

주주가치경영과 금융화는 고용 및 임금결정에 어떠한 영향을 미치는가? 한국기업자료를 이용한 분석*

서 환 주** · 김 준 일***

논문초록

본 연구는 주주가치 경영을 반영하는 EVA가 고용과 임금에 미치는 영향을 2000-2010년 기간의 상장사 455개 한국기업을 대상으로 실증 분석하였다. 요약하면, 첫째, 주주가치 경영이 고용에 영향을 미치는 첫 번째 경로로 '기술변화 혹은 효율성 제고효과'를 고려하였다. EVA더미와 ROE로 주주가치경영을 대리하여 추정한 결과 첫 번째 경로는 유의미하지 않거나 명확치 않았다. 둘째, 주주가치경영이 고용에 영향을 미치는 두 번째 경로로 그것이 노동수요를 좀 더 탄력적으로 만들었는지를 고용방정식을 이용, 추정하였다. 추정결과 주주가치 경영이 노동수요 탄력도를 증가시키는 것으로 나타나 두 번째 경로는 확인할 수 있었다. 셋째, 주주가치 경영의 임금에 대한 영향은 모든 추정결과에서 음(-)의 부호를 보이면서 유의미한 것으로 나타나 주주가치 경영의 강화는 임금결정에 부정적으로 작용했음을 보여주고 있었다. 마지막으로 주주가치경영의 강화가 기업내 노동분배율을 악화시키는 것을 확인할 수 있었다.

핵심 주제어: 기업지배구조, 주주가치경영, 금융화, 고용, 임금, 노동분배율

경제학문헌목록 주제분류: M2, J3

투고 일자: 2013. 4. 29. 심사 및 수정 일자: 2013. 7. 22. 게재 확정 일자: 2013. 9. 9.

* 이 논문은 2013년 한양대학교 교내연구비 지원으로 연구되었음(HY-2013-G).

** 제1저자, 한양대학교 경상대학 교수, e-mail: seohwan@hanyang.ac.kr

*** 교신저자, 고려대학교 경제학과 연구교수, e-mail: kjoonil@korea.ac.kr

I. 서론

1980년대 이후 세계경제는 세계화, 금융화, 서비스화 그리고 정보화를 경험하였다. 세계화의 진전으로 선진국과 개발도상국 모두에서, 국내총생산 대비 교역이 차지하는 비중이 증가하였으며 글로벌 아웃소싱으로 대표되는 해외생산네트워크에 대한 의존성이 심화되었다. 또한 경제전반의 정보통신기술 및 금융의 역할이 확대되고 있으며 선진국의 경우 부가가치 및 고용의 70%이상이 서비스부분에서 이루어지고 있다.

이러한 구조변화와 더불어 숙련노동과 저숙련노동 사이의 임금격차확대, 노동 분배율의 감소 그리고 소득불평등심화와 같은 노동시장에도 많은 변화가 발생하였다. 기존연구는 노동시장에서의 수요와 공급 불일치 특히 숙련수요불일치가 이러한 변화를 가져왔다고 지적하고 있다. 상대적으로 높은 교육과 훈련을 받은 숙련근로자들에 대한 수요는 공급에 비하여 증가하는 반면 저숙련 근로자들에 대한 수요는 감소하였다는 것이다. 이는 숙련노동의 수요곡선을 상방으로 이동시켜 숙련근로자들의 고용증가와 저숙련 노동에 비해 숙련노동의 상대임금을 증가시켰다는 것이다. 기존 연구는 숙련노동에 대한 수요곡선을 상방으로 이동시킨 요인으로 세계화(특히 중국과 인도 등 개발도상국과의 교역확대 및 해외생산네트워크 특히 해외아웃소싱에 대한 의존강화)와 정보통신기술의 확산에 따른 숙련편향적 기술변화에 주목하고 있다 (Johnson, 1997).

그런데 위의 기존 연구들은 1980년대 이후 일어난 기업외부환경의 구조적 변화(세계화, 정보화 그리고 서비스화)와 노동시장의 변화를 관련지어 설명하고 있지만, ‘소득분배가 실제로 이루어지고 있는 기업내부에서 어떠한 변화가 일어나고 있는지를 특히 부가가치배분과 임금결정에 막대한 영향을 미치는 기업지배구조에 어떠한 변화가 일어났으며 이 기업지배구조의 변화가 노동분배율의 감소 및 소득불평등에 어떠한 영향을 미치고 있는지에 대한 관심이 상대적으로 결여되어 있었다.’ 기업내부에서 생산된 부가가치가 주주, 근로자, 경영자 그리고 여타 이해관계자들 사이에 어떻게 배분되는 가는, 세계화 및 정보화와 같은 기업외부환경 변화만으로 결정되는 것이 아니라 이해관계자들 사이의 역학관계와 의사결정과정을 규정하는 지배구조에 의해서도 막대한 영향을 받게 된다(Aglietta and Berrebi, 2007; Sjöberg, 2009). 따라서 최근의 임노동관계변화를 분석하기 위해서는 기업지배구조의 변화

를 고려하는 것이 필요하다 하겠다.

본 연구는 이러한 문제의식하에서 한국의 상장회사 기업자료를 활용하여 기업지배구조의 변화 즉 주주가치경영의 확산이 임노동관계 특히 고용과 임금에 어떠한 영향을 미쳤는지를 노동수요함수 및 임금함수의 추정을 통하여 확인하고자 한다. 또한 주주가치경영 혹은 금융화관련 논의¹⁾가 주로 투자부진 (Stockhammer, 2004; Orhangazi, 2008; Demir, 2009)이나 금융위기 (Boyer, 2012)와 관련지어 분석되고 있어 노동시장 및 임노동관계에 대한 영향분석은 상대적으로 부족하다. 그리고 특히 금융화 관련 논의는 금융화 및 기업지배구조의 변화가 임노동관계에 영향을 미친다는 점을 강조하고 있지만 (Aglietta and Rebérioux, 2005; Aglietta and Berrebi, 2007; Boyer, 2000), 어떠한 경로를 통하여 영향을 미치는지에 대해서는 상대적으로 연구가 부족하다 하겠다. 따라서 본 연구는 한국의 기업 자료를 활용하여 기업 지배구조 및 금융화가 고용수준, 임금 그리고 노동분배율에 어떠한 경로를 통하여 영향을 미쳤는지를 분석하고 있어 기존 금융화 논의와 일정한 차별점을 갖는다고

1) 금융화란 Epstein (2005)의 지적처럼 금융동기, 금융시장 그리고 금융제도 등의 국내의 경제에 대한 영향력 확대를 의미한다. 포디즘 위기이후 금융의 경제 전반에 대한 영향력이 증대함에 따라 금융지배력 강화의 원인 및 이의 경제적 효과 그리고 이의 축적을 둘러싼 풍부한 논의가 이루어지고 있다 (Epstein, 2005). Krippner (2005)의 지적처럼 연구자들은 ‘금융화’라는 용어를 상호 연관되어있지만 상대적으로 독립되어 있는 다양한 현상을 포괄하는 의미로 사용하고 있다. Froud 외 (2000), Williams (2000), Lazonick and O’sullivan (2000) 그리고 Aglietta (2000)는 ‘기업지배구조에서의 주주가치의 증대’라는 의미로 금융화를 사용하고 있다. 주주가치경영이 잘 표현하고 있듯이, 기업이해당사자들 중 주주가 역학관계에서 우위를 확보함에 따라 기업내부만이 아니라 기업과 관계를 맺고 있는 다양한 영역과 시장 특히 노동시장에도 많은 변화가 초래되었다. 또한 ‘가계의 자산구성에 있어서의 금융자산의 비중증대 및 소비와 저축결정에 있어서의 근로소득보다는 금융소득의 우위’라는 의미로 사용하고 있다. Phillips (2002)와 Krippner (2005)는 은행기반의 자본조달에서 자본시장 주도의 자본조달방식으로의 변화 및 비금융 부분으로부터 금융부분으로의 소득의 이전증가와 금융시장을 통하여 이윤이 형성되는 비중이 증가하는 축적패턴의 변화를 또한 금융화라 정의하고 있다. Boyer (2000), Dumenil and Levy (2006) 그리고 Epstein and Jayadev (2005) 등은 금융화를 거시적 수준에서 사용하고 있는데 금융이 제도상 위계에서 정점을 형성하는 축적체제로 혹은 Hilferding의 전통에 따라 금융화를 지대추구 계급의 경제력 및 정치력의 확대로 해석하고 있다. 마지막으로 국제경제 수준에서의 금융거래의 확대 (Eatwell and Taylor, 2000; Phillips, 1996)로 금융화를 규정하기도 한다. 금융화는 자본의 유동성증가와 기관투자자의 영향력 증대에 의해서 추동되었는데, 이러한 금융부분에서의 변화는 위에서 지적한 것처럼 다양한 경제영역에서 근본적인 변화를 초래하였다. 본 논문에서도 금융화를 금융의 영향력 확대에 의한 가계자산구성, 기업지배구조, 산업, 축적체제, 국제경제관계 등 다양한 분석수준에서의 변화를 포괄하는 개념으로 사용한다.

할 수 있다.

본 논문의 구성은 다음과 같다. 제Ⅱ장에서는 기존연구에 대한 소개를 제Ⅲ장에 서는 추정모형을 제Ⅳ장에서는 자료 및 추정결과를 소개하고자 한다. 제Ⅴ장은 요약 및 결론이다.

Ⅱ. 기존연구

헤셔-올린 이론과 스톨퍼-사무엘슨 이론에 따르면 자유교역의 확대는 생산요소들의 상대가격을 변경시켜 이들의 상대수요에 변화를 가져오며 결국 이들 생산요소에 대한 보수도 변경시키게 된다. 상대적으로 자본이 풍부한 선진국은 보다 자본집약적인 산업에 특화하게 되고 이에 따라 자본사용은 증가하고 이윤은 증가하게 된다. 반면에 노동의 고용은 감소하고 이에 따라 임금은 하락하게 되어 노동분배율은 감소하게 된다. 생산요소가 숙련노동과 저숙련 노동이라 가정하여도 유사한 결론은 얻을 수 있는데 상대적으로 숙련노동이 풍부한 선진국은 숙련노동 집약적인 산업에 특화하게 되어 숙련노동에 대한 수요와 고용은 증가하고 이에 따라 숙련노동의 임금은 증가하게 된다. 반면에 저숙련 노동집약적인 산업에 고용된 노동력의 경우 고용감소와 임금하락을 경험하게 된다. 그 결과 숙련노동과 저숙련노동간의 임금격차는 확대되게 된다. 그러나 1980년대 이후 선진국에서 나타난 상대적 노동수요의 변화를 무역과 관련지어 설명하려 시도했던 실증연구들은 무역확대의 설명력이 아주 제한적임을 밝히고 있다(Slaughter 1999; Baldwin, 1995).²⁾ 또한 글로벌 아웃소싱의 확대는 교역증가와 더불어 세계화의 또 다른 면이라 할 수 있다. 글로벌 아웃소싱과 같은 국제생산네트워크의 활용비중이 높아지면서 국내노동 특히 저숙련 노동과 해외노동력의 대체가 손쉬워졌고 이에 따라 국내 저숙련노동력은 해외경쟁에 노출되게 되었다. 그 결과 국내 저숙련노동에 대한 수요는 감소하였고 이들은 임금하

2) Johnson(1997)은 다음과 같은 두 가지 이유를 제시하면서 세계화로 인한 교역확대가 저숙련 노동과 숙련노동사이의 상대임금변화를 가져왔다는 가정을 받아들일 수 없다고 반박하고 있다. 우선 헤셔-올린 이론과 스톨퍼-사무엘슨의 예측과는 달리 숙련노동에 대한 수요변화는 수출산업에만 국한된 것이 아니라 내수산업을 포함하는 전산업에 걸쳐 이루어지고 있다는 것이다. 다음으로 숙련노동에 대한 수요는 세계화 및 개방이 적극적으로 이루어진 1980년대부터 나타난 현상이 아니라 이전시기부터 꾸준히 진행되어 왔음을 들어서 교역확대가 노동수요곡선을 상방으로 이동시킨 주요요인으로 보기에는 문제가 있다고 지적한다.

