財務管理研究 第十卷 第一號(1993.6)

日本企業集團의 相互株式保有와 經濟的 意味

陳 泰 弘*

〈요 약〉

본 논문의 목적은 日本企業集團의 財務 및 所有構造上의 대표적 특징이라고 할 수 있는 相互株式保有에 대하여 역사적 형성과정을 살펴보고 기업재무입장에서 그 기능 및 역할을 분석하여 시사점을 얻는 것이다.

상호주식보유의 역사적 형성과정을 보면 2차 대전후 일본의 주요 재벌이 해체되고 강력한 소유분산정책이 시행되었지만 증자의 어려움과 경영권 침해라는 문제를 해결하는 차원에서 금융기관을 중심으로한 상호주식보유의 원형이 형성되었고 그후의 진행과정도 소유분산의 부작용을 해소하는 차원에서 진행되었다. 상호주식보유가 갖는 기업재무상의 의미는 다음과 같다.

첫째, 성숙되지 못한 자본시장을 대신하여 경영자를 감시할 수 있는 메카니즘으로 해설될 수 있다.

둘째, 광범위한 상호주식보유로 일본의 주요은행을 거래기업들에 대해서 채권자임과 동시에 유력주주가 되고 있는데 이러한 구조는 기업의 부채사용에 따른 代理人問題(ageney cost of risky debts)를 해결하여 일본기업의 자본비용을 낮추는데 기여하고 있는 것으로 분석된다.

Ⅰ. 序

일본의 구재벌들이 2차대전 종료직후 연합국 사령부에 의하여 강제로 해체된 이후 일본의 기업집단은 戰前의 財閥과는 전혀 새로운 모습으로 재형성되었고 일본의 戰後 고도성장을 효율적으로 이끌어 왔다고 평가되고 있다. 더욱이 80년대이후 세계경제 속에서 차지하는 일본경제의 비중이 높아짐에 따라 일본의 기업집단의 실체에 대한 관심은 계속 높아지고 있다. 집단내부거래와 관련하여 일본기업집단의 배타성, 폐쇄성에 대한 비판이 일본과의 무역에서 계속 적자를 보고 있는 미국과 같은 나라에서 일고 있지만 학계의 관심은 일본기업집단의 구조적 특징을 주로 정치·사회적인

* 韓國經濟研究院 研究委員

측면보다 효율성 측면에서 구명하는데 모아지고 있는 듯하다.

예를 들면 인사관리측면에서의 종신고용제도, 자금조달 측면에서의 메인뱅크제도 그리고 그룹 공동의사결정 측면에서의 社長會 등과 같은 제도들의 의미가 산업조직론이나 현대 재무관리 이론으로 잘 설명되고 있다. 이러한 흐름속의 연장선상에서 보면 상호주식보유도 일본기업집단의 구조를 나타내는 특징적인 제도로 경영학 특히 재무관리측면에서 깊이 연구할 가치가 있다고 하겠다. 상호주식보유란 말 그대로 두개의 독립적인 기업이 서로 상대방의 주식을 보유하고 있는 것을 말한다. 상호주식보유는 일본기업집단의 소유구조의 특징을 설명해 주는 제도로서 이해될 수 있는 한편 일본기업의 자금조달 운용의 근간을 이루는 제도로서도 볼 수 있어 상호주식보유에 대한 구체적 연구는 일본기업의 소유구조와 기업성과 그리고 자금조달의 효율성 연구에 필요불가결하다고 하겠다. 또한 우리나라의 대기업들이 일본의 기업집단과 유사한 형태로 발전되어왔으면서 내부적으로는 상당한 차이가 있는 것을 감안하면 상호주식보유 연구를 통한 일본기업집단에 대한 구체적 이해는 우리나라 대기업에게도 시사하는 바가 클 것으로 생각된다. 본 논문의 목적은 이러한 관점에서 일본기업집단의 상호주식보유 형성과정을 살펴보고 기업재무입장에서 경제적 의미를 분석하는 것이다.

II. 相互株式保有의 形成過程

1. 株式相互保有의 原型 形成과 進展

일본 기업집단의 상호출자의 원형은 재벌해체후 재벌계 기업들의 주식의 상당부분(구 4大 재벌계 기업들의 경우 약 45~75%)이 HCLC(Holding Company liquidity Committee : 지주회사정리위원회)에 양도된 후 공개된 것과 기업재건정비법에 의하여 전쟁중 특별손실을 본 재벌계 기업들이 대규모 증자를 한 것이 계기가 되어 형성되었다고 볼 수 있다.

재벌해체로 HCLC에 양도된 주식의 처분은 재벌에 대한 주식재집중을 방지하고 종업원을 중심으로한 주식의 분산을 촉진시킬 것을 목적으로 하고 있었기 때문에 다음과 같은 4가지 원칙에 따라 이루어졌다. 첫째, 당해 발행회사의 종업원에게 우선적으로 매각된다. 둘째, 지주회사, 재벌일족에게는 매각할 수 없다. 셋째, 지주회

사의 존속회사 및 제한회사에게는 매각할 수 없다. 넷째, 1%이상을 보유하는 주주들에게는 매각할 수 없다.

재건정비법에 따른 증자도 불특정 투자자들을 대상으로 마음대로 할 수 있었던 것이 아니라 주주 및 구 채권자, 종업원, 지방거주자, 일반대중 순으로 할당되었고 금융기관이외의 사업회사는 구주주, 구채권자라도 사업회사의 주식보유를 금하고 있던 당시 독점금지법 10조 1항에 의해 증자할당을 받을 수 없었다. 또한 금융기관도 증자할당이 허용되기는 했으나 동일계 기업주식의 보유는 금지되었다. 지주회사정리위원회에 양도된 주식의 처분과 증자에 대한 이상과 같은 엄격한 규제로 舊 재벌기업들의 발행주식이 동일계 기업들에 의하여 소유되는 것이 불가능하게 되었다.

한편, HCLC에 양도된 주식의 공개와 기업재건정비법에 의한 대규모증자는 마치 구 재벌계 기업들의 주식이 단기간에 대규모로 상장되는 것과 같은 효과를 발휘하여 증권시장이 활황상태를 계속 유지하지 못하면 해당기업들에게 여러가지 문제들을 야기시킬 가능성이 컸다. 실제로 일본 증권시장이 1949년 후반기부터 1951년말까지 침체상태를 보이는 가운데 구재벌계 기업들은 증자를 소화시키는데 큰 어려움을 겪었고 외부세력이 해당기업의 경영권을 탈취하기가 매우 쉬운 상태에 있었다. 증자소화의 어려움과 경영권 탈취위협은 증권시장의 침체 뿐만 아니라 증자나 양도주식처분에 관련된 주식분산촉진 차원에서의 규제때문에 더욱 커졌다고 볼 수 있다.

