企業 間 出資의 經濟分析: 代理人費用 對 "財閥效果"

河 嶢·李 根

한국의 企業集團(財閥) 총수는 계열사 출자를 통해 소수의 지분으로 다수의 기업을 통제한다. 이는 配當權(소유)과 議決權(통제) 간의 괴리로 인한 대리인 문제를 야기한다. 공정거래법상 出資總額制限制度는 총수일가의 최종소유비율(순지분율)을 높이거나 내부지분율을 낮추도록 작용하므로 소유와 통제의 괴리를 줄일 수 있다. 그러나 계열사 간 출자가 계열사 간 브랜드, 기술 등의 자원공유의 기초가 되고 총수가 가지는 집단내 감시효과라는 긍정적인 '財閥效果'도 같이 고려해야 한다. 이렇게 볼 때 공정위는 비용이 크고 그 효과도 불확실한 출자총액제도를 고집할 것이 아니라 법·제도적 개혁을 통해 사적 편익을 줄이는 집단소송제, 기관투자자의 의결권 행사, 기업지배권시장의 활성화 등 제도 개혁에 행정력을 집중하는 것이 옳다.

1. 序 論

수많은 사람들이 주주나 채권자로 투자를 하고, 해당분야의 전문적인 능력을 가진 경영진에 의해서 기업이 운영되도록 하는 주식회사제도와 기업공개 시스템은 위험을 분산하면서 대규모 자본을 동원할 수 있도록 하여 자본주의에 의한 거대한 생산력 증대를 가져왔다. 그러나 이러한 '所有(ownership)'와 '經營(management)'의 분리라는 조건에서, 회사의 지분을 100% 소유하고 있지 않는 한 전문경영자가 언제나 투자자들의 이익을 최우선으로 고려할 것이라고 기대할 수는 없다. 所有와 經營이 분리되어 발생하는 代理人問題에 대한 개선방안은 Jensen and Meckling(1976) 이래 지속적으로 제기되어 왔다. 그 대표적인 것은 감시기능을 강화하거나 경영자의 지분을 늘려서 외부주주와의 이해일치를 유도하는 것, 자본시장의 효율성을 강화하여 의사결정이 효율적으로 이루어지도록 유도하거나 企業統制權市場(corporate control market)을 활성화하여 비능률적인 경영을 통제하는 것 등이다.

그런데 系列社에 대한 출자로 지배력을 행사할 수 있는 경우에는 '配當權'(cash flow right)과 '議決權'(voting right) 간의 괴리가 발생하여 또 다른 대리문제가 발생할 수 있다는 사실이 주장되고 있다. La Porta *et al.*(1999) 등이 세계 각국의 기업소유구조를 조사한 결과 투자자보호(investor protection)가 미약하여 支配株主의 私的 便益獲得을 가능하게 하

는 법 · 제도가 지배적인 국가들에서는 支配株主가 있는 집중화된 소유구조 형태가 보편적이라고 한다. 또 동 연구는 집중화된 소유구조는 Dual Class Equity나 Stock Pyramids를 사용하여 支配株主가 소수의 지분만으로도 통제하는 경우가 빈번하다는 것을 보고하는데 이는 Bebchuk *et al.*(2000)이 말하는 少數者統制 企業構造(CMS: Controlling Minority Shareholder)로 모형화할 수 있다〔Bebchuk, Kraakman, and Triantis(2000): 이하 BKT(2000)〕. BKT(2000)의 분석은 所有와 經營이 분리되지 않은 支配株主를 가진 한국의 財閥體制에 대한 모형화로서, 所有와 經營의 分離를 전제하여 미국의 전문경영인 체제가 가져오는 문제점을 제시한 Jensen and Meckling(1976)에 비해 더 적실성이 있다고 볼 수 있다. 그러나 財閥의 系列社 出資에 대한 정책은 이런 부정적 측면뿐만 아니라, 財閥이 한국경제의 가장 중요한 성장동력이었고 여전히 한국경제의 주된 행위자로서 財閥의 성장 잠재력을 활용해야 한다는 점을 아울러 고려해야 한다. 所有支配株主의 개선이 긴박한 과제로 주장되고 있고 기업의 투명성과 책임성에 문제가 제기되고 있지만 이의 방법이 系列社 출자를 제한하는 것으로만 달성가능한 것인가는 아직 논란이 계속되고 있기 때문이다.

출자제한에 대한 이론적 주장이 찬반으로 나뉘듯이 이를 실증적으로 분석한 결과도 어느 일방의 주장을 지지하지는 않는다. 그러나 우리는 出資總額制限制度가 과연 현실적으로 많은 문제를 야기하고 있는 財閥의 所有支配構造를 개선하고 그동안 외면되어온 少額株主의 입장을 신장시킬 수 있는 제도인지를 검토할 필요가 있다. 현실적으로 소유구조의 문제점이 심각하다는 사실은 어느 누구도 부인하기 어려운 정도에 이르렀기 때문이다. 최근 재계 서열 3위의 SK그룹은 소규모의 외국계 펀드가 취한 주식매입에 의해 그룹 전체의 경영권이 위협을 받는 상황을 맞으면서 所有와 統制의 乖離를 가져오는 과다한 출자를 금지시킨다는 정책이 의결권 행사의 제한을 통해 외국자본에 경영권을 위협받을 수 있다는 예상치 못했던 면을 드러내면서 出資總額制限制度의 재도입을 둘러싼 논란을 가열시키고 있다.

본 논문은 기업 간 출자에 대해서 代理人 費用과 출자에 의해서 생기는 계열사 간 資源共有 가능성 등 긍정적 측면 즉 재벌효과를 같이 보아야 한다는 점을 지적한다. 또한 기업 간 출자가 적은 配當權을 가진 총수에게 많은 議決權을 행사할 수 있도록 함으로써 야기되는 代理人 費用도 결국은 이로부터 私的 便益(private benefit)을 수취할 수 있기 때문이라고 보고, 이 私的 便益을 줄이는 제도적 개선이 출자제한보다 근본적 해결책임을 주장한다. 즉, 少額株主 代表訴訟이나 集團訴訟制의 도입, 기관투자자의 의결권행사 활성화 등 주주권한의 보호장치들과 支配株主의 책임 엄격화, 企業支配權市場의 활성화는

기업 간 출자를 제한하지 않더라도 支配株主의 私的 便益을 감소시켜 少數者統制 기업구조를 유지한 유인을 제거할 수 있다.

우선 2장에서는 최근에 논란이 되고 있는 出資總額制度가 어떤 배경하에 도입되었으며 그동안 어떤 변천을 겪었는지를 살펴본다. 3장에서는 기업 간 출자가 야기하는 대리인비용이 어떤 식으로 발생할 수 있는지를 이론적 논문들을 검토하여 살펴본다. 4장에서는 企業 間 출자가 경영행태, 특히 投資決定에 미치는 영향을 內部資本市場에 관한 문헌들을 중심으로 살펴본다. 또 최근에 資源共有의 관점에서 많이 연구되고 있는 논의들은 장기적(long term)이고 동적(dynamic)인 관점에서 財閥出資의 효과를 분석하고 있는데 財閥集團의 일원이 됨으로써 얻게 되는 소위 "財閥效果"에 대한 검토들이 많은 관심을 끌고 있다. 이러한 영향이 존재한다면 순자산의 일정액 이상은 타계열사에 출자하지 못하게 하는 出資總額制限制度가 근본적으로 재검토될 여지가 있다. 여기서는 "財閥效果"가 과연 존재하는지를 실증문헌들을 중심으로 분석한다. 5장은 실증연구 결과로부터 살펴본 "財閥效果"가 존재할 경우 출자제한의 문제점을 살펴보는 것이고, 6장은 이제까지의 내용들을 요약하고 出資總額制限制度에 대한 정책적 시사를 제안한다.

