

企業의 所有構造가 인센티브와 企業成果에 미치는 影響

趙 成 旭

(本院 研究委員)

-
- * 본고를 집필하는 데 있어서 도움을 주신 한국산업조직학회 및 응용미시세미나, 그리고 KDI세미나 참석자들과 김종민 교수, 전인우 박사 및 김동석 박사께 감사드린다. 특히 본고에 대해 유용한 평을 해주신 신혁승 교수, 유윤하 교수, 임영재 박사에게 사의를 표한다. 그리고 자료수집 및 정리에 도움을 준 현공식 연구원과 이유진 연구원에게 감사드린다.

◇ 要 約 ◇

주주와 기업경영자의 대리인관계에서 대주주가 경영자를 감시·감독하는 역할을 항상 하는 것은 아니다. 기업의 주주는 동질적이 아닐 수 있으며, 특히 지배 대주주와 외부주주의 이해관계는 상이할 수 있다. 소유지분이 높아지고 기업에 대한 영향이 증가하는 경우 이를 이용하여 주주들이 자신들의 사익을 추구하고자 할 수 있다. 기업경영 및 의사결정을 자신들의 사적이익에 부합되는 방향으로 유도하기 위하여 주주들은 경영자에게 높은 보수를 제공하는 방법 등으로 경영자와의 담합관계를 추구할 수 있다. 대주주가 경영자와의 담합관계를 추구하는 경우 기업경영의 주목적이 기업주식가격상승 또는 배당금증가에서 멀어지므로 기업의 수익성은 감소할 수 있다. 본 연구는 1982년부터 1992년간 일본 제조업분야의 상장기업을 통해 기관투자자들의 소유지분과 경영자의 보수 그리고 기업성과와의 관계를 살펴보았다. 주거래은행을 중심으로 금융기관투자자는 기업의 주요 채권자인 동시에 소유주로서 일반주주와는 상반된 이해관계를 가지고 있다. 본 연구는 금융기관의 소유지분이 강화됨에 따라 기업경영자의 급여가 성과급이 아닌 고정급의 형태를 통해 증가함을 보여주고 있다. 또한 기업이 차입금에 대하여 지불하는 이자율이 상승할수록 기업경영자의 급여는 증가함을 보여준다. 그리고 금융기관의 소유지분이 높은 기업의 수익성이 낮음을 보여주고 있다. 이런 결과는 1980년대 자본자유화와 더불어 자본공급자로서의 위치가 약해진 금융기관과 기업과의 관계를 시사하고 있다. 기업수익성보다는 금융기관에게 주요 채권자로서의 위치와 상대적으로 높은 수익성을 보장하도록 경영자의 인센티브급여계약이 설계되었음을 의미한다. 또한 많은 기업들이 주거래은행의 전직 경영자를 이사 또는 최고경영자로 임명하고 있는 사실을 고려할 때, 금융기관 경영자와 기업경영자 간의 담합관계를 암시하기도 한다.

I. 序 論

기업의 주주는 소수지분을 가지고 기업의 의사결정에 영향력을 행사하지 못하는 소액투자자와 상당한 지분을 가지고 기업경영에 중요한 영향력을 행사할 수 있는 대주주로 나뉠 수 있다. 기관투자자를 포함한 대주주가 기업의 경영 및 성과에 미치는 영향은 크게 두 가지 경우로 나누어 생각할 수 있다. 첫째, 대주주가 자신들이 지분을 소유한 기업의 가치가 극대화되도록 기업의 경영활동을 감독·감시할 경우이다. 대주주가 주식보유로부터 발생하는 배당수입 및 市價上昇(capital gain)에서 오는 수입을 추구하는 경우가 이에 해당될 수 있다. 이 경우는 지배대주주와 외부주주의 이해가 일치하게 되며, 대주주는 기업경영진으로 하여금 기업수익 극대화를 추구하도록 동기부여를 하거나 경영성과를 감시할 것이다. 따라서 기업경영자의 노력이 증가할 것이므로 기업의 가치가 증대될 것으로 예상된다. 둘째, 대주주가 주식 보유를 통한 배당수입 또는 시가차액 등을 추구하는 것이 아니라, 대주주 자신의 非金錢的 또는 金錢的 私的利益을 추구하는 경우이다. 기업과 일정한 비즈니스관계에 있는 대주주가 비즈니스로부터 私的利益을 추구하고자 영향력을 행사하는 경우 기업경영진의 의사결정은 기업의 이익극대화와 상충될 수 있다. 또한 대주주가 개인투자자가 아니라 기관투자자인 경우에는 이를 운영하는 경영자들의 인센티브 문제가 존재하므로, 이런 이해상충의 문제는 더욱 심각해질 수 있다. 대주주와 외부주주간의 이해가 상이하게 달라지는 경우에는 대주주가 경영자를 감독·감시한다

고 할지라도 감시의 목적이 기업수익 극대화를 추구하기 위한 것이라고 기대할 수 없다.

결국 대주주에 의한 소유집중의 정도뿐만 아니라 대주주가 누구인가에 따라, 그리고 대주주가 주식소유에 따른 일반적인 배당수입을 목적으로 하는가, 아니면 비즈니스상의 유리한 위치를 확보하기 위하여 주식소유를 하는가에 따라 기업경영에 미치는 영향이 달라질 수 있다. 이때 대주주의 영향은 기업에 관한 의사결정을 하는 기업경영진에 대한 감시·감독의 정도, 경영진에게 제공되는 동기부여 및 유인체계를 통하여 이루어질 수 있다. 소유구조에 따라 경영진에 대한 감시·감독 및 유인체계가 달라지고, 그에 따라 기업의 성과도 달라질 것이다.

본 연구는 주주들의 이해와 목적이 다를 수 있음을 인정하고, 내부(insider)와 외부주주(outsider)의 소유집중이 기업경영자의 인센티브 및 기업성과에 미치는 영향에 대해 일본 기업의 소유에 관한 정보를 이용하여 실증적으로 분석한 것이다. 본고의 구성은 다음과 같다. Ⅱ장에서는 일본 소유구조의 특징, Ⅲ장에서는 소유구조가 경영자 인센티브 및 기업의 성과에 미치는 영향을 이론적으로 살펴보고, Ⅳ장에서는 실증분석의 결과를, 그리고 Ⅴ장에서는 결론 및 시사점을 살펴보고자 한다.

Ⅱ. 日本企業 所有構造의 特徵

1. 投資者 構成

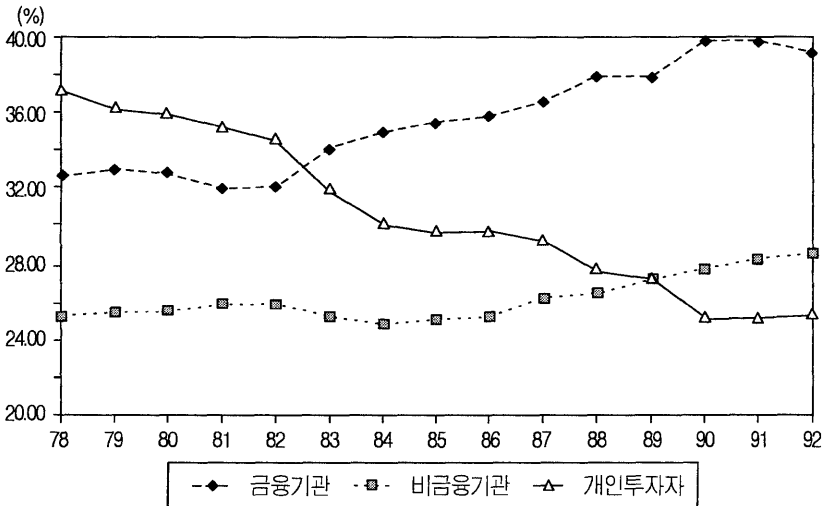
일본기업의 소유구조를 살펴보면 개인소유지분이 계속 감소하

고 있는 반면에 기관투자자의 비중은 계속 증가하는 특색을 보이고 있다. 일본산업은행이 발표하는 기업재무자료를 토대로 작성한 [그림 1]에서 알 수 있듯이, 개인투자자의 비중은 1978년의 37.1%에서 1992년에는 25.29%로 계속 감소하고 있으며, 기관투자자가 소유하고 있는 지분은 1978년의 57.95%에서 1992년에는 67.9%로 상승하였다. 기관투자자로는 크게 금융기관투자자와 비금융기관투자자로 나눌 수 있다. 이중 금융기관투자자의 소유지분은 1978년의 32.7%에서 1992년에는 39.28%로 증가하였고, 비금융기관의 소유지분은 같은 기간동안 25.25%에서 28.64%로 증가하였다.

금융기관투자자 중에서는 은행과 보험회사들이 가장 중요한 투자자이다. 일본 전국증권거래소협회의에 의하면, 1986년의 경우 금융기관이 소유한 주식의 47%는 은행, 30.1%는 생명보험회사, 그리고 13.2%는 손해보험회사가 소유하고 있다. 금융기관투자자 중 은행들은 개별적으로는 주식의 절대다수를 보유하지 못한다. 일본의 독점금지법에 의하면 은행들은 일반기업의 주식을 10% 이상 소유할 수 없었다. 1987년 이후 이 상한선은 5%로 낮추어졌다. 은행기관투자자 각각이 보유하고 있는 지분은 상한선보다 낮을지라도 은행의 수가 적기 때문에 기업소유지분을 공동으로 제어함으로써 대주주처럼 행세할 수 있다. 예를 들면, 1950년대부터 1988년까지 일본의 은행수는 90개 미만이었다. 1989년 이후 크게 증가하였으나 전체 은행수는 150개이며 이중 도시은행은 15개를 넘지 못한다.

개인투자자와 기관투자자를 제외한 다른 투자자의 역할 및 비중은 아주 미미하다. 외국인투자자의 비중은 5% 내외에 머물고 있으며, 정부소유의 지분은 1% 정도에 불과하다.

[그림 1] 일본 기업의 소유주 구성



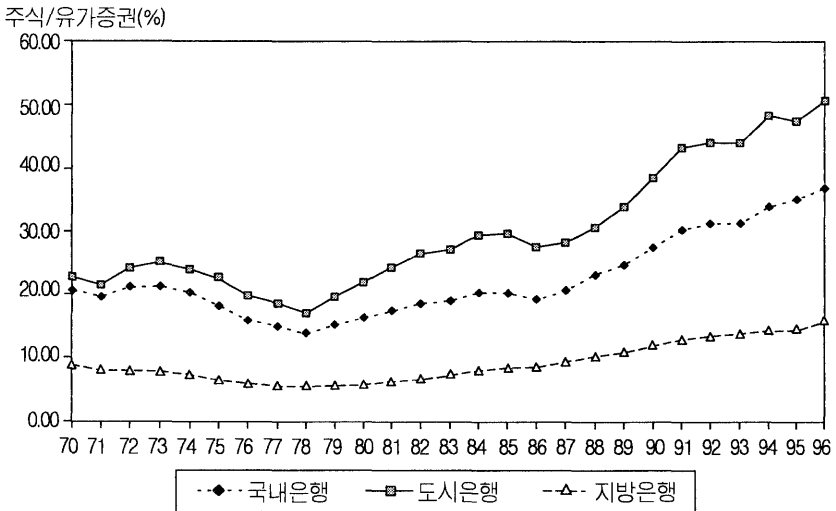
자료 : 일본산업은행.

2. 機關投資者の 特性

기관투자자는 그들이 지분을 소유하고 있는 기업과 영업관계를 갖는 경우가 많다. 여기에서 영업관계란 부품 및 중간재 생산에서 제조업자와 하청기업 사이에 존재하는 공급·수요자의 관계, 판매 및 유통에서 도소매업자 등의 관계, 그리고 은행 등에서의 대출을 매개로 한 채무자와 채권자의 관계 등을 의미한다.

