

정책연구 2006-01

순환출자금지에 대한 최근 논의와 대안적 검토

김 현 종

순환출자금지에 대한 최근 논의와 대안적 검토

1판1쇄 인쇄/2006년 1월 2일
1판1쇄 발행/2006년 1월 6일

발행처 · 한국경제연구원
발행인 · 노성태
편집인 · 노성태

등록번호 · 제318-1982-000003호
(150-756) 서울특별시 영등포구 여의도동 28-1 전경련회관
전화(대표)3771-0001 (직통)3771-0057 팩시밀리 785-0270~1
<http://www.keri.org/>

© 한국경제연구원, 2006

한국경제연구원에서 발간한 간행물은
전국 대형서점에서 구입하실 수 있습니다.
(구입문의) 3771-0057

ISBN 89-8031-396-9

값 4,000원

목 차

<요 약>	7
I. 순환출자금지방안의 도입배경과 목적	13
1. 도입배경	13
2. 도입목적	14
II. 순환출자금지방안의 주요내용	16
1. 신규순환출자의 금지	16
2. 기존 순환출자에 대한 의결권제한	17
3. 순환출자 해소를 위한 구조조정 시 인센티브 부여	17
III. 지배구조에 영향을 미친 대기업집단 규제의 변천과 기업의 대응 ..	19
1. 상호출자금지제도	19
2. 지주회사제도	20
3. 부채비율 200% 정책	21
4. 출자총액제한의 도입, 폐지 및 재도입	21
5. 새로운 규제의 도입·시행 이전에 충분한 논의와 검토가 선행되어야 ...	23
IV. 순환출자금지 논리의 문제점	24
1. 가공자본 논의의 문제점	24
2. 상호출자금지의 입법취지 확대적용논리의 문제점	28
3. 순환출자금지를 통한 지배구조 개선정책의 문제점	29
4. 구조조정과 Portfolio투자의 장애요인으로 작용할 우려	34
5. 지주회사는 정책목표가 아닌 선택사항	35

V. 현실성이 결여된 순환출자금지 논의	36
1. 피규제 기업집단의 의결권 확보 곤란 및 소액주주 피해 가능성	36
2. 시장개혁 3개년 로드맵 이후의 또 다른 정책실험	36
3. 규제기준의 불분명성과 누더기 규제의 가능성	37
4. 실현가능성이 결여된 인센티브제도	37
VI. 대기업집단 지배구조의 개선과제	39
1. 시장의 자율감시제도 활성화	39
2. 시장경쟁의 촉진	40
VII. 결 론	41
1. 순환출자금지는 기업집단에 대한 또 하나의 정책실험	41
2. 가공자본은 기업간 출자관계에 따른 결과이며 일반적 현상	41
3. 순환출자 여부로 지배구조의 우수성 판단 어려워	41
4. 순환출자금지 논리의 불합리성	42
5. 현실성이 결여된 정책	43
6. 시장의 자율감시제도와 경쟁을 증진시키는 정책이 최선	43
<부 록>	4

표·그림 목차

<표 1> 외환위기 이후 순환출자구조의 추이	3
<표 2> 한국전력 기업집단의 2005년 1분기 자본총계	6
<표 3> 상호출자제한기업집단 소유 지배 괴리도·의결권승수 분포 현황	3
<그림 1> 캐나다 Hees-Edper그룹의 출자구조	3
<그림 2> 남아프리카의 Anglo-American그룹의 출자구조	3
<그림 3> 독일 Deutsche Bank그룹의 출자구조	3

<요 약>

1. 순환출자금지는 기업집단에 대한 또 하나의 정책실험

- 기업의 소유지배구조를 근본적으로 개선한다는 취지에서 2005년까지 순환출자금지 및 관련입법을 완료하여 신규 순환출자는 금지시키고 2006년부터 2015년까지 단계적으로 순환출자를 해소하도록 하는 공정거래법 개정안을 발의 준비중
- 그러나 충분한 검토 없이 졸속으로 법률을 제정하여 부작용을 유발하고 이를 수습하기 위해 후속 개정으로 재조정하였던 기존 관례를 되풀이해서는 안 돼
 - 과거 대기업집단 지배구조 규제와 이에 대한 기업집단의 대응과정을 살펴보면 대기업집단의 규제 순응과 정부의 신규 규제도입의 반복이었음.

2. 가공자본은 기업간 출자관계에 따른 결과로 일반적 현상

- 순환출자를 통한 가공자본의 형성을 우려하고 있으나 가공자본은 기업결합의 결과물로서 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.

3. 순환출자 여부로 지배구조 우수성 판단 어려워

□ 순환출자구조는 한국의 기업집단에서만 나타나는 특징이 아니며 지배구조가 우수하다고 알려진 외국의 기업집단에서도 나타나는 출자형태

— 캐나다의 Hees-Edper그룹, 남아프리카의 Anglo-American그룹 및 독일의 Deutsche Bank그룹은 기업집단 내에 상장계열사와 비상장계열사를 가지고 있으며 순환출자구조를 비롯하여 복잡한 출자구조를 형성하고 있는데, 이들 기업집단의 지배구조가 우수하다고 알려져 있음.

4. 순환출자금지 규제의 논리적 모순

□ 자산규모 2조원 미만의 기업집단에 대해서는 상법상의 상호출자금지 기준을 40%에서 50%로 규제완화하면서 2조원 이상에 대해서는 순환출자금지를 새로이 도입한다는 정책은 논리적으로 모순

— 상호출자금지의 취지를 확대적용하려면 상법상의 상호출자금지 규제기준을 강화하는 것이 보다 적절한 방식

□ 소유지배 괴리도·의결권승수와 경영성과간 관계에 대하여 일치된 의견이 없음에도 불구하고 소유지배 괴리지표를 정책목표로 책정하여 기업집단의 지배구조를 재단하려는 정책은 부적절

— 순환출자구조가 있는 기업집단의 의결권승수가 순환출자구조가 없는 기업집단의 의결권승수보다 낮은 경우도 있어 순환출자금지로 의결권승수의 감소를 추진한다는 정책의 논리적 모순을 노정

□ 순환출자금지는 계열분리나 인수합병과 같은 구조조정에 장애요인으로 작

용할 수 있으며, 계열사에 대한 포트폴리오투자조차 금지하는 역차별적인 제도로 작용할 우려

- 지주회사체제는 정책목표가 아니라 기업 스스로 채택할 수 있는 선택의 문제이므로 정부가 인위적으로 유도하려는 정책은 기업집단에 대한 과도한 규제가 될 수 있음.

5. 현실성이 결여된 정책

- 기업집단이 순환출자금지를 수용하기 위해서는 계열사 지분을 대규모로 매각해야 하는데 이러한 과정에서 지배주주뿐 아니라 소액주주에게도 피해를 끼칠 우려가 존재하는 등 현실성 결여
- 순환출자금지 논리상의 문제점으로 인하여 제도를 도입한다고 하여도 순환출자금지의 규제기준이 불분명할 것으로 판단되며, 적용제외, 예외인정 등으로 누더기 규제가 될 것으로 예상
- 연결납세제도는 2006년부터 실시되며 자회가지분을 100%인 모기업에 대해서만 도입·적용되기 때문에 기업집단구조를 지주회사제도로 유도하는 인센티브로서 작용하기는 곤란

6. 시장의 자율감시제도와 경쟁을 증진시키는 정책이 최선

- 좋은 지배구조는 시장에서 좋은 평가를 받는 기업집단의 지배구조이기 때문에, 순환출자금지와 같은 직접규제는 지배구조를 왜곡시킬 가능성
- 지배구조개선을 위한 정부의 역할은 기업의 내·외부 감시제도가 원활하게 작동하고 있는지 그리고 공시제도가 제대로 준수되고 있는지를 감시하고

관련 위법행위에 대해 강력히 처벌하는 데 있음.