증자를 원활히 소화시키기 위하여 구재벌계 기업들은 그당시 법률상 금지되었던 자기주식의 소유를 비공식적으로 실시하여 주가를 어느 정도 관리하였다. 경영권 탈취위협에 대해서는 주식보유자금 융자를 통한 종업원 주식보유의 증대, 자사 주식의 제3자에 대한 비공식적 할당 등을 통하여 대처하였다. 또한 동일계이외의 금융기관들이 自社株 및 보유가 금지된 동일계열 기업주식을 인수하는 것도 효과적인 대응방안이었다.

양도주식의 처분과 증자에 관련하여 재벌해체 정책의 연장선상에서 주식의 광범위한 분산을 촉진·유지시키는 규제정책들이 일정기간 실시되었지만 이러한 규제들이 경영권 안정이나 증자를 통한 자금조달차원에서 당시 일본의 주요기업들이 처한 현실과 상당히 괴리되어 있었기 때문에 구재벌계 기업들은 이런 방법으로 대응하지 않을 수 없었다.

따라서 재벌계 기업들의 비공식적인 규제회피는 계속되었고 1952년 샌프란시스코 강화조약이 발효되기까지는 기업재건정비법에 의한 증자의무규제가 완화되고 구재벌계 기업들의 주식보유를 제한하는 일련의 규제들도 폐지되었다. 경영권 안정을 위한 규제회피 차원에서 비공식적으로 제 3자에게 보유시켰던 자기회사주식, 동일계 이

〈표 1〉 6大 企業集團의 社長會 結成時期

기 업 집 단	사 장 회	결 성 시 기
三 菱	金 曜 會	1951
住 友	白 水 會	1954
三 井	二 木 會	1961
富 士	芙 蓉 會	1966
三 和	三 水 會	1967
第 一 勸 銀	三 金 會	1978

〈표 2〉 三菱系·住友系·三井系의 株式相互保有比率(1952~58년) (단위 : %)

년 도			'52	'53	'54	'55	'56	'57	'58
三菱	주식상호보유비율		9.8	10.6	11.5	11.1	11.6	13.2	14.1
	株主別內譯	銀行	1.5	1.9	1.8	1.6	2.1	2.3	2.5
		信託	2.7	2.6	3.0	2.1	1.0	2.8	3.7
		生保	2.3	2.2	2.5	2.8	3.4	3.0	3.0
		損保	2.8	3.0	3.4	3.5	3.5	3.4	3.2
		기타	0.6	0.9	0.9	1.1	1.5	1.6	1.8
住友	주식상호보유비율		9.5	11.2	14.0	14.0	14.7	15.5	17.1
	株主別內譯	銀行	2.0	1.8	2.7	2.8	2.9	3.2	3.7
		信託	3.3	3.6	4.0	3.8	2.1	2.5	3.1
		生保	1.6	1.5	2.0	2.4	2.7	2.8	3.1
		損保	1.0	1.0	1.3	1.3	1.4	1.1	1.4
		기타	1.6	3.3	4.1	3.7	5.6	6.0	5.8
三井	주식상호보유비율		4.0	5.2	5.8	5.2	6.2	6.1	6.7
	株主別內譯	銀行	0.5	0.9	1.0	1.0	1.1	1.3	1.3
		信託	0.7	0.6	0.5	0.6	0.1	0.4	0.8
		生保	0.2	0.0	0.0	0.1	1.0	1.1	1.3
		損保	0.9	1.5	1.5	1.3	1.6	1.1	1.0
		기타	1.7	2.3	2.8	2.1	2.3	2.2	2.3

자료 : 法政大學 산업정보센터 편, 일본경제의 발전과 기업집단.

외의 금융기관에게 보유시켰던 동일계 기업의 주식을 동일계 기업들이 재인수하였고 이 과정에서 금융기관 특히 은행들이 주식매입자금을 융자하거나 매입량 할당에 관여함으로써 중심적인 역할을 수행하였다. 주식의 상호보유가 시작되었던 것이다.

주식의 상호보유는 처음에는 주로 금융기관에 의한 일방적인 소유라는 점에서 엄격한 의미에서는 상호라는 말을 붙일 수 없지만 샌프란시스코 강화조약이후 일본의 기업집단이 형성되어가는 과정에서 보유비율이나 상호관계면에서 점점 더 진전되었다. 특히 전전의 주식소유방식이 폐쇄적이어서 재벌해체이후 주식공개 및 분산에 의한 충격이 상대적으로 컸던 구 3大 재벌계 기업들일수록 주식의 상호보유를 진전시키고자 하는 유인이 컸다.

구재벌계 기업집단들에서 주식상호보유는 사장회가 결성됨에 따라 진전되었다는 것을 주목할 필요가 있다. 일본기업집단의 사장회라는 것이 일종의 大株主會로서 각 기업들 입장에서는 안정주주들의 모임이라고 볼 수 있다. 따라서 사장회가 결성되었다는 것은 대주주로서 서로 안정주주역할을 하는 주체들의 윤곽이 분명히 그려졌다는 것을 의미하고 이것은 주식의 상호보유가 어느 정도 진행되었다는 것을 의미한다. 주식의 상호보유가 실질적으로 진행되야만 서로 견제역할을 수행하는 동시에 안정주주 역할을 하는 사장회가 결성될 수 있기 때문이다. 아래에 소개된 사장회 결성시기와 구재벌계 3大 기업집단의 상호주식비율의 시계열 자료는 이러한 사실을 입증한다고 하겠다.

2. 相互株式保有의 成熟

일본기업집단의 상호주식보유는 60年代 후반 이후 더욱 진전되었는데 이것은 60年代初 약 4년간 지속된 증권불황과 1964년 OECD 가입을 시작으로 진행된 자본자유화라는 두가지 사건을 배경으로 진행된 동결주식의 방출과 재취득이 계기가 되었다고 볼 수 있다.

