

규제연구 제14권 제1호 2005년 6월

출자총액규제의 근거와 소유-지배 괴리지표에 대한 비판적 고찰

최 충 규**

(접수일: 9/30, 게재확정일: 12/13)

본 논문에서는 최근 제시된 출자총액규제의 이론적 근거와 의결권 승수 등의 소유-지배 괴리지표를 비판적으로 검토한다. 본 논문은 임영재(2003)가 제시한 출자규제의 이론적 분석에서 기업의 출자행위가 정태적인 1기 모형으로 묘사되고 주요 가정에 대한 논거가 취약하며 모든 출자가 동질적인 것으로 간주되었음을 지적한다. 또한 본 논문은 소유-지배 괴리지표에 근거한 규제가 지배주주와 소수주주간의 분배외곡을 해소할 수 있다는 이론적인 장점에도 불구하고 출자규제를 대체하거나 출자규제의 졸업기준으로 활용될 경우 발생하는 문제점을 지적한다.

핵심용어: 출자총액제한제도, 의결권 승수, 소유-지배 괴리도

경제학문헌목록 주제분류: G3, K2, L2

* 이 글을 작성하는 과정에서 유익한 논평과 조언을 해준 서울대 이상승 교수, 한국개발연구원의 임영재 박사, 본원의 황인학 박사, 이인권 박사, 조성봉 박사, 김현중 박사께 깊은 감사를 드림.

** 한국경제연구원 연구위원, 서울시 영등포구 여의도동 28-1 전경련회관(choicg@keri.org)

I. 서 론

1987년 4월 경제력집중 억제라는 목표하에 출자총액제한제도가 도입된 이래 이 제도를 둘러싸고 논란이 계속되어 왔다. 특히, 1998년 2월 제6차 공정거래법 개정으로 동 제도가 폐지되었다가 2001년 4월에 재도입되면서 이러한 논란은 더욱 증폭되었다.¹⁾ 최근에는 참여정부가 추진하는 기업 및 시장개혁의 일환으로 동 제도 관련 규정의 개정을 추진하는 과정에서 제도폐지, 완화, 유지, 강화 등 다양한 스펙트럼에서 또다시 논란이 있었다.²⁾

동 제도를 둘러싸고 이와 같이 다소 소모적인 논쟁이 계속 되풀이되고 있는 데에는 여러 가지 이유가 있겠으나 근본적으로는 동 제도를 찬성하는 측과 반대하는 측간의 첨예한 이해대립과 이에 따른 상반된 시각에 기인한다고 하겠다. 그럼에도 불구하고 지금까지의 논란과 논쟁이 비생산적이었던 이유는 제도를 찬성하는 쪽이나 반대하는 쪽 모두 자신의 주의, 주장을 일방적으로 제시하거나 상대의 주의, 주장을 일방적으로 비판할 뿐 건설적 토의를 위한 이론적, 실증적 근거 제시가 부족했기 때문이 아닌가 생각된다.

이러한 가운데 최근 임영재(2003)는 출자총액제한제도의 이론적 근거를 제시하였다. 임영재(2003)는 단순한 모형분석을 통해 자본시장의 규율이 불충분할 경우 계열사간 출자총액이 사회적으로 바람직한 수준 이상으로 결정되며 정부가 개입하여 계열사간 출자총액을 제한함으로써 사회적 순편익을 극대화할 수 있다고 주장하였다. 또한 동 저자는 이러한 분석에 기초하여 현행 적용제외 및 예외조항들이 출자규제를 통한 ‘사회적 순편익의 극대화’를 저해할 수 있고 따라서 폐지되는 것이 최선이라고 주장하였다.

1) 출자총액제한제도의 재도입을 둘러싼 논란에 관해서는 양영식(2002)과 황인학(2002)을 참조.

2) 이에 관해서는 최충규(2003b)를 참조.

그러나 저자는 출자총액제한을 통해 정부가 사회적 순편익을 극대화하는 경우에도 지배대주주와 여타 경제주체들간의 사회적 순편익 배분에 있어서는 불가피하게 왜곡이 발생하며 이는 충분한 시장규율을 통해서만 해결할 수 있다고 하였다.

한편, 서울대 기업경쟁력연구센터에서는 일련의 보고서에서 현행 출자총액제한제도를 통해 경제력집중 문제를 해결하는 데에는 많은 부작용이 발생하며 이보다는 ‘계열사 출자에 따른 지배주주의 대리인 문제’를 해결하는 데 정책의 초점을 두는 것이 바람직하다고 지적하면서 이를 위한 구체적인 지표를 제시하였다. 이 지표는 총수일가의 현금 흐름권Cash Flow Rights 대비 의결권Voting Rights의 비율로 표시되는 ‘의결권 승수’를 말하는데,³⁾ 동 센터는 이 지표를 (i) 현행 출자총액제한제도를 대신하는 새로운 규제지표로 사용하거나⁴⁾ 또는 (ii) 출자총액규제의 졸업기준으로 활용하여 동 지표값이 높은 기업은 출자총액규제를 계속 받도록 하되 동 지표값이 낮은 기업은 출자규제 대상으로부터 졸업시킬 것을 제안하였다.⁵⁾

공정위에서는 최근 이 제안을 긍정적으로 받아들여 공정거래법 및 동법 시행령을 개정하였는데, 개정 시행령은 과거 부채비율 100% 미만의 기업집단에 적용되던 출자총액규제의 졸업기준을 다양화하고 의결권 승수 등의 소유-지배 괴리지표를 이에 포함시키고 있다.⁶⁾ 또한 임영재(2003)의 분석도 공정위의 출자규제 유지방침과 적용제외 및 예외조항 축소방침을 이론적으로 뒷받침하고 있는 것으로 판단된다.

이하에서는 출자총액제한제도 관련 논의의 생산적인 진전을 위해 임영재(2003)가 제시한 이론적 틀 속에서 상기 저자들의 논거에 대한 비판을 시도하고자 한다. 2절에서는 임영재(2003)의 분석모형과 주장을 간략히 살펴보고 이를 비판적으로 검토한다. 3절에서는 기업경쟁력연구센터(2003)와 김선구 외(2003)의 제안내용을 소개하고 동 제안이 갖고 있는 문제점을 지적한다. 4절에서는 2절과 3절의 내용을 요약하고 결론을 제시한다.

3) 현금흐름권(Cash Flow Rights)은 실질소유권(Ownership Rights)으로 불리기도 하며, 의결권(Voting Rights)은 지배권(Control Rights)으로 불리기도 함.

4) 기업경쟁력연구센터(2003) 참조. 동 센터는 당초 이 지표를 “대리인비용 지표”로 명명하였으나, 후에 김선구 외(2003)가 이를 “의결권 승수”로 개명하였음.

5) 김선구 외(2003) 참조.

6) 공정거래위원회가 출자규제 졸업기준으로 포함시킨 소유-지배 괴리지표는 기업경쟁력연구센터(2003) 및 김선구 외(2003)가 제안한 “의결권 승수”와 임영재 외(2003)가 제시한 “소유-지배 괴리도”를 모두 포함하고 있음(<부표 3> 참조). 두 지표의 개념에 관해서는 제3절 참조.

II. 출자총액제한의 이론적 근거와 비판

이 절에서는 출자총액제한의 이론적 근거를 제시한 임영재(2003)의 분석모형과 이에 기초한 계열사간 출자수준의 결정에 관해 살펴보고, 이에 대한 비판을 제시한다.

1. 분석모형

계열사 i 의 타계열사에 대한 출자(Equity Investment)를 E_i 라 하고, E_i 로 인해 창출되는 계열사 i 의 기업가치(출자가치)를 $V_i(E_i)$, E_i 로 인해 발생하는 비용(출자비용)을 $C_i(E_i)$ 라 하자.⁷⁾ 여기서 출자의 한계가치는 양(+)이고 체감하며, 출자의 한계비용은 양(+)이고 체증한다고 가정하자. 즉

$$\begin{aligned} V_i'(E_i) &> 0, V_i''(E_i) < 0 \\ C_i'(E_i) &> 0, C_i''(E_i) > 0 \end{aligned} \quad (1)$$

이 성립한다고 하자.⁸⁾ 그러면, 출자의 순가치를 극대화하는 출자수준(E_i^*)은 다음과 같이 표시할 수 있다.⁹⁾

$$E_i^* = \operatorname{argmax}_{E_i} \{V_i(E_i) - C_i(E_i)\} \quad (2)$$

또는

$$V_i'(E_i^*) = C_i'(E_i^*)$$

7) 임영재(2003)에서는 $V_i(E_i)$ 가 계열사 i 의 총기업가치로 정의되어 있으나, 본문에서는 출자로 인해 창출되는 기업가치로 그 의미를 축소하여 정의하였음. 이는 후술하는 ‘계열사간 출자로 인한 기업가치 증가 중 지배대주주에게 귀속되는 비율’의 정의와 관련한 개념상의 혼란을 방지하기 위한 것임(각주 11 참조). 이와 같은 정의의 변경은 이후의 분석에 아무런 영향을 주지 않음.

