

신 회사법 시리즈 11

지주회사 규제의 경제학적 검토

김정호 지음



목 차

1 들어가는 글	11
2 우리나라의 순수지주회사 규제	12
3 다각화에 대한 논의들	15
시장, 다각화, 효율성	15
다각화에 대한 비난의 평가	16
4 지주회사 체제의 필요성	20
사업부제, 순환출자방식, 지주회사방식	20
경영환경의 변화와 지주회사 체제의 필요성	22
지주회사로서의 전환이 사회 전체에 손해인가?	25
지주회사 규제를 통해 무엇을 얻으려는가?	26
5 외국의 지주회사 규제 완화론	27
일본의 지주회사 해금론	27
미국의 공익 지주회사 규제 폐지론	28
6 현행 규제의 문제들	30
부채비율 규제	30
손자회사의 원칙적 금지	31
양도세(법인세 특별부가세)문제	32
법인세 문제	32

지분율 규제	34
지주회사 전환시기와 법효력 발생시기의 불일치 문제	35
전환과 설립의 차별대우 문제	36
정부의 이중적 태도	36

정책 대안의 요약과 결론 **37**

정책대안 요약	37
글을 끝내며	38
참고문헌	39
<부록> 지주 회사 규제의 국제 비교	40

발간사

신회사법 시리즈의 발간을 시작한지 2년이 가까워온다. 그 동안 <주주대표소송의 경제학>을 시작으로 해서 <지주회사 규제의 경제학적 검토>까지 모두 11권이 발표되었다. 그 동안의 실적을 평가해서 잘한 것은 더욱 발전시키고 잘못된 점은 고쳐나가는 것이 자유기업원의 제2대 원장으로서 본인에게 주어진 책무라고 생각한다.

신회사법 시리즈가 이 사회에 기여한 바가 있다면 그것은 소액주주운동이라는 거대한 압력을 맹목적으로 받아들이지 않았다는 사실일 것이다. 외환위기 이후 소액주주운동은 거부하기 어려운 흐름이었다. 이 운동이 우리 기업들의 잘못된 경영 관행을 밝혀내고 바람직한 방향으로 유도하는 데에 많은 기여를 한 것이 사실이다. 하지만 무엇이든 지나치면 없느니만 못할 수 있음 또한 사실이다.

지배주주나 경영자의 기회주의적 행동이 문제인 것처럼 소액주주주의 기회주의적 행동 역시 경계의 대상이어야 한다. 소액주주운동이란 법률이나 정치의 개입을 통해서 기업의 지배구조상 문제를 해결하려는 시도이다. 다른 모든 정치적, 또는 법률적 시도가 그렇듯이 거기에는 실패의 가능성이 상존하고 있다. 따라서 지배구조 문제에 대해서도 시장주의적 해결법이 있다면 법률이나 정치의 개입보다는 그것을 택하는 것이 실수의 가능성을 줄일 수 있다.

그러나 소액주주권 확립이라는 명분이 워낙 강하다보니 이 운동의 문제를 지적하고 시장주의적 대안과 비교하는 일을 부도덕한 것으로 간주해버리는 사례들이 많았다. 신회사법 시리즈는 소액주주운동에 대한 비판을 금기시하는 최근 우리나라의 풍토에 도전해 왔다는 점에서 기여를 인정받을 수 있을 것이다.

그러나 반성할 점 역시 적지 않다. 가장 큰 잘못은 주제의 구성에서 발견할 수 있다. 지금까지의 주제들은 대개 기존 지배주주나 경영자에게 유리한 내용들로 구성되어 온 것을 부인하기 어렵다. 물론 각각의 주제들에 대해서 전개된 논리가 특별히 잘못되었다고 보기는 어렵다. 각각의 권들을 개별적으로 살펴본다면 소액주주 권리강화책으로 제안되고 있는 제도개선안들의 문제를 분석하고 대안을 제시하고 있다. 문제는 큰 그림이 빠져 있다는 것이다. 건전한 시장경제라면 소비자의 요구에 제대로 부응하는 기업은 흥하고 그렇지 못한 기업은 도태의 길을 걷게 될 것이다. 지금까지의 발표된 내용들은 주로 전반부에 해당하는 것들이었으며 그것은 기존 경영진의 이익과 일치하는 것들이기도 했다. 그러나 실패한 기업들의 퇴출과정을 빼놓고 시장경제원리를 말할 수는 없다. 워크아웃이나 화의, 법정관리 등 시장원리에서 벗어난 제도들이 많음에도 신회사법 시리즈는 이들 제도들에 대한 논의를 등한시해왔다.

앞으로는 이 부분의 논의를 강화함으로써 주제 구성의 균형을 잡아가야 할 것이다. 또 다른 문제는 논의의 현실성이 그리 높지 않다는 것이다. 회사법이 궁극적으로 다루는 것은 피와 살을 가진 사람들이다. 제도의 변화는 살아 숨쉬는 기업 관계자들의 행동을 바꾸게 될 것이다. 따라서 기업지배구조에 대한 논의에서도 현실 속에서 기업 관계자들과 투자자들, 그리고 제도를 만드는 공무원, 정치인들이 서로 다른 인센티브에 대해 어떻게 반응하는지를 구체적으로 보여주는 데에 더 많은 노력을 기울여야 할 필요가 있다. 그러기 위해서는 연구자 스스로가 기업에 속한 사람들과 투자자들, 공무원들, 정치인들과의 많은 대화를 통해서 그들의 마음을 읽고 행동을 예측해 내는 데에 더 많은 투자를 해야 할 것이다.

지금까지의 연구결과물에 대한 평가를 내렸지만 그것으로부터의 교훈을 실천하는 일은 이 시리즈를 꾸려 가야 할 본인의 책무이다. 여론에 굴하지 않는 논조의 유지, 균형 잡힌 주제의 구성, 그리고 논의의 현실성 제고, 이 세 가지의 목표에 충실하리라 다짐해 본다.

2000년 11월
자유기업원 원장 민병균

<신 회사법 시리즈>를 내면서

소액주주운동이 활성화되면서 회사법에 대한 관심도 높아가고 있다. 주주대표소송이나 주주제안권, 회계장부열람권, 누적투표제 등 소액주주권의 행사요건 완화를 내용으로 하는 상법 개정안이 상정되어 있다. 또 시민단체를 중심으로 현행법에서 허용되고 있는 소액주주권을 최대한 활용하려는 움직임이 활발히 전개되고 있다. 이 같은 움직임에 대해 여론은 매우 호의적인 반응을 보여 왔다. 그 동안 무시되어 왔던 소액주주들의 권익이 회복되는 계기가 마련되었다는 반응들이다.

모든 학문이 그렇지만 경제학도 직관적으로는 이해하기 힘들다. 일반인이 경제현상을 이해한다는 것이 정신적으로 묘기를 부리는 것과 같다고 뛰어난 경제학자 슘페터는 말한 적이 있다. 곰곰이 생각해 보지 않고는 일상에서 일어나는 경제현상을 이해할 수가 없다는 뜻이다. 각자가 자신의 사익을 추구하다보면 보이지 않는 손에 의해서 공공의 선이 달성된다고 하는 아담 스미스의 말도 직관적으로는 이해하기 힘들다. 수요와 공급의 법칙, 각 경제 주체들의 자발적인 적응, 제도의 자생적 진화 같은 개념들을 이해할 때에야 비로소 우리 주변의 세상이 왜 그렇게 돌아가는 지를 어렵풋이나마 이해할 수가 있다.

인간은 수많은 약점들을 가지고 있다. 잘 이해하지 못하는 것에 대해서 모른다는 사실을 인정하지 않고, 안다고 자만하는 속성도 치명적 약점 가운데 하나이다. 그런 잘 못된 지식들에 근거해서 판단을 내리고 제도를 만들고, 스스로 나락의 구렁으로 빠져들곤 했던 것이 인간이다. 그나마 치열한 경쟁과 도태가 이루어지는 시장에서는 사정이 좀 낫다. 자만하는 자는 도태의 운명을 면하기 어렵기 때문이다. 정치 영역에서의 자만은 고쳐질 길이 없다.

정치논리가 경제를 지배해서는 안 된다고 주장하는 것은 그 때문이다. 회사법 분야에서도 사정은 마찬가지이다. 회사는 우리 생활의 불가피한 일부분이다. 회사는 우리에게 우리가 필요로 하는 물건과 서비스들을 공급해주며, 우리에게 그 물건을 사기 위한 월급을 주며, 주주에게 배당을 해준다. 회사는 이런 일들을 하기 위해서 수많은 행동규범들을 만들어 낸다. 우리는 회사가 저마다 가지고 있는 수많은 규범들이 구체적으로 어떤 역할을 하고 있는지 확실히 알지 못한다. 다만 한 가지, 무엇이 좋은 것이고 무엇이 나쁜 것인지 확실히 구별할 수는 없지만, 어찌면 영원히 알 수 없을지 모르지만, 나쁜 것보다는 좋은 것이 많았기에 다른 회사들과의 경쟁에서 살아남았을 것이라는 막연한 추측을 해 볼 수는 있을 뿐이다. 회사 문제에 대한 우리의 지식은 그런 정도이다. 이런 상태에서 회사의 행동규범에 대해 외부적인 제약을 가한다는 것은 지극히 위험한 일이 아닐 수 없다.

물론 회사의 행동과 내부 규율에 대해 제3자의 개입이 전혀 불필요한 것은 아닐 것이다. 마치 도둑질과 거짓말을 금하는 규칙이 영원한 가치를 가졌듯이 회사의 행동 중에서도 금지되어야 하는 것들이 분명 있을 것이다. 하지만 어떤 것이 그 대상이어야 하는지에 대해서는 신중한 판단이 앞서야 할 것이다. 무엇보다도 먼저 왜 회사들이 현재와 같은 규칙을 가지게 되었는지, 그리고 인위적으로 그것을 금지하거나 교정할 경우 지금보다 더 나은 결과가 올 것인지를 판단해야 한다. 단순히 직관적으로 마음에 안 든다는 것은 이유가 될 수 없다. 개인들의 사적 이윤추구가 마음에 안 든다고 해서 그것을 금지할 수는 없는 것과 마찬가지로의 원리이다.

이 시리즈는 회사의 행동규범과 시장원리가 어떤 관계에 있으며, 제3자인 정부가 회사의 내부문제에 대해서 개입해야 한다면 어느 정도까지여야 하는가의 문제를 다루는데 목적이 있다. 경제학과 법학간의 접목인 셈이다. 회사법은 전통적으로 법학자들만의 고유한 영역으로 여겨져 왔다. 그러나 그들은 시장의 작동원리에 대한 이해가 충분치 않다. 비교적 시장의 작동원리를 잘 이해하고 있는 경제학자들은 법조문에 대한 두려움으로 회사법에 대한 심층연구를 멀리해 왔다. 물론 이런 현상이 우리나라만의 것은 아니다.

학문의 선진국이라고 일컬어지는 미국에서도 법학과 경제학의 융합이 시작된 것은 그리 오래 전의 일이 아니다. 시카고 법대 코우스(R. Coase) 교수의 기업이론이 학계에서 인정받기 전까지 회사법에 대한 논의에 있어 시장원리가 융합되어 들어갈 수 없었다. 소액주주의 무력함, 경영자의 전횡, 주주민주주의의 필요성 등 케어리(Cary) 및 아이젠버그(Eisenberg) 교수를 중심으로 제기되었던 개념들은 대개 시장의 작동원리에 대한 무지에서 비롯되었다고 보더라도 큰 무리는 없을 것이다. 그러나 최근 미국에서의 회사법 논의에는 시장원리에 대한 이해가 많이 깔려 있으며, 시장주의적 입장에 서있는 법학자들의 발언권이 날로 강해지고 있다. 새로운 회사법의 논리가 영향력을 넓혀올 수 있었던 이유는 그것이 전통적 견해에 비해 현실을 더 잘 설명할 수 있었기 때문일 것이다.

회사법에 대한 우리나라의 논의 수준은 아직 과거의 미국이 그랬던 것처럼 케어리와 아이젠버그 시대를 벗어나지 못하고 있다. 현실 속의 회사는 분명히 여러 종류의 시장들 속에서 활동을 하고 있음에도 불구하고 회사법이 다루고 있는 회사는 진공 속에 놓여 있는 것이다.

앞으로 이 시리즈를 통해서 발간되는 글들이 기존의 논의들과는 달리 시장의 역할을 강조할 것이라는 의미에서 시리즈의 이름을 <신 회사법 시리즈>라고 붙였다. 새로운 시리즈물을 만들어 감에 있어 많은 어려움이 있을 것 같다. 국내에 그런 글을 써 줄

만한 학자들이 많지 않다는 사실이 가장 큰 문제다.

당분간은 이 공백을 외국 학자들의 글로 채울 수밖에 없을 것 같다. 다행히도 외국에서는 미국을 중심으로 법학과 경제학간의 접목이 활발히 이루어지고 있다. 회사법 분야에서도 시장과 법의 경계선이 어디인가에 대해 많은 저서와 논문들이 발표되고 있다. 자존심이 상하는 일이지는 하지만 당분간은 그런 논문들의 번역판이 이 시리즈의 큰 부분을 차지할 것이다. 언젠가는 국내 학자들의 논문이 이 시리즈의 대부분을 차지하게 될 날을 기대하면서 첫 걸음을 내딛는다.

1999년 2월
자유기업원 원장 공병호

훑어보기

최근의 경제환경 변화는 다각화된 기업들로 하여금 (순수)지주회사 도입의 필요성을 절감하게 했다. 연쇄도산 위험의 방지를 위한 계열사간 차단벽 설치, 경영성과를 투명하게 함으로써주식투자자들에게 매력을 높일 필요성, 경영권 승계 과정에서의 갈등 최소화 등을 위해서이다. 세계에서 마지막으로 순수지주회사의 설립을 금지해오던 우리나라도 1999년 2월 제한적으로나마 지주회사의 설립을 허용하기에 이르렀다. 그러나 실제로는 규제가 심하고 또 중복과세의 문제 등이 해소되지 않아 지주회사의 설립은 매우 어려운 상태에 머물고 있다. 이 글에서는 지주회사의 설립과 운영에 대한 규제가 과연 정당화될 수 있는지를 따져 보았다.

지주회사 규제를 옹호하는 사람들은 기업의 다각화 현상 자체를 좋지 않은 것으로 본다. 그들은 다각화된 기업주의 정치적 영향력 확대, 독점의 심화 등을 이유로 든다. 그러나 기업의 다각화가 기업주의 정치적 영향력을 늘린다는 증거는 없다. 설령 늘릴 가능성이 있다 하더라도 그것은 시장에 대한 정부의 개입이 클 경우에만 가능하다. 경제전반에 대한 정부개입을 줄인다면 소위 '경제력 집중'을 통한 기업주의 정치적 영향력 확대를 염려할 이유가 없다. 독점에 대한 우려도 근거가 없다. 세계로 시장이 개방되어 있는 상황에서는 국내시장에 몇 개의 기업이 있는가가 독점여부 판단의 기준이 될 수 없다. 설령 국내 기업의 숫자와 독점 간에 정(正)의 관계가 있다고 하더라도 독점 가능성을 높이는 것은 다각화가 아니라 오히려 전문화이다. 대규모의 기업이 전문화하면 시장 내에 공급자의 숫자가 작아질 것이기 때문이다.

