

규제연구 제19권 제1호 2010년 6월

# 순환출자구조에 대한 경제학적 분석

-소유지배 괴리지표 및 가공자본 비율에 대한 영향을 중심으로-

김 현 중\*

본 연구는 환상형 고리형태로 출자하는 기업집단의 순환출자구조에 대해 경제학적으로 분석했다. 먼저 본 연구는 순환출자의 형성이 소유지배 괴리지표에 미치는 영향을 이론적으로 검토하였다. 수직적 출자구조에서 환상형의 출자구조로 바뀌면 출자 고리상의 모든 계열사에 대한 지배주주의 실질소유권인 현금흐름권은 증가하는 반면, 지배주주의 지배권인 의결권은 고리형태로 연결되는 피출자기업에 한해서만 증가된다. 이러한 차이로 인해 순환출자구조가 형성되면 기업집단 전체의 소유지배 괴리도 및 의결권 승수는 증가할 수도 있지만 감소할 수도 있다. 본 연구는 이론분석을 통해 순환출자구조의 형성이 소유지배 괴리지표를 일방적으로 증가시키지는 않는다는 사실을 보였다. 또한 본 연구는 가공자본이 순환출자로 인하여 형성되는 개념이 아니라 계열사 간 출자관계가 나타나는 것이며, 가공자본 비율은 출자가 매우 단순한 구조를 갖는 기업집단이 순환출자구조를 형성하고 있는 기업집단에 비해 가공자본 비율이 높을 수 있음을 실증적으로 보였다.

핵심용어: 순환출자, 소유지배 괴리도, 가공자본, 의결권 승수

JEL 분류: G34, G38, G30

\* 한국경제연구원 연구위원, 서울시 영등포구 여의도동 27-3 하나대투증권빌딩 8층(kim@keri.org)

본 연구의 오류는 모두 저자의 몫임을 밝혀둔다. 본 논문 중 가공자본 비율 관련 실증적 비교연구 부분은 저자의 연구저서인 김현중(2006)의 일부분을 수정·보완하여 작성하였음을 밝히는 바이다.

접수일: 5/6, 게재확정일: 5/28

## I. 서론

계열사의 출자구조가 환상형 고리를 형성하고 있는 기업집단을 문제시하는 주장이 제기되면서 2007년 4월 13일 공정거래법 개정 이전까지 대기업집단의 순환출자를 금지시키는 규제를 도입하자는 논의가 활발하게 전개되었다. 외환위기 이전에 일부 기업집단에서 나타나던 순환출자구조가 외환위기 이후 여러 기업집단으로 확산되었던 사실이 순환출자금지 규제를 도입하고자 하는 배경이 되었다. 한편, 기업집단에 대한 경제적 규제를 개선해야 할 필요가 있다고 판단하였던 정부는 이를 위해 관련 정부부처 담당자와 학계·법조계의 전문가로 구성된 선진화태스크포스(TF)를 통해서 개선방안을 검토하기 시작하였다. 선진화TF에서도 순환출자에 대한 규제를 도입할 것인지에 대한 논의가 있었다. 그러나 결론적으로 순환출자에 대한 규제는 2007년 4월 공정거래법 개정에서 도입하지 않기로 결정되었다. 이후 의원입법안으로 순환출자를 규제하는 3개의 법률안이 2007년 10월 국회 정무위원회에는 제출되기도 하였다. 2008년 신정부와 18대 국회가 출범하면서 출자총액규제가 폐지되는 등 기업과 기업집단에 대한 규제완화가 보다 중요한 국정과제가 되면서 순환출자에 대한 규제논의는 주요 의제에서 멀어지게 되었다. 그러나 순환출자구조에 대한 부정적인 대중적 인식에는 변함이 없으며 그러한 인식은 경제학적 분석에 기초하기보다는 정치·사회적 인식에 기인하고 있다. 본 연구는 기업집단의 순환출자구조가 경제학적으로 어떤 특성을 갖고 있는지에 대해 분석하는 것을 목적으로 하고 있다.

기업집단 내 순환출자 구조는 주로 외환위기 이후 나타나게 되었다. 이에 대해 외환위기 이후 부채비율의 축소로 인해 발생한 의결권의 확보문제를 순환출자를 통해 해결하면서 나타난 결과라고 알려져 있다. 그러나 기업집단에 따라서는 외환위기 이후의 부

채비율 해소과정이 아니라 신규 기업 인수와 관련된 경우도 있다.<sup>1)</sup> 또한 기업집단의 계열분리과정에서 순환출자 구조가 형성되기도 했다.<sup>2)</sup> 즉, 외환위기를 순환출자구조 형성의 직접적 원인으로 보기보다는 기업집단이 구조조정과 신규사업에 진출하는 과정에서 형성·증가시킨 것으로 보는 관점이 적절하다고 하겠다. 이렇게 순환출자구조가 새로이 형성되거나 순환출자규모가 증가되는 경향에 대해 비판적 시각을 가지고 이를 금지시키는 규제가 논의된 바 있었다.

본 연구에서는 순환출자구조의 폐해로서 제시되었던 논거에 대해 경제학적 분석을 통해 검토하도록 하겠다. 먼저 II장에서는 순환출자구조에 대한 비판 및 규제논의에 대해 소개하고 외국의 사례에 대해 살펴보도록 하겠다. III장에서는 순환출자구조가 형성되면 기업집단의 소유지배 괴리지표에 어떤 영향을 주는지에 대해 경제이론을 통해 분석했다. IV장에서는 가공자본의 형성과 순환출자구조와의 관계를 경제이론적으로 검토하고 실증적으로 비교분석해 보았다. V장에서는 연구한 결과를 종합하여 결론을 제시했다.

## II. 순환출자에 대한 규제논의와 비판 및 외국 사례

### 1. 순환출자구조 금지규제의 논의배경과 전개

순환출자구조에 대한 금지 논의가 제기되었던 배경에는 두 가지 요인이 있었다. 첫째 원인은 환상형 고리형태의 출자구조가 기존 피라미드 형태의 출자구조와 이질적인 형태로 인식되면서 이러한 낮은 구조에 대한 경계가 높아졌기 때문이었다. 환상형 출자구조의 특성에 대한 경제학적 연구가 뒷받침되지 않았던 상황에서 순환출자가 유발할 수 있는 문제점이 크게 부각되었던 것이 규제도입 논의의 출발점이 되었다. 둘째 요인으로서 순환출자에 대한 규제는 출자총액제한의 대안으로서 제기된 측면이 있었다.

1) 두산그룹의 한국중공업 인수, 동부그룹의 아남반도체 인수, 현대자동차그룹의 기아차 인수 등은 기업인수로 인하여 순환출자가 확대되었던 사례라 할 수 있다.

2) 친족 분할 이후 현대자동차, 현대중공업, 현대그룹에서 모두 5% 이상의 순환출자가 발생했다.

출자총액제한제도는 1987년 공정거래법 개정과정에서 도입된 기업집단의 경제력 집중 억제목적으로 도입된 정책이었으나 대기업의 투자를 억제하는 규제라는 문제제기가 지속되고 있었다. 기업집단의 출자와 투자에 대한 학술적 공방이 오가는 등 다양한 검토가 이루어지고 있었으나, 현실적으로 투자억제의 개연성을 반증할 만한 결정적 결과가 제시되지 못하고 있었다. 한편 출자총액제한제도를 먼저 도입했던 일본이 이 제도를 폐지한 상태였기 때문에 출자총액제한제도의 유지를 위한 정책적 명분이 약해져 있었다.

