

## 머 리 말

기업과 은행과의 정상적 관계속에서 기업이 은행으로부터 안정적으로 저리의 자금을 조달하는 것은 한 나라의 경쟁력을 결정하는 중요한 요인들중의 하나라고 할 수 있다.

그러나 우리나라의 경우 은행 간접금융은 여전히 기업 자금조달의 주요 원천이지만 기업과 은행과의 관계가 금융원리에 충실하지 못한 채 비정상적 상태에 놓여 있어 기업의 성장을 제대로 도와주지 못하고 있다고 하겠다. 기업의 입장에서 신용이 있어도 은행은 접근하기 어려운 대상이어서 자금조달의 어려움을 겪게 되고 은행은 신용배분 실패로 인한 부실채권 과다로 경쟁력을 상실하고 있다고 보여진다.

은행의 주식보유는 이러한 문제를 해결할 수 있는 하나의 방법으로서 생각할 수 있다. 그러나 지금까지 은행의 주식보유의 역할에 대한 체계적인 분석이 별로 없었다.

본 연구는 은행의 주식보유와 경제적 기능을 논의하고 우리나라 은행이 처한 상황에서 은행의 주식보유는 어떠한 여건조성을 통해 유도하는 것이 바람직한가를 체계적으로 분석하여 우리나라 기업과 은행간의 바람직한 관계에 대한 비전을 제시하고 있다는 점에서 큰 의의가 있다고 생각된다.

본 연구를 수행해준 본 연구원의 진태홍 연구위원에 깊은 감사를 드리며 본 보고서의 모든 내용은 필자의 사견이고 본 연구원의 공식견해가 아님을 밝혀둔다.

1992년 10월 일

韓國經濟研究院  
院長 崔 鍾 賢

# 목 차

## 머리말

제1장 서론 .....	1
제2장 은행의 주식보유와 경제적 기능 .....	3
제1절 부채이용의 혜택과 비용 .....	3
제2절 부채의 대리인 문제와 은행의 주식보유 .....	9
제3장 일본과 미국의 경우 .....	17
제1절 일본의 경우 .....	17
제2절 미국의 경우 .....	26
제4장 우리나라의 경우 .....	29
제1절 우리나라 은행의 부실채권과 경쟁력 .....	29
제2절 은행의 주식보유 현황과 관련 규제 .....	32
제3절 은행의 주식보유 활성화를 위한 방향 .....	33
제5장 요약 및 결론 .....	35
참고문헌 .....	37

## 표 목 차

〈표 1〉	6大 기업집단이 일본 경제에 차지하는 비중 .....	17
〈표 2〉	일본의 법인에 대한 주식소유 규제 현황 .....	19
〈표 3〉	6大 기업집단 전체의 주식 상호보유 관련 통계 .....	21
〈표 4〉	6大 기업집단의 기업집단별 상호주식 소유비율 .....	22
〈표 5〉	일본의 주식소유 구조 추이 .....	22
〈표 6〉	금융기관의 주식소유 비율 추이 .....	24
〈표 7〉	20大 주주의 주식소유 분포 .....	24
〈표 8〉	6大 기업집단소속 은행들의 용자 1위 기업에 대한 주식보유 현황 .....	25
〈표 9〉	미국의 주식과 부채의 소유구조 .....	26
〈표 10〉	시중은행 부실채권 규모 추이 .....	30
〈표 11〉	은행 수익률 지표 비교 .....	31
〈표 12〉	은행직원 1인당 예금계좌수 .....	31
〈표 13〉	1점포당 경영규모 비교 .....	31
〈표 14〉	5개 시중은행의 연도별 주식보유 현황 .....	32

## 제1장 서론

기업과 은행과의 정상적 관계속에서 기업이 은행으로부터 안정적으로 저리의 자금을 조달하는 것은 한 나라의 경쟁력을 결정하는 중요한 요인들중의 하나라고 할 수 있다. 주식시장의 발달로 직접금융시장의 비중이 확대되어도 은행은 간접금융 공급자로서의 비교우위를 바탕으로 기업의 중요한 자금조달 원천으로 남아 있게 될 것이기 때문이다.

그러나 우리나라의 경우 은행 간접금융은 여전히 기업자금조달의 주요 원천이지만 기업과 은행과의 관계가 금융원리에 충실하지 못한 채 비정상적 상태에 놓여있어 기업의 성장을 제대로 도와주지 못하고 있다고 하겠다. 기업의 입장에서 신용이 있어도 은행은 접근하기 어려운 대상이어서 자금조달의 어려움을 겪게 되고 은행은 신용배분 실패로 인한 부실채권과다로 경쟁력을 상실하고 있다고 보여진다. 보다 미시적으로 보면 우리나라 기업과 은행은 기업의 부채사용에 따른 대리인 문제를 효율적으로 해결할 수 있는 장치를 갖지 못하고 있다고 하겠다.

은행의 주식보유는 이러한 문제를 해결할 수 있는 하나의 방법으로서 생각할 수 있다. 그러나 지금까지 은행의 주식보유의 역할에 대한 체계적인 분석이 별로 없었다. 따라서 본고의 목적은 은행의 주식보유와 경제적 기능을 논의하고 우리나라 은행이 처한 상황에서 은행의 주식보유는 어떠한 여건조성을 통해 유도하는 것이 바람직한가를 체계적으로 분석하는 것이다. 분석의 순서는 다음과 같다.

2장에서는 기업 부채사용의 비용 측면에서 부채의 대리인 문제를 이론적으로 정의하고 은행의 주식소유가 일정한 조건하에서는 부채의 대리인 문제를

해결하여 은행과 기업과의 관계를 원활하게 할 수 있다는 것을 보인다. 3장에서는 2장에서 논의된 모형에 가장 근사한 현실적 예로서 일본에서의 은행과 기업과의 관계를 제도적 측면과 통계를 통하여 상세히 소개하고 미국의 경우와 간단히 비교한다. 4장에서는 우리나라 은행의 주식보유에 관련된 문제들을 논의한다. 5장에서는 간단한 결론이 있겠다.

## 제2장 은행의 주식보유와 경제적 기능

### 제1절 부채이용의 혜택과 비용

금융시장이 완전한 상태에서는 기업의 타인자본 사용이 기업가치 증대에 아무런 영향을 미치지 못한다는 것은 잘 알려진 재무이론들중의 하나이다. 자금조달 시장에 마찰(friction)이 없을 경우에는 기업의 자금조달 방법과는 상관없이 기업의 생산활동만이 기업의 시장가치에 영향을 미친다는 것이다.

그러나 현실적으로 금융시장에는 여러가지 불완전성이 있게 마련이고 기업의 타인자본 이용정도는 기업의 시장가치에 영향을 미치고 있다. 기업이 속한 업종, 기업의 크기, 그리고 기업의 자산구성 등이 기업의 타인자본 이용정도에 영향을 미치고 있는 것<sup>1)</sup>만 보더라도 기업의 타인자본 이용정도가 기업 재무활동상의 중요한 요소가 된다는 것을 알 수 있다.

기업이 자기자본보다 타인자본으로 자금을 조달하는 것을 선호하게 만드는 가장 큰 금융시장의 불완전성은 부채이자 손비로 인정된다는 세법상의 제도라고 할 수 있다. 다른 조건이 동일하다면 기업은 전체자금을 타인자본으로 조달하는 것이 가장 유리할 것이다.<sup>2)</sup> 그러나 소요자금을 100% 타인자본에 의존하는 기업은 현실적으로 별로 없다. 기업이 세법상의 제도를 이용하여 법인세 감세(tax shield)를 목적으로 타인자본을 증가시키면 일정수준 이

---

1) 미국의 경우와 관련된 주요 실증연구는 Titman and Wessels(1986), Friend and Hasbrouk(1986) 등이다.

2) Modigliani or Miller는 그들의 1963년 논문 "Corporate Income Taxes and the cost of capital: A correction"에서 이 점을 처음으로 지적하였다.

상의 부채수준에서는 다른 비용이 발생하기 때문이다. 따라서 기업은 기업이 처한 입장에 따라서 법인세 감세라는 부채사용상의 이점과 부채가 증가함으로써 발생하는 비용을 비교하여 나름대로의 최적 타인자본 규모를 결정한다고 볼 수 있다.

기업의 부채사용에 대한 이상의 개념적 이해를 바탕으로 기업이 부채를 과다하게 사용할 경우 어떠한 비용들이 발생하는가를 구체적으로 살펴보기로 하자.

#### 1. 재무압박비용(cost of financial distress)

기업이 부채를 과다하게 사용하면 우선 부채를 정해진 시간내에 상환하지 못하여 부도위기에 직면하거나 궁극적으로 파산하게 될 가능성이 높아지게 된다. 이러한 가능성에서 잠재적으로 생길 수 있는 모든 비용을 재무압박비용(cost of financial distress)이라고 부를 수 있는데 재무압박비용의 상당부분은 파산(bankruptcy) 자체에서 발생하기보다는 재무압박이 기업의 정상적인 활동을 방해하여 발생한다고 볼 수 있다. 왜냐하면 기업이 자금압박을 받아 파산까지 가게 되었을 때 파산 자체에서 발생하는 비용이 생각보다 크지 않기 때문인데, 미국에서의 연구결과에 의하면 파산에 따라 기업이 부담하는 직접비용은 기업 시장가치의 약 3% 정도에 불과한 것으로 알려져 있다.<sup>3)</sup>

따라서 재무압박비용의 상당부분은 재무압박으로 자금조달에 어려움을 겪거나 정상적인 제품의 생산과 판매에 차질이 생겨서 기업경영의 효율성이 감

---

3) J.B.Warner, "Bankruptcy costs : some evidence," *Journal of Finance*, 32 (May 1977), pp.337~348. 또한 Haugen과 Senbet도 "The insignificance of bankruptcy costs to the theory of optimal capital structure," *Journal of Finance*(1978), pp.383~93에서 파산비용 자체는 기업의 부채비율을 결정하는 데 중요한 요인이 될 수 없다고 주장하였다.

소하는 데서 발생한다고 보아야 할 것이다. 또한 이러한 경영효율성 측면에서의 재무압박비용은 기업이 가지고 있는 부채가 광범위하게 분산되어 있을 경우에 더욱더 커질 수 있다. 기업의 부채가 광범위하게 분산되어 있으면 기업이 재무적으로 곤경에 빠질 경우 특정의 채권자가 기업의 채무상환을 잠정적으로 중지하거나 연기시켜 기업을 곤경에서 구하려고 하는 유인(incentive)을 갖지 못하게 된다.

