

외환위기 이후 10년 : 재벌정책의 전개, 문제점, 그리고 향후 과제*

成太胤^{**} · 金佑燦^{***}

요 약

본 논문은 1997년 외환위기 이후 정부의 재벌정책 전개과정을 살펴보고 그 과정에서 제기된 주요 논점 등을 정리해 봄으로써 향후 정책방향에 대한 시사점을 얻는 데 그 목적이 있다. 검토 결과 외환위기 이후 정부의 재벌정책은 1999년 당시 대통령의 8.15 경축사에서 정점을 이룬 뒤 규제가 서서히 완화되는 방향의 길을 걸어왔다. 2002년 출자총액제한제도 적용제외 및 예외인정 범위 확대, 계열회사 주식에 대한 금융보험사의 의결권행사 허용, 산업자본의 금융기관소유규제 완화, 2004년 유명무실한 증권관련 집단소송제도 통과, 출자총액제한제도 출업요건 완화, 2007년 금산법 개정, 출자총액제한제도의 사실상 무력화, 지주회사제도의 행위제한기준 대폭 완화 등의 조치들이 이러한 견해를 입증해 주고 있다. 본 논문은 공정거래법상의 소유구조 규제정책(상호출자금지, 출자총액제한, 지주회사규제) 및 금융관련법 및 공정거래법상의 금산분리정책(은산분리, 금융의 산업지배 금지, 금융보험사의 의결권 제한)과 관련된 주요 논점들을 정리하고 향후 정책방향에 대한 몇 가지 시사점을 제시하고 있다. 본 논문은 순환출자의 금지, 출자총액제한제도의 발전적 보완, 지주회사 및 그 소속 회사에 대한 행위제한 재도입을 제안하고 은산분리, 금융의 산업지배 금지, 금융보험사의 의결권제한 등 제반 금산분리정책은 계속 유지시킬 것을 제안하고 있다. 또한 공정거래법상의 소유구조 규제들과 금산분리 정책은 사후적인 사법 또는 시장규율로는 해결하기 어려운 문제를 해소하기 위한 것이기 때문에 지배주주 사익추구행위에 대한 사후적 사법 또는 시장규율이 강화되더라도 현재의 사전적 규제는 발전적으로 보완하거나 상당 부분 존치시킬 필요가 있다고 지적한다.

핵심 주제어 : 재벌정책, 외환위기, 소유구조, 지주회사, 금산분리

JEL 분류기준 : L5, G28

* 2007년도 제54차 한국경제의 분석패널 토론회에서 유익한 논평을 제공해 준 한국경제연구원의 이인권 박사님과 한국금융연구원의 이건범 박사님께 깊은 감사를 드린다. 그리고 패널에 참석하여 논평을 해 주신 다른 분들께도 감사드린다. 본 논문에 언급된 정책 및 제도는 2007년도 말을 기준으로 작성하였다. 최초심사일(2007년 11월 12일), 최종심사일(2008년 4월 28일).

** 연세대학교 상경대학 경제학부 교수, E-mail: tsung@yonsei.ac.kr

*** KDI 국제정책대학원 교수, E-mail: wc_kim@kdischool.ac.kr

I. 서 론

본 논문은 1997년 외환위기 이후 경제회복 과정에서 전개된 정부의 대규모기업집단정책(이하 “재벌정책”이라 한다)을 검토하여 그 공과를 살펴보고 주요 논점 등을 정리함으로써 향후 정책방향에 대한 시사점을 얻는 데 그 목적이 있다.¹⁾ 외환위기 이후 정부의 재벌정책은 외환위기 이전에 이루어졌던 재벌기업들의 지나친 차입경영, 내·외부 견제 없이 이루어진 지배대주주의 경영 방식, 수익성을 간과한 매출중심경영 등에 대한 문제의식에서 출발하였다. 물론 외환위기의 원인에 관해서는 아직도 의견이 분분하지만 한 가지 분명한 사실은 재벌문제가 외환위기의 여러 가지 원인들 중 중요한 한 부분을 차지하고 있다는 점이다.²⁾

외환위기 이후 정부의 재벌정책은 1999년 당시 김대중 대통령의 8.15 경축사에서 정점을 이룬다. 그 이전에는 기업정책의 초점이 재벌의 소유구조나 지배구조에 있지 않았고 당장 긴급한 부채비율 감축에 있었다.³⁾ 기업 간에 이루어지는 출자를 통해서 부채비율 감축과 구조조정을 유도하기 위하여, 외환위기 이전부터 유지되어 오던 출자총액제한을 정부는 1998년 2월 폐지하기까지도 하였다.

1) 본 논문에서는 “대규모기업집단정책”이라는 표현보다는 “재벌정책”이라는 표현을 사용하고자 한다. 전자는 규모를 부각시키는 표현인 반면 후자는 우리나라 기업집단이 갖고 있는 특유의 소유구조와 가족경영의 측면을 효과적으로 부각시켜 주는 표현이기 때문이다.

2) 외환위기의 원인에 대한 논의와 관련해서는 다음 연구들을 참조할 수 있다 : 박대근·이창용(1998), 이창용(2001), Krugman(1998), Furman and Stiglitz(1998), Radelet and Sachs(1998), Corsetti, Pesenti, and Roubini(1999a), Mishkin(1999), 그리고 Lee, Rhee, and Sung(2006).

3) 외환위기 이후 이루어진 재벌정책에는 본 연구에서는 다루지 않지만 흔히 “빅딜정책”이라고 지칭되는 사업구조조정 정책이 포함될 수 있다. 이러한 사업구조조정의 주요 목표는 한계 열사를 정리하고 사업부문을 교환함으로써 핵심역량에 특화하여 투자 중복과 과잉생산능력을 조정하고 이를 통해 업종전문화를 유도한다는 것이다. 그러나 정부 주도에 의한 기업합병은 경쟁촉진을 저해하는 가운데 시장집중을 가져왔다는 문제가 제기되기도 한다(조동근 1999). 이인권(2000)도 사업구조조정 과정에서 경쟁제한적인 대형 기업결합이 이루어졌고 경쟁정책이 부재하였다는 점을 지적한다. 이러한 측면 이외에, 사업구조조정 과정에서 재벌의 소유구조는 부정적 영향을 받은 것으로 나타나기도 한다. 예를 들면, 기아자동차를 현대자동차에 넘기는 빅딜의 과정에서 현대자동차 그룹의 순환출자 구조가 더욱 심화된 것을 들 수 있다. “빅딜정책”으로 지칭되는 사업구조정책에 대한 보다 자세한 논의에 대해서는 이규억(1999), 이인권(2000), 조성우(2001), 장세진(2003) 등을 참조할 수 있다.

그러나 그 다음해부터는 소유 및 지배구조에 대한 개혁 작업이 본격화되었다. 1999년 주주총회 때부터 상장법인의 경우 25% 이상의 사외이사비율이 의무화되었고, 3월에는 기업지배구조개선위원회가 출범하여 기업지배구조 모범규약 작성을 위한 작업이 착수되었다.

당시의 재벌정책은 “5+3 원칙”으로 요약된다. 이전부터 추진되어 오던 재벌개혁 5대 원칙(투명성 제고, 상호지급보증 해소, 재무구조 개선, 업종전문화, 경영진 책임강화)에 3대 원칙(산업자본의 금융지배 차단, 순환출자 및 부당내부거래 억제, 부의 변칙상속증여 차단)이 추가된 것이다. 3대 추가원칙의 구체화된 모습은 출자총액제한제도의 부활(2001년 4월), 일정규모 이상 내부거래에 대한 공시 및 이사회 승인 의무화, 사외이사 비중 확대, 감사위원회 도입, 소수주주권 강화, 상속·증여세 세율 상향조정 등이 포함되어 있다. 1999년 12월 국회는 정부가 제출한 독점규제 및 공정거래에 관한 법률(이하 “공정거래법”이라 한다), 증권거래법, 상법 개정법률(안)들을 모두 통과시켜 필요한 입법조치를 마무리하게 된다.

그러나 이상과 같이 재벌에 대하여 개혁정책을 추진한 기조는 오래 가지 않았다. 먼저 국회를 중심으로 정치권 내에서 정부의 재벌정책에 대한 비판이 제기되었고, 특히 2001년도 경기침체상황에서 기업규제완화에 대한 재계의 목소리가 커지면서 집권하반기에 접어든 정부는 재벌정책에 있어서 완화된 기조를 보이게 된다. 먼저 정부는 2002년 1월 공정거래법을 개정한다. 당시 법 개정으로 출자총액제한제도는 부활 9개월 만에 크게 약화되었다. 적용대상 집단의 축소, 적용제외/예외의 인정, 부채비율에 의한 졸업 등을 통해 사실상 구속력이 크게 약화된 제도로 변경된다. 그리고 법 개정으로 계열사에 대한 금융보험사들의 의결권 행사도 허용된다. 2002년 4월에는 은행법도 개정되어 은행 및 은행지주회사에 대한 비금융주력자(이하 “산업자본”이라 한다)의 소유제한이 4%에서 10%로 완화되었다.

그 이후 2003년 노무현 정부가 출범하게 되는데 재벌관련 정책에 있어서는 기본적으로 더욱 약화된 기조를 보이게 된다. 이전 정부에서 논의되었던 증권관련 집단소송법이 2004년 1월 국회를 통과했지만, 매우 엄격한 남소방지 규정, 과거 분식 자진수정에 대한 금융감독원의 감리면제, 자산규모 2조원 미만 회사에 대한 시행시기 연기 등으로 사법구제수단으로서의 유효성이 크게 약화된 상태로

시행된다. 논란 끝에 2006년 12월 금융산업의 구조개선에 관한 법률(이하 “금산법”)이 개정되었지만 삼성전자에 대한 삼성생명과 삼성화재의 한도초과 주식소유지분은 매각의무 없이 의결권만 제한되었으며 의결권을 제한함에 있어서도 금산법 제24조상의 기준이 아닌 보다 느슨한 공정거래법 제11조상의 기준을 적용토록 하였다.

2004년 12월 국회를 통과한 공정거래법은 금융보험사의 의결권제한을 다시 강화시키고 상호출자체한기업집단 소속 비상장·비등록회사에 대하여 공시의무를 부과하게 된다. 그러나 출자총액제한제도에 대한 새로운 출업기준들이 추가로 도입되었고 적용제외/예외의 인정범위가 확대되었으며, 손자회사에 대한 자회사의 최소지분율이 하향 조정되는 등 전체적으로 볼 때는 상당히 완화된 형태로 변화한다. 더욱이 2007년에는 두 차례에 걸친 법 개정과 시행령 개정을 통해 출자총액제한제도의 적용대상 집단 및 기업이 대폭 축소되었고, 출자한도도 25%에서 40%로 상향조정되어 출자총액제한제도는 정책유효성 측면에서 사실상 폐기된 상태로 변화한다. 또한 지주회사에 대한 규제도 완화되어 지주회사의 부채비율한도 완화, 자회사에 대한 지주회사의 최소지분율 하향조정, 중손자회사 허용, 손자회사의 사업관련성 요건 폐지 등 각종 행위규제 완화가 이루어진다. 그리고 2006년 활발히 논의되었던 순환출자금지 역시 재계의 강력한 반대에 부딪혀 실현되지 않았다. 일련의 과정에서 재벌정책이 전반적으로 이러한 방향으로 변화한 데에는 크게는 다음과 같은 두 가지 주장이 받아들여졌기 때문으로 생각된다. 먼저, 2001년의 저성장 기조가 재벌 규제로 인한 투자부진과 관련 있다는 주장이다. 그리고 외국인 투자자에 의한 경영권 위협으로부터 국내기업을 보호해야 한다는 것이다.

이러한 현실인식하에서 외환위기 이후 정부의 재벌정책이 전개된 과정, 그 과정에서 들어난 문제점, 그리고 주요 논점들을 정리함으로써 향후 정책과제에 대한 시사점을 얻고자 한다. 이를 위해 주로 두 가지 정책에 초점을 맞추어 살펴보자 한다. 즉, 본 연구는 연구의 범위를 독점규제 및 공정거래에 관한 법률(이하 “공정거래법”)상의 재벌 소유구조정책 그리고 각종 금융 및 공정거래법상의 금산분리정책에 국한시키고자 한다. 따라서 소유구조정책 또는 행위규제가 주요 분석대상이고 사법구제(감독당국, 검찰, 법원의 법집행, 각종 증권투자자소송 등),

시장으로부터의 규율(기관투자자의 견제 등), 시민단체로부터의 견제, 상속·증여세 정책 등은 분석대상에서 제외된다. 재벌기업의 내부규율(예컨대, 이사회를 통한 견제)은 출자총액제한 출업요건과 관련된 사안에 국한하여 검토하고자 한다.

따라서 공정거래법상의 재벌 소유구조정책과 관련해서는 (i) 상호출자 금지정책, (ii) 출자총액제한 정책, 그리고 (iii) 지주회사 정책 등을 중심으로 검토한다. 그리고 금산분리 정책과 관련해서는 (i) 은행법 및 금융지주회사법상의 은산(銀產)분리정책, (ii) 금산법상 금융의 산업자본 지배금지정책, (iii) 공정거래법상의 금융보험회사 의결권제한정책, 그리고 (iv) 금산분리 관련 기타 논점을 중심으로 살펴보고자 한다.⁴⁾

II. 재벌 소유구조 정책

1. 상호출자 금지정책과 순환출자

가. 외환위기 이후의 제도변화

공정거래법 제9조는 “상호출자제한대상기업집단에 속하는 회사는 자기 주식을 취득 또는 소유하고 있는 계열회사의 주식을 취득 또는 소유하여서는 아니 된다”고 규정하고 있다. 즉, 계열사 A가 B사에 출자하고, B사가 다시 A사에 출자하는 경우를 금지하고 있는 것이다. 이러한 상호출자 금지정책은 외환위기 이후는 물론이고 그 이전기간(1987년 4월~외환위기)에도 큰 변화를 겪지 않은 재

4) 본 연구는 금산분리 정책과 관련하여 금융관련법 및 공정거래법 상 관련 내용을 주 평가대상으로 하고 있다. 따라서 (i) 은행법 및 금융지주회사법상의 은산(銀產)분리정책, (ii) 금산법상 금융의 산업자본 지배금지정책, (iii) 공정거래법상의 금융보험회사 의결권제한정책 등을 주요 내용으로 다루고 있다. 그러나 이 외에도 재벌정책과 관련하여 노무현 정부에서 추진되었던 “산업자본의 금융지배에 따른 부작용 방지 로드맵” 상의 관련 조치나 비은행금융기관 계열회사의 존재와 관련된 해외 사례와의 비교 등도 의미 있는 논의대상으로 볼 수 있다. 따라서 (iv) 금산분리 관련 기타 논점 내에 이들을 포함하여 살펴보고자 한다.

별정책이다. 당초 금융기관의 경우 상호출자 금지가 적용되지 않았으나 1991년 4월부터는 금융보험회사에 대해서도 상호출자 금지가 적용되었고, 2002년 4월부터는 적용대상 기업이 30대 대규모기업집단 소속 회사가 아니라 자산총액 2조 이상 기업집단 소속 회사로 변경되었을 뿐이다. <표 1>은 2007년 4월 기준으로 상호출자제한 기업집단의 지정현황을 보여주고 있다.

이처럼 상호출자 금지정책이 흔들림 없이 존속하고 있는 이유는 상호출자가 주식회사제도 자체의 건전성을 위협하는 출자 형태이기 때문이다. 즉, A사는 B사를 지배하게 된 반면 B사는 자본 유입이 이뤄지지 않게 되어 “자본공동화”가 초래되고 이는 상법상 주식회사의 “자본충실의 원칙”에 위배된다. 따라서 상법도 상호출자에 제한을 가하고 있다. 즉, 상법 제369조 제3항은 “회사, 모회사 및 자회사, 또는 자회사가 다른 회사의 발행주식의 총수의 10분의 1을 초과하는 주식을 가지고 있는 경우 그 다른 회사가 가지고 있는 회사 또는 모회사의 주식은 의결권이 없다”고 규정하고 있다.⁵⁾ 이와 관련하여 재벌 기업들에 대해서 더 엄격한 기준을 적용하고 있는 것은 상호출자가 가공의결권을 이용한 소유와 지배의 괴리, 참호구축, 경제력 집중 등의 문제들도 불러 일으키기 때문이다.

그러나 한 가지 유의해야 할 점은 상호출자제한대상기업집단 소속회사라고 해서 상호출자가 완전히 금지되는 것이 아니라는 점이다. 즉, 동일 기업집단 내의 계열사들 간에는 상호출자가 금지되지만 다른 기업집단 소속회사들 간에는 상호출자가 가능하고, 의결권만 상법상의 제한(발행주식 총수의 10%를 초과하는 주식을 가지고 있는 경우 한도초과분에 대해 의결권 제한)을 받게 된다.⁶⁾

5) 상법 제342조의 2는 모자회사간의 상호출자를 금지하고 있다. 즉, “다른 회사의 발행주식의 총수의 100분의 50을 초과하는 주식을 가진 회사(이하 “모회사”라 한다)의 주식은 다음의 경우를 제외하고는 그 다른 회사(이하 “자회사”라 한다)가 이를 취득할 수 없다”고 규정하고 있다.

6) 실제, 2006년 말 현재 POSCO의 경우, SK텔레콤(POSCO가 SK텔레콤의 5.17%, SK텔레콤이 POSCO의 2.85%) 및 신일본제철(POSCO가 신일본제철의 3.07%, 신일본제철은 POSCO의 4.99%)과 상호출자를 통해 우호지분을 확보하고 있다. 또, POSCO는 2007년 4월 26일 공시를 통해 POSCO가 현대중공업 주식 1,444,000(약 3,466억원)를 취득하고 대신 현대미포조선에게 POSCO 자사주 약 872천주를 매각할 예정이라고 밝힌 바 있다.

나. 순환출자 금지

1) 순환출자의 문제점

공정거래법 제9조는 상호출자는 금지하지만 순환출자에 대해서는 아무런 규제를 가하고 있지 않다.⁷⁾ 즉, 계열사 A가 계열사 B의 주식을 소유하고, 계열사 B가 계열사 C의 주식을 소유하며, 다시 계열사 C가 계열사 A의 주식을 소유하는 순환출자는 규제의 대상이 아닌 것이다. 임영재(2006)의 표현을 빌리면 순환출자도 상호출자와 마찬가지로 외부자금의 유입 없이 가공의결권을 생성한다는 점에서 동일하지만 공정거래법상 그 자체로는 규제를 받고 있지 않다. 따라서 순환출자의 허용은 상호출자 금지정책을 무력화시킬 수 있다.⁸⁾ 그리고 순환출자에 따른 가공의결권 생성은 결국 소유와 지배의 괴리를 가져온다. 정세열(2005)은 상호출자가 금지되어 있더라도 순환출자가 허용되어 있으면 지배주주는 직접지분의 함을 늘리지 않더라도 계열사간 순환출자를 통해 기업집단을 지배할 수 있기 때문에 소유와 지배의 괴리가 발생할 수 있음을 이론적으로 보여주고 있다. 순환출자에 따른 가공의결권 생성은 또한 참호구축 효과가 있어서 기업경영권 시장의 작동을 어렵게 하는 문제점도 있다.⁹⁾ 그러나 이미 지적한 바와 같이, 순환출자규제는 상호출자규제와 같이 기업제도 자체의 건전성과 직접 관련된다는 점이 가장 중요한 논점이라고 볼 수 있다.

7) 상법 제342조의 2 제3항은 모회사 - 자회사 - 손자회사 - ... - 모회사 간의 순환출자를 금지하고 있다. 즉, 제3항은 “다른 회사의 발행주식의 총수의 100분의 50을 초과하는 주식을 모회사 및 자회사 또는 자회사가 가지고 있는 경우 그 다른 회사는 이 법의 적용에 있어 그 모회사의 자회사로 본다”고 규정하고 있다.

8) 김진방(2005)에 따르면, SK그룹, 두산그룹, 현대자동차그룹의 순환출자는 상호출자(SK(주)↔SK글로벌, (주)두산↔두산건설, 현대자동차↔INI스틸)를 피하기 위한 주식거래의 결과라는 것이다.

9) 엄밀한 의미에서 소유와 지배의 괴리도 증가와 참호구축효과는 순환출자의 문제라기보다는 계열사 출자 일반의 문제이다. 계열사간 출자는 환상형으로 순환하지 않더라도 소유와 지배의 괴리도를 가져오고 참호구축의 효과가 유발될 수 있다. 따라서 순환출자를 규제하는 경우에, 환상형 형태(A→B→C→……→A)로 이루어지는 소유구조를 통한 가공의결권 생성은 막을 수 있지만, 그 자체로 계열사간 출자관계에서 파생되는 소유 - 지배 괴리가 축소된다고 하기는 어렵다.

2) 순환출자의 실태

이상에서 지적된 순환출자는 외환위기 이후 급증한 것으로 나타난다. 김진방(2005)에 따르면 1997 회계연도의 경우 5% 이상 순환출자가 5개 재벌그룹에서 각 1건씩 발견되었으나 2003 회계연도에는 14개 재벌그룹에서 19건 발견된다. 또, 5% 이상 순환출자는 대부분 주력회사를 포함하며, 삼성, 현대자동차, 두산, 동부그룹에서 두드러지게 나타난다. <표 2>는 2007년 4월 기준으로 상호출자제한 기업집단 중 순환출자 현황을 보여주고 있다.

순환출자의 형성 동기와 관련해서 김진방(2005)은 (i) 그룹지배권 승계(삼성에 버랜드의 삼성생명 출자, 두산건설의 (주)두산 출자, SK C&C의 SK(주) 출자), (ii) 대규모 기업인수(두산그룹의 한국중공업 및 고려산업개발 인수, 현대자동차 그룹의 기아자동차 인수), (iii) 그룹 분할에 따른 지분정리(현대자동차 그룹 분할) 등을 지적하고 있다.

3) 순환출자 금지 논의

외환위기 이후 순환출자가 증가하고 출자총액제한 제도에 대한 재계의 비판이 비등해지자 2005년 말부터 출자총액제한 제도의 대안으로 순환출자금지가 논의되기 시작했다. 출자총액제한제도가 광범위한 적용제외/예외인정으로 그 제도의 실효성이 크게 약화되었다는 점 그리고 순환출자는 상호출자와 마찬가지로 주식회사제도의 본질에 반한다는 점으로 인해서 순환출자금지는 출자총액제한제도의 강력한 대안으로 대두되었다. 그러나 재계의 강력한 반대에 부딪혀 순환출자금지는 결국 도입되지 않았다.

4) 순환출자 규제 방법

순환출자 해소를 위한 구체적인 법 개정방안은 2005년 국회에서 처음 제시되었다. 이 개정방안은 신규 순환출자를 금지하고(제9조) 기존 순환출자에 대해서는 의결권을 제한(제9조의 2)하는 내용을 담고 있다(채수찬 2005). 의결권 제한과 관련해서는 순환출자제한 기업집단은 의결권을 행사하지 아니할 주식을 공정

거래위원회에 신고해야 하고(제1항), 이러한 신고가 없는 경우 순환출자관계 중에서 피출자회사에 대한 의결권이 작은 주식의 의결권을 행사하지 못하며, 이를 공정거래위원회가 공고한다(제2항)고 규정하고 있다. 그리고 제1항 및 제2항의 규정에 따라 의결권이 제한되는 주식은 법 시행일부터 피출자회사의 발행주식총수의 100분의 10까지만 의결권이 인정되고, 이후 매년 100분의 1씩 의결권 인정비율을 차감한다(제3항)고 규정하고 있다.

임영재·전성인(2006)도 이와 유사한 방안을 제시하고 있다. 즉, 신규 순환출자에 대해서는 “매각강제형” 규율을 적용하고, 기존 순환출자에 대해서는 “의결권규율형” 규율을 적용하는 것이 바람직하다고 지적한다. 후자의 규율과 관련해서 회사는 정기 주주총회 또는 임시 주주총회를 앞두고 순환출자구조의 존재 여부를 파악하고, 순환출자구조가 존재할 경우 무효 의결권을 계산하여 이를 주주에게 공개하고 감독당국에게 보고해야 한다. 또, 무효 의결권이 행사된 경우 주총 결의 무효 확인을 청구할 수 있도록 주주에게 사후적 교정방안을 제공해야 한다.

순환출자에 대한 규제를 공정거래법을 통해서 할 것인지 아니면 상법을 통해서 할지도 중요한 검토대상이다. 순환출자 금지는 가공의결권 생성을 제한하여 주식회사제도의 건전성을 확보한다는 의미에서는 “상법(회사법)적 문제”이지만 순환출자가 기본적으로 3개 또는 그 이상의 기업을 대상으로 3단계 또는 그 이상의 출자관계의 존재를 전제로 한다는 점에서 동시에 “기업집단의 문제”이기도 하기 때문에 그 해답은 간단치 않다. 임영재(2006)는 아직 우리나라 상법이 기업집단에 관한 규율을 하고 있지 않기 때문에 순환출자를 금지한다면 현실적으로 공정거래법을 통해서 하는 것이 바람직하다고 지적한다. 그러나 중장기적으로는 상법을 통해 규율하는 방안도 검토해야 한다고 지적하고 있다.

5) 순환출자 규제의 실효성

순환출자와 관련된 논의과정에서 규제의 실효성에 대해 많은 의문이 제기되어 왔다. 먼저, 순환출자가 규제되면 가장 극단적인 형태의 가공의결권 또는 가공자본 생성(외부자금 유입 없이 생성되는 경우)은 없어지겠지만 가공의결권 또는

가공자본의 전체 총량에는 큰 변화가 없어 결국 소유와 지배의 고리, 참호구축, 경제력 집중 등의 문제를 해결하는 데 한계가 있을 수 있기 때문이다. 실제로는 일반적인 다단계 출자(외부자금 유입이 있는 경우)만으로도 얼마든지 가공의결권 또는 가공자본을 생성할 수 있다.

둘째, 순환출자가 규제되더라도 기업집단들은 얼마든지 출자구조를 피라미드형(자회사간 출자가 없는 구조) 또는 사다리꼴(자회사간 출자가 있는 구조)로 전환할 수 있기 때문에 소유와 지배의 고리, 참호구축, 경제력 집중 등의 문제가 전혀 해결되지 않는다는 것이다.

셋째, 만약 순환출자 해소가 출자총액제한제도를 대체하는 제도로 도입되면 지주회사제도와의 규제비대칭성 문제를 야기시킬 수 있다(박상인 2006). 즉, 어느 기업집단이 피라미드형 출자구조로의 전환을 통해 순환출자를 모두 해소함으로써 출자총액제한제도로부터 출업했다고 가정해 보자. 해당 기업집단과 공정거래법상 지주회사로 전환한 기업집단은 모두 피라미드형 출자구조를 갖고 있다는 점에서 동일하지만 전자는 전혀 공정거래법상 지주회사에 대한 규제(지주회사의 부채비율 상한, 지주회사의 자회사 출자비율 하한, 자회사의 손자회사 출자비율 하한, 자회사 및 손자회사 간 출자금지 등)를 받지 않아 규제비대칭성의 문제를 야기한다.

넷째, 재계는 순환출자가 금지되면 이를 해소하기 위해 막대한 양의 주식을 매각해야 하고 이 과정에서 주식이 헐값에 매각되면 소액주주들도 피해를 보게 될 것이라고 주장한다(김현종 2006). 그러나 피출자회사가 자사주 매입의 형태로 해당 주식을 매입하거나 다른 특수관계인이 해당 주식을 매입하게 되면 이러한 문제는 발생하지 않는다고 볼 수 있다.¹⁰⁾ 또, 실제로는 그룹에 대한 지배권을 유지하고자 하는 유인이 크기 때문에 시장 또는 제3자에게 매각하기보다는 자사주 매입 또는 특수관계인에게 매각하는 방법을 택할 것이라고 예상할 수 있다.

순환출자규제비용과 관련하여 오히려 현실적 문제는 이러한 매입에 필요한 자금을 어떻게 조달하느냐에 있을 것이다. 경제개혁연대(2006a)는 15개 대규모기업집단을 대상으로 순환출자 해소를 위해 필요한 최소금액을 계산한 바 있다.¹¹⁾

10) 임영재 · 전성인(2006)은 순환출자 고리에 있는 모든 피출자회사가 자사주 매입을 통해 관련 주식을 매입하면 아무런 추가 비용 없이 순환출자를 해소할 수 있다고 지적한다.

그 결과 순환출자 규제는 현대자동차그룹과 현대중공업그룹을 제외하고는 사실상 별 의미 있는 규제효과를 가지지 못하는 것으로 분석되었다. 즉, 양 그룹을 제외하면 순환출자 해소에 필요한 금액이 각 그룹 자본총액의 1% 미만에 불과할 정도로 순환출자 해소가 큰 부담이 되지 않는다는 것이다. 다만, 현대자동차그룹의 경우는 순환출자 해소에 필요한 최소금액이 자본총액의 4.37%, 내부지분의 11.86%, 그리고 총수일가 지분의 66.55%에 해당된다. 그리고 현대중공업그룹의 경우는 순환출자 해소에 필요한 최소금액이 자본총액의 4.35%, 내부지분의 10.28%, 그리고 총수일가 지분의 52.04%에 해당된다. 그러나 이미 언급한 바와 같이, 이러한 규제비용의 존재 가능성에도 불구하고 순환출자 규제는 기업제도의 자체의 전전성과 연관된다는 측면을 고려할 필요가 있다.