- 가장 효과적인 지배구조 개선정책은 시장의 경쟁압력을 증대시켜 기업집단 스스로 불공정한 내부거래의 유인을 제거하도록 하는 것

순환출자금지에 대한 최근 논의와 대안적 검토

- I. 순환출자금지방안의 도입배경과 목적
 - II. 순환출자금지방안의 주요내용
 - III. 지배구조에 영향을 미친 대기업집단 규제의 변천과 기업의 대응
 - IV. 순환출자금지 논리의 문제점
 - V. 현실성이 결여된 순환출자금지 논의
 - VI. 대기업집단 지배구조의 개선과제
 - VII. 결 론
- <부 록>

I. 순환출자금지방안의 도입배경과 목적

1. 도입배경

(1) 외환위기 이후 순환출자구조의 추이

□ 외환위기 이전에 일부 기업집단에서 나타나던 순환출자구조가 외환위기 이후 여러 기업집단으로 확산

— 2003년을 정점으로 최근 2년간 순환출자구조가 다소 감소하는 경향

<표 1> 외환위기 이후 순환출자구조의 추이

	1997 회계년 결산일 기준	2003 회계년 결산일 기준	2005년 4월 1일 기준
1% 이상의 지분 만을 고려할 경우	10개 기업집단에서 28건의 순환출자	18개 기업집단에서 32건의 순환출자	14개 기업집단에서 26건의 순환출자
5% 이상의 지분 만을 고려할 경우	5개 기업집단에서 각 1건씩(총 5건) 의 순환출자	12개 기업집단에서 19건의 순환출자	10개 기업집단에서 14건의 순환출자

(2) 순환출자구조의 확산 원인

□ 기업집단의 계열분리 시 출자관계를 정리하면서 순환출자가 형성되었으며, 민영화기업이나 법정관리 기업의 인수과정에서 순환출자구조가 발생

— 두산그룹의 한국중공업 인수, 동부그룹의 아남반도체 인수, 현대자동차그룹의 기아차 인수 등 기업인수로 인하여 확대

- 친족 분할 이후 현대자동차, 현대중공업, 현대그룹에서 모두 5% 이상의 순환출자가 발생

2. 도입목적¹⁾

(1) 상호출자금지의 입법취지 확대 적용

- 현행법상 상호출자는 금지하면서 이와 동일한 효과가 있는 순환출자를 허용하는 것은 모순

- 상호출자는 기업 자본의 가공적 증대를 직접적으로 초래하며, 상호출자의 간접적 형태인 순환출자는 기업 자본의 가공적 증대를 간접적으로 초래

(2) 주력 계열사간 지배력 확장 저지

- 현재와 같은 기업집단 출자관계의 상당부분은 기업집단의 핵심계열사간 순환출자에 의존

- 실질소유권을 과도하게 초과하는 의결권 행사를 제한하기 위한 수단

- 핵심계열사는 다양한 계열사들에 출자를 하고 있으므로 핵심계열사의 순환출자금지를 통해 다수 계열사의 소유지배과리를 감소시키는 것이 가능

- 궁극적으로 기업집단의 출자관계를 단순화시켜 지배구조의 투명성을 확보

1) 채수찬 의원은 기업의 소유지배구조를 근본적으로 개선한다는 취지에서 2005년까지 순환출자금지 및 관련입법을 완료하고 2006년부터 2015년까지 단계적으로 순환출자를 해소하도록 하는 공정거래법 개정안을 발의 준비중에 있다. 채수찬, 『기업지배·소유구조의 근본적 개선: 순환출자자금지방안』, 2004 정기국회 정책 자료집, 2004. 10 참조.

— 그룹소유구조의 단순화와 지주회사체제로의 유도

— 계열사 자금을 동원한 그룹지배권 승계를 억제하고 가족 중심의 폐쇄적 그룹지배 지양

(3) 가공자본의 형성 억제

□ 순환적 출자관계를 이용하여 가공적 자본을 형성함으로써 지배구조를 왜곡시키고 있어 이에 대한 시정정책으로서 순환출자금지 도입

— 가공자본의 형성은 금융시장의 왜곡과 혼란을 초래하여 시장의 효율성 감소

II. 순환출자금지방안의 주요내용²⁾

1. 신규순환출자의 금지

- 순환출자란 3 이상의 계열회사가 연쇄적인 출자로 이어져 있는 관계(A→B →C→ …… →A)를 의미
- 상호출자제한기업집단(자산규모 2조원 이상)에 속하는 회사는 자기(C)의 주식을 취득 또는 소유하고 있는 계열회사(B)에 출자하고 있는 다른 계열회사(A)의 주식을 취득 또는 소유하는 것을 금지

<신규순환출자 금지관련 공정거래법 개정안>

제9조(상호출자 및 순환출자의 금지 등) ① 일정규모 이상의 자산총액 등 대통령령이 정하는 기준에 해당되어 제14조(상호출자및순환출자제한기업집단등의 지정) 제1항의 규정에 따라 지정된 기업집단(이하 “상호출자및순환출자제한기업집단”이라 한다)에 속하는 회사는 자기의 주식을 취득 또는 소유하고 있는 계열회사의 주식을 취득 또는 소유(이상 “상호출자”라고 한다)하거나 그 계열회사에 출자하고 있는 다른 계열회사의 주식을 취득 또는 소유(이상 “순환출자”라고 한다)하여서는 아니 된다. 다만, 다음 각호의 1에 해당하는 경우에는 그러하지 아니하다.<개정 2002. 1. 26>

1. 회사의 합병 또는 영업 전부의 양수
2. 담보권의 실행 또는 대물변제의 수령

② 제1항 단서의 규정에 의하여 출자를 한 회사는 당해주식을 취득 또는 소유한 날부터 6월 이내에 이를 처분하여야 한다. 다만, 자기의 주식을 취득 또는 소유하고 있는 계열회사가 그 주식을 처분한 때 또는 순환출자관계에 있는 다른 계열회사가 주식을 처분한 때에는 그러하지 아니하다.

③ 상호출자및순환출자제한기업집단에 속하는 회사로서 중소기업창업지원법에 의한 중소기업창업투자회사는 국내 계열회사주식을 취득 또는 소유하여서는 아니 된다.<개정 2002. 1. 26>

[시행일 2006년 4월 1일]

2) 채수찬, 「순환출자 해소를 위한 공정거래법 개정방안 검토. 참조.

2. 기존 순환출자에 대한 의결권제한

- 기존 순환출자에 대해서는 출자지분의 10%만을 의결권으로 인정해 주며, 이후 매년 1%p씩 의결권 행사비율을 차감

<기존 순환출자의 의결권제한 관련 공정거래법 개정안>

제9조의2(순환출자에 대한 의결권제한) ① 상호출자및순환출자제한기업집단은 이 법 시행일 당시에 순환출자관계에 있는 계열사간의 출자 중 어느 하나에 대해 의결권을 행사하지 않을 것을 공정거래위원회에 신고하여야 한다.

② 전항의 신고가 없을 경우에는 순환출자관계 중에서 피출자회사에 대한 의결권이 작은 주식의 의결권을 행사하지 못한다.