2. 出資總額制限制度 關聯 爭點의 變遷

"외형적으로는 독립되어 있지만 실질적으로는 1인 또는 그 가족에 의해 소유·지배되어 자금, 인사, 경영 등 모든 면에서 일관된 체계하에서 복수의 시장에서 활동하고 있는 다수의 비관련 대규모 독과점적 기업들의 집단"(1)으로 표현되는 재벌 혹은 대규모 기업집단(2)은 해방 후부터 1950년대 말까지의 원조경제기에 형성되었다. 따라서 겨우 50여 년의 짧은 역사를 가지고 있지만 오늘날 동남아의 4마리 용들 중의 하나로, 또 OECD 가입국으로 비약적인 경제성장을 하게 된 배경에서 재벌이 차지하는 역할은 너무나 크다. 귀속재산의 불하와 미국의 원조를 바탕으로 성장한 재벌은 정부주도의 경제개발전략과 호흡을 맞추어 단기간에 엄청난 성장을 하였고 한국경제의 전부문에서 커다란 지배력을 행사하고 있다. 재벌집단이 경제에서 차지하는 비중이 증가함과 더불어 야기된 경제력

(1) 김균·김대환 외(1999, p. 17 이하).

(2) 독점규제 및 공정거래법 제2조와 동 시행령 제3조에서는 '기업집단'을 정의하고 있다. 그에 따르면 동일인관련자들이 당해 회사의 발행주식(상법 제370조의 의결권 없는 주식을 제외)총수의 100분의 30 이상을 소유하는 경우로서 최다출자자인 회사 또는 일정한 요건을 충족시키는 회사로서 당해 회사의 경영에 대하여 지배적인 영향력을 행하고 있다고 인정되는 회사를 말한다.

집중과 비효율적 경영, 전근대적 所有支配構造의 문제는 그동안 많은 연구자들에 의해 지적되었는데 정부에서는 공정거래법의 적용을 통해 이를 규제해 왔다.

그런데 정부와 재벌 간의 관계는 1980년대 이후 일련의 시중은행 민영화, 비은행 금융기관의 성장, 자본시장 개방 등 일련의 개방화 정책을 사용하면서 변모하기 시작했다[강명헌 · 김태기 · 이근(2002)]. 재벌이 금융부문으로 진출하여 일정한 지위를 확보하면서 실물부문 외에 금융부문에서까지 지배력을 행사할 수 있게 되자 정부(국가)에 대한 재벌의 자율성은 한층 증가하게 되었다. 이에 정부는 1986년 말 공정거래법을 1차 개정하여 재벌의 팽창수단이 될 수 있는 거래나 관행에 제약을 가하는 '출자총액제한' 등 경제력 집중 억제제도를 도입하고 대기업집단의 차입과 확장을 억지하는 내용으로 여신관리제도를 강화하였다. 출자총액제한제도는 대규모기업집단의 계열회사가 타회사에 출자할 수 있는 총액을 순자산의 일정부분 이내로 제한하는 제도인데 재벌집단들이 총수 등의 직접 출자보다는 복잡한 형태의 계열사 간 출자를 통해 규모를 확장시키고 있으므로 계열사 출자를 통한 재벌의 경제력 집중문제를 억제한다는 취지로 도입한 것이다.

한국기업 특히 재벌집단의 所有支配構造에 대한 문제제기는 이미 오래 전부터 지적되어온 것이지만 경제개발의 와중에서 재벌에 대한 자원의 집중적 공급을 통해 국민경제 전반의 성장을 추구한 정부의 정책은 이를 충분히 제어할 수 없었다. 그러나 전세계적인 경쟁의 압력 하에 소위 '글로벌 스탠더드'가 요구되는 상황에 이르러서는 더 이상 전근대적 所有支配構造를 유지한 채로 경쟁해 나갈 수가 없다는 것이 인식되었는데 1997년의 외환위기가 바로 그 계기를 제공하였다. 아직도 그 원인에 대한 통일된 해석이 내려지고 있지는 않지만 1997년 사태의 상당부분은 한국재벌의 위기에 취약한 所有支配構造에 기인한다는 점에서는 많은 학자들이 동의하고 있다. 외환위기 후 집권한 김대중 정부는 가업 · 금융 · 공공 · 노동부문 등 4대 부문의 개혁을 과제로 제시하였고 企業支配構造의 개선부문에 있어서도 획기적인 조치가 취해졌다. 또 최근 시민단체의 적극적인 활동에 힘입어 '少額株主운동'이 많은 관심을 모으고 있으며 少額株主의 권리보장을 통한 企業支配構造改善도 주장되고 있다. 企業支配構造改善이 필요한 이유는 재벌집단의 총수가 소수의 지분만 가진 채 계열사 간 출자를 통한 의결권을 확보하여 절대적인 통제권을 행사하는 데 문제가 있기 때문이다. 전문경영인이 존재하고 시장에서 기업가치가 즉각적으로 반영이 되며, 주주들의 권익에 반대되는 결정에 대해서는 주주총회나 이사회를 통해 교정방법이 있는 미국식의 支配構造와 달리 총수가 그룹 전체의 통제권을 보유하고 있는 재벌구조에서는 일방적인 의사결정을 제어할 방법이 존재하기 어렵다.

〈表 1〉에서 나타나듯이 총수의 지분은 3% 내외에 지나지 않지만 계열회사의 지분을

〈表 1〉 30大 企業集團 內部持分率 變動推移 (단위: %)

구분	1997.4	1998.4	1999.4	2000.4	2001.4
동일인	3.7	3.1	2.0	1.5	3.3
특수관계인	4.8	4.8	3.4	3.0	2.3
계열회사	33.7	35.7	44.1	36.6	35.2
자기주식	0.8	0.9	1.0	2.3	4.2
합계	43.0	44.5	50.5	43.4	45.0

資料: 공정거래위원회(2002).

통한 내부지분율은 45%에 이른다. 이는 나머지 주식들이 少額株主들에게 분산되어 있고 少額株主들의 권리가 제대로 보호되고 있지 않으며 기관투자가나 채권은행의 감시, 견제가 이루어지고 있지 않은 현실에서 총수의 독단적인 의사결정을 가능하게 하는 바탕이 되는 것이다.

본고에서 企業所有支配構造의 관점에서 주된 관심사로 삼고자 하는 것은 1998년 기업구조조정과정에서 폐지하였다가 다시 도입한 출자총액제한제도이다. 공정거래법 제10조의 출자총액제한제도는 대규모 기업집단 소속회사의 출자를 순자산액의 일정비율 이하로 제한하는 제도로 1987년부터 시행되어 1995년에 강화(순자산[3]의 25%로)되었으나 외환위기 직후인 1998년 2월에 폐지되었다. 이는 부채비율을 제한하는 정책을 사용하면서 재벌의 긴급한 자금조달을 허용할 필요가 있었고, 자본시장의 개방이 확대됨에 따라 유입된 외국자본으로부터의 경영권방어를 위해서도 일정 수준의 지분확보가 인정되었기 때문이다. 그러나 구조조정과정에서 재벌의 내부지분율이 다시 급증하는 등 폐해가 지적되자 1999년에 다시 도입하여 2001년 4월부터 시행하기로 하면서 한도초과분은 2002년 3월까지[4] 해소하기로 하였다. 〈表 2〉는 出資總額制限制度가 폐지된 후 순자산이 급증하였다는 사실을 보여준다. 이에 대해서는 부채비율 200%축소 정책에 대한 편법으로 증자를

(3) 공정거래법 제10조 제2항에서는 직전사업연도의 대차대조표에 표시된 자본총계와 자본금 중 큰 금액에서 직전사업연도 종료일 현재 당해 회사에 대한 계열회사의 출자금액(액면가 기준)을 뺀 금액을 순자산액으로 하고 있다.

(4) 이 유예기간이 경과하기 전에 재계의 요구로 출자총액제한에 대한 여러 가지 예외 조항이 신설되었다. 2001년 말의 개정에서는 출자총액제한제도의 적용대상을 자산 5조원 이상의 기업집단으로 축소함과 동시에 '동종업종 및 밀접한 관련업종'에 대한 출자의 경우 출자총액제한의 적용이 제한되거나 예외가 인정되는 사유가 확대되어 동 한도초과액 중 규제되지 않는 금액이 증가하였다. 김상조(2003)는 객관적 기준을 설정하기 어려운 예외인정 대상을 최소화·단순화하는 조건으로 출자총액제한을 30%까지 상향조정하고 초과분 해소시한을 향후 2년과 같은 식으로 설정하여 6개월 단위로 그 실적을 평가하자고 제안한다.