다섯째, 순환출자 규제가 계열분리, 기업 인수 등을 저해하는 문제점이 있다고 지적되기도 한다(김현종 2006). 즉, 두산그룹과 현대자동차그룹의 경우 순환출자가 많은 것은 대규모 기업을 인수하거나 계열분리하는 과정에서 이루어진 지분 정리 때문인데 순환출자를 규제하면 기업집단의 기업인수와 계열분리를 저해하는 문제점이 있다는 것이다. 일견 타당성이 있어 보이지만, 소유구조를 왜곡시키면서까지 대규모 기업을 인수하고 계열분리를 하는 것이 바람직한지에 대해서는 의문이 제기된다. 사실 순환출자를 통해 대규모기업을 인수한다는 것은 결국 자신은 매우 적은 돈으로 대규모기업을 인수하겠다는 것과 동일하다. 이는 한국중공업을 인수한 두산그룹의 사례가 잘 보여주고 있다. 오히려 정부는 공기업 민영화과정에서 순환출자를 통해 공기업을 인수하려고 하는 기업집단에 대해서는 공기업을 매각하지 않는 것이 타당하다. 민영화된 기업 자산 중 상당부분이 수익성이 높은데 투자되는 것이 아니라 계열사 출자를 통한 그룹지배권 확보에 이용될 수 있기 때문이다. 또, 순환출자를 통한 계열분리를 방지하면 우리나라 재벌의 소유구조가 장기적으로 매우 왜곡될 우려가 있다. 순환출자를 통하여 계열분리를 용이하게 만드는 경우, 이로 인해 형성된 기업집단들은 순환출자로 인해 왜곡된 소유구조를 가지게 되기 때문이다.

11) 출자구조는 2006년 4월 기준, 주가는 2006.8.11일 주가, 그리고 재무제표는 2006년 1/4분기 보고서를 사용한 것이다.

2. 출자총액제한

가. 외환위기 이후의 제도변화

출자총액제한제도는 대규모기업집단 소속회사가 당해 회사의 순자산액의 일정 부분을 초과하여 다른 국내회사의 주식을 취득 또는 소유하지 못하도록 하는 제도로서 1986년 12월 대규모기업집단 지정, 지주회사 설립·전환 금지, 상호출자 금지, 금융보험사의 의결권 제한과 함께 재벌에의 경제력 집중 억제방안의 하나로 공정거래법에 처음 도입되었다. 공정거래법은 1986년 이전까지는 경제력 집 중문제를 다루지 않았다. 그 때까지는 순수한 반독점법으로서 독점규제만 취급한 것이다.¹²⁾ 그런데 1980년대에 고도경제성장과 더불어 대규모 재벌들이 출현하였고, 이들에 의한 경제력 집중 문제가 새로운 경제현안으로 대두됨에 따라 1986년 공정거래법이 개정되어 여러 가지 재벌규제조치들이 도입된 것이다(최정표 2003).

출자총액제한제도는 도입 이후 강화→폐지→부활→대폭 완화→추가 완화→사실상 폐기의 변화과정을 겪었다.¹³⁾ (i) 1987년 4월 시행 당시 순자산액 대비 출자총액의 한도는 40%이었으나 1994년 12월 법 개정 당시 출자총액 한도가 25%로 하향 조정됨으로써 출자총액제한제도는 강화되었다.¹⁴⁾ 그리고 공정거래 위원회(2004)에 따르면 실제로 대상기업집단의 출자비율이 1987년 44.8%에서 1994년 26.8%로 하락했다는 것이다.¹⁵⁾ (ii) 그러나 외환위기 직후인 1998년 2월 부채비율 감축과 구조조정을 유도한다는 명분에 입각하여 출자총액제한은 폐지 되었다. 공정거래위원회(2004)에 따르면 그 이후 대상 기업집단의 출자비율은 1998년 29.8%에서 1999년 32.5%로 상승했다는 것이다. (iii) 그리고 1999년 재벌

12) 독점규제및공정거래에관한법률은 1980년 12월에 제정되었고, 1986년 12월의 첫 개정이 이루어졌다.

13) 역대 행정부들은 각기 출자총액제한제도가 갖고 있는 다른 측면들을 강조하였다. 예를 들면, 김영삼 정부에서는 ‘업종 전문화’의 측면이 강조되었고, 김대중 정부에서는 ‘기업구조조정’과 관련된 부분이, 그리고 노무현 정부에서는 ‘기업지배구조 개선’과 관련된 부분이 강조되었다.

14) 순자산액은 자본총계에서 계열사들의 “액면가” 출자액을 차감하여 계산하였다.

15) 1996년 12월의 법 개정으로 금융보험사에 대한 출자총액제한제도의 적용이 면제되었다.

개혁이 본격화되면서 출자총액제한제도는 1999년 12월의 법 개정으로 부활하여 2001년 4월 다시 시행되었다. 그리고 폐지 이전과 마찬가지로 출자한도는 순자산의 25%에서 설정되었다.¹⁶⁾ (iv) 하지만 출자총액제한제도는 부활 9개월 만인 2002년 1월의 법 개정을 통해 대폭 완화되었다. 적용대상 집단의 축소, 적용제외 조항 신설, 예외인정 범위확대, 부채비율에 의한 졸업 등을 통해 사실상 구속력이 없는 제도로 변화된 것이다.¹⁷⁾ (v) 또, 2004년 12월에는 다수의 새로운 졸업기준이 허용되었으며 적용대상기업집단을 더욱 축소하였다(5조 → 6조원 이상).¹⁸⁾ (vi) 그리고 2007년 4월의 법 개정을 통해 출자총액제한제도의 적용대상 기업집단(6조원 → 10조원 이상) 및 적용대상기업(자산규모 2조원 이상)이 대폭 축소되었고, 출자한도도 25%에서 40%로 다시 상향조정되어 출자총액제한제도가 사실상 폐기되었다. 법 개정 이후 적용대상 기업집단은 2007년 4월 기준 11개에서 2007년 11월 기준 7개로 줄어들었고, 적용대상 기업은 2007년 4월 기준 총 264개사에서 2007년 11월 기준 총 25개사로 줄어들었다. <표 3>은 법 개정 이후의 출자총액제한 적용대상 기업집단과 소속기업을 보여주고 있다.

2002년 1월의 제도 개정을 보다 구체적으로 살펴보면 다음과 같다. 먼저, 자산 순위 기준으로 30대 대규모기업집단을 지정하는 대신에 자산규모 5조원 이상인 기업집단은 출자총액제한 기업집단으로, 2조원 이상인 기업집단은 상호출자제한 기업집단으로 지정함으로써 출자총액제한제도 적용대상 기업집단의 범위를 대폭 축소하였다. 참고로, 2002년 4월 당시 출자총액제한 기업집단의 수는 19개였지만 공기업집단 7개를 제외한 민간 기업집단의 수는 12개에 불과했다. 다만 상호출자제한 기업집단은 총 43개 지정되었다. 둘째, 부채비율이 100% 미만인 대규모기업집단에 대해 출자총액제한제도의 규제를 면제해주는 졸업기준이 도입

16) 1999년 법 개정으로 출자총액의 계산방법을 명확히 하였다. 즉, 출자총액은 “취득가액” 기준으로 계산한다는 규정이 공정거래법에 포함되었다.

17) 2002년 1월의 법 개정 이전에도 예외로 인정되는 항목들이 존재했다. 즉, 신주배정, 주식배당, 담보권 실행, 대물변제의 수령, 사회간접투자시설에 대해 민간투자사업을 영위하는 회사에의 출자, 기업구조조정을 위한 출자, 외국인투자의 유치를 위한 출자(대통령령이 정한 요건에 해당되고 공정거래위원회가 인정한 경우), 중소기업과의 기술협력을 위한 출자 등이 예외로 인정되었다.

18) 출자총액제한 적용대상기업집단은 2005년 3월 시행령 개정을 통해서 이루어졌다.

되었다(당시 시행령 제17조 제2항 제3호). 이에 따라 삼성그룹이 출자총액제한을 출업하였다.¹⁹⁾ 셋째, 각종 적용제외가 인정되고 예외인정 범위가 확대되어 실질적인 출자총액한도가 매우 높아졌다. (i) 동종 또는 밀접한 관련이 있는 업종에의 출자, (ii) 민영화되는 공기업 인수를 위한 출자, (iii) 국가 지방자치단체가 30% 이상 소유하고 있는 회사에 대한 출자 등이 적용제외 출자로 새롭게 분류되어 출자총액에 산입되지 않게 되었다.²⁰⁾ 또 예외인정 범위도 확대되어 (i) 모든 외국인투자기업에 대한 출자, (ii) 기술개발 등 국제경쟁력 강화를 위해 필요한 산업에 대한 출자, (iii) 법정관리 · 화의 · 워크아웃 등 부실기업에 대한 출자 등이 새롭게 인정되었다.

2004년 12월의 개정을 보다 구체적으로 살펴보면 다음과 같다. 먼저, 부채비율에 따른 종전의 출업기준은 없어지고 대신 다수의 새로운 출업기준들이 허용되었다. 즉, (i) 내부견제시스템을 잘 갖춘 지배구조 모범기업, (ii) 계열회사 간 3단계 이상 출자가 없고, 계열회사 수가 5개 이하인 기업집단, (iii) 소유 지분율과 의결 지분율 차이(이하 “괴리도”)가 25%p 이하이고, 의결권 승수가 3.0 이하인 기업집단 등이 출자총액제한제도로부터 출업할 수 있게 되었다.²¹⁾ 공정거래법상 지배구조 모범기업이라 함은 다음 4가지 중 3 가지 이상에 해당되는 기업을 칭한다 : (i) 서면투표 가능, (ii) 집중투표 가능, (iii) 위원의 수가 4인 이상이고, 사외이사로만 구성된 내부거래위원회 설치 · 운용, (iv) 위원의 수가 4인 이상이고, 사외이사로만 구성된 사외이사후보추천위원회 설치 · 운용하고 위원 수가 5인 이상이고 기업집단 외부인사로 구성된 사외이사후보추천자문단 설치 · 운용.

괴리도 및 의결권 승수를 계산할 때의 소유 지분율은 각각의 계열회사별로 기

19) 2004년 12월의 공정거래법 개정으로 부채비율이 출업기준에서 제외됨에 따라 삼성은 다시 출자총액제한의 규제를 받게 되었다. 1년간의 유예기간이 부여됨에 따라 규제는 2006년 4월부터 적용되었다.

20) 적용제외 출자는 당해 출자금액이 출자총액에 산입되지 않으나, 예외인정 출자는 출자총액에 산입된다는 점에서 차이가 있다. 법 개정 이전에 예외인정 출자로 분류되었던 사회간접 자본시설 민간투자회사에의 출자는 적용제외 출자로 분류되었다.

21) 지주회사 체제로의 전환도 출업기준에 해당한다고 할 수 있다. 지주회사 및 그 소속 자회사 · 손자회사에 대해서는 1999년 12월 출자총액제한 부활 당시부터 출자총액제한제도를 적용하지 않았다.

업집단의 동일인 및 동일인의 친족이 보유한 주식의 지분율(의결권 없는 주식을 제외하여 계산)에 각각의 계열회사의 자본총계 또는 자본금 중 큰 금액을 곱하여 산출된 수치를 합산한 후 각각의 계열회사의 자본총계 또는 자본금 중 큰 금액의 합계액으로 나누어 산출한다. 의결지분율은 각각의 계열회사별로 동일인 및 동일인관련자가 보유한 주식의 지분율(의결권 없는 주식을 제외하여 계산)에 각각의 계열회사의 자본총계 또는 자본금 중 큰 금액을 곱하여 산출된 수치를 합산한 후 각각의 계열회사의 자본총계 또는 자본금 중 큰 금액의 합계액으로 나누어 산출한다. 동일인 관련자에는 동일인의 친족, 실질적으로 지배하고 있는 모든 계열회사 및 계열비영리법인이 포함된다.

나. 출자총액제한제도와 관련된 각종 논의

출자총액제한제도만큼 자주 바뀌고 많은 논란을 불러 일으킨 제도도 흔치 않다. 이하에서는 여러 가지 논의 중에서 몇 가지 대표적인 논점을 정리하고자 한다. 이를 위해 본 논문에서는 출자규제가 가지는 목적의 타당성, 부작용 문제, 규제의 실효성 등 각각의 논점을 중심으로 논의를 전개한다.²²⁾

1) 목적의 타당성

1986년 11월 출자총액제한제도 도입을 위해 정부가 제출한 의안을 살펴보면 “무리한 기업 확장을 제한함으로써 경제력 집중현상을 억제하고 기업의 체질강화 유도를 위하여” 출자총액제한제도를 도입한다고 설명하고 있어 그 목적이 “경제력 집중 억제”임을 분명히 했다. 공정거래위원회는 2007년 현재시점에서도 출자총액제한제도에 대한 설명 자료를 통해 “가공자본에 의한 지배력 확장 억제”가 출자총액제한제도의 목적임을 밝히고 있다.²³⁾ 즉, “출자총액제한”이 수단

22) 출자총액제한제도는 가장 대표적인 재벌정책이라는 상징적 의미로 인하여 구체적인 정책효과에 대한 논의가 제약되는 점도 있었다.

23) 공정거래위원회의 대규모기업집단 정보공개시스템은 출자총액제한제도의 목적으로 (i) 가공자본에 의한 지배력 확장 및 소유·지배구조 왜곡 심화 억제, (ii) 중소·중견기업과의 불공정경쟁 차단, (iii) 계열사 동반부실화 및 금융채권시장의 시스템 리스트 방지 등을 열거하고 있다.

이고 “경제력 집중 억제”가 목적인 것이다.

그러나 김선구 외(2003)는 “실질 소유권을 초과하는 의결권의 행사를 억제”하는 것이 출자총액제한제도의 목적으로 타당하다고 지적하고 지배주주의 사익추구행위에 대한 시장 감시 기능이 아직 충분히 작동하지 않고 있기 때문에 한시적으로 출자총액제한제도를 존치시킬 필요가 있다고 주장한다. 그리고 실질 소유권과 의결권의 괴리가 적은 기업에게는 출자총액제한제도를 완화시킬 것을 제안한다. 실제 정부는 2004년 12월 공정거래법 개정을 통해 소유·지배의 괴리도 또는 의결권 승수가 낮은 집단의 경우 출자총액제한제도로부터의 출입을 허용하였다.

비록 출자총액제한제도가 사용하고 있는 출자비율(순자산액 대비 출자총액의 비율)이라는 수단이 소유권과 의결권의 괴리와 매우 밀접한 관련을 갖고 있다고 하더라도 소유권과 의결권의 괴리 억제를 출자총액제한제도의 목적으로 삼는다면 당초 출자총액제한제도 도입의 입법취지를 살리지 못할 수가 있다.²⁴⁾ 즉, 소유·지배 괴리도(또는 의결권 승수)는 기본적으로 지배주주가 사익을 추구할 능력과 유인을 측정하는 지표이다. 즉, 기업에 대한 실질소유권이 낮을수록 사익추구의 유인이 커지고 의결권이 높을수록 사익추구의 능력이 커지기 때문이다. 즉, 이들 지표는 소액주주와 지배주주 간 “대리인의 문제”가 어느 정도 심각할 수 있는지를 나타내는 지표들인 것이다. 이러한 소유권과 의결권의 괴리 억제를 출자총액제한제도의 목적으로 삼는다는 것은 결국 “재벌문제”를 단순히 “대리인의 문제”로 이해한다는 것을 의미하고 이러한 이해는 결국 대리인 문제 해결에 필요한 사후적 시장규율이 출자총액제한제도를 대체할 수 있다는 주장으로 귀결될 수 있다.²⁵⁾ 실제로 재계에서는 증권집단소송법을 통과시키는 대신 출자총액제한제도를 폐지하자고 주장했다.²⁶⁾

24) 김진방(2007)은, 한 기업집단이 소속회사별 내부지분율의 평균을 그대로 유지하면서 출자비율의 평균을 낮추려면 소유지분율의 평균을 높여야 하고, 소유지분율의 평균을 그대로 유지하면서 출자비율의 평균을 낮추려면 내부지분율의 평균을 낮춰야 한다는 것을 이론적으로 보여주고 있다.

25) 양영식(2006)은, 대기업집단의 소액주주·지배주주 간의 ‘대리인 문제’는 회사정책의 목표이자 대기업집단 정책의 목표가 될 수 없다고 주장한다.

26) 소유·지배의 괴리도는 “대리인의 문제”뿐만 아니라 공정거래법상 “불공정거래행위”하고도

하지만 경제력 집중과 대리인 문제는 별개의 문제이다.²⁷⁾ 이하에서는 경제력 집중의 억제가 여전히 중요한 정책목표이고 이를 달성하기 위한 정책수단으로서의 출자총액제한 또는 그 개선된 형태가 계속 존치되어야 함을 강조하고자 한다. 먼저, 우리나라에서 경제력 집중현상은 계속 유지되거나 일부, 특히 상위재벌을 중심으로, 심화되고 있다. <표 4>의 Panel A는 1987~2006년의 20년 기간 동안 재벌집중도가 변화한 것을 매출액 및 총자산의 GDP대비 비중을 이용하여 보여 주고 있다. 8대 재벌의 매출액/GDP 및 총자산/GDP가 1990~1998년 기간 동안 꾸준히 늘다가 일시적으로 1999~2003년 기간 동안 감소한 뒤 다시 2004~2006년 기간 동안 늘어나고 있음을 보여주고 있다.²⁸⁾ 이상과 같이 4대 및 8대 재벌의 매출액 및 총자산의 GDP대비 비중을 중심으로 경제력 집중의 추이를 살펴보여서, Panel B에서는 기존 연구들에서 보고된 자료를 보이고 있다. Panel B.1에 보고된 이상호(2006)의 연구에 따르면 30대 재벌 전체의 일반집중은 1987~1996년 시기와 1997~2002년 시기를 비교할 때 외환위기를 전후로 한 시기에 있어서 유사하거나 약간 완화된 것으로 나타난다는 것이다. 그러나 상위재벌에 초점을 두는 경우에는 경제력 집중이 보다 심화된 것으로 나타난다. 그리고 Panel B.2에서 보고된 최정표(2006)의 경우도 삼성, LG, SK와 같은 대표적인 상위권 기업집단을 중심으로 살펴볼 때는 국가경제에서 이들이 차지하는 비중이 크게 증가하였음을 보고하고 있다. 또한 Panel B.3에 보고된 바와 같이, 집중지수 개념을 통하여 기업집단 내부의 집중도 정도를 보다 명확하게 살펴 본 최정표(2004)의 경우

밀접한 관련이 있다. 지배주주의 사익추구행위로 부당지원행위가 일어나고 이러한 행위가 경쟁 제한적 요소가 있을 경우 불공정거래행위가 되기 때문이다. 이와 관련하여 내부거래가 갖는 효율성제고 효과와 경쟁제한 효과를 비교하여 판단하는 것은 중요하다고 볼 수 있다. 이러한 측면에서 윤창호·최윤동(2007)은 내부거래에 대한 대법원의 부당성 판단기준이 궁극적으로 관련시장에 대한 경쟁저해 여부에 있고, 이러한 판단기준 설정은 공정거래법에 의한 부당내부거래 규제체계의 공신력을 제고시키고 회사법에 의한 민사소송과의 역할분담을 분명히 하는 효과가 있다고 지적한다.

- 27) 출자총액제한제도는 분명히 회사법상의 규율을 보완하는 여러 가지 효과가 있다. 소유 - 지배의 괴리도 축소 이외에 출자총액제한은 개별기업의 참호구축효과도 억제하는 효과가 있다. 이에 관해서는 임영재·성태윤·김우찬 외(2003) 및 박상인(2006)을 참조할 수 있다. 그러나 이미 지적한 바와 같이, 이러한 역할만으로 출자총액제한제도의 목적을 제한할 수는 없다.
- 28) 만약 계열 분리된 친족집단들을 포함하여 계산할 경우는 경제력 집중 정도가 더욱 심화되는 것으로 나타난다(경제개혁연대 2006a).

에도 재벌 내에서 상위재벌로의 경제력 집중이 심화되었음을 보고하고 있다. 둘째, 경제력이 집중되면 여러 가지 폐해가 있을 수 있는데 경제개혁연대(2006a)는 이를 3가지로 정리하고 있다. 즉, (i) 재벌부실화에 따른 국민경제적 위험, (ii) 경제성장의 장기적 역동성 잠식, 그리고 (iii) 政經官言 유착을 통한 민주주의 위협이 그것이다.²⁹⁾

먼저, “재벌의 부실화에 따른 국민경제적 위험”이다. 이는 우리가 외환위기 직후 경험적으로 알고 있는 위험이다. 경제개혁연대(2006a)에서는 1998년 2월 출총제 폐지에 따른 계열사 출자 확대가 1999년 대우그룹의 부도 및 2000년 현대그룹의 부실화에 기여한 바 있고 이로 인해 국민경제적 위험이 가중되었다고 지적하고 있다. 대우의 경우는 1998년 이미 기술적 부도 상태에 이르렀으나 그룹 내 계열사 간 출자를 통해 부실기업을 지원했었다. 1998년 1월부터 1999년 9월까지 대우그룹 12개 워크아웃 기업에 대한 계열사 출자는 무려 4조 3,444억 원에 이르고 이 중 92.7%에 해당하는 4조 281억 원은 대우자동차의 유상증자 시 (주)대우와 대우중공업이 현물출자로 참여한 것이다. 이러한 계열사 출자분은 피출자회사들이 워크아웃에 들어감에 따라 비수익자산으로서 출자회사의 손실로 이어졌고, 이는 부실채권의 증가를 통해 채권단의 손실 및 국민 부담으로 귀착하였다. 1998년 말 당시 (주)대우와 대우중공업의 자본총계 합계는 7조 8,905억 원으로 그 가운데 25%는 1조 9,726억 원에 불과해 출총제가 폐지되지 않았다면 계열사 출자를 통한 부실기업 지원은 상당히 제한되었을 것이다.

현대그룹은 외환위기 이후 감량경영을 통해 구조조정에 들어간 다른 재벌그룹과는 달리 오히려 공격적인 확장전략을 택하였다. 기아자동차, 한남투신, 한화에너지, LG반도체 등을 잇달아 인수하였을 뿐만 아니라 대규모 대북사업도 추진하였다. 경제개혁연대(2006a)에 따르면 당시 기아자동차는 16조원의 부채를 안고 있었고, 한남투신은 1998년 9월 말 현재 7,000억 원의 자본잠식 상태였다고 한다. 이러한 공격적 인수과정에서 현대그룹은 금융기관 차입, 회사채 발행 등을 대폭 늘려 재무구조가 급격히 악화되었고, 결국 2000년 경영권분쟁을 거쳐 부도

29) (i)과 (ii)는 표현이 다를 뿐 공정거래위원회가 밝히고 있는 출자총액제한제도의 3가지 목적 중 (ii) 중소·중견기업과의 불공정경쟁 차단, (iii) 계열사 동반부실화 및 금융채권시장의 시스템 리스트 방지와 연결될 수 있다.

상황에 몰리게 되었다. 문제는 이러한 과정에서 부실기업을 지원하기 위한 계열사 출자가 이루어졌다는 것이다. 1998년 1월부터 2001년 3월말까지 현대그룹의 5개 구조조정기업에 대한 계열사 출자는 2조 4,100억 원에 이른다. 만약 출총제가 폐지되지 않았다면 현대그룹의 지나친 확장전략은 제약을 받았을 것이며, 또 부실계열사의 구조조정을 지연시킬 수도 없었을 것이다.

둘째 폐해로 “경제성장의 장기적 역동성 잠식”을 지적할 수 있다. 경제력 집중 문제에 대한 재계 측의 반론은 일종의 “국가대표기업 육성론”으로 요약된다. 세계화된 무한경쟁시대에 국내기업이 외국의 기업에 밀리지 않고 겨룰 수 있다는 것은 분명 좋은 일이다. 하지만 이러한 “국가대표기업 육성론”이 이미 시장에 진입한 기업들의 기득권을 인정하기 위해 경기규칙을 수정하는 방향으로 변질된다면 이는 심각한 문제라고 하겠다. 재벌로의 경제력 집중을 통해 새로운 기업의 진입을 지나치게 방해하는 경우 혁신적인 기업의 등장을 억제하고 창조적 파괴라는 시장경제의 역동성을 잠식함으로써 경제의 장기적 성장에 부정적인 영향을 미칠 수 있다는 점을 지적할 수 있다.³⁰⁾ 출총제가 폐지될 경우 특히 혁신적인 중소기업의 성장에 부정적인 영향을 미칠 가능성성이 매우 높다. 계열사간 출자가 완전히 자유로워질 경우, 신규사업 진출 시 계열사는 기업집단의 힘(계열사간 거래를 통한 안정적인 구매처 확보, 브랜드의 공동 사용 등)을 지렛대 삼아 개별시장에서 독립적인 중소기업에 비해 용이하게 시장지배력을 형성할 수 있기 때문이다.

이러한 관점에서 재벌로의 경제력 집중은 창조적 파괴라는 시장경제의 역동성을 잠식할 수 있다. 독립기업이라면 퇴출되었을 상황에서도 기업집단 소속 계열사는 여타 계열사의 도움으로 시장에 잔존하는 경우가 있을 수 있기 때문이다. 또, 경영성과가 나쁜 경우에도 계열사 출자를 통해 형성된 높은 내부지분율로 인해 적대적 M&A 위협으로부터 자유롭다는 점 역시 퇴출을 저해하는 요소이다. 이는 스웨덴에서 전형적으로 나타나는 현상이다. 상명대 경제정책연구소(2004)에 따르면, 2000년 현재 스웨덴의 50대 기업 중에서 1970년 이후에 설립된 기업은 하나도 없다고 한다. 또한 예를 들어, Fogel, Morck, and Yeung(2007)은 이처럼 경제에 역동성이 사라지면 장기적 경제성장에 부정적인 영향을 미친다고 보

30) 경제개혁연대(2006a)를 참조할 수 있다.

고하고 있다. 이들은 1975~1996년 기간 동안 44개국의 대규모기업집단의 “안정성 지표”와 1990~2000년 기간 동안의 경제성장 간의 상관관계를 분석하였는데 대규모기업집단의 순위가 안정적일수록 1인당 GDP 성장률, 자본축적률, 그리고 총요소생산성 증가율이 낮다는 것을 확인하고 있다.

2) 부작용 : 실물투자 저해

재계는 그 동안 출자총액제한이 기업의 실물투자를 저해한다고 주장하였고, 이러한 논리가 받아들여져 결국 2002년 1월 출자총액제한은 구속력이 크게 약화된 규제가 되었으며 2007년 구속력이 없는 상태로 사실상 폐기되었다.

김현종·이인권(2005)은 출자총액제한제도가 폐지된 기간에 폐출자액 비율과 투자율이 유의한 관계를 나타낸다고 보고하고 있고, 곽만순(2006)도 출자총액규제 관련 변수가 기업투자율에 (-)의 효과를 가지는 것으로 보고하고 있다. 그러나 통계적 유의성이 낮아서 이를 통계적으로 확인하기는 어렵다는 점도 함께 지적하고 있다. 김진방(2003)도 출자총액제한제도가 대상 기업집단의 투자를 감소시킬 가능성성이 있음을 이론적으로 지적하고 있다. 그 가능성의 기본적인 관계는 다음과 같다. 외부 투자자에게 주식을 발행하여 투자자금을 조달하는 경우 내부지분율이 감소하므로 이를 막기 위해서는 계열사 출자를 늘려야 한다. 따라서 계열사출자를 하지 못하는 상황에서 내부지분율을 유지하기 위해서는 외부 투자자의 자금을 포기해야 되는데 바로 이런 이유로 투자 감소가 이루어질 수 있다는 것이다.

그러나 출자총액제한제도로 인해 대상기업집단의 실물투자가 실증적으로 감소하는지에 대해서는 여전히 논란이 존재한다. 계열사 출자와 실물투자 간에 유의적인 상관관계를 발견하지 못한다는 연구 역시 상당수 존재하기 때문이다(예를 들면, Lee and Lee 2002; 강철규·이재형 2007). 특히, 설사 대상기업집단의 실물투자가 감소하더라도 이것이 곧바로 국민경제 전체의 투자 감소로 직결되지는 않을 수 있다(김진방 2003). 이것은 출자총액제한제도에 따른 대상기업집단의 투자 감소가 다른 투자주체의 투자 증가로 대체될 수 있기 때문이다. 따라서 출자총액제한제도로 인해 해당 기업집단의 투자가 감소하였다라는 사실 자체만으로

는 출자총액제한제도의 폐지 논거가 되기는 어렵다.

더 나아가서는 출자총액제한제도로 인해 실물투자가 국가 전체적으로 줄어든다고 해서 이것만으로 출자총액제한제도의 폐지 논거가 될 수 없다. 출자총액제한제도는 사전적이고도 일률적으로 사업 활동을 정부가 규제하는 제도라는 점에서 경제적 손실(deadweight loss)이 반드시 수반된다. 문제는 이러한 손실이 “경제력 집중” 그리고 이에 따른 각종 폐해보다 더 심각하느냐에 달려 있다고 하겠다. 만약에 그렇지 않다면 출자총액제한제도는 여전히 존치시킬 필요가 있게 된다.

