저축은행의 소유구조와 부실위험에 관한 연구*

김학건** · 박광우*** · 오승곤****

<요약>

2011년 발생한 저축은행 사태의 주요한 원인 중의 하나로 최대주주의 부실경영 전횡을 가능하게 한 소유구조의 문제점이 제기되었다. 본고에서는 당시 파산한 30개 부실저축은행들의 소유구조 현황을 살펴보고, 지배주주의 대표이사 여부, 지분율 정도, 사외이사의 존재와 역할 등 다양한 관점에서 소유구조가 저축은행 부실에 미친 영향에 대하여 분석하였다. 분석결과 최대주주 지분율이 높아질수록 저축은행의 부실가능성이 낮아지다 일정 수준이상을 넘으면서 부실가능성이 높아지는 U자형 비선형관계를 지분율과 부실변수가 가지는 것으로 나타났다. 한편, 최대주주가 대표이사로서 직접 경영에 참여할 경우 부실가능성이 그렇지 않을 경우보다 높게 나타났다. 또한, 사외이사가 존재할 경우 대주주에 대한 견제와 감시를 통해 전반적으로 부실가능성을 낮추는 것으로 나타났다. 이러한 분석결과는 향후 저축은행 부실가능성을 낮추기 위해서는 최대주주의 지분율에 적정한도를 설정하고, 연기금이나 공제회 등 공적인 투자기관의 저축은행 지분참여확대를 통해 내·외부견제시스템을 강화해야 한다는 정책적 시사점을 제시하고 있다.

핵심 주제어: 파산, 부실경영, 저축은행, 소유구조, 도덕적 해이

JEL 분류번호: G18, G20

---

*본 연구는 2016년 예금보험공사의 외부연구 지원사업에 의해 연구되었으나 연구결과는 예금보험공사의 공식견해와는 무관하다. 또한 본 연구는 2016학년도 충북대학교 학술연구지원사업의 신진연구비 지원에 의하여 연구되었다.

**(제1저자) 충북대학교 경영대학 국제경영학과 조교수, 28644 충청북도 청주시 서원구 충대로 1, kimhk0283@chungbuk.ac.kr, tel: 043-261-2344

***한국과학기술원(KAIST) 경영대학 교수, 02455 서울특별시 동대문구 회기로 85, kpark3@kaist.ac.kr, tel: 02-958-3240

****(교신저자) 예금보험공사 선임연구위원, 04521 서울특별시 중구 청계천로 30, skoh@kdic.ac.kr, tel: 02-758-1032

Ⅰ. 서론

2008년 글로벌 금융위기의 여파로 인한 부동산 경기침체와 영업환경 악화 등 누적되었던 위험요인들이 불거지며 2011년 이후 30여개의 상호저축은행들이 연쇄적으로 파산하였다. 이들 부실저축은행들을 정리하기 위하여 정부와 예금보험공사는 약 27조원 이상의 정리비용을 투입해야 하였고, 예금자를 포함한 수많은 고객들이 피해를 보아야했다. 저축은행 부실사태의 원인을 조사한 금융위원회(2011)와 금융연구원(2012)의 자료에 의하면, 2000년대 이후 저축은행들의 대형화와 계열화, 부동산 PF 등 고위험 건설관련 여신편중 등의 요인들과 함께 대주주나 경영진의 도덕적 해이와 위법행태 같은 소유구조의 문제점도 중요한 부실원인의 하나로 적시되었다. 즉, 저축은행은 일반 시중은행과 달리 소유에 대한 규제가 미비하고 대주주의 소유집중도가 높아 사금고화 될 위험이 항시 존재하는 바, 실제 2010년말 기준 영업중이던 전체 105개의 저축은행의 90%가 넘는 96개 저축은행의 최대주주 지분율이 50%를 초과하고 있었다. 따라서, 이들 대주주나 관계인들에 대하여 불법 신용공여나 거액대출 등과 같은 위법행위가 빈번하게 발생하였고, 이를 감시하고 견제할 저축은행 내부의 리스크관리시스템이나 통제기능이 취약했던 점도 이번 부실사태를 예방하지 못한 원인으로 꼽을 수 있다.

2010년말 기준 총자산 9.9조원으로 업계 1위였던 부산저축은행 그룹의 경우 차명으로 120개 특수목적회사(SPC)를 설립하는 등의 방법으로 전체 7조원대의 여신 중 5.3조원을 불법적으로 대주주와 관계인에게 대출한 사례가 대표적이라고 할 수 있다 (김상조, 2011). 이러한 불법대출 이외에도 법인자금 및 유가증권 횡령, 개별차주에 대한 신용공여한도 초과 등 다양한 위법행위가 대주주와 관계인에 의해 이루어져 부실저축은행의 소유지배구조에 문제가 있었음을 알 수 있다. 아울러, 저축은행 전반적으로 대형화 등 외형적 성장에 치우쳐 개인신용평가시스템 등 기본적인 여신심사·관리 역량을 갖추지 못하였고, 대주주와 경영진이 직접 여신심사에 관여하는 등 내부통제기능이 미비했던 것이 현실이었다.

본 연구에서는 저축은행 사태의 주요 원인으로 꼽히고 있는 소유지배구조가 저축은행 부실에 미치는 영향을 실증분석을 통해 살펴본다. 특히, 최대주주의 지분율의 변화에 따른 부실가능성과 최대주주를 견제할 내부통제장치가 미비할 경우 부실가능성이 심화됨을 실증적으로 분석한다. 본 연구의 분석결과는 다음과 같다. 첫째 최대주주 지분율과 부실가능성 사이에는 지분율이 높아질수록 저축은행의 부실가능성이 낮아지다 일정 수준을 넘으면서 부실가능성이 높아지는 U자형관계를 갖는 것으로 나타났다. 둘째, 최대주주가 대표이사로서 직접 경영에 참여할 경우 부실가능성

이 그렇지 않을 경우보다 높게 나타났다. 셋째, 사외이사가 존재할 경우 대주주에 대한 견제와 감시를 통해 전반적으로 부실가능성을 낮추는 것으로 나타났다.

본 연구의 결과는 다음과 같은 정책적 시사점을 제시하고 있다. 향후 저축은행 부실가능성을 낮추기 위해서는 최대주주의 집중화된 소유구조의 문제를 줄이는 정책방향이 제시되어야 할 것이다. 즉, 최대주주 소유지분에 적정한도를 설정하고, 연기금이나 공제회 등 공적인 투자기관의 저축은행 지분참여확대를 통해 내·외부견제 시스템을 강화해야 한다는 점이다.

본 연구의 구성은 다음과 같다. Ⅰ장의 서론에 이어, Ⅱ장에서는 소유 및 지배구조에 관한 선행연구를 소개하고, 본고에서 분석하는 가설을 설정한다. Ⅲ장에서는 실증분석에 사용된 데이터와 연구방법론을 설명하고, Ⅳ장에서 주요변수들의 기술통계량과 회귀분석 결과를 소개한다. Ⅴ장에서는 결론 및 정책적 시사점을 제시한다.

Ⅱ. 선행연구 및 가설설정

소유 및 지배구조에 관한 선행연구들은 주로 제조업을 대상으로 진행되었다. Jensen and Meckling(1976)은 이해일치가설(convergence of interests hypothesis)을 통해 경영진의 소유지분이 증가할수록 주인(principle)과 대리인(agent) 사이의 이익이 합치되어 대리인 비용이 감소함을 보였다. 이는 경영진이 100%의 지분을 보유할 경우 기업의 가치상승이 온전히 주주에게 전가되어 대리인 문제가 완화될 수 있다는 의미이다. 이와 관련하여 Barker and Mueller(2002)는 경영자의 지분율이 증가할수록 대리인 비용이 감소하고 장기투자 비중이 높아짐을 주장하였다.