락의 압박을 경험하게 되었다(Feenstra and Hanson, 1996; Strauss-Kahn, 2003; Hijzen, Gorg and Hine, 2004; 이영수·서익진·서환주, 2008).

숙련노동의 수요곡선을 상방으로 이동시킨 두 번째 요인으로 정보통신기술의 확산이 주목받고 있다. 정보통신기술로 대표되는 신기술 변화의 성격을 숙련 편향적 기술변화로 정의하는 연구들은 정보통신기술의 확산이 숙련노동의 생산성을 높여 숙련노동에 대한 수요를 증가시켰으며, 그 결과 숙련노동과 저숙련 노동사이의 임금격차가 확대되고 있다고 분석하고 있다(Autor, Katz and Krueger, 1998; Berman, Bound and Machin, 1998; Berman, Bound and Grilliches, 1994; 허재준·서환주·이영수, 2002; 서환주·허재준·전병유·이영수, 2003).³⁾

숙련노동의 수요곡선을 이동시킨 요인과 관련지어 노동시장의 변화를 분석하는 입장이외에도 세계화와 ‘위협효과’를 연결하여 노동시장의 변화를 설명하려는 시도가 등장하였다. Rodrik(1997), Slaughter(2001) 그리고 Crotty, Epstein and Kelly(1998)는 <그림 1>처럼 세계화의 진전이 노동수요곡선을 이동시키지 않더라도 노동수요의 임금탄력성을 높임으로써 노동에 불리한 소득분배를 가져올 수 있음을 주목하였다. 즉 해외아웃소싱의 진전이 국내 노동이 보다 손쉽게 값싼 해외노동으로 대체될 수 있는 가능성을 높임에 따라 고용과 임금 변동 폭이 커지고 이것이 노동수요를 보다 탄력적으로 만들었다는 것이다. 그리고 이러한 아웃소싱의 효과는 아웃소싱의 규모가 상대적으로 미미하다 할지라도 위협효과만으로도 충분히 노동수요의 탄력도를 높일 수 있음을 지적하였다.

Slaughter(2001)는 노동수요곡선의 탄력도를 아래 식 (1)과 같이 대체효과와 규모효과로 구분하여 분석하였다. 노동수요의 가격탄력도(η_{LL})는 두 가지 요인의 가중평균(s)에 의해서 결정된다: i) 대체탄력성 σ ; 그리고 ii) 최종재 수요의 가격탄력도, η_p (Slaughter, 2001; OECD, 2007).

3) 정보통신기술과 보다 유연한 기업조직형태의 보완성 그리고 보다 유연한 기업조직형태와 숙련노동간의 보완성(Bresnahan, 1997; Bresnahan, Brynjolfsson and Hitt, 2002; Caroli and Van Reenen, 2001; 서환주·허재준·이영수, 2004)을 강조하는 연구들도 기술, 기업조직 형태 그리고 숙련노동간의 보완성이 숙련노동의 수요곡선을 상방으로 이동시켰다고 주장한다. 이들의 주장은 정보통신기술과 보다 유연한 기업조직의 확산은 표준화와 코드화가 손쉬운 저숙련근로자, 중간관리층 그리고 일반 사무직 근로자들의 업무를 대체하는 반면 높은 지적 능력 갖춘 숙련노동에 대한 수요는 증대시키고 있다는 것이다.

$$\eta_{LL} = -(1-s)\sigma + s\eta_p \quad (1)$$

여기에서 $\eta_{LL} < 0, \sigma > 0, \eta_p < 0$, 이다.

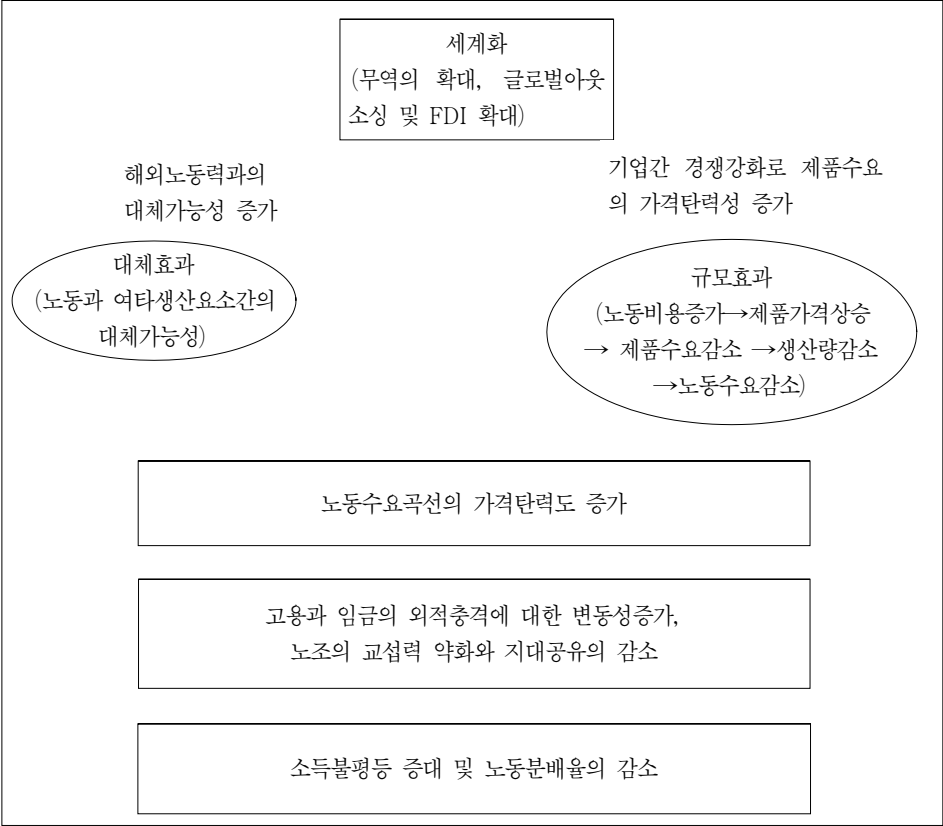
식 (1)에서 첫 번째 요인은 대체효과를 나타내는 것인데 산출량이 고정되어 있을 때, 임금상승에 대하여 기업이 노동을 대체하는 정도를 반영하는 것이다. 두 번째 요인은 규모효과를 나타내는 것인데 임금의 증가가 노동비용의 증가를 가져오고 이는 생산물의 가격을 상승시키며 또한 제품수요 감소로 연결된다. 이러한 매출액감소는 생산량의 감소를 가져오고 이에 따른 고용의 감소를 가져오는데 이 정도를 나타낸 것이다. 이 과정에서 제품수요의 가격탄력도(η_p)가 높으면 제품수요 감소에 따른 고용감소효과가 증폭되게 된다. 그리고 s 는 대체효과와 규모효과의 중요성의 정도를 나타내는 가중평균 요소로 총생산비용중 노동비용이 차지하는 비중이다. 세계화로 국내만이 아니라 해외 생산네트워크(오프쇼어링과 다양한 전략적 제휴)를 사용하거나 해외로 생산기지를 이동하여 해외에서 생산할 수 있는 여지가 확대될 경우 국내노동력의 대체가능성(σ)을 높여 노동수요의 가격탄력도를 높게 된다.

Rodrik (1997)은 노동수요가 보다 탄력적으로 변하는 것이 노동시장에 다음과 같은 영향을 준다고 주장하고 있다. 첫째, 노동수요의 탄력도 증가는 기업들이 부담하는 비임금 비용 예를 들어 급여세나 노동환경개선비용 중 일부를 근로자들이 부담하게 된다. 둘째, 노동수요의 탄력도가 높아지면서 노동시장의 불안정성이 높아지게 된다. 예를 들어 생산성향상이나 제품수요변동과 같은 외부충격이 발생할 경우, 노동수요의 탄력도가 높으면 고용과 임금변동 폭은 더욱 급격하게 변동하게 된다. 셋째, 노동수요의 탄력성 증가는 근로자들의 단체 교섭력을 약화시키는 반면 기업의 교섭력을 높게 되어 소득분배에 있어서 근로자들의 노동분배율을 감소시키게 된다.

주주가치경영 혹은 금융화의 임노동관계에 미치는 영향분석은 *Economy and Society*의 2000년 금융화관련 특집호에서 다루어지기 시작하였다. 특히 Boyer (2000) 그리고 Lazonick and O'Sullivan (2000)의 연구를 들 수 있다. Boyer (2000)는 금융주도 축적체제에 대한 모형화를 통하여 주주가치 경영 혹은 금융규범이 어떻게 소득분배에 영향을 미치는지를 임금방정식에서 명확히 하였다. 즉 금융시장에서 결정되는 금융규범 혹은 적정수익률이 증가할수록 기업들은 노동유연화전략을

채택하게 되고 이것이 근로자들에게 지출되는 총임금에 부정적으로 작용한다는 점을 명확히 하였다.

〈그림 1〉 Rodrik의 설명



1980년대 들어 기업의 지배구조에도 많은 변화가 발생하게 되었는데 1980년대 이전의 기업경영원리의 핵심이 Lazonic and O'Sullivan (2000) 이 강조하였듯이 고용의 안정과 실물자본 및 인적자본에 대한 투자가 강조되는 ‘보유와 채투자’였다면 80년대 이후에는 주주가치를 극대화하는 것이 기업경영 및 기업지배원리가 되었다. 이를 위하여 경영자들은 ‘보유와 채투자’가 아니라 ‘감원과 분배’를 기업의 중요한 경영원리로 여기게 되었다. 주주들을 위한 투자수익률을 높이기 위해서 대대적인 기업구조조정과 고용감축이 실시되었고 실물자산에 대한 투자보다는 배당의 형태로 주주들에게 배분을 늘리는 것이 일반화되었다. 주주가치경영이 강조되면서 인수합

병, 기업역량의 집중, 가치사슬의 리엔지니어링 그리고 자사주 매입과 같은 주주가치 극대화를 위한 다양한 기업전략이 취해졌다. 기업은 단기수익률 제고를 위해서 다양한 노동유연화전략을 채택하였다. 고용의 경우 개별 고용계약이 증가하면서 노동 계약은 갈수록 차별화되고 임금의 개인별 결정도 늘어나게 되었으며, 또한 파트타임이나 계약직 고용과 같은 비정규직의 고용비중도 증가하기 시작하였다. 이에 따라 포디즘 시기의 단체교섭과 표준계약의 관행도 무너지게 되었고, 노동조합가입률도 점차 하락하기 시작하였다. 그 결과 Wallerstein (1999)이 지적하듯이, 단체교섭이 줄고 개별임금결정이 증가함에 따라 소득불평등도는 점차 증가하였다. 특히 Aglietta and Rebérioux (2005)는 주주가치경영과 노동유연화의 상관관계를 경제적 부가가치(economic value added: EVA)를 이용하여 설명하고 있다. 경영자의 성과에 대한 주주들의 평가기준이 당기 순이익이 아니라 경제적 부가가치가 되고 있다고 지적하면서 경제적 부가가치를 높이는 다양한 수단이 동원되고 있는데 그 중 하나가 고용 및 임금의 유연화전략임을 지적하고 있다. 이런 다양한 노동유연화전략의 채택결과 주주와 경영자에게 유리한 소득분배가 발생하게 되었는데 생산성과 유리된 임금결정과 높은 배당성향으로 노동보다는 자본에게 유리한 소득분배구조가 형성되게 되었다(Lazonick and O'Sullivan, 2000; Boyer, 2000).