3) 규제의 실효성

경제력 집중억제라는 목적이 타당하고 실물투자를 저해하는 효과가 크지 않다고 하더라도 만약 출자총액제한이 목적을 달성하는데 실효성이 없다면 문제일 것이다. 박상인(2006)은 이론적으로 출자총액제한이 가공자본 형성방지에 실효성이 없을 수 있다고 지적한다. 즉, 출총제가 개별 계열기업 단위로 적용되므로, 기업집단 차원에서 출자단계를 늘리거나 순환출자를 통해 기업집단의 총출자액을 증가시킬 수 있다는 것이다. 김진방(2007)은 출자총액제도 설계상의 문제점을 지적한다. 즉, 공정거래법은 출자비율을 $(\text{취득가액} + \text{기준 출자액 합계}) / (\text{자본총계} - \text{타계열사 액면가액} + \text{기준 출자액의 합계})$ 으로 계산하는데 출자액을 순자산가액을 기준으로 하지 않고 액면가액 또는 취득가액으로 하기 때문에 자산재평가로 재평가적립금이 증가하거나 순이익의 내부유보로 이익잉여금이 증가할 경우 출자비율이 하락하고 이에 따라 추가 출자가 가능해지는 문제점이 있다는 것이다. 예컨대 A와 B의 자본총계가 동일한 비율로 증가하는 경우 B에 대한 A의 출자에 아무런 변화가 없으면 B에 대한 A의 출자비율도 변하지 않아야 하는데 출자액이 취득가로 계산되기 때문에 출자비율이 하락한다는 것이다.

이러한 “이론적” 또는 “설계상”的 문제점들에도 불구하고 실증분석결과들을 보면 출자총액제한제도는 어느 정도 규제로서의 실효성이 있었던 것으로 나타난다. 공정거래위원회에 따르면 출자총액제한이 폐지된 기간 동안에 30대 대규모 기업집단 소속 계열기업의 출자비율은 빠른 속도로 증가하였다. 즉 1998년 4월 29.8%였던 출자비율은 2001년 4월 35.6%로 증가하였다. 또, 박상인(2006)에

따르면 출총제 적용대상 기업들과 적용제외 및 예외인정 대상 기업들 간에 출자비율이 상당히 차이가 있다. 김진방(2007)은 순자산가 기준으로 출자비율을 계산하였는데 유사한 결과를 보여주고 있다. 즉, 출자총액제한이 폐지된 기간 동안(1998.1~2000.12) 4대 및 그 위성 재벌그룹의 경우 1.4%p, 5위 이하 6개 재벌그룹의 경우 16.4%p, 그리고 하위 재벌그룹의 경우 2.68%p 상승하였음을 보여주고 있다.

그러나 출자총액제도의 재도입 기간 동안(2001.4~)에 출자비율이 다시 하락했는지의 여부를 통해 출자총액제한제도의 실효성을 검증하기는 어렵다. 2002년 4월부터 적용대상 기업집단 축소, 적용제외 및 예외인정의 범위 확대로 사실상 구속력이 없는 규제가 되었기 때문이다. 김진방(2007)에 따르면 2000년 12월에서 2005년 12월까지의 기간 동안 출자비율은 줄어들지 않고 오히려 늘었다. 4대 및 그 위성 재벌그룹들의 경우 평균적으로는 소폭 출자비율이 감소하였지만 지주회사체제로 전환한 LG그룹이 출자총액제한으로부터 벗어나면서 출자비율이 4.96%p 증가하였고, 현대중공업도 순환출자로 인해 출자비율이 무려 25.55%p 증가하였다는 것이다. 이 기간 동안 5위 이하 6개 재벌그룹의 경우 평균적으로 출자비율이 13.21%p 증가하였고, 하위재벌그룹의 경우도 16.17%p 증가하였다. 김진방(2007)에 따르면 출자총액제한제도는 이 기간 동안 SK 그룹에 대해서만 유효한 제약이었다는 것이다.³¹⁾

2006년 기준으로 출자총액제한제도가 적용되는 14개 기업집단의 463개 계열사 가운데 출자규제를 면제받는 회사는 모두 120개 회사이다. 약 1/4에 해당한다. <표 5>는 2006년 출자총액제한제도의 적용제외 및 예외인정출자에 대한 정보를 나타내고 있다. 적용제외 및 예외인정에 해당하는 출자는 출자총액제한 기업집단의 출자총액 32.7조원 가운데 16.1조원으로 전체의 50% 내외에 해당한다. 2007년 4월의 법 개정 이후에는 출자총액제한제도 적용대상 기업집단이 자산 기준이 10조원 이상으로 변경되었고, 대상기업도 해당 기업집단 소속 회사 중 자산

31) 정세열(2005)은 기업집단을 지배하기 위하여 요구되는 지배주주 및 계열사간 출자지분의 합이 20%를 하회할 경우 지배주주로 하여금 개인지분을 보유할 유인을 갖지 않게 하므로 소유-지배 괴리도가 축소되지 않는다고 한다. 20% 지분은 출자한도가 25%일 때 계산된 것이다. 출자한도가 40%인 경우에는 동 지분이 30%가 되어 필요 내부지분율이 30%를 밀돌면 출자총액제한제도는 소유-지배 괴리도를 축소하는 효과가 없다.

2조원 이상인 회사로 한정됨에 따라 7개 기업집단 25개 기업에만 적용되고 있는 상태이다(<표 3> 참조). 또한 순자산 대비 출자한도도 40%로 확대된 상태여서 25개 회사 중 출자여력이 없는 회사는 2007년 11월 기준으로 2개사(금호석유화학 및 금호타이어)밖에 없는 상황이다. 2007년 4월 기준으로 자산규모 10조원 이상 그룹 중 출자비율이 25%를 넘는 그룹에는 SK(31.63%), 현대중공업(41.69%), 한화(43.70%), 두산(68.79%)이 포함된다.

3. 지주회사제도³²⁾

가. 외환위기 이후의 제도변화

공정거래법상의 지주회사란 주식(지분을 포함한다)의 소유를 통하여 국내회사의 사업내용을 지배하는 것을 주된 사업으로 하는 회사를 가리킨다.³³⁾ 1987년부터 1999년 중반까지는 이러한 지주회사의 설립 또는 이미 설립된 회사의 지주회사 전환은 허용되지 않았다(1986년 12월에 개정된 구 공정거래법 제7조의 2). 그리고 이를 위반한 자에 대해 정부는 2년 이하의 징역 또는 1억 원 이하의 벌금형을 내릴 수 있도록 하였고(구 공정거래법 제55조) 이미 설립된 지주회사에 대해서는 1년간의 유예기간을 주고 해소토록 하였다(구 공정거래법 부칙 제2조).³⁴⁾ 상호출자 금지, 출자총액제한, 금융보험사의 의결권 제한과 함께 재벌에의 경제력 집중 억제방안의 하나로 지주회사의 설립·전환이 금지된 것이다.

재계는 이러한 지주회사 설립·전환 금지에 대해 특별한 문제를 제기하지 않다가 1995년경 일본에서 지주회사 해금논의가 본격화되자 지주회사의 설립·전환을 요구하기 시작했다(이재형 2003). 특히 외환위기 직후에는 외국인과의 합작 지주회사의 설립을 통한 외자유치 및 비주력 사업부문의 분리·매각 등을 통한

32) 본 논문에서는 주로 일반지주회사를 중심으로 논의하고자 한다.

33) 1986년 12월 개정된 공정거래법 이후 “다른 국내회사의 사업내용을 지배하는 것이 주된 사업”이라는 것은 “다른 국내회사의 사업내용을 지배할 목적으로 소유하는 주식의 대차대조표 상의 장부가액의 합계액이 당해 회사 자산총액의 100분의 50 이상”인 경우를 가리킨다.

34) 이재형(2003) 및 양영식(2006)에 따르면, 1986년 12월 공정거래법 이전에는 지주회사의 설립 및 이미 설립된 회사의 지주회사 전환이 가능했으나 지주회사가 설립된 적은 없었다고 한다.

기업구조조정을 위해 지주회사의 활용 필요성이 새롭게 제기되었고, IBRD 및 OECD도 과도한 경제력집중을 초래하지 않는 조건으로 지주회사의 설립·전환을 권고함에 따라 마침내 1999년 2월 공정거래법이 개정되어 지주회사의 설립·전환이 허용되었다(김학현 2003; 정종인·박장호 2007).

그러나 정부는 지주회사 및 자회사에 대한 엄격한 행위제한을 통해 지주회사의 설립·전환이 자칫 경제력을 집중시키는 수단으로 악용되지 못하도록 하였다.³⁵⁾ 즉, 1999년 2월에 개정된 구 공정거래법에 따르면, 먼저 지주회사에 대해서는 (i) 부채액 상한(순자산액의 100%), (ii) 자회사 지분율 하한(비상장 50%, 상장 30%), (iii) 자회사 외의 국내회사 주식에 대한 지배목적소유 금지, (iv) 금융업·보험업을 영위하는 국내회사의 주식소유 금지(금융지주회사인 경우 비금융업·보험업을 영위하는 국내회사의 주식소유 금지) 등의 의무를 부과하였다.³⁶⁾ 그리고 자회사에 대해서는 (v) 국내회사 주식에 대한 지배목적소유 금지(사업관련성이 밀접한 경우는 예외) 의무를 부과하였다. 또 (vi) 지주회사가 설립·전환되기 위해서는 그 이전에 지주회사와 자회사의 모든 기존 채무보증을 해소토록 하였다.³⁷⁾ 1999년 지주회사의 설립·전환이 허용된 후 의미 있는 첫 제도변화는 2004년 12월의 법 개정을 통해 이루어진다.³⁸⁾ 즉, (i) 자회사간 출자금지, (ii) 지주회사의 비계열회사 주식소유 상한(5%), (iii) 자회사의 손자회사 지분율 하한(비상장 50%, 상장 30%), (iv) 지주회사 부채비율(100%) 요건에 대한 유예기간 연장(1년 → 2년) 등의 조치가 이루어진다. 행위제한의 완화라기보다는 모호했던 기준들을 명확히 했다는 점에서 긍정적으로 평가될 수 있다.³⁹⁾

35) 1999년 지주회사의 설립·전환을 처음으로 허용할 당시 행위제한은 자산총액이 100억원 이상인 회사에 대해서만 적용되었다. 동 자산총액기준은 2001년 3월 300억원으로 증액되었고, 다시 2002년 3월 1,000억원으로 증액되었다.

36) 지주회사제도와 관련하여, 현행 공정거래법상 8조의2제4항에 따르면, 금융지주회사는 일반 회사를 소유하지 못하고 일반지주회사는 금융회사를 소유하지 못하도록 규정되어 있다. 이러한 제도적 장치는 금산분리의 맥락에서 이해할 수 있는데 일반적인 금산분리에 대한 논의는 본 연구의 제Ⅲ장을 참조할 수 있다. 그리고 금융지주회사와 관련된 보다 구체적인 논의는 김상조(2003) 및 이건범·김우진(2005)를 참조할 수 있다.

37) 1999년 12월 출자총액제한제도가 부활하였으나 지주회사의 경우에는 적용이 되지 않았다.

38) 2001년 1월에도 법 개정이 있었는데, 이 때 지주회사의 자회사 지분율 하한과 관련하여 벤처 기업에 대한 특례(20%)가 허용되었다.

39) 2004년 12월 법 개정으로 자회사가 공동출자법인의 경우 상장회사와 동일한 30%의 자회사

그러나 지주회사에 대한 행위제한은 2007년부터 대폭 완화되기 시작한다. 재계의 강력한 요구 그리고 지주회사체계가 바람직한 기업집단의 바람직한 소유구조라는 인식이 정책당국자들 사이에 확산되면서 지주회사로의 전환을 유도하기 위한 조치들이 차례로 이루어졌다. 즉, 2007년 4월의 법 개정을 통해 (i) 지주회사 부채액 상한이 상향조정(순자산액의 100% → 200%) 되었고, (ii) 지주회사의 자회사 지분율 하한 및 자회사의 손자회사 지분율 하한이 하향조정(비상장 50% → 40%, 상장 30% → 20%) 조정되었으며, (iii) 행위제한에 대한 유예기간을 공정거래위원회의 승인을 얻어 2년간 재연장할 수 있도록 해 주었다.⁴⁰⁾ 2007년 8월의 법 개정에서는 (i) 손자회사의 사업관련성 요건이 폐지되었고 (ii) 증손자회사가 허용(100% 지분요건 전제)되었다.⁴¹⁾ 지주회사로의 전환을 유도하기 위한 불가피한 조치들이라고 하지만 경제력 집중의 수단으로 악용되지 않도록 엄격한 행위제한을 전제로 지주회사를 허용하겠다는 1999년도의 입장과는 큰 차이를 엿볼 수 있다.⁴²⁾

나. 지주회사 설립 · 전환 현황

2007년 8월말 현재 공정거래법에 따라 설립 · 전환된 일반지주회사는 총 36개에 이른다.⁴³⁾ 그리고 금융지주회사법에 따라 설립 · 전환된 금융지주회사도 4개가 있다.⁴⁴⁾ 36개 일반지주회사 중 상대적으로 그 규모가 큰 상호출자제한 기업집단은 15개이고 출자총액제한 기업집단은 3개에 이른다.⁴⁵⁾ 더 구체적으로 살펴

지분율 하한을 허용하였다.

40) 2007년 4월 법 개정으로 국외상장기업에 대해서도 20%의 자회사 지분율 하한을 허용하였다.

41) 2007년 8월 법 개정으로 민간투자사업 영위회사에 대해서는 지주회사의 비계열사 주식소유 상한(5%)을 면제시켜 주었다.

42) 지주회사 전환을 유도하기 위한 세제상의 각종 유인정책 및 행위제한의무에 대한 각종 유예 기간에 대해서는 정종인 · 박장호(2007)를 참조.

43) 2004년 22개사, 2005년 25개사, 2006년 31개사(자료 : 공정거래위원회).

44) 우리금융지주(2001.3), (주)신한금융지주(2001.9), 한국투자금융지주(2003.5), (주)하나금융지주(2005.12). 이 중 동원그룹으로부터 계열 분리된 한국투자금융지주만 재벌 형태의 기업집단에 해당된다.

45) 2007년 9월 1일 지주회사 체제로 전환된 CJ(주)를 포함시킬 경우 총 37개 일반지주회사 중 상호출자제한 기업집단 수는 16개에 이른다.

보면 우리나라 11대 재벌 중에서 이미 3개(SK, LG, GS)가 지주회사로 전환하였고, 1개는 일부가 전환되었으며(금호아시아 내 금호산업), 1개(두산)는 2005년 전환계획을 발표하였고, 2개(한화, 한진)는 전환이 예상되고 있는 상태이다. 따라서 11대 재벌 중 절반이 넘는 7개가 조만간 지주회사 체제를 갖출 것으로 보인다. 삼성, 현대자동차, 롯데, 현대중공업 그룹만을 제외하고 모두 지주회사 체제를 갖추게 되는 것이다.

다. 2007 지주회사 규제 완화의 문제점

2007년 공정거래법 개정으로 지주회사, 자회사, 손자회사에 대한 행위제한들이 대폭 완화되었는데 이에 따라 발생할 수 있는 문제점에 대해 논의해 보고자 한다. 이하에서는 (i) 지주회사 체제의 일반적인 폐해를 살펴보고, (ii) 지주회사 체제의 순기능을 검토한 뒤, (iii) 각종 행위제한들이 완화될 경우 지주회사를 지배하는 자의 지배력이 어떻게 확장될 수 있는지 그리고 자회사, 손자회사, 증손 자회사에 대한 지배주주의 현금흐름권은 어떻게 되는지 알아보고자 한다.

1) 지주회사 체제의 폐해

지주회사 체제 자체는 특별한 행위제한이 없다면 무한정 이어지는 피라미드형 출자구조를 통해 소액자본으로 거대자본을 지배할 수 있도록 해 주는 극히 왜곡된 소유·지배구조이다.⁴⁶⁾ 미국에서는 1920~30년대 공익사업지주회사가 이러한 피라미드형 구조를 가져 사회문제가 된 바 있었고, 일본에서도 1930~40년대 짜이바츠(Zaibatsu)가 이러한 피라미드형 구조를 갖고 있었다.⁴⁷⁾ 이러한 지배력 확장은 결국 공정경쟁의 제한 그리고 경제력 집중의 문제도 초래할 수 있다. 지주

46) 정책적 제약 이외에 지배대주주의 입장에서 무한정 이어지는 구조를 제약하는 요인으로 생 각해 볼 수 있는 점으로는 자회사의 배당과 지주회사의 부채에 따른 차입비용과의 관계와 같은 측면을 고려해 볼 수 있다.

47) 미국에서는 독점금지법, 세제(배당소득에 대한 이중과세), 공익사업지주회사법(PUHCA) 등을 통해 피라미드형 기업집단을 규제하였고, 일본에서는 1947년 지주회사 설립·전환이 금지되었다. 일본은 그러나 1997년 지주회사의 설립·전환을 다시 허용하였다(정종인·박장호(2007) 참조). 배당소득에 대한 이중과세에 관해서는 Morck(2005)를 참조할 수 있다.

회사는 이러한 “지배자본 절약효과”에 따른 문제 이외에도 “주주권의 간접화 효과”도 초래한다.⁴⁸⁾ 이는 주주의 사업자회사에 대한 권리인 지주회사를 통해 행사될 수밖에 없기 때문에 주주로서의 권리가 상당히 제한된다는 것을 의미한다. 소수주주의 권리행사는 지주회사에만 미치게 되며, 사업회사에 대해서는 지주회사를 통해 간접적으로 권리행사를 할 수밖에 없게 된다. 따라서 특별한 행위제한이 부가되지 않은 상태에서의 일반적인 지주회사 체제로의 전환은 기업이 선택할 수 있는 다양한 소유구조 가운데 하나이지 그 자체로는 결코 바람직한 현상이라고 볼 수 없다. 1999년 지주회사의 설립·전환을 허용할 때 엄격한 행위제한을 부가한 것도 이런 이유에서이다.

2) 지주회사 체제의 순기능

엄격한 행위제한을 조건으로 지주회사 설립·전환되는 경우에는 긍정적인 효과들이 있을 수 있다. 먼저, 손자회사는 지주회사의 주식을 취득할 수 없기 때문에 순환출자가 금지되어 외부자금유입 없이 이루어지는 극단적인 형태의 가공의 결권 또는 가공자본의 생성을 막는다.⁴⁹⁾ 둘째, 자회사간 출자가 금지되기 때문에 출자관계가 상대적으로 간단·명료해진다. <그림 1>은 지주회사로 전환되기 이전의 LG그룹과 지주회사 체제로 전환된 LG그룹 계열사의 소유지분관계를 나타내고 있다. 비교적 단순화된 소유지분관계를 통하여 각 계열사의 지배대주주에 대한 소유지분상의 위치를 비교적 쉽게 파악할 수 있다. 셋째, 법적 지위가 명확치 않은 구조본이나 비서실 등을 통한 비공식적 통괄조정 기능이 지주회사체제로 공식화되어 기업경영에 대한 책임소재가 보다 분명해질 수 있다.

그리고 일부에서는 기업집단이 지주회사 체제로 전환하게 되면 계열사 간 출자단계가 축소되어 다단계 출자에 따른 가공의결권 또는 가공자본의 생성이 제한될 것이라고 보기도 한다. 그러나 이는 공정거래법상의 지주회사제도에서는 타당하지 않은 주장이다. 현 공정거래법에 따르면 동일인이 지배하는 계열사가 지주회사 주식을 취득하는 것이 금지되어 있지 않다. 따라서 SK(주)가 지주회사

48) 이에 대한 자세한 내용은 이재형(2003)을 참조할 수 있다.

49) LG, SK 및 농심은 지주회사 전환으로 말미암아 순환출자 구조를 해소했다고 한다(정종인·박장호 2007).

로 전환되었지만 SK 그룹의 지배대주주가 지배하는 SK C&C는 여전히 SK(주)에 대해 11.6%의 지분을 갖고 있다. 또, CJ홈쇼핑은 그 자체로서 지주회사이지만 또 다른 지주회사인 CJ(주)의 자회사이기도 하다. 따라서 현행의 제도에서는 지주회사 체제로 전환한다고 해서 계열사 출자단계가 2단계(지주회사→자회사→손자회사)로 축소되는 것이 아니다. 따라서 지주회사 체제에서도 수많은 단계의 출자가 가능하고 이에 따라 가공자본 및 가공의결권이 여전히 생성될 수 있는 것이다. 김진방(2007)에 따르면 지주회사 체제로 전환한 LG의 경우 순자산 기준 출자비율이 1999년 48.38%에서 2005년 53.17%로 늘어났다고 한다.⁵⁰⁾ 또, 세아의 경우에도 순자산 기준 출자비율이 1999년 41.39%에서 2005년 63.07%로 늘어났다고 한다.⁵¹⁾

또 일부에서는 지주회사체제로 전환하게 되면 소유 - 지배의 괴리도가 자연스럽게 크게 낮아질 것이라고 생각한다. 김진방(2007)에 따르면 실제 LG의 경우 2000년 소유 - 지배 괴리도가 0.757이었으나 2003년에는 소폭 하락한 0.712를 기록하였다.⁵²⁾ 하지만 지주회사체제로의 전환과정에서 순환출자의 해소, 출자단계의 축소, 총수일가의 직접 지분 확대 등이 수반되지 않으면 소유 - 지배의 괴리도가 오히려 높아질 수도 있다. 정종인 · 박장호(2007)에 따르면 농심, 금호아시아나(금호산업의 전환), CJ(CJ 홈쇼핑의 전환) 그룹들의 경우에는 그룹 전체 또는 그 일부가 지주회사 체제로 전환된 이후 소유 - 지배의 괴리도가 오히려 늘어나기도 한다.⁵³⁾

50) 김진방(2007)에 따르면, 만약 LG가 지주회사 체제로 이행하지 않았으면 출자총액제한제도가 유효한 제약이 되었을 것이라고 지적한다.

51) 현금흐름권이 일정한 상태에서 출자비율이 늘어나면 소유 - 지배의 괴리도는 늘어난다. 출자 비율이란 순자산액 대비 출자총액의 비율이다. “순자산액 기준 출자비율”이란 공정거래법에 서와 같이 출자액을 계산할 때 “액면가액” 또는 “취득가액”을 사용하는 대신 “순자산가액”을 이용한 출자비율이다.

52) 김진방(2007)은 세 가지 종류의 소유 - 지배의 괴리도를 계산하고 그 평균을 이용하였다. 즉, (1 - 소유지분율/내부지분율), (내부지분율/소유지분율), (내부지분율 - 소유지분율)의 평균을 사용하였다. 소유지분율은 현금흐름권(cash flow rights), 내부지분율은 지배권(control right)에 해당된다.

53) 농심(28.8%→35.4%), 금호아시아나(28.8%→38.7%), CJ(35.1%→42.8%).

3) 부채상한 상향조정(100% → 200%)

甲은 “순수”지주회사 A에 대해 50%의 지분을 갖고 있고, 지주회사 A도 자회사 B에 대해 50%의 지분을 갖고 있다고 하자. 또, 지주회사 A는 부채비율이 자기자본의 100%이고 자회사 B는 부채가 없다고 가정하자. 그리고 甲은 지주회사 A에 50원을 투자한다고 하자. 이 경우 甲이 지배하는 자본의 총량을 쉽게 계산해 볼 수 있다. 갑이 지주회사 A에 50원을 투자해서 50% 지분을 확보하므로 지주회사 A의 자기자본은 100원이고, 부채비율이 100%인만큼 지주회사 A의 총자산은 200원이다. 또, 지주회사 A는 “순수”지주회사이므로 200원을 모두 자회사 B에 지분투자를 한다. 자회사 B에 대한 지주회사 A의 지분이 50%이므로 소액주주들도 200원을 투자하고 자회사 B는 부채가 없으므로 자회사 B의 총자산은 400원이다. 즉, 甲은 50원 투자해서 400원에 해당하는 자본을 지배하게 된다.

부채상한이 자기자본의 200%로 상향조정되면 甲의 지배력은 더욱 커진다. 지주회사의 자기자본이 100원인 것에는 변함이 없으나 부채비율이 200%인 만큼 지주회사 A의 총자산은 300원이 된다. 또, 지주회사 A가 300원을 자회사 B에 전부 지분투자하면서 50%의 지분을 확보한다는 것은 소액주주들도 300원을 투자한다는 것을 의미하고 자회사 B의 총자산은 결국 600원이 된다. 즉, 甲은 같은 50원을 투자하지만 200원의 자본을 추가로 더 지배하게 된다. 이은정(2007)에 따르면 부채상한의 상향조정은 두산그룹의 지주회사체제 전환을 용이하게 할 것이라고 한다. 즉, 2007년 9월말 현재 (주)두산의 부채비율은 250%이다. 만약 지주회사의 부채비율 상한이 100%였다면 (주)두산은 지주회사로 전환하는 데 많은 어려움이 있었겠지만 상한이 200%로 상향조정되면서 지주회사로의 전환이 훨씬 용이해졌다.

4) 자회사 지분율 하한 하향조정(50% → 40%, 30% → 20%)

앞의 예에서 부채비율이 그대로 100%인 상태에서 지주회사 A의 자회사 B에 대한 지분이 50%에서 40%로 줄어드는 경우를 살펴보자. 지주회사 A의 자산총계는 여전히 200원이고 지주회사 A는 “순수”지주회사이므로 200원을 모두 자회사 B에 지분투자를 한다. 자회사 B에 대한 지주회사 A의 지분이 40%이므로 소액

주주들은 300원을 투자하고 자회사 B는 부채가 없으므로 자회사 B의 총자산은 500원이 된다. 즉, 甲은 같은 50원을 투자하지만 100원의 자본을 추가로 더 지배하게 된다. 자회사 B에 대한 지분이 50%인 경우 자회사 B에 대한 지배주주 甲의 현금흐름권은 $25\% (=50\% \times 50\%)$ 이다. 그런데 자회사 B에 대한 지분이 40%로 하향조정되면 자회사 B에 대한 지배주주 甲의 현금흐름권은 $20\% (=50\% \times 40\%)$ 로 줄어들게 되어 자회사 B에 대한 지배주주 甲의 대리인 문제를 증대시킨다.

자회사의 현금흐름권이 줄어든다는 것은 지주회사의 지배주주 甲과 자회사 B의 소액주주들 사이에 이해상충의 소지가 커진다는 것을 의미한다. 즉, 甲의 입장에서는 현금흐름권이 상대적으로 낮은 자회사 B로부터 현금흐름권이 높은 지주회사 A로 부를 이전시킬 유인이 있는 것이다. 10원을 자회사 B로부터 지주회사 A로 부당하게 이전시킬 경우 갑은 자회사 B의 손해로 인해 2원만큼의 손해를 보지만 지주회사 A의 이득으로 인해 5원만큼의 이득을 보아 3원만큼의 순이득을 얻게 되기 때문이다. 또, 여러 자회사가 있고 각 자회사에 대한 지주회사 A의 지분율이 다를 경우 각 자회사에 대한 甲의 현금흐름권도 달라져 결국 현금흐름권이 낮은 자회사로부터 현금흐름권이 높은 자회사로 부당하게 부를 이전시킬 유인이 존재하게 된다.

이와 같이 매우 낮은 자회사 지분율은 미국의 지주회사들과 비교할 때 큰 차이가 있다. 임영재 · 성태윤 · 김우찬 외(2003)에 따르면 여러 사업을 영위하는 기업집단형태(business conglomerate)로서 우리나라의 재벌체제에 종종 비견되는 GE의 경우, 지주회사만 주식시장에 상장되어 있고 많은 자회사들은 모두 지주회사가 100% 지분을 보유한 비상장회사라는 것이다. 이 경우 두 가지 측면에서 긍정적인 효과가 발생한다. 하나는 지주회사 그룹 내의 거래로 인해 자회사로부터 지주회사에게로 또는 한 자회사에서 다른 자회사로 부가 이전된다고 하더라도 이익을 보는 주주도 없고 손해를 보는 주주도 없다는 것이다. 둘째, 자회사들이 모두 비상장이므로 자회사에는 소액주주들이 존재하지 않게 되고 따라서 지주회사 주주와 자회사 주주간의 이해상충문제가 존재하지 않는다. 그런데 GE와 같은 미국의 지주회사 체제도 자연발생적으로 존재하게 된 것은 아니다. 그리고 이러한 측면은 지주회사와 관련된 소유구조 정책 측면에서 시사하는 바가 크다. 이와 관련하여 Morck(2005)은 현재 미국 이외의 국가에서 많이 발견되는 피라미드 형

태의 소유구조가 미국의 기업집단 내에도 존재하였으나 기업간 배당에 대한 이 중과세 기타 조세정책 등을 통하여 현재의 지주회사 체제로 전환되었다는 사실을 지적하고 있다.⁵⁴⁾

이은정(2007) 및 이주영(2007)에 따르면 자회사 지분율 하한의 하향조정은 SK 및 한진중공업 그룹의 지주회사체제 전환을 용이하게 하였고, 한진 그룹의 지주회사체제 전환을 용이하게 할 것이라고 한다. SK그룹의 경우 SK(주)가 갖고 있는 SK 텔레콤 지분이 21.47%에 불과해 SK(주)가 지주회사가 될 경우 SK 텔레콤에 대한 지분이 법정 하한인 30%에 미달되는 문제가 있었으나 공정거래법 개정으로 별다른 조치 없이 자회사 지분율 요건을 충족할 수 있게 되었다. 한진중공업의 경우 자사주 18.51%를 보유하고 있어 한진중공업 홀딩스와 한진중공업의 인적분할 후 한진중공업 홀딩스가 한진중공업에 대해 18.51%의 지분을 갖게 되었는데 자회사 지분율 하한이 20%로 하향조정되는 바람에 1.49%의 지분만 추가 취득하면 요건을 충족하게 되었다. 한진 그룹의 경우에도 한진이 지주회사가 되는 경우 대한항공에 대한 자회사 지분율이 문제가 되는데 자회사 지분율이 20%로 낮추어지는 바람에 지배주주 일가가 보유하고 있는 대한항공 지분을 지주회사로 넘겨 어렵지 않게 자회사 지분율 요건을 갖출 수 있을 것으로 예상된다.

