

대기업집단 출자구조 규제에 대한 논의와 정책방향

김 현 중 / 한국경제연구원 연구위원 (kim@keri.org)



정치권에서는 경제력집중 억제를 목적으로 기업집단 출자구조에 대한 규제도입을 발표한 바 있다. 기업집단이 계열사간 출자를 통해 가공자본과 소유지배피리를 발생시켜 사익편취할 위험성이 존재한다는 주장에 따른 정책이다. 그러나 이는 기업집단 출자구조에 대한 오해로부터 유발된 측면이 강하다. 기업집단의 가공자본을 비교해보면 민간기업집단보다 가공자본비율이 높은 공기업집단이 존재하는데, 이는 출자로 인한 가공자본의 형성이 의도적으로 투자자를 기만하기 위한 목적에서 비롯된 것은 아니라는 점을 시사한다. 지주회사체제 기업집단의 경우, 지주회사 아닌 기업집단보다 가공자본비율이 높으며, 순환출자구조를 가진 기업집단보다 가공자본비율이 더 높은 것으로 나타났다. 이는 순환출자구조를 가진 기업집단이 순환출자를 통해 의도적으로 가공자본을 증대시키고 있다는 주장의 개연성이 낮음을 시사한다. 현실적 비교에서 순환출자구조를 가진 기업집단의 소유지배피리지표가 상대적으로 더 높은 것으로 나타났으나, 이론적으로 순환출자구조는 소유지배피리지표를 더 감소시키기도 한다. 순환출자가 형성되면 고리형성 피출자 계열사에 대한 의결권만 증가하는 반면, 순환출자고리내 모든 계열사의 현금흐름권이 증대되기 때문이다. 순환출자규제 도입시 구조조정의 지체요인으로 작용할 우려가 있으며, 규제순응을 위해 급매로 인한 소액주주 피해 가능성도 존재한다. 충분한 검토 없이 졸속으로 법률을 제정하여 부작용을 유발하고 이를 수습하기위해 후속 개정으로 재조정하였던 기존 관례를 되풀이하지 않도록 해야한다. 출자구조 규제와 같은 일률적 규제로 기업집단의 출자구조를 재단하려는 정책은 배제하고 기업내외부 견제시스템과 시장규율이 제대로 작동할 수 있는 유인을 제공하고 보조하는데 정책을 집중해야한다.

1. 출자구조 논의의 배경과 쟁점

(1) 기업집단 출자구조에 대한 부정적 인식

- 한국에서는 출자구조에 대해 부정적인 인식이 증가되면서 정치권에서 이에 대한 규제의 필요성을 주장하는 목소리가 높아지고 있는 상황
 - 기업집단이 출자구조를 이용하여 규모를 확장해가면서 지배주주가 외부투자자의 이익을 편취한다는 부정적 인식이 증대

(2) 출자구조의 비판대상

- 계열사간 출자를 통해 가공자본이 증가되므로 외부투자자들은 실제 자본규모보다 과도한 기업집단의 자본규모에 현혹될 위험에 노출된다고 비판
- 지배주주가 실질적으로 소유한 지분보다 더 많은 의결권을 행사하여 사익편취한다는 주장이 제기

(3) 출자구조 규제에 대한 정치권의 논의

- 기업집단의 출자구조에 대한 규제는 정당별로 입장에 차이가 있음
 - 민주통합당과 통합진보당은 출자총액제한제도 부활, 순환출자금지, 지주회사요건강화 등 대기업집단의 출자구조를 제한하는 정책의 도입을 공약으로 제시
 - 최근 새누리당은 신규 순환출자를 금지하고, 기존 순환출자의 점진적인 해소를 유도하기 위해 기존 순환출자에 대해 의결권을 제한한다는 내용의 경제민주화 3호 법안 발표

2. 출자구조의 실상과 규제의 문제점

(1) 출자구조와 가공자본

- 김진방(2005)은 가공자본이 기업집단내 출자관계에서 형성된다고 보고 한 기업집단내 가공자본은 계열사 자본총계의 총합과 결합재무제표상의 자본총계간의 차이라고 설명¹⁾

가. 지주회사구조와 순환출자구조 기업집단간 가공자본 비교

- 지주회사 체제의 기업집단이 지주회사가 아닌 기업집단보다 가공자본비율이 높음
 - 지주회사체제는 출자구조가 단순하여 투명성이 높아 가공자본비율이 지주회사가 아닌 기업집단보다 높을 것으로 오인할 수 있으나, 현실은 정 반대
 - 2011년 3월말 현재 지주회사 그룹의 가공자본비율 평균치가 지주회사가 아닌 그룹의 가공자본비율 평균치보다 높게 나타났으며, 이는 2010년 3월말을 기준으로 해도 동일하게 나타나는 현상