왜냐하면 기업의 채무상환을 유예함으로써 기업이 곤경에서 벗어날 가능성이 있다 하더라도 특정의 채권자 입장에서는 혼자만이 비용을 부담하고 비용 부담에 대한 대가는 나머지 다른 채권자들에게 분산되기 때문이다. 다시 말하면 기업의 부채가 분산되어 있으면 무임승차문제(free rider problem)가 기업의 채권자들 사이에 발생하여 장기적으로 보아 성장가능성이 있는 기업이 일시적인 자금난에서 회복되지 못할 가능성이 커지게 된다. 또한 부채가 분산되어 있는 기업의 채권자들은 평소에 기업의 내부사정에 대한 정보를 충분히 갖고 있지 않기 때문에 일단 기업이 부도위험에 빠졌을 때 원리금 삭감, 상환 유예 그리고 추가자금의 공급 등을 통하여 기업을 일단 곤경에서 벗어나게 하는 것이 장기적으로 기업을 발전시킬 수 있는 것인지를 판단할 수 없어 성장가능성이 있는 기업이 희생될 가능성이 있다.

한편 기업이 자금난에 빠지면 기업이 생산하는 제품과 관련을 갖고 있는 납품업자나 소비자들도 기업경영에 영향을 미친다. 예를 들어 납품업자는 어음결제를 거부하고 장기거래를 기피하게 되고 소비자는 제품을 예전보다 덜 신뢰하게 되어 결과적으로 기업은 불리한 여건속에서 제품을 생산하게 된다.

## 2. 부채의 대리인 비용

기업이 타인자본을 일정 수준 이상 이용하면 재무압박 측면에서 비용을 발생시키는 것 외에 대리인 비용(agency cost)을 발생시켜 타인자본 이용에 한



계를 갖게 된다. 부채의 대리인 비용(agency cost of risky debt)이란 기업이 타인 자본을 이용할 경우 주주와 채권자 사이에 이해관계의 갈등(conflict of interest)이 생겨 투자에 관련된 기업의 의사결정이 최적상태에서 벗어남으로써 발생하는 비용을 말한다.

극단적으로 보았을 때 타인자본을 이용하고 있는 기업의 주주는 기업이 가지고 있는 자산을 채권자의 이익에 반하여 주주에게 모두 배당형식으로 나누어 주고 싶은 유인이 항상 있는 것이다.<sup>4)</sup> 보다 현실적인 경우로서 전체 자금 조달액중에서 타인자본이 차지하는 비중이 일정수준을 넘어서고 있는 경우를 생각해 보자. 기대수익률이 같고 위험만이 다른 두가지 투자안들 중에서 하나를 선택하는 경우 기업전체의 입장에서는 당연히 위험이 적은 투자안을 선택해야 될 것이다. 그러나 기업이 주주의 이익을 극대화하는 방향으로 운영되는 경우에는 위험이 더 큰 투자안을 선택하는 경우가 생길 수 있다. 주주가 위험이 더 큰 투자안을 선택함으로써 결과적으로 채권자의 부가 주주에게 이전되고 기업전체의 입장에서는 투자결정이 왜곡된다. 채권자가 합리적인 기대에 따라 행동한다면 주주의 이러한 유인(risk shifting incentive)을 알아차리고 자기가 공급하는 자금에 대하여 비싼 가격을 요구하게 된 것이다.

다음에 현재의 투자안보다는 미래의 투자기회가 많은 기업을 생각해 보자. 연구개발 투자를 통하여 성장하는 기업이 좋은 예가 될 것이다. 앞에서와 마찬가지로 이러한 기업이 자금조달의 상당부분을 타인자본에 의존하게 되면 전체기업의 입장에서 투자수익이 보장되는 투자안, 다시 말해서 투자안의 순현재가가 正의 값을 갖는 투자안이 포기될 수 있어 기업가치 하락이라는 기회비용이 발생하게 된다. 왜냐하면 주주의 이익만을 생각하면 투자안의 순현재가가 正값은 가져도 타인자본의 원리금 이상이 되지 못하면 투자안을 집행할

---

4) 기업의 명성(reputation)은 고려하지 않은 두기간(two-period)모형에서의 의사결정 문제에서 이와 같은 경우가 가능할 수 있다.

유인이 없어지게 되기 때문이다.<sup>5)</sup>

앞의 예에서 본 바와 같이 기업이 타인자본으로 자금을 조달하게 되면 기업의 투자결정이 최선의 결정으로부터 벗어나게 되어 결국 비용을 발생시킨다. 이러한 비용을 타인자본의 대리인 비용(agency cost of risky debt)이라고 한다. 주주와 채권자 사이의 이해갈등으로 인한 이러한 부채의 대리인 비용은 기업이 재무압박을 받을 때 더욱 심하게 나타나기 때문에 재무압박비용과 부채의 대리인 비용은 부분적으로 상호 연관되는 개념이라고 하겠다. 투자결정의 왜곡을 가져오는 두가지 경우외에도 회사가 재무압박을 심하게 받게 되면 주주는 회사를 재무압박에서 구하기보다는 현금배당을 통하여 주주의 이익만을 극대화시키려는 유인을 갖게 될 수 있다. 현금인출로 인한 회사가치의 하락이 채권자에게 일부 전가될 수 있기 때문이다.

지금까지 살펴본 바와 같이 다른 조건이 동일하다면 재무압박과 대리인문제에 의한 비용 발생으로 기업이 타인자본 이용을 늘리면 조달비용이 증가하고 조달규모 자체도 일정한 한계를 갖게 된다. 따라서 기업이 타인자본 이용을 안정적으로 증가시키기 위해서는 재무압박과 대리인 문제에서 발생하는 비용을 최소화시키는 방안을 자발적으로 고안하여 채권자로 하여금 그 효과를 인식하도록 해야 할 것이다.

주주의 입장에서 이러한 문제를 해결하기 위한 방법들 중의 하나는 채권자로 하여금 기업의 주요 의사결정에 반대할 수 있는 권한을 계약상에 명시하는 것이다. 주주에 대한 배당과 추가 차입금에 대한 한도를 두거나 회사가 가지고 있는 특정자산은 채권자의 동의 없이는 팔 수 없게 하는 것이 좋은 예들이 될 것이다. 이러한 방법들은 주주가 타인자본을 조달한 후에 타인자본의 시장가치를 감소시킬 수 있는 행동을 하려고 해도 주주의 이익을 증가

---

5) 이 경우에도 두기간(two-period) 모형에서 주주가 명성을 고려하지 않는다고 가정하면 문제가 더욱 분명해질 수 있다.

시키지 못한다는 것을 채권자에게 보여주기 위한 것이며 채권자들이 기업의 이러한 의도를 합리적으로 받아들이면 기업은 유리한 조건으로 부채의 이용을 증가시킬 수 있을 것이다.

그러나 이와 같이 채무계약을 정교하게 하여 보다 유리한 조건으로 타인자본을 이용하는 것도 비용을 발생시킨다는 점에서 부채사용에 따른 문제를 완전히 해결할 수는 없다. 복잡한 계약은 단순계약보다 협상하는 데 어려움이 있고 주주가 채무계약상의 채권자 보호조항을 이행하는가를 채권자가 사후적으로 감시해야 하기 때문에 채권자는 사전적으로 이러한 비용을 보상하기 위하여 높은 이자율을 요구하게 된다. 또한 채권자 보호조항에 흔히 등장하는 투자 제한조항은 선의의 주주가 내리는 투자결정에 지장을 줄 수가 있고, 투자결정을 내리기 전에 채권자의 동의를 받아야 함으로써 생기는 절차상의 번거로움은 불필요한 비용을 발생시킨다. 그리고 위험이 큰 투자를 사전적으로 못하게 하면 회사전체에 이익을 가져다 주는 투자안 자체가 거부될 수 있어 궁극적으로 회사의 시장가치를 떨어뜨릴 수 있다. 따라서 기업의 부채사용이 증가함에 따라 발생하는 비용과 이에 따른 부채사용의 한계를 극복하기 위해서는 부채사용에 따른 복잡한 계약의 작성만으로는 충분하지 못하다. 아무리 복잡한 채무계약도 주주와 채권자 사이에서 발생할 수 있는 모든 경우들을 포괄할 수가 없고 어느 정도 포괄할 수 있다 하더라도 계약을 실제로 이행하는 데는 비용이 많이 발생하기 때문이다.

기업의 타인자본 사용을 은행을 통한 간접금융에 국한시켜 보면 은행과 기업이 부채의 대리인 비용(agency cost of risky debt)를 최소화하여 기업의 자금조달 비용을 낮출 수 있을 때 은행과 기업이 바람직한 관계를 유지할 수 있다고 볼 수 있다. 특정 기업의 입장에서 타인자본을 이용할 경우 부채의 대리인 문제를 해결할 수 있는 독창적인 채무계약을 고안할 수 있다면 다른 기업에 비해 타인자본 이용비율을 증가시킬 수 있다. 한편 기업과 은행을 둘러싼 제도가 부채의 대리인 문제를 해결하는 데 유리하도록 되어 있다면 특

정국가에서는 타인자본 이용비율이 다른 나라에 비해 높을 수 있다. 이러한 관점에서 다음에는 기업이 은행으로부터 타인자본을 이용하는 입장에서 부채의 대리인 문제의 본질을 자세히 분석하고자 한다.

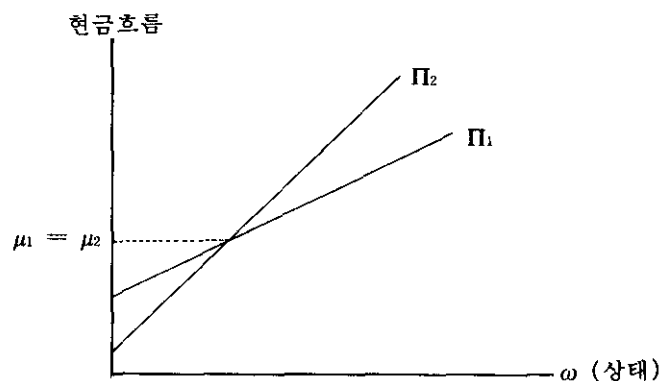
### 제2절 부채의 대리인 문제와 은행의 주식보유

부채사용에 따른 대리인 문제의 성격을 구체적으로 보기 위해서는 기업이 두가지 투자안들 중에서 하나만을 선택해야 하는 경우를 분석할 필요가 있다.  $I_1$ 와  $I_2$ 를 각각의 투자안에 소요되는 투자금액이라고 하고  $\Pi_1$ 과  $\Pi_2$ 는 각각 투자로부터 생기는 순현금 흐름을 내는 확률변수라고 하자. 분석의 편의상  $\Pi_1$ ,  $\Pi_2$ 는 0보다 큰 값을 갖는 확률변수라고 가정하고 투자안 2가 Rothschild-Stiglitz가 내린 정의 아래서 투자안 1보다 위험하다고 하자. 즉,

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

다시 말해서  $\Pi_2$ 는  $\Pi_1$ 의 mean preserving spread가 되어  $\mu_2 = E\Pi_2 = E\Pi_1 = \mu_1$ 이고  $\Pi_2$ 는  $\Pi_1$ 보다 분포상 <그림 1>과 같이 양끝에 더 많은 비중을 두게 된다.

