

Issue Paper

2008. 11. 11.

최근 일본의 기업지배구조 변화에 대한 평가와 전망

목차

요약

I. 문제 제기

II. 일본 기업지배구조의 최근 변화

III. 지배구조 개선에 대한 평가 및 전망

IV. 시사점

작성 : 정호성 수석연구원(3780-8048)
panco88@seri.org
구본관 수석연구원(3780-8140)
심정옥(히토즈바시 경제연구소)
감수 : 김경원 연구위원(3780-8040)
alexkkim@seri.org

《 Executive Summary 》

일본 기업의 지배구조는 60년대 말부터 시작되어 80년대 말까지 지속된 경제 활황기에는 가장 효율적인 지배구조의 하나로 칭송받았다. 그러나 90년대 초부터 장기화된 경기침체로 기업지배구조의 근간을 구성해온 제도와 관행들이 해체되기 시작했고 영미식 지배구조로의 개혁 논의가 자연스럽게 대두되었다. 이후 일본 기업들은 기존 제도와와의 갈등 속에서 다양한 기업지배구조의 모델을 실험적으로 도입하게 되었으며 결과적으로 전통적인 일본식 지배구조를 고수하려는 그룹과 영미식 지배구조로의 변화를 지향하는 그룹으로 이분화되었다.

영미식 기업지배구조를 지향하는 기업들에게서 나타나는 가장 큰 변화는 2003년 상법 개정을 통한 '위원회설치회사' 제도의 도입과 사외이사제의 강화이다. 이러한 제도적인 틀의 변화 이면에는 주주 및 채권자와 경영자 간의 관계의 재정립이라는 현상도 있다. 위원회설치회사로 이행한 기업들의 동기를 분석해본 결과, 90년대 이후 안정주주 구조가 해체되면서 나타난 외국인 주주의 증가가 가장 큰 결정 요인으로 나타났다.

한편 일본기업지배구조연구소가 매년 발표하는 JCG(Japan Corporate Governance) 지수와 종업원수 증가율과의 상관관계를 살펴보면 기업지배구조 개선과 종업원 중시 경영이 반드시 대립적인 것만은 아니라는 사실을 알 수 있다. 결국, 현재 진행되고 있는 일본 기업의 지배구조 변화는 종업원 중시의 일본형 지배구조가 진정한 의미에서 주주 중시의 영미형으로 전환되고 있다기보다는, 그동안 비교적 소외되었던 주주가치도 중시하는 방향으로 전개되고 있음을 의미한다. 다만, 영미식 지배구조로 이행한 기업들도 종신고용, 연공서열, 이사의 내부승진, 거래처 중시 등의 뿌리 깊은 전통적 관행을 버리지 않고 있으며, 아직 영미형 지배구조의 본질을 이해하고 새로운 시스템을 효율적으로 운영하는 기업도 많지 않은 실정이다. 적대적 M&A라는 위협이 가해졌을 때 주식 상호보유 등 과거 방식으로 회귀하려는 일본 기업들의 자세가 이를 반증하는 좋은 사례이다.

결론적으로, 향후 일본의 기업지배구조는 외형적으로는 일본형과 영미형이라는 두 가지 유형이 병행되면서 영미식 주주자본주의로 서서히 그 무게중심이 이동할 것이나 속도는 매우 느릴 것으로 예상된다. 또한 두 그룹 모두 경영투명성 확보나 시장규율 강화라는 보편적 요소를 도입하는 등 새로운 '일본식 지배구조'로 수렴될 것으로 예상된다.

한편, 한국도 외환위기 이후 일본에서 추진된 지배구조 개혁과 유사한 지배구조의 변화가 있었으나, 강제적인 규정에 의해 급격한 제도변화가 일어났다는 점에서 일본과는 차이를 보인다. 이 과정에서 영미식 지배구조가 절대善이라는 인식이 전제되어 실제의 '경영관행'과 맞지 않는 사례가 빈번히 나타나고 있다. 일본의 예에서 보듯이 한국도 기업지배구조의 변화에는 시간이 걸릴 것이라는 인식하에 경영투명성 확보와 시장규율 강화를 전제로 한 '한국식 지배구조'를 찾아가는 노력이 필요한 시점이다.

《 요 약 》

I. 문제 제기

일본 기업의 지배구조 개혁에 대한 엄밀한 평가가 필요

□ 일본의 기업지배구조는 이론과 실제 사이에 괴리가 존재

- 법률상으로 Shareholder Model, 즉 주주가치를 중시한 제도설계에 기반
· 「주주가 기업의 주권자임을 확립시키는 법률」로 회사법을 설정
- 하지만 실제로는 종업원 중시의 이해관계자형 모델(Stakeholder Model)에 근접¹⁾

□ 현 단계에서는 일본 기업의 지배구조 개선에 대해 엇갈린 평가

- 일본 내에서는 위원회설치회사²⁾ 등 영미형 기업지배구조를 도입한 기업이 증가하면서 일정의 성과를 거두었다고 평가
- 반면, 외국인 투자자들은 여전히 일본을 경제규모 대비 가장 낙후된 지배구조를 갖는 국가로 지목

□ 진정한 의미의 주주가치를 중시하는 영미형 모델로 전환되었는가는 의문

- 주주 및 채권자와 경영진 간의 관계 변화, 종업원을 포함한 기업 내부의 지배구조 변화 등 다면적인 분석이 필요
- 더불어 일본의 지배구조 개선이 한국에 주는 시사점을 도출

1) 법률에는 회사가 주주의 것이라고 되어 있으나 실제로는 종업원의 이익을 최우선

2) 감사역을 두지 않고 지명, 감사, 보수위원회를 설치해 영미형 지배구조를 취하는 주식회사

II. 최근 일본 기업지배구조의 변화

메인뱅크의 기능이 저하되고 안정주주 구조가 해체

□ 90년대 초 버블 붕괴를 기점으로 메인뱅크에 의한 경영감시 기능이 약화

- 메인뱅크는 고도성장기에 기업의 최대 채권자가 되는 동시에 대상 기업의 주식을 소유함으로써 다양한 형태로 기업경영에 관여
- 버블 경제의 붕괴로 기업과 메인뱅크 간 주식의 상호보유가 해소되면서 메인뱅크의 경영감시 기능이 크게 약화

□ 경영권 탈취의 방어벽 역할을 담당했던 안정주주 구조도 해체

- 메인뱅크의 주식보유와 기업과 메인뱅크 간 주식 상호보유 구조가 무너지며 기업지배구조의 근간이 되어온 안정주주 구조가 해체되고 대주주 구성에 변화
- 대주주가 보유주식을 방출하면서 다른 주주들에게 지분이 분산
- 주식소유 분산으로 영미형 지배구조로 변화를 유도하는 제반 여건이 형성
- 외국인 투자자가 증가하고 M&A가 활성화되는 등 자본시장의 감시 기능이 강화

소니의 집행임원제 도입을 계기로 지배구조 개혁이 본격화

□ 소니는 1997년 정기총회에서 이사회는 경영감독만을 전담하고 이사회 멤버의 일부가 업무집행을 담당하는 집행임원제를 역사상 처음으로 도입

- 당시 38명이던 이사를 10명으로 대폭 감축해 7명의 대표이사와 3명의 사외이사로 이사회를 구성
- 이로써 이사회의 경영감독과 최고 경영진의 경영집행이 분리

- IT 붐과 이데이 회장의 결단력에 힘입어 집행임원제도는 순식간에 일본 대기업에 확산

□ 지배구조 개선에 관련된 법제도가 정비되고 개혁에 대한 성과도 가시화

- 2003년 상법개정을 통해 기업의 내부지배구조 개혁의 큰 틀이 마련
- 영미형 지배구조를 표방하는 위원회설치회사가 증가
 - 감사회 제도를 유지하는 기업들도 집행임원제를 도입하거나 사외이사제를 강화

외국인 주주의 증가가 지배구조 변화를 견인

□ 외국인 주식소유 비율이 높을수록 위원회설치회사제를 도입할 확률 증가

- 회귀분석 결과 위원회설치회사 도입 여부와 외국인 소유비율은 유의한 정의 상관관계를 보임
- 위원회설치회사 증가율과 종업원 증가율은 독립적
 - 주주 중시의 지배구조와 종업원 중시의 지배구조 개혁이 반드시 대립적이지는 않음을 시사

Probit과 Logit 모형의 추정 결과

1기 前 변수	Probit	Logit
ROA	0.047(1.24)	0.077(1.17)
단기차입금	-0.012(0.73)	-0.025(0.85)
Top5 은행소유비율	0.035(1.25)	0.068(1.31)
Top5 외국인소유비율	0.080(3.07)***	0.137(2.92)***
종업원 증가율	0.00(0.86)	0.00(0.83)

주: 위원회설치회사 여부와 각 변수와의 상관관계

()은 t-value, ***은 유의수준 5% 내에서 유의

III. 평가 및 전망

경영에 대한 모니터링 기능이 강화되고 주주가치에 대한 의식이 변화

□ 안정주주 및 메인뱅크에 의한 소극적 모니터링이 외국인 주주와 기관투자자에 의한 적극적 모니터링으로 변화

- 주주 구성이 경영의 감독 기능을 담당하던 소수의 안정주주 중심에서 주식소유가 유동적이고 분산된 영미형으로 전환
- M&A가 활성화되면서 자본시장에서의 모니터링 기능도 강화
 - 경영 효율성이 떨어지는 기업의 경영자를 경질하는 등 자본시장의 논리가 기업경영에 미치는 영향력이 증대
- 외국인 투자자와 기관투자자의 의결권 행사도 활발히 진행

□ 주주가치에 대한 의식구조에도 변화가 진행

- 주주가치 창출과 관련성이 높은 재무제표를 중요시하는 기업이 증가
 - 매출액이나 경상이익 등의 손익계산서 지표보다는 ROA(총자본이익률), ROE(주주자본이익률) 등의 자본수익성 지표를 중시³⁾
- 하지만 종업원 중시 기업의 비율은 변화가 거의 없는 상태
 - 종업원 중시와 주주 중시가 반드시 대립적이지는 않음⁴⁾
 - 종업원과 비교해 주주를 더욱 중시한다기보다는 이제까지 소외되어 왔던 주주가치를 끌어올린다는 점에서 부분적 변화
- 이는 영미형 주주 중시 경영으로의 완전한 전환이 이루어지지 않고 있음을 의미

3) 野村證券金融研究所(2004). 『コーポレート・ガバナンス・ファンドから見た日本企業のガバナンスの現状と課題』

4) 위원회설치회사의 결정요인 분석 참조

당분간 일본형과 영미형의 이분화로 진행되며 그 속도는 점진적

□ 향후 일본의 지배구조는 일본형과 영미형으로 이분화되어 진행

- 일본형을 고수하면서 점진적 개선을 선택하는 그룹과 정부의 제도 변화에 적극적으로 대응하면서 영미형을 표방하는 그룹으로 양분화
- 하지만 두 그룹 모두 경영투명성 확보와 시장규율이라는 보편적 요소를 도입하는 형태로 수렴할 것으로 예상

□ 일본형 지배구조가 완전히 정착되기까지는 시간이 더 걸릴 전망

- 종신고용제, 연공서열제, 이사의 내부승진 등 본질적으로는 여전히 일본형을 벗어나지 않고 있는 상황
- 종래의 일본 관행들에 대한 집착과 관성이 강하다는 것을 의미

IV. 시사점

새로운 지배구조가 정착되기까지는 시간이 필요

□ 일본의 경우 지배구조에 가시적인 변화가 있기까지는 거의 20년이 소요

- 90년대 이후 구조개혁의 필요성이 꾸준히 제기되었으나 실질적인 변화는 거의 없는 상태가 지속
 - 10년이 지난 2000년 이후 가시적인 변화가 시작되었으며 현재도 진행 중
- 시간을 두고 점진적으로 종래의 방식을 보완해가는 일본식 구조개혁의 특성을 잘 설명
 - 새로운 제도를 받아들이기보다 현재의 제도를 환경의 변화에 적응시키는 기능적 개혁

- 경제적 유인 구조의 변화가 수반되지 않는 성급한 '성과주의식' 개혁은 예상치 못한 조정비용을 발생시킬 가능성
 - 일본에서는 위원회설치회사제도 도입 등 지배구조 개선이 표면적인 조직 변화에 그쳐 효과는 적고 부작용만 노출
 - 영미형 지배구조의 본질을 이해하고 새로운 시스템을 효율적으로 운영하는 기업이 늘지 않고 있는 실정
 - 영미형 제도에 근접한 기업의 경영성과가 일본형에 비해 오히려 저조
 - 그룹 간 't-test'에서 2000~2003년 위원회설치회사제도를 도입한 36개社の 평균 매출증가율은 0.7%로 未도입 회사 평균 7.2%를 크게 하회⁵⁾

한국형 지배구조를 찾아가는 노력이 필요한 시점

- 한국의 기업지배구조 개혁은 일본과는 다소 차이가 있으나 유사한 결과가 발생
 - 외환위기라는 특수한 상황에서 강제적인 규정으로 급격한 제도변화를 경험
 - 영미형 지배구조가 '절대善'이라는 인식이 전제
 - 충분한 논의 없이 형식상의 변화를 강조한 나머지 지배구조와 실제의 '경영 관행'이 맞지 않는 사례가 빈번히 발생
- 다소 시간이 걸리더라도 한국형 지배구조를 찾아가는 노력이 필요
 - 일본의 사례에서 보듯이 한국도 기업지배구조의 변형에는 시간이 필요하다는 인식이 필요
 - 경영투명성 확보와 시장규율 강화를 전제로 한국식 지배구조를 찾아가는 노력이 필요한 시점

5) 영미형과 일본형 기업의 성과를 비교한 『日經ビジネス』 (2003.12.17.) 도 유사한 결과

I. 문제 제기

일본의 전통적 지배구조는 ‘종업원 중시’의 이해관계자형 모델

□ 일본의 기업지배구조는 법률상으로 Shareholder Model, 즉 주주가치를 중시한 제도설계에 기반

- 회사법을 「주주가 기업의 주권자임을 확립시키는 법률」로 설정
 - 회사법상에는 주로 채권자와 주주만이 등장하고 종업원은 등장하지 않음
 - 일본 회사법상의 ‘사원’은 주주를 지칭
- ‘돈을 투자한 사람만이 고려의 대상’으로 채권자보다는 주주에게 주권을 인정
 - 종업원과 주주를 대비해 주주에게 더 큰 권리가 있음을 인정한 법률은 존재하지 않음

□ 실제로 기업이 어떻게 운영되고 있는가에 대한 관점에서는 이해관계자형 모델(Stakeholder Model)에 근접⁶⁾

- 이해관계자 내에서도 특히 종업원의 가치를 중시
- 다만 종업원의 경영참여도 측면에서 독일형의 모델과는 또 다른 차이
 - 독일형 이해관계자 모델에서는 공동결정법, 사업소조직법 등 주주와 종업원이 하나의 법률에 함께 등장
- ‘기업은 자본의 결합체인 동시에 사람의 결합체’라는 이면성이 강조된 모델
 - 자본은 설비나 기술을 구매할 수 있지만 경쟁력의 원천은 자본이 아닌 종업원의 지혜와 에너지로부터 발생한다는 견해

6) 江頭憲治郎 (1994). "법률에는 회사가 주주의 것이라고 되어 있으나 실제로는 종업원의 이익을 최우선으로 하여 운영되어온 것에 대해 상업학자의 견해가 일치".