(1) 주식공동보유기관에 의한 주식동결

1961년 7월에서 1965년 7월까지 약 4년 동안 지속된 증권불황대책차원에서 주가를 안정시키기 위해서 주식공동보유기관으로서 1964년과 1965년에 각각 일본공동증권주식회사와 일본증권보유조합이 설립되어 양기관은 시장에서 주식을 구입한 다음 구입한 주식을 일정기간 동안 팔지 않고 보유하고 있었다. 양기관이 동결한 주식은

1965년말 기준으로 38억 2448만주로 당시 東京證券去來所 1부 상장주식수 763억 8207만 주의 약 5.1%에 해당한다.

양기관은 주로 투자신탁에 편입된 주식과 증권회사가 보유하고 있었던 주식들을 매입·동결하였는데 투자신탁 편입주식들이 대부분 대형·우량주식이었고 양기관이 위험을 회피하기 위해서 우량주식을 우선하여 매집했기 때문에 기업집단 소속 대기업들의 주식들도 상당부분 동결되었다고 볼 수 있다.

〈표 3〉 企業集團 社長會 멤버株式의 凍結狀況 (단위 : %)

	평 균	금 융	비 금 융
三 井	6.8	0.9	7.4
三 菱	6.2	1.0	6.8
住 友	5.1	0.7	6.5
芙 蓉	3.1	0.9	3.3
三 和	4.7	0.5	5.0

자료 : 법정대학 산업정보센타 편, 일본경제의 발전과 기업집단.

주) 1964년 각 기업의 집단 사장회 멤버기업의 발행총주식에서 일본공동증권과 일본증권보유조합이 매입한 주식의 비율.

(2) 동결주식의 반출과 재취득

공동증권과 증권보유조합이 동결하고 있었던 주식은 1965년 이후 매각되기 시작하여 공동증권의 경우 70년 1월까지 동결주가 완전 매각되었고 증권보유조합의 경우 68년 1월까지 매각되었다. 1964년에 일본이 OECD에 가입함으로써 資本自由化가 예정되어 있어 외국자본에 의한 일본기업의 경영권 침해에 대한 우려가 컸기 때문에 동결주식의 매각은 주식시장에서 불특정 투자자들을 대상으로 한 단순매각이 아니라 주식발행기업의 안정주주공작 차원에서 진행되었다.

기본적으로 주식발행기업들은 관련기업들과 은행을 비롯한 관련금융기관들로 하여금 자기회사 주식을 매입하게 하는 방향으로 동결주식의 매각이 진행되기를 원했다. 일본 공동증권과 일본증권보유조합은 대체로 발행기업들의 이러한 의사를 충분히 반영시키는 방향으로 보유주식을 매각했다. 예를 들어 공동증권의 경우 대규모로 보유했던 특정회사의 주식은 그 회사의 주거래은행에 직접 매각하는 방법을 취했고, 일본증권보유조합의 경우 조합의 4大 증권회사들이 주식매각을 도시은행, 장기신용은행, 신탁은행, 생보, 손보 그리고 발행회사가 지정하는 법인 및 발행회사의 임직원에

한정시킬 것을 합의했다. 〈표 4〉에 나타나 있는 '보유주식 매각선 별 분포'를 보면 이러한 원칙이 충실히 지켜졌음을 알 수 있다.

〈표 4〉 日本證券 保有組合의 保有株式 매각선별 분포

		百万円	%
都市銀行	富士	9,732	4.0
	三稜	6,766	2.8
	勸業	4,266	1.8
	第一	2,613	1.1
	三井	4,005	1.7
	協和	3,103	1.3
	三和	5,850	2.4
	住友	6,947	2.9
	大和	2,301	1.0
	東海	2,920	1.2
	神戶	342	0.1
	北拓	336	0.1
	東京	492	0.2
	小計	49,673	20.6
長期信用銀行	興銀	8,168	3.4
	日長銀	6,449	2.7
	不動產	494	0.2
	小計	15,111	6.3
信託銀行	三井	4,011	1.7
	三菱	5,277	2.2
	安全	2,691	1.1
	住友	3,25	1.3
	東洋	1,500	0.6
	中央	716	0.3
	日本	215	0.1
	小計	17,661	7.3

		百万円	%
地銀		3,818	1.6
相互			
生命保險	日本	12,705	5.2
	第一	7,199	3.0
	住友	3,384	1.4
	明治	6,248	2.6
	朝日	4,518	1.9
	기타	9,844	4.1
	小計	43,898	18.2
損保		7,316	3.0
會社	관련회사	41,051	17.0
	임직원	10,791	4.5
	小計	51,842	21.5
個人投資家		5,756	21.5
合計		241,075	100.0

자료 : 坂本袒夫, 기업집단재무론, p.178.

주로 은행을 비롯한 금융기관들이 방출된 주식을 매입하여 안정주주 공작에 적극 참여했다는 것은 상호주식보유나 기업집단의 발전이 은행을 축으로 진행될 것임을 시사하고 있고 이것은 상호주식보유의 원형 형정과정에서 금융기관이 했던 역할과 같은 선상에서 이해되어야 할 것이다. 이상의 과정을 다시 요약하면, 상호주식보유가 1960年代 후반이후 진전된 것은 증권불황으로 개인과 투자신탁이 대규모로 매각하였던 주식 특히 우량 대기업들의 주식을 금융기관을 비롯한 법인이 기존의 거래관계를 근거로 재취득한 것의 결과로 나타난 것이다.

60년대 이후의 일본기업집단들의 상호주식보유 추이에 대한 〈표 5〉는 기업집단의 주식상호비율의 상승을 나타내고 있다. 집단내 상호주식보유비율이 상대적으로 높았던 住友, 三菱 그룹에서는 60年代 후반에 상호보유가 더욱 진전되어 1970년대 후반에는 상호보유비율이 30%까지 달했고, 반면에 주식상호보유비율이 상대적으로 낮았던 그 밖의 4大 기업집단에는 상호보유가 크게 진전되었다.