이러한 배경에서 2005년에 처음으로 순환출자를 금지하는 규제의 도입이 의원입법안으로 제기되었는데, 이 공정거래법 개정안은 순환출자금지규제를 기존 출자총액제한제도의 대안으로서 제안하고 있었다.<sup>3)</sup> 정부는 2006년에 당시 경제부처(공정거래위원회, 재정경제부 및 산업자원부)와 민간전문가로 구성된 공정거래법 선진화TF를 조직하여 출자총액제한제도를 비롯하여 공정거래법 개정을 위한 검토를 하였다. 이 선진화TF에서 출자총액제한제도의 대안 혹은 추가규제로서 순환출자에 대한 금지규제가 논의되었다. 순환출자구조에 경제학적 검토의 필요성 등 다양한 논의가 있었으며, 순환출자에 대한 금지규제도 공정거래법상의 해결방안이 제시되기도 했고 상법 혹은 증권거래 관련법상의 규제로 해결하는 방안도 제시되는 등 다양한 정책방안이 논의되었다. 그러나 순환출자에 대한 규제논의는 경제학적 검토를 통해 결론 내려진 것이 아니라 정치적 결단에 의해 결론이 내려졌다. 참여정부는 임기중반 이후 주요 정책목표를 경제활성화와 규제완화로 선화하였고, 그 일환으로 출자총액제한을 대폭 완화하고 순환출자규제는 도입하지 않는 것으로 결정했다. 순환출자에 대한 정책적 검토가 경제적 논의를 통해 이루어진 것이 아니라 정치적 결단에 의해 이루어졌기 때문에 여전히 규제에 대한 공방이 남아 있다.

## 2. 순환출자구조에 대한 비판과 외국의 사례

한국의 기업집단의 복잡한 출자형태는 성장과정에서 나타난 지배구조로서, 경로의존성이 높은 결과물에 해당한다. 다단계로 출자되어 유지되는 지배구조는 외환위기 이후 집중적인 관심을 받게 되었으며, 특히 계열사가 고리형태로 원을 그리면서 출자하는 구

---

3) 채수찬(2005) 참조.

조가 외환위기 이후 증가하는 경향을 보여주자 논쟁의 대상이 되었다. 순환출자에 대한 가장 큰 비판은 소유지배 괴리지표를 증대시킨다는 것이었다. 즉, 순환출자구조는 대규모 기업집단 지배주주가 소유한 지분 이상으로 행사하는 지배권을 보다 더 증가시킨다는 문제제기를 받고 있었다. 소유지배 괴리지표는 지배주주의 회사기회 유용과 관련 있는 것으로 인식되고 있었기 때문에 주된 관심을 받았다. 순환출자구조에 대한 또 다른 비판은 이를 통해 기업집단의 가공자본이 증가된다는 것이었다. 기업집단의 가공자본 형성을 제재하기 위해 외환위기 이후 결합재무제표의 작성을 의무화하고 있던 상황에서 순환출자를 통한 가공자본 형성은 문제로 제기될 수 있는 논제였다.

그런데 순환출자구조는 한국의 기업집단에서만 나타나는 특징이 아니며 지배구조가 우수하다고 알려진 외국의 기업집단에서도 나타나는 출자형태이다. 캐나다의 Hees-Edper그룹, 남아프리카의 Anglo-American그룹 및 독일의 Deutsche Bank그룹은 기업집단 내에 상장계열사와 비상장계열사를 가지고 있으며 순환출자구조를 비롯하여 복잡한 출자구조를 형성하고 있다. 그런데 Morck(2004)은 이들 기업집단의 지배구조가 우수하다고 지적한 바 있다. Hees-Edper그룹은 Bronfman가문의 Edward와 Peter 형제가 창업한 기업집단으로서 한때 총 자산규모가 1,000억 달러에 이르렀던 캐나다 최고의 기업집단이다.<sup>4)</sup> Daniels, Morck & Stangeland(1995)는 16단계의 피라미드 출자구조를 형성하고 있으며 순환출자구조도 있는 Hees-Edper그룹에 대하여 사례분석(case study)을 실시하였는데, 그 결과 Hees-Edper그룹은 지배구조상 아무 문제가 없었다고 발표했다. 한편, 오펜하이머(Oppenheimer) 가족이 지배주주인 남아프리카의 Anglo-American그룹의 경우 영국의 거래소에도 상장하고 있다. 한편, 일본의 Toyota그룹의 경우에도 토요타자동차, 토요타방직, 그리고 덴쇼 간에 순환출자가 형성되고 있는데,<sup>5)</sup> 이러한 출자구조는 2000년도 이후 일본기업에 대한 외국의 투자자들의 M&A가 증가되면서 강화되고 있다고 알려져 있다.

4) Hees-Edper그룹은 금융, 부동산, 자원을 주된 사업분야로 하며 Edper Group과 Hees International Bankcorp라는 지주회사를 통해 Brascan, Noranda 등 300여 계열사를 소유하고 있다. Hees-Edper그룹의 구체적 출자구조 내용에 대해서는 김현중(2006) 참조.

5) Toyota자동차 연차보고서(annual report) 참조.

### III. 순환출자가 소유지배 괴리지표에 주는 영향분석

기업집단 지배주주가 순환출자를 형성하여 적은 지분을 가지고 더 많은 지배권을 형성할 수 있게 된다고 문제제기하는 주장이 있다. 즉, 순환출자가 형성되면 현금흐름권 대비 의결권이 증가되어 소유지배 괴리지표가 높아지도록 한다고 인식되기도 했다. 본 장에서는 순환출자의 형성이 소유지배 괴리지표에 어떠한 영향을 미치는지에 대해 이론적으로 분석하겠다.

#### 1. 기본 모형

본 연구에서는 김선구 외(2003)가 제안한 소유권과 지배권의 계산방식을 이용하여 소유지배 괴리지표를 계산하였다. 이 방식은 한국개발연구원(2003)의 방식과 임원과 재단 등의 지분을 어떻게 계산할 것인지에 대한 부분만 다를 뿐 거의 동일하다. 특히 본 연구는 이론적 분석으로서 분석의 편리를 위해 일관성을 해치지 않을 수 있는 임원, 재단지분은 제외하여 고려한다.<sup>6)</sup> 이하에서는 계산방법에 대해 간략히 설명하도록 하겠다.<sup>7)</sup> 한 기업집단이  $N$ 개의 계열사를 보유하고 있다고 가정하고, 지배주주가 계열사  $i$ 에 대하여 직접적으로 소유하고 있는 지분을  $m_i$ 라고 하자. 이 경우 실질소유권(real ownership rights) 혹은 현금흐름권(cash-flow rights)으로 불리는 소유권은 다음과 같이 계산된다.  $N$ 개의 계열사를 보유하고 있는 기업집단에서 계열사  $i$ 가 기업집단 내 계열사  $j$ 에 대하여 소유하고 있는 지분을  $s_{ij}$ 라고 하자.<sup>8)</sup> 계열사 간 지분관계인  $s_{ij}$ 로 구성된 출자행렬을  $S$ 라고 정의하며, 이 경우  $S$ 행렬의 대각선상에 있는  $s_{ii}$ 는 계열사  $i$ 의 자기주식을 나타낸다. 지배주주가 계열사  $i$ 에 대하여 실질적으로 보유하는 지분  $x_i$ 는 아래의 식과 같다.

6) 이러한 제외는 본 연구의 결과에 특별한 영향을 주지 않는다.