주식 상호보유에 의한 안정주주화가 가장 큰 구조적 특징

□ 일본 기업들은 고도성장기에 메인뱅크와 기업 또는 기업 간 주식 상호보유를 확대

- 기업에 필요한 자본을 은행이 지원하는 체제를 강화하기 위해 메인뱅크와 기업은 주식을 상호보유
- 기업 집단 내 기업 간, 거래처 등을 포함한 타 관계기업 간 상호보유도 더불어 증가

□ 이러한 주식 상호보유 관행이 주식의 “안정주주”화로 연결

- 주가 유지를 위해 설립된 기관들이 매각한 주식을 발행기업의 관계기업이나 금융기관 등 안정주주층이 매수
- 상법 280조의 개정 등으로 제3자 할당증자가 가능해지면서 주식 상호보유와 안정주주화가 더욱 촉진

□ 안정주주는 외부 세력의 경영권 탈취에 대한 방어벽으로 작용하였고 자본시장과 주주의 모니터링 기능을 대체

- 기업과 금융기관 모두에게 안정된 경영권이 보장되면서 자본시장에서 M&A 압력이 거의 작동할 수 없었음
- 안정주주화는 경영자에게는 적대적 M&A에 대한 방어책 기능을, 은행에게는 거래처 유지의 기능을 수행
- 투명성이나 주주가치는 기업이 추구할 전략 목표가 되기 어려운 구조

7) 岡部広明(2002)에서는 “안정주주는 발행 기업 간의 우호적인 기업의 내부자로서 주식을 보유하고 있으며, 경영상태가 현저히 악화되지 않는 한 비우호적인 제3자에게 주식을 매각하지 않겠다는 암묵적 계약을 맺은 주주”로 정의.

메인뱅크와 기업집단이 경영의 감시기능을 담당

□ 고도성장기에는 메인뱅크가 경영의 감시기능을 수행

- 대다수의 기업이 전후의 기업 재건과 외형 확대를 은행 차입에 의존
 - 메인뱅크는 기업의 최대 채권자인 동시에 대상 기업의 주식을 소유한 주요 주주의 위치를 확보
- 메인뱅크는 기업에 대한 융자 외에도 다양한 형태로 경영에 관여
 - 매 결산기 업적을 분석해 문제가 있을 경우 경영체제 쇄신을 요구
 - 신규사업 또는 해외 진출, 증자에 관한 자문, 주주총회 대책 등 광범위

□ 기업집단의 감시체제는 메인뱅크를 보조하는 역할

- 그룹 내 경영자 사이에서는 상호의존과 상호감시 시스템이 형성
- 계열 기업들은 주식의 상호보유, 임원의 상호파견, 그룹 내 사장단회의의 정보교환 등을 통해 상대방의 경영을 감시
 - 전후 혼란 속에서 단기간에 재구축된 미쓰비시, 미쓰이, 스미토모 등의 재벌 그룹이 그 중심

□ 감독관청과 업계단체도 경영자에 대한 감시역할의 일부를 담당

- 1940년대 전시 국가 총동원체제로 확립된 관청-업계단체-기업 간 명령 체계가 전후에도 상당 부분 유지
 - 기업의 외부자가 경영자의 규율을 감독하는 기능을 수행
- 경영자는 상부로부터 인·허가나 지도를 받음과 동시에 업계의 현황을 보고하고 이를 업계 간 공유

1990년대 버블 붕괴 이후 일본식 지배구조에 대한 문제점이 부각

- 1980년대 말까지 일본의 기업지배구조는 세계적으로도 비교적 높게 평가
 - 주식 상호보유에 의한 안정주주화, 내부자 출신에 의한 이사회구성, 메인뱅크 지원체제 등이 주 성공 요인으로 인식
 - 1960년대 말부터의 경제 활황에 힘입어 세계에서 가장 효율적인 지배구조의 하나로 칭송
 - 장기적인 투자를 가능하게 함으로써 기업 경쟁력의 근간을 이룸⁸⁾
 - 1980년대 말까지는 안정적인 투자와 시장 확대가 지속되면서 지배구조에 관한 문제는 부각되지 않음
- 그러나 1990년대에 들어 일본경제가 장기불황의 늪에 빠지면서 지배구조에 대한 문제점이 본격적으로 제기
 - 1990년대 초부터 기업의 업적부진이 장기화되면서 전통적 지배구조에 대한 의문이 제기
 - 일본식 경영을 지탱해온 지배구조가 과잉투자를 유발하거나 사업재편의 정체를 심화시켜 1990년대의 장기침체를 초래했다는 비판⁹⁾
 - 기업의 비윤리적인 문제점들을 막기 위해서도 경영의 감시 및 견제의 틀을 재구축해야 한다는 목소리가 대두
 - 경영의 윤리성 측면에서 엄하게 규탄받아야 할 사건이 발생 (2000년的雪印유업 집단 식중독사건 등)
 - 기업경쟁력을 높이고 의사결정, 감시, 견제의 틀을 구축하려는 관점에서도 개혁에 대한 필요성이 제기

8) Porter (1992). Capital Disadvantage: Americas Failing Capital Investment System

9) 平田 (2002) 에서는 당시의 장기 경제불황을 빗대어 '지배구조 불황'으로 표현.

소니가 집행임원제를 도입하면서 지배구조 개선에 대한 움직임이 본격화

- 소니는 1997년 정기총회에서 이사회를 대폭 감축하고, 이사회는 경영감독만을 전담하되 이 중 일부가 업무집행을 담당하는 집행임원제를 처음으로 도입
 - 당시 38명이던 이사를 10명으로 대폭 감축해 7명의 대표이사와 3명의 사외이사로 이사회를 구성
 - 언론은 일제히 ‘소니가 이사를 대량 강등’이라는 제목으로 대서특필¹⁰⁾
 - ‘집행과 감독으로부터 경영을 분리하고 이사회는 감시에 전념한다’는 이데이(出井) 사장의 의지가 반영
 - 당시 일본에서는 이사회가 의사결정은 물론 집행 및 감시 역할까지 수행
 - 대다수의 기업 경영자들은 소니의 개혁을 ‘이데이 혁명’이라 부를 정도로 충격적으로 인식¹¹⁾

□ 이를 계기로 일본 내에 기업지배구조 개선에 대한 움직임이 본격화

- IT 붐과 이데이 회장의 결단력에 힘입어 집행임원제도는 순식간에 일본 대기업 사이에 확산¹²⁾
 - 재계뿐만 아니라 정부도 기업지배구조의 개선을 위한 제도마련에 적극적인 자세로 전환
- 대외적으로도 글로벌화의 급격한 진전으로 기업지배를 둘러싼 국제적인 논의가 활발히 개진
 - OECD는 1999년에 제정한 ‘기업지배구조 원칙’을 더 엄격하고 상세히 개정해 회원국을 포함한 각국에게 채택할 것을 권고¹³⁾

10) “神話”再生へソニー2大改革.”(1997.8.17.). 『東京新聞』.

11) “米日企業から見るコーポレート・ガバナンスの弱点.”(2006.7.3.). 『日経ビジネス』.

12) 개혁의 기수가 된 이데이 회장의 저서는 기업의 IT 전략회의, 정부위원회나 재계까지 영향력을 확대

13) 개정원칙은 구원칙과 같은 구속력은 없으나 준수사항을 검증하는 시스템이 존재해 실효성 확보

지배구조 개선에 관련된 법제도가 정비되고 성과도 가시화

□ 기업의 지배구조 개선을 이끄는 각종 법제도가 정비되기 시작

- 회사법 개정으로 기업지배구조 개선에 대한 선택의 여지가 확장
 - 1996년의 금융 빅뱅으로 회계기준이 개정되면서 지배구조 변화를 촉진
- 글로벌화와 IT화도 기존 제도에 관한 개선의 필요성을 제고시키는 역할

□ 위원회설치회사가 늘어나고 사외이사제가 강화되는 등 성과도 가시화

- 영미형 지배구조를 표방하는 위원회설치회사가 증가
- 감사회를 유지하는 기업에서도 집행임원제를 도입하거나 사외이사제를 강화하는 등 이사회 개혁을 진행

진정한 의미에서 주주 중시형 영미형 지배구조로 전환되었는가는 의문

□ 지배구조 개선에 대한 평가는 현 단계에서는 대내외에 큰 차가 존재

- 일본에서는 위원회설치회사 등 영미형 기업지배구조를 도입한 기업이 증가하면서 지배구조 개선에서 어느 정도 성과를 거두었다는 평가
- 반면 외국인 투자자들은 여전히 일본을 경제규모 대비 가장 낙후된 지배구조를 갖는 국가로 지목
- 종업원 중시의 일본형 지배구조가 진정한 의미에서 주주중심의 영미형으로 전환되었는가에 대한 보다 엄밀한 평가가 필요
 - 일본의 지배구조 개선이 한국에 주는 시사점을 도출

II. 일본 기업지배구조의 최근 변화

지배구조의 변화를 살펴본 후 영미형 근접 정도를 평가

□ 외부 지배구조를 통해 대주주 구성의 변화, M&A 활성화 정도, 기관투자자의 행동 패턴의 변화를 검토

- 경영감시의 주체가 안정주주에서 자본시장으로 전환되었는가를 파악
- 안정주주의 중심 축을 이루던 메인뱅크의 경영감시 기능은 약화

- M&A의 활성화 여부와 기관투자자의 역할 변화를 조사
- 기업 경영의 목적이 어느 이해관계자에 준거하는가를 판단

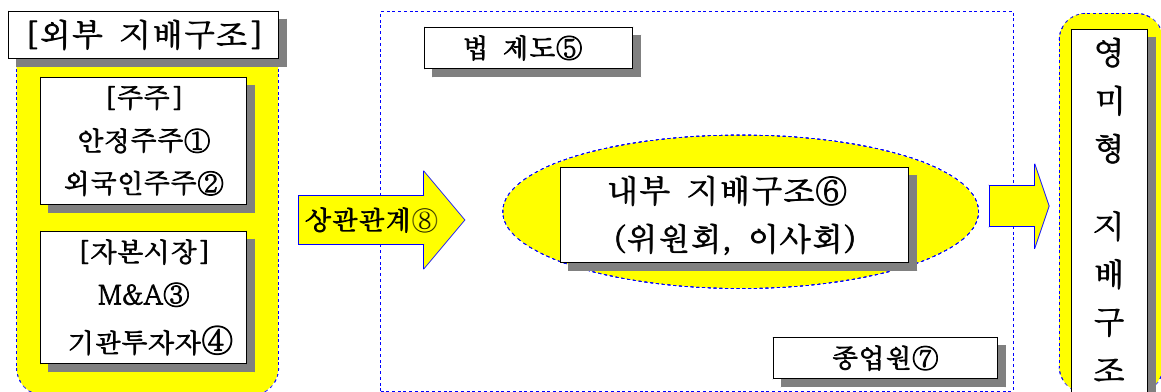
□ 내부 지배구조를 통해 법제도의 변화, 위원회설치회사의 도입 여부, 이사회 의 개혁 정도를 파악