1) 김진방(2005)은 n 개의 계열사를 보유한 민간기업집단의 가공자본을 $\sum_{i=1}^n \sum_{j=1}^n e_i s_{ij}$ 로 정의하였다. 여기서 e_i 는 계열사 i 의 자본총계이며 s_{ij} 는 계열사 i 에 대한 계열사 j 소유지분을 나타낸다. 김진방은 이렇게 정의된 가공자본은 결합재무제표를 작성할 때 사라지게 된다고 설명하였다. 본고는 가공자본 및 비율에 대해서는 김진방(2005)의 정의를 이용했다. 김진방, 『재벌의 소유구조』, 나남출판, 2005, pp.40 ~ 45 참조.

<표1> 2011년 기업집단별 가공자본비율 (2011년 3월 말 현재)

기업집단 구분		평균 가공자본비율 (%)	평균 계열회사수 (개사)
지주회사여부	지주회사그룹	41.9	42.9
	지주회사가 아닌 그룹	35.4	29.1
순환출자여부	순환출자 그룹	37.7	36.7
	순환출자가 아닌 그룹	37.6	32.7
전체 평균		37.6	33.8

주 : 1. 지주회사 그룹은 지주회사가 그룹의 주요 출자구조인 기업집단을 의미

2. 순환출자구조는 공정거래위원회 OPNI에 제시된 2008년 자료를 기준으로 2011년 4월말 현재 순환출자구조를 확인하여 해당 그룹을 판단했음

3. 롯데그룹은 일본 계열사와의 출자관계가 없어 정확한 지표 작성이 곤란하여 제외

자료: 지배주주의 소유지분 및 계열사 출자행렬은 공정거래위원회의 2011년 4월 기준 발표자료 이용

- 순환출자구조가 있는 기업집단의 경우 지주회사 기업집단보다 가공자본비율이 낮게 나타났음
 - 2011년 3월말 현재 순환출자 그룹의 가공자본비율 평균치는 37.7%로서 지주회사 그룹의 가공자본비율 평균치인 41.9%보다 낮게 나타났으며, 이러한 현상은 2010년 3월말을 기준한 자료에서도 동일하게 나타났음
 - 순환출자구조를 가진 기업집단은 출자구조가 복잡하고 의도적으로 가공자본비율을 높일 가능성이 있다고 우려되고 있으나, 현실에서는 지주회사 그룹보다 더 낮은 가공자본비율을 기록
- 순환출자구조의 기업집단의 경우 순환출자구조가 없는 기업집단의 가공자본비율과 유사한 수준을 유지
 - 2011년 3월말 현재 순환출자 그룹의 가공자본비율 평균치 37.7%는 순환출자구조가 없는 그룹의 가공자본비율 평균치인 37.6%와 거의 유사²⁾

나. 공기업집단과 가공자본

- 공기업집단의 경우 출자구조가 총수가 있는 민간기업집단보다 단순하여 가공자본비율이 더 낮을 것으로 오인할 수 있으나, 그렇지 않은 공기업집단도 존재
 - 공기업집단인 2011년 3월말 현재 한국전력그룹의 경우 가공자본비율이 43%로서 총수가 있는 민간기업집단 평균 가공자본비율인 37.6%를 상회³⁾
 - 이는 2011년 3월말 현재 총수가 있는 민간기업집단의 가공자본비율 평균치인 37.6%는 물론 4대 그룹의 가공자본비율인 39.7%를 상회하는 수준
- 한국전력그룹의 가공자본비율이 높은 수준으로 나타났지만, 이는 의도적으로 투자자를 기만하기 위한 목적에서 비롯한 것은 아님

2) 이는 2010년 3월말의 경우에도 마찬가지여서 이 경우 순환출자 그룹의 가공자본비율 평균치(37.0%)보다 순환출자구조가 없는 그룹의 가공자본비율 평균치(38.3%)가 오히려 더 높았음.

