

일본 메인뱅크제도와 기업의 자금조달 구조

강 철 구

고려대학교 일본연구센터

< 목 차 >

| | |
|-----------------------|----------|
| I. 서론 | V. 결론 |
| II. 메인뱅크와 기업지배구조와의 관계 | 참고문헌 |
| III. 메인뱅크와 일본기업의 투자행동 | Abstract |
| IV. 금융환경 변화와 기업의 자금조달 | |

Key words(중심용어): 기업지배구조(Corporate Governance), 대리인비용(Agency Cost), 과소·과잉투자(Under·over-investment), 메인뱅크시스템(Mainbank System), 일본(Japan)

국 문 요 약

본 논문은 일본의 금융제도의 가장 큰 특징 중 하나로 알려진 메인뱅크시스템(mainbank system)을 통해 버블경제를 전후로 관찰된 학문적 시각의 변화를 분석하고, 나아가 일본의 고도 성장과정에서 메인뱅크제도의 역할이 과소투자, 혹은 과잉투자를 초래했는지에 대한 분석 및 그 의의와 한계를 검토하고자 하는 목적을 가지고 있다. 이를 위해 선행연구를 분석한 후 메인뱅크와 일본의 기업지배구조와의 관계를 살펴본다. 지금까지는 주로 대기업과 메인뱅크와의 관계를 분석한 연구가 대부분이었으며, 그 시기를 구분하여 살펴본다면 1990년대 중반까지의 연구는 일본경제가 안정적으로 성장하던 시대였기 때문에 메인뱅크의 존재가 과소투자문제의 해소에 유효하였고, 일본기업도 이러한 금융환경에 잘 적응하였다는 분석 결과를 내놓았다. 그러나 1990년대 후반으로 진입하면서 보통사채 발행시장의 확대와 경기침체로 인해 메인뱅크의 기업지배 기능은 점차 감소하거나 그 영향력을 의심받게 되었고, 나아가 메인뱅크가 오히려 기업의 과잉투자를 조장하는 시스템으로 전락되었다고 보는 견해가 대두된 것이다.

따라서 본 논문에서는 80년대부터 2000년도에 이르기까지 일본기업과 메인뱅크간의 거버넌스 구조 및 자금조달 관계를 설명하기 위해 전산업 및 제조업의 재무제표를 통해 분석하였고, 그 결과 80년대 말부터 대기업과 메인뱅크간의 관계는 예전보다 약해진 것은 사실이지만, 그 이전에는 과소투자를 억제하는 기능이 있었다는 것을 알 수 있었다.

I. 서론

일본의 고도성장기에 있어서 금융시스템의 가장 큰 특징 중 하나는 메인뱅크(main bank)로 불리우는 특정은행과 장기적 거래관계를 유지해 온 기업과의 기업지배구조(corporate governance)의 관계라고 할 수 있다. 메인뱅크가 일본의 기업지배구조에 영향을 끼친 기능에 대해서는 많은 연구가 있지만, 그중에서도 1990년대 중반까지는 대리인비용(agency cost)의 경감(輕減), 모니터링 기능, 위험분담(risk sharing) 등에서 그 기능을 발휘해 왔다는 결과가 대부분이었다. 물론 기업지배구조는 각국의 경제발전의 역사적 경험에 따라 서로 다른 형태를 보여 왔지만, 일본에서는 최근 선행연구에서 지적된 일본형 기업지배구조의 장점이 경제환경의 변천과 함께 그 유효성이 상실되었다는 논의가 계속해서 대두되고 있다. 이들 선행연구는 주로 1980년대까지의 샘플을 이용하여 연구한 결과이며 이 기간에는 일반회사의 사채발행이 엄하게 제한되어 있어, 일본경제가 안정적으로 성장하던 시대였기 때문에 메인뱅크의 존재가 과소투자문제의 해소에 유효하였고, 성장지향적인 일본기업의 경영스타일도 이러한 경제환경에 일치하였다는 결과들이다.

그러나 한편으로는 일본의 고도성장기 말부터 70년대 전반의 기업의 투자행동을 살펴 봤을 때 오히려 메인뱅크에 의해 과잉투자를 해 왔다는 연구도 있다(日高·橘川 1998). 이들은 일본의 철강업이나 석유화학공업에서 볼 수 있는 투자경쟁을 그 대표적인 예로 들어 분석한 결과, 양 부문의 차입에 의한 확대지향의 기업경영을 메인뱅크가 지지하였다고 강조하였다. 이러한 상황에서 1990년대에 진입하면서 보통사채 발행시장의 확대와 경기침체로 인해 메인뱅크의 기업지배구조의 기능은 점차 감소하거나 그 영향력을 의심받게 되었다.

미야지마 외(宮島 etc. 2001)에 의하면, 과소투자문제의 해결에 유효하였다고 평가받던 메인뱅크 시스템이 오히려 과잉투자를 조장하는 시스템으로 전락되었다는 연구결과를 발표하였으며, 또한 일본의 기업채무환경이 고도성장기 이후 큰 변화를 보인 것, 즉 고도성장기에는 일본기업이 설비투자를 위한 내부자금이 부족했기 때문에 자금조달의 대부분을 부채(차입금)에 의존해 왔고, 그 결과 부채비율은 높아 졌지만 고도성장기가 끝난 1970년대 중반 이후의 부채비율은 저하되면서 오히려 내부자금은 풍부해진 결과, 80년대에는 과잉투자로 인한 문제점이 노출되었다고 보는 것이다. 이로 인하여 기업의 설비투자에 따른 의사결정에 있어서 비효율적인 투자결정이 있었던 것은 아니었는지에 대한 문제가 제기되었다. 특히 버블경기 때는 급격한 주가·지가의 상승을 배경으로 기업이 설비투자 자금을 용이하게 조달할 수 있게 되면서 일본 기업들은 조달한 자금을 재테크 수단으로 활발히 활용하였다. 그러나 버블 붕괴 이후 버블기에 투자한 자산의 대부분이 부실채권(과잉투자)화 되었고, 그 결과 일본기업은 과잉채무문제에 직면하게 되었으며, 그로 인해 버블 붕괴 후 일본기업은 신규투자를 꺼리게 되는 한편, 과잉설비된 부분은 폐기하게 되었다.

본 논문은 90년대 이후 일본의 금융시스템의 변화를 가져오게 된 원인인 메인뱅크제도와 기업지배구조의 기능을 파악하고, 나아가 일본의 고도성장과정에서 메인뱅크제도의 역할이 과소투자, 혹은 과잉투자를 초래했는지에 대한 분석 및 그 의의와 한계를 검토하고자 하는 목적을 가지고

있다. 이를 위해 본 논문의 구성은 다음과 같이 진행하고자 한다. 2장에서는 메인뱅크의 정의 및 기업지배구조와의 관계를 살펴보고, 3장에서는 메인뱅크제도와 일본 기업의 투자행동을 언급한다. 제4장에서는 90년대 일본의 금융환경이 변화하면서 기업의 자금조달이 어떻게 변화했는지에 대해 전산업(全産業) 및 대기업, 그리고 중소기업을 중심으로 분석한 후 결론을 도출하기로 한다.

II. 메인뱅크와 기업지배구조와의 관계

1. 선행연구

메인뱅크에 관한 연구는 대부분이 일본의 기업지배구조, 대리인비용(agency cost) 경감, 정보생산기능 등에 초점을 맞추어 많은 연구가 이루어져 왔다¹⁾. 예를 들어 나카타니(中谷 1983)는 기업계열에 속해 있는 기업과 독립계 기업의 업적을 비교하여 기업계열의 도시은행은 계열기업에 대해 장기적이고 안정적인 자금을 제공하며, 기업의 업적을 안정화시키고 있다고 하면서 메인뱅크의 risk sharing 기능을 강조하였다. 이러한 주장은 히로타(廣田 1990)등에서도 마찬가지이다. 즉, 기업이 위험 회피적인데 비해 은행은 위험 중립적이기 때문에 메인뱅크가 기업이 직면하는 위험을 분담한다고 하는 것이다.

