

KCGS Report

제8권 7호 | 2018. 7.

● ESG 동향

- 물적분할 기업의 후속 지배구조 개편 현황 분석	4
- 5% 이상 지분을 보유한 기업의 수와 기관투자자의 감시효율성	10
- 2018년 사외이사의 선임 현황 및 이사회 실태 분석	16

Global News

- 일본 보험회사, 석탄 관련 금융지원 중단 시작	23
- MSCI 차등의결권 정책에 대한 시장 동향	25

● 오피니언

- 기업집단 순환출자 해소의 법적 문제	27
-----------------------	----

물적분할 기업의 후속 지배구조 개편 현황 분석

송 은 해 선임연구원 (ehsong@cgs.or.kr)

- ▶ 최근 3년간 물적분할을 실시한 상장법인을 대상으로 신설 자회사 지분매각·합병·상장 등의 후속 지배구조 개편 현황을 분석함
- ▶ 분석사례 중 44.9%는 분할 이후 신설 자회사의 지분구조에 변화가 있었고, 이 중 71.4%는 존속회사가 신설 자회사에 대한 지배력을 상실한 것으로 확인됨
- ▶ 후속 지배구조 개편은 분할기일로부터 2개월 내에 집중적으로 발생했으나, 관련 계획이 분할 승인을 위한 주주총회 이전에 공시된 사례는 17.1%에 불과하였음

배경

- 상장법인이 물적분할을 실시하는 경우 분할되는 사업부문의 비상장화로 인해 소수주주의 권익이 축소될 우려가 있음
 - 물적분할은 분할주체가 신설회사 주식을 100% 소유하는 기업분할로서 분할 자체로는 연결재무제표에 미치는 영향이 없으며, 반대 주주의 주식매수선택권이 인정되지 않음
 - 그러나 기존 소수주주들은 신설 자회사의 주총 의결권을 갖지 못하므로, 자회사의 중대한 경영의사결정 사안에 대한 감시·견제 권한이 약화되는 측면이 있음
- 특히 물적분할 이후 존속회사가 신설회사 지분을 매각하거나 신설회사가 타 법인과 합병하는 등 지배구조 개편이 이루어지는 경우 분할회사의 사업포트폴리오에 중요한 변화가 생길 수 있으나, 소수주주들은 이러한 의사결정과정에 개입하기 어려움
 - 물적분할 이후에는 분할회사가 신설회사의 단독 주주가 되므로, 신설 자회사가 타 법인과 합병할 경우 주주총회에서 소수주주들의 승인을 받을 필요가 없음
 - 자회사 지분매각 역시 이사회 결의만으로 가능하므로 소수주주의 견제권이 미치기 어려움
 - 또한 분할 이후 지배구조 개편 과정에서 지배주주와 소수주주 간 이해상충이 발생할 수 있음에도¹⁾,

1) 이상훈, 2017.7.16., “회사분할과 주주간 이해상충, 부의 이전과 선관직무 - 삼성 SDS 사례를 중심으로”, 「한국증권법학회 하계 특별세미나」

현행법상 자회사의 이사에 대한 이중대표소송이 허용되지 않기 때문에 소수주주들이 부의 이전을 감시하기 어려워진다는 우려사항이 지적됨

- 위와 같은 문제제기가 합리적인지 판단하기 위해서 물적분할 이후 후속 지배구조 개편 현황을 살펴볼 필요가 있으나, 관련된 선행연구를 찾아보기 어려움
- 분할공시에 대한 주가 반응, 기업분할 이후의 각종 재무지표의 변화 및 시장에서의 초과수익률에 대한 다수의 연구결과가 있으나²⁾, 물적분할 신설회사가 100% 자회사로 유지되는 경우와 주주구성이 변화한 경우를 구분하여 분석한 사례는 확인되지 않음

분석 개요

- 최근 3년간 단순·물적분할을 실시한 유가증권시장 및 코스닥시장 상장법인을 대상으로 후속 지배구조 개편 현황을 분석함
- 2015년부터 2017년 12월 말까지 물적분할을 공시한 회사를 대상으로 하며, 공시 이후 분할 계획을 철회하거나 상장폐지된 회사는 분석 범위에서 제외함
- 분할 신설된 법인이 2018년 1분기말 현재 분할회사의 100% 자회사로 유지되고 있는지 여부를 살펴봄
- 신설 자회사의 지분구조에 변화가 있었던 기업들을 대상으로, 후속 지배구조 개편을 자회사 지분매각, 합병, 상장 등으로 유형화하여 각 유형별 빈도 및 사례를 분석함

상장법인 물적분할 현황

- 2015년 1월부터 2017년 말 사이에 보고된 물적분할 건수는 총 78건임(연평균 26건)
- 물적분할 건수는 2015년 이후 증가하는 추세에 있으며, 조사대상 기간 동안 유가증권시장 상장법인이 30건(38.5%), 코스닥 상장법인이 48건(61.5%)으로 나타남

〈표 1〉 최근 3년간 상장법인 물적분할 현황

구분	2015	2016	2017	계
KOSPI	6	13	11	30
KOSDAQ	11	17	20	48
합계	17	30	31	78

* 출처: 각 회사 회사분할결정 공시

2) 박경진, 신현한, 장진호, 2005, “기업분할과 경영성과”, 전략경영연구, 제8권 제2호, pp.81-104; 오현탁, 이현상, 전세환, 김종만, 2006, “기업분할이 기업가치에 미치는 영향에 관한 실증적 연구”, 산업경제연구, 제19권 제3호, pp.1027-1049; 강내철, 진태홍, 2012, “기업분할 방법과 공시효과”, 재무관리연구, 제29권 제1호, pp.57-80; 조용대, 김영하, 2015, “이사회의 기업분할 결정이 기업가치에 미치는 영향 분석”, 대한경영학회지 제28권 제1호, pp.179-201

- 총 78건 중 2개의 분할 자회사를 신설한 경우는 2건, 3개의 자회사를 신설한 경우는 1건이 있었으며 나머지 75건은 1개의 자회사를 신설함
- 분할의 목적으로는 '사업부문별 전문화를 통한 역량 집중, 경영 효율성 제고 및 책임경영체제의 구축'이 가장 빈번하게 제시됨
- 조사대상 법인 중에서 분할 신설회사가 2018년 1분기 말 현재까지 분할회사의 100% 자회사로 남아있는 경우는 43건(55.1%)이고, 나머지 35건(44.9%)은 신설 자회사에 대한 지분율에 변동이 있었던 것으로 확인됨
- 물적분할의 경우 분할되는 회사가 분할신설회사 발행주식의 100%를 배정받으므로 분할 직후에는 신설 자회사가 모회사의 완전한 통제 하에 있게 되나, 실질적으로는 후속 지배구조 개편에 따른 지분구조 변동이 활발히 발생하는 것으로 보임

후속 지배구조 개편 현황

- 신설 자회사의 주주구성이 변동된 35건을 대상으로, 분할 이후 발생한 지배구조 개편을 유형별로 분류하여 살펴보면 다음 표와 같음 (〈표 2〉 참조)

〈표 2〉 물적분할 이후 지배구조개편 유형별 현황

유형분류	종속회사 유지(A)	종속회사 제외(B)	합계(A+B)	비중
지분 일부 또는 전부 매각	2	20	22	62.9%
제3자배정 유상증자	4	1	5	14.3%
분할자회사와 타사 간 합병	1	1	2	5.7%
분할자회사 상장	2	0	2	5.7%
분할자회사 지분 현물출자	1	0	1	2.9%
청산 및 재흡수합병	0	3	3	8.6%
합계	10	25	35	100.0%

* 출처: 각 회사 공시자료 조사 및 사례 자체 분류

- 모회사의 지배력 유지 여부와 관련하여 신설 자회사가 분할회사의 연결대상 종속기업에서 제외된 경우가 35건 중 25건(71.4%)으로 다수를 차지했고, 지분율이 다소 감소하였더라도 여전히 경영권을 보유하고 있는 경우는 10건(28.6%)으로 나타남
 - 신설 자회사에 대한 지배력 상실은 기존 사업의 일부가 중단됨을 의미하므로 사업 포트폴리오 재편에 따른 기업가치 변동을 초래할 가능성이 높음
- 지배구조개편 유형별로 구분해 보면 신설 자회사의 지분을 일부 또는 전부 매각한 사례가 22건(62.9%)으로 가장 많았으며, 그 외 제3자배정 유상증자(5건), 합병(2건), 신설 자회사의 상장(2건), 현물출자(1건) 등의 방법이 활용되었음

- 제3자배정 유상증자 5건 중 2건은 투자유치 목적으로 전략적 또는 재무적 투자자에게 전환우선주를 발행한 사례이고, 1건은 산업 고유의 규제요건 충족을 위한 지분분산³⁾, 나머지 2건은 최대주주의 특수관계인이 단독으로 증자에 참여함⁴⁾
- 합병의 경우 상대회사는 동일 기업집단에 소속된 계열회사였으며, 2건 중 1건은 최대주주 및 특수관계인이 지분을 100% 보유한 회사와 합병한 사례임
- 분할 신설회사가 단독으로 상장하거나 상장예비심사를 청구한 사례는 2건 있었으며, 이 경우 결과적으로 신설 자회사는 존속회사와 상이한 주주구성을 갖게 됨
- 현물출자 사례는 존속회사가 해외법인을 인수하는 과정에서 신설 자회사의 지분을 현물 출자한 것으로, 그 결과 신설 자회사의 지위가 손자회사로 변경됨
- 기타 3건은 모두 회사의 회생절차 종결 시 부인권 소송 등을 계속 수행할 수 있도록 자회사를 설립한 사례로, 신설법인은 소송 등의 종료 후 존속회사에 다시 흡수합병되거나 청산한 것으로 확인됨