③ 제①, ②항의 규정에 따라 의결권이 제한되는 주식은 이 법 시행일부터 10%까지 의결권을 인정하되, 이후 매년 1%p씩 의결권 행사비율을 차감한다.

부칙

제1조 (시행일) 이 법률은 2006년 4월 1일부터 시행한다.

3. 순환출자 해소를 위한 구조조정 시 인센티브 부여

- 구조조정용 조세감면혜택: 순환출자해소를 위한 주식맞교환, 계열분리 등 구조조정 시 조세감면혜택 등의 인센티브 부여
- 지주회사 제한조건 완화: 연결납세제도의 채택, 지주회사의 자회사 지분율 요건 완화 혹은 한시적 유예
- 출총제도에 대한 재검토
- 외국투기자본에 대한 대책: 이사회 결의에 의한 신주발행허용, 주식대량보유(5% 이상) 공시의 강화, 차등의결권제 도입 등 검토

<인센티브 부여방안>

조세특례제한법 제5절 '기업구조조정을 위한 조세특례'의 해당조항을 순환출자 해소를 위한 기업구조조정의 경우에도 준용(공정거래법에 준용조항을 신설하거나 조세특례제한법을 개정)하는 방안 적극 검토.

해당조항(조세특례제한법)

- 제38조의2 (주식의 현물출자 또는 교환에 의한 지주회사의 설립 등에 대한 과세특례)
- 제39조 (보증채무의 인수·변제 등에 대한 과세특례)
- 제40조 (주주 등의 자산양도에 따른 양도소득세의 감면)
- 제41조 (주주 등의 자산증여에 관한 법인세 등 과세특례)
- 제46조 (기업간 주식교환에 대한 과세특례)
- 제47조 (신설법인 등의 주식교환에 대한 과세특례)
- 제47조의2 (합병 시 이월결손금의 승계에 대한 과세특례 등)

Ⅲ. 지배구조에 영향을 미친 대기업집단 규제의 변천과 기업의 대응

□ 과거 대기업집단 지배구조 규제와 이에 대한 기업집단의 대응과정은 대기업집단의 규제 순응과 정부의 신규 규제도입의 반복

— 일관성 없는 제도의 잦은 변경은 대기업집단의 막대한 규제 순응비용을 초래

1. 상호출자금지제도

□ 이미 상법에서 일정 지분 이상의 상호출자를 금지하고 의결권도 제한하고 있었음에도 불구하고 정부는 1986년 공정거래법 제1차 개정에서 30대 기업집단의 계열사에 대하여 상호출자의 전면금지를 도입

— 공정거래법 제1차 개정 당시 이미 상법 제342조의2에서는 한 계열사가 다른 계열사의 지분을 40% 초과하여 보유할 경우 그 다른 계열사는 출자한 회사의 주식을 보유할 수 없도록 규정하고 있었으며,

— 상법 제369조 제3항은 한 계열사가 다른 계열사의 지분을 10% 초과하여 보유할 경우 그 다른 계열사가 가지고 있는 출자회사의 주식은 의결권이 없도록 규정하고 있었기 때문에 심각한 상호출자는 모든 기업에 대하여 금지되고 있었던 상황

□ 30대 기업집단은 정부정책에 순응하여 상호출자의 금지제도를 수용하면서 이를 위반하지 않도록 출자관계를 형성·발전

— 30대 기업집단에 대하여 계열사간 상호출자가 금지되었으므로 외환위기 이후 30대 기업집단은 출자관계의 구조조정이 필요하거나 경영권이 불안정해졌을 경우 상호출자관계 대신 순환출자구조를 형성

□ 외환위기 직후 구조조정과 민영화기업 인수 등으로 인하여 순환출자구조가 증가되었는데, 최근에는 순환출자에 대해서도 금지하겠다는 주장이 제기되고 있는 상황

2. 지주회사제도

□ 정부는 30대 기업집단들을 대상으로 1986년 공정거래법 제1차 개정에서 경제력집중 억제 목적을 지주회사의 설립 및 전환을 금지

— 30대 기업집단은 지주회사 금지제도로 인하여 지주회사와는 다른 형태로 출자관계를 형성·발전

□ 1999년 2월의 공정거래법 개정에서 지주회사제도는 기업구조조정을 촉진시킨다는 이유로 허용

— 1997년말 경제위기 이후 OECD, IBRD 등이 외자유치상의 장점, 비주력사업의 분리매각 촉진 등 구조조정 차원의 순기능이 있는 지주회사제도를 도입하도록 권고하였으며,

— 동일한 목적으로 지주회사의 설립을 금지시켜 왔던 일본이 1997년부터 지주회사의 설립을 허용한 사례 등이 지주회사제도 도입에 영향을 주었을 것으로 판단

□ 시장개혁 3개년 로드맵은 지주회사제도가 지배구조를 개선하는 장점이 있

다는 이유로 기업집단들에 지주회사제도의 수용을 권장하고 있는 상황

- 30대 기업집단은 1986년 공정거래법 제1차 개정에서 지주회사의 설립·전환을 금지시킨 이후 1999년 공정거래법 개정에서 다시 허용할 때까지 10여 년간 지주회사체제와는 전혀 다른 지배구조를 발전시켜 왔는데,
- 정부는 출자총액제한 규제를 적용하지 않는 등 인센티브를 제공하면서 지주회사체제를 채택하도록 기업집단에 권유하고 있는 상황

3. 부채비율 200% 정책

- 외환위기 이후 정부는 주채무계열 채무약정을 체결한 기업집단(30대 기업집단들 대부분이 포함)으로 하여금 2년 내에 부채비율을 200% 이하로 감소시키도록 하는 정책 추진
 - 기업집단들이 2년이라는 단기간 이내에 부채비율을 감소시키기 위하여 실행한 유상증자로 지배주주들의 지분이 급감
- 그러나 현재 유상증자를 통한 지배주주의 지분 감소는 소유지배괴리도를 증대시켜 지배주주가 사적이익을 추구하기 용이하게 되었다는 비판을 초래
 - 부채비율의 감소를 목적으로 한 유상증자로 소유지분을 감소시킨 기업집단의 지배주주들이 현재 다시 비난받고 있는 상황

4. 출자총액제한의 도입, 폐지 및 재도입

- 출자총액제한 규제는 기업집단 내 무리한 계열화를 방지하기 위한 목적으로 1986년 공정거래법 제1차 개정에서 도입

- 규제의 도입 당시 자산총액 4,000억원 이상의 기업집단이 규제대상이 되었으며 계열사에 대한 출자한도는 순자산의 40%
 - 1994년 공정거래법 제4차 개정에서 출자한도가 순자산의 40%에서 25%로 축소 조정
- 외환위기 이후 기업구조조정을 촉진시키기 위한 방안으로서 1998년 2월 공정거래법 개정 시 폐지
- 출자총액제한 규제의 폐지는 외환위기 직후 외국인투자의 자유화와 적대적 M&A의 허용 등 다양한 개혁정책으로 기업집단들의 구조조정이 지체될 수 있으며 경영권 방어에 역차별적 규제가 될 수 있어 폐지를 결정
 - 30대 기업집단은 출자총액제한 규제의 폐지로 적대적 M&A로부터 경영권을 방어할 수 있도록 계열사간 출자를 증대
- 규제의 폐지 이후 1999년 규제를 재도입하였으며 시장개혁 3개년 로드맵에서는 기업지배구조가 우수한 기업집단의 경우 규제의 적용을 제외하도록 규정
- 출자총액제한 규제의 폐지 이후 30대 기업집단 내 내부지분율이 현저하게 증가했다는 이유로 1999년 공정거래법 개정을 통해 규제를 재도입
 - 출자총액제한 규제의 폐지 기간 동안 적대적 M&A로부터 경영권을 보호하기 위하여 계열사간 출자를 증대하였던 기업집단은 소유지배 괴리도로 인하여 출자총액제한 규제에서 벗어나기가 요원해짐.