Ⅲ. 추정모형에 대한 설명

다음과 같은 노동수요 및 임금함수를 이용하여 주주가치 경영의 확산 및 금융화의 진전이 고용과 임금에 어떠한 영향을 미쳤는지를 분석하고자 한다.

1. 노동수요함수

아래 모형에서는 주주가치 경영이 노동수요에 영향을 미칠 수 있는 두 가지 경로를 고려하여 보았다: 첫째는 주주가치 경영으로 인한 기술변화 혹은 효율성제고가 고용에 부정적으로 영향을 주는 경로; 둘째, 주주가치 경영으로 노동과 여타 생산요소간의 대체가능성이 높아짐에 따라 노동수요의 임금에 대한 탄력도가 높아지고, 이로 인하여 외적인 충격(생산성향상 및 제품수요변화)이 발생할 경우 고용의 변동폭이 증가하는 경로를 고려한다.

Greenaway, Hine and Wright(1999), Konings and Vandebussche(1995) 그리고 Milner and Wright(1998)과 같이 기업 i 의 생산함수가 다음과 같은 Cobb-Douglas 함수라 가정하자:

$$Q_{i,t} = A_{i,t}^{\gamma} K_{i,t}^{\alpha} N_{i,t}^{\beta} \quad (2)$$

여기에서 Q 는 부가가치, K 는 자본스톡, N 은 고용을 A 는 기술효율성(technical efficiency)을 나타낸다. 그리고 t 는 시간을 나타낸다.

이윤을 극대화하는 기업은 노동의 한계수입생산물이 임금(w)과 일치하고 자본의 한계수입생산물이 자본의 사용자비용(c)과 일치하는 수준에서 노동과 자본을 고용한다.

이 경우 식 (2)는 다음과 같이 표현된다:

$$Q_{i,t} = A^{\gamma} \left(\frac{\alpha N_{i,t}}{\beta} \cdot \frac{w_i}{c} \right)^{\alpha} N_{i,t}^{\beta} \quad (3)$$

식 (3)에 로그를 취하고 이를 정리하면 다음과 같은 파생수요함수가 도출된다:

$$\ln N_{i,t} = \theta_0 + \theta_1 \ln \left(\frac{w_i}{c} \right) + \theta_2 \ln Q_{i,t} + \theta_3 \ln A_{i,t} \quad (4)^4$$

여기에서 $\theta_0 = -\frac{\alpha \ln \alpha - \alpha \ln \beta}{\alpha + \beta}$; $\theta_1 = -\frac{\alpha}{\alpha + \beta}$; $\theta_2 = \frac{1}{\alpha + \beta}$; $\theta_3 = -\frac{\gamma}{\alpha + \beta}$

1) 주주가치 경영이 기업의 고용에 영향을 미치는 첫 번째 경로: 효율성 제고압력

주주가치 경영이 강조되면서 기업들은 주주 및 금융시장에서 요구하는 수익률을 충족시키기 위해서 생산과정의 효율성을 높이는 다양한 시도를 하게 된다(Lazonick

4) 단순화시키기 위해서, 완전자본시장을 가정하면 자본사용비용은 시간에 따라서만 변화하게 된다. 이 경우 이러한 변화는 추정식에서 시간더미에 의해서 포착되게 된다. 완전자본시장을 가정하는 것은 다소 강한가정이지만 자본사용비용에 대한 적절한 자료가 존재하지 않아 이렇게 가정하였다.

and O'Sullivan, 2000). 기업들은 노동절약적 기술을 도입하여 생산과정의 효율성을 높이려 시도하게 되며 비용절약을 위해서 일상화되고 코드화가 쉬우며 그리고 덜 핵심적인 업무들을 국내외로 아웃소싱하게 된다. 이러한 아웃소싱은 기업의 생산 공정 중 덜 핵심적인 업무를 외부로 이전시키는 대신에 비교우위를 가지고 있는 생산 공정에 기업들이 집중함으로써 기업의 정태적 효율성을 제고시키게 된다. Milberg and Winkler (2009)은 아웃소싱의 진전이 미국의 경우 비금융 기업들의 수익률제고에 긍정적인 영향을 주었으며 또한 금융화의 진전이 아웃소싱 진전에 동기를 제공했음을 실증분석하고 있다. 즉 주주가치 극대화를 위한 수익률제고의 압력이 글로벌 아웃소싱을 촉진하게 되었으며, 이러한 아웃소싱진전으로 인한 비용절감은 기업들에게 주주들이 원하는 수익률 수준을 도달 가능케 하였다는 것이다.

식 (5)는 이러한 주주가치경영의 효율성제고 압력을 반영한 것이다. 주주가치 경영에 대한 강조로 기업들이 노동절약적 기술을 채택하거나 혹은 아웃소싱을 확대하여 기업의 정태적 효율성이 증가시키는 ‘주주가치경영에 의해서 유도된 기술변화 혹은 효율성 제고효과’를 나타내는 것이다. 물론 이러한 기술변화 및 효율성제고는 고용감소로 이어지게 된다:

$$A_{i,t} = e^{\delta_0 T_i} F_{i,t}^{\delta_1}, \quad \delta_0 > 0 \text{ and } \delta_1 < 0 \quad (5)$$

여기에서 T 는 시간추세를 나타내며 F 는 주주가치경영 혹은 금융화 진전의 정도를 나타내는 변수이다. 이 때 주주가치 경영에 의해서 유도된 효율성제고효과가 작동할 경우 $\delta_1 > 0$ 이다.

그러나 Egger and Egger (2006)와 김원규 (2006) 등의 실증연구에서도 확인할 수 있듯이 아웃소싱의 진전으로 인한 편익보다는 거래비용증가가 클 경우 생산성향상을 초래하기보다는 오히려 생산성향상에 부정적으로 작용할 수 있다. 그리고 아웃소싱에 과도하게 의존하는 경우 기업 내부 활동과의 보완성이 약화되어 오히려 생산성향상에 부정적으로 영향을 미칠 수 있음을 지적하였다(Husan et al., 2010). 따라서 이러한 경우 주주가치 경영에 의해서 유도된 효율성제고 노력은 오히려 기업의 생산성향상에 부정적으로 작용하게 될 것이다: $\delta_1 < 0$.

식 (5)를 식 (4)에 대입하고 오차항을 추가하면 다음과 같이 추정하고자하는 노

동수요함수가 도출된다:

$$\ln N_{i,t} = \theta_0 + \theta_4 T + \theta_1 \ln\left(\frac{w_i}{c}\right) + \theta_2 \ln Q_{i,t} + \theta_5 \ln F_{i,t} + \eta_{i,t} \quad (6)$$

여기에서 $\theta_4 = \theta_3 \delta_0$ 이고 $\theta_5 = \delta_1 \theta_3$ 이다. 그리고 $\eta_{i,t}$ 는 오차항을 나타낸다.

2) 주주가치 경영이 기업의 고용에 영향을 미치는 두 번째 경로: 노동수요의 탄력도 증가
주주가치 경영이 기업의 고용에 영향을 미치는 경로로 위의 효율성제고경로이외에 노동수요의 임금탄력도를 변화시키는 경로를 고려할 수 있다. 주주가치 경영의 강화로 기업들이 노동절약적 기술을 채택하거나 혹은 아웃소싱을 확대할 경우 노동과 여타 생산요소와의 대체가능성이 높아져 노동수요가 보다 탄력적으로 변화하게 된다.

〈그림 2〉에서처럼 금융화의 진전은 노동수요곡선을 보다 탄력적으로 변화시키게 된다. 노동절약적인 기술채택, 정규직 근로자비중 감소와 경기변동에 따라 고용조정이 손쉬운 비정규직의 고용비중 증대, 기업의 가치사슬 합리화를 통한 국내외 아웃소싱의 비중 증대 그리고 노동자들의 해고를 보다 자유롭게 하는 노동법을 채택하여 경기 하강시 보다 신속하게 구조조정을 할 수 있도록 하는 등 다양한 노동시장 유연화 전략을 채택하고 있다. 이러한 광범위한 노동시장 유연화 전략은 국내노동과 국내외 여타 생산요소와의 대체가능성을 높이며(식 (1)에서 대체 탄력성 σ 의 증가) 또한 상대적으로 저임금인 비정규직의 고용을 증가시켜 전체비용에서 차지하는 노동비용의 비중을 감소시킨다(식 (1)에서 s 의 감소). 또한 보다 자유로운 구조조정을 가능케 하는 법 규정의 채택은 국내노동과 여타 생산요소간의 대체에 대한 법적 제약을 완화해준다(식 (1)에서 σ 의 증가). 또한 금융의 글로벌화로 인한 자본시장개방의 효과를 들 수 있다. 자본통제가 완화되어 자본시장이 개방될 경우, 해외로 자본을 보다 자유롭게 이전하는 것이 가능해져 Rodrik(1997)이 이야기 하는 “위협효과”가 극대화될 것이다. 이를 통하여 국내노동의 해외노동과의 대체효과를 높여 노동수요곡선을 보다 탄력적으로 만들 것이다. 다음은 규모효과인데 이는 금융화(주주가치 경영, 자본시장개방 그리고 보다 손쉬운 신용에 대한 접근을 통한 가계부채의 증가)가 어떻게 식 (1)의 제품수요의 가격탄력도 (η_p)에 영향을 주어 결과적으

로 노동수요의 가격탄력도에 영향을 주는 가에 관한 것이다. 그런데 금융화 및 주주가치경영이 대체효과에 미치는 영향에 비하여 이들의 규모효과에 미치는 영향은 상대적으로 명확하지 않다. 제품수요의 가격 탄력도는 가격변화시 즉각적인 소비를 연기하고 대체재를 찾는 등의 소비자들의 의사와 능력에 의해서 결정된다. 소비자들이 소비를 늦추고 대체재를 더 많이 찾을수록 그리고 더 많은 대체재가 존재할수록 수요는 더 탄력적이 된다. 따라서 대체재의 유무, 제품의 성질, 필수적인 재화인지 여부, 기간, 그리고 소득에서 차지하는 비중에 의해서 수요의 가격탄력성이 결정되게 된다. 이들 탄력성 결정요인 중 금융화가 소득에서 차지하는 비중에 영향을 미칠 수 있음에 주목하였다. 금융화가 진전된 이후 가계의 신용에 대한 접근이 용이해지면서 가계부채가 증가하고 이에 따라 원리금 상환부담이 증가함에 따라 가계들이 지출할 수 있는 가처분 소득은 감소하였다. 가처분 소득이 감소한 상황에서 i 소비품목의 가격이 상승하는 경우, i 품목에 대한 소비지출이 전체 가처분 소득에서 차지하는 비중은 과거에 비하여 증가하게 된다. 이처럼 전체 가처분 소득에서 차지하는 비중이 증가할 경우 소비자들은 가격변화시 즉각적인 소비를 연기하고 대체재를 찾고자 보다 노력하게 된다. 특히 고가인 내구재의 경우는 소득에서 차지하는 비중이 여타 재화에 비하여 높기 때문에 가처분소득이 감소한 상황에서 가격이 변화하게 되면 소비자들은 과거에 비하여 보다 적극적으로 대신할 대체재를 탐색하거나 즉각적인 소비지출을 연기하게 되고 이에 따라 제품수요의 가격탄력성(η_p)은 높아지게 된다. 이처럼 금융화로 제품수요의 가격탄력도가 높아지게 되면 규모효과가 증폭되게 되어 노동수요곡선의 가격탄력도는 증가하게 된다.