지분매각 사례 분석

- 지분매각 사례를 매각 사유에 따라서 구분해 보면 존속회사의 재무구조 개선, 부실 사업부 또는 비주력 사업부의 매각, 공동기업 투자 등으로 분류할 수 있음
- 22건 중 8건은 분할의 목적 중에 ‘재무구조 개선’ 또는 ‘재무건전성 강화’를 명시함
 - 자회사 지분 매각의 대가로 현금의 유입되므로 분할존속회사는 차입금 상환 등 재무구조 개선을 도모할 수 있음
 - 구조조정을 진행 중인 회사가 유동성 리스크를 완화할 목적으로 일부 사업부문 또는 사업장을 분할 매각하는 사례가 여기에 해당됨
 - 8건 중 2건은 계열회사에 지분 일부(50% 미만)를 매각하여 신설회사에 대한 지배력을 유지하였으나, 나머지 6건은 경영권 포함 지분을 외부로 매각하였음
- 22건 중 9건은 분할되는 사업부문의 매출실적이 악화되는 추세이거나 영업적자를 기록하고 있던 것으로 파악됨⁵⁾
 - 부실 사업부를 매각할 경우 전반적인 영업수익성이 개선되는 효과가 있으므로, 경영 효율성 제고가 용이해질 것으로 판단됨

3) 신용평가회사 인가를 위한 지분 분산 목적으로 전략적투자자 6개사를 대상으로 유상증자를 실시함

4) 1건은 분할회사 최대주주의 장남(신설 자회사의 대표이사)이 제3자배정 유상증자에 단독 참여(지분율 20% 확보)하였고, 다른 1건은 분할회사의 지배주주(대표이사)가 제3자배정 유상증자에 단독 참여하여(지분율 72.55% 확보) 분할회사가 신설 자회사에 대한 지배력을 상실한 사례임

5) 주요사항보고서 상 분할사업부문의 영업이익이 공시되지 않아 전수조사가 어려웠으나, 22건 중 18건은 정기보고서와 언론보도 등을 통해 확인할 수 있었으며 그 중 9건에 해당함

- 22건 중 2건은 분할회사의 사업재편 과정에서 핵심 사업에 역량을 집중하기 위한 목적으로 비주력 사업부문을 분할 매각함
 - 삼성전자의 프린팅 솔루션 사업 분할(2016년, HP에 매각), 삼성SDI의 화학사업 분할(2015년, 롯데케미칼에 매각) 사례가 여기에 해당되며, 두 회사 모두 분할공시와 함께 지분양도 계획을 사전에 공시하였다는 공통점이 있음
- 22건 중 1건은 조인트벤처 사례로, 분할회사는 해외기업과 공동약정을 체결하여 신설 자회사의 지분 49%를 매각하고 공동기업 지분으로 분류함
- 공시된 분할의 목적이 지나치게 추상적이거나, 지분매각 관련 정보가 충분히 공시되지 않아 매각의 목적을 파악하기 어려운 경우도 있었음

후속 지배구조 개편 시점

- 물적분할 승인을 위한 주주총회 개최일 전에 회사의 향후 구조개편 계획이 공시된 경우는 35건 중 6건(17.1%)에 불과함
 - 분할의 목적으로 신설회사 지분을 매각하여 재무건전성을 강화하고자 한다고 분할계획서에 명시하거나, 사업양도 계약 체결 사실을 사전에 자율공시한 사례가 포함됨
 - 상기한 6건 외 2개사는 분할계획서 상 신설회사 주식매도를 고려중이나 구체적으로 결정된 사항은 없다고 밝혔으나, 나머지 회사는 구조개편 계획에 대하여 언급하지 않음
- 후속 지배구조 개편은 분할기일을 기준으로 2개월 내에 집중적으로 발생함
 - 분할 이후 지분매각·합병·유상증자 등을 실시한 시점은 35건 중 68.6%(24건)가 분할기일로 부터 2개월 미만이었으며, 6개월 미만의 비중은 88.6%(31건)에 달했음 (〈표 3〉 참조)
 - 분할 직후 지분매각 등이 이루어지는 경우 사실상 물적분할은 후속 지배구조 개편을 위한 사전 조치로 해석할 수 있음
 - 상당수의 후속 지배구조 개편이 분할 직후에 이루어지고 있음에도 불구하고, 관련 계획이 분할 주주총회 이전에 공시되지 않기 때문에 주주들이 충분한 정보를 가지고 의결권을 행사 (informed voting)하기 어려운 것으로 판단됨

〈표 3〉 물적분할 이후 후속 지배구조개편 시점

구분	분할기일 전 ¹	1개월 미만	1개월~2개월	2개월~6개월	6개월 초과	계
건수	7	3	14	7	4	35
비중	20.0%	8.6%	40.0%	20.0%	11.4%	100%
비중(누적)	20.0%	28.6%	68.6%	88.6%	100%	-

¹ 자산양수도 계약 등을 체결한 시점이 분할기일보다 앞서는 경우임

* 출처: 각 회사 공시자료 및 사례 자체 분류

시사점

- 물적분할 이후 단기간 내에 신설 자회사의 지분구조 변동을 초래하는 지배구조 개편이 빈번하게 발생하는 것으로 확인됨
 - 최근 3년간 공시된 물적분할 78건 중 자회사 주주구성이 변화한 경우는 35건(44.9%)이 있었고, 그 중 25건(71.4%)은 존속회사가 신설 자회사에 대한 지배력을 상실함
 - 빈도가 높지는 않지만, 비상장 자회사가 된 신설법인이 지배주주의 친인척을 상대로 제3자배정 유상증자를 실시하거나 지배주주 지분율이 높은 회사와 합병하는 등 지배주주와 소수주주 간 이해상충이 우려되는 사례도 발견됨
 - 기존 주주들은 신설 자회사의 경영의사결정에 관여하기 어려우므로, 분할되는 사업부문의 비상장화로 인해 지배구조 투명성이 저하되고 소수주주들의 감시·견제 권한이 약화될 수 있다는 문제제기는 합리적이라고 판단됨
- 분할의 목적과 후속 지배구조 개편 계획에 대한 보다 공시가 보다 충실하게 이루어질 필요가 있다고 사료됨
 - 분할기일로부터 2개월 내에 신설 자회사의 지분구조가 변동되는 비중이 68.6%에 달했으나, 관련 계획이 분할승인을 위한 주주총회 이전에 공시된 비중은 17.1%에 불과했음
 - 특히 신설 자회사에 대한 지배력을 상실하게 되는 경우 사업 포트폴리오 재편에 따른 기업가치 변동이 발생할 가능성이 높음에도, 관련 계획이 공시되지 않는 경우 투자자들이 제반 상황을 충분히 고려하여 의결권을 행사하기 어려움

5% 이상 지분을 보유한 기업의 수와 기관투자자의 감시효율성

정 한 옥 연구원 (jhwook@cgs.or.kr)

- ▶ 2018년 6월, 기관투자자가 지분을 5% 이상 보유한 기업의 수가 많을수록 타겟 기업에 대한 감시감독 활동이 보다 효율적이라는 것을 밝힌 논문이 미국 Journal of Financial Economics에 게재됨
- ▶ 지분을 5% 이상 보유한 기업의 수가 많은 기관투자자는 경영진 교체 및 대량보유 공시 등에 있어 기업에 긍정적인 영향을 미치게 됨
- ▶ 이는 지분을 5% 이상 보유한 기업의 수가 많을수록 기관투자자가 기업의 지배구조와 관련된 정보를 수집하는 비용을 절감할 수 있으며, 또한 이러한 기관투자자는 주주권 행사 경험이 많음에 따라 외부 대주주로서 타겟 기업에 대한 효율적인 감시감독 활동이 나타나는 것으로 해석할 수 있음

검토 배경

- 최근 국내에서도 연기금 및 민간 기관투자자들을 중심으로 의결권 행사 외 주주활동 (Shareholder Activism) 사례가 증가하고 있음
 - 골프존의 2대주주인 KB자산운용은 골프존의 조이마루 사업부 양수 승인 건에 대한 취소 소송을 제기하여 이에 승소하였으며⁶⁾, 한국투자밸류자산운용은 투자기업 2곳에 배당성향 확대와 자사주 활용방안을 요구하는 주주서한을 송부함⁷⁾
 - 대한항공의 2대 주주인 국민연금은 지배주주 일가의 검찰조사 등과 관련하여, 회사의 입장표명 및 비공개 면담을 요청하는 주주서한을 송부함⁸⁾
- 상기 주주활동을 펼친 기관투자자들은 해당 기업의 지분을 5% 이상 보유하고 있으며, 주주 활동을 펼친 기업 이외에도, 다른 피 투자기업의 지분을 5% 이상 보유하고 있는 기업의 수가 다수 존재함
 - 2017년 사업보고서 기준으로, 국민연금이 5% 이상 지분을 보유한 기업의 수는 258개이며,

6) 대전지방법원, 2018.5.30., 판결, 2018가합102922

7) 한국투자밸류자산운용, 2018.5.3., “주주서한 전달”

8) 국민연금기금운용본부, 2018.6.5., “대한항공에 대한 공개서한”

KB자산운용 및 한국투자밸류자산운용이 5% 이상 지분을 보유한 기업의 수는 각각 31개, 23개임⁹⁾

- 이와 관련하여, 최근 학계에서 기관투자자가 지분을 5% 이상 보유하고 있는 기업의 수에 대해 연구한 논문이 Journal of Financial Economics에 게재됨¹⁰⁾
 - Jun-Koo Kang 외 2인은 회사에 대한 기관투자자의 감시감독 효율성이 기관투자자가 지분을 5% 이상 보유한 기업 수와 관련이 있다는 것을 밝힘
 - S&P 1500 지수에 포함된 기업들을 대상으로, 지분을 5% 이상 보유하고 있는 기업의 수가 많은 기관투자자일수록 회사에 대한 감사감독이 보다 효율적인지에 대해 분석함
- 본 논문은 기관투자자가 지분을 5% 이상 보유한 기업의 수가 타겟 기업에 대한 기관투자자 감시 효율성의 경로 중 하나임을 주장함
 - 기존의 연구들이 기관투자자의 특성에 초점을 맞추어 감시효율성을 분석한데 비해, 본 논문은 기관투자자의 특성에 상관없이 지분을 5% 이상 보유한 기업의 수 자체에 초점을 두어 기관투자자의 감시효율성을 분석함