여기서 주목되는 것은 은행계 3大 기업집단의 상호주식보유가 60년말과 70년대초에 크게 진전되어 실질적인 기업집단으로 뒤늦게 형성되었다는 것이다. 이것은 이들

〈표 5〉 株式相互保有比率의 推移 (단위 : %)

연도 / 기업집단명	'58	'61	'66	'71	'76	'78	'80	'82	'86	'88	'89
三 井	—	—	14.26	21.32	21.17	22.22	22.08	23.13	21.61	21.35	19.45
三 菱	20.25	20.78	23.67	26.78	30.26	30.35	36.29	36.93	36.94	35.04	35.45
住 友	21.18	29.18	28.04	28.94	29.58	34.00	36.77	36.57	29.68	29.40	27.46
舊財閥係 平均	—	—	21.99	25.68	27.00	28.86	31.71	32.21	29.41	28.93	27.46
芙 蓉	—	—	11.38	16.04	18.28	19.11	19.29	18.80	17.36	17.11	16.39
三 和	—	—	—	12.50	20.30	20.98	20.26	19.95	18.03	17.05	16.46
第一勸銀	—	—	21.94	24.51	23.77	16.47	17.88	17.50	16.78	14.92	14.60
銀行系 平均	—	—	—	17.68	20.78	18.85	19.14	18.75	17.39	16.36	15.82
6大 大企業集團 平均	—	—	—	21.68	23.89	23.86	25.43	25.48	23.40	22.65	21.64

자료 : 일본공정거래위원회사무국 編, '일본의 6大 기업집단'.

은행계 기업집단들의 사장회 결성시기가 60년대말에서 70년대에 걸쳐 있는 사실과도 일치한다고 하겠다.[1]

70년대 말 이후의 6大 기업집단의 상호출자비율을 보면 70년대 말에 형성되었던 수치를 균형으로 하여 커다란 변동이 없는 것으로 보인다. 각 기업집단마다 80년대 말의 상호출자비율이 70년대 말의 그것에 비해 약간씩 낮아 지기는 했으나 커다란 저하경향으로 보기에는 미미한 숫자이기 때문이다.

이렇게 상호출자비율이 70年代 이후 크게 변화를 보이지 않고 안정되어 있다는 것은 각 기업집단의 소유구조의 특성상 바람직한 상호출자비율[2]이 존재하고 있다는 것을 간접적으로 말해준다고 하겠다.

Ⅲ. 相互株式保有의 經濟的 機能

1. 所有分散의 副作用 解消

일본기업집단들에 있어서 상호주식보유의 가장 기본적인 기능으로 경영권 안정이 지적되고 있으나 보다 넓게 보면 상호주식보유는 소유분산의 부작용을 해소하기 위한 메카니즘이라고 할 수 있다.

소유분산의 부작용이란 기본적으로 소유가 광범위하게 분산되어 전문경영자에 의하여 회사가 경영될 경우 주주의 이익보다는 경영자 스스로의 이익이 우선되고 이러한 경영자의 행동이 효율적으로 감시되지 못하는 것을 말한다. 이러한 부작용을 해결하는 메카니즘의 하나로 자본시장이 잘 발달된 미국의 경우 M&A를 통한 경영권 인수시장(market for corporate control)이 형성되어 있으나 일본의 경우는 기업문화의

---

1) 〈表 5〉에서 볼 수 있는 또 하나의 특징적인 사실은 60年代 이후에 새롭게 형성된 은행계 3大 기업집단의 상호주식보유비율이 구재별계 3大 기업집단의 그것에 비하여 현저하게 낮다는 것이다. 차이가 나는 원인에 대한 추후 연구가 필요하다고 본다.

2) 예를 들어 70년대말 이후 일본의 주요 제조기업들은 높은 주가수준을 이용하여 전환사채나 신주인수권부 사채를 대량으로 발행하였고 이러한 사채들이 주식으로 전환됨에 따라 자기자본비율이 급증하였다. 이렇게 자기자본비율이 80년대에 급증했는데도 불구하고 상호주식보유비율이 일정수준으로 유지되고 있었다는 것은 기업집단마다 은행을 중심으로한 소속기업들이 일정비율을 유지하기 위해 적극적으로 상호주식보유에 참여했다는 것을 의미한다고 하겠다.

특수성[3]으로 경영권 인수시장 자체가 발달하지 못하고 있다. 상호주식보유는 발달되지 못한 경영권 인수시장을 보완하는 장치라고 할 수 있고 이러한 의미에서 소유분산의 부작용을 해소하는 역할을 수행한다고 볼 수 있다.

일본의 주요학자들은 이구동성으로 상호주식보유가 경영자를 자본시장의 압력으로부터 자유롭게 하여 경영자의 자율성을 향상시킨다는 표현을 쓰고 있지만 이것도 결국은 넓은 의미에서 소유분산의 부작용을 해소한다는 것과 같은 이야기라고 할 수 있다. 경영자가 자본시장의 압력에서 자유롭다는 것이 자본시장을 무시하고 마음대로 경영할 수 있다는 의미가 아니라 단기 주가수익만을 노리는 수많은 투자가들로부터 어느정도 독립해서 장기경영목표를 추구할 수 있다는 의미이기 때문이다.

기업집단의 사장회 멤버기업들중의 어느 한 기업의 경영자가 다른 멤버기업들의 이익에 상반된 행동을 하거나 경영상의 중대실수를 범했을 때 상호주식보유를 바탕으로 해당기업의 경영자를 제재할 수 있다면 상호주식보유는 소유분산의 부작용을 해소하는데 도움이 될 것이다. 예를 들어 기업집단에 A, B, C 세개의 회사가 있다고 하면 상호주식보유에 의하여 특정 멤버회사 A는 20~30%의 지분을 갖고 있는 나머지 멤버회사 B, C에 의해 지배된다고 할 수 있다. 일본 상법상 회사지배에 가장 중요한 결정이라고 할 수 있는 임원선출이 발행주식수 1/3출석에 과반수 찬성 즉, 전체주식의 1/6찬성으로 결정되기 때문에 20~30%의 지분은 회사지배를 위해 충분한 숫자라고 할 수 있다. 따라서 A가 B, C의 의사에 반하여 행동을 하거나 경영상의 중대실수를 범할 경우 B, C는 연합하여 A에게 제재를 가할 수 있다. B, C 의 경우도 마찬가지로 각각 A・C, A・B의 연합에 의하여 견제를 받게 된다. 이렇게 보면 상호주식보유는 전문경영자체제가 갖는 소유분산의 부작용을 해소하는 효과적인 메커니즘이다.

상호주식보유가 가장 일찍이 형성된 구재벌계 3大 기업집단은 전전의 폐쇄적 소유구조로 인하여 재벌해체로 인한 소유분산의 충격이 매우 심했다고 볼 수 있다. 회사의 경영을 책임지게 된 전문경영자의 기업경영을 감시할 수 있는 대주주가 갑자기 사라졌다고 할 수 있고, 잘 발달된 자본시장에서 전문경영자를 감시하는 차원에서 행해지는 경영권 인수와는 전혀 다른 의미에서의 경영권 탈취위험[4]이 있었다.