다각화가 사회에 피해를 주는 측면이 있다면 그것은 부도위험의 전가이다. 한 계열사 또는 한 사업부의 부도는 그룹 전체의 위험으로 번질 수 있다. 연쇄도산의 위험이 높은 기업일수록 정부가 부도 방지에 더 적극적일 것이고 그 결과 다각화된 기업일수록 부도의 위험이 사회 전체로 전가되는 경향이 있다는 내용이다. 이 주장이 사실인지는 확실하지 않다. 기업이 다각화된 체제가 전문화된 체제보다 기업의 부도 위험을 더 높이는지 확실하지 않다. 또 부도의 규모가 같은 정도라고 했을 때 전문화된 기업에 대해서보다 다각화된 기업에 대해서 정부가 더 많은 지원을 할지도 확신할 수 없다.

문제는 연쇄도산 그 자체가 아니라 부도를 막아주는 정부의 행동이다. 그것은 예금자의 부담이거나 또는 세금을 내는 납세자의 부담이다. 지나친 다각화를 우려한다면 기업의 도산을 막아주는 장치를 제거해야 한다. 설령 정부의 지원필요성을 인정한다고 하더라도 지주회사는 규제가 아니라 오히려 장려의 대상이다. 순환출자 방식 등에 비해 연쇄도산의 위험이 작기 때문이다.

지주회사로의 전환을 규제하지 말아야 할 이유는 또 있다. 사업부제나 순환출자방식에 비해 지주회사제는 경영성과에 대한 투명성을 높인다. 이것은 주식시장의 전반적인 유동성을 높일 것이다. 그 결과 주식시장을 이용하는 다른 모든 기업들과 투자자들이 이익을 본다. 지주회사로의 전환을 결정하는 기업은 타인에게 귀속하는 이익을 고려하지 않을 것이기 때문에, 사회 전체의 입장에서 본다면 자유의사에 따라 지주회사로 전환하는 기업의 숫자보다 더 많은 지주회사가 있는 것이 좋다. 지주회사로의 전환과정에 대한 정부개입이 필요하다면 규제가 아니라 오히려 장려책이다.

그러나 공정거래법의 지주회사 관련 조항들은 지주회사로의 전환 비용을 높여 놓고 있다. 지주회사의 부채비율은 100%로 제한받는데, 현실적인 현금동원의 어려움, 부실화 가능 채권에 대한 은행의 태도변화, 지주회사 자신의 부채비율 제한 성향 등이 있기 때문에 불필요한 제한이다. 제한 지주회사로의 전환과정에 수반되는 현물출자나 주식 교환은 실질적인 주식의 매각이나 매입이 아님에도 불구하고 법인세 특별부가세의 부과대상으로 간주되고 있다. 따라서 회사의 재산을 줄이지 않고는 기존의 다각화된 회사가 지주회사로 전환할 수 없다. 자회사에서 지주회사로 지급되는 배당이 법인세의 부과대상이기 때문에 지주회사 전환은 세부담의 증대를 초래한다.

지주회사는 자회사의 지분율을 50% 이상 소유해야 하는데, 그 결과 지주회사로의 전환을 위해서는 기존 계열사 가치의 40% 포기를 감수해야 한다. 지주회사로의 전환을 완료한 이후에나 지주회사의 자격을 인정받기 때문에 전환기간 동안 출자총액제한 규정을 위반하지 않고는 지주회사의 설립이 불가능하다. 기존 기업집단이 지주회사로 전환하는 과정에서 기존 계열사 중 하나를 지주회사로 전환할 수도 있고 새로운 지주회사를 설립하여 기존의 내부 지분을 현물 출자할 수도 있는데, 법에서는 전자에 대해서만 요건 충족의 유예기간을 인정하고 있다. 이런 상태에서 기존의 기업집단이 지주회사로 전환되기를 기대할 수는 없다.

문제의 해결을 위해 제도의 개선이 필요하다. 첫째, 지분율 규제를 폐지해야 한다. 만약 불가피하다면 합작사의 경우 지분율 요건을 낮추거나 또는 합작사의 지분율을 합쳐서 요건 충족 여부를 따져야 한다. 둘째, 부채비율 규제의 폐지와 더불어 손자회사의 보유에 대한 규제도 폐지해야 한다. 셋째, 주식의 교환이나 현물출자에 대해서는 양도세를 이연(移延)해 주어야 한다. 넷째, 자회사가 지주회사에 지급한 배당금에 대해서는 법인세를 부과하지 말아야 한다. 다섯째, 지주회사 설립 후 신고 제도를 설립 개시신고제도로 바꾸어야 한다. 마지막으로 기존의 기업집단이 지주회사 체제로 전환되는 한 지주회사의 설립을 통해서 추진하는 경우도 요건 충족의 유예기간을 인정해야 한다.

I. 들어가는 글¹⁾

지주회사는 일반적으로 순수지주회사(純粹持株會社: Pure Holding Company)와 사업(事業)지주회사(Operating Holding Company)로 분류된다. 순수지주회사는 다른 회사의 주식을 소유함으로써 그 회사를 지배하는 것만을 유일한 목적으로 하는 회사이고, 사업지주회사는 직접 어떤 사업 활동을 함과 동시에 다른 회사의 지배를 위해 주식을 소유하는 회사이다.²⁾ 앞으로 이 글에서는 순수지주회사만을 지주회사라 부를 것이다.

최근의 경제 환경 변화는 다각화된 기업들로 하여금 순수지주회사 도입의 필요성을 절감하게 했다. 연쇄도산 위험의 방지를 위한 계열사간 차단벽 설치, 경영성과를 투명하게 함으로써 주식투자자들에게 매력을 높일 필요성, 경영권 승계 과정에서의 갈등 최소화 등을 위해서이다.

우리나라는 세계에서 유일하게 순수지주회사 제도의 설립을 금지해오던 나라였다.³⁾ (다른 나라의 지주회사 제도에 대해서는 <부록>을 참조할 것). 다행히 1999년 2월부터 공정거래법 상에 지주회사의 설립을 제한적으로 허용하는 조항을 신설하였다. 그러나 지주회사에 대해 적용되는 규제들이 너무 엄격한 나머지 허용 조항은 거의 사문화되어 버렸다. 금지조항이 폐지된 이후 1년 반이 지났음에도 기존의 다각화된 기업이 순수지주회사 체제로 전환된 사례가 거의 없다는 사실⁴⁾은 관련 규정의 비현실성을 보여주는 증거라고 볼 수 있다.

또 정부가 주체가 될 금융지주회사에 대해서 공정거래법의 규제를 뛰어 넘는 금융지

1) 이 글은 김정호(2000)를 확대, 보완한 내용이다. 도움을 주신 LG경제연구원의 이원흠 박사를 비롯한 여러분들, 자유기업원의 박양균 책임연구원, 이완재 실장에게 감사를 드린다. 물론 글에 잘못이 있다면 모두 저자의 책임이다.

2) 이동원(2000: p12) 참조.

3) 우리나라의 순수지주회사 설립 금지는 일본의 선례를 따른 것으로 보이는데, 일본은 1997년부터 지주회사의 설립을 허용하였다. 이동원(2000: pp110-152) 참조.

4) 물론 지주회사로 전환한 사례가 없는 것은 아니다. 지주회사 설립 허용 이후 씨앤엠 커뮤니케이션(주), SK 엔론, 케이아이지홀딩스, SDN을 합쳐 모두 4개사가 설립허가를 받았고, 대한색소공업, (주)동서 가 심사를 받고 있다. (매일경제 2000. 7. 20) 그러나 이들은 사회문제화 되어 온 대규모 기업집단 전체의 움직임이 아니다. 대규모 기업집단 중에서 지주회사로의 전환을 고려하고 있는 대표적 기업은 LG 인데, 지주회사로의 전환을 선언하고도 여러 가지의 제도적 장애 때문에 어려움을 겪고 있는 것으로 알려져 있다. 또 삼성전자도 하나의 지주회사 밑에 3-5개의 자회사를 두는 구조로의 전환을 고려 중인 것으로 알려져 있다. (중앙일보 1999. 10. 12)

지주회사법이라는 특별법의 입법을 추진하고 있는 것은 현행 공정거래법상의 규정으로는 지주회사의 설립이 매우 어렵다는 것을 보여주는 또 다른 증거일 것이다.

이 책에서는 다각화 자체의 장단점에 대한 논의와 더불어 지주회사 제도의 도입을 불가피하게 하는 시대적 상황을 설명하고, 현행의 제도 하에서는 지주회사의 설립이 매우 어렵다는 것, 그리고 이 제도의 실효성을 확보하기 위해서는 여러 가지의 규제완화가 필요하다는 사실을 보이려고 한다.

이 책은 서론을 포함하여 모두 7장으로 구성된다. 제2장에서는 지주회사의 설립과 운영에 관한 공정거래법상의 규제들을 소개한다. 제3장에서는 다각화의 장단점을 평가한 후, 제4장에서는 다각화의 방식들인 사업부제, 순환출자방식, 지주회사 방식의 장단점을 비교한다. 이어서 최근의 경제 환경 변화로 인해 기업들이 지주회사체제의 필요성을 강하게 느끼기 시작했음을 보인다. 지주회사로의 전환은 규제의 대상이 아니라 장려할 일이라는 주장을 펴게 된다. 제5장은 지주회사 규제에 대한 외국의 논의들을 소개한다. 제6장은 우리나라 지주회사 규제에 대한 경제학적 평가이다. 마지막으로 제7장은 결론이다.

II. 우리나라의 순수지주회사 규제

지주회사 규제에 대한 논의는 이 제도의 역사를 더듬는 것으로 시작할 필요가 있다. 우리나라는 일본과 더불어 순수지주회사의 설립을 금지해오던 유일한 나라였다. 지주회사 금지 제도는 86년 12월 상호출자금지, 출자총액제한, 채무보증제한 등을 내용으로 하는 공정거래법 개정 작업의 일환으로 도입되었다. 여기서의 지주회사란 순수지주회사를 말한다. 따라서 그 이전까지는 순수지주회사가 허용되어 있었다.

이 제도 시행 초기에 순수지주회사로 판명되어 공정거래위원회로부터 시정조치를 받은 기업은 모두 22개이다. 시정조치의 대상들은 공정거래법의 주된 타겟인 30대 기업 집단 소속 기업들이 아님을 알 수 있다. 지주회사의 설립 및 운영이 금지되어 있지 않은 상황에서도 성공적으로 다각화를 이룩했던 기업들은 지주회사의 형태를 취해오지 않았음을 보여준다.

1999년 외환위기의 수습과정의 일부로서 순수지주회사에 대한 종전까지의 금지 제도는 폐지된다. IMF와 세계은행의 권고,⁵⁾ 그리고 우리나라 지주회사 금지제도의 모체였던 일본의 지주회사 금지제도 폐지 등에 힘입었다고 보아야 할 것이다. 금지가 해제되었다고는 하나 새로 만들어진 법은 지주회사의 설립과 운영에 관한 엄격한 규제들

5) 권고문의 내용을 보려면 조휘갑(1998: p19) 참조.

을 담고 있다. 현행 우리나라 지주회사 규제의 내용을 살펴보자.

〈표 1〉 지주회사 시정조치 대상⁶⁾

연도	시정조치 대상
1987	고려 카프로락탐, 한국투자, 성운물산, 보광기업, 경북개발, 여수석유화학, 성신지주, 동서울관광, 백수의약
1988	고려통상, 개양물산, 한국창립, 전신산업, 동주발효, 성원교역
1989	Lovest AG
1990	동원산업, 흥원산업, 평창기업, 애경유지, 광성전자
1994	화성사

자료: 서동원(1996: p34)

지주회사의 설립은 신고제로 되어 있다. 지주회사를 설립하거나 전환하고자 하는 자는 공정거래위원회가 정하는 바에 따라 신고인.지주회사 및 자회사의 성명 또는 명칭, 자산총액, 부채총액, 주주현황, 주식소유현황, 사업내용 등을 기재한 신고서에 신고내용을 입증하는 서류를 첨부하여 공정거래위원회에 제출하여야 한다.

지주회사는 다음과 같은 행위를 해서는 안 된다.⁷⁾ 첫째, 지주회사의 부채비율은 100%를 초과해서는 안 된다. 즉, 부채가 순자산액(자산총액에서 부채액을 차감한 금액)을 초과할 수 없다. 다만 회사가 자산의 전부 또는 일부를 다른 회사에 현물 출자하고 지주회사로 전환한 경우 전환일로부터 1년 동안은 순자산액을 초과하는 부채액을 보유하는 것이 허용된다.

둘째, 지주회사는 자회사 발행주식 총수의 100분의 50 이상을 소유해야 한다. 그러나 자회사가 1999년 4월 1일 이전에 상장한 법인인 경우 100분의 30 이상을 소유해야 한다. 다만, 자산의 전부 또는 일부의 현물출자를 통해 설립된 지주회사가 전환 당시에 이미 자회사의 주식을 소유한 경우, 전환일로부터 2년 동안은 예외로 한다.

6) 대상 기업중에서 여수석유화학은 호남석유화학, 롯데 산업, 롯데 기공, 롯데 파이오니아에 출자하여 지배목적 주식비율이 99.9%로서 지주회사로 판명되었으나, 호남석유화학에 대한 일본합작선과의 경영권 대항을 위해 호남석유화학의 지분만을 소유하는 조건으로 지주회사로의 존속이 허용되었다(88. 12). 성신지주(주)는 성신양회가 100% 출자한 회사로서 자산전부를 코리아스파이서에 출자하여 지주회사로 판명되었으나 코리아스파이서가 미국회사와의 합작사임을 감안하여 성신지주(주)의 주식 10%를 타사에 매각하여 성신지주(주)에 대한 국내 주주가 2이상이 됨을 조건으로 지주회사로 존속하도록 승인을 받았다(88. 8). 서동원(1996: p34-35) 참조

7) 공정거래법 제8조의 2와 3

셋째, 일반지주회사의 자회사는 다른 국내회사의 주식을 지배목적으로 소유해서는 안 된다. 즉, 자회사가 다시 자회사(손자회사)를 둘 수 없다. 다만, 자회사와 밀접한 관련이 있는 경우는 예외로 한다. 당해 자회사가 일반지주회사의 자회사가 될 당시에 소유하고 있던 국내회사의 주식은 그 자회사가 된 날로부터 2년 동안은 소유할 수 있다.

넷째, 지주회사는 금융자회사와 비금융자회사의 주식을 동시에 소유해서는 안 된다. 즉, 금융업 또는 보험업을 영위하는 자회사의 주식을 소유하는 지주회사인 경우 금융업 또는 보험업 외의 국내회사의 주식을 소유해서는 안 되며, 금융지주회사 외의 지주회사인 경우 금융업 또는 보험업을 영위하는 회사의 주식을 보유하지 못한다.