Jensen and Meckling(1976)과 반대로 경영자 안주가설(entrenchment hypothesis)을 주장한 연구들도 존재한다. Demsetz(1983)와 Fama and Jensen(1983)은 경영진이 과도한 지분을 가질 경우 기업 내 경영진을 견제할 세력이 부재할 수 있음을 지적하였다. 따라서 과도한 의결권을 가진 경영진은 기업에서 퇴출될 가능성이 낮으며 안주하는 행태를 보일 수 있다. 한편, Morck, Shleifer, and Vishny(1988), McConnell and Servaes(1990), McConnell and Servaes(1995) 등은 Jensen and Meckling(1976)과 Fama and Jensen(1983)의 주장을 토대로 경영진의 지분율과 기업가치가 비선형관계(nonlinear relationship)임을 주장하였다. 즉, 일정 수준까지 경영진의 지분율 상승은 이해일치가설에 따라 대리인 비용을 낮추지만, 일정 수준 이상의 과도한 지분율 보유는 경영진의 안주적 성향을 부추기고 이들의 퇴출을 막아 대리인비용을 증가시킬 수 있음을 주장하였다.

국내의 선행연구들을 살펴보면 김병호(2002)는 국내 448개 제조기업 자료를 이용

하여 임원지분율과 기업가치의 관계를 분석하였고, 이들 사이의 관계가 부분적으로 비선형임을 확인하였다. 위정범·김영식(2015)은 은행의 소유구조와 지배구조가 위험성향에 미치는 영향을 분석하였는데, 내부지분율과 위험성향의 관계가 역U자 형태라는 것을 발견하였다. 즉, 일정수준까지의 내부지분율의 상승은 은행의 위험성향을 증가시키나, 높은 내부지분율 범위에서의 과도한 지분율 상승은 오히려 은행의 위험성향을 낮추고 있음을 확인한 것이다. 이는 Fama and Jensen(1983)과 Morck et al.(1988)의 주장과 같이 경영진이 과도한 지분을 보유할 경우 안주적 성향이 증가함을 의미한다.

제조업이나 은행과 달리 저축은행을 대상으로 소유구조를 분석한 연구는 매우 제한적인데, 이는 저축은행의 대다수가 비상장 형태로 운영되어 자료수집에 한계가 있기 때문이다. 전선애·이민환(2008)은 1999년부터 2007년의 자료를 활용하여 저축은행의 소유구조가 경영성과 및 위험도에 미치는 영향을 연구하였다. 분석결과, 50% 이상의 대주주 지분율을 가진 저축은행 그룹은 그렇지 않은 그룹에 비해 수익성 및 운영효율성 면에서 우월하고, 위험도는 낮은 것으로 나타났다. 이를 통해 저자들은 저축은행의 경우 대주주 경영진의 책임경영체제가 전문경영체제에 비해 상대적으로 강점을 가짐을 주장하였다.

박경서·정찬식(2015)은 제조업에 비해 상대적으로 유동성이 풍부한 저축은행의 경우 지배주주의 도덕적 해이에 의한 대리인 문제의 발생가능성이 높다고 주장하였는데, 이는 기업이 많은 현금을 보유할 경우 지배주주가 개인의 효용극대화를 위해 현금을 사적으로 유용할 가능성이 있기 때문이다(Jensen, 1986). 또한 대다수의 저축은행이 소규모 형태로 운영되며 기업공개가 되지 않아 주식시장을 통한 외부감시기능이 결여됨을 대리인 문제 발생의 원인으로 지적하였다. 박경서·정찬식(2015)과 함께 본 연구에서는 지배주주의 지분율과 저축은행 위험추구(risk-taking)의 관계를 분석하여 지배주주의 지분율이 증가할수록 저축은행의 고위험 추구현상이 심화됨을 발견하였다.[1] 이러한 결과는 전선애·이민환(2008)의 연구결과와 상반되는 주장으로 저축은행의 소유구조와 위험의 관계에 있어 아직 학계의 일관된 견해가 없으며 후속연구가 필요함을 의미한다.

앞절에서 소개한 바와 같이 2011년 이후 저축은행 사태는 최대주주를 포함한 대주주와 (소유)경영진의 도덕적 해이(moral hazard)가 주요한 원인으로 지목되었다.[2] 이러한 도덕적 해이는 저축은행 사금고화, 법정 한도를 초과한 개별차주에게의 거

1) 한편 강호성·박광우·최원호·한중호(2011)의 연구에 의하면 저축은행의 경우 고수익을 위한 위험추구경향이 높은 경우가 적지 않아 차등보험료율은 개별저축은행의 경영건전성에 따라 상당한 차이를 두며 책정해야 하는 것으로 나타나고 있다.

2) 금융위원회(2011), 금융연구원(2012) 참조.

액 신용공여, SPC 설립을 통한 불법·부당대출 등으로 이어졌다. 이렇듯 최대주주를 중심으로 과도하게 집중화된 소유구조, 소유와 경영의 미분리 등의 문제는 대주주와 (소유)경영진의 전횡을 유발하며 이들의 퇴출을 방해한다. 또한 대리인 문제를 유발하는 대주주와 (소유)경영진의 불법·부당 행위를 견제할 내부통제장치가 부족할 경우 저축은행의 부실가능성은 더욱 심화될 수 있다.[3] 이에 본 연구는 Morck et al.(1988)의 연구를 바탕으로 다음의 가설을 설정 분석하고자 한다.

(가설 1) 최대주주가 과도한 지분율을 보유할수록 저축은행의 부실가능성은 증가한다.
(가설 2) 최대주주의 지분율과 저축은행 부실의 관계는 최대주주를 견제할 내부통제장치가 부재할 경우 더욱 심화된다.
(가설 2-1) 최대주주가 대표이사인 경우 이들의 관계는 더욱 심화된다.
(가설 2-2) 저축은행 내 사외이사가 부재한 경우 이들의 관계는 더욱 심화된다.

본 연구는 저축은행의 소유구조와 위험의 관계를 분석한 선행연구와 다음과 같은 차별성을 가진다. 소유구조와 경영성과 및 위험도의 관계를 분석한 전선애·이민환(2008)의 연구자료는 1999년부터 2007년으로 한정된 반면, 본 연구는 2007년부터 2015년까지의 분기별 자료를 사용한다. 즉, 본 연구에서는 2011년 이후 부실화된 저축은행의 자료가 데이터에 포함되며 이를 통해 저축은행의 부실과 소유구조의 관계를 체계적으로 파악할 수 있다. 또한 전선애·이민환(2008)의 연구에서는 특수관계인을 포함한 대주주의 지분율이 50% 이상인 경우 1을 갖는 더미변수를 사용하였는데, 저축은행은 시중은행과 다르게 매우 집중화된 소유구조를 가지고 있다. 따라서 최대주주와 특수관계인의 지분율을 합하여 더미변수를 만들 경우 대부분의 저축은행 지분율이 50%을 초과하는 문제가 발생하고,[4] 더미변수의 특성상 지배주주 지분율과 저축은행 부실의 비선형관계 분석이 불가능하다는 한계가 있다. 이에 본 연구에서는 더미변수가 가지는 태생적 한계를 보완하고자 연속변수 형태의 지분율 변수를 분석에 사용하고, 지분율과 저축은행 부실의 비선형관계를 분석하기 위해 지분율의 제곱항 변수를 추가하였다.

박경서·정찬식(2015)의 경우도 2007년도부터 2010년까지의 저축은행 자료를 분석

3) 최대주주 및 (소유)경영진을 감시하고 견제하는 핵심적인 역할은 사외이사가 주로 담당한다(Dahya, Dimitrov, and McConnell, 2008). 이와 관련하여 Core, Holthausen, and Larcker(1999)은 이사회 내 사외이사의 중요성을 설명하였으며 사외이사를 해당 기업의 지배구조 수준을 측정하는 척도로 사용하였다.