7) 본 연구는 표기(notation), 구체적 계산방법 및 수식의 의미에 있어서 김선구 외(2003)를 참조하여 작성했다.

8) 일반적 행렬식으로 정리할 경우 계열사  $j$ 가 보유하고 있는 계열사  $i$ 의 주식 지분율을  $s_{ji}$ 로 표현할 수도 있다. 그러나 공정거래위원회에서 발표하는 출자행렬의 경우 출자기업은 열(column)에 위치하며 피출자기업은 행(row)에 위치하기 때문에, 관행상 계열사  $j$ 가 보유하고 있는 계열사  $i$ 의 주식 지분율을  $s_{ij}$ 로 표현하므로 출자행렬 지분의 하첨자 표기에 주의해 주기 바란다.

$$x_i = m_i + \sum_{j=1}^N s_{ij} m_j + \sum_{j=1}^N s_{ij} \sum_{k=1}^N s_{jk} m_k + \dots, \quad \forall i, j, k = 1, \dots, N \quad (1)$$

위의 소유권 계산식을 출자행렬을 이용하여  $N$ 개의 계열사에 대하여 모두 적용하면 아래의 행렬식과 같다.<sup>9)</sup>

$$x = (I - S)^{-1} \cdot m \quad (2)$$

지배권은 의결권(voting rights)을 의미하며 계열사의 의사결정에 관여할 수 있는 정도를 대변한다. 본 연구에서는 계산상의 편리를 위하여 선행연구들이 사용한 방식대로 계열사  $i$ 에 대한 계열사들 지분의 합을 지배주주의 간접적 지배권으로 보고 계산하였다. 따라서 이러한 지배권의 계산을 수식으로 나타내면 아래의 식과 같다.

$$y_i = \frac{m_i + \sum_{j \neq i} s_{ij}}{1 - s_{ii}} \quad \forall i, j = 1, \dots, N \quad (3)$$

소유권과 지배권 간 괴리지표로서 현금흐름권과 의결권 간의 차이를 나타내는 지표인 괴리도  $d_i$ 와 비율을 나타내는 의결권 승수  $r_i$ 가 사용된다.

$$d_i = y_i - x_i$$

$$r_i = y_i / x_i$$

기업집단 계열사  $i$ 의 자본 총계와 자본금 중 큰 값을  $A_i$ 라고 한다면, 해당 기업집단의 괴리도  $D$ 와 의결권  $R$ 은 아래와 같이 구해진다.

$$D = \frac{\sum_{i=1}^N A_i d_i}{\sum_{i=1}^N A_i} = \frac{\sum_{i=1}^N A_i (y_i - x_i)}{\sum_{i=1}^N A_i} \quad (4)$$

9) 여기서  $x$ 는 모든 계열사( $1, \dots, N$ )에 대한 지배주주의 소유권을 나타내는  $N \times 1$ 벡터  $[x_1, \dots, x_N]$ 이며,  $I$ 는  $N \times N$  항등행렬이다.  $m$ 은 모든 계열사( $1, \dots, N$ )에 대한 지배주주의 직접지분을 나타내는  $N \times 1$ 벡터  $[m_1, \dots, m_N]$ 이다.

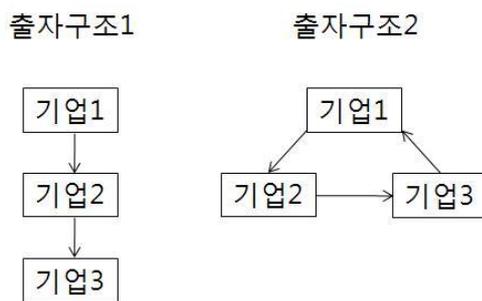
$$R = \frac{\sum_{i=1}^N A_i r_i}{\sum_{i=1}^N A_i} = \frac{\sum_{i=1}^N A_i (y_i/x_i)}{\sum_{i=1}^N A_i} \quad (5)$$

본 장에서는 순환출자의 형성이 아래와 같은 괴리도  $d_i$ 와 의결권 승수  $r_i$  및 기업집단의 괴리도  $D$ 와 의결권  $R$ 에 어떤 영향을 미치는지에 대해 분석하도록 한다.

## 2. 순환출자의 형성과 현금흐름권·의결권의 변화

한 기업집단 내에 3개의 계열사가 속해 있는 경우를 생각해 보자. 기업1, 기업2, 기업3의 자본 총계와 자본금 중 큰 값을  $A_1, A_2, A_3$ 라고 하자. 그리고 기업별 지배주주의 지분은  $m_1, m_2, m_3$ 로 가정하겠다. 기업집단 내 출자구조로서 기업1이 기업2에 출자하고 기업2가 기업3에 출자하는 단순한 구조를 가정해 보자. 그러면 기업1이 기업2의 주식을 보유하고 있는 지분율  $s_{21}$ 과 기업2가 기업3의 주식을 보유하고 있는 지분율  $s_{32}$ 를 제외하고는 계열사 출자행렬(3×3행렬)의 모든 항은 영(0)의 값을 갖는다. 여기서 만약 기업3이 기업1의 지분율을  $s_{13} > 0$ 만큼 보유하게 된다면 계열사 간에는 순환출자의 고리가 형성되게 된다. 본 연구는 이러한 고리의 형성이 기업별 소유지배 괴리지표와 기업집단 전체 괴리지표에 어떤 영향을 미치는지에 대해 살펴보고자 한다. 즉, <그림 1>과 같이 출자구조1인 기업집단이 출자구조2로 전환될 경우를 비교하여 분석하고자 한다.

<그림 1> 기업집단의 계열사 출자구조



이러한 기업집단의 현금흐름권과 의결권은 식 (2)를 통해 아래와 같이 구할 수 있다.

$$\begin{aligned}
 X &= (I - S)^{-1}m \\
 &= \frac{1}{1 - s_{13}s_{32}s_{21}} \begin{bmatrix} 1 & s_{13}s_{32} & s_{13} \\ s_{21} & 1 & s_{21}s_{13} \\ s_{21}s_{32} & s_{32} & 1 \end{bmatrix} \begin{bmatrix} m_1 \\ m_2 \\ m_3 \end{bmatrix} \\
 &= \frac{1}{1 - s_{13}s_{32}s_{21}} \begin{bmatrix} m_1 + s_{13}s_{32}m_2 + s_{13}m_3 \\ s_{21}m_1 + m_2 + s_{21}s_{13}m_3 \\ s_{21}s_{32}m_1 + s_{32}m_2 + m_3 \end{bmatrix} \\
 Y &= \begin{bmatrix} m_1 + s_{13} \\ m_2 + s_{21} \\ m_3 + s_{32} \end{bmatrix}
 \end{aligned}$$

계열사 지분과 지배주주 지분의 합은 100%를 넘을 수 없으며 외부주주의 지분을 고려하면 100% 이하여야 한다. 이는 아래와 같은 조건으로 정리된다.

$$s_{13} + m_1 \leq 1, \quad s_{21} + m_2 \leq 1, \quad s_{32} + m_3 \leq 1$$

위의 조건으로부터 아래의 식 (6)을 유도할 수 있다.

$$\begin{aligned}
 s_{13} + m_1 &\leq 1 \\
 s_{21}(s_{13} + m_1) + m_2 &\leq 1 \\
 s_{32}\{s_{21}(s_{13} + m_1) + m_2\} &\leq 1
 \end{aligned} \tag{6}$$

