

2016년 한국재무학회 제1차 춘계 심포지엄

대규모기업집단,  
어떻게 개선해야 하는가?  
— 관련규제의 한계를 중심으로 —

제1주제 발표자: 김형석 (한국기업지배구조원)  
4월 21일 (목), 금융투자협회 불스홀

# [1] 기업집단 관련규제의 현황

- 1998년(아시아 외환위기) 이후, 기업지배구조 개선정책 본격화
- 재벌개혁에 초점, **대기업 중심의 규제**정책 시작

Table 1. Key announcement dates for 1999 Korean governance reforms

Dates	Information
1999.6.2	News articles: government economic policy will shift from "lower leverage" to corporate governance reform"...
1999.6.3	Speech by new Minister of Finance and Economy: <b>chaebol reform</b> will focus on Corporate governance reform
1999.8.26	Corporate Governance Reform Committee releases first draft of proposed Corporate Governance Code. <b>For large firms (over 1 trillion won)</b> , the Code recommends 50% outside directors...
1999.12.16	National Assembly passes a bill to revise the Securities Transaction Act to require <b>large firms (threshold: 2 trillion)</b> to have 50% outside directors, audit committee, and an outside director nomination committee. The supplementary provisions...

Source: B. Black and Woochan Kim, 2012, JFE

# [1] 기업집단 관련규제의 현황

## ■ 대규모기업집단에 대한 규제도 점진적으로 강화

- 법적 근거: 독점규제 및 공정거래에 관한 법률
- 관련 기관: 공정거래위원회

### 제9조의2(순환출자의 금지)

- 2014.1.24 신설
- 상호출자 금지를 보완하여 소유구조 왜곡을 완화

### 제23조2(특수관계인에 대한 부당한 이익제공 등 금지)

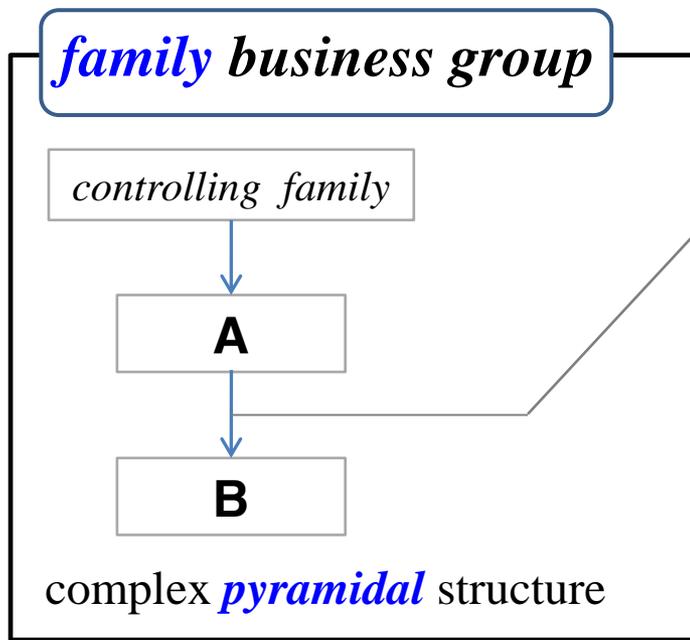
- 2013.8.13 신설
- 특정 계열회사에 대한 일감몰아주기 형태의 내부거래를 규제

### 제11조의4(기업집단현황 등에 관한 공시)

- 2009.3.25 신설
- 기업집단 단위에서의 정보의 투명성 강화

# [1] 기업집단 관련규제의 현황

- 관련규제의 방향성은 적절한가? **Yes!!!**



**“separation”** b/w cash-flow and control rights manager related to family → controlling party



incentive to pursue **private benefits** by **expropriation** of minority shareholder

agency problem between **minority** shareholder and **controlling family** is central

LLS (1999); Claessens et al. (2000, 2002); Bertrand et al. (2002); Bae et al. (2002); Almeida and Wolfenzon (2006) *etc.*

**대부분의 국내 기업이 family business group에 포함됨**

Bae et al. (2002) suggest that “ the degree of **conflict** between controlling family and minority shareholders is more **severe** for the **Top 30 chaebols...**”

# [1] 기업집단 관련규제의 현황

- 여전히 대규모기업집단의 기업지배구조 문제는 심각한 수준

## 기업자원의 사적 유용 및 비효율적 배분

- ① 한국전력 부지의 인수결정 발표일, 현대차 주가 9.17% 하락
- ② 지배주주에 의한 SK 계열회사 자금횡령 등

## 계열회사 간 내부거래/합병 등을 통한 사적 이익 편취

- ① 불공정한 합병비율로 인해 이재용 부회장은 삼성물산의 지분율을 (추가 비용없이) 확대하였으나 제일모직의 주가는 급락함
- ② 지배주주가 많은 지분을 보유한 계열회사에 유리한 조건으로 지원성 내부거래 또는 일감몰아주기  
(최근 SK와 신세계의 불공정한 내부거래는 무효로 판결)