<표 2> 지주회사 설립 요건

구분	요건
자산총액	직전 사업연도 종료일 현재 대차대조표상 자산총액 100억 이상
주된 사업기준	자회사의 주식가액의 합계액이 당해 회사자산총액의 50% 이상
부채비율	100% 이하 - 단, 현물출자하여 지주회사로 전환한 경우 1년 유예
채무보증	대규모 기업집단 완전 해소 - 지주회사와 자회사간 및 다른 계열사간 채무보증 - 자회사 상호간 및 다른 계열사간 채무보증
자회사에 대한 지분율	50% 이상(협회등록법인과 1999년 4월 1일 이후 상장, 비상장법인) - 현물출자하여 지주회사로 전환한 경우 전환 전에 취득한 자회사의 주식은 2년간 유예 - 1999년 4월 1일 이전 상장된 자회사는 30% 이상
손회사	자회사와 밀접한 관련이 없는 경우 금지 - 전환 당시 소유하고 있는 주식 2년간 유예
기타	자회사 외의 국내회사의 주식을 지배목적으로 소유하는 행위 금지 - 전환할 당시 소유하고 있는 주식에 대해 2년간 유예 - 보험업 또는 금융업을 영위하는 국내회사의 주식소유 금지

다섯째, 지주회사는 자회사 외의 국내회사의 주식을 지배목적으로 소유하여서는 안 된다. 즉, 회사가 단독으로 또는 특수관계인과 합하여 다른 회사에 대한 지배관계를 형성·유지·강화하기 위해 주식을 소유해서는 안 된다는 것이다. 다만, 자산의 전부 또는 일부를 현물출자하여 지주회사로 전환하는 경우, 전환 당시에 다른 국내회사의 주식을 소유하고 있었다면 전환일로부터 2년 동안은 당해 국내회사가 발행한 주식을 소

유할 수 있다.

여섯째, 대규모 기업집단은 채무보증을 완전히 해소해야 한다. 지주회사와 자회사간의 채무보증 및 다른 계열사간 채무보증은 해소돼야 하며, 자회사 상호간 및 다른 계열사간 채무보증 또한 해소돼야 한다.

Ⅲ. 다각화에 대한 논의들

1. 시장, 다각화, 효율성

지주회사는 하나의 의사결정 주체 밑에 여러 개의 사업을 두는 기업 조직 구조이다. 다시 말해서 사업 다각화를 위한 하나의 방식인 것이다. 그래서인지 지주회사 규제에 관한 논의에서는 사업 다각화 현상 자체의 좋고 나쁨에 대한 논의가 거의 빠지지 않는다. 순수지주회사의 허용이 경제력 집중의 폐해를 심화시키는 단점이 있다든가, 또는 연쇄부도의 위험을 감소시킬 수 있다는 등의 논의가 그렇다. 따라서 사업다각화의 장단점에 대한 논의로부터 지주회사 규제의 필요성 유무에 대한 논의를 시작하는 것이 필요할 것 같다.

우리나라에서 사업 다각화는 수많은 비판의 대상이 되어 왔다. 문어발식 확장이라든가, 선단식 기업 구조라는 별명들은 이미 다각화가 좋지 않은 방식이라는 분위기를 내포하고 있는 것 같다. 세상의 모든 것이 그렇듯이 다각화에도 좋은 점과 나쁜 점이 있으며, 기업가들은 다각화의 이익이 비용에 비해 클 것이라고 판단될 때에 비로소 다각화를 추진할 것이다. 특히 기업들간의 경쟁이 치열한 상황이라면 기업이 부담하는 다각화의 비용은 최소화되고 이점은 극대화될 것이다. 현실적으로 우리나라의 많은 기업들이 다각화된 구조를 취해 왔다는 것은 기업이 부담하는 다각화의 이익이 비용에 비해서 컸음을 뜻한다.

우리나라의 기업들, 특히 대기업들은 한 업종에 전문화되어 있기보다는 여러 업종에 진출하여 다각화된 구조를 취하고 있다. 그러나 현재 우리가 관찰하는 다각화된 대기업들이 처음부터 다각화되어 있었던 것은 아니다. 대개의 기업들은 한 분야에서 출발했으며 성장과 더불어 다각화되어 갔던 것이다. 그리고 소비자들의 마음을 사로잡기 위한 다각화된 기업집단 끼리의 경쟁도 치열했다. 소비자들의 선택 기준은 제품의 질과 가격이다. 전문화된 기업의 제품이 질과 가격면에서 다각화된 기업의 제품보다 더 우월했다면 기업들은 소비자들의 선택에 의해서라도 다각화가 아니라 전문화의 길을 걸었을 것이다. 현실적으로 대다수의 대기업들이 다각화를 통해 성장해왔다는 것은 그것이 시장 경쟁에서 유리했었음을 뜻한다.

물론 기업에게 귀속되는 비용과 이익이 사회 전체의 것과 반드시 일치하는 것은 아니다. 다각화 추진자가 다각화 비용의 전부 또는 일부를 다른 사람이나 기업들에게 떠넘길 수 있다면, 기업가에 의해서 결정된 다각화는 사회전체의 관점에서 본다면 지나친 것일 수도 있다.

예를 들어 다각화가 그룹계열사들의 연쇄도산 위험을 높이고, 그것을 우려한 정부가 다각화된 기업에 대해서 특별히 부도사태를 인위적으로 막아준다고 가정해보자. 부도를 막아준다는 것은 은행의 부실채권을 늘리거나 또는 국민의 세금부담을 늘리는 일이다. 즉 기업의 다각화가 채권자들의 부담이나 국민의 잠재적 부담 증가로 연결될 수 있는 것이다. 이런 상황이라면 기업의 자유의사에 의한 다각화는 과도한 수준에서 이루어질 수 있다(그렇다고 해서 다각화를 규제해야 함을 말하는 것이 아니다).

다각화된 기업의 지배주주가 계열사의 재산을 잠탈하는 데에 자신의 영향력을 사용할 경우도 잠재적으로 과도한 다각화를 초래할 수 있다. 남의 이익을 희생해서 자신의 이익을 취하는 것이기 때문이다. 결론적으로 다각화가 자신의 부담을 타인에게 전가시키는 수단으로 이용되거나 또는 자신의 이익을 위해 타인의 이익을 침해하는 수단으로 이용된다면 다각화는 비효율의 원인이 될 수 있다. 그러나 그 비용이 무엇이 되었든 스스로 비용을 부담하는 한 비효율을 이유로 다각화를 비난할 수 없다.

2. 다각화에 대한 비난의 평가

다각화에 대한 비난은 독점, 경제력 집중에 따른 민주과정의 저해, 부도위험의 전가, 내부거래의 폐해 등으로 구성된다. 이들 각각의 비난이 과연 정당한 것인지를 검토해보자.

독점 심화: 다각화가 독점의 원인이 된다고 비난하는 것은 독점의 본질을 오해한 결과이다. 독점이 나쁜 것은 그것을 통해 생산이 줄고 가격이 높아질 가능성이 있기 때문이다. 그렇게 되면 소비자들이 누리는 혜택⁸⁾이 상대적으로 준다. 따라서 흔히들 생각하듯이 한 산업 내에 기업의 숫자가 작다는 사실만으로는 비난받을 만한 독점이 있는지를 판단할 수 없다. 특정 자국 산업에 기업의 숫자가 작더라도 외국 기업과의 경쟁이 있다면 독점이 아니다. 또 당해 제품과의 경쟁관계인 대체품이 있다면 외견상 독점이라도 독점을 비난할 이유가 없다. 그런 산업이 독점으로 분류되는 것은 실질적으로는 같은 산업임에도 불구하고 산업분류의 편의상 다른 산업으로 분류되어 있기 때문이다. 마지막으로 비록 현재는 독점의 모습을 보이고 있지만 잠재적 경쟁자가 있다면 외형적으로는 독점의 모습을 가지고 있더라도 비난받을 만한 독점이 아니다.⁹⁾

8) 경제학적으로는 소비자잉여 Consumer Surplus라고 부른다.

이런 관점에서 보았을 때 다각화와 관련된 우리나라에서의 독점 논의는 본래 의미의 독점과는 무관하다. 무엇을 독점으로 할 것인가, 그리고 그것이 왜 나쁜가에 대한 판단 없이 그저 단순히 하나의 기업이 이것저것 다 한다(이것이 외견상 독점으로 보이는 것 같다)거나 또는 다각화된 기업이 기존의 전문화된 기업을 쓰러뜨렸다는 의미에서 독점이라는 용어를 사용하고 있는 것이다. 다른 공급자들과의 경쟁에 노출되어 있는 한, 한 기업이 이것저것 다한다는 사실 자체가 문제일 수는 없다.

다각화란 기존 기업이 새로운 업종으로 진출하는 것을 의미하기 때문에 독점과는 거리가 멀다. 또 다각화된 기업이 기존의 기업을 도산시킨 것을 두고 독점이 심화되었다고 비난하는 것은 독점논의의 본질을 흐리는 것이다. 그것은 오히려 다각화가 경쟁적이라는 것을 말해주는 증거일 수 있다. 예를 들어 서동원(1996)은 국내재벌들이 경쟁적으로 석유화학업종에 진출한 결과 그 이전까지 잘 지내오고 있던 기존의 기업(대한유화)을 쓰러뜨려 경쟁을 저해했다고 비난하고 있다. 그러나 이것은 경쟁의 본질을 오해한 주장이다. 기업간 경쟁의 본질은 더 좋고 더 싼 제품을 공급해서 소비자들의 마음을 사는 것이다. 새로운 기업이 출현해서 기존의 기업이 쓰러졌다는 것은 새로운 기업이 더 싸고 좋은 제품을 공급했음을 뜻한다. 기존 기업의 생존을 위해서 새로운 기업의 다각화를 막는다는 것은 당해 시장에서의 경쟁을 막고 독점을 보장해주는 것이다. 독점의 가능성이 있다면 다각화가 아니라 오히려 한 업종에서 기업의 규모를 늘려가는 전문화라고 볼 수 있다. 하나의 기업이 한 업종에 전문화하면 그 업종에 다른 기업이 진입하기가 상대적으로 어려워지기 때문이다. 다각화를 독점과 연결시키는 것은 넌센스이다.

민주정치적 저해: 다각화에 대한 또 다른 비난은 소위 일반 집중이라는 개념으로부터 비롯된다. 하나의 주체가 여러 산업에 진출할 경우 지배력이 커져 정치적 영향력의 확대에 이어질 수 있다. 그 결과 민주주의라는 정치과정 자체가 위협받을 수 있다는 문제의식이다.¹⁰⁾ 하지만 이같은 주장은 상당히 모호한 측면을 가지고 있다.

9) 이를 경합시장 Contestable Market 이론이라 부르며 Baumol, Panzar and Willig(1982)가 고안했다. 함몰비용(Sunk Cost)이 없다면 경쟁의 잠재성만 있더라도 독점자가 독점력을 행사할 수 없다는 내용의 이론이다. 이에 대한 개략적 소개를 보려면 이승철(1999: 201-203)을 참조할 것

10) 우리나라의 문헌 중에서 이런 우려를 활자화한 문헌은 찾을 수 없었다. 다만 일본 통산성의 보고서와 미국의 문헌에서 활자화된 내용을 찾을 수 있었다. 일본 것에 대해서는 企業法制研究會(1995: p34) 참조. 이 보고서는 일본 기업법제연구회의 [순수지주회사 규제 및 대규모 회사의 주식보유규제 재검토에 관한 제언]이라는 보고서를 전경련이 [국제경쟁력과 지주회사]라는 제목으로 번역한 것이다. 이 보고서는 김건식(1996)에 잘 축약되어 있다. 미국 것에 대해서는 Posner(1974) 참조.

규모가 같은 두 기업을 놓고 비교해 볼 때 과연 다각화된 기업이 전문화된 기업에 비해 정치적 영향력이 더 크다고 할 수 있을까? 어쩌면 그 반대가 참일 가능성이 높다. 어떤 이유에서건 다각화된 기업은 여론의 비난 대상이고, 그런 상황에서는 정치적 영향력을 행사하기 어렵다. 그런 상황에서 정치적 영향력을 행사한다면 그것은 정치적으로 자신에게 가해지는 압력을 줄이기 위한 시도일 가능성이 높다. 정치적 행동의 가능성은 오히려 전문화된 기업의 경영자 쪽이 더 높다. 전문화된 기업은 여론으로부터 호의적인 대우를 받는다. 정치적 행동에 따른 비용이 상대적으로 작다. 비용에 민감하게 반응하는 기업으로서 그런 기회를 놓치려 하지 않을 것이고 자신에게 호의적인 여론을 자신의 사적인 이득으로 취하려고 할 것이다. 여론이 다각화에 대해 적대적 태도를 가지고 있는 한 다각화된 기업보다는 전문화된 기업이 더 정치적으로 행동할 가능성이 높다.

다각화된 기업이 전문화된 기업에 비해 정치적 행동을 할 가능성이 적음에 대해 미국의 포스너 판사¹¹⁾는 흥미로운 지적을 한다. 어떤 산업에 특혜를 주면 상대적으로 다른 산업은 불이익을 받는 것이 된다. 따라서 다각화된 기업집단의 어느 한 기업이 특혜를 받으면 같은 기업집단 내의 다른 기업이 불이익을 당할 수 있다. 반면 전문화된 기업은 그런 것을 염려할 필요가 없다. 따라서 기업 규모에 따른 정치적 영향력의 악용 가능성이 있다고 하더라도, 다각화 쪽이 전문화 쪽보다 작다. 우리나라라고 예외는 아닐 것이다.

설령 다각화된 기업이 정치적 영향력을 악용하려는 인센티브가 있다 할지라도 그것에 대한 옳은 해결책은 정부가 시장불개입 원칙을 분명히 하는 것이다. 그런 상황에서는 정치적 영향력이라는 것이 무의미해지기 때문이다. 지금까지 독점을 심화시킨다거나 또는 민주정치를 저해한다는 이유로 다각화를 비난하는 것은 불합리함을 설명했다. 그러나 연쇄도산의 위험 전가나 내부거래의 폐해를 지적하는 데에는 부분적 설득력이 있다. 하지만 그것에 대해서조차 여러 가지 생각해 볼 것들이 있다.

도산 위험의 전가: 한 기업이 계열사 확장을 통해서 여러 가지의 사업을 벌일 경우 한 회사의 도산이 다른 계열사의 도산으로 이어질 가능성이 높다는 비난이다. 여기에 대해서 생각해 볼 것이 두가지 있다. 과연 다각화 사실 자체만으로 도산위험이 높아지는지의 문제가 하나이고, 그것이 과연 비난받아야 하는가가 두 번째의 문제이다.

다각화가 전문화에 비해 부도의 위험을 높이는가? 경험적 연구 없이 확실한 답을 구하기 어려운 문제다. 경제 내에 10개의 업종이 있고 10개의 기업이 있다고 해보자. 10개의 기업 각각이 10개의 업종 모두에 참여하고 있는 체제(다각화 체제)와 각 기업

11) Posner(1974: p101). 현직은 미 항소법원 판사이지만, 이 글을 쓰던 1974년 당시에는 시카고 법대 교수였다.

이 서로 다른 1개의 업종에 전문화하고 있는 경우가 있다면 어느 쪽의 부도 위험이 더 높아질까? 전문화된 체제 하에서는 어떤 업종에 불황이 찾아오면 1개 기업이 망하게 될 것이다. 만약 다각화된 체제에서 각 기업집단에 속한 계열사 중 불황에 처한 계열사만이 부도를 낸다면 전문화된 다각화된 부도위험은 같다고 할 수 있다. 그런데 실제로는 그럴 수도 있고 그렇지 않을 수도 있다. 만약 다른 계열사들이 불황에 처한 기업을 도와준다면 불황에도 불구하고 부도가 나지 않을 수 있다. 하지만 계열사들이 상호지급보증으로 얽혀진 상황이라면 한 업종에서의 부도가 다른 업종에 속한 계열사의 부담을 늘려 부도 위험이 전 업종으로 확대될 수도 있다. 어느 쪽의 효과가 클지는 경험적 연구의 대상으로 남길 수밖에 없다.