Prowse(1992)와 Sheard(1994)에 의하면 금융기관을 포함한 기관투자자의 상당수가 相互出資者이기도 하다. 상호출자의 경우 안정적인 소유에 대한 협정(stable shareholding agreement)에 따라 현 기업경영진이 반대하는 적대적 M&A를 추구하는 투자자에게 기관투자자가 주식을 매도하는 것을 암묵적으로 금지하고 있다. 따라서 기관투자자의 주식보유는 현 경영진을 외부의 압력으로부터 보호하고자 하는 우호적인 목적으로 사용되고 있다.

[그림 2] 일본의 은행이 소유한 유가증권 중株式이 차지하는 비중



자료 : 일본은행.

금융기관투자자는 주식소유자인 동시에 채권소유자라는 특징을 갖는다. 은행이 자본공급자로서 차지하는 중요성은 80년대 이후 감소한 반면에 기업주식의 소유는 [그림 2]에서 보여주듯이 증가하였다.

1980년대 초반부터 시작된 금융시장 자유화와 함께 일본기업들이 해외시장에서 회사채를 발행하게 되고 그동안의 기업의 고도 성장에 따른 사내유보금의 증가에 따른 내부자금이용이 가능하게 됨에 따라 일본의 은행들은 다른 자금공급자들과의 경쟁에 처하게 되었다.

3. 金融機關投資者에 대한 既存의 研究

은행 또는 보험회사의 상대적 지분이 대부분인 일본의 금융기관투자자들은 기업의 중요한 채권자인 동시에 소유주로서, 다른

기관투자자와는 상이한 이해관계와 목적을 가질 수 있다. Aoki(1984)는 주주의 다양성(non-unanimity)이 기업의 재무구조결정에 미치는 효과를 분석함으로써, 내부주주의 목적함수 및 선호에 따라 기업이 가치극대화와는 괴리가 있는 의사결정을 할 수 있음을 보여주고 있다. 그의 분석은 은행과 일반개인주주가 주주로서 존재하는 경우를 상정하고 있다. 채권자인 동시에 소유주인 은행은 배당 및 주식가치의 증가뿐만 아니라 채권에 대한 이자를 통하여 소득을 얻는다. 이러한 은행은 기업으로 하여금 주식가치의 극대화에서 요구되는 재무구조보다 많은 부채에 의존하도록 하고자 한다는 것을 이론적으로 보였다.

채권자인 동시에 기업의 소유주인 은행이 기업지배구조적 측면에서 행한 역할에 대해서는 두 가지의 상반된 평가가 존재한다. 첫째는, 기업에 대한 감시와 통제기능을 수행함으로써 기업의 가치 또는 수익을 극대화하도록 하는 모니터로서 은행을 보는 평가가 있다. 또다른 견해는 기업에 필요한 자금의 중요한 공급자로서의 위치를 이용하여 자신들의 사적이익을 추구했다는 평가이다. Hoshi, Kashyap, and Scharfstein(1991)은 은행, 특히 주거래은행은 기업의 감시자로서 기업과 자금공급자간에 존재하는 정보의 비대칭성(information asymmetry)에 따른 문제를 해소하는데 도움을 줄 수 있다고 주장한다.

반면에 Caves and Uekusa(1976)는 주거래 은행과 긴밀한 연결을 가진 계열기업들은 독립적인 기업들에 비하여 수익률이 낮다는 것을 보였고, Weinstein and Yafeh(1993)는 계열기업들이 독립된 기업들보다 은행에서 차입한 대부금에 대하여 높은 이자를 지급했다고 주장하였다. 금융자유화 이전의 경우, 구속성 예금²⁾

2) 일명 '꾸기(compensating balances)' 라고 하며, 일반기업이 은행으로부터 대출을 받는 경우 일정비율을 은행에 예치하는 관행을 말한다.

과 같은 몇몇 관행들은 금융기관들이 자본공급자로서의 자신들의 위치를 이용하여 채권자로서의 사적이익을 추구했음을 보여주는 한 예이다. Aoki(1984)에 의하면 ‘끼기’와 같은 관행은 일부분에만 적용되는 것이 아니라 상당히 널리 이용된 관행이다. 이 관행에 따라 1962년부터 1981년 사이 일본의 기업들은 40% 내지 50%의 대출금액을 은행에 예치한 것으로 분석된다.³⁾

또한 일본기업에 대한 기존의 많은 연구⁴⁾를 보면, 은행임원의 기업임원 겸직 또는 은행대출 심사자로서의 지위 등을 통하여 은행이 기업 내부정보에 쉽게 접근할 수 있으므로 정보에 있어 비대칭성이 작다고 주장한다. 따라서 금융기관투자자는 내부주주(insider)로서의 역할을 할 가능성이 높다. 금융개혁과 함께 자금공급자로서의 은행의 독점적 위치가 약화된 반면에 증가한 소유지분을 바탕으로 한 소유관계를 채무기업과의 자금공급자-수요자 관계 유지와 경영자에 대한 영향력 유지를 위한 수단으로 이용했을 수도 있다.

Ⅲ. 所有構造가 인센티브와 成果에 미치는 影響

기업으로 하여금 이윤극대화를 추구하도록 주주가 경영자를 감시하는 것은 감시에 따른 私的費用을 낳는 반면에 그 혜택은 모든 주주와 공유하므로 無賃乘車問題(free rider problems)를 발생시킬 수 있다. 그러나 감시비용에 고정비용이 존재하는 경우 대주주는 무임승차의 문제를 부분적이거나 해소시키고, 경영자에

3) Aoki(1984).

4) Ito(1992), Hoshi, Kashyap, and Scharfstein(1991).

대한 감시기능을 행할 수 있다. 대주주로서 기관투자자들은 자신들의 이해와 목적에 따라 경영자에게 상이한 영향력을 발휘할 수 있다. 대주주는 자신들의 요구를 경영자가 추구하도록 감시·감독하거나, 이와 병행하여 경영자의 인센티브계약을 다르게 설계함으로써 경영자에 대해 간접적으로 영향력을 행사할 수 있다. 경영자의 인센티브계약이 달라짐에 따라 경영자의 동기가 달라지며, 기업이 선택하는 사업계획 및 투자계획은 경영자의 동기 및 의사결정에 따라 달라진다. 따라서 기업성과 역시 소유형태에 따라 달라질 수 있다.

경영자에 대한 감시·감독이 강화됨에 따라 대주주가 보다 정확한 정보를 소유하게 될 경우 경영자의 역할과 공헌도 및 기업성과 정보에 포함된 교란(noise)을 제거할 수 있어 성과급 도입시 경영자가 감당해야 하는 위험(risk)이 감소하게 된다. 위험이 감소하면 급여와 성과의 연동비율(risk-sharing)을 높이더라도 경영자들의 소득에 수반된 위험을 감안한 최소요구소득(reservation income) 수준은 상승하지 않을 수도 있다. 감시·감독을 통하여 기업경영 및 성과에 관하여 많은 정보를 가진 주주는 기본급여를 높이지 않고도 경영자 급여의 연동비율을 높여 경영자들에게 보다 많은 노력을 투입할 유인을 제공할 수 있다. 만약에 감시기능이 인센티브급여를 통한 동기부여를 어느 정도 대체할 수 있다면, 경영자가 받는 급여는 감소할 수도 있다. 주주들의 적극적 감독체계하에서는 경영자들의 업무에 대한 성실성이 증가하고, 낭비적인 과도한 투자가 감소한다. 따라서 기업의 성과는 증가할 것으로 예상된다.

대주주가 사적이익을 추구하는 경우 소유주는 경영자와의 합리적 관계가 필요해진다. 사적이익을 추구하는 내부 대주주는 자신들의 이익과 관련한 성과기준(예를 들면, 금융기관의 경우 이

자소득)에 경영자의 인센티브를 연결할 수 있다. 또한 경영자와 일부 대주주의 담합적 관계는 성과급보다도 기본급여를 올리도록 인센티브제도를 설계하는 것으로 나타날 수 있다. 경영자와의 담합적 관계가 형성되면 주주의 감시기능이 약화되고 경영자의 지위가 보장되므로, 기업성과를 위하여 경영자가 노력할 인센티브가 작아진다. 결국 적절한 감시기능이 없는 경우 경영자는 수익률이 낮은 사업에 투자하거나 수익률 극대화를 추구하지 않으며, 기업의 수익률도 낮아진다.

은행의 경우 사적이익은, 주주로서의 주식배당 및 주식의 시가 상승 등에 따른 이익이 아니라 채권자로서의 대출금에 대한 높은 이자소득과, 기업으로 하여금 수익성이 높은 사업보다도 안정적인 프로젝트를 추구하도록 유도함으로써 원리금 및 기업여신에서 발생하는 이자소득을 안정적으로 확보하도록 하는 것 등을 포함한다.

은행을 포함한 금융기관이 내부주주로서의 사적이익을 추구하는 것과 함께 금융기관의 경영자가 사적이익을 추구할 수도 있다. Hoshi, Kashyap, and Scharfstein(1991)에 따르면, 동경주식시장에 상장된 1,103개의 기업들 중 8%가 최소한 한명의 임원을 주거래은행으로부터 채용하고 있고, 34%의 기업은 주거래은행의 전직 경영자를 이사 또는 최고경영자로 채용하고 있다. 앞에서 밝힌 바와 같이 많지 않은 은행수를 감안하면, 현 은행경영진이 미래에 기업의 경영자가 될 확률은 상당히 높다고 할 수 있다. 따라서 은행경영자는 자신들의 미래 수익에 영향을 주는 기업경영자의 보수결정에 대하여 관대해질 인센티브가 존재한다.

기업과 부품거래 등의 수요·공급자의 관계에 있는 비금융기관이 보유한 지분의 크기는 기업규모와 반대방향으로 움직일 것이다. 규모가 작은 기업일수록 부품공급자일 가능성이 높다. 부

품공급자의 수익성 및 경영의 건전성 등이 중요부품에 대한 공급의 안정성을 제고할 수 있으므로 이를 위하여 비금융기관투자자는 기업경영자를 견제·감시하는 감시자의 기능을 행할 가능성이 높다. 이 경우, 기본급여의 상승을 동반하지 않고도 경영자의 인센티브를 제고할 수 있으며, 성과급에서 성과연동비율(risk sharing)이 증가하거나, 급여를 낮추는 것으로 나타날 것이다. 또한 소유주의 감시기능이 강화되면 기업의 성과는 향상된 것으로 나타날 것이다.

Ⅳ. 實證分析 및 結果

이 장에서는 일본의 기관투자자(금융기관투자자, 비금융기관투자자) 소유집중이 경영자의 보수체계와 기업성과에 미친 영향을 1982년부터 1992년간 일본의 772개 상장기업의 소유구조와 기업 경영자의 보수에 관한 자료를 중심으로 살펴보고자 한다. 소수의 주주들이 존재하는 기업과 다수의 주주들이 존재하는 기업에서 내부주주와 외부주주간의 문제는 그 정도가 다를 수 있다. 본 논문에서는 다수의 주주가 존재하는 경우 소유구조의 영향을 살펴보기 위하여 동경주식시장에 상장하기 위한 요건이기도 한 최소한의 주주수가 3,000명 이상인 상장기업들만을 분석대상으로 선택하였다. 또한 다른 기관투자자의 소유지분은 아주 낮은 편이므로, 금융기관투자자와 비금융기관투자자로 분석대상을 한정하였다.

시계열과 횡단면자료의 통합자료(panel data)를 이용하여 첫번째로는 기관투자자가 경영자의 급여에 미치는 영향을 살펴본다.