이제 기업3에서 기업1로의 출자비율인  $s_{13}$  값이 증가할 경우 의결권  $y_i$ 와 현금흐름권 (실질소유권)  $x_i$ 에 어떤 영향을 주는지 확인하기 위해 아래와 같이 미분값을 구해보자. 기업1에 대한 기업3의 보유지분율이 증가하는 만큼 기업1에 대한 지배주주의 의결권은 바로 증가하지만,  $s_{13}$ 의 증가에도 불구하고 기업2와 기업3에 대한 의결권은 전혀 영향을 받지 않는다.

$$\frac{\partial y_1}{\partial s_{13}} = 1, \quad \frac{\partial y_2}{\partial s_{13}} = 0, \quad \frac{\partial y_3}{\partial s_{13}} = 0 \tag{7}$$

의결권의 경우와 달리 기업3에서 기업1로의 출자비율인  $s_{13}$  값이 증가할수록 기업1뿐 아니라 기업2와 기업3에 대한 지배주주의 현금흐름권은 증가한다. 이러한 이유는 현금

흐름권을 나타내는 식 (1)에서  $s_{13}$  값이 증가하기 때문이다.

$$\begin{aligned} \frac{\partial x_1}{\partial s_{13}} &= \frac{s_{32}m_2 + m_3}{1 - s_{13}s_{32}s_{21}} + \frac{s_{32}s_{21}(m_1 + s_{13}s_{32}m_2 + s_{13}m_3)}{(1 - s_{13}s_{32}s_{21})^2} > 0 \\ \frac{\partial x_2}{\partial s_{13}} &= \frac{s_{21}m_3}{1 - s_{13}s_{32}s_{21}} + \frac{s_{32}s_{21}(s_{21}m_1 + m_2 + s_{21}s_{13}m_3)}{(1 - s_{13}s_{32}s_{21})^2} > 0 \\ \frac{\partial x_3}{\partial s_{13}} &= \frac{s_{32}s_{21}(s_{21}s_{32}m_1 + s_{32}m_2 + m_3)}{(1 - s_{13}s_{32}s_{21})^2} > 0 \end{aligned} \quad (8)$$

식 (7)과 (8)이 시사하는 바를 정리하자면, 다음과 같다. 기업3에서 기업1로 출자되는 지분을  $s_{13}$ 이 증가하면, 피출자되는 기업1에 대한 지배주주의 의결권만 증가할 뿐 다른 계열사(기업2, 기업3)에 대한 의결권에는 변함이 없는 반면, 모든 계열사에 대한 지배주주의 현금흐름권이 증가한다. 이러한 차이는, 다음 장에서 설명하듯이, 순환출자 고리형성이 각 계열사별 소유지배 괴리지표에 다르게 영향을 주는 요인으로 작용한다.

### 3. 소유지배 괴리도에 대한 영향

기업1에 대해 기업3이 출자를 하게 되는 경우, 즉  $s_{13}$ 이 영(0)에서 미세한 증가를 나타내게 될 경우 괴리지표  $d_i$ 에 주는 영향을 살펴보자. 식 (7)과 (8)에서와 같이  $s_{13}$ 의 증가는  $y_1$ 과  $x_1$ 의 값을 모두 증가시킨다. 따라서  $s_{13}$ 의 증가에 따라 소유권과 괴리도 중 어느 값이 더 크게 증가할 것인지를 검토하도록 하자. 먼저 기업1의 괴리도는 아래와 같은데,

$$d_1 = y_1 - x_1 = m_1 + s_{13} - \frac{m_1 + s_{13}s_{32}m_2 + s_{13}m_3}{1 - s_{13}s_{32}s_{21}}$$

이를  $s_{13}$ 에 대해 미분하면 아래와 같다.

$$\frac{\partial d_1}{\partial s_{13}} = 1 - \frac{(s_{32}m_2 + m_3)(1 - s_{13}s_{32}s_{21})}{1 - s_{13}s_{32}s_{21}} - \frac{s_{32}s_{21}(m_1 + s_{13}s_{32}m_2 + s_{13}m_3)}{(1 - s_{13}s_{32}s_{21})^2}$$

$s_{13}$ 이 영(0)인 경우 아래와 같으며,

$$\frac{\partial d_1}{\partial s_{13}} \Big|_{s_{13}=0} = 1 - s_{32}s_{21}m_1 - s_{32}m_2 - m_3$$

이는 식 (6)에 의해 양(+)의 값을 갖는다.

$$\frac{\partial d_1}{\partial s_{13}} \Big|_{s_{13}=0} > 0$$

즉, 기업3이 기업1에 미세한 지분을 출자할 경우 기업1에 대한 괴리도는 증가하게 된다.

한편, 기업2와 기업3의 경우  $s_{13}$ 이 증가할수록 현금흐름권인  $x_2$ 와  $x_3$ 은 증가하는 반면에 의결권  $y_2$ 와  $y_3$ 은 영향을 받지 않으므로 기업2와 기업3의 괴리도는 감소하게 된다. 이를 수식으로 나타내면 기업2의 경우는 아래와 같다.

$$d_2 = y_2 - x_2 = m_2 + s_{21} - \frac{s_{21}m_1 + m_2 + s_{21}s_{13}m_3}{1 - s_{13}s_{32}s_{21}}$$

$$\frac{\partial d_2}{\partial s_{13}} = - \frac{s_{21}m_3}{1 - s_{13}s_{32}s_{21}} - \frac{s_{32}s_{21}(s_{21}m_1 + m_2 + s_{21}s_{13}m_3)}{(1 - s_{13}s_{32}s_{21})^2}$$

$$\frac{\partial d_2}{\partial s_{13}} = - \{s_2m_3 + s_{32}s_{21}(s_{21}m_1 + m_2)\} < 0$$

그리고 기업3의 경우는 아래와 같다.

$$d_3 = y_3 - x_3 = m_3 + s_{32} - \frac{s_{21}s_{32}m_1 + m_2 + s_{32}m_2 + m_3}{1 - s_{13}s_{32}s_{21}}$$

$$\frac{\partial d_3}{\partial s_{13}} = \frac{\partial y_3}{\partial s_{13}} - \frac{\partial x_3}{\partial s_{13}} < 0$$

$$\frac{\partial d_3}{\partial s_{13}} \Big|_{s_{13}=0} = - \frac{\partial x_3}{\partial s_{13}} \Big|_{s_{13}=0} = - [s_{32}s_{21}(s_{21}s_{32}m_1 + s_{32}m_2 + m_3)] < 0$$

종합하자면 기업3이 기업1에 출자하는 지분비율인  $s_{13}$ 의 값이 영(0)에서 양(+)의 값으로 변할 경우, 순환출자 괴리형성의 피출자 기업인 기업1의 소유지배 괴리도는 증가하는 반면, 기업2와 기업3의 소유지배 괴리도는 감소한다.