다각화에 따른 연쇄도산의 위험이 얼마나 크든 그 위험을 기업과 채권자가 스스로 책임지는 체제가 갖추어져 있었다면 위험 자체가 문제일 수는 없을 것이다. 그런 식의 연결고리가 위험하다는 것을 개별 그룹 기업들이 스스로 인식했을 것이고, 기업들은 스스로 적절한 수준에서 다각화에 제동을 걸었을 것이다. 문제는 연쇄도산에 대한 정부의 태도와 기업들의 반응에 있었다. 연쇄도산은 분명 정부에게 정치적 부담을 주는 사건이기 때문에 많은 계열사가 연결되어 있는 기업 집단의 부도를 정부가 여러 가지의 방법으로 막아 주어 왔다는 것은 주지의 비밀이 되었다. 대량부도 사태에 직면할 경우는 산업합리화나, 부도유예협약 등의 방법으로 기업의 도산을 막아왔고, 아직도 살아있는 워크아웃 제도는 그런 것들의 연장선상에 서 있다. 이런 상황에서 기업의 확장을 무제한 허용하는 것은 1차적으로는 은행에게, 그리고 2차적으로는 예금자나 국민 모두에게 부도의 위험을 떠넘기는 일일 가능성이 높다. 이런 상황이라면 기업의 자발적 결정에 의한 다각화의 정도는 적절한 수준을 넘어가게 될 가능성이 높다.

그러나 해결책을 다각화 자체의 규제에서 찾는 것은 현명하지 못하다. 다각화의 문제가 부도위험의 전가에 있다면, 그리고 그것이 정부 자신의 지원 행위 때문에 비롯된 것이라면 정부 스스로 기업의 부도에 대한 개입으로부터 물러서는 것이 해결책이다. 부도는 막아주면서 다각화는 하지 말라는 것은 모순적 행동이다. 그것은 부모-자식 사이의 관계에서처럼 악용의 가능성이 적을 때에나 정당화될 수 있는 행동이다.

내부거래의 폐해: 내부거래란 계열사간의 거래를 말한다. 내부거래에는 흔히 '부당'이라는 수식어가 따라 다니는데, 이것은 계열사간의 거래가 계열 관계가 아닌 기업과의 거래에 비해서 거래조건이 유리하거나 또는 불리하게 만들어지는 상황을 지칭한다. 즉 계열사간의 거래에 있어 시장가격보다 더 높거나 또는 낮은 가격으로 거래를 하게 되는 상황이다. 다각화된 기업은 계열사 상호간의 거래를 선호하기 때문에, 경쟁기업을 차별하여 경쟁을 저해하고, 또 특정 지배주주의 사익을 위해 내부거래가 이용되는데는 비난을 한다.

계열사간 내부거래의 조건이 시장가격과 다른 것은 사실인 듯하다. 그러나 그렇다는 사실 자체를 좋고 나쁨의 기준으로 삼을 수는 없다. 궁극적인 판단기준은 효율성이어야 한다. 즉 그렇게 하는 것이 생산의 효율성을 높이는지를 가지고 판단을 해야 하는 것이다. 내부거래를 통해서 당해 기업의 생산성이 높아진다면 내부거래는 비난받아야 할 이유가 없다. 내부거래는 기업의 생산성을 높일 수도 있고 그렇지 않을 수도 있다. 만약 내부거래가 시장의 불완전성을 보완하기 위한 수단으로 사용된다면 생산성의 향상으로 이어질 것이다. 하지만 지배주주의 사익추구를 위하여 내부거래라는 수단이 동원된다면 당해 기업의 생산성은 낮아질 것이다.¹²⁾

각각의 내부거래가 어느 경우에 속하는지 사전적으로 알 수 있는 길은 없다. 우리가 택할 수 있는 수단이 있다면 해로운 내부거래를 걸러낼 수 있도록 절차를 만드는 일이다. 이해관계자 거래 또는 자기거래(Self-Dealing)에 대해 이사회가 결의를 거치도록 하는 것은 그런 정책에 속한다.¹³⁾ 물론 그렇게 한다고 해서 생산성을 낮추는 내부거래가 완전히 사라질 수는 없을 것이다. 그런 문제는 개별적인 소송을 통해서 해결할 수밖에 없다. 일부의 가능성을 이유로 좋을 수도 있는 행위 전체를 금하는 것은 합리적이지 못하다.

IV. 지주회사 체제의 필요성

앞에서 논의한 것은 다각화라는 현상 자체의 장단점이었다. 그러나 다각화도 여러 가지의 방식에 의해서 가능하며, 각 방식별로 나름대로의 장단점이 있다. 지금부터는 다각화 방식별로 장단점을 비교한 후, 최근 우리 경제가 겪고 있는 환경의 변화가 지주회사의 필요성을 높이고 있음에 대해 설명하려고 한다. 비교의 대상이 되는 방식은 사업부 방식, 순환출자 방식, 그리고 지주회사 방식의 세 가지이다.

1. 사업부제, 순환출자 방식, 지주회사 방식

사업부제란 하나의 회사 내에 여러 개의 사업부서를 두는 방식이다. 생활건강, 전자소재, 정밀 화학 등의 사업부를 두고 있는 LG 화학, 가전부문, 반도체 부문, 통신부문 등을 두고 있는 삼성전자 등이 구체적 사례이다. 사업부제는 같은 주주와 같은 이사회에 통제를 받는다. 순환출자 방식이란 그룹에 속한 계열사들이 돌아가면서 출자를 하여 의결권을 가지고 있는 체제를 말한다. 지금까지 우리나라 기업집단내의 계열사들은 대부분 이런 방식으로 엮여져 있다고 보아도 무방하다. 지주회사 체제는 순수지

12) 이것에 대해서는 김정호/박양균(2000: pp34-35)을 참조할 것

13) 이사는 이사회에 승인이 있는 때에 한하여 자기 또는 제3자의 계산으로 회사와 거래할 수 있다. 상법 제398조

주회사와 자회사 또는 손자회사로 구성된 다각화 방식이다. 순수지주회사는 구체적 사업을 하는 것이 아니라 자회사를 지배하는 것만을 목적으로 한다. 자회사들간에는 주식의 상호소유가 잘 이루어지지 않는다. 1999년 지주회사의 설립이 허용된 이후 SK Enron, 케이아이지 홀딩스 등이 지주회사로 신고하였다.¹⁴⁾ 위의 세 가지 방식을 다각화된 업역 간의 독립성이라는 차원에서 비교해 본다면 지주회사가 가장 독립적이고 다음이 순환출자 방식, 사업부제의 순이다.

위의 방식들은 저마다의 장단점을 가지고 있다. 주된 차이점은 경영성과에 대한 정보의 정확성, 생산방식의 분리 가능성, 자원 공유의 비용, 설립에 적합한 시기 및 업종 등이다.

경영성과에 대한 정보의 정확성: 의사결정자의 입장에서 본다면 회사의 활동에 관한 정확한 정보가 있는 것이 좋다. 어떤 회사가 가전부문, 반도체부문, 통신부문의 세 가지 사업을 한다고 해보자. 가장 좋은 것은 이들 각각의 사업부별로 경영성과에 대한 정보가 창출되는 것이다. 그러나 세 가지의 사업이 하나의 회사 내에 있을 경우 각 부분의 성과를 정확히 측정해 내기 어렵다. 인력이나 자재, 회계기능, 연수원 등 여러 가지의 측면에서 사업부간 공유가 이루어질 가능성이 높기 때문이다. 또 한 사업부와 다른 사업부간의 거래에는 시장가격이 적용되지 않을 것이기 때문에 어느 사업부서가 정확히 어느 정도의 비용을 지출했고, 또 어느 정도의 이익을 냈는지 평가하기 어렵다. 각 사업부를 별도의 회사로 분리한 후 순환출자로 엮을 경우 사업부제에서보다는 비교적 사업부문간 계산이 정확히 이루어지겠지만, 여전히 내부거래 등의 문제로 인해 정확한 성과의 평가가 어렵다.

또 각각의 계열사가 다른 계열사의 주식을 보유하게 되고 주식의 평가손익이 각 계열사의 외형적 손익에 영향을 주는 문제도 있다. 지주회사는 분리된 사업별로 별도의 경영성과가 창출될 뿐 아니라 타 계열사 주식의 평가익이나 평가손이 자사의 손익에 영향을 주지도 않는다. 물론 내부거래로 인한 정보의 부정확성이라는 요인은 여전히 존재하나 순환출자방식이나 사업부제보다 문제가 작거나 또는 같다. 경영성과에 관한 정확한 정보의 창출은 당해 회사의 경영에만 좋은 영향을 주는 것은 아니다. 주식의 유동성을 높임으로써 주식시장에 상장한 기업들 전체와 투자자들 모두에게 이익을 주는 효과도 있다. 이에 대해서는 뒤에서 논의할 것이다.

생산 및 경영방식의 분리 가능성: 서로 다른 생산활동은 서로 다른 생산방식 및 경영방식을 필요로 한다. 생산 및 경영방식에는 임금체계나 승진 및 채용방식, 노조의 역할, 작업팀의 구성 방식 등 여러 가지 측면들이 포함될 것이다. 따라서 생산하는 제품이나 서비스에 차이가 나면 그런 여러 가지의 면에서 최적의 방식이 달라질 것이

14) 우리나라의 지주회사 설립 현황에 대해서는 위의 <각주 4> 참조.

다. 그러나 한 회사가 여러 개의 활동을 포함하다보면 생산 및 경영방식이 획일화되는 경향을 피하기 어려울 것이다. 순환출자나 지주회사 방식처럼 별개의 생산활동에 대해서는 별개의 회사로 수용함으로써 이런 문제의 상당 부분을 피할 수 있다.

자원 공유의 비용: 그러나 별개의 생산활동마다 별개의 회사를 설립해서 독립시키는 것이 반드시 좋은 것만은 아니다. 하나의 자원을 여러 개의 사업이 공유하는 것이 필요할 때, 독립회사 체제는 오히려 비용을 높일 수 있다. 연수원 등의 교육시설은 대표적인 것이다. 같은 회사 내에 있다면 이심전심으로 공유가 이루어질 수 있는 것도 회사가 달라지면 번거로운 절차가 필요할 수 있고, 또 조직간 의견 충돌로 인한 갈등이 생길 수도 있다. 이런 것은 오히려 독립화의 단점이다. 이런 면에서 지주회사방식과 순환출자 방식에 어떤 차이가 있을지는 확실치 않다.

내부거래의 용이성: 다각화를 하는 중요한 동기 중 하나는 내부거래를 하기 위함이라는 설명을 했다. 타인들간의 계약이 잘 지켜지지 않는 상황에서 내부거래는 장기적인 거래관계를 만듦으로써 쌍방 간의 신뢰관계에 기초한 거래를 하도록 하는 것이다. 그런 취지를 가장 잘 반영하는 거래는 한 회사 내에서의 거래이다. 부서간에 주고받는 거래는 명시적인 계약조건 조차 없지만, 그래도 가장 믿을 만한 거래일 가능성이 높다. 그런데 개별 활동이 별개의 회사화하여 독립성이 강해질수록 신뢰에 기초한 내부거래의 가능성은 줄어들고, 시장에서의 거래와 같은 성격으로 바뀌어갈 것이다. 그런데 시장에서의 계약이 잘 지켜지지 않는 상황에서 이것은 일종의 비용으로 작용할 수 있다.

설립의 용이성: 사업의 성격이나 성숙도에 따라 각 방식이 유리할 수도 불리할 수도 있다. 지주회사를 만들기 위해서는 처음부터 그룹 전체의 최종적인 형태를 구상할 수 있어야 한다. 따라서 지주회사체제는 사업이 성숙단계에 들어가서 이미 여러 개의 안정적 사업을 가지고 있을 경우, 또는 지주회사 밑에 두는 자회사의 성격이 비슷한 경우에 적합하다. 예를 들어 에너지 사업만을 하는 지주회사가 지역별 에너지 회사를 자회사로 두는 경우가 여기에 속할 것이다. 만약 기업이 급속히 성장하는 단계에 있고 앞으로 어떤 사업으로 다각화를 할지도 불분명한 상황이라면 처음부터 지주회사 체제를 택하는 것의 비용이 높다. 이런 경우는 사업이 추가되는 대로 새로운 사업부를 두거나 또는 상호출자에 의해 계열사를 확장하는 것이 합리적일 것이다.

2. 경영 환경의 변화와 지주회사 체제의 필요성

이처럼 각각의 다각화 방식들은 나름대로의 장단점을 가지고 있다. 기업들은 저마다의 장단점을 비교해서 어떤 방식을 택할지를 결정하여 왔을 것이다. 그 동안 우리나라의 기업들이 주로 택해왔던 방식은 사업부제와 순환출자 방식이었다. 앞에서도 살

펴보았지만 지주회사 체제가 금지되지 않았던 시절에도 순수지주회사 방식을 택한 기업의 숫자는 극히 소수에 불과했다. 이것은 지주회사 방식에 비해 사업부제나 순환출자 방식을 택함에 따른 상대적 이점이 컸기 때문이었을 것이다.

그런데 각 방식의 장단점은 경제환경이 변함에 따라 달라질 수 있다. 자금조달방식의 변화, 주주들의 태도변화, 경제의 개방정도 등 여러 가지의 환경변화가 각 방식의 이득과 비용을 바꾸어 놓는다. 최근에 나타나고 있는 경영환경의 변화는 사업부방식이나 순환출자방식의 단점 및 지주회사 체제의 장점을 부각시키고 있다. 가장 두드러지는 변화는 자금조달의 방법 변화에 따른 경영정보 창출 활동의 가치 증대, 대기업의 도산을 대하는 정부의 태도변화, 부실 자산의 처리 필요성, 경영권 상속의 필요성 등이다.

경영정보의 가치 증대: 과거 우리나라의 대기업들은 자금조달을 차입에 크게 의존해 왔었다. 그러나 이제는 차입보다는 주식발행의 중요성이 커져가고 있다. 여기에는 몇 가지의 이유가 있다. 첫째는 정부가 대기업의 부채비율에 직접적인 제한(200%)을 가하기 시작했다는 것이다. 여기에 대해서 기업들이 대응할 수 있는 방법은 자산재평가를 하거나 자산을 매각해서 부채를 상환하거나 주식을 발행하는 것이다. 그러나 자산재평가에는 한계가 있고, 자산을 매각하는 것도 회사의 규모를 축소하는 것이어서 기업들에게 매력적인 대안이 아니다. 따라서 주식발행을 통한 자금조달의 중요성이 부각된다. 둘째는 차입의 위험성이 커졌다는 사실이다. 이미 설명했듯이 과거에는 정부가 대기업의 부도를 막아주는 일이 많았다. 차입에 수반되는 비용 중 하나는 부도의 위험이다. 만약 누군가가 부도사태를 늘 막아준다면 기업이 부담하는 차입의 비용은 줄어들게 되고, 기업은 상대적으로 주식발행보다는 차입에 더 의존하게 된다. 그러나 최근의 경제상황 변화는 차입자 스스로가 부도의 위험을 부담하도록 하고 있다. 그 결과 기업은 스스로 전체 조달자금 중에서 차입금의 비중을 줄이고 주식발행의 비중을 늘려야 할 필요에 직면하게 되었다. 이런 요인들로 인해 과거보다 주식 발행을 통한 자금조달의 중요성이 커지고 있는 것이다.