〈表 2〉 年度別 出資總額 및 純資産 變動推移 (단위 : 조원, %)

	1997.4	1998.4	1999.4	2000.4	2001.4
출자총액(A)[1]	16.9	17.7	29.9	45.9	50.8
(전년대비증가율)	(24.3)	(4.7)	(68.9)	(53.5)	(10.7)
순자산(B)[1]	61.3	59.2	92.0	139.6	142.8
(전년대비증가율)	(11.8)	(△3.4)	(55.4)	(51.7)	(2.3)
출자비율(A/B)	27.5	29.8	32.5	32.9	35.6

註: 1) 금융 · 보험업 영위회사를 제외한 수치.

資料: 공정거래위원회(2002).

사용했다는 지적이 제기되었고 증가된 자본금이 주로 계열사 간 출자를 통해 형성되었다는 비판도 나오게 되었다.

동일한 사실에 대해 서로 다른 입장에 서 있는 사람들의 목소리가 상반되는 것은 현실에서 비일비재한 일이다. 출자총액제한에 대한 논란도 지나친 규제라는 재계의 입장과 재벌개혁을 위해서 더 강화해야 한다는 입장이 팽팽히 맞서고 있다.[5]

김대중 정부하의 出資總額制限制度는 이처럼 많은 변화를 겪었으며 이에 대한 이해관계자들의 입장들도 여전히 수렴되지 않고 있다. 2003년 새로 집권한 노무현 정부의 재벌정책은 이전의 出資總額制限制度를 더욱 강화하면서 집단소송제의 조기도입, 상속증여세의 완전포괄주의 수용 등 시장질서의 확립과 투명성, 책임성의 강화를 더욱 강조하는 입장을 시사하고 있다. 재계는 폐지된 규제를 다시 도입하여 기업활동에 부담을 가져온다는 점에서 반대하고 있는데 그 근거는 다음과 같다[황인학(1999)]. 우선, 정책운용기준의 일관성이 결여되어 있고, 둘째, 내부지분율의 증가는 단기간내 부채비율을 감축하는 과정에서 발생한 일시적 현상이며, 셋째, 출자규제가 폐지되었던 기간(1998년-2000년) 중 30대 기업의 평균영위업종수가 20개에서 15.3개로 감소했고, 넷째, 출자규제는 글로벌 스탠다드와 배치되며 일본과 우리에게만 있는 제도이고,[6] 다섯째, 30대 그룹의 해소대상 출자초과분의 약 65%(9조원)를 주식매각이나 유상증자로 매각할 계획이므로 주식시장에 물량압박이 예상되고, 여섯째, 자본시장의 불완전성이 여전한 현실에서 신규 유망산업에 대한 대규모 투자를 어렵게 하고 효율적 자원배분과 이전을 저해하여 장기적

(5) 전자의 입장으로는 황인학(2001)을, 후자의 입장으로는 김기원(2002) 등을 참조할 수 있다.

(6) 황인학(1999)에 의하면 일본의 경우 순자산 300억엔 또는 자본금 100억엔이 넘는 기업에 대해 출자총액한도를 100%로 제한하고 있으므로 사실상 규제로서의 실효성이 없어 우리도 일본수준으로 규제수위를 재조정하거나 폐지하는 것이 바람직하다고 한다.

성장잠재력을 잠식할 우려가 있다는 것 등이다. 그런데 최근 공정거래위원회는 소유구조의 문제점을 개선하는 방법으로 配當權(cash flow right)과 議決權(voting right) 간의 乖離를 줄이는 정책을 사용하겠다는 입장을 처음으로 밝힌 바 있다.(7)

그런데 出資總額制限制度와 같은 규제정책을 시행하기 위해서는 사전에 동제도의 도입이 정당화되는 상황으로 계열사 간 출자행태의 문제점, 제도의 도입으로 달성하려는 목적의 정당성과 수단으로서의 적합성 등이 고려되어야 하고 어떤 규제의 도입이 필수적으로 야기하게 마련인 부작용을 검토해서 규제 도입시의 편익이 더 크다는 평가를 받을 수 있어야 한다. 하지만 아직 出資總額制限制度의 도입에 따른 이론적·실증적 검토는 불충분한 것으로 보인다. 다음 장에서는 최근 논란의 대상이 되고 있는 出資總額制限制度가 가져오는 문제점을 검토하기에 앞서 기업 간 출자가 가져오는 문제점으로 지적되어온 대리인비용에 관한 제이론들을 검토해 보자.

3. 企業 間 出資와 代理人費用의 諸理論

3.1. 所有-經營 分離의 代理人費用

3.1.1. 外部持分의 代理人費用: Jensen and Meckling(1976)

수많은 사람들이 주주나 채권자로 투자를 하고, 해당분야의 전문적인 능력을 가진 경영진에 의해서 효율적인 의사결정이 이루어지는 현대의 공개 기업시스템은 개인들 간의 단순한 결합으로는 도저히 달성하기 어려운 성과들을 낳아왔다. 그러나 '所有(ownership)'와 '經營(management)'의 分離가 소유자보다 전문적인 능력을 가진 경영자의 경영에 의해 기업의 가치가 증가하고 투자자가 받게 되는 성과배분도 향상되는 긍정적인 측면만 있는 것은 아니다. 경영자가 회사의 지분을 100% 소유하고 있지 않는 한 그는 외부자본(outside equity)이나 부채(debt)를 조달하고 외부의 투자자들을 대표하여 회사를 운영하게 되는데 이 경우 경영자와 투자자들이 모두 자신의 이익을 극대화하려는 동기에서 행동한다면 경영자가 언제나 투자자들의 이익을 최우선으로 고려할 것이라고 기대할 수는 없기 때문이다. 우선 이러한 문제를 기업의 소유구조(ownership structure)와 관련하여 본격적으로 모형화한 Jensen and Meckling의 논문을 벤치마크로 검토해볼 수 있

(7) 한국일보 2003. 4. 28자 보도에 따르면 강철규 공정거래위원장은 재벌지배구조 평가기준의 하나로 '총수 일가의 현금투입지분'과 '실제 행사 의결권'의 비율을 검토중이라고 한다. 4. 27자 공정위 보도에 의하면 2002년 4월 현재 상호출자제한을 받는 29개 민간기업 총수일가의 직접 보유지분은 평균 9.95%인 반면 계열사 보유지분을 통해 지배권을 행사할 수 있는 지분은 49.3%에 달한다고 한다.

다. Jensen and Meckling에 의하면 支配株主이면서 경영자인 소유경영자는 경영을 통해 기업가치를 증가시킴으로써 자신이 보유한 주식의 가치를 증가시킬 수 있고 비금전적인 私的 便益(특권적 소비)를 통해서도 이익을 얻을 수 있는데 양자는 서로 상충관계에 있다. 즉 私的 便益을 증대시키면 시장에서 평가되는 기업가치는 줄어들고, 기업가치를 증대시키려면 私的 便益을 줄여야 한다. 따라서, 경영자는 양자의 적절한 조합을 통해서 자신의 효용을 극대화시킨다. 따라서, 경영자가 일부 지분만을 보유한 경우에는 100% 지분을 보유한 경우에 비해 더 많은 특권적 소비를 추구할 유인이 있어 대리인비용이 발생한다. 마찬가지로 경영자가 채권자들로부터 자금을 조달받아 경영할 경우에는 부채의 대리비용이 발생한다. 그런데 외부지분의 이용은 代理人 費用을 수반하여 기업가치가 하락하므로 외부투자자들이 代理人 費用의 문제를 고려하게 된다면 이전보다 낮은 가격으로 주식을 평가하게 된다. 따라서 소유경영자는 100% 자기자본을 이용할 때보다 낮은 가격으로 주식을 매각할 수밖에 없고 代理人 費用의 일부를 자신이 부담해야 한다.