이제 출자행렬 중  $s_{13}$ 의 값이 영(0)에서 양(+)의 값으로 증가하게 될 경우 기업집단 전체의 소유지배 괴리도에 어떤 영향을 주는지에 대해 살펴보자. 세 계열사를 가진 기업집단의 소유지배 괴리도  $D$ 는 아래와 같다.

$$D = \frac{\sum_{i=1}^3 A_i d_i}{\sum_{i=1}^3 A_i} = \frac{\sum_{i=1}^3 A_i (y_i - x_i)}{\sum_{i=1}^3 A_i}$$

이를  $s_{13} = 0$ 에서 편미분하면 아래와 같다.

$$\begin{aligned} \frac{\partial D}{\partial s_{13}} \Big|_{s_{13}=0} &= \frac{1}{\sum_{i=1}^3 A_i} \left\{ A_1 \frac{\partial d_1}{\partial s_{13}} \Big|_{s_{13}=0} + A_2 \frac{\partial d_2}{\partial s_{13}} \Big|_{s_{13}=0} + A_3 \frac{\partial d_3}{\partial s_{13}} \Big|_{s_{13}=0} \right\} \\ &= \frac{1}{\sum_{i=1}^3 A_i} \{M\} \end{aligned}$$

여기서  $M$ 은  $M = A_1 - (A_1 + A_2 s_{21} + A_3 s_{32} s_{21})(s_{32} s_{21} m_1 + s_{32} m_2 + m_3)$ 인데, 이  $M$ 값에 따라 미분값의 부호가 달라진다. 이를 정리하면 아래의 Lemma 1과 같다.

**Lemma 1** 기업집단은 순환출자구조의 형성으로 그룹 소유지배 괴리도( $D$ )가 증가할 수도 있고 감소할 수도 있다. 즉,

$$\frac{\partial D}{\partial s_{13}} \Big|_{s_{13}=0} \begin{cases} > 0, \text{ if } (1 + \frac{A_2}{A_1} s_{21} + \frac{A_3}{A_1} s_{32} s_{21})(s_{32} s_{21} m_1 + s_{32} m_2 + m_3) < 1 \\ < 0, \text{ if } (1 + \frac{A_2}{A_1} s_{21} + \frac{A_3}{A_1} s_{32} s_{21})(s_{32} s_{21} m_1 + s_{32} m_2 + m_3) > 1 \end{cases}$$

이러한 결과는 순환출자가 형성될 경우, 그룹 전체의 소유지배 괴리도는 지배주주의 소유지분, 계열사 간 출자구조, 계열사의 규모 등에 따라 증가할 수도 있으나, 오히려 감소할 수도 있음을 시사한다. 괴리도가 감소할 것인지 증가할 것인지는 Lemma 1의 조건에 따라 결정된다.

#### 4. 의결권 승수에 대한 영향

이제 의결권 승수  $r_i$ 에 대한 영향을 살펴보자. 식 (7)과 (8)에서 보여준 바와 같이  $s_{13}$ 의 증가는  $y_1$ 과  $x_1$ 의 값을 모두 증가시키는데, 괴리도의 경우에서 살펴본 바와 같이 기업1의 경우,  $s_{13}$ 의 증가로 인한  $y_1$ 의 상승이  $x_1$ 의 상승보다 크다. 따라서  $s_{13}$ 의 증가는 기업1의 의결권 승수도 증가시킨다. 이를 수식으로 정리하고자 한다. 먼저 기업1의 의결권 승수는 아래와 같으며,

$$r_1 = \frac{y_1}{x_1} = \frac{(m_1 + s_{13})(1 - s_{13}s_{32}s_{21})}{m_1 + s_{13}s_{32}m_2 + s_{13}m_3}$$

이를  $s_{13}$ 에 대해 미분하면 다음과 같다.

$$\frac{\partial r_1}{\partial s_{13}} = \frac{(1 - s_{13}s_{32}s_{21}) - s_{32}s_{21}(m_1 + s_{13})}{m_1 + s_{13}s_{32}m_2 + s_{13}m_3} - \frac{(s_{32}m_2 + m_3)(m_1 + s_{13})(1 - s_{13}s_{32}s_{21})}{(m_1 + s_{13}s_{32}m_2 + s_{13}m_3)^2}$$

$s_{13}$ 이 영(0)인 경우,

$$\begin{aligned} \left. \frac{\partial r_1}{\partial s_{13}} \right|_{s_{13}=0} &= \frac{1 - s_{32}s_{21}m_1}{m_1} - \frac{(s_{32}m_2 + m_3)m_1}{m_1^2} \\ &= \frac{1}{m_1}(1 - s_{32}s_{21}m_1 - s_{32}m_2 - m_3) \end{aligned}$$

이는 식 (6)에 의해 양(+)의 값을 갖는다.

$$\left. \frac{\partial r_1}{\partial s_{13}} \right|_{s_{13}=0} > 0$$

한편, 기업2와 기업3의 경우  $s_{13}$ 이 증가할수록 현금흐름권인  $x_2$ 와  $x_3$ 은 증가하는 반면에 의결권  $y_2$ 와  $y_3$ 은 영향을 받지 않으므로 기업2와 기업3의 의결권 승수는 감소하게 된다. 이를 수식으로 나타내면 기업2의 경우는 아래와 같다.

$$r_2 = \frac{y_2}{x_2} = \frac{(m_2 + s_{21})(1 - s_{13}s_{32}s_{21})}{s_{21}m_1 + m_2 + s_{21}s_{13}m_3}$$

$$\frac{\partial r_2}{\partial s_{13}} = -\frac{s_{32}s_{21}(m_2 + s_{21})}{s_{21}m_1 + m_2 + s_{21}s_{13}m_3} - \frac{s_{21}m_3(m_2 + s_{21})(1 - s_{13}s_{32}s_{21})}{(s_{21}m_1 + m_2 + s_{21}s_{13}m_3)^2} < 0$$

$$\begin{aligned} \frac{\partial r_2}{\partial s_{13}} \Big|_{s_{13}=0} &= -\frac{s_{32}s_{21}(m_2 + s_{21})}{s_{21}m_1 + m_2} - \frac{s_{21}m_3(m_2 + s_{21})}{(s_{21}m_1 + m_2)^2} \\ &= -\frac{s_{21}(m_2 + s_{21})}{(s_{21}m_1 + m_2)^2} [s_{32}s_{21}m_1 + s_{32}m_2 + m_3] < 0 \end{aligned}$$

그리고 기업3의 경우는 다음과 같다.

$$r_3 = \frac{y_3}{x_3} = \frac{(m_3 + s_{32})(1 - s_{13}s_{32}s_{21})}{s_{21}s_{32}m_1 + s_{32}m_2 + m_3}$$

$$\frac{\partial r_3}{\partial s_{13}} = -\frac{s_{32}s_{21}(m_3 + s_{32})}{s_{21}s_{32}m_1 + s_{32}m_2 + m_3} < 0$$

$$\frac{\partial r_3}{\partial s_{13}} \Big|_{s_{13}=0} = -\frac{s_{32}s_{21}(m_3 + s_{32})}{s_{21}s_{32}m_1 + s_{32}m_2 + m_3} < 0$$

출자행렬 중  $s_{13}$ 의 값이 영(0)에서 양(+)의 값으로 증가하게 될 경우 기업집단 전체의 의결권 승수에 어떤 영향을 주는지에 대해 살펴보자. 세 계열사를 가진 기업집단의 의결권 승수  $R$ 은 아래와 같다.

$$R = \frac{\sum_{i=1}^3 A_i r_i}{\sum_{i=1}^3 A_i} = \frac{\sum_{i=1}^3 A_i (y_i/x_i)}{\sum_{i=1}^3 A_i}$$

이를  $s_{13} = 0$ 에서 편미분하면 아래와 같다.