경영성과의 투명성은 주식의 가격을 높인다. 경영성과에 대한 정보가 불확실할수록 투자자들은 불안해 할 것이다. 따라서 비록 근본가치가 같은 기업이라 할지라도 경영성과에 대한 정보가 불확실할수록 투자자들은 더 낮은 가격밖에는 지불하려 하지 않을 것이다. 사업부제를 택한 기업이나 순환출자 방식을 택한 기업들은 여러 가지 사업의 성과가 하나의 회계수치로 나타내지기 때문에 어떤 사업이 어느 정도의 성과를 냈는지 분명치가 않아진다. 각 사업별로 별도의 경영성과가 계산될 때에 정보는 가장 양질의 수준을 유지할 수 있다. 또 주식의 발행자가 상대적으로 높은 값을 요구하더라도 기꺼이 그것을 사려는 투자자들의 숫자도 늘어날 것이다.

기업들이 자금조달을 주로 차입에 의존해왔던 과거에는 경영정보의 품질이 그다지 큰 문제가 아니었다. 채권자가 회사의 부도위험에 따라 금리를 차등화하기보다는 담보나 보증을 통해서 부도위험에 대비하려 했기 때문이다. 그러나 부채비율이 제한을 받게 되면서, 그리고 계열사간의 상호보증이 제한을 받으면서 신주발행을 통한 자금조달의 중요성이 부각되었고, 주시가격을 높이 받아야 할 필요성이 등장하게 되었다. 불투명한 정보는 주식의 가치를 낮추기 때문에 투명하고 단순한 구조의 필요성이 상대적으로 증가했다. 지주회사는 그런 목적을 충족시켜주는 수단이다.

차단벽 설치의 필요성: 대기업의 부도에 대한 정부의 태도변화는 또 다른 측면에서 지주회사의 필요성을 높였다. 계열사간 차단벽(遮斷壁: Firewall) 설치의 필요성이다. 과거에는 순환출자나 상호지급보증으로 계열사들을 복잡하게 얽어놓을수록 관치 금융의 반사이익을 향유할 가능성이 높았다. 얽혀 있는 기업의 숫자가 많을수록 정부가 부도내기를 두려워했기 때문이다. 이제는 상황이 달라지고 있다. 많은 계열사들이 얽혀 있다고 해서 부도가 나지 않으리라는 보장이 없어지고 있는 것이다. 오히려 계열사들이 순환출자나 채무보증으로 연결되어 있다는 것이 부담으로 작용하는 시대가 되었다. 한 계열사의 부도로 끝날 일이 그룹 전체의 부도로 이어질 수 있기 때문이다. 따라서 기업으로서는 계열사 중 하나 또는 일부의 부도가 다른 계열사로 확산되지 않도록 만드는 장치를 스스로 원하는 상황이 되었다. 순수지주회사 체제로의 전환은 그런 장치 중의 하나이다.

부실 자산 처리의 필요성: 외환위기를 겪는 과정에서 기업들에게는 많은 부실자산이 생겼다. 또 부채비율 200%의 달성을 위해서라도 불가피하게 회사가 가진 자산의 일부를 매각해야 할 필요도 생겼다. 어떤 회사의 자산을 인수하는 측의 입장에서 보면 자신이 매입할 자산이 무엇인지가 분명하기를 원한다.

여러 사업부를 가진 회사가 하나의 사업부를 매각한다고 생각해 보자. 매각 대상 사업부와 다른 사업부들은 여러 가지의 회사 자산을 공유하고 있을 것이다. 그 자산 중에는 보이는 것도 있고 그렇지 않은 것도 있을 것이다. 그래서 매각을 할 때 그것을 어떻게 나누어야 할지가 문제된다. 또 매각 대상 사업부의 재산이 분명치 않기 때문에, 재산을 분리하는 과정에서 갈등이 발생할 수 있고, 그것으로 매각과정이 지체될 수 있다. 매각자가 나중에 기회주의적 태도를 보일 수 있는 것도 문제이다. 즉 서로 암묵적으로 동의한 것에 대해 그런 적 없다고 할 가능성이 충분히 있는 것이다. 매각 대상이 무엇인지가 분명하지 않기 때문이다.

순환출자방식의 경우 사업부제보다야 매각 대상이 무엇인지가 분명하지만, 여전히 문제는 남아 있다. 복잡한 출자관계를 정리해야 하는 문제이다. 정리 대상 주식 중에 상장이 안된 계열사의 주식이 있는 경우는 더욱 문제가 복잡하다. 주시가격을 얼마로

해야 할지를 협상에 의해서 결정해야 하기 때문이다. 매입자는 이런 문제들이 사전에 정리되어 있기를 원할 것이다. 소유관계가 분명히 정리된 기업의 가치는 상대적으로 더 높은 가격을 받을 수 있을 것이기 때문에 매각자로서도 미리 매각대상을 분리해 놓는 것이 유리해진다. 그것은 바로 지주회사 방식으로 자회사를 소유하는 것이다. 물론 순환출자방식에서도 미리 지분정리를 해 놓는 것이 가능하다. 하지만 그렇게 되면 모회사가 지배권을 행사할 수 없는 문제가 생긴다. 따라서 지배권을 유지하면서 매각대상을 분리해 놓으려면 지주회사 방식의 도입이 필요하다.

상속과정에서의 갈등 최소화 필요성: 경영권 상속을 필요로 하는 기업의 숫자가 많은 것도 지주회사의 필요성을 높여 놓았다. 상속자의 숫자에 비해서 피상속자의 숫자가 많을 경우 순환출자 방식 하에서는 회사의 경영권을 후세에게 이양하기가 쉽지 않다. 상속인이 가진 주식을 분할하여 상속할 경우 지분율이 희석되기 마련이고, 그 과정에서 경영권 분쟁이 일어날 소지는 충분하다.

현대그룹의 상속 과정에서 일어난 갈등은 이 문제의 심각성을 단적으로 보여주는 사례일 것이다. 물론 지분이 분할되는 것 그 자체가 문제일 수는 없다. 문제는 경영권 분쟁이다. 경영권 분쟁은 회사 자체의 의사결정 주체를 다원화시켜 불확실성을 늘리고, 경영성과를 떨어뜨릴 수 있다. 그 결과 분쟁에 휘말린 회사의 주가는 낮아진다. 지주회사 체제 하에서는 그럴 가능성이 줄어든다. 상속은 지주회사의 지분에 대한 상속이 될 것이고, 지분이 분산되더라도 그에 따른 갈등은 지주회사 내의 의사결정 과정을 통해 흡수될 가능성이 높다. 설령 피상속자들간에 갈등이 있더라도 그것이 직접 자회사의 경영에 영향을 주지는 않기 때문에 상속대상인 지주회사 주식의 가치도 크게 낮아지지 않는다. 따라서 피상속인의 숫자가 많은 기업일수록 지분분배와 경영성과 간의 관계를 차단하고 싶어할 것이고, 지주회사가 중요한 대안으로 떠오르게 된다.

3. 지주회사로의 전환이 사회 전체에 손해인가?

개별 기업에게 좋은 전략이라고 해서 그것이 사회 전체에도 좋으리라는 보장은 없다. 만약 개별 기업의 선택으로 인해 다른 사람들이 피해를 입게 된다면 개인의 선택은 교정하는 것이 좋다. 기업들의 지주회사 방식 선택도 마찬가지이다. 지주회사 방식을 선택함에 따른 비용이 당사자들에게 모두 귀속하지 않는다면, 다시 말해서 다른 사람들에게 떠 넘겨진다면 지주회사로의 전환은 규제의 대상이 되어야 한다.¹⁵⁾ 우리에게 필요한 것은 사업부제나 순환출자방식으로 운영되던 회사가 지주회사로 전환하는 것

15) 물론 규제의 비용이 크지 않다는 전제 하에서이다. 만약 규제의 비용이 지주회사 체제의 사회적 비용보다 더 크다면 차라리 규제를 하지 않는 것이 낫다. 현상에 문제가 있다고 해서 규제의 비용을 따지지 않고 규제에 착수하는 것을 Demsetz(1969)는 열반 오류(涅槃誤謬: Nirvana Fallacy)라고 불렀다.

이 타인들에게 피해를 주는 행동인가를 따지는 일이다.

답은 오히려 그 반대이다. 오히려 다각화는 장려되어야 할 측면이 있다. 어떤 행동이 사회적으로 적정한 수준에서 이루어지는지의 여부는 그 행동에 따른 이익과 손해가 행위자에게 모두 귀속하는 지에 의해서 판단할 수 있다. 이익과 손해가 모두 행위자에게 귀속한다면 그 행동은 적정한 수준에서 이루어질 것이라고 보아야 한다. 그러나 이익이나 손해의 일부가 타인에게 귀속한다면 문제가 생긴다. 행위자는 자신에게 돌아오는 이익이나 손해만을 고려할 것이기 때문에 사회전체의 입장에서 보면 적정치를 벗어난 양(量)의 행동이 이루어진다. 이럴 경우 타인들을 대표해서 정부가 당사자의 행동에 개입할 필요성이 생긴다. 타인에게 귀속하는 것이 손해(또는 비용)라면 규제, 반면 타인에게 귀속하는 것이 이익(편익)이라면 지원의 필요성이 등장하는 것이다. 지주회사로의 전환은 후자에 속할 가능성이 높다.

지주회사는 다른 다각화 방식들보다 사업의 경영성과에 대해 더 정확한 정보를 창출함에 대해 설명한 바 있다. 좋은 정보는 주식시장 참여자들에게 이익을 준다. 참여 기업들의 정보가 정확해질수록 투자자들은 안심하게 되고, 그 결과 주식시장 참여자들의 숫자는 늘어난다. 이것은 주식의 유동성이 증가함을 뜻한다. 주식의 유동성 증가는 모든 기업들의 주가를 높이는 효과를 갖는다. 하지만 개별 기업은 다른 기업들이 누리는 이익에 대해 대가를 받을 수 없다. 따라서 기존 다각화된 회사의 지주회사로의 전환은 역제가 아니라 오히려 장려의 대상일 필요성이 높다.

연쇄도산의 가능성이 줄어든다는 것도 지주회사 규제에 앞서 정부가 고려해야 할 중요한 요소이다. 지주회사 체제는 사업부 방식이나 순환출자방식의 다각화 구조에 비해 연쇄도산의 가능성이 작다. 만약 정부가 다각화된 기업의 연쇄도산에 대해 불개입의 입장에 선다면, 다각화의 방식이 무엇이든 사회가 입는 피해는 같을 것이다. 그러나 은행의 경영에 대한 정부의 개입이 지속되고 있는 상황을 불가피한 것이라고 받아들인다면, 지주회사로의 전환은 다각화의 사회적 피해를 줄이는 방책이 된다.

물론 지주회사를 허용한다는 것은 다각화 방식을 하나 더 추가하는 것이기 때문에 다각화의 비용을 줄여주는 효과를 갖는다. 따라서 다각화가 지금까지보다 더 심화될 가능성이 있음을 부인할 수 없다. 그러나 이미 여러 번 강조했듯이 다각화 그 자체가 해로운 것은 아니다. 다각화의 해로운 점이 있다면 그것은 연쇄도산의 가능성 등이다. 지주회사 체제는 그같은 다각화의 비용을 최소화시키는 역할을 한다.

4. 지주회사 규제를 통해 무엇을 얻으려는가?

재벌비판론자들은 재벌의 문제를 경제력 집중에서 찾으려고 한다. 지주회사의 자회사

에 대한 지분율이나 부채비율을 규제하는 이유도 거기에 있을 것이다. 그런데 경제력 집중이란 실체가 분명치 않은 애매한 개념이다. '경제력'이라는 것에 문제가 있다면 그것은 경쟁제한적 행위일 것이다. 그러나 경제력 집중의 상징처럼 여겨지는 기업의 업종 다각화는 경쟁을 제한함에 대해 설득력 있는 논리도 없고 또한 증거도 없다. 오히려 그것은 후진적 시장 환경에 적응하기 위한 기업의 효율적인 대응으로 보는 것이 합당하다.

다각화로 대표되는 경제력 집중의 문제가 있다면 그것은 다각화 그 자체가 아니라 연쇄도산의 위험이 커져서 결국은 국민의 부담으로 전가된다거나 또는 개별 기업의 경영성과를 평가하기가 쉽지 않아진다는 등의 문제일 것이다. 지주회사는 이런 문제에 대한 해법이 된다.

이런 관점에서 보았을 때 지주회사 제도는 순환출자에 의해 얽여져 있는 재벌구조의 문제를 해결하기 위한 좋은 대안이다. 공정거래법에 지주회사 조항을 신설한 이유도 거기에 있었을 것이다. 따라서 기존 기업집단의 지주회사 체제로의 전환은 역제가 아니라 장려의 대상이 되는 것이 마땅하다. 기업들도 이제는 관치금융 체제에 대한 적응 양태인 복잡한 구조의 순환출자를 지양하려는 인센티브를 가지기 시작했다. 높은 부채비율이 염려된다면 빚을 갚지 못하면 반드시 부도가 난다는 사실을 기업들에게 보여주는 것으로 족하다. 기업들은 새로운 환경에 적응해 갈 것이다. 지주회사의 설립을 거의 불가능하게 만들고 있는 현재의 지주회사에 대한 규제는 지주회사의 설립을 허용하겠다는 당초의 정부의 의지와는 갈등을 빚고 있는 셈이다.

다각화의 단점을 없애기 위해 재벌구조 자체를 해체한다는 것은 불합리하다. 다각화의 단점은 줄이고 장점을 늘리는 것이 정부에게 주어진 정당한 임무일 것이다. 그것은 합리적 목표를 받아들이는 순환출자로 얽혀진 기업들의 지주회사 전환에 불이익을 주어야 할 이유가 없다. 오히려 장려할 일이다. 현행 공정거래법상의 지주회사 규제들은 지주회사로의 전환을 막는 역할을 하고 있다. 뒤집어 말하면 기업들이 기존의 순환출자로 복잡하게 얽혀있는 구조를 그대로 가져가도록 유도하겠다는 것이나 크게 다를 바가 없다. 지주회사 설립 규제를 통해서 얻으려고 하는 것이 그것인가?

V. 외국의 지주회사 규제 완화론

1. 일본의 지주회사 해금론¹⁶⁾

일본은 우리나라와 더불어 순수지주회사의 설립을 금지했던 유일한 나라였다. 많은

16) 이 부분은 자유기업원 박양균 책임연구원이 쓴 것을 필자가 수정한 것이다.

학자들은 지주회사 금지의 논거로 들었던 논리를 살펴보면 첫째, 경제력집중을 심화 둘째, 기업의 재무구조를 악화 셋째, 국내시장을 폐쇄적이고 불투명하게 할 가능성 넷째, 불건전한 기업운영을 유도할 수 있다는 것 등이다.

지주회사 금지 규제를 폐지하라는 개정요구가 미국의 점령 종결 후부터 수차례 걸쳐 있어 왔다. 본격적 지주회사 해금론(解禁論)의 시초는 1965년부터이다. 1964년 일본이 OECD에 가입하고 IMF 8조국으로 이행하면서 지주회사의 해금론이 대두했다. 1987년에도 일본의 경단련(經團聯)이 주도해서 지주회사의 해금이 거론되었다.