4) 앞절에서 전술한 바와 같이 2010년말 기준 최대주주 지분율이 50% 이상인 저축은행들이 전체의 90%에 달했고, 본 연구 표본의 기술통계량에서도 특수관계인을 제외한 최대주주의 평균지분율이 55.9%로 나타났다.

에 사용함에 따라 전선애·이민환(2008)의 연구와 마찬가지로 저축은행 부실이 집중화된 2011년 이후의 자료가 분석에 포함되지 못하는 한계를 가진다. 또한 박경서·정찬식(2015)은 저축은행의 소유구조와 고위험 추구 성향 사이의 선형관계를 분석하였으나, 본고는 고위험 추구 성향이 아닌 저축은행 부실과 지분율과의 사이에 비선형 관계를 분석하였다는 점에서 차별화된다.

Ⅲ. 자료 및 연구방법

1. 자료수집 및 구성

본 연구에서는 총 96개 저축은행을 대상으로 2007년 1분기부터 2015년 4분기까지 2,994개의 패널자료를 사용한다. 96개 저축은행 중 66개사는 2015년 4분기까지 정상영업중인 저축은행이며, 30개사는 2011년 이후 영업이 정지되어 구조조정된 저축은행이다.[5] 동 분석에서 사용된 저축은행 자료는 예금보험공사를 통해 입수하였으며, 부동산경기관련 대용지표는 한국감정원 자료를 이용하였다. <표 1>은 본 연구에서 사용된 자료의 연도별 표본수와 구성비율을 보여준다. 2011년 저축은행 부실사태 이후 2015년까지 30개 저축은행이 영업 정지되어 표본의 수가 점차 줄어들고 있음을 확인할 수 있다.

<표 1> 연도별 표본 수 및 구성비율

연도	표본 수	구성비율
2007	384	12.83
2008	384	12.83
2009	384	12.83
2010	384	12.83
2011	338	11.29
2012	308	10.29
2013	279	9.32
2014	269	8.98
2015	264	8.82

주: 2,994개 자료의 연도별 표본 수와 구성비율을 나타냄

5) 2011년 이후 구조조정된 저축은행은 솔로몬, 프라임, 삼화, 서울, W, 제일, 중앙부산, 진흥, 제일2, 한국, 영남, 부산, 부산2, 토마토, 토마토2, 에이스, 신라, 도민, 대전, 한주, 전주, 한울, 스마일, 보해, 골든브릿지, 경은, 미래, 경기, 해솔, 파랑새 저축은행 등이다.

2. 변수설명 및 연구모형

본 연구에서 저축은행의 소유구조와 저축은행 부실의 관계에 대해 실증분석을 위해 본고에서는 (개인)최대주주의 지분율을 사용한다.[6] 동 변수는 시중은행의 소유구조에 대한 선행연구에서 사용된 바 있으나, 저축은행 연구에서는 자료수집의 제약으로 연구가 거의 진행되지 못하였다. 또한 본 연구는 앞서 설명한 것과 같이 전선애·이민환(2008)과 박경서·정찬식(2015) 연구의 한계를 보완하기 위해 더미변수보다 많은 정보를 제공하는 연속변수를 분석에 사용하였으며, 지분율과 저축은행 부실의 비선형 관계를 분석하기 위해 지분율 변수와 지분율 변수의 제곱항 변수를 분석에 사용한다. 최대주주의 지분율 이외에 소유구조가 저축은행 부실에 미치는 영향을 보다 면밀히 분석하기 위해서 최대주주가 저축은행의 대표인 경우, 최대주주가 저축은행의 대표이면서 10%에서 80% 이상까지 구간별 지분을 가진 경우 등의 변수를 사용한다.

또한 본 연구에서는 최대주주 특성 변수 이외에 지배구조 관련 변수로 사외이사 유무변수를 분석에 사용한다. 이는 최대주주 및 (소유)경영진을 견제하는 핵심주체가 사외이사이며, 사외이사의 유무에 따라 최대주주 및 (소유)경영진의 행동이 달라질 수 있기 때문이다 (Dahya, Dimitrov, and McConnell, 2008). 이 외에도 회계법인 규모와 감사품질의 차이를 연구한 정재연(2012)의 연구를 토대로 4대 대형회계법인(삼일, 삼정, 안진, 한영)의 감사유무 변수를 분석에 사용한다. 이는 회계법인에 의한 외부감사가 최대주주 및 (소유)경영진을 감시하는 수단으로 사용될 수 있으며, 감사품질의 차이에 따라 감시효과도 상이해 질 수 있기 때문이다. <표 2>는 본 연구에서 사용한 종속변수와 주요 설명변수 및 통제변수에 대한 정보를 제공한다.

6) 법인을 제외한 개인최대주주의 지분율을 분석에 사용한 이유는 본 연구의 목적이 집중화된 소유구조에 따른 개인최대주주의 도덕적 해이와 저축은행 부실의 관계를 분석하기 위함이며 저축은행의 경우 시중은행과 다르게 대부분의 저축은행이 개인에 의해 소유되고 있다.

<표 2> 주요 변수들의 정의

구분	변수	정의
종속변수	BKRU	저축은행 부실 시 1, 그 외는 0
독립변수 및 통제변수	LARSH	저축은행의 (개인) 최대주주 지분율
	LARCEO	대표이사가 최대주주인 경우 1, 아니면 0
	LAR10CEO	대표이사가 최대주주이면서 지분율이 10% 이상인 경우 1, 아니면 0
	LAR30CEO	대표이사가 최대주주이면서 지분율이 30% 이상인 경우 1, 아니면 0
	LAR50CEO	대표이사가 최대주주이면서 지분율이 50% 이상인 경우 1, 아니면 0
	LAR70CEO	대표이사가 최대주주이면서 지분율이 70% 이상인 경우 1, 아니면 0
	LAR80CEO	대표이사가 최대주주이면서 지분율이 80% 이상인 경우 1, 아니면 0
	OUTDIR	사외이수 존재 시 1, 아니면 0
	BIG4	저축은행의 회계법인이 BIG4 회계법인 (삼일, 삼정, 안진, 한영)에 해당하는 경우 1, 아니면 0
	SIZE	저축은행규모로 ln(총자산)으로 계산
	ROA	총자산 대비 당기순이익의 비율
	NPLR	부실채권비율=$\frac{(\text{고정}+\text{회수의문}+\text{추정손실})}{\text{총여신}}$
	HIBIS	저축은행 감사시 BIS비율이 상위 10% 수준으로 감소한 경우 1, 그 외는 0
	LIQR	유동성비율=((예수금+표지어음예수금+차입금-지원자금차입금)/(현금+외국통화+예치금+할인어음 +지준유가증권단기매매+지준유가증권매도가능 +지준유가증권만기보유-할인어음연체합계))
	ALBD	대손충당금비율=$\frac{\text{대손충당금}}{\text{총여신}}$
	HHI	시장집중도=$\sum_i(\frac{\text{저축은행}i\text{의총자산}}{\text{전체저축은행산업의총자산}})^2$
	REAL_PRI	부동산매매가격지수
	REAL_SA	부동산매매수량지수

주: 시장집중도는 위정범·김영식(2015) 참고함

본 연구에서는 저축은행 부실 시 1의 값, 그 외 0의 값을 갖는 범주형 변수를 종속변수로 사용한다. 따라서 본고에서는 로지스틱 회귀분석을 식 (1)과 (2)와 같이 사용한다.