5. 새로운 규제의 도입·시행 이전에 충분한 논의와 검토가 선행되어야

□ 충분한 검토 없이 법률을 제정하여 부작용을 유발하고 이를 수습하기 위해 후속 개정으로 재조정하였던 기존 관례를 되풀이해서는 안 돼

— 기업집단의 지배구조개선을 위한 정책은 학계, 담당정부부처 및 기업간 충분한 의견 검토를 통해 결정되어야 하는 것이 절차상 적절

IV. 순환출자금지 논리의 문제점

1. 가공자본 논의의 문제점

(1) 가공자본의 정의

□ 김진방(2005)은 가공자본이 기업집단 내 출자관계에서 형성된다고 보고 한 기업집단 내 가공자본은 계열사 자본총계의 총합과 결합재무제표상의 자본총계(이하 실질자본)간의 차이라고 설명³⁾

(2) 가공자본은 공기업집단도 형성

□ 김진방(2005)의 정의에 따르면 순환출자가 가공자본을 증가시키는 것이 사실이지만, 이러한 가공자본의 형성은 민간기업에서만 나타나는 현상은 아님.

— 한국전력 기업집단 내의 가공자본 비중이 민간기업집단의 가공자본 비중보다 높게 나타남.

□ 한국전력공사와 계열사 자본총계의 총합은 64조6,960억원인데 그중 37.09%에 해당하는 23조9,940억원이 가공자본

— <표 2>는 공정거래위원회가 발표한 자료를 이용하여 한국전력 기업집단 국내 계열사의 자본총계를 합산한 값과 결합재무제표상의 자본총계를 정리한 것⁴⁾

3) 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. 김진방, 『재벌의 소유구조』, 나남출판, 2005, pp.40-45 참조.

- 한국전력공사의 경우 결합재무제표 작성의무가 없기 때문에 정확한 결합재무제표상의 자본총계와 기업집단 계열사 자본총계의 합계와의 비교가 어려우나,⁵⁾
 - 결합재무제표는 해외지사에 대한 출자관계를 고려하며 해외지사의 경우 대개 100% 출자하고 있다는 점을 고려할 때 한국전력 기업집단이 결합재무제표를 작성할 경우, 밝혀질 가공자본의 비율은 37.09%보다 높을 것으로 판단
- 2004년도 결합재무제표 작성 기업집단으로 분류된 12개 기업집단(삼성, 한진, 롯데, 동부, 현대, LS, 코오롱, 영풍, 세아, 태광, 대성, 삼양)의 가공자본 비율 평균은 28.48%로서 2005년 1분기 한국전력 기업집단의 가공자본 비율보다 낮은 수준
- 2004년도 12개 결합재무제표 작성 기업집단의 경우 결합재무제표에 나타난 자본총계(실질자본)의 총합은 86조3,433억원이었으며, 국내외 계열사의 자본총계를 합산한 값은 127조5,757억원으로서 12개 기업집단의 가공자본 비율을 가중평균치로 계산하여도 32.10%에 불과

4) 공정거래위원회, 『2005년 대기업집단의 소유지배구조에 관한 정보공개』, 2005. 7. 13. 참조.

5) 주식회사의 외부감사에 관한 법률시행령 제1조의4 제1항 제3호는 “정부투자기관 관리기본법에 의한 정부투자기관이 ‘독점규제 및 공정거래에 관한 법률’ 제2조 제2호에서 규정한 동일인인 경우”의 결합재무제표의 작성의무가 제외된다.

<표 2> 한국전력 기업집단의 2005년 1분기 자본총계

(단위: 천원)

계열사	자본총계	가공자본	실질자본
한국남동발전주식회사	1,939,637,349	0	1,939,637,349
한국남부발전주식회사	2,156,770,450	0	2,156,770,450
한국동서발전주식회사	2,520,306,000	0	2,520,306,000
한국서부발전주식회사	2,097,849,534	0	2,097,849,534
한국수력원자력주식회사	12,277,227,000	0	12,277,227,000
한국전력공사	40,691,621,234	23,993,974,350	16,697,646,884
한국전력기술(주)	195,997,829	0	195,997,829
한국중부발전주식회사	2,209,964,798	0	2,209,964,798
한전기공(주)	277,929,492	0	277,929,492
한전원자력연료(주)	174,926,130	0	174,926,130
한전KDN(주)	153,770,634	0	153,770,634
합 계	64,696,000,450	23,993,974,350	40,702,026,100

주: 한국전력기술(주), 한전기공, 한전원자력 연료(주)(모두 외감기업) 및 한전KDN은 2004년도 1분기, 2005년도 1분기 자료를 구하지 못하여 2004년도 4분기 자료로 대체하였다. 그러나 대체자료를 사용한 계열사는 기업집단 내 자본총계의 비중이 낮기 때문에 대체자료를 사용하여 한국전력공사의 가공자본 비율을 계산하여도 계산상에 큰 차이는 없다.

자료: 자본총계와 자본금은 한국신용정보평가가 제공하는 KIS-VALUE의 자료 이용; 계열사 출자행렬은 공정거래위원회의 2005년 발표자료 이용

(3) 유상증자와 순환출자로 형성된 가공자본의 관계

□ 순환출자로 형성된 가공자본으로 자본총계를 증폭시킨 이후 유상증자로 주주들의 참여를 유혹하여 금융시장의 왜곡을 초래한다고 주장하고 있으나, 이러한 주장은 외환위기 이후 도입된 공시제도를 고려할 때 설득력이 부족

— 공정거래위원회는 자산규모가 2조원 이상인 기업집단의 출자행렬과 지배 주주의 소유지분을 공개하고 있으며,

— 1998년 1월 8일자 「주식회사의 외부감사에 관한 법률」 개정⁵⁾에 따라 자산 규모가 2조원 이상일 경우 결합재무제표의 작성이 의무화됨에 따라 개별 주주들은 기업집단의 실질자본총계를 파악하는 것이 용이해졌음.

□ 피출자 계열사가 유상증자로 주식을 발행할 경우 동일인측 지분이 감소하기 때문에 피출자 계열사에 있어서 유상증자의 유인은 부재

(4) 가공자본과 분식회계는 별개

□ 가공자본은 이미 금융시장에 공시된 사항인 반면, 분식회계는 의도적으로 정보를 조작하여 기업평가를 왜곡시키는 행위이기 때문에 가공자본과 분식회계는 별개

— 증권거래법을 비롯한 각종 기업관련 법률로 순환출자구조는 이미 금융시장에 공시된 정보이므로 가공자본이 의도적으로 조작되어 금융시장을 왜곡시키는 요인이 되었다는 주장은 설득력 부족

□ 전삼현(2005)은 가공자본이란 기업결합의 결과로서 어느 나라든 존재하는데, 각국은 기업결합이 시장에서 경쟁제한효과를 가지는 경우에 한해서만 규제를 적용한다고 설명⁶⁾

— 가공자본의 형성을 억제하기 위한 목적으로 순환출자를 규제하는 것은 기업결합의 효율성을 도외시하는 규제가 될 우려

6) 전삼현, 「[논평] 순환출자 전면금지의 문제점」, 자유기업원 Executive Essay, 2005 인용.