- 특히 일본 기업은 종업원 처우의 일환으로 이사의 지위를 부여해왔음을 전제로 종업원의 가치변화도 내부구조의 한 축으로 분석

□ 이를 종합하여 영미형 지배구조로의 근접 정도를 판단

- 위원회설치회사 분석을 통해 외·내부 지배구조의 상관관계도 규명

기업지배구조 분석의 기본 틀



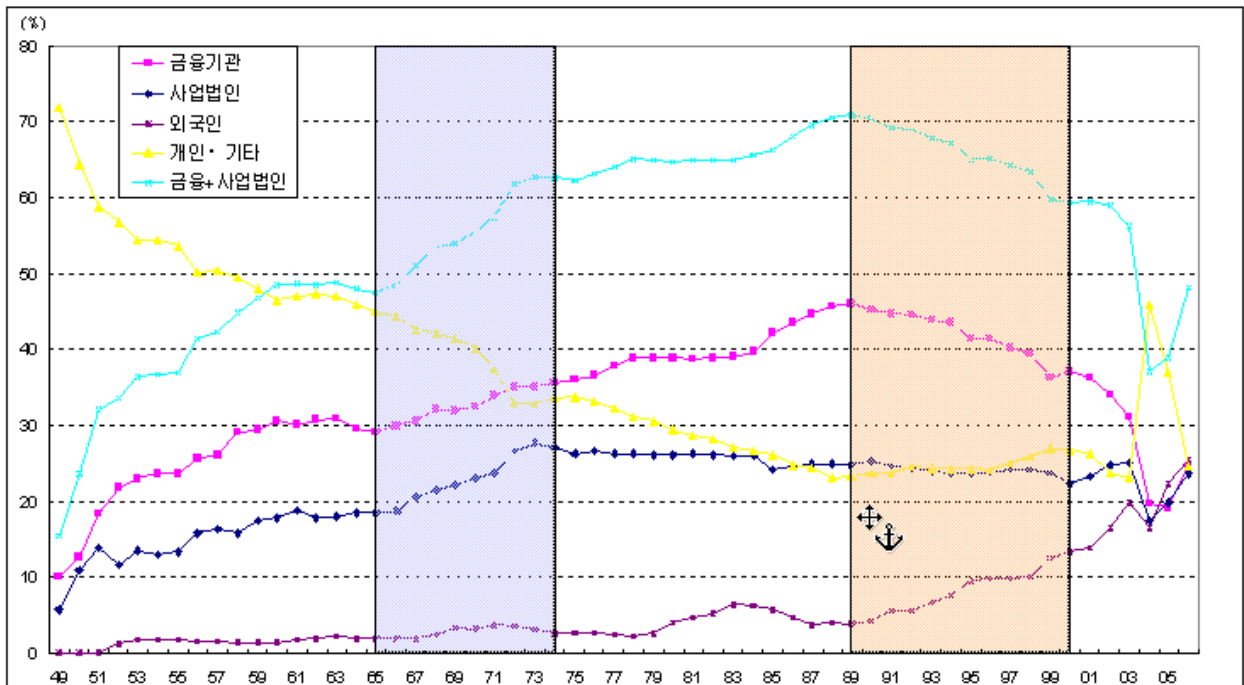
1. 외부 지배구조 변화

기업 지배구조의 근간을 이루던 안정주주 구조가 해체

□ 버블 경제 붕괴를 기점으로 기업지배구조의 근간이 되어온 안정주주 구조가 해체되고 대주주 구성이 변화¹⁴⁾

- 금융기관 + 사업법인 주식소유 비율로 대변되는 안정주주가 소유집중도의 하락과 주식 상호보유의 해소에 따라 그 비율이 감소
- 연결회계·시가회계제도가 도입되어 기업 간 상호보유 해소를 가속화
- 안정주주 구조의 해체는 대주주의 구성 변화로 연결
- 대주주가 보유주식을 방출하면서 여타 주주로 지분이 분산

일본 주식소유구조의 추이(단위수)



주: 일본 내 5개 거래소의 상장회사 2,937사 대상

자료: 全国証券取引協議会, “株式分布状況調査2006.”

14) 2003년 이후 개인 주주의 급격한 증가는 신규 상장회사와 투자단위를 낮춘 회사가 큰 폭으로 증가한 데 기인

안정주주를 소유의 실제 유지 여부로 정의하면 감소 정도는 더욱 큼

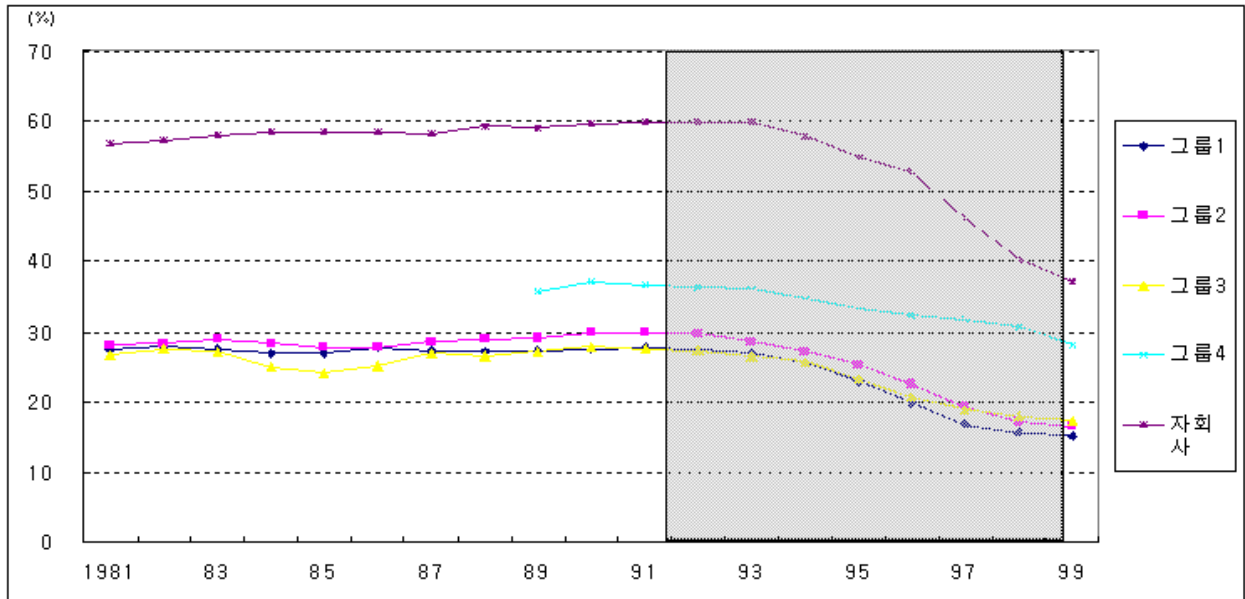
- 1992년 이후 각 그룹별 안정주주의 비율¹⁵⁾은 전체 평균에 비해 더 빠르게 감소
 - 자회사를 제외한 모든 그룹에서 안정주주 비율이 약 15%씩 급감해 기존의 연구 결과인 완만한 둔화와는 대조적
 - 자회사를 비롯한 모든 그룹에서 40% 이하까지 하락
- 그림 3의 경우 안정주주 비율은 정점이었던 1989년 70.8%에서 1999년 59.8%로 감소했으나 여전히 60%에 가까운 고수준을 유지

<연구에 이용된 샘플의 특징>

- ◆ 현재까지 일본의 증권시장에 상장된 모든 기업을 샘플로 사용해 안정주주의 감소를 재조명
 - 기업을 IPO 시기에 따라 5개 그룹으로 분류(*부록참조)
 - 제1그룹(1949~1960), 제2그룹(1961~1970), 제3그룹(1971~1987), 제4그룹(1988~2000), 제5그룹(자회사)
 - 기업의 설립 연수에 따른 자연적인 소유구조의 변화를 통제할 목적
 - 계열사 또는 자회사가 포함되어 있어 사업법인 비율을 높일 가능성
 - 의사결정에 직접적인 영향을 미칠 수 있는 Top10 주주만을 대상
 - 안정주주의 재정의: 한 시점에서의 Top5를 조사해 5년 후의 Top5와 비교한 후 Top5의 지위를 유지하고 있는 주주만을 안정주주로 분류
 - 금융기관과 사업법인 소유의 합계를 안정주주로 정의하면 우호적 또는 비우호적 주주에 대한 구분이 불가능

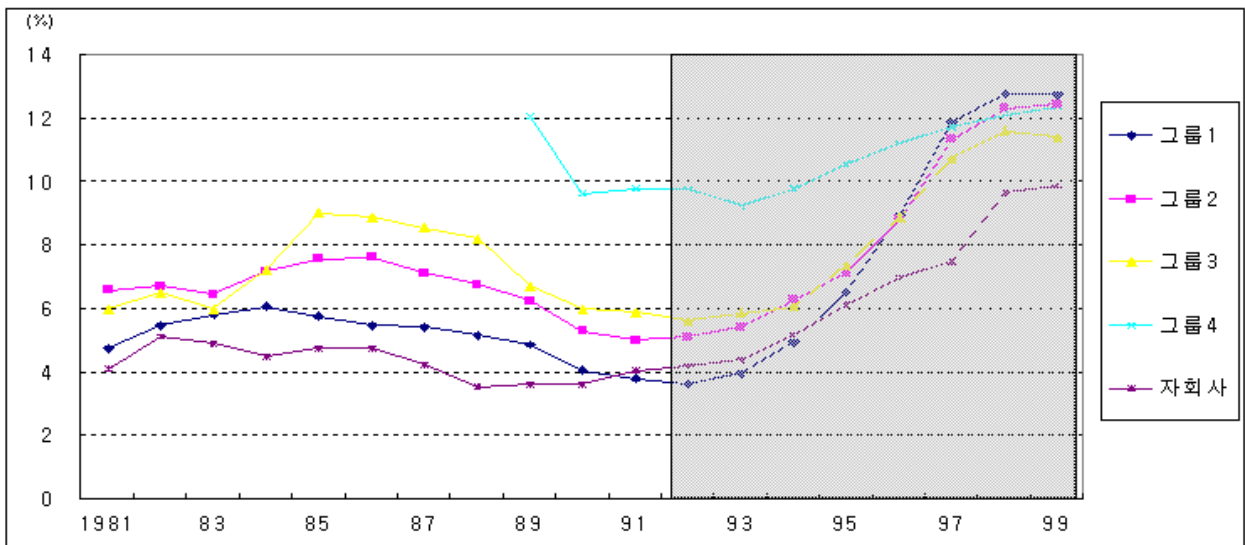
15) 안정주주 여부를 특정 시점의 5년 전과 후의 소유여부로 판단

안정주주의 비율 저하 1



주: 한 시점에서의 Top5를 조사해 5년 후의 Top5와 비교한 후 Top5의 지위를 유지하고 있는 주주만을 안정주주로 분류한 경우

안정주주의 비율 저하 2



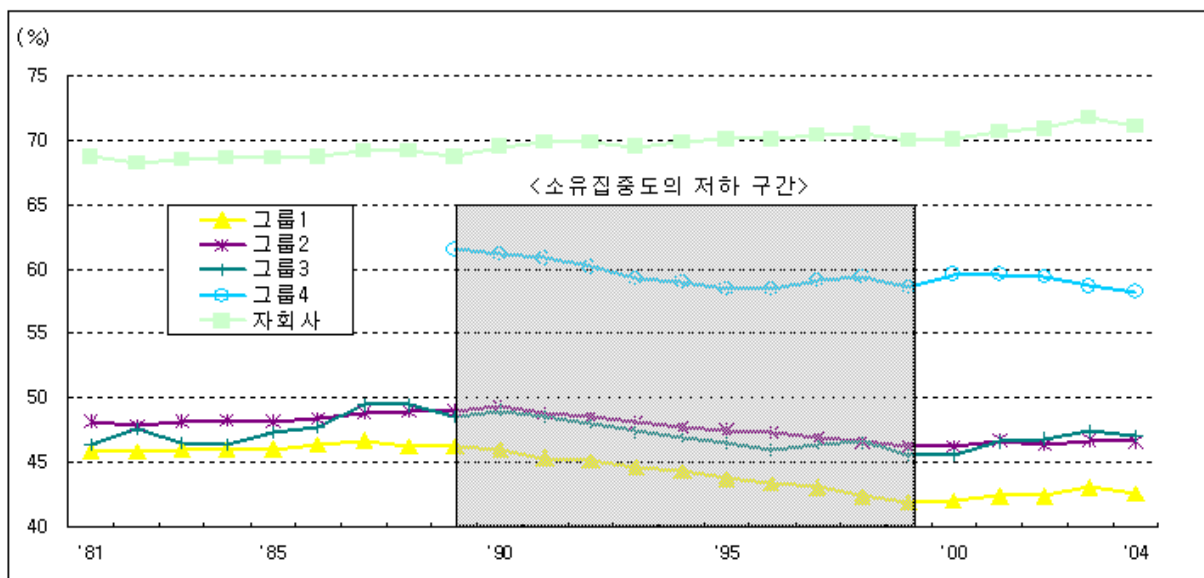
주: 한 시점에서 Top5까지의 소유비율 합계와 5년 후 Top 5의 합계를 계산하여 그 차가 크면 클수록 소유구조가 불안정한 것을 의미 (Top10을 벗어났을 경우 0)

- 2개의 지표 모두 1992년 이후의 안정적 소유구조의 불안정과 이후의 급속한 해체를 보여줌
- 현 추세대로라면 안정주주 비율이 가까운 장래에 약 10%대로 내려앉을 가능성

소유집중도 저하가 안정주주 구조를 해체

- 소유집중도¹⁶⁾는 대주주의 대부분을 점하는 금융기관과 사업법인의 동향과 밀접한 관련을 갖는 추이
 - 1988년까지 상승 또는 안정적으로 추이한 후 1989년 이후 서서히 감소
 - 금융기관과 법인기업이 주식 상호보유한 것에 기인
 - 1989년 이후 버블 붕괴로 큰 타격을 입은 금융 섹터가 거래기업의 주식을 방출한 결과 소유집중도가 저하

그룹별 소유집중도의 추이



- 1992년부터 소유집중도가 서서히 저하되기 시작하나 여전히 고수준을 유지¹⁷⁾
 - 그룹 1~3의 경우 1988년까지 45~50% 사이를 움직이다가 99년 시점까지 감소하지만 여전히 40% 이상
 - 기업 경영권에 대한 안정적인 장벽을 형성

16) 본 보고서에서 소유집중도는 상위 10위 주주의 소유비율 합계로 정의

17) Harold, D and L, Kenneth (1985). 일반적으로 소유집중도와 기업규모 간에는 부의 상관관계.