식 (1): $BKRU = \beta_0 + \beta_1 LARSH_{it} + \beta_2 LARSH^2_{it} + \beta_3 SIZE_{it} + \beta_4 ROA_{it} + \beta_5 NPLR_{it} + \beta_6 HIBIS_{it} + \beta_7 LIQR_{it} + \beta_8 ALBD_{it} + \beta_9 HHI_{it} + \beta_{10} REAL_PRI_{it}$(또는 REAL_SA, BK_YEAR) $+ \varepsilon_{it}$

식 (2): $BKRU = \beta_0 + \beta_1 LAR10CEO_{it}$ (또는 LAR30CEO, LAR50CEO, LAR70CEO LAR80CEO) $+ \beta_2 LARSH^2_{it} + \beta_3 SIZE_{it} + \beta_4 ROA_{it} + \beta_5 NPLR_{it} + \beta_6 HIBIS_{it} + \beta_7 LIQR_{it} + \beta_8 ALBD_{it} + \beta_9 HHI_{it} + \beta_{10} REAL_PRI_{it} + \varepsilon_{it}$

식 (1)에서는 LARSH와 LARSH을 제곱한 변수를 분석에 사용한다. 제조업의 최대주주 지분율과 기업가치 및 성과를 연구한 Morck et al.(1988), McConnell and Servaes(1990, 1995) 등의 연구에서는 이들 사이의 관계가 비선형임을 확인하였다. 이를 바탕으로 본 연구는 저축은행 최대주주의 지분율과 저축은행 부실의 관계는 단순 선형관계가 아닌 비선형관계임을 가정하고 LARSH의 제곱항을 추가로 사용한다. 식 (2)에서는 LAR10CEO (또는 LAR30CEO, LAR50CEO, LAR70CEO, LAR80CEO)를 분석에 사용한다. 이는 최대주주가 대표이사일 경우, 나아가 최대주주가 대표이사이면서 지분율이 높아질수록 저축은행의 경영의사결정에 있어 중요한 역할을 함과 동시에 (소유)경영진의 내부견제가 이루어지지 않는 도덕적 해이로 이어질 수 있기 때문이다.

본 연구의 통제변수들은 관련 선행연구를 참고하여 선정되었으며, 부동산 경기 침체현상이 저축은행 부실에 미치는 영향을 통제하기 위해 추가로 부동산매매가격지수와 부동산매매수량지수를 분석에 사용하였다. 그 외 저축은행 부실이 집중된 2011년과 2012년의 연도효과를 통제하기 위해 해당 연도를 더미변수화하여 통제변수로 사용하였다. 기타통제변수에 대한 자세한 설명은 <표 2>에 기술되어있다. 아울러 본 연구에서는 White(1980)의 강건표준오차(robust standard errors)를 사용하여 잔차 간의 상관성으로 인한 표준오차의 편의를 줄이고자 하였다.

Ⅳ. 실증분석 결과

1. 주요변수 기술통계량

본 실증분석에서 사용된 주요변수의 기술통계량은 <표 3>과 같다. 우선, 부실저축은행을 나타내는 변수인 BKRU의 평균이 0.206로 전체 자료 중 2011년 이후 영업

이 정지된 30개 저축은행의 비율이 20.6%를 차지하고 있음을 알 수 있다. LARSH의 평균은 0.559로 특수관계인을 제외한 저축은행의 최대주주가 보유한 지분이 평균 55.9%임을 보여준다. 이는 시중은행과 다르게 저축은행은 매우 집중화된 소유구조를 가지고 있음을 의미한다. LARCEO는 평균 0.156으로 저축은행 최대주주가 최고경영자인 경우가 15.6%임을 나타낸다. 즉, 저축은행 96개사 중 약 15개사는 최대주주가 대표이사로서 직접 경영을 하고 있음을 보여준다. 이를 종합해보면 저축은행의 소유구조는 매우 집중화되어 있으며, 최대주주가 직접 저축은행을 경영하는 경우도 다수 존재함을 의미한다. 따라서 저축은행의 주요 의사결정에 있어 최대주주의 영향력이 매우 중요하고, 저축은행 부실관련 연구에 있어 소유구조(특히 최대주주의 지분율)가 중요한 변수임을 의미한다. OUTDIR은 평균 0.268로 전체 저축은행 중 평균 26.8%가 사외이사를 보유하고 있고, 그 외 4대 대형회계법인(삼일, 삼정, 안진, 한영)에 감사를 받는 저축은행의 비율(BIG4)은 42.2%로 나타났다.

<표 3> 주요 변수들의 기술통계량

	표본수	평균	표준편차	최소값	최대값
BKRU	2,994	0.206	0.405	0.000	1.000
LARSH	2,994	0.559	0.333	0.000	1.000
LARCEO	2,994	0.156	0.363	0.000	1.000
LAR10CEO	2,994	0.149	0.356	0.000	1.000
LAR30CEO	2,994	0.099	0.299	0.000	1.000
LAR50CEO	2,994	0.065	0.247	0.000	1.000
LAR70CEO	2,994	0.027	0.161	0.000	1.000
LAR80CEO	2,994	0.011	0.106	0.000	1.000
OUTDIR	2,994	0.268	0.443	0.000	1.000
BIG4	2,994	0.422	0.494	0.000	1.000
SIZE	2,994	12.736	1.054	10.103	15.559
ROA	2,994	0.205	0.158	-0.091	2.048
NPLR	2,994	0.136	0.110	0.000	0.740
HIBIS	2,994	0.021	0.145	0.000	1.000
LIQR	2,994	4.875	2.827	0.000	20.290
ALBD	2,994	0.090	0.100	0.005	1.330
HHI	2,994	0.029	0.005	0.023	0.041
REAL_PRI	2,994	92.432	5.417	81.333	101.467
REAL_SA	2,994	30.270	6.571	20.784	47.713

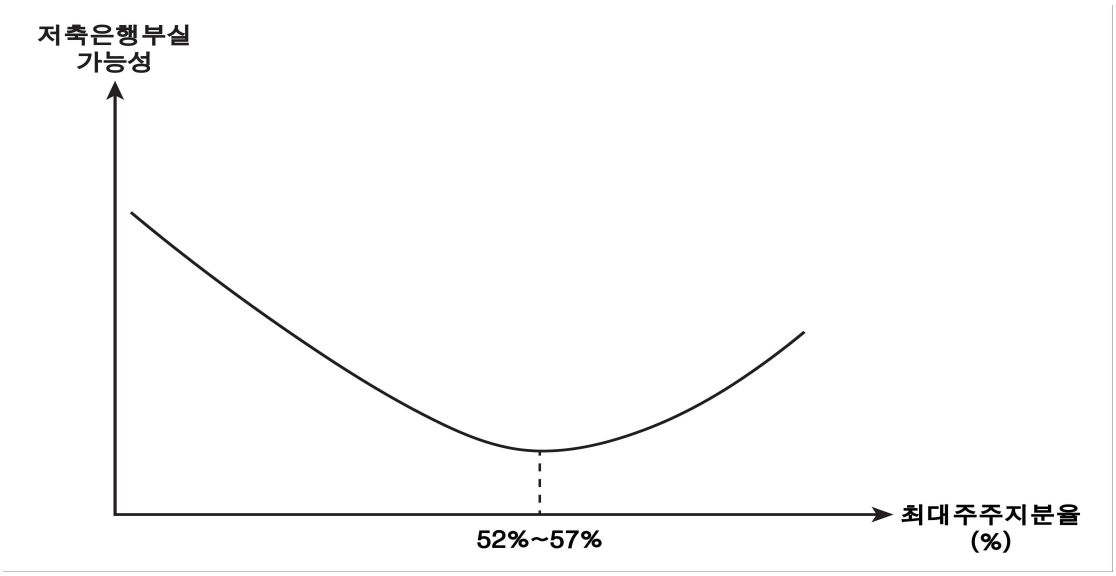
주: 실증분석에서 사용된 주요 변수들의 평균, 표준편차, 최소값, 최대값 등을 나타냄