8) 이 가정은 임영재(2003)의 모형에서는 암묵적으로만 가정되어 있으나 분석의 명료성을 위해 본문에서는 이를 명시화하였음.

9) 출자의 순가치를 극대화하는 E_i^* 는 여타 조건이 일정하다고 할 때 기업의 총가치를 극대화시킴.

2. 계열사간 출자수준의 결정

계열사 i 의 자본금 중 지배대주주의 직접적 출자지분율과 타계열사를 통한 간접적 출자지분율의 합을 α_i 라 하고, 계열사 i 의 자본금 중 지배대주주의 직접적 출자지분율과 타계열사의 출자지분율의 합을 $\beta_i (> \alpha_i)$ 라 하자.¹⁰⁾

만일 시장규율이 충분하다면, 지배대주주는 β_i 만큼의 의결권을 행사할 수 있음에도 불구하고 출자가치(V_i) 중 α_i 만큼을 자신의 몫으로 취하게 되고 또한 출자비용(C_i) 중 α_i 만큼을 부담하게 될 것이다. 따라서 지배대주주가 선택하는 출자수준(E_i^{**})은 다음과 같이 나타낼 수 있다.

$$E_i^{**} = \operatorname{argmax}_{E_i} \{ \alpha_i \cdot V_i(E_i) - \alpha_i \cdot C_i(E_i) \} = E_i^* \quad (3)$$

또는

$$V_i'(E_i^{**}) = C_i'(E_i^{**})$$

다시 말하면, 시장규율이 충분할 경우 지배대주주가 선택하는 출자수준은 사회적 최적수준이 된다.

그러나 시장규율이 불충분할 경우, 지배대주주는 타계열사의 지분을 동원한 높은 의결권(β_i)을 활용하여 출자가치(V_i) 중 α_i 보다 높은 비율을 자신의 몫으로 귀속시키고 출자비용 중 α_i 보다 적은 비율을 부담할 것이다. 즉 출자가치(V_i) 중 지배대주주에게 실제로 귀속되는 비율을 λ_i 라 하고, 출자비용(C_i) 중 지배대주주가 실제로 부담하는 비율을 μ_i 라 하면, 다음의 관계가 성립한다.¹¹⁾

10) 임영재(2003)의 모형에서는 α_i 와 β_i 가 각각 α_A 와 $\alpha_{A1} + \gamma_A$ 로 표시되어 있음.

11) 전술한 바와 같이 임영재(2003)는 $V_i(E_i)$ 를 총기업가치로 정의한 후, λ_i 를 '(계열사간 출자로 인한 기업 가치 증가 중 지배대주주에게 실제로 귀속되는 편익)/ $V_i(E_i)$ '로 정의함으로써 개념상의 혼란을 야기하고 있음. 예를 들어, 계열사 i 의 총기업가치가 90억원이고 이 계열사에 대한 지배대주주의 직·간접적인 지분율의 합이 5%라고 하자. 만일 계열사 i 가 타계열사에 대해 10억원을 출자하여 계열사 i 의 기업가치가 90억원에서 100억원으로 10억원 순증하였으며 지배대주주가 이 중 3억원을 자신의 몫으로 취했다고 하면, λ_i 는 $0.3(=3/10)$ 으로서 $\alpha_i(=0.05)$ 보다 크고 따라서 부등식 (4)가 성립하나, $V_i(E_i)$ 에 대한 임영재의 정의를 따르게 되면 λ_i 는 $0.03(=3/100)$ 으로 산출되어 α_i 보다도 작게 되는 모순이 발생함. 이와 같은 문제점을 해소하기 위해 본문에서는 $V_i(E_i)$ 를 '출자로 인해 창출되는 기업가치' 또는 '출자가

$$\mu_i < \alpha_i < \lambda_i \leq \beta_i \quad (4)$$

따라서 지배대주주가 선택하는 출자규모는 다음과 같다.

$$E_i^{**} = \operatorname{argmax}_{E_i} \{ \lambda_i \cdot V_i(E_i) - \mu_i \cdot C_i(E_i) \} > E_i^* \quad (5)$$

또는

$$\lambda_i \cdot V_i'(E_i^{**}) = \mu_i \cdot C_i'(E_i^{**})$$

즉 시장규율이 불충분할 경우 지배대주주가 선택하는 출자수준은 사회적 최적수준을 초과하게 된다.

이해를 돕기 위해 이를 그림으로 나타내면 <그림 1>과 같다. 이 그림에서 계열사 i의 출자수준은 시장규율이 충분할 경우 $\alpha_i \cdot V_i'(E_i)$ 와 $\alpha_i \cdot C_i'(E_i)$ 가 같아지는 E_i^* (사회적 최적수준)가 되나, 시장규율이 불충분할 경우에는 지배대주주의 사적 한계가치($\lambda_i \cdot V_i'(E_i)$)와 사적 한계비용($\mu_i \cdot C_i'(E_i)$)이 같아지는 E_i^{**} 가 된다. 따라서 시장규율이 불충분할 경우 지배대주주는 사회적 최적수준을 초과하는 과도출자를 하게 되며, 이에 따라 계열사 i의 출자로 인한 기업가치 증가는 극대화 수준(삼각형 BCF/ α_i)보다 ‘삼각형 FHJ/ α_i ’만큼 감소하게 된다. 이때 정부가 계열사 i의 출자한도를 E_i^* 수준으로 설정하면 계열사 i의 출자총액은 E_i^* 수준으로 축소되고 기업가치는 극대화된다. 그러나 동 출자한도에 구애받지 않는 적용제외나 예외항목이 존재하는 경우 기업가치 극대화는 이루어지기 어려우며, 따라서 적용제외 및 예외조항은 폐지하는 것이 최선이다.

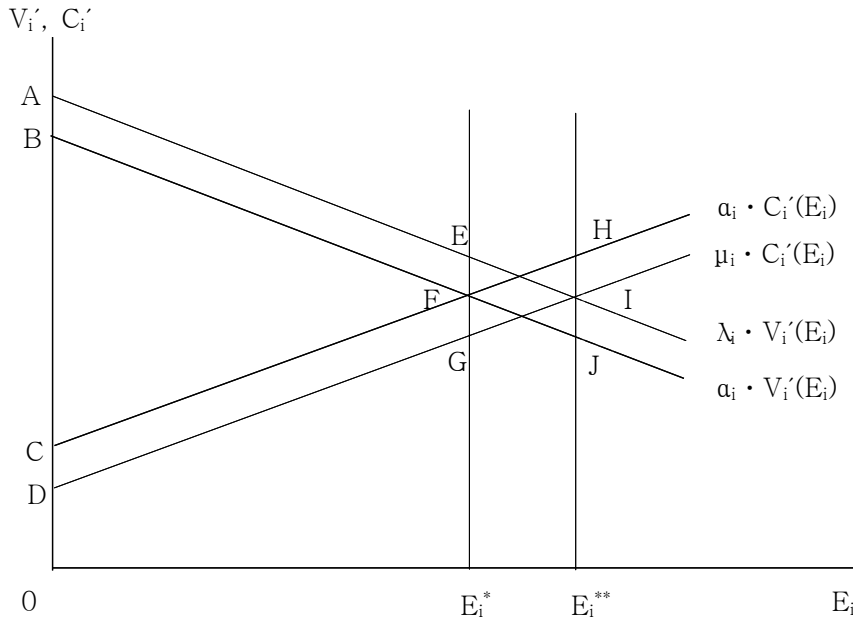
한편, 정부가 계열사 i의 출자규모를 E_i^* 수준으로 제한하더라도 시장규율이 불충분할 경우에는 출자의 한계가치 · 비용 중 지배대주주에게 귀속되어야 할 사회적 최적분배율(α_i)과 지배대주주에게 실제로 귀속되는 사적 분배율(λ_i 와 μ_i)간의 괴리로 인해 지배대주주는 과다편익(사각형 AEFB)을 취하고 과소비용(사각형 CFGD)을 부담함으로써 결과적으로 ‘사각형 AEFB’와 ‘사각형 CFGD’을 합한 만큼 지배대주주와 소수주주간

치’로 정의하였음(각주 7 참조). 또한 동 저자는 μ_i 를 ‘(계열사간 출자의 비용 중 지배대주주가 실제로 부담하는 비용)/ $V_i(E_i)$ ’로 정의하고 있는데 이는 ‘.../ $C_i(E_i)$ ’의 오타인 것으로 판단되며 간단히 ‘계열사간 출자의 비용 중 지배대주주가 실제로 부담하는 비용의 비율’로 정의할 수 있을 것임.

의 부당한 순편익의 이전이 발생한다.

KCS I

〈그림 1〉 계열사간 출자수준의 결정



3. 출자규제의 이론적 근거 비판

기업의 출자행위는 어느 한 기간에만 발생하는 것이 아니라 기업이 생존하는 동안 여러 기간에 걸쳐 지속적으로 발생한다. 또한 현행 출자총액제한제도는 대규모 기업집단에 속하는 계열사가 특정 조사시점까지 과거 여러 기간에 걸쳐 출자한 금액을 누적하여 집계한 ‘출자총액’을 제한하는 제도이다. 그러나 임영재(2003)가 제시한 모형은 정태적인 1기 모형으로서 다기간에 걸친 기업의 출자행위와 이를 규제하는 출자총액제한제도를 잘못 묘사하고 있다.