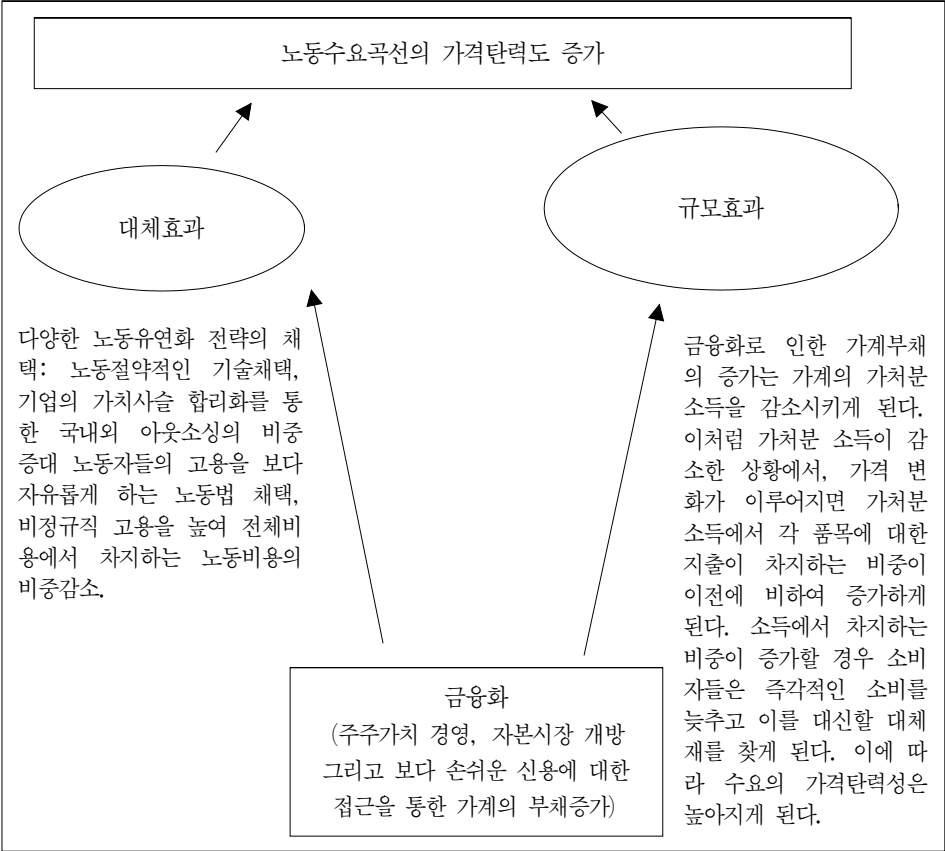
식 (4)에서 θ_1 은 노동수요의 임금에 대한 탄력도를 나타내는데, 이상의 논의를 바탕으로 다음과 같이 θ_1 은 주주가치 경영의 함수로 가정할 수 있다. 즉 앞에서 지적하였듯이 주주가치경영의 강화로 다른 생산요소의 대체가능성이 높아지면 탄력도는 증가하게 된다: $\theta_1 = \kappa_0 + \kappa_1 F_{i,t}$. 그리고 기술변화는 식 (6)와는 달리 주주가치 경영의 효과를 제외한 외생적인 기술향상만을 가정하였다: $A_{i,t} = e^{\delta_0 T_i}$.

이 경우 식 (5)는 다음과 같이 표현된다.

$$\ln N_{i,t} = \theta_0 + \theta_T T_i + \kappa_0 \ln\left(\frac{w_i}{c}\right) + \kappa_1 \left[\ln\left(\frac{w_i}{c}\right)\right] F_{i,t} + \theta_2 \ln Q_{i,t} + \eta_{i,t} \quad (7)$$

여기에서 $\theta_T = \delta_0 \theta_3$ 이다. 그리고 $\kappa_1 < 0$ 인 경우 주주가치 경영이 노동수요를 보다 탄력적으로 만들었음을 나타낸다.

〈그림 2〉 금융화의 노동수요곡선 탄력도에 대한 영향



2. 임금합수

식 (8)은 임금방정식을 나타낸다:

$$\ln w_{i,t} = \beta_0 + \beta_1 \ln q_{i,t} + \beta_2 \ln N_{i,t} + \beta_3 \ln X_{i,t} + \epsilon_{i,t} \tag{8}$$

식 (8)은 기본적으로 교섭모형(bargaining model)과 효율성임금모형 (efficiency

wage model) 을 기초로 한 것이다.

q 는 근로자 1인당 부가가치를 나타내는데 이는 교섭모형에서 이야기하는 지대공유(rent sharing)를 반영한 것이다. 혹은 조절이론에서 이야기하는 생산성향상에 대한 임금의 연동정도를 나타낸다고 하겠다. 포디즘의 경우는 임금의 생산성향상에 대한 연동이 단체교섭을 통하여 제도화되었다면 이후 세계화로 기업간 경쟁이 강화되고 또한 주주가치경영이 강조되면서 임금의 생산성향상 연동은 약화되거나 단절되기 시작하였다(Boyer, 2004; Aglietta and Reberieux, 2005). 교섭이론 및 위협효과를 강조하는 Rodrik(1997)과 Crotty, Epstein and Kelly(1998)도 노동수요곡선의 탄력도 증가 및 위협효과로 인하여 노조의 교섭력이 약화되면서 지대공유의 정도가 약화되었다고 지적하고 있다.

기업의 고용수준을 나타내는 N 은 대기기업일수록 상대적으로 높은 임금을 지불한다는 것을 반영하는 것으로 수요독점모형에서 가정하듯이 고용이 증가할수록 기업은 더 높은 임금을 지불하게 된다(Konings and Vandebussche, 1995). X 는 기업의 임금결정에 영향을 주는 여타 변수인데 여기에서는 특히 주주가치경영이나 금융화의 영향을 반영하고 있다. 주주가치경영 혹은 금융화가 어떠한 경로를 통하여 임금결정에 영향을 미치는지에 대한 체계적인 연구는 존재하지 않으나 임금교섭모형(Jayadev, 2007; Abowd and Lemieux, 1993; Balnchflower, Oswald and Sanfey, 1996; Brock and Dobbelaere, 2006)을 기초로 다음과 같은 경로를 고려할 수 있다. 임금교섭모형에 따르면 근로자들은 자신들의 교섭력이 높고 대안적 임금수준이 높으면 상대적으로 교섭에 유리한 위치를 점하게 되어 임금수준이 높아지게 된다. 반면에 기업의 대안적 이윤수준이 높으면 기업은 임금교섭에 있어서 유리한 위치를 점하게 될 것이다. 이러한 교섭모형을 고려할 때 주주의 수익률제고를 위한 노동유연화 전략과 금융화는 다음과 같이 임금수준에 영향을 줄 수 있다. 첫째는 노조 및 기업의 교섭력에 대한 주주가치경영과 금융화의 영향이다. 노동유연화 전략의 광범위한 채택으로 임금이 단체교섭대신 개별계약제에 의해 결정되고 또한 비정규직의 고용이 확대되면서 노조가입률이 점차 하락하여 노조의 교섭력이 약화되었다. 다음으로는 부록 〈그림 1〉이 설명하듯이, Rodrik과 유사하게 노동수요의 임금탄력성 증가는 노조의 교섭력을 약화시키게 된다. 주주가치 경영은 다음과 같은 경로를 통하여 노동수요의 탄력성을 높게 된다. 식 (6)에서 언급하였듯이 주주가치극대화를 위한 다양한 기업전략의 채택(해외 아웃소싱의 확대 및 노동대체기술의 채택)으로

국내노동의 국내외 여타 생산요소와의 대체가능성이 높아진다(대체효과). 또한 주주가치 경영 및 금융화로 근로자들의 임금이 정체가거나 감소하게 되고 또한 가계 부채증가로 근로자들의 가처분소득이 줄어들거나 정체가면서 소비자들의 재화에 대한 수요는 가격변화에 보다 민감하게 되었다(규모효과). 위와 같은 이유로 노동수요의 임금탄력도가 높아졌으며 이리하여 노조의 교섭력은 약화되었다. 둘째는 주주가치 경영 및 금융화의 외부옵션에 대한 영향이다. 우선 신자유주의적 정책과 노동 유연화전략의 광범위한 채택은 실질최저임금수준과 실업급여수준을 하락시키거나 정체시켜 노조의 외부옵션에 부정적으로 작용하게 된다. 반면에 자본시장개방을 포함한 금융화의 진전으로 국내실물자산에 대한 투자만이 아니라 국내외 금융자산 및 해외생산에 대한 기업들의 투자가능성이 확대되면서 기업들이 외부옵션으로부터 얻을 수 있는 대안 이윤수준이 증가하게 되었다.

이와 같은 경로를 통하여 기업지배구조의 변화와 금융화의 진전은 기업에게 근로자들에 비하여 임금교섭에 있어 보다 유리한 위치를 점할 수 있도록 허용하였으며 임금에 부정적으로 작용하게 된다.

3. 추정모형에 대한 설명

위의 식 (6), 식 (7) 그리고 식 (8)에 대한 구체적인 추정식은 다음과 같다:

$$\ln N_{i,t} = \lambda_i + \mu_0 T + \mu_1 \ln N_{i,t-1} + \sum_j \mu_{2j} \ln w_{i,t-j} + \sum_j \mu_{3j} \ln Q_{i,t-j} + \sum_j \mu_{4j} \ln F_{i,t-j} + \eta_{i,t} \quad (9)$$

$$\ln N_{i,t} = \lambda_i + \mu_0 T + \mu_1 \ln N_{i,t-1} + \sum_j \mu_{2j} \ln w_{i,t-j} + \sum_j \mu_{3j} \ln Q_{i,t-j} + \sum_j \mu_{4j} [\ln w_{i,t-j}] \cdot F_{i,t-j} + \eta_{i,t} \quad (10)$$

$$\ln w_{i,t} = v_i + \nu_0 T + \nu_1 \ln w_{i,t-1} + \sum_j \nu_{2j} \ln q_{i,t-j} + \sum_j \nu_{3j} \ln N_{i,t-j} + \sum_j \nu_{4j} \ln X_{i,t-j} + \epsilon_{i,t} \quad (11)$$

고용 및 임금에 관한 추정식에 독립변수 및 종속변수의 래그(lag)를 포함하였다. 고용 및 해고비용으로 인하여 고용조정에 시차가 존재한다는 점을 고려하여 고용변수의 래그를 포함하였다. 또한 임금변수의 래그는 단체협약과 같은 제도적 요인 및 사회적 관행에 의해 단기에 임금조정이 경직적임을 반영한 것이다

식 (9), 식 (10)와 식 (11)와 같은 동태적 자기상관모형은 다음과 같은 문제점을 갖는다. 1기 이전의 종속변수가 오른쪽에 독립변수 중 하나로 가정되어 내생성의 문제가 발생한다. 동시에 다른 독립변수 예를 들면 기업의 특성변수들이 역 인과관계의 가능성이 있어 마찬가지로 잠재적 내생성의 성질을 포함한다고 할 수 있다(Arellano와 Bond, 1991). 이러한 제반 문제점을 극복하기 위한 계량방법이 GMM(Generalized Method of Moments) 추정방법인데 본 논문에서는 그 중 System GMM 방법을 사용한다. 이 방법은 종속변수의 수준변수만을 도구변수로 이용하는 Difference GMM 방법과는 달리 차분변수의 과거값을 추가적인 도구변수로 이용하기 때문에 더 효율적인 추정법이라고 할 수 있다(Arellano and Bover, 1995).