〈표 1〉 기업 및 경영자 보수에 관한 통계

Variables	전체표본			계열기업		
	관찰치 수	평 균	표준편차	관찰치 수	평 균	표준편차
총보수(10억엔)	6,180	2.2664	1.6174	1,783	2.7194	1.9655
총자산수익률	6,180	0.0486	0.0519	1,783	0.0432	0.0402
총자산(100억엔)	6,180	1.4971	3.1715	1,783	2.0702	3.3919
금융기관지분(%)	6,180	34.8647	13.9993	1,783	37.4301	13.8809
비금융기관지분(%)	6,180	25.8465	16.3324	1,783	28.8439	17.411
기관소유지분(%)	6,180	60.7112	14.2943	1,783	66.2740	12.2336
상대적 비율	6,179	0.5884	0.2118	1,783	0.5808	0.2154
총자산수익률분산	6,180	0.0016	0.0144	1,783	0.0007	0.0033
손실발생더미	6,180	0.0676	0.2511	1,783	0.0729	0.2600
미래수익률	5,289	0.0467	0.0426	1,530	0.0435	0.0356
은행대출이자율	4,675	0.0366	0.0189	1,403	0.0392	0.0179

주: 1) 모든 숫자는 도매물가지수를 이용하여 1985년도 불변 엔(Yen)으로 바꾼 것임.

2) 상대적 비율은 금융기관 소유지분이 기관소유지분 전체에서 차지하는 비중. 손실발생더미는 기업수익이 음인 경우에 1을 갖는 더미 변수.

두번째로는 금융기관투자자와 비금융기관투자자가 경영자의 급여에 미치는 영향이 구조적으로 다른지를 살펴본다. 또한 비금융기관투자자와 금융기관투자자의 상대적 비중 및 금융기관의 私的利益과 관련된 평가기준이 경영자의 보수에 영향을 끼칠 수 있는가를 살펴본다. 마지막으로 기관투자자의 소유구조가 기업의 수익성에 미치는 영향을 알아본다.

1. 機關投資者에 의한 所有集中의 效果

이 절에서는 기관투자자에 의한 소유집중이 경영자의 급여에 미치는 영향을 살펴본다. 경영자의 급여에 영향을 주는 요인들에는 여러 가지가 있다. 기존의 연구에 의하면 기업 자체의 성

과와 규모가 증가할 때 경영자가 받는 급여도 올라간다. 그리고 인센티브에 관한 이론적 연구에 의하면, 기업이 직면하고 있는 성과에 대한 위험으로서 기업성과의 분산도는 경영자 급여의 성과에 대한 연동비율(risk sharing) 및 최저요구소득수준에 영향을 미친다.

이러한 효과를 고려하여 실증분석에 사용된 식은 다음과 같다.

$$y_{it} = r_0 + r_1 \cdot X_{it} + r_2 \cdot X_{it-1} + r_3 \cdot X_{it} \cdot O_{it} + r_4 \cdot O_{it} + r_5 \cdot S_{it} \\ + r_6 \cdot X_{it} \cdot V_{it} + r_7 \cdot V_{it} + r_8 \cdot L_{it} + v_i + e_i + \varepsilon_{it} \dots\dots\dots (1)$$

식 (1)에서, 피설명변수 y_{it} 는 기업경영진의 실질임금에 대수(log)를 취한 값으로, 일본산업은행에서 발행되는 기업재무자료(corporate finance data bank)에서 얻을 수 있다. 이 분석에 있어서 모든 숫자는 도매물가지수를 이용하여 1985년 엔으로 치환하였다. Kaplan(1994)과 Aoki(1990)에 의하면, 일본기업의 지배구조는 최고경영자 1인에 의해 좌우되는 미국의 제도와는 달리 합의에 의해 이루어진다. 따라서 최고경영자 1인에 대한 급여를 분석대상으로 하기보다 최고경영진들을 포함한 이사회의 이사진 전체에 대한 급여를 분석대상으로 삼았다. 전체표본에서 이사진의 1985년 엔으로 평가한 평균 총현금급여는 22억7천만엔이고 이중 기본급여는 18억6천만엔이다. 나머지 4억1천만엔은 상여금이다. 계열기업의 경우는 총현금급여가 27억2천만엔이고 이중 기본급여는 22억9백만엔이고 나머지는 상여금이다. Aoki(1988)의 주장에 의하면, 주식 또는 옵션이 일본경영자의 급여에서 차지하는 비중은 미국보다 낮다. Aoki는 기업의 자사주 보유는 특별한 경우를 제외하고는 허용되지 않는다는 점과 신주발행시 할인된 가격에 의한 할당이 규제되므로 일본기업에 있어 옵션사용은 많지 않다고 지적한다. 또한 Lichtenberg and Pushner(1992)의 연구에 의

하면, 일본의 내부이사들의 평균적 지분소유는 미국보다 낮다. 따라서 이사진에게 현금으로 지급된 총급여만을 분석대상으로 삼은 것은 크게 문제되지 않을 것으로 생각된다. X_{it} 는 기업 i 의 t 년도의 실질 총자산수익률을 나타낸다. 실질자산수익률은 기업이 법인세를 내기 전의 이익금을 기업의 총자산(total asset)으로 나누는 것이다. 과거의 자산수익률 역시 경영자의 보수에 영향을 끼치므로, $t-1$ 년도의 실질자산수익률도 식에 포함되었다. 실질 총자산수익률과 함께 주식시장에서의 성과(주식의 수익률)를 성과변수로 사용하는 경우 주식수익률이 미치는 영향은 통계적으로 유의하지 않아 분석에 포함하지 않았다. 기업의 규모를 나타내는 S_{it} 는 기업의 총자산을 사용하였고, V_{it} 는 t 기를 포함하여 과거 5년간의 실질수익률의 분산으로서 기업수익률의 위험정도를 나타낸다. O_{it} 는 금융기관투자자와 비금융기관투자자의 소유지분의 합을 나타낸다. 윗식에서 기업성과 X_{it} 가 변할 때 피설명변수 (y_{it})에 두 가지 영향을 미친다. 기업성과 X_{it} 가 변할 때 피설명변수 (y_{it})에 직접적으로 영향을 미치는 것과 소유지분이 y_{it} 에 미치는 효과를 변화시켜 영향을 미치는 것이다. 따라서 주어진 소유구조에서 X_{it} 의 영향은 $r_2 + r_3 \cdot O_{it}$ 로 나타낼 수 있다. 비슷한 논리로, 기업의 소유지분 O_{it} 가 변할 때 y_{it} 에 미치는 영향은 두 가지가 있는데, 직접적으로 영향을 미치는 것과 기업성과가 y_{it} 에 미치는 효과를 변화시켜 영향을 미치는 것이다. 주어진 기업성과 X_{it} 에서 소유구조가 변화할 때 y_{it} 에 미치는 영향은 $r_3 \cdot X_{it} + r_4$ 로 나타낼 수 있다. Gilson and Vetsuypens(1993)의 주장처럼 기업의 금융압박(financial distress)이 기업경영자의 급여에 영향을 주는가를 살피기 위하여, 기업이 t 기에 손실을 경험하는 경우에는 1, 그렇지 않은 경우에는 0을 갖게 되는 더미(dummy)변수로 L_{it} 를 포함하였다.⁵⁾ 기업고유의 더미변수 v_i 는 시간에 불변하며 각 기업

에 고유한 효과를 반영하는 변수들을 나타내며, e_i 는 모든 기업에 공통되며 시간에 따른 효과를 측정하는 변수이다. 각 기업 특유의 고유한 효과를 제어하기 위하여 단위공간내(within-unit) 추정방법을 사용하였다. 이 방법은 각 단위(unit)에 있어서 각 변수와 변수의 평균치로부터의 차이를 이용한 회귀분석으로 상수항 및 기업고유의 고정적 효과를 나타내는 항들은 제거되어 분석결과에서는 보고하지 않았다. 식 (1)에서 계수 r_1 과 r_2 의 합은 성과와 급여의 관계가 얼마나 밀접한지를 나타내고 r_3 는 소유와 성과의 상호작용변수(교차항)로서 급여와 성과간의 관계가 소유구조가 달라짐에 따라 어떻게 영향을 받는가를 측정한다. r_4 는 소유지분이 급여에 직접적으로 미치는 영향을 측정한다.

기관투자자의 소유지분이 경영자의 급여에 미치는 영향에 대한 분석결과가 <표 2>에 정리되어 있다. 여기에서 첫 두 열은 모든 표본이 회귀분석에 사용되었을 때의 결과를 보여주고, 마지막 두 열은 金融系列에 포함된 기업들만을 포함하였을 때의 결과를 보여준다. 일본 기업에 대한 많은 연구들은 일본 기업의 지배구조가 계열기업(기업집단)의 소속여부에 따라 달라진다고 주장하고 있다. 따라서 이들 계열기업집단의 경우에는 소유구조의 영향이 어떻게 달라지는가를 살펴보고자 한다. 같은 식을 이용하여 계열기업(keiretsu affiliated firm)만을 분석에 사용하였다. 계열기업은 거대기업을 중핵으로 하는 다수의 관계회사가 수직적 관계를 형성하는 10여개의 계열적 기업집단과 6개의 구재별적(zaibatsu) 기업집단을 지칭한다. 그중에서도 金融系列(financial keiretsu)에 속한 기업들은 6개의 大系列企業(미쓰비시, 미쓰이, 스미도모, 푸요, 다이이치간교, 산와)으로 미쓰비시, 미쓰이, 스미도모는 구재별기

5) 이 연구에 사용된 자료 중 7%가 넘는 자료가 손실을 본 것으로 판단된다.

〈표 2〉 기관투자자의 소유집중이 경영자 보수에 미치는 영향

Variables	전체표본		계열기업	
	Coefficient	t-value	Coefficient	t-value
총자산수익률	0.8423	3.68	-0.3287	-0.38
前期의 총자산수익률	0.4664	7.05	1.1063	6.22
총자산	0.0337	7.55	0.0176	3.12
총자산수익률×기관소유지분	0.0056	1.45	0.0210	1.62
기관소유지분	0.0019	3.59	-0.0015	-1.57
총자산수익률×총자산수익률분산	-0.5216	-8.56	-0.1929	-2.10
자산수익률분산	-0.0159	-5.57	-0.0131	-3.82
손실발생더미	-0.0268	-2.19	-0.0295	-1.36
기업고유효과	Yes		Yes	
시간고유효과	Yes		Yes	
관찰치의 수	6,177		1,783	
R ²	0.9298		0.9395	

주 : 시간에 고유한 효과 및 기업 고유의 효과를 제어한 단위구간내 추정방법 (within-unit estimation)을 사용하여 기관투자자에 의한 소유집중이 기업경영자의 급여에 미치는 영향을 살펴본 결과임. 피설명변수는 실질 총보수의 로그 값임.

업 집단으로서 계열기업간의 긴밀한 관계로 유명한 그룹이다. 몇 개의 구재별기업들을 중심으로 주요계열기업이 형성되었고, 산와와 이칸은 2차대전후 강력한 은행을 중심으로 형성되었다. 이들 기업들은 기업간의 상호출자와 주거래은행으로부터의 대출을 통해, 상호 다른 산업간에 존재하는 기업들간의 수평적 결합을 추구하는 것으로 알려져 있다. 본 연구에서는 Nakatani(1984)가 정리하여 밝힌 6개의 계열집단에 속한 기업들을 분석하였다.