어느 한 기간 동안 기업은 여러 건의 출자기회를 가질 것이다. 그 기업은 그 중 수익성이 높은 사업부문부터 출자하기 시작하여 출자의 한계가치와 한계비용이 같아질 때까지 출자를 계속할 것이다. 다음 기에 그 기업은 또 다른 여러 건의 출자기회를 가질 것이다. 전기와 마찬가지로 그 기업은 수익성이 높은 순서대로 출자할 것이나 수익성의 높낮이는 전반적으로 전기보다 높을 수도 있고 낮을 수도 있으며 비슷한 수준일 수도

있다.

분석의 편의를 위해 출자의 수익성은 매기 동일하며, 출자는 출자규제가 없을 경우 계열사 i 의 생존기간인 n_i 기 동안 지속된다고 가정해 보자. 그러면, 계열사 i 는 <그림 1>의 E_i^{**} 만큼을 n_i 기 동안 반복 출자할 것이다. 그러나 정부가 출자총액을 제한하면 출자 행위는 n_i 기가 도래하기 전에 중단될 것이다. 예컨대, 그 시기(출자한도 소진시기)를 $m_i(<n_i)$ 기라고 하자(따라서 계열사 i 의 출자한도는 $m_i \cdot E_i^{**}$).¹²⁾ 계열사 i 는 (m_i+1) 기 이후 과거의 후순위 출자기회보다 수익성이 좋은 출자기회를 발견할 것이다. 이 경우 계열사 i 는 과거의 후순위 출자를 회수하여 수익성 좋은 새로운 사업부문에 출자할 것이며, 이러한 출자변경은 계열사 i 가 생존하는 n_i 기까지 지속될 것이다. 여기서 다음과 같은 가정을 해보자.

가정 1. 출자규제가 존재하는 경우 계열사 i 는 E_i^{**} 만큼의 출자를 $m_i(<n_i)$ 기까지 지속한 후, 수익성 높은 신규 출자기회가 생길 때마다 출자한도 내에서 출자변경을 통해 n_i 기까지 출자를 지속한다. 이때 출자변경에 따른 시간지체나 추가비용은 발생하지 않는다.

이러한 가정하에서 계열사 i 의 출자(E_i)는 최종적으로(n_i 기 만료 후) 다음을 만족할 것이다.

$$m_i \cdot E_i^{**} = n_i \cdot E_i \quad (6)$$

이제 다음과 같은 가정을 추가해 보자.

가정 2. 정부는 계열사 i 의 생존기간 n_i 와 사회적 최적 출자수준 E_i^* 에 관한 정보를 별도의 비용 없이 취득할 수 있다.

가정 1과 2가 성립하는 경우, 정부가 계열사 i 의 출자한도를 $n_i \cdot E_i^*$ 로 설정하면 계열사 i 의 출자총액은 ‘최종적으로’ 사회적 최적수준이 되고, 출자로 인한 기업가치 증가도

12) 기업의 출자한도는 순자산의 변동과 함께 증가 또는 감소할 수 있으며 이에 따라 출자한도 소진시기도 변할 수 있음. 그러나 여기서 중요한 점은 m_i 라는 특정시기가 아니며 출자한도 소진시기가 n_i 보다 작다는 점임(즉 $m_i < n_i$).

‘최종적으로’ 극대화된다.¹³⁾ 이 경우 출자총액제한으로 인해 발생하는 사회적 편익은, m_1 기 이후의 출자변경에 따라 과거의 과도출자가 점차 해소되는 데 따른 편익과 m_1 기 이후에 과도출자가 억제되는 데 따른 편익의 합과 같다.

이제 지금까지의 논의과정에서 전제되었던 명시적, 암묵적 가정들을 생각해 보자. 먼저 ‘가정 1’에서 출자변경에 따른 시간지체나 추가비용이 발생하지 않는 것으로 가정하였다. 그러나 현실에서는 출자변경에 따른 비용이 발생하고 출자변경이 지체될 수 있으며 출자변경 자체가 곤란한 경우도 있을 것이다. 이러한 경향은 특히 피출자회사가 비상장사일수록 그리고 자본시장이 불완전할수록 심할 것이다. 이에 따라 앞에서 살펴본 바와 같은 완벽한 출자변경은 이루어지지 않을 것이며 그만큼 출자규제에 따른 사회적 편익도 감소할 것이다. 만일 새롭게 발견된 고수익 출자기회가 대형사업이고 국제적으로 전략적 가치가 높아 시급성이 요구되는 경우 출자변경에 따른 시간지체는 국가적으로 막대한 기회비용을 초래할 것이다.

둘째, ‘가정 2’에서는 정부가 별도의 정보비용 없이도 모든 기업에 대하여 사회적으로 최적수준의 출자규모를 산정할 수 있다고 가정하였다. 분명히 이는 비현실적인 가정이다. 정부가 각 기업의 생존기간(m_i)과 매기의 최적 출자수준(E_i^*)에 대해 정확한 정보를 갖는다는 것은 처음부터 불가능한 일이고 이에 대한 근사치를 얻는 데에도 상당한 비용이 수반될 것이다. 당연히 이들 정보비용도 규제비용에 포함되어 출자규제의 사회적 편익에서 공제되어야 할 것이다. 또한 각 기업의 출자한도가 최적수준($m_i \cdot E_i^*$)보다 과다하게 책정되었을 경우 출자규제의 사회적 편익은 더욱 감소할 것이고, 반대로 각 기업의 출자한도가 과소하게 책정되었을 경우에는 출자를 통한 사회적 편익의 창출이 과다하게 억제되어 사회적 손실이 초래될 것이다.

셋째, 임영재(2003)의 모형에서는 계열사 i 에 대한 지배대주주의 직·간접적 출자지분율인 α_i 가 계열사 i 의 출자가치(V_i) 또는 출자의 한계가치(V_i')에 대한 지배대주주의 사회적 최적분배율임을 암묵적으로 가정하고 있다(식(4) 참조). 그러나 우리나라 기업집단의 지배대주주는 많은 경우에 α_i 만큼의 물적 자본뿐만 아니라 기업가 정신으로 표현

13) 그러나 m_1 기 만료 이전에는 출자로 인한 기업가치 증가가 극대화 수준과 괴리를 보이게 되며, 그 괴리는 m_1 기까지의 잔여 출자변경기회가 많이 남아 있을수록 커짐.

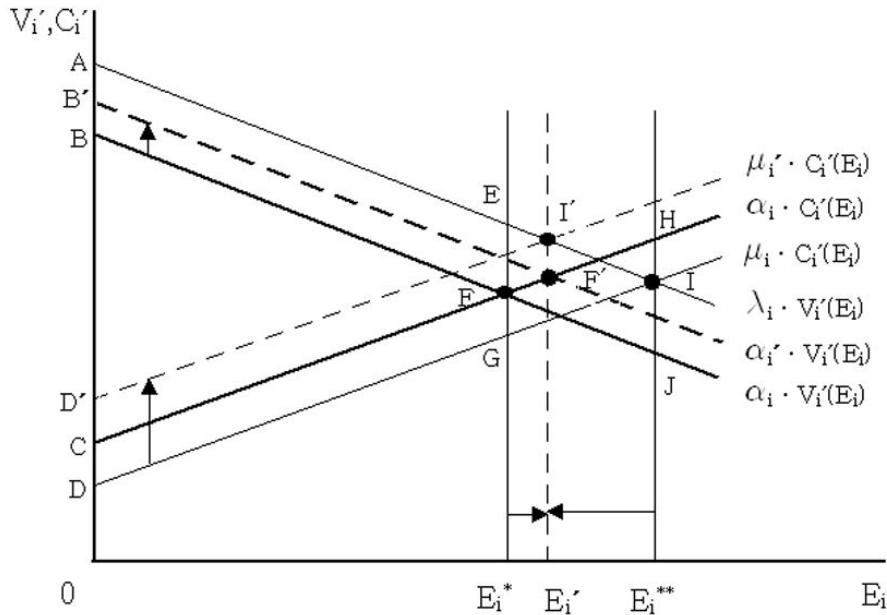
되는 인적 자본을 투입하고 있다. 따라서 사회적으로 바람직한 지배대주주의 분배율은 단순 지분소유자의 경우와는 달리 α_i 보다 높다고 보는 것이 타당할 것이다. 만일 지배대주주의 사회적 최적분배율이 α_i' ($> \alpha_i$)이라고 하면, 사회적 최적수준의 출자규모는 <그림 2>에서 보는 바와 같이 E_i^* 에서 E_i' 으로 증가할 것이다(교점 F가 F'으로 이동).