## 경영권 승계과정에서의 분쟁 (높은 지배권 프리미엄)

- ① 최근 롯데그룹의 경영권 분쟁으로 계열회사의 기업가치가 크게 훼손됨

## [2] 기업집단 관련규제의 한계

### ■ Case 1: 일감몰아주기 수혜기업의 지분구조 변화

소속기업집단	최대수혜기업	$\frac{EXPRO_i}{\sum_{j=1}^k EXPRO_j}$	$\frac{\sum_{j=1}^m SALES_{ij}}{SALES_i}$	지배주주일가
				직접지분율
현대자동차	현대글로벌비스	38.56%	24.03%	29.99998%
KCC	KCC건설	46.03%	18.31%	29.98606%
...		...		...

**"30% 규제요건 회피"**

자료출처: 2015 CGS 지배구조부문 심화평가 자료 (방문옥, 정유진)

2015.2.14, 1년 유예기간 후 본격 시행 (기존 거래에도 적용)

#### <지배주주 일가의 지분율 변화 추이>

(단위: %)

	2013.12	2014.12	2015.3	2015.6
현대글로벌비스	43.39	43.39	<b>29.999976</b>	29.999976
케이씨씨건설	30.4907	<b>29.98606</b>	29.98606	29.98606

2014.2.14, 일감몰아주기를 제한하는 공정거래법 개정안 시행

## [2] 기업집단 관련규제의 한계

### ■ Case 2: 해외 계열회사 채무보증

출처: 대기업 해외계열사 채무보증 ‘심각’ (데일리한국, 2016.2.13)

공정거래위원회의 상호출자 및 채무보증 제한을 받는 국내 49개 대기업의 **해외 계열사 채무보증액**이 총 78조 2638억 원으로 집계됐다. 이는 전체 채무보증액(92조 4218억 원)의 84.7%에 달하는 금액으로 국내 계열사 채무보증액(5조 9436억 원)보다 **13.2배 높은** 수치다...

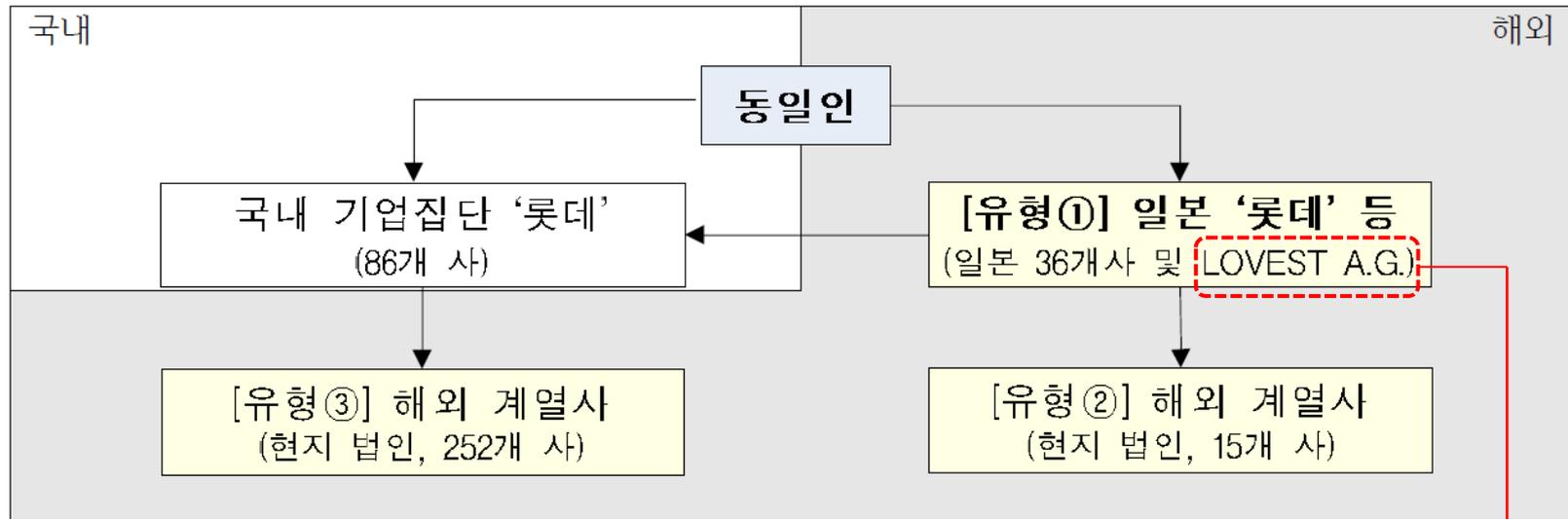
그룹명	자기자본	채무보증금액		해외채무보증 비중	
		국내계열사	해외계열사	전체 채무보증 금액 대비	자기자본 대비
한진중공업	34,040	1,200	26,120	93.70%	76.70%
효성	42,490	514	29,595	97.50%	69.70%
한국타이어	67,450	0	24,494	100%	36.30%
이랜드	24,888	1,415	8,821	86.20%	35.40%
두산	158,403	946	52,863	96.30%	33.40%
LG	551,732	0	77,111	97.90%	14%
삼성	2,604,386	0	195,794	96.60%	7.50%
...	...	...	...	...	...
총합계	9791717	59436	782638	84.70%	8.00%