<그림 1>



이러한 상황 아래서 기업이 타인자본을 과다하게 사용하면 채권자의 부가 주주에게 이전되고 기업의 가치가 하락 한다는 것을 보여주기 위해서는, 첫째 기업이 자기 자본만을 가지고 투자안을 수행할 경우에는 위험이 덜한 투자안 1을 선택하는 것이 주식의 시장가치로 나타나는 주주의 부를 극대화한다는 것과, 둘째 기업이 부채를 충분히 과다하게 갖고 있을 때는 기업의 전체 시장가치가 하락함에도 불구하고 주주의 부를 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 시장가치를  $S_2$ 라고 하고  $S_1$ 와  $S_2$ 중 어느 것이 더 큰가를 보도록 하자. 완성시장(complete market)을 가정하면 투자에서의 불확실한 현금 흐름은 다음과 같이 현재의 시장가치로 환산될 수 있다. 분석의 편의상 상태(status)의 배열은 현금흐름이 작은 것에서부터 되어 있다고 하자.

$$S_1 = \sum \Omega P(\omega) \Pi_1(\omega)$$

$$S_2 = \sum \Omega P(\omega) \Pi_2(\omega)$$

따라서  $S_1$ 과  $S_2$ 의 차이는 다음과 같이 나타낼 수 있다.

$$\begin{aligned} S_1 - S_2 &= \sum \Omega P(\omega) [\Pi_1(\omega) - \Pi_2(\omega)] \\ &= \sum \Omega K(\omega) [\Pi_1(\omega) - \Pi_2(\omega)] \Phi(\omega) \end{aligned}$$

여기서  $P(\omega)$ 는  $\omega$ 라는 상태가 일어나면 1원을 지불하고 그밖의 상태에서는 돈을 지불하지 않는 주식(arrow-debrew security)의 가격이다. 또한  $\Phi(\omega)$ 는  $\omega$ 라는 상태가 일어날 확률을 말하고  $K(\omega) = P(\omega) / \Phi(\omega)$ 는  $\omega$ 라는 상태가 실현됐을 때 화폐 한 단위의 가격을 나타낸다. 여기서  $K(\omega)$ 는  $\omega$ 가 증가함에

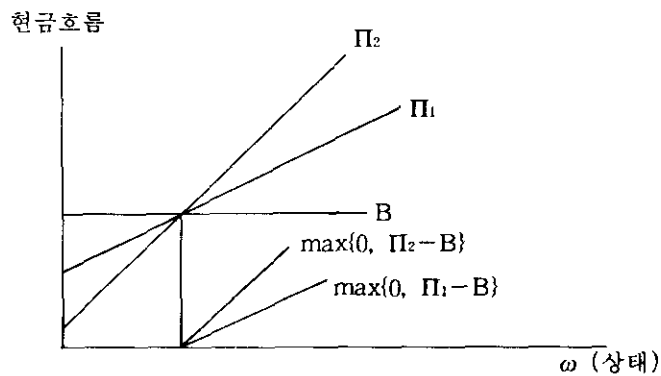
따라서 감소하는 것에 주목할 필요가 있다. 상태변수  $\omega$ 가 크면 투자의 순 현금 흐름이 크고 경제전체의 부(wealth)도 커지기 때문에 경제전체의 부가 큰 상태가 실현됐다는 전제하에서 화폐 한단위의 가치는 감소한다고 볼 수 있다. 투자안 2가 투자안 1보다 위험하다는 것을 나타내는 식을 대입하면 다음과 같이 된다.

$$\begin{aligned}
 S_1 - S_2 &= \sum \Omega K(\omega) [\Pi_1(\omega) - \theta \Pi_1(\omega) - (1-\theta)E\Pi_1] \Phi(\omega) \\
 &= \sum \Omega K(\omega) (1-\theta) [\Pi_1(\omega) - E\Pi_1] \Phi(\omega) \\
 &= (1-\theta)EK(E\Pi_1 - E\Pi_1) + (1-\theta)COV(K, \Pi_1) \\
 &= (1-\theta)COV(K, \Pi_1) > 0
 \end{aligned}$$

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  $\text{Max}[0, \Pi_2 - B] \geq \text{Max}[0, \Pi_1 - B]$ 이 충분히 큰 B값에 대해서 성립하는 것을 보이면 되는데 <그림 2>로 간단히 나타낼 수 있다.

<그림 2>



〈그림 2〉에서 보면 회사가 부채를 B만큼 갖고 있으면 투자를 수행한 후에 주주에게 돌아오는 순현금 흐름이 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 기업 투자결정의 왜곡문제를 은행의 입장에서 부실 여신문제의 일부를 보면 담보설정(collateral)과 지급보증 같은 해결방법이 있을 수 있으나 여기서는 담보설정과 지급보증이 투자결정 왜곡문제를 해결하는 데 충분하지 못하다고 가정한다<sup>6)</sup>(은행차입이 담보나 지급보증 없이 신용으로만 이루어지는 경우를 생각해도 된다.). 또한 회사채의 경우와 달리 은행부채에는 전환권이나 신주인수권을 함께 포함시킬 수 없다고 가정한다.<sup>7)</sup> 이러한 경우 문제를 해결할 수 있는 한가지 방법은 기업에 부채를 제공하는 모든 은행들이 기업의 부채와 주식을 같은 비율로 동

6) 우리나라의 경우 기업이 부동산 등의 담보제공 없이 은행으로부터 대출을 받기가 일반적으로 어려우며 우량 대기업의 신용대출의 경우에도 법인지급보증을 요구받고 있지만 은행의 부실채권이 여전히 심각하다는 사실은 지급보증과 같은 방법이 투자결정 왜곡 문제를 해결하는 데 충분하지 못하다는 것을 말해 준다고 하겠다.

7) 은행이 기업에 대해서 신규로 여신을 제공할 때 주식전환과 같은 옵션(option)을 자율적으로 계약상에 포함시킬 수 있다면 문제해결에 도움이 되는 분명하다. 그러나 본고의 초점은 신규여신이 아니라 기업이 이미 갖고 있는 은행 부채로 인한 문제이다.

시에 소유하는 것이다. 여기서 같은 비율로 동시에 소유한다는 것은 특정한 행이 동일기업의 부채와 주식을 동시에 소유하고 있고 은행 소유 부채가 기업의 전체부채에서 차지하는 비율과 은행 소유주식이 기업의 전체 자기자본에서 차지하는 비율이 같아야 된다는 것을 말한다. 이러한 경우 기업이 은행으로부터 부채를 사용함으로써 발생하는 대리인 문제와 투자결정 왜곡문제는 해결될 수 있다. 앞에서 정의한 부채의 대리인 문제로부터 이 방법이 어떻게 문제가 해결될 수 있는가를 보도록 하자.

위험이 더 큰 투자안 2를 선택할 경우 주식의 시장가치는

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

로 표시되고 부채의 시장가치는

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

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

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

로 표시되고 부채의 시장가치는

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

로 표시된다.

앞에서 본 바와 같이 주주의 입장만이 고려되면  $S_2 > S_1$  이어서 부의 이전 (wealth transfer) 및 투자결정의 왜곡문제가 발생하나, 모든 은행들이 주식



과 채권을 같은 비율로 동시에 소유하게 되면 특정 은행의 부는 투자안 2를 선택하면

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

이 되고 투자안 1을 선택하면

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

이 된다. 여기서  $\alpha$ 는 특정 은행이 소유하는 부채와 주식의 비율이다. 앞에서

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

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 은행이외의 기업의 대주주 존재를 배제하고 있는 것이기 때문에 현실적으로는 충족되기 어렵다고 하겠다. 보다 현실적으로 기업에 은행이외의 대주주들이 존재하고 있는 상황에서 기업의 타인자본의 일부분이 은행에 의하여 조달되는 경우를 보도록 하자.

이 경우 기업과 특정 은행과의 관계에서 부채의 대리인 문제가 해결되기 위해서는, 첫째 앞서서와 마찬가지로 해당 은행의 여신이 기업의 전체부채에서 차지하는 비율과 은행이 소유한 기업주식이 기업의 전체 자기자본에서 차

지하는 비율이 같아야 하고, 둘째 은행의 기업주식 소유가 기업의 주요 투자 의사결정에 실질적인 영향을 미칠 수 있는 정도가 되어야 한다. 여기서 주목해야 될 것은 은행이 대주주들중의 하나로서 기업의 투자 의사결정에 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 기업가치 하락 문제는 은행이 부채제공자임과 동시에 실질적인 대주주 역할을 하지 않으면 여전히 남아있게 될 것이고 개인 대주주의 지분이 크면 클수록 은행의 주식보유 효과는 미비해 질 것이다

$\alpha$ 를 은행이 소유하고 있는 주식 및 부채소유 비율이라고 하고 나머지 주식 지분은 1인 대주주가 소유하고 있다고 가정하자.  $\alpha$ 가 충분히 작아서 기업의 투자 의사결정을 개인 대주주가 한다면 개인 대주주의 입장에서는 위험한 투자안 2를 선택함으로써 얻는 부의 이전이 은행이 주식을 소유하고 있지 않을 때 보다 줄어들었지만  $\alpha$ 가 충분히 작으면 위험이 더 큰 투자안을 선택할 유인이 계속 남아있게 된다는 것이다. 즉, 대주주 지분을  $\beta$ 라 하면

$$\beta = 1 - \alpha$$

가 되고

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

이 충분히 큰 값이기 때문에 은행의 주식소유에 의한 부의 이전에 대한 헷징(hedging)효과에도 불구하고 기업은 위험이 더 큰 투자안을 선택하게 된다.

물론  $\alpha$ 가 충분히 크다면  $\beta$ 가 작으면  $K$ 가 0보다는 큰 값이지만 크기가 작아지기 때문에 위험이 더 큰 투자안을 선택할 유인이 줄어들어 은행과의 관계에서 대리인 문제도 완화될 수 있다.

지금까지의 분석에서 간과하지 말아야 할 것은 분석의 밑바탕에는 은행의 자율성 혹은 대출 심사능력이 묵시적으로 가정되었다는 것이다. 위에서 제시된 조건들을 완벽하게 충족시키고 있는 경우는 현실적으로 찾아보기 어렵지만 일본과 미국만을 보면 일본의 경우는 주어진 조건들에 비교적 가깝고 미국의 경우는 괴리되어 있다고 하겠다. 따라서 다음에는 은행의 주식보유에 관련한 일본과 미국의 현황을 간단히 살펴보겠다.

## 제3장 일본과 미국의 경우

### 제1절 일본의 경우

일본에서의 은행의 주식보유는 일본 기업집단 소속 기업들 사이의 주식 상호보유의 한 부분으로 이해될 수 있다. 일본 기업집단은 6大 기업집단과 40여개의 독립계 기업집단으로 크게 분류할 수 있으나 6大 기업집단이 경제전체에서 차지하는 비중이 상대적으로 크고 은행을 중심으로한 주식의 상호보유도 전형적으로 나타나고 있기 때문에 6大 기업집단을 중심으로 은행의 주식보유를 보도록 한다.