물론 모든 주장이 이와 같지는 않다. 예를 들어 호리우치 등(堀内·福田 1987)의 경우는 개별 기업의 금융비용과 그 영업비 등이 상호 그 변동을 상쇄하고 있는지 어떤지, 영업수익의 증가 혹은 감소가 메인뱅크로부터의 차입의 증가 혹은 감소를 초래했는지 등에 대해 계열기업을 대상으로 조사한 결과, 메인뱅크가 기업이 직면하고 있는 위험을 분담하거나 안정적인 자금을 공급해 주는 것은 아니라는 결론을 얻기도 하였다.

메인뱅크의 기능 중 하나인 정보생산자로서의 메인뱅크기능을 살펴본다면, 메인뱅크가 기업에 대해서 보다 적극적인 역할을 끼친다고 하는 것이다. 소유와 경영이 분리되어 있는 현대 기업에 있어서 경영자가 주주의 이익을 위해 효율적인 경영을 행한다고 단정지을 수는 없을 것이다. 즉, 자본시장에서의 기업의 경영권 취득(takeover)은, 효율적인 경영자가 비효율적인 경영자를 대신하는 메커니즘이기도 하고, 또한 그러한 경영권 취득에 대한 두려움을 갖게 하여 현재의 경영자를 효율적으로 움직이게 하기 위한 메커니즘이기도 하다. 그러나 스티글리츠(Stiglitz 1985) 등은, 자본시장에는 정보의 비대칭성이 본질적으로 존재하고 있기 때문에 경영권취득에 의한 경영자의 컨트롤은 불완전하다고 주장하고 있다. 예를 들어 주주총회도 주주의 이익을 반영하는 제도이긴 하지만, 주주가 경영자와 동일한 정보를 보유하고 있지 않기 때문에 그 제도는 완전하게 기능하지는 못하며, 경영자 측에 인센티브 문제를 일으킬 가능성이 있다.

1) 자금조달에서 발생하는 대리인비용은 기업의 자본구성의 중요한 결정요인이다. 그런 점에서 메인뱅크는 부채에 대한 대리인비용을 저하시켜주는 존재이며, 따라서 기업의 자본구성에 영향을 끼친다는 것이 후쿠다(福田, 1991)에서 확인되었다.

셰어드(Sheard 1989)는, 일본에서는 경영권 취득이 일반적으로 일어나지는 않기 때문에 메인뱅크가 정보생산자로서 경영권 취득 시장을 대체하는 역할을 하고 있다는 것이다. 즉, 경영이 비효율적이라면 메인뱅크는 경영자를 교체하거나, 기업을 재편성하는 등 경영을 지배할 수 있다는 것이다. 특히 기업이 도산의 위기에 직면할 때 메인뱅크는 중역의 임원을 파견하거나, 긴급융자 등을 통해 재건계획을 입안하는 등 적극적으로 기업의 경영에 참가한다. 또한 도산에 의한 손실의 대부분을 부담함으로써 주주나 그 외 자금의 공급자들에게 메인뱅크의 평가와 신뢰성을 높일 수 있다.

이에 대해 아오키(Aoki 1990)도 동일한 시점에서 메인뱅크의 역할을 다루고 있다. 즉, 은행의 대출계약은 단순하게 그 수익성이나 위험(risk)만을 문제시하는 것이 아니라, 경영권에 대한 이전(移轉)을 포함하고 있다는 것이다. 따라서 자본시장과 노동시장이 그다지 개방되어 있지 않은 일본에서는 기업의 정보를 보다 빨리 수집할 수 있는 메인뱅크가 경영을 유효하게 지배할 수 있는 주체가 된다. 이러한 관점에서 바라볼 때 메인뱅크가 단순히 기업에게 자금을 대출해 주는 것만이 아니라 경영권을 가지고 지배하려는 인센티브가 있다는 것을 알 수 있다.

2. 메인뱅크와 기업지배 관계

일본형 기업지배 구조가 확립되었던 시기는 패전 이후로서, 전전(戰前)에는 일본기업에서도 전혀 다른 거버넌스가 존재하였는데, 그것은 재벌에 의한 지주회사를 통해 사업회사를 산하에 놓고 지배해 온 거버넌스였다. 재벌은 독점이라는 측면에서 볼 때는 그것이 단점(短點)으로 지적되지만, 거버넌스의 측면에서는 효율적인 구조를 만들어 갔다고 볼 수 있다. 왜냐하면 지주회사는 산하 기업의 주식을 소유하면서 동시에 일상적으로 경영을 모니터링하는 구조를 갖고 있을 뿐만 아니라, 산하기업에 임원을 파견하고 중요안건에 대해서는 사전승인을 받는 등의 지배구조를 갖추고 있기 때문이다. 따라서 당시에는 지주회사에 의한 거버넌스가 비교적 제대로 기능하여 왔다고 할 수 있다.

이러한 전전(戰前)의 지주회사에 의한 거버넌스가 변용된 것은 전시체제로 이동하고부터이다. 전시체제하에서는 국가자원을 총동원한다는 목적이 있었기 때문에 주주의 주권이 부정되고 기업은 경영자, 종업원이 구성하는 조직체로서 위치잡고 있어 군수산업의 증강에 힘을 쏟게 되었다. 은행의 역할은 자금대출을 조정하면서 이를 지켜가는 형태로 유지해 왔고, 이러한 체제가 전후의 일련의 개혁에 의해 보다 강건하게 되었다. 전후에는 GHQ에 의한 재벌해체와 지주회사의 금지에 의해 기업은 전전의 체제와는 완전히 결별하게 되었다. 지주회사 금지에 따라 재벌해체의 대상인 대기업을 중심으로 주식을 처분할 필요가 생겼는데, 이때 대기업을 중심으로 종업원을 중심으로 하는 개인에게 우선적으로 매각하였기 때문에 개인의 주식소유비율은 1949년 당시 70% 가까이 소유하게 되었다. 그러나 대기업을 주식매점의 위기를 경험하면서 기업의 경영권탈취를 방지하기 위해 안정주주(stable stockholder)를 형성하기 위한 노력을 하였다(佐久間信夫編著 2003, 6).

한편, 자금 공급면에서는 그 후의 고도성장을 실현하는데 이르기까지 메인뱅크가 주요한 역할을 해 왔으며, 따라서 상호주식보유와 메인뱅크시스템으로 특징지어지는 일본형 기업지배 시스템이 형성되었던 것이다. 이러한 일본의 상호주식보유는 매매를 목적으로 한 투자가 아니며, 단기보유 목적의 유가증권도 아니다. 시장성이 높은 금융상품이긴 하지만, 시가 변동을 통해 차익을 형성하려는 종류의 금융상품이 아니기 때문에 정책투자(안정주주)로서의 역할이 강하다.

원래 주식보유는 전후 일본에 머물렀던 GHQ에 의한 재벌해체에 따라서 지주회사나 동족가족이 소유했던株式이 시장에 방출되었고, 그 후 자본자유화의 흐름속에서 매점매석의 위험을 느낀 각 기업이 안정주주 공작으로서 추진해 왔던 역사적 배경이 있기 때문에 이러한 주식보유에 의해 일본 기업의 대부분은 회사지배를 위협받지 않고 안정된 기업경영을 계속해 왔던 것이다. 새로운 거버넌스의 형태는 지주회사에 의한 거버넌스가 중요한 역할을 끼치겠지만, 이것은 전전의 거버넌스로 회귀하는 형태로도 볼 수 있다.