가장 최근의 것은 1995년 통산성의 기업법제연구보고서이다.¹⁷⁾ 통산성은 공정거래법에 의한 일반집중 규제와 순수지주회사 금지의 타당성에 대해 강한 의문을 제시했다.¹⁸⁾ 통산성은 지주회사는 다음과 같은 이점을 가지고 있기 때문에 허용해야 한다고 주장했다. 첫째, 다각화, 다국적화 등에 대응한 효율적 기업조직의 실현과 원활한 인사·노무관리의 실현할 수 있다. 둘째, 국제적 법제도와의 조화이다. 이것은 일본기업의 경영효율화에 기여함과 동시에 대일 투자를 활성화하는 효과를 가질 것이다. 셋째, 조직·인사면에서 마찰을 회피할 수 있다. 기업문화나 노동조건이 다른 기업의 합병에 있어 인사·조직의 통합이 곤란하다. 순수지주회사는 이러한 합병에 따른 마찰을 최소화할 수 있다. 넷째, 신규사업 투자와 리스트럭처링을 원활하게 한다. 다섯째, 소비자 이익의 증진 및 고용의 확대가 가능하다. 순수지주회사를 활용할 경우 종래의 기업 경영방식에 구애되지 않은 혁신적인 경영방법이 도입되거나 신규사업, 신제품의 개발이나 비용삭감이 진행될 가능성이 크다. 일본은 1997년 지주회사 해금을 단행했다.

2. 미국의 공익 지주회사 규제 폐지론

미국의 지주회사 규제는 전기, 수도 등의 소위 공익사업 회사(Public Utilities Companies)와 은행지주회사에 대해서만 적용되어 왔다. 이들 두 가지 모두에 있어 폐지론이 대두하고 있다. 이 글에서는 공익지주회사 폐지론에 대해서만 살펴보겠다.¹⁹⁾

공익지주회사에 대한 규제가 등장한 것은 1930년대 대공황 이후부터이다. 당시까지 공익사업회사들은 지주회사의 형태로 운영되던 경우가 많았는데, 그 구조가 매우 복잡했기 때문에 외부의 감시에 대해서 매우 불투명했다. 그 결과 횡령이나 부당내부거래, 분식회계 등이 횡행했으며 그것이 공익사업지주회사들의 도산으로 이어졌다는 문

17) 일본의 지주회사 해금론의 역사에 대해서는 이동원(2000: pp 133-140) 참조

18) 전경련(1995: pp41-) 참조

19) 이하의 논의는 Geddes(1996)에 크게 의존했다. 은행지주회사 규제의 폐지론에 대해서는 Fischel, Rosenfield and Stillman(1987) 및 Barry(1996) 참조

제의식이 대두했다. 지주회사에 대한 규제는 그런 현상들에 대한 반작용이었다. 규제의 핵심은 계열사 조직의 통합과 단순화에 있었다.²⁰⁾ 부당내부거래나 분식회계 등이 나타난 것은 복잡한 조직구조 때문이었다는 문제의식에서이다.

공익지주회사 규제 폐지론이 대두하는 것은 발전 사업 등과 같은 분야에서의 사업자간의 경쟁이 치열해지면서부터이다. 상품의 종류가 무엇이든 공급자간의 경쟁이 치열하다면 양질의 서비스를 저가에 공급하기 위한 노력이 촉진된다. 그렇지 못한 기업은 타사와의 경쟁에서 도태되어 버릴 것이다. 부당내부거래나 분식회계가 지배주주나 경영진의 사익을 위한 것이었다면 당연히 그런 회사의 제품은 질이 낮고 값은 높을 것이다. 공익사업지주회사 규제법이 만들어지던 당시에는 그럴 우려가 현존하고 있었다. 전기사업 같은 것은 자연독점사업이었고, 또한 법으로 독점을 보장하고 있었기 때문이다. 즉 조직 내부의 비효율이 있더라도 기업은 생존할 수 있었던 것이다.

그러나 미국의 경우 이제 전기산업은 경쟁 산업이 되어가고 있다. 내부의 비효율을 안고 있는 기업은 경쟁과정에서 도태의 압력을 받게 된다. 만약 비효율로 보이는 문제가 남아 있다면 그것은 기업의 성과를 높이기 위한 과정에서 만들어진 부산물일 가능성이 높다.

이처럼 규제의 이득은 없어져 가는 반면 부작용은 커져 가고 있다. 첫째는 지주회사화를 통한 다각화를 저해함으로써 위험²¹⁾의 분리(compartmentalization) 노력을 저해한다. 둘째, 전기사업자로 하여금 케이블 TV 등 연관 사업분야에 진출하지 못하게 함으로써 시너지(synergy) 효과의 발휘를 저해한다.²²⁾ 셋째, 하나의 기업 내에 여러 사업부를 유지하고 있는 것과 비교해 볼 때 사업단위별 성과의 평가를 쉽게 할 수 있는 기회를 박탈하고 있다.²³⁾ 넷째, 이 규제가 만들어지던 1935년 당시와 비교해 볼 때 회계기준이 진보했기 때문에 지주회사에 대한 다른 규제가 없더라도 상당히 투명성을 확보할 수 있다. 다섯째, 규제를 받고 있는 지주회사는 적대적 M&A의 주체가 되기도, 또 대상이 되기도 어렵기 때문에 무능한 경영자에 대한 시장규율이 작동하기 어렵도록 한다.

미국에서의 논의가 비록 공익사업 지주회사에 국한된 것이긴 하지만 우리나라 지주회

20) SEC 1982: 17. 이것을 Integrity and Simplification Requirement 라고 부른다.

21) Geddes는 두 가지의 위험을 언급하고 있다. 시장 고유의 위험과 규제위험이다.

22) 1996년 당시 전기 사업자들은 이미 10,000 마일(16,000 km)이상의 광섬유 케이블 설치를 완료했기 때문에 상당 지역에서 다른 케이블 TV 사업자에 비해 비교우위에 있다고 한다. Geddes(1996: p4) 참조.

23) 예를 들어 투자결정에 있어 사업단위별 투자수익률의 산정이나, 사업단위별 자원 이동의 가격을 명확히 할 수 있는 점, 외부 대출자의 입장에서 대출자금이 특정 사업에만 쓰이도록 보장하는 일 등이다. Geddes(1996: pp4-5) 참조

사 규제에 대해서도 시사점을 제공해준다. 미국의 공익사업지주회사에 대한 규제를 만든 목적은 복잡한 구조를 단순화하기 위한 것이다. 우리나라의 기업들이 지주회사를 만들려는 목적은 바로 그것이다. 순환출자 등으로 얽혀 있는 복잡한 출자구조를 단순화하겠다는 것이다.

VI. 현행 규제의 문제들

제2장에서 지주회사의 설립과 운영에 여러 가지의 제약이 가해지고 있음을 살펴 본 바 있다. 그러나 지주회사 설립 및 운영에 대한 제약은 직접적인 규제뿐만이 아니다. 합리적인 조세도 지주회사에 제약을 가하는 중요한 요인으로 작용하고 있다. 그런 문제들에 대해서 생각해 보자.

1. 부채비율 규제

지주회사의 부채비율은 100%를 초과할 수 없다. 지주회사는 직접 사업을 영위하지 않고 타회사 지배를 목적으로 하는 기업이므로 부채가 주된 자금조달 수단이 되는 것은 바람직하지 않으며, 우리의 경우 금융기관의 기업경영감시기능이 정착되어 있지 않아 부채비율을 제한하지 않을 경우 부채를 동원하여 낮은 지분율에 의해 계열 기업을 확장함으로써 경제력집중의 폐해가 심화될 것이라는 이유에서²⁴⁾ 이 규제가 도입되었다.

이 같은 현실 인식에 대해 두 가지의 이의를 제기할 수 있다. 첫째, 일반사업회사에 비해 지주회사는 스스로 부채비율을 제한하려는 성향을 가질 수밖에 없다는 것이다. 지주회사의 일상적 수입은 자회사로부터의 배당뿐인데 그 수준은 매우 낮아 3% 이하를 유지해 오고 있다.²⁵⁾ 기업이 부담하는 금리를 10%라 했을 때 배당으로는 차입금의 이자를 갚을 수가 없는 상황이다.

물론 배당률이 낮으면 더 많은 이윤이 사내에 유보되고 그만큼 주가는 오르게 된다. 실제로 우리나라 상장 기업들의 배당률이 낮음에도 불구하고 주식시장이 성장해온 이유는 투자자들이 주가가 오를 것을 기대하고 주식을 거래했기 때문일 것이다. 그런데 지주회사는 그런 계산만으로 배당률과 차입금 규모간의 관계를 설정할 수 없다. 설령 자신이 보유한 자회사 주식의 가치가 오른다 하더라도 주식을 처분하기가 어렵기 때문이다. 지주회사의 주식처분은 지배권의 상실로 나타나거나 또는 지주회사 요건(자회사 발행주식 총수의 50% 이상)의 상실로 회사를 정리해야 할지 모르기 때문이다. 즉

24) 조휘갑(1998: p21) 참조.

25) 조휘갑(1998: p25) 참조.

주가가 오르더라도 그것을 처분하여 차입금의 금리를 충당하기 어렵기 때문에 지주회사가 차입규모를 늘리는 데에는 한계가 있다.

둘째는 그래야 할 이유가 있는가의 문제이다. 규제의 필요성을 말하는 쪽에서는 금융기관의 기업경영감시기능이 정착되지 않았기 때문에 제한이 없다면 부채에 의한 과도한 계열기업 확장이 있을 것이라고 우려한다.²⁶⁾ 과연 그럴까? 첫째는 은행의 경영감시 기능이 과연 없는가의 문제이다. 은행도 도산의 압박을 받게 된 상황에서 위험한 곳일수록 대출을 기피할 것임은 재론의 필요가 없다. 물론 선진국의 은행처럼 대출대상자의 신용을 평가할 능력을 우리나라의 은행들은 아직 갖추지 못하고 있지 않느냐는 이의를 달겠지만, 그리고 그것은 사실이겠지만, 그에 대한 보완책으로 담보를 챙기고 있지 않은가? 문제가 있다면 그것은 기업의 부도를 정부가 나서서 막아주는 것이고, 그에 대한 대책은 정부 스스로 채권자의 부도 결정에 대해서 손을 떼는 일이다. 둘째는 독점과 경제력 집중을 이유로 들어 규제를 정당화하고 있는데, 이것이 불합리함에 대해서는 이미 제3장에서 충분히 설명했다. 지주회사의 부채비율을 제한할 이유가 없다.

2. 손자회사의 원칙적 금지(예외적 허용)

기업활동이란 여러 측면을 포함한다. 크게 나누면 원료의 구입, 가공, 마케팅, 인력관리, 재무관리 등이지만 그 밑으로도 얼마든지 잘게 나누어질 수 있다. 중요한 것은 각각의 활동마다 내포하고 있는 업무의 성격, 위험의 정도, 생산성 등이 다르다는 사실이다. 그런데 그런 활동들을 하나의 기업 조직 안에 두면 획일성을 피하기 어렵다. 그래서 대다수 활동들과 다른 성격의 활동이 있다면 별도의 조직으로 분리하는 것이 전체의 생산성을 높이는 데에 도움이 될 수 있다. 그것은 독립회사이건 지주회사체제하의 자회사이건 다르지 않다. 물론 분리되는 조직의 숫자가 많아질수록 분리된 조직과 모기업 사이의 갈등이 발생할 수 있지만, 어느 정도의 분리가 적절한지는 당해 기업 스스로가 이익과 손실을 비교하여 판단할 문제이다.

규제를 원하는 측은 자회사가 부채비율의 제한을 받지 않는다는 점을 지적한다. 손자회사를 인정하면 부채비율의 제한을 받지 않는 자회사가 '무분별하게' 손자회사를 늘려갈 것라는 논지이다.²⁷⁾ 이것은 결국 앞에서 논의한 부채비율 제한이 필요한지의 문제로 돌아간다. 스스로의 존폐문제를 걱정해야 하는 금융기관이 과연 자신의 재무구조가 나빠지는 것²⁸⁾을 감수하고서 지주회사의 자회사에게 무분별하게 대출을 해줄리

26) 조희갑(1998: p21) 참조.

27) 조희갑(1998: p21)

28) 신용이 나쁜 기관에 대출해주면 대출자인 은행의 BIS 비율은 낮아진다. 'BIS 비율이란 국제결제은행(BIS)이 규정한 자기자본비율로 이 통계치는 은행 종합금융 신용금고 등 일반

없다. 그들이 대출을 해준다면 최소한 대출해주는 것이 손해가 아닌 경우일 것이다.

3. 양도세(법인세 특별부가세) 문제

기존의 다각화된 회사가 지주회사로 전환하려면 주식 교환이나 현물출자라는 과정이 필요하다. 그 과정에서 출자되는 자산이나 교환되는 주식은 양도세(또는 법인세 특별 부가세)의 부과대상이 된다. 현물출자나 주식교환을 통해서 이루려고 하는 것은 회사의 지배구조를 바꾸는 일이다. 그 과정을 통해서 당장 소득이 실현되지 않는다. 그런데 세법은 이 과정에서의 주식의 이동을 주식의 매입과 매각으로 간주하여 세금을 매긴다.

예를 들어보자. 기존 A 기업의 주주 갑이 지주회사인 H에 주식을 이전하고 그 대신 H의 주식을 대가로 받으려 한다. 갑의 입장에서 보았을 때 이것은 단순히 기업의 지배구조를 바꾼 것일 뿐 실질적으로 소득이 실현되는 것이 아니다. 하지만 세법에서는 갑이 H에게 주식을 매각하고, 그 대금을 받아 H의 주식을 산 것으로 간주한다. 그 결과 매매 차익에 대해서 20%의 양도소득세가 부과된다. 그런데 지주회사 전환의 추진 주체인 지배주주들의 경우 주식의 취득가액은 액면가인 경우가 많다. 회사 설립 당시부터 주식을 보유하고왔기 때문이다.

액면가 5,000원인 주식의 시가가 20,000원인 경우는 흔한 일인데, 이런 상태에서 지주회사로 주식을 이전한다면 이 주주는 주당 3,000원 $((20,000 - 5,000) \times 0.2)$ 의 양도세를 내야 한다. 지배구조를 바꾸기 위해 자신이 가진 부(富)의 15%를 세금으로 지출해야 하는 것이다. 그만큼 지주회사로의 전환을 주저하게 되는 것은 당연한 이치이다. 물론 지주회사로의 전환을 통해 효율성이 높아지고 회사의 이익이 늘면 그에 대해서 세금을 내야 한다. 하지만 그 세금은 소득이 발생하는 미래의 시점에서 차질 없이 부과될 것이다. 현물출자나 주식교환에 양도세(또는 특별부가세)라는 거래세를 매기는 것은 불합리하다.