- 그룹 4는 상장한 지 얼마되지 않은 가족기업이 대부분을 차지해 거의 모든 구간에서 60%에 근접
- 자회사의 경우에는 기업 특수성으로 인해 약 70% 이상 유지

금융기관과 사업법인의 교차 주식매도가 안정주주 구조의 해체에 일조

□ 버블 붕괴에 의한 주가 하락과 기업경영 악화로 부실채권이 증가하면서 은행들은 이를 해소하기 위해 보유주식을 매각

- 1995년 이후 보험회사를 필두로 한 사업법인의 주식매도 우위세가 지속되었고 1997년 이후 금융위기의 심화로 다시 급진전
- 부실채권의 상각자원 확보와 BIS 자기자본 비율의 규제에 대한 대응이 목적
- 사업법인 주식의 매각은 고이즈미 내각의 ‘금융회생 프로그램’에 의한 부실채권 정리 과정에서도 진행
- 1997년 금융위기로 인해 공적자금을 받았던 주요 은행들은 ‘경영건전화계획’이라는 회생 프로그램 제출이 의무화

□ 사업법인에 의한 금융기관 주식매도도 동시에 진행

- 은행주의 가격하락¹⁸⁾이 사업법인의 금융기관 주식매각을 촉진시키는 요인으로 작용
- 1995년 가을의 다이와은행사건¹⁹⁾, 주전문제²⁰⁾를 배경으로 은행주의 가격조정이 발생
- 기업도 잃어버린 10년이라는 경기불황 속에서 전략적 투자에서 벗어나 있던 은행주의 매각을 빠르게 진행

18) 1995년 중반 이후 低주가 국면에서 은행주 평균 가격은 TOPIX의 하락폭을 넘어서기 시작

19) 1995년 일본 다이와은행 뉴욕지점 직원들이 미국채권을 무단으로 거래하다 11억 달러의 손해를 입힌 사건

20) 1996년 초 주택금융전문회사(住專)의 부실채권 처리를 둘러싼 문제

외국인 소유비율이 지속적으로 증가

□ 외국인 주식 소유비율은 1991년 이후부터 지속적인 증가세를 시현

- 1990년 이후의 주가하락을 매수시기로 인식한 해외 기관투자자의 주식 매수가 증가
- 투자신탁은 주가하락으로 인해 매도세로 전환하는 중 중요한 매수 주체

1990년대 투자부문별 주식매매고(매수-매도) 추이

(단위: 100만 주, % / 동경, 오사카, 나고야 3시장)

연도	전체	증권회사	투자신탁	은행	사업법인	외국인	
1990	108	94	851	-222	780	-1,805	(5.5)
1991	952	-163	-1,323	1,429	-1,593	4,146	(6.7)
1992	554	-102	365	1,306	-1,002	228	(7.4)
1993	705	-109	-580	3,060	-1,960	1,297	(9.7)
1994	831	-148	-1,726	1,739	-2,061	4,968	(9.8)
1995	411	116	-1,251	-3,113	-1,303	3,356	(9.8)
1996	598	-90	-1,020	1,027	-1,313	2,472	(10.0)
1997	-138	409	-1,580	-1,382	-152	-1,153	(12.4)
1998	-274	323	-518	-1,855	-1,251	-1,291	(13.2)
1999	-381	373	-389	-2,415	-2,280	7,228	(13.7)
2000	-26	396	1,029	-1,506	-1,828	-728	(16.5)

주: ()안은 5개 거래소 외국인 주식 소유비율로 3시장과는 차이

자료: 東京証券取引所, 『証券統計年報2002.』

- 2000년 이후에도 외국인의 주식 소유비율은 주가상승률이 높은 업종을 중심으로 꾸준히 상승²¹⁾
- 외국인 주식 소유비율은 2006년을 기준으로 전년에 비해 1.3%p 상승한 28.0%를 기록²²⁾

21) 종류별 주가지수의 상승률이 높은 해운업, 부동산업, 전기·가스업을 중심으로 보유비율을 확대

22) 그룹별 외국인 소유비율은 부록 참조

M&A 시장이 활성화되고 기관투자자의 의결권 행사가 증가

□ 1990년대 후반 이후 일본 M&A 시장이 활성화되면서 기업의 적대적 M&A가 사회적 문제로 대두

- 일본의 M&A는 1990년대 후반부터 증가하기 시작해 2005년 2,752건으로 1980년대 이후 제2의 전성기를 구가
 - 거래 실적은 2004년 약 9조 엔 정도로 전년 대비 약 1.6배 상승했으나 공표된 M&A 비중이 약 50%라는 것을 고려하면 훨씬 더 클 것으로 예상
- 단기적인 이익을 목적으로 한 외국자본 및 일본 내 신흥 IT 기업의 적대적 M&A가 사회적 이슈로 등장²³⁾
 - 미국계 펀드회사 스틸파트너스의 모직물 염색업체 소토의 주식 공개 매집, 신흥 IT 기업 라이브도어의 일본방송 경영권 장악 소동 등

□ 연금기금과 외국인 투자 펀드 등 기관투자자의 의결권 행사가 활발히 진행

- 전체 주주 중에서 의결권을 행사한 주주가 30%를 넘는 기업이 2000년 19%에서 2004년 47%까지 확대
- 최근까지는 은행과 같은 대주주가 의결권 행사에 의존하지 않고 회사와 직접 대화하여 의사를 표명
- 연금기금과 같은 기관투자자들이 의결권 행사를 통해 기업지배구조에 적극적으로 관여하기 시작
 - 연금 펀드의 리더 격인 후생연금기금연합회²⁴⁾는 ‘주주의결권 행사에 관한 가이드라인’을 발표하고 운용기관에 의결권 행사를 사실상 의무화

23) 일본에서는 피매수기업의 합의가 없는 적대적 M&A 시도는 사업관행상 비도덕적인 행위로 인식

24) 운용자산 약 5.7조 엔 중 국내주식은 1.7조 엔으로 귀추가 주목

2. 내부지배구조 변화

지배구조 개선을 유도하기 위한 다양한 법제도 정비

□ 1990년대 후반부터 기업지배구조와 관련된 각종 법제도가 정비²⁵⁾

- 지배구조와 직간접적으로 연관된 상법, 독금법, 회계법 등을 개선·정비
- 기업의 글로벌화나 IT화에 대해 대응하기 위한 제도 개선도 진전
 - 이메일을 통한 의결권행사, 회사 관련 서류의 전자화, 주식 전자화 등

주요 법 개정 내용

연도	상법	독점금지법 개정	회계기준
1997년	·합병절차 간소합리화(10월) ·스톡옵션제도 도입(10월)	·독금법개정(12월) (지주회사설립해금)	—
1998년	·자기주식 취득의 소각요건 완화(3월)	—	·연결재무제표제도의개정 ·연결 캐쉬플로우 계산 ·세효과회계 도입(4월)
1999년	·주식교환 및 이전제도 도입(10월) ·금전채권의 시가평가제도입(10월)	·독금법의운용기준완화 (합병, 주식보유 등에 관한 기업합병규제)의 완화	—
2000년	—	—	·금융상품 시가평가 ·퇴직 급부회계,중간연결 ·재무제표제 도입(4월)
2001년	·회사분할법제 신설(4월) ·금고주 해금(10월)	—	·상호보유주식에 관한 시가평가(4월)
2002년	·신주예약권제도 신설(4월) ·스톡옵션제, 종류주식제도, 주주 대표소송제도 등 개정(4~5월) ·감사제도의 기능강화(5월)	—	—
2003년	·위원회설치회사 ·중요재산원회 등의 신설(4월)	—	—
2006년	·신회사법제 시행 ·매수방어책의 도입범위 확대	—	—

자료: 宮島 英昭·原村 健二·稲垣 健一 (2003), “進展するコーポレート・ガバナンス改革と日本企業の再生”, 財務財政総合政策研究所.

25) 일본 기업에게 지배구조 관련 법제도의 변화는 공통의 제도적 조건이 변화한다는 것을 의미

특히 상법과 회계법의 개정이 지배구조 개선을 촉진

□ 상법개정을 통해 기업의 내부지배구조 개혁의 토대가 마련

- 위원회설치회사는 지명, 감사, 보수위원회를 설치하는 주식회사
 - 감사역을 두지 않는 등 영미형 지배구조를 표방
- 2003년 4월에 시행된 상법개정²⁶⁾에 의해 이사회를 종래의 감사역 설치회사와 위원회설치회사의 두 가지 중 하나를 선택
 - 선택 후에는 3개의 위원회와 함께 업무집행역의 설치를 의무화
- 중요재산위원회가 도입되면서 실질적인 최고 의사결정기관이던 상무회와 같은 비공식적 경영기구가 제도권으로 수용

□ 회계기준 제도도 신설되거나 개정

- 기업조직의 재편과 기업 파이낸스와 관련된 법제도가 신설되거나 변경
 - 주식 교환·이전 제도가 신설되고 종류주식제도가 개정
- 1999년도부터 재무제표 개시는 단독 베이스에서 연결 베이스로 이행
 - 2000년부터 기업이 보유하는 금융상품에도 시가회계 도입
- 2001년도부터 주식 상호보유에 관한 시가평가제가 도입
 - 기업이 보유하는 주식의 변동은 기업수익에 직결되기 때문에 비효율적인 주식보유를 시정하는 압력으로 작용
- 2006년 5월의 실무대응지표에 의해 자회사와 모회사의 회계처리 방법 및 절차를 원칙적으로 통일

26) 이후 2006년 5월 '위원회설치회사'로 명칭이 변경되었으나 기본적인 틀은 그대로 유지. 다만 회사법에서는 소정의 요건과 절차를 거치면 회사의 규모에 대한 제한을 받지 않도록 되어 있음

상법개정을 계기로 위원회설치회사로 이행하는 기업수가 증가

- 2003년 상법개정을 계기로 영미형 지배구조를 갖는 위원회설치회사로 이행하는 기업이 증가
 - 2007년 9월 동경증권거래소(동증) 상장회사 중 61개 사가 위원회설치회사로 이행했으며 이는 전체 2,400개 사의 2.5%에 해당
 - 이 중 다른 회사의 자회사를 제외하면 40개 사

위원회설치회사를 채용한 주요 40 기업(산업별로 재배치)

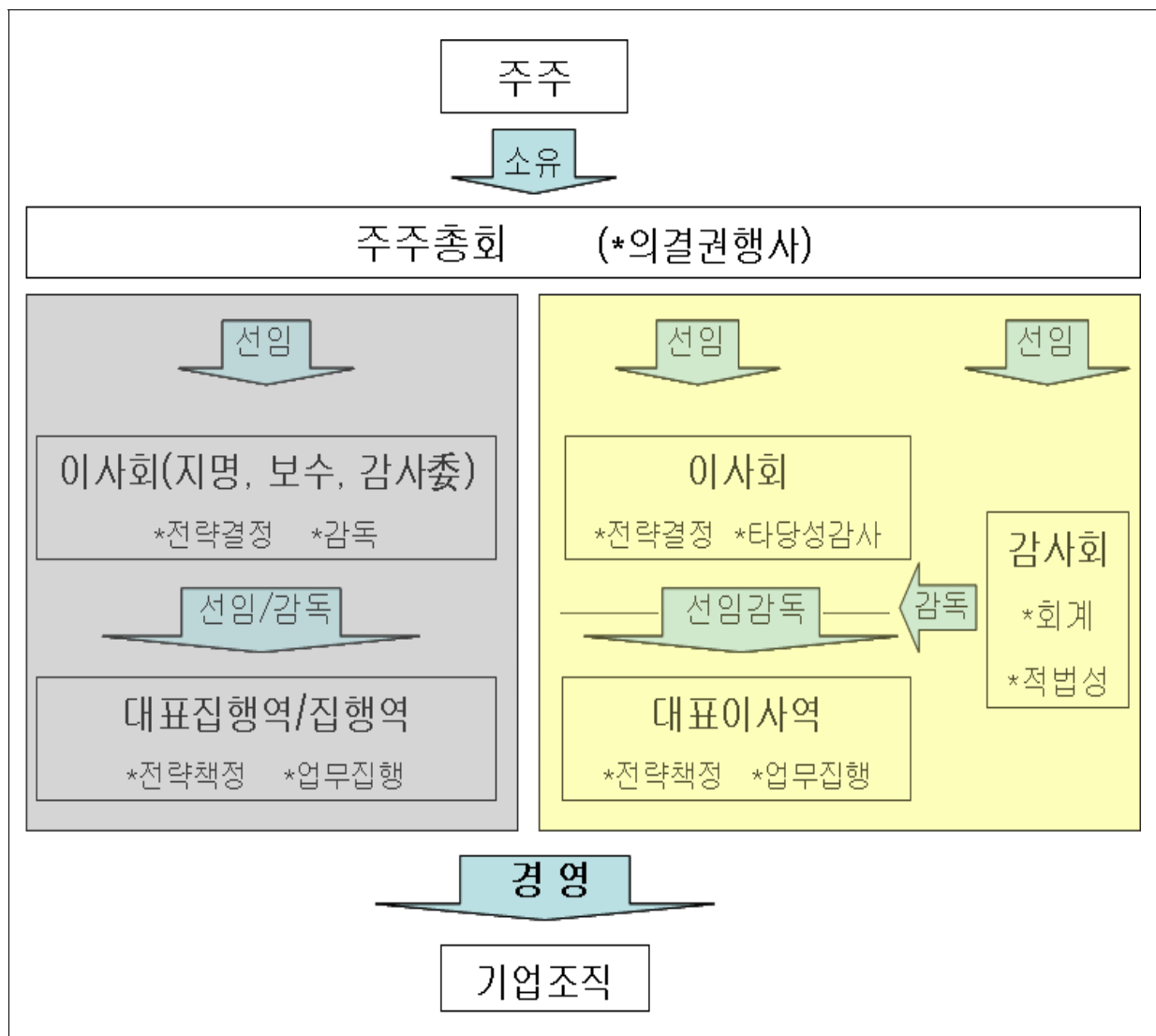
기업명	기업명
NGI 그룹	사시쓰끼(指月)전기제작소
쇼에이(昭榮)	파르텍
MonotaRO	쿠로다(黒田)전기
도야마(富山)화학공업	글로벌다이닝
에자이	HOYA
미라카홀딩스	후지실 인터내셔널
에이켄(榮研)화학	파르코
소세이그룹	이온
코니카미놀타홀딩스	신생(新生)은행
에스테화학	리소나홀딩스
닛세이	후꾸이(福井)은행
일본정공(日本精工)	도쿄(東京)스타은행
일본제작소(日本製作所)	쥬하치(十八)은행
도시바(東芝)	오릭스
미쓰비시(三菱)전기	다이와(大和)증권그룹본사
히타치국제전기(日立國際電氣)	노무라(野村)홀딩스
소니	이찌요시증권
콜롬비아뮤직	가부다츠증권
스미다코퍼레이션	후지(富士)화재상해보험
후나이(船井)전기	다이쿄(大京)

자료: 大和総研 (2007. 10. 17.) “委員会設置会社の執行役.”