1980년대 이후 금융자유화의 진전은 기업과 은행의 행동에 대해 큰 변화를 초래하였으며, 이 과정에서 기업은 은행으로부터 이탈(銀行離れ)하게 되고 기업이 직접 자금을 조달하는 움직임이 일어났다. 이에 대해 은행은 기존의 대출처를 대신할 새로운 대출처를 개척해야 할 필요를 느끼기 시작하였고, 이러한 변화가 생길 때에 버블이 발생하였다. 버블발생의 직접적인 원인은 1980년대 후반의 금융완화에 의한 과잉유동성에 있지만, 그에 따라 지가(地價)가 급등하였고 은행이 서로 경쟁하듯이 부동산용자에 뛰어든 것이 계기라고 할 수 있다. 스즈키 등(鈴木·小川 1997)에 의하면, 메인뱅크에 속한 기업과 속하지 않은 기업으로 분류하여 토지담보에 대한 대리인비용의 저하효과를 측정한 결과, 그 효과는 메인뱅크에 속하지 않은 기업의 대리인비용이 크다는 연구 결과가 있다²⁾.

후쿠다 등(Hukuda and Hirota 1996)의 경우는 1985~1987년 동안 582개사의 데이터를 분석한 결과 메인뱅크 관계를 맺고 있는 기업은 부채율이 높으며, 기업이 심각한 대리인 문제에 직면하였을 때 기업은 메인뱅크로부터의 차입을 늘림으로서 메인뱅크와의 관계를 강하게 만들어 대리인비용을 삭감한다고 한다. 이것이 바로 일본형 거버넌스로 대표되는 메인뱅크와 기업간의 관계를 보여주는 한 측면이라고 할 수 있다³⁾.

버블 붕괴 이후에는, 은행은 다액의 부실채권을 떠맡게 되었으며, 은행자신이 경영위기에 직면한 가운데 메인뱅크에 의한 거래처 기업의 모니터링 기능은 크게 후퇴하는 양상을 보였다. 이렇듯 메인뱅크시스템이 제대로 기능하지 못하게 되자 금융자유화는 빠르게 확산되는 계기를 제공하였고 이로 인해 기업은 은행이탈과 부동산용자에 뛰어들어 결국 경영위기에 빠졌다고 볼 수 있다. 이 과정에서 버블발생과 붕괴는 메인뱅크시스템의 기능부진을 크게 조장하는 결과가 되었으며, 더욱이 현재에는 상호주식보유의 해소가 종래의 기업지배 구조를 흔드는 요인이 되었기에,

2) 鈴木·小川(1997)와 비슷한 연구결과로서 清水啓典(1997)이 있다. 즉, 대표적인 담보라고 할 수 있는 토지가격의 상승은 담보가치의 상승에 의해 대리인비용을 삭감해 주기 때문에 정보의 비대칭성이 보다 중소기업이 경우 토지담보의 효과가 더 크다고 한다.

3) 물론 메인뱅크와 기업간의 관계를 부정적인 측면에서 연구한 논문들도 다수 있다. 예를 들어 하야시(Hayashi, 2000), 깁슨(Gibson, 1997) 등이다. 이들은 메인뱅크에 의해 대리인비용이 축소 혹은 삭감되었다는 명확한 증거를 발견하기 어렵다는 것을 밝히고 있다.

많은 기업은 불황이 장기화하는 가운데 기업재조정을 위해 보유주식을 매각할 필요가 생겼고 은행도 부실채권을 처리하기 위해 보유주식을 매각해야만 했다.

또한 시가회계(時價會計)의 도입(2002년 3월부터 상호주식의 시가평가)도 상호주식보유 해소를 촉진하는 요인이 되었다. 은행으로서는 주가가 하락하는 가운데 시가회계가 도입된다면 보유주식에 대한 손실(含み損)의 일부가 잉여금으로부터 빠지게 되어 자기자본이 감소하는 요인이 되기 때문에 상호주식보유를 매각해야 할 인센티브가 생긴다. 물론 일본 기업에서도 회사가 주주의 소유라는 전제하에서 사외감사를 위촉하거나 일반적으로 전문적인 감사법인에 의한 결산서에 대한 감사를 의무적으로 수행하도록 되어 있지만, 실제적으로 일본의 기업그룹에 있어서는 개인주주의 비율이 매우 낮고 법인주주에 의한 상호주식보유가 일반적이다. 또한 이들 상호출자법인은 서로의 기업경영에는 크게 간섭하지 않기 때문에 기업의 지배권은 경영자에게 안정적으로 확보된다고 볼 수 있다. 이에 따라 나타나는 취약한 기업경영의 감시기능은 일반적으로 메인뱅크가 담당하였다고 볼 수 있다.

금융자유화와 시가회계의 도입이 일본의 기업지배 기능을 재정립하게 되는 제도적인 계기를 마련해 주었다고 볼 때, 그것을 더욱 증폭시켜 기능부전의 정도를 심각하게 만든 근본적인 요인은 버블발생과 붕괴, 그리고 그 후의 장기에 걸친 경기저하라고 볼 수 있다. 예를 들어 은행이 부동산융자로 대출을 서둘러 전환하였고 그 후 은행이 다액의 부실채권을 떠맡게 되면서, 90년대 중반 이후 야마이치증권회사(山一証券會社)를 비롯하여 금융기관들이 파산에 이르게 된 것이다. 또한 버블기에 기업은 주가상승을 이용하여 신주발행을 수반하는 자금조달(equity finance)을 일제히 활용하면서, 자금조달면에서 필요 이상으로 은행으로부터 이탈을 하였기 때문에 은행은 은행 본업이라고 할 수 있는 모니터링기능을 제대로 발휘하지 못했다. 한편, 불황의 장기화는 주가 하락을 통해 은행의 자기자본을 훼손시키는 요인이 되었고 또한 기업재조정(restructure)이나 부실채권 처리문제 때문에 상호주식보유를 해소시키는 요인도 되었다.

이상의 논의를 종합해 보면, 종래의 기업지배의 근간을 이루었던 메인뱅크시스템과 상호주식보유는 그 기능이 점차 상실되면서 종래의 일본형 기업지배의 근간이 흔들리는 계기가 되었으며, 이러한 제도변경은 일본경제가 성숙해지고 또한 기업활동의 글로벌화가 진행되어 가는 과정에서는 어찌면 불가결한 것이라고도 볼 수 있다. 결과적으로 금융자유화나 시가회계의 도입 등 제도의 변경과 그 과정에서 일어난 버블의 발생·붕괴와 불황의 장기화로 인해 80년대 후반부터 일본에서의 기업지배구조는 제대로 작동하지 못했다는 평가를 받게 되었고, 이와 관련하여 대표적인 원인으로 보는 것이 고도성장기간 동안 높게 평가받아 왔던 메인뱅크가 존재하였다는 것은 간과할 수 없는 사실이라고 할 수 있다.

Ⅲ. 메인뱅크와 일본기업의 투자행동

1. 메인뱅크와 일본기업의 투자행동

아래의 <그림 1>에서와 같이 0, 1, 2 등 세 시점이 있고 기존자산과 신규투자기회를 가지고 있는 기업을 가정해 보자. t=1에서 기존자산이 수익 y_1 을 창출하고 동시에 필요자금 i 의 신규투자기회가 발생($y_1 < i$)한다고 가정할 때, 경영자는 t=1에서 이 신규투자기회를 실행할 것인가 어떤가를 결정할 것이다. t=2에서는 기존의 자산이 수익 y_2 를 발생시킴과 동시에 t=1에서 신규투자를 실행한다면 수익 r 이 발생된다. 각 변수 가운데 r 과 i 에 대해서는 t=0에 모든 경제주체가 그 확실한 값을 알고 있다.