2. 회귀분석 결과

가. 최대주주 지분율과 저축은행 부실의 관계

최대주주 지분율과 저축은행 부실의 관계를 로지스틱 회귀분석한 결과는 <표 4>와 같다. <표 4>의 모든 모형에서 LARSH은 저축은행부실더미와 1% 수준에서 유의한 부(-)의 관계를 보이고 있어, 최대주주 지분율이 올라갈수록 저축은행 부실가능성은 낮아지는 것으로 해석할 수 있다. 반면, 모든 모형에서 LARSH의 제곱항은 저축은행부실더미와 1% 수준에서 유의한 정(+)의 관계를 보이고 있는데, 이들 두 최대주주 지분율 변수들을 함께 해석하면 <그림 1>과 같이 최대주주 지분율은 저축은행 부실과 U자 형태의 비선형관계를 가지고 있음을 의미한다. 이들 U자 형태의 비선형관계에서의 변곡점은 모형마다 다소 상이하나, 본고의 분석에서는 최대주주 지분율의 변곡점이 약 52%에서 57%사이에 존재하는 것으로 계산되었다. 즉, 최대주주 지분율이 이들 변곡점 구간에 도달하기 까지는 저축은행 부실가능성은 낮아지다가, 이 구간을 지나면서는 부실가능성이 상승 전환하는 것으로 나타났다.

<그림 1> 최대주주 지분율과 저축은행 부실가능성



<표 4>의 결과를 종합해보면, 적정수준까지의 최대주주 지분율 증가는 저축은행의 부실가능성을 낮추는 효과가 있으나, 최대주주가 적정수준 이상의 지분을 보유할 경우 오히려 저축은행의 부실가능성이 증가함을 의미한다. 이는 최대주주를 중

심으로 매우 집중화된 소유구조를 가진 저축은행의 경우 경영의사결정에 있어 최대주주의 영향력이 과도하게 작용할 수 있으며, 이러한 집중화된 의사결정 구조에서 만약 최대주주가 자신의 사적 이익을 위해 의사결정을 할 경우 저축은행의 부실가능성을 높일 수 있음을 시사한다. 실제로 Fama and Jensen(1983), Morck et al.(1988) 등의 선행연구에서는 과도한 지분을 보유한 경영자의 경우 기업 내 견제 및 감시세력이 약화되어, 소유경영자는 자신의 사적 유용을 위해 행동하거나 기업의 장기적 발전보다는 단기적 성과에 집중하는 성향을 보일 수 있음을 주장하였다. 본 연구의 결과는 최대주주의 지분 및 경영참여 비율이 높고 이에 비해 내·외부견제 장치가 부족한 저축은행 특성상 최대주주의 지분율 상승에 의한 도덕적 해이의 발생 가능성을 시사한다.

<표 4> 최대주주 지분율과 저축은행 부실의 관계

	저축은행부실더미(BKRU)			
	(1)	**(2)**	**(3)**	**(4)**
LARSH	-6.625***	-4.671***	-5.612***	-5.068***
	(-12.31)	(-6.90)	(-8.67)	(-7.21)
$LARSH^2$	5.821***	4.517***	4.947***	4.856***
	(12.04)	(7.40)	(8.46)	(7.59)
SIZE		1.509***	1.286***	1.464***
		(21.75)	(20.03)	(20.65)
ROA			-2.696***	-0.986*
			(-5.26)	(-1.85)
NPLR		6.923***	-0.136	3.941***
		(12.03)	(-0.17)	(4.39)
HIBIS			0.831**	1.066***
			(2.43)	(2.92)
LIQR			0.039**	0.056***
			(2.13)	(2.79)
ALBD			5.308***	3.364***
			(5.86)	(3.59)
HHI		-0.036***		-0.034***
		(-14.35)		(-13.44)
상수항	포함	포함	포함	포함
Pesudo R^2	0.051	0.391	0.299	0.402
표본수	2,994	2,994	2,994	2,994

주: ( )는 t-값을 표시하고 ***, **, * 는 각각 1%, 5%, 10% 수준에서 통계적 유의성을 나타냄

부동산 경기가 저축은행 부실에 미친 영향을 통제하기 위하여 REAL_PRI(부동산매매가격지수)와 REAL_SA(부동산매매수량지수)를 통제변수로 추가하고 강건표준오차를 사용하여 분석한 결과는 <표 5>와 같다. 부동산 경기지표를 통제변수로 추가한 이유는 2011년 이후 발생한 저축은행 부실사태에 국내 부동산 경기하락이 유의한 영향을 줄 수 있기 때문이다. 실제로 모형 1, 2, 4에서 REAL_PRI는 저축은행 부실과 유의한 부(-)의 관계로 나타나 부동산매매가격이 하락하는 부동산 경기침체 시 저축은행의 부실가능성이 증가하고 있음을 의미한다.

<표 5> 부동산경기지표를 반영 후 최대주주지분율과 저축은행부실의 관계

	저축은행부실더미(BKRU)			
	(1)	**(2)**	**(3)**	**(4)**
LARSH	-6.360***	-5.149***	-5.067***	-5.322***
	(-11.26)	(-7.55)	(-7.53)	(-7.74)
$LARSH^2$	5.853***	4.979***	4.855***	5.161***
	(11.51)	(7.99)	(7.88)	(8.20)
SIZE		1.505***	1.462***	1.517***
		(21.51)	(21.12)	(21.81)
ROA		-0.533	-0.990*	-0.283
		(-1.14)	(-1.92)	(-0.59)
NPLR		4.927***	3.906***	4.956***
		(4.67)	(3.79)	(4.73)
HIBIS		1.187***	1.066**	0.729*
		(2.85)	(2.51)	(1.70)
LIQR		0.064***	0.056**	0.083***
		(2.74)	(2.31)	(3.33)
ALBD		2.624**	3.386***	2.692**
		(2.24)	(2.78)	(2.35)
HHI		-0.021***	-0.034***	-0.023***
		(-6.12)	(-12.65)	(-6.05)
REAL_PRI	-0.116***	-0.102***		-0.133***
	(-14.38)	(-4.42)		(-5.21)
REAL_SA			-0.006	
			(-0.47)	
BK_YEAR				0.839***
				(4.18)
상수항	포함	포함	포함	포함
강건표준오차	사용	사용	사용	사용
Pesudo R2	0.160	0.353	0.352	0.356
표본수	2,994	2,994	2,994	2,994

주: ( )는 t-값을 표시하고 ***, **, * 는 각각 1%, 5%, 10% 수준에서 통계적 유의성을 나타냄

또한, <표 5>의 모형 1, 2, 3에서도 LARSH와 그 제곱항은 앞의 결과와 같이 모두 1% 수준에서 유의하였다. 부동산 경기 이외에 저축은행 부실이 집중된 2011년과 2012년의 연도효과를 통제하기 위해 BK_YEAR변수를 추가한 모형 4에서도 LARSH와 그 제곱항 모두 1% 수준에서 유의하게 나타났다.

이상의 다양한 상황을 감안한 실증분석 결과에서 최대주주가 과도한 지분을 보유한 경우 저축은행 부실이 심화될 수 있음을 확인하였다. 이러한 현상은 저축은행 내 최대주주 및 (소유)경영진을 견제하고 감시할 세력이 부재할 경우 더욱 심화될 수 있다. 이를 검증하기 위해 <표 6>에서는 표본을 최대주주와 최고경영자가 동일한 그룹과 최대주주와 최고경영자가 상이한 그룹으로 나누어 분석을 진행하였다. 이번 분석에서 상호작용항(interaction term)을 배제한 이유는 상호작용항 사용시 LARSH과 LARCEO의 상호작용항(LARSH*LARCEO), LARSH의 제곱항과 LARCEO의 상호작용항(LARSH2*LARCEO), LARSH, 그리고 LARCEO 등이 모형에 동시에 포함되어야 하는데, 이는 해당 변수들 사이에 심각한 다중공선성 문제를 유발하여 분석결과의 편의를 발생시킬 수 있기 때문이다.