실증자료 및 주요변수

- 본 논문은 1993년부터 2010년까지 S&P 1500 지수에 포함된 기업들을 대상으로 분석 하였으며, 기업-연도 표본의 수는 26,955개 임
 - Compustat, Center for Research in Security Prices(CRSP) 데이터베이스를 통해 표본기업의 재무적 데이터 등을 수집하였으며, ExecuComp 데이터베이스를 통해 표본기업의 경영진 정보를 수집함
- 표본기업을 보유하고 있는 기관투자자들에 대하여, 본 논문에서는 이들을 ‘Top1’, ‘Top5’, ‘Top10’ 3개의 범주로 나누어 분석함
 - Thomson Reuters Institutional Holdings(13F) 데이터베이스를 통해 주식 운용자산이 1,000억 원 이상인 기관투자자가 보유하고 있는 기업의 주식 등에 대한 데이터를 바탕으로, ‘Top1’, ‘Top5’, ‘Top10’ 3개의 변수를 설정함

9) 유가증권시장 및 코스닥시장에 상장된 모든 기업 중 기업인수목적회사와 해외기업을 제외한 12월 결산법인을 대상으로 2017년 사업 보고서에 명시되어 있는 ‘5% 이상 주주’ 및 ‘최대주주’인 기업 수를 기입함

10) Kang, J. K., Juan, L., and H. S. Na, 2018, “Are institutional investors with multiple blockholdings effective monitors?”, 『Journal of Financial Economics』, 128(3), 576-602

〈표 1〉 표본기업의 기관투자자 주주의 범주

구 분	내 용
Top1	표본기업의 지분율이 가장 높은 기관투자자
Top5	표본기업을 보유한 기관투자자 중에서 지분율이 상위 5개 기관투자자들
Top10	표본기업을 보유한 기관투자자 중에서 지분율이 상위 10개 기관투자자들

출처 : Kang, Luo, and Na (2018)

□ 또한, 기관투자자가 지분을 5% 이상 보유하고 있는 기업의 수 자체가 기업에 대한 감시감독 효율성에 미치는 영향력을 분석하기 위해 ‘Residual Blockholdings’을 산출하고, 이를 실증 분석에 적용함

- 기관투자자가 실제로 지분을 5% 이상 보유하고 있는 기업의 수(Raw Blockholding Number)와 기관투자자의 보유주식 평가액(Institution’s Total Market Value of Equity Holdings)간의 강한 상관성 등으로 인해 연구결과가 왜곡될 수 있음에 따라, 이를 통제하기 위해 아래의 회귀분석 식을 이용하여 나온 잔차를 ‘Residual Blockholdings’로 설정한 후에, 이를 실증분석에 사용함

$$\bullet \ln(1 + \text{Raw Blockholding Number}) = \alpha + \beta \times \text{Institution's Total Market Value of Equity Holdings} \quad (1)$$

경영진 교체와 5% 이상 지분을 보유한 기관투자자와의 관계

- 본 논문에서는 로짓분석을 통해 기관투자자가 지분을 5% 이상 보유한 기업의 수가 경영진 교체(CEO Turnover)¹¹⁾에 있어 어떠한 영향을 미치는지 분석함
- 경영진 교체는 지배구조 개편에 있어 가장 영향력 있는 주주권 행사임과 동시에 주주가치에 가장 영향력을 많이 미치는 의사결정이라는 선행연구¹²⁾를 바탕으로, 경영진 교체가 발생한 경우와 그렇지 않은 경우를 구분하여 분석함
- 로짓분석 결과, 기관투자자가 지분을 5% 이상 보유한 기업의 수가 많을수록 경영진 교체에 보다 유의한 영향력을 미치는 것으로 나타남
- 전반적으로, 해당 기업 외 다른 피 투자기업 지분을 5% 이상 보유한 수가 많을수록 경영진 교체에 더 큰 영향을 미치는 것으로 나타남
- 나아가, 1) 동일산업 내 다른 기업의 지분을 5% 이상 보유한 기관투자자, 2) 대량보유 등에

11) 해당 논문에서의 경영진 교체는 동종업계 대비 저조한 성과를 보인 경영진을 강제적으로 교체한(Forced CEO turnover) 사건에 초점을 맞춤. 이는 자발적 교체 등의 사건에 의한 교란효과(Confounding effect)를 통제하기 위함임. 본문에서는 ‘경영진 교체’로 지칭함

12) Denis, D. J., D. K. Denis, 1995, “Performance Changes Following Top Management Dismissals”, 『Journal of Finance』, 50(4), 1029-1057; Bonnier, K. A., R. F. Bruner, 1989, “An analysis of stock price reaction to management change in distressed firms”, 『Journal of Accounting and Economics』, 11(1), 95-106

관한 사항을 3년 이내에 최소 1회 이상 공시¹³⁾한 기관투자자, 3) 경영진 교체 기업 외 타 기업들의 지분을 1년을 초과하여 5% 이상 보유한 기관투자자가 주주로 있는 경우 경영진 교체에 더 큰 영향력을 미치게 됨

- 이는 지분을 5% 이상 보유한 기업의 수가 많은 기관투자자는 기업에 대한 정보수집이 보다 용이하며 기업의 지배구조 개편 등과 관련된 경험이 많아, 그렇지 않은 기관투자자에 비해 경영진 교체에 보다 유의한 영향력을 미치게 되는 것으로 해석됨

□ 또한, 본 논문에서는 경영진 교체 발표 시점 전후로 기관투자자가 지분을 5% 이상 보유한 기업의 수가 주가에 어떠한 영향을 미치는지 분석함

- 경영진 교체가 된 기업의 주주인 기관투자자가 해당 기업 외 지분을 5% 이상 보유한 기업이 많을수록 그렇지 않은 기관투자자에 비해 보다 긍정적인 효과가 발생할 것이라고 예측함

□ 이를 분석하기 위해, ‘Multiple Blockholding’이라는 더미변수를 이용하여, 기관투자자가 지분을 5% 이상 보유한 기업의 수가 많을수록 긍정적인 효과가 발생하는지 분석함

- 경영진 교체가 발생한 기업들을 대상으로, ‘Top1’에 해당하는 기관투자자가 보유한 ‘Residual Blockholdings’가 기관투자자 표본의 중앙값보다 높은 경우는 1, 그렇지 않은 경우는 0으로 구분하여 분석함

□ 경영진 교체 전후 주가차이를 분석한 결과, 타 기업에 지분을 5% 이상 보유한 기관투자자가 주주로 있는 기업은 그렇지 않은 기업에 비해 초과수익률(Abnormal Return, 이하 AR)과 누적초과수익률(Cumulative Abnormal Return, 이하 CAR)이 모두 높음

- 이는 지분을 5% 이상 보유한 기업의 수가 많은 기관투자자가 주주로 있을 때 경영진이 교체되는 경우, 기업가치 개선에 대한 기대가 시장에 반영되었다고 볼 수 있음

〈표 2〉 경영진 교체에 따른 주가반응차이 분석

구분	Multiple Blockholding = 1 인 경우		Multiple Blockholding = 0 인 경우	
	평균	중앙값	평균	중앙값
AR(0)	-0.1%	-0.1%	-0.9%	-0.4%
CAR(-1,0)	0.1%	-0.3%	-1.2%	-0.6%
CAR(-2,0)	0.1%	-0.2%	-1.4%	-0.6%
CAR(-1,1)	-0.7%	-0.4%	-1.2%	-0.4%
CAR(-2,2)	-0.8%	-0.7%	-1.8%	-0.5%
CAR(-3,3)	-0.5%	-0.3%	-2.8%	-1.4%

출처 : Kang, Luo, and Na (2018)

13) 13D 조항에 따라 미국증권거래위원회에 제출하는 보고서를 의미함(Schedule 13D Filing). 본문에서는 ‘대량보유공시’로 지칭함

대량보유공시와 5% 이상 지분을 보유한 기관투자자와의 관계

- 또한 본 논문에서는 기관투자자가 기업에 대한 대량보유공시(Schedule 13D Filing)를 할 때, 기관투자자가 지분을 5% 이상 보유한 기업의 수가 대량보유공시 해당기업에 어떠한 영향을 미치는지 분석함
 - 기관투자자가 지분을 5% 이상 보유한 기업의 수가 해당 기관투자자의 대량보유공시 전후로 추가반응에 어떠한 영향을 미치는지 분석함
 - 대량보유공시에 관한 최초 공시일을 기준으로, CAR(-30,5)에 대한 회귀분석을 실시함
- 회귀분석 결과, 지분을 5% 이상 보유한 기업의 수가 많은 기관투자자가 대량보유공시를 할 경우, 그렇지 않은 기관투자자보다 더 높은 초과수익률이 발생함
- 이러한 결과는 지분을 5% 이상 보유한 기업의 수가 많은 기관투자자가 대량보유공시를 할 경우, 기업에 대한 감시감독 효율성이 증가할 것이라는 기대가 시장에 반영되어 기업가치 측면에서 긍정적으로 평가되는 것으로 해석할 수 있음

결론 및 시사점

- 기관투자자가 지분을 5% 이상 보유한 기업의 수가 많을수록 타겟 기업에 대한 보다 효율적인 감시감독 활동이 나타남
 - 지분을 5% 이상 보유한 기업의 수가 많은 기관투자자가 주주로 있는 경우, 경영진 교체 및 대량보유공시가 기업에 있어 긍정적인 효과가 나타남
- 이는 지분을 5% 이상 보유한 기업의 수가 많을수록 지배구조 관련 정보수집 비용 절감 및 주주권 행사 경험이 많음에 따라 기업에 대한 효율적인 감시감독 활동이 나타나는 것으로 해석할 수 있음
- 본 논문의 결과가 주는 시사점은 다음과 같음
 - 주식 운용규모는 상대적으로 작지만, 지분을 5% 이상 보유한 기업이 더 많은 기관투자자가 기업에 대한 감시감독활동을 이행할 경우, 보다 효율적인 감시감독 효과를 기대할 수 있음
 - 최근 의결권 행사 외 주주활동을 펼친 KB자산운용과 한국투자밸류자산운용은 삼성자산운용 및 미래에셋자산운용보다 주식 운용규모는 작지만, 2017년 사업보고서 기준으로 지분을 5% 이상 보유한 기업의 수는 더 많음