2. 상호출자금지의 입법취지 확대적용논리의 문제점

(1) 상법상의 상호출자는 규제기준 완화

□ 자산규모 2조원 미만의 기업집단에 대해서는 상법상의 상호출자금지 기준을 40%에서 50%로 규제완화하면서 2조원 이상인 기업집단에 대해서는 순환출자금지를 새로이 도입한다는 정책은 형평성 결여

— 1984년 4월 10일자 상법 개정에서 한 계열사가 다른 계열사의 지분을 40% 초과하여 보유할 경우 그 다른 계열사는 출자한 회사의 주식을 보유할 수 없도록 상호출자를 금지하는 제324조의2 조항이 신설되었으며,

— 또한 한 계열사가 다른 계열사의 지분을 10% 초과하여 보유할 경우 그 다른 계열사가 가지고 있는 출자회사의 주식은 의결권이 없도록 규정하는 제369조 제3항이 신설

— 그러나 2001년 7월 24일자 상법 개정으로 상법 제342조의2의 상호출자금지 규정은 40% 초과인 경우에서 50% 초과인 경우로 완화

(2) 또 하나의 응능주의적 규제

□ 상호출자금지의 취지를 확대적용하려면 상법상의 상호출자금지 규제 기준을 강화하는 것이 적절한 방향

— 자산규모 2조원 이상의 기업집단에 대해서 규제를 강화시켜려는 정책은 규제를 수용할 수 있는 기업집단에 대해서만 규제를 적용하는 응능주의적(應能主義的) 정책

3. 순환출자금지를 통한 지배구조 개선정책의 문제점

(1) 기업성파가 높은 기업의 지배구조가 좋은 지배구조

□ 좋은 지배구조를 판단함에 있어 투명성뿐 아니라 효율성도 함께 고려해야 하는데, 종합적으로 평가할 때 높은 기업성파를 나타내는 기업집단의 지배구조가 좋은 지배구조

□ 소유지배과리도와 기업성파간 관계에 대한 실증연구들은 일관된 결과를 제시하지 않고 있기 때문에 소유지배과리도를 감소시켜 기업성파를 증대시키는 정책은 부적절

— Lemmon & Lins(2003)는 의결권승수가 증가할수록 누적주식수익률에 부정적인 영향을 주었다고 밝혔고,⁷⁾ Claessens et al.(2002)도 의결권승수가 기업성파에 음의 영향을 미쳤다고 언급하였으나,⁸⁾ Mitton(2002)은 의결권승수가 누적주식수익률에 영향을 주지 않았다고 발표⁹⁾

— 한국의 기업집단을 대상으로 분석한 실증연구의 경우, Joh(2003)는 소유지배과리도가 자산수익률(ROA)에 부정적인 영향을 미쳤다고 보고하였으나,¹⁰⁾ 강원·신현한·장진호(2005)는 소유지배과리도와 기업가치 및 경영성파간에 유의한 관련성이 나타나지 않았다고 지적하였으며,¹¹⁾ 이

7) Lemmon, Michael L., and Karl V. Lins, "Ownership Structure, Corporate Governance and Firm Value: Evidence from the East Asian Financial Crisis," *Journal of Finance* 58, 2003, pp.1445-1468.

8) Claessens, Stijn, Simeon Djankov, Joseph P.H. Fan, and Larry H.P. Lang, "Disentangling the Incentive and Entrenchment Effects of Large Shareholdings," *Journal of Finance* 57, 2002, pp.2741-2771.

9) Mitton, Todd, "A Cross Firm Analysis of the Impact of Corporate Governance on the East Asian Financial Crisis," *Journal of Financial Economics* 64, 2002, pp.215-241.

10) Joh, Sung Wook, "Corporate governance and firm profitability: evidence from Korea before the economic crisis," *Journal of Financial Economics* 68, 2003, pp.287-232.

인권·김현중(2005)은 의결권승수와 기업성과간에는 유의한 관계가 없으며 오히려 외환위기 이후의 추정결과에서는 의결권승수의 증가가 기업성과에 긍정적인 영향을 미치는 것으로 나타났다고 발표¹²⁾

- 순환출자의 유무로 기업의 지배구조를 평가할 수 없다면 순환출자금지로 기업의 지배구조를 재단하는 정책은 부적절

(2) 지배구조가 우수한 외국 기업집단의 순환출자 사례

- 순환출자구조는 한국의 기업집단에서만 나타나는 특징이 아니며 지배구조가 우수하다고 알려진 외국의 기업집단에서도 나타나는 출자형태

— 캐나다의 Hees-Edper그룹, 남아프리카의 Anglo-American그룹 및 독일의 Deutsche Bank그룹은 기업집단 내에 상장계열사와 비상장계열사를 가지고 있으며 순환출자구조를 비롯하여 복잡한 출자구조를 형성하고 있는데, Morck(2004)은 이들 기업집단의 지배구조가 우수하다고 지적¹³⁾

11) 강원·신현한·장진호, 「대규모기업집단의 지배-소유 괴리도와 기업가치 및 경영성과 간의 관계분석」, 『재무연구』 18권 2호, 2005.

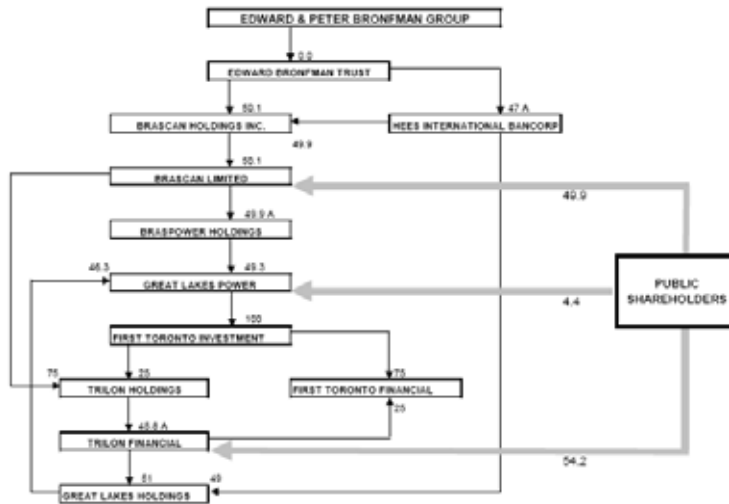
12) 이인권·김현중, 「출자 및 투자 관계에 대한 실증연구」, 『기업지배구조와 출자규제 제도의 법리적, 실증적 연구』, 한국경제연구원, 2005.

13) 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.

캐나다의 Hees-Edper그룹은 어떤 기업집단인가?

- Hees-Edper그룹은 Bronfman가문의 Edward와 Peter 형제가 창업한 기업집단으로서 한때 총자산규모가 1,000억 달러에 이르렀던 캐나다 최고의 기업집단
 - Hees-Edper그룹은 금융, 부동산, 천연자원개발을 주된 사업분야로 하며 Edper Group과 Hees International Bankcorp라는 지주회사를 통해 Brascan (포브스2000: 672위), Noranda(포브스2000: 687위) 등 300여 계열사를 소유
- 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 발표¹⁴⁾ (<그림 1>은 Morck(2004)에서 인용)

<그림 1> 캐나다 Hees-Edper그룹의 출자구조



14) 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.

(3) 순환출자와 소유지배괴리도·의결권승수와 관계

□ 순환출자구조가 있는 기업집단의 소유지배괴리도·의결권승수가 순환출자구조가 없는 기업집단보다 낮은 경우도 있어 순환출자구조로 인한 기업집단의 소유권과 지배권의 차이를 기준으로 지배구조를 판단하는 것은 불합리

— 2005년 4월 1일 현재 순환출자고리를 보유한 기업집단 중 순환출자가 없는 기업집단보다 소유지배괴리도 혹은 의결권승수가 더 낮은 경우도 나타남(<표 3> 참조).