4. 법인세 문제

하나의 회사 내에 사업부로 존재하던 영업 형태가 지주회사 체제로 전환되면서 별도

금융기관의 건전성을 판단하는 기준이 되고 있다. BIS비율은 자기자본을 대출이나 보증 등을 포함한 위험자산으로 나누고 여기에 100을 곱한 지수다. 자기자본은 납입자본금 이익 잉여금 등 자기자본 외에 재평가적립금, 후순위채권 발행대금 등 보완자본까지 합해서 산출된다. BIS비율이 8%를 넘는 금융기관은 생존할만한 가치가 있는 금융기관이고 넘지 못하는 금융기관은 살아남기 어려운 금융기관으로 판단한다.' Yahoo 경제용어사전에서 전재. <http://kr.biz.yahoo.com/reference/eglossary/>

의 법인으로 분리될 경우 법인세의 중복 납부 문제가 발생할 수 있다. 이런 현상이 발생하는 것은 손해를 내게 되는 기업이 있기 때문이다. 갑이라는 회사 내에 두 개의 사업부 A와 B가 있었다고 해 보자. 어느 해에 A는 10억원의 손해를 냈고 B는 20억원의 이익을 내었다. 두 사업부가 같은 회사 내에 속해 있는 한 손해와 이익은 상계된다. 따라서 회사 갑은 $20 - 10 = 10$ 억원에 대한 법인세 3억5천만원(10×0.35)을 납부하게 된다. 이 두 사업부가 지주회사로 전환하는 과정에서 별개의 두 법인 A와 B로 분리될 경우 세금은 늘어나게 된다. A는 손해를 기록했기 때문에 법인세를 내지 않을 것이다. 반면 B가 낸 이익에 대해서는 A가 기록한 손해가 상계되지 않은 금액 20억원에 대해 법인세율 35%가 적용될 것이다. 따라서 사업의 내용은 달라진 것이 없음에도 불구하고 법인세 납부액은 7억원으로 늘어난다.

지주회사와 자회사간의 관계에서도 같은 성격의 문제가 발생한다. 현재의 체제 하에서는 지배주주가 당해 회사의 이익 중 법인세를 차감하고 남은 이윤으로부터 직접 배당을 받는다. 지배주주는 그렇게 받은 배당에 대해서 개인소득세를 납부한다. 그런데 지주회사로 전환할 경우 한 단계의 납세의무가 추가된다. 자회사가 법인세를 납부하고 남은 금액 중에서 지주회사에 배당을 하면 지주회사는 다시 그 금액에 대해서 법인세를 납부한 후, 주주들에게 배당을 하게 되는 것이다. 지주회사 전환으로 인해 추가적으로 발생하는 과세 단계란 지주회사가 법인세를 내야하는 단계를 뜻한다. 본래 법인세는 2중과세의 성격을 갖고 있다.²⁹⁾ 특별한 과세특례 조치가 주어지지 않는 한 지주회사에 대한 법인세의 부과는 3중과세가 되어 버리는 셈이다.

물론 현행 법인세법에서도 지주회사가 일정 비율 이상의 자회사 지분을 소유하고 있을 경우 예외적으로 배당금에 대한 중복과세를 배제하고 있기는 하다³⁰⁾ 그러나 자회

29) 법인단계에서의 법인세와 배당된 후 개인소득세가 이중으로 부과됨을 뜻한다. 투자자가 주식회사가 아니라 조합이나 동업의 형태로 소득을 얻었을 경우 개인소득세만 내면 된다는 사실을 비교하여 보면 2중과세의 성격이 분명해 진다.

30) 법인세법 제18조의2 (지주회사의 배당소득의 익금불산입) ① 내국법인중 독점규제및공정거래에관한법률에 의한 지주회사중 대통령령이 정하는 지주회사(이하 이 조에서 "지주회사"라 한다)가 자회사(당해 지주회사가 출자한 법인으로서 지주회사의 자회사에 대한 출자비율 등을 감안하여 대통령령이 정하는 요건을 갖춘 내국법인을 말한다. 이 하 이 조에서 같다)로부터 받은 배당소득금액중 제1호 및 제2호의 규정에 의하여 계산한 금액의 합계액이 제3호 및 제4호의 규정에 의하여 계산한 금액의 합계액을 초과하는 경우 그 초과하는 금액은 각 사업연도의 소득금액계산에 있어서 이를 익금에 산입하지 아니한다. 1. 자회사의 발행주식총수 또는 출자총액의 100분의 80(주권상장법인 또는 협회등녹법인의 경우에는 100분의 30)을 초과하여 출자한 경우에는 당해 자회사로부터 받은 배당소득금액에 100분의 90을 곱하여 산출한 금액 2. 자회사에 출자한 비율이 제1호에서 정한 율 이하인 경우에는 당해 자회사로부터 받은 배당소득금액에 100분의 60을 곱하여 산출한 금액 3. 지주회사가 각 사업연도에 지급한 차입금의 이자가 있는 경우에는 그 차입금의

사의 이윤에 대한 법인세 부과는 지주회사가 소유한 지분율과 무관하게 이루어진다는 사실을 감안해 보았을 때, 중복과세의 배제가 지분율에 기초해야 할 이유가 없다.

5. 지분율 규제

합작 법인이나 상장 기업의 경우 지분율 규제가 지주회사로의 전환에 걸림돌이 된다. 현행법은 지주회사가 자회사의 주식을 최소한 50% 이상 소유하도록 규제하고 있다. 상장회사³¹⁾의 경우 이 요건을 맞추기가 쉽지 않다. 지주회사로의 전환이 시도될 경우 별 마찰 없이 지주회사에 현물출자될 수 있는 주식은 내부지분에 국한될 것이다. 2000년 4월 현재 30대 기업 집단에 속한 상장회사의 평균 내부 지분율은 29.6%이다.³²⁾ 신주를 발행하지 않는 한 지주회사로 전환하기 위해서는 지배주주나 회사가 평균 20.4%의 나머지 주주로부터 주식을 사모아야 한다. 그것은 일차적으로 지주회사의 설립을 추진하는 측에 자금부담으로 작용할 것이다. 신규로 부채를 조달하기가 어렵다는 자금의 상황을 고려해 봤을 때³³⁾ 지배주주가 50%의 지분율 요건을 충족시키려면 (주가 총액을 기준으로 했을 때) 기존 계열사의 40%를 포기해야만 한다. 과연 이런 선택을 감수하면서 지주회사 체제로의 전환을 시도할 기업주들이 얼마나 될지 의문이다.

자금여력이 있다고 하더라도 여전히 문제는 남는다. 소액주주들에 의한 전략적 버티기 현상(hold-out)이다. 전략적 버티기는 쌍방독점이 형성될 때 나타나는데 지분율 규제가 있는 상황에서의 지주회사의 설립을 추진하는 측과 소액주주들은 그런 관계에 놓이게 된다. 내부지분율이 50%에 미치지 못하는 한 지배주주나 회사 측은 외부의 주주들로부터 주식을 매입해야만 지주회사 설립에 성공할 수가 있다. 즉 외부의 주주들은 내부의 지주회사 설립 추진자에 대해서 독점적 지위를 가지게 되는 것이다. 사

이자에 당해 차입금의 규모를 감안하여 대통령령이 정하는 율을 곱하여 산출한 금액 4. 자회사가 독점규제및공정거래에관한법률에 의한 계열회사(이하 이 호에서 “계열회사”라 한다)에 출자하였거나 계열회사와의 다른 내국법인에 발행주식총수 또는 출자총액의 100분의 1을 초과하여 출자한 경우 당해 자회사로부터 받은 배당소득금액에 당해 자회사가 다른 법인에 출자한 금액을 감안하여 대통령령이 정하는 율을 곱하여 산출한 금액 ② 제 1항의 규정은 지주회사가 자회사의 배당기준일전 3월 이내에 취득한 자회사의 주식 등을 보유함으로써 발생한 배당소득금액에 대하여는 이를 적용하지 아니한다. ③ 제1항 내지 제2항의 규정을 적용함에 있어서 지주회사의 자회사에 대한 출자비율의 계산방법 기타 익금불산입액의 계산에 관하여 필요한 사항은 대통령령으로 정한다. [본조신설 99.12.28]

31) 2000년 4월 현재 자본금을 기준으로 한 30대 기업집단의 평균 기업 공개 비율은 60.5%이다.

32) 공정거래위원회(2000: pp6-7) 참조.

33) 미국에서는 이럴 경우 차입에 의한 나머지 주식의 취득 즉 LBO(Leveraged Buyout)가 추진되는 경우가 많다.

람이라면 누구나 이런 상황을 이용하고 싶어하며 특히 요즈음처럼 지배주주에 대한 소액주주의 저항이 정의로운 것으로까지 비쳐지는 상황에서는 더욱 그럴 것이다.³⁴⁾

미국의 회사법이 지배주주에 의한 주식의 강제이전(freeze-out)을 인정하는 것도 그 같은 연유에서이다.³⁵⁾ 주식의 강제이전이 허용되지 않는 상황에서 소액주주들의 이같은 행동은 지배주주의 주식취득비용을 시장가격 이상으로 높여 놓을 것이고, 지주회사 전환에 따르는 이득의 상당 부분을 잠식하게 될 것이다.

계열사 중에 외국 기업과의 합작 법인이 있을 경우 지분을 규제의 문제는 더욱 심각해진다. 통상 외국 자본과의 합작은 국내 기업과의 동등한 지분으로 이루어지는 경우가 많으며, 공동 대표이사, 동수(同數)의 임원 구성 등 제휴선과의 공동 경영적 성격이 강하다.

따라서 국내 자본의 지분을 50%를 충족시키기 위해서는 내부지분율과 합작 투자분을 각각 50:50으로 유지하는 수밖에 없다. 이런 일은 주식시장에 상장된 합작법인의 경우는 거의 불가능하다. 상장을 위해서는 최소한 발행주식 총수의 30%는 일반 투자자들에게 매각해야만 한다. 일반매각을 최소화하여 30% 수준에서 고정시킨다 하더라도 지주회사 추진주체가 보유할 수 있는 합작법인의 지분율은 최대 35%이다($(100-30) \div 2$). 공정거래법이 요구하는 최소 지분율 요건을 맞추지 못함은 물론이다.

하나의 의사결정 주체가 지나치게 많은 업종을 지배하지 못하게 하는 것이 다각화 규제의 목적일 것이다. 이 목적 자체가 정당화되기 어려운 것이긴 하지만, 설령 정당성을 인정한다고 하더라도 합작법인의 경우는 예외로 인정할 필요가 있다. 이미 설명했듯이 합작법인의 경영활동에 대한 의사결정은 국내의 지배주주(또는 지주회사) 독단이 아니라 합작 투자한 외국의 자본가와 공동으로 한다. 그렇다면 지나치게 많은 업종에 대한 독단적 지배라는 염려는 반감되는 것이다. 자회사에 대한 지분율 50%라는 숫자의 적정성을 인정할 경우 1:1의 합작이라면 25%, 2:1의 합작이라면 $50\% \times 2/3$ 식의 기준을 적용하거나 또는 합작된 지분율 전액을 기준으로 50% 이상의 요건을 따지는 것이 더 합리적이다.

6. 지주회사 전환시기와 법 효력 발생시기의 불일치 문제

지금까지 공정거래법의 적용 대상인 30대 기업 집단은 동법 제10조에 의해 출자총액

34) 소액주주들의 이 같은 인센티브는 합병 시 소액주주들에 의해서 주식매수청구권 제도에서도 관찰되었다. 상세한 내용은 김정호/박양균(2000) 참조.

35) Easterbrook and Fische(1991: pp134-139) 참조. 주식 강제이전의 대가로 공정한 가격(fair price)이 지불되어야 함은 물론이다.

제한을 받아 왔다. 자기 회사의 순자산액의 25% 이상에 해당하는 다른 국내회사의 주식을 취득 또는 소유해서는 안된다는 내용이다.

만약 이 규정을 지주회사에 대해서도 그대로 적용한다면 지주회사의 설립은 불가능하다. 지주회사란 타 회사(즉 자회사)에의 출자만을 목적으로 하는 회사이기 때문이다. 다행히도 동 법은 2001년 4월 1일부터 지주회사를 출자총액제한 대상에서 제외하는 것으로 개정되었다. 그런데 신고 시기를 규정한 사소한 규정으로 인해 지주회사에 대한 출자총액제한 배제 조항이 사문화될 처지에 놓여 있다.

공정거래법 시행령 제15조 4항에 의하면 다른 회사의 주식취득, 자산의 증감으로 인하여 지주회사로 전환한 경우에는 당해 사업년도 종료 후 4월 이내에 신고를 마치게 되어 있다. 신고를 마치지 않으면 지주회사로서의 자격을 인정받지 못하게 되고, 그 결과 출자총액제한의 예외도 인정받지 못한다. 지주회사는 100% 출자만 하는 회사인데 출자총액제한이 배제되지 않는다면 그런 지주회사는 존립할 수 없다. 순환오류이다. 이 문제를 해결하기 위해서는 신고의 시기를 전환 완료 이후가 아니라 전환을 개시하는 때로 하는 것이 옳다. 즉 전환을 하기 시작하면서 출자총액제한의 배제 조항을 적용하는 것이 법의 공백을 막는 방법이 된다.

7. 전환과 설립의 차별 대우 문제

공정거래법은 기존의 회사가 자산의 전부 또는 일부를 다른 회사에 현물출자하고 지주회사로 전환하는 경우 부채비율 요건 및 자회사에 대한 지분을 요건을 각각 1년 및 2년 유예하도록 하고 있다. 반면 지주회사를 새로 설립하는 경우는 설립과 동시에 요건을 충족하도록 하고 있다. 유예조항을 둔 것은 현실적으로 그런 요건을 충족시키기가 쉽지 않음을 입법자들이 인정했기 때문일 것이다. 그런데 전환과 설립간에 이같은 차이를 둘 필요가 있는가에 대해서 의문의 여지가 있다. 기존의 기업집단이 지주회사 체제로 넘어가기 위해 지주회사를 새로 설립할 수도 있고, 기존의 계열사 중 하나가 지주회사로 전환할 수도 있다. 그러나 어느 것이든 기존의 기업집단이 지주회사 체제로 전환된다는 데에는 차이가 없다. 아마도 이 조항의 입법자는 지주회사의 설립과 새로운 기업집단의 탄생을 같은 것으로 간주하고 있었던 것 아닐까? 기존의 기업집단이 지주회사체제로 전환되는 한, 그 수단이 기존 계열사 중 하나의 지주회사 전환이든, 아니면 새로운 지주회사의 설립이든 간에 달리 취급해야 할 이유는 없다.

8. 정부의 이중적 태도: 금융지주회사법(안)과 공정거래법 상의 지주회사 조항

금융지주회사법이라는 법안이 정기국회에 상정되어 있다. 이 법안은 기존의 공정거래법 상의 지주회사 규제에 대한 예외 조항들을 포함하고 있다. 자산을 현물출자하고

지주회사로 전환하는 회사에 대해 부채비율 100% 요건을 1년간 유예한 것, 또 지분율 요건을 2년간 유예한 것, 주식교환제도 및 주식이전제도의 허용 등은 기존 공정거래법 상의 지주회사 규제를 피해가기 위한 조항들이 분명하다. 이것은 공정거래법 상의 지주회사 규제가 지주회사의 설립을 매우 어렵게 하고 있다는 주장에 대한 또 하나의 증거가 될 수 있을 것이다. 자신들이 직접 추진하는 사업에는 유리한 잣대를 갖다 대고 있는 것이다.