먼저 모든 표본이 사용된 경우를 살펴보자. 모든 기업을 대상으로 분석하였을 때, 예상한 대로 경영자의 보수는 기업의 성과 및 규모와 양(+)의 관계를 가지고 있다. 기업성과의 위험을 나타내는 대용변수(proxy)로 사용된 기업성과의 분산과 기업성과의 상호교차항의 부호가 음(-)이므로, 주어진 기업성과분산에서 기

업성과가 증가할 때 피설명변수 y_{it} 에 미치는 영향은 감소한다. 따라서 기업성과분산이 큰 경우 감소폭은 더욱 클 것이다. 이는 경영자가 받는 소득이 기업성과에 따라 변화하는(연동하는) 비율 정도(risk-sharing)가 기업성과분산이 증가함에 따라 감소함을 의미한다. 기업성과의 분산은 또한 급여수준을 낮추는 것으로 나타났다. 이 결과들은 유의수준 1%에서 유의하다. 기관투자자에 의한 소유지분의 집중이 성과-급여관계에 미치는 영향은 통계적으로 유의한 수준이 되지 못한다. 그러나 기관투자자 소유의 직접적 효과는 양(+)이며 유의수준 1%에서 유의하다. 이는 기관투자자의 소유지분이 증가할 때 확정급여가 증가함을 의미한다. 소유집중과 경영자 급여간의 역의 관계를 밝힌 기존의 연구결과⁶⁾와는 달리, 이 결과는 기관투자자의 소유집중과 경영자 급여간의 양(+)의 관계를 보여준다.

〈표 2〉의 마지막 두 열은 금융계열회사에 포함된 기업들만을 포함하였을 때의 결과를 보여준다. 기관소유지분의 독립항과 기관소유지분과 실질총자산수익률간 교차항의 계수들의 낮은 t값은 기관투자자가 경영자의 보수에 미치는 영향이 통계적으로 유의하지 않음을 나타낸다. 아마도 앞에서 논의한 것처럼 기관투자자의 유형에 따라 경영자에 대해 서로 상이한 효과를 발생시키는데 서로 상이한 효과가 상쇄됨으로써 전반적으로는 유의한 효과를 내지 못하는 것으로 판단된다. 다음 절에서 각각의 기관투자자가 왜 상이한 영향을 발휘하는지를 살펴보겠다.

6) Santerre and Neun(1986).

2. 機關投資者 種類의 影響

앞절의 분석은 비금융기관투자자와 금융기관투자자의 소유집중이 경영자의 급여에 대해 동일한 효과를 준다는 제약적인 가정에서 출발하였다. 그러나 이미 거론한 것처럼, 기관투자자의 종류에 따라 그들의 이해와 목적이 달라지므로 급여에 미치는 영향이 다를 수 있다. 이 절에서는 기관투자자를 비금융기관투자자와 중요한 채권자인 금융기관으로 구별하여 이 두 기관투자자의 영향이 어떻게 다른가를 살펴본다.

$$\begin{aligned}
 y_{it} = & r_0 + r_1 \cdot X_{it} + r_2 \cdot X_{it-1} + r_3 \cdot X_{it} \cdot Nfin_{it} + r_4 \cdot X_{it} \cdot fin_{it} \\
 & + r_5 \cdot Nfin_{it} + r_6 \cdot fin_{it} + r_7 \cdot S_{it} + r_8 \cdot X_{it} \cdot V_{it} + r_9 \cdot V_{it} \\
 & + r_{10} \cdot L_{it} + v_i + e_i + \varepsilon_{it} \dots\dots\dots (2)
 \end{aligned}$$

식 (2)에서 $Nfin_{it}$ 는 비금융기관투자자들의 지분의 총합이고 fin_{it} 는 금융기관투자자들의 지분의 총합이다. 계수 r_3 와 r_4 는 비금융기관과 금융기관투자자들의 소유집중이 기업성과와 급여의 관계에 어떻게 영향을 미치는가를 나타내며, 계수 r_5 와 r_6 는 이들 기관투자자 각각이 급여에 직접적으로 미치는 효과를 나타내고 있다.

〈표 3〉은 기관투자자의 종류가 달라질 때 소유가 급여에 미치는 영향이 구조적으로 다를 것을 보여준다. 전체표본을 사용한 경우 금융기관투자자의 지분은 양(+)의 효과를 가지며 통계적으로 유의하다. 그러나 비금융기관투자자의 지분이 급여에 미치는 직접적인 효과는 음(-)이고 또한 유의하다. 금융기관의 소유지분이 증가하는 경우에 경영자의 급여가 증가하는 반면에 비금융기관의 소유가 증가하는 경우에 경영자의 급여가 감소함을 보여준다. 한편 기업의 성과와 비금융기관투자자의 지분의 교차항(interaction)

〈표 3〉 금융기관과 비금융기관 소유집중이 경영자 급여에 미치는 구조적 차이

Variables	전체표본		계열기업	
	Coefficient	t-value	Coefficient	t-value
총자산수익률	0.9818	4.14	-0.1337	-0.14
전기의 총자산수익률	0.4613	7.01	0.9704	5.50
총자산	0.0305	6.85	0.0155	2.77
총자산수익률×금융기관소유지분	0.0041	0.83	0.0325	1.96
총자산수익률×비금융기관소유지분	0.0005	0.13	-0.0005	-0.04
금융기관소유지분	0.0062	8.37	0.0030	2.14
비금융기관소유지분	-0.0016	-2.46	-0.0056	-4.94
총자산수익률×총자산수익률분산	0.4885	-8.01	-0.1221	-1.33
총자산수익률분산	-0.0151	-5.29	-0.0124	-3.67
손실발생더미	-0.0270	-2.21	-0.0405	-1.88
기업고유효과	Yes		Yes	
시간고유효과	Yes		Yes	
관찰치 수	6,177		1,783	
R ²	0.9309		0.9413	

주 : 시간에 고유한 효과 및 기업 고유의 효과를 제어한 단위구간내 추정방법을 사용하여 금융기관 및 비금융기관에 의한 소유집중이 기업경영자의 급여에 미치는 영향을 살펴본 결과임. 피설명변수는 실질 총보수의 로그값임.

의 계수는 통계적으로 유의하지 않다. 기관투자자의 소유집중이 경영자의 소득과 기업성과와의 관계를 나타내는 연동비율(risk sharing)을 변화시키지 않는다는 가설은 기각될 수 없다. 계열기업 군들에 있어서도 효과는 비슷하다. 금융기관 소유지분의 증가는 직접적으로는 경영자 급여수준을 증가시키고 경영자 급여의 기업성과와의 연동비율(risk-sharing)도 증가시키는 것처럼 보인다. 이와는 달리 비금융기관의 소유지분 증가는 경영자 급여를 감소시키는 반면에, 경영자급여의 기업성과와의 연동비율(risk-sharing)에는 통계적으로 유의한 영향을 미치지 않는 것으로 나타났다.

두 기관투자자의 효과가 구조적으로 차이를 갖는지를 검정하

기 위하여 F -테스트를 실행하였다. 이때 검정할 귀무가설은 H_0
: $r_3=r_4$, $r_5=r_6$ 이며 사용할 F -통계량은 다음과 같다.

$$F(r, N - K - 1) = \frac{(R_{UR}^2 - R_R^2) / r}{(1 - R_R^2) / (N - K - 1)}$$

여기에서 R_R^2 과 R_{UR}^2 는 각각 제약조건이 있는 경우와 없는 경우의 R^2 값이며 $r(=2)$ 은 제약조건의 수, N 은 전체관측치의 수, K 는 제약조건이 없는 경우의 설명변수의 숫자를 나타낸다. 전체표본을 사용한 경우와 금융계열집단에 속한 기업들만을 사용하는 경우의 F 값은 각각 42.89와 23.87이었으며, 해당임계치(critical value)가 각각 $F(2, 5388)=4.61$ 과 $F(2, 1557)=4.61$ 이므로, 위의 귀무가설은 유의수준 1%에서 기각된다. 따라서 두 기관투자자가 미치는 영향은 통계적으로 유의한 차이를 갖는다고 할 수 있다.

전체표본에 있어서 금융기관투자자의 소유지분이 1% 증가하면 경영자의 총급여를 0.62% 증가시키는 한계효과를 갖는다. 계열기업들의 경우에 있어서 금융기관 소유지분 1% 증가는 기업성과의 평균값(평균자산수익률)에서 평가시 총급여를 0.44% ($((e^{(0.0325 \times 0.0432) + 0.0030} - 1) \times 100)$) 상승시키는 한계효과를 갖는다. 총급여의 평균값에서 평가시, 전체기업의 경우 141만엔의 급여상승, 계열기업의 경우에는 120만엔의 상승을 의미한다. 한편 비금융기관 소유지분이 1% 상승할 때 총급여에 미치는 한계효과를 기업성과의 평균값에서 평가하면 전체기업의 경우에는 소득을 0.16% 감소시키고, 금융계열기업들의 경우에는 0.56%의 소득감소로 나타난다. 총급여의 평균값에서 평가할 경우 비금융기관투자자 소유지분이 1% 증가하면 전체기업은 36만엔의 경영자보수 감소, 계열기업은 152만엔의 감소로 나타난다.

요약하면 금융기관투자자와 비금융기관투자자는 경영자 급여

에 대해 서로 상반된 효과를 창출한다. 소유지분과 경영자 보수의 관계에 있어서 금융기관소유지분은 정(+)¹의 효과를 보이는 반면 비금융기관소유지분은 음(-)²의 효과를 보인다. 이러한 결과는 소유지분집중과 경영자 인센티브급여간에 음의 관계를 보인 기존의 결과와는 차이가 있으며, 연구에 있어서 투자자의 종류를 구별할 필요가 있음을 보여준다.

금융기관과 비금융기관의 지분이 경영자의 보수에 대하여 상이한 효과를 가진다는 점에 착안하여, 이제 이 두 기관투자자의 상대적 비중이 미치는 영향을 살펴보기로 하자. [그림 1]에서 알 수 있듯이 각 기업에 대한 금융기관의 평균적 소유지분은 1980년 32.6%, 1985년 35.5%, 그리고 1990년 39.6%로 시간에 따라 증가하는 반면에 비금융기관의 소유지분은 1980년 25.5%, 1985년 24.7%, 그리고 1990년 26.7%로 지분의 크기에 변화가 없다. 따라서 금융기관투자자 소유지분이 전체기관투자자 소유지분에서 차지하는 상대적 비중은 시간이 경과함에 따라 증가하는 것으로 나타난다. 본 연구에 사용된 자료에 의하면 금융기관투자자가 기관투자 전체에서 차지하는 비중은 평균적으로 59%에 달한다. 추가적으로 금융기관투자자의 사적이익에 직접적으로 영향을 미치는 성과변수와 기업경영자 보수의 관계를 살펴보고자 한다. 이 성과변수와 급여간의 관계는 금융기관투자자와 기업경영자간에 담합적 관계가 존재하는지의 여부를 의미하는 것이다. 기업에게 대출을 해주는 금융기관의 채권자로서의 이익은 대출에서 나오는 이익과 직접적으로 그리고 밀접하게 관련되어 있으므로 기업이 부채에 대하여 지불하는 평균이자율을 식에 포함하였다.

〈표 4〉는 금융기관투자자의 상대적 지위가 경영자 보수에 미치는 영향을 정리한 것이다. 기업경영자의 급여는 기업이 부채에 대해 지불하는 이자율과 양(+)³의 관계를 보여주고 있다. 전체 표

〈표 4〉 금융기관투자자의 상대적 비중과 금융비용이 경영자 보수에 미치는 영향

Variables	전체표본		계열기업	
	Coefficient	t-value	Coefficient	t-value
총자산수익률	1.2317	5.79	0.7048	1.49
前期의 총자산수익률	0.2679	3.82	0.9105	5.07
총자산	0.0782	11.64	0.0499	5.32
총자산수익률×상대적 비율	0.2341	0.80	1.0729	1.46
상대적 비율	0.3686	6.49	0.6871	6.97
총자산수익률×총자산수익률분산	-0.8020	-9.96	-1.1348	-5.10
총자산수익률분산	-0.0068	-2.26	-0.0006	-0.16
손실발생터미	-0.0238	-1.84	-0.0338	-1.59
은행대출이자율	1.3287	3.91	1.3177	1.95
기업고유효과	Yes		Yes	
시간고유효과	Yes		Yes	
관찰치 수	4828		1402	
R ²	0.9339		0.9481	

주 : 1) 시간에 고유한 효과 및 기업 고유의 효과를 제어한 단위구간내 추정방법을 사용하여 금융기관투자자가 기관투자자 전체에 의한 소유집중에서 차지하는 상대적 비중 및 기업이 은행대출에 지급하는 평균적 이자율이 기업경영자의 급여에 미치는 영향을 살펴본 결과임. 피설명변수는 실질 총보수의 로그값임.