3) 한국전력그룹의 재무제표상 계열사 자산규모는 총합 70조이며, 이중 30조원이 가공자본으로 계산됐음

- 전술한 설명과 같이 한국전력공사그룹의 경우 대형 계열사의 출자지분을 대규모로 보유하면서 나타난 현상에 불과하며,
- 기업집단이 의도적으로 가공자본을 증대시킨 것은 아니라는 사실에 유념해야

다. 출자구조와 가공자본에 대한 시사점

- 순환출자구조를 가진 기업집단이 순환출자를 통해 의도적으로 가공자본을 증대시키고 있다는 주장의 개연성은 낮음
 - 순환출자구조는 계열사간 환상형 출자를 통해 상호출자와 동일한 효과를 유발하므로 기업집단이 의도적으로 가공자본을 증대시키기 위한 도구로 활용될 수 있다고 우려돼 왔으나,
 - 현실에서는 순환출자구조를 가진 기업집단의 가공자본비율은 일반 기업집단은 물론 지주회사 체제의 기업집단보다 더 낮은 것으로 나타났음
- 출자구조가 상대적으로 단순한 공기업집단이나 지주회사 그룹의 가공자본비율이 지주회사가 아닌 기업집단이나 순환출자구조를 가진 기업집단의 경우보다 높다는 사실은 가공자본이 출자구조의 단순성과는 연관관계가 낮다는 사실을 의미

(2) 출자구조와 소유지배 괴리지표

가. 출자구조와 소유지배 괴리지표간 실증적 관계

- 소유지배괴리지표에는 자산규모, 계열사 수, 지주회사 체제, 순환출자구조 등이 영향을 미칠 수 있음
 - 장기간에 걸쳐 사업다각화를 실시하면서 출자구조가 가장 확장된 4대 그룹의 경우 5대 이하의 기업집단에 비해 소유지배 괴리지표가 상대적으로 크게 나타남
 - 지주회사구조의 기업집단은 지주회사구조가 아닌 기업집단에 비해 소유지배괴리지표가 낮게 나타남
 - 지주회사구조에서는 자회사(손자회사)에 대한 지주회사(자회사)의 출자지분이 지주회사가 아닌 출자구조의 기업집단 경우보다 높아 지배주주의 실질소유권이 상대적으로 더 증가⁴⁾
 - 순환출자구조의 기업집단은 순환출자구조가 없는 기업집단에 비해 소유지배괴리지표가 높게 나타남
 - 기업집단이 순환출자구조를 선택하는 이유는 지배주주가 계열사에 대한 의결권을 확보하기 곤란하기 때문에 계열사의 출자를 활용하는데 있으며, 따라서 순환출자구조를 가진 기업집단의 소유지배 괴리지표가 상대적으로 높게 나타나는 것임

4) 지주회사의 경우, 자회사·손자회사에 대한 소유규제가 있을 뿐 아니라 법인세상의 배당수익 익금불산입 혜택이 있어 일반기업집단에 비해 계열사 출자지분이 높음

- 기업집단내 핵심 출자구조내 계열사간 출자지분이 감소하면 소유지배과리지표가 증가하는 현상이 나타남
 - 4대그룹 등 자산규모가 높고 계열사 수가 많은 기업집단의 경우 핵심 출자구조내 계열사간 출자지분이 낮아 소유지배과리지표가 높게 나타남
 - 일반적으로 기업집단내 캐시카우(cash cow) 역할을 담당하는 주요 계열사가 해당 기업집단의 핵심 출자구조를 담당하는데, 주요 계열사들은 대부분 상장기업이며 기업연수가 높아 내부지분율이 낮은 것이 현실

나. 순환출자가 소유지배과리지표에 미치는 영향 설명

- 현실적 비교에서 순환출자구조를 가진 기업집단의 소유지배과리지표가 상대적으로 더 높은 것으로 나타났으나, 이론적으로 순환출자구조는 소유지배과리지표를 더 감소시키기도 함⁵⁾
 - 순환출자가 형성되면 고리형성 피출자 계열사에 대한 의결권만 증가하는 반면, 순환출자고리내 모든 계열사의 현금흐름권이 증대되므로 이와같은 현상이 나타나는 것임
- 현실에서 기업집단이 순환출자구조를 형성하는 원인은 소유지배과리지표를 증대시키기 위한 목적도 아니며, 가공자본을 형성하기 위한 목적도 아님
 - 캐나다의 HEES-EDPER그룹, 일본의 TOYOTA그룹, 독일의 Deutsche Bank그룹, 남아프리카의 Anglo-American그룹 등은 기업집단내에 상장계열사와 비상장계열사를 가지고 있으며 순환출자구조를 비롯하여 복잡한 출자구조를 형성하고 있으나, 이들 기업집단들의 경우 우수한 기업 성과를 나타내고 있으며 지배구조상의 문제가 제기되지 않고 있는 것으로 평가받고 있음⁶⁾