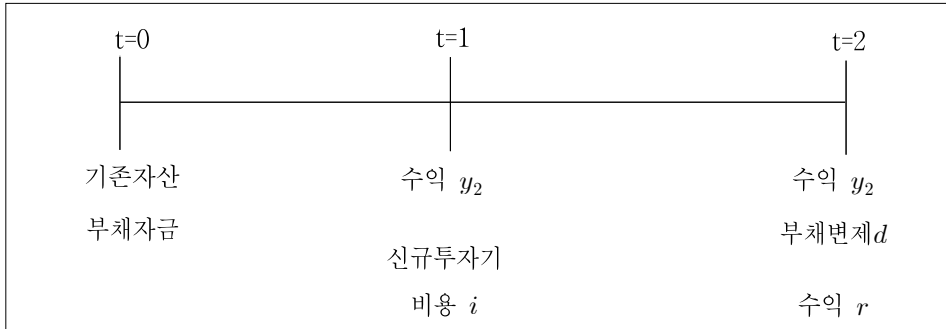
한편 수익 y_2 와 수익 r 은 t=0에 있어서는 확률변수이며, t=1에서 그 실현치가 확정되고 대칭 정보를 갖게 된다고 하자. 단 어떠한 변수도 입증은 불가능하며 투자가가 경영자와 y_2 , r 에 의존한 계약을 하는 것은 불가능하다. 기업은 t=0에서 할인채권을 발행하고, t=2에서 d 를 변제할 때, 가령 이 기업이 t=1에서 신규로 부채에 의한 자금조달을 행할 경우에는 t=2에 있어서 신규채권자에의 변제는 t=0에서 발행한 부채의 채권자(기존채권자)에의 변제에 신경쓰게 될 것이다. 경영자는 신규투자를 실행하려고 하는 인센티브를 강하게 가지고 있기 때문에 t=1에서 신규투자에 필요한 자금을 조달 가능한 경우에는 그것이 효율적인지 아닌지 상관없이 반드시 신규투자를 실행한다고 가정(empire building tendencies)하고, 채권자가 광범위하게 분산되어 있어 t=1에 있어서 경영자가 채권자와 재교섭을 행하는 것은 불가능하다고 할 때, 이하 t=0에 있어서 부채발행액 d 와 신규투자결정의 관계를 분석하면 다음과 같다.

$y_1 < i$ 일 경우, 경영자가 t=1에서 신규투자를 실행하기 위해서는 $i - y_1$ 만큼 신규로 자금조달을 하지 않으면 안 된다. 여기에서 신규채권자에의 변제가 기존의 장기채권자에의 변제에 뒤떨어진다고 하는 가정하에서는, t=2에서 신규채권자가 받을 수 있는 최대액은 $y_2 + r - d_2$ 이 된다. 이에 의해 경영자가 t=1에 있어서 시장으로부터 차입을 행하여 신규투자를 실행하려고 할 경우, 최대 $y_2 + r - d_2$ 만큼 차입이 가능하다. 따라서 t=1에 있어서

$$y_1 + y_2 + r - i - d > 0 \dots\dots\dots (1)$$

이 된다면 경영자는 신규투자에 필요한 자금을 조달할 수 있으며 신규투자를 실행할 수 있게 된다. 식을 단순화하기 위해 이자율은 0, 투자가는 위험 중립적이라고 가정하였다.

<그림 1> 기업의 투자기회 시간 흐름도



자료) 内田交謹(2008)

부채의 증가는 경영자의 신규투자행동을 억제하게 되는데 이를 식 (1)을 통해 확인하면 다음과 같다. 즉, $t=0$ 에서는 부채발행액 d 와 신규투자결정의 관계를 살펴보면, 부채 d 가 많을수록 경영자가 신규로 차입할 수 있는 최대액 $y_2 + r - d$ 는 작아지고 그렇게 되면 경영자가 신규투자를 실행할 수 있는 확률은 낮아진다.

이와 같은 부채의 투자억제효과는 $t=1$ 에서 $r > i$ 이 되었을 경우에 가능하다면, $NPV > 0$ 의 신규투자의 실행을 불가능하게 만드는 과소투자문제가 발생한다. 이와 같은 문제는 $y_1 + y_2$ 에 비하여 부채발행액 d 가 큰 경우에 생기게 되는데, 이때 유망한 투자기회를 가지고 있는 고성장기업에서는 부채에 의해 과소투자를 하게 될 가능성이 있다. 특히 일본의 고도성장기에는 기업에 유망한 투자프로젝트가 풍부했던 반면, 내부자금은 부족하고 부채비율이 높았던 시기였기 때문에, 이 시기에는 부채이용에 의한 과소투자문제가 발생할 가능성이 높았다고 생각할 수 있다. 반대로 $r < i$ 이 되었을 경우에 부채로 인한 투자억제효과가 가능하다면 $NPV < 0$ 의 투자의 실행(과잉투자)을 억제하려는 바람직한 효과를 가져오게 된다. 따라서 유망한 투자기회를 갖지 못하는 저성장기업에서의 부채는 과잉투자를 억제하려는 역할을 하게 되는 것이다.

부채의 이용에 의해 생기는 문제는 아닐 수 있지만, (1)식이 성립할 경우 경영자는 $NPV < 0$ 의 신규투자를 실행하게 된다(과잉투자문제). 이와 같은 문제는 부채발행의 수준인 d 에 비해 기존 자산을 통해 형성된 수익 $y_1 + y_2$ 가 많아지는 경우에 생길 가능성이 있다.

2. 메인뱅크와 일본기업의 과소·과잉투자문제

우치다(内田, 2001)에 의하면, 부채이용은 과소투자를 유인(誘因)할 가능성이 있는데, 특히 일본의 고도성장기에는 부채이용에 의한 과소투자문제가 발생했을 가능성이 높은 것으로 나타났다. 이에 대해 기업과 장기적 거래관계를 유지하고 있는 메인뱅크는 신규투자의 NPV가 정(正)의 관계일 때 경영자에게 신규 투자자금을 대출해 줄 가능성이 있다. 즉, 메인뱅크가 $t=0$ 일 경우 기업에 대출을 행한다고 가정할 때, 메인뱅크의 대출비율을 $m(0 < m \leq 1)$ 라고 하고, $t=2$ 에서

기업은 메인뱅크에 대해 md 만큼 변제한다고 가정한다. 여기에서 $t=1$ 에서 (1)식은 성립하지 못하며, 경영자는 메인뱅크에 신규 투자자금의 용자를 요청하였다고 가정하면, 이때 메인뱅크가 신규 투자자금을 용자해 주지 않고 기업이 신규투자를 실행할 수 없게 될 경우 $t=2$ 에서 메인뱅크는 $\min\{m(y_1 + y_2), md\}$ 를 얻게 되는 것이다.

이에 대해 메인뱅크가 $t=1$ 에서 경영자에게 신규투자에 필요한 $i - y_1$ 를 대출해 주었을 경우, 메인뱅크의 최대이익은 $\min\{md, m(y_2 + r)\} - (i - y) + \max\{0, y_2 + r - d\}$ 이 된다. 이때 $r > i$ 에서 또한 m 이 어떤 수준보다도 클 경우에는 메인뱅크에 있어서 신규 투자자금을 용자하는 편이 유리하다.

이상에서와 같이 메인뱅크는 신규투자의 NPV가 정(正)일 경우 (1)식이 성립하지 않더라도 신규투자자금을 용자하여 부채이용에 의한 과소투자문제를 경감하는 기능을 가지고 있다고 할 수 있다.

한편, $t=1$ 에서 $r < i$ 이 되더라도 (1)식이 성립하고 경영자가 신규투자를 실행하려고 하는 경우 (과잉투자문제), 메인뱅크는 어떻게 행동할 것인가에 대해 생각해 보자. 이 경우 경영자가 시장에서 차입을 통해 신규투자를 실행하더라도 메인뱅크의 채권가치는 저하하지 않는다. 한편, 주가가치는 과잉투자가 행해질 때마다 저하한다. 그렇지만 일반적으로 메인뱅크는 상호주식보유를 형성하고 있어서 순수한 투자목적이 아닌 것을 고려한다면 메인뱅크는 주주로서의 이해를 무시하고, 경영자의 과잉투자를 용인하는 가능성이 있다. 나아가 메인뱅크는 채권자로서의 이해(利害)를 중시하여 경영자에게 신규 투자자금을 용자하고, 과잉투자를 조장할 가능성도 있다. 이와 같은 문제는 기업에게 유망한 투자안이 적어진 한편, 내부자금이 풍부해진 1980년대에 생겼을 가능성이 있다.