$$\begin{aligned} \frac{\partial R}{\partial s_{13}} \Big|_{s_{13}=0} &= \frac{1}{\sum_{i=1}^3 A_i} \left\{ A_1 \frac{\partial r_1}{\partial s_{13}} \Big|_{s_{13}=0} + A_2 \frac{\partial r_2}{\partial s_{13}} \Big|_{s_{13}=0} + A_3 \frac{\partial r_3}{\partial s_{13}} \Big|_{s_{13}=0} \right\} \\ &= \frac{1}{\sum_{i=1}^3 A_i} \{K\} \end{aligned}$$

여기서  $K$ 는 아래와 같은 식인데,  $K$ 값에 의해 미분값의 부호가 결정된다.

$$K = \frac{A_1}{m_1} - A_1 \frac{(s_{32}s_{21}m_1 + s_{32}m_2 + m_3)}{m_1} \\ - A_2 \left\{ \frac{s_{32}s_{21}(m_2 + s_{21})}{s_{21}m_1 + m_2} + \frac{s_{21}m_3(m_2 + s_{21})}{(s_{21}m_1 + m_2)^2} \right\} \\ - A_3 \left\{ \frac{s_{32}s_{21}(m_3 + s_{32})}{s_{21}s_{32}m_1 + s_{32}m_2 + m_3} \right\}$$

의결권 승수에 대한 순환출자 구조형성의 영향을 정리하면 Lemma 2와 같다.

**Lemma 2** 기업집단은 순환출자구조의 형성으로 그룹 전체의 의결권 승수( $R$ )는 증가할 수도 있고 감소할 수도 있다. 즉,

$$\frac{\partial R}{\partial s_{13}} \Big|_{s_{13}=0} \begin{cases} > 0, \text{ if } J < 1 \\ < 0, \text{ if } J > 1 \end{cases}$$

$$\text{여기서, } J = \frac{s_{32}s_{21}m_1 + s_{32}m_2 + m_3}{A_1} + \frac{A_2}{A_1} \left\{ \frac{s_{32}s_{21}m_1(m_2 + s_{21})}{s_{21}m_1 + m_2} + \frac{s_{21}m_1m_3(m_2 + s_{21})}{(s_{21}m_1 + m_2)^2} \right\} \\ + \frac{A_3}{A_1} \left\{ \frac{s_{32}s_{21}m_1(m_3 + s_{32})}{s_{21}s_{32}m_1 + s_{32}m_2 + m_3} \right\}$$

이러한 결과는 그룹 전체의 의결권 승수도 Lemma 1에서의 소유지배 괴리도와 마찬가지로, 순환출자가 형성되게 될 경우, 지배주주의 소유지분, 계열사 간 출자구조, 계열사의 규모 등에 따라 증가할 수도 있으나, 오히려 감소할 수도 있음을 시사한다. 괴리도가 감소할 것인지 증가할 것인지는 Lemma 2의 조건에 따라 결정된다.

## 5. 예시 및 소결

순환출자에 대한 논의 중 하나가 순환출자는 기업집단의 소유지배 괴리지표를 증대시킨다는 주장이었는데, 본 장에서 살펴본 바와 같이 순환출자의 형성으로 소유지배 괴리지표가 증가할 수도 있지만, 오히려 소유지배 괴리지표가 감소하는 경우가 나타날 수 있다.

수치로 예를 들면, 기업1, 기업2, 기업3에 대한 지배주주의 지분을 각각 80%, 50%, 10%라고 하고 자본총계를 각각 100, 500, 1000이라고 가정하자.<sup>10)</sup> 그리고 기업1이 보유한 기업2의 지분율을 30%, 기업2가 기업3의 주식을 보유한 지분율을 30%라고 하자. 이 경우 기업1, 2, 3이 소속된 기업집단의 출자구조는 순환출자가 없는 일직선상의 출자구조를 형성한다. 여기서 만약 기업3이 기업1의 주식 1%만큼 출자하게 된다면, 기업1→기업2→기업3→기업1로 이어지는 순환고리 형태의 출자구조가 형성된다.

<표 1>은  $s_{13}$  값이 영(0)이어서 비순환구조일 경우와  $s_{13}$  값이 1%여서 순환출자구조를 형성하고 있는 경우 두 가지에 대해 비교한 결과이다. 전술한 바와 같이 순환출자구조가 형성되면 고리형태의 피출자기업인 기업1의 괴리도와 의결권 승수는 증가하는 반면 기업2와 기업3의 소유지배 괴리지표들은 감소함을 알 수 있다. 그리고 이 사례의 경우 기업집단 전체의 괴리도( $D$ )와 의결권 승수( $R$ )가 모두 감소한다는 사실을 확인할 수 있다.

<표 1> 순환출자 형성에 따른 소유지배 괴리지표의 변화 사례

구 분		실질소유권 $x_i$	의결권 $y_i$	괴리도 $d_i$	의결권 승수 $r_i$	기업집단 괴리도 $D$	기업집단 의결권 승수 $R$
비순환 출자구조 $S_{13}=0\%$	기업1	80.00%	80%	0.00%	1.0000배	6.75%	1.1767배
	기업2	74.00%	80%	6.00%	1.0811배		
	기업3	32.20%	40%	7.80%	1.2422배		
순환 출자구조 $S_{13}=1\%$	기업1	80.32%	81%	0.68%	1.0084배	6.74%	1.1761배
	기업2	74.10%	80%	5.90%	1.0797배		
	기업3	32.23%	40%	7.77%	1.2411배		

10) 이러한 사례는 기업집단의 출자구조에서 지배주주의 지분이 높은 계열사는 자산규모가 적은 반면, 이 계열사로부터 출자를 받는 계열사나 이 피출자 계열사로부터 다시 출자받은 계열사로 갈수록 자산규모가 커지는 대신 총수의 지분이 감소하는 현상을 반영한 설정이라고 하겠다. 예를 들어, 삼성그룹의 경우 계열사 간 출자구조는 에버랜드→삼성생명→삼성전자로 연결되어 있다. 그리고 지배주주의 지분은 에버랜드 > 삼성생명 > 삼성전자인 반면, 기업규모는 에버랜드 < 삼성생명 < 삼성전자인 관계에 있다. 본 연구가 예시하는 사례는 현실적인 관계를 고려하여 제시한 것이다.

## IV. 가공자본 비율에 대한 순환출자의 영향분석

순환출자와 관련된 또 하나의 주요 논쟁은 순환출자를 형성하여 가공자본이 증가할 것인지 여부에 대한 것이었다. 즉, 계열사에 대한 출자가 환상형의 구조를 가질 경우 기업집단 내 가공자본이 증대될 수 있다는 논의가 제기되었다. 기업집단 이내에 존재하는 자본보다 가공자본의 비율이 높아질 경우 소액주주 등 외부투자자들로서는 가공자본으로 과대 계산된 기업집단 계열사의 주식을 보유하게 될 수 있다는 지적이었다. 본 장에서는 순환출자가 가공자본에 어떤 영향을 미치며, 실제로 순환출자를 형성하는 기업집단과 순환출자가 없는 기업집단의 가공자본 비율을 비교해 보고자 한다.

### 1. 가공자본 비율과 출자와의 관계

국내에서 회자되는 “가공자본”이란 용어는 광범위한 의미로 사용된다. ‘가공’이라는 단어로부터 기업집단이 인위적으로 형성시켰다는 인상을 주면서 투자자를 기만하는 ‘거짓’ 자본이라고 인식되기도 한다. 그런데 가공자본은 계열사 간 출자관계로 인하여 발생하는 결과이다.<sup>11)</sup> 일반적인 의미에서 가공자본은 계열사의 장부상에 기재된 자본금 수준과 출자로 지출된 주식 이외에 계열사에 실제로 남아 있는 자본금 간의 차이를 의미한다. 가공자본에 대해 보다 경제학적으로 정리한 개념은 김진방(2005)에서 찾을 수 있다. 구체적으로 김진방(2005)은 가공자본이 기업집단 내 출자관계에서 형성된다고 보고 한 기업집단 내 가공자본은 계열사 자본총계의 총합과 결합재무제표상의 자본총계(이하 실질자본) 간의 차이라고 설명했다.<sup>12)</sup> 즉, 기업집단 내에서 출자관계가 형성되면 출자액수만큼이 가공자본으로 계산된다.