〈표 1〉 6大 기업집단이 일본 경제에 차지하는 비중

(%)

	종업원	총자산	자본금	매출액	순이익
1986	4.41	13.73	14.36	14.23	12.44
1987	4.14	12.96	15.00	14.35	11.88
1988	3.95	12.84	15.54	13.62	12.27
1989	4.00	13.52	17.24	16.17	14.00
1990	4.05	15.03	17.35	15.16	15.13

자료 : 일본 동양경제신문사, 「기업계열총람」, 1992.

제일 먼저 주목할 것은 각 기업집단마다 주거래은행을 포함한 기업집단 소속 은행들이 있어 기업집단에 소속된 기업들은 은행들을 통해서 상당부분의 자금을 조달하고 있고 이들 은행들은 기업집단 소속 거래기업들의 주식을 상

호출자 형태로 상당 부분 소유하고 있어 은행들이 거래기업의 채권자인 동시에 대주주 역할을 하고 있는 것이다. 또한 기업집단 소속 은행들이 거래기업에 임원을 파견하는 것도 기업집단내의 기업과 은행의 주식보유에 관련된 중요한 특징이다.

다음에는 이러한 일본에서의 은행과 기업과의 관계를 가능하게 한 제도의 현황과 변천과정을 간단히 살펴본 다음 일본은행의 주식소유 및 용자관계를 관련통계를 중심으로 본다.

일본에서 은행의 주식소유를 직접 규제하는 법은 日本 독점금지법 11조의 금융 회사의 주식보유 조항이지만 은행의 주식보유가 기업집단 소속 기업들의 광범위한 주식 상호보유를 배경으로 이루어지고 있다는 점을 감안하면 주식의 상호보유에 관한 상법조항과 법인의 주식보유에 관한 독점금지법 조항들도 간접적으로 영향을 미치고 있다고 볼 수 있다.

우선 주식의 상호보유규제 측면에서 보면 <표 2>에서 알 수 있듯이 상법상에서 자회사가 자기주식의 과반수 이상을 소유하고 있는 모회사의 주식을 소유하는 것이 금지되는 것을 제외하면 25% 범위내에서 주식의 상호보유가 허용되고 독점금지법에서도 일정 거래분야의 경쟁을 실질적으로 제한하는 경우 외에는 법인의 주식보유가 허용되어 기업집단내의 기업들간 따라서 기업과 은행간의 광범위한 주식의 상호보유를 가능하게 하고 있다.

은행과 기업간의 주식의 상호보유가 가능하지만 은행의 기업주식 소유는 독점금지법 11조에 의하여 일정한 제한이 가해진다. 즉, 금융업을 영위하는 회사는 일본내의 회사주식을 그 발행 총주식의 5%(보험업은 10%)를 초과하여 보유하지 못하게 되어 있다. 이 규정은 1977년 독점금지법이 3차로 개정되기전까지는 10%였으나 법개정으로 강화된 것이다.

금융기관의 기업지배를 방지한다는 취지에서 5% 소유제한이 있지만 실질적으로 일본의 은행은 소유제한 범위내에서도 기업의 의사결정에 영향을 미치고 있는데 이것은 주식의 상호보유에 의한 광범위한 주식소유 분산 때문이라

<표 2>

일본의 법인에 대한 주식소유 규제 현황

규제법	조 항	규제대상	규 제 내 용	비 고
상 법	제211조의 2	주식의 상호소유	자회사에 의한 모회사(과반수이상 출자회사) 주식소유금지	1981년 상법개정시 신설
	제1항 제241조 제3항	·	상호출자 관계에 있는 2회사중 일방이 타방의 주식을 25% 초과소유시 그 타방 소유주식엔 의결권이 없음.	·
	제211조의 2 제2항	·	지분보유가 50%를 초과하면, 피보유 회사는 보유회사주식을 처분해야 함.	·
독 점 금지법	제9조	지주회사	지주회사의 설립금지 (지주회사란 주식소유에 의거 국내회사의 사업활동 지배를 주된 사업으로 하는 회사를 말함.)	1947년의 독점금지법이 현재까지 그대로 존속
	제9조의 2	대규모 사업회사의 주식보유 총액	비금융 회사로 자본금 100억엔 이상 또는 순자산액 300억엔 이상인 회사는 그 자기 자본 또는 순자산액중 많은 금액을 초과하는 주식소유(취득가액기준)금지	독점금지법 3차 개정시(1977년) 신설
	제10조	회사의 주식보유	일정거래 분야의 경쟁을 실질적으로 제한하는 경우엔 국내회사주식 소유불가 또한 불공정한 거래방법에 의한 국내회사주식 소유불가	1947년의 독점금지법 : 국내회사 주식의 원칙적 소유금지 1차개정(1949) : 경쟁회사의 주식 소유금지 2차 개정(1953년) : 현 내용대로 개정
제11조	금융회사의 주식보유	금융업을 영위하는 회사는 국내회사의 주식을 그 발행주식 총수의 100분의 5(보험회사는 100분의 10)를 초과하여 소유할 수 없음.	1947년의 독점금지법 : 보험회사도 5% 이하로 제한 2차개정 : 10%로 확대 3차개정(1977년) : 5%로 다시 강화	

고 할 수 있다. 이 점을 보다 잘 이해하기 위해서는 우선 2차대전 이후 일본 기업들이 전전의 재벌과는 다른 형태로 기업집단화되는 과정에서 일본기업의 소유 지배구조가 어떻게 변했는가를 살펴보아야 할 것이다.

2차대전 이전 일본기업의 주식소유는 재벌가족이 재벌본사의 주식을 대부분 소유하고 재벌본사는 지주회사로서 은행이나 사업법인들의 주식을 소유하는 피라미드 형태로 사실상 재벌가족이 산하기업들을 지배하였다. 이러한 재벌가족에 의한 기업의 소유지배는 2차대전 직후 미국 점령군에 의한 재벌해체로 더이상 불가능하게 되었다. 재벌가족으로부터 몰수된 주식들은 일단 일반투자자들에게 분산·소유되도록 방출되었으나 결과적으로는 법인기업이나 금융기관에 주식의 소유가 집중되었다. 법인기업과 금융기관에의 주식소유 집중은 재벌해체 후의 일본기업들이 기업집단화 혹은 계열화되는 것을 촉진시켰다. 기업집단화는 재벌해체에 의하여 흩어져 있던 재벌산하 기업들이 전전의 재벌형태가 아니라 소속법인들간의 주식 상호보유에 의한 횡적인 결합관계로 다시 재편성되는 것을 말하고, 계열화는 기업집단내의 대기업 혹은 기업집단에 속하지 않는 독립계 기업이 주식소유를 통하여 산하에 많은 기업을 수직적으로 거느리게 되는 것을 말한다. 법인간의 주식의 상호보유를 가속화시킨 것은 자본자유화에 대비한 일본기업의 안정주주 공작이었다.

안정주주 공작이란 일본기업이 일본의 자본자유화에 따라 외국자본에 의하여 자기 기업이 매수 당하는 것을 방지하기 위하여 적극적인 경영권 안정정책 차원에서 일본기업들의 주식소유를 안정주주에게 집중시키는 것을 말한다. 여기서 안정주주란 동일한 기업집단이나 계열에 속하는 기업이나 금융기관 또는 밀접한 거래관계에 있는 기업들을 말한다. 안정주주에 대한 주식소유 이전과정을 보면 우선 일본이 증권공황을 겪었을 때 일본공동증권과 증권보유조합이 보유하고 있었던 소위 동결주식들이 안정주주들에게 인수되었고 유통시장에 거래되는 주식들은 발행회사가 매집하여 안정주주에게 인수하도록 하거나 유상증자시에 안정주주에게 우선적으로 신주를 할당하게 하였다.

안정주주들은 발행회사와 동일한 기업집단, 계열 혹은 거래관계에 있다는 성격 때문에 발행회사와의 합의 없이는 취득한 주식들을 팔지 않았고 따라서 안정주주들이 특정기업 주식의 상당부분을 보유하게 되면 외부로부터의 주식매집에 의한 그 기업의 인수합병은 사실상 불가능하게 되어 외국인이 일본기업을 인수하는 것은 거의 불가능했다.

따라서 자본자유화에 대비한 일본기업들의 안정주주 공작은 그 자체로서도 상당한 효과를 거두었지만 넓게 보면 재벌해체 이후 일본기업이 기업을 안정적으로 경영하기 위해서 나름대로 독특하게 만들어 낸 기업집단 혹은 계열이라는 시스템을 완성시키는 데 커다란 기여를 한 것이다. 기업집단 혹은 계열 내의 법인간의 주식 상호보유는 구매, 생산, 판매, 기술개발 등과 같은 개별기업의 경영활동의 여러 측면에서 장점이 있는 것으로 지적되지만, 기업집단 내 특정기업의 주식소유를 다른 법인들 사이에 광범위하게 분산시켜 대기업의 소유와 지배측면에서 보면 소수의 개인대주주가 주식을 소유함으로써 기업을 지배하는 것을 거의 불가능하게 하여 일본사회에서 대기업이 안정적으로 성장하는 데 필요한 틀을 마련한 것으로 보인다. 일본 6대기업의 주식 상호보유에 대한 다음 통계는 법인의 주식상호소유에 의한 소유분산을 보다 구체적으로 나타내고 있다.

〈표 3〉 6大 기업집단 전체의 주식 상호보유 관련 통계

(%)

항 목 \ 연 도	1983	1989
평균 주식소유 비율	1.78	1.52
평균 상호 주식소유 비율	25.47	22.65
평균 주식소유관계 빈도	50.64	53.81

자료 : 일본동양경제신문사, 「기업계열총람」, 1992.



〈표 4〉 6大 기업집단의 기업집단별 상호주식 소유비율

(%)

연도 \ 기업집단	三井	住友	三菱	芙蓉	三和	一勸
1986	17.10	24.22	27.8	15.61	16.47	12.49
1990	16.54	24.06	26.9	15.44	16.40	12.06

자료 : 上掲書

〈표 5〉 일본의 주식소유 구조 추이

(%)

연도	정부·지방 공공단체	금융기관 (투신제외)	투자 신탁	증권 회사	사업 법인등	개인	외국인 (법인개인)
1986	0.9	34.4	7.1	2.5	24.5	23.9	4.7
1987	0.8	36.2	8.4	2.5	24.9	23.6	3.6
1988	0.7	35.7	9.9	2.5	24.9	22.4	4.0
1989	0.7	35.7	10.3	2.0	24.8	22.6	3.9
1990	0.6	35.4	9.8	1.7	25.2	23.1	4.2

자료 : 동경증권거래소, 「증권」

〈표 3〉에서 평균 주식소유 비율이란 기업집단 소속 기업이 동일 기업집단의 여러 다른 기업들의 주식을 소유하는 경우 주식 소유비율을 평균한 것이고, 평균 주식소유 관계 빈도는 기업집단의 어느 한 기업이 주식을 소유하고 있는 동일 기업집단내의 다른 기업들의 수가 기업집단 소속 기업들의 전체 갯수에서 차지하는 비율의 평균이다.