우치다(内田, 1998)는 메인뱅크로부터의 용자를 통해 고성장기업의 설비투자가 촉진되었는지, 혹은 성장기회가 부족했던 저성장기업의 설비투자를 촉진했는지를 1967년, 1983년, 1993년 등을 대상으로 분석한 결과, 1967년의 고성장기업은 부채가 설비투자에 대해 부(負)의 영향을 주었지만, 메인뱅크로부터의 용자는 설비투자에 대해 긍정적인 영향을 끼쳤다는 연구결과를 발표하였다. 따라서 고도성장기에는 메인뱅크로부터의 용자가 부채이용에 의한 과소투자문제를 경감한다고 하는 가설이 지지되었다. 1983년도의 고성장기업은 메인뱅크로부터의 용자가 설비투자에 대해 긍정적인 영향을 끼치지 않고, 메인뱅크 용자가 부채이용에 의한 과소투자 문제를 경감한다고 하는 가설은 지지받지 못했다. 오히려 메인뱅크 용자가 저성장기업의 설비투자에 대해 긍정적인 영향을 끼쳐 메인뱅크용자가 과잉투자를 조장한다고 하는 가설이 지지받았다. 1993년도에는 그 효과가 비록 고도성장기에 비해서 약해지긴 했지만, 메인뱅크 용자가 고성장기업의 설비투자에 대해 긍정적인 영향을 주어 기업의 부채이용에 의한 과소투자문제를 경감한다고 하는 가설이 지지되었다.

IV. 금융환경 변화와 기업의 자금조달

고도경제성장기의 일본 기업들은 자금조달 수단으로 은행으로부터의 간접자금인 차입금을 통해 설비투자를 이루어 나갔지만, 1980년대 이후 금융자유화 및 국제화의 진전으로 그 역할은 점

점 후퇴하게 되었다.

<표 1> 부터 <표 6>까지는 1980년도부터 2000년까지 약 20년간 일본 기업의 자금조달동향을 법인기업통계(法人企業統計)로부터 조사한 결과를 나타낸 것이다. 표를 통해 일본 기업의 자금조달 현황을 살펴보면, 투자자금 수요는 축소된 반면 내부자금이 증가하였고, 80년대 중반에는 투자액을 웃도는 현상이 보이기도 하였다. 이처럼 내부자금조달이 가능해진 이유는 차입금 비율이 감소하였을 뿐만 아니라 주식이나 사채 등을 자본시장을 통해 조달 가능한 환경이 마련되었기 때문이기도 하다. 그 결과 대기업의 경우<표 3> 총자산에 대한 차입금 비율은 이미 80년대 전반에 장기차입금이 억제되면서 80년대 33.1%에서 84년에는 28.7%로 저하되었으며, 92년도에는 장기차입금뿐만 아니라 단기차입금도 감소하면서 18%나 저하하였다. 또한 자기자본비율(자본/(자본+부채))은 80년도의 21.6%에서 88년도에는 34.7%로, 그리고 96년도에는 41.1%로 급속히 상승하였다. 그 원인으로 시가발행증자 및 전환사채(convertible bond), 또는 워런트채(warrant bond)의 발행 등 신주발행(新株發行)을 동반한 자금조달이 증가하였기 때문이라고 해석할 수 있다(小川·北坂 1998. 125p).

이처럼 80년대 들어와 일본의 금융환경이 변하면서 메인뱅크 산하에 있던 대기업의 자금조달은 은행차입금 중심의 간접금융조달에서 증자 등 자본시장을 통한 직접금융으로 이동을 하였다. 이에 따라 대기업을 비롯해 일본의 기업들은 은행으로부터의 차입의존도가 저하되었고 대기업의 은행으로부터의 이탈이 현저히 나타난 것이다. 이는 <그림 2> 및 <그림 3>을 통해서도 확인할 수 있다.

<表 1> 전산업에 걸친 자산의 흐름

(단위 : %)

| 자산 | 80년 | 84년 | 88년 | 92년 | 96년 | 98년 | 00년 |
|-----------|------|------|------|-------|-------|-------|-------|
| 유동자산 | 64.9 | 62.6 | 60.0 | 55.4 | 51.6 | 49.5 | 47.2 |
| 현금·예금 | 13.1 | 13.4 | 14.9 | 11.0 | 9.8 | 9.9 | 10.3 |
| 수취어음·외상대금 | 26.2 | 25.0 | 21.5 | 19.2 | 19.2 | 17.6 | 17.3 |
| 재고자산 | 17.3 | 15.4 | 13.6 | 13.7 | 12.1 | 11.2 | 9.4 |
| 제품·상품 | 8.7 | 7.9 | 7.3 | 7.2 | 6.3 | 5.7 | 4.8 |
| 가공상품 | 5.6 | 5.2 | 4.8 | 5.1 | 4.6 | 4.3 | 3.4 |
| 원재료·저장품 | 3.0 | 2.3 | 1.5 | 1.4 | 1.2 | 1.2 | 1.1 |
| 주식 | 0.8 | 1.0 | 2.0 | 1.9 | 1.7 | 1.6 | 0.8 |
| 공사채 | 1.6 | 1.7 | 1.3 | 1.0 | 0.8 | 0.7 | 0.5 |
| 그 외 유가증권 | 0.1 | 0.2 | 0.5 | 0.5 | 0.7 | 0.7 | 0.8 |
| 고정자산 | 35.0 | 37.2 | 39.8 | 44.4 | 48.2 | 50.2 | 52.5 |
| 토지 | 5.9 | 6.5 | 8.1 | 9.8 | 11.4 | 11.4 | 13.1 |
| 그 외 자산 | 18.4 | 19.2 | 19.5 | 20.1 | 22.2 | 23.8 | 22.2 |
| 건설가감정 | 2.0 | 2.1 | 1.9 | 2.4 | 1.7 | 1.6 | 1.3 |
| 무형고정자산 | 0.5 | 0.5 | 0.6 | 0.7 | 0.8 | 0.9 | 1.2 |
| 투자 그 외 자산 | 8.2 | 8.7 | 9.8 | 11.4 | 12.0 | 12.6 | 14.8 |
| 총자산합계(兆円) | 4126 | 5376 | 7798 | 11167 | 12213 | 12410 | 12706 |

자료) 大藏省 「法人企業統計年報」 각해년도에 의해 필자 작성

<表 2> 전산업에 걸친 부채·자본의 흐름 (단위 : %)

| 부채·자본 | 80년 | 84년 | 88년 | 92년 | 96년 | 98년 | 00년 |
|-------------|------|------|------|------|------|------|------|
| 부채 | 84.4 | 82.1 | 79.9 | 79.6 | 78.8 | 77.6 | 74.9 |
| 유동부채 | 59.0 | 56.6 | 51.5 | 46.9 | 45.7 | 43.9 | 41.5 |
| 지급어음·외상매입대금 | 28.2 | 24.6 | 19.8 | 16.6 | 16.1 | 14.5 | 14.5 |
| 단기차입금 | 18.4 | 20.6 | 21.2 | 18.7 | 18.1 | 17.9 | 16.1 |
| 금융기관차입금 | 17.2 | 19.3 | 19.3 | 16.3 | 15.6 | 15.1 | 13.3 |
| 그 외 차입금 | 1.1 | 1.2 | 1.9 | 2.4 | 2.5 | 2.8 | 2.8 |
| 고정부채 | 25.4 | 25.5 | 28.4 | 32.7 | 33.2 | 33.7 | 33.4 |
| 사채 | 2.7 | 2.9 | 4.5 | 5.1 | 4.9 | 4.8 | 4.6 |
| 장기차입금 | 18.0 | 17.9 | 18.9 | 21.6 | 22.3 | 22.3 | 21.7 |
| 금융기관차입금 | 16.4 | 16.0 | 17.3 | 19.4 | 20.3 | 20.0 | 19.2 |
| 그 외 차입금 | 1.6 | 1.9 | 1.6 | 2.2 | 2.0 | 2.4 | 2.5 |
| 충당금 | 2.3 | 2.3 | 2.3 | 2.1 | 2.2 | 2.3 | 2.7 |
| 자본 | 15.6 | 17.9 | 20.0 | 20.4 | 21.1 | 22.4 | 25.1 |
| 자본금 | 5.2 | 5.0 | 5.0 | 5.1 | 5.4 | 5.9 | 6.2 |
| 자본·이익준비금 | 2.0 | 2.7 | 3.5 | 3.9 | 4.0 | 4.0 | 4.6 |
| 그 외 잉여금 | 8.4 | 10.1 | 11.5 | 11.4 | 11.6 | 12.5 | 14.4 |