4. 자료에 대한 설명

1) 경제적 부가가치에 대한 설명

Aglietta and Rebérioux(2005)가 강조하고 있듯이 EVA는 주주가치경영의 원리를 가장 잘 반영하는 지표라 할 수 있다. EVA는 순수한 영업활동을 통하여 얻은 이익만을 경영성으로 여기고 있다. EVA는 투자자들이 제공한 자본비용 이상의 이익을 실현하는 것을 기업재무의 목표로 설정함으로써 주주자본비용의 기회비용적 성격을 명확히 하였고 잔여이익(세후영업이익에서 자본비용을 차감한 잔액)을 주주에게 귀속시킴으로써 주주가치경영의 궁극적인 목표인 주주가치 극대화와 연결되어 있다.⁵⁾ 이러한 이유로 본 연구에서는 주주가치 경영 및 금융화의 임노동관계에 대한 영향을 분석하기 위하여 주주가치 경영을 나타내는 지표로 EVA를 선택하였다. 경제적 부가가치는 1990년대 초 컨설팅 회사인 Stern & Stewart에 의해서 발명되었

5) 당기순이익과 비교하여보면 당기순이익은 타인자본에 대한 비용은 계상하고 있지만 자기자본 사용에 대한 기회비용은 포함하고 있지 않다. 반면에 EVA는 자기자본과 타인자본에 대한 비용모두를 고려하고 있다.

다. EVA는 주주가치 경영의 상징적인 지표이며 다음과 같은 두 가지 기능을 수행한다. EVA는 경영자들의 경영평가의 기준으로 사용되기도 하며 포트폴리오의 선택에 있어서 가장 가치 있는 도구로 여겨지고 있다. EVA가 의미하는 바는 주주가치 원리에 따른다면 주주들을 위한 진정한 이윤은 당기순이익이 아니라 영업활동을 통해 창출한 순가치의 증가분인 세후순영업이익에서 자본비용(혹은 시장에서 요구되는 최소한의 요구수익)을 제외한 잔여라는 것이다. 예를 들어 세후 순영업이익이 시장에서 요구되는 최소한의 요구수익(혹은 자본비용)과 같다면 EVA는 0가 될 것이며 세후순영업이익이 시장에서 요구되는 최소한의 요구수익수준을 충족하지 못하였다면 EVA는 음(-)의 값을 갖으며 가치창조가 아니라 가치파괴가 발생하였다고 평가된다. 반면 EVA가 양(+)의 값을 갖는다면 투하자본의 기회비용보다 더 많은 부가가치를 창조하였다는 의미이다.

기업 i 의 EVA는 다음과 같이 표현된다:

$$EVA_i = R_i - k_i \cdot E_i \quad (12)$$

여기에서 R 은 기업의 세후순영업이익을, k 는 자본자산결정모형(capital asset pricing model: CAPM)에 의해서 결정된 자본비용을 나타내며 E 는 자기자본의 장부상의 가치이다. k 는 요구수익률로 비슷한 조건의 다른 곳에 투자할 경우 얻을 수 있는 수익률 즉 기회비용이며, 기업입장에서는 자본사용의 대가로 부담해야 되는 자본비용이 된다. 따라서 자본비용과 요구수익률은 동일한 것으로 동전의 앞뒷면과 같은 관계라 할 수 있다. 기업이 자신의 자본을 기업외부의 투자대상에 투자함으로써 달성할 수 있는 수익률을 포기하고 기업내부 영업활동에 투자하였을 경우, 바로 그 외부투자에서 기대할 수 있는 수익률을 자기자본에 대한 기회비용이 된다고 할 수 있다.⁶⁾

식 (12)의 자산 i 의 자본비용 k_i 는 식 (13)와 같이 계산된다. 여기에서 k_f 는 무

6) EVA가 의미하는 또 다른 바는 주주가 더 이상 위험을 부담하는 잔여이익청구권자가 아니라는 사실이다. 주주들은 확정된 이자지급을 보장받는 채권자와 유사하게 확정된 요구수익률 보장 받기를 원한다. 이 경우 주주는 위험을 부담하지 않게 되어 전통적의미의 잔여이익청구권을 갖는 근거가 상실되게 된다. 이러한 견해에 대하여는 Aglietta and Rebérioux(2005)와 Lordon(2000)을 참조하기 바란다.

위험 자산으로부터 얻을 수 있는 수익률이며 k_m 은 시장포트폴리오의 수익률이다.

$$k_i = k_f + \beta_i(k_m - k_f) \quad (13)$$

그리고 시스템 리스크 β 는 다음과 같이 계산된다:

$$\beta_i = Cov(i;m) / V(m) \quad (14)$$

식 (14)가 의미하는 바는 다음과 같다. 시스템 리스크는 시장에 있는 모든 리스크 자산으로 구성된 포트폴리오 즉 시장포트폴리오(m)의 변동에 따른 특정자산의 수익률 변동으로 정의된다. 식 (13)와 식 (14)에 따르면 특정자산의 시스템 리스크 β 가 커질수록 즉 자산수익률이 시장의 변동성에 보다 민감하면, 지속적인 자산보유를 위해서 요구되는 수익률수준 혹은 자본비용(k_i)도 증가하게 된다는 것이다.

Aglietta and Rebérioux (2005)는 주주가치경영이 강조되면서 경영자들의 성과에 대한 주주들의 평가기준이 당기순이익이 아니라 식 (12)와 같은 경제적 부가가치가 되고 있다고 지적하면서, 경제적 부가가치를 높이는 다양한 수단이 동원되고 있는데 그 중 하나가 고용 및 임금의 유연화전략임을 지적하고 있다. 식 (12)에서 알 수 있듯이 자본비용 k 를 낮출 경우 경제적 부가가치가 증가하게 된다. k 를 낮추는 방법 중의 하나는 기업의 영업이익을 경기변동에 영향을 덜 받으면서 일정하게 유지하는 것 즉 시스템리스크 β 를 줄이는 것이다. 영업이익의 변동 폭을 줄일 수 있는 방법은 비용의 가변성을 증가시키는 것이다. 비용의 가변성이 높아질수록 기업의 영업이익은 경기변동으로부터 영향을 덜 받게 된다. 노동비용은 이러한 가변화의 가장 선호되는 부분이다. 즉 다양한 노동유연화 전략이 동원될 경우 외적충격을 노동비용의 가변성을 통하여 흡수하게 된다는 것이다. 이러한 가변성을 높이는 노동유연화 전략의 채택은 노동수요의 탄력성을 증대시키고 이는 근로자 및 노동조합의 교섭력을 약화시키게 된다.

2) 자료에 대한 설명

본 논문에 사용된 자료는 한국 주식시장(KOSPI)의 모든 상장기업의 재무자료를 담고 있는 NICE의 KIS -Value DB를 이용하였다. 그 중 본 논문의 대상인 제조업

중 부가가치의 계산이 가능한 기업만을 추출하여⁷⁾ 2000년부터 2010년까지 445개의 기업, 총 관측치는 3683개인 불균형패널을 구축하였다.

각 변수를 구한 과정은 다음과 같다. 먼저 일인당 실질임금은 부가가치 구성항목 중 인건비를 도매물가지수(PPI) 및 고용자수로 나누어 구했다. 또한 일인당 실질부가가치는 한국은행의 정의에 따라 인건비, 영업이익, 대손상각, 세금공과금 및 감가상각의 합으로 부가가치를 구한 후 PPI 및 고용자수로 나누어 구했다. 한편 자기자본수익률(return on equity; ROE)과 경제적 부가가치는 NICE의 DB에서 제공하는 자료를 이용하였다. EVA가 양(+)의 값을 갖는 경우에만 기업의 가치를 높이는 데 기여한 것으로 인정되고 그렇지 않은 경우에는 즉 EVA가 음(-)의 값을 갖는 경우에는 기업의 가치를 하락시키는 것으로 여겨진다. 따라서 EVA를 더미(DEVA)로 처리하여, EVA가 양(+)의 값을 가질 경우 1을 부여하고 그렇지 못할 경우에는 0을 부여하여 추정하였다. EVA이외에도 ROE를 주주가치 경영을 나타내는 지표로 채택하였다.⁸⁾ ROE는 EVA와 더불어 기업의 가치경영을 잘 반영하는 지표라 할 수 있다. 기업의 자본은 채권자에 의해서 제공되는 타인자본과 주주에 의해서 제공되는 자기자본으로 구성되어 있다. 이 때 기업이 주주가치 경영을 극대화한다는 의미는 자기자본의 가치 즉 자기자본 대비 수익을 극대화한다는 것으로 이는 달리 말하면 자기자본수익률인 ROE를 극대화한다는 의미이다. 그리고 <표 1>은 사용한 자료의 기초통계량이다.

7) 부가가치계산에 필요한 제조원가명세서의 경우 2005. 1월부터 금융감독위원회의 「유가증권 발행 및 공시에 관한 규정」이 개정되면서 공시의무대상에서 제외되었다. 따라서 본 논문에서는 제조원가명세서를 대신하여 감사보고서의 부가가치 관련항목 자료를 이용, 계산된 부가가치를 이용하였다.

8) EVA와 ROE 그리고 EVA와 ROA의 관계는 다음과 같이 표현할 수 있다:

$EVA_i = R_i - k_i \cdot E_i = (ROE - k_i)E_i = (ROA - wacc)K$, 여기에서 $wacc$ 는 자기자본과 타인자본을 모두 포함한 가중평균자본비용이며 K 는 자산의 장부상의 가치이다. 위식에서 보듯이 주주를 위한 가치창조는 자기자본의 자본비용 k_i 와 가중평균자본비용 $wacc$ 보다 ROE와 ROA가 높을 것을 요구한다. ROA는 자기자본만이 아니라 타인자본까지 포함한 총자산 대비 당기순이익의 비율로 기업이 얼마만큼 총자산을 효율적으로 사용했는지 즉 경영자들이 얼마나 기업의 가치를 높이기 위해서 노력했는지를 나타내는 지표라 할 수 있다.

〈표 1〉 기초통계량

| 변 수 | 관찰치 | 평균 | 표준편차 | 최소값 | 최대값 |
|----------------|------|----------|----------|-----------|----------|
| 고용자수(로그) | 3683 | 6.202448 | 1.230548 | 2.397895 | 11.46854 |
| 1인당 실질임금(로그) | 3623 | 13.14345 | 0.424932 | 6.157447 | 16.85485 |
| 1인당 실질부가가치(로그) | 3613 | 13.75215 | 0.572352 | 9.660477 | 16.70429 |
| 자기자본순이익률 | 3657 | 12.46179 | 20.16081 | -0.29 | 968.05 |
| 경제적 부가가치 | 3669 | 3.67E+10 | 3.13E+11 | -9.85E+11 | 8.49E+12 |

IV. 추정결과

논문에 사용된 System GMM모형의 가설검정방법은 Hansen test와 Auto-correlation test 등 두 종류이며 〈표 2〉와 〈표 3〉에서 알 수 있듯이 모든 모형에서 이를 통과하였다. 먼저 Hansen test의 경우, System GMM 모형이 도구변수의 수가 설명변수의 수보다 많은 과대식별(Over-identified) 모형이기 때문에 도구변수들이 오차항과의 적률조건을 만족시키는 지 살펴보는 가설검정이다. 통상 Sargan test를 실시하기도 하지만 Arellano와 Bond (1991) 와 Baltagi (2008) 에 따르면 오차항에 이분산성이 존재하는 경우에는 Sargan test 대신에 Hansen test를 실시해야한다. 본 논문의 모델들이 이에 해당하여 Hansen test를 실시한 결과 전 모델에서 과대식별제약조건이 적절하다는 것을 보여주고 있다. 또한 Auto-correlation test는 $\epsilon_{i,t}$ 의 자기상관여부를 $\Delta\epsilon_{i,t}$ 의 AR(1) 과 AR(2)를 통해 검정하는 것이다. 〈표 2〉와 〈표 3〉에서 보듯이 전 모델에 걸쳐서 AR(1), 즉 1계 자기상관이 없다는 귀무가설은 기각되는 반면 AR(2), 즉 2계 자기상관이 없다는 귀무가설은 기각되지 못한다. 따라서 원래 모형의 오차항에는 1계 자기상관이 존재하지 않는다고 볼 수 있다.