우선, 6大 기업집단 전체의 평균 상호 주식소유 비율이 25%에 이르고 있는 것은 6대 기업집단의 어느 기업이나 그 경영권이 기업집단내의 다른 기업들의 연합에 의하여 실질적으로 좌우될 수 있다는 것을 의미한다고 하겠다. 〈표 5〉에서 보듯이 일본의 주식소유 구조상 개인에 의한 주식소유가 90년도 말 현재 23%에 불과하여 금융기관을 포함한 법인소유에 비해 상대적으로 적고

개인이 대주주인 경우에도 주식소유가 미미하여 개인이 주식소유를 근거로 회사를 지배하는 경우가 일본에서는 별로 없기 때문이다. 또한 경영권 행사의 주요 측면이 임원의 선임이고 임원의 선임은 일본의 상법상 발행주식수 1/3에 해당하는 주주의 참석과 참석주주의 과반수 이상의 찬성으로 이루어질 수 있으므로 발행주식수의 1/6이상을 지배하면 특정회사의 경영권에 실질적 영향을 행사한다고 보면 25%의 주식보유는 회사를 지배하기에 충분한 숫자라고 하겠다.

따라서 은행의 거래기업에 대한 영향도 은행을 거래기업의 경영권을 좌우하는 법인연합의 한 구성원으로서 볼 때 이해가 될 수 있다. <표 3>에서 평균 주식소유 비율이 1.52%라는 것은 주식 보유한도 5%에도 불구하고 은행이 주식보유를 통하여 거래기업의 경영권에 실질적 영향을 미칠 수 있다는 것을 보여준다고 하겠다. 보유한도의 취지대로 은행이 주식보유를 통하여 거래기업의 경영권에 절대적 영향력을 행사할 수는 없지만 5%의 한도내에서도 다른 법인들과의 연합으로 거래기업의 경영에 간섭을 할 수 있는 것이다.

앞서 우리는 일본의 은행들이 소유제한 규제와 절대 소유비율의 미미함에도 불구하고 주식소유를 통하여 관련기업의 경영에 실질적으로 영향을 행사할 수 있다는 것을 이야기하였다. 이미 간단히 언급되었듯이 일본에서 은행과 기업이 안정적 관계를 갖도록 하는 또 하나의 특징은 은행이 동일기업의 주식을 소유하면서 동시에 융자를 해주고 있는 것이라고 하겠다. 이하에서 6대 기업집단에 대한 몇몇 통계를 통하여 이러한 특징을 구체적으로 보고자 한다. 은행의 주식소유와 융자의 연계관계를 보기전에 일본의 주식소유 분포상 금융기관의 주식소유 상황을 살펴보도록 하자.

<표 7>은 각 상장기업의 20대 주주만을 대상으로 주식의 소유분포 상황을 나타낸 것이다. 20대 주주가 전체 소유주식중에서 약 40%를 차지하고 있고 이중 금융기관의 주식소유가 약 30%에 달하고 있어 금융기관이 주식소유를 통하여 관련기업에 실질적 영향력을 행사하고 있음을 알 수 있다.

<표 6> 금융기관의 주식소유 비율 추이

	주식소유비율(%)				
	1986	1987	1988	1989	1990
금융기관 합계	43.50	44.58	45.58	46.01	45.23
上同(투신 제외)	41.70	42.22	42.53	42.34	41.62
은행·신탁은행 <sup>1)</sup>	20.50	20.96	22.16	22.15	21.62
투자신탁	1.82	2.37	3.05	3.67	3.60
연금신탁	0.92	0.96	0.99	0.89	0.91
생명보험회사	13.28	13.22	13.06	13.07	13.22
손해보험회사	4.42	4.32	4.21	4.08	4.09
기타	2.57	2.76	2.11	2.14	1.79

자료 : 일본전국증권거래소협회, 「주식분포 상황 조사」

주 : 1) 투신·연금신탁 제외

<표 7> 20대 주주의 주식소유 분포

연도말	발행주식 총 수 (100만주)	20대 주주의 주식소유	20대 주주의 주식소유 분포					합계
			장기신용 은행	도시 은행	신탁 은행	손해 보험	생명 보험	
1981	277,733	42.5	2.64	7.96	2.45	2.81	11.62	27.48
1982	289,173	41.8	2.68	8.00	2.39	2.79	11.65	27.50
1983	299,435	41.5	2.75	7.95	2.43	2.76	11.68	27.56
1984	308,939	41.7	2.76	8.03	2.59	2.75	11.65	27.77
1985	318,291	42.0	2.74	7.90	3.71	2.62	11.44	28.42
1986	346,118	40.0	2.61	7.38	4.85	2.43	10.61	27.89
1987	359,259	40.5	2.59	7.36	5.91	2.35	10.65	28.85
1988	375,820	40.6	2.54	7.31	7.25	2.24	10.46	29.81
1989	395,065	39.3	2.51	7.29	7.41	2.15	10.47	29.82
1990	404,050	39.0	2.50	7.52	7.10	2.18	10.60	29.89

자료 : 일본동양경제신문사, 「기업계열총람」, 1992.

〈표 6〉은 전체주주를 대상으로 한 금융기관의 주식소유 분포상황을 나타내고 있다. 금융기관이 전 상장주식의 약 반을 소유하고 있음을 알 수 있고 금융기관중에서도 은행과 보험회사의 소유비중이 압도적임을 알 수 있다.

직접적으로 은행의 용자와 주식소유의 연계상황을 보기 위해서는 기업의 최대 채권자인 은행이 동일기업의 주식을 어느 정도 소유하고 있는가를 조사할 필요가 있다. 〈표 8〉은 이러한 취지에서 6대 기업집단별로 소속은행들이 제1용자관계를 맺고 있는 기업들의 주식을 어느 정도 소유하고 있는가를 나타내고 있다.

〈표 8〉 6대 기업집단소속 은행들의 용자 1위 기업에 대한 주식보유 현황

	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
용자 1위 기업 수	207	171	156	171	127	600	1,432

자료 : 일본동양경제신문사, 「기업계열총람」, 1992.

〈표 8〉을 보면 일본의 은행들이 제1용자관계를 맺고 있는 기업들의 대주주 역할을 하고 있는 것을 분명히 알 수 있다. 은행이 제1용자관계를 맺고 기업의 5대 주주안에 들어있는 경우가 각 조사대상 기업의 80%이고 제1대 주주인 경우도 약 7%에 달하고 있다. 이러한 사실은 전장의 분석에서 본 것처럼 일본에서의 은행과 기업의 관계가 부채의 대리인 문제가 완화될 수 있는 구조에 근접하고 있다는 것을 보여준다고 하겠다. 일본 은행들의 관련기업의 부채와 주식소유 비율이 동일하지는 않지만 상당한 상관관계가 있고 은행이

외의 대주주의 주식소유 비중이 크지 않기 때문에 은행으로부터 자금을 조달한 후에 부를 이전시키려고 하는 유인이 감소하게 된다.

## 제2절 미국의 경우

일본의 경우와는 대조적으로 은행을 포함한 미국의 금융기관들은 기업의 경영권에 영향을 미칠 만큼 주식을 소유하고 있지 않다. 미국기업의 주식과 부채의 소유구조를 나타내는 <표 9>를 보면 은행과 보험회사의 주식소유가 미미함을 알 수 있다.

<표 9> 미국의 주식과 부채의 소유구조

(%)

	주 식	부 채
상 업 은 행	0	45
생 명 보 험 회 사	3	18
손 해 보 험 회 사	2.2	2
연 금 기 금	14.5	17
금 용 회 사	—	8
他 법 인	11.1	2
개 인	59.9	4
외 국 인	5.0	5
計	100	100

자료 : Federal Reserve Board, *Flow of Fund Accounts, Assets and Liabilities*, 1987.

주 : 1984년 현재임.

이와 같이 은행과 보험회사의 주식소유가 미미한 것은 금융기관에 대한 전반적 규제가 금융기관이 관련기업의 경영권에 영향을 미치지 못하도록 되어

있기 때문이다. 주요 금융기관별로 주식보유에 관한 규제의 현황을 보면 다음과 같다. 첫째 상업은행의 자기계산하의 주식취득은 1933년의 Glass-steagall 법에 의하여 원칙적으로 금지되어 있다. 다만 은행은 신탁계정을 통해서 주식을 보유할 수 있지만 이 경우에도 특정회사의 주식에 대해서 10%의 보유한도가 주어지고 계정에 따라서는 의결권이 제한되는 경우도 있다. 또한 은행이 신탁계정의 주식을 통해서 의결권을 행사할 수 있더라도 의결권 행사로 관련회사의 의사결정을 실질적으로 좌우하게 되면 관련회사 파산시 채권자 자격을 상실할 수 있다. 1956년에 제정된 은행지주회사법(Bank Holding Company Act)도 은행지주회사의 활동을 은행과 밀접히 관련된 업종에만 국한하고 있다. 동법에 의하면 은행지주회사는 은행 아닌 업종에 속한 회사주식의 5% 이상을 취득하지 못하고 은행 아닌 회사의 경영권에 영향을 행사하지 못하게 하고 있다. 둘째 생명보험회사의 경우는 주식투자가 가능하기는 하나 엄격한 규제를 받고 있기 때문에 특정회사의 경영권에 영향을 미칠 정도로 주식을 취득하기가 어렵게 되어 있다. New York 경우 생명보험회사는 전 자산의 20% 이상을 주식에 투자할 수 없고 특정 회사 주식은 20% 이상 소유할 수 없게 되어 있다. 셋째 개방형 상호투자회사(Open-ended Mutual Fund)나 연금기금(Pensions)도 유가증권을 운용하는 데 있어서 관련회사의 경영권을 침해할 수 없도록 규제를 받고 있다. 상호투자회사가 특정주식을 10% 이상 소유하게 되면 세계상의 불이익을 당하게 되어있는 것이 좋은 예가 될 수 있다.