자료) 大藏省 「法人企業統計年報」 각해년도에 의해 필자 작성

<표 3> 제조업 대기업의 자산의 흐름 (단위 : %)

| 자산 | 80년 | 84년 | 88년 | 92년 | 96년 | 98년 | 00년 |
|-----------|------|------|------|------|------|------|------|
| 유동자산 | 63.5 | 62.1 | 60.3 | 54.8 | 52.6 | 51.1 | 47.4 |
| 현금·예금 | 10.9 | 11.7 | 16.1 | 11.3 | 8.8 | 8.3 | 7.5 |
| 수취어음·외상대금 | 24.0 | 23.2 | 21.1 | 20.2 | 20.9 | 19.7 | 19.2 |
| 재고자산 | 19.6 | 17.7 | 13.2 | 13.1 | 12.0 | 12.2 | 10.3 |
| 제품·상품 | 7.1 | 6.7 | 5.3 | 5.4 | 4.8 | 4.8 | 3.9 |
| 가공상품 | 6.5 | 6.5 | 5.2 | 5.1 | 4.8 | 5.0 | 4.2 |
| 원재료·저장품 | 6.1 | 4.6 | 2.7 | 2.6 | 2.4 | 2.4 | 2.2 |
| 주식 | 1.1 | 1.4 | 2.5 | 2.9 | 2.9 | 2.5 | 1.0 |
| 공사채 | 3.3 | 3.5 | 2.5 | 2.0 | 1.9 | 1.8 | 1.3 |
| 그 외 유가증권 | 0.1 | 0.2 | 0.8 | 0.8 | 1.9 | 1.7 | 1.8 |
| 고정자산 | 36.4 | 37.8 | 39.7 | 45.2 | 47.3 | 48.8 | 52.6 |
| 토지 | 3.9 | 4.2 | 5.0 | 5.5 | 6.4 | 6.6 | 7.2 |
| 그 외 자산 | 19.1 | 19.5 | 19. | 20.3 | 20.6 | 20.5 | 18.7 |
| 건설가감중 | 1.8 | 1.6 | 1.5 | 2.3 | 1.6 | 1.8 | 1.4 |
| 무형고정자산 | 0.2 | 0.2 | 0.2 | 0.2 | 0.2 | 0.3 | 0.8 |
| 투자 그 외 자산 | 11.4 | 12.4 | 14.0 | 16.8 | 18.5 | 19.6 | 24.4 |
| 총자산합계(兆円) | 1030 | 1305 | 1593 | 2206 | 2329 | 2388 | 2503 |

<표 4> 제조업 대기업의 부채·자본의 흐름

(단위 : %)

| 부채·자본 | 80년 | 84년 | 88년 | 92년 | 96년 | 98년 | 00년 |
|-------------|------|------|------|------|------|------|------|
| 부채 | 78.4 | 72.5 | 65.3 | 62.2 | 58.9 | 57.8 | 56.4 |
| 유동부채 | 55.4 | 51.7 | 44.6 | 39.1 | 37.2 | 36.1 | 34.1 |
| 지급여음·외상매입대금 | 23.0 | 20.9 | 16.6 | 15.1 | 14.7 | 13.7 | 13.7 |
| 단기차입금 | 17.8 | 16.9 | 15.2 | 11.0 | 10.1 | 10.3 | 9.3 |
| 금융기관차입금 | 17.4 | 16.6 | 14.2 | 9.8 | 9.5 | 9.3 | 8.2 |
| 그 외 차입금 | 0.4 | 0.3 | 1.0 | 1.2 | 0.6 | 1.0 | 1.0 |
| 고정부채 | 23.0 | 20.8 | 20.7 | 23.1 | 21.8 | 21.7 | 22.3 |
| 사채 | 3.4 | 4.4 | 8.4 | 11.4 | 10.0 | 9.8 | 8.7 |
| 장기차입금 | 15.2 | 11.8 | 7.4 | 7.1 | 7.3 | 7.4 | 7.3 |
| 금융기관차입금 | 14.6 | 11.0 | 6.8 | 6.7 | 6.9 | 7.1 | 7.0 |
| 그 외 차입금 | 0.6 | 0.7 | 0.6 | 0.4 | 0.3 | 0.4 | 0.3 |
| 총당금 | 3.7 | 3.9 | 4.0 | 3.7 | 3.6 | 3.6 | 4.6 |
| 자본 | 21.6 | 27.5 | 34.7 | 37.8 | 41.1 | 42.2 | 43.6 |
| 자본금 | 6.7 | 6.8 | 8.2 | 9.2 | 9.8 | 10.0 | 10.0 |
| 자본·이익준비금 | 4.1 | 6.5 | 9.0 | 10.0 | 10.5 | 10.7 | 10.8 |
| 그 외 잉여금 | 10.8 | 14.2 | 17.5 | 18.6 | 20.8 | 21.5 | 22.7 |

자료) 大藏省「法人企業統計年報」각해년도에 의해 필자 작성

주 : 본 논문에서는 자본금 10억 엔 이상의 기업을 대기업으로 한다.

중소기업과 메인뱅크와의 관계를 분석한 호리우치(堀内, 1988)는 중소기업이 필요로 하는 자금규모가 그다지 크지 않고 거래 은행수가 대기업과 달리 많지 않기 때문에 하나의 은행이 자금의 대부분을 공급하는 경우가 많다고 한다. 이때 지방은행은 고객인 중소기업에 대해 단순히 자금을 대출해 주는 역할 뿐 아니라 인재파견, 종합적 금융서비스 및 경영자문 등을 제공하기도 한다⁴⁾. 일반적으로 중소기업은 정보량이 절대적으로 부족한 상황에서 시장에 대한 정보의 비대칭성이 심각하다고 할 수 있는데, 중소기업이 자금을 얻는 주요 통로가 은행이기 때문에 은행과의 관계는 매우 중요하다고 할 수 있다⁵⁾.

<표 5>, <표 6>은 제조업 중소기업과 관련하여 차입금 비율이 우세하게 상승하는 경향을 보이고 있는 것을 알 수 있다. 총자산에 대한 차입금 비율은 80년대의 31.2%에서 88년 및 92년도에는 35.4%로, 이후 96년도에는 36.8%가 되었다. 이는 제조업 대기업의 차입에 대한 수요가 감소되면서 도시은행 등이 대체적인 용자대상으로 중소기업에 대한 적극적 대출을 실시한 결과이며, 또 하나는 자본시장에의 접근이 곤란한 중소기업이 자금수요를 은행차입으로 충족시킨 결과이기도 하다. 이러한 점에서 볼 때 자본시장의 자유화가 중소기업에까지 직접 파급되었다고 하기에는 무리가 있다고 할 수 있다.⁶⁾

4) 직접 자금조달을 하기 위해서는 기업에 대한 정보를 은행이 충분히 알고 있어야 하는데, 중소기업의 경우 정보가 한정되어 있기 때문에, 자금을 조달하기 위해서는 은행을 통해 간접적인 자금을 조달하는 것이 용이하게 작용한다. 그런 의미에서 중소기업에게 있어서 메인뱅크의 역할이 더 중요할 수도 있다.