〈표 3〉 공정거래법과 금융지주회사법(안)의 지주회사 설립요건 비교

	공정거래법상의 지주회사	금융지주회사
설립	공정거래위원회 신고	금융감독위원회 인가
부채비율	100% 이하 (자산을 현물출자하고 지주회사로서 전환하는 경우 1년간 100% 초과하는 부채 보유)	100% 이하 (자회사 등의 재무개선을 위한 증자 등 대통령령이 정하는 경우 예외)
지분율	50%(상장법인 30%)이상 소유 - 자산을 현물출자하고 지주회사로 전환할 경우 2년간 제외	50%(상장법인 30%)이상 소유
주식 교환제도	-	허용(주총특별결의)
손자회사	원칙적 금지 (자회사의 사업내용과 밀접한 관련이 있는 회사 허용)	원칙적 금지 (자회사 업무와 연관성이 있는 경우 허용)
금융, 비금융 자회사 동시 소유	금지	일반 비금융회사를 자회사로 소유 불가

VII. 정책대안의 요약과 결론

1. 정책대안의 요약

지금까지의 논의를 통해 도출되는 정책적 대안을 요약하면 다음과 같다. 지주회사의 부채비율에 대한 규제와 손자회사의 보유에 대한 규제를 폐지해야 한다. 지주회사 스스로 부채비율을 제한할 인센티브가 있으며, 채무자의 부도위험에 대한 은행의 감시 인센티브 또한 생겨나고 있다. 지분율 규제도 폐지해야 한다.

정부의 감시는 사전적 규제가 아니라 지부회사의 자회사 재산에 대한 잠탈행위에 대한 사후 감시로 전환해야 한다. 불가피하게 규제를 해야 하더라도 지배주주가 자회사에 대해서 미치는 영향력에 비례해서 하는 것이 합당하다. 즉 지배주주의 영향력이 작은 합작회사의 경우 지분율 요건을 낮추거나 또는 합작사의 지분율까지를 합산해서 요건 충족 여부를 따지는 것이 지금의 규제보다는 합리적이다.

주식의 교환이나 현물출자에 대해서는 양도세(또는 법인세 특별부가세)를 이연해 주어야 한다. 양도세나 특별부가세를 매기는 이유는 자산매각이득이 발생했다고 보기 때문이다. 지주회사 설립과정에서 발생하는 주식의 이동은 주식의 매각으로 볼 수 없다. 주식의 실질적인 매각이 있을 때까지 과세를 이연하는 것이 양도세의 본래 취지에 맞는다. 자회사와 지주회사간에 법인세의 연결납세제도를 도입하여 지주회사가 받는 배당금에 대해서는 법인세를 부과하지 말아야 한다. 법인세의 3중과세 문제를 해결하기 위해서이다.

기존의 기업집단이 지주회사체제로 전환되는 한 지주회사의 설립을 수단으로 하건 또는 기존 계열사 중 하나의 지주회사 전환을 수단으로 하건, 차이를 둘 이유가 없다. 중요한 것은 기존의 기업집단이 지주회사 체제로 전환된다는 것이다. 전환에 대해서 부채비율이나 지분율 요건의 유예를 허용하는 것이 합리적이라고 생각했다면, 지주회사 설립에 대해서도 같은 유예 조건을 허용해야 한다.

지주회사의 설립후 신고제도를 지주회사 설립 개시신고로 바꾸어야 한다. 현행 제도 하에서는 지주회사에 대한 출자총액제한 배제 규정이 있음에도 불구하고 법을 어기지 않고 지주회사를 설립할 수 없다.

2. 글을 끝내며

지금까지 지주회사 규제의 문제들을 살펴보고, 대안이 무엇인지를 검토해 보았다. 현행의 규제는 문제의 본질이 무엇인지를 심각하게 고려하지 않고 만들어져 있음을 알 수 있었다. 지주회사 방식에 문제가 있다면 그것은 시장에 의해서 치유되도록 하는 것이 바람직하다. 자신이 초래한 비용을 스스로 부담하게 하고 또 기업들이 치열하게 경쟁하도록 하면, 기업 조직이 가진 문제들은 상당 부분 자동적으로 치유될 수 있다. 소비자들에게 싸고 높은 질의 제품을 제공하는 데에 장애가 되는 조직 구조는 자동적으로 시장을 잃어 도태되어 버릴 것이기 때문이다. 정부가 해야 할 일이 있다면 그것은 기업으로 하여금 비용을 스스로 부담하게 하고, 경쟁을 촉진하는 것이다. 최적의 기업조직이 무엇인지는 그런 환경 속에서 소비자들의 선택에 의해 결정되도록 하는 것이 가장 바람직하다.

참고문헌

- 공정거래위원회, 2000년 대규모 기업 집단 주식 소유현황, 2000.
- 企業法制研究會, 국제경쟁력과 지주회사(전경련 번역), 전국경제인연합회, 1995.
- 김건식, 지주회사규제의 재검토: 일본에서의 개정론을 중심으로, 1996. 5.
<http://law.snu.ac.kr/lawold/KOR/E/lawinfo/kimks/07.htm>
- 김정호, 지주회사 규제: 문제와 대안, 자유기업원 Briefing Paper no. 15, 2000.
- 김정호/박양균, 주식매수청구권의 경제학, 신회사법시리즈 9, 자유기업원, 2000.
- 서동원, 재벌과 공정거래제도, 한국경제의 진로와 대기업집단, 한국산업조직학회 정책 세미나 발표자료, 1996. 9.
- 이동원, 지주회사(전정판), 세창출판사, 2000.
- 이승철, 공정거래경제학, 한국경제연구원, 1999.
- 조희갑, 기업구조조정 촉진을 위한 지주회사의 제한적 허용, 새정치국민회의 주최 지주회사의 설립 허용에 관한 공청회 발표 자료, 1998. 9. 17.
- J. Barry, "Creating a Financial Services Industry for the 21st Century, Part 1: Tear Down the Walls," The Heritage Foundation Talking Points no. 14, 1996.
- W. Baumol, J. Panzar, and R. Willig, Contestable Markets and The Theory of Industry Structure, Harcourt Brace Jovanovich Inc., 1982.
- H. Demsetz, "Information and Efficiency: Another Viewpoint," 12(1) Journal of Law and Economics 1-22 (April 1969).
- F. Easterbrook and D. Fischel, The Economic Structure of Corporate Law, Harvard University Press, 1991
- D. Fischel, A. Rosenfield and R. Stillman, "The Regulation of Banks and Bank Holding Companies," Virginia Law Review vol. 73, pp301-
- R. Geddes, "Time to Repeal the Public Utility Holding Company Act," The Cato Journal, vol 16. no. 1. 1996.
<http://www.cato.org/pubs/journal/cj16n1-4.html>
- D.W. Hawes, Utility Holding Companies, New York: Clark Boardman, 1987.
- R. Posner, "Power in America: The Role of the Large Corporation," in J. Weston(ed), Large Corporations in a Changing Society, New York University Press, 1974.
- U.S. Securities and Exchange Commission [SEC], "Statement of the U.S. Securities and Exchange Commission Concerning Proposals to Amend or Repeal the Public Utility Holding Company Act of 1935," 1982.

<부록> 지주회사 규제의 국제비교³⁶⁾

미국

역사적으로 19세기 말에 대기업들이 트러스트를 형성하자 연방정부는 1890년 셔먼법(Sherman Act)을 주차원에서 반트러스트 법으로 이를 규제하였다. 그러나 뉴저지 주를 중심으로 다른 회사의 주식보유를 인정하자 기업들은 트러스트의 대안으로 지주회사를 도입하였다. 기업들은 기존의 트러스트형 조직을 지주회사 형태로 전환한 것이다. 미국은 지주회사에 관한 특별한 규제를 가지고 있지 않고 일반적인 주식취득 혹은 보유 등을 기준으로 반트러스트 법의 규제를 받는다. 클레이튼법에 의해 매출액 혹은 총자산 1억 달러 이상의 회사가 1천만 달러 이상의 회사를 취득하고 또한 피취득자의 자산 혹은 주식의 15% 이상을 소유할 경우 신고를 해야 한다. 경쟁을 실질적으로 감소시키거나 혹은 독점을 형성할 우려가 있는 경우에 금지된다. 그리고 공익사업과 은행업은 공익사업지주회사법과 은행지주회사법으로 각각 규제하고 있다. 금융지주회사는 비금융회사의 주식을 소유하지 못하도록 규제하고 있다. 그리고 세제상 연결납세제도를 인정하고 있다. 실제로 미국은 이미 오래 전부터 순수지주회사를 허용했음에도 불구하고 현재 순수지주회사 형태를 채택하는 곳은 적으며 대부분 사업지주회사 형태를 택하고 있다.

영국

영국은 이미 오래 전부터 지주회사가 보편화되었다. 많은 대기업이 본사를 순수지주회사로 하고 다수의 자회사를 거느리는 기업그룹을 형성하고 있다. 지주회사에 관한 특별한 규정을 가지고 있지 않지만, 일반적 합병, 주식 취득의 경우 공정거래법의 적용을 받는다. 공정거래법에 의하면 주식 취득 후 시장점유율이 25% 이상인 경우, 혹은 양도자산이 7,000만 파운드를 넘을 경우 독점.합병위원회의 심사에 의해 공공의 이익에 반한다는 판결이 내려질 경우 금지된다. 또 주식보유총액에 관한 규제는 없으며, 세제도 연결납세제도를 인정하고 있다. 지주회사는 주로 M&A를 통해 확대하고 다각화를 진행한 것들로 취득한 회사를 합병하지 않고 지주회사의 자회사로 하는 경우가 대부분이다. 즉, M&A를 통해 취득한 자회사들을 그대로 유지시켰으므로 사업내용이 중복된 자회사들이 많다. 지주회사의 자회사에 대한 주식소유비율에 대한 규제는 없지만 대부분 100% 소유한 경우가 많다.

36) 이 부록은 이동원이 1998년에 저술한 『지주회사』와 전국경제인연합회가 1995년에 발표한 『국가경쟁력과 지주회사-일본 통산성 기업법제연구회 보고서-』와 삼성경제연구소가 1997년에 발표한 「지주회사, 도입과 쟁점」, 그리고 한국개발연구원의 1998년 정책토론회 논문집을 참조하여 정리하였다. 정리를 맡아준 박양균 책임연구원에게 감사드린다.

독일

독일은 순수지주회사 경영방식이 보편화되어 있으며, 80년대 후반에 지주회사의 설립이 급증하였다. 다른 선진국처럼 순수지주회사에 관한 특별한 규정을 가지고 있지 않으나, 자본시장이 발달하지 않아 지주회사 주식의 상당부분 은행이 보유하고 있다. 순수지주회사의 경우 산하 자회사가 다시 지주회사인 경우도 많으며, 보험회사의 경우도 순수지주회사로 다른 금융업을 겸업할 수 있다. 시장지배적 지위를 형성·강화하는 기업의 결합에 대해서는 경쟁제한금지법의 규제를 받는다. 주식 보유가 25%를 초과할 경우, 기업결합으로서 카르텔청에서 규제를 받는다. 그리고 매출액 20억 마르크 이상의 사업자가 참가할 경우, 매출액 10억 마르크 이상의 사업자가 2개사 이상 참가할 경우 사전 신고를 해야 한다. 기업결합의 시장점유율의 합계가 20% 이상, 기업결합에 참가하는 또 다른 사업자가 타시장에서 20% 이상의 시장점유율을 가지는 경우, 결합전의 참가기업의 매출합계가 5억 마르크 이상인 경우, 결합전의 참가기업의 종업원 합계가 1만명 이상일 경우 사후보고가 필요하다.

프랑스

지주회사는 매우 일반적인 기업의 형태로 존재하며, 자회사 또는 지주회사를 이용하여 다른 업무영역에 진출할 수 있다. 보험회사(은행)의 경우 스스로 은행업(보험업)을 영위할 수 없지만, 자회사나 지주회사를 통하여 가능하다. 프랑스도 지주회사에 관한 규제는 존재하지 않지만, 일반적인 합병, 주식취득과 같은 기준으로 경쟁개선법의 규제를 받는다. 기업결합의 경우 3개월 전부터 모든 취득 계획을 담당장관에게 신고할 수 있으며 신고 후 두달간 조치가 없을 경우 승인을 받았다고 본다. 또 해당기업의 시장점유율 합계가 25%를 초과 혹은 총 매출액이 70억 프랑을 초과하는 주식 취득의 경우, 취득 당사자 기업의 2개사 매출액이 적어도 20억 프랑 이상이며, 그로 인하여 지배적 지위의 획득·강화가 이루어지고 경쟁이 침해당할 경우 해당결합이 가져오는 경쟁조건의 개선이 시장지배의 폐해를 상회하지 못하는 한, 취득금지를 명할 수 있다. 대규모 사업회사의 주식보유총액에 대한 규제는 없으며, 은행의 금융기관을 제외한 타기업의 주식취득은 피취득기업 자본의 20% 미만, 또한 자기자본의 총액내로 한정된다.

일본

일본은 1900년대 초반에 지주회사제도를 도입하였으나, 2차 세계대전 이후 재벌해체의 일환으로 지주회사를 해체하고 금지하였다.³⁷⁾ 그러나, 1967년부터 지주회사에 대

37) 일본은 1947년 공정거래법에 지주회사 설립을 명문으로 금지하였다. Andrew H. Thorson and Frank Siegfanz, "The 1997 deregulation of Japan's holding companies", 8 Pacific Rim Law & Policy Journal 261, March, 1999. pp. 261

한 해금 논쟁이 시작되었다. 일본도 우리나라와 마찬가지로 지주회사 허용 반대 논거는 그것을 허용할 경우 경제력 집중을 심화시킬 우려가 있으며, 기업의 재무구조를 악화시키고, 국내시장을 폐쇄적이고 불투명하게 할 가능성이 있으며, 불건전한 기업운영을 유도할 수 있다는 것이었다. 그러나 30년간의 논쟁 끝에 1997년에 이르러 제한적으로 지주회사를 허용하였다. 그 논거는 신규사업의 전략적 전개, 기존사업의 효율화, 그리고 조직구조의 개혁 촉진에 있어 경영전략상 유용한 수단으로 활용될 수 있다는 것이었다. 일본은 다른 선진국과는 달리 지주회사에 대해 일정한 제한을 두고 있다. 지주회사는 자회사 주식의 취득가액의 합계가 회사 총자산의 100분의 50을 초과하는 회사를 말하며, 자회사는 지주비율이 50%를 초과하는 회사이며 간접보유에 의해 50%를 초과하는 경우를 포함하도록 하고 있다. 또 사업지배력이 과도하게 집중되는 지주회사를 설립할 수 없으며, 또 국내에서 사업지배력이 과도하게 집중되는 지주회사가 될 수 없도록 규정하고 있다. 그 판단 근거는 다음과 같다. 첫째, 지주회사 그룹의 총자산 합계가 15조엔을 초과하고 5개 이상의 주요 사업분야에서 각각 총자산이 3천억엔을 초과하여 회사를 소유하는 경우이다. 둘째, 총자산이 15조엔을 초과하는 금융회사와 금융 또는 금융과 밀접하게 관련되는 업무 이외의 사업분야에서 총자산이 3천억엔을 초과하는 일반 사업회사를 소유하는 경우이다. 셋째, 상호관련성이 있는 5개(산업규모가 매우 클 경우 3개) 이상의 주요 사업분야에서 각각 다른 유력한 회사(시장점유율이 10% 이상 또는 상위 3위 이내)를 소유하는 경우이다. 이러한 경우는 지주회사 설립이 금지된다.

지주회사 규제의 경제학적 검토

2000년 12월 14일 1판 1쇄 발행

2019년 12월 24일 1판 2쇄 발행

저자_김정호

발행자_최승노

발행처_자유기업원

주소_서울특별시 영등포구 국회대로62길 9

전화_02-3774-5000

팩스_0502-797-5058

비매품