미국기업들은 오랜 기간 동안의 자본시장 이용으로 소유가 광범위하게 분산되어 소위 대리인 문제를 심하게 겪고 있다고 볼 수 있다. 주주와 전문경영자 사이의 이해상충에 따른 경영효율성의 저하가 문제가 되고 있고 이를 극복할 수 있는 해결책으로 전문경영자를 감시할 유인을 갖고 있는 대주주의 역할이 중요시 되고 있는데(Demsetz and Lehn(1985), Morck, Shleifer, and Vishny(1988)) 금융기관이 대주주의 역할을 수행할 수 있는 주요 기관

투자자의 하나라고 보면 금융기관의 주식소유를 엄격히 규제하는 것은 경제의 효율성 측면에서 문제가 된다고 하겠다. 미국의 금융기관을 은행에만 국한시켜 볼 때 문제는 더욱 심각하다. 은행이 업무의 성격상 증권회사나 보험회사와 같은 금융기관과 비교하여 거래하는 기업의 활동을 감시하는 데 있어서 비교 우위를 가지고 있다고 보면 은행의 주식소유 금지는 은행이 이러한 비교우위를 이용할 유인을 감소시키고 기업의 은행부채 이용에 일정한 한계를 갖게 만들기 때문이다. 결과적으로 은행의 주식 보유금지는 경제 전체의 간접금융 이용 비중을 낮게 한다고 볼 수 있다.<sup>8)</sup>

---

8) 이러한 측면에서 보면 부채비율만을 가지고 국제간의 기업 재무구조 건실여부를 따지는 것이 의미가 없을 수 있다. 예를 들어 미국기업의 부채비율이 일본의 그것보다 낮다고 해서 반드시 미국기업의 재무구조가 건실하다고 할 수는 없다.

## 제4장 우리나라의 경우

### 제1절 우리나라 은행의 부실채권과 경쟁력

우리나라 기업과 은행과의 관계는 기업의 입장에서는 만성적 자금 초과수요와 주식시장의 미발달로 은행에 의한 간접금융 수요가 높은 반면 은행은 대출심사의 자율성 부족으로 기업의 자금수요를 효율적으로 충족시키지 못하고 있는 것으로 간단히 요약할 수 있다. 은행이 민영화되었지만 실질적으로는 내부경영의 자율성을 저해하는 각종 규제들과 비명시적 행정지도로 여전히 주인 없는 상태에 있다.

우리나라 은행의 자율성과 경쟁력 회복에 저해가 된다고 생각하는 몇가지 중요한 규제들을 간단히 살펴보도록 하자. 첫째 임원에 대한 업무집행 정지 명령 및 주주총회에 대한 임원경질의 권고 조항(은행법 제39조, 한은법 제115조)과 그밖의 각종 비명시적 행정지도로 은행의 인사권이 실질적으로 정부로부터 독립되어 있지 않다. 둘째 정부가 자의적으로 은행설립 인허가권을 행사할 수 있으며 결과적으로 은행이 경쟁 압력을 받지 못하게 되어 있다. 셋째 각종 요율과 수수료 결정을 은행이 자율적으로 할 수 없고 대손충당금의 범위와 규모도 은행이 자율적으로 결정하지 못하게 되어 있다.<sup>9)</sup>

---

9) 대손충당금의 규모는 총자산의 2% 내외로 하게 되어 있다. 규제당국이 대손충당금 규모를 자율화하지 않고 2% 내외로 규제하고 있는 명분은 두가지로 볼 수 있다. 첫째는 규제를 완화하여 은행이 자율적으로 하게 할 경우 현실적으로 은행의 부실채권 규모가 외부로 나타나게 되어 우리나라 은행의 대외공인력에 문제가 생길 우려가 있고, 둘째 자율화되었을 경우 은행은 대손충당금을 가능한 한 크게 잡아 법인세를 줄이려는 유인을 갖게 된다.



우리나라 은행은 만성적으로 부실채권을 과다하게 갖고 있고 생산성도 선진국에 비해 크게 뒤지고 있다. 일본과의 비교를 통해서 보면 예대마진은 거의 4배나 되는 반면 자기자본 이익률은 일본의 1/2 수준에 있다. 또한 종업원 1인당 예금계좌수나 점포당 영업규모로 보아도 은행의 생산성이 대단히 낮은 수준에 있다. 이러한 부실채권 문제와 경쟁력 약화문제는 근본적으로 대출심사의 자율성 부족으로 원천적으로 부실채권이 많이 발생하고 부실채권이 발생한 후에도 비용과 책임이 전가되는 데서 비롯된다고 하겠다. 은행이 자율적인 대출심사 능력을 갖고 있고 사기업으로서의 책임경영 체제로 움직인다면 은행은 1장에서 논의된대로 투자결정의 왜곡에 의한 부의 이전(wealth transfer) 문제로 압축될 수 있는 부채의 대리인 비용(agency cost of risky debt)을 다른 곳에 전가시키지 못하고 스스로 부담해야 될 가능성 때문에 기업에 대한 일정 수준 이상의 자금제공을 자발적으로 억제하고 기업의 입장에서 일정 수준 이상의 부채비용은 금리의 상승과 파산(bankruptcy) 가능성 때문에 가능한 한 억제하게 되어 부실채권 발생의 가능성이 원천적으로 줄어들기 때문이다.

〈표 10〉 시중은행 부실채권 규모 추이

(단위 : 억)

	1987	1988	1989	1990	1991(6月末)
총 여 신	337,043	365,570	469,131	791,131	859,598
부 실 여 신	27,693	27,156	20,045	17,484	20,006
부 실 여 신 비 율	8.2%	7.4%	4.3%	2.21%	2.31%

자료 : 중앙경제신문, 1991년 7월 20일

한국경제신문, 1991년 9월 18일

주 : 89년 이후의 부실여신 비율 하락은 88년 이후의 대규모 은행중자로 상당규모의 부실채권을 대손상각 처리하였고 총여신자체도 증가하였기 때문임.

<표 11> 은행 수익률 지표 비교

(%)

	한 국 <sup>1)</sup>	일 본 <sup>2)</sup>
	시 중 은행	도 시 은행
자기 자본 경 상 이 익 률(ROE)	9.1	22.2
예 대 마 진 율	4.3	1.2

자료 : 은행감독원

주 : 1) 시중은행의 8~9년 연간 실적 기준

2) 도시은행의 89. 4~9월 반기실적 기준

<표 12> 은행직원 1인당 예금계좌수

	한 국 <sup>1)</sup>	일 본 <sup>2)</sup>
1986	360	1,714
1988	468	2,013

자료 : 은행감독원

주 : 1) 5개 시중 은행 기준

2) 일본 도시 은행 기준

<표 13> 1점포당 경영규모 비교

(단위 : 억원)

	한 국 <sup>1)</sup>	일 본 <sup>2)</sup>
	시 중 은행	도 시 은행
종 업 원(명)	47	49
수 신	352	4,971
여 신	438	3,994

자료 : 은행감독원

주 : 1) 시중은행의 평균

2) 도시은행의 평균

## 제2절 은행의 주식보유 현황과 관련 규제

우리나라에서 은행의 관련기업 주식보유를 금지하는 법은 없다. 다만 은행법 22조와 27조 1항의 10에서 은행의 주식보유에 상한을 두고 있을 뿐이다. 은행법 22조에 의하면 금융기관은 주식의 인수 또는 상환기간 3년을 초과하는 사채 및 기타 유가증권에 대한 투자를 자기자본의 100%를 초과하여 할 수 없다고(국채와 통화안정증권은 예외) 규정하고 있어 관련기업의 주식을 보유할 경우 보유한도가 자기자본의 100%임을 알 수 있다. 또한 은행법 27조 1항의 10에 의하면 금융기관은 금융기관의 주식 또는 타 주식회사의 발행주식의 100분의 10을 초과하는 주식의 매입 또는 항구적 소유는 할 수 없다고 규정하고 있어 은행이 관련기업의 주식을 보유할 때 특정회사 주식의 10% 이상을 보유할 수 없음을 알 수 있다. 이러한 규제환경에서 실제로 은행의 주식현황은 어떠한지 보도록 하자.

〈표 14〉 5개 시중은행의 연도별 주식보유 현황

(단위 : 억원)

	1985	1986	1987	1988	1989	1990	1991. 11
조 흥 은 행	937	941	952	1,422	1,855	2,460	2,915
상 업 은 행	674	768	681	1,453	2,277	2,735	3,000
제 일 은 행	777	898	879	2,257	2,189	2,594	2,715
한 일 은 행	573	799	984	1,457	1,929	2,371	2,524
서울신탁은행	467	495	526	675	953	1,171	1,291
계	3,428	3,900	4,022	7,264	9,233	11,331	12,455

자료 : 은행감독원

주 : 은행계정 말잔기준임.

91년 11월 말 현재 5개 시중은행의 주식보유총액은 약 1조 2,500억 원으로 당시 시가총액의 2%에도 못미치는 미미한 수준임을 알 수 있다. 그리고 은행

은 보유주식의 의결권을 행사할 수 있지만 대부분의 경우 위임장을 행사하여 실질적으로는 주식을 보유한 회사의 경영권에 영향을 미치기보다는 기관투자자로의 유가증권 운용측면에서 주식을 보유해 왔음을 알 수 있다. 또한 법적인 측면에서도 은행이 특정회사 주식의 10% 이상 소유하지 못하도록 한 것<sup>10)</sup>은 상장법인의 경영권 안정확보를 위한 증권거래법 200조 1항의 주식 대량보유 제한규정(상장법인의 총발행주식의 100분의 10미만을 소유하고 있는 주주 또는 주주가 아닌 자는 총발행주식의 10%를 초과하여 소유하지 못함.)과 법의 취지가 일치한다고 볼 수 있어 기본적으로 은행의 유가증권 소유는 허용하되 주식을 보유한 기업의 경영권에는 영향을 미치지 못하게 하였다고 이해할 수 있어 은행들도 이러한 환경에 묵시적으로 순응해 왔다고 볼 수 있다.

### 제3절 은행의 주식보유 활성화를 위한 방향

전장의 일본과 미국의 경우에서 얻은 잠정적 결론은 일본의 경우 은행의 주식보유가 활성화되어 금융부문의 효율성을 향상시키고 결과적으로 기업의 금융비용 부담을 완화시키는 반면 미국의 경우는 제도적으로 은행의 주식보유가 허용되지 못해 은행이 생산성이 높은 기업에 대한 자금공급이라는 역할을 충분히 수행하지 못하고 있다는 것이다. 따라서 우리나라의 경우도 은행과 기업의 관계를 효율적으로 만들기 위한 여건을 조성한다는 의미에서라도 은행의 주식보유는 활성화되어야 한다고 생각된다.

은행의 주식보유가 순 기능을 발휘하기 위해서는 우선 은행이 자율성을 갖

---

10) 일본과 비교하여 수치상으로만 보면 우리나라의 10% 소유제한 규정은 은행이 주식 소유를 통하여 일본에서 보다 커다란 영향력을 기업에 행사할 수 있는 것처럼 보인다. 그러나 3장에서 본 것처럼 일본기업은 우리나라 기업보다 소유가 광범위하게 분산되어 있기 때문에 5% 소유제한내에서도 은행이 기업에 실질적인 영향을 행사할 수 있는 반면 우리나라는 그러한 가능성이 별로 없다.