5) 사업관련성 요건 폐지

앞의 예에서 부채비율이 그대로 100%이고 지주회사 A의 자회사 B에 대한 지분이 그대로 50%인 상태에서 손자회사 C를 두는 경우에 대해 살펴보자. 자회사 B는 자산의 20%만 손자회사 C에 투자하고, 자회사 B의 손자회사 C에 대한 지분이 50%이며, 손자회사 C도 자회사 B와 마찬가지로 부채가 없다고 가정하자. 앞서 살펴본 바와 같이 자회사 B의 자산총계는 400원이다. 그런데 자회사 B는

54) 재벌 소유구조의 시장적 해소에 대해서도 생각해 볼 수 있다. 미국의 경우도 1980~1990년대 다각화된 형태의 기업집단(business conglomerate)이 해소된 경우가 있었는데, 이러한 형태의 기업집단에 대한 가치저하가 있었을 때 LBO 등 적대적 인수합병이 중요한 수단으로 역할하였다. 그런데 Lee, Peng and Lee(2007)의 연구는 한국 재벌의 경우에 제도적 변화 가운데 다각화 할증(diversification premium)이 다각화 할인(diversification discount)로 전환되는 과정을 보여 주고 있다. 따라서 이러한 경우에 적대적 인수합병과 같은 시장적 해소의 방법을 원활하게 할 수 있도록 하는 것이 특히 중요한 의미가 있을 수 있다.

자산의 80%는 자체 사업에 사용하고 나머지 20%인 80원만을 손자회사 C에 투자한다. 손자회사 C에 대한 자회사 B의 지분이 50%이므로 소액주주들도 80원을 투자하고 손자회사 C는 부채가 없으므로 손자회사 C의 총자산은 160원이 된다. 즉, 甲은 같은 50원을 투자하지만 80원의 자본을 추가로 더 지배하게 된다.

손자회사 C에 대한 지배주주 甲의 현금흐름권은 $12.5\% (=50\% \times 50\% \times 50\%)$ 이다. 손자회사 C에 대한 지배주주 甲의 대리인 문제는 자회사 B에 대한 지배주주 甲의 대리인 문제가 보다 더 심각하다. 이은정(2007)에 따르면 사업관련성 요건 폐지는 두산그룹의 지주회사체제 전환을 용이하게 할 것이라고 한다. 즉, 두산이 지주회사가 되는 경우 두산중공업이 자회사가 되고, 두산산업개발이 손자회사가 되어 두산산업개발이 두산중공업과 사업관련성이 있는지가 관건이었으나 손자회사의 사업관련성 요건이 폐지됨에 따라 그 문제가 자동으로 해결된 것이다.

6) 증손자회사 허용

앞의 예에서 부채비율이 그대로 100%이고 지주회사 A의 자회사 B에 대한 지분이 그대로 50%이며, 손자회사 C가 있는 상태에서 증손자회사 D를 두는 경우를 살펴보자. 자회사 B는 자산의 20%만 손자회사 C에 투자하고, 자회사 B의 손자회사 C에 대한 지분이 50%이며, 손자회사 C도 자회사 B와 마찬가지로 부채가 없다고 가정하자. 그리고 손자회사 C도 자산의 20%만 증손자회사 D에 투자하고, 손자회사 C의 증손자회사 D에 대한 지분이 100%이며, 증손자회사 D는 자회사 B 및 손자회사 C와는 달리 100%의 부채가 있다고 가정하자. 앞서 살펴본 바와 같이 손자회사 C의 자산총계는 160원이다. 그런데 손자회사 C는 자산의 80%는 자체 사업에 사용하고 나머지 20%인 32원만을 증손자회사 D에 투자한다. 증손자회사 D에 대한 손자회사 C의 지분이 100%이므로 소액주주들은 없고, 증손자회사 D는 부채가 100%이므로 증손자회사 D의 총자산은 62원이 된다. 즉, 甲은 같은 50원을 투자하지만 32원의 자본을 추가로 더 지배하게 된다.

증손자회사 D에 대한 지배주주 甲의 현금흐름권은 $12.5\% (=50\% \times 50\% \times 50\% \times 100\%)$ 이다. 증손자회사 D에 대한 지배주주 甲의 대리인 문제는 손자회사 C에 대한 지배주주 甲의 대리인 문제와 수준이 비슷하지만 대리인 문제가 심각한 회

사가 하나 더 증가했다는 데에 문제가 있는 것이다. 이은정(2007)에 따르면 증손 자회사의 허용은 두산그룹의 지주회사체제 전환을 용이하게 할 것이라고 한다. 즉, 앞서 설명한 바와 같이 두산이 지주회사가 되는 경우 두산중공업이 자회사가 되고, 두산산업개발이 손자회사가 되는데 증손자회사가 허용되지 않으면 두산산업개발이 100% 지분을 갖고 있는 세재개발, 두산큐베스, 렉스콘 등을 처분해야 하나 증손자회사가 허용됨에 따라 그럴 필요가 없게 된 것이다.

4. 비상장계열사와 관련된 정책

가. 외환위기 이후의 제도 변화

공정거래위원회는 2004년 12월 28일 상호출자제한 기업집단의 자세한 소유지분 구조를 공개하였고 그 이후 매년 7·8월 이를 공개하고 있다. 그 이전까지는 동일인(총수) 및 동일인 관련자(친인척, 임원, 비영리법인, 계열사)의 지분현황만 공개해 왔는데 2004년 12월부터는 친인척 지분을 4개 범주로 세분화하여 비실명으로 공개하고 계열사간 출자관계를 행렬형태로 공개하고 있다. 또, 2004년 12월의 공정거래법 개정으로 상호출자제한 기업집단 소속 비상장회사들은 소유지배구조, 재무구조, 경영활동과 관련된 공시의무가 부과되었다.⁵⁵⁾ 공정거래위원회는 보도자료를 통해 비상장회사 공시의무 부과의 목적을 “투자자 및 이해관계자들에게 기업집단의 정보를 투명하게 알려 시장 참여자의 올바른 판단을 유도함으로써 시장감시기능을 강화하기 위한 것”이라고 밝히고 있다.

나. 비상장계열사 공시의무 부과의 논거

이러한 공개정책과 관련하여 그 필요성이 인정된다. 먼저, 기업집단에 대한 규율을 점차 사전적 소유구조 규제에서 사후적 사법 또는 시장규율로 이행시키고자 한다면 대규모기업집단 소속 비상장회사에 대한 공시는 매우 중요하다. 기업

⁵⁵⁾ 금융업 또는 보험업을 영위하는 회사 및 직전 사업연도의 자산총액이 70억원 미만인 회사로서 청산 중에 있거나 1년 이상 휴업 중인 회사는 제외된다.

집단에 대한 사법규율 중 하나가 이중(다중)대표소송제도인데 동 제도의 실효성을 담보하기 위해서는 계열사간 정확한 출자관계는 물론이고 해당 비상장회사의 재무구조 및 경영활동상의 중요한 변동이 공개되어야 하기 때문이다.⁵⁶⁾

둘째, 동일인(총수)의 지분이 높은 비상장회사의 불공정거래행위가 계속 증가하고 있어 이들 회사들로부터 보다 많은 정보가 공시되어야 한다. 즉, 공정거래법상의 주요 정책 중 “기업결합의 제한 및 경제력집중 억제”가 아닌 “불공정거래행위의 금지”와 관련하여서도 비상장회의 공시의무 부과는 중요한 의미를 갖고 있는 것이다.⁵⁷⁾ 특히 비상장회사를 포함한 계열사 간 출자행렬이 공개로 각 계열사의 소유 - 지배 괴리도(또는 의결권 승수)를 보다 정확하게 측정할 수 있게 되었고 이에 따라 어느 계열사에서 어느 계열사로 불공정거래행위가 이루어질 가능성이 높은지 파악하기 용이해졌다.⁵⁸⁾

셋째, 대규모기업집단 소속 비상장회사의 수가 적다면 모르겠으나 기업공개비율(회사 수 기준)이 18.6%에 불과한 상태에서는 대규모기업집단 소속 비상장회사에 대한 공시의무 부과가 필요하다.⁵⁹⁾ 상호출자제한 기업집단 중 2007년 4월 기준으로 하이트맥주, 효성, 한진중공업은 상장회사가 각각 1개씩밖에 없고, 부영의 경우에는 단 1개의 상장회사도 없다.

56) 사법 및 시장규율은 회사법상의 규율이기 때문에 공정거래법에 비상장회사 공시에 관한 규정을 둘 필요가 없다고 주장할 수 있다. 그러나 기업집단의 존재를 상정하고 있지 않은 현재의 상법 및 증권거래법에 이와 관련된 규정을 두는 것이 더욱 어렵다고 볼 수 있다.

57) 경제개혁연대(2006b)는 2006년 4월 6일 경제개혁연대(구 참여연대 경제개혁센터)가 발표한 「38개 재벌 총수일가의 주식거래에 대한 보고서」에서 회사기회의 유용행위로 제시된 사례 중 16개 기업집단의 지배주주 일가 44명을 대상으로 이들이 회사기회 유용을 통해 벌어들인 이익을 계산한 바 있다.

58) 비상장회사의 소유구조관련 정보의 유무가 소유 - 지배괴리도 측정에 미치는 영향에 관해서는 Kim, Lim, and Sung(2007)을 참조할 수 있다.

59) 2007년 4월 상호출자제한 기업집단의 기업공개비율은 18.6%이고 출자총액제한 기업집단의 기업공개비율은 21.05%이다.

III. 금산분리정책

금산분리정책은 기본적으로 비금융주력자 또는 산업자본에 대한 정책이지만 재벌이 비금융주력자의 요건을 갖추고 있기 때문에 금산분리정책은 결국 정부 재벌정책의 중요한 축을 이루고 있다.⁶⁰⁾ 금산분리에 관한 정부의 현행 정책은 (1) 산업자본의 은행소유를 제한하는 은행법 및 금융지주회사법상의 은산분리정책, (2) 금융의 산업자본 지배를 금지하는 금산법상의 정책, (3) 재벌계열 금융보험사의 의결권행사를 제한하는 공정거래법상의 정책, 그리고 (4) 재벌계열 소속 비은행금융기관에 대한 자산운용상의 여러 가지 행위(신용공여, 출자 등)를 제한하는 개별 설립근거법상의 정책으로 대별된다.⁶¹⁾ 이하에서는 (1)~(3)번에 해당되는 정책들에 대해 주로 논의하고자 한다.⁶²⁾

1. 은행법 및 금융지주회사법상의 은산(銀產)분리정책

가. 외환위기 이후의 제도변화

외환위기 이후 정부의 은산분리정책은 한 차례 중요한 변화를 겪는다. 정부의 은행법 개정법률안이 2002년 4월 국회를 통과함에 따라 그 동안 4%로 둑여 있던 산업자본의 은행 및 은행지주회사 소유한도가 10%로 상향조정되었고(다만, 4% 초과지분에 대해서는 의결권 제한), 2년 이내에 “비금융주력자가 아닌자”(이하 “금융주력자”라 한다)로 전환하기 위한 계획을 금융감독위원회에 제출하

60) “은행법” 제2조 및 “금융지주회사법” 제2조에서 ‘비금융주력자’는 다음 항목 중 하나에 해당하는 자를 의미한다 : (가) 비금융회사의 자본총액(대차대조표상 자산총액에서 부채총액을 차감한 금액)이 기업집단 자본총액의 25% 이상에 해당하는 경우; (나) 비금융회사 자산총액이 2조원 이상으로서 대통령령이 정하는 금액 이상인 경우; (다) “자본시장과 금융투자업에 관한 법률”에 따른 투자회사로서 (가)와 (나)에 해당하는 자가 그 발행주식총수의 4%를 초과하여 주식을 보유하는 경우의 해당 투자회사.

61) 금융자본과 산업자본의 분리에 관한 일반적 경제학적·법학적 이론적 논의에 대하여는 전성인(2004)을 참조할 수 있다.

62) (4) 개별 설립근거법상의 정책에 대해서는 III.4 금산분리 관련 기타 논점에 포함하여 다룬다.

여 승인을 얻은 경우에는 10%를 초과하여 은행 및 은행지주회사의 주식을 보유할 수 있게 되었다. 법개정으로 은산분리의 원칙이 다소 완화되기는 하였으나, 비금융주력자의 개념이 구체적으로 도입되었다는 점에서 구 은행법보다는 진일보한 형태를 취하고 있다고 볼 수 있다. 즉, 구 은행법은 산업자본의 은행주식 소유를 규제하기 위해 모든 내국인에게 4%라는 엄격한 소유규제를 부과했던 것이다.⁶³⁾ 개정 은행법은 동일인 한도조항(제15조)과 비금융주력자의 주식보유제한 조항(제16조의2)을 별도로 두어 금융주력자인 경우에는 은행 소유가 가능하도록 길을 열어 주었다.

2004년에는 사모투자전문회사와 관련된 규정들을 간접투자자산운용법에 신설하는 과정에서 정부의 은산분리정책의 완화 논의가 있었다. 즉, 2004년 5월 정부가 발표한 입법예고안은 재벌 계열사의 사모투자펀드 투자비율이 4%를 초과하더라도, 유한책임투자자로 참여하고 투자비율이 10% 이하인 경우에는 산업자본으로 간주하지 않는다고 규정하려고 하였으나 시민단체들의 강력한 반대로 산업자본 요건이 확대되었다.⁶⁴⁾ 즉, 사모투자전문회사를 통한 재벌의 은행소유는 제한하도록 되었다.

나. 은산분리 완화주장과 그 문제점

은산분리와 관련하여 가장 중요한 정책과제는 이를 대폭 완화할 것인가 아니면 이를 유지할 것인가에 있다. 은산분리 완화에 대한 논의는 일부 재계·정계·관계에서 제기되고 있는데, 은산분리 완화 주장의 근거는 대한상공회의소(2007) 보고서를 통해 살펴볼 수 있다. 동 보고서는 그 완화 근거로는 주로 (i) OECD 국가 중 우리나라가 가장 엄격한 은산분리 정책을 유지하고 있고, (ii) 산업대출

63) 이에 대한 자세한 내용은 전성인(2005a)을 참조할 수 있다.

64) 간접투자자산운용법 제144조의 16은 (1) 산업자본이 유한책임사원으로서 사모투자전문회사 출자총액의 10%를 초과하여 지분을 보유한 경우, (2) 산업자본이 유한책임사원으로서 사모투자전문회사 출자총액의 4~10%의 지분을 보유한 경우로서 최다출자자인 경우, (3) 산업자본이 무한책임사원인 경우, (4) 동일 대규모기업집단 소속계열사들의 지분 합계가 사모투자전문회사 출자총액의 30%를 초과하는 경우 해당 사모투자전문회사를 비금융주력자로 보고 있다.

은행을 통해 미국에서도 예외를 인정하고 있으며, (iii) 은행 민영화와 국내민간 자본육성 그리고 (iv) 취약한 은행산업의 경쟁력 제고를 위해 은산분리의 완화가 필요하며, (v) 은산결합에 따른 부작용 발생 가능성 외환위기 이후 감소했다는 점을 지적하고 있다. 그 각각의 논의에 대해 구체적으로 살펴보면 다음과 같다:

1) 국제적 기준으로서의 은산분리

우리나라가 OECD 국가 중 가장 엄격한 형태의 은산분리 정책을 유지하고 있다는 주장과 관련하여, 대한상공회의소(2007) 보고서는 전 세계 150개국의 72% 그리고 28개 OECD 국가의 75%가 산업자본의 은행소유를 허용하고 있어 우리나라가 은산분리에 관해 지나치게 엄격한 정책을 고수하고 있다고 주장한다. 그러나 이는 국가 단위의 분석결과이고 은행 단위의 분석에서는 다른 상황이 보고된다. 즉, 세계 100대 주요 은행의 소유구조 자료를 분석한 이병윤·이석호(2006)에 따르면 산업자본 지분의 합계가 10% 이상인 은행이 겨우 18개에 불과하다고 한다. 보다 중요한 사실은 산업자본의 은행소유가 허용되어 있는 영국, 일본, 프랑스 등의 국가들에서도 산업자본이 지배하는 은행은 100대 은행들 중에서 거의 포함되어 있지 않다는 사실이다. 이는 결국 산업자본에 의한 은행지배를 국제적 기준에 의한 보편적인 소유지배 형태로 받아들이기는 어렵다는 사실을 나타내고 있다.

2) 미국의 은산분리정책

두 번째 주장과 관련하여 대한상공회의소(2007) 보고서는 미국이 산업대출은행(industrial loan company)에 대한 산업자본의 소유를 허용함으로써 금융·산업 간 동반성장을 피하고 있다고 주장하고 있다. 그러나 이는 미국 금융 감독당국과 의회의 최근 움직임과는 다른 주장이라고 생각된다. 기본적으로 산업대출은행은 주정부에서 설립허가를 주지만(state-chartered) 예금보험의 혜택을 받을 수 있는 (FDIC-insured) 소규모 은행이다. 따라서 은행지주회사법(Bank Holding Company Act)에 의거한 연방정부의 감독을 받지 않는다. 연방정부 입장에서는 감독의 사각

지대(loophole)에 있는 은행이고 은산분리의 예외에 해당되는데 이러한 문제점은 2005년 9월 미 의회소속 General Accounting Office(GAO) 보고서를 통해 이미 지적되었고, 산업대출은행에 있어서도 은산분리 원칙을 지켜야 한다는 2006년 Greenspan 및 Bernanke 전·현직 미연방준비제도이사회 의장들의 미 하원 서신 답변들을 통해서도 은산분리에 대한 미국 감독당국의 변함없는 확고한 의지를 재차 확인할 수 있다. 이러한 배경하에서 미국 연방예금보험공사는 2006년 7월부터 산업자본이 소유하고 있는 산업대출은행의 설립허가 신청을 거부하고 있으며, 미 하원은 산업자본이 소유하고 있는 산업대출은행의 확대를 억제하기 위한 Industrial Bank Holding Company Act of 2007을 2007년 1월 발의하였다. 동 법안은 같은 해 5월 압도적인 지지로 하원을 통과하였고 현재 상원에 계류 중이다. 상원도 별도의 유사법안을 만들어 현재 하원발의 법안과 함께 논의 중에 있다. 법안들이 양당 모두로부터 지지를 받고 있는 만큼 상원 통과는 거의 확실시되고 있는 상황이다.

3) 국내금융자본 육성

대한상공회의소(2007) 보고서는 세 번째 주장과 관련하여 7개 시중은행의 외국인 지분율이 2007년 6월말 현재 73.6%에 이르고, 외국인 지분이 50%를 상회하는 시중은행(이하 “외국계 은행”이라 한다)이 전체 은행자산의 56%를 지배하고 있다는 사실을 지적하면서 국내민족자본 육성차원에서라도 산업자본의 은행 진출이 허용되어야 한다고 주장하고 있다. 문제는 재벌 계열사들이 시중은행(예컨대, 아직 민영화되지 않은 우리은행)을 인수하더라도, 이상에서 언급한 것과 동일한 맥락에서 국적은행의 탄생으로 보기는 어렵다는 점이다. 시중은행을 인수할 만한 규모의 재벌계열사들도 이미 외국인 지분율이 50%에 육박하기 때문이다.⁶⁵⁾ 시중은행 지분의 50%를 국내 재벌 계열사들이 인수하고 해당 시중은행의 외국인 지분이 우리나라 상장회사 평균인 35%에 이른다면 동 시중은행의 현금흐름상의 실질적 외국인 지분은 60%(= 35% + 50%(1/2))에 이르게 된다. 즉, 대

65) 2007년 11월 29일 현재 삼성전자, 현대자동차, 그리고 SK 텔레콤의 외국인 지분은 각각 48%, 34%, 그리고 47%에 이른다.

한상공회의소 기준에 따르면 시중 은행을 재벌계열사가 인수하더라도 “외국계 은행”이 되는 것이다. 또, 국내민족자본 육성이 산업자본의 은행소유를 통해서만 이루어지는 것도 아니다. 국내금융자본을 육성시켜 이를 통해 국적은행을 탄생시키는 대안도 존재하고 이를 위한 노력이 선행되어야 하기 때문이다. 동일한 맥락에서, 금융자본이 아닌 외국의 산업자본에게도 은행을 소유하도록 허용해 주어야 하는지에 대해서도 의문이 들 수 있다. 즉, 은행 또는 은행지주회사에 대한 소유 지분 제한을 완화시키면 국내 산업자본뿐만 아니라, 외국 산업자본에 의한 소유도 인정할 수밖에 없는 문제가 발생한다. 결국 은행의 외국자본 소유를 문제라고 인식한다면 외국자본에 대한 규제를 부가할 것인가 문제가 되는 것이지 산업자본의 은행 소유를 허용하는 것이 이의 해결책이라고 이야기하기는 어렵다.

4) 재벌계열 비은행금융기관들의 경험

네 번째 주장과 관련하여 대한상공회의소(2007) 보고서는 우리나라 은행산업의 경쟁력이 세계 37위 그리고 생산성지수가 100에 불과하고 국내시장에서의 수익이 전체수익의 대부분을 차지(전체수익의 97%) 한다는 점을 지적하면서 은행 산업의 경쟁력 제고를 위해서는 그 동안 세계무대에서 경쟁력을 입증한 산업자본의 은행업 진출이 허용되어야 한다고 주장하고 있다.⁶⁶⁾ 하지만 이는 제조업과 금융업이 산업적 성격이 상당히 다르다는 것을 간과한 것이다. 제조업에서 초우량기업을 탄생시켰다는 자체가 은행업에서도 초우량기업을 탄생시킬 것이라고 기대하기는 어렵다. 만약 산업자본이 은행업에 진출했을 때의 성공 가능성을 가늠하기 위해서는 산업자본이 그 동안 얼마나 제2금융권에서 성공적이었는지 살펴보는 것이 타당할 것이다. 그런데 재벌계열의 증권, 보험, 자산운용회사 가운데 제조업에서처럼 세계무대에서 그 경쟁력을 입증한 초우량 금융기관은 존재한다고 보기 어렵다. 더욱이 외환위기 기간 동안의 종합금융사 사태, 외환위기 이후의 신용카드사태 등을 고려한다면 오히려 산업자본의 은행업 진출은 은행산업에 문제를 초래할 가능성도 있다.

66) 경쟁력 순위는 IMD보고서, 생산성 지수는 OECD 2005년 부가가치 기준이다. 일본, 미국, 영국, 룩셈브르크의 생산성지수는 각각 154, 161, 160, 그리고 282에 이른다.

5) 사적편의 추구수단으로 전환될 가능성

대한상공회의소(2007) 보고서는 다섯 번째 주장과 관련하여 산업자본은 외환 위기 이후 재무구조 개선 및 현금보유 증가 등으로 인해 은행을 인수하더라도 은행을 사금고할 유인이 없으며 특수 관계인에 대한 신용공여 제한, 엄격한 대주주 적격성 심사, 공정거래법의 엄격한 집행 등으로 인해 사금고화 우려가 희박하다고 주장한다. 먼저, 재무구조의 개선과 현금보유의 증가가 있었던 것은 사실이다. 그러나 이러한 현재의 재무적 상황이 미래에도 계속될 것으로 보장하기는 어렵다는 것이다. 또한 재무구조의 개선과 현금보유의 증가는 평균적으로 그렇다는 것인지 모든 기업이 그렇다는 것은 아니기 때문에, 계열사 간에 차이가 존재한다면 부당내부거래의 유인은 여전히 상존하고 있다. 그리고 설사 재무구조 개선 및 풍부한 현금유동성으로 인해 계열회사에 대한 지원유인이 없다고 하더라도 지배대주주들에 대한 지원유인마저 없다고는 볼 수 없다. 예컨대 은행자산을 이용해서 경영권 위협을 받고 있는 다른 계열사의 주식을 인수함으로써 지배대주주의 경영권을 강화시킬 유인은 얼마든지 있다고 보아야 할 것이다. 또한 (i) 신용공여제한 등 행위제한이 법령상 규정되어 있다고 하더라도 제2금융권에서 부당내부거래가 여전히 근절되지 않고 있다는 현실, (ii) 론스타(Loan Star)의 외환은행 인수에서 나타난 바와 같이 대주주 적격심사에 관련된 논란, (iii) 일부 재벌계열 금융기관의 금산법 위반이 지속되는 문제 등을 고려하면 은행의 사금고화 가능성은 여전히 높다고 볼 수 있다.

6) 국내자본에 대한 역차별 문제

은산분리 완화를 주장하는 측에서는 엄격한 은산분리가 국내자본에 대한 역차별로 작용하고 있다고 주장한다. 즉, 외국계 사모펀드들의 경우 금융기관뿐만 아니라 비금융기관에 대해서도 지분을 갖고 있어 국내 산업자본과 마찬가지로 비금융주력자라고 할 수 있는데 그럼에도 불구하고 제일은행 및 외환은행의 인수가 허용되었다는 점에서 역차별이라는 것이다.⁶⁷⁾ 그러나 산업자본을 정의한 은

67) Newbridge Capital의 경우 제일은행 주식을 2005년 1월까지 보유하고 있었고 하나로텔레콤 주식을 2003년 10월부터 보유하고 있다. Loan Star의 경우 극동건설 주식을 2003년 4월부터

행법 제2조와 산업자본의 은행소유를 제한한 은행법 제16조의2를 살펴보면 국적에 따른 차별규정은 전혀 없다.⁶⁸⁾ 즉, 외국인이라고 하더라도 산업자본이면 은행소유에 있어서 국내 산업자본과 동일한 제한을 받게 되어 있다. 문제는 내·외국인 차별 없이 은산분리의 원칙을 규정한 은행법이 아니라 은행법 시행령 제8조 제2항을 자의적으로 해석하는 것이 문제의 소지가 있다는 것이다. 시행령 제8조 제2항에 따르면 금융감독위원회는 부실금융기관의 정리 등 특별한 사유가 있다고 인정되는 경우에는 시행령 제5조의 요건을 갖추지 아니한 경우에도 한도초과 주식보유의 승인을 할 수 있다. 그런데 시행령 제5조는 은행법 제15조상 동일인이 10%를 초과하여 은행주식을 소유하고자 할 때 금융감독위원회의 승인요건을 정한 조문이다. 비금융주력자에 대해서는 제16조의2라는 별도의 조항이 있는 만큼 제15조는 금융주력자에게만 적용되는 조항이라는 점에서 시행령 제8조 제2항도 금융주력자에게만 적용되는 조항이라고 할 수 있다. 따라서 이러한 관점에서 금융주력자라고 할 수 없는 투자자에게 은행법 시행령 제8조 2항에 근거하여 외환은행을 매각한 것은 그 자체가 문제의 소지가 있는 것이지, 이를 은행법 상에서의 국내자본에 대한 일반적인 차별을 규정하고 있다고 보기는 어렵다.⁶⁹⁾

2. 금산법상 금융의 산업자본 지배 금지정책

금융산업의 구조개선에 관한 법률(이하 “금산법”이라 한다)은 1991년 제정된 “금융기관의 합병 및 전환에 관한 법률”的 법명 변경과 전문개정을 통해 1997년 1월 탄생했다. 제1조에 밝히고 있듯이, 금산법은 금융기관의 합병·전환 또는 정리

2007년 8월까지 보유하고 있었고 외환은행 주식을 2003년 11월부터 보유하고 있다.

- 68) 은행법 제16조의2 제3항에서 외국인에 대한 규정이 나오나 이는 내국인 차별규정이 아니라 차별이 있는 경우 이를 시정하기 위한 규정이다. 즉, 외국인이 만일 무슨 이유로 은행의 주식을 많이 가지고 있을 경우에는 내국인이건 외국인이건 구분하지 않고 모든 비금융주력자는 그 외국인의 은행주식 소유비율을 초과하지 않는 범위 내에서 은행주식을 소유할 수 있도록 허용한 것이다. 이에 관한 자세한 내용은 전성인(2004)을 참조할 수 있다.
- 69) 제일은행의 경우가 해당되는 구 은행법에서는 비금융주력자와 금융주력자의 구분이 없었기 때문에 시행령 제8조 제2항이 비금융주력자에게도 적용된다고 볼 수 있다(이에 대한 자세한 내용은 2007년6월12일 및 2007년9월5일자 경제개혁연대(2007a; 2007b) 보도자료를 참조할 수 있다).