즉 代理人 費用의 문제는 경영자의 외부주주에 대한 도덕적 해이(moral hazard)에서 발생하는 것이므로 이를 줄이려면 경영자와 외부주주 간의 이해관계가 일치하도록 하거나 감시 · 통제장치를 강화할 필요가 있다. 그런데 이는 기업의 주식이 고루 분산되어 특정인(집단)에 의한 배타적 통제가 어렵고 전문적인 경영자가 존재하는 미국과 같은 企業所有支配構造에서는 타당할 수 있지만 La Porta *et al.*(1999)에서 보여지듯이 의결권의 집중으로 배타적인 통제를 목적으로 하는 所有支配構造하에서는 그대로 통용되기 어렵다. 또 여기서 대리인 문제의 해결책은 경영자가 외부주주의 이해를 반영하도록 지분을 많이 보유하는 것인데 이는 私的 便益이 과도하기 때문에 支配株主가 기업운영을 좌우할 수 있는 정도로 많은 지분을 보유하게 되는 문제에 대해서는 적절한 답을 주기 어렵다. 또 미국과 달리 지배구조의 문제가 심각한 나라에서는 支配株主의 전횡으로부터 주주의 권한이 보호되는 제도적 장치가 미비되어 있고 기업가치의 하락에 대해 즉각적인 반응이 일어나는 자본시장의 효율성이 부족하며, 기업지배권시장을 통한 경영권교체도 사실상 불가능에 가깝다.

支配株主가 강한 통제권을 가지고 있는 경우는 La Porta *et al.*(1999)에서 나타나듯이 투자자보호가 미약하여 지배 주주의 私的 便益[8] 획득을 가능하게 하는 법 · 제도가 지배적인 국가들에서 많이 나타나는 것인데 우리의 경우 기업의 所有支配構造가 폐쇄적이고 집중되어 있으며 이윤극대화보다는 기업집단의 규모극대화가 나타난다는 점에서

(8) 언론에서 자주 보도되는 계열사 간 주주대출이나 접대비, 판공비를 이용한 개인적 지출의 비용처리 등이 그 대표적인 예가 될 것이다.

Bebchuk(1999)의 모형이 더욱 적실성을 가진다. 아래서 살펴보겠지만 Jensen and Meckling의 전제에서 출발하는 모형들이 가지는 한계 중 하나는 支配株主(경영자)의 지분확대가 가져오는 문제점을 고려하지 않는다는 것인데, 이는 支配株主의 소유비율이 아무리 낮아도 그의 통제권은 안전하다는 가정에서 비롯된다. 또 Jensen and Meckling은 재벌의 계열사 출자와 같이 그룹내의 타회사를 이용하여 지배력을 유지, 강화하는 우리의 현실을 설명하는 데는 한계를 지닐 수밖에 없는데, 우선 Jensen and Meckling(1976) 모형을 기업 간 출자와 관련하여 확장시키고 있는 위정범(2003)을 검토해 보자.

3.1.2. 所有經營者(統制者)의 努力을 考慮하는 境遇: 위정범(2003)

위정범은 경영자가 기업의 지분을 모두 보유하고 있지 않은 상황에서 발생하는 외부지분의 대리인문제에 계열사출자가 미치는 영향을 분석한다. 소유경영자는 계열사출자를 통해 자회사의 통제를 강화하여 사적수입을 증가시킬 수 있다. 즉 사적수입이 출자지분의 함수가 된다. 또 위정범은 계열사의 수익률이 모기업 경영자 노력의 함수라는 것을 가정한다. 그 결과 사적수입의 증가는 경영자의 노력을 증가시키는 효과를 가지므로 Jensen and Meckling(1976)에서와 달리 대리문제를 완화시키는 방법이 될 수 있다. 사적수입을 얻기가 용이할수록 경영자가 기업실적을 향상시키려는 유인이 증가할 것이기 때문이다. 따라서 계열사출자의 증가는 사적수입의 증가, 투입 노력의 증가를 가져오므로 대리문제를 완화시키는 영향이 있다. 그러나 사적수입 획득이 용이하게 되면 대리문제가 완화되는 수준을 넘어 사회적으로 비효율적인 수준까지 노력을 투입하는 문제가 발생할 수 있다. 위정범에 의하면 이 경우 당국은 적절한 정도의 계열사 간 출자규제를 도입함으로써 대리인문제를 해결하여 사회적으로 효율적인 수준의 노력을 투입하도록 유도할 수 있다는 것이다. 그리고 모기업이 사적수입을 얻을 수는 있으나 일정한 제약이 따르는 경우 재벌은 규제강도에 따라 상이한 선택을 하게되는데 ① 계열사 간 출자가 엄격하게 규제되는 경우 계열사 간 출자를 하지 않고 모기업도 투입 노력을 증가시키려 하지 않아 대리문제가 존속되고, ② 계열사 간 출자규제가 느슨하다면 출자와 모기업의 노력 투입을 증가시킨다. ③ 모기업이 사적 수입을 얻기 불가능한 상황에서는 계열사 간 출자를 하지 않고 모기업의 투입 노력도 증가되지 않으므로 대리인 문제는 존속된다. 위정범은 계열사의 성과에 모기업의 노력 투입이 영향을 주는 모형을 가정함으로써 Jensen and Meckling이 고려하지 못했던 계열사 출자의 문제를 검토할 수 있었다. 그러나 配當權과 議決權 間의 구분을 하지 않음으로써 양자의 간극이 야기하는 문제를 분석할 수 없었다. 이는 다음에 다루는 BKT에서 명시적으로 고려하고 있다. 또 위정범은 계열사 출자로 配當權과 議決權 間의 괴리가 가져오는 폐해를 고려하지 않음으로써 적정수준의 출자규제

가 투입 노력의 증가와 함께 대리문제를 완화시킨다는 결론을 도출하고 있다.

3.2. 配當權-議決權 間 乖離의 代理人費用

3.2.1. 私的 便益의 問題 考慮: Bebchuk, Kraakman, and Triantis(2000)

Jensen and Meckling(1976)은 支配株主의 지분비율이 아무리 낮아도 그의 통제권은 유지된다는 가정에서 전개되고 있다. 이 경우 支配株主(경영자)의 지분확대가 가져오는 문제점을 고려하기 여려운데 이러한 가정은 기업의 주식이 고루 분산되고 전문적인 경영자가 존재하며 시장이 효율적으로 작동하는 미국의 企業所有支配構造를 전제로 한 것이다. 즉 支配株主가 기업가치보다 私的 便益을 추구하면 대리비용이 발생하지만 결국 자본시장에서 이러한 사실이 반영되어 支配株主의 보유주식은 낮은 가격으로 거래되고 외부지분을 통한 자금조달이 어렵게 된다. 또 기업지배권 시장이 작동하게 되어 경영권이 시장에서 거래될 수 있게 되면 저평가된 기업을 인수하려는 시장의 압력을 통해 자연히 支配株主의 私的 便益 追求는 줄어들게 된다. 그러나 La Porta *et al.*(1999)에서 보여지듯이 의결권이 집중되어 배타적인 통제가 이루어지는 所有支配構造하에서는 이러한 방식이 통용되기 어렵다.