2) 상대적 비율은 금융기관 소유지분이 기관소유지분 전체에서 차지하는 비중.

본기업과 계열기업 모두의 경우에 있어 이 양의 관계는 통계적으로 유의하다. 또한 금융기관의 상대적 비중이 급여에 미치는 영향은 양이며 유의하다. 기업성과와 금융기관의 상대적 비중의 교차항은 양의 계수값을 가지기는 하나 통계적으로 유의하지는 않다. 이는 금융기관, 비금융기관간의 소유지분의 상대적 비중이 성과급의 연동비율(risk-sharing)에 영향을 미치지 못함을 의미한다. 앞에서 논의한 바와 같이, 기업이윤극대화를 추구하기 위하여 대주주가 기업경영자를 감시하는 경우에는 대주주가 경영자의 기본급여를 낮출 수가 있다. 따라서 비금융기관 소유지분과

경영자 급여간의 음의 관계는 비금융기관투자자의 감시기능을 의미한다. 이에 반하여 금융기관소유지분과 이자율이 동시에 기업경영자의 급여에 대하여 양의 관계를 갖는 것은 기업경영자와 금융기관간의 담합적 관계를 시사한다.

<표 4>의 결과는 기업이 지불하는 차입금에 대한 평균이자율의 계수가 양이고 통계적으로도 유의한 것으로 나타나 기업경영자의 보수를 결정하는 요인의 하나가 이자율이라는 주장을 가능하게 한다. 이런 관점에서 볼 때 앞의 두 식은 이자율 변수를 포함하지 않고 있으므로 변수생략(omitted variable)에 따른 문제점을 내포할 수 있다. 기존의 경영자 인센티브에 관한 실증적 연구는 지배대주주의 사적이익과 관련된 변수를 포함하지 않았으므로, 필요한 변수(relevant variable)가 생략된 경우 발생하는 추정계수의 편향(biasedness) 문제가 존재했을 가능성을 배제할 수 없다.

3. 所有構造와 企業成果의 關係

이 절에서는 기업의 소유구조가 달라짐에 따라 기업성과가 어떻게 영향을 받는가를 살펴본다. 앞절에서는 소유구조가 달라짐에 따라 경영자가 받는 인센티브급여가 달라짐을 보였다. 경영자의 인센티브가 변화함에 따라, 경영자의 경영전략 및 투자전략에 대한 선택 역시 달라질 수 있으며, 이는 기업성과를 변화시킬 수 있다. 따라서 기업의 소유구조가 달라짐에 따라 기업성과에 영향을 미치게 된다.

앞절에서 살펴본 바에 따르면 금융기관에 의한 소유집중의 강화는 급여와 성과와의 연동비율(risk-sharing)의 변화를 수반하지 않고도 기본급여를 높이는 효과를 가져온다. 그러나 성과급이 아닌 기본급여의 증가는 경영자가 좀더 많은 노력을 투입할 동기

부여로 연결되지 않는다. 반면에 비금융기관투자자에 의한 소유 집중은 경영자의 급여를 낮추는 효과가 있다. 비금융기관투자자에 의한 감시기능의 강화는 기업경영자의 노력을 증가시키고 기업수익성을 높인다.

기업의 $t+1$ 기로부터 $t+3$ 기까지 평균 실질자산수익률을 미래수익률 변수(Y_{it})로 사용하고, 이 피설명변수가 현재의 기업규모, 기업성과의 분산정도, 그리고 소유구조에 어떻게 영향을 받는가를 살펴본다. 기업 및 시간 각각에 고유한 고정효과는 고려되었다.

$$Y_{it} = r_0 + r_1 \cdot S_{it} + r_2 \cdot V_{it} + r_3 \cdot Nfin_{it} + r_4 \cdot fin_{it} + v_i + e_t + \epsilon_{it} \dots (3)$$

<표 5>는 소유구조가 기업성과에 미치는 영향을 요약한 것이다. 금융기관에 의한 소유가 기업성과에 미치는 영향은 음(-)이고 통계학적으로 유의한 것으로 나타났다. 반면에 비금융기관에 의한 소유가 기업성과에 미치는 영향은 양(+)이고 통계적으로

<표 5> 금융기관과 비금융기관 소유집중이 기업의 수익률에 미치는 영향

Variables	전체표본		계열기업	
	Coefficient	t-value	Coefficient	t-value
금융기관 소유지분	-0.0006	-4.72	-0.00076	-5.75
비금융기관 소유지분	0.0006	5.48	0.0008	6.75
총자산	-0.0036	-5.01	-0.0036	-5.76
총자산수익률분산	0.1707	3.25	-2.2367	-11.19
기업고유효과	Yes		Yes	
시간고유효과	Yes		Yes	
관찰치 수	5289		1530	
R^2	0.7550		0.8418	

주 : 시간에 고유한 효과 및 기업 고유의 효과를 제어한 단위기간내 추정방법을 사용하여 기관투자자에 의한 소유집중이 기업의 미래수익률에 미치는 영향을 살펴본 결과임. 피설명변수는 $t+1$ 기부터 $t+3$ 기까지의 실질 총자산수익률의 평균임.

유의하다. 금융기관의 소유지분이 강화된다고 기업의 미래수익률이 증가하는 것은 아니다. 기업경영자로 하여금 기업이윤극대화를 위하여 노력하도록 감시하는 대신, 금융기관이 자신들의 사적 이익을 위하여 경영자와의 담합적 관계를 유지하므로, 기업수익성에 있어 음(-)의 관계를 가지는 것으로 판단된다.

4. 實證分析 結果의 要約 및 解析

이 연구는 비금융기관투자자의 소유집중이 강화되는 경우에 기업경영자의 급여가 감소함을 보여준다. 그러나 금융기관투자자의 소유지분이 증가하는 경우에는 경영자의 급여수준이 높아진다. 금융기관투자자의 소유집중과 관련하여 경영자의 보수가 증가하는 것은 기업의 계열그룹 소속여부와는 무관한 것으로 보인다. 금융계열기업군들 중에서도 금융기관의 소유지분이 높은 기업들이 보다 높은 보수를 받는 것으로 판단된다.

더욱이 대부금에 대하여 높은 이자율을 지불하는 기업의 경영자는 높은 보수를 받는다. 금융기관의 소유지분이 증가할 때와 금융비용이 증가할 때 경영자의 보수가 증가하는 것은 기업경영자와 금융기관간의 담합의 존재를 암시하고 있다. 또한 본 연구는 기업의 성과가 기관투자자가 누구냐에 따라 달라짐을 보여주고 있다. 금융기관의 소유지분이 높은 기업들은 기업수익률이 낮은 반면에, 비금융기관에 의한 소유지분이 높은 경우 기업의 수익률이 높은 것으로 나타났다.

금융기관 소유집중이 기업성과에 대하여 음(-)의 효과를 갖는 원인을 살펴보기로 하자. 하나의 설명은 기업들이 금융압박에 처한 경우, 채권자인 은행이 대출금을 주식으로 전환(debt equity swap)하였다면 은행의 소유지분과 기업성과는 역(-)의 관계를

가진다는 주장이다. 본 논문에서 금융기관들의 대출금이 출자로 전환되었는지를 개별 기업을 대상으로 확인할 수는 없었다. 그러나 손실을 지난 2년간 한번이라도 경험한 기업과 그렇지 않은 기업의 금융기관투자자의 소유지분을 비교할 때, 손실 경험이 없는 기업에서의 평균 소유지분이 더 높다(29% 대 36%). 또한 손실이 발생한 기업에 대한 그 다음기의 금융기관의 소유지분은 29.72%이며 손실이 발생하지 않은 기업들의 소유지분 37.19%와 비교할 때, 그 증가분이 작음을 알 수 있다. 따라서 금융기관 소유집중과 기업성과간에 존재하는 역(-)의 관계가 채권자인 은행이 대출금을 주식으로 전환했기 때문이라는 설명은 설득력이 약하다.

또다른 설명은 금융기관투자자의 소유집중과 경영자의 보수간에 존재하는 양(+)의 관계를 고려할 때, 기업경영자와 금융기관간의 담합적 관계가 존재하기 때문에 나타난 결과라는 주장이다. 담합적 관계하에서 대주주의 감시기능이 약화되고, 이로 인하여 기업경영자가 이윤극대화를 추구할 동기가 약해지며 동시에 비효율적이고 낭비적인 사업에 투자할 기회를 제공한 것으로 해석된다. 특히 이자율과 경영자 급여 사이에 존재하는 양(+)의 관계는 이러한 해석을 뒷받침하고 있다.

은행에 의한 소유집중이 경영자의 보수를 증가시키지만 기업의 미래 평균 실질총자산수익률은 감소시킴을 보여준 본 연구는 기존의 일본 주거래은행에 의한 지배구조에 대한 연구의 해석에 새로운 시각이 필요함을 시사한다. Suzuki and Wright(1985)는 기업에 금융압박이 존재하는 경우, 거래은행과 밀접한 관련을 갖고 있는 기업들이 기업도산을 피할 수 있는 확률이 그렇지 않은 기업들에 비하여 높다고 주장하였다. 또한 Hoshi, Kashyap, and Scharfstein(1991)은 주거래은행과 밀접한 관련을 가진 계열기업들

은 금융압박이 존재하는 경우에도 투자에 있어 유동성의 제약을 덜 받는 것을 밝혔다. Hoshi, Kashyap, and Scharfstein(1991)은 채권자인 동시에 대주주인 은행이 채권·채무관계에 존재하는 정보의 비대칭성을 감소시킨 것이라는 주장을 하고 있다. 그러나 금융기관의 지분이 높은 기업의 수익률이 그렇지 않은 기업의 수익률보다 낮다는 본 연구의 결과는 금융압박을 받는 기업에 대한 채권자인 금융기관의 유동성 제공에 대해 다른 해석을 가능케 한다. 금융기관과 담합적 관계에 있는 채무기업의 파산이 금융기관 또는 금융기관 경영자의 사적이익과 평판(reputation)에 미치는 부정적 영향을 피하기 위하여 금융기관이 유동성을 제공한 결과일 수도 있다.

이와 관련하여 은행경영자의 사적이익에 주목할 필요가 있다. Hoshi, Kashyap, and Scharfstein(1991)에 따르면, 동경주식시장에 상장된 1,103개의 일본기업들중 8%가 최소한 한 명의 임원을 주거래은행으로부터 채용하고 있고, 34%의 기업은 주거래은행의 전직 경영자를 이사 또는 최고경영자로 두고 있다. 이는 금융기관이 채권자로서 사적이익을 추구하는 외에도 금융기관 경영자의 사적이익 추구가정이 기업들의 수익률 극대화에 장애요인이 되었을 가능성도 있음을 시사한다.

V. 結論 및 示唆點

현대 기업의 소유구조는 지분 소유자의 속성에 따라 다양하게 달라질 수 있음에도 불구하고, 인센티브에 관한 기존의 연구에서는 소유구조의 차이점이 가지고 오는 상이한 효과에 대한 분석

이 불충분하였다. 본 연구는 일본의 소유구조에 대한 자료를 통하여 금융기관투자자와 비금융기관투자자의 차이점을 살펴보았다. 이들 기관투자자는 그들이 소유하는 기업의 영업 파트너로서 일반투자자에 비해 상대적으로 기업에 대한 정확한 정보를 소유하고 있다. 그러나 이들의 소유구조에 따라서 기업경영자의 급여와 성과에 미치는 영향은 다르다. 기존의 연구에서 밝힌 주주의 소유집중과 경영자의 급여간의 음(-)의 관계는 비금융기관 소유지분에서만 나타나고, 내부주주(insider)라고 볼 수 있는 금융기관에 의한 소유지분의 집중은 경영자보수를 증가시키는 것으로 나타났다. 소유구조는 또한 기업의 성과에도 영향을 끼치는 것으로 나타났다. 금융기관투자자들의 소유지분이 높은 기업들의 수익률이 낮은 반면 비금융기관투자자들의 소유지분이 높은 기업들의 수익률은 높은 것으로 나타났다.