〈표 2〉와 〈표 3〉은 고용방정식의 추정결과이다. 예상대로, 실질임금은 고용에 대하여 음(-)의 영향을 미치고 있고 부가가치는 고용에 긍정적으로 작용하고 있다. 주주가치경영관련 변수들을 살펴보면 모형 2에서 DEVA는 t 기에는 고용에 부정적인 영향을 주는 것으로 나타났으나 $t-1$ 기에는 오히려 고용에 긍정적인 것으로 나타났다. 모형 3에서 t 기, $t-1$ 기 그리고 $t-2$ 기의 ROE는 모두 통계적으로 유의미하지 않았다. 따라서 ‘주주가치 경영에 의해 유도된 효율성제고’가 고용을 감소시킨다는 첫 번째 경로를 명확하게 확인시켜주지 못하였다.⁹⁾

9) 주주가치 경영을 나타내는 변수로 ROA와 매출액 대비 EVA 즉 (EVA/Sales)를 채택하여 추

〈표 2〉 고용방정식 추정결과 1

| Variables | Model 1 | Model 2 | Model 3 |
|-------------------------|----------------------|----------------------|---------------------|
| $\ln N_{t-1}$ | 0.557*** (0.117) | 0.706*** (0.139) | 0.720*** (0.163) |
| $\ln w_t$ | -0.252*** (0.080) | -0.189*** (0.073) | -0.177** (0.075) |
| $\ln w_{t-1}$ | -0.091* (0.054) | -0.014 (0.062) | -0.016 (0.069) |
| $\ln Q_t$ | 0.283*** (0.048) | 0.260*** (0.057) | 0.232*** (0.069) |
| $\ln Q_{t-1}$ | 0.119* (0.064) | 0.001 (0.081) | 0.024 (0.088) |
| $DEVA_t$ | | -0.047** (0.020) | |
| $DEVA_{t-1}$ | | 0.120** (0.058) | |
| $DEVA_{t-2}$ | | 0.000 (0.034) | |
| ROE_t | | | -0.002 (0.001) |
| ROE_{t-1} | | | 0.000 (0.001) |
| ROE_{t-2} | | | 0.001 (0.000) |
| Constant | -0.787 (0.659) | -0.773 (0.591) | -0.815 (0.623) |
| Observations | 2,836 | 2,330 | 2,275 |
| Firms | 419 | 392 | 389 |
| p-value for Hansen test | 0.720 | 0.974 | 0.137 |
| p-value for AR(1) test | 0.000 | 0.000 | 0.000 |
| p-value for AR(2) test | 0.378 | 0.877 | 0.794 |

주: 1. 괄호 안은 표준오차를 나타내며, *, **, ***은 각각 10%, 5%, 1%에서 통계적으로 유의미함을 나타낸다. 2. 모든 모델의 결과는 연도더미를 포함해 추정한 결과이다.

정하는 경우 ROA와 (EVA/Sales)는 고용에 부정적인 영향을 끼치는 것으로 유의미하게 나타났다.

〈표 3〉 고용방정식 추정결과 2

| Variables | Model 4 | Model 5 |
|---------------------------|----------------------|----------------------|
| $\ln N_{t-1}$ | 0.581*** (0.122) | 0.570*** (0.124) |
| $\ln w_t$ | -0.264*** (0.081) | -0.249*** (0.082) |
| $\ln w_{t-1}$ | -0.070 (0.054) | -0.077 (0.054) |
| $\ln Q_t$ | 0.297*** (0.057) | 0.301*** (0.060) |
| $\ln Q_{t-1}$ | 0.086 (0.060) | 0.091 (0.060) |
| $(\ln w_t) \times DEVA_t$ | -0.004** (0.001) | |
| $(\ln w_t) \times ROE_t$ | | -0.000** (0.000) |
| Constant | -0.805 (0.550) | -0.872 (0.644) |
| Observations | 2,815 | 2,830 |
| Firms | 419 | 419 |
| p-value for Hansen test | 0.476 | 0.689 |
| p-value for AR(1) test | 0.000 | 0.000 |
| p-value for AR(2) test | 0.910 | 0.460 |

주: 1. 괄호 안은 표준오차를 나타내며, *, **, ***은 각각 10%, 5%, 1%에서 통계적으로 유의미함을 나타낸다. 2. 모든 모델의 결과는 연도더미를 포함해 추정한 결과이다.

〈표 3〉의 모형 4 와 모형 5는 두 번째 경로인 주주가치경영의 강화가 노동수요를 보다 탄력적으로 만들었는지를 살펴보기 위하여 임금과 주주가치경영을 나타내는 변수의 결합항을 추가하였다. 모형 4 와 모형 5에서 결합항의 계수는 모두 음(-)의 값을 보였으며 유의미하였다. 예를 들어 모형 4의 경우, 노동수요의 임금탄력성 절대 값이 0.264이고 결합항의 절대 값이 0.004여서 EVA가 정(+)의 값을 갖는 기업의 경우 즉 주주가치경영이 강조되는 기업의 경우 탄력도의 절대 값이 0.268로 보다 탄력적인 것으로 나타났다. ROE로 측정한 경우(모형 5)에도 역시 주주가치 경영의 강화가 노동수요의 임금탄력도 절대 값을 증가시키는 것으로 나타났다. 모형 4 와 모형 5의 추정결과 주주가치경영의 강화가 기업의 노동수요를 보다 탄력적으

로 만드는 것으로 나타났다.¹⁰⁾

이상의 고용방정식에 대한 추정결과, 식 (6)에서 가정한 주주가치 경영의 강화가 생산의 효율성 개선을 통해서 고용에 부정적으로 작용하는 경로는 추정결과에서 명확하지 않았으나, 반면에 두 번째 경로 즉 노동수요탄력도 증가를 통하여 고용에 영향을 주는 경로는 모든 추정결과에서 확인할 수 있었다. 그런데 Rodrik과 다른 점은 노동수요탄력도 증가가 세계화요인만이 아니라 금융화 특히 주주가치 경영에 의해서도 이루어지고 있다는 점이다.

다음으로 임금에 대한 추정결과를 살펴보면 <표 4>와 같다. 추정식은 식 (7)과는 달리 산업의 평균임금을 추정식안에 포함하였다. 산업의 평균임금은 Blanchflower, Oswald and Sanfey (1996)와 같은 교섭모형에서 가정하는 협상이 결렬될 경우 근로자들이 선택할 수 있는 외부옵션을 나타낸다. 그런데 이 외부옵션은 각 산업의 노동시장상황 즉 실업률 등에 영향을 받게 된다. 따라서 산업의 평균임금은 식 (7)에서 고려하지 못한 산업의 노동시장 상황과 여타 제도적 요인을 반영한다 하겠다. 그러나 추정결과 모두 유의미하지 않았다. 고용은 모든 모형에서 유의미하였으며 t 기의 계수와 $t-1$ 기의 계수를 합할 경우 모두 양(+)의 값을 갖는 것으로 나타나 고용규모가 큰 대기업일수록 임금수준이 높다고 해석할 수 있다. 그리고 1인당 부가가치의 경우 모두 양(+)의 값을 갖으며 t 기의 계수 값이 0.420~0.447로 나타나 생산성향상에 대하여 임금이 완벽하게 연동하는 것이 아니라 부분적으로 생산성향상의 이득을 공유하고 있음을 확인할 수 있었다. 우리가 관심을 갖고 있는 주주가치 경영관련 변수들의 경우 DEVA와 ROE 모두 t 기의 값이 음(-)의 부호를 보이면서 유의미한 것으로 나타나 주주가치 경영의 강화는 임금수준에 부정적으로 작용한다는 것을 확인할 수 있었다.

이상의 추정결과 고용 및 임금결정에 주주가치 경영강화가 부정적으로 영향을 미쳤음을 확인하였는데, 그렇다면 고용수준 및 임금수준에 의해서 영향받는 노동분배율은 주주가치 경영의 강화에 의해서 어떠한 영향을 받았는지를 분석하기 위하여 주주가치경영관련 변수와 부가가치에서 차지하는 인건비의 비중간의 상관관계를 살

10) 주주가치 경영을 나타내는 변수로 ROA와 (EVA/Sales)를 채택하여 추정하여도 주주가치 경영이 노동수요를 보다 탄력적으로 만드는 것으로 나타났다. 이하 임금과 노동분배율 추정할 때에도 ROA와 (EVA/Sales)의 경우 임금과 노동분배율에 부정적으로 영향을 미치는 것으로 나타났다.

〈표 4〉 임금방정식 추정결과

| Variables | Model 1 | Model 2 | Model 3 |
|--------------------------|----------------------|----------------------|----------------------|
| $\ln w_{t-1}$ | 0.060*** (0.047) | 0.067*** (0.046) | 0.075*** (0.050) |
| $\ln N_t$ | -0.263*** (0.053) | -0.195** (0.080) | -0.161* (0.093) |
| $\ln N_{t-1}$ | 0.289*** (0.054) | 0.226*** (0.079) | 0.190** (0.093) |
| $\ln q_t$ | 0.499*** (0.065) | 0.553*** (0.095) | 0.582*** (0.112) |
| $\ln q_{t-1}$ | -0.079* (0.045) | -0.106 (0.068) | -0.147* (0.089) |
| $\overline{\ln w_t}$ | 0.070 (0.162) | 0.088 (0.200) | 0.065 (0.204) |
| $\overline{\ln w_{t-1}}$ | -0.056 (0.168) | -0.075 (0.207) | -0.044 (0.211) |
| $DEVA_t$ | | -0.095*** (0.028) | |
| $DEVA_{t-1}$ | | -0.014 (0.011) | |
| $DEVA_{t-2}$ | | 0.003 (0.013) | |
| ROE_t | | | -0.006*** (0.002) |
| ROE_{t-1} | | | 0.001 (0.001) |
| ROE_{t-2} | | | -0.000 (0.001) |
| Constant | 5.937*** (0.456) | 5.710*** (0.513) | 5.583*** (0.540) |
| Observations | 2,836 | 2,330 | 2,275 |
| Firms | 419 | 392 | 389 |
| P-value for Hansen test | 0.603 | 0.461 | 0.584 |
| p-value for AR(1) test | 0.071 | 0.073 | 0.073 |
| p-value for AR(2) test | 0.374 | 0.324 | 0.243 |

주: 1. 괄호 안은 표준오차를 나타내며, *, **, ***은 각각 10%, 5%, 1%에서 통계적으로 유의미함을 나타낸다. 2. 모든 모델의 결과는 연도더미를 포함해 추정한 결과이다.