<표 6>의 모형 1과 2에서 경영의사결정시 최대주주를 견제할 세력이 상대적으로 더욱 미흡한 최대주주-최고경영자 저축은행 그룹(모형 1)에서의 LARSH의 제곱항(LARSH2)은 최대주주-비최고경영자 그룹(모형 2)의 제곱항에 비해 계수의 값이 크다는 것을 확인할 수 있다. 이러한 결과는 부동산 경기지수를 통제한 모형 3과 모형 4에서도 동일하게 나타났다. 이는 과도한 지분을 가진 최대주주가 대표이사 위치에 있는 저축은행의 경우, 최대주주가 과도한 지분을 가졌으나 대표이사가 아닌 저축은행에 비해 저축은행의 부실 가능성이 큼을 보여준다. 동 결과를 종합해보면 과도한 지분을 보유한 최대주주가 대표이사를 맡는 것은 저축은행의 부실가능성을 더욱 심화시키며, 저축은행의 경우 소유경영체제보다 전문경영체제가 저축은행 부실가능성을 낮추는데 도움이 될 것임을 시사한다.

<표 6> 최대주주지분율과 저축은행부실의 관계: 대표이사_최대주주 유무

	저축은행부실더미(BKRU)			
	(1) LARCEO=1	(2) LARCEO=0	(3) LARCEO=1	(4) LARCEO=0
LARSH	-56.773**	-6.359***	-56.927**	-6.502***
	(-2.25)	(-8.68)	(-2.46)	(-8.74)
$LARSH^2$	53.396**	5.954***	53.646***	6.133***
	(2.36)	(8.73)	(2.67)	(8.87)
SIZE	13.930**	1.392***	13.885**	1.440***
	(2.24)	(18.07)	(2.22)	(18.41)
ROA	-1.562	-1.078**	-1.529	-0.638
	(-0.37)	(-2.00)	(-0.32)	(-1.32)
NPLR	9.774	3.935***	10.130	4.987***
	(1.39)	(3.69)	(1.18)	(4.55)
HIBIS	8.932	1.020**	8.590	1.152***
	(1.22)	(2.38)	(0.81)	(2.76)
LIQR	-0.383	0.074***	-0.358**	0.081***
	(-1.45)	(2.92)	(-2.41)	(3.32)
ALBD	20.460	3.616***	20.211	2.866**
	(1.31)	(2.83)	(1.14)	(2.35)
HHI	-0.199	-0.033***	-0.181	-0.019***
	(-1.46)	(-12.24)	(-0.60)	(-5.50)
REAL_PRI			-0.064	-0.108***
			(-0.10)	(-4.45)
상수항	포함	포함	포함	포함
강건표준오차	사용	사용	사용	사용
Pesudo R2	0.888	0.383	0.889	0.389
표본수	468	2,526	468	2,526

주: ( )는 t-값을 표시하고 ***, **, * 는 각각 1%, 5%, 10% 수준에서 통계적 유의성을 나타냄

상호작용항 사용시 발생할 수 있는 다중공선성 문제를 완화하기 위해 <표 7>과 같이 최고경영자가 최대주주이면서 보유지분율이 각각 10%, 30%, 50%, 70%, 80% 이상인 경우를 변수(LAR10CEO, LAR30CEO, LAR50CEO, LAR70CEO, LAR80CEO)로 만들어 분석에 사용하였다. 분석결과 이들 변수들의 계수 값이 각각 LAR10CEO 0.583, LAR30CEO 0.677, LAR50CEO 0.833, LAR70CEO 1.708, LAR80CEO 3.060으로 나타났다. 이는 최대주주가 최고경영자이면서 보유한 지분이 점차 증가할수록 저축은행 부실에 미치는 부정적 영향이 급격히 증가하고 있음을 보여준다. 따라서 저축은행 부실을 감소시키기 위해서는 최대주주의 지분율을 가급적 낮은 수준 유지

하고 과도한 지분을 보유한 최대주주가 대표이사의 업무를 수행하는 것을 지양하는 것이 바람직하며, 과도한 지분을 보유한 최대주주-최고경영자의 도덕적 해이를 감시하고 견제할 수 있는 시스템을 저축은행 내에 구축하는 것이 필요해 보인다.

<표 7> 대표이사_최대주주 지분율과 저축은행부실의 관계

	저축은행부실더미(BKRU)				
	(1)	(2)	(3)	(4)	(5)
LAR10CEO	0.583***				
	(3.36)				
LAR30CEO		0.677***			
		(3.65)			
LAR50CEO			0.833***		
			(3.52)		
LAR70CEO				1.708***	
				(5.69)	
LAR80CEO					3.060***
					(10.75)
SIZE	1.587***	1.589***	1.590***	1.599***	1.604***
	(22.09)	(22.16)	(22.11)	(22.53)	(22.40)
ROA	0.158	0.168	0.136	0.069	0.116
	(0.35)	(0.37)	(0.30)	(0.15)	(0.25)
NPLR	4.670***	4.649***	4.722***	4.813***	4.942***
	(4.28)	(4.25)	(4.31)	(4.35)	(4.42)
HIBIS	1.149***	1.150***	1.143***	1.117***	1.097***
	(2.75)	(2.76)	(2.74)	(2.68)	(2.62)
LIQR	0.048**	0.048**	0.047**	0.050**	0.051**
	(2.10)	(2.07)	(2.03)	(2.16)	(2.17)
ALBD	3.299**	3.314**	3.299**	3.324**	3.300**
	(2.51)	(2.52)	(2.51)	(2.50)	(2.47)
HHI	-0.023***	-0.023***	-0.023***	-0.023***	-0.023***
	(-6.42)	(-6.41)	(-6.45)	(-6.31)	(-6.35)
REAL_PRI	-0.090***	-0.091***	-0.092***	-0.091***	-0.095***
	(-3.96)	(-4.01)	(-4.04)	(-4.01)	(-4.16)
상수항	포함	포함	포함	포함	포함
강건표준오차	사용	사용	사용	사용	사용
Pesudo R2	0.390	0.391	0.390	0.395	0.402
표본수	2,994	2,994	2,994	2,994	2,994

주: ( )는 t-값을 표시하고 ***, **, * 는 각각 1%, 5%, 10% 수준에서 통계적 유의성을 나타냄

한편, 이사회 내 사외이사는 최대주주 및 (소유)경영진을 감시하는 핵심주체이다 (Dahya, Dimitrov, and McConnell, 2008). 이에 최대주주 지분율과 저축은행 부실의 관계를 사외이사의 유무로 구분하여 분석한 결과는 <표 8>과 같다. 모형 1은 사외이사가 존재하는 그룹의 분석결과이고, 모형 2는 사외이사가 존재하지 않는 그룹의 분석결과이다. Core, Holthausen, and Larcker(1999)의 연구를 참고하여 진행한 동 분석에서는 저축은행 내 사외이사가 존재할 경우가 사외이사가 없을 경우에 비해 최대주주 및 (소유)경영진의 견제와 감시가 더욱 용이할 것으로 가정한다.