다. 소유지배과리지표와 기업가치간 관계

- 소유지배과리지표가 높을수록 기업가치가 감소한다는 주장은 지배주주의 사익편취와 관련돼 있는 논쟁이지만, 한국 기업집단을 대상으로 한 실증연구들은 다양한 실증결과를 제시
 - 외환위기 이전의 대규모 기업집단을 대상으로 분석한 Joh(2003)는 소유지배과리지표가 증가하면 기업집단 계열사의 성과가 악화됐다고 보고⁷⁾

5) 김현중(2010)은 Lemma 1과 Lemma 2를 통해 일정조건에 해당하는 순환출자구조는 해당 기업집단의 소유지배과리지표를 감소시킴을 이론적으로 증명. 김현중, “순환출자구조에 대한 경제학적 분석,” 규제연구 2010 참조.

6) Morck, Randall, “How to eliminate pyramidal business groups - The double taxation of inter-corporate dividends and other incisive uses of tax policy,” NBER working paper, w10944, December 2004. 참조. Daniels, Morck & Stangeland (1995)는 16단계의 피라미드 출자구조를 형성하고 있으며 순환출자구조도 있는 Hees-Edper그룹에 대하여 사례분석(case study)을 실시하였는데, 그 결과 Hees-Edper그룹은 지배구조상의 아무 문제가 없었다고 발표했다. Daniels, Ron J., Rnadall Morck and David A. Stangeland, “In High Gear: A Case study of the Hees-Edper Corporate Group,” In R. Daniels and R. Morck, eds. Corporate Decision Making in Canada. Industry Canada and the University of Calgary Press. Calgary.

- 그러나 외환위기 이후의 기업집단 계열사를 분석한 강원·신현한·장진호(2005) 및 김현중(2006B)은 그러한 관계가 나타나지 않았다고 지적⁸⁾

□ 다양한 실증결과처럼 일률적으로 소유지배과리지표가 높은 기업집단에 대해 문제시하는 것은 바람직하지 않을 수 있다는 점을 유념해야

(3) 순환출자규제 도입시 문제점⁹⁾

가. 구조조정의 지체요인으로 작용할 우려

□ 순환출자의 금지는 계열분리나 민영화기업의 인수합병의 장애요인으로 작용하여 기업구조조정을 저해할 가능성 유발

- 현대차그룹, 현대그룹, 현대중공업의 순환출자는 현대가의 계열분리과정에서 삼성그룹의 순환출자는 중앙일보에 대한 출자지분 매각과정에서 발생

- 두산그룹과 현대차그룹의 순환출자는 각각 두산중공업과 기아차 인수과정에서 발생¹⁰⁾

□ 자산규모 2조원이상 기업집단에 대한 순환출자의 금지는 기업인수 경쟁에서 불리한 입장에 처하게 만들며 효율성 제고를 위한 기업분할도 제약할 수 있어 역차별적 규제가 될 수 있음

나. 주식급매로 인한 소액주주 피해 가능성

□ 단기간의 유예기간을 부여한다고 하여도 법률 이행을 위하여 매각해야할 주식지분이 막대하기 때문에 지속적인 매각으로 계열사의 주식이 헐값에 매도될 우려

- 계열사 지분의 급매(fire sale)로 지배주주 뿐 아니라 소액주주들도 피해를 입을 수 있는 우려

3. 정책적 대안

(1) 기본정책방향

7) Joh, Sung Wook, "Corporate governance and firm profitability: evidence from Korea before the economic crisis," *Journal of Financial Economics* Vol.68, 2003, pp.287-322.

8) 강원·신현한·장진호, "대규모기업집단의 지배-소유 괴리도와 기업가치 및 경영성과 간의 관계분석," 『재무연구』, 18권 2호, 2005. 김현중, 『기업성과에 대한 소유지배구조의 영향 분석 - 정부지배 기업집단의 소유지배구조를 중심으로』, 연구보고서 06-09, 한국경제연구원, 2006B. 참조.

9) 김현중, "순환출자금지에 대한 최근 논의와 대안적 검토," 정책연구 06-01, 한국경제연구원 연구, 2006A. 참조.