“**국내** 계열회사에 대하여” **규제요건을 회피**  
 [공정거래법 제10조의2(계열회사에 대한 채무보증의 금지)제1항]

## [2] 기업집단 관련규제의 한계

### ■ Case 3: 롯데그룹의 소유지분구조

출처: 기업집단 '롯데'의 해외 계열사 소유 현황 등 공개 (공정거래위원회 보도자료, 2016.2.1)



○ (스위스) LOVEST A.G.는 (구)여수석유화학(주)[(현) 롯데물산(주)와 합병]와 (구)호남에틸렌(주)[(현) 대림산업(주)와 합병] 등의 지분을 보유 관리하기 위해 설립(1985년)한 회사로 동일인이 실질 지배하고 있음

- 국내 계열회사만을 기준으로 규제대상이 되는 기업집단 지정 ↔ 규제요건 회피
- 만약, 의도적으로 비상장 해외 계열회사를 control chain에 활용한다면?  
→ 기업집단의 소유지배구조를 투명하게 파악하기 어려움

## [2] 기업집단 관련규제의 한계

### ■ Case 4: 임원보수 공개 (지배주주의 등기임원 사퇴/미등기 전환)

2013.5.28, 자본시장법 개정  
(5억 원 이상의 등기임원 보수 개별 공시)

2014.4.31, 자본시장법 시행

#### “등기임원” 규제요건 회피

기업집단	계열회사	2012.12	2013.12	2014.6
신세계	신세계	등기/대표이사	미등기/부회장	
	이마트	등기/대표이사	미등기/부회장	
한화	한화	등기/대표이사	등기/대표이사	임원 제외
	한화케미칼	등기/대표이사	등기/대표이사	임원 제외
하이트진로	하이트진로	등기/회장	미등기/회장	
	하이트진로홀딩스	등기/회장	등기/대표이사	미등기/회장

출처: 재벌총수 ‘숨겨진 보수’ 나온다... 미등기임원 ‘상위5위’ 연봉공개 (조선비즈, 2016.2.18)