등 금융산업의 구조개선을 지원하여 금융기관간의 건전한 경쟁을 촉진하고 금융업무의 효율성을 높임으로써 금융산업의 균형 있는 발전에 이바지함을 목적으로 하고 있다. 재벌정책과 관련하여 금산법이 중요한 의미를 갖는 이유는 금산법 제24조에서 금융기관을 통한 기업결합을 제한하고 있기 때문이다.⁷⁰⁾ 현행 제24조를 보다 구체적으로 살펴보면 제1항은 다음과 같이 규정하고 있다. “금융기관 및 그 금융기관과 같은 기업집단에 속하는 금융기관(이하 “동일계열 금융기관”이라 한다)은 다른 회사의 의결권 있는 발행주식 총수의 20% 이상을 소유하게 되거나 다른 회사의 의결권 있는 발행주식 총수의 5% 이상을 소유하고 동일계열 금융기관 또는 동일계열 금융기관이 속하는 기업집단이 당해 회사를 사실상 지배하는 것으로 인정되는 경우 대통령령이 정하는 기준에 따라 미리 금융감독위원회의 승인을 얻어야 한다”라고 규정하고 있다. 즉, 기본적으로는 “금융의 산업자본 지배”를 제한하겠다는 것이다. 특히 재벌이 금융기관들을 지배하고 있는 경우에는 금융기관을 통한 재벌의 산업자본 지배가 제한되는 것이기도 하다.⁷¹⁾

가. 외환위기 이후의 제도변화

외환위기 이후 금산법 제24조와 관련된 의미 있는 제도변화는 2006년 12월 법 개정을 통해 이루어졌다. 법 개정 이전에는 금융감독위원회의 승인 없이 주식보유한도를 초과하여 회사의 주식을 소유하고 있는 경우 초과보유주식 처분명령의 근거가 되는 조항이 없었으나 법 개정으로 그 근거조항을 마련하였다(제24조의 2 신설). 또한, 처분명령의 실효성을 담보하기 위해 금융감독위원회의 주식처분명령을 이행하지 아니한 자에 대한 이행강제금제도도 도입하였다(제24조의 3 신설). 또, 부칙 제4조와 제5조를 두어 법 개정 당시 이미 금융감독위원회의 승인 없이 주식보유한도를 초과하여 회사의 주식을 소유하고 있는 동일계열 금융기관

70) 이에 관한 자세한 내용은 고동원(2006) 및 전성인(2004)을 참조할 수 있다.

71) 제24조의 신설배경은 1996년 12월 국회 재경위원회의 심사보고서(국회 재정경제위원회, 1996)에 잘 나타나 있다. 즉 “금융관계법에서는 금융기관별로 자산 운용의 건전성을 위해 타 회사 주식 취득한도를 두고 있으나, 동일계열 금융기관이 연합하여 타 기업을 실질적으로 지배하고자 하는 경우 이에 대한 규제 장치가 결여되어” 있어 이를 시정하기 위한 목적으로 제24조가 신설되고 있다는 것이다.

에 대한 경과규정을 신설하였다.

부칙 제4조 제1항과 제5조는 제24조 시행 이후(1997년 3월 이후) 주식소유한도를 초과하여 다른 회사의 주식을 소유하고 있는 동일계열 금융기관에 대한 경과규정들이다. 이들 동일계열 금융기관은 한도초과지분에 대해 의결권이 즉각 제한되고 해당회사의 주식을 개정법 시행(2007년 4월) 후 5년이 경과한 날(2012년 4월)까지 주식보유한도에 적합하도록 하여야 한다는 것이다. 부칙 제4조 제2항은 제24조 시행 당시(1997년 3월 당시) 이미 주식소유한도를 초과하여 다른 회사의 주식을 소유하고 있는 동일계열 금융기관에 대한 경과규정이다. 이들 동일계열 금융기관은 해당회사에 대한 의결권 행사가 제한되나, 개정법 시행(2007년 4월) 후 2년이 경과한 날(2009년 4월)부터 적용되고, 의결권 제한은 공정거래법 제11조의 규정이 적용된다. 공정거래법 제11조에 따르면 상호출자제한기업집단에 속하는 회사로서 금융업 또는 보험업을 영위하는 회사는 취득 또는 소유하고 있는 국내계열회사주식에 대하여 원칙적으로 의결권을 행사할 수 없지만 (i) 임원의 선임 또는 해임, (ii) 정관변경, (iii) 합병 및 주요 영업의 양도가 주주총회 결의사항인 경우, 이러한 경우 특수관계인이 행사할 수 있는 주식수를 합하여 해당 국내계열회사 발행주식총수의 15%를 초과할 수 없다고 규정하고 있다.

나. 금산법 개정을 둘러싼 논점들⁷²⁾

금산법을 개정하는 과정에서, 금산법 제24조 시행 당시 이미 주식소유한도를 초과하여 보유하고 있던 동일계열 금융기관의 처리문제를 놓고 논의가 있었다. 이하에서는 삼성생명이 제24조 시행 이전부터 보유하고 있던 삼성전자 주식의 처리문제와 관련하여 제기되었던 여러 가지 논점들을 정리함으로써 각각의 논리를 살펴보자 한다.

이를 위해 먼저 1997년 1월 법 개정 당시의 법조문을 다시 살펴볼 필요가 있다. 제24조 제1항은 현행법과 마찬가지로 말미에 중요한 단서를 달고 있다. 즉, “당해 금융기관의 설립근거가 되는 법률에 의하여 인가·승인 등을 얻은 경우에는 그러하지 아니한다”는 단서가 있다. 또, 부칙 제3조는 “이 법 시행 당시 금융

72) 이에 관한 보다 자세한 내용은 이동걸(2005), 고동원(2006), 전성인(2006)을 참조할 수 있다.

기관이 그 설립근거가 되는 법률에 의하여 인가·승인 등을 얻어 다른 회사의 주식을 취득 또는 소유하고 있는 경우에는 제24조 제1항의 규정에 의하여 승인을 얻은 것으로 본다”고 규정하고 있다.

1) 자동승인 의제

제24조 시행 당시 삼성생명과 삼성화재는 삼성전자 주식을 각각 7.3%, 1.3% (합계 8.6%) 보유하고 있었다. 즉, 제24조 제1항의 기준에 따르면 3.6%를 초과보유하고 있는 상황이었다. 그리고 이러한 상황은 제24조 시행 이후 지속되었다. 삼성생명이 제1항의 단서 또는 부칙 제3조의 규정에 따라 설립근거법인 보험업법상의 승인을 받았으면 문제가 된다고 보기 어렵다. 그러나 삼성생명의 삼성전자 지분(7.3%)은 보험업법상의 자산운용규제 10%한도 이내라서 삼성생명은 보험업법상의 승인을 받지 않았고 그렇다고 금산법상의 승인도 받지 않은 채 그러한 상태가 2006년 법 개정 당시까지 지속되었다.

이와 관련해 금융감독위원회는 삼성생명의 삼성전자 지분(7.3%)이 보험업법상 자산운용규제 10%한도 이내이기 때문에 금산법상의 승인은 자동 의제된다는 해석을 내놓았다.⁷³⁾ 그러나 이러한 해석에 대해서는 의문이 제기된다. 먼저, 문리적으로 해석할 때 제1항 단서와 부칙 제3조가 지칭하는 인가·승인은 명시적인 인가·승인만을 의미하는 것으로 자동승인의제를 포괄한다고 보기 어렵다는 측면이다. 둘째, 설립근거법상의 한도 이내라는 이유만으로 자동적으로 승인의제를 해주면 금산법 제24조 전체가 사실상 무력화된다. 앞서 살펴보았듯이 금산법에 제24조를 신설한 이유는 설립근거법상 자산운용규제한도만으로는 금융의 산업지배를 막지 못하기 때문이다. 셋째, 설립근거법상 자산운용규제한도 이내임에도 불구하고 다른 금융기관들의 경우 금산법상의 승인을 받은 사례들도 실제로 존재한다. 예를 들어 우리은행은 우리 제1호 사모투자전문회사에 출자하면서 은행법상 금융감독위원회 승인이 불필요한데도 불구하고 금산법 제24조상의 한도 초과를 이유로 금융감독위원회에 승인신청을 하였고, 금융감독위원회는 2004년 12월 이를 승인하였다.

73) 이에 관해서는 고동원(2006)을 참조할 수 있다.

2) 소급 입법

한도 초과보유 주식에 대한 금융감독위원회의 처분명령을 금산법에 신설하면서 문제가 된 것은 기존 한도초과 주식에 대해서도 처분명령을 내릴 수 있는 것이다. 이에 대해서 국회 재정경제위원회의 검토보고서는 소급효금지 원칙 위반이라는 의견을 제시했다. 그러나 이러한 견해에 대해서도 의문이 제기된다. 먼저, 금산법 제24조의 위반이 이미 종결된 사실 또는 법률관계라면 법 개정을 통해 처분명령을 내리는 것이 “진정소급”이 되어 원칙적으로 허용될 수 없으나 금산법 제24조 위반상태의 지속은 종결되지 않은 사실 또는 법률관계이므로 “부진정소급”에 해당되어 법 개정을 통한 처분명령이 가능하다는 것이다.⁷⁴⁾ 승인신청을 하고 금융감독위원회로부터 승인을 받으면 종결된 사실 또는 법률관계라고 볼 수 있지만 주식보유한도를 초과하여 주식을 보유하면서 아직 승인신청조차 하지 않은 것은 종결된 사실 또는 법률관계라고 보기는 어렵다. 둘째, 다른 법률들의 경우 주식에 대한 소유규제를 신설하면서 이제까지 합법적으로 보유하고 있던 주식 중 신설규제를 충족하지 못하는 부분에 대해 매각명령을 규정한 사례들이 존재한다(보험업법 부칙 제8조, 은행법 부칙 제6조, 공정거래법 부칙 제4조).

3) 신뢰보호의 원칙

국회 재정경제위원회의 검토보고서는 기존 한도초과 주식에 대한 금융감독위원회의 처분명령권이 법적 안정성을 침해할 우려가 있다고 지적하였다. 그러나 금산법 제24조의 위반으로 인해 보호할 가치가 있는 신뢰이익이 존재하지 않는다는 점에서 이러한 해석에 대해 의문이 제기된다. 위법 행위로부터 기대되는 이익은 불법 부당한 이익이고, 따라서 그러한 신뢰 이익은 당연히 법적으로 보호할 가치가 없기 때문이다. 또한, 이해 당사자들이 법 개정을 어느 정도 예견할 수 있었다는 점에서도 신뢰보호 원칙의 위배라고 볼 수 없을 것이다. 즉, 제24조 신설 이후 벌칙조항이 도입되었고, 다른 금융기관들에 있어서는 위반상태 해소를

74) 헌법재판소는 사실 및 법률관계가 종결되지 않은 진정소급의 경우에도 일정 요건을 충족하면 예외적으로 인정된다고 판시하였다(현재 선고 97 헌바76; 98 헌바 50 · 51 · 52 53 · 54 · 55(병합) 참조).

위한 묵시적 행정지도가 있었으며, 경우에 따라서는 설립근거법에 의해 처분명령이 내려진 사례도 있었기 때문이다.

4) 재산권 침해

국회 재정경제위원회의 검토보고서는 기존 한도초과 주식에 대한 금융감독위원회의 처분명령권이 재산권 침해의 소지가 있다고 지적하였다. 그러나 처분명령은 “몰수”나 충분한 보상이 따르지 않는 “수용”과는 달리 단순히 동등한 가액의 현금 또는 다른 자산으로의 전환을 의미하는 것으로 재산권의 침해라고 보기 어렵다. 더구나 상당기간의 처분기한이 인정되는 경우에는 가격 하락에 따른 손실이 없어 문제가로 보기 어렵다.

5) 비례의 원칙(과잉금지의 원칙)

국회 재정경제위원회의 검토보고서는 기존 한도초과 주식에 대한 의결권 제한만으로도 법의 취지를 달성할 수 있기 때문에 금융감독위원회의 처분명령권은 비례의 원칙(과잉금지의 원칙)에 위배된다는 견해를 내놓았다. 그러나 의결권 행사 금지만으로는 여러 가지 이유로 처분명령과 동일한 효과를 얻을 수 없어 결코 비례의 원칙 위반이라고 볼 수 없다. 먼저, 한도 초과분의 의결권 행사를 금지하더라도 한도 초과분을 보유함으로써 다른 지분의 의결권 비율이 왜곡된다. 예컨대 동일계열 금융기관이 25%의 지분을 보유하고 있어 한도 초과분이 20%인 경우 한도 내 지분인 5%의 실질적인 의결권은 5%가 아니라 6.25%가 된다.⁷⁵⁾ 둘째, 한도 초과분에 대해 처분명령을 내리지 않고 의결권만 제한하면 동일계열 금융기관이 출자한 자금을 피투자회사가 다른 회사를 편입하는 데 이용할 수 있어 금융기관을 통한 지배력 확대 방지라는 법의 취지를 살리지 못하게 된다.

75) 여기서 “의결권 없는 주식”과 “의결권 제한 주식”은 구분될 필요가 있다. “의결권 없는 주식”의 예는 우선주이고 “의결권 제한 주식”的 예는 자사주이다. 중요한 것은 금산법 제24조의 경우 주식보유한도를 규정하면서 “의결권 있는 발행주식 총수”를 기준으로 삼고 있다는 점이다. 따라서 “의결권 제한 주식”은 분모에 포함된다.

다. 개정 금산법의 주요 문제점

금산법 개정법률(안)은 제24조 시행 당시 이미 주식보유한도를 초과한 지분에 대해서도 제24조를 적용하는 안과 제24조 시행 이후에 주식보유한도를 초과한 지분에 대해서만 제24조를 적용하는 안이 제시되었다가 결국 타협이 이루어져 2006년 12월 국회를 통과한다. 즉, 제24조 시행 당시(1997년 3월) 이미 주식보유한도를 초과한 지분에 대해 의결권을 제한하되, 2년 동안의 유예기간을 부여하고, 주식보유한도를 정함에 있어서 금산법 제24조 제1항의 기준이 아니라 공정거래법 제11조 3호의 기준에 따르도록 하고 있다.

이와 관련해서 몇 가지 주요 문제점을 지적할 수 있다. 먼저, 이미 지적한 바와 같이, 한도초과지분을 처분할 필요가 없고 의결권만 제한된다는 데 문제가 있다. 의결권행사 금지만으로는 여러 가지 이유로 처분명령과 동일한 효과를 얻을 수 없다. 둘째, 주식보유한도를 정함에 있어서 금산법 제24조 제1항의 기준이 아니라 공정거래법 제11조 3호의 기준을 적용하면 금산법 제24조 제1항을 적용할 때보다 의결권이 제한되는 주식수가 다소 줄어든다.

3. 공정거래법상의 금융보험회사 의결권제한정책

가. 외환위기 이후의 제도변화

외환위기 이후 금융보험회사의 의결권 제한을 규정한 공정거래법 제11조는 “제한 완화(2002년 1월 개정)”와 “제한 강화(2004년 12월 개정)”의 변화를 겪는다. 먼저, 2002년 1월 첫 개정 이전에는 “대규모기업집단에 속하는 회사로서 금융업 또는 보험업을 영위하는 회사는 취득 또는 소유하고 있는 국내계열회사주식에 대하여 의결권을 행사할 수 없다”고 규정하였다.⁷⁶⁾ 고객자산으로 계열사

76) 2002년 법 개정 이전에도 두 가지 예외를 인정하고 있었다. 즉, “금융업 또는 보험업을 영위하기 위하여 주식을 취득 또는 소유하는 경우”와 “보험자산의 효율적인 운용·관리를 위하여 보험업법 등에 의한 승인을 얻어 주식을 취득 또는 소유하고 있는 경우”에 예외를 인정하고 있다.

주식을 취득하여 계열사에 대한 지배력 강화수단으로 활용되는 것을 차단하기 위함이었다. 먼저 고객자산이 지배주주의 지배권 강화에 이용되는 경우, 고객과 지배주주 간에 이해상충의 문제를 야기할 가능성이 있다. 또한 의결권 행사가 인정되면 금융보험사 입장에서는 계열사 주식에 대한 보유규모를 확대할 유인이 추가적으로 발생하여 금융보험사 자체의 재무건전성과 수익성에 좋지 않은 영향을 미칠 수 있다.⁷⁷⁾

그러나 정부의 이러한 금융보험회사의 의결권 제한정책은 2002년 1월 큰 변화를 겪게 된다. 즉, 당해 국내 계열회사(증권거래법의 규정에 의한 주권상장법인 또는 협회등록법인에 한한다)의 주주총회에서 (i) 임원의 선임 또는 해임, (ii) 정관 변경, (iii) 합병 또는 주요 영업의 양도 중 한 가지에 해당하는 사항을 결의하는 경우, 당해 국내 계열회사의 주식 중 의결권을 행사할 수 있는 주식의 수는 특수 관계인이 행사할 수 있는 주식수를 합하여 당해 국내 계열회사 발행주식 총수의 30%를 초과할 수 없다고 규정하게 된다.⁷⁸⁾ 국내 우량기업에 대한 외국인의 적대적 M&A 위협 가능성이 있다는 주장이 제기됨에 따라 의결권 행사를 30%까지 대폭적으로 인정해 준 것이다. 정부는 2001년 11월 제출한 개정법률(안) 주요 골자에서 명시적으로 "...의결권을 행사할 수 있는 경우에 임원임면 등 경영권을 방어하기 위하여 필요한 경우를 추가"한다고 설명하고 있다.⁷⁹⁾

하지만 금융보험사의 의결권 행사가 재벌의 지배력 유지 확장에 이용되고 있다는 비판이 거세지자 2004년 12월 공정거래법이 다시 개정되면서 금융보험사의 의결권 행사허용범위는 단계적으로 축소되었다. 그리하여 2008년 4월부터는

77) 2002년 1월 공정거래법 개정으로 의결권이 인정되자 동부생명과 동부화재는 아남반도체 주식을 매입한 사례가 있다.

78) 금융보험사와 비금융특수관계인 지분의 합계가 30% 미만인 경우에는 금융보험회사의 의결권이 제한받지 않고, 합계가 30% 이상인 경우에만(30% - 비금융특수관계인 지분)까지 의결권 행사가 가능하다. 비금융특수관계인 지분은 제한 없이 모든 의결권 행사가 가능하다.

79) 삼성생명, 삼성화재, 삼성물산이 공정거래법 제11조에 대해 제출한 현법소원심판청구서(삼성생명·삼성화재·삼성물산, 2005)에서도 2002년 1월의 법 개정은 적대적 M&A로부터 국내 우량기업의 경영권을 보호하기 위한 것이었다는 점을 분명히 하고 있다. 특히, 동 심판청구서는 정관변경, 이사 또는 감사의 해임, 합병 승인, 영업양도 등 경영권과 관련된 주주총회 결의 사항들이 특별결의(의결정족수가 출석주주 의결권의 2/3 이상, 발행주식 총수의 1/3 이상)를 요하기 때문에 의결권 30%는 경영권 방어에 필요한 최소한의 의결권이라고 강조하고 있다.

금융보험회사와 비금융특수관계인 지분을 합쳐 15%까지만 의결권 행사가 가능하다.⁸⁰⁾ 금융보험사의 이러한 의결권 제한은 상호출자제한 기업집단(국내계열사의 자산합계가 2조원 이상인 기업집단) 소속 금융보험회사에 적용된다.

나. 금융보험사의 의결권제한 관련 논점

공정거래법 제11조와 관련해서는, 2006년 2월 심판청구가 철회되었지만 2005년 6월 삼성생명, 삼성화재 및 삼성물산(이하 “삼성 3개 계열사”이라 한다)이 제출한 헌법소원심판청구서를 통해 공정거래법 제11조와 관련된 주요 논점을 파악할 수 있다. 이러한 논점을 보다 구체적으로 살펴보면 다음과 같다.⁸¹⁾

1) 재산권 침해 관련 논점

당시 삼성 3개 계열사는 헌법소원심판청구서를 통해 의결권 제한이 재산권 침해라는 입장을 제시한다. 특히, 삼성물산을 포함한 비금융특수관계인이 삼성전자의 주식을 추가로 취득하더라도 비금융특수관계인들만의 보유지분이 15%에 이르기까지는 의결권행사 지분을 확대할 수 없기 때문에 비금융특수관계인의 재산권도 침해되었다는 것이다.⁸²⁾ 또한, 의결권 제한으로 인해 삼성전자에 대한 경영권을 적대적 인수를 통해 빼앗기게 되면 재산상의 손실이 크게 발생한다는 것이다.

80) 30%(2002.1.26~2006.3.31) → 25%(2006.4.1~) → 20%('07.4.1~) → 15%('08.4.1이후)

81) 이에 대한 구체적인 논의는 광정수(2006)를 참조할 수 있다.

82) 심판청구서상의 수치들에 따르면, 자사주를 제외할 경우 삼성전자에 대한 삼성생명(7.99%) 및 삼성화재(1.39%)의 의결권 합계는 9.38%이고, 비금융특수관계인의 지분 합계는 8.34%이다. 2008년 4월 한도인 15%를 적용하면 삼성생명과 삼성화재의 의결권은 2.72%(= 9.38 + 8.34 - 15) 제한된다. 비금융특수관계인이 (예컨대, 삼성물산) 삼성전자에 대한 지분을 8.34%에서 15%까지 6.66% 지분을 늘리는 경우 특수관계인 지분의 합계가 24.38%가 되어 전체 의결권은 9.38%(= 9.38 + 15 - 15) 제한되고 추가로 의결권이 제한되는 지분이 6.66%가 되기 때문에 공정거래법 제11조 3호상의 제한은 형식적으로는 삼성생명과 삼성화재의 의결권 9.385를 제한하는 것이지만, 실질적으로는 지분을 6.66% 늘린 비금융특수관계인의 재산권을 침해하는 것이라고 주장하였다. 이 때문에 삼성물산은 금융보험사가 아님에도 불구하고 헌법소원심판청구의 당사자에 포함되었다.

그러나 금융보험회사는 국내계열회사주식에 대해서만 의결권 행사가 제한되고 비계열회사주식에 대해서는 전혀 의결권이 제한되지 않는다는 사실을 분명히 할 필요가 있다. 또한, 국내계열사주식에 대한 의결권 제한은 금융보험사 고객의 재산권을 침해하는 것이 아니라 오히려 보호해 주는 측면이 있다는 점을 인식할 필요가 있다. 실제, 금융보험사 고객의 입장에서는 삼성전자가 적대적 인수위협에 노출되어 있는 것이 오히려 이익이다. 왜냐하면 삼성전자의 경영진들은 적대적 인수를 막기 위해 기업가치 제고 노력을 기울여야 하기 때문이다. 반면 삼성전자가 금융보험사의 출자와 의결권 행사로 적대적 인수위협에 전혀 노출되어 있지 않지 않다면, 오히려 기업가치가 떨어져 금융보험사 고객 입장에서는 손해인 것이다. 따라서 금융보험사의 의결권 제한이 이들 금융보험사 고객들의 재산권을 침해한다고 보기는 어렵다.

둘째, 비금융특수관계인의 지분이 15% 이내인 경우에는 비금융특수관계인이 지분을 늘리더라도 내부지분율을 늘릴 수 없는 문제가 있다. 하지만 삼성생명 및 삼성화재가 보유하고 있는 삼성전자 지분을 삼성물산을 비롯한 비금융특수관계인에게 매각하여 비금융특수관계인의 지분이 15%를 상회하게 되면 이러한 문제는 해소된다. 즉, 비금융특수관계인이 지분을 늘릴수록 내부지분율은 그만큼 늘어나게 되는 것이다. 따라서 공정거래법 제11조상의 의결권 제한이 비금융특수관계인의 재산권을 침해했다고 보기 어렵다.

셋째, 금융보험사의 의결권 행사가 유일한 경영권 방어수단이라면 공정거래법 제11조에 따른 의결권 행사의 제한은 삼성전자에 대한 적대적 인수를 불러 일으켜 삼성 3개 계열사가 삼성전자에 대한 경영권을 상실할 수 있을 것이다. 하지만 금융보험사의 의결권 행사는 여러 가지 경영권 방어수단 중 한 가지에 불과하다. 먼저, 삼성전자는 지배구조 개선, 자산의 효율적 운영 등을 통해 기업 가치를 제고함으로써 경영권을 방어할 수 있다. 기업가치 제고는 적대적 인수에 따른 차익을 최소화시켜 적대적 인수의 유인을 줄이기 때문이다. 또한 출자총액제한 출입기준을 충족시키는 경우 공정거래법 제10조상의 제약 없이 계열사 간에 출자를 통해 경영권을 방어할 수도 있다.⁸³⁾ 이 밖에도 현행법 아래에서도 오히려 적대

83) 다만 삼성 그룹의 경우는 계열사 간의 출자를 통해 경영권을 방어하는 데 제약이 있다. 삼성의 경우는 출자총액제한으로부터 출입하더라도 삼성전자에 대한 출자가 크게 증가할 수는

적 인수를 제약하는 요인들이 여러 가지 형태로 존재한다.⁸⁴⁾

2) 과잉금지의 원칙

의결권 제한이 과잉금지의 원칙에 위배되는지의 논점을 지적할 수 있다. 당시 삼성 3개 계열사는 헌법소원심판청구서를 통하여 (i) 금융보험사가 계열회사 주식을 고객자산으로 취득했는지 자기자본으로 취득했는지 구별하지 않고 함께 의결권을 제한하고 있다는 점, (ii) 비금융특수관계인의 의결권도 실질적으로 제한하고 있다는 점(비금융특수관계인 지분과 관련하여 의결권 제한), (iii) 개별 설립 근거법(예컨대 보험업법)에서도 자회사에 대한 주식소유를 제한함으로써 고객자산을 이용한 계열기업 확장을 방지하고 있다는 점,⁸⁵⁾ (iv) 피해를 최소화하면서 동일목적을 달성할 수 있는 수단이 존재한다는 점 등을 지적하였다.⁸⁶⁾

그러나 고객자산과 자기자본의 구분과 관련하여 금융기관들의 경우 자기자본이 상대적으로 미미하다는 점 그리고 금융기관들의 경우 출자총액제한을 받지 않고 있다는 점을 고려한다면 과잉금지 원칙의 위배라고 보기 어렵다.⁸⁷⁾ 더구나 의결권을 완전히 제한하는 것이 아니라 15%까지 인정하고 있어 오히려 과소규제의 문제가 있다고까지 주장할 수 있다. 예를 들어, 기업집단 내에 동일 자산규

없다. 상당수의 계열사들이 삼성전자로부터 출자를 받고 있어 상호출자 금지에 위배되기 때문이다. 2004년 12월 개정이전의 공정거래법 제10조 제1항과 그 시행령 제17조 제2항에 의하여 삼성 기업집단은 2004. 7. 22. 결합재무제표상 부채비율 100% 미만인 84.2%로 출자총액제한기업집단에서 지정 제외되었으나, 2004년 12월의 공정거래법 및 시행령 개정으로 위 부채비율 요건이 폐지됨에 따라 2006. 4. 1. 다시 출자총액제한 기업집단으로 지정되었다.

84) 협행법하에서도 시차 임기제, 이사 수 상한, 이사해임요건 강화, 자사주 매입, 우호세력에 대한 자사주 매각, 타계열사 또는 외국기업과의 상호출자, 우호세력에 대한 전환우선주, 신주인수권부사채, 전환사채 등 발행, 비영리법인을 통한 출자 등 다양한 방법들이 사용될 수 있다. 그 밖에 외국인에 의한 적대적 인수가 있을 경우 노조결성, 핵심인력 유출, 타계열사와의 시너지효과 상실 등으로 기업가치가 하락할 수 있다는 측면도 적대적 인수를 어렵게 한다.

85) 보험업법은 대주주 및 대통령령이 정하는 자회사가 발행한 채권 및 주식 소유의 합계액은 자기자본의 60%와 총자산의 3% 중 작은 금액을 초과할 수 없다고 규정하고 있다.

86) 이와 관련하여 헌법소원심판청구서는 (i) 의결권행사 범위를 제한하더라도 법 개정 이후에 취득하는 주식에 한하여 적용할 수 있고, (ii) 의결권 제한이 아니라 중립적 의결권행사(shadow voting)의 방법으로 규제할 수 있다고 지적하였다.

87) 이에 관한 자세한 내용은 공정거래위원회(2005)를 참조할 수 있다.

모(100원)의 기업 A(금융보험사로서 자기자본이 자산의 5%)와 기업 B(비금융특수관계인으로 자기자본이 자산의 50%)가 있다고 가정해 보자. 공정거래법 제11조가 적용되면 기업 A는 기업 B 자기자본의 15%인 7.5원에 대해 의결권을 행사할 수 있다. 반면 기업 A가 자기자본만큼 기업 B에 대해서 의결권을 행사할 수 있도록 법이 개정되면 기업 A는 자기자본인 5원에 해당하는 액수에 대해서만 의결권을 행사할 수 있게 된다. 자기자본과 고객자산을 구분하여 의결권을 제한하면 규제가 완화되는 것이 아니라 오히려 규제가 강화될 수도 있는 것이다. 특히 기업 B의 크기가 기업 A에 비해 커질수록 그리고 기업 A의 자기자본 비율이 낮아질수록 규제의 강도는 더 커진다.⁸⁸⁾ 따라서 고객자산과 자기자본의 구분과 관련해서는 기업의 크기 또는 자기자본 비율에 의해 규제의 강도가 결정되는 것으로 일반적인 과잉규제의 문제로 보기는 어렵다.