이러한 수리적 정의를 따라 가공자본의 규모  $E$ 를 아래와 같이 정의하도록 하겠다.

- 11) 전삼현(2005)은 가공자본이란 기업결합의 결과로서 어느 나라든 존재하는데, 각국은 기업결합이 시장에서 경쟁제한효과를 가지는 경우에 한해서만 규제를 적용한다고 설명했다. 전삼현(2005) 참조.
- 12) 김진방(2005)은  $n$ 개의 계열사를 보유한 민간기업집단의 가공자본을  $\sum_{i=1}^n \sum_{j=1}^n e_i s_{ij}$ 로 정의하였다. 여기서  $e_i$ 는 계열사  $i$ 의 자본총계이며  $s_{ij}$ 는 계열사  $i$ 에 대한 계열사  $j$  소유지분을 나타낸다. 김진방은 이렇게 정의된 가공자본은 결합재무제표를 작성할 때 사라지게 된다고 설명하였다. 김진방, 『제벌의 소유구조』, 나남출판, 2005, pp.40-45 참조.

$$E = \sum_{i=1}^N \sum_{j=1}^N A_i s_{ij}$$

그리고 기업집단 내 계열사의 재무제표상의 자본규모에 대비한 가공자본의 규모를 가공자본 비율  $\epsilon$ 으로 정의하겠다. 즉, 가공자본 비율은 다음과 같이 계산된다.

$$\epsilon = \frac{E}{\sum_{i=1}^N A_i} = \frac{\sum_{i=1}^N \sum_{j=1}^N A_i s_{ij}}{\sum_{i=1}^N A_i} \quad (9)$$

그런데 환상형으로 출자가 이루어지든지 아니면 비환상형으로 출자가 이루어지든지 여부에 관계없이 출자의 증가는  $s_{ij}$ 값의 증가를 가져온다. 그리고 이는 가공자본의 규모  $E$ 를 증가시키므로 결과적으로 가공자본 비율을 증가시키는 요인으로 작용한다. 즉, 가공자본을 형성케 하는 것은 순환출자 여부가 아니라 계열사에 대한 출자, 그 자체에 있는 것이다. 다시 말하자면, 가공자본은 출자규모 혹은 출자지분이 클수록 증가하게 된다.

## 2. 실증 사례

전술한 바와 같이 순환출자가 가공자본을 증가시키는 것은 사실이지만, 일반적인 출자도 가공자본을 증가시킨다. 비교 판단을 위해 재벌이라고 호칭되는 총수가 있는 민간 기업집단과 달리 분류되는 정부소유 기업집단 중 하나인 한국전력 기업집단의 경우를 살펴보도록 하겠다. 특히 순환출자구조에 대한 논쟁이 비롯되었던 2005년 당시의 자료를 이용하여 살펴보도록 하겠다. <표 2>는 공정거래위원회가 발표한 자료를 이용하여 한국전력 기업집단 국내 계열사의 자본총계를 합산한 값과 결합재무제표상의 자본총계를 정리한 것이다.<sup>13)</sup> 이에 따르면 한국전력공사와 계열사 자본총계의 총합은 64조6,960억 원인데 이 중 37.09%에 해당하는 23조9,940억 원이 가공자본 규모이다. 한국전력공사의 경우 결합재무제표 작성의무가 없기 때문에 정확한 결합재무제표상의 자본총계와

13) 공정거래위원회, 「2005년 대기업집단의 소유지배구조에 관한 정보공개」, 2005. 7. 13. 참조.

기업집단 계열사 자본총계의 합계와의 비교가 어려우나,<sup>14)</sup> 결합재무제표는 해외지사에 대한 출자관계를 고려하며 해외지사의 경우 대개 100% 출자하고 있다는 점을 고려할 때 한국전력 기업집단이 결합재무제표를 작성할 경우, 밝혀질 가공자본의 비율은 37.09%보다 높을 것으로 판단된다.

〈표 2〉 한국전력 기업집단의 2005년 1분기 자본총계

(단위: 천 원)

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

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

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

14) 주식회사의 외부감사에 관한 법률시행령 제1조의4 제1항 제3호는 “「정부투자기관 관리기본법」에 의한 정부투자기관이 「독점규제 및 공정거래에 관한 법률」 제2조 제2호에서 규정한 동일인인 경우”의 결합 재무제표의 작성의무가 제외된다.

그런데 2004년도 결합재무제표 작성기업집단으로 분류된 12개 기업집단(삼성, 한진, 롯데, 동부, 현대, LS, 코오롱, 영풍, 세아, 태광, 대성, 삼양)의 가공자본 비율 평균은 28.48%로서 2005년 1분기 한국전력 기업집단의 가공자본 비율보다 낮은 수준이다. 2004년도 12개 결합재무제표 작성기업집단의 경우 결합재무제표에 나타난 자본총계(실질자본)의 총합은 86조3,433억 원이었으며, 국내의 계열사의 자본총계를 합산한 값은 127조5,757억 원으로서 12개 기업집단의 가공자본 비율을 가중평균치로 계산하여도 32.10%에 불과했다. 공정거래위원회가 발표한 자료를 이용하여 2006년도 기업집단별 가공자본 비율을 계산하여도 순환출자구조를 형성하고 있는 기업집단인 그룹A와 그룹B의 경우에는 가공자본 비율이 각각 22.04%이고 31.53%였으나, 공기업인 그룹C와 민간기업집단 중 지주회사구조를 형성하고 있는 그룹D의 가공자본 비율은 각각 37.27%와 31.96%였다. 이러한 결과들은 순환출자구조의 형성하고 있는 기업집단의 가공자본율이 높은 것이 아니라 출자가 커질수록 가공자본 비율이 커진다는 의미를 갖는다.

### 3. 소결

가공자본이란 기업집단 내에서 계열사로부터 출자받은 피출자금액을 의미한다. 따라서 계열사에 대한 출자규모가 커질수록 기업집단의 가공자본 규모는 커진다. 따라서 기업집단의 계열사에 대한 출자규모는 작을수록 그리고 외부주주의 자본투자비율이 높을수록 가공자본 비율은 감소한다. 즉, 계열사에 대한 출자비율이 100%에 근접할수록 기업집단 내 가공자본 비율은 높아지게 된다. 이는 전술한 식 (9)에서  $s_{ij}$  값이 증가할수록 가공자본 비율  $\epsilon$ 이 증가하는 것으로부터 확인된다. 따라서 계열사에 대해 대부분 100%에 이르는 출자지분을 보유하고 있는 한국전력그룹의 경우에 가공자본 비율이 높아지게 되는 것이다. 그런데 한국전력그룹의 경우 원래 하나의 한국전력공사의 발전소 부문을 지역별로 별도의 회사로 분리하여 형성된 기업집단이다. 따라서 분리과정에서 전체 한국전력공사의 자본금을 사업부서의 자산규모별로 나누어서 계산했으며, 분리과정에 외부 투자자의 자금이 포함되지 않았기 때문에 출자비율이 거의 100%가 되었다. 이렇게 한국전력그룹의 출자구조 형성과정을 살펴보면 가공자본은 사업부서의 분리·계열화로 인해 형성된 것으로서 해당 기업집단이 외부 투자자를 의도적으로 기만하게 하기

위한 목적에서 형성시킨 것은 아니라는 사실을 확인할 수 있다. 따라서 이러한 출자구조 형성과정에서 발생한 가공자본에 대해 부정적인 시각으로 바라보는 것은 적절하다고 보기 어렵다.