5) 堀内·吉野(1992)에 의하면, 중소기업과 메인뱅크의 관계, 대기업과 메인뱅크의 관계가 다르다고 한다. 그 이유로서 자금수요액이 대기업보다 적기 때문에 정보의 공공재적인 성질에 의해 발생할 수 있는 문제가 발생하지 않기 때문이다.

한편 중소기업은 주식이나 사채에 의한 자금조달 비율이 상당히 낮았는데, 내부자금의 비율이 압도적으로 증가경향을 보이고 있으며, 자기자본비율이 80년대 전반의 19.4%에서 88년도에는 23%로, 제조업의 대기업에 비해 소폭 상승하였다.

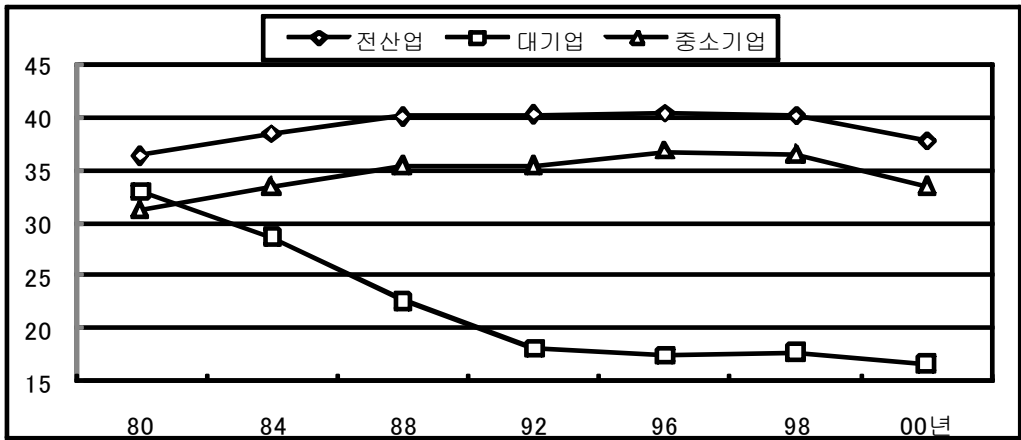
<표 5> 제조업 중소기업의 자산의 흐름

| 자산 | 80년 | 84년 | 88년 | 92년 | 96년 | 98년 | 00년 |
|-----------|------|------|------|------|------|------|------|
| 유동자산 | 68.5 | 66.7 | 63.4 | 58.2 | 57.0 | 55.8 | 57.1 |
| 현금·예금 | 16.3 | 15.8 | 15.0 | 11.2 | 10.4 | 10.2 | 11.0 |
| 수취어음·외상대금 | 27.3 | 27.6 | 26.3 | 25.4 | 26.5 | 25.2 | 25.9 |
| 재고자산 | 18.6 | 16.6 | 14.0 | 13.9 | 12.3 | 12.7 | 12.0 |
| 제품·상품 | 7.6 | 7.0 | 5.9 | 5.7 | 5.0 | 5.4 | 4.6 |
| 가공상품 | 5.4 | 5.3 | 4.6 | 4.8 | 4.2 | 4.2 | 4.2 |
| 원재료·저장품 | 5.5 | 4.3 | 3.6 | 3.4 | 3.2 | 3.2 | 3.2 |
| 주식 | 0.6 | 0.7 | 1.3 | 1.2 | 1.0 | 0.8 | 0.9 |
| 공사채 | 1.2 | 1.4 | 1.7 | 0.8 | 0.8 | 0.5 | 0.4 |
| 그 외 유가증권 | 0.2 | 0.3 | 0.5 | 0.5 | 0.7 | 0.6 | 0.7 |
| 고정자산 | 31.4 | 33.2 | 36.4 | 41.5 | 42.8 | 44.0 | 42.6 |
| 토지 | 5.5 | 6.1 | 7.0 | 8.4 | 9.7 | 9.9 | 9.6 |
| 그 외 자산 | 17.9 | 19.2 | 20.9 | 23.4 | 23.4 | 2.2 | 22.0 |
| 건설가감정 | 1.4 | 1.2 | 1.4 | 2.0 | 1.2 | 1.4 | 0.8 |
| 무형고정자산 | 0.3 | 0.3 | 0.3 | 0.3 | 0.4 | 0.4 | 0.5 |
| 투자 그 외 자산 | 6.3 | 6.5 | 6.8 | 7.4 | 8.2 | 8.3 | 9.7 |
| 총자산합계(兆円) | 244 | 287 | 346 | 424 | 444 | 443 | 459 |

<표 6> 제조업 중소기업의 부채·자본의 흐름

| 부채·자본 | 80년 | 84년 | 88년 | 92년 | 96년 | 98년 | 00년 |
|-------------|------|------|------|------|------|------|------|
| 부채 | 80.6 | 77.9 | 77.0 | 75.3 | 74.5 | 72.8 | 69.8 |
| 유동부채 | 58.9 | 58.6 | 55.9 | 49.6 | 49.3 | 50.0 | 48.3 |
| 지불어음·외상매입대금 | 32.1 | 29.5 | 26.2 | 23.0 | 22.6 | 20.9 | 21.5 |
| 단기차입금 | 16.2 | 19.2 | 20.4 | 16.2 | 17.7 | 19.1 | 18.2 |
| 금융기관차입금 | 14.8 | 18.0 | 18.8 | 14.4 | 15.0 | 16.6 | 15.1 |
| 그 외 차입금 | 1.3 | 1.2 | 1.6 | 1.8 | 1.7 | 2.5 | 2.1 |
| 고정부채 | 21.6 | 19.3 | 21.1 | 25.7 | 25.2 | 22.8 | 21.5 |
| 사채 | 0.2 | 0.2 | 0.5 | 1.3 | 1.2 | 1.0 | 0.8 |
| 장기차입금 | 15.0 | 14.2 | 15.0 | 19.2 | 18.9 | 17.4 | 15.3 |
| 금융기관차입금 | 14.7 | 12.4 | 13.0 | 16.7 | 15.4 | 14.4 | 12.6 |
| 그 외 차입금 | 2.3 | 1.8 | 2.0 | 2.5 | 2.5 | 2.0 | 1.7 |
| 충당금 | 3.6 | 3.8 | 4.1 | 3.7 | 4.1 | 3.9 | 4.6 |
| 자본 | 19.4 | 22.1 | 23.0 | 24.7 | 25.5 | 27.2 | 30.2 |
| 자본금 | 4.9 | 4.4 | 4.0 | 3.7 | 3.8 | 3.9 | 3.9 |
| 자본·이익준비금 | 1.7 | 1.5 | 1.3 | 1.3 | 1.5 | 1.5 | 1.7 |
| 그 외 잉여금 | 12.8 | 16.2 | 17.8 | 19.6 | 20.3 | 21.8 | 24.7 |

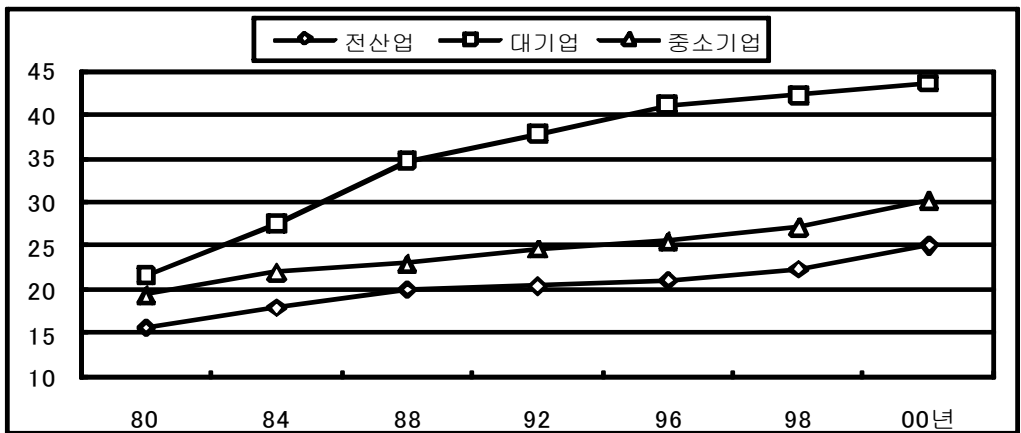
<그림 2> 전산업과 제조업의 (대·중소기업)의 차입의존도의 변화 (단위 %)



자료 : 大藏省 「法人企業統計年報」 각년도에 의해 필자 작성

- 주 : 1. 본 논문에서는 자본금 10억엔 이상을 대기업, 자본금 1~10억엔 미만을 중소기업으로 한다.
- 2. 차입의존도는 장기차입금+단기차입금의 합계로 계산한다.