□ 위원회설치회사는 경영과 감독의 분리를 조직화하는 것이 특징

- 종래의 감사회제도하에서 사장에게 집중되어 있던 권한을 세 개의 위원회로 분산
- 감사위원회: 이사와 집행임원의 업무집행을 감시, 보수위원회: 이사와 집행임원의 개별 보수를 결정, 지명위원회: 이사의 선임과 해임을 결정
- 업무집행에 관한 사항은 대표 집행역에 결정권한을 대폭 위임

위원회설치회사(좌)와 감사회설치회사(우) 개념도



자료: 季刊 政策・経営研究 (2007.3.). “日本企業のベストガバナンス体制.”를 재구성

이사회 개혁이 가속화

□ 사외이사제도를 도입하는 기업이 증가

- 2005년도 조사²⁷⁾에서 사외이사를 선임한 기업은 1,379개 사 중 560개 사로 약 40.6%
 - 이는 2002년의 35.9% 보다 4.7%p 증가한 수치
 - 이 중 사외이사가 1명인 기업이 293개 사(21.2%)로 최대
- 자본금 300억 엔 이상의 대기업에서는 절반 이상이 도입
 - 도입 목적으로 “사외의 참신한 의견을 받아들여 이사회를 활성화”가 84.5%로 최대

□ 집행임원제 도입이 증가하고 이사회 슬림화가 진행 중

- 집행임원제의 도입으로 이사회는 본래의 경영 결정 및 감독기능이 가능
 - 도쿄증권거래소 상장회사의 경우 2005년도 도입비율은 약 49.3% 수준
- 일본 대기업의 이사 수는 20~30명 정도가 보통이나 최근에는 평균 13.8명으로 대폭 축소²⁸⁾

임금과 고용 시스템 재구축

□ 1990년대에 들어서면서 일본의 고용 시스템은 더 이상 기존체제만으로 유지할 수 없는 상황에 도달

- 연공형 임금제도는 고도의 경제성장을 전제로 한 제도로서 경제성장의 둔화가 명확해진 1990년대 이후부터 그 기반이 붕괴

27) 大和総研制度調査部 (2005. 8.) . “社外取締役選任状況と執行役員制度導入状況.”

28) 『日本経済新聞社』 (2004) . “日本経営指標2004.”

- 성장이 둔화되면서 정기승급과 연공형 임금은 기업의 임금비용에 대한 압박으로 작용
- 2000년대에 들어서면서 연공형 임금제도를 지탱해온 정기승급제를 폐지하고 성과주의를 도입하는 기업이 증가
 - 연공형 임금제를 택하는 기업의 임금비용이 크게 상승
 - 평균 근속연수는 상승, 종업원의 인력구성에서 고령화가 진행
 - 종업원의 동기부여를 위해 성과연동형 임금제도 확대
 - 미쓰비시 자동차는 2003년 2월 정기승급 전면폐지를 발표
 - 전기메이커 후지쓰도 승급 폭을 압축시키고 승급을 젊은층 사원에 한정

고용형태를 다양화해 유연성을 확보

- 대부분의 기업이 임금비용을 억제하기 위해 정규직을 줄이고 비정규직을 늘리기 시작
 - 기업은 인건비 억제를 위해 정규직 사원을 줄이고 사업형태에 따라 파견사원 등을 적극적으로 활용하기 시작
 - 정규직 종업원 비율이 1990년대의 80% 수준에서 2007년에는 약 3분의 2인 66%까지 하락²⁹⁾
 - ‘장기고용의 종언’이 회자되었으나 정규직 종업원을 간단히 해고할 수 있는 미국식 고용 시스템을 받아들인 것은 아님
 - 정규직을 자유롭게 해고할 수 있게 되면 비정규직 고용의 필요성이 감소
 - 정규직이 임금비용이 높고 고용조정이 어렵다는 판단하에 비정규직 활용 방향으로 고용정책을 선회

29) 労働政策研究研修機構 (2007) . “コーポレート・ガバナンス、雇用システムの変化と労働法の役割.”

3. 위원회설치 여부와 외부지배구조 변화의 관계

외국인 주식 소유비율이 높을수록 위원회설치회사가 증가

□ 외국인 주식 소유비율은 위원회설치회사와 비설치회사(컨트롤 그룹) 간 유의한 차이가 존재

- ‘t-test’³⁰⁾를 통해 양 그룹 간 총자산 대비, 단기차입금, ROA, Top5 외국인소유비율에서 유의한 차이를 발견
 - 위원회설치회사를 도입한 기업 36개 사와 기존 감사회제도를 유지하는 기업 중 동일산업, 유사규모 기업을 5배수로 하는 컨트롤 그룹을 설정
- ROA(총자산이익률)에서도 유의한 차이가 존재하나 그 격차는 미미
 - 위원회설치 여부와 기업수익성과는 큰 관련이 없음을 반증
- 외국인 소유비율에서는 각각 4.2%p, 6.7%p의 큰 차이가 존재
 - 위원회설치회사를 도입한 기업군이 외국인 소유비율이 높음을 의미
 - 이러한 차이는 2000~2003년에 더욱 확대

위원회설치회사의 도입과 미도입의 그룹 차

(단위: %)

시기	1997~2000년			2000~2003년		
특성	미도입	도입	차이	미도입	도입	차이
단기차입금비율/ 총자산	13.4	10.0	3.4 (2.8)**	12.6	8.7	3.9 (3.4)**
ROA	4.1	5.3	-1.2 (2.9)**	4.0	4.9	-0.9 (2.0)*
외국인 소유비율 (Top 5)	0.9	5.1	-4.2 (3.2)**	1.5	8.3	-6.7 (4.2)**

주: ()은 t-value. **는 유의수준 5% 내에서, *는 10% 내에서 유의

30) 특정 변수의 그룹 간 차이의 존재 여부를 검증하는 데 사용

- 외국인 주식 소유비율만이 유일하게 상관관계를 가지며 나머지 변수는 독립적
- 위원회설치회사 도입 여부를 더미변수로 사용한 Probit, Logit 모형³¹⁾을 통해 결정 요인을 분석³²⁾
 - 위원회설치회사의 도입은 ROA, 단기차입금 등 기타 변수와는 유의한 상관관계가 없음
 - 외국인 소유비율의 회귀계수는 양 모형에서 각각 0.08, 0.14로 유일하게 위원회설치회사 도입과 상관관계를 보임³³⁾

프로빗과 로짓 모형의 추정결과

1기 前 변수	Probit	Logit
ROA	0.047(1.24)	0.077(1.17)
단기차입금	-0.012(0.73)	-0.025(0.85)
매출증가율	0.001(0.11)	-0.000(0.03)
총자산	0.100(0.86)	0.160(0.76)
Top5 소유집중도	0.015(1.36)	0.027(1.34)
Top5 은행 소유비율	0.035(1.25)	0.068(1.31)
Top5 외국인 소유비율	0.080(3.07)***	0.137(2.92)***
종업원 증가율	0.000(0.86)	0.000(0.83)

주: ()은 t-value, ***은 유의수준 5% 내에서 유의

- 한편 종업원 수의 증가율과 위원회설치회사 여부는 독립적
- 종업원 증가율의 회귀계수는 0에 가까우며 유의하지 않아 위원회설치 여부와는 독립적
 - 종업원 증시와 영미형 내부구조 개선과는 무관함을 시사

31) 당기의 위원회설치회사 도입 여부를 전기의 단기차입금 비율, 매출증가율, 총자산, Top5 소유집중도, 은행 소유비율, 외국인 소유비율로 설명한 Probit, Logit 회귀. (부록 참조)

32) 위의 't-test'에서 사용된 샘플 중 2003~ 2004년 이행된 24개사를 대상

33) 1~3기 前 변수를 모두 사용했을 경우에도 결과는 유사

Ⅲ. 지배구조 개선에 대한 평가 및 전망

1. 평가

경영에 대한 모니터링 기능이 강화

□ 안정주주 및 메인뱅크에 의한 소극적 모니터링이 외국인 주주와 기관투자자에 의한 적극적 모니터링으로 전환

- 안정주주 구조의 해체로 은행, 거래 기업 등 대주주가 보유주식을 방출하고 개인과 같은 소액주주에게 주식이 분산
- 주주 구성이 경영의 감시기능을 담당하던 안정주주 중심에서 유동적이고 분산된 영미형 주주 구성으로 전환
- M&A가 활성화되면서 자본시장에서의 모니터링 기능이 강화
- 경영 효율성이 떨어지는 기업의 경영자를 경질하는 등 자본시장의 논리가 기업 경영에 미치는 영향력이 증대
- 연금기금과 외국인 투자 펀드 등 기관투자자의 의결권 행사가 활발히 진행
- 1990년대 말까지 침묵하고 있던 생명보험사 및 신탁은행 등이 수탁기관으로서의 책임을 표명하기 시작

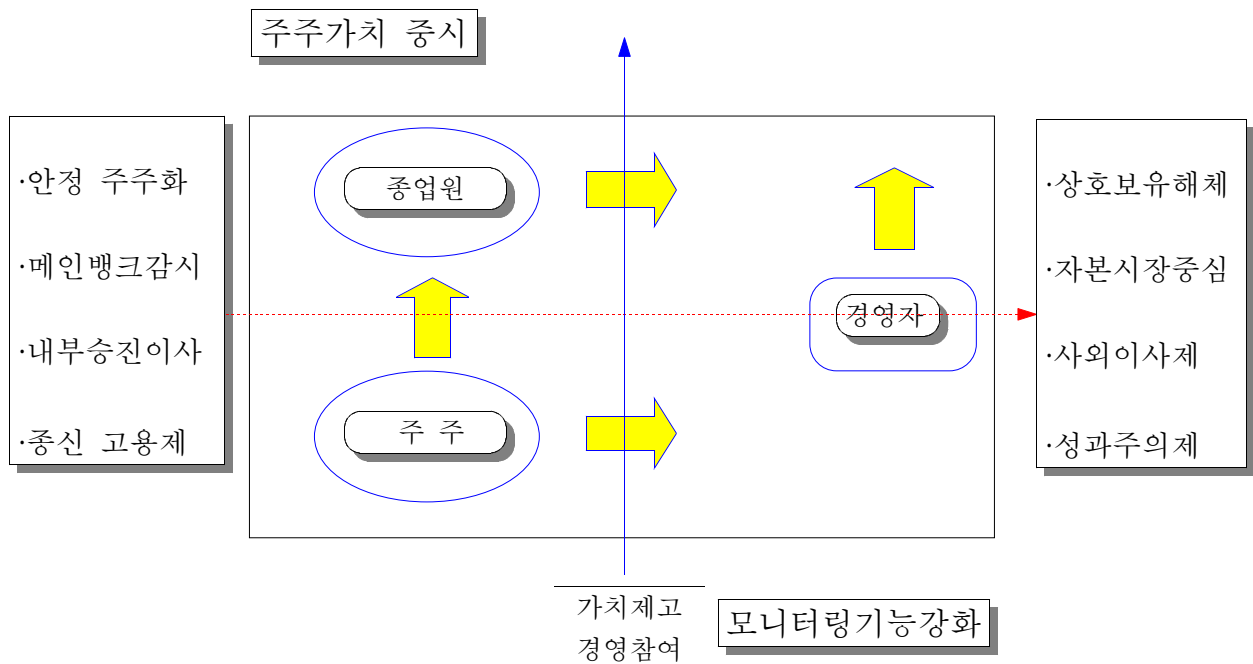
□ 이사회 및 감사 등 사내 모니터링 기능도 강화

- 외부 모니터링 기능과 달리 업무 집행에 능동적인 사내 모니터링 기능이 강화
- 감사회제도의 강화는 물론 이사회의 경영감독 기능도 강화
- 위원회설치회사의 도입은 경영자의 권한을 강화하고 이사회의 기능을 감독 중심으로 전환하는 역할

주주가치에 대한 의식이 변화

- 최근 일본 기업들은 종업원에 비해 비교적 소외되어 왔던 주주의 가치를 끌어올리는 방향으로 지배구조 개선을 전개
 - 주주가치의 창출과 관련성이 높은 재무제표를 중요시하는 기업이 증가
 - 매출액이나 경상이익 등의 손익계산서 지표보다는 ROA(총자본이익률), ROE(주주자본이익률) 등의 자본수익성 지표를 중시³⁴⁾
 - 종업원을 중시하는 기업의 비율은 변화가 거의 없는 상태
 - 종업원 중시와 주주 중시가 반드시 대립적지 않음을 시사³⁵⁾
 - 종업원과 비교해 주주를 더욱 중시한다기보다는 이제까지 소외되어왔던 주주 가치를 끌어올린다는 점에서는 완화된 의미의 변화
 - 영미형 주주 중시 경영으로 완전히 전환한 것을 의미하지는 않음

일본형 지배구조 개선의 전개 방향



34) 野村證券金融研究所 (2004) . 『大企業調査 2004』

35) 도표8. 위원회설치회사의 결정요인 분석 참조

영미형 모델과는 거리를 둔 부분적 주주가치 모델로 진화

- 최근 일본 기업의 기업지배의 유형은 종래의 이해관계자형 모델에서 부분적 주주가치 모델로 진화
- 기업 경영의 목적이 기업가치의 최대화에서 주주가치 최대화로 전환
 - 영미형 모델의 주주가치 최대화와는 달리 기업가치의 최대화를 경영의 목적으로 설정하면서 주주 가치를 끌어올린다는 의미의 전환
 - 경영에 우선적인 협조집단은 여전히 종업원 등 이해관계자 중심
 - 완전한 주주 중시형과는 거리감이 존재
 - 주주, 경영자, 종업원 등 이해관계자의 관심 기간은 여전히 장기적이며 이익표명에 대한 행동도 발언(voice) 수준에 그침
 - 이해관계자의 이해관심 범위는 경제적 보수에 있으며, 이익표명에 대한 행동 방식이 퇴출(exit)로 이어지는 영미형과는 차이
 - 전통적인 이해관계자형 모델에 중심을 두면서 부분적으로 진화된 주주가치 모델을 지지하는 경영자가 증가
 - 영미형 모델에 적극적인 경영자는 아직 소수