---

3) 가장 대표적으로 지적될 수 있는 것은 종신고용제로 표현되는 일본기업의 장기고용 계약 시스템이다. 장기고용계약 시스템에서는 일반적으로 인적자원의 고유성(specificity)이 크기 때문에 기업매수에 따른 보이지 않는 커다란 비용을 발생시키고 결과적으로 경영권 인수시장이 발달하지 못하게 한다고 할 수 있다.

4) 앞서 살펴본 바와 같이 재벌해체후 주가하락과 주식보유에 대한 규제로 정상적으로 경영되고 있는 회사도 헐 값에 인수될 가능성이 컸다.

상호주식보유의 원형형성과정에서 보았듯이 구 재벌계 3大 기업집단은 주거래은행을 비롯한 금융기관으로 하여금 상당부분의 분산된 주식을 인수하게 하여 금융기관이 경영자를 감시하는 대주주 역할과 외부로부터의 경영권 탈취를 방지하는 역할을 동시에 수행하게 하였다.

또한 60年代 증권공황 후 자본자유화에 대비한 안정주주공작 차원에서 상호 주식보유가 진전된 것도 기본적으로 일본 대기업들의 주식소유가 광범위하게 분산되어 있었기 때문이라고 할 수 있다. 재벌해체 이후 금융기관을 중심으로 한 상호주식보유가 시작되었으나 여전히 그 비율이 낮았고 당시의 증권불황으로 투자신탁 및 개인이 보유한 주식을 대량으로 처분하는 상황이 맞물려 있어 외부세력 특히 자본자유화 이후 외국인에게 경영권을 탈취당할 위험이 컸다.

2. 負債의 代理人費用 減少

일본기업집단의 주식상호보유는 은행과 기업간에만 국한시켜 보면 은행이 주요 융자기업들에 대해서 영향력있는 주주역할을 하게 되는 결과를 가져오고 있다. 금융기관의 기업지배를 방지하는 취지로 독점금지법상에 5%의 소유제한이 있지만 일본기업들의 주식보유가 광범위하게 분산되어 있기 때문에 은행이 주요주주가 될 수 있는 것이다. 이러한 현상은 메인뱅크관계를 유지하고 있는 은행과 기업사이에 두드러진다.

〈표 6〉은 6대 기업집단별로 소속은행들이 메인뱅크관계를 맺고 있는 기업들의 주식을 어느 정도 소유하고 있는가를 나타내고 있다. 〈표 6〉을 보면 일본의 은행들이

〈표 6〉 6大 企業集團所屬 銀行들의 메인뱅크관계 기업에 대한 株式保有 現況

	三井系 銀行	三菱系 銀行	住友系 銀行	芙蓉系 銀行	三和系 銀行	一勸系 銀行	합 계
제1대 주주	16	16	4	12	10	47	105
2~ 5대 주주	142	122	120	133	91	416	1,024
6~10대 주주	41	26	24	17	21	106	235
11~20대 주주	8	7	8	9	5	31	68
메인뱅크관계* 기 업 수	207	171	156	171	127	600	1,432

* 여기서 메인뱅크는 기업의 입장에서 융자액이 가장 많은 은행을 말함.

자료 : 일본동양경제신문사, 「기업계열총람」, 1992.

메인뱅크관계를 유지하고 있는 기업들의 대주주 역할을 하고 있는 것을 분명히 알 수 있다. 은행이 메인뱅크관계를 맺고 있는 기업의 5대 주주안에 들어가는 경우가 조사대상기업들의 80%이고 제1대 주주인 경우도 약 7%에 달하고 있다.

은행이 거래기업의 최대 융자처임과 동시에 유력주주라는 것은 岡崎(1992)의 분석에서도 분명하게 나타나고 있다. 그는 1973년말 시점의 동경1부 상장제조기업 561회사에 대한 三井, 三菱, 住友, 富士, 三和 각 은행의 주식소유비율을 같은 회사에 대한 융자비율(회사전체 차입금에서 차지하는 각 은행의 해당 기업에 대한 대출금 비율)로 회귀하여 〈표 7〉과 같은 결과를 얻었는데 각 은행마다 주식소유와 융자간에는 분명한 正의 상관관계가 있음을 알 수 있다.

〈표 7〉 銀行株式所有比率과 融資比率의 關係

(東證일부상장제조업기업, 1973년)

	R^2	t 値
三井銀行	0.448	21.30
三菱銀行	0.451	21.42
住友銀行	0.416	19.94
富士銀行	0.459	21.77
三和銀行	0.402	19.40

자료 : 법정대학 산업정보센터 편, 일본경제의 발전과 기업집단中 岡崎哲二(1992), 「자본자유화이후의 기업집단」, p.312.

주식의 광범위한 상호보유로 은행이 주요융자기업에 채권자임과 동시에 주요주주가 됨으로써 일본기업들은 은행부채이용에 따른 부채의 대리인비용을 감소시킬 수 있고 결과적으로 금융비용부담을 줄일 수 있다. 여기서 부채의 대리인 비용이란 주주와 채권자간의 대리인관계를 통하여 주주가 채권자의 이익에 반하는 위험자산 대체투자행위(asset substitution), 과소투자행위(underinvestment) 등의 유인을 갖게 됨으로 발생하는데 기업이 부채를 어느 정도 이상 사용하면 비례적으로 증가하게 되고 결국 부채조달비용의 상승을 초래한다.

은행이 융자기업의 유력주주가 되면 융자기업의 주주의 이익을 우선하고 은행의 이익에는 해가 되는 행동(예를 들어 은행차입금을 약속했던 것보다 위험이 더 큰 투자안에 사용함)의 결실이 은행에게도 돌아가게 된다. 따라서 부채의 대리인비용을 발생시키는 유인이 없어지거나 감소하게 되고 결국 부채조달 비용자체도 하락하게

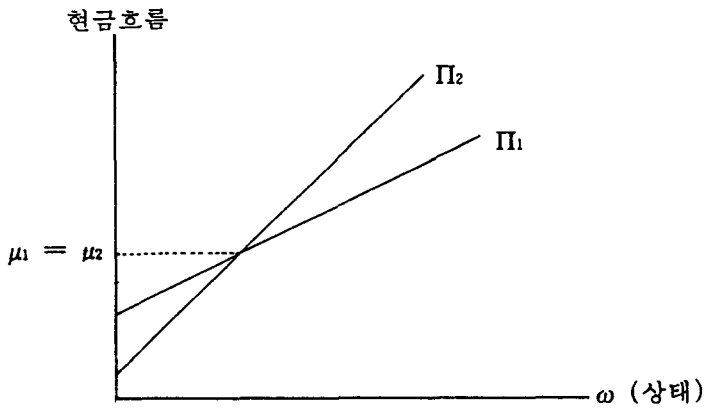
된다.