- 또한, 지분을 5% 이상 보유한 기업의 수가 많은 국내 기관투자자가 상장기업 지배구조 개편에 긍정적인 역할을 하는 지에 대해 연구도 추후에 가능할 것으로 보임

〈표 3〉 2017 사업연도 기준 국민연금 및 기관투자자의 주식운용 규모 및 5% 이상 지분보유 현황

(단위 : 조 원, 개)

구분	주식운용 규모*1	5% 이상 지분보유 기업의 수
국민연금	131.1	258
삼성자산운용	15.6	4*2
미래에셋자산운용	13.5	6
KB자산운용	8.9	31
한국투자밸류자산운용	2.4	23

*1 : 국민연금을 제외한 자산운용사의 주식운용 규모는 영업보고서 상 지분증권 운용총액을 기입함

*2 : 삼성자산운용의 100% 자회사인 삼성액티브자산운용이 보유한 기업의 수를 기입함

출처 : 각 사 홈페이지 및 영업보고서

2018년 사외이사의 선임 현황 및 이사회 실태 분석

윤 소 정 연구원 (sjyoon@cgs.or.kr)

- ▶ 국내 유가증권시장 시가총액 기준 상위 100개사를 대상으로 이사회의 운영 실태 및 사외이사의 독립성, 다양성, 전문성 관점에서 조사를 진행하였음
- ▶ 사외이사의 장기연임, 독립성 훼손, 과다 겸임 등의 이슈에서 다수 문제가 있는 것으로 확인하였으며, 기업은 지배구조의 개선을 통한 주주 권리 강화를 도모할 필요가 있음
- ▶ 공시의 질적 측면의 충실도를 높여 주주와 기업 간의 정보비대칭 현상을 완화하고, 주주들과의 지속적인 소통의 장을 마련하는 것이 향후 기업 환경에 중요 요소로 작용할 것으로 예상함

서론

- 우리나라 이사회는 법률 개정(상법 제382조, 상법 제542조의8 등)을 통해 점차 선진화된 구조로 변모하고 있지만, 이사회의 운영 제도와 실태 간의 괴리가 발생하고 있음
 - 사외이사의 경우 아직까지 지배주주에 대한 독립적인 견제 역할을 수행하기보다는 업무에 필요한 경력 및 자질을 갖춘 자를 선임하여 보완하는 형식에 그치는 경우가 대다수임
 - 최근 불거지는 기업들의 지배구조 리스크 및 오너리스크로 인해 이사회의 역할이 더욱 강조되는 추세이며, 그 중 사외이사는 전문성의 기여 및 적절한 견제·감시 활동이 이루어져야 함
- 다수의 소액주주 권익 보호 차원 및 기업가치 훼손의 방지를 위해서 능동적인 사외이사의 역할이 대두되는 바, 독립성과 다양성 측면에서 실제 국내 기업들의 이사회 운영이 어떻게 이루어지고 있는지 분석하고자 함
 - 국내 유가증권시장 시가총액 상위 100개사를 기준(이하 KOSPI 100)으로 이사회의 실태 중 특히, 사외이사의 독립성(independence) 및 다양성(diversity), 전문성(expertise)의 관점에서 조사를 진행함¹⁴⁾
 - 2018년 정기 및 임시 주주총회에서 선출된 신규 사외이사의 현황과 2017년 기존 이사회

14) 이사회 정보는 금융감독원 전자공시시스템 참고

중 사외이사의 전반적인 사항을 비교 분석함으로써 문제점을 고찰하고, 향후 이사회 제도의 개선 방향을 논하고자 함

이사회 실태 파악

- KOSPI 100의 개별 기업을 대상으로 2017년과 2018년 이사회 구성을 비교하여 사외이사의 선임 및 퇴임에 따른 구성 변화를 좀 더 세밀히 살펴보고자 함
- 2017년 KOSPI 100의 전체 회사의 사외이사 수는 428명에서 2018년 439명으로 증가하였으며,¹⁵⁾ 이사회 구조는 사내이사 3명, 사외이사 4명으로 구성된 4/7 구조가 41%로 가장 많은 형태로 나타남¹⁶⁾

가. 사외이사 재임기간 현황

- 2018년 상반기 사외이사의 신규 선임 수는 93명, 재선임 수는 103명이며, 2017년 이사회 중 사외이사들의 최초 선임일로부터 평균 재임기간은 40.02개월, 2018년 이사회 중 사외이사의 변동(선임 및 퇴임)을 고려한 평균 재임기간은 29.79개월로 조사됨

〈표 1〉 KOSPI 100 이사회 운영 실태

(2018년 3월 31일 기준, 단위: 개, 명, 개월)

	오너기업	금융기업	공기업	오너 없는 기업	전체
전체 기업(KOSPI 100)	75	16	4	5	100
사외이사 선임 기업 수	58	15	3	3	79
사외이사 신규 선임 수	64	21	4	4	93
사외이사 재선임 수	75	25	0	3	103
최초 선임일로부터 평균 재임기간(2017 이사회)	43.75	29.56	30.12	29.29	40.02
최초 선임일로부터 평균 재임기간(2018 이사회)	32.44	19.69	23.86	25.79	29.79
장기연임 사외이사 수 (2017년 이사회)	33	2	0	0	35
장기연임 사외이사 수 (2018년 이사회)	23	3	0	0	26

- 기업 특징별로 큰 차이를 보이는데 2017년 사외이사의 평균 재임기간의 경우, 금융회사는 29.56개월, 오너 없는 기업은 29.29개월인 반면, 일반기업은 43.75개월로 나타나 평균 1년 정도 재임기간의 차이를 보임

15) 즉, 2018년 회사 1개별 평균 사외이사 4.39명 선임

16) 다음으로 5/9 구조 15%, 3/5 구조 10% 순으로 나타남

- 이는 ‘금융회사의 지배구조에 관한 법률’에 따라 금융회사의 사외이사는 장기연임(6년 이상)을 법적으로 금지하고 있으므로 상대적으로 재연임이 드물거나 연임하여도 연임 기간을 짧게 설정하여 사외이사의 turn over 주기가 빠른 것으로 파악됨
- 오너 없는 기업 역시 의사결정의 주체로서 합의체인 이사회역의 역할이 더욱 중요하므로 주요주주(주로 기관투자자)의 적절한 감시·견제를 통하여 내부경영진들과의 독립성을 확보할 수 있는 사외이사를 선임하여 투명성을 높이려는 유인이 큼
- 한국기업지배구조원 의결권 가이드라인에서는 사외이사의 신규 임기를 포함하여 연속 재임 연수가 7년(금융사는 5년)을 초과하는 자를 독립성 저해에 따른 결격 사유로 보고 있는 바, 가이드라인 기준에 따라 2017년 이사회에서 35명의 장기연임 사외이사(8.18%)가 존재하는 것으로 나타남
- 2018년 주주총회에서 장기연임 사외이사가 9명 감소(임기만료 및 중도사임)하여 평균 계산상의 극단치(outlier)가 다소 해소됨¹⁷⁾(단, 공기업 및 오너 없는 기업에서는 장기연임 사외이사가 존재하지 않았음)
- 최고 19년간 장기 재임 중인 사외이사가 존재하는 상장사가 있었으며, 10년 이상 사외이사로 재직할 자를 사외이사의 과반수 이상 보유한 상장사도 5개로 조사됨(모두 오너기업에 해당)
- 그러나 2018년 주주총회에서 장기연임이나 독립성 훼손 등을 우려한 사외이사 선임에 대한 안건 부결이나 주주 제안은 1건도 없었으며¹⁸⁾, 모두 회사측 원안 가결됨

나. 사외이사 겸임 현황

- 사외이사의 겸직 현황을 살펴보면 2017년 기준 79명(전체 사외이사 대비 18.46%), 2018년 103명(전체 사외이사 대비 23.46%)으로 집계됨
- KOSPI 100 기업 중 감사위원회가 없는 기업¹⁹⁾ 6개사(모두 오너기업)를 제외한 94개사에서 상법 제542조의11 제1항에 의한 감사위원회 설치 의무에 따라 사외이사의 수가 감사위원회의 2/3 이상 충족해야 함. 2017년 이사회 기준으로 전체 사외이사 중 310명(72.44%)이 감사위원직을 수행하고 있음
 - 감사위원은 사외이사의 전문성 및 당해 기업의 높은 이해가 필요한 업무로 시간과 노력이 많이 투입되므로 다수의 사외이사 겸직이 어려운 환경임
 - 더불어 상법시행령 제34조에서도 사외이사의 겸임을 최대 2개로 허용하고 있어 별도의 본업이 존재하는 사외이사의 경우, 여러 개의 겸직을 행하는 것이 물리적으로 어려운 상황

17) 2017년 이사회에서 장기연임 후 퇴임한 사외이사 9명의 평균 재임기간은 116.11개월(약 10년)로, 이들이 퇴임 후 2018년 이사회의 평균 재임기간이 상당히 단축되는 결과를 가져옴

18) 2018년 POSCO 정기 주주총회에서 주주제안 사외이사 후보가 안건으로 상정되었으나, 후보 자진사퇴로 안건 폐기됨

19) 기업 별도 자산 기준 2조원 미만인 경우 상법 제542조의10 제1항에 의한 상근감사제도가 필수적이나, 상법 542조의10 제1항 단서에 의해 상장회사 특례규정의 절에 있는 규정을 준수하여 감사위원회를 설치한 회사는 상근감사 설치가 의무사항이더라도 그것이 면제 가능함

이므로 사외이사의 충실도 측면에서 다수의 겸임은 우려 요소로 작용함

〈표 2〉 KOSPI 100 사외이사 겸임 현황²⁰⁾

(2017년 9월 30일 기준 및 2018년 3월 31일 기준, 단위: 명)

	오너기업	금융기업	공기업	오너 없는 기업	전체
겸직 사외이사 수 (2017년 이사회)	62	16	0	1	79
겸직 사외이사 수 (2018년 이사회)	84	16	0	3	103