기업지배의 유형과 구성비

유형	기업경영 목적	우선적 준거	이해관심 기간	이해관심 범위	이익표명 행동	구성비
영미형	주주가치 최대화	주주	단기	경제적 보수	퇴출	10%
부분형	주주가치 부분최대화	이해관계자 협조	장기	경제/사회적	발언	30%
일본형	기업가치	이해관계자	장기	사회적	발언	60%

주: 구성비는 連合総合生活開発研究所 (2000) . “現代日本のコーポレート・ガバナンス.”참조
 자료: “コーポレート・ガバナンスと従業員.”. 『東洋経済新報社』 (2004) 를 참조해 재구성

2. 향후 전망

당분간 일본형과 영미형 지배구조의 이분화로 진행

□ 향후 일본의 지배구조는 일본형과 영미형의 외형적인 이분화로 진행

- 정부의 제도 개선이 기업의 선택 가능한 지배구조 형태의 폭을 넓혀 점진적인 구조개혁을 유도하는 방향으로 전개
 - 새로운 제도를 일제히 도입한다기보다 가급적 현재의 제도를 변화하는 환경에 맞도록 적응시키는 기능적 개선
- 일본형을 고수하면서 점진적 개선을 선택하는 그룹과 정부의 제도 변화에 적극적으로 대응하면서 영미형을 표방하는 그룹으로 양분화
- 다만 양 그룹 모두 이사회 개혁과 경영투명성 확보라는 보편적 요소를 도입하는 형태로 수렴

□ 일본형 지배구조를 고수하는 기업군은 가능한 현재의 틀을 유지하면서 미세한 조정에 대응

- 기존 감사회제도의 단점을 보완하고 장점을 강화시키는 방향으로 지배구조 개혁을 전개
 - 이사회 기능을 강화하기 위해 사외이사제를 도입하려는 움직임이 강하게 대두
- 특히 경영투명성을 확보하기 위한 적극적인 정보공시 활동을 강화시킬 것으로 예상
 - 급격한 글로벌화로 자금조달을 위한 기업의 자본시장 의존도는 갈수록 높아질 전망

□ 반면 영미형 지향 그룹은 제도 변화에 적극적으로 대응하면서 시장규율 강화에 주력하고 기업지배구조 개선을 주도

- 특히 외국인 주주의 비율이 높고 안정주주 비율이 낮은 기업을 중심으로 영미형 지배구조 개선에 적극적
- 외국인 투자자가 주요 주주인 기업, 외자계 기업의 산하 기업 등에서 위원회 설치회사 도입을 주로 채택
- 외국인 주주비율이 높을수록 지배구조 개선 평가에서 상위 그룹을 형성
- 高 JCG 인덱스 기업의 외국인 주주비율은 低 인덱스 기업의 3배 이상

JCG 인덱스³⁶⁾와 외국인 주주비율의 상관관계

(단위 : %)

카테고리	저 인덱스	고 인덱스
기업목적과 경영자의 책임체제	12.9	24.5
이사회와 구성과 기능	10.7	30.4
최고경영책임자의 경영집행체제	13.7	26.3
주주와의 커뮤니케이션과 투명성	9.7	30.1

자료: JCGR, 일본 기업지배구조 연구소의 JCG 인덱스(2007)

향후 개혁은 자본시장 및 투자자의 압력에 대응한 일본형 ‘개선’이 주축

□ 외국인 주주 및 기관투자자의 증가는 지배구조 개혁을 가속화시키는 압력으로 작용

- 경영자에게 주주 또는 ROE 중시의 경영을 촉구
- 높은 수준의 신용평가 취득을 위한 건전한 재무 구성도 요구
- 자금조달을 할 때 자본시장 의존도가 높은 기업일수록 적극적인 정보공시 활동이 요구

36) 일본 기업지배구조 연구소가 도쿄증권거래소 1부 상장기업을 대상으로 실시하는 설문조사, 기업 지배구조의 개혁정도를 나타내는 지표로 널리 활용

□ 다만 지배구조의 성급한 개혁보다는 시간을 두고 개별 사안에 대응해갈 것으로 예상

- 새로운 제도를 받아들이기보다 현재의 제도를 환경의 변화에 적응시키는 기능적 개혁방식³⁷⁾을 채택

· 1990년대 이후 구조개혁의 필요성이 꾸준히 제기되었지만 실제로 변화가 가시화되기 시작한 시점은 2000년 이후

- 가능한 한 현재의 틀을 유지하면서 자발적이고 점진적인 개선이 주축을 이룰 것으로 예상

· 위원회설치회사제도도 의무화가 아닌 선택의 방식을 취함

- 정부의 유도에 의한 개선보다는 은행, 관계기업, 주식시장을 통한 시장중심의 개선이 중심

· 일본 이사회협회도 기업지배구조에 왕도가 없다는 기존 입장을 고수

위원회설치회사로의 이행 속도는 점차 둔화

□ 2003년 상법개정 당시에 비해 위원회회사의 보급 속도가 크게 둔화

- 위원회설치회사는 2004년 60개 사에서 2007년 61개 사로 거의 변화가 없음

- 감사회와 위원회설치회사의 차이만으로 지배구조의 유효성을 판단하기는 어려운 상황

· 두 조직에 관한 법령이나 규칙이 엄밀히 정의되어 있지 않아 역으로 각각의 기업이 자유로운 설계가 가능

□ 감사역에 대해 직책을 배려해야 하는 문화도 위원회설치회사 도입에 걸림돌로 작용

37) 새로운 제도를 도입하거나 신설함으로써 원하는 방향에 접근하는 형식적 개혁과 대비

- 기업의 감사역은 주로 부사장급의 유력 이사 OB, 주거래은행 OB, 재벌 그룹 내 경영자 OB 등 유력자의 지정 포스트
 - 위원회설치회사로 이행하면서 감사회를 폐지해야 하는 이유로 주주
- 현재는 위원회설치회사의 장점이 분명하게 드러나지 않은 상태이며 기대와 우려가 교차
- 위원회설치회사는 지배구조상 훨씬 더 엄격하고 철저한 감독을 기대
 - 독립적인 사외이사를 고용하는 위원회방식은 부정부패 억제가 용이
 - CEO가 위원장 또는 위원으로 참가하게 되면 위원회의 논의가 경영자 측으로 강하게 유도되는 상황도 우려
 - 기존 감사회설치회사에서도 사외이사가 대거 참여하게 되면 경영감독의 실효성을 강화할 수 있다는 의견이 제시

이사회 개혁은 지속적으로 전개

- 전체 이사의 수가 감소되고 사외이사가 증가되는 방향으로 이사회 구조조정이 지속적으로 전개
- 이사회 규모는 경영의 효율화 측면에서 개혁 중³⁸⁾
 - 전체적인 사외이사의 수도 지속적으로 증가
 - 종래의 감사회설치회사에서도 사외이사를 영입하는 사례가 증가
 - 이사의 과반수가 독립적인 사외이사로 구성되는 지배구조체제로 기업의 내부지배구조가 강화되고 있는 상황

38) 이사의 수가 감소하면 주요 이해관계자인 종업원의 몫이 축소

이사회 개혁의 단계별 진척 상황

단계	이사회	감사회	지배구조 不在
1	전원이 사내이사	사외감사역에 거래사 출신자	
2		사외감사에 독립성이 강한 사람을 초빙	
3	1~2명의 거래처출신		지배구조 강화 방향
4	1~3명의 독립된 사외이사		
5	독립이사를 중심으로 보수/ 지명위원회 설치		
(위원회회사로 이행)			
	이사회	위원회	
6	사내이사 과반수 사외이사도 거래처출신	보수·지명위원회 멤버에 대표집행역이 참가	
7	사내이사 과반수 독립성이 있는 사외이사	3위원회에 대표집행역이 참가하지 않음	
8	이사의 과반수가 독립 사외이사		
9	이사회 의장과 CEO가 별도		

자료: 季刊 政策・経営研究 (2007.3.) “日本企業のベストガバナンス体制.”

영미형 사외이사제가 정착되는 데 어려운 문제들이 산재

□ 사외이사에 대한 인식이 저변화되고 있음에도 불구하고 바람직한 역할에 대한 오해가 불식되지 않는 실정³⁹⁾

- 이사회는 업무집행에 관한 최고 의사결정기구로서의 역할이 중요시
· 사업부문에 지식이 없는 사외이사가 발언할 수 있는 개입여지가 불충분
- 기업 내부에서도 사외이사는 이사회에 큰 도움이 되지 않는다는 인식
· 이사회가 본래 수행해야 할 감독 역할을 무시한 채 이사회를 사실상의 집행기구로 여긴다는 점에 기인

39) 1990년 '米日構造問題協議会報告書'에서 미국은 사외이사와 감사위원회의 도입을 권고했으나 일본 측은 감사제도를 근거로 사외이사제의 도입을 거부한 적이 있음

□ 사외이사제를 적극적으로 도입하려고 해도 인재가 부족한 실정

- 바람직한 기업지배구조 정착을 위해 독립적인 사외이사가 필요하다는 데 동의하면서도 적합한 인재가 부족하다는 지적이 다수
- 자기 회사에는 유명 경영인, 학자, 문화인 등이 사외이사로 오지 않는다는 불만이 제기
- 인재가 없다는 경영자의 인식은 ‘당사의 사업 전반에 대한 견식을 갖춘 사람’이 보이지 않는다는 의미
- 이는 결과적으로 사외이사의 역할에 대해 잘못 인식하고 있다는 반증

□ 사외이사의 경영개입과 참여에 대한 내부자의 뿌리 깊은 반감이 존재

- 최고책임자를 중심으로 양호한 실적을 거두고 있는 기업에서 사외이사가 회의에 참가하는 것은 환영받지 못하는 분위기
- 동고동락한 경험도 없고 사업의 어려움조차 이해하지 못하는 사외이사에 대한 내부자들의 저항감이 주 요인
- 최고 경영자의 권위가 확립되어 그 이하의 이사회 및 회사조직이 통솔되는 구조에서 경영감독이라는 개념은 여전히 낯설다는 인식

IV. 시사점

일본에서 주주 중시와 종업원 중시의 경영은 양립가능

□ 종업원수의 증가율이 높은 기업일수록 기업 지배구조 개선에도 적극적

- 高수준의 지배구조 개혁을 달성한 기업에서 종업원수 증가율이 높게 나타남
- 일본기업지배연구소의 조사에서 최근 3년간 高 JCG 인덱스 기업의 종업원 증가율은 6.8%로 低 인덱스 기업의 5.1%를 상회

□ 장기고용 시스템과 주주 중시로의 지배구조 개선이 반드시 대립적이지는 않음⁴⁰⁾

- 장기고용·연공서열제를 채택하고 있는 기업일수록 지배구조 개선에 소극적
- 장기고용을 전제로 성과주의를 도입한 기업은 지배구조 개혁에 적극적

□ 종업원의 경영참여도는 지배구조 개혁과는 독립적

- 장기적으로 노사협조노선을 취해온 기업에서는 종업원이 어느 정도 의사결정 과정에 참여
- 노동조합이나 노사협의기관이 기업의 전략적 의사결정을 감시하거나 책정에 관여⁴¹⁾
- 노동조합 조직률이 크게 하락하고 있는 추세에도 불구하고 내부지배구조 개혁은 지속적으로 확대
- 노동조합 조직률은 1990년 25.2%에서 2006년 18.2% 수준까지 하락

40) 宮島 英昭, 原村 健二, 稲垣 健一. (2003) p.45 추정결과 참조

41) 사용자가 노동조합을 파트너로 취급하지 않을 시 언제든지 법으로 보장된 단체교섭을 통해 힘과 힘의 대결로 이행할 수 있도록 법이 보장

법제도의 보완으로 주주와 종업원의 상호보완 관계 구축 가능

□ 일본 기업지배구조 개혁을 주주가치 회복이라고만 보는 시각은 편협적

- 영미형 지배구조를 지향하는 일부 기업들이 지배구조 개선을 주주 중시 지배구조로의 개혁과 동일시하는 경향

- 주주이익 제고를 위해서는 고용희생이 필요악이라는 의견도 실제와 다름

□ 다만 일본내에서는 관행에 의존해왔던 종업원의 경영참여에 대한 법제도의 보완이 필요

- 일본의 종업원가치 중시는 법제도의 부재 상태에서 관행에만 의존

- 종업원의 경영참여는 물론이고 의견개진조차 보장받지 못하는 모순된 상황이 지속⁴²⁾

- 상호보완 관계를 구축하기 위해서는 종업원의 의사결정 참여 등에 관한 법제도 보완이 필요하다는 평가도 존재

주주 중심의 완전한 영미형 지배구조 정착은 사실상 불가능

□ 전통적 종업원 중시가 주주 중심으로 전환되었다고 보기에는 어려운 상황

- 중요 스테이크 홀더에 대한 의식조사에서도 종업원을 중시한다는 비율은 약 30% 이상으로 여전히 높은 수준

- 기업지배구조의 글로벌 스탠더드에 대한 부정적 견해가 여전히 지배적⁴³⁾

- 글로벌 경제시대의 변화를 적극적으로 받아들이고 이를 통해 경영능력을 강화하는 데 소극적

42) 독일의 이해관계형 모델은 공동결정법, 사업소조직법 등 주주와 종업원이 하나의 법률 안에서 함께 등장하는 노사 공동결정 시스템이 존재

43) 日本取締役協会 (2007.7). 『ベストガバナンス報告書』

□ 지배구조 개혁과 실효성에 대한 대내외적 평가도 여전히 부정적

- 영미형 지배구조의 본질을 이해하고 새로운 시스템을 효율적으로 운영하는 기업이 늘고 있지 않다는 평가가 다수
- 종신고용제, 연공서열제, 내부자 승진 등 기업의 내면적인 체질이 여전히 일본형을 벗어나지 못하고 있는 상황