주식이 분산되어 있지 않고 支配株主가 강한 통제권을 가지는 형태는 투자자보호가 미약하여 支配株主의 私的 便益 獲得을 가능하게 하는 법 · 제도가 지배적인 국가들에서 많이 나타나고 있다. 우리의 재벌처럼 총수일가와 계열사에 의결권이 집중되어 대다수 少額株主의 의견이 반영되기 어려운 경우는 의결권의 집중이 가져오는 폐해를 잘 설명해주는 Bebchuk(1999)의 모형이 더욱 적실성을 가진다. 또 BKT(2000)는 미국 외의 나라들에서는 기업의 통제권이 소수에게 집중된 경우가 만연하다는 것을 인정하면서 특히 配當權(cash flow right)과 議決權(voting right)과의 乖離가 가져오는 문제점들을 이론화하고 있다. 미국과 달리 전문경영인 위주의 所有支配構造가 제대로 정착되지 않은 많은 국가들에서는 BKT(2000)이 표현한 대로 소수의 지분만으로도 기업집단 전체를 통제하는 少數者統制 企業構造(CMS: Controlling Minority Shareholder)를 보이는 경우가 많다. La Porta *et al.*(1999)의 연구도 집중된 소유구조에서는 Dual Class Equity나 Stock Pyramids를 사용하여 支配株主가 소수의 지분만으로 통제하는 경우가 빈번하다는 것을 알려준다. BKT(2000)는 1주 1의결권(one share one vote)이 지켜지지 않아 배당권(cash flow right)과 의결권(voting right)이 괴리되는 경우의 문제를 다루고 있다.

이러한 CMS구조에서는 支配株主가 소수지분으로도 기업을 지배할 수 있기 때문에 단순한 집중된 소유구조에서보다 양자간의 편차가 더욱 심하게 된다. 이 경우 양자의 편차는 결국 외부투자자의 이익을 희생시켜 支配株主에게로 이전시킬 가능성을 증가시키므로

支配株主의 지대(rent)가 더욱 커질 수 있음을 의미한다. 또 支配株主의 配當權과 議決權이 괴리되는 CMS구조의 예로 Dual Class Equity, Stock Pyramids, Cross- Ownership의 세 가지를 들고 있는데 우리의 계열사 간 출자에는 이러한 방식들이 모두 사용되고 있다. 우리의 경우 우선주 등 수종의 주식이 허용됨으로써 Dual Class Equity구조가 발생할 수 있다. 또 공정거래법상 Cross-Ownership이 직접적으로 허용되지는 않으나 계열사를 통한 간접적인 경우는 가능하다. 또 자회사 아래 손회사를 두는 식으로 Stock Pyramids가 발견된다. 우리의 재벌에서 나타나는 소유구조는 CMS의 각종 형태들이 혼합되어 있다. 이 경우 재벌은 총수일가의 소수지분에도 불구하고 계열사출자를 통한 간접지분으로 그룹전체에 대한 지배력을 행사할 수 있으므로 所有支配構造에 대한 개선문제가 중요한 이슈로 제기될 수 있다. 이는 앞 장에서 出資總額制限制度의 도입배경으로 설명한 것이다.

CMS구조에서는 다른 소유구조에서처럼 대리비용을 제약하는 장치가 존재하지 않는다. 경영자가 소수의 지분을 가지지만 교체가능성이 존재하는 분산소유구조(DO: Dispersed Ownership)와 달리 CMS구조에서는 支配株主가 경영권경쟁이나 적대적 인수로부터 자유롭다. 또 支配株主가 안주행위(entrenchment)를 할 수는 있지만 의사결정에 따라 보유주식 가격의 변동이 대부분 내부화되는 통제형 소유구조(CS: Controlled Structure)와 달리 CMS구조의 支配株主는 소수지분만을 보유한다. 따라서 CMS구조에서는 支配株主의 보유지분이 줄어들면 줄어들수록 도덕적 해이로 인한 비용의 대부분을 외부화할 수 있어 대리비용이 증가하게 되는데 이를 투자안의 선택과 성장전략의 경우를 중심으로 살펴보자.

(1) 投資案 選擇(project choice)時의 問題

투자안 선택에 있어 두 가지 선택 X와 Y가 있는 경우를 생각해보자. 투자안 X는 사업의 결과 주주들에서 귀속되는 현금흐름 S_x과 支配株主의 私的 便益 B_x을 포함해서 총가치 V_x를, 투자안 Y는 현금흐름 S_y, 私的 便益 B_y을 포함한 총가치 V_y를 발생시킨다. Y 투자안의 총가치가 더 크지만($V_y > V_x$), 私的 便益은 X 투자안이 더 큰 경우($B_x > B_y$)를 가정하자. 支配株主가 보유하는 지분(cash flow right)의 비율을 a라고 하면 支配株主는 $a(V_x - B_x) + B_x > a(V_y - B_y) + B_y$일 때 그리고 그 경우에만 X 투자안에 투자를 하게 된다. 좌변의 첫째 항은 支配株主가 투자안 X를 선택한 경우 받게 되는 현금흐름을, 둘째 항은 투자안 X의 私的 便益을 각각 나타내고 우변의 경우도 동일한 방식으로 이해할 수 있다. 이를 $\Delta B(= B_x - B_y)$에 대해 정리하면 다음과 같다.

즉, 투자안 Y의 가치가 X의 가치보다 크더라도 $V_y - V_x < (\frac{1-a}{a})\Delta B$일때, 그리고 그 때에만 CMS기업의 支配株主는 X 투자안을 선택한다. 여기서 a가 작아질수록 支配株主는

비효율적인 투자안 X를 선택하고 따라서 효율성 손실이 커질 수 있다. 우변을 a에 대해 미분하면 $-(a^{-2})\Delta B$가 되는데 이는 a가 작아질수록 비효율적 투자안 X를 선택하기 쉽다는 것을 의미한다. 구체적인 수치를 대입해보면 쉽게 이해할 수 있다. 私的 便益 ΔB가 총가치의 일부인 경우, 예컨대 $0.03V_x$라는 값을 가질 때를 생각해보자. $a=0.5$이라면 $\frac{1-a}{a}=1$이 되어 투자안 X의 가치보다 3%를 더 지불하더라도 투자안 Y대신 투자안 X를 선택할 유인이 있다. 그러나 $a=0.1$인 경우 $\frac{1-a}{a}=9$가 되어 투자안 Y의 가치가 투자안 X의 가치보다 27%가 더 크지 않는 한 투자안 X를 선택하는데 이는 私的 便益을 고려할 때 투자안 X에 대해 프리미엄을 그만큼 지불할 용의가 있다는 것을 말한다.

이상의 결과에서 우리는 재벌의 계열사 출자로 총수가 소수의 지분만으로 그룹전체를 통제할 수 있게 되면 비효율적인 투자결정을 내릴 가능성이 있다는 추측을 할 수 있는데 이는 다음 장의 실증분석결과에서 살펴보기로 하자.

(2) 事業規模擴張(decision on scope)의 問題

CMS구조에서 발생하는 대리비용은 배당결정이나 기업의 확장에 대한 支配株主의 의사결정과정에서도 문제가 될 수 있다. 현금흐름 S와 私的 便益 B를 합쳐서 V의 총가치를 창출하는 자산이 있다고 가정하자. a비율의 지분을 소유한 支配株主는 이 자산이 자신의 것인지 아니면 타인의 소유인지에 따라 매각하거나 또는 인수하는 결정을 선택할 수 있다. 즉, 私的 便益을 고려하는 支配株主는 $a(V-B)+B>aP$일 때(만) 확장전략을 취한다. 이를 다시 표현하면 $V>P-(\frac{1-a}{a})B$가 되는데, 만약 P의 범위가 $[V, V+(\frac{1-a}{a})B]$ 사이에 있다면 支配株主는 확장전략을 선택하게 되는 것이다. $a=0.5$인 경우 支配株主는 $(V, V+B)$ 사이에서 결정을 내리지만 $a=0.1$이 되면 그 범위가 $(V, V+9B)$로 늘어난다. 즉 a가 작아질수록 支配株主는 확장전략을 선택하기 쉽다. 따라서 少數者統制 企業構造(CMS)의 支配株主는 다른 조건이 동일하다면 축소보다는 확장전략을, 또 배당을 지급하기보다는 유보시키는 정책을 사용하기 쉽다는 추측을 할 수 있다. 이에 대해 BKT(2000)는 支配株主의 확장경향이 제어되지 않는다면 CMS구조는 DO구조나 CS구조에 비해 복합기업(conglomerates)로 진화하려는 경향이 더욱 크다고 하고 있다.