비금융특수관계인 지분과 관련하여 의결권을 제한하는 문제는 앞서 설명한 바와 같이 삼성생명 및 삼성화재가 보유하고 있는 삼성전자 지분을 삼성물산을 비롯한 비금융특수관계인에게 매각하여 비금융특수관계인의 지분이 15%를 상회하게 되면 문제가 해소되기 때문에 이 자체로 과잉금지 위반이라고 보기는 어렵다. 또한 보험업법 등 설립근거법에서도 자산운용의 건전성 확보를 위해 계열사 주식소유를 제한하고 있으나 이것만으로는 정책목적을 충분히 달성할 수 없다는 점에서 과잉금지의 위반이라고 보기 어려운 것이다. 즉, 보험회사의 경우 자기자본의 60%와 총자산의 3% 가운데 작은 금액만큼은 특수관계인 발행 주식을 인수할 수 있는데 계열사 지배 여부와 무관하게 총량만 규제하고 있어 금융보험사의 규모가 크다면 그 범위 내에서 얼마든지 지배력 유지 · 확장에 이용될 수 있는 문제점이 있다.⁸⁹⁾

또, 헌법소원심판청구서는 피해를 최소화하면서 동일목적을 달성할 수 있는 수단이 존재한다고 주장하고 있으나 동일목적을 달성한다고 보기는 어렵다. 오히려 다른 효과가 커지는 수단들이다. 예를 들어, 법 개정 이후에 취득하는 주식에

88) 기업집단 내에 또 다른 비금융특수관계인인 기업 C가 있다고 하더라도 결론은 변하지 않는다. 기업 C가 기업 B에 대해 지분을 갖고 있는 경우 기업 B에 대한 기업 A의 의결권이 더욱 제한되지만 기업 A는 기업 C에 대해서 새로운 지분을 15%까지 가질 수 있기 때문이다.

89) 이에 관한 자세한 내용은 공정거래위원회(2005)를 참조할 수 있다.

한하여 의결권 제한을 적용할 경우 법의 취지를 전혀 달성한다고 보기 어렵고, 중립적 의결권행사(shadow voting)를 강제하는 경우에는 의결권이 사실상 100% 제한되는 문제가 있다.

3) 법익의 균형성

삼성 3개 계열사는 현법소원심판청구서를 통해 금융보험사의 의결권을 제한함에 있어서 (i) 지배력 확장 방지라는 법익과 (ii) 외국자본으로부터의 경영권 방어라는 법익 간에 균형이 이루어져야 하는데 공정거래법 제11조는 후자를 전혀 고려하지 않았다고 지적했다. 하지만 외국자본으로부터의 경영권 방어는 국가안보를 위협하는 상황과 같은 경우를 제외하고 일반적으로 받아들이기는 어려운 논점이라고 할 수 있다. 오히려 외국인에 의한 것이든 내국인에 의한 것이든 적대적 인수위협은 대리인의 문제를 해소하기 위한 요소로 파악할 수 있다. 따라서 공정거래법 제11조상의 의결권 제한은 (i) 지배력 확장 방지 및 (ii) 참호구축 방지라는 두 가지 중요한 법익을 달성하는 측면을 가진다고 볼 수 있다.

4) 평등원칙

삼성 3개 계열사는 현법소원심판청구서를 통해 금융보험사의 의결권 제한이 외국의 금융보험사, 사모투자펀드, 국내 연기금 등에는 적용되지 않아 평등의 원칙에 위반된다고 지적했다. 그러나 우리나라에 투자하는 외국의 금융기관은 대부분 기관투자자나 펀드로서 금융전업집단 소속이기 때문에 의결권을 제한받을 필요가 없으며, 우리나라 금융전업집단 소속 금융회사도 의결권 제한을 받지 않는다는 점에서 평등원칙의 위배라고 보기 어렵다.⁹⁰⁾ 금융전업집단 소속 금융회사의 경우 고객자산으로 주식을 취득하고 의결권을 행사하는 것은 고객의 이익을 위한 것인 반면 산업자본 소속 금융보험사의 경우에는 고객이익보다는 소속 기업집단의 이익을 추구할 가능성이 크다. 또한, 외국금융회사라 하더라도 국내에서 기업집단을 형성하고 일정 기준을 충족하면 대기업집단 소속 금융보험사와 마찬가지로 의결권이 제한될 수 있다. 실제로 GM대우의 경우 외국회사임에도

90) 이에 관한 자세한 내용은 공정거래위원회(2005)를 참조할 수 있다.

불구하고 국내에 기업집단을 형성하고 자산이 2조원 이상이므로 상호출자제한 대상기업집단으로 지정된 바 있다.

5) 사영기업 경영권 불간섭원칙 위반

삼성 3개 계열사는 헌법소원심판청구서를 통해 공정거래법 제11조가 헌법 제126조에 위반된다고 지적하고 있다. 헌법 제126조는 “국방상 또는 국민경제상 긴절한 필요로 인하여 법률이 정하는 경우를 제외하고는, 사영기업을 국유 또는 공유로 이전하거나 그 경영을 통제 또는 관리할 수 없다”라고 규정하고 있다. 그러나 공정거래법 제11조는 보유하고 있는 주식의 일부에 대해서만 의결권을 제한하는 것으로 “사영기업을 국유 또는 공유로 이전하거나 국가의 광범위하고 강력한 감독 통제 및 관리”에 둔 것으로 보기는 어렵다.⁹¹⁾

4. 금산분리 관련 기타 논점

가. 개별 금융업법(증권·보험·간접투자·종합금융·여신전문·상호저축) 관련

금산분리 문제와 관련하여 본 연구는 대표적인 정책으로서 Ⅲ.1. 은행법 및 금융지주회사법 상의 은산(銀產)분리정책, Ⅲ.2. 금산법상 금융의 산업자본 지배 금지정책, Ⅲ.3. 공정거래법상의 금융보험회사 의결권 제한정책 등을 주 초점으로 분석하였다. 그러나 이러한 정책 이외에 금산분리와 관련하여 추가적으로 살펴 볼 수 있는 부분이 있다. 그것은 주로 개별 금융업법 및 감독규정과 관련되는 사항이다.⁹²⁾ 그 구체적인 내용을 들면, 다음과 같은 사항들이 있다(참조 : 재정경제부

91) 이에 관한 자세한 내용은 공정거래위원회(2005)를 참조할 수 있다.

92) 이와 관련해서는 재정경제부(2004)의 “산업자본의 금융자본 지배에 따른 부작용 방지 로드맵”에서 주요 과제별 정책방안이 제시되고 있다. 재정경제부(2004)의 “산업자본의 금융자본 지배에 따른 부작용 방지 로드맵”은 공정거래위원회(2003)의 “시장개혁 3개년 로드맵”과 함께 노무현 정부 재벌정책의 중요한 축을 형성하게 된다. 재정경제부(2004)의 “산업자본의 금융자본 지배에 따른 부작용 방지 로드맵”에 포함된 중요한 내용으로는 먼저 대주주 및 계열사

부 2007). 먼저, 대주주 등 주요 개념 및 대주주와의 거래 제한 등과 관련된 내용이다. 이 경우 법령에 따라 주요 출자자, 지배주주 등으로 사용하던 것을 대주주(최대 주주 및 주요 주주) 개념으로 정하도록 하는 내용을 담고 있다. 또한 신규 인허가의 경우나 주식을 취득하여 대주주가 되는 경우의 요건을 금융지주회사법 시행령과 일치하도록 한다.⁹³⁾ 그 이외에 대주주 거래 관련 및 사외이사 및 감사 위원 요건 관련 규정이 포함된다.⁹⁴⁾ 이러한 법률 시행령 개정안은 이미 재정경제부(2004)에서 제시된 산업자본의 금융지배에 따른 부작용 방지를 위한 로드맵의 기본 취지하에 있다고 볼 수 있다.⁹⁵⁾ 고객의 자금을 계열회사의 확장에 이용하거나 부실한 계열사 지원에 투입함으로써 발생할 수 있는 이해상충의 문제를 줄이기 위한 작업을 비은행 금융기관에 대한 개별 금융업법 차원에서 접근하는 것이다. 기본적으로 은행의 경우는 소유제한이 비교적 엄격하게 부과되어 있으나 각종 비은행 금융기관의 경우는 이러한 소유제한이 부과되어 있지 않기 때문에, 대주주와의 관계에서 발생할 수 있는 고객과의 이해상충 문제가 보다 강하게 존재하고 이를 줄이기 위한 것으로 이해할 수 있다. 결국 이러한 관점에서, 특히 소유규제가 충분히 이루어지지 않는 상황에서, 대주주가 금융기관 경영에 개입

와의 거래내역을 공시하고 이사회 의결 의무화를 확대함으로써 거래의 투명성을 증진하는 방향을 지적할 수 있다. 또한 대주주 및 계열사에 대한 금융 감독 및 검사를 강화하고, 비상장금융회사의 경우에도 금융 감독을 강화하도록 하고 있다. 그리고 대주주 및 주요 주주에 대한 자격요건을 강화하고 대주주 등에 대한 자산운용규제도 강화하는 등의 내용을 포함한다. 금융계열분리청구제를 도입하는 것에 대한 논의도 있었으나 당시 지나치게 강한 규제라는 문제 제기로 인해 이는 중장기적인 과제로 남겨지게 된다(계열분리 및 기업분할에 대한 일반적 논의에 대해서는 임영재(2003) 및 임영재·전성인(2003)을 참조할 수 있다).

93) 2007년 1월 시행된 금융지주회사법 시행령과 일치하도록 한다.

94) 재정경제부(2007)에 따르면, 대주주와의 거래와 관련하여 이사회의 전원찬성이 필요한 경우로 거래규모가 자기자본의 0.1% 또는 10억 원 이상 시 이사회 전원의 결의가 이루어지도록 한다. 그리고 대주주의 부채가 자산을 초과하거나 신용평가회사의 평가결과가 금융감독위원회가 정하는 기준 이하일 경우는 대주주와의 거래를 금지한다. 또한 대주주가 금융기관에 대해 위법행위를 요구하거나 통상적이지 않은 조건으로 자기 또는 제3자와 거래를 요구하는 행위도 금지하도록 한다. 그리고 사외이사 및 감사위원의 요건은 증권거래법상의 규정으로 통일하도록 한다.

95) 재정경제부(2004)의 “산업자본의 금융지배에 따른 부작용 방지 로드맵”에 대하여 전성인(2004)은 회사법적 규제의 강화는 포함되어 있으나 금융기관이 소유·설립·합병·분리 등 경쟁법적 차원의 규제는 충분히 다루어지지 못하였다는 점을 지적한다.

하여 회사에 손실을 입히거나 기회를 편취하여 금융소비자에게 손해를 끼치는 행위에 대한 경제장치가 존재하는지의 여부는 매우 중요하다고 볼 수 있다. 따라서 대주주와 특수관계인에 의한 손실과 기회의 편취를 막고 금융소비자를 보호하는 방향으로 규제의 목적을 분명히 하고 이에 따라 개별적인 법규상의 조치를 부가하며 감독상 보완해 나가는 것이 중요하다고 할 수 있다.⁹⁶⁾

나. 해외 기업집단 내의 금융기관 계열사 관련 논점

금융업종 가운데 은행의 경우는 현재 비교적 엄격하게 산업자본에 의한 소유를 규제하고 있다는 점에 주의할 필요가 있다. 그러나 이미 지적한 바와 같이, 비은행 금융기관의 경우는 산업자본이 다양한 형태로 이들을 소유할 수 있도록 허용되어 있다. 따라서 산업자본의 계열 금융회사에 의해 발생할 수 있는 이해상충 문제를 제어하기 위한 규제가 도입되어 있다고 볼 수 있는 것이다. 특히, 우리나라의 기업집단 내에 비은행 금융기관 계열사가 존재하는 경우는 <표 6>에서와 같이 매우 흔하게 발견된다. 이와 관련해서 은행에 대한 산업자본 지배는 예외로 하더라도, 비은행금융기관을 통하여 기업집단 내에 부문 간에 시너지를 창출하거나 기업에 자금조달을 용이하게 하고, 금융사를 통하여 자금운용을 원활하게 할 수 있다는 측면을 지적하는 경우도 있다. 그리고 이러한 측면에서, 미국 GE의 경우는 다양한 업종을 수행한다는 의미에서 종종 재벌과 유사한 기업집단으로 비교되지만, 금융 분야에도 진출해 있는 것으로 예시된다.

그러나 GE가 지배하는 금융기관들은 비금융 관계회사의 지분을 전혀 보유하고 있지 않다. 즉, 우리의 경우로 유추하면 금산법상의 출자제한과 공정거래법상의 의결권 제한이 적용될 여지가 없는 것이다. 이를 보다 구체적으로 살펴보면 다음과 같다. GE의 경우는 산업부문의 자회사들과 분리된 일종의 중간지주회사로서 금융부문을 담당하는 GE 캐피탈서비스가 존재하고 그를 통하여 다양한 형태의 금융 업무를 수행하고 있는 구조라고 볼 수 있다(<그림 2> 참조). 따라서

96) 회사가 회사의 현재 또는 미래의 이익을 포기하여 지배주주의 이익이 되도록 하는 기회의 편취와 관련된 보다 구체적인 논의에 대해서는 김선웅(2005), 이은정(2005), 이지수(2005)를 참조할 수 있다.

기업집단 내에서 산업부문 계열사와 금융부문 계열사가 혼재하면서 서로 출자관계로 이어져 있는 현재 우리나라의 재벌 구조와는 다르다고 볼 수 있다. 예를 들어, <그림 3>은 삼성그룹의 금융계열사와 다른 계열사 간의 출자관계를 간략히 표현한 것이다. <그림 3>에서 보는 바와 같이 산업부문 계열사와 금융부문 계열사가 출자구조로 연결되어 있고, 그 관계에서 금융부문 계열사들이 삼성그룹의 삼성전자를 비롯한 주요 기업들을 지배하는 중요한 역할을 하는 것으로 나타난다. 그리고 금융계열사들이 영위하는 업종 역시 증권업을 포함하여 다양하다.⁹⁷⁾ 그러나 GE가 금융부문에서 사업을 영위하는 경우도 은행과 증권 업무는 제외되어 있다.

IV. 결 론

본 논문은 1997년 외환위기 이후 정부의 재벌정책 전개과정을 살펴보고 그 과정에서 제기된 주요 논점을 검토하였다. 이상의 검토를 통해 우리는 재벌정책과 관련된 몇 가지 시사점을 도출할 수 있다. 이하에서는 각 정책별로 그 시사점을 정리함으로서 결론에 갈음하고자 한다.

먼저, 순환출자는 외부자금 유입 없이 가공의결권(또는 가공자본)을 생성한다는 점에서 사실상 상호출자에 해당되고, 건전한 주식회사제도의 발전을 위협한다는 점에서 금지될 필요가 있다고 본다. 이러한 결론은 순환출자가 기업체도 자체의 건전성과 관련된다는 측면에서 이루어진 것으로, 이를 금지하는 것은 경제력 집중의 문제를 얼마나 억제할 수 있느냐와 관련이 없다고 볼 수 있다. 특히,

97) 금융그룹을 금융지주회사 형태, 모자회사 형태, 혼합금융그룹 형태로 분류할 때, 일종의 산업회사와 금융회사가 혼재된 혼합금융그룹 형태로 분류해 볼 수 있다. 그러나 혼합금융그룹 형태의 경우는 그룹 단위의 감독은 미비하다고 볼 수 있다. 따라서 혼합금융그룹의 경우 하나의 동일체로 인식하고 그룹단위로 건전성 규제를 실시하는 등의 금융시스템의 안정성을 강화하기 위한 연결 감독체제가 필요하다고 볼 수 있다. 이에 대한 보다 자세한 논의에 대해서는 최장봉(2004) 및 남재현(2005)을 참조할 수 있다. 그리고 외환위기 이후 금융 대형화, 그룹화 현상이 시장 전반의 시스템 리스크에 미치는 영향에 대해서는 Hahm and Kim(2006)을 참조할 수 있다.

기존 연구에 따르면 순환출자 해소에 필요한 비용은 소수의 그룹을 제외하고는 크게 부담이 되지 않는 것으로 파악된다.

둘째, 출자총액제한제도가 표방하고 있는 경제력집중 억제의 목표는 현재 시점에서도 타당한 목적이고, 기존의 자료는 경제력집중 문제를 해소하는 데 출자총액제한제도가 유효한 수단이었음을 확인하고 있다. 반면에 출자총액제한제도의 재도입이 출자비율을 억제하는 데 효과가 없었던 것은 기본적으로 대상 기업 집단의 축소, 적용제외, 예외인정범위 확대 때문이라고 생각된다. 따라서 출자총액제한제도는 일방적 폐기의 대상이 아니라 기존의 문제를 보완·발전시켜 나가야 할 대상이라고 생각된다.⁹⁸⁾

셋째, 엄격한 행위제한 의무가 부과되지 않은 지주회사 체제는 경제력 집중 문제를 악화시킬 수 있다. 지주회사 체제로의 전환을 유도하기 위해 계속 행위제한을 완화하는 것은 결국 경제력집중 억제정책을 사실상 포기하는 것이라고 생각된다. 그리고 지주회사의 행위제한을 지나치게 완화하는 경우 지주회사제도의 장점을 살리기 어려울 수 있다. 따라서 지주회사 체제가 갖고 있는 장·단점을 다시 한 번 면밀히 검토해서 그 동안 완화시켰던 행위제한들의 재도입을 고려할 필요가 있다고 생각된다.

넷째, 은산분리 정책은 계속 유지될 필요가 있다. 은산분리가 완화될 경우 모니터링의 객체가 모니터링의 주체가 되는 문제, 경쟁사에 대한 정보 집중 및 차별로 인한 경쟁 제한적 요소, 산업자본과 금융자본의 동시지배를 통한 경제력 집중 등의 문제로 인한 부작용이 우려되기 때문이다.

다섯째, 차별로의 경제력 집중을 억제하고(금융기관을 이용한 타 산업자본 지배) 금융산업의 건전한 발전을 위해서는 금산법상 출자제한과 금융보험사의 의결권제한은 유지되어야 한다. 금산법 개정과정에서 있었던 일련의 사건들은 경제력 집중의 문제가 이미 얼마나 심각한지를 보여주었다.

여섯째, 지배주주 사의추구행위에 대한 사후적 사법 또는 시장규율이 강화된다고 해서 현재의 사전적인 소유구조 규제가 전혀 불필요하다는 논리는 적절하지 않다고 생각된다. 공정거래법상의 각종 소유구조 규제들과 금산분리 정책은

98) 박상인(2006)은 개별계열사 단위로 출자비율의 상한을 설정하기보다 기업집단 단위로 총출자비율의 상한을 설정하는 것을 제안한다.

“대리인 문제”와 함께 사후적 사법 또는 시장규율이 해결할 수 없는 “경제력집중 문제”를 해소하기 위한 정책이기 때문이다.⁹⁹⁾ 사후적 사법 또는 시장규율은 경제력 집중 문제가 아니라 주로 계열기업 간 부당내부거래 문제와 관련된 규제 규율을 대체할 수 있을 뿐이다.¹⁰⁰⁾ <표 7>은 기업집단에 대한 각종 규율을 분류한 것이다.

-
- 99) 기업집단에 대한 규율과 관련하여 임영재·조성우(2003)은 재벌문제를 원천적으로 해소하기 위해서는 재벌 이외의 민간 경제주체들이 본연의 견제 역할을 수행하는 “시장규율체계”로 전환해야 한다고 설명한다. 그리고 이러한 시장규율체계가 당장 이루어지는 것이 아니기 때문에 그 과도기에는 차선책으로 정부의 재벌정책이 필요하다고 주장한다. 그러나 재벌을 중심으로 경제력이 이미 집중된 상황에서는 재벌 이외의 민간 경제주체들이 본연의 견제 역할을 할 수 없다는 점에서 “시장규율체계”로의 전환이 이루어지지 않을 수도 있다.
- 100) 부당 내부거래 등 재벌소유구조에서 발생하는 문제점을 시장적으로 해결한다는 측면에서 이중대표소송이나 법인격부인론과 같은 원칙을 도입함으로써 책임추궁을 가능하게 하고 법인격독립원칙에 따라 발생할 수 있는 재벌 체제 내에서의 이해상충 문제를 사전적으로 감소시키는 것을 고려할 수 있다. 그러나 이러한 시장규율은 주로 대리인 문제와 관련된 것으로 경제력집중 문제와는 다른 차원의 논점으로 파악할 수 있다. 물론 이해상충문제와 관련된 규제의 효율성 차원에서 본다면, 기업집단에 해당하는 기업들을 규율하는 기업집단 법을 통해 일률적으로 규제하는 방안도 고려해 볼 수 있다. 그런데 이와 관련하여 전성인(2005b)은 기업집단을 명시적으로 규정하고 이를 규율하는 법 규정을 가지고 있는 독일의 경우를 중심으로 살펴보고, 기업집단법의 경우에도 그 규율의 이행을 담보하는 가장 핵심적인 요소는 주주와 이사에 대한 책임추궁장치임을 지적하고 있다.

참 고 문 헌

- 강철규 · 이재형, 「출자총액제한제도가 투자에 미치는 영향 : 실증연구」, 『산업경제연구』 제20권, 2007, pp.1131-1160.
- 고동원, 「금융산업의 구조개선에 관한 법률 : 제24조의 쟁점 분석과 개선 과제」, 『금융연구』 제20권, 2006, pp.23-67.
- 곽만순, 「출자총액규제와 대규모기업집단의 투자」, 『규제연구』 제15권, 2006, pp.135-156.
- 곽정수, 「공정거래법상 재벌 금융보험사에 대한 의결권 제한의 위헌성 검토 : 삼성 헌법소원심판청구사건 중심으로」, 서강대학교 석사논문, 2006.
- 김상조, 「금융지주회사 제도의 현황 및 감독체계 개선」, 『기업지배구조연구』 2003 가을호.
- 김선구 · 류근관 · 빙기범 · 이상승, 『출자총액제한제도의 바람직한 개선방향』, 서울대학교 기업경쟁력 연구센터 연구보고서 03-03, 2003.
- 김선웅, 「회사의 사업기회를 이용한 지배주주의 사익추구행위의 문제점과 규제 방안」, 『기업지배구조연구』 2005 여름호, 좋은기업지배구조연구소, 2005.
- 김진방, 「출자총액제한의 비교정학」, 『사회경제평론』 제20권, 2003, pp.191-215.
_____, 「순환출자의 현황과 배경, 금지 필요성」, 2005.
_____, 「출자총액제한제도의 이론과 현실」, 『경제발전연구』 제13권, 2007, pp.185-222.
- 김학현, 「우리나라 지주회사제도의 운용현황과 향후 정책방향」, 『기업지배구조 연구』 2003 가을호, 좋은기업지배구조연구소, 2003.
- 김현종, 「순환출자금지에 대한 최근 논의와 대안적 검토」, 『정책연구』, 한국경제 연구원, 2006.
- _____. 이인권, 「계열사 출자 및 실물투자관계에 대한 실증연구」, 『한국경제 연구』 제15권, 2005, pp.87-118.
- 남재현, 「금융그룹의 건전성 감독」, 『KIF 금융논단 모음집』, 2005, pp.235-239.
- 박대근 · 이창용, 「한국의 외환위기 : 전개과정과 교훈」, 『경제학연구』 제46권, 1998, pp.351-389.

- 박상인, 「출자총액제한제도의 대안 연구 : (환상형) 순환출자금지를 중심으로」, 『경쟁법연구』 제14권, 2006, pp.17-57.
- 양영식, 「대기업집단정책의 쟁점 및 경쟁정책과의 연관성」, 『산업조직연구』 제14권, 2006, pp.31-59.
- 윤창호 · 최윤동, 「대기업집단 내부거래 규제에 대한 연구」, 『산업조직연구』 제15권, 2007, pp.1-54.
- 이건범 · 김우진, 『금융지주회사의 효율적 운용을 위한 제도개선 방안 연구』, 한국금융연구원 정책조사보고서, 2005.
- 이규억, 「재벌개혁과 빅딜정책의 평가와 과제」, 한국국제경제학회 하계 정책 세미나, 1999.
- 이동걸, 「금산법 제24조 위한 건에 대한 법 · 경제적 분석」, 『주간 금융브리프』 제14권 29호, 한국금융연구원, 2005.
- 이병윤 · 이석호, 『주요 선진국의 금산분리 실태조사』, 한국금융연구원 정책연구 보고서, 2006.
- 이상호, 「97년 위기와 재벌의 경제력 집중 - 일반집중의 추이를 중심으로」, 『사회경제평론』 제26호, 2006, pp.109-143.
- 이윤호, 『재벌의 재무구조와 자본조달』 나남 출판사, 2005.
- 이은정, 「한국 기업들의 회사기회 편취 사례」, 『기업지배구조연구』 2005 여름 호, 좋은기업지배구조연구소, 2005.
- _____, 「지주회사 규제 변화 및 이에 따른 기업들의 지주회사 전환가능성」, 『기업지배구조연구』 2007 봄호, 좋은기업지배구조연구소, 2007.
- _____, · 이주영, 「지주회사 LG의 설립과정 및 특징 : 소유구조를 중심으로」, 『기업지배구조연구』 2003 가을호, 좋은기업지배구조연구소, 2003.
- 이인권, 『산업정책의 한계와 경쟁정책의 역할』, 한국경제연구원 연구보고서 2000-05, 2000.
- 이재형, 「지주회사 관련 정책에 대한 비판적 접근」, 『기업지배구조연구』 2003 가을호, 좋은기업지배구조연구소, 2003.
- 이주영, 「지주회사 현황 및 전환가능성」, 『기업지배구조연구』 2007 가을호, 좋은기업지배구조연구소, 2007.

- 이지수, 「회사의 기회(Corporate Opportunity Doctrine)」, 『기업지배구조연구』 2005 여름호, 좋은기업지배구조연구소, 2005.
- 이창용, 「한국외환위기의 원인과 IMF 프로그램의 특징」, 『외환위기 이후 실물 및 금융부문의 회복과정과 교훈』, 국제무역연구경영원 연구총서, 2001, pp.11-21.
- 임영재, 「Antitrust 정책으로서 기업분할·계열분리와 관련한 주요 쟁점」, 『KDI 정책포럼』 제164호, 2003.
- _____, 「환상형 순환출자의 본질에 대한 이해 및 정책방향」, 『KDI 정책포럼』 제169호, 2006.
- _____, · 성태운·김우찬 외, 『시장개혁추진을 위한 평가지표 개발 및 측정』, 한국개발연구원, 2003.
- _____, · 전성인, 「경쟁촉진을 위한 시장구조 교정수단에 관한 연구」, 『한국경제의 분석』 제9권, 2003, pp.165-233.
- _____, 「환상형 순환출자 규율의 도입방안 : 사전적·행정적 규율 vs. 사후적·사적 규율」, 『KDI 정책포럼』 제170호, 2006.
- _____, · 조성욱, 「공정거래법상 경제력집중 억제정책의 평가 및 과제」, 『경영 법률』 제13권, 2003, pp.31-56.
- 장세진, 『외환위기와 한국 기업집단의 변화 : 재벌의 흥망』, 박영사, 2003.
- 전성인, 「산업자본과 금융자본의 분리에 관한 제도적 검토 : 한국과 미국의 경우를 중심으로」, 『산업조직연구』 제12권, 2004, pp.83-113.
- _____, 「외국자본의 금융지배와 관련한 세 가지 쟁점에 대한 검토」, 2005a.
- _____, 「기업집단에 대한 시장규율과 규제규율 : 이론과 정책적 함의」, 『기업 경영권에 대한 연구 : 실증분석과 제도정비방안을 중심으로』, KDI 연구보고서 2005-07, 2005.
- _____, 「금산법의 제정과 운용의 역사」, 서울대학교 금융법센터, 2006.
- 정종인·박장호, 「지주회사의 현황과 과제」, 한국은행, 2007.
- 정세열, 「상호출자 금지 및 출자총액제한제의 실효성 검토」, 『산업조직연구』 제13권, 2005, pp.47-69.
- 조동근, 「IMF외환위기 이후의 재벌개혁정책의 평가와 정책제언」, 『비교한국학』

- 제5권, 1999, pp.195-241.
- 조성우, 『경제위기 이후 재벌정책의 성과에 대한 실증분석』, KDI 정책연구시리즈 2001-15, 2001.
- 채수찬, 『순환출자 해소를 위한 공정거래법 개정방안』, 2005.
- 최장봉, 『금융회사집단 감독체계의 구축방향』, 금융연구원 금융조사보고서 2004-03, 2004.
- 최정표, 「기업집단지정제도의 유효성에 대한 실증분석」, 『산업조직연구』 제11권, 2003, pp.1-35.
- _____, 「재벌에 의한 경제력집중의 정태 및 동태적 분석」, 『산업조직연구』 제12권, 2004, pp.63-88.
- _____, 「재벌체제의 시장경쟁 제한효과」, 『한국경제연구』 제16권, 2006, pp.197-225.
- 경제개혁연대, 「경제력집중 억제 관점에서 바라본 출자총액제한제도 존치의 필요성」, 『경제개혁리포트』 2006-5호, 2006a.
- _____, 「회사기회의 유용을 통한 지배주주 일가의 부의 증식에 관한 보고서」, 『경제개혁리포트』 2006-6호, 2006b.
- _____, 「경제개혁연대 · 참여연대, 금감위에 론스타의 비금융주력자 여부 판단 근거에 대해 질의」 2007.6.12일자, 2007a.
- _____, 「론스타 사건 빌미로 금산분리 폐지 획책하는 논의 경계해야」 2007.9.5일자, 2007b.
- 공정거래위원회, 「시장개혁 3개년 로드맵」, 2003.
- _____, 「출자총액제한제도에 대한 몇 가지 오해」, 2004.
- _____, 「헌법소원 심판 의견서」, 2005.
- 국회 재정경제위원회, 「금융기관의 합병 및 전환에 관한 법률개정 법률안 심사보고서」, 1996.12.
- 대한상공회의소, 「산업자본과 금융자본 분리정책의 문제점 및 정책개선방안」, 2007.
- 삼성생명, 삼성화재, 삼성물산 「헌법소원심판청구서」, 2005.
- 상명대 경제정책연구소, 「외국과 국내 기업(집단)들의 소유지배구조 비교분석 및

- 정책시사점 연구」, 2004.
- 재정경제부, 「산업자본의 금융지배에 따른 부작용 방지 로드맵」, 2004.
- _____, 「산업자본의 금융지배 방지 관련 7개 법률 시행령 개정안 입법 예고」, 2007.
- Corsetti, Giancarlo, Paolo Pesenti and Nouriel Roubini, "What Caused the Asian Currency and Financial Crisis?", *Japan and the World Economy* Vol.11, 1999, pp.305-373.
- Fogel, Kathy, Randall Morck and Bernard Yeung, "Big Business Stability and Economic Growth: Is What's Good for General Motors Good for America?", *Journal of Financial Economics*, 2007, forthcoming.
- Furman, Jason and Joseph E. Stiglitz, "Economic Crises: Evidence and Insights from East Asia", *Brookings Papers on Economic Activity* No.2, 1998, pp. 1-135.
- Hahm, Joon-Ho and Joon-Kyung Kim, "Risks and Supervisory Challenges of Financial Conglomerates in Korea", *KDI Journal of Economic Policy* Vol.28, 2006, pp.145-191.
- Kim, Woochan, Youngjae Lim and Taeyoon Sung, "Group Control Motive as a Determinant of Ownership Structure in Business Conglomerates", *Pacific-Basin Finance Journal* Vol.5, 2007, pp.213-152.
- Krugman, Paul, "What Happened to Asia", *mimeo*, MIT, 1998.
- Lee, Dong Gull and Keonbeom Lee, "The Dark Side of Internal Capital Allocation: The Case of Korean Chaebols", *Seoul Journal of Economics* Vol.15, 2002, pp.321-368.
- Lee, Keonbeom, Mike Peng and Keun Lee, "From Diversification Premium to Diversification Discount during Institutional Transitions", *Journal of World Business* Vol.43, pp.47-65.
- Lee, Young, Changyong Rhee and Taeyoon Sung, "Fiscal Policy in Korea: Before and After the Financial Crisis", *International Tax and Public Finance* Vol.13, pp.509-531.