고 상업성을 추구할 수 있어야 한다. 현실적 여건으로 은행이 여전히 주인 없는 상태로 상업성에 충실하지 못하고 있다고 보면 은행의 주식보유를 위해 가장 시급한 것은 은행의 실질적인 민영화라고 하겠다. 실질적인 민영화가 전제되어야만 은행이 사기업으로서 자금운용의 차원에서 관련기업의 주식보유를 자율적으로 결정할 수 있기 때문이다. 또한 자연인에 의한 기업의 과도한 소유집중이 우리나라의 현실이라고 보면 기업의 소유분산을 유도하는 정책이 병행되어야만 은행의 주식보유가 좋은 결과를 가져올 수 있다고 생각된다. 이를 위해서는 기업과 기업사이에 소유분산을 전제로 한 자율적인 출자 관계를 허용하는 방향으로의 정책전환이 있어야 된다고 생각된다.<sup>11)</sup>

---

11) 창업자의 입장에서 보면 소유하고 있는 기업의 공개범위와 경영권 안정은 반비례 관계에 있다고 볼 수 있다. 적은 지분으로도 경영권을 안정적으로 행사할 수 있기 위한 제도적 장치와 사회·정치적 관행이 완비되어 있다면 공개의 범위를 확대하여 직접금융시장에서의 자금조달을 늘리게 될 것이다. 그러나 기업을 둘러싼 사회적 분위기 때문에 적은 지분으로는 안정적 경영이 어렵다고 판단된다면 공개를 기피하거나 공개를 하더라도 공개범위를 축소하고 공개후에도 유상증자를 통한 자금조달을 기피하게 될 것이다. 따라서 기업의 소유분산도 기업의 자율성에 바탕을 두고 시장원리에 충실한 방향으로 추진해야 될 것이다. 예를 들어 경제력 집중완화 측면에서 엄격하게 시행되고 있는 대규모 기업집단 소속 기업들의 상호출자 금지를 완화하여 소유지분이 광범위하게 분산된 공개기업들의 경우에는 대규모집단 소속이라 하더라도 상호 주식보유를 허용해야 한다.

## 제5장 요약 및 결론

은행의 주식소유는 은행으로 하여금 관련기업의 부채와 주식을 동시에 보유하게 함으로써 기업의 부채사용으로 인한 대리인 비용 발생을 감소시킬 수 있다고 하겠다. 다만 이러한 대리인 비용감소 효과가 현실적으로 의미있을 정도가 되기 위해서는 은행의 주식소유가 관련기업의 경영권에 영향을 미칠 수 있는 정도가 되어야 하며 이는 결국 은행이 거래하고 있는 기업들의 소유가 광범위하게 분산되는 것을 전제로 한다고 하겠다.

일본의 은행과 기업과의 관계는 이와 같은 조건에 가장 근사한 예가 된다. 은행은 물론 은행과 거래하는 기업들의 주식소유가 광범위하게 분산되어 은행이 5% 미만의 주식보유로도 관련기업의 대주주 역할을 수행하고 있어 부채사용으로 인한 대리인 비용 발생 가능성이 적고 결과적으로 부실채권 발생 가능성이 적기 때문에 기업에게 저리의 자금을 제공하여 기업의 경쟁력을 강화시킨다.

우리나라의 경우도 은행의 대출심사의 자율성을 제고시키기 위한 여건을 조성한다는 의미에서라도 은행의 주식보유는 활성화되어야 한다고 생각된다. 은행의 주식보유가 순 기능을 발휘하기 위해서는 우선 은행이 자율성을 갖고 상업성을 추구할 수 있어야 한다. 우리나라 은행의 현실적 여건이 은행은 여전히 주인 없는 상태로 상업성에 충실하지 못하고 있다고 보면 은행의 주식보유를 위해 가장 시급한 것은 은행의 실질적인 민영화라고 하겠다. 또한 자연인에 의한 기업의 과도한 소유집중이 우리나라의 현실이라고 보면 기업의 소유분산을 유도하는 정책이 병행되어야만 은행의 주식보유가 좋은 결과를 가져올 수 있다고 생각된다. 결국 은행과 기업 그리고 기업과 기업사이에 소

유분산을 전제로 한 자율적인 출자관계가 허용되어야만 은행의 주식보유가 활성화될 수 있고 은행의 주식보유가 순기능을 발휘할 수 있을 것으로 생각된다.

## 참 고 문 헌

- 일본 동양경제신문사, 「기업계열총람」, 1992.
- 奥村宏, 「法人資本主義」, 御茶の水書房, 1983.
- Demsetz, Harold and Kenneth Lehn, "The Structure of Corporate Ownership: Causes and Consequences," *Journal of Political Economy*, 93, 1985, pp.1155~1177.
- Friend, J. and J. Hasbrouck, "Determinants of Capital Structure," *Working paper no. 7*, Rodey L. White Center for Financial Research, University of Pennsylvania, 1986.
- Green, Richard, "Investment Incentives, Debt, and Warrants," *Journal of Financial Economics*, 13, 1983, pp.115~36.
- Haugen, R. and L. Senbet, "The Insignificance of Bankruptcy Costs to the Theory of the Optimal Capital Structure," *Journal of Finance*, May 1978, pp.383~394.
- Hirshleifer, J., "Investment Decision Under Uncertainty: Choice-theoretic Approaches," *The Quarterly Journal of Economics*, 1965, pp.509~36.
- Jensen, M. and W. Meckling, "Theory of the Firm: Managerial Behavior, Agency Costs, and Ownership Structure," *Journal of Financial Economics*, 3(4), October 1976, pp.305~60.
- MacMinn, Richard, "Insurance and Corporate Risk Management," *Working Paper*, Graduate School of Business, The University of Texas at Austin, July 1985.



- Modigliani, F. and M. M. Miller, "Taxes and the Cost of Capital: A Correction," *American Economic Review*, June 1963, pp.433~443.
- Morck, R., A. Shleifer, and R. W. Vishny, "Management Ownership and Market Valuation: An Empirical Analysis," *Journal of Financial Economics*, 1988a, pp.293~315.
- Prowse, S. D., "Institutional Investment Patterns and Corporate Financial Behavior in the United States and Japan," *Journal of Financial Economics*, 27, 1990, pp.43~66.
- Rothschild, Michael and Joseph Stiglitz, "Increasing Risk: I. A Definition," *Journal of Economic Theory*, 2, 1970, pp.225~43.
- Titman, Sheridan and Roberto Wessels, "Determinants of Capital Structure," *Journal of Finance*, 43, 1988, pp.1~20.
- Warner, J. B., "Bankruptcy Costs: Some Evidence," *Journal of Finance*, May 1977, pp.337~347.

• 研究報告書案内 •

◀ 研究叢書 ▶

第1-81-01卷	現行稅制的 綜合評價와 1982年度 稅法改正方向研究	1981
第2-81-02卷	韓國經濟 短期豫測模型	1981
第3-82-01卷	우리나라 企業의 人件費支拂能力評價와 賃金對策	1982
第4-82-02卷	韓國企業의 成長 및 財務行態	1982
第5-82-03卷	租稅負擔의 測定과 適正負擔率에 관한 研究	1982
第6-82-04卷	韓國의 私金融市場에 관한 研究	1982
第7-82-05卷	稅法體系의 整備와 改善에 관한 研究	1982
第8-82-06卷	所得稅體系 合理化를 위한 基礎研究	1982
第9-82-07卷	財政技能의 再調整과 行政技能 官僚制度의 改編方案 研究	1982
第10-82-08卷	韓國租稅文化의 反省과 稅制의 綜合改善方向	1982
第11-83-01卷	稅收推計模型의 精密化와 中長期 稅收展望	1983
第12-83-02卷	韓國企業의 準租稅負擔에 관한 理論的 考察과 負擔 水準의 實證的 分析	1983
第13-83-03卷	段階的 貿易自由化에 對應한 關稅率과 關稅行政의 改編方向	1983
第14-83-04卷	80年代 産業構造 高度化를 위한 輸入自由化와 關稅 政策의 方向	1983
第15-83-05卷	法人所得과 配當所得의 二重課稅調整에 관한 研究	1983
第16-84-01卷	韓國의 貿易發展과 綜合貿易商社의 役割	1984
第17-84-02卷	韓國의 赤字財政 研究	1984
第18-84-03卷	韓國의 土地稅制 改編方向 研究	1984

第19-84-04卷	臺灣의 産業政策	1984
第20-85-01卷	韓國의 地方財政 研究	1985
第21-85-02卷	纖維産業의 構造調整에 관한 實證研究	1985
第22-85-03卷	稅法上 實質課稅에 관한 研究	1985
第23-85-04卷	金融費用增加와 物價上昇에 관한 微視的 分析	1985
第24-85-05卷	經濟體質強化를 위한 租稅政策方向	1985
第25-85-06卷	韓國貿易構造의 決定要因과 變化推移에 관한 研究	1985
第26-85-07卷	韓國企業의 經營特性要因에 관한 研究( I )	1985
第27-85-08卷	半導體産業의 現況과 育成政策	1985
第28-86-01卷	信用配分과 金融自律化의 方向	1986
第29-86-02卷	우리나라 通貨의 役割과 産業別 資金配分の 效率性 分析	1986
第30-86-03卷	市場經濟體制의 高度化와 公正去來秩序	1986
第31-86-04卷	産業別 技術革新過程과 政策課題	1986
第32-86-05卷	製造業部門 比較優位構造의 變化推移에 관한 研究	1986
第33-86-06卷	非上場株式 課稅評價方法의 合理化方案	1986
第34-86-07卷	韓國과 臺灣의 通貨政策 및 物價	1986
第35-86-08卷	企業의 準租稅負擔에 관한 實證的 研究	1986
第36-86-09卷	韓國經濟學 研究序說	1986
第37-86-10卷	韓國의 中小企業과 系列化	1986
第38-87-01卷	海外轉換社債發行과 企業財務戰略	1987
第39-87-02卷	政府와 市場	1987
第40-87-03卷	開放經濟下의 賃金政策	1987
第41-87-04卷	換率變動에 따른 韓·日의 産業 및 貿易構造의 變化	1987
第42-87-05卷	韓國의 地下經濟에 관한 研究	1987
第43-87-06卷	企業集團의 形成메카니즘과 評價	1987