다. 사외이사의 다양성²¹⁾

- KOSPI 100 기업을 대상으로 2017년 이사회의 사외이사들과 2018년 주주총회를 통해 신규 선임된 사외이사들의 선임배경(background) 및 전문성(expertise)을 살펴봄
- 사외이사 주요경력에서 여러 기관에서 근무한 경향이 있을 경우 항목별로 중복 집계하여 합산하는 방식을 사용함
- KOSPI 100 기업의 이사회에서 사외이사들의 경력사항을 〈표 3〉에 분석한 결과, 전·현직으로 활동 중인 교수출신 학계는 198명(35.48%)으로 가장 많았으며, 법조계 146명(26.17%), 정부관료 109명(19.53%) 순으로 많이 나타남
 - 감사원 출신 사외이사를 선임한 4개사를 살펴보면, 금융당국으로부터 고강도 세무조사가 진행중이거나 그룹사의 오퍼리스크가 존재하는 것으로 나타났음
 - 기업의 불공정 거래 행위를 규제하는 감독 업무를 수행하는 공정거래위원회 출신을 사외이사로 선임한 회사들을 살펴보면, 금융사 1개 외에 제조업 기반의 내부거래 비중이 높은 회사가 선임하는 경향을 보임
 - 금융기관에 대한 감시·감독을 하는 금융감독원 출신을 사외이사로 선임한 10개사 중 2개사 외에 모두 금융회사에서 선임하는 것으로 나타남
 - 전문성 기여도 측면에서 업종의 특징과 부합되지 않는 사외이사 선임의 경우로는 1) 제약회사에 해병대 사단장이 재임하는 경우, 2) IT회사에 성형외과 전문의가 재임하는 경우, 3) 식료품 유통업에서 기계공학과 교수가 재임하는 경우 등이 있었는데, 해당 공시 정보만으로 사외이사의 선임배경에 대한 주주들의 이해가 부족할 것으로 사료됨
 - 한국기업지배구조원 의결권 가이드라인에서는 사외이사의 독립성 저해의 결격사유 중의 하나로 회사의 특수관계인이거나 최대 5년 이내에 특수관계인이었던 자를 규정하는 바, 독립성 훼손이 의심되는 전직 임직원 또는 이해상충이 우려되는 사외이사를 선임한 경우는 12명으로 파악됨

20) 본업을 제외한 등기임원 기준으로 겸직 판단

21) 5페이지의 〈표 3〉 참조

〈표 3〉 KOSPI 100 사외이사 주요 경력 현황

(2017년 9월 30일 기준 및 2018년 3월 31일 기준)

대분류	소분류	사외이사 수(명)	소계별 비율 (전체 비율)(%)	기타 및 소계
학계	경영	81	40.91(14.52)	• 경영학의 세부 전공별로 재무·회계·마케팅 순으로 다수 차지 198(35.48%)
	경제	25	12.63(4.48)	
	공학	30	15.15(5.38)	
	법학	21	10.61(3.76)	
	의학	4	2.02(0.72)	
	행정	5	2.53(0.9)	
	기타	32	16.16(5.73)	
법조계	고문	50	34.25(8.96)	146(26.17%)
	대법관 및 재판관	3	2.05(0.54)	
	변호사	61	41.78(10.93)	
	판·검사	32	21.92(5.73)	
정부관료	장관	25	22.94(4.48)	• 금융공기업 세부 항목 - 한국은행 4 - 예금보험공사 4 - 한국증권금융 2 - 산업은행 1 - 수출입은행 1 109(19.53%)
	국세청, 관세청	21	19.27(3.76)	
	재정경제부	13	11.93((2.33)	
	금융감독원	10	9.17(1.79)	
	공정거래위원회	11	10.09(1.97)	
	감사원	4	3.67(0.72)	
	금융공기업	12	11.01(2.15)	
	국회의원	8	7.34(1.43)	
	군인	3	2.75(0.54)	
	기타	2	1.83(0.36)	
기업	금융권	32	42.67(5.73)	75(13.44%)
	비금융권	43	57.33(7.71)	
언론		11		11(1.97%)
회계·세무법인		19		19(3.41%)
총계		558		558(100%)

○ 2017년 이사회에서 임기만료 및 중도퇴임으로 인한 사외이사(70명)의 주요경력과 2018년 주주총회에서 신규 선임된 사외이사(79명)의 주요 경력을 비교해본 결과, <표 4>에 따른 대분류로 나누었을 때 32명이 동일한 직군에서 선임되었으며, 소분류로 나누었을 때에도 24명이 일치함

- 이는 사외이사 선임 시 기업에서 일정 직군별 후보군을 고려하여 사외이사를 선임한다고 볼 여지가 존재하며, 당해 기업에 직면한 환경에 필요한 전문성을 기여할 수 있는 사외이사를 선호하는 것으로 보임
- 유사한 전문성을 가진 다른 직군(예를 들어, 회계학 교수(학계)와 회계법인의 회계사(회계·세무법인))은 정확한 분류를 위해 매칭을 인정하지 않았기 때문에 실제 더 많은 매칭이 있을 것으로 보여짐
- 공기업의 경우 기업에 필요한 전문성을 확인할 수 있는 정보 공시가 부족한 실정이며, 일관된 직군의 사외이사를 선임하는 등의 추세는 확인되지 않음

〈표 4〉 KOSPI 100 선임 및 퇴임 사외이사의 직군 비교

(2017년 9월 30일 기준 및 2018년 3월 31일 기준, 건)

대분류	소분류	대분류 매칭	소분류 매칭
학계	경영	14	6
	경제		1
	공학		2
	법학		1
법조계	고문	7	-
	대법관 및 재판관		1
	변호사		4
	판·검사		-
정부관료	장관	6	-
	금융감독원		2
	공정거래위원회		1
	금융공기업		1
기업	금융권	5	1
	비금융권		4
합계		32	24

결론 및 시사점

- 국내 기업 시가총액 상위 100개사를 기준으로 기업 성격별 분류를 통해 이사회 구성 현황 및 2017년 이사회와 2018년 이사회 비교를 통해 독립성, 다양성 측면에서 실태를 조사함
- 한국기업지배구조원 의결권 가이드라인에서는 사외이사의 신규 임기를 포함하여 연속 재임 연수가 7년(금융사는 5년)을 초과하는 자를 독립성 저해에 따른 결격 사유로 보고 있으며, 이에 따른 사외이사가 약 8% 존재하는 것으로 나타나 주주의 이사회 감시(monitoring)활동이 더욱 요구됨
- 상법시행령에 따라 사외이사직의 겸임을 2개까지 허용하고 있으나, 사외이사 및 감사위원은 고도의 전문성 및 당해 기업의 높은 이해가 필요한 업무이므로 겸임의 개수로 판단하기보다는 겸임의 정도를 토대로 과도한 겸임을 우려 요소로 인식할 필요가 있음
 - 예를 들어, 지배주주 또는 회사가 출자한 재단 등에서 이사로 재직하는 자가 당해 오너기업의 사외이사로 선임되는 경우 이해상충의 여지가 있는 겸임이므로 사전적인 선임 배경에 대한 공시가 필수적이며, 그에 따른 주주권 행사를 할 필요가 있음
- 사외이사의 다양성 측면에서 기업은 일정 직군별 후보군을 고려하여 사외이사를 선임한다고 볼 여지가 존재하며, 당해 기업에 직면한 환경에 필요한 전문성을 기여할 수 있는 사외이사를 선호하는 것으로 보임
- 이사회 정보 파악할 수 있는 이사회 공시자료를 살펴보면, 공시 양식은 비교적 통일되어 있으나 기업별로 내용의 질적 측면에서 충실도의 차이가 상당히 큰 것으로 확인됨
- 사외이사의 중도퇴임이나 임기만료 등에 대한 고지가 해당 분기보고서에 제대로 반영되지 않으며²²⁾, 선별적으로 불리한 정보를 공개하지 않고 유리한 정보만을 기입하는 양태를 보이는 기업들이 다수였음
- 향후 주주들과 기업 간의 정보비대칭 상황을 완화할 수 있는 방법으로 공시의 질을 높이며 주주들과의 지속적인 소통의 장을 마련하는 것이 더욱 중요할 것으로 여겨짐

22) 그밖에 재직기간 기입에 있어 최초선임일을 기입하지 않고 재선임일로 적어 실제 재직기간을 파악하기 어렵게 하거나, 등기임원의 겸임을 미공시하는 등의 주요 정보들이 보고서에서 누락됨

Global News

1. 일본 보험회사, 석탄 관련 금융지원 중단 시작

- 일본 대형 보험회사인 다이이치 생명보험이 일본 금융기업 최초로 해외 석탄화력 발전소 건설에 대한 금융지원을 중단한다고 발표했으며, 연이어 일본 최대 보험사인 닛폰 생명보험도 석탄화력 발전소에 대한 투자 중단을 검토하고 있는 것으로 알려짐²³⁾
- 본 조치는 석탄 관련 프로젝트²⁴⁾에 대한 금융지원이 재정적·환경적으로 무책임하다는 인식에서 비롯된 것으로, 양사가 다양한 종류의 석탄 관련 프로젝트에 많은 양의 자산을 투자하고 있다는 점을 감안하면 ‘탈(脫)석탄’ 움직임 측면에서 일본에 매우 중요한 진일보가 이루어진 것임
- NRDC²⁵⁾는 이를 계기로 일본의 민간 금융기관 및 일본 정부에서 석탄 관련 금융지원 정책을 선진적인 해외 금융기관들과 동등한 수준으로 개정하고, 금융지원을 중단할 것을 촉구함
- 일본의 주요 민간은행은 석탄에 대한 금융대출·투자를 제한하는데 여전히 뒤쳐져 있음
 - 일본 은행들은 전 세계적으로 석탄 관련 프로젝트에 많은 자금을 지원하는 기관에 속함
 - 지난 3년간 석탄 관련 프로젝트에 대한 금융지원액이 미츠비시 UFJ 금융그룹은 44억 달러, 미즈호 금융그룹은 33억 달러, 미쓰이 스미토모 금융그룹은 9억 달러에 이름
- 일본 정부 역시 G7 국가 중 유일하게 공적금융으로 해외 석탄 관련 프로젝트에 금융지원을 하고 있음
 - 일본 정부는 세금을 재원으로 하여 일본국제협력은행(JBIC)과 일본국제협력기구(JICA)를 통해 일본 기업들²⁶⁾의 베트남·방글라데시와 같이 기후 변화에 취약한 일부 국가 내 신규 석탄발전소 건설사업에 보조금을 지원하는 형식으로 금융지원을 함
 - 해당 프로젝트에는 일본수출투자보험(NEXI)이 보험을 제공함
- NRDC는 일본 정부가 석탄 관련 프로젝트에 금융지원을 중단할 수 없는 이유에 대해 설명하지 않고 있다는 점을 지적하며, 일본의 선도적인 보험회사들이 석탄 관련 프로젝트에 대한 금융지원의 위험을 인정하고 변화한 만큼 일본 정부 및 민간 금융기관들도 석탄 관련 프로젝트의 폐해를 감안하여 이에 대한 금융지원을 중단할 것을 고려해야 한다고 주장함