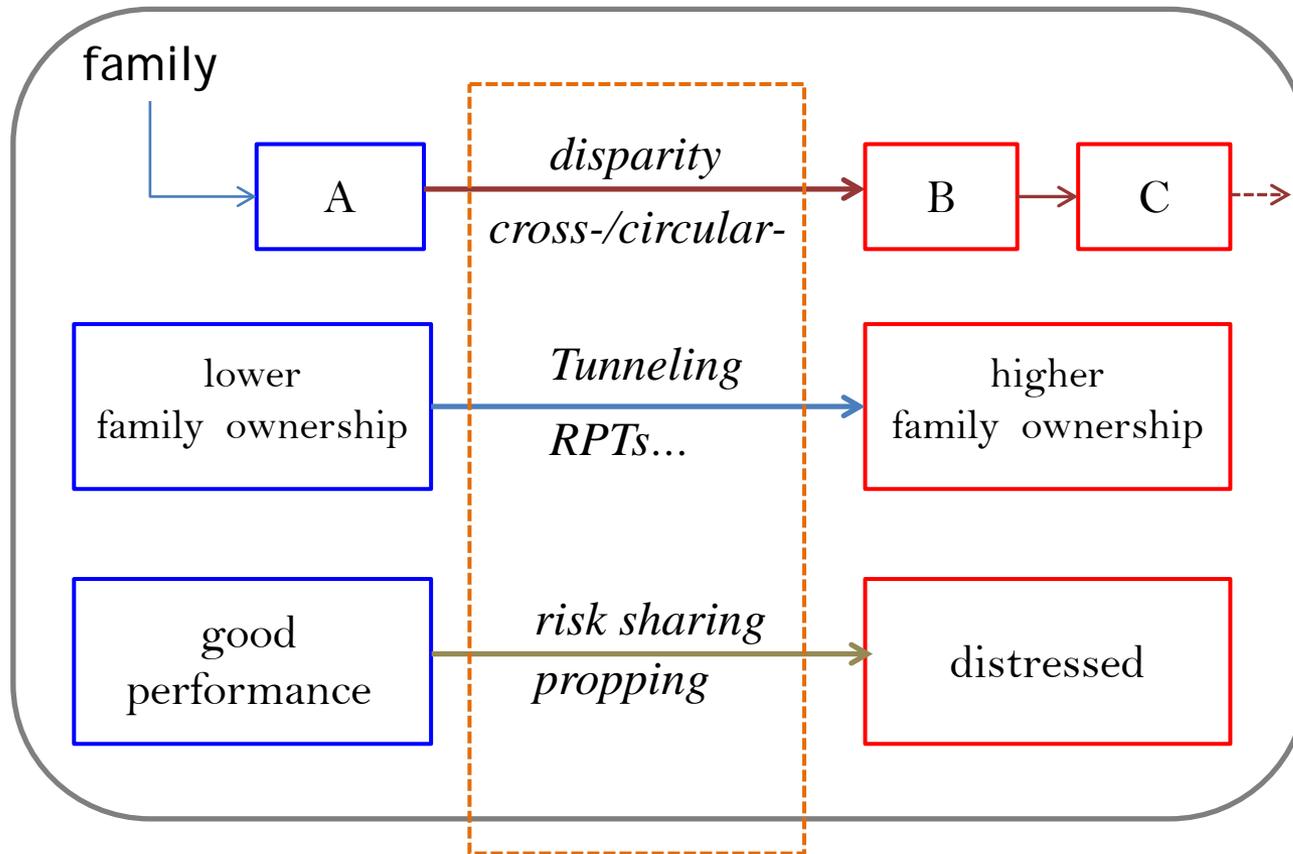
앞으로 연봉 **5억원 이상**을 받는 상장회사의 **미등기임원**과 직원이 회사에서 연봉 **상위 5위 이내**에 들면 급여내역을 공개해야 한다. 계열사 등기임원을 말지 않은 대기업 총수와 고위 임원 수백명이 연봉 공개 대상에 새로 포함될 예정이다. 국회 정무위원회는 18일 상장사 임원들의 연봉 공개 대상을 지금보다 확대한 ‘자본시장법 개정안’을 여야 합의로 처리했다...

## [2] 기업집단 관련규제의 한계

- 규제요건만 회피하려는 유인을 제공할 우려
  - 규제요건을 벗어난 행태는 매우 다양할 수 있음
  - 규제가 새로운 규제대상을 뒤따르는 구조가 고착될 우려
- 성문법(또는 열거주의)의 한계인가?
  - 특정 규제대상을 구체적으로 code화 한다는 점에서,
  - 부분적으로 **Yes!!!**
  
  - common law 체계에서도 규제요건은 **보편적**인 수단임
  - 다수의 배심원이 판례를 중심으로 판결함으로써 보완됨
- 다른 관점에서, 무엇을 규제하고 있는가에 대해 고찰할 필요
  - 기업지배구조를 효과적으로 개선하기 위해서라면,
  - 기업집단 지배구조 문제의 본질에 접근할 필요가 있음