- Mishkin, Frederic S., "Global Financial Instability: Framework, Events, and Issues", *Journal of Economic Perspectives* Vol.13, 1999, pp.3-20.
- Morck, Randall, "How to Eliminate Pyramidal Business Groups: The Double Taxation of Inter-corporate Dividends and other Incentive of Tax Policy", *Tax Policy and the Economy* Vol.19, 2005, pp.135-179.
- Radelet, Steven and Jeffrey D. Sachs, "The East Asian Financial Crisis: Diagnosis, Remedies, and Prospects", *Brookings Papers on Economic Activity* No.1, 1998, pp.1-90.

10 Years After the 1997 Crisis: Evolution, Problem, and Future of *Chaebol* Policy

Taeyoon Sung* and Woochan Kim**

Abstract

This paper reviews the evolution of *Chaebol* policy in Korea after the 1997 financial crisis. By doing so, our goal is to shed light on the direction of future *Chaebol* policy. First, we argue that the policy stance of Korean government on *Chaebols* has been weakened since 1999, as shown in a series of policy changes. The policy-changes include (a) relaxing - virtually repealing - the upper ceiling restriction on equity investment in affiliated firms, (b) allowing financial institutions to vote on shares issued by affiliated firms, (c) weakening the restrictions on the share-holding of non-financial corporations in financial institutions, (d) introducing a nominal class-action suit law, and (e) weakening the restrictions on holding companies. As for future policy directions, we suggest that the Korean government ban circular share-holdings, modify - not repeal - the upper ceiling restriction on equity investment in affiliated firms, and reintroduce restrictions on holding companies. We also argue that the government should continue the separation of banking and commerce, restrict financial institutions' ownership of non-financial corporations, and restrict financial institutions' voting in shares of affiliated firms. Since current ownership restrictions and the separation of banking and commerce are designed to control problems that cannot be fully addressed by *ex-post* remedies alone, we suggest that *ex-ante* regulations, in a modified form, should continue even after *ex-post* measures to limit controlling shareholders' private benefits have been strengthened.

Keywords: *Chaebol* Policy, the 1997 Financial Crisis, Ownership Structure, Holding Company, Separation of Banking and Commerce

JEL Classification: L5, G28

* Associate Professor, School of Economics, Yonsei University, E-mail: tsung@yonsei.ac.kr

** Associate Professor, KDI School of Public Policy and Management, E-mail: wc_kim@kdischool.ac.kr

<표 1> 상호출자제한 기업집단 지정 현황(2007년 4월 기준)

순위	기업집단명	자산총액 (단위 : 조)	계열사수	순위	기업집단명	자산총액 (단위 : 조)	계열사수
1	삼 성	129.1	59	32	이 랜 드	5.4	16
2	한국전력공사	106.4	11	33	한국농촌공사	4.9	2
3	현대자동차	66.2	36	34	현대백화점	4.9	24
4	에스케이	60.4	57	35	코 오 룹	4.9	33
5	엘 지	52.4	31	36	동 양	4.8	21
6	대한주택공사	40.7	2	37	케 이 씨 씨	4.8	7
7	롯 테	40.2	44	38	하이트맥주	4.8	13
8	한국도로공사	37.2	4	39	한진중공업	4.8	4
9	포스코	32.7	23	40	효 성	4.6	23
10	케이티	27.5	19	41	현대오일뱅크	4.5	2
11	한국토지공사	25.2	2	42	현대산업개발	4.4	16
12	지에스	25.	48	43	영 풍	4.4	22
13	금호아시아나	22.9	38	44	케이티엔지	4.3	6
14	한 진	22.2	25	45	세 아	4.0	22
15	현대중공업	20.6	7	46	부 영	3.8	6
16	한 화	18.0	34	47	대한전선	3.7	18
17	두 산	14.4	20	48	태광산업	3.5	47
18	한국철도공사	14.1	16	49	동양화학	3.1	18
19	하이닉스	13.7	5	50	한 솔	3.0	12
20	한국가스공사	12.3	3	51	쌍용양회	3.0	6
21	신세계	9.9	15	52	하나로텔레콤	3.0	10
22	엘에스	9.9	20	53	농 심	2.9	15
23	현 대	8.8	9	54	대 성	2.9	40
24	동 부	8.7	22	55	태평양	2.7	7
25	씨 제 이	8.4	64	56	태영	2.7	23
26	대 립	7.5	14	57	문화방송	2.6	32
27	지 앤 대 우	7.3	3	58	삼 양	2.5	13
28	대우조선해양	6.1	5	59	한국타이어	2.4	9
29	현대건설	6.1	9	60	교보생명보험	2.3	15
30	에스티엑스	5.9	11	61	오리온	2.2	22
31	동국제강	5.8	11	62	대우자동차판매	2.1	25

자료 : 공정거래위원회

<표 2> 상호출자제한 기업집단 중 순환출자 현황(2007년 4월 자료)

기업집단명	순환출자 현황
삼성	삼성에버랜드→삼성생명→삼성전자→삼성전기→삼성에버랜드 삼성에버랜드→삼성생명→삼성전자→삼성에스디아이→삼성에버랜드 삼성에버랜드→삼성생명→삼성카드→삼성에버랜드 삼성에버랜드→삼성생명→삼성물산→삼성생명 삼성전자→삼성에스디아이→삼성물산→삼성전자 삼성전자→삼성카드→삼성화재→삼성전자
	현대자동차→기아자동차→현대모비스→현대자동차
	현대자동차→기아자동차→현대제철→현대자동차
	현대자동차→현대캐피탈→현대모비스→현대자동차
	에스케이→에스케이텔레콤→에스케이씨앤씨→에스케이 에스케이→에스케이네트웍스→에스케이씨앤씨→에스케이
롯데	롯데쇼핑→롯데알루미늄→롯데제과→롯데쇼핑 롯데쇼핑→롯데카드→롯데칠성→롯데쇼핑
	대한항공→정석기업→한진→대한항공 대한항공→한국공항→한진→대한항공 대한항공→한진관광→한진→대한항공
현대중공업	현대중공업→삼호중공업→미포조선→현대중공업
한화	한화→한화리조트→한화증권→한화 한화→한화석유화학→한화증권→한화
	두산중공업→두산엔진→두산→두산중공업 두산중공업→두산인프라코어→두산→두산중공업
동부	동부건설→동부한농→동부화재→동부건설 동부건설→동부한농→동부정밀화학→동부건설 동부건설→동부제강→동부생명→동부건설 동부한농→동부화재→동부제강→동부한농 동부한농→동부정밀화학→동부제강→동부한농 동부캐피탈→동부생명→동부건설→동부제강→동부캐피탈 동부증권→동부생명→동부건설→동부제강→동부한농→동부화재→동부증권 동부증권→동부생명→동부건설→동부제강→동부증권
	현대상선→현대증권→현대엘리베이터→현대상선
	현대상선→현대택배→현대엘리베이터→현대상선
	대림산업→오라관광→대림코퍼레이션→대림산업

기업집단명	순환출자 현황
동 양	동양메이저 → 동양캐피탈 → 동양종금 → 동양생명 → 동양메이저 동양메이저 → 동양메직 → 동양종금 → 동양파이낸셜 → 동양생명 → 동양메이저 동양메이저 → 동양파이낸셜 → 동양생명 → 동양메이저 동양메이저 → 동양캐피탈 → 동양생명 → 동양메이저 동양메이저 → 동양캐피탈 → 동양레저 → 동양메이저
현 대 백 화 점	현대백화점 → 현대쇼핑 → 현대에이치엔에스 → 현대백화점 현대백화점 → 현대쇼핑 → 현대푸드시스템 → 현대백화점 현대홈쇼핑 → 에이치씨엔 → 디씨씨 → 현대홈쇼핑 현대홈쇼핑 → 에이치씨엔 → 에이치씨엔경북방송 → 현대홈쇼핑 현대홈쇼핑 → 에이치씨엔 → 에이치씨엔서초방송 → 현대홈쇼핑 현대홈쇼핑 → 에이치씨엔 → 에이치씨엔충북방송 → 현대홈쇼핑
한 솔	한솔CSN → 한솔건설 → 한솔텔레콤 → 한솔CSN 한솔CSN → 한솔제지 → 한솔EME → 한솔CSN 한솔CSN → 한솔제지 → 한솔텔레콤 → 한솔CSN 한솔CSN → 한솔제지 → 한솔건설 → 한솔텔레콤 → 한솔CSN 한솔CSN → 한솔케미칼 → 한솔제지 → 한솔텔레콤 → 한솔CSN 한솔CSN → 한솔케미칼 → 한솔건설 → 한솔텔레콤 → 한솔CSN 한솔CSN → 한솔케미칼 → 한솔제지 → 한솔EME → 한솔CSN
영 풍	영풍 → 영풍문고 → 영풍개발 → 영풍 영풍 → 고려아연 → 코리아니켈 → 영풍 영풍 → 고려아연 → 서린상사 → 영풍 영풍 → 고려아연 → 케이지엔지니어링 → 서린상사 → 영풍
코 오 롱	에프엔씨코오롱 → 코오롱건설 → 코오롱글로텍 → 에프엔씨코오롱
현대산업개발	아이콘트롤스 → 현대산업개발 → 현대이피 → 아이콘트롤스 아이콘트롤스 → 현대산업개발 → 아이서비스 → 아이콘트롤스 아이콘트롤스 → 현대산업개발 → 아이엔콘스 → 아이콘트롤스
태 광 산 업	대한화섬 → 흥국생명보험 → 태광산업 → 대한화섬

자료 : 공정거래위원회

<표 3> 2007년 출자총액제한제도 적용대상 축소 이후 적용 기업집단 계열사

기업집단(7개)	출자총액제한제도 적용 계열사(25개)
삼성	삼성물산, 삼성에버랜드, 삼성SDI, 삼성전기, 삼성전자, 삼성중공업, 삼성코 닝정밀유리, S-LCD, 제일모직
현대 자동차	기아자동차, 현대모비스, 현대자동차, 현대제철, 현대하이스코
롯데	호텔롯데, 롯데건설, 롯데쇼핑, 호남석유화학
지에스	지에스건설
금호아시아나	금호석유화학, 금호타이어
한진	대한항공, 한진해운
현대중공업	현대미포조선, 현대중공업

자료 : 공정거래위원회

<표 4> 경제력 집중 추이

A.1. 자산총계기준 순위

순위	'87	'88	'89	'90	'91	'92	'93	'94	'95	'96	'97	'98	'99	'00	'01	'02	'03	'04	'05	'06
1	현대	삼성																		
2	대우	대우	대우	LG	삼성	삼성	대우	삼성	삼성	삼성	삼성	대우	삼성	현대	현대	LG	LG	LG	현자	현자
3	LG	LG	LG	대우	대우	대우	삼성	대우	LG	LG	대우	삼성	LG	LG	LG	SK	SK	현자	LG	LG
4	삼성	삼성	삼성	삼성	LG	LG	LG	LG	대우	대우	LG	LG	SK	SK	SK	현자	현자	SK	SK	SK
5	한진	한진	한진	SK	한진	현자	현자	한진	한진	한진	롯데	롯데								
6	쌍용	SK	SK	한진	한진	한진	한진	쌍용	쌍용	쌍용	한진	한진	롯데	한진	한진	롯데	롯데	한진	한진	
7	SK	쌍용	한진	한진	한진	쌍용	쌍용	대우	롯데	롯데	현대	한화	한화							
8	한화	롯데	롯데	한화	기아	한화	한화	금호	금호	금호	금호	현중	한화							

자료 : 공정거래위원회

A.2. 4대 및 8대 재벌의 매출액 및 총자산의 GDP 대비 비중 추이

(단위 : %)

	'87	'88	'89	'90	'91	'92	'93	'94	'95	'96	'97	'98	'99	'00	'01	'02	'03	'04	'05	'06
1. 매출액 기준																				
4대	0.39	0.38	0.36	0.36	0.37	0.37	0.39	0.40	0.44	0.47	0.52	0.59	0.51	0.50	0.47	0.43	0.40	0.33	0.35	0.36
8대	0.50	0.48	0.46	0.45	0.48	0.49	0.50	0.51	0.57	0.61	0.66	0.75	0.61	0.62	0.59	0.52	0.47	0.39	0.45	0.46
2. 총자산 기준																				
4대	0.27	0.26	0.29	0.31	0.32	0.32	0.33	0.33	0.35	0.38	0.49	0.56	0.45	0.36	0.34	0.32	0.30	0.31	0.30	0.32
8대	0.37	0.35	0.39	0.42	0.44	0.45	0.45	0.46	0.48	0.53	0.64	0.72	0.56	0.51	0.48	0.40	0.39	0.40	0.41	0.42

주 : 1. 기업집단 자료는 금융업이 제외되고 합산된 것이다.

2. 이윤호(2005)에서 2002년까지의 개별 기업집단에 대한 매출액 및 자산총액은 한국신용평가(주) 자료이다.

자료 : 공정거래위원회, 한국은행, 이윤호(2005), 및 한국신용평가(주).

B. 기존 연구의 경제력 집중 추이

B.1. 이상호(2006) : 1997년 전후 재벌의 일반집중 변화

(단위 : %)

		1987-1996 평균집중도	1997-2002 평균집중도
자 산	상위 재벌(5대 재벌)	25.0	25.5
	하위 재벌(6-30대 재벌)	19.3	15.1
	전체 30대 재벌	44.2	40.6
매 출	상위 재벌(5대 재벌)	29.1	30.1
	하위 재벌(6-30대 재벌)	15.2	11.9
	전체 30대 재벌	44.3	42.0

주 : 자산기준, 금융 제외

B.2. 최정표(2006) : 대재벌의 규모와 국가경제에서의 비중(1987-2004년)

(단위 : %)

	1987년	1993년	1999년	2004년
삼성	4.67	4.70	6.27	7.63
LG	4.83	5.87	4.46	5.36
SK	1.94	2.46	3.83	4.34

주 : 자산기준, 금융 제외(1987-2004년)

B.3. 최정표(2004) : 자산기준 30대재벌군 내의 집중지수(1986-2002)

	1986년	1990년	1994년	1998년	2002년
1. 자산기준					
5대재벌 집중률(%)	52.65	54.74	55.66	65.76	63.12
10대재벌 집중률(%)	70.92	73.79	75.97	79.92	79.80
HH지수	0.073	0.077	0.079	0.102	0.101
2. 매출액기준					
5대재벌 집중률(%)	62.95	64.86	66.47	75.83	70.17
10대재벌 집중률(%)	76.77	79.27	81.61	87.86	85.14
HH지수	0.095	0.105	0.112	0.130	0.138

주 : HH지수 = $\sum_{i=1}^{30} s_i^2$, s_i 는 30대재벌군의 총매출액에서 i 재벌이 차지하는 점유율을 나타낸다.

<표 5> 출자총액제한제도 적용제외 및 예외인정 출자 현황(2006년 기준)

적용제외(단위 : 십억 원)		예외인정(단위 : 십억 원)	
사회간접자본 관련	1,504	유상증자 관련	227
공기업민영화 관련	0	외국인투자기업 관련	1,783
동종/밀접산업 관련	11,071	구조조정 관련	852
국가 등 소유회사	141	중소·벤처기업 관련	35
남북교류협력사업 관련	185	부실기업주식소유 관련	0
		신사업 관련	288
		담보권 실행 관련	0.004
합 계	12,901	합 계	3,185

자료 : 공정거래위원회

<표 6> 주요 기업집단 내 금융·보험 계열사 : 2007년 1월 기준

기업집단명	전체 계열회사수	금융·보험 계열회사수	금융·보험 계열회사
삼성	58	10	삼성벤쳐투자, 삼성생명보험, 삼성선물, 삼성증권, 삼성카드, 삼성투자신탁운용, 삼성화재해상보험, 생보부동산신탁, 삼성화재손해사정서비스, 애니카자동차손해사정서비스
현대자동차	40	2	현대캐피탈, 현대카드
에스케이	55	1	에스케이증권
엘지	31	0	
롯데	43	2	롯데캐피탈, 롯데카드
지에스	49	0	
한진	23	0	
현대중공업	7	3	현대기술투자, 현대기업금융, 현대선물
한화	34	7	한화기술금융, 한화증권, 한화투자신탁운용, 대한생명보험, 신동아화재해상보험, 대생보험심사, 대한티爱尔
두산	19	3	네오플러스, 엔세이퍼, 연합캐피탈
금호아시아나	36	2	금호생명보험, 금호종합금융
동부	22	7	동부상호저축은행, 동부생명보험, 동부증권, 동부캐피탈, 동부투자신탁운용, 동부화재해상보험, 동부자동차보험손해사정
현대	9	1	현대증권
신세계	15	0	
씨제이	63	3	씨제이창업투자, 씨제이자산운용, 씨제이투자증권
엘에스	18	0	
대림	12	1	웹택창업투자
하이트맥주	13	0	
동국제강	11	0	
에스티엑스	10	0	
동양	16	7	동양생명보험, 동양선물, 동양창업투자, 동양캐피탈, 동양투자신탁운용, 동양종합금융증권, 동양파이낸셜
효성	22	1	효성캐피탈
현대오일뱅크	2	0	
현대백화점	21	0	
코오롱	27	1	아이퍼시피파트너스
현대산업개발	16	1	아이투자신탁운용
케이씨씨	7	2	유리제우스주식형사모투자회사일호, 유리페시브주식형사모펀드
한진중공업	4	0	
세아	22	0	
영풍	22	0	
태광산업	50	7	고려상호저축은행, 흥국투자신탁운용, 흥국생명보험, 한국도서보급, 흥국증권증개, 흥국쌍용화재해상보험, 예가람상호저축은행
부영	6	1	부영파이낸스
대한전선	15	2	한국산업투자, 케이아이파트너스
쌍용양회	6	0	
한솔	12	0	
농심	14	0	
대성	30	2	바이넥스트하이테크, 액츠투자자문
이랜드	18	0	
동양화학	18	0	
삼양	13	0	
태영	21	0	
한국타이어	9	1	애프더블유에스투자자문

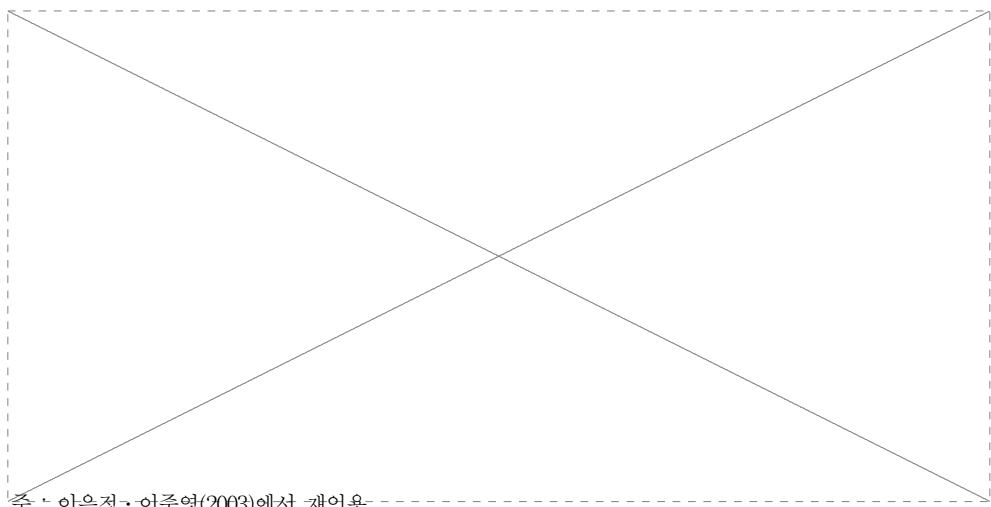
자료 : 공정거래위원회

<표 7> 기업집단에 대한 각종 규율의 분류

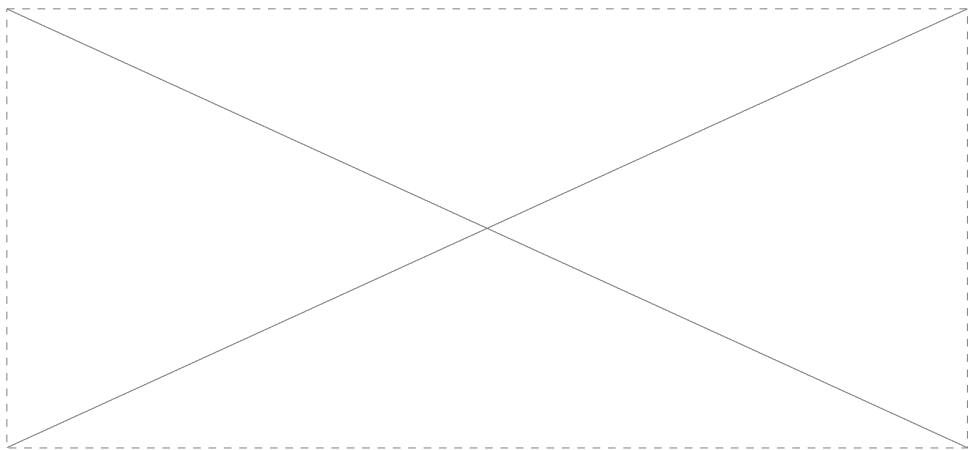
	사전적 규율	사후적 규율	
소유구조	상호출자금지, 출자총액제한, 금산분리(은행소유 제한, 은행지주회사 소유제한, 대규모기업집단 금융보험회사 의결권 제한, 금융기관을 통한 산업자본 지배 제한)	계열분리 명령제도, 계열분리 청구제도, 시정명령제도	
내부규율	사외이사제도, 내부거래위원회, 보상위원회, 개별임원 보상 공시		
외부규율	입법	금융감독위원회의 독립성 확보, 금융거래정보요구권 확충, 기타 행정규율이 가능하도록 하는 각종 행위규제 포함	행정 엄정한 법집행
		검찰의 독립성 확보, 사법부의 전문성 확보, 기타 사법규율이 가능하도록 하는 각종 행위규제 포함	사법 주주대표소송, 이중(다중) 대표소송, 증권집단소송
		공시(Comply or explain), 전자투표제도, 주주총회 소집통지시기, 국민연금기금의 지배구조 개선, 기타 시장규율이 가능하도록 하는 각종 행위규제 포함	시장 기업지배구조펀드의 활동, 적대적 인수합병

<그림 1> LG 그룹의 소유지배관계도(지주회사 전환이전과 전환이후)

A. 지주회사 전환이전



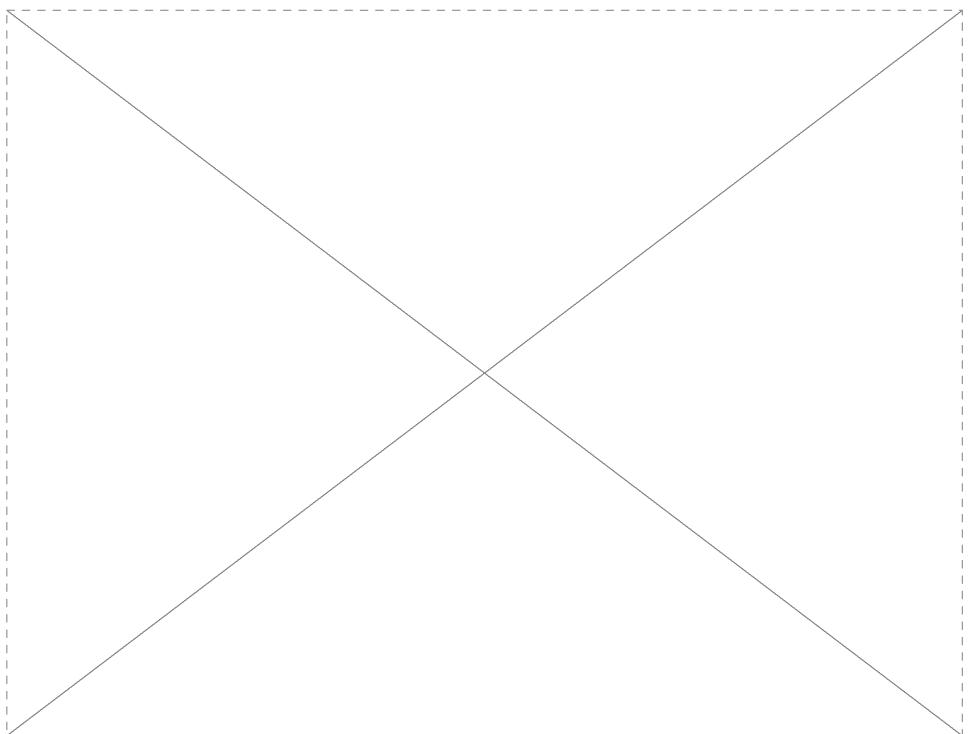
B. 지주회사 전환 이후



주 : 이은정 · 이주영(2003)에서 재인용

<그림 2>

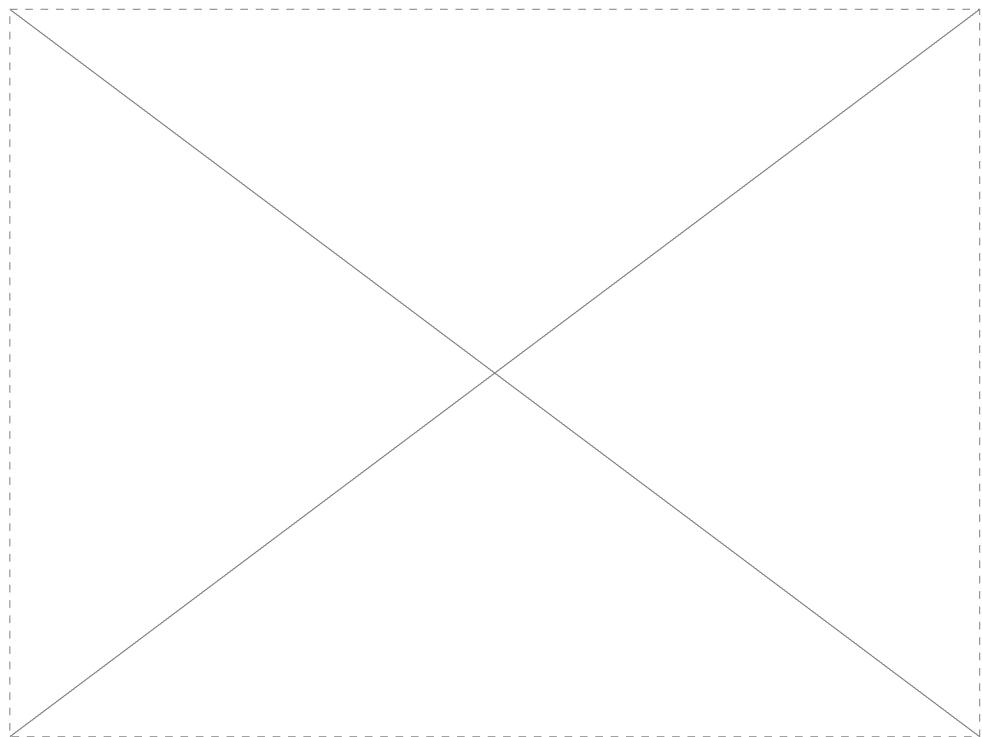
GE 출자구조



주 : 임영재 · 성태운 · 김우찬 외(2003)에서 재인용

<그림 3>

삼성그룹 금융계열사 관련 출자관계



주 : 삼성그룹의 2002년 금융계열사 관련 소유 지분 관계 일부로 금융계열사는 박스 안에 표시하고 있다. 5%이상 지분에 대해서는 굵은 선으로 표시하고 있다.