□ 순환출자금지를 통한 소유지배괴리도·의결권승수의 개선 효과는 기업집단별로 다르게 나타나는데 지배구조개선이라는 목적을 달성하기 위하여 순환출자금지를 모든 기업집단에 일괄적으로 적용하는 것은 오히려 기업집단 지배구조의 효율성만 저해할 가능성

<표 3> 상호출자제한기업집단 소유지배괴리도·의결권승수 분포 현황

(단위: %p, 배)

괴리도 승수	25 이하	25 초과~29	30~39	40~49	50 이상
3 이하	11개(한진, 현대중신세계, LS, 효성, KCC, 현대산업, 부영, 동양화학, 하이트맥주, 한국타이어)	2개(CJ, 삼양)	5개(GS, 동국제강, 현대백화점, 태광, 농심)	4개(세아, 대한전선, 이랜드, 대성)	
3 초과~4			4개(롯데, 금호, 동부, 대림)	1개(영풍)	
5~9	1개(현대)	2개(삼성, 한솔)	2개(현대차, LG)	1개(코오롱)	1개(두산)
10~14				1개(한화)	
15~19			1개(SK)		
20 이상					2개(동양, STX)

주: 공정거래위원회, 『2005년 대기업집단의 소유지배구조에 관한 정보공개』, 2005. 7. 13, p.13의 표 인용.

4. 구조조정과 Portfolio투자의 장애요인으로 작용할 우려

(1) 구조조정의 장애요인으로 작용할 가능성

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

— 현대차그룹, 현대그룹, 현대중공업의 순환출자는 현대가의 계열분리과정에서 발생

— 두산그룹과 현대차그룹의 순환출자는 각각 두산중공업과 기아차 인수과정에서 발생

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

(2) 포트폴리오투자의 장애요인으로 작용할 가능성

□ 기업집단의 계열사는 포트폴리오투자도 다른 계열사의 주식을 매입할 수 있는데, 순환출자금지는 이러한 포트폴리오투자도 금지

— 특히 투자신탁운용회사와 같은 금융계열사의 경우 포트폴리오투자 차원에서 미래수익성 높은 계열사에 투자하고자 하는데,

— 순환출자의 고리를 형성할 경우 이러한 투자가 금지되기 때문에 금융기관으로서 최적투자를 달성하지 못하게 되므로 순환출자금지는 자산규모 2조원 이상 기업집단의 금융계열사에 대한 역차별적 규제로 작용할 수 있음.

5. 지주회사는 정책목표가 아닌 선택사항

□ 지주회사체제를 채택한 기업집단은 소유지배구조가 단순해져서 지배구조의 투명성이 높아지는 동시에 위험을 분산시키고 유사시 자회사를 단절시키는 것이 용이하므로 기업구조조정을 하는 데 있어서 유리

— 지주회사체제는 이러한 장점이 있기 때문에 국내 기업집단들도 기업조직 형태로 지주회사를 채택하는 사례가 늘고 있음.

□ 반면에 지주회사는 중장기적 목적으로 자회사 지분을 보유하고 있어 전략적 목적을 위한 자회사 주식의 처분이 용이하지 않아 단기간 내 전략적 변화가 어렵다는 단점도 존재

— 공시제도의 강화 등으로 상장기업 정보에 대한 일반인들의 접근성이 높아지고 뮤추얼펀드나 수익증권 등 간접투자상품도 등장하고 있어 투자자들 입장에서 지주회사 주식을 살 이유가 줄어들고 있어 “지주회사 할인”의 우려도 존재¹⁵⁾

□ 따라서 기업집단들이 지주회사체제로 변환하도록 유도하는 정책보다 기업집단 스스로 최적의 조직구조를 채택하도록 선택권을 주는 정책이 필요

— 좋은 지배구조란 시장이 평가하는 기업가치에 의해 결정되는 것으로서 정부가 정책적으로 하나의 조직형태를 강요할 수 있는 사안이 아님.

15) 이지환, 『주요기업집단의 지배구조 현황과 이슈』, 2005. 7. 8. pp.17-18 참조.

V. 현실성이 결여된 순환출자금지 논의

1. 피규제 기업집단의 의결권 확보 곤란 및 소액주주 피해 가능성

□ 현실적으로 기업집단들이 순환출자금지를 수용하기 위해서는 막대한 지분을 매각해야 하며, 지배주주가 매각된 지분으로 상실한 의결권을 확보 유지하기 위해서는 매각대상 지분의 상당부분을 매입해야 기업집단을 유지하는 것이 가능

— 지배주주가 기업집단체제를 유지하기 위해서는 일부 계열사에 대한 지배주주의 지분을 매각하고 그 매각대금을 순환출자 고리 제거에 이용해야 하므로, 기업집단체제의 유지비용이 증대

□ 10년간의 유예기간을 부여한다고 하여도 법률 이행을 위하여 매각해야 할 주식지분이 막대하기 때문에 지속적인 매각으로 계열사의 주식이 헐값에 매도될 우려

— 계열사의 헐값매각(Fire Sale)으로 지배주주뿐 아니라 소액주주들도 피해를 입을 우려

2. 시장개혁 3개년 로드맵 이후의 또 다른 정책실험

□ 공정거래위원회는 시장개혁 3개년 로드맵을 통해 정부의 직접규율을 시장 자율규제로 전환한다는 계획을 발표·실행중에 있음.

□ 출자총액 제한제도를 폐지하고 순환출자금지라는 직접규제를 도입하겠다는 정책은 시장자율규제의 작동을 구축(Crowding Out)할 것으로 판단

- 기업집단들은 순환출자금지 규제를 또 다른 형태의 정책실험으로 인식
- 중복규제를 비롯하여 일관성 없는 정책으로 기업 환경의 불안정성 증폭 가능성

3. 규제기준의 불분명성과 누더기 규제의 가능성

- 전술한 바와 같이 순환출자금지 논리상의 문제점으로 인하여 제도를 도입한다고 하여도 순환출자에 대한 완전한 금지는 현실적으로 곤란하기 때문에 순환출자에 대한 규제기준을 설정하여 제한할 것으로 판단
- 규제기준의 설정과정에서 적용제외와 예외인정이 나타나게 되어 결과적으로 출자총액제한 규제의 경우처럼 누더기 규제로 전락할 가능성 존재
 - 규제기준의 불명확성은 기업 경영환경을 불안정하게 만들어 전략변수 선택에 혼동을 초래

4. 실현가능성이 결여된 인센티브제도

- 정부는 2006년부터 연결납세제도를 도입키로 결정하였으나, 자회사지분율 100%인 모기업만이 제도의 혜택대상
- 연결납세제도는 단계적으로 자회사지분율 범위를 낮추어 갈 것으로 판단되지만 순환출자를 회수할 정도의 유인을 줄 만큼 자회사 지분율을 낮추기는 곤란할 것이므로 지주회사로의 유인이 매우 낮음.
 - OECD국가의 연결납세제도상 자회사 지분율은 일본이 100%이며 프랑스 95%, 미국 80%, 영국 75%, 독일 50%이므로 현실적으로 우리나라에서