사업규모 확장에 대한 의사결정은 한국재벌의 성장과정에서 일반적으로 발견되는 비관련다각화와도 연결될 수 있는데 이에 대한 찬반의 논란을 다음 장에서 실증분석결과를 검토하면서 정리하기로 한다. BKT(2000)는 그동안 미국식 전문경영인체제, 시장 메커니즘을 중심으로 생각해 온 企業所有支配構造가 미국 외의 지역에서는 일반적인 것이 아니고 오히려 소수지분의 支配株主에 통제되는 少數者統制 企業構造(CMS)가 만연하다는 경험적 자료에 부합되는 설명을 시도했다는 점에서 평가를 받을 수 있다. 그러나 우리의

재벌체제는 CMS구조보다 더 복잡한 출자관계를 보이고 있고 국민경제상의 비중도 절대적이다. 재벌구조의 문제는 CMS에서 드러난 대리문제를 그대로 가지고 있지만 이의 처방에 대해서는 보다 더 현실에 근거하고 정밀한 대책이 요구되는 것이다. 재벌구조에서 발생하는 私的 便益이 자원공유 등을 통한 긍정적인 효과에 의해 상쇄될 수 있다면 BKT(2000)의 대리비용은 상당부분 줄어들 수 있다. 또 지분과 의결권과의 괴리로 발생하는 문제는 출자를 제한하는 방식이 아니라도 집단소송의 도입, 少額株主權의 강화, 의결권의 제한 등을 통해 달성될 수 있다. 재벌 支配株主가 투자나 성장전략을 통해 행한 의사결정의 평가는 다음 장에서 실증분석결과들을 해석하면서 더 살펴보자.

3.2.2. 出資總額制限을 통한 代理人費用 減少: 김진방(2002)

김진방은 出資總額制限制度를 평가하기 위한 이론적 분석에 앞서 몇 개의 개념을 정의한다. 개념에 대한 보다 엄밀한 정의는 김진방(2000)에 잘 나타나 있다.

우선 개별 기업에 대한 비율의 정의를 나타내면 다음과 같다.

$$\sum_{k=1}^{n} e_k s_{ki} = \text{기업 } i\text{의 다른 계열사에 대한 출자총액},$$

$$e_k = \text{계열사 } k\text{의 순자산},$$

$$s_{ki} = \text{기업 } i\text{의 타계열사 } k\text{에 대한 주식지분율}.$$

(3.1) 각 회사의 순자산 대비 출자비율 $q_i = \dfrac{\sum_{k=1}^{n} e_k s_{ki}}{e_i(1-\sum_{i=1}^{n} s_{ij})}$,

(3.2) 각 회사의 내부지분율 $x_i = m_i + \sum_{j=1}^{n} s_{ij}$,

$m_i =$ 支配株主의 주식지분율

$s_{ij} =$ 기업 j가 보유하는 타계열사 i의 주식지분율

(3.3) 支配株主의 최종소유비율 $w_i = m_i + \sum_{j=1}^{n} s_{ij} m_j + \cdots$,

재벌그룹은 수십 개의 계열 기업들로 구성되어 있는데 이를 전체로 분석하는 데는 개별기업들의 통합된 수치를 이용하는 것이 편리하다. 그룹 차원의 비율들은 각각 支配株主 주식지분율 평균(m)과 계열사 주식지분율 평균(s)의 함수로 나타낼 수 있다.

(3.4) 순자산대비 출자비율평균 $q=\frac{s}{1-s}$ (9)

(3.5) 내부지분율 평균 $x=m+s,$

(3.6) 최종소유비율 평균 $w=\frac{m}{1-s}$, (10)

$$m=\frac{\sum_{i=1}^{n} e_i m_i}{\sum_{i=1}^{n} e_i}, \qquad s=\frac{\sum_{i=1}^{n}\sum_{j=1}^{n} e_i s_{ij}}{s=\sum_{i=1}^{n} e_i}.$$

세 비율 (w, x, q)는 하나의 식으로 나타낼 수 있는데 그 관계는 다음과 같다.

(3.7) $$\frac{1-w}{1-x}=1+q.$$

그런데 세 비율이 모두 계열사와 支配株主의 주식지분율에 의해 규정되므로 셋 중 한 비율은 다른 두 비율에 의해 규정된다. 식 (3.7)에서 알 수 있듯이 출자비율을 낮추려면 최종소유비율을 높이거나 내부지분율을 낮춰야 한다. 만약 支配株主가 더 이상의 주식을 취득하지 않는다면 최종소유비율의 증가는 순자산의 감소와 연결된다. 出資總額制限制度로 인해 재벌이 출자비율을 낮추어야 하는 선택에 직면하면 순자산을 줄이거나 내부지분율을 낮추어야 하는데 순자산의 감소는 재벌의 외형이 줄어들고 내부지분율의 하락은 통제권의 약화를 가져와 외부주주의 견제와 도전이 쉽게 된다. 출자총액제한으로 최종소유비율과 내부지분율 간의 차이가 줄어든다는 것은 소유와 지배 간의 괴리를 감소시키는 것으로도 해석할 수 있는데 김진방은 출자비율제한이 '많은 기업'을 '절대적 지배'하는 경제력 집중과 '적은 소유'로 '절대적 지배'를 하는 대리인문제를 억제하는 수단으로 기능할 수 있다는 점을 강조한다. 물론 김진방도 출자제한이 가져올 수 있는 투자 위축의 문제를 감안하고 있는데 이에 대해서는 계열사 출자가 금지되더라도 한 계열사 내 사업

(9) 출자비율의 평균은 순자산을 가중치로 사용한다.

(10) 최종소유비율은 각회사가 보유하는 계열사 주식을 주주에게 분배했을 경우의 주식지분율이므로 최종소유비율의 평균은 각 회사가 보유하는 계열사 주식을 주주에게 분배했을 경우의 자기자본을 가중치로 사용해야 한다.

부 사이의 자금이동은 자유롭고, '內部資本市場'의 비효율성에 대한 실증연구들이 존재하고 있으며, 계열사 출자를 통한 자금의 이동이 투자로 이어졌다는 증거가 없다는 점을 지적한다.

김진방의 분석은 계열사 간 출자에 있어 엄밀한 정의를 통해 내부지분율과 최종소유비율을 도출한 뒤 양자간의 간극이 존재함을 보임으로써 소유와 지배, 配當權과 議決權 間의 乖離를 나타냈다는 점에서 평가받을 만하다. 그러나 김진방이 인정하듯이 기업의 투명성이나 소수주주의 권리가 강화되면 支配株主의 사적이익 추구가 어려워진다는 점, 자본시장의 규율이 강화되고 있다는 점도 고려해야한다. 결론적으로 출자총액제한에 의해 配當權과 議決權 間의 乖離를 좁히는 역할이 가능하지만 이는 필요조건일 뿐 충분조건이라고는 할 수 없다. 따라서 출자총액제한을 통하지 않고 더 부작용이 작은 방법을 사용하여 동일한 목적을 가져올 수 있다면 출자총액제한이 채택되지 않을 수도 있다. 또 출자총액제한이 가져오는 투자 위축의 문제는 결국 실증적으로 판단되어야 한다. 다음 장에서 우리는 이번 장에서 도출한 이론적 문제들이 현실에서는 어떤 식으로 발현되고 있는지를 실증분석연구들의 결과를 통해 파악하기로 하자.

3.2.3. 配當權-議決權 間 差異의 規制: 이정두(2003)[11]

이정두는 Jensen and Meckling(1976)을 확장시키면서 경영자가 支配株主가 되기 위한 최소지분율이 외부 지분의 조달을 통한 기업규모의 확장을 제약한다[12]는 것을 보인다. 그리고 나서 그는 계열사 출자를 통하면 최소지분율 제약 때문에 선택할 수 없었던 최적규모의 선택(이를 통한 기업가치의 극대화)이 가능하므로 출자제한 규제가 없는 경우 비계열사에 대한 신규 투자[13]를 통해 기업의 최적규모가 달성될 수 있다는 논리를 전개한다. 계열사 출자가 가져오는 대리문제에 대해서는 김진방(2002)을 받아들이지만 출자총액제한제도에 대한 입장은 다르다. 그에 의하면 出資總額制限制度의 주목적은 외부자본의 대리비용 문제를 해소하기 위한 것이므로 대리비용[14]으로 직접 규제하는 것이 출자를 제한하는 것에 비해 신규투자의 문제를 유발하지 않으면서 기업가치의 극대화를 달성하는 이점이 있다고 한다.