# [2] 기업집단 관련규제의 한계

대규모기업집단 지정



**동일인 지정**  
계열회사의 경영에 지배적인 영향력을 행사하는 **지배주주**

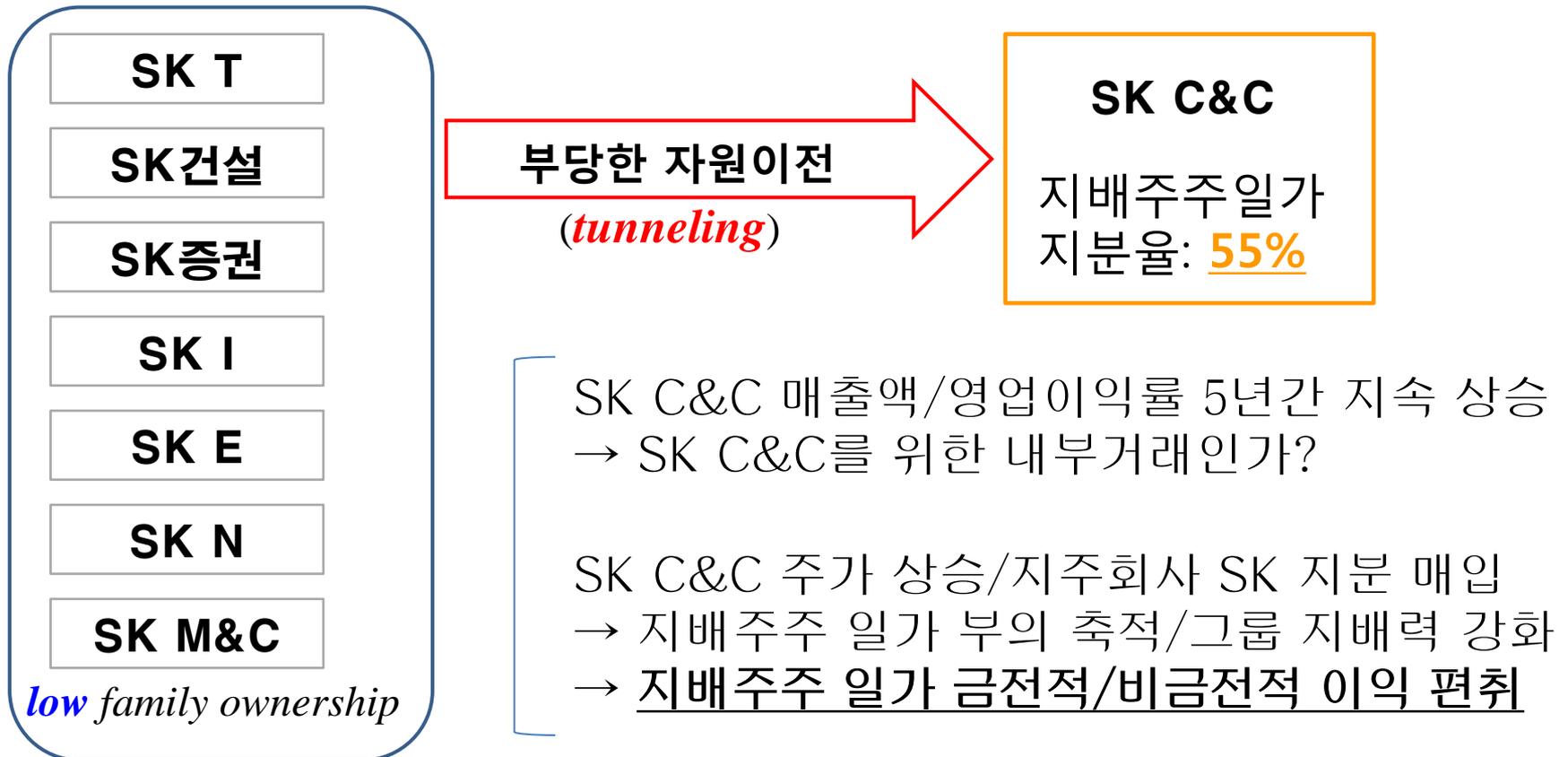
계열회사 단위 X, **기업집단 단위**의 의사결정!!!  
지배주주의 **사적 이익** 추구가 궁극적인 목적이라면,  
다양한 형태의 **수단만을 규제**하는 것 아닌가?

## [2] 기업집단 관련규제의 한계

### ■ Case 5: SK 기업집단 계열회사의 **부당지원**행위

자료출처: 공정거래위원회 (2012.9.3) / 대규모기업집단 현황공시 (2011.5.31)

- SK C&C에게 현저히 유리한 거래조건으로 과도한 경제적 이익 제공
- SK텔레콤 등 7개 계열회사에게 약 34.7억 원의 과징금 부과



## [2] 기업집단 관련규제의 한계

### ■ Case 5: SK 기업집단 계열회사의 **부당지원**행위



부당지원행위에 따른 기업자원의 유출

과징금 납부에 따른 기업자원의 소모

부당지원행위와 이에 대한 규제 조치로 인해,

- 지원 계열회사의 외부주주의 비용 부담은 **2배!!!**
- 지배주주가 부담해야 하는 비용은 **미미함**  
(왜? 지원 계열회사에 대한 지분이 거의 없기 때문에)

기업집단 기업지배구조 문제의 근본적인 원인은 **지배주주**의 사적이익 추구 유인, 이를 **제한**하기 위한 보다 **실효적인** 규제의 보완이 필요

# [3] 실효적인 개선방안은?

- 국내 지배주주에 의한 사적 이익 편취 수준은 매우 높음  
 → 지배주주 **사적 이익 편취 유인**을 보다 직접적으로 **제한**할 필요

Table 3. Comparison of mean **value of control-block votes** to firm value (interpreted as “*private benefits*” of the controlling shareholder)  
 Significance: *a*=1%; *b*=5%; *c*=10%

		Value of control-block votes / firm value		Number of observations
		Mean	Median	
<i>Common law</i>	UK	0.0957 <sup>a</sup>	0.0721 <sup>a</sup>	27
	US	0.0201 <sup>b</sup>	0.0071 <sup>a</sup>	39
<i>French origin average</i>		0.2539 <sup>a</sup>	0.2261 <sup>a</sup>	224
<i>Scandinavian civil law</i>	Sweden	0.0104 <sup>b</sup>	0.0043 <sup>a</sup>	43
<i>German civil law</i>	Korea (Rep. of)	0.2894 <sup>c</sup>	0.6000 <sup>a</sup>	65

Source: Nenova, 2003, JFE

스웨덴의 경우, 한국과 비슷한 business group 특성  
 그러나, control premium이 매우 낮음. why?