<표 8> 최대주주지분율과 저축은행부실의 관계: 사외이사유무

	저축은행부실더미(BKRU)			
	(1) OUTDIR=1	(2) OUTDIR=0	(3) OUTDIR=1	(4) OUTDIR=0
LARSH	0.570	-5.923***	0.511	-6.242***
	(0.33)	(-7.48)	(0.30)	(-7.71)
$LARSH^2$	0.276	5.610***	0.307	5.956***
	(0.19)	(7.52)	(0.22)	(7.82)
SIZE	2.269***	1.364***	2.286***	1.410***
	(12.02)	(16.85)	(12.06)	(17.15)
ROA	-0.931	-0.715	-0.306	-0.275
	(-0.50)	(-1.30)	(-0.16)	(-0.54)
NPLR	-4.111**	6.036***	-3.648*	7.100***
	(-2.00)	(4.98)	(-1.76)	(5.61)
HIBIS	1.908**	0.769	2.030**	0.846
	(2.38)	(1.37)	(2.49)	(1.61)
LIQR	0.067**	0.040	0.071**	0.054
	(2.16)	(1.13)	(2.29)	(1.62)
ALBD	16.298***	1.617	15.920***	0.896
	(5.03)	(1.42)	(4.90)	(0.78)
HHI	-0.030***	-0.039***	-0.024***	-0.021***
	(-8.31)	(-9.85)	(-4.44)	(-4.16)
REAL_PRI			-0.052	-0.130***
			(-1.34)	(-4.39)
상수항	포함	포함	포함	포함
강건표준오차	사용	사용	사용	사용
Pesudo R2	0.402	0.417	0.404	0.426
표본수	803	2,191	803	2,191

주: ( )는 t-값을 표시하고 ***, **, * 는 각각 1%, 5%, 10% 수준에서 통계적 유의성을 나타냄

<표 8>의 분석결과, 모형 1의 LARSH의 제곱항은 저축은행부실과 유의한 관계를 보이지 않는 반면, 모형 2에서는 이전 분석모형들의 결과와 동일하게 1% 수준에서 유의한 것으로 나타났다. 이는 최대주주 및 (소유)경영진의 견제와 감시 수준이 취약한 저축은행일수록 저축은행의 부실가능성이 더욱 상승할 수 있음을 의미한다. 이러한 결과는 부동산 경기지표를 추가로 통제한 모형 3과 4에서 더욱 강하게 나타난다. 이러한 결과들을 종합해보면 최대주주 및 (소유)경영진의 도덕적 해이와 이를 견제하고 감시할 세력이 저축은행 내 부재함이 저축은행 부실사태를 심화시켰음을 보여준다. 따라서 향후 저축은행의 부실을 예방하기 위해 최대주주의 과도한 지분 보유를 제한하는 것, 전문경영체제 도입, 독립성과 전문성을 갖춘 사외이사를 선임하는 것 등이 논의되어야 할 것이다.

De Angelo(1981)와 정재연(2012)은 회계법인의 규모와 감사품질에 관한 연구를 진행하여 대형회계법인일수록 부실감사로 인해 명성이 실추되는 문제를 줄이기 위해 감사품질 개선에 더욱 집중한다고 주장하였다. 이를 바탕으로, <표 9>에서는 대형회계법인 감사 유무에 따른 최대주주 지분율과 저축은행 부실의 관계를 비교분석하였다. 이는 금융기관의 (외부)지배구조의 일종으로 외부감사제도가 포함되며, 대형회계법인의 감사를 받는 저축은행일수록 감사품질이 우수해 직·간접적으로 최대주주 및 (소유)경영자를 효율적으로 감시할 가능성이 크기 때문이다. <표 9>의 모형 1과 2는 전체 저축은행 중 삼일, 삼정, 안진, 한영 등 4대 대형회계법인에 의해 감사를 받는 그룹과 그 외의 회계법인에 의해 감사를 받는 그룹으로 나누어 비교분석을 진행한 결과이다. 실증분석결과, LARSH의 제곱항의 계수는 모형 1에서 3.338, 모형 2에서 6.298로 나타났다. 이러한 결과는 부동산 경기지표를 추가로 통제한 모형 3과 4에서도 동일하게 확인되었다. 이는 최대주주가 과도한 지분을 가질 경우 저축은행 부실현상은 두 그룹 모두에서 발생하지만 그 영향은 최대주주의 견제수준이 상대적으로 미약한 그룹에서 더욱 강하게 나타남을 의미한다.

<표 9> 최대주주지분율과 저축은행부실의 관계: BIG4회계법인감사 유무

	저축은행부실더미(BKRU)			
	(1) BIG4=1	(2) BIG4=0	(3) BIG4=1	(4) BIG4=0
LARSH	-4.050***	-5.653***	-4.152***	-5.676***
	(-4.44)	(-5.38)	(-4.49)	(-5.36)
$LARSH^2$	3.338***	6.298***	3.471***	6.392***
	(3.91)	(6.63)	(4.02)	(6.69)
SIZE	1.267***	1.924***	1.294***	1.986***
	(12.82)	(15.16)	(13.00)	(15.39)
ROA	-1.201*	1.488**	-0.878	2.152***
	(-1.65)	(2.34)	(-1.27)	(3.72)
NPLR	2.575**	0.689	3.358**	1.685
	(2.10)	(0.43)	(2.53)	(1.05)
HIBIS	1.006**	1.125	1.066**	1.375
	(2.07)	(1.25)	(2.21)	(1.53)
LIQR	0.106***	-0.048	0.111***	-0.034
	(3.69)	(-1.26)	(3.97)	(-0.93)
ALBD	3.206***	11.402***	2.726**	10.106***
	(2.92)	(4.00)	(2.40)	(3.58)
HHI	-0.032***	-0.038***	-0.023***	-0.019***
	(-9.94)	(-8.33)	(-5.35)	(-2.62)
REAL_PRI			-0.073**	-0.137***
			(-2.32)	(-3.38)
상수항	포함	포함	포함	포함
강건표준오차	사용	사용	사용	사용
Pesudo R2	0.325	0.513	0.328	0.521
표본수	1,263	1,731	1,263	1,731

주: ( )는 t-값을 표시하고 ***, **, * 는 각각 1%, 5%, 10% 수준에서 통계적 유의성을 나타냄

Ⅴ. 결론

2011년 저축은행 부실사태를 조사한 금융위원회(2011)과 금융연구원(2012)에 적시된 바와 같이 저축은행의 과도한 소유지배구조는 저축은행 부실사태를 야기한 가장 중요한 원인중의 하나였다. 특히, 저축은행 전체적으로 최대주주의 지분율 평균이 55.9%로 절대적으로 높은 상황에서 대표이사로서 직접 경영하는 경우가 다수 존재함에 따라, 이들 대주주에 대한 과도한 신용공여나 거액 불법대출과 같은 위법행위가 부실의 주요 요인이었던 것은 도덕적 해이의 결과라고 할 수 있다.

본 연구에서는 이러한 조사 결과와 선행연구들이 제시한 결과들을 바탕으로 저축은행 소유지배구조가 저축은행 부실에 미친 영향에 대해 실증분석을 진행하였다. 본고에서는 2007년 1분기부터 2015년 4분기까지의 저축은행 자료들을 이용한 실증분석을 진행하였는바, 기존 선행연구들에서 분석할 수 없었던 2011년 이후 저축은행 부실사태의 소유지배구조 문제를 직접적으로 다루었다는데 학문적 의의가 있다고 하겠다.