펴보았다. <표 5>의 모형1 과 모형 2에서 임의효과모형 및 고정효과모형의 모든 추정결과에서 주주가치경영의 강화는 노동분배율을 감소시키는 것으로 나타났다. 앞의 추정결과와 연결하여 살펴보면, 주주가치경영의 강화는 고용 및 임금수준에 부정적인 영향을 미쳐 노동분배율을 감소시키는 것으로 해석된다. 또한 주주가치 경영의 강화는 노동수요곡선을 보다 탄력적으로 만들었다는 것을 발견할 수 있었는데 이러한 탄력도의 증가는 Rodrik이 강조하듯이 근로자들의 교섭력을 약화시켜 노동 분배율에 부정적인 영향을 끼쳤던 것으로 해석된다.

<표 5> 노동분배율 추정결과

| Variables | Model 1 | | Model 2 | |
|--------------|----------------------|----------------------|----------------------|----------------------|
| | Random | Fixed | Random | Fixed |
| $DEVA_t$ | -0.098*** (0.004) | -0.097*** (0.004) | | |
| $DEVA_{t-1}$ | -0.027*** (0.004) | -0.027*** (0.004) | | |
| $DEVA_{t-2}$ | -0.007* (0.004) | -0.007* (0.004) | | |
| ROE_t | | | -0.005*** (0.000) | -0.005*** (0.000) |
| ROE_{t-1} | | | -0.001*** (0.000) | -0.001*** (0.000) |
| ROE_{t-2} | | | -0.000 (0.000) | -0.000 (0.000) |
| Constant | 0.579*** (0.009) | 0.537*** (0.007) | 0.535*** (0.010) | 0.556*** (0.007) |
| Observations | 2,273 | 2,273 | 2,245 | 2,245 |
| Firms | 389 | 389 | 388 | 388 |
| R^2 | 0.273 | 0.273 | 0.222 | 0.222 |

주: 1. 괄호 안은 표준오차를 나타내며, *, **, ***은 각각 10%, 5%, 1%에서 통계적으로 유의미함을 나타낸다. 2. 모든 모델의 결과는 연도더미를 포함해 추정한 결과이다.

V. 결론 및 요약

본 연구는 주주가치경영을 반영하는 EVA가 임노동관계에 어떠한 영향을 미쳤는지를 밝히고자 2000-2010년 기간의 한국기업을 대상으로 실증 분석하였다. 외환위

기 이후인 2000년부터 2010년까지의 455개 기업을 대상으로 고용, 임금, 부가가치, EVA, ROE 등의 자료를 통합하여 패널자료를 구축하였다. 주요 결과를 요약하면 다음과 같다.

우선 기존연구와 몇 가지 차이점을 갖는다: i) 기존의 소득분배 및 노동수요변화에 대한 연구가 경제 환경변화(세계화, 정보화 및 서비스화)의 이들에 대한 영향을 증점적으로 분석하였다면 우리의 연구는 기업지배구조 및 금융화의 고용, 임금결정 그리고 노동 분배율에 대한 영향을 기업 자료를 이용하여 분석하고 있다; ii) 기존의 금융화 관련논의와도 일정한 차이점을 갖는데, 주주가치경영이 어떠한 경로를 통하여 고용과 임금에 영향을 미치는지를 명시하였으며 이를 기초로 구체적으로 실증분석하고 있다; iii) 주주가치 경영을 가장 잘 나타내고 있다고 평가받는 EVA, ROE를 지표로 선택하여 분석하였다.

둘째, 주주가치 경영이 고용에 영향을 미치는 두 가지 경로를 고려하였다. 첫 번째 경로로 ‘주주가치 경영에 의해서 유도된 기술변화 혹은 효율성 제고효과’를 고려하였다. 추정결과 EVA의 더미변수인 DEVA와 ROE로 추정한 경우는 유의하지 않거나 복합적인 결과가 나타났다. 따라서 ‘주주가치 경영에 의해 유도된 효율성제고’가 고용을 감소시킨다는 첫 번째 경로를 명확하게 확인시켜주지 못하였다.

셋째, 주주가치 경영이 고용에 영향을 미치는 또 다른 경로로 Rodrik이 강조한 노동수요의 임금탄력성 증가여부를 분석하였다. 고용방정식을 추정한 결과 노동수요탄력도 증가가 Rodrik이 발견한 세계화의 효과만이 아니라 금융화 특히 주주가치 경영에 의해서도 이루어졌음을 확인할 수 있었다. 이러한 주주가치 경영의 노동수요 탄력도 증가효과는 모든 경우에서 확인할 수 있었다.

넷째, 임금에 대한 추정결과 고용수준이 유의미한 것으로 나타나 고용규모가 큰 대기업일수록 임금수준이 높은 것으로 나타났다. 그리고 주주가치 경영의 임금에 대한 영향은 모든 추정에서 음(-)의 부호를 보이면서 유의미한 것으로 나타나 주주가치 경영의 강화는 임금결정에 부정적으로 작용했음을 확인할 수 있었다.

마지막으로 주주가치 경영이 노동분배율에 어떠한 영향을 끼쳤는지를 알아보기 위하여 노동분배율을 부가가치 대비 인건비 비중으로 삼고 주주가치 경영을 나타내는 지표인 DEVA 및 ROE와의 상관관계를 분석하였다. 분석결과 이들 주주가치 경영을 나타내는 지표 모두가 노동분배율에 음(-)의 효과를 갖는 것으로 유의미하게 나왔다. 따라서 기업지배구조 특히 주주가치경영의 강화가 기업내 노동분배율을 약

화시키는 것을 확인할 수 있었다.

■ 참 고 문 헌

1. 김원규, “오프쇼어링이 생산성과 고용에 미치는 영향,” 『e-KIET 산업경제정보』, 제321호, 2006
(Translated in English) Kim, Won-Kyu, “Effects of Offshoring on Productivity and Employment,” *e-KIET Sanup Kyungje Jungbo*, Vol. 321, 2006
2. 서환주 · 허재준 · 이영수, “ICT확산, 기업조직, 제품차별화, 숙련노동의 보완 관계,” 『경제학연구』, 제52권 제2호, 2004, pp. 33-65.
(Translated in English) Seo, Hwan-Joo, J.J. Hur and Y.S. Lee, “Complementarity Relations among ICT Diffusion, Work Organization, Product Differentiation and Skilled Labors,” *Kyong Je Hak Yon Gu*, Vol. 52, No. 2, pp. 33-65.
3. 서환주 · 허재준 · 전병유 · 이영수, “정보통신기술확산이 임금불평등의 한 원인인가?,” 『국제경제연구』, 제10권 제1호, 2004, pp. 169-194.
(Translated in English) Seo, Hwan-Joo, J.J. Hur, B.Y. Jeon and Y.S. Lee, “Information and Communication Technology and Wage Inequality,” *Kukje Kyungje Yongu*, Vol. 10, No. 1, 2004, pp. 169-194.
4. 이영수 · 서익진 · 서환주, “서비스 아웃소싱이 노동수요에 미치는 영향분석,” 『산업조직연구』, 제16권 제4호, 2008, pp. 77-102.
(Translated in English) Lee, Young Soo, I.J. Seo and H.J. Seo, “An Analysis on the Impact of Service Outsourcing on Labor Demand,” *The Korean Journal of Industrial Organization*, Vol. 16, No. 4, 2008, pp. 77-102.
5. 이영수 · 홍필기 · 서환주, “아웃소싱의 총요소생산성 기여에 대한 연구,” 『산업조직연구』, 제15권 제4호, 2007, pp. 55-82.
(Translated in English) Lee, Young Soo, P.K. Hong and H.J. Seo, “A Study on the Contribution of Outsourcing to the Growth of TFP in Korean Manufacturing Industries,” *The Korean Journal of Industrial Organization*, Vol. 15, No. 4, 2007, pp. 55-82.
6. 장지연 · 이병희, “소득불평등 심화의 메커니즘과 정책 선택,” 『민주사회와 정책연구』, 통권 23호, 2013, pp. 71-109.
(Translated in English) Chang, Ji-Yeun and B.H. Lee, “Increasing Inequality and Policy Options,” *Democratic Society and policy Studies*, Vol. 23, 2013, pp. 71-109.
7. 허재준 · 서환주 · 이영수, “정보통신기술투자와 숙련노동수요변화,” 『경제학연구』, 제50권 제4호, 2002, pp. 267-292.

- (Translated in English) Hur, Jai-Joon, H.J. Seo and Y.S. Lee "ICT Investment and Demand for Skilled Worker," *Kyong Je Hak Yon Gu*, Vol. 50, No 4, 2002, pp.289-319.
8. Aglietta, M., "Shareholder Value and Corporate Governance: Some Tricky Questions," *Economy and Society*, Vol. 29, 2000, pp.146-159.
 9. Aglietta, M. and L. Berrebi, *Désordres dans le Capitalisme Mondial*, Odile Jacob, Paris, 2007.
 10. Aglietta, M. and A. Rebérioux, *Corporate Governance Adrift*, Edward Elgar, Cheltenham, 2005.
 11. Arellano, M. and S. Bond, "Some Tests of Specification for Panel Data: Monte Carlo Evidence and an Application to Employment Equations," *The Review of Economic Studies*, Vol. 58, 1991, pp.277-297.
 12. Arellano, M. and O. Bover, "Another Look at the Instrumental Variable Estimation of Error-components Models," *Journal of Econometrics*, Vol. 68, 1995, pp.29-51.
 13. Autor, D.H., L.F. Katz, and A.B. Krueger, "Computing Inequality: Have Computers Changed the Labor Market?," *Quarterly Journal of Economics*, Vol. 113, 1998, pp.1169-1213.
 14. Baldwin, R.E., "The Effects of Trade and Foreign Direct Investment on Employment and Relative Wages," *OECD Economic Studies*, Vol. 23, 1995, pp.7-53.
 15. Baltagi, B.H., *Econometric Analysis of Panel Data*, John Wiley & Sons, 2008.
 16. Berman, E., J. Bound and Z. Griliches, "Changes in the Demand for Skilled Labor within U.S. Manufacturing Industries," *Quarterly Journal of Economics*, Vol. 109, 1994, pp.367-398.
 17. Berman, E., J. Bound and S. Machin, "Implications of Skill-biased Technological Change: International Evidence," *Quarterly Journal of Economics*, Vol. 113, 1998, pp.1245-1279.
 18. Blachflower, D.G., A.J. Oswald and P. Sanfey, "Wages, Profits and Rent-sharing," *Quarterly Journal of Economics*, Vol. 111, 1996, pp.227-251.
 19. Boyer, R., "Is a Finance-led Growth Regime a Viable Alternative to Fordism? A Preliminary Analysis," *Economy and Society*, Vol. 29, 2000, pp.111-145.
 20. _____, *Théorie de la Régulation: 1. Les Fondamentaux*, La Découverte, Paris. 2004.
 21. _____, "The Four Fallacies of Contemporary Austerity Policies: the Lost Keynesian Legacy," *Cambridge Journal of Economics*, Vol. 36, 2012, pp.283-312.
 22. Bresnahan, T.F., "Computerization and Wage Dispersion: An Analytical Reinterpretation," *Economic Journal*, Vol. 109, 1997, pp.390-415.
 23. Bresnhan, T.F., E.T. Brynjolfsson and L.M. Hitt, "Information Technology, Workplace Organization and the Demand for Skilled Labor: Firm-level Evidence," *Quarterly Journal of Economics*, Vol. 117, 2002, pp.339-376.
 24. Brock, E. and S. Dobbelaere, "Has International Trade Affected Worker's Bargaining Power?," *Review of World Economics*, Vol. 142, 2006, pp.233-266.
 25. Caroli, E. and J. Van Reenen, "Skill Biased Organizational Change? Evidence from a Panel of British and French Establishments," *Quarterly Journal of Economics*, Vol. 116,