- Agnblad et al. (2001); 사회적 지위와 명성에 대한 유인이 disciplining 효과를 가짐
- firm-level governance system이 효과적으로 작동

# [3] 실효적인 개선방안은?

## ■ 현실적인 제약을 고려할 필요

Table 1. Univariate comparison for embezzlement and breach of fiduciary duty cases (the non-arrested vs. detained, the released vs. the imprisoned)

	Indicted (by prosecutor's office)				Convicted (by court)			
	All (N=84)	Detained (N=36)	Not detained (N=48)	<i>t</i> -stat	All (N=78)	Imprisoned (N=19)	Stay of execution (N=48)	<i>t</i> -stat
<i>Large Business Group (%)</i>	34.52	13.89	50.00	3.67	35.90	0.00	47.46	4.09

대규모기업집단 내 계열회사의 임원이나 지배주주에 의한 횡령/배임일 경우,

- 기소 후 구금/유죄판결 후 복역의 가능성이 현저히 낮아짐
- 대부분의 지배주주는 유죄판결 후에도 원래 지위로 복직

Source: Choi et al., 2015, CGIR

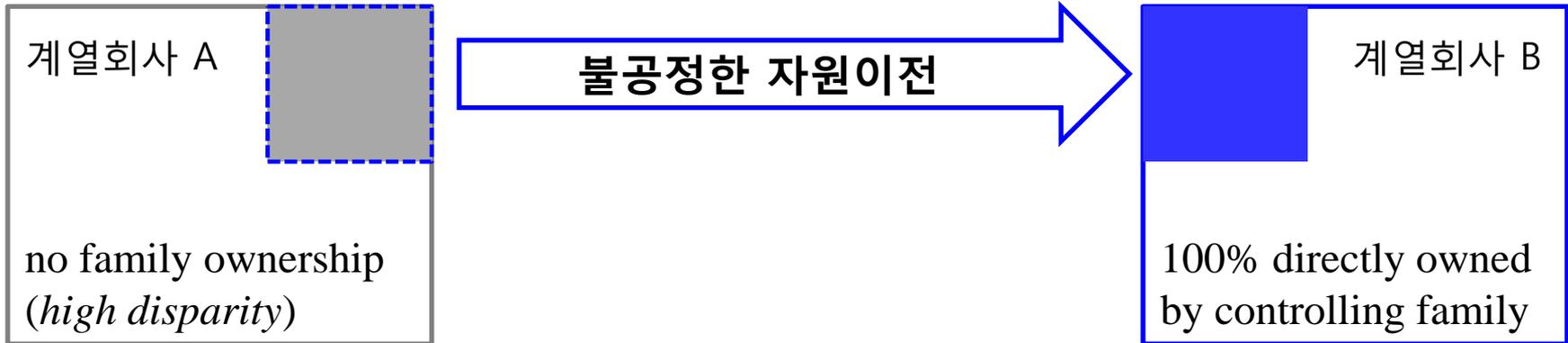
➔ 지배주주에 대한 직접적인 **사법적** 규제/조치는 **매우 제한적**인 현실

대규모기업집단이 국가경제에 큰 기여를 하고 있다는 범국민적 정서 tunneling이 계열회사를 희생시키는 기업범죄라는 사회적 인식 부족

인용: “대규모기업집단의 소유지배구조: 평가와 전망”, 한국증권학회 2015년도 제3차 증권사랑방

### [3] 실효적인 개선방안은?

- 사법적 규제/조치를 강화하는 것이 대안인가? **No!!!**



- **희생**된 계열회사 A의 기업자원 또는 외부주주의 부를 **회복**해 주는 것이 "소수주주 권익보호"라는 기업지배구조의 본질에 가장 충실한 해결책임
- 누가 보상해 줄 것인가? 사적 이익을 편취한 지배주주(일가)의 책임  
**높은 cost**를 발생시킴으로써 사적 이익 편취 유인을 직접적으로 감소시킴

➔ 계열회사 A의 (외부)소수주주가 지배주주(일가)에게 손해보전을 청구할 수 있는 **민사적 구제수단의 다양화/활성화** 필요

# [3] 실효적인 개선방안은?

## ■ 주주대표소송 제도의 개선점

<상법 제403조제1항> 발행주식의 총수의 100분의 1이상에 해당하는 주식을 가진 주주는 회사에 대하여 **이사**의 책임을 추궁할 소의 제기를 청구할 수 있다

### SK 부당지원행위 사례

지배주주일가=이사

SK I

SK T

SK건설

SK C&C

55%지분을 보유한 지배주주일가가 사적 이익을 취함

지배주주일가≠이사

SK증권

SK E

SK N

지배주주에 대하여 주주대표소송을 제기 **X**

지배주주의 사적 편익 추구 유인을 보다 실효적으로 제한하기 위해서는?