우선 지적할 수 있는 점은 신규투자의 증가가 기업가치와 私的 便益의 증대를 가져온다는 전제가 실증적으로 검토될 필요가 있다는 점이다. 재벌의 경우는 그동안 비관련다

(11) 류근관(2002)도 유사한 내용을 가지고 있는데 여기서는 이정두(2003)를 중심으로 설명한다.
(12) 최소지분율 제한이 최적규모의 선택을 제한한다.
(13) 기존의 순자산이나 부채로 충당한다.
(14) 소유경영자의 의결권과 지분율과의 괴리

각화와 과잉투자의 문제가 지적되어 왔고, 다음 장에서 구체적으로 지적되겠지만 內部資本市場을 통한 재벌집단의 투자가 효율적이었다는 주장은 근거가 미약하다. 둘째로, 계열사 간 출자가 야기하는 배당권-의결권 간의 괴리를 해소하는 방안은 ① 기존 의결권을 실제의 배당권까지만 행사하게 하든가, ② 그렇지 않고 기존의 의결권을 행사하려면 총수일가의 실질 배당권(지분)을 증가시켜 의결권에 상응하도록 하는 조치가 필요한 것이다. 그런데 이정두(2003, p. 20 이하)에 의하면 양자의 괴리를 해소하는 방법으로 '기존의 순자산'을 사용하면 소유지분율[15]이 증가하여 ②의 방식과 같이 괴리문제가 해결되고 신규투자(기업가치 극대화)도 달성된다고 한다. 이 방법은 자본잉여금 등[16]이 존재하여 이를 이용한다는 것인데 그렇다면 출자총액제한을 문제삼을 필요가 없다. 출자총액제한제도로 더 이상 신규 투자가 어렵다는 점이 문제의 관건인 것인데 기존 자산으로 출자할 수 있다면 문제의 제기 자체가 잘못된 것이다. 혼란은 비계열사에 대한 출자비율과 계열사 간 출자비율을 단순 합산하여 계열사에 대한 총수의 소유지분율을 구하는 데에도 있다고 보여진다. 또 신규투자의 재원을 '부채'로 할 경우에도 같은 효과[17]가 나타난다고 하는데 이 역시 문제가 있다. (평균)소유지분율은 계열사의 총자산에 대한 총수일가의 순지분비율을 나타내는 것인데 부채를 사용하면서 소유지분율이 상승한다는 것은 납득하기 어렵다.

계열사 출자를 통한 투자의 증대로 기업의 효용극대화를 달성하는 경우를 분석하는 이정두는 출자총액자체에 대한 규제보다는 의결권과 소유지분율 간의 편차인 대리비용의 규제가 효율적이라는 결론을 내린다. 이는 Jensen and Meckling(1976)의 가정들이 수용된 것으로 出資總額制限制度가 경영자의 최적규모 선택을 제약한다는 점을 강조한 것이다. 그러나 계열사 출자를 통한 配當權과 議決權 間의 乖離가 더 큰 대리문제를 발생시키는 것이 재벌의 所有支配構造問題인데 이정두가 제시한 방법으로는 양자의 괴리가 해소될 수 없다.

4. 出資의 費用 · 便益과 "財閥效果"

4.1. 系列社 間 出資의 費用 · 便益: 投者決定과 內部資本市場論

La Porta *et al.*(1999) 등이 세계 각국의 企業所有構造를 조사한 결과와 이를 이론화한

(15) 김진방(2002)의 평균 최종소유비율에 해당한다.
(16) 이정두는 이를 기존의 순자산으로 표현하고 있다.
(17) 소유지분율의 상승으로 괴리가 해소된다.

BKT(2000)에서처럼 투자자보호가 미약하고 支配株主(CS)의 私的 便益 획득을 가능하게 하는 법·제도가 유지되고 있는 우리 현실에서는 少數者統制 企業構造에 의한 支配株主의 문제가 계열사 간 출자의 비용으로 거론될 수 있다. 우리의 경우는 재벌그룹이 다수의 계열사를 거느리고 있는데 상호출자나 순환출자로 표현되기도 하는 "계열사 간 출자"를 통해 그룹전체의 지배권을 유지하고 있다. 한국의 재벌구조도 넓게 보면 CMS구조의 일종으로 포함시킬 수 있는데 계열사 간 출자에는 CMS구조의 방식들이 모두 동원되고 있다.(18)

계열사 간 출자가 야기시키는 문제점에 대해서는 그동안 많은 지적들이 제기되어 왔다. 대표적인 것들로 ① 외형의 성장, 대규모화를 통한 경제력 집중, 경쟁제한행위, 시장지배력의 남용, 불공정거래, 자본시장에서의 구축효과, ② 범위의 경제를 얻을 수 없는 과도한 비관련 다각화, ③ 소수의 지분으로 그룹전체를 통제하면서 책임을 지지 않는 총수의 전횡적 행위 등이 있다. 그리고 이들 문제를 개선하기 위하여 정부는 여신관리, 채무보증제한, 출자총액제한 등의 제도를 사용하여 왔다. 계열사 출자가 단지 支配株主의 그룹전체에 대한 통제권을 확보하는 데 이용되어 견제 받지 않는 支配株主의 전횡으로 이어진다면 출자총액제한을 통한 통제권의 제한이 의미를 가질 수 있다. 그런데 현행 공정거래법상의 出資總額制限制度는 계열사 간의 출자에 대해 직접적인 규제를 하고 있어 이의 타당성에 대해서는 논란이 제기되어 왔다. 기업의 투자활동으로 이루어지는 계열사 출자를 제한하는 것이 정당성을 갖기 위해서는 계열사 출자가 생산적 투자활동으로 사용되기보다는 기업집단의 규모를 증대시켜 경쟁에서 유리한 지위를 차지하거나 외부주주의 이익을 침해할 수 있는 안정적인 의결권을 보유하는 것을 주목적으로 사용된다는 것이 입증되어야 한다. 만약 계열사 출자가 긍정적인 요소를 가지고 있다면 이를 통한 의결권의 집중이 주주의 권리를 침해할 여지가 있더라도 출자 자체를 직접적으로 규제하기보다는 이에 따른 의결권행사를 규제하는 것이 효율적이라는 주장이 가능하다.

여기서는 그동안 국내의 자료를 사용하여 연구된 결과들을 검토하여 과연 재벌의 계열사 출자로 인한 문제점들이 얼마나 심각한 것인가, 긍정적 효과는 존재하는지 여부를 분석하여 出資總額制限制度 도입의 타당성을 판단하는 한 근거로 이용하기로 하자.

4.1.1. 內部資本市場의 存在와 效果: 박영석·신현안(1998)(19)

기업집단에 內部資本市場이 존재하면 투자가 현금흐름에 제약을 받지 않을 수 있다.

---

(18) 계열회사 출자의 방식에 대한 자세한 설명과 예로는 김균·김대환 외(1999, 제3장(김진방 집필부분))을 참고할 수 있다.

(19) *Journal of Corporate Finance*에 실린 Shin and Park(1999)의 논문도 참고할 수 있다.

박영석 · 신현안(1998)은 기업집단에 속하지 않는 독립기업들의 투자가 내부현금흐름 규모에 제약을 받는데 반해 기업집단에 속한 기업들의 투자는 재무적 제약을 덜 받는 것을 보임으로써 內部資本市場의 존재를 간접적으로 실증하였다. 內部資本市場의 존재에 대한 대표적인 실증연구로 평가받는 이들의 연구는 한국신용평가(주)의 KIS-LINE 데이터베이스를 사용하여 주식시장에 상장된 기업 중에서 금융기관을 제외한 629개의 기업을 대상으로 1990년부터 1995년에 걸쳐 분석하였다. 이들의 분석에 따르면 기업집단에 속하는 기업들이 그 밖의 독립기업들보다 통계적으로 유의미하게 많은 투자를 하고 있으며 재벌기업의 투자는 성장가능성에 관계없이 다른 계열사들의 현금흐름에 영향을 받는 것으로 나타난다. 이는 기업집단 내부에서 자금배분이 자의적으로 이루어지고 있다는 것을, 즉 내부금융시장이 비효율적이라는 것을 시사한다.