은행의 주식보유로 위험자산 대체투자행위(asset substitution)에 의한 대리인문제가 해결되는 과정을 보다 상세히 살펴보도록 하자. 기업이 두가지 투자안들 중에서 하나만을 선택해야 한다고 하자. I_1와 I_2를 각각의 투자안에 소요되는 투자금액이라고 하고 Π_1과 Π_2는 각각 투자로 부터 생기는 순현금흐름을 내는 확율변수라고 하자. 분석의 편의상 Π_1, Π_2는 0보다 큰 값을 갖는 확율변수라고 가정하고 투자안 2가 Rothschild-Stiglitz가 내린 정의 아래서 투자안 1보다 위험하다고 하자. 즉,

$$\Pi_2=\theta\Pi_1+(1-\theta)E\Pi_1, \qquad \theta > 1$$

다시 말해서 Π_2는 Π_1의 mean preserving spread가 되어 $\mu_2=E\Pi_2=E\Pi_1=\mu_1$이고 Π_2는 Π_1보다 분포상 아래 그림과 같이 양끝에 더 많은 비중을 두게 된다.

[그림 1]



이러한 상황 아래서 기업이 타인자본을 과다하게 사용하면 채권자의 富가 주주에게 이전되고 기업의 가치가 하락한다는 것을 보여주기 위해서는 첫째, 기업이 자기 자본만을 가지고 투자안을 수행할 경우에는 위험이 덜한 투자안 1을 선택하는 것이 주식의 시장가치로 나타나는 주주의 부를 극대화 한다는 것과 둘째, 기업이 부채를 충분히 과다하게 갖고 있을 때는 기업의 전체 시장가치가 하락함에도 불구하고 주주의 富를 더 크게 하기 위해서 위험이 큰 투자안 2를 선택한다는 것을 보여줄 필요가 있다.

기업이 부채를 갖고 있지 않을 때 기업의 가치와 주식의 시장가치는 동일하다. 투자안 1을 선택할 때 주식의 시장가치를 S_1, 투자안 2를 선택할 때의 주식의 시장

기치를 S_2라고 하고 S_1과 S_2중 어느 것이 더 큰가를 보도록 하자. 완성시장(complete market)을 가정하면 투자에서의 불확실한 현금흐름은 다음과 같이 현재의 시장가치로 환산될 수 있다. 분석의 편의상 상태(status)의 배열은 현금흐름이 작은 것에서 부터 되어있다고 하자.

$$S_1=\Sigma\Omega\ P(\omega)\Pi_1(\omega)$$
$$S_2=\Sigma\Omega\ P(\omega)\Pi_2(\omega)$$

따라서 S_1과 S_2의 차이는 다음과 같이 나타낼 수 있다.

$$S_1-S_2=\Sigma\Omega\ P(\omega)[\Pi_1(\omega)-\Pi_2(\omega)]$$
$$=\Sigma\Omega\ K(\omega)[\Pi_1(\omega)-\Pi_2(\omega)]\cdot\Phi(\omega)$$

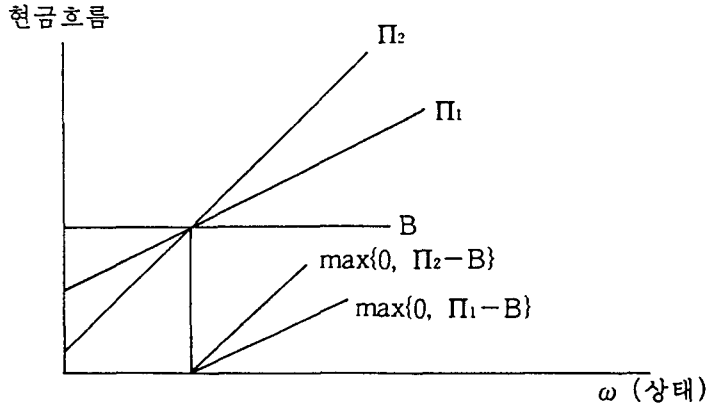
여기서 $P(\omega)$는 ω라는 상태가 일어나면 1원을 지불하고 그 밖의 상태에서는 돈을 지불하지 않는 주식(arrow-debrew security)의 가격이다. 또한 $\Phi(\omega)$는 ω라는 상태가 일어날 확율을 말하고 $K(\omega)=P(\omega)/\Phi(\omega)$는 ω라는 상태가 실현되었을 때 화폐 한단위의 가격을 나타낸다. 여기서 $K(\omega)$는 ω가 증가함에 다라서 감소하는 것에 주목할 필요가 있다. 상태변수 ω가 크면 투자의 순현금흐름이 크고 경제전체의 부(wealth)도 커지기 때문에 경제전체의 부가 큰 상태가 실현되었다는 전제하에서 화폐 한 단위의 가치는 감소한다고 볼 수 있다. 투자안 2가 투자안 1보다 위험하다는 것을 나타내는 식을 대입하면 다음과 같이 된다.

$$S_1-S_2=\Sigma\Omega\ K(\omega)[\Pi_1(\omega)-\theta\Pi_1(\omega)-(1-\theta)E\Pi_1]\Phi(\omega)$$
$$=\Sigma\Omega\ K(\omega)(1-\theta)[\Pi_1(\omega)-E\Pi_1]\Phi(\omega)$$
$$=(1-\theta)EK\cdot(E\Pi_1-E\Pi_1)+(1-\theta)COV(K,\ \Pi_1)$$
$$=(1-\theta)COV(K,\ \Pi_1)>0$$

따라서 부채가 없는 상태에서는 안전한 투자안 1을 고르는 것이 주주의 부를 크게 만든다.

다음에 기업이 갖고 있는 부채의 크기가 충분히 클 때 위험한 투자안 2를 선택하는 것이 주주의 부를 크게 만든다는 것을 보여야 한다. 이를 위해서는 다음의 부등식 $Max[0,\ \Pi_2-B]\geq Max[0,\ \Pi_1-B]$이 충분히 큰 B값에 대해서 성립하는 것을 보이면

[그림 2]



되는데 아래 그림으로 간단히 나타낼 수 있다.