넷째, 임영재의 모형에서는 지배대주주가 실제로 부담하는 출자비용 분담률이 자신의 직·간접적인 출자지분율인 α_i 보다 낮다고 가정하고 있다(식(4) 참조). 그러나 우리나라 대기업집단의 지배대주주는 계열사 i가 금융시장으로부터 자금을 대출받을 때에는 금융기관의 요구에 따라 개인재산을 담보로 제공하는 경우가 많아 출자결과가 성공적이지 못한 경우 동 담보를 잃게 되는데다가, 계열사 i가 도산하는 경우에는 국민정서상 지배대주주의 무한책임을 강요하는 경우가 많다. 따라서 지배대주주가 실제로 부담하는 출자비용 분담률은 α_i 보다 높을 가능성이 크다. 만일 지배대주주의 출자비용 분담률이 μ_i' ($> \alpha_i$)이라고 하면, 지배대주주가 원하는 출자규모는 <그림 2>에서 보는 바와 같이 E_i^{**} 에서 E_i' 으로 감소할 것이며(교점 I가 I'으로 이동), 출자비용 분담에 있어서는 오히려 지배대주주와 소수주주간에 역왜곡(사각형 CD'I'F')이 발생할 것이다.

결국 과도출자 규모와 출자에 따른 순편익의 분배왜곡은 지배대주주의 직·간접적 출자지분율(α_i), 사회적 최적분배율(α_i'), 출자가치 분배율(λ_i) 및 출자비용 분담률(μ_i')의 상대적인 크기에 따라 좌우될 것이며, 경우에 따라서는 <그림 2>에서와 같이 계열사 i의 자유로운 출자가 과도출자를 초래하지 않을 가능성도 있다. 그러나 임영재(2003)는 어떠한 근거도 제시하지 않은 채 부등식 (4)를 가정하여 분석을 전개하고 있는 바, 분석의 기초가 그만큼 취약하다고 해야 할 것이다.

마지막으로, 임영재의 단순모형에서는 지배대주주가 '모든 출자에 대하여' 동일비율(λ_i)의 한계편익을 취하고 또한 동일비율(μ_i)의 한계비용을 부담하는 것으로 가정되어 있다. 이에 따라 동 모형에서는 사회적 순편익을 기준으로 한 출자의 우선순위와 사적 순편익을 기준으로 한 출자의 우선순위가 동일하다. 그러나 현실에서는 사회적 순편익은 높으나 사적 순편익이 낮은 출자가 있을 수 있고 그 반대의 경우도 있을 수 있으며 따라서 출자의 우선순위는 양 기준간에 차이가 생길 수 있다.

〈그림 2〉 계열사간 출자수준의 결정(2)



출자를 목적에 따라 투자목적의 출자와 지배목적의 출자로 구분할 때, 전자의 경우에는 사적 순편익이 높을 때 사회적 순편익도 높을 가능성이 크지만 후자의 경우에는 사적 순편익이 높더라도 사회적 순편익은 낮을 가능성이 크다. 또한 사회적 관점에서 볼 때, 지배목적의 출자는 비생산적일 가능성이 크고 분배상의 왜곡을 초래할 가능성도 크다. 그러나 임영재의 모형에서는 암묵적으로 모든 출자가 동질적인 것으로 가정하여 이러한 차이를 반영하지 못하고 있다.

한편, 출자총액제한제도는 기본적으로 사전적이고 획일적인 규제로서 두 가지 목적의 출자를 구분하지 못한다는 문제점이 있다.¹⁴⁾ 동 제도는 본래 경제력집중을 억제하기 위해 지배목적의 출자를 규제하는 데 그 근본취지가 있으나 모든 출자를 총량적으로 규제하여 투자목적의 출자도 함께 규제하는 폐단이 있다.¹⁵⁾ 동 제도의 적용제외 및 예외

14) 출자목적과 적용제외 및 예외조항에 관한 논의는 최충규(2003b) 참조.

15) 김선구 외(2003)는 지배주주가 취할 수 있는 사적 이익을 확률변수로 가정함으로써 사적 이익의 규모

조항은 바로 이러한 한계를 극복하기 위한 것으로서 지배목적의 비생산적인 출자는 출자제한을 통해 계속 규제하되 투자목적의 생산적인 출자는 규제대상에서 제외하거나 예외로 인정하자는 것이다.

그럼에도 불구하고 임영재는 출자의 동질성을 가정한 단순모형에 기초하여 적용제외 및 예외조항이 ‘사회적 순편익의 극대화’라고 하는 출자규제 목표의 달성을 위협할 수 있고 따라서 폐지되는 것이 최선이라고 주장하는 오류를 범하고 있다.¹⁶⁾

III. 소유-지배 괴리지표의 개념과 평가

이 절에서는 소유-지배 괴리지표의 개념을 살펴보고 동 지표를 새로운 규제지표나 출자총액규제의 졸업기준으로 사용할 경우 발생하는 문제점을 지적한다.

1. 소유-지배 괴리지표의 개념

계열사 i 의 자본금 가운데 계열사 j 가 보유한 지분율을 s_{ij} 라 하고, 지배대주주의 직접적 출자지분율을 d_i 라 하자. 그러면, 계열사 i 에 대한 지배대주주의 현금흐름권(Cash Flow Rights(x_i))과 의결권(Voting Rights(y_i))은 다음과 같이 나타낼 수 있다.

$$\begin{aligned}
 x_i &= d_i + \sum_j s_{ij} x_j \\
 y_i &= d_i + \sum_j s_{ij}
 \end{aligned}
 \tag{7}$$

따라서 기업경쟁력연구센터(2003) 및 김선구 외(2003)가 제시한 계열사 i 의 의결권 승수와 임영재 외(2003)가 제시한 소유-지배 괴리도는 각각 다음과 같이 나타낼 수 있

가 해당기업이 처한 제반여건에 따라 결정된다는 것을 반영하는 이론적 모형을 제시하였음. 이 연구에서 저자들은 출자규제가 사회적으로 비효율적인 출자뿐만 아니라 효율적인 출자도 동시에 규제하는 문제점이 있음을 보였음.
 16) 적용제외 및 예외조항의 최소화가 필요하다는 데에는 필자도 동의함. 그러나 그 근거는 상기 단순모형이 아니라 저자도 지적하고 있듯이 동 조항의 적용 여부를 심사하는 과정에서 발생하는 기업투자에 대한 정부의 과도한 개입과 이에 따른 규제비용에 두는 것이 보다 적절할 것임.

다.17)

$$\text{의결권 승수} = \frac{y_i}{x_i} \quad (8)$$

$$\text{소유-지배 괴리도} = y_i - x_i \quad (9)$$

이 식에서, x_i 와 y_i 는 각각 전 절의 α_i , β_i 와 같다.

기업경쟁력연구센터(2003) 및 김선구 외(2003)는 의결권 승수를 (i) 현행 출자총액제한제도를 대신하는 새로운 규제지표로 사용하거나 또는 (ii) 출자총액규제의 졸업기준으로 활용하여 동 지표값이 높은 기업은 계속 출자총액규제를 받도록 하되 동 지표값이 낮은 기업은 동 규제대상으로부터 졸업시킬 것을 제안하였다. 또한 공정위(2003)는 의결권 승수와 소유-지배 괴리도를 모두 출자총액규제의 졸업기준으로 활용하는 방안을 담은 출자총액규제 개선안을 마련하였으며(<부표 3> 참조), 이를 기초로 2005년 3월 공정거래법 시행령을 개정하였다.¹⁸⁾

2. 새로운 규제지표로서의 ‘소유-지배 괴리지표’ 평가

이 지표는 ‘경제력집중 억제’라고 하는 막연하고 포괄적인 목표의 달성을 추구하기보다는 현금흐름권과 의결권간의 괴리로 인해 발생하는 대리인문제 또는 소유지배구조의 왜곡을 해결하는 데 초점을 두고, 규제목표를 구체화한다는 점에서 그 의의가 크다. 특히, 동 지표를 현행 출자총액제한제도를 대신하는 새로운 규제지표로 사용하는 경우, 현행 제도가 규제하려는 과도출자는 물론 현 제도가 규제하지 못하는 지배대주주와 소수주주간의 분배왜곡도 상당부분 해소할 수 있다는 ‘이론적인’ 장점이 있다.

이해를 돕기 위해 이를 임영재(2003)의 이론적 틀 속에서 살펴보자. 만일 규제당국이 소유-지배 괴리지표의 규제치를 ‘적절히’ 설정하고 이에 따라 지배대주주의 의결권이 ‘적절히’ 제한되면, 출자의 한계편익과 한계비용 중 지배대주주에게 실제로 귀착되는 비

17) 의결권 승수와 소유-지배 괴리도의 장단점에 관해서는 임영재 외(2003, p.204) 참조.

18) 당초 공정위가 마련한 개선안에 따르면 소유-지배 괴리와 관련된 졸업기준이 의결권 승수 2.0 이하 및 소유-지배 괴리도 20%p 이하로 되어 있었으나, 개정된 공정거래법 시행령에는 의결권 승수 3.0 이하 및 소유-지배 괴리도 25%p 이하로 조정되었음.