23) Han Chen, NRDC Expert Blog, 2018.05.08., “Japanese Insurance Companies Begin Restricting Coal Finance”, [https://www.nrdc.org/experts/han-chen/japanese-insurance-companies-begin-restricting-coal-finance]

24) 예로 석탄 탄광 프로젝트, 석탄화력 발전 프로젝트 등이 있음

25) NRDC(Natural Resources Defense Council)는 비영리 국제 환경보호 시민단체로, 1970년에 설립되어 워싱턴 D.C., 샌프란시스코, 로스앤젤레스, 시카고, 베이징에 사무소를 두고 있으며 전세계 240만 명의 회원이 있음

26) Mitsubishi Corporation, Toshiba, Mitsui, Sumitomo Corporation과 같은 석탄 플랜트 개발 업체 및 장비 제조업체들이 있음

- NRDC가 참고할 만한 내용으로 언급한 사례는 다음과 같음
 - 유럽의 선도적인 금융기관들은 저탄소 경제로의 전환을 위한 장기 계획의 일환으로 석탄화력 발전소에 대한 금융투자·대출 중단을 검토함
 - 영국계 금융그룹인 HSBC는 석탄을 대체할 만한 발전소가 없거나 발전소의 탄소 집적도가 낮은 일부 국가에 대한 한시적 예외를 제외하고 전 세계 석탄화력 발전소에 대해 금융투자·지원을 전면 중단한다고 발표하였음
 - 이외에도 네덜란드의 ING, 프랑스의 BNP Paribas, 독일의 Deutsche Bank 외 많은 기관들이 석탄 발전소에 대한 금융 정책을 개정함
 - 일본수출투자보험은 독일계 거대 보험사인 Allianz와 같은 민간 보험사의 사례를 참고할 필요가 있음
 - Allianz는 석탄 광산 및 석탄화력 발전소의 건설·운영에 대한 보험담보를 즉각 중단하며, 이와 같은 프로젝트에 대한 기존 계약들도 갱신하지 않는다고 선언함
 - 또한 투자회수 한계점을 개선하고, 500MW 이상의 신규 석탄 발전소 개발회사에 대해서는 자산을 회수할 예정임
 - 나아가 모든 석탄 관련 비즈니스 모델을 Allianz의 투자 및 보험 포트폴리오에서 단계적으로 완전히 제외하는 전사적 계획을 전개시키고 있다고 밝힘
 - 2017년부터 AXA, Zurich 및 SCOR 역시 일부 또는 모든 신규 석탄 관련 프로젝트의 보험 가입을 중단했으며, Swiss Re Plans도 이와 같은 정책을 곧 채택할 예정임

2. MSCI 차등의결권 정책에 대한 시장 동향

- MSCI²⁷⁾는 차등의결권을 보유한 기업에 대해 MSCI 지수 편입 비중을 조정하겠다는 취지의 검토의견서(Consultation paper)²⁸⁾를 지난 1월에 공개하였으나 의견서에 대한 검토를 10월 까지 연장할 것임을 발표함
 - 검토의견서에 따르면 차등의결권에 배분된 의결권 비율 내지 유통주식비율(free float)이 높아 의결권이 미치는 영향력(CVP: Company Voting Power)이 클 경우 지수 편입비중이 조정될 예정임
 - 검토의견서의 내역이 확정된다면 차등의결권을 도입한 Facebook, 구글의 모회사인 Alphabet, Snap, Dropbox 등이 큰 영향을 받게 됨
 - MSCI의 차등의결권 정책은 2017년 발표된 S&P Dow Jones 지수 및 FTSE Russell의 입장과 유사한 맥락으로 볼 수 있음²⁹⁾
 - S&P Dow Jones 지수는 S&P 500을 포함한 S&P Composite 1500에서 복수의결권주식을 도입한 회사를 제외하는 정책을 발표하였으며, FTSE Russell 또한 무의결권 주식 내지 의결권 제한이 있는 주식을 발행한 회사를 지수 구성종목에서 배제하는 정책을 발표함
- MSCI의 엄격한 차등의결권 정책에 대해 기관투자자들의 의견은 일치하고 있지 않음
 - 1.2조 달러의 자산을 관리하는 유럽 최대 자산운용사인 Legal & General Investment Management(LGIM), Allianz Global Investors, 영국 투자협회(The Investment Association)는 MSCI의 정책을 지지하는 성명을 냄
 - MSCI의 차등의결권 정책을 지지하는 입장은 차등의결권이 형평성 문제, 적절한 지배구조 변경 및 승계에 방해가 되는 등 지배구조 리스크를 가지고 있을 뿐 아니라, 수익성 또한 담보되지 않는 점을 지적함
 - 반면 BlackRock 및 노르웨이국부펀드(NBIM; Norges Bank Investment Management)는 차등의결권에 엄격한 입장을 보이는 MSCI의 정책을 우려하는 입장을 표명함
 - 세계 최대의 자산운용사인 BlackRock은 사적 기구가 아닌 감독기관이 의결권에 대한 국제적 표준을 제정하는 것이 바람직하며, MSCI의 제안은 시장을 왜곡시킬 우려가 있다는 입장을 MSCI측에 전달함³⁰⁾

27) MSCI는 주식, 채권, 헤지펀드 관련 지수 및 포트폴리오 분석도구를 제공하는 기업으로서 MSCI가 제공하는 지수는 국제적인 자기 자본 포트폴리오의 성과를 측정하는 벤치마크지수로서 활용되고 있으며, Lipper data에 따르면 6,600억 달러 규모 이상의 passive fund가 MSCI 지수를 따르고 있음. 대표적인 지수로는 MSCI World 및 MSCI EAFE를 꼽을 수 있음.

28) 구체적인 내역은 MSCI, "Should equity indexes include stocks of companies with share classes having unequal voting rights?"을 참고하기 바람.; https://www.msci.com/documents/1296102/8328554/Discussion+Paper_Voting+rights.pdf

29) 구체적인 내역은 "S&P·FTSE Russell, 종류주식 발행 회사의 지수편입 검토의견 발표", CGS Report 2017년 7권 8호 참조.

30) 구체적인 내역은 BlackRock, "Re: Open Letter Regarding Consultation on the Treatment of Unequal Voting Structures in the MSCI Equity Indexes"(2018.4.19.)을 참고하기 바람.; <https://www.blackrock.com/corporate/literature/publication/open-letter-treatment-of-unequal-voting-structures-msci-equity-indexes-041918.pdf>

- 노르웨이 중앙은행(Norges Bank) 산하 자산운용기구로서 2018년 8월 기준 9,951억 달러의 자산을 운용하고 있는 노르웨이국부펀드의 경우 MSCI의 차등의결권 정책이 시장을 위축시킬 수 있고, Tech 기업 및 헬스케어 기업의 높은 성장률을 반영할 수 없다는 서한을 MSCI측에 전달함³¹⁾
- 네덜란드 지배구조포럼(Eumedion)은 경영권 방어수단으로서 차등의결권을 일시적으로 활용하는 경우는 인정해야 한다는 입장을 MSCI 측에 제안함
 - 경영권 방어수단으로서의 일시적인 차등의결권을 인정하고 있는 네덜란드의 체계를 차용하여 적대적 상황이 종료될 경우 불평등 구조를 해제한다는 조건부 차등의결권을 도입할 경우에는 MSCI지수 배제를 면제해야 한다는 입장을 표명함³²⁾

31) 구체적인 내역은 NBIM, "Consultation on the treatment of unequal voting structures in the MSCI equity indexes" (2018.5.31.)을 참고하기 바람; <https://www.nbim.no/en/responsibility/standard-setting/consultations/2018/consultation-on-the-treatment-of-unequal-voting-structures-in-the-msci-equity-indexes/>

32) 구체적인 내역은 Eumedion, "Subject: Eumedion's response to Consultation on the Treatment of Unequal Voting Structures in the MSCI Equity Index" (2018.5.23.)을 참고하기 바람; <https://www.eumedion.nl/en/public/knowledge-network/consultations/2018/2018-05-response-msci-consultation-unequal-voting-rights.pdf>

기업집단 순환출자 해소의 법적 문제³³⁾

송 태 원 변호사 (tws@cgs.or.kr)

- ▶ 순환출자는 지배주주의 지배권 강화를 위해 가공자본을 만들어 자본충실의 원칙에 반하고 일반주주의 지분율을 희석하여 실질적으로 주주평등에 반하는 문제가 있다.
- ▶ 순환출자에 대한 규제는 종래 공정거래법상 경제력집중 억제시책에서 주로 논의가 되었으나, 사전금지적 규제의 특성상 적용 예외를 두어야 하는 문제로 순환출자를 효과적으로 억제하는지 의문이 생길 수 있다.
- ▶ 공정거래법상 2013년 신규 순환출자 금지규제가 도입되고 최근 정부가 재벌 기업집단에 지배구조의 투명성, 책임성 확보를 주문하면서 종래 순환출자가 해소된 긍정적 측면이 있으나, 자발적 순환출자 해소 요청은 경제적 유인이 없는 기업집단에서는 실효성에 한계가 있다.
- ▶ 기업지배구조 개선을 위한 제어 수단은 그 목적달성에 효과성을 갖아야 하고, 현재 지배구조형성에 대한 경로의존성을 고려해야 하며, 이해당사자들의 이익을 조율할 수 있어야 한다. 순환출자 지분에 대한 의결권 규율 등 회사법상 제어수단은 규제의 경직성으로 인한 부작용을 줄이고 효과성을 높일 수 있다는 점에서 회사법상 의결권 제한 등의 방안을 논의, 마련하는 것이 필요하다.