소유집중에 대한 미국의 자료를 토대로 한 기존의 연구가 소유와 기업경영자의 보수에 관한 역의 관계를 보여준 반면에 본 연구는 일본의 자료를 이용하여 이 역의 관계가 소유자의 형태에 따라 성립하지 않을 수 있음을 보여준다. 미국자료를 이용한 결과와 일본의 자료를 이용한 결과의 차이는 기업소유에 있어 은행지분의 차이가 존재하는 것에 부분적으로 기인할 수도 있다. 미국의 경우, Glass-Steagall법(1933)에 의하여 상업은행업무를 투자은행업무와 분리시킴으로써 은행의 기업소유를 제한하고 있다.

기관투자자의 종류가 달라질 때 경영자의 보수가 영향을 받는 것은 투자자의 이해가 다르기 때문인 것 같다. 내부주주가 다른 소유주의 이익과 무관하게 자신들의 사적인 이익을 추구하는 경우 대주주는 기업경영자와의 담합적인 관계를 추구한다. 담합적인 관계가 유지되면 경영자의 기본급여가 증가하고, 주주는 기업의 이윤극대화를 위한 감시기능을 원활히 수행하지 못하므로

경영자의 노력이 감소하고, 기업의 수익률이 낮아지는 결과를 낳는다.

내부주주인 은행이 사적이익을 추구함을 보여준 기존의 연구⁷⁾처럼 본 연구도 은행지분증가에 따른 경영자 보수의 증가는 다른 투자자의 희생하에 은행주주가 자신들의 사적이익을 추구한다는 주장과 일치하는 결과를 보여준다. 특히 은행주주의 기업성과에 대한 음(-)의 관계는 이런 주장을 강화시킨다. 본 논문은 소유 및 지배구조에 관한 분야 중에서 구체적으로 은행의 역할에 관해 연구에 일정 정도의 공헌을 하고 있다.

대주주에 의한 소유집중이 기업의 성과와 반드시 양(+의) 관계를 갖지 않는다는 본 논문의 결과는 현재 우리 경제위기의 원인규명시 고려해야 할 요소를 지적하고 있는 것이다. 1997년 외환위기로 시작된 우리나라 금융부문의 총체적 위기에는 고부채의 재무구조를 가진 기업들의 금융비용 증가로 인한 낮은 수익성이 금융압박을 야기하고, 이에 따른 부실채권 증가가 한 원인으로 작용했다는 인식이 존재한다. 1993~95년 기간중 우리나라 30대 기업집단의 금융비용은 매출액 대비 평균 5% 이상이며, 동기간중 평균 총자본 경상이익률은 2%이고, 상위 5대 기업집단을 제외한 경우 총자본 경상이익률이 1%를 넘지 못한다.⁸⁾ 일반적으로 한국의 재벌기업의 경우 수익률이 독립기업들보다도 낮은 것으로 알려져 있다.⁹⁾ 특수관계인을 포함한 대주주와 계열회사의 높은 지분율에 의한 소유권 집중으로 지배대주주가 경영진을 실질적으로 지배하는 것이 한국기업의 지배구조(일명 ‘오너’ 지배·경영구조)라는 주장이 있다. 이런 소유·경영구조에서는 소

7) Shleifer and Vishny(1995).

8) 최승노(1995, 1996).

9) Chang and Hong(1998), Choi and Cowing(1997).

유와 경영이 분리됨으로써 야기되는 주인-대리인의 문제(principal agent problems)가 심각하지 않을 것이다. 그럼에도 불구하고 기업경영의 성과가 일반 독립기업보다 낮은 것은 내부주주가 기업의 가치극대화를 추구하기보다 자신들의 사적이익을 추구해온 것이 한 원인으로 작용했을 수 있음을 시사한다.

우리나라 기업의 고부채 재무구조 및 낮은 채산성은, 부실대출 및 외형과 담보 위주의 대출관행으로 은행의 대출심사기법이 낙후하여 기업의 방만한 자금운용에 대한 은행의 감시기능이 후진성을 면치 못하는 상황에 상당부분 기인한 것이라는 지적이 있다. 이러한 문제를 해소하기 위하여 금융시장에 경쟁을 도입하고 은행의 자율성을 보장해야 하며 은행이 산업자본으로부터 독립되어야 한다는 주장이 있다. 금융개혁이 이루어지면 채권자로서의 은행의 감시기능이 강화되어 기업으로 하여금 구조조정을 하도록 요구하고 이에 따라 기업경영이 효율적으로 이루어질 것이라는 주장이 존재한다. 또한 1998년의 은행법 개정예 의하면 은행이 보유할 수 있는 다른 회사의 주식 한도를 15%로 상향 조정하고 있다.¹⁰⁾ 이 과정에서 기업의 채권자로서 그리고 대주주로서 은행의 비중은 증가할 것으로 판단된다. 그러나 은행이 보유하는 지분이 증가하는 경우에 은행이 기업의 수익성을 높이도록 감독 및 감시를 철저히 할 수 있다는 것을 보장하지 않는다. 은행 및 기업경영 모두에 있어서 수익성 극대화를 추구하도록 M&A시장의 활성화를 통한 외부적 압력 및 경영에 대한 감시기능을 담당하는 내부적인 지배구조의 정착 없이는 은행과 기업간에 담합관계가 존재할 수 있으며, 담합이 존재하는 경우에는 기업에 대한 은행의 감시기능이 크게 약화될 것이다.

또한 개인투자자들이 자산구성(portfolio)을 다각화하고 연금 또

10) 은행법 제37조 참조.

는 신탁기금을 통해 전체적인 위험을 줄이고자 하므로, 개인투자자를 대신하는 기관투자자, 특히 금융기관투자자의 비중이 증가하고 있다. 금융기관의 경영자가 자신들의 사적이익을 위하여 기업경영자와의 담합적 관계를 추구하거나 유지하기 위한 행동을 하는 경우 다른 투자자들의 이익을 해칠 수 있음을 알아야 한다.

▷ 參 考 文 獻 ◁

최승노, 『1995년 30대 기업집단』, 한국경제연구원, 1995.

_____, 『1996년 30대 기업집단』, 한국경제연구원, 1996.

Aoki, M., "Shareholders Non-unanimity on Investment Financing: Banks vs. Individual Investors," in M. Aoki(ed.), *The Economic Analysis of the Japanese Firm*, North-Holland, 1984, pp.193~224.

_____, *Information, Incentives and Bargaining in the Japanese Economy*, Cambridge University Press, New York and Cambridge, 1988.

_____, "Towards an Economic Model of the Japanese Firm," *Journal of Economic Literature*, Vol. 28, March 1990, pp.1~27

Caves, R. and M. Uekusa, *Industrial Organization in Japan*, The Brookings Institution, 1976.

Douglas, E. and R. Santerre, "Incentive Contracts and Stockholder Monitoring: Substitute Sources of Executive Compliance," *Quarterly Review of Economics and Business*, Summer 1990.

Franks, J. and C. Mayer, "Ownership, Control and the Performance of German Corporation," mimeo, December 1995.

- Gilson, S. and M. Vetsuypens, "CEO Compensation in Financially Distressed Firms: An Empirical Analysis," *Journal of Finance*, June 1993.
- Harris, M. and A. Raviv, "Optimal Contracts with Imperfect Information," *Journal of Economic Theory*, April 1979, pp. 231~259.
- Holmstrom, B., "Moral Hazard and Observability," *Bell Journal of Economics*, Vol. 13(1), Spring 1979, pp. 74~91.
- Holmstrom, B. and P. Milgrom, "Aggregation and Linearity in the Provision of Intertemporal Incentives," *Econometrica*, Vol. 55, 1987, pp. 303~328.
- Hoshi, T., A. Kashyap, and D. Scharfstein, "The Role of Banks in Reducing the Costs of Financial Distress in Japan," *Journal of Financial Economics*, 1991.
- Ito, T., *The Japanese Economy*, Cambridge, MA., The MIT Press, 1992.
- Judge, G. et al., *The Theory and Practice of Econometrics*, 2nd Edition, Wiley, New York, 1984.
- Kaplan, S., "Top Executive Rewards and Firm Performance: A Comparison of Japan and the United States," *Journal of Political Economy*, June 1994, pp. 510~546.
- Kato, T., "Chief Executive Compensation and Corporate Groups in Japan: New Evidence from Micro Data," *International Journal of Industrial organization*, Vol. 16, July 1997, pp. 455~467.
- Lichtenberg, F. and G. Pushner, "Ownership Structure and Corporate Performance in Japan," NBER Working Paper, No. 4092, 1992.
- Milgrom, P. and J. Roberts, *Economics, Organizations and Management*,

New Jersey, Prentice Hall, 1992.

Murphy, K.J. and J. Zimmerman, "Financial Performance Surrounding CEO Turnover," *Journal of Accounting and Economics*, Vol. 16, 1993, pp. 273~315.

Murphy, K., "Corporate Performance and Managerial Remuneration: An Empirical Analysis," *Journal of Accounting Economics*, April 1985, pp. 11~42.

Nakatani, I., "The Economic Role of Financial Corporate Grouping," in M. Aoki(ed.), *The Economic Analysis of the Japanese Firm*, North-Holland, 1984, pp. 227~258.

Santerre, R. and S. Neun, "Stock Dispersion and Executive Compensation," *Review of Economics and Statistics*, November 1986, pp. 685~687.

Sato, K., "Economic Development and Financial Deepening: The Case of Japan," mimeo, 1996.

Saunders, A. and E. Strock, and N. Travlos, "Ownership Structure, Deregulation and Bank Risk Taking," *Journal of Finance*, Vol. 45, June 1990, pp. 643~654.

Shavell, S., "Risk Sharing and Incentives in the Principal and Agent Relationship," *Bell Journal of Economics*, Vol. 10(1), Spring 1979, pp. 55~73.

Shleifer, A. and R. Vishny, "Review of the Literature on Corporate Governance," Nobel Symposium on Law and Finance, Corporate Governance and Financial Contracting, Stockholm, Sweden, 1995.

Sloan, R., "Accounting Earnings and Top Executive Compensation," *Journal of Accounting and Economics*, Jan. 1993, pp. 55~100.

Weinstein, D. and Y. Yafeh, "Japan's corporate groups: Collusive or

Competitive? An Empirical Analysis of Keiretsu Behavior,”
mimeo, Harvard University, 1993.

Yafeh, Y., “On the Cost of Universal Banking: Evidence from Changing
Main Bank Relations in Japan,” mimeo, Harvard University,
1994.

■ 論 評

辛 赫 承

(숙명여자대학교 소비자경제학과 교수)

이 연구는 기업의 소유구조가 경영자의 인센티브 및 기업의 성과에 미치는 영향을 일본의 자료를 이용하여 분석한 것이다. 이와 같은 연구는 현재와 같은 우리나라 경제의 위기상황에 있어 어떠한 소유구조가 바람직하며, 또한 은행을 포함한 금융기관과 기업간의 바람직한 관계에 대한 모색에 있어서도 시사점을 제공할 수 있을 것으로 판단된다.