第44-87-07卷	韓國 企業그룹의 多角化戰略 研究	1987
第45-87-08卷	換率變動에 따른 國際競爭力과 產業內貿易의 變化 推移	1987
第46-87-09卷	中小企業의 知識集約化에 관한 研究	1987
第47-87-10卷	우리나라 相續課稅制度의 改編方案 研究	1987
第48-88-01卷	技術革新의 產業組織의 特性에 관한 研究	1988
第49-88-02卷	企業의 技術擴散에 관한 研究	1988
第50-88-03卷	公企業 및 政府出資企業의 民營化 推進方向에 관한 研究	1988
第51-88-04卷	產業內貿易의 變化推移와 決定要因에 관한 研究	1988
第52-88-05卷	臺灣의 租稅構造와 貯蓄·投資	1988
第53-88-06卷	韓國貿易收支와 主要產業 輸出構造 分析	1988
第54-88-07卷	美國貿易의 政治經濟學과 韓國의 對應方案	1988
第55-88-08卷	經濟發展에 있어서 國家財政의 役割	1988
第56-88-09卷	韓國資本主義의 이데올로기 再定立方向	1988
第57-88-10卷	韓國企業의 準租稅에 관한 研究	1988
第58-88-11卷	資本自由化의 巨視經濟的 側面	1988
第59-88-12卷	產業集中度의 決定要因 및 變化要因과 最適企業 規模에 관한 研究( I )	1988
第60-89-01卷	開放經濟下의 金利政策	1989
第61-89-02卷	韓國 大企業集團의 生成環境과 進路	1989
第62-89-03卷	產業集中度의 決定要因 및 變化要因과 最適企業 規模에 관한 研究( II )	1989
第63-89-04卷	經濟民主化와 金融通貨政策	1989
第64-89-05卷	南北韓 產業 및 技術協力の 推進方案에 관한 研究	1989

第65-89-06卷	蘇聯·東歐諸國의 政治 및 經濟政策의 變化와 産業 및 技術協力에 관한 研究	1989
第66-89-07卷	3高現象이 企業採算性에 미치는 效果에 관한 研究	1989
第67-89-08卷	適正換率分析에 관한 理論定立	1989
第68-89-09卷	民間主導型 尖端技術革新을 위한 政策 및 企業戰略에 관한 研究	1989
第69-89-10卷	우리나라 所得不平等의 現況과 要因分析	1989
第70-90-01卷	日本의 新産業戰略과 技術革新	1990
第71-90-02卷	勞動費用과 國際競爭力	1990
第72-90-03卷	韓國經濟 分期計量模型	1990
第73-90-04卷	韓國의 工業化와 勞動力( I )	1990
第74-90-05卷	主要産業別 向後 投資需要 推定 및 最適 資金調達戰略	1990
第75-90-06卷	開放經濟下의 企業稅制 改編方向	1990
第76-90-07卷	韓國의 租稅行政에 관한 研究	1990
第77-90-08卷	우리나라 相續課稅制度의 改編 試案	1990
第78-91-01卷	우리나라 政府基金制度의 問題點과 改善方案	1991
第79-91-02卷	金融自由化·國際化에 따른 金融政策의 方向	1991
第80-91-03卷	韓國企業의 多角化戰略과 國際競爭力	1991
第81-91-04卷	韓國의 勞動生産性과 適正賃金	1991
第82-91-05卷	資本市場開放에 對備한 通貨政策과 市場平均換率 制度의 改善 方案	1991
第83-91-06卷	大規模 企業集團에 관한 研究	1991
第84-91-07卷	韓國의 工業化와 勞動力( II )	1991
第85-91-08卷	韓國의 技術開發과 美國의 技術移轉	1991
第86-92-01卷	大企業 集團의 選擇	1992

第87-92-02卷	銀行貸出市場에서의 政府·銀行·企業 關係의 再摸索	1992
第88-92-03卷	U.R.과 企業의 對應方案	1992
第89-92-04卷	韓國電子産業의 競爭力 源泉에 관한 研究	1992
第90-92-05卷	韓國經濟 年間豫測模型	1992
第91-92-06卷	經濟界가 바라는 새政府의 國家經營	1992

◀研究調查資料▶

第1-81-01卷	아시아·太平洋地域의 貿易 및 産業調整	1981
第2-81-02卷	現行 租稅의 問題點	1981
第3-82-01卷	民主資本主義의 將來	1982
第4-82-02卷	地方歲入의 地域的 不均衡에 관한 經驗的 研究	1982
第5-83-01卷	政府規制 緩和方向과 美國經濟 展望	1983
第6-83-02卷	韓國經濟學의 摸索	1983
第7-83-03卷	資本主義와 社會主義	1983
第8-83-04卷	民主資本主義와 企業의 成長	1983
第9-83-05卷	民主主義와 民間調整機構	1983
第10-83-06卷	韓國과 第4次 産業革命 : 1960~2000	1983
第11-83-07卷	企業稅制 合理化的 基礎研究	1983
第12-83-08卷	民主資本主義와 韓國의 發展	1983
第13-83-09卷	國民租稅意識의 調查研究	1983
第14-84-01卷	成長經濟에 있어서의 資本所得에 관한 適正稅率과 歸着分析	1984
第15-84-02卷	資本主義精神과 反資本主義心理	1984
第16-84-03卷	美·日의 産業政策과 韓國의 對應	1984

第17-84-04卷	企業의 社會奉仕	1984
第18-85-01卷	中共의 經濟法令 解說	1985
第19-85-02卷	우리나라 通貨의 役割과 通貨信用政策의 方向	1985
第20-85-03卷	家計貯蓄増大를 위한 租稅政策方向	1985
第21-88-01卷	轉換期の 勞使問題와 對應方向( I )	1988
第22-88-02卷	轉換期の 勞使問題와 對應方向( II )	1988
第23-88-03卷	換率變動의 輸出入價格에의 轉嫁度와 示唆點	1988
第24-88-04卷	金融自律化의 效率的 推進方向	1988
第25-88-05卷	원貨切上에 따른 輸出企業 對應戰略	1988
第26-88-06卷	中國의 經濟改革과 韓國企業의 進出	1988
第27-88-07卷	國際收支 黑字管理와 巨視經濟政策	1988
第28-89-01卷	원高·賃金上昇의 物價 및 企業利潤에 미치는 影響 分析	1989
第29-89-02卷	韓國의 物價要因과 金利 및 通貨政策方向	1989
第30-89-03卷	韓國企業의 資本構造와 資本費用	1989
第31-89-04卷	賃金構造와 産業構造 再編方向	1989
第32-89-05卷	換率政策의 課題와 展望	1989
第33-89-06卷	研究開發活動에 있어서 公企業과 民間企業의 役割과 課題	1989
第34-89-07卷	勞總·經總 賃金指針의 比較分析	1989
第35-90-01卷	우리나라 企業의 成長推移 및 規模變動要因分析	1990
第36-90-02卷	南美的 經驗과 韓國經濟	1990
第37-90-03卷	金利自由化의 成果와 課題	1990
第38-90-04卷	金融實名去來制 導入實施에 따른 經濟的 波及效果 및 企業體 設問調查結果 分析	1990

第39-90-05卷	混合企業의 經濟的 效果	1990
第40-90-06卷	國際競爭力 強化를 위한 產業改編方案	1990
第41-90-07卷	人的資源의 企業에 對한 貢獻度 測定	1990
第42-90-08卷	勞動時間 短縮과 勞使葛藤構造	1990
第43-90-09卷	勞動費用 上昇과 國際競爭力	1990
第44-90-10卷	勞總·經總 賃金指針의 改善方向	1990
第45-90-11卷	世界經濟의 展望과 韓國經濟	1990
第46-91-01卷	經濟民主化와 政府規制	1991
第47-91-02卷	不動產 保有課稅의 問題點과 改善方案	1991
第48-91-03卷	不動產 投機와 不動產價格	1991
第49-91-04卷	金融의 國際化와 規制緩和	1991
第50-91-05卷	生産職 勤勞者의 職業倫理와 生産性	1991
第51-91-06卷	企業의 準租稅實態에 관한 研究	1991
第52-91-07卷	政府主導型 業種專門化政策의 問題點과 改善方案	1991
第53-91-08卷	進入規制 合理化를 위한 理論的 考察 및 適用	1991
第54-91-09卷	開放化와 產業規制	1991
第55-91-10卷	우리나라 인플레이션의 原因과 對策에 관한 研究	1991
第56-91-11卷	土地의 效率的 利用을 위한 서울地域 土地利用 精密調査	1991
第57-91-12卷	우리나라 賃金交涉의 構造와 慣行	1991
第58-91-13卷	解雇制限 規定과 企業의 勞動力調整	1991
第59-91-14卷	우리나라 住宅市場의 構造와 住宅政策의 方向	1991
第60-91-15卷	金融改革과 資本市場開放	1991
第61-91-16卷	韓國經濟學의 새로운 體系定立	1991
第62-91-17卷	金利變動과 通貨政策指標의 選擇問題	1991



第63-91-18卷	勞動組合과 生産性	1991
第64-91-19卷	最近의 우리나라 輸出不振의 原因과 對應方案	1991
第65-91-20卷	世界經濟展望과 韓國經濟	1991
第66-91-21卷	資金決定要因 分析 및 새로운 資金體系 改善方案	1991
第67-91-22卷	企業財務活動規制의 問題點과 改善方案에 관한 研究	1991
第68-91-23卷	公企業의 所有構造的 特性과 行動에 관한 研究	1991
第69-91-24卷	通貨와 物價와의 關係	1991
第70-92-01卷	貿易自由化 時代에 있어서 產業政策의 機能에 關한 研究	1992
第71-92-02卷	케임브리지學派의 Small Business論과 아메리카에의 傳播過程	1992
第72-92-03卷	不公正去來行爲의 競爭政策	1992
第73-92-04卷	轉換期의 人力政策課題	1992
第74-92-05卷	經濟의 先進化(開放化)와 稅制改革	1992
第75-92-06卷	事業場內職業訓練制度의 問題點과 改善方案	1992
第76-92-07卷	U.R.과 企業의 經營戰略	1992
第77-92-08卷	通貨增加에 따른 流動性·所得·피셔效果의 推定	1992
第78-92-09卷	企業의 低費用金融을 위한 金融 및 外換政策	1992
第79-92-10卷	韓國·日本 製造業의 生産性 變化와 技術水準 分析	1992
第80-92-11卷	韓國 纖維産業의 國際競爭力 再考方案	1992
第81-92-12卷	銀行의 株式保有와 企業의 資金調達	1992

◀ 研究報告 ▶

第1-85-01卷	金融革新과 通貨金融政策 改編方案	1985
第2-85-02卷	金融自律化 및 銀行與信管理 改善方案	1985
第3-86-01卷	現行經濟法의 問題點 및 改善方向	1986
第4-87-01卷	우리나라에 있어서 金利가 貯蓄·投資에 미치는 影響	1987
第5-87-02卷	日本의 貿易·資本自由化와 그 對應政策	1987

◀ 政策研究 ▶

第1-86-01卷	財政規模의 持續的 膨脹과 是正方案	1986
第2-86-02卷	經濟力集中에 대한 視角과 認識	1986
第3-86-03卷	1987년 通貨政策 運用方向	1986
第4-87-01卷	經濟民主化와 市場經濟體制의 定立	1987
第5-87-02卷	賃金調整과 對應政策課題	1987
第6-88-01卷	經濟民主化의 基本構想	1988
第7-89-01卷	3高時代의 對應戰略	1989