순환출자의 의의 및 형성 배경

순환출자는 간단히 말하면 셋 이상의 법인이 물고 물리는 형태의 출자관계를 형성하는 것을 의미한다. 대표적인 것이 상호 연결된 환상형 출자구조이다. A법인 B법인에 출자하고, B법인은 C법인에 출자를 한 후 C법인이 다시 A법인에 출자하는 형태이다. A, B, C 세 회사가 있는데, A회사가 B회사의 지분 30%를 보유하고 B회사는 C회사의 지분을 30% 보유하며, C회사가 다시 A회사의 지분 25%를 보유한 상황에서 해당 기업집단 내 총수는 A회사의 지분을 5%만 확보하면 세 회사 모두에 대해 30%씩의 영향력을 행사할 수 있게 된다.³⁴⁾

우리나라 재벌 기업집단의 순환출자 형성은 1990년대 말 외환위기를 기점으로 증가하였다. 외환위기 이전에는 순환출자의 정도가 미미하였으나, 외환위기 이후 급속하게 증가한 것이다. 기업집단 삼성의 경우를 예로 보면 1997년 당시 기업집단 내 순환출자는 1건만 있었으나, 2012년 당시에는 14개의 순환출자가 존재하였다.³⁵⁾ 순환출자 증가 현상은 외환위기 이후 정부 정책에 기인하는

33) 본고의 견해와 주장은 필자 개인의 것이며, 한국기업지배구조원의 공식적인 견해가 아님을 밝힙니다.

34) 정완, 독점규제법상 대규모기업집단의 순환출자금지 및 그 개선 필요성에 관한 고찰, 『경회법학』 제49권 제3호, 2014, 106면.

측면이 있다. 당시 정부는 기업의 재무건전성 강화를 위해 부채비율을 200% 이하로 감소하도록 하는 정책을 추진하였는데 기업집단은 부채비율을 감소시키기 위하여 유상증자를 실시하였다.³⁶⁾ 유상증자를 하는 과정에서 전반적으로 시장의 자본여력이 높지 않은 점도 있고, 한편으로는 유상증자로 지배주주의 지분율이 희석되는 것을 경계했던 측면도 있다.

핵심 계열사(A)가 일반 주주로부터 자금을 조달하는 과정에서 지배주주의 해당 회사에 대한 의결권 지분은 희석된다. 지배주주는 경영권 방어를 위한 다른 수단이 없고 상호출자는 금지되지만 순환출자는 법으로 금지되지 않은 상황에서 기업집단 순환출자의 선택을 하게 되었던 것이다. 예를 들어 유상증자를 한 기업(A)이 계열사(B)에 출자를 하고 계열사(B)가 다시 계열사(C)에 출자를 한 상황에서 출자의 마지막 단계에 있는 계열사가 출자받은 돈으로 핵심계열사의 지분을 취득하는 경우 지배주주의 지분희석은 없어지게 된다.³⁷⁾ 구체적으로 자본금이 200억원이 있는 세 회사 A, B, C가 있다고 가정하자. A회사의 지배주주 甲은 A기업에 50억을 출자하여 25%의 지분율을 가지고 있다. 이러한 상황에서 A법인이 B법인에 100억원을 출자하고, B법인이 C법인에 다시 100억원을 출자하고, C법인이 다시 A법인에 100억을 출자할 경우 A법인의 자본금은 300억원으로 늘어나고, A법인의 지배주주 甲은 C법인이 A법인에 대하여 가지고 있는 지분에 대하여 의결권을 함께 행사함으로써 인하여 A법인에 대해 전체 50%의 의결권을 행사할 수 있게 된다.³⁸⁾

순환출자의 회사법 및 공정거래법상 문제점

순환출자의 폐해는 회사법적인 측면에서 자본충실의 저해와 지배구조의 왜곡, 공정거래법 측면에서 경제력집중의 야기로 살펴볼 수 있다.

먼저 회사법적 측면에서 보면, 앞에서 설명한 순환출자를 통해 A법인의 자본금이 증가하게 되는 것은 가공자본의 형성으로 자본충실의 원칙을 저해하고, 순환출자를 통한 가공자본의 형성은 당초 지배주주의 지배력을 강화하고 소수주주들의 지배권은 더 약화시키는 방향으로 지배구조의 왜곡이 일어난다. 지배구조 왜곡에 따른 구체적인 문제점은 순환출자를 통해 자신의 실제 출자 지분보다 높은 의결권 지분을 확보한 지배주주는 자신이 높은 지분을 가지는 회사에 대해 이익을 주는 경영 의사결정을 하려는 유인을 가지게 되며, 순환출자에 참여하는 회사의 경영진은 그 회사의 이익 내지 주주 전체의 이익을 위해 선관주의의무 및 충실의무를 다하지 않고 지배주주 일가의 경영권 유지 및 강화에 정도된 의사결정을 하게 된다는 것이다. 이러한 문제점은 일반주주의 이익이 침해되는 것으로 이어질 수 있다.³⁹⁾

35) 이은정·이수정, 대규모기업집단의 순환출자 형성 과정과 배경, 경제개혁연구소, 2013, 7면.

36) 김현중, 순환출자금지에 대한 최근 논의와 대안적 검토, 한국경제연구원, 2006, 21면.

37) 임영재·전성인, 기업집단의 순환출자: 시장규율과 감독규율의 역할, KDI, 2009, 7면.

38) 김정호, “순환출자의 회사법적 문제점”, 『경영법률』 제23권 제2호, 2013, 255면.

39) 천경훈, “순환출자의 법적 문제”, 『상사법연구』 제32권 제1호, 2013, 115-121면.

순환출자는 일반집중을 야기하여 공정거래법이 규율하는 경제력집중을 초래할 수 있다. 한 기업 집단 내에서 지배주주가 순환출자를 통해 실제 지분율보다 높은 의결권을 행사하는 것도 경제력집중의 현상이라고 볼 수 있으나, 공정거래법이 규율하는 경제력집중은 일반집중을 통한 재벌이 국민 경제에서 차지하는 비중이 높아지는 것을 규제하는 것이다. 그룹 내 계열사 간 출자는 기업집단 내의 부가 기업집단 외부로 나가는 것을 막고 출자를 통해 관계기업을 확장시킬 수 있는 수단이 되어 경제력의 일반집중을 심화시킬 수 있다.⁴⁰⁾ 대기업집단에 의한 경제력집중은 개별시장에서의 독과점화, 과도한 차입경영, 계열사 간 순환출자를 통한 무분별한 계열 확장 및 선단식 경영에 따른 재무구조의 악화, 그리고 중복과잉투자로 인한 국민경제 전체의 비효율을 초래하는 등 적지 않은 폐해를 낳게 되었다.⁴¹⁾

현행 순환출자 규제의 내용과 한계

회사법에서는 출자와 관련하여 완전모회사와 관계에서 자회사의 모회사에 대한 주식소유 제한, 회사가 다른 회사의 지분 10%를 보유한 경우 다른 회사의 해당 회사에 대한 의결권행사 제한 이외에 순환출자를 직접 금지 또는 제한하는 규정은 없다. 순환출자 규제는 공정거래법에 규정되어 있다.

순환출자금지는 2013년 당시 박근혜 정부가 경제정책방향 중 하나로 ‘대기업집단 계열사 간 신규 순환출자 금지’를 정하면서 입법화 되었다. 2014. 1. 24 일부 개정 공정거래법은 ‘제9조의2’를 신설하여 신규 순환출자금지 규정을 두고 있다. 당시 법개정 이유를 살펴보면, 순환출자는 지배주주의 지배력 유지 및 강화, 편법적 경영권 승계를 위한 방법으로 활용되는 등 경제력 집중에 따른 폐해를 유발하고 있다는 비판이 있었는데, 대기업집단 계열회사 간 신규순환출자를 금지함으로써, 대기업집단이 무리한 확장보다는 내실 있는 성장에 주력할 수 있도록 유도하려는 것이다. 회사의 합병·분할, 부실기업 구조조정 과정에서 채권단 합의에 따른 계열사의 출자나 증자로 신규순환출자가 발생하거나 기존 순환출자가 강화되는 경우 등을 순환출자 금지의 예외로 규정하고 일정기간 이내에 이를 해소하도록 함으로써, 기업경영의 현실을 반영함과 더불어 경제력 집중의 폐해를 최소화하려는 이유에서 법 개정이 되었다.

입법 과정에서는 순환출자가 금지되는 경우 적대적 M&A에 노출되고 기업구조조정에 필요한 인수 합병 등이 제한된다는 이유로 반대하는 재벌기업 측 입장과 순환출자가 경영권의 편법 승계 및 가공자본을 통한 기업집단 지배라는 소유와 지배관계의 괴리를 초래하므로 종래 순환출자관계를 해소시켜야 한다는 경제개혁연구소 등 시민단체 입장이 대립되었다.⁴²⁾ 국회에서 논의를 거쳐 최종 입법은 대규모기업집단의 신규순환출자만 금지하고 순환출자 현황에 대해서는 공시를 하도록 함으로써 종래의 순환출자는 자율적으로 해소시키는 것을 유도하는 내용으로 확정되었다.

40) 함택동, “공정거래법상 출자규제에 관한 법적 연구”, 숭실대학교 박사학위논문, 2012, 17면.

41) 이호영, “독점규제법 5판”, 홍문사, 2015, 154-155면.

42) 이은정 외 1, “대규모기업집단의 순환출자 형성 과정과 배경”, 경제개혁연구소, 2013, 3-5면.

개정법의 주요 내용은 기업집단 자산총액 5조원 이상인 상호출자제한 기업집단에 속하는 회사는 순환출자를 형성하는 계열출자를 금지하는 것이다. 여기서 “계열출자”란 상호출자제한 기업집단 소속 회사가 계열회사의 주식을 취득 또는 소유하는 행위를 말한다. 다만 계열출자회사가 신주배정 또는 주식배당에 의하여 취득 또는 소유한 주식 중에서 신주배정 등이 있기 전 자신의 지분율 범위의 주식, 순환출자회사집단에 속하는 계열회사 간 합병에 의한 계열 출자는 제외한다.