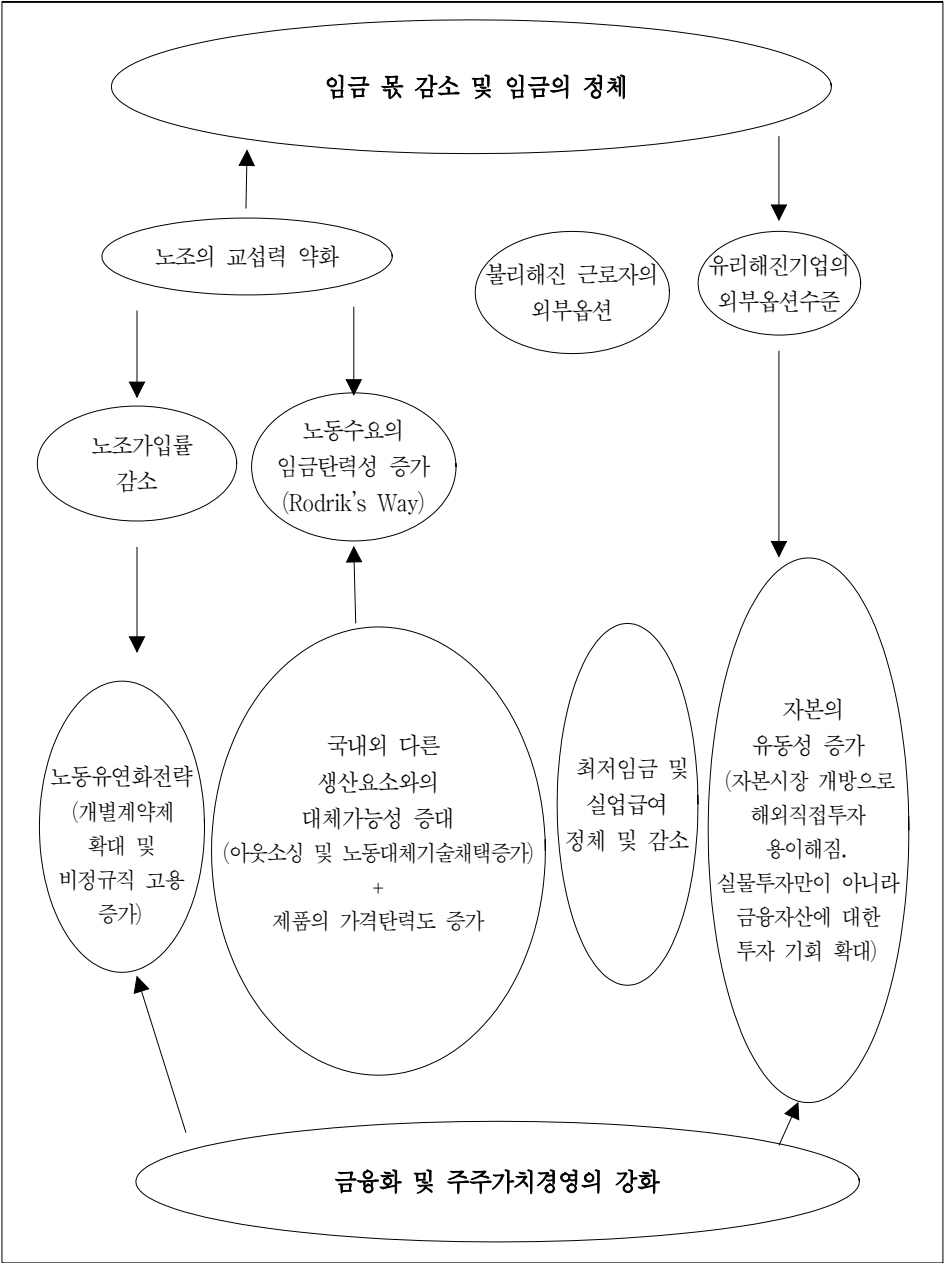
2001, pp.1449-1492.

26. Crotty, J., Epstein, G. and P. Kelly, "Multinational Corporations in the Neo-liberal Regime," in Baker, Epstein and Pollin, ed., *Globalization and Progressive Economy Policy*, Cambridge University Press, Cambridge. 1998.
27. Demir, F., "Financial Liberalization, Private Investment and Portfolio Choice: Financialization of Real Sectors in Emerging Markets," *Journal of Development Economics*, Vol. 88, 2009, pp.314-324.
28. Duménil, G. and D. Lévy, *Crise et Sortie de Crise: Ordre et désordres néolibéraux*, PUF, Paris, 2000(이강국·장시복 (2006) 옮김, 자본의 반격, 필맥).
29. Eatwell, John and L. Taylor, "Introduction," in Eatwell, John and Taylor, Lance ed., *International Capital Markets: Systems In Transition*, Oxford University Press, New York, 2002.
30. Epstein, A. G., "Introduction," in Epstein, ed., *Financialization and the World Economy*, Edward Elgar, Northampton, MA, 2005.
31. Epstein, A. G. and A. Jayadev, "The Rise of Rentier Incomes in OECD Countries: Financialization, Central Bank Policy and Labor Solidarity," in Epstein, A. Gerald ed., *Financialization and the World Economy*, Edward Elgar, Northampton, MA, 2005.
32. Feenstra, R. C. and G. H. Hanson, "Globalization, Outsourcing, and Wage Inequality," *American Economic Review*, Vol. 86, 1996, pp.240-245.
33. Froud, J., C. Haslam, S. Johal, and K. Williams, "Shareholder Value and Financialization: Consultancy Promises, Management Moves," *Economy and Society*, Vol. 29, 2000, pp.80-110.
34. Greenway, D., R. C. Hine and P. Wright, "An Empirical Assessment of the Impact of Trade on Employment in the United Kingdom," *European Journal of Political Economy*, Vol. 15, 1999, pp.485-500.
35. Hijzen, A., Gorg, H. and R. C. Hine, "International Outsourcing and the Skill Structure of Labour Demand in the United Kingdom," *Leverhulme Centre of University of Nottingham Research paper*, 2004
36. Hsuan, J. and V. Mahnke, "Outsourcing R&D: A Review, Model, and Research Agenda," *R&D Management*, Vol. 41, 2010, pp.1-7.
37. Jayadev, A., "Capital Account Openness and the Labor Share of Income," *Cambridge Journal of Economics*, Vol. 31, 2007, pp.423-443.
38. Johnson, G. E., "Changes in Earnings Inequality: The Role of Demand Shift," *The Journal of Economic Perspectives*, Vol. 11, 1997, pp.41-54.
39. Konings, J. and H. Vandenbussche, "The Effect of Foreign Competition on UK Employment and Wages: Evidence from Firm-level Panel Data," *Weltwirtschaftliches Archiv*, Vol. 131, 1995, pp.655-673.
40. Krippner, R. G., "The Financialization of the American Economy," *Socio-Economic Review*, Vol. 3, 2005, pp.173-208.
41. Lazonick, W. and M. O'Sullivan, "Maximizing Shareholder Value: a New Ideology for Corporate Governance," *Economy and Society*, Vol. 29, 2000, pp.13-35.

42. Lordon, F., "La Création de Valeur Comme Rhétorique et Comme Pratique. Généalogie et Sociologie de la Valeur Actionnariale," *L'Année de la Régulation*, Vol. 4, 2000, pp. 117-167.
43. Milberg, W. and D. Winkler, "Financialisation and the Dynamics of Offshoring in the USA," *Cambridge Journal of Economics*, Vol. 34, 2010, pp. 275-293.
44. Milner, C. and P. Wright, "Modeling Labour Market Adjustment to Trade Liberalization in an Industrializing Economy," *The Economic Journal*, Vol. 108, 1998, pp. 509-528.
45. OECD, *OECD Employment Outlook*, OECD, Paris, 2007.
46. Orhangazi, Ö., "Financialization and Capital Accumulation in the Non-Financial Corporate Sector: A Theoretical and Empirical Investigation of the U.S. Economy: 1973-2003," *Cambridge Journal of Economics*, Vol. 32, 2008, pp. 863-886.
47. Phillips, K., *Arrogant Capital: Washington, Wall street, and the Frustration of American Politics*, Little, Brown, and Company, New York, 1996.
48. _____, *Wealth and Democracy: A Political History of the American Rich*, Broadway Books, New York, 2002.
49. Rodrik, D., *Has Globalization Gone too Far?* Institute for International Economics, Washington, 1997.
50. SEO, H.J., H.S. Kim and J. Kim, "Does Shareholder Value Orientation or Financial Market Liberalization Slow Down Korea's Real Investment?," mimeo, 2012
51. Sjöberg, O., "Corporate Governance and Earnings Inequality in the OECD Countries 1979-2000," *European Sociology Review*, Vol. 25, 2009, pp. 519-533.
52. Slaughter, M., "International Trade and Labor-demand Elasticities," *Journal of International Economics*, Vol. 54, 2001, pp. 27-56.
53. Stockhammer, E., "Financialization and the Slowdown of Accumulation," *Cambridge Journal of Economics*, Vol. 28, 2004, pp. 719-741.
54. Strauss-Kahn, V., "The Role of Globalization in the Within-Industry Shift away from Unskilled Workers in France," *NBER Working Paper*, No. 9716, 2003.
55. Wallerstein, M., "Wage-Setting Institutions and Pay Inequality in Advanced Industrial Societies," *American Journal of Political Science*, Vol. 43, 1999, pp. 649-680.
56. Williams, K., "From Shareholder Value to Present-day Capitalism," *Economy and Society*, Vol. 29, 2000, pp. 1-12.

〈부 록〉

〈그림 1〉 금융화 및 주주가치 경영의 임노동관계에 미치는 경로분석



The Effect of Shareholder Value Orientation and Financialization on Employment and Wages: Empirical Evidence from Korean Companies

Hwan Joo Seo* · Joonil Kim**

Abstract

This article empirically investigates the impacts of corporate governance structure, specifically, shareholder value orientation on employment and wages, using Korean firm's data from 2000 to 2010.

Our study has four major findings. Firstly, considering the effects of technological change or efficiency enhancement caused by shareholder value orientation as one of the paths by which shareholder value orientation affects firm's employment, we can not ascertain empirically that the path exists in the case of Korean firms. Secondly, however, we can shows by estimation of employment equation that another path exists, that shareholder value orientation makes the wage elasticity of labor demand higher. Thirdly, it is assured that shareholder value orientation has negative impacts on wage in the Korean manufacturing sector. Lastly, we find that shareholder value orientation decreases labor share inside the firm.

Key Words: corporate governance structure, shareholder value orientation, financialization, employment, wage, labor share

Received: April 29, 2013. Revised: July 22, 2013. Accepted: Sept. 9, 2013.

* First Author, Professor, Division of Business Administration, Hanyang University, 1271, Sa 1-dong, Sangrok-gu, Ansan, Gyeonggi-do 426-791, South Korea, Phone: +82-31-400-5638, e-mail: seohwan@hanyang.ac.kr

** Corresponding Author, Research Professor, Department of Economics, Korea University, 5-1, Anam-dong, Seongbuk-gu, Seoul 136-701, South Korea, Phone: +82-2-3290-2717, e-mail: kjoonil@korea.ac.kr