<그림 3> 전산업과 제조업의 자기자본비율 (단위 %)



자료 : 大藏省 「法人企業統計年報」 각년도에 의해 필자 작성

- 주 : 1. 본 논문에서는 자본금 10억엔 이상을 대기업, 자본금 1~10억엔 미만을 중소기업으로 한다.
- 2. 차입의존도는 장기차입금+단기차입금의 합계로 계산한다.

V. 결 론

본 논문에서는 80년대부터 2000년도에 이르기까지 일본기업과 메인뱅크간의 거버넌스 구조 및 자금조달 관계를 설명하기 위해 전산업 및 제조업의 재무제표를 통해 분석하였다. 그 결과 금융

자유화가 실시된 80년대 말부터 기업의 은행이탈은 가속되었고 대기업과 메인뱅크간의 관계는 예전보다 확실히 약해진 것을 알 수 있었다. 그 반면 메인뱅크와 밀접한 관계를 필요로 하는 중소기업 등은 오히려 메인뱅크를 필요로 하게 된 것이다.

과거 메인뱅크시스템은 일본의 고도성장기간 동안 기업지배구조에 상당한 영향을 끼쳤지만, 1990년대 들어와 많은 기업이 메인뱅크로부터의 차입금액을 줄이고, 상호주식보유를 해소하는 움직임이 일어나면서 일본의 일반기업과 메인뱅크의 관계 혹은 상호주식보유관계가 유지될 것인가에 대해 많은 학자들은 부정적인 견해를 갖게 되었다. 그들은 메인뱅크와 기업간의 자금조달 관계와 주식보유에 관한 결정요인을 실증적으로 고찰하고자 하는 연구를 하게 되었고, 이러한 실증분석을 통해 메인뱅크가 기업의 자금조달에 영향을 주지 않았다는 결과도 도출하였지만, 본 논문에서는 이에 대해 의문을 가지는 결과를 도출하였다.

지금까지 메인뱅크의 부채이용에 의한 재무문제를 경감하는 기능에 초점을 맞추어 언급하였는데, 일본의 고도성장기의 기업재무환경이 기업에 유망한 투자기회를 풍부하게 하였던 한편, 내부자금이 부족하고 부채비율도 높았던 고도성장기간에는 부채이용에 의한 과소투자문제가 가장 중요한 재무문제였다. 그런 가운데 메인뱅크는 부채이용에 의한 과소투자문제를 경감하는 기능을 해 왔으며, 그런 의미에서 볼 때 일본의 고도성장과정에서 메인뱅크는 중요한 역할을 해 왔다고 할 수 있다.

지금까지의 메인뱅크에 관한 논의는 주로 도시은행과 대기업과의 관계를 대상으로 한 경우가 대부분이었지만, 중소기업 역시 은행이 메인뱅크로서 중요한 역할을 끼치고 있음을 알 수 있다. 대기업의 경우와는 대조적으로 중소기업에게는 자본시장에의 접근이 한정되어 있기 때문에 대기업의 경우와 비교하여 자금의 공급자와 기업 경영자와의 사이에 정보의 비대칭성이 보다 크며, 대리인비용(agency cost)도 높다고 인식하고 있기 때문에 중소기업이야말로 메인뱅크의 역할이 기대되는 것이다.

참 고 문 헌

- 内田交謹 (1998). “經營者の設備投資行動とメインバンク融資.” 日本經營財務研究學會編. 『經營財務情報の經濟分析』. 中央經濟社. 171-189頁.
- 内田交謹 (2008). “企業財務環境の變化とメインバンク・システム.” 『証券經濟學會年報』. 第43号.
- 小川一夫・北坂眞一 (1998). “資産市場と景氣變動.” 『日本經濟新聞社』
- 小川一夫・鈴木和志 (1997). “設備投資と土地担保一系關係と土地の担保機能.” 『現代マクロ經濟分析』. 東京大學出版會.
- 佐久間信夫編著 (2003). “企業統治構造の國際比較.” ミネルヴァ書房.

- 日高千景・橘川武郎 (1998). “戦後日本のメインバンクシステムとコーポレートガバナンス.” 『社会科学研究』.
- 廣田眞一 (1990). “日本におけるメインバンクの保険提供機能について.” 『経済學論叢』. 第41卷, 第3号, 155-178頁.
- 福田充男 (1991). “メインバンク依存度の決定要因について.” 『経済經營論叢』. 第25号, 第5号, 50-67頁.
- 堀内昭義・福田慎一 (1987). “日本のメインバンクはどのような役割を果たしたか.” 『金融研究』. 第6卷, 1-28頁.
- 堀内昭義・吉野直行 (1992). “現代日本の金融分析.” 東京大學出版會.
- 堀内俊洋 (1988). “メインバンク競争と貸出市場—金融機關の經營戰略.” 東洋經濟新報社.
- 中谷巖 (1983). “企業集團の經濟的意味と銀行の役割.” 『金融經濟』. 第202号, 51-75頁.
- 宮島英昭 etc. (2001). “日本型企業統治と過剩投資.” ファイナンシャル・レビュー.
- Aoki, Masahiko (1990). “Toward an Economic Model of the Japanese Firm.” *Journal of Economic Literature*. Vol. 22, pp. 1-27.
- Hayashi, Fumio (2000). “The Main Bank System and Corporate Investment: and Empirical Reassessment.” *Finance, Governance, and Competitiveness in Japan*. Oxford University Press, pp. 81-97.
- Sheard, Paul (1989). “The Main Bank System and Corporate Monitoring and Control in Japan.” *Journal of Economic Behavior and Organization*. Vol. 11. pp. 399-422.
- Stiglitz, Joseph E. (1985). “Credit Markets and the Control of Capital.” *Journal of Money, Credit, and Banking*. Vol. 17, pp. 133-152.

Abstract

The Change of the mainbank system and corporate governance in Japan

Kang, Cheol-Gu*

The purpose of this article is the Japanese mainbank system concerned with the Japanese corporate governance, which is to analyze the changed academic view observed from before and after the bubble economy. And also to analyze the significance and limits on the role of the mainbank of its underinvestment and overinvestment, during the rapid growth of Japan. For this there was an analysis on the pre-research of the general concept of what the mainbank is and the effects of it on the Japanese economy. The existence of the mainbank's solution to the underinvestment problem was available because studies show that Japan's economy was growing at a steady rate up to the mid 1990s.

However in the late 1990s the expansion of the economic stagnation made the ability of the mainbank's corporate governance to decrease and become doubtful of its effectiveness. Furthermore, there became a rise that the system was a downfall- making companies overinvest. Therefore, to explain the relationship between Japanese companies and the mainbank from the 1980s to the year 2000, financial statements were used to analyze all the industries and the manufacturing industries. In result, one can see that the relationship between the major companies and the mainbank weakened; however, it is noticeable that there was a restraint on underinvestment before that.

■ 논문접수일 : 2010년 3월 10일, 논문심사일 : 2010년 4월 15일, 게재확정일 : 2010년 4월 20일