위의 그림에서 보면 회사가 부채를 B만큼 갖고 있으면 투자를 수행한 후에 주주에게 돌아오는 순현금흐름이 위험한 투자안 2를 선택하는 경우에 더 크기 때문에 앞의 부등식을 성립하게 하는 B가 있다는 것이 쉽게 설명된다. 따라서 일정 수준의 부채 B*가 있어 이 수준을 넘어서면 주주는 위험한 투자안을 선택하게 될 유인을 갖게 된다는 것이 입증되었고 이러한 과정을 통하여 발생하는 기업가치의 하락은

$$\Sigma P(\omega)[\Pi_1(\omega)-\Pi_2(\omega)] > 0$$

으로 표시되고 이러한 기업가치 하락의 일부분은 채권자의 부가 주주에게 이전됨으로써 발생한다고 볼 수 있다.

기업이 사용하는 타인자본이 은행에 의해서만 조달하는 경우를 보도록 하자. 부채사용에 따른 기업투자결정의 왜곡문제를 은행의 입장에서 부실여신문제의 일부를 보면 담보설정(collateral)과 지급보증 같은 해결방법이 있을 수 있으나 여기서는 담보설정과 지급보증이 투자결정 왜곡문제를 해결하는 데 충분하지 못하다고 가정한다(은행차입이 담보나 지급보증 없이 신용으로만 이루어지는 경우를 생각해도 된다). 또한 회사채의 경우와 달리 은행부채에는 전환권이나 신주인수권을 함께 포함시킬 수 없다고 가정한다. 이러한 경우 문제를 해결할 수 있는 한가지 방법은 기업에 부채를 제공하는 모든 은행들이 기업의 부채와 주식을 같은 비율로 동시에 소유하는 것이다. 여기서 같은 비율로 동시에 소유한다는 것은 특정은행이 동일기업의 부채와 주식을 동시에 소유하고 있고 은행소유 부채가 기업의 전체부채에서 차지하는 비율과 은행소유주식이 기업의 전체 자기자본에서 차지하는 비율이 같아야 된다는 것을 말한다.

이러한 경우 기업이 은행으로부터 부채를 사용함으로써 발생하는 대리인문제와 투자결정 왜곡문제는 해결될 수 있다. 앞에서 정의한 부채의대리인 문제로부터 이 방법이 어떻게 문제가 해결될 수 있는가를 보도록 하자.

위험이 더 큰 투자안 2를 선택할 경우 주식의 시장가치는

$$S_2=\Sigma P(\omega)\text{Max}\{0,\ \Pi_2(\omega)-B\}$$

로 표시되고 부채의 시장가치는

$$D_2=\Sigma P(\omega)\text{Min}\{B,\ \Pi_2(\omega)\}$$

로 표시된다. 위험이 작은 투자안 1을 선택할 경우 주식의 시장가치는

$$S_2=\Sigma P(\omega)\text{Max}\{0,\ \Pi_1(\omega)-B\}$$

로 표시되고 부채의 시장가치는

$$D_2=\Sigma P(\omega)\text{Min}\{B,\ \Pi_1(\omega)\}$$

로 표시된다.

앞에서 본 바와 같이 주주의 입장만이 고려되면 $S_2>S_1$ 이어서 부의 이전(wealth transfer) 및 투자결정의 왜곡문제가 발생하나, 모든 은행들이 주식과 채권을 같은 비율로 동시에 소유하게 되면 특정 은행의 부는 투자안 2를 선택하면

$$\alpha(S_2+D_2)=\alpha\Sigma P(\omega)\Pi_2(\omega)$$

이 되고 투자안 1을 선택하면

$$\alpha(S_1+D_1)=\alpha\Sigma P(\omega)\Pi_1(\omega)$$

이 된다. 여기서 α는 특정 은행이 소유하는 부채와 주식의 비율이다. 앞에서

$$\Sigma P(\omega)\Pi_1(\omega) > \Sigma P(\omega)\Pi_2(\omega)$$

임을 보였으므로 은행이 주주의 입장에서 위험한 투자안을 선택할 유인을 갖게 되지 않는다. 다시 말해서 기업에 자금을 공급하는 은행은 위험이 더 큰 투자안을 선택할 경우 주주의 입장에서 얻는 이익이 부채소유자로서 받게 되는 손실로 상쇄되어 위험이 더 큰 투자안을 선택하는 것을 억제하게 된다.

기업에 부채를 제공하는 은행들이 기업의 부채와 주식을 같은 비율로 동시에 소유해야 한다는 조건은 문제를 해결하기 위한 충분조건으로 분석의 틀을 제공하고 있기는 하지만 은행 이외의 기업의 대주주 존재를 배제하고 있는 것이기 때문에 현실적으로는 충족되기 어렵다고 하겠다. 보다 현실적으로 기업에 은행 이외의 대주주들이 존재하고 있는 상황에서 기업의 타인자본의 일부분이 은행에 의하여 조달되는 경우를 보도록 하자.

이 경우 기업과 특정 은행과의 관계에서 부채의 대리인문제가 해결되기 위해서는 첫째, 앞에서와 마찬가지로 해당 은행의 여신이 기업의 전체부채에서 차지하는 비율과 은행이 소유한 기업주식이 기업의 전체 자기자본에서 차지하는 비율이 같아야 하고 둘째, 은행의 기업주식소유가 기업의 주요 투자의사결정에 실질적인 영향을 미칠 수 있는 정도가 되어야 한다. 여기서 주목해야 될 것은 은행이 대주주들 중의 하나로서 기업의 투자의사결정에 영향을 줄 수 있어야 문제가 해결될 수 있다는 것이다. 첫번째 조건만이 충족되어 은행이 기업의 부채와 주식을 동일비율로 소유하되 개인 대주주의 지분이 너무 커서 기업의 의사결정에 영향을 미칠 수 없다면 은행의 입장에서는 부의 이전 문제만을 어느 정도 완화시킬 수 있을 뿐이다. 투자결정의 왜곡문제와 이에 따른 기업가치하락 문제는 은행이 부채제공자임과 동시에 실질적인 대주주 역할을 하지 않으면 여전히 남아있게 될 것이고 개인 대주주의 지분이 크면 클수록 은행의 주식보유 효과는 미미해 질 것이다.