기업집단에 대한 지배력을 이용하여 지배주주가 사적 이익을 편취하는 과정에서 계열회사의 기업자원 또는 외부주주 부가 희생된 것이라면, 계열회사의 이사뿐만 아니라 지배주주(일가)에 대해서도 책임을 추궁할 소를 제기할 수 있어야 함

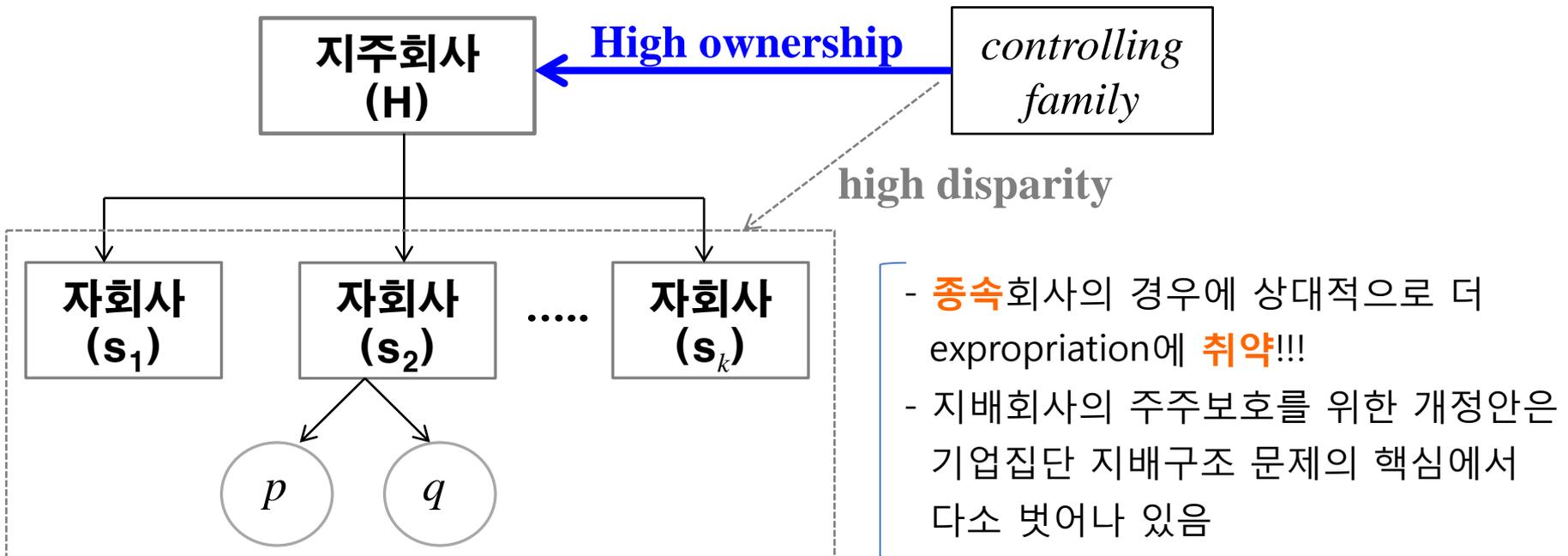
# [3] 실효적인 개선방안은?

## ■ 이종대표소송 개정안의 개선점

<2013년 이종대표소송의 도입을 위한 상법개정안 요약>

- 지배(지주)회사의 주주가 종속(자)회사 이사의 책임을 추궁하는 소를 제기
- 기업집단 단위의 경영에 따른 개별회사 이익침해 문제의 가능성을 반영
- 지배(지주)회사의 외부소수주주에 대한 보호가 핵심적인 문제