이 연구에서는 기업의 대주주의 목적 및 행동에 있어 크게 두 가지 유형이 존재할 수 있다고 파악하였다. 하나는 배당수입 및 시가상승을 확대하려는 것으로서, 이는 경영자를 감시하고 동시에 열심히 노력하려는 동기를 부여함으로써 기업의 가치를 극대화시키는 행동이다. 다른 하나는 대주주가 비즈니스(business)상의 유리한 위치를 확보하려는 것으로 이는 결국 자신의 사적이익을 추구하는 행동으로 기업의 이익극대화와는 상충되는 것이다. 그러므로 대주주의 목적이 무엇이나에 따라 경영자에 대한 감시(monitoring) 및 유인체계(incentive system)가 달라지고, 기업의 성과에도 영향을 미치게 된다는 것이다.

이 논문의 저자는 일본에서의 기관투자자 중 금융기관투자자와 비금융기관투자자는 기업간의 관계에 있어 차이가 있으므로, 그 목적에 있어 상이성이 존재할 가능성을 지적하였다. 즉, 은행과 같은 금융기관투자자는 기업에 대한 소유자인 동시에 채권자의 특성을 보유하고 있으므로, 비금융기관투자자와는 달리 기업

에 대한 소유자인 동시에 채권자의 특성을 보유하고 있으므로, 비금융기관투자자와는 행동양식이 다를 수 있다고 파악한 것이다. 또한 일본에서는 은행경영자가 미래에 기업의 경영자가 되는 관행이 존재하므로, 기업경영자의 보수에 대해 관대한 입장을 보이는 경향에도 주목하였다. 그리하여 금융기관이 주주로서 과연 기업의 경영자를 적극적으로 감독하여 기업의 성과를 높이는 기업의 이윤극대화 행동을 하고 있는지, 아니면 적절한 감시기능을 포기하여 기업의 수익률은 하락하는데도 자신의 사적이익을 추구하는지를 일본의 기업자료를 사용하여 실증적 분석을 시도한 것이다. 여기에서 저자가 주주의 행동에 대한 이론과 실증분석을 연계시키기 위한 주요한 인과관계는 다음과 같다. 만일 주주의 목표가 이윤극대화와 부합한다면, 주주는 경영자의 영업활동노력을 최대한 유도하기 위해 성과급의 비중은 높이고, 기본급의 비중은 낮출 것이라는 것이다. 그리하여 경영자의 성실성은 증대하고 기업의 낭비적인 투자는 억제되어 기업의 성과가 개선되리라는 것이다. 반면에 주주가 사적이익을 추구하는 경우에는 경영자와의 담합이라는 행동이 나타나고, 따라서 경영자의 기본급은 증대하는 반면, 경영자의 노력이 부족하여 기업의 수익률은 떨어진다는 것이다. 이와 같이 주주의 목표와 경영자의 인센티브 및 기업의 성과간에는 밀접한 관계가 존재할 것으로 예상하고 이에 대한 실증연구를 한 것이다.

이 연구의 주요 결과 및 기여를 정리해보면 다음과 같다. 첫째, 경영자 급여에 영향을 미치는 여러 요인 중 소유집중의 효과에 주목하였다. 일반적으로 경영자 급여는 기업의 성과, 기업의 규모에 의해 영향을 받게 되는바, 이에 더하여 소유집중의 효과를 분석하였다. 그 결과 소유집중과 경영자 급여간에는 양(+의) 관계가 나타났다. 이는 기존의 연구결과와는 상반되는 것으로서,

저자는 이를 주주와 경영자간의 담합에 기인한 것으로 해석하고 있다. 둘째, 기관투자자의 종류에 따라 이해와 목적에 차이가 있고, 이것이 경영자의 급여에 다른 영향을 주는 결과가 나왔다. 즉, 금융기관투자자 지분의 비중이 높아질수록 경영자의 급여가 올라가고, 비금융기관투자자의 지분의 비중이 높아질수록 경영자의 급여가 내려가는 경향을 발견하였다. 이로부터 은행 주주의 사적이익 추구의 가능성을 지적하고 있다. 이 결과에 따르면, 소유집중의 효과에 대한 연구에 있어 투자자의 종류를 구분할 필요가 있다는 것을 보여주고 있다. 셋째, 소유구조와 기업성과의 관계에 있어서도 투자자의 종류에 따라 차이가 발생하는 것으로 나타났다. 즉, 금융기관의 소유집중을 확대시키면, 경영자의 기본 급여가 늘어나 경영자의 노력이 저하되고 따라서 기업의 수익률이 하락하는 경향이 존재한다. 반면에 비금융기관의 소유집중이 강화되면 경영자의 급여가 떨어지고, 경영자에 대한 감시기능이 강화되어 기업의 수익률이 높아지는 경향이 존재한다. 이상의 세 가지 연구결과는 상호 연관성이 높은 것으로, 둘째와 셋째 결과는 이론적으로 상통하며, 또한 이 논문의 핵심적인 연구결과라고 할 수 있다. 즉, 경영자의 인센티브와 기업의 성과가 기업의 소유구조(주주의 종류 및 분포)에 의해 상당히 영향을 받는다는 것이 이 연구의 주요한 기여라고 할 수 있다.

이제 이 연구가 우리에게 주는 시사점을 정리해보고자 한다. 먼저 이 논문의 연구결과에 따르면 대주주에 의한 소유집중이 기업성과에 긍정적인 영향을 주지 못하는 것으로 나타났다. 이는 내부주주가 기업의 가치극대화를 추구한 것이 아니라 사적이익을 추구한 것이 하나의 원인으로 추정되고 있다. 따라서 향후 우리나라 기업의 바람직한 소유구조로의 전환에 있어 위와 같은 연구결과를 참조할 필요가 있다. 한편 금융개혁 측면에서는 금융

산업간의 경쟁과 은행의 자율성의 확립 등의 필요성이 제기되었다. 그리고 은행이 보유하는 지분증가가 반드시 금융기관의 기업에 대한 감시기능의 강화로 연결되지 않을 수도 있다는 저자의 지적에 대해서도 세심한 주의를 기울여야 할 것이다.

다음으로 이 연구의 미비점 혹은 추가 연구방향에 대해 살펴보고자 한다. 우선 이 연구의 결과는 일본의 자료를 분석한 결과이다. 그러므로 이 연구에서 나타난 소유구조와 기업성과와의 관계가 항상 성립하는 일반적인 관계라고 단정하기는 어렵다고 본다. 따라서 이와 유사한 연구를 미국, 한국, 대만 등 다른 국가에 대해서도 실시하여 연구결과의 일반성 혹은 특수성을 규명하는 것이 더욱 바람직할 것으로 판단된다. 다음으로 이 논문에서는 금융기관의 소유집중 강화가 경영자의 보수증대를 초래한 이유를 금융기관 주주와 기업의 경영자간의 담합에 의해서 발생한 것으로 해석하고 있다. 물론 여러 가지 정황적 증거에 의해 담합의 발생 가능성이 존재하는 것은 사실이다. 그러나 담합이란 경제주체간 공동의 이익을 위한 상호간의 행태적 양상(behavioral pattern)을 의미하는 것이므로, 행동에 대한 명확한 증거 없이 담합의 존재를 주장하는 것은 오류를 범하는 것일 수도 있다. 따라서 위와 같은 소유구조와 보수간의 관계를 담합의 결과로 추정하는 것은 논의 전개상의 비약일 가능성도 있으므로, 담합의 발생을 주장할 수 있는 추가적인 증거를 발견하여 제시할 수 있으면 이 논문의 주장이 더욱 설득력을 얻을 수 있을 것으로 보인다. 또한 이 논문의 저자는 은행의 기업에 대한 지분증가와 더불어 기업에 대한 외부적 압력 및 경영에 대한 감시기능의 강화의 필요성을 주장하고 있으나, 이를 위한 구체적이고 현실적인 정책방안에 대해서는 별로 언급을 하고 있지 않다. 따라서 경영의 효율성 및 기업의 성과를 제고하기 위한 기업 외부 및 내부

여건 조성에 대한 구체적인 방향에 대한 추가적인 연구가 이루어지면, 정부의 정책 설정에 더욱 일조할 수 있을 것으로 판단된다. 그리고 이 논문에서는 1998년도 은행법 개정에 대해 소개하고 있는바, 차제에 은행법의 향후 바람직한 방향에 대한 검토도 이루어질 수 있으면 정부정책에 대한 시사점이 더욱 확대될 수 있을 것으로 본다.

지금까지 이 연구의 전반적인 내용, 기여도, 미비점 및 개선점에 대해 검토해보았다. 이 연구는 기업재무관리(corporate finance) 분야에서의 경영자 보수 및 기업성과 결정요인에 대한 연구와 산업조직론(industrial organization) 분야에서의 담합의 문제를 접목시키려고 시도한 점에서 두 분야가 밀접한 관련을 맺고 있다는 것을 보여주었다. 단지 금융기관과 기업간의 담합의 존재를 직접적 증거가 아니라 실증연구결과와 간접적 증거에 의해 추정하여 아쉽기는 하지만, 이는 자료 수집상의 제약이 큰 원인일 것이다. 향후에 추가적인 정황증거나 자료의 수집 및 연구가 이루어지면, 이 연구의 결과가 신뢰성을 더욱 가질 수 있을 것으로 판단된다. 한 가지 주의할 점은 이 논문은 어디까지나 일본의 자료를 통한 연구이므로, 이의 결과를 우리나라의 경우에 여과없이 적용하는 것이 문제가 될 수도 있다는 것이다. 그러므로 이 연구결과와 더불어 우리나라 경제만의 특수한 여건을 동시에 고려하여 정책방향을 제시하는 노력이 더욱 요구된다고 하겠다.

柳 潤 河

(분원 부설 국제대학원 교수)

일본 동경주식시장에 상장된 772개 기업의 재무자료를 분석해 본 이 논문의 요지를 본문 중에 제시된 명제의 순서대로 정리해

보면 다음과 같다고 할 수 있다.

- 1) 기관투자자의 소유지분율이 높은 기업일수록 경영자에 대한 보수가 높다.
- 2) 그런데 기관투자자를 금융기관과 비금융기관으로 나누어보면 금융기관의 소유지분이 높은 경우에는 경영자 보수가 높지만 비금융기관 소유지분이 높은 경우에는 오히려 경영자의 보수수준이 낮다.
- 3) 경영자 보수는 또한 기업이 부채에 대하여 지불하는 평균 이자율이 높은 기업에서 높다.
- 4) 기업의 수익률은 금융기관의 소유지분이 높을수록 낮고 비금융기관의 소유지분이 높을수록 높다.

이 같은 결과에 대한 저자의 해석은 대체로 다음과 같다. 첫째, 소유구조와 기업성과에 관한 미국을 중심으로 한 기존의 연구결과에 의하면 소유집중이 기업성과를 높이는 것으로 되어 있다. 그러나 이 같은 결과는 일반화하기 힘들다. 왜냐하면 일본의 경우 소유집중이 기업성과를 개선시키는 효과는 비금융기관 소유지분이 높은 경우에만 나타나고 금융기관 소유지분이 높은 경우에는 오히려 그 반대현상이 나타나고 있기 때문이다.

위의 결과는 따라서 기업소유구조의 기업성과에 관한 연구가 단순히 소유집중의 정도만을 볼 것이 아니라 지분소유자의 속성, 즉 지분소유의 목적이 무엇이나까지 살펴볼 것을 요구한다.

둘째, 금융기관소유지분의 증가가 기업성과의 악화와 기업경영자 보수수준의 증가를 보인다는 것은 사적이익을 추구하는 금융기관 대주주와 기업경영자 사이에 일종의 담합이 존재했음을 시사하고 있다.

마지막으로 저자가 도출하고 있는 정책적 함의를 요약해보기

로 하자. 첫째, 우리나라의 경우 대기업의 소유집중현상이 매우 심함에도 불구하고 기업성과가 부진하다는 것은 기업의 대주주가 기업가치의 극대화보다 자신들의 사적이익을 추구해온 것이 한 원인으로 작용했을 수도 있을 것이다.