율인 λ_i 와 μ_i 는 지배대주주의 현금흐름권의 크기(α_i)에 매우 근접할 수 있다. 이에 따라 출자는 사회적 최적수준에 가까워지고 또한 지배대주주와 소수주주간의 분배왜곡(사각형 AEFB와 사각형 CFGD)도 거의 사라지게 된다(<그림 1> 참조).¹⁹⁾

이와 같이 소유-지배 괴리에 대한 규제는, 분배왜곡을 전혀 해소하지 못하는 출자총액규제에 비해 이론적으로는 훨씬 우월하지만 몇 가지 짚고 넘어가야 할 문제점이 있다. 첫째는 개념적인 문제로서 ‘출자의 한계편익 및 한계비용 중 지배대주주에게 귀속되어야 할 사회적 최적비용이 과연 α_i 인가’ 하는 점이다. 이 점에 관해서는 이미 전 절에서 언급한 바와 같다.

둘째는 기술적인 문제로서 ‘소유-지배 괴리지표의 사회적 최적치(Social Optimum)를 어떻게 산정하느냐’ 하는 문제이다. 이는 출자의 사회적 순편익이 극대화되도록 하되 동 순편익의 분배왜곡을 최소화하는 지표의 값을 산정하는 문제로 귀결된다.

이러한 지표의 값을 이론적으로 도출하는 것은 사실 그다지 어렵지 않다. 논의의 편의를 위해 출자의 한계편익 및 한계비용 중 지배대주주의 사회적 최적분배율을 α_i 라고 하자. 그리고 지배대주주에게 실제로 귀속되는 출자의 한계편익 및 한계비용의 비율(λ_i 와 μ_i)이 소유-지배 괴리지표(δ_i)의 함수라 하자. 즉

$$\begin{aligned} \lambda_i &= \lambda_i(\delta_i), \lambda_i' > 0 \\ \mu_i &= \mu_i(\delta_i), \mu_i' < 0 \end{aligned} \tag{10}$$

이 성립한다고 하자. 그러면, 소유-지배 괴리지표의 사회적 최적치(δ_i^*)는 다음과 같이 나타낼 수 있다.

$$\begin{aligned} \delta_i^* &= \operatorname{argmin}_{\delta_i} \int_0^{E_i^*} [\lambda_i(\delta_i) - \alpha_i] \cdot V_i'(E_i) dE_i \\ &\quad + \int_0^{E_i^*} [\alpha_i - \mu_i(\delta_i)] \cdot C_i'(E_i) dE_i \end{aligned} \tag{11}$$

19) 출자의 한계편익 중 지배대주주에게 실제로 귀속되는 비율(λ_i)과 출자의 한계비용 중 지배대주주가 실제로 부담하는 비율(μ_i)은 원칙적으로 서로 다르기 때문에 λ_i 와 μ_i 가 동시에 α_i 와 같아질 수는 없음. 따라서 규제당국이 과도출자를 완전히 해소할 수 있도록 소유-지배 괴리지표의 값을 설정하고 의결권을 제한하더라도 지배대주주와 소수주주간의 분배왜곡을 완전히 해소하지는 못함.

$$s.t. \quad \lambda_i(\delta_i) \cdot V_i'(E_i^*) = \mu_i(\delta_i) \cdot C_i'(E_i^*)$$

여기서, E_i^* 는 사회적 최적수준의 출자규모를 말하며 중괄호 내의 첫째 항은 <그림 1>의 사각형 AEFB, 둘째 항은 사각형 CFGD를 의미한다.

그런데 문제는 이와 같은 이론적 도출에도 불구하고 모든 규제대상 기업에 대하여 위식을 만족하는 δ_i^* 를 구하는 것이 결코 용이하지 않다는 것이다. 더구나 상기의 최적치(δ_i^*)는 출자의 동질성을 암묵적으로 가정하여 도출된 것인데, 만일 출자의 이질성을 감안한다면, 즉 λ_i 와 μ_i 가 각각의 출자에 따라 달라진다고 하면 δ_i^* 를 구하는 것은 더 어려워진다. 또한 상기 최적치(δ_i^*)는 계열사 i 가 속해 있는 상품시장Product Market, 경영자시장Managerial Labor Market, 기업지배권 시장the Market for Corporate Control 등을 감안하지 않은 채 도출되었는데, 만일 Fama(1980), Hart(1983), Jensen and Ruback(1983), 박경서(1999) 등의 지적대로 지배대주주의 지분과 지배권이 시장규율 정도에 따라 상당한 영향을 받는다는 점을 감안하면 δ_i^* 를 구하는 것은 더욱 더 어려워진다. 만일 규제당국이 δ_i^* 를 구하는 데 필요한 과도한 정보비용과 현실적인 어려움을 감안하여 모든 기업에 대하여 자의적이고 획일적인 규제기준을 설정하게 되면 기준의 합리성과 객관성에 관한 시비와 논란을 불러일으킬 가능성이 크다.

중요한 것은, 설사 δ_i^* 를 구하는 것이 기술적으로 가능하다 하더라도 동 최적치를 기준으로 계열사의 의결권을 제한하는 것은 현실적으로 문제점이 많다. <부표 1>에서 보는 바와 같이 우리나라 11개 민간 기업집단의 의결권 승수 가중평균은 5를 상회한다. 따라서 동 지표의 최적치를 기준으로 소속 계열사의 의결권을 제한한다면 계열사들은 아마도 전체 의결권의 절반 이상을 행사하지 못하게 될 것이다. 이에 따라 기업들은 심각한 경영권 위협에 직면하게 되어 기업 본연의 생산 및 투자활동보다는 경영권 방어에 급급하게 되고 심각한 경제위축과 혼란이 야기될 것이다. 결론적으로, 사회적 최적치를 기준으로 한 규제강행은 규제의 편익을 훨씬 초과하는 사회적 비용을 초래할 가능성이 높다.

이 점을 감안하여 규제당국은 기업(집단)들이 감당할 만한 수준, 즉 과거에 출자한도

를 설정하듯이 규제대상 기업(집단)들의 지표수준을 참고하여 이보다 약간 낮은 값을 규제기준으로 설정할 가능성이 높다. 이 경우 계열사들이 받게 될 의결권 제한수준은 현행 출자총액규제하에서 제한 받는 수준과 비슷하게 될 것이다. 만일 그렇다면 굳이 규제지표를 변경해야 할 이유가 무엇인지 반문하게 될 것이다.

물론, 현금흐름권과 의결권의 괴리가 클수록 경영성과가 나쁘다는 결과를 제시하여 소유-지배 괴리지표의 값을 낮추는 것이 기업가치 향상에 도움이 된다는 것을 시사하는 이론적, 실증적 연구들이 있다.²⁰⁾ 대표적인 것이 Bebchuck, Kraakman, and Triantis(1999, 이하 BKT)의 연구인데, 동 연구에 따르면 소수지분을 가진 지배주주가 높은 통제권을 가지는 소수통제구조Controlling Minority Structure에서는 대리인문제와 경영참호효과가 동시에 발생하여 경영성과가 악화될 수 있다는 것이다.²¹⁾ 또한 Morck, Strangeland, and Yeung(1998, 이하 MSY)도 지배주주에 대한 감시가 미흡할 경우 피라미드 지배승수와 그룹의 경영성과는 반비례한다고 하여 BKT(1999)와 유사한 결과를 제시하고 있다.²²⁾²³⁾

이와 같은 이론연구들은 일부 실증연구에 의해서도 뒷받침되고 있는데, Joh(2002)와 Baek, Kang, and Park(2003, 이하 BKP) 등이 그것이다. Joh(2002)는 통제권과 소유권의

20) 관련문헌 조사에 도움을 준 본원의 이인권 박사께 감사드립니다.

21) 경영참호효과(the Managerial Entrenchment Effect)는 경영자나 지배대주주가 높은 지분을 가질수록 사적 이익을 증가시킬 유인이 크기 때문에 결과적으로 기업가치에 악영향을 끼치는 효과를 말함. 이에 관해서는 Fama(1980), Fama and Jensen(1983), Jensen and Ruback(1983) 등을 참조. 경영참호가설과 대립되는 것으로는 이해일치가설(the Convergence-of-interests Hypothesis)이 있는데, 이는 오히려 경영자의 소유지분이 높을수록 기업가치 극대화를 위해 노력함으로써 경영자지분과 기업가치간에는 양(+의) 관계가 성립한다는 것으로서 Jensen and Meckling(1976)의 연구가 대표적임.

22) MSY의 피라미드 지배승수(Pyramid Multiplier)는 그룹전체의 자산가치를 지배주주와 그 가족의 지분투자액으로 나눈 값으로 정의됨. 이와 비슷한 개념으로는 김진방(2001)의 ‘자본승수’가 있는데 이는 계열회사 출자액을 지배주주 출자액으로 나눈 값임. 두 지표 모두 소유권과 통제권의 괴리를 나타낸다는 점에서 기업경쟁력연구센터(2003) 및 김선구 외(2003)의 의결권 승수와 임영재 외(2003)의 소유-지배 괴리도와 유사하다고 할 수 있음.