α를 은행이 소유하고 있는 주식 및 부채소유비율이라고 하고 나머지 주식지분은 1인 대주주가 소유하고 있다고 가정하자. α가 충분히 작아서 기업의 투자의사결정을 개인 대주주가 한다면 개인 대주주의 입장에서는 위험한 투자안 2를 선택함으로써 얻는 부의 이전이 은행이 주식을 소유하고 있지 않을 때 보다 줄어들었지만 α가 충분히 작으면 위험이 더 큰 투자안을 선택할 유인이 계속 남아있게 된다는 것이다.

즉, 대주주 지분을 β라 하면

$$\beta = 1 - \alpha$$

가 되고

$$K \equiv \beta[\Sigma P(\omega)Max\{0,\ \Pi_2(\omega)-B\}-\Sigma P(\omega)Max\{0,\ \Pi_1(\omega)-B\}] > 0$$

이 충분히 큰 값이기 때문에 은행의 주식소유에 의한 부의 이전에 대한 헷징(hedging) 효과에도 불구하고 기업은 위험이 더 큰 투자안을 선택하게 된다. 물론 α가 충분히 크다던가 혹은 주식의 분산으로 β가 작으면 K가 0보다는 큰 값이지만 크기가 작아지기 때문에 위험이 더 큰 투자안을 선택할 유인이 줄어들어 은행과의 관계에서 대리인 문제도 완화될 수 있다.

Ⅳ. 結論 및 示唆點

일본기업집단의 상호주식보유가 경영권 안정 및 소유분산의 부작용 해소 그리고 부채의 대리인비용 감소 등 기업재무상의 여러가지 긍정적 효과를 거두고 있는 것을 보면 우선 우리나라에서 상법, 공정거래법 그리고 증권거래법들을[5] 통해 엄격히 규제되고 있는 상호주식보유가 제한된 범위내에서 완화되어야 할 필요가 있다는 시사점을 얻게 된다.

주식시장이 잘 발달하지 못한 상태라면 회사자본을 충실하게 하고 가공자본에 의한 회사난립 혹은 대기업의 부실계열기업양산을 막기 위한 목적으로 상호출자를 규제하는 법취지의 타당성은 인정된다. 그러나 지금과 같이 주식시장이 잘 발달된 상태에서 소유분산이 잘된 상장기업들끼리의 제한된 범위내에서의 상호주식보유는 공정한 시장가격으로 주식을 서로 보유하는 것이기 때문에 자본충실의 원칙에 위배되지 않는다고 볼 수 있다. 주식시장이 발달된 상태에서의 대기업계열사간의 상호주식보유의 전면금지는 오히려 경영권 침해를 우려하는 대주주로 하여금 공개 및 증자를

5) 상법 제342조의 2에서는 다른 회사의 주식을 40% 이상 가진 회사(母會社)의 주식은 그 다른회사(子會社)가 취득할 수 없도록 규정하여 직접적으로 주식회사간 상호주식보유를 금지하고 있다. 또한 상법 제369조 3항에서는 母子관계가 없는 낮은 비율의 주식상호출자의 경우에도 상호 10%이상 주식을 취득하면 의결권을 행사하지 못하도록 규정함으로써 母子관계가 없는 상호출자도 엄격히 규제하고 있다. 공정거래법 제9조에서는 동일 계열회사간의 상호출자를 금지하고 있고 증권거래법 제189조의 상장법인간의 상호주식보유를 금지하고 있다.

기피하게 하여 대기업 소유분산을 억제하는 부작용을 만들 수 있다.

따라서 경영권침해 위협을 없애 지분율을 부담없이 낮출 수 있는 여건을 만들어 공개 및 증자를 활성화시키기 위해서라도 현행 상호주식보유규제들은 소유분산이 잘된 상장기업들간에 제한된 범위내에서 상호주식보유를 허용하는 방향으로 완화되어야 할 것이다.[6]

다음, 은행을 중심으로 한 일본기업집단의 상호주식보유과정은 우리나라 은행산업의 과제인 주인구조확립을 대기업의 은행지배라는 부작용없이 해결하는 방법도 궁극적으로는 은행과 기업간의 제한된 범위내에서 상호주식보유에서 찾아야 된다는 시사점을 던져주고 있다고 하겠다.

6) 구체적인 관련법 개정방향은 이원흠(1993)에 잘 정리되어 있다.

참 고 문 헌

今井賢一, 伊丹敬之, 小池和南, 「내부조직의 경제학」, 동양경제신문사, 1982.

奥村宏, 법인자본주의, 「御茶の 水書房」, 1984.

鈴木淑夫 편, 「일본의 금융과 은행」, 동양경제신문사, 1989.

板本恒夫 편, 「기업집단재무론」, 泉文堂, 1990.

奥村宏, 「新.일본의 6大 기업집단」, 다이아몬드社, 1983.

米川伸一, 下川浩一, 山崎廣明 편, 「전후일본경영사」, 동양경제신문사, 1991.

中谷巖, 「기업집단의 경제적 의미와 은행의 역할」, 금융경제, 202, 1983.

法政大學 產業情報센타, 「일본경제의 발전과 기업집단」, 동경대학출판부, 1992.

공정거래위원회 사무국편 , 「일본의 6대 기업집단－조직과 행동」, 동양경제신문사, 1992.

陳泰弘, 은행의 주식보유와 기업의 자금조달, 1992.4, 한국경제연구원, 연구조사자료.

李元欽, 차입경영억제 정책의 재무적 효과, 1993.6, 한국금융학회 1993년도 정기학술대회 발표논문.

Hoshi, Takeo, Anil Kashyap, and David Scharfstein, "The Role of Banks in Reducing the Costs of Financial Distress in Japan" *Journal of Financial Economics,* Vol27, No.1 (September 1990).

_____, _____, and _____, "Corporate Structure, Liquidity, and Investment : Evidence from Japanese Industrial Groups," *Quarterly Journal of Economics* (February 1991).

Jensen, Micheal C., and William H.Mecking, "Theory of the Firm : Managerial Behvior, Agency Costs and Ownership Structure," *Journal of Financial Economics,*. 3 (1976).

Myers & Majulf, "Corporate Financing and investment decisions when firms have information investors do not have," *Journal of Financial Economics,* 13 (1984), 187－222.

Sheard, P., "Main Banks and Internal Capital Markets in Japan," 증권경제 157號, (1986. 9).