10) 두산그룹의 경우 순환출자구조는 신규기업 인수 등 구조조정 과정에서 나타났던 현상이었으며 자율적으로 지주회사체제로 전환한 현재에는 순환출자구조가 존재하지 않음

가. 일률적 출자구조 규제의 배제

- 충분한 검토 없이 졸속으로 법률을 제정하여 부작용을 유발하고 이를 수습하기위해 후속 개정으로 재조정하였던 기존 관례를 되풀이해서는 안돼
 - 과거 대기업집단 지배구조 규제와 이에 대한 기업집단의 대응과정을 살펴보면 대기업집단의 규제 순응과 정부의 신규 규제도입의 반복이었음
- 가공자본은 기업간 출자관계에 따른 결과이며 일반적 현상이며, 기업간 출자관계는 기업결합의 한 유형이며 공기업도 자회사에 대한 출자로 대규모의 가공자본을 형성하고 있음
 - 가공자본은 증권거래법, 외감법, 공정거래법 등으로 출자관계의 공시나 결합재무제표의 작성 등이 의무로 되어 있어 시장에 이미 공지되어 있는 사항이기 때문에 의도적인 회계조작으로 투자자의 의사결정을 왜곡시키는 분식회계와는 전혀 다름

나. 시장의 자율감시제도 활성화의 중요성

- 기업집단의 출자구조는 금융시장을 통해 평가받아야할 사항
 - 계열사간 출자구조는 계열사의 기업가치에 영향을 주며 기업가치의 하락은 곧 경영권 유지에 부정적으로 작용하기 때문에 기업집단 스스로 기업가치를 최적화시키는 수준을 선택하려 함
- 금융시장의 견제를 위해서는 기업집단 계열사의 출자구조에 대한 정보공개가 중요한데, 현행제도에서는 이를 포함하고 있음
 - 현재 계열사간 출자구조는 금융감독원과 공정거래위원회의 공시를 통해 금융시장에 공개되어 있어 투자자들이 이를 통해 기업가치에 대한 평가가 가능한 상황

(2) 정책과제

가. 회사법의 원활한 운영을 위한 정부의 역할

- 출자구조 규제와 같은 일률적 규제로 기업집단의 출자구조를 재단하려는 정책은 배제하고 기업 내·외부 견제시스템과 시장규율이 제대로 작동할 수 있는 유인을 제공하고 보조하는데 정책을 집중할 필요
 - 출자구조를 제한하는 일률적 규제는 기업 내·외부의 견제시스템을 구축(crowding out)하는 역효과가 있으며 기업의 전략변수에 악영향을 줄 우려

- 기업의 내·외부 견제시스템이 정착되어 지배구조에 대한 견제역할을 수행하고 있으므로 정부는 이러한 견제시스템내에서 법을 위반하는 행위에 대해서 강력히 대처하는 등 자율적 기능이 원활히 작동하도록 지원
 - 사외이사제도, 감사위원회의 설치, 집중투표제의 도입 등 기업 내부통제시스템이 견제역할을 수행
 - 증권집단소송제도, 주식매수청구권, 적대적 M&A 위협 등 현존하는 제도는 기업 지배구조에 대한 외부적 견제장치 기능을 수행
 - 전자공시제도의 도입, 분기보고서제도의 도입, 대규모 내부거래의 이사회 의결 이후의 공시 등 공시제도가 강화되었으며, 결합재무제표의 작성의무, 감사인선임위원회의 구성 등 외부감사제도도 강화되어 있는 상황
- 정부는 금융시장의 견제·감시역할을 제고시키고, 위법행위에 대한 단호한 처벌을 수행하는데 정책을 집중할 필요
 - 허위사실유포, 공시의무조항 위반 등 기존 법질서상 위법행위를 적발하고 처벌하는데 정책적 역량을 집중시키는 것이 적절한 개선방향

나. 시장경쟁의 촉진

- 대규모 기업집단의 대리인 문제는 시장의 경쟁압력이 높을수록 감소하기 때문에 규제완화를 통해 시장의 경쟁을 촉진시키는 정책을 추진할 필요
 - 기업집단은 시장의 경쟁압력이 증대될수록 효율적인 조직구조를 선택하게 되며 기업가치를 감소시키는 행위를 스스로 줄이려는 유인 증대
 - 규제완화를 통한 경쟁촉진 정책은 기업집단이 보유한 내부거래의 유인을 감소시키기 때문에 부당내부거래에 대한 조사·처벌, 내부거래 공시제도, 내부거래위원회의 설립과 같은 정책보다 효과적
 - 시장에 대한 진입규제, 가격규제 및 금융관련규제는 시장의 경쟁을 감소시키는 요인으로 작용하기 때문에 기업집단으로서는 계열사간 출자를 통해 여러 산업계열사들과 금융계열사들을 보유함으로써 기업집단내에 효율적인 내부금융시장과 인력시장을 유지하고자하는 유인이 증대