자회사지분을 범위를 50% 이하로 설정하기는 어려울 것으로 예상

- * 공정거래법은 지주회사가 자회사의 지분을 50% 이상(상장기업의 경우에는 30% 이상) 소유하도록 규정하고 있어 지주회사체제로 유도하기 위해서는 실질적으로 50% 이상의 자회사 지분을 소유한 모회사에 대하여 연결납세제도의 혜택을 적용해야 인센티브로 작용하는 것이 가능

VI. 대기업집단 지배구조의 개선과제

1. 시장의 자율감시제도 활성화

□ 순환출자금지와 같은 직접규제로 기업집단의 지배구조를 재단하려는 정책은 배제하고 기업 내·외부 견제시스템과 시장규율이 제대로 작동할 수 있는 유인을 제공하고 보조하는 데 정책을 집중할 필요

— 순환출자금지와 같은 직접규제는 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 견제시스템 내에서 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

2. 시장경쟁의 촉진

- 도덕적 해이와 같은 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 기업집단 내에 효율적인 내부금융시장과 인력시장을 유지하고자 하는 유인이 증대

VII. 결 론

1. 순환출자금지는 기업집단에 대한 또 하나의 정책실험

□ 충분한 검토 없이 졸속으로 법률을 제정하여 부작용을 유발하고 이를 수습하기 위해 후속 개정으로 재조정하였던 기존 관례를 되풀이해서는 안 돼

— 과거 대기업집단 지배구조 규제와 이에 대한 기업집단의 대응과정을 살펴보면 대기업집단의 규제 순응과 정부의 신규 규제도입의 반복이었음.

2. 가공자본은 기업간 출자관계에 따른 결과이며 일반적 현상

□ 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.

3. 순환출자 여부로 지배구조의 우수성 판단 어려워

□ 순환출자구조는 한국의 기업집단에서만 나타나는 특징이 아니며 지배구조가 우수하다고 알려진 외국의 기업집단에서도 나타나는 출자형태

— 캐나다의 Hees-Edper그룹, 남아프리카의 Anglo-American그룹 및 독일의 Deutsche Bank그룹은 기업집단 내에 상장계열사와 비상장계열사를

가지고 있으며 순환출자구조를 비롯하여 복잡한 출자구조를 형성하고 있는데, 이들 기업집단의 지배구조가 우수하다고 알려져 있음.

4. 순환출자금지 논리의 불합리성

- 자산규모 2조원 미만의 기업집단에 대해서는 상법상의 상호출자금지 기준을 40%에서 50%로 규제완화하면서 2조원 이상에 대해서는 순환출자금지를 새로이 도입한다는 정책은 논리적으로 모순
 - 상호출자금지의 취지를 확대적용하려면 상법상 순환출자의 금지규제 기준을 강화하는 것이 보다 적절한 판단
- 소유지배 괴리도·의결권승수와 경영성과간 관계에 대하여 일치된 의견이 없음에도 불구하고 소유지배 지표를 정책목표로 책정하여 기업집단의 지배구조를 재단하려는 정책은 부적절
 - 순환출자구조가 있는 기업집단의 의결권승수가 순환출자구조가 없는 기업집단의 의결권승수보다 낮은 경우도 있어 순환출자금지로 의결권승수의 감소를 추진한다는 정책효과 실현 의문
- 순환출자금지는 계열분리나 인수합병과 같은 구조조정을 저해할 수 있으며, 계열사에 대한 포트폴리오투자조차 금지하는 역차별적인 제도로 작용할 우려
- 지주회사체제는 정책목표가 아니라 기업 스스로 채택할 수 있는 선택의 문제이므로 정부정책은 기업집단에 대한 유인정책으로 추진될 수 있으나 강제력을 수반하는 규제가 되어서는 안 될 것임.

5. 현실성이 결여된 정책

- 기업집단이 순환출자금지를 수용하기 위해서는 계열사 지분을 대규모로 매각해야 하는데 이러한 과정에서 지배주주뿐 아니라 소액주주에게도 피해를 끼칠 우려가 존재하는 등 정책에 현실성이 결여
- 순환출자금지 논리상의 문제점으로 인하여 제도를 도입한다고 하여도 순환출자금지의 규제기준이 불분명할 것으로 판단되며, 적용제외, 예외인정 등으로 누더기 규제가 될 것으로 예상
- 연결납세제도는 2006년부터 자회가지분을 100%인 모기업에 대해서만 도입·적용되기 때문에 기업집단구조를 지주회사제도로 유도하는 인센티브로서 작용하기는 곤란

6. 시장의 자율감시제도와 경쟁을 증진시키는 정책이 최선

- 좋은 지배구조는 시장에서 좋은 평가를 받는 기업집단의 지배구조이므로 순환출자금지와 같은 직접규제로 지배구조를 변화시키는 정책은 바람직하지 않음.
- 지배구조개선을 위한 정부의 역할은 기업의 내·외부 감시제도가 원활하게 작동하고 있는지 그리고 공시제도가 제대로 준수되고 있는지를 감시하고 이와 관련한 범위반 행위에 대해서 강력히 처벌하는 데 있음.
- 또한 시장의 경쟁압력을 증대시켜 기업집단 스스로 불공정한 내부거래의 유인을 제거하도록 하는 정책이 가장 효과적인 지배구조 개선책임.

<부 록>

A.1. 결합재무제표 작성관련 법률

<주식회사의 외부감사에 관한 법률>

第1條의3 (結合財務諸表 작성 企業集團의 범위 등) ①結合財務諸表를 작성하여야 할 企業集團 및 그 所屬會社(이하 “系列會社”라 한다)의 범위는 大統領令으로 정한다.

② ˆ 금융감독기구의 설치 등에 관한 법률.에 의한 證券先物委員會(이하 “證券先物委員會”라 한다)는 매년 5月 말까지 第1項의 規定에 의하여 結合財務諸表를 작성하여야 할 企業集團과 그 所屬會社 중 大統領令이 정하는 바에 따라 結合財務諸表를 작성하여야 할 하나의 會社(이하 “結合財務諸表作成會社”라 한다)를 선정하고 이를 結合財務諸表作成會社에 통보하여야 한다. <개정 1998. 2. 24, 2005. 5. 31>

③ 削除 <1998. 2. 24>

④ 證券先物委員會는 第2項의 業務와 관련하여 企業集團 所屬會社에 대하여 財務諸表·株主名簿 등 필요한 資料의 제출을 요구할 수 있다.

[本條新設 1998. 1. 8]

<주식회사의 외부감사에 관한 법률시행령>

제1조의4 (결합재무제표 작성 기업집단의 범위 등) ① 법 제1조의3 제1항의 규정에 의하여 기업집단결합재무제표(이하 “결합재무제표”라 한다)를 작성하여야 하는 기업집단(이하 “결합대상기업집단”이라 한다) 및 그 소속회사(이하 “계열회사”라 한다)는 당해 기업집단에 소속된 국내회사의 직전 사업연도 말 자산총액(금융업 또는 보험업을 영위하는 회사의 경우에는 자본총액 또는

자본금 중 큰 금액으로 하며, 새로 설립된 회사로서 직전사업연도의 대차대조표가 없는 경우에는 설립시점의 납입자본금으로 한다. 이하 이 항 및 제3항에서 같다)의 합계액이 2조원 이상인 기업집단 및 당해 기업집단에 속하는 회사로 한다. 이 경우 결합대상기업집단에는 직전 사업연도에 결합재무제표를 작성한 기업집단을 포함하되, 다음 각 호의 어느 하나에 해당하는 기업집단을 제외하며, 계열회사에는 「독점규제 및 공정거래에 관한 법률 시행령」 제3조의 규정에 의한 회사로서 외국에 소재하는 모든 형태의 회사(이하 “해외계열회사”라 한다)를 포함한다. <개정 2002. 6. 19, 2005. 6. 30>