□ 최근의 외국계 기업의 적대적 M&A 위협에 대한 일본 기업과 정부의 대응도 이러한 결론을 뒷받침

- 일본 기업은 M&A의 위협에 대응하기 위해 매수방어책을 적극적으로 도입
 - 기업들은 자사주 취득과 주식 상호보유 등 과거방식으로 회귀
 - 2004년 37.0%였던 금융+사업법인 소유비율이 2006년 48.2%까지 재상승
- 정부도 매수방어책 도입을 위한 제도정비에 나서기 시작
 - 2005년 5월 經濟産業省과 法務省은 매수방어책 지침⁴⁴⁾을 공표하고, 2006년 5월에는 新 회사법제로 매수방어책의 도입범위를 확대

새로운 지배구조가 정착되기까지는 시간이 필요

□ 일본의 경우 지배구조에 가시적인 변화가 보이기까지 10년 이상 소요

- 1990년대 이후 구조개혁의 필요성이 꾸준히 제기되었으나 실질적인 변화는 거의 없는 상태로 지속
 - 10년이 지난 2000년 이후에나 가시적인 변화가 시작
- 시간을 두고 점진적으로 종래의 방식을 보완해가는 일본식 구조개혁의 특성이 내재

44) 「기업가치, 주주공동의 이익확보 또는 향상을 위한 방어책에 관한 지침」이 공표되면서 신주예약권을 행사해 매수자의 취득비율을 저하시키는 등의 방어수단이 가능

- 경제적 유인구조상의 변화가 수반되지 않는 성급한 성과주의식 개혁은 예상하지 못한 조정비용을 발생시킬 가능성
 - 일본에서는 위원회설치회사 도입 등 지배구조 개선이 표면적인 조직 변화에 그쳐 효과가 적고 부작용만 노출
 - 영미형 제도에 근접한 기업이 일본형 기업에 비해 경영성과가 저조
 - 그룹 간 't-test'에서 2000~2003년 동안 위원회설치회사 36개 사의 평균 매출증가율은 0.7%로 미도입 회사의 평균 7.2%를 크게 하회
 - 『일본경제신문사』가 상장기업 전체를 대상으로 분석한 결과에서도 실적이 좋은 곳은 여전히 일본형 이사회를 고수하고 있는 곳으로 나타남

영미형과 일본형의 성과비교

구분	영미형(156개 사)	일본형(251개 사)
2년간 순이익 평균	37억 엔	209억 엔
흑자기업 비율	54.5%	72.9%

자료: 『日経ビジネス』 (2003. 12.17.) . “日本型コーポレート・ガバナンスがよりよい成果を出す.”

한국형 지배구조를 찾아가는 노력이 필요한 시점

- 한국의 지배구조 개혁은 일본과는 다소 차이가 있으나 유사한 결과가 발생
 - 외환위기라는 특수상황에서 강제적인 규정으로 급격한 제도변화를 경험
 - 시장중심체제 및 주주자본주의에 치우친 제도개혁을 추진
 - 한국은 새로운 제도를 도입하거나 신설함으로써 원하는 방향에 접근하는 '형식적 개혁'이 중심
 - 지배구조와 실제의 '경영관행'이 맞지 않는 사례가 빈번히 발생

□ 향후 지배구조 개혁의 방향은 '기능적 개혁'과 '다원성 확보'를 중심으로 전개될 필요

- 기존 제도의 수준과 정합성을 유지하고, 가급적 현재의 제도를 변화하는 환경에 적응시켜가는 '기능적 개혁' 중심이 되어야 함
- 기업은 고유한 역사와 문화, 사업환경과 같은 자체의 특징적 요소를 감안하여 자율적으로 지배구조의 형태를 선택할 수 있어야 함⁴⁵⁾
- 정부 주도의 개혁보다는 관계기업이나 주식시장을 통한 점진적인 개혁이 중요

□ 다소 시간이 걸리더라도 한국형 지배구조를 찾아가는 노력이 필요

- 일본의 예에서 보듯이 한국도 기업지배구조의 전환에는 시간이 걸릴 것이라는 인식이 필요
- 경영투명성 확보와 시장규율 강화를 전제로 한국식 지배구조를 찾아가는 노력이 필요한 시점

45) OECD 원칙이나 EU의 Code 제정과 관련된 보고서에서도 모든 나라에 적용되는 최선의 지배구조가 없음을 지적

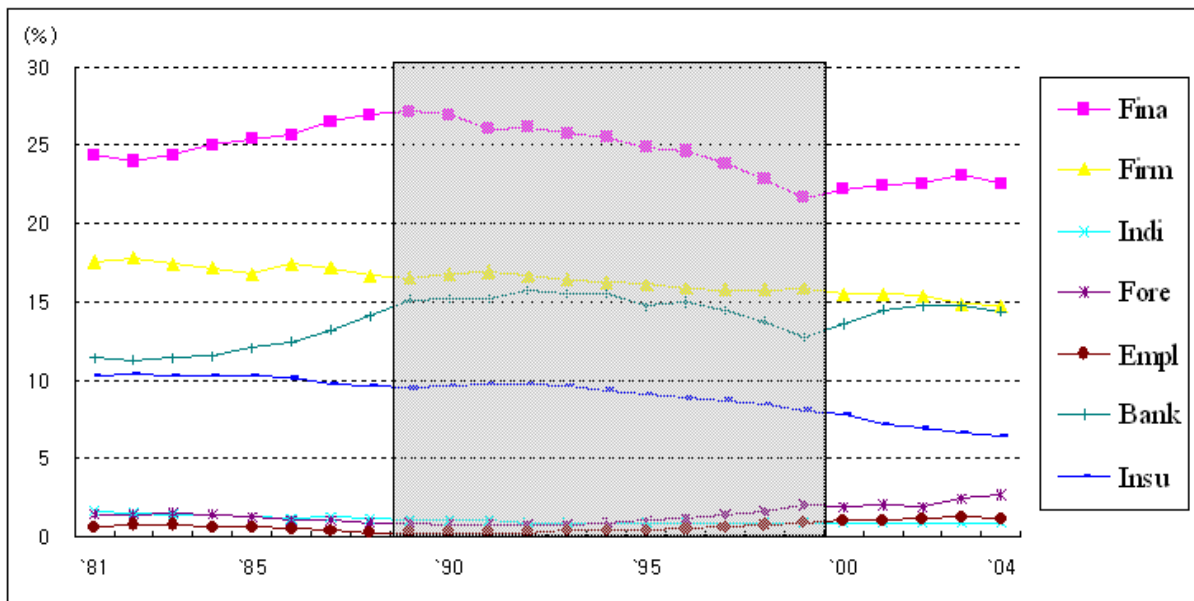
<부록 1> 그룹별 대주주 구성 변화

가. 그룹 1

□ 상위 10위의 대주주⁴⁶⁾ 중 금융기관(은행)이 가장 높은 비중을 차지

- 1988년까지 상승하다가 약 27%를 정점으로 1998년 21%까지 하락
- 1999년 이후 은행의 소유비율이 증가하면서 상승세로 전환
 - 보험회사 소유비율은 1990년 이후 지속적으로 감소하다가 1994년 이후 급감

그룹 1(1949~1960)의 대주주 소유구조



- 법인과 개인의 경우는 안정적인 감소세를 시현
- 반면, 외국인과 종업원의 비율은 1994년까지 낮은 수준에서 추이하다가 1994년 이후 상승
 - 2004년 시점에서 외국인 소유비율은 약 3%, 종업원 비율은 약 1%

46) 대주주는 금융기관(은행+보험+증권+기타 금융), 법인, 개인, 외국인, 종업원으로 분류

□ 그룹 1은 일본 기업 소유구조의 장기적 동향을 대표

- 그룹 1은 일본 기업 중 가장 오래된 상장기업군으로 GHQ⁴⁷⁾의 정책과 그 후의 경제환경 변화의 직접적인 영향을 받음
 - 1960년대에 형성된 계열을 중핵으로 하는 기업이 다수 포함
- 금융기관, 특히 은행과 깊은 관계
 - 버블 전까지는 은행이 강한 영향력을 발휘하여 소유비율이 상승하나 버블 붕괴 후 은행의 영향력은 상실되고 외국인 소유비율이 상승

나. 그룹 2

□ 동족기업의 비율이 높은 특성상 개인소유의 비율이 타 그룹에 비해 높음

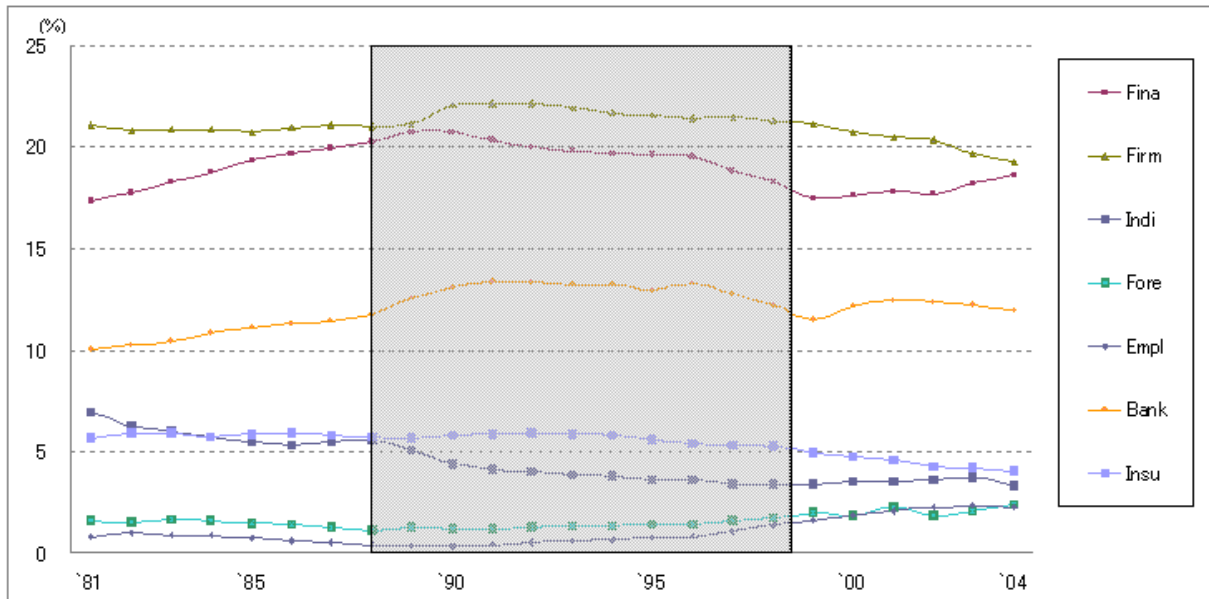
- 그룹 1과 달리 동족기업의 비율이 높아 초기에 개인소유 비율이 높은 수준
 - 전체 817개의 IPO 사 중 446개 사인 약 58%가 동족기업으로 분류
- 법인 소유비율은 약 17%에서 22% 사이를 비교적 안정적으로 추이
 - 금융기관 소유비율이 법인보다 낮은 수준이며, 외국인과 종업원의 소유비율이 1994년 이후 상승하는 등 그룹 1과 같은 경향

□ 다만 초기 높은 수준의 개인소유 비율을 제외하면 기본적으로 그룹 1과 같은 움직임을 시현

- 초기 높은 수준의 개인소유비율이 자금제약을 강하게 받기 시작하면서 급감하는 추세
 - 1962년 약 22%를 점하던 개인소유비율이 2004년 시점에 약 3%까지 급감

47) 미국이 일본에 설치한 맥아더 장군의 임시행정부

그룹 2(1961~1970)의 대주주 소유구조

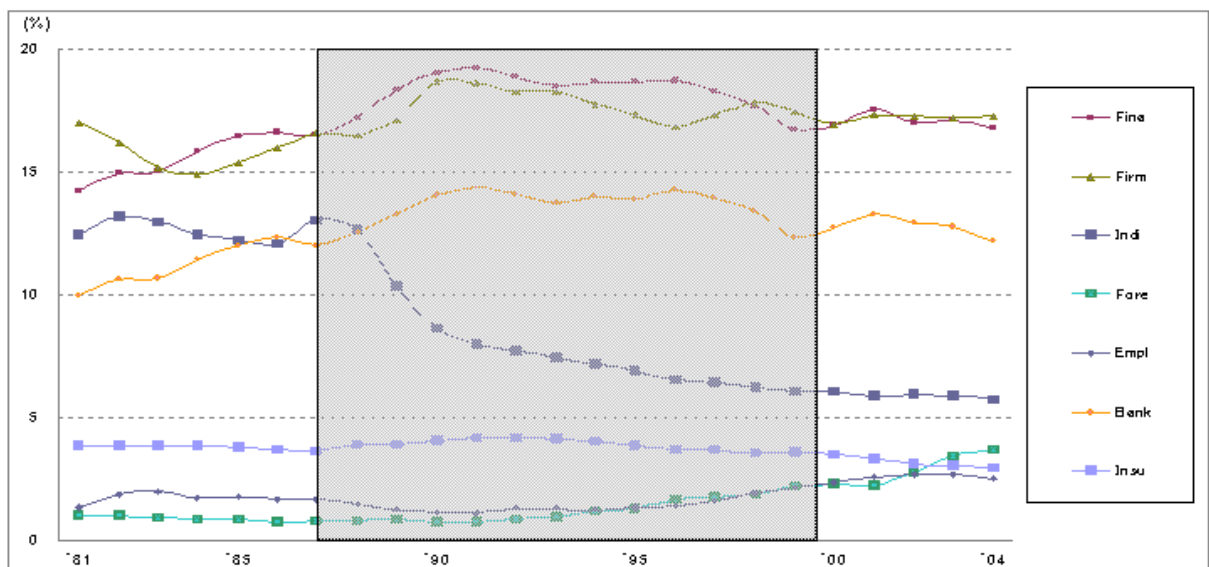


다. 그룹 3

□ 기본적으로 그룹 2의 동향과 거의 일치

- 동족기업이 70%를 점하면서 개인 소유비율이 IPO 후에 급격히 감소
- 1986~1987년의 증가세는 새로운 기업이 IPO된 것에 기인
- 이 영향을 제외하고는 그룹 2의 경우처럼 지속적으로 감소