본고의 실증분석 결과를 요약하면 다음과 같다. 첫째, 저축은행 최대주주의 지분율과 부실가능성 사이에는 U자 형태의 관계를 보이고 있다. 즉, 지분율 52~57%의 변곡점에 도달하기 전까지는 지분율 상승이 부실가능성을 낮추는 경향이 있으나, 변곡점의 지분율을 넘어서는 순간부터는 지분율 상승에 따라 부실가능성도 함께 상승하는 모습을 보이고 있다. 따라서 최대주주의 지분율이 변곡점 이하로 유지되도록 저축은행 지분보유 한도를 제한하는 것이 바람직할 것이다. 둘째, 최대주주가 저축은행의 대표이사로 직접 경영에 참여할 경우에도 최대주주의 지분율이 올라갈수록 부실가능성은 더 커지는 것으로 분석되었다. 셋째, 이를 감시하고 견제하기 위한 장치로서 사외이사의 유무에 따른 부실가능성의 영향을 분석한 결과, 사외이사가 존재할 경우 저축은행의 부실가능성이 사외이사가 없을 경우에 비해 약해지는 것으로 나타났다. 이는 최대주주의 대표이사 겸직에 따른 도덕적 해이를 감시하고 견제하기 위해 독립성과 전문성을 갖춘 사외이사 선임이 필요하다는 시사점을 제시한다. 넷째, 저축은행 소유지배구조에서 외부 견제장치로서 회계법인에 의한 감사품질의 정도를 비교하기 위해 4대 대형회계법인과 여타 회계법인에 의한 감사여부와 저축은행 부실가능성을 비교 분석하였다. 그 결과 대형회계법인에 의한 외부 견제가 부실가능성을 다소 완화시키는 것으로 나타났다. 마지막으로, 글로벌 금융위기의 여파로 인한 부동산 경기침체가 저축은행 부실사태에 미친 영향을 통제하기 위한 부동산 관련 변수를 추가한 실증분석에서도 소유지배구조와 부실가능성 사이의 관계에 대하여 앞의 네 가지 경우와 같은 결과를 얻었다. 즉, 최대주주의 지분율이 높아

질수록, 최고경영자로 직접 경영에 참여할 경우, 그리고 내·외부 감시견제장치가 미흡할수록 저축은행의 부실가능성이 커지는 것으로 나타났다.

따라서, 저축은행의 부실가능성을 낮추고 건전경영을 유도하기 위하여 최대주주의 과도한 지분보유를 제한하고, 연기금이나 공제회 등 공적인 투자기관의 저축은행 지분참여 확대를 통해 내·외부 견제시스템을 강화해야 한다는 정책적 대안들이 제시되어야 할 것이다. 또한 저축은행 경영측면에서도 독립성과 전문성을 갖춘 전문경영인과 사외이사를 선임하도록 규제의 틀을 갖추어야 할 것이다. 아울러 외부회계법인의 감사품질과 부실감사에 대한 책임을 묻는 제도적 장치를 마련하여 저축은행의 외부 감시체계로 삼는 것도 필요할 것이다.

<참고문헌>

김상조, “저축은행 부실의 현황, 원인, 대책”, 한국금융학회 2011년 하계 학술대회 발표 논문, 2011.

김병호, “기업의 소유구조와 기업가치 및 수익률에 대한 연구: 임원지분율을 중심으로”, 증권학회지, 30(30), 2002, pp.391~434.

금융연구원, “상호저축은행 백서”, 연구용역보고서, 금융위원회·금융감독원·예금보험공사, 2012.

금융위원회, “저축은행비리 의혹 진상규명을 위한 국정조사특별위원회 현황 보고,” 2011.

강호성·박광우·최원호·한중호, "국내저축은행 자료를 이용한 차등예금보험 제도의 경기순응성 완화에 관한 실증연구," 2011, 『재무연구』, 제24권 4호, pp. 1069-1111.

전선애·이민환, “상호저축은행의 소유,지배구조가 경영성과 및 위험도에 미치는 영향,”『보험금융연구』, 제55권, pp. 229-261.

정재연, “회계법인의 규모가 감사품질에 미치는 영향,”『회계정보연구』 제30권 제3호, 한국회계정보학회, 2012.9, pp.329~353

위정범·김영식, “은행의 소유·지배구조와 위험,” 『금융안정연구』 제16권 제2호, 2015, pp.71~105.

박경서·정찬식, “지배주주 지분율이 저축은행의 고위험 추구 행태에 미치는 영향에 관한 연구,” 한국증권학회지 제44권 제5호, 2015, pp.829~854.

박창균, “상호저축은행의 소유구조 및 자산증가와 위험추구,” 『경제발전연구』 20, 2014, pp.181~206.

White, H, “A heteroscedasticity-consistent covariance matrix estimator and a direct test for heteroscedasticity“, *Econometrica* 48, 1980, pp.817~838.

Barker, V. L., and Mueller, G. C., “CEO characteristics and firm R&D spending”, *Management Science* 48, pp.782~801.

Core, J. E., Holthausen, R. W., and Larcker, D. F., “Corporate governance, chief executive officer compensation, and firm performance”, *Journal of financial economics* 51(3), 1999, pp.371~406.

Dahya, J., Dimitrov, O., and McConnell, J. J., “Dominant shareholders, corporate boards, and corporate value: A cross-country analysis”, *Journal of Financial Economics* 87(1), 2008, pp.73~100.

De Angelo L., “Auditor size and audit quality”, *Journal of accounting and economics* 3, 1981, pp.183~199.

Demsetz, Harold, "The Structure of Ownership and the Theory of the Firm.", *Journal of Law and Economics* 26, 1983, pp.375~390.

Fama, E. F., and Jensen, M. C., “Separation of ownership and control”, *Journal of Law and Economics* 26, 1983, pp.301~325.

Jensen, M. C., “Agency costs of free cash flow, corporate finance and takeovers”, *American Economic Review* 76(2), 1986, pp.323~329.

Jensen, M. C., and Meckling, W. H., “Theory of the firm: Managerial behavior, agency costs and ownership structure”, *Journal of Financial Economics* 3, 1976, pp.305~360.

McConnell, J. J., and Servaes, H., “Additional evidence on equity ownership and corporate value”, *Journal of Financial Economics* 27, 1990, pp.595~612.

McConnell, J. J., and Servaes, H., “Equity ownership and the two faces of debt”, *Journal of Financial Economics* 39, 1995, pp.131~157.

Morck, R., Shleifer, A., and Vishny, R. W., “Management ownership and market valuation: An empirical analysis”, *Journal of Financial Economics* 20, 1988, pp.293~315.

A Study on the Ownership Structure and Insolvencies of Mutual Savings Bank

Hakkon Kim*, Kwangwoo Park**, Seungkon Oh***

- abstract -

Problems with ownership structure that allowed the largest shareholders to make decisions that decrease firm value are pointed out as one of main causes of the massive failures of savings banks in 2011. In this paper, we examine 30 failed savings banks to explore the determinants of the failures by analyzing the impact of ownership structure and the role of the outside directors. We find that the higher the ownership by the largest shareholders, the lower the likelihood of failure of the savings bank up to a certain level. And at one point, the likelihood of savings bank failure increases as the ownership level of the largest shareholders become concentrated. Thus, we confirm a U-shaped nonlinear relationship between the probability of bank failure and the ownership structure by largest shareholders. We further show that if the largest shareholder participates in direct management as a representative director, the probability of failure is higher than in the case of non-executive directors, while if the existence of outside directors will lower the probability of bank failures. Our results suggest important policy implications that an internal governance system can be strengthened through the shareholder activism of large institutional investors such as pension and trust funds.

Key words: bankruptcy, mutual savings bank, ownership structure, moral hazard

JEL classifications: G18, G20

*(1st author) Assistant Professor, College of Business, Chungbuk National University, kimhk0283@chungbuk.ac.kr

** Professor, College of Business, Korea Advanced Institute of Science and Technology(KAIST), kpark3@kaist.edu

***(corresponding author) Senior Research Fellow, Korea Deposit Insurance Corporation, skoh@kdic.or.kr, tel: 822-758-1032