23) 피라미드 구조를 가진 기업집단의 경영성과에 악영향을 미치는 원인의 하나로서 터널링(Tunneling)이 많이 언급되는데, 이는 지배대주주가 사적 이익을 추구하기 위해 기업의 자산을 외부로 유출시키는 행위를 말함. 이에 관한 연구로는 Johnson, La Porta, Lopez-de-Silanes, and Shleifer(2000), La Porta, Lopez-de-Silanes, Shleifer, and Vishny(2002), Bertrand, Mehta, and Mullainathan(2002) 등이 있음. 그러나 최근 Friedman, Johnson, and Mitton(2003)은 피라미드 구조의 기업집단을 경영하는 기업가들이 터널링과는 반대로 개인재산을 기업에 지원하는 프로핑(Propping)도 행한다는 실증분석 결과를 제시하였음.

괴리가 큰 기업일수록 수익성이 나쁘다는 결과를 제시하면서 지배대주주의 지분율을 높여 지배대주주와 소수주주의 이익을 일치시킬 필요가 있다고 주장하였다. 또한 BKP(2003)도 소유권과 통제권의 괴리가 큰 기업일수록 외환위기 시에 기업가치 하락폭이 더 컸다는 결과를 제시하였다.

그러나 이에 못지않게 이들 연구에 이의를 제기하는 이론적, 실증적 연구들이 있는 것도 사실이다. 예를 들어 Demsetz(1983)에 따르면 기업의 소유구조는 기업이 균형조직 Equilibrium Organization을 이루는 과정에서 내생적으로 결정되며, 따라서 소유구조와 기업 성과간에는 아무런 관계가 없다는 것이다. 이와 같은 Demsetz(1983)의 소유구조 내생설은 소유집중률과 이윤간에는 유의적인 상관관계가 없음을 보인 Demsetz and Lehn(1985)의 실증연구에 의해 뒷받침되기도 하였다.

또한, 피라미드 지배승수와 그룹의 경영성과는 반비례한다고 주장한 MSY(1998)의 연구와 관련하여, Hwang and Seo(2000)는 피라미드 지배승수와 경영성과간에는 역U자형 관계가 성립함을 보였으며, 황인학(2002)도 기업집단의 피라미드 지배방식이 1989~92년 기간에는 그룹차원의 경영성과에 긍정적인 영향을 주었으나 1993~96년 기간에는 부정적인 영향을 미쳤음을 보였다. 이들 연구결과들은 경영자의 지분율과 기업 가치가 비선형관계임을 밝힌 Hermalin and Weisbach(1987), Morck, Schleifer, and Vishny(1988), 그리고 McConnell and Servaes(1990)의 실증결과와 일맥상통하는 것으로서, 외환위기를 앞둔 특수한 시기를 분석대상으로 한 Joh(2002)와 BKP(2003)의 연구도 분석대상 시기를 달리할 경우 상이한 결과를 가져올 수도 있음을 시사하는 것이다. 이와 관련하여 최근 강원(2004)은 소유-지배 괴리도와 기업성과간에 역U자형 관계가 있다는 결과를 제시하였다. 또한 이인권·김현중(2004)은 대부분의 샘플에서 소유-지배 괴리도와 경제적 성과의 관계가 통계적으로 유의미하지 않다는 결과를 제시하고 있으며, 출자규제 대상기업을 샘플로 한 분석에서 외환위기 이전에는 의결권 승수와 경제적 성과간의 관계가 음의 관계였으나 외환위기 이후에는 양의 관계로 반전되었음을 보여주고 있다.

3. 졸업기준으로서의 ‘소유-지배 괴리지표’ 평가

이제 소유-지배 괴리지표를 졸업기준으로 사용할 경우를 살펴보자. 전술한 바와 같이 공정위는 기업경쟁력연구센터(2003) 및 김선구 외(2003)가 제안한 의결권 승수와 임영재 외(2003)가 제시한 소유-지배 괴리도를 출자총액규제의 졸업기준으로 활용하여 동 지표값이 높은 기업집단의 소속계열사들은 출자총액규제를 계속 받도록 하되 동 지표값이 낮은 기업집단의 계열사들은 출자규제 대상으로부터 졸업시키는 것을 내용으로 하는 출자총액규제 개선안 및 공정거래법 시행령을 마련하였다.

이 개선안 및 개정 시행령의 의미를 임영재(2003)의 이론적 틀 속에서 살펴보면, 소유권과 지배권간의 괴리가 충분히 낮은 경우에는 시장규율이 충분한 경우와 같이 과도출자가 거의 이루어지지 않으므로 출자총액규제로부터 졸업시키고, 반면 소유-지배 괴리가 높은 경우에는 시장규율이 불충분한 경우와 같이 과도출자가 발생하므로 출자총액을 계속 제한하는 것이다(<그림 1> 참조). 이 방안은 소유-지배 괴리지표를 현행 출자총액규제를 대체하는 새로운 규제지표로 사용하는 경우에 비해 제도변화의 폭과 영향이 훨씬 적어 규제기관의 입장에서 볼 때 정책적으로 수용하기가 훨씬 용이하고 피규제자의 입장에서도 기존의 출자규제를 완화해 주는 효과가 있기 때문에 규제저항이 적다는 장점이 있다. 그러나 소유-지배 괴리지표를 졸업기준으로 활용하는 경우 동 지표가 갖고 있는 이론적 우월성, 즉 과도출자뿐만 아니라 지배대주주와 소수주주간의 분배 왜곡을 해소할 수 있다는 장점을 발휘하지 못한다는 단점이 있다. 다시 말해서, 소유-지배 괴리의 정도가 높은 기업들은 과거와 같이 계속 출자규제를 받게 될 뿐이며, 현금흐름권과 의결권의 괴리로 인한 사회적 순편익 배분의 왜곡은 시정되지 않는다.

물론 소유-지배 괴리지표가 졸업기준으로 설정되면 기업들이 출자규제를 피하기 위해 소유권과 지배권간의 괴리를 줄이려는 유인이 발생할 것이나 그 유인은 제한적일 것으로 판단된다. 왜냐하면 졸업기준이 처음부터 너무 엄격하게 설정되면 기업들은 현실과의 현격한 괴리 때문에 의결권 승수 또는 소유-지배 괴리도를 줄이려는 노력을 포기할 가능성이 크며, 반대로 동 기준을 느슨하게 설정하면 기업들은 동 기준이 단계적으로 강화될 것으로 예상하여 역시 별 노력을 기울이지 않을 가능성이 있기 때문이다.²⁴⁾

24) 출자총액제한제도가 처음 도입된 1987년에 규제대상 기업집단의 평균 출자비율이 43.6%였으며 이를 감안하여 출자한도가 순자산의 40%로 정해졌음. 그러나 이후 규제대상 기업집단의 출자비율이 계속 감소하여 1994년에 26.8%를 기록하자 1994년 12월 제4차 공정거래법 개정을 통해 출자한도가 25%로

다음으로, 출자규제 졸업기준이 현행 부채비율에서 소유-지배 괴리지표 등으로 다양화될 때 생기는 변화를 살펴보자. 2004년말 현재 부채비율 100% 미만의 재무구조 우량 그룹에 대한 졸업규정에 따라 한국전력공사, 한국도로공사, 한국수자원공사, 롯데, 포스코 등이 출자규제를 받지 않고 있다. 또한 이 규정이 존속한다면 다른 기업집단들도 출자규제로부터 졸업하게 될 것이다. 그러나 졸업기준이 현행 부채비율에서 소유-지배 괴리지표 등으로 변경되는 경우에는 이들 기업집단의 졸업 또는 졸업전망이 백지화될 것이다. 이에 따라 이들 기업집단으로서는 경영전략의 수정이 불가피해지고, 결과적으로 졸업기준의 변경이 불확실성 증대요인으로 작용하게 된다.

반면, 총수가 없는 KT, 포스코, 한전 등의 민간 기업집단과 한국도로공사, 한국수자원공사 등의 공기업집단은 소유-지배 괴리지표가 상대적으로 낮아 졸업기준이 변경될 경우 출자규제를 받지 않을 가능성이 크다(<부표 2> 참조). 그런데 문제는 이들 기업집단의 계열사들은 총수에 해당하는 주인이 없어 전통적 의미에서의 '대리인 문제'가 더 심각하다는 것이다. 이러한 관점에서 본다면 졸업기준의 변경은 오히려 '역선택'을 초래하는 면이 있으며, 이는 동 지표를 기준으로 한 규제가 또 다른 형태의 부작용을 낳을 수도 있다는 것을 암시하는 것이다.²⁵⁾

IV. 요약 및 결론

지금까지 임영재(2003)가 제시한 출자총액제한의 이론적 근거와 기업경쟁력연구센터(2003), 김선구 외(2003) 및 임영재 외(2003) 등이 제시한 소유-지배 괴리지표에 대해 살펴보았다.

전술한 바와 같이 임영재(2003)의 분석은 그동안 이론적, 실증적 근거 없이 되풀이되던 일방적인 주의, 주장에서 벗어나 이론적인 분석 틀을 제시했다는 점에서 그 의의가 크다. 그러나 임영재의 모형과 분석은 지나치게 단순하여 다기간에 걸친 기업의 출자행위가 정태적인 1기 모형으로 묘사되고, 주요 가정에 대한 설득력 있는 설명이 부족하며,

낮아진 바 있음.