그룹 3(1971~1987)의 대주주 소유구조



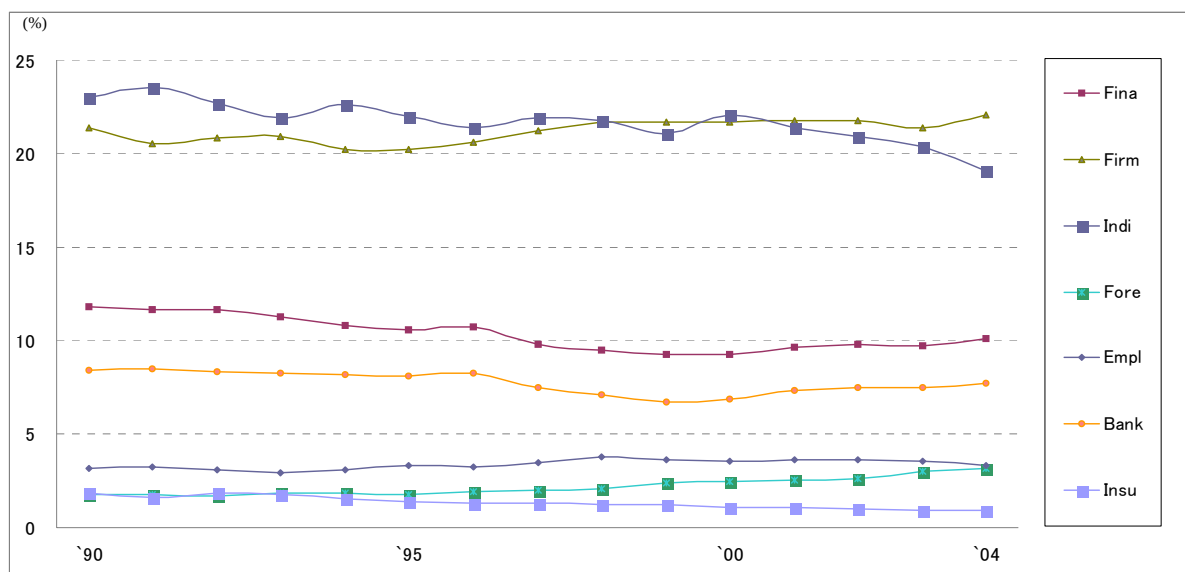
- 외국인과 종업원 소유비율의 증가 추세도 타 그룹과 유사
 - 2004년 각각 3.7%, 2.5%의 비율

라. 그룹 4

□ 그룹 1~3과 다소 다른 움직임을 보이거나 기업특성을 고려하면 유사한 움직임을 시현

- 동족기업이 약 73%에 달해 개인과 사업법인의 소유비율이 비교적 높은 수준을 유지
 - 1990년 약 45%에서 2004년 기준 41%로 안정적
- 상장한 지 얼마 되지 않은 기업들이 많아서 금융기관과의 관계는 약한 수준
 - 1990년 정점에서조차 약 11%에 그침
- 외국인과 종업원의 비율은 2004년 기준 각각 3.2%, 3.3%로 타 그룹과 흡사

그룹 4(1988~2000)의 대주주 소유구조

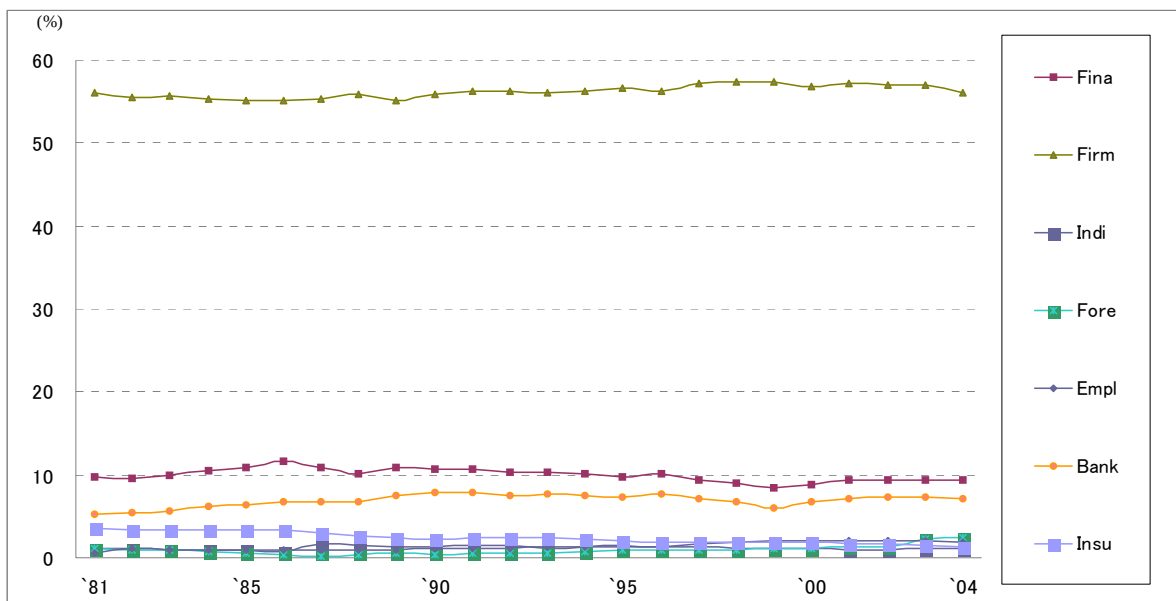


마. 자회사의 소유구조

□ 법인기업의 소유비율이 높은 수준에서 안정

- 모회사의 주식 소유비율이 압도적으로 높아서 타 주주의 소유비율은 눈에 띄지 않는 수준
 - 전 기간에 걸쳐 법인기업 소유비율이 55% 이상을 유지
- 타 주주의 소유비율 동향은 여타 그룹과 유사
 - 2004년 외국인과 종업원 소유비율은 각각 2.5%, 2%로 약간 낮은 수준
- 소유구조 분석 시 자회사를 포함시킬 경우 주의가 필요하다는 점을 시사

자회사의 대주주 소유구조



<부록 2> 전체 샘플과 위원회설치회사 샘플 설명

□ 전체 샘플

- 가능한 한 상장된 모든 기업을 대상
- 일본의 대주주에 관한 자료는 DBJ의 기업 재무 데이터를 활용
 - 1981년부터 기업의 대주주 정보가 축적되어 있으나 결손치가 존재해 수작업으로 보완
 - 1962년부터 책자로 존재하여 수작업으로 입력
 - 1949~1961년까지는 야마이치증권에서 출판된 『주식회사연감』을 이용

□ 위원회설치회사 샘플

- 자회사를 제외하고 순수하게 다룰 수 있는 위원회설치회사가 36개 사
- 이 중에서도 2006년이나 2005년에 이행한 회사는 재무 데이터가 없기 때문에 36개 중에서 누락
 - 회귀분석에서 다룰 수 있는 기업은 24개 사
- 2000년을 기준으로 이 24개사와 동종 산업의 비슷한 규모 기업을 가지고 회귀분석하면 관측치가 141개
 - Probit, Rogit 모형에서 설치의 1이 24개 미설치의 0이 117개

<부록3> t-test와 회귀분석 결과

1) t-test 결과

Table 1. Comparison of Committee Group and Non-committee Group

Characteristics	1997-2000			2000-2003		
	No Committee	Committee	Diff	No Committee	Committee	Diff
Total debt / Total assets	25.237 [643]	21.719 [127]	3.518* (1.94)	24.004 [679]	21.113 [133]	2.890 (1.46)
Short term debt / Total assets	13.393 [643]	9.976 [127]	3.417*** (2.84)	12.605 [679]	8.744 [133]	3.860*** (3.42)
Long term debt / Total assets	11.843 [643]	11.742 [127]	0.101 (0.10)	11.399 [679]	12.369 [133]	-0.970 (0.79)
ROA	4.108 [643]	5.294 [127]	-1.185*** (2.68)	3.994 [679]	4.873 [133]	-0.878* (1.95)
Annual sales growth	5.158 [643]	0.771 [127]	4.387 (1.14)	7.214 [679]	0.709 [133]	6.505 (1.60)
Log of Total Assets	18.119 [643]	18.251 [127]	-0.131 (0.73)	18.012 [679]	18.203 [133]	-0.190 (1.09)
Top5 Concentration	37.523 [643]	40.043 [127]	-2.519 (1.36)	39.375 [679]	44.711 [133]	-5.336*** (2.73)
Top5 Bank Ownership	7.581 [643]	6.141 [127]	1.440** (2.56)	8.255 [679]	9.623 [133]	-1.367 (1.60)
Top5 Financial Ownership	10.924 [643]	10.154 [127]	0.770 (0.94)	10.849 [679]	12.608 [133]	-1.759* (1.78)
Top5 Firm Ownership	15.848 [643]	16.629 [127]	-0.781 (0.41)	16.188 [679]	15.339 [133]	0.849 (0.43)
Top5 Individual Ownership	8.617 [643]	7.166 [127]	1.450 (1.08)	9.504 [679]	7.646 [133]	1.857 (1.30)
Top5 Motikabu Ownership	1.134 [643]	0.900 [127]	0.233 (1.28)	1.239 [679]	0.744 [133]	0.494*** (3.22)
Top5 Foreign Ownership	0.897 [643]	5.142 [127]	-4.245*** (3.22)	1.482 [679]	8.348 [133]	-6.866*** (4.18)

2) 회귀분석 결과

Table 2. The Determinants of Committee Decision (Selecting Sample)

	Probit	Logit		Probit	Logit
ROA (t-1)	0.0467 (1.25)	0.0778 (1.20)	ROA (Average -1, -2, -3)	0.0482 (1.18)	0.0865 (1.21)
Shortterm debt (t-1)	-0.0150 (0.94)	-0.0328 (1.06)	Shortterm debt (Average -1, -2, -3)	-0.0122 (0.85)	-0.0247 (0.93)
Sales growth (t-1)	-0.0036 (0.34)	-0.0101 (0.51)	Sales growth (Average -1, -2, -3)	-0.0170 (0.96)	-0.0292 (0.96)
Log of total assets (t-1)	0.0863 (0.70)	0.1347 (0.59)	Log of total assets (Average -1, -2, -3)	0.0783 (0.64)	0.1263 (0.57)
Top5 Ownership concentration(t-1)	0.0131 (1.13)	0.0230 (1.12)	Top5 Ownership concentration (Average -1, -2, -3)	0.0131 (1.11)	0.0242 (1.16)
Top5 Bank Ownership (t-1)	0.0252 (0.86)	0.0470 (0.86)	Top5 Bank Ownership (Average -1, -2, -3)	0.0225 (0.69)	0.0406 (0.67)
Top5 Foreign ownership (t-1)	0.0716** *	0.1215** *	Top5 Foreign ownership (Average -1, -2, -3)	0.1095*** (3.01)	0.1850*** (2.92)
Employee / total assets	-1.19e+0 4 (0.86)	-2.16e+0 4 (0.83)	Employee / total assets (Average -1, -2, -3)	-1.70e+04 (1.14)	-3.03e+04 (1.14)
constant	-3.6686 (1.47)	-6.0977 (1.33)	constant	-3.4713 (1.40)	-5.9678 (1.32)
Number of obs	140	140	Number of obs	140	140
Wald chi2	26.97	26.61	Wald chi2	25.04	24.71
Prob > chi2	0.0290	0.0321	Prob > chi2	0.0494	0.0540
Pseudo R2	0.2156	0.2128	Pseudo R2	0.2002	0.1976
Log pseudolikelihood	-49.0547 24	-49.2326 78	Log pseudolikelihood	-50.020702	-50.184194
Industry dummy	Yes	Yes	Industry dummy	Yes	Yes

참고문헌

- 江頭憲次郎 (1994). “コーポレート ガバナンスを論ずる意義—シンポジウムの狙い.”
『商事法務』 1364.
- 岡部広明 (2002). 『株式持合いと日本型企业システム』. 慶応義塾大学出版会
- 平田光弘 (2001). “21世紀の企業経営におけるコーポレート・ガバナンス研究の課題：コーポレート・ガバナンス論の体系化に向けて.” 『経営論集』, 53, 22-40.
- _____ (2002). “新世紀の日本における企業統治の光と影.” 『経営行動研究年報』, 11, 12-15
- 宮島 英昭, 原村 健二, 稲垣 健一 (2003). “進展するコーポレート・ガバナンス改革と日本企業の再生”. 財務財政総合政策研究所.
- 横山 淳 (2007. 10. 17). “委員会設置会社の執行役.” 大和総研制度調査部
- 堀内 勇世 (2005. 8). “社外取締役選任状況と執行役員制度導入状況.” 大和総研制度調査部
- 荒木 尚志 (2007). “コーポレート・ガバナンス、雇用システムの変化と労働法の役割.”
労働政策研究研修機構
- 稲上 毅 (2000). “現代日本のコーポレート・ガバナンス.” 連合総合生活開発研究所.
- _____ (2004). 『コーポレート・ガバナンスと従業員』. 東洋経済新報社
- 全国証券取引協議会 (2006). 『株式分布状況調査2006』.
- 東京証券取引所 (2002). 『証券統計年報2002』.
- 日本経済新聞社 (2004). 『日本経営指標2004』.
- 野村證券金融研究所 (2004). 『コーポレート・ガバナンス・ファンドから見た日本企業のガバナンスの現状と課題』
- 季刊 政策・経営研究 (2007. 3.). 『日本企業のベストガバナンス体制』.
- 『東京新聞』 (1997. 8. 17.). “神話”再生へソニー 2 大改革.”
- 『日経ビジネス』 (2003. 12. 17.). “日本型コーポレート・ガバナンスがよりよい成果を出す.”
- 『日経ビジネス』 (2006. 7. 3.). “米日企業から見るコーポレート・ガバナンスの弱点.”
- Harold, D and L, Kenneth (1985). The Structure Of Corporate Ownership: Causes And Consequences. Journal of Political Economy, 93, 1155-1177
- Porter, E. Michael (1992). Capital Disadvantage: Americas Failing Capital Investment System, Harvard Business Review, 70, 65-82.