공정거래법상 순환출자 규제에 대해서는 신규 순환출자금지는 현재의 경제력 집중 폐해를 시정하지 못하고 기업에 미치는 영향이 매우 미미한 제도일 뿐이라는 비판이 있다.⁴³⁾ 법상 규율대상은 신규 순환출자만을 대상으로 하고 이에 대해서도 예외규정들을 둬으로써 경제력 집중억제 효과를 체감하기 어렵다는 것이다.⁴⁴⁾ 이것은 기존 순환출자 고리에 대해서는 규율하지 못하기 때문이기도 하지만, 사전금지 규제라는 규제의 성격상 신규 순환출자 금지에 대한 어느 정도 예외사유들을 규정해야 했기 때문이다. 그리고 무엇보다도 순환출자 관계를 통해 이루어진 경제력집중 현상이 순환출자 고리를 끊는다고 해서 가역적으로 일반집중이 해소되는 것은 아닌 측면이 있다.

공정거래위원회의 기업집단 순환출자 자진 해소 요구의 긍정적 효과와 한계

새 정부 출범 후 공정거래위원회는 과거 박근혜 삼성물산-제일모직 합병으로 인해 강화된 순환출자 고리의 처리에 대한 종전의 법해석을 바로 잡았으며,⁴⁵⁾ 동시에 2017년 6월 4대 그룹 전문경영인과의 정책간담회에서 기업들에게 “스스로 선제적인 변화의 노력을 기울이고 모범적인 사례를 만들어 줄 것”과 2017년 11월 5대 그룹과의 2차 간담회에서 일부 기업들의 선도적인 노력을 평가하면서 자발적 개선에 더욱 분발하여 줄 것을 주문한 바 있다. 이러한 공정거래위원장의 자발적 개선에 대한 주문 후 기업들은 순환출자 고리를 해소하는 개선을 하고 있으며, 공정거래위원회는 2018년 4월 23일자 보도자료를 통해 “대기업집단, 지난 1년간 기존 순환출자 85% 해소”를 발표하였다. 직전년도 기업집단 지정일 2017년 5월 1일 및 2017년 9월 1일 이후 2018년 4월 20일까지 기업집단의 순환출자 내역을 분석한 결과 종전에 10개 기업집단의 282개 순환출자 고리가 있었으나, 2018년 4월 20일 현재 6개 기업집단의 41개 고리만 남아 있어 241개 고리(85%)는 해소가 되었다는 것이다.⁴⁶⁾ 이러한 순환출자 해소는 기업들이 자발적으로 복잡한 지배구조로 인한 불투명성 위험을 개선하려는 의지가 발현된 것이라는 점에서 긍정적으로 평가할 만하다. 기존 순환출자에 대해서는 해소의무가 법적으로 강제되지 않은 상황에서 공정거래위원회의 행정지도를 통해 법 개정 없이 순환출자가 해소되어 순환출자 상태로 있을 때의 가공자본 형성 문제 및 지배구조의 왜곡은 시정되었다고 평가할 수 있다.

43) 정완, 앞의 논문, 124면.

44) 정병덕, “독점금지법상 순환출자 규제에 관한 연구”, 『경영법률』 제25권 제4호, 2015, 365면.

45) 공정거래위원회 2017년 12월 21일자 보도자료 “공정우 전원회의, 순환출자 해석 기준 변경하기로 결정”

46) 공정거래위원회 2018년 4월 23일자 보도자료 “대기업집단, 지난 1년간 기존 순환출자 85”

다만, 순환출자 해소된 기업집단 들을 살펴보면 지주회사 체제로의 재편을 통한 경영권 승계의 과정에서 순환출자 해소가 이루어진 것을 확인할 수 있다.⁴⁷⁾ 즉, 과거 지배주주의 지분율이 낮아 경영권 방어가 필요한 상황에서 순환출자라는 수단을 사용하였지만, 이제 재벌기업들 입장에서는 지배구조가 복잡한 기업집단의 지배권을 간편하게 후계자에게 승계시키기 위하여 총수 일가가 지분율이 높은 회사를 지주회사로 전환하여 기업집단의 지배구조를 지주회사 체제로 재편을 하는 것이다. 이를 위해서는 지주회사 설립 전환 요건을 충족시키기 위하여 복잡한 순환출자 구조를 해소해야만 하므로 순환출자 구도가 해소된 측면이 있다. 이러한 지적은 실제 순환출자 고리가 해소된 대부분의 회사들이 지주회사로의 체제 개편을 한 회사라는 점에서 설득력을 갖는다.

공정거래위원회의 기업들에 대한 순환출자 고리 해소 등 자발적인 지배구조 개선 요구는 기업집단의 경제적 유인과 이해관계와 부합하는 경우 그 효과가 발생하고, 지주회사로 전환하지 않는 기업집단에 대해서는 순환출자 해소의 효과가 나타나기 어렵다. 이는 법적 강제가 없는 상태에서 기업들이 수조 원의 비용이 소요되는 순환출자 해소를 자발적으로 할 것을 기대하기는 어렵기 때문이다. 공정거래위원회는 지속적으로 재벌 기업집단의 자발적인 기업지배구조 개선을 요구하고 있으며, 지배구조가 불투명한 기업들에 대해서는 일감 몰아주기 규제를 강화하는 방안을 검토하겠다고 밝힌바 있다.⁴⁸⁾ 공정거래법상 출자규제는 법적 강제에 의해 운용이 되었는데, 행정지도 방식에 의한 규율은 종래 규제수단과 성격이 달라 시장에 친숙하지 행정지도에 응하지 않았을 경우 받게 될 효과에 현실적으로 불확실성이 있어 시장에 혼란이 생길 수 있다.

순환출자 해소를 위한 제어수단의 개선방향

순환출자 해소를 위한 제어방안은 사전적으로 순환출자를 금지하는 방안, 형성된 순환출자관계에 대해 사후적으로 의결권행사를 규율하는 방안이 있을 수 있다. 국내에서는 순환출자 규제를 공정거래법상 경제력집중 억제 시책으로 운용을 하는 행정규제 방식이 주로 논의되어 왔다. 그러나 명령, 강제 방식의 사전규제방식은 일정 부분 예외를 두어야 하고, 강제적인 규제가 적용되지 않는 영역에 대해서는 공정거래위원회가 현재와 같이 기업들의 자발적 시정을 요구하는 행정지도 방식으로 이루어질 수도 있다. 행정지도라는 것이 본래 법적 근거 없이 이루어질 수 있는 것이기는 하지만, 사업자의 협력은 임의적이어야 하기 때문에 강제성이 느껴지는 압박적인 수단은 사용하지 못하는 한계가 있다.⁴⁹⁾

기업지배구조법제에서 제어수단을 정함에 있어 폐해가 클 수 있는 부분을 막기 위한 경우에는 강제적 방식의 규제가 필요할 수 있으나, 지배구조의 형성은 과거의 경제상황, 법제도 하에서 기업이 진화, 변천해온 경로의존성이 있다는 점에서⁵⁰⁾, 기업지배구조의 원칙이 정립되고⁵¹⁾ 나서 해당 원칙을

47) 이러한 견해는 2018년 5월 3일 국회·경제정의실천시민연합이 공동 주최한 「문재인 정부 1년 재벌정책 평가 토론회」에서 토론자로 참여한 박상인 교수의 지적이다.

48) 조선비즈 2018. 7. 4.자 인터넷 신문기사 “잇따르는 재벌 지배구조 개편...김상조, 3차 대기업 간담회 연다” http://biz.chosun.com/site/data/html_dir/2018/04/02/2018040201620.html.

49) 김남진·김연태, 행정법 I, 법문사, 2018, 415면.

달성하는 수단에 대해서는 기업이 선택할 수 있게 하는 탄력성과 유연성을 주는 것이 필요하다.⁵²⁾ G20/OECD 원칙은 기업지배구조는 ‘투명하고 공정한 시장(fair market)과 효율적인 자원의 배분을 지향해야 한다.’는 대원칙을 제시하고 있다. 현행 회사법이나 지배구조모범규준 등에서 순환출자 규율에 대한 원칙이 만들어지지 않은 미비점이 있으나, 순환출자 현상에 대한 규제방안을 마련함에 있어서도 투명하고 공정한 시장 지향이라는 원칙과 이러한 원칙을 달성함에 있어 효율적인 자원 배분을 지향할 것이라는 원칙이 중시되어야 할 것이다. 행정규제로써 경제력집중 억제 시책에 치우쳤던 순환출자 규제는 회사법상 이해관계자들의 이익을 조율하는 관점에서 조명되는 것이 필요하다. 순환출자의 폐해는 지배주주의 지배력 강화를 위한 가공자본의 활용으로 일반 주주의 손해라는 점에서 실질적으로 자본충실과 주주평등의 원칙에 반하는 측면이 있다. 따라서 순환출자로 피해를 입는 당사자들이 이익제기를 하고 순환출자가 투명하고 공정한 시장 지향의 원칙에 반하는 경우 의결권행사가 제한되도록 하는 등의 회사법상 규율하는 방안을 논의, 마련하는 것이 필요하다.⁵³⁾

50) 임경인, “기업의 지배구조와 소유구조의 경로의존성”, 『기업지배구조리뷰』 Vol.55, 2011, 38-43, 45면.

51) G20/OECD Principles of Corporate Governance (2015), p.13.

52) 윤승영, “2015년 G20/OECD 기업지배구조원칙 개정의 특징 및 주요 쟁점의 비교분석”, 『상사법연구』 제35권 제1호, 2016, 390면.

53) 최준선, “순환출자기업 간의 의결권제한문제에 관한 고찰”, 『국제거래법연구』 제21편 제2호, 2012, 221면; 임영재·전성인, 앞의 논문, 43-47면은 그러한 대안으로 순환출자 현상으로 인해 자신의 지분가치가 희석되는 효과를 받는 소수주주가 주주총회 결의 취소 소를 제기하는 방안을 제시하고 있다.