지정토론

주제 : 「외환위기 이후 10년 : 재벌정책의 전개, 문제점, 그리고 향후 과제」에 대한 논평

논평자 : 李建範(한국금융연구원)

본 연구는 외환위기 이후 최근까지의 재벌정책에 대해 논의하고 있는데, 우리나라의 재벌정책이 외환위기 이전에 변화한 것보다 지난 10년 동안 훨씬 다양하게 변화했기 때문에 이러한 연구를 통해 정책을 평가하는 것은 바람직한 시도라고 생각된다.

다만 정책의 평가에 있어서 일정한 기준에 입각하여 정책의 성과를 평가하지 않고 많은 부분에서 재벌정책을 단순히 강화 또는 약화된 것으로 평가하는 것은 개선될 필요가 있다고 생각된다. 즉 재벌정책의 성과평가기준을 설정하고 특정 정책이 이러한 기준에 부합했는지를 저자가 판단하여 정책을 평가하는 것이 바람직하다고 생각된다.

이러한 기준은 재벌문제에 대한 인식에 근거하는 것이라고 생각되는데 평가가 보기에는 재벌문제는 다음의 두 가지 측면에서 접근할 필요가 있다고 생각된다. 즉 우리나라 재벌문제라고 하는 것은 ‘소유지배와 관련된 문제’와 ‘경제력 지배권과 관련된 문제’라고 할 수 있다. ‘소유지배 문제’에서는 대리인비용(agency cost) 문제와 터널링(tunneling)과 관련된 것으로 정책을 통해 어느 정도 이러한 문제점을 해결하는지를 고려할 필요가 있다. ‘경제력 지배권’은 재벌의 규모(scale)와 범위(scope)와 관련된 문제인데 규모와 관련해서는 재벌의 규모가 너무 커서 독과점이 발생하거나 사회경제적인 집중의 부작용이 나타나는 것 등이 주요한 문제이다. 흔히 문어발식 경영이라고 일컬어지는 사업범위의 문제는 금융과 산업의 융합문제, 과도한 범위확장에 따른 불공정에 따른 행위문제 등이다. 따라서 재벌정책을 평가할 때는 재벌의 이러한 여러 문제점을 시정하려고 하는 개별정책이 목표를 달성하였는지를 평가하여야 한다.

한편 본 논문이 재벌정책을 평가하면서 주목하고 있는 구체적인 대상 정책들의 포함범위에는 조금 문제점이 있는 것으로 판단된다. 논문에서는 재벌정책의 평가대상으로 재벌 소유구조 정책은 공정거래법상에 있는 내용들을 주로 다루고

있는 반면 금산분리 정책은 금융관련법 및 공정거래법상 관련 내용을 주 평가대상으로 하고 있다. 그러나 금산분리 정책과 관련하여 참여정부가 추진하였던 ‘산업자본의 금융지배에 따른 부작용 방지 로드맵’상의 조치나 공정거래법상 8조 2의 4항(금융지주회사는 일반회사를 소유하지 못하고 일반지주회사는 금융회사를 소유하지 못한다는 규정)에 대한 언급이 없다. 참여정부의 대표적인 재벌정책은 사실상 집권 초기에 작성된 두 개의 로드맵을 통하여 이루어졌는데 즉 공정거래위원회가 주도적으로 추진한 ‘시장개혁 3개년 로드맵’과 재경부가 추진한 ‘산업자본의 금융지배에 따른 부작용 방지 로드맵’을 통하여 이루어졌다. 전자에 의해서 공정거래법상의 출자총액제한제도, 지주회사제도, 금융회사 의결권 제한제도 등 제도개혁이 이루어졌고, 후자는 개별 금융업법(증권, 보험, 저축은행, 여전, 종금 등) 및 감독규정의 개정을 통하여 이루어졌다. 따라서 최근의 재벌정책을 평가하는 데 있어서 이러한 조치들을 포함하여 평가하여야 할 것으로 생각된다.

저자는 결론적으로 순환출자의 금지, 출자총액제한제도의 발전적 보완, 지주회사 및 그 소속 회사에 대한 행위제한 재도입을 제안하고 은산분리, 금융의 산업지배 금지, 금융보험사의 의결권제한 등 제반 금산분리정책은 계속 유지시킬 것을 제안하고 있다. 그리고 사전적인 규제가 필요한 이유는 사후적인 사법 또는 시장규율로는 해결하기 어렵기 때문이고 사후적 사법 또는 시장규율이 강화되더라도 현재의 사전적 규제는 발전적으로 보완하거나 상당 부분 존치시킬 필요가 있다고 지적하고 있다. 이와같은 결론에 대해서는 전반적으로 동의할 수 있으나 향후 과제에 대해서는 조금더 전향적인 접근이 필요하다고 생각된다. 향후 집권하는 정부의 재벌정책에서는 공정거래법에서의 출자총액제한 제도와 금산분리 문제가 주로 논의되고 완화될 것으로 전망된다. 은산분리와 관련해서는 소유상한이 현행의 4%에서 다소 상향조정될 가능성이 있는데 사실 세계 여러나라의 규제현황을 살펴보면 5% 이상이고 상한이 없는 나라도 많이 있으므로 상한을 조정하는 것이 가장 중요한 이슈는 아닐 것으로 생각된다. 보다 중요한 것은 대주주가 은행 경영에 개입하는 것에 대한 견제장치가 있는지 없는지 하는 것인데 이 측면에서 볼 때 감독상 보완하는 것이 필요하다. 그리고 은행이외의 금융기관과 관련해서는 재벌의 폐해를 방지하는 것은 향후 금융소비자들의 피해를 최소화하는 방향으로 정책을 가져가는 것이 필요하다. 금융에 대한 산업자본의 지배방지를 지속하는 이유에 대해서는 여타의 설명보다 대주주와 관계인들에 의한

‘편취(exploitation)의 문제’와 ‘금융소비자보호’ 등이 보다 중요한 요소로서 제기되어야 한다.

한편, 재벌문제의 시장적 해결과 새로운 규제방안의 제시에 대해서 보다 적극적인 고려가 필요하다. 미국의 경우 conglomerate가 와해된 경우가 있었는데, 1980~90년대 다각화된 기업인 콘그로머레이트의 가치저하(diversification discount)가 있었을 때 이러한 기업에 대한 LBO 등 적대적인 인수합병을 통해 콘그로머레이트가 해체되었다. 이와 같이 불합리한 구조를 갖는 기업조직에 대해서 시장적 해결이 가능하도록 제도적인 보완을 하는 방안을 모색할 필요가 있다.

재벌정책을 보완하는 방안으로 새로운 대안을 모색할 필요가 있는데 세가지 정도가 중요한 점이라고 판단된다.

우선 기업간의 소유가 일반적인 우리나라에 적용되고 있지 않은 다중대표소송 제도의 도입을 추진하고 법인격부인론(piercing the corporate veil)을 명시적으로 인정하는 방안을 고려할 수 있는데 이러한 원칙을 도입한다면 법인격독립원칙에 따라서 재벌이 회피하는 여러 부정적 행위가 사전적으로 감소할 것으로 기대된다. 다음으로는 기업집단에만 해당하는 콘체른법을 도입하여 일률적으로 규제하는 방안이 있는데 실현 가능성은 높지 않으나 규제의 효율성은 강화될 수 있을 것으로 기대된다. 마지막으로 금융과 산업의 분리와 관련된 것으로서 산업회사와 금융회사가 혼합되어 있는 혼합금융그룹에 대한 규제를 강화하는 것이다. 우리나라의 금융그룹은 지주회사그룹, 자회사그룹, 혼합금융그룹으로 나눌 수 있는데 혼합금융그룹에 대한 규제는 미비한 실정이다. 따라서 금융과 산업의 분리 원칙을 유지하고 금융시스템의 안정성을 강화하기 위하여 혼합금융그룹에 대한 감독을 강화하는 것을 고려할 필요가 있다.

참고문헌

백정웅, 「금융계열사간 위험전이 방지를 위한 법제도 연구」, 예금보험공사 외부 연구지원 공모논문집, 2007.

Keonbeom Lee, Mike Peng and Keun Lee, "From Diversification Premium to Diversification Discount during Institutional Transitions", *Journal of World Business* 43, 2008, pp.47-65.

지정토론

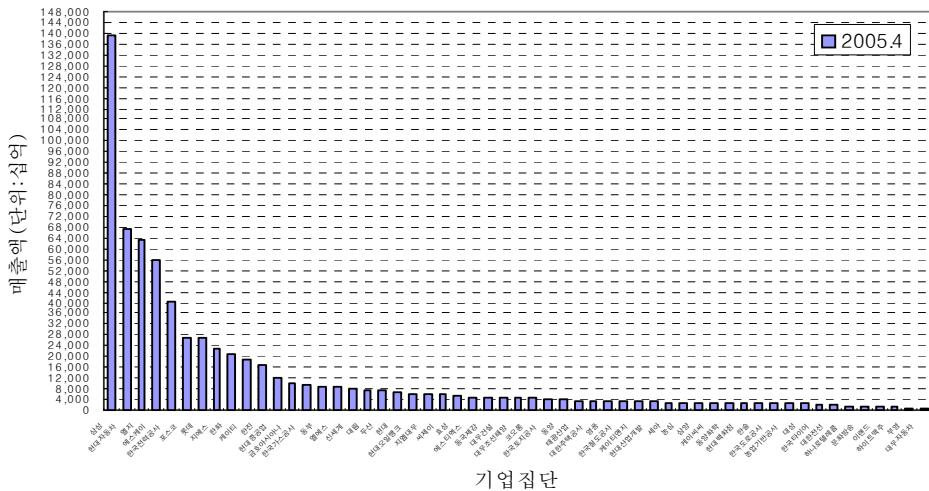
주 제 : 「외환위기 이후 10년 : 재벌정책의 전개, 문제점, 그리고 향후 과제」에 대한 논평

토론자 : 李寅權(한국경제연구원)

본 논문은 1997년 외환위기 이후 10년 기간 동안 정부의 재벌정책 전개과정을 살펴보고 그 과정에서 제기된 주요 논점 등을 정리해 봄으로써 향후 재벌정책 방향에 대한 시사점을 얻는 데 그 목적이 있음을 밝히고 있다. 10년간의 재벌정책의 두 축은 빅딜, 워크아웃 등 구조조정과 기업지배구조 개선 정책이다. 재벌정책의 한 축인 구조조정에 대한 논의가 포함되지 못한 아쉬움이 있다. 논문 내용을 보완한다는 측면에서 쟁점별로 몇 가지 언급하고자 한다.

우선 출자규제부터 살펴보면 규제의 목적이 김영삼 정부시절 업종전문화, 김대중 정부시절 구조조정을 촉진한다는 차원에서 폐지되었다가 내부지분율의 점진적인 증가가 일어나자 규제가 재도입되었다. 노무현 정부에 들어서는 동 규제의 목적이 기업지배구조 개선으로 탈바꿈한다. 규제의 내용과 목적이 시류에 따라 변화하면서 여러 가지 논쟁을 야기하였다. 대표적인 것이 출자와 투자의 관계에 대한 논쟁인데 별로 생산적인 논쟁은 아니다. 기업은 출자규제 폐지를 정부가 기업경영 환경을 개선하려는 의지가 있는가를 판단하는 하나의 리트머스 테스트로 간주하였고, 정부는 출자규제를 기업지배구조 개선의 주요 수단 내지 재벌에 대한 영향력 행사의 주요한 끈을 놓기가 어려웠다. 규제 내용보다는 그 규제가 가지는 상징성과 명분 때문에 재계와 정부 간의 팽팽한 줄다리기가 진행되었다. 이 제도는 규제내용이 크게 완화되어 이미 규제로서의 기능이 제대로 작동한다고 볼 수 없다. 기업집단간 규모의 격차는 확대되고 기업집단 규모가 분화되고 있는 상황에서 이질적인 기업집단에 대하여 동일한 사전적인 규제를 가하는 것이 적절한지에 대한 의문이 든다. 본 연구의 <표 4>인 8대 재벌의 매출액 및 총 자산의 GDP 대비 비중 추이내용은 경제력 집중 관련 사실을 왜곡하고 있다. 외환위기 전후의 비교를 위해 계열분리 친족그룹을 하나로 합산하여 4대 재벌을

<그림 1> 2005년 상호출자제한 기업집단의 매출액(1)



<표 1> 매출액집중

(단위 : 십억 원)

연도	기업집단수	규제대상 기업집단 매출액	외감대상 전체기업 매출액	상위 1위~4위	상위 5위~10위	상위 11위~20위	상위 21위~30위	상위 31위~
1995	30	307,443	474,319	40.5%	14.0%	7.4%	2.8%	-
1996	30	361,042	566,924	39.7%	13.5%	7.2%	3.3%	-
1997	30	438,405	667,215	41.3%	14.5%	7.7%	2.3%	-
1998	30	466,282	728,845	43.7%	12.6%	5.9%	1.7%	-
1999	30	471,764	811,204	39.5%	11.2%	5.5%	1.9%	-
2000	30	471,447	966,032	34.1%	5.7%	6.6%	2.4%	-
2001	30	494,666	1,052,031	28.8%	9.9%	5.6%	2.8%	-
2002	42	555,425	1,110,187	27.2%	12.0%	6.1%	3.5%	1.3%
2003	48	567,045	1,172,061	24.7%	12.0%	5.3%	3.6%	2.8%
2004	50	673,717	1,365,287	24.3%	10.5%	6.8%	4.4%	3.4%
2005	55	740,833	1,469,763	22.0%	10.1%	8.2%	4.7%	5.4%

1) 강선민, 『경제력집중 규제 : 일반집중의 추세를 중심으로』, 한국경제연구원, 2007.

범삼성, 범현대, 범LG 및 SK로 분류한 것은 적절하지 못하다. 각 그룹은 법적으로 그리고 실체적으로도 독립되어 있다. 외환위기 이전과 이후를 정확히 비교하면 당시 정부 가이드라인인 부채비율 200% 충족을 위해 대규모 자산 매각과 다수의 계열분리가 일어난 상황을 반영하여야 한다. 그럴 경우 상위 4대기업집단의 매출액 비중은 1995년 40.5%에서 2005년 22%까지 크게 감소한다. 상위 5~10대 기업집단의 매출액 비중은 1995년 14%에서 2005년 10%로 줄어든다. 경제력집중 지표 중 하나인 일반집중의 지표를 정확하게 제시할 필요가 있다.

출총제 규제가 약화되면서 대안으로 논의되는 것이 순환출자규제이다. 공정위는 원래 출총제가 순환출자도 포괄적으로 규제하는 것으로 설명하다가 출총제가 완화되면서 대안으로서 검토를 하고 있다. 순환출자규제는 삼성, 현대, 두산, 동부 등에 대해서는 지배구조 측면에서 큰 부담일 수 있다. 출총제보다 순환출자 규제의 준수 비용이 너무 크기 때문에 일부 기업진단은 순환출자 규제 도입보다는 출총제 규제 유지를 선호할 수 있다. 순환출자규제는 ‘순환출자규제 → 소유-지배 괴리 또는 의결권 승수 축소 → 기업가치 개선’의 논리에 의존하고 있으나 3자간 연결고리는 취약하다. 가설의 현실 적합성에 문제의 소지가 있다. 지배주주는 지분만큼 유한책임만을 지며, 순기능적 역할을 전혀 하지 않는다는 가정에서 출발하고 있으나 이는 우리 현실과 차이가 있다. 우리나라 지배주주는 법적으로도 경영자로 보고(상법 : 사실상의 업무지시자로 이사의 충실험의무와 책임부과, 증권거래법 : 공시서류 허위 기재 시 사실상의 업무지시자 민사책임 부과), 금융권 부채에 대해서는 유한책임을 넘어 사실상 무한책임을지고 있다. 지배주주는 불완전한 시장규율기능을 보완해서 계열사의 경영책임을 감독하는 역할을 하고, 단기적인 기업가치 변화에 연연하지 않고 과감한 투자와 장기계획의 실행을 가능케 하며, 희소한 기업가 정신의 발현을 극대화하여 장기적인 기업가치 향상에 기여하는 순기능적 측면이 있다. 소유-지배의 괴리가 높을수록 지배주주의 관한 남용개연성도 커서 경영성과가 나쁠 것으로 가정하고 있지만 이를 뒷받침하지 않는 실증분석들도 있다. 순환출자를 규제하면 기업집단 소유지배 괴리를 크게 감축시킬 것으로 기대하기 어렵다. 소유지배괴리의 가장 큰 요인은 계열사간 중중적인 피라미드식 다단계 출자이며, 순환출자 규제 그 자체가 소유지배 괴리에 기여하는 정도는 제한적이다.

금융보험사의 의결권 제한의 근저에 깔려있는 ‘산업과 금융의 분리’는 뜨거운 논란의 대상이다. 은산분리는 매우 신중하게 접근해야 한다. 다만, 제2금융권 관련 ‘산업과 금융의 분리’ 주장은 산업과 금융의 융합이 가져다 줄 투입요소의 공동 이용을 통한 시너지 효과 증대, 규모의 경제 실현, 기업의 원활한 자금원천 확보, 금융사의 효율적 자금 운용을 통한 유연성 확보 등의 긍정적 효과가 있다. 외국의 경우 GE, GM, SONY, TOYOTA 등의 세계적인 기업들도 금융업 영위를 적극적으로 확대하고 있는 추세도 눈여겨 봐야 한다. 이들 기업들에게는 금융업 종의 의결권 제한은 없다.

적대적 M&A에 대한 공격 및 방어수단은 외국인이나 외국기업이 향유하고 있는 정도로 우리에게도 허용되어야 한다는 측면에서 의결권 제한은 완화되어야 한다. 적대적 M&A는 부실기업의 퇴출과 인수합병을 통한 효율성 증진 및 기업 가치의 증대 등 긍정적인 측면이 있으나, 경영권 방어수단이 부족한 상황에서 국내 기업들이 적대적 M&A 위협에 직면하면서 고배당과 자사주 매입 등에 지나치게 얹매일 경우 보수경영이 확산되고 투자가 위축되고 있는 부작용을 간과해서는 안된다.

<표 2> 주요 국가의 경영권 방어수단 비교

구 분	영 국	미 국	프랑스	일 본	한 국
주식대량보유신고(5% 를 등)	○	○	○	○	○
의무공개매수	○	×	○	×	×
외국자본에 대한 정부 사전규제	○	○	○	○	△
-대상범위	국익	국가안보	공공질서 보건, 안보	국가안보 공공질서	개별법 통신, 전기
의결권 추가부여(차등의결권)	○	○	○	○	×
포이즌필(신주예약권, 주식매수권)	×	○	○	○	×
황금주(거부권부 주식)	○	×	○	○	×

2007년 지주회사 관련 공정거래법이 개정되어 자본총액을 초과하여 부채를 보유할 수 없었으나, 앞으로는 자본총액의 2배까지 부채를 보유할 수 있다. 지주

회사의 자회사 주식보유기준 및 자회사의 손자회사 주식보유기준을 각각 100분의 50(상장회사는 100분의 30) 이상에서 100분의 40(상장회사는 100분의 20) 이상으로 완화하였다. 지주회사 전환에 따른 혜택은 출총제의 적용제외, 세법상의 과세 이연 및 배당소득에 대한 이익금불산입 등에 불과한 반면, 유예기간 내에 갖추어야 할 지주회사 요건(행위제한 규제)은 아직도 까다로워 지주회사로의 전환 건수가 증대할지는 미지수다. 부채비율의 높고 낮음이 경쟁을 억제한다는 논리적 근거가 없으며, 자회사의 배당이 지주회사의 부채에 대한 차입비용보다 커야 하므로 계열사를 무제한적으로 확장할 수 없다. 우리나라 기업집단이 지주회사체 제로 전환될 경우 복잡하게 얹힌 소유구조가 단순·투명하게 되는 장점이 있는 것은 사실이지만 일방적인 지주회사 유도정책이 과연 바람직한지에 대해서는 논란의 여지가 있다. 지주회사는 중요한 경영기법의 하나로서 조직구조 선택대안 중 하나이며, 이는 원칙적으로 기업경영자가 판단할 문제이다. 따라서 이러한 경영자의 권한을 침해하려면 규제기관은 지주회사의 설립허용에 따른 구체적이고 적극적인 폐해를 지적해야 하며, 만약 구체적이고 검증할 만한 폐해가 없다면 지주회사의 제한적인 설립허용에 대한 규제는 대폭 완화되어야 한다. 기업집단은 사업구조, 지분구조, 경영전략, 인적자원 및 기업문화의 차이에 따라 중앙집권적인 기업집단(U-form), 사업부제의 기업집단(M-form), 지주회사 기업집단(H-form) 및 이들 유형들이 섞인 혼합형 기업집단 등 조직구조상의 새로운 선택의 폭을 넓혀주고 조직구조상의 경쟁을 유도하는 것이 바람직하다.

부당지원행위에 대한 규제도 합리적으로 이루어져야 한다. 계열화를 통해 거래를 내부화하는 것은 경쟁을 제한하려는 의도보다 거래를 효율화하기 위한 동기에서 비롯된다. 내부거래를 획일적으로 부당한 것으로 간주하기보다 효율성제고 효과와 경쟁제한 효과를 비교형량하여, 사례별로 합리원칙에 따라 판단해야 한다. 원칙적인 얘기이지만 내부거래에 수반되는 소액주주의 재산권 침해, 탈세 및 불법증여, 지배주주의 사익추구 행위 등을 공정거래법이 아닌 관할 개별법(상법, 증권거래법, 세법)으로 규제하는 것이 바람직하다. 지배주주의 사익추구 행위와 이로 인한 소액주주의 재산권 침해는 대규모 내부거래공시, 소액주주권의 강화, 사외이사제도, 감사위원회 등으로 인해 줄어들 것이다.

일 반 토 론

주 제 : 『외환위기 이후 10년 : 재벌정책의 전개, 문제점, 그리고 향후 과제』

류근관(서울대) : 저는 크게 두 가지 이슈를 발표하신 것으로 이해했습니다. 바로 은행산업분리와 출자총액제한제도인데요. 발표하신 것처럼 출자총액제한제도는 지난 20년 동안 많이 변화해 왔습니다만, 현재 상태로는 실효성이 매우 떨어지고 있습니다. 사실은 ‘이것을 무의미하게 가지고 있을 것이 아니라 차라리 폐지하는 것이 맞지 않을까’라는 생각이 일반론이 아닐까라고 생각해 봤습니다. 이것을 폐지할 경우 순환출자에 대한 새로운 규제를 도입해야 한다는 의견이 나오고 있는 것으로 알고 있습니다. 만일 이러한 상황이 나타난다면, 순환출자에 대한 규제문제를 이해하는 것이 쉽지는 않을 것 같습니다. 순환출자의 실효성이 있다고 보는 경우에도 그것을 어떻게 규제하느냐는 것이 굉장히 어려운 문제입니다. 여러 가지 문제가 있겠습니다만, 그 중에 하나가 대기업집단의 출자관계가 굉장히 복잡하게 얹혀있다는 것입니다. 한 개별기업에서 출자와 boarding writer 와 cash-flow writer 간에 괴리되는 것만 측정하더라도 그것이 다른 계열사들에 영향을 받기 때문에 계열사 전체에 대해서 규제가 마련되어야 규제가 제대로 이루어지게 되는데요. 상법상 개별 회사들은 독립적인 기업들입니다. 때문에 재벌이라는 것이 일반적인 법상의 주체인지를 가릴 경우, 그렇지 않다면, 전체적으로 얹혀있는 문제를 법적인 지위가 없는 재벌에 대해서 적용한다는 것은 상당히 어려운 문제일 수 있다는 생각이 듭니다. 저는 이와 관련해서, 과거 이상순 교수 등과 함께한 연구를 통해, 결국 장기적으로는 시장의 기호로 가야 한다고 결론을 냈습니다. 또한 단기적인 과정에서 에이전시 비용측정(agency cost measure)을 써서 규제하는 것을 고려해 봤는데요. 앞서 말씀드린 그러한 문제들 때문에 규제가 쉽지는 않다는 생각을 한 적이 있었습니다.

그리고 관계론에 관한 문제로, 지주회사에 대해서 어떻게 보면, 지주회사가 만병통치약인 것처럼 정부에서 운용한 것도 없지 않아 있다고 생각하는데요. 이건 범 박사님께서 언급하셨던 것처럼 지주회사에서 소유관계 여건이 완화가 되면

대기업집단에서의 문제라고 보았던 것들이 지주회사에서 똑같이 나타나기 때문에 지주회사도 무조건 대안은 아니고 종합적으로 봐야 한다는 생각입니다.

세 번째로 국내 대기업을 보면, 예컨대 정유사를 소유하고 있는 대기업의 경우, 지난 10년 동안 적절한 형태로 담합을 하지 않은 연도가 예외인 것 같고요. 담합이 어떠한 형태로든지 관측되는 연도를 살펴보면, 이러한 담합은 굉장히 관습적이란 생각이 듭니다. 결국 궁극적으로는 경제법 체계를 강화해서 반시장 행위에 대해서 규율을 강화하는 것이 좀 더 생산적이지 않을까라는 생각을 해 봤습니다.

성태윤(답변) : 좋은 코멘트 감사드립니다. 먼저 이인권 박사님께서 언급해 주신 부분에 대해서 말씀드리도록 하겠습니다. 말씀하신대로 정부와 재계의 명분에 대한 이슈는 있었던 것 같습니다. 그러나 류근관 교수님께서도 말씀하셨습니다만, 출자총액제한제도가 정말 필요한 정책이라면 유효성 있게 정책을 진행해 나가야 하고, 필요가 없는 정책이라면 폐지하는 것이 바람직하다고 생각합니다. 형식적으로는 존재하나 사실상 유효성이 없는 형태로 유지할 필요는 없다고 생각합니다. 만약 존재목적에 동의를 한다면, 정말로 유효성 있게 소유구조정책을 운용해야 한다고 생각합니다.

그리고 경제력 집중문제와 관련해서, 기준에 있었던 재벌의 기준이 어떻게 변천되었는가를 보는 표로 이해를 할 수 있습니다. 그러나 말씀해 주신대로 숫자로 늘여서 1, 2, 3과 4, 5, 6으로 나누어서 그것 자체로 나누어서 보는 것도 의미가 있을 것 같습니다. 또 하나의 이슈는 실제로 기업집단, 재벌 내에서도 주요 기업집단의 힘은 과거보다 상당히 강해진 것으로 볼 수 있습니다. 이 박사님께서도 언급하셨습니다만, 기업집단 내부에서도 특정 상위 그룹은 상당히 집중된 측면이 있고, 최근에 나타난 일련의 사태에서도 다른 영역까지 상당한 영향력을 미치는 것이 아닌가라는 우려의 목소리도 있습니다.

그리고 이인권 박사님께서 말씀하신대로 순환출자규제를 실제로 시행한다고 해도 의결권 승수의 괴리가 반드시 축소되는 것은 아닙니다. 사실 우리가 매트릭스 상에서도 수학적인 증명이 가능합니다. 따라서 말씀하신대로 순환출자규제 자체가 의결권을 축소하기 위한 형태의 것은 아닙니다.

저도 산업이나 금융을 같이 융화해서 시너지를 내는 것에 대해서는 동의를 합니다. 그러나 GE(General Electronics)와 같은 형태의 소유구조에서 시너지를 내는 것과, 저희가 언급했던 그룹과 같은 복잡한 소유구조의 형태에서 시너지를 내는 것은 다소 차이가 있다는 생각을 해 보았습니다. 특히 류근관 교수님과 이건범 박사님께서 언급하신 것과 잘 연결되는 부분인데요. 이 부분은 각주에도 잠시 언급했습니다만, 이건범 박사님께서 미국은 재벌이 존재하지 않는가라고 하셨는데요. 그러나 실제로 1920년대의 미국 기업사를 보면, 현재 관찰되는 형태의 재벌이 많이 존재했던 것으로 알려져 있습니다. 최근에 Randal Mog의 연구에서도 밝혀졌듯이 미국의 재벌구조가 해체된 것이 아니라, 재벌들의 복잡한 소유구조가 해소되기 시작한 중요한 계기는 루즈벨트 대통령 시대의 주요 정책적인 측면과 관련이 있다는 것입니다. 류근관 교수님께서 말씀하신대로 기업집단으로 통제해야 할 것인이라는 부분은 우리가 알기는 어려운 부분이긴 합니다. 실제로 당시의 정책을 보면, 기업간 배당에 대한 고세금, 즉 배당을 통해서 몇 개의 회사를 뚫고 나가기가 어렵게 만드는 제도, 그리고 자회사들을 하나의 회사로 묶어나갈 때 거기에서 생기는 여러 가지 혜택들 때문에 실제로는 주주들 상에 충돌(conflict)의 존재가 아닌 적절한 형태의 대기업으로 변천한 것이 아닌가라는 생각이 들었습니다. 실제로 미국의 경우에는 그러한 소유구조가 자연적으로 사라졌다기보다는 상당히 정책적인 측면이 강하지 않았나라는 생각이 들었습니다. 이 부분은 이건범 박사님과 류근관 교수님께서 질문해 주신 것과 연결되어 있는 것 같습니다.

그리고 법적인 측면에 대해서는 저희가 표를 만들든지 해서 좀 더 이해에 도움이 되도록 보완하도록 하겠습니다.

류근관 교수님의 질문이고 또 이건범 박사님의 질문이기도 한데요. 개별기업에 대한 문제 외에, 기업집단법을 비롯한 기업집단의 규율에 대한 문제는 다루지 않았습니다. 그 자체가 너무 큰 범위이고, 또 최근에 자주 논의되는 부분이기 때문입니다. 이 정도로 답변을 마치겠습니다.