25) 졸업기준 변경에 따른 역선택의 문제를 지적해 준 본원의 황인하 박사께 감사드립니다.

또한 다양한 목적의 출자가 모두 동질적인 것으로 간주되어 분석되었다. 이에 따라 동 저자가 제시한 출자총액제한의 이론적 근거는 실제보다 과장되었거나 현실적으로 뒷받침되기 어려우며, 또한 적용제외 및 예외조항의 폐지가 최선이라는 주장도 설득력을 얻기 어렵다.

한편, 기업경쟁력연구센터(2003)가 새로운 규제지표로서 제안한 의결권 승수는 현금 흐름권과 의결권의 괴리로 인한 대리인 문제의 해결에 초점을 두어 규제목표를 구체화한다는 데 그 의의가 크고, 현행 출자제한제도가 규제하지 못하는 지배주주와 소수주주 간의 분배왜곡도 해소할 수 있다는 이론적인 장점이 있다. 그러나 동 지표의 사회적 최적치를 구하는 것은 기술적으로 용이하지 않고, 동 최적치를 기준으로 기업의 의결권을 제한하는 것도 현실적이지 못하다는 문제점이 있다. 그렇다고 해서 기업들이 감당할 만한 수준으로 규제지표를 설정하면 현행 출자규제와 별로 달라질 것이 없어 보이며, 현금흐름권과 의결권의 괴리를 줄이면 기업가치가 상승한다는 점에 대해서도 이를 뒷받침하는 연구가 있는가 하면 그렇지 않은 연구들도 있어 분명하지는 않다.

의결권 승수 및 소유-지배 괴리도를 출자총액규제의 졸업기준으로 사용할 경우에는 새로운 규제지표로 사용하는 경우에 비해 제도변화의 폭과 영향이 적을 것이나 지배주주와 소수주주 간의 분배왜곡을 해소할 수 있다는 이론적 장점을 살릴 수 없고, 대리인 비용을 감축시키는 유인으로 작용하는 효과도 제한적일 것으로 예상된다. 또한 졸업기준을 현재의 부채비율에서 소유-지배 괴리지표 등으로 변경하는 경우 관련기업들에는 불확실성 증대요인으로 작용하게 되고 역선택이 초래되는 문제점도 있다.

앞으로 출자총액규제에 관한 논란은 당분간 계속될 것으로 보인다. 또한 대기업집단에 대한 규제수단으로 새롭게 등장하고 있는 소유-지배 괴리지표에 관해서도 많은 논의가 뒤따를 것으로 예상된다. 본 논문은 향후의 생산적인 논의를 위해 임영재(2003) 및 김선구 외(2003) 등이 제시한 부분분석(Partial Analysis)의 틀 안에서 이들 사안에 대해 미시적으로 검토하였다. 앞으로도 이러한 유형의 검토와 분석은 계속 필요할 것이나, 보다 시야를 넓혀 구조적(Structural), 일반균형적(General Equilibrium) 시각에 입각한 분석과 검토가 더욱 가치 있는 연구가 될 것이다. 예를 들면, ‘다른 모든 조건이 일정할 때 소유-지배 괴리의 정도가 낮아지면 기업가치가 상승한다’는 식의 단선적, 부분적 접근보다는 소유-지배 괴리를 초래하는 구조적 요인들은 무엇이고 이들 요인들의 관계는 어떠한가, 동

괴리지표의 하락이 (단기적인) 기업가치는 물론 그 외의 기업목표, 즉 기업의 안정성, 성장성, 장기적인 성과 등에는 어떠한 영향을 주고, 고용, 투자 등에는 또한 어떠한 영향을 주는지, 규제를 통한 강제적인 지표하락이 종합적으로 우리나라 경제에 어떠한 영향을 주는지, 나아가 영미식 기업지배구조 모델을 지향한 현재의 기업 및 시장개혁이 우리나라의 경제발전 단계에 적절한 것인지, 노조의 경영참여나 주채무계열제도, 은행의 기업감시 강화 등 일독형 모델을 지향한 조치들이 영미식 모델과 융합 가능한 것인지 등에 대한 근원적이고 종합적인 연구가 더욱 필요하다고 하겠다.

K C I

참고문헌

- 강 원, 「소유·지배 괴리도와 기업성과에 관한 연구」, Issue Paper, 삼성경제연구소, 2004. 5.
- 공정거래위원회, 「시장개혁 3개년 로드맵(안)」, 2003. 10.
- 기업경쟁력연구센터, 「출자총액제한제도의 현황과 정책적 대안」, 내부자료, 서울대 경제연구소, 2003. 4.
- 김선구·류근관·빈기범·이상승, 『출자총액제한제도의 바람직한 개선방향』, 서울대학교 경제연구소 기업경쟁력연구센터, 2003. 10.
- _____, 「출자총액제한제도의 바람직한 개선방향」, 『산업조직연구』, 제12집 제1호, 2004. 4.
- 김진방, 「재벌의 소유지배구조와 출자총액제한제도」, 참여연대 세미나 논문, 2001.
- 박경서, 「상품시장에서의 경쟁과 기업의 소유지배구조에 대한 계약론적 접근」, 『재정연구』, 제12권 제2호, 1999.
- 양영식, 「출자총액제한제도에 대한 쟁점과 정책 방향」, 『산업조직연구』, 제10집 제1호, 2002.
- 이인권·김현중, 「출자 및 투자 관계에 대한 실증연구」, 미발표 논문, 한국경제연구원, 2004.
- 임영재, 「경제력집중 규제 및 기업분할 청구제」, 『공정거래관련 법령의 개선방안』, 한국개발연구원, 2003.
- 임영재 외, 『시장개혁 추진을 위한 평가지표 개발 및 측정』, 한국개발연구원, 2003. 9.
- 최충규, 「출자총액제한의 이론적 근거와 대리인비용 지표에 대한 비판적 검토」, 내부자료, 한국경제연구원, 2003(a).
- _____, 「출자총액제한제도의 개정논란과 대안검토」, 『한국경제의 실상과 현안정책과제-2003』, 한국경제연구원, 2003(b).
- _____, 「출자총액규제와 소유지배괴리」, 『시장개혁 로드맵의 평가와 과제』, 정책보고서 2004-03, 한국경제연구원, 2004. 9.
- 황인학, 「재벌구조의 특징과 쟁점, 경영성과에 대한 실증연구」, 『재벌구조의 특징과 쟁

- 점』, 한국경제연구원, 2002.
- _____, 『출자총액 재규제에 대한 비판적 검토』, 정책보고서 2001-02, 한국경제연구원, 2002.
- Back, J., J. Kang, and Kyung S. Park, “Corporate Governance and Firm Value: Evidence from the Korean Financial Crisis,” forthcoming in *Journal of Financial Economics*, 2003.
- Bebchuck, L., R. Kraakman, and G. Triantis, “Stock Pyramids, Cross-Ownership, and Dual Class Equity: The Creation and Agency Costs of Separating Control from Cash Flow Rights,” *NBER Working Paper* 6951, 1999.
- Bertrand, M., P. Mehta, and S. Mullainathan, “Ferretting Out Tunneling: An Application to Indian Business Groups,” *The Quarterly Journal of Economics* 117(1), February 2002, pp.121-148.
- Demsetz, H., “The Structure of Ownership and the Theory of the Firm,” *Journal of Law and Economics* 26, 1983.
- Demsetz, H. and K. Lehn, “The Structure of Corporate Ownership: Causes and Consequences,” *Journal of Political Economy* 93, 1985.
- Fama, F., “Agency Problems and the Theory of the Firm,” *Journal of Political Economy* 88, 1980.
- Fama, F. and M. Jensen, “Separation of Ownership and Control,” *Journal of Law and Economics* 26, 1983.
- Friedman, E., S. Johnson, and T. Mitton, “Propping and Tunneling,” NBER Working Paper Series, September 2003.
- Hart, O., “The Market Mechanism As an Incentive Scheme,” *Bell Journal of Economics* 14, 1983.
- Hermalin, B. and M. Weisbach, “The Effect of Board Composition on Corporate Performance, Working Paper, Massachusetts Institute of Technology, 1987.
- Hwang, Inhak and Jung-Hwan Seo, “Corporate Governance and Chaebol Reform in

- Korea,” *Seoul Journal of Economics* 13, 2000.
- Jensen, M. and W. Meckling, “The Theory of the Firm: Managerial Behavior, Agency Costs and Ownership Structure,” *Journal of financial Economics* 3, 1976.
- Jensen, M. and R. Ruback, “The Market for Corporate Control: The Scientific Evidence,” *Journal of Financial Economics* 11, 1983.
- Joh, Sung Wook, “Corporate Governance and Firm Profitability: Evidence from Korea before the Economic Crisis,” presented at the Joint Conference of AKES, KDI, and RCIE on Korea and the World Economy, Seoul, Korea, 2002.
- Johnson, S., R. La Porta, F. Lopez-de-Silanes, and A. Shleifer, “Tunneling,” *American Economic Review*, Paper and Proceedings 90, 2000.
- La Porta, R., F. Lopez-de-Silanes, A. Sheifer, and R. Vishny, “Investor Protection and Corporate Valuation,” *Journal of Finance* 57, 2002, pp.1147-1170.
- McConnell, J. and H. Servaes, “Additional Evidence on Equity Ownership and Corporate Value,” *Journal of Financial Economics* 27, 1990.
- Morck, R., A. Schleifer, and R. Vishny, “Management Ownership and Market Valuation: An Empirical Analysis,” *Journal of Financial Economics* 20, 1988.
- Morck, R., D. Strangeland, and B. Yeung, “Inherited Wealth, Corporate Control and Economic Growth: The Canadian Disease?,” *NBER Working Paper* 6841, 1998.