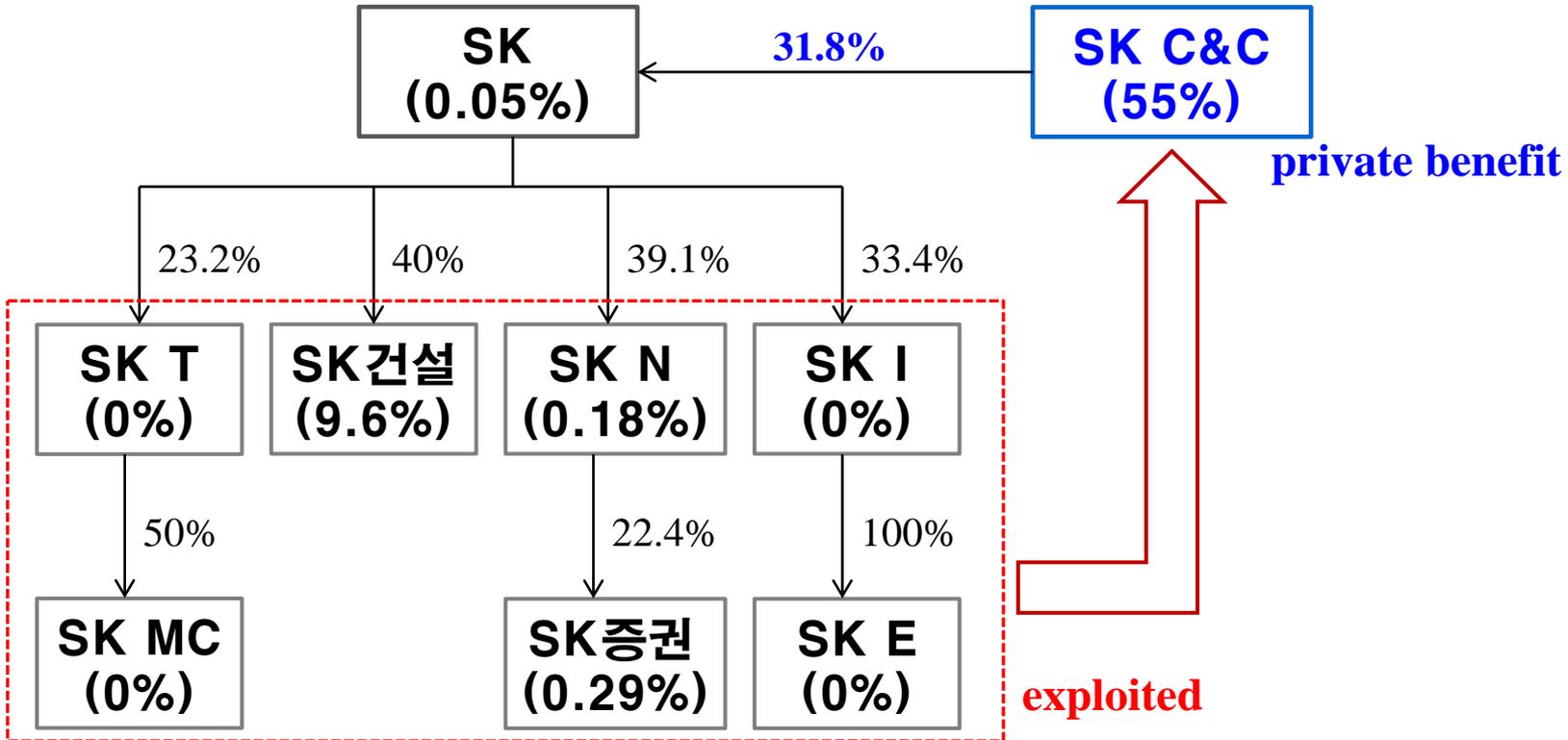
출처: 한국의 기업집단에서 이종대표소송과 주주의 이익보호 (황근수, 기업법연구 제30권제1호)



# [3] 실효적인 개선방안은?

## ■ 이중대표소송 개정안의 개선점: SK 부당지원행위 사례

자료출처: 공정거래위원회 기업집단 정보포털 (OPNI) 2011년 공시자료 기준, <http://groupopni.ftc.go.kr/ogroup/index.jsp>



기업집단의 지배구조문제, 즉 지배주주에 의한 대리인 문제를 반영하고자 한다면,

- 부당하게 이득을 취한 타 계열회사의 이사 또는 최대주주
- 궁극적으로 사적 이익을 편취한 지배주주까지 소송대상을 확장할 필요

## [4] 결론/정책적 제언

- 지배주주의 사적 이익 편취 유인을 보다 직접적으로 제한할 필요
  - 기업집단의 형태는 보편적이나 한국의 사적 편익 수준은 매우 높음
  - 높은 비용을 발생시켜 사적 이익 편취 유인을 보다 실효적으로 제한
  - 의무공개매수(mandatory offering)의 도입도 유사한 취지임

(인용: “대규모기업집단의 소유지배구조: 평가와 전망”, 한국증권학회 2015년도 제3차 증권사랑방 )  
이상적인 소유지배구조: 지배가문이 상장 지주회사의 안정적 지분을 직접 보유하고 나머지 회사들이 모두 이 상장 지주회사의 100% 자회사가 되는 형태 (유사사례: 신한금융지주)

- 다양한 민사적 구제수단의 활성화를 위한 제도적 여건 마련
  - 부당한 방법으로 희생된 기업자원과 외부소수주주 부의 회복
  - 사적 편익을 취한 지배주주에게 손실보전의 책임을 제기
  - 계열회사 외부주주를 보호/지배주주의 사적 편익 추구 유인을 제한함으로써 대규모기업집단의 지배구조 문제를 실효적으로 개선할 수 있을 것으로 기대