1. 금융업 또는 보험업만을 영위하는 기업집단
2. 금융업 또는 보험업을 영위하는 회사가 「독점규제 및 공정거래에 관한 법률」 제2조 제2호에서 규정한 동일인인 경우의 기업집단
3. 「정부투자기관 관리기본법」에 의한 정부투자기관이 「독점규제 및 공정거래에 관한 법률」 제2조 제2호에서 규정한 동일인인 경우의 기업집단
4. 직전 사업연도를 포함하여 연속하는 2개 사업연도 동안 각 사업연도별 기업집단의 자산총액이 2조원 미만인 기업집단

② 제1항의 규정에 불구하고 계열회사 중 다음 각 호의 어느 하나에 해당하는 회사로서 증권선물위원회가 인정하는 회사는 결합재무제표 작성대상이 되는 회사(이하 “결합대상계열회사”라 한다)에 포함하지 아니한다. <개정 2000. 7. 27, 2002. 6. 19, 2004. 3. 22, 2004. 4. 1, 2005. 6. 30>

1. 전쟁·천재지변 기타 불가항력적인 사유로 결합재무제표의 작성대상에 포함시키기가 어려운 회사
2. 직전 사업연도말의 자산총액(분할하거나 다른 회사와 합병하여 새로운 회사를 설립한 경우에는 설립시점의 자산총액으로 하고 새로 설립된 회사로서 직전 사업연도의 대차대조표가 없는 경우에는 설립시점의 납입자본금으로 하며, 해외계열회사의 경우에는 국내통화로 환산한 금액으로 한다)이 제2조 제1항의 규정에 의한 금액에 미달하는 회사로서 재무정보의 유용성이 크지 아니하거나 결합재무제표를 작성하기가 곤란하여 결합재무제표에 포함시킬 필요가 없는 회사

3. 청산중에 있는 회사, 합병절차가 진행중인 회사로서 당해 사업연도에 소멸될 회사, 「채무자 회생 및 파산에 관한 법률」에 따른 회생절차의 개시가 결정된 회사와 기타 공신력 있는 재무제표 작성이 불가능하여 결합재무제표 작성 대상에 포함하는 경우 결합재무제표의 신뢰성을 현저하게 훼손시키는 회사

4. 「간접투자자산 운용업법」에 의한 투자회사

③ 다음 각호의 1에 해당하는 결합대상기업집단으로서 결합재무제표를 작성할 필요가 없다고 증권선물위원회가 인정하는 기업집단에 대하여는 제1항의 규정에 불구하고 결합재무제표의 작성을 면제할 수 있다. <개정 2000. 7. 27, 2001. 6. 8, 2002. 6. 19>

1. 결합대상계열회사 중 하나의 회사가 작성하는 연결재무제표에 포함되는 회사의 회사별 직전 사업연도말 자산총액의 합계액이 당해결합대상계열회사의 회사별 직전 사업연도말 자산총액의 합계액에서 차지하는 비율이 100분의 80 이상인 기업집단

2. 제1항의 규정에 의한 계열회사 중 제2항의 규정에 의한 결합대상계열회사에 포함되지 아니하는 회사의 회사별 직전 사업연도말 자산총액의 합계액이 당해 기업집단에 속하는 회사의 회사별 직전 사업연도말 자산총액의 합계액에서 차지하는 비율이 100분의 50 이상인 기업집단. 다만, 제2항의 규정에 의하여 결합대상계열회사에 포함되지 아니하는 회사를 제외한 회사의 회사별 직전 사업연도말 자산총액의 합계액이 2조원 이상인 기업집단을 제외한다.

[본조신설 1998. 4. 24]

A.2. 상법상 상호출자금지 및 의결권제한 조항

<상법>

第342條의2 (子會社에 의한 母會社株式의 取得) ① 다른 會社의 發行株式의 總數의 100분의 50을 초과하는 株式을 가진 會社(이하 “母會社”라 한다)의 株

식은 다음의 경우를 제외하고는 그 다른 會社(이하 “子會社”라 한다)가 이를 取得할 수 없다. <개정 2001. 7. 24>

1. 주식의 포괄적 교환, 주식의 포괄적 이전, 회사의 합병 또는 다른 회사의 영업전부의 讓受로 인한 때

2. 會社의 權利를 實行함에 있어 그 目的을 達成하기 위하여 필요한 때

② 第1項 各號의 경우 子會社는 그 株式을 取得한 날로부터 6月 이내에 母會社의 株式을 처분하여야 한다.

③ 다른 會社의 發行株式의 總數의 100분의 50을 초과하는 株式을 母會社 및 子會社 또는 子會社가 가지고 있는 경우 그 다른 會社는 이 法의 適用에 있어 그 母會社의 子會社로 본다. <개정 2001. 7. 24> [本條新設 1984. 4. 10]

상법 第369條 (議決權) ① 議決權은 1株마다 1個로 한다.

② 會社가 가진 自己株式은 議決權이 없다.

③ 會社, 母會社 및 子會社 또는 子會社가 다른 會社의 發行株式의 總數의 10분의 1을 초과하는 株式을 가지고 있는 경우 그 다른 會社가 가지고 있는 會社 또는 母會社의 株式은 議決權이 없다. <新設 1984. 4. 10>

A.3. 공정거래법상 상호출자금지 조항

<독점규제및공정거래에 관한법률>

제17조 (상호출자제한기업집단 등의 범위<개정 2002. 3. 30>) ① 법 제9조(상호출자의 금지 등) 제1항의 규정에 의한 상호출자제한기업집단은 당해 기업집단에 속하는 국내 회사들의 상호출자제한기업집단지정 직전사업연도의 대차대조표상의 자산총액[금융업 또는 보험업을 영위하는 회사의 경우에는 자본총액 또는 자본금 중 큰 금액으로 하며, 새로 설립된 회사로서 직전사업연도의 대차대조표가 없는 경우에는 지정일 현재의 납입자본금으로 한다. 이하 이 조,

제17조의8(대규모내부거래의 이사회 의결 및 공시) 및 제21조(상호출자제한 기업집단등의 지정)에서 같다]의 합계액이 2조원 이상인 기업집단으로 한다. 다만, 다음 각호의 1에 해당하는 기업집단을 제외한다. <개정 1993. 2. 20, 1995. 4. 1, 1997. 3. 31, 1998. 4. 1, 1999. 3. 31, 2000. 4. 1, 2002. 3. 30, 2005. 3. 31>

1. 금융업 또는 보험업만을 영위하는 기업집단
2. 금융업 또는 보험업을 영위하는 회사가 법 제2조(정의) 제2호에서 규정한 동일인인 경우의 기업집단
3. 삭제 <2002. 3. 30>
4. 삭제 <2001. 3. 27>
5. 당해 기업집단에 속하는 회사 중 다음 각목의 1에 해당하는 회사의 자산총액의 합계액이 기업집단 전체 자산총액의 100분의 50 이상인 기업집단. 다만, 다음 각목의 1에 해당하는 회사를 제외한 회사의 자산총액의 합계액이 2조원 이상인 기업집단을 제외한다.
 - 가. 「회사정리법」에 의한 회사정리절차의 개시가 결정되어 그 절차가 진행중인 회사
 - 나. 「기업구조조정 촉진법」 제12조(부실징후기업의 관리) 제1항 제1호 내지 제3호의1에 해당하는 관리절차의 개시가 결정되어 그 절차가 진행중인 회사