둘째, 최근 기업구조조정책의 일환으로 은행의 기업주식보유 확대와 은행에 의한 기업감시기능의 강화가 논의되고 있으나 은행지분의 증대가 기업감독의 강화를 통한 수익성의 개선으로 나타나리라는 보장이 없다. 일본의 예를 볼 때 은행과 기업간의 담합관계가 존재할 수 있으며 담합이 있을 경우 은행의 기업감시기능은 오히려 약화될 수도 있기 때문이다.

이상이 본문의 개략적인 내용이다. 다소 장황한 느낌이 들에도 불구하고 이들을 일일이 요약한 것은 각 부문별로 구분해서 논평을 가하는 것이 편리할 것 같아서였는데, 이제 각각을 살펴보기로 하자.

우선 실증분석의 결과에 대해서는 별 이견이 없다. 다만 몇 가지 사소한 것을 지적하자면, 첫째 명제 1)은 저자가 의도하는 바의 결론을 이끌어내는 데 꼭 필요한 것이 아니므로 간단히 줄이거나 아예 그 부분을 삭제하는 것이 어떨까 싶다.

둘째, 명제 2)와 3)에서 기업경영자의 보수라는 한 종속변수의 설명을 위해 두 개의 서로 다른 수식을 사용하고 있는데, 왜 이 같이 식을 따로따로 설정해야 하는지 그 이유가 불분명해 보인다. 명제 2)에는 없던 이자율에 관한 얘기가 명제 3)에서 등장하는데 왜 처음부터 두 식을 하나로 묶어서 처리하지 않는지. 이를테면 <표 3>에 쓰인 추정식에 직접 이자율변수를 추가해도 좋을 듯한데 <표 4>의 추정식에 약간 변형된 수식을 별도로 설정하는 것은 자칫 이자율변수의 유의성을 보이기 위해 수식을 인위적으로 선택한 것이 아닌가 하는 오해의 소지가 있어 보인다.

다음으로 얻어진 결과에 대한 해석부분에 대해서는 다소 이견이 있다. 아니 이견이라기보다는 왜 이런 결과가 도출되었는가에 대한 분석이 없기 때문에 뭔가 미진하다는 느낌이 든다. 저자는 일본의 경우 은행에 의한 기업소유지분의 증가가 종전의 연구에서와는 다른 결과를 낳고 있다는 것을 보이면서 그 이유에 대해서는 단지 대주주의 속성차이 때문인 것 같다고 지적하는 데 그치고 있다. 즉, 사람 중에는 이런 사람도 있을 수 있고 저런 사람도 있을 수 있으니 대주주의 속성에 따라서 결과가 달라질 수 있으리라는 것인데 이것은 너무 막연하다. 마치 노랑머리와 검은머리의 사람들이 있듯이 사적이익을 추구하는 대주주와 그렇지 않은 대주주가 따로 존재한다는 말처럼 들리는데, 이 경우 재미있는 많은 이슈들이 설 자리를 잃게 된다.

우선 사적이익을 추구하는 대주주와 그렇지 않은 대주주가 따로 존재한다는 해석은 좀 어색해 보인다. 사람은 모두가 사적이익을 추구한다는 가정하에서 그들이 직면하고 있는 보수나 인센티브체계의 차이가 행태의 차이를 낳는다고 해석하는 것이 타당하지 않을까 싶다.

이같은 관점에서 볼 때 논평자의 생각으로는 일본은행이 이같은 행태를 보인 데는 그럴만한 이유가 있었던 것으로 보인다. 이제 그 논거를 간단하게 정리해보면 다음과 같다.

- 1) 일본의 경우 은행산업은 오랫동안 정부의 직접적인 규제하에 놓여 있었다.
- 2) 규제산업에는 각종 상행위에 대한 규제와 함께 이윤이 '적정수준'에서 과도하게 벗어나지 않도록 하는 이윤규제가 있기 마련이다.
- 3) 이윤이 규제되는 기업의 경영자는 증가된 기업가치를 봉급

이나 다른 금전적 보상의 형태로 향유하기 어렵기 때문에 대신 비금전적 보상을 기업의 비용을 들여 취하려는 경향이 있다(넓은 집무실, 고급카펫, 아리따운 비서 등등).

- 4) 이 같은 관점에서 볼 때 일본은행의 경영자들은 투자기업의 가치극대화를 통한 은행이윤의 증대가 그대로 개인에게 귀속될 가능성이 낮은 상황하에서 대신 퇴직 후의 새로운 직장확보나 새로운 미래직장에서의 보수증대를 꾀했을 가능성이 있다(앞에서 편의상 금전적 보상과 비금전적 보상을 대비하여 말했지만 반드시 금전과 비금전을 대립시킬 필요는 없다. 사실상 일본 은행산업의 경우 은행 내에서 포기된 금전적 보수와 은행 밖에서의 금전적 보수간에 대체(또는 현재소득과 미래소득간의 대체)가 일어나고 있는 것으로 볼 수 있을 것이다).

즉, 저자가 보이고 있는 것은 규제산업의 인센티브 왜곡효과가 어떻게 나타날 수 있는가를 보여주는 하나의 훌륭한 실증사례인 것이다.

저자의 의도를 너무 논평자 쪽으로 끌고 온 것이 아닌가 염려스럽긴 하지만 이제 마지막으로 정책함의에 대하여 간단히 소감을 피력하고 마치기로 하자. 우선 대기업집단 경영자들의 사적이익 추구가능성 문제는 저자의 추측이기 때문에 논평자가 무어라고 말하기는 힘들다. 다만, 사적이익 추구라는 말이 비도덕적이라는 함의를 갖는 것이라면 앞서 말한바 사람은 모두 사적이익을 추구한다는 의미에서 문제가 있어 보인다.

둘째, 은행과 기업경영자간의 담합가능성 때문에 은행지분의 확대나 감시기능 강화가 반드시 바람직한 결과를 가져오지 않을 수도 있다는 지적은 우리나라와 같은 상황하에서 꽤 현실적인

타당성이 있어 보인다. 그러나 그렇다면 정부로서 어떻게 해야 할 것인가의 문제에 이르면 논평자의 생각으로는 은행산업에 대한 규제철폐가 문제해결의 열쇠라고 생각된다. 앞서 말한바 규제산업의 인센티브 왜곡문제는 결국 개인이 직면하고 있는 금전적 보수와 비금전적 보수간의 상대가격문제이고 이 상대가격이 변하지 않는 한 행태가 변하리라고 생각되지 않기 때문이다. 은행이윤의 극대화를 위해 열심히 일해보았자 어차피 일정수준 이상의 경제적 부를 가질 수는 없을 것이라고 믿는 경영자 입장에서 ‘사적이익’의 추구로 은행이윤이 하락하더라도 그 기회비용은 영(零)에 가깝다. 그렇다면 “가격이 하락한 상품을 더 산다”는 경제학의 기본원리에 따라 ‘사적이익’의 소비는 늘어나도록 되어 있는 것이다. 가격 자체를 바꾸지 않고 ‘가격이 싼 물건을 더 구매하는’ 지극히 합리적인 행위를 막을 방법은 없을 것 같다.

林 暎 宰

(본원 연구위원)

이 논문은 기업의 소유 및 지배구조를 분석함에 있어서 단순히 소유의 집중여부만이 아니라 소유의 주체가 누구인가에 따라서도 그 결과가 달라질 수 있다는 점을 경험적으로 보이고자 한다. 이는 기존의 많은 이론적, 경험적 연구들이 대리인비용 가설을 중심으로 이루어져 온 것에 대해 중요한 문제제기를 하고 있는 것이다. 대리인비용 가설은 소유집중과 기업의 최고경영자의 보수수준간에 역의 관계가 존재한다고 예측하고 있고, 많은 경험적 연구가 이를 입증하고 있다. 이에 대해 이 논문은, 일본의 상장기업 자료에 의하면, 소유집중과 기업의 최고경영자의 보수수준간의 역의 관계가 소유자의 유형(소유자가 금융기관인가 비금

용기관인가)에 따라서 성립하지 않을 수도 있다는 점을 보이고자 하고 있다.

즉, 같은 기관투자가라고 하더라도 금융기관과 비금융기관이 거래기업의 지분을 소유할 때는 주식 보유의 동기가 각각 다를 수 있고, 따라서 금융기관과 비금융기관은 기업의 경영자에 대한 감시와 통제에 있어서 서로 다른 행태를 보일 수 있다는 것이다. 구체적으로 이 논문은 일본에서 금융기관이라고 하는 기관투자자가 대출해준 기업의 주식을 상당한 정도로 소유하는 것은, 기업경영자와 금융기관 경영자간의 암묵적 담합을 위한 연결고리를 만들기 위해서라는 가설을 세우고 있다. 그리고 다음의 세 단계를 거쳐서 이 가설을 경험적으로 입증하고자 한다.

- (1) 금융기관이 소유하고 있는 지분이 높은 기업은 최고경영자의 급여수준이 상대적으로 높은 반면, 비금융기관이 소유하고 있는 지분이 높은 기업은 최고경영자의 급여수준이 오히려 낮아진다.
- (2) 금융기관 소유지분이 높고 그 금융기관의 부채에 대해 높은 이자율을 지불하는 기업의 경영자는 보수수준이 높다. 이는 금융기관 소유지분이 높은 경우 기업경영자의 보수를 결정하는 요인의 하나가 이자율이라는 것인데, 여기에서는 이자율을 금융기관투자자의 사적이익에 직접적으로 영향을 미치는 성과변수로 해석하고 있다.
- (3) 금융기관이 소유하는 지분이 높은 기업은 상대적으로 낮은 수익률을 내고 있는 반면, 비금융기관이 소유하고 있는 지분이 높은 기업은 상대적으로 수익률이 높다.

위의 (1)과 (2)는 금융기관 소유지분이 높을 때 기업경영자의 사적이익과 금융기관투자자의 사적이익은 서로 밀접한 관련을

가지고 있다는 점을 보이고 있는 것이고, (3)은 금융기관의 경영자와 기업의 경영자간에 사적이익 추구를 위한 암묵적 담합이 존재함으로써 말미암아 경영의 비효율이 발생하고 있다는 것을 보인 것으로 볼 수 있다.

위와 같은 추론과정은 대체로 타당하다고 판단된다. 다만, 추론과정에서 일본의 계열기업들이 독립된 기업들보다 은행에서 차입한 대부금에 대하여 높은 이자율을 지급했다는 사실은 Weinstein and Yafeh(1993)의 연구결과를 그대로 인용하여 인정하고 있는데, 이는 대출기간에 따라 이자율이 달라질 수 있는 만큼 일본의 계열기업들이 독립된 기업들에 비해 (명시적이든 암묵적이든) 장기로 대출을 받았을 가능성은 없는가 하는 점도 확인할 필요가 있다고 생각된다. 그러나 자료의 제약상 이 논문은 차입금의 장단기 구분에 따라 이자율이 차이가 나는 것을 구분하지 못하고 있다.

이 논문의 연구결과는 한국에서의 소유집중현상을 분석함에 있어서 적지 않은 시사점을 던져주고 있다. 예컨대, 이 논문에서도 지적하고 있듯이, 한국에서 금융기관들의 대주주로 현재의 정부 대신 민간 대주주가 자리잡을 때 일본에서와 같은 현상이 나타나지 않으리라는 보장은 없다고 판단된다.

마지막으로 이 논문에서와 같은 경험적 연구가 한국의 자료를 이용하여 활발하게 이루어지기를 기대한다. 이는 그동안 한국에서의 소유집중현상에 대해서는 찬성과 반대의 논리가 별다른 실증적 뒷받침 없이 평행선을 그어온 느낌이 있고, 따라서 논의의 진전이 크게 이루어지지 못하고 있는 듯하기 때문이다.