가공자본은 순환출자구조이든 지주회사구조이든 출자규모가 늘어나면 증가하는 성격을 갖고 있는 것으로, 가공자본 비율의 증가 원인은 계열사의 출자비율에 의해 결정적으로 영향을 받는다. 그러므로 가공자본의 형성이 순환출자의 속성이라고 평가하기는 어려우며, 계열사 내 출자규모 혹은 출자비율이 가공자본의 형성 원인이라고 평가하는 것이 적절하다.

## V. 연구의 종합 및 결론

본 연구는 순환출자의 형성으로 소유지배 괴리지표가 증가할 수도 있지만, 오히려 소유지배 괴리지표가 감소하는 경우가 나타날 수 있음을 이론적으로 보였다. 순환출자에 대한 비판 중 하나가 순환출자의 형성으로 기업집단의 소유지배 괴리지표를 증대시킨다는 것이었음을 고려할 때 그러한 비판이 경제학 이론분석상 일률적이지는 않다고 지적한 본 연구는 독특한 분석결과로서 평가받을 수 있을 것으로 기대한다. 또한 본 연구는 가공자본이란 순환출자구조이든 지주회사구조이든 출자규모가 늘어나면 증가하는 성격을 갖고 있는 것으로, 가공자본 비율의 증가 원인은 계열사의 출자비율에 의해 결정적으로 영향을 받는다는 사실을 이론 및 실증적으로 보여주었다. 본 연구의 분석은 가공자본의 형성이 순환출자의 속성이라고 평가하기는 어려우며, 계열사 내 출자규모 혹은 출자비율이 가공자본의 형성 원인이라고 평가해야 한다는 시사점을 제시하고 있다.

순환출자구조가 일반적 인식과 달리 생경한 구조를 형성하고 있기 때문에 부정적인 관점에서의 평가가 출발점이 되었다고 생각한다. 순환출자가 형성되면 소유지배 괴리지표가 일방적으로 증가된다는 비판이나 순환출자가 가공자본을 형성시키는 목적에서 형성된다는 주장은 그러한 부정적인 평가의 일환이었다고 판단된다. 그러나 이러한 비판들은 순환출자의 속성에 대한 경제학적 연구가 뒷받침되지 못한 채 제기되었다고 평가

된다. 따라서 순환출자에 대한 보다 정밀한 경제학적 분석이 후속적으로 이루어져야만 순환출자구조의 특성이 드러나게 될 것이라고 생각하는 바이다. 출자총액제한제도의 경우 초기의 논의는 사회·이념적 공방에 머물러 있었으나, 이후 경제학적 분석방법을 이용한 연구결과가 발표되면서 기업집단 내 출자에 대한 경제학적 특성이 파악될 수 있었던 것이 좋은 사례라고 할 수 있다. 순환출자구조에 대해서도 후속 연구들을 통해 경제학적 특성과 흥미로운 결과들이 제시될 것을 기대하는 바이다. 그러한 후속 연구과제로서 생각해 볼 수 있는 주제 중 하나가 동태적 연구에 대한 것이다. 본 연구의 이론적 분석은 정태적 비교에 머물러 있는데 향후 동태적 연구분석이 가능할 것이라고 생각한다. 반복적인 순환출자의 형성이 정태적 분석의 경우와 어떤 차이를 가지며, 소유권과 의결권에 미치는 영향은 어떻게 달라질 수 있는지에 대한 연구를 고려해 볼 수 있다. 한편, 또 다른 후속 연구로서 제기할 수 있는 주제가 순환출자에 대한 시장평가 관련 실증연구라고 생각된다. 순환출자가 형성되는 과정이나 순환출자 형성 기업집단에 대한 자본시장의 기업가치 평가가 어떻게 달라지는지에 대해 실제자료를 이용하여 계량적으로 분석해 볼 수 있을 것이다. 아직 순환출자에 대한 이론모형과 분석이 제시되고 있지 못한 상황에서 정직한 계량분석 모형을 개발하기 어려운 점도 고려된다. 그러나 순환출자구조가 이전의 피라미드 구조와 어떤 차이를 보여주는지에 대해 실증적인 연구가 보다 앞선 연구결과를 제시할 수도 있을 것이라 생각한다. 향후 이론 및 실증적 후속연구를 통해 순환출자에 대한 경제학 분석이 지속되기를 기대하는 바이다.

## 참고문헌

- 강 원·신현한·장진호, 「대규모기업집단의 지배-소유 괴리도와 기업가치 및 경영성과 간의 관계분석」, 『재무연구』, 18권 2호, 2005.
- 경제개혁연대, 「15개 대규모 기업집단의 순환출자 현황 및 규제효과에 대한 보고서」, 경제개혁리포트, 2006.
- 김선구·류근관·빈기범·이상승, 『출자총액제한제도의 바람직한 개선방향』, 기업경쟁력연구센터, 2003. 10.
- 김현중, 『순환출자금지에 대한 최근 논의와 대안적 검토』, 정책연구 2006-1, 한국경제연구원, 2006.
- 임영재·전성인, 『기업집단의 순환출자: 시장규율과 감독규율의 역할』, 정책연구시리즈 2009-1, 한국개발연구원, 2009.
- 전삼현, 「순환출자 전면금지의 문제점」, 자유기업원 Executive Essay, 2005.
- 채수찬, 「(의원입법 공정거래법 개정안) 순환출자 해소를 위한 공정거래법 개정방안 검토」, 2005.
- 한국개발연구원, 『시장개혁 추진을 위한 평가지표 개발 및 측정』, 2003.
- Daniels, Ron J., Rnadall Morck and David A. Stangeland, “In High Gear: A Case study of the Hees-Edper Corporate Group,” in R. Daniels and R. Morck (eds.), *Corporate Decision Making in Canada*, Industry Canada and the University of Calgary Press, Calgary, 1995.
- Morck, Randall, “How to eliminate pyramidal business groups—The double taxation of inter—corporate dividends and other incisive uses of tax policy,” NBER working paper, w10944, December 2004.

## An Economic Analysis on the Circular Equity Investment

Hyun Jong Kim

I examine the properties of the circular equity investment that is the investment in the form of rings. At the first, I theoretically research how the circular equity investment affect to the ownership-control disparity of a business group. When the investment cycle is formed, cash flow rights, the ownership, of all affiliated firms are increased while the voting right, the control right, of only the last affiliate is increased and others' voting rights decrease. Therefore the circular equity investment raises the last affiliate's ownership-control disparity but decreases other affiliates' ones. I show that, because of this attribution, the circular equity investment has ambiguous effects on the ownership-control disparity in the business group level. Secondly, I point out that "fictional capital" is created not from the circular equity investment but from any equity investment. I show the empirical case that the fictional capital ratio of a business group with the simple M-form structure is greater than one of the business groups with circular investment structures.

Key words: Circular Equity Investment, Cross Ownership, Ownership-control Disparity