〈부표 1〉 출자규제대상 민간기업집단의 의결권 승수

1. 금융·보험사 제외

(단위: %)

	총수직접지분	실질소유권	의결권	의결권 승수
삼성	4.87	7.65	25.45	5.13
LG	8.24	29.25	47.94	2.01
SK	2.22	5.84	35.55	14.62
현대자동차	4.00	6.29	34.64	6.66
한진	15.16	19.94	35.91	2.05
한화	3.14	13.68	69.36	5.68
현대중공업	11.52	18.06	24.56	1.52
현대	4.23	7.96	31.97	6.93
금호	5.82	24.49	50.58	2.43
두산	5.74	17.16	52.11	3.45
동부	12.49	31.46	51.03	1.77
평균	5.82	13.22	35.82	5.74

주: 상기 수치는 모두 가중평균임.

2. 금융·보험사 포함

(단위: %)

	총수직접지분	실질소유권	의결권	의결권 승수
삼성	6.15	10.05	29.98	5.12
LG	9.14	27.77	45.57	2.00
SK	2.09	6.01	37.21	14.28
현대자동차	3.90	6.26	35.85	6.89
한진	15.10	19.99	35.88	2.05
한화	1.77	8.35	49.12	7.78
현대중공업	11.09	17.97	27.16	1.68
현대	2.25	4.67	27.50	11.83
금호	5.04	23.90	53.90	2.63
두산	5.75	17.25	52.38	3.45
동부	14.86	33.01	52.23	1.72
평균	6.21	13.41	36.80	5.91

주: 상기 수치는 모두 가중평균임.

자료: 김선구 외(2003)

〈부표 2〉 출자규제대상 기업집단의 소유-지배 괴리도

1. 민간기업집단

	지배권	현금흐름권	괴리도
현대중공업	0.271	0.151	0.120
한진	0.358	0.172	0.185
삼성	0.297	0.068	0.228
현대	0.293	0.061	0.231
동부	0.520	0.282	0.238
금호	0.523	0.273	0.251
LG	0.442	0.182	0.260
현대자동차	0.319	0.048	0.271
SK	0.343	0.050	0.293
두산	0.530	0.160	0.370
한화	0.544	0.102	0.443
평균	0.404	0.141	0.263

2. 비민간기업집단

	지배권	현금흐름권	괴리도
한국가스공사	0.106	0.106	0.000
대한주택공사	0.002	0.002	0.000
한국전력공사	0.365	0.365	0.000
한국토지공사	0.027	0.027	0.000
KT	0.136	0.135	0.000
한국도로공사	0.001	0.000	0.001
평균	0.106	0.106	0.000

자료: 임영재 외(2003)

〈부표 3〉 공정거래위원회의 출자총액제한제도 개선안

기본방향	- 기본 틀 현행 유지 및 일부 보완
보완사항	예외 <ul style="list-style-type: none"> · 현물출자, 물적분할, 분사 등 구조조정 관련 출자의 예외인정 유지 · 차세대 성장산업 출자에 대한 예외인정 방안 검토 · 외국인 투자기업에 대한 출자 예외조항 악용방지
	적용제외 <ul style="list-style-type: none"> - 소수지배구조 개선과 투명경영 유도를 위한 다양한 졸업기준 마련 · 소유-지배 괴리도가 낮은 기업집단의 소속계열사를 출자총액규제에서 제외(예: 집단전체 의결권 승수 2.0 이하, 괴리도 20%p 이하) · 지주회사 그룹의 소속사 전체에 대해 적용제외 · 계열회사 수가 일정 수 이하(예: 5개)로서 3단계 이상 출자가 없는 기업집단 지정 제외 · 내부견제시스템을 잘 갖춘 기업에 대해 적용면제(예: 집중투표제와 서면투표제 도입 및 전원 사외이사로 구성된 내부거래위원회 설치기업) · 부채비율에 의한 졸업제는 한시적 운영(1년 후 폐지)
중장기 계획	- 3년 후 기업 내·외부 견제시스템이 효과적으로 작동될 경우 출자총액제한 제도를 폐지하고 기업별 자율규제방식으로 전환 검토

자료: 공정거래위원회(2003)

〈부표 4〉 현행 출자총액제한제도의 적용제외 및 예외

적용제외	<ul style="list-style-type: none"> - 적용제외 기업집단 <ul style="list-style-type: none"> · 금융업 또는 보험업만을 영위하는 기업집단 · 금융업 또는 보험업을 영위하는 회사가 지배하는 기업집단 · 회사정리절차, 기업구조조정촉진법상의 관리절차가 진행중인 회사의 자산총액 합계가 기업집단 전체 자산총액의 50% 이상인 기업집단 · 부채비율이 100% 미만인 기업집단 - 적용제외 회사 <ul style="list-style-type: none"> · 금융업 또는 보험업을 영위하는 회사 · 지주회사 · 회사정리절차, 화의절차, 기업구조조정촉진법상의 관리절차가 진행중인 회사 (절차종료 후 1년 이내) - 적용제외 출자 <ul style="list-style-type: none"> · SOC 민간투자회사에 대한 출자(20년 이내, 10년 연장 가능) · 민영화되는 공기업의 인수를 위한 출자 · 동종업종 또는 밀접한 관련사업을 영위하는 회사에 대한 출자 · 정부가 30% 이상 출자한 회사에 대한 출자
------	---

예 외	<ul style="list-style-type: none"> - 보유주식의 지분비율 내에서 신주를 취득·소유하는 경우(2년 이내) - 담보권실행 또는 대물변제수령에 의해 주식을 취득·소유하는 경우(6월 이내) - 외국인 투자기업에 대한 출자(5년 이내) - 기업구조조정, 중소기업과의 기술협력, 신산업의 국제경쟁력 강화를 위해 출자하는 경우(5년 이내, 3년 연장 가능) <ul style="list-style-type: none"> ○ 기업구조조정 관련 출자(2003년 3월말까지 유효) <ul style="list-style-type: none"> · 동종업종 회사에 대한 현물출자 또는 영업양도(5년 이내) · 합병을 위한 동종업종 회사 주식의 취득·소유(2년 이내) · 핵심사업 부문의 역량강화를 위한 출자(5년 이내) · 물적분할로 신설되는 회사에 대한 출자(5년 이내) · 임직원인 설립하는 분사회사에 대한 지분 30% 미만의 출자(5년 이내) · 부실기업의 재무구조 개선을 위한 출자(2년 이내) · 무상증여에 따라 주식을 취득·소유하는 경우(2년 이내) · 기업구조조정 지원을 위한 무상증여 주식에 대한 출자(2년 이내) ○ 중소기업 관련 출자 <ul style="list-style-type: none"> · 원료·부품생산 중소기업 및 벤처기업에 대한 지분 30% 미만의 출자(5년 이내) ○ 신산업 관련 출자 <ul style="list-style-type: none"> · 정보통신, 생명공학, 대체에너지, 환경 등 신산업의 국제경쟁력 강화를 위한 출자(5년 이내) - 지주회사로 전환하기 위하여 또는 지주회사가 되지 아니하기 위하여 출자한도액을 초과하여 주식을 취득·소유하는 경우(당해사업년도 말까지, 1년 연장 가능) - 회사정리절차, 화의절차, 기업구조조정촉진법상의 관리절차가 진행중인 회사의 주식을 소유하는 경우(절차종료 후 6월 이내)
-----	---

Restrictions on Equity Investment and Ownership-Control Disparity

Chung-Gyu Choi

This paper critically reviews the rationale of the “Restrictions on Equity Investment” (REI), provided in Lim (2003), and also the proposal by the Korea Fair Trade Commission (KFTC) to base regulation using the “Indices of Ownership-Control Disparity” (IOCD). We find that Lim (2003) analyzes firms’ equity investments only in a static one-period model, and much of the analysis tends to lack supportive explanation for critical assumptions made, while different equity investments are unrealistically treated homogeneously. On the other hand, we find critical possible problems in the event that the KFTC restricts firms’ voting rights based on the levels of IOCD calculated. Also, IOCD is problematic if it is used as a criterion for exempting firms from REI.

Key words: Restrictions on equity investment, Ownership-control disparity

JEL classification: G3, K2, L2