그런데 다각화성장의 평가를 다루면서 검토하겠지만 內部資本市場의 긍정적인 면을 주장하는 것으로는 Chang & Choi(1988)이 있다. 이들은 기업집단은 불완전한 자본시장을 우회하기 위하여 비관련다각화를 통하여 內部資本市場의 확충을 시도하여 개발도상국이 가지는 구조적 문제점인 시장의 불완전성에서 발생하는 거래비용을 최소화한다는 것을 강조한다. 그러나 박영석 · 신현안이 지적하는 것과 같이 더 이상 과거와 같은 고도성장이 유지되기 어려운 현실에서 內部資本市場을 통한 자금의 자의적 배분은 과잉투자나 상호보조에 의한 퇴출의 지연을 초래해 기업가치의 상실로 이어질 수도 있다는 점을 고려해야 할 것이다. 몇 가지 지적을 하자면 동 연구는 상장기업만을 대상으로 하였는데 재벌집단의 기업공개 정도는 낮다. 1999년 30대 기업의 평균 계열회사 수는 22.9개인데 상장계열사 수는 5.7개로 상장계열사 비율은 23.3%에 그치고 있다. 자본금기준으로는 52.9%에 달하지만 여전히 반정도의 자금이 상장되지 않고 있는 셈이다. 따라서 비상장회사에 대한 자료를 같이 고려한다면 더 정확한 분석이 도출될 수 있을 것이다. 또 기업집단은 다수의 비은행 금융기관을 보유하고 있는데 이는 1980년대 이후 금융부문으로 진출이 가속화되면서 나타난 현상이라는 점은 앞에서도 지적한 바 있다. 또 은행의 대출 역시 외환위기 후 개선되기는 했지만 개별기업의 수익성보다는 담보위주의 대출을 해왔으며 기업집단의 계열사들을 그룹차원에서 판단해 왔다. 그런데 박영석 · 신현안의 분석에서는 이러한 금융기관들의 대출의사결정들이 고려되고 있지는 않다는 점이 지적될 수 있다.

4.1.2. 內部資本市場의 肯定的 役割: Chang & Hong(2000)

Chang & Choi(1988)에서는 기업집단을 자본시장과 중간재시장의 불완전성을 극복하기 위한 기업조직의 하나로 파악하였다. 즉, 기업집단은 불완전한 자본시장을 우회하기 위

하여 비관련다각화를 통하여 內部資本市場의 확충을 시도하고, 중간재시장의 불완전성을 수직적 통합으로 우회하여 개발도상국이 가지는 구조적 문제점인 시장의 불완전성에서 발생하는 거래비용을 최소화한다는 것이다. 이는 박영석 · 신현안(1998)과는 달리 內部資本市場의 역할에 대해 긍정적인 평가를 내리는 것이다. 이의 연장인 Chang & Hong(2000)에서는 내부거래에 있어서는 재벌의 내부금융거래가 외부자본시장보다 효율적인 內部資本市場을 이용하므로 가치창출에 기여한다는 점과 성과가 나쁜 계열사를 지원한다는 상반되는 측면을 가진다는 것을 함께 고려하고 있다.

4.1.3. 經營者의 所有持分과 投者支出 間의 分析

(1) 장휘용 · 박종갑(1999)

장휘용 · 박종갑은 대주주들이 경영권을 직접 행사하고 있는 우리의 경영환경에서 경영자의 소유지분과 자본적 투자지출 간의 관계를 실증분석하였다. 선진국에서처럼 경영자와 전체 주주 간의 이해상충이 문제보다는 경영권을 가진 대주주와 외부주주 간의 이해대립이 심각한 문제로 되는 우리의 경우는 소유경영자의 내부지분율이 낮을수록 고부채, 고성장 정책을 선호하고, 단독기업에 비해 기업집단일수록 고부채, 고성장 정책을 선호한다는 가설을 검증하는데 이를 1994년부터 1997년까지 4년간의 상장기업자료를 이용하여 분석하였다. 그 결과 내부지분율이 낮은 기업일수록 부채비율과 성장률이 상대적으로 높다는 것을 보임으로써 기업의 과투자, 고부채, 고성장 전략을 시정하기 위해서는 소유경영자의 내부지분율이 증대될 수 있는 정책을 시행하는 것이 요구된다는 정책상 시사를 도출한다. 또 그들은 대주주의 지분율 상승은 매수합병시장이 활성화를 통해서 달성될 수 있으므로 남아있는 장애요인들을 조속히 제거할 것을 권고하는데 이러한 결론에 이르게 된 것은 Jensen and Meckling(1976)의 관점을 그대로 적용한 데 원인이 있는 것으로 보인다. 동 논문에서도 분석결과에 대한 해석이 관점에 따라 다를 수 있음을 밝히고 있는데 우리가 앞서 지적했듯이 Jensen and Meckling(1976)의 분석은 支配株主가 기업전체를 통제할 수준의 의결권을 보유함으로써 발생하는 문제점을 다룬 것이 아니고 더구나 우리의 계열사 출자와 같은 동일 그룹내의 다수기업을 지배하는 문제에 있어서는 더욱 한계를 가질 수밖에 없음을 고려한다면, 동 논문에서 支配株主의 지분이 낮을수록 외부주주와의 이익이 괴리되고 위험수용성이 높은 투자안을 선택하기 쉽다는 결론은 支配株主의 지분을 증대시키는 것으로 해결할 것이 아니라 支配株主가 지분을 초과하는 통제권을 행사하는 것을 제어하면서 주주의 이익을 반영시키는 방향으로 유도하는 것과도 양립될 수 있을 것이다.

(2) 김지수 · 정기웅(2000)

김지수 · 정기웅은 경영자가 기업가치 극대화뿐 아니라 규모극대화를 동시에 추구할 때 기업의 자본적 투자지출은 경영자 소유지분의 함수라는 점을 보였다. 특히 2차 효용함수의 가정하에서 자본적 투자지출과 경영자 소유지분의 관계는 경영자 소유지분과 위험회피도, 확실성등가(certainty equivalence)에 의한 프로젝트의 순기대현금흐름 수준에 따라 달라지는 것으로 나타났다. 또 투자지출은 경영자의 효용함수 행태에 따라 경영자 소유지분이 낮은 수준에서는 소유지분의 감소함수이나 높은 수준에서는 증가함수로 반전되는 구조적 전환점이 존재하는 것으로 나타났다.

4.1.4. 內部資本市場에서 支給保證의 役割

(1) 진태홍(2000)

진태홍은 재벌의 상호지급보증이 지배구조 및 자본구조와 어떤 관련이 있는지를 5대 재벌 계열사들을 대상으로 실증분석하였는데 그에 따르면 支配株主의 지분율이 작은 회사일수록 그리고 상장기업일수록 타계열사에 대한 지급보증이 커진다는 것이 확인되었다. 반면 피지급보증에서는 支配株主의 지분율이 별다를 영향을 주지 않는 것으로 나타났는데 이는 支配株主와 少額株主間의 대리인문제가 계열사로부터의 피지급보증보다는 계열사에 대한 지급보증에서 주로 나타나는 것으로 해석될 수 있다.

(2) 남주하 · 진태홍 · 이석준(2001)

남주하 · 진태홍 · 이석준은 국내 재벌의 경우 內部資本市場에서의 현금흐름 외에 상호지급보증이 중요한 역할을 수행하여 왔다는 것을 지적하며 상호지급보증을 포함한 內部資本市場이 투자에 미치는 효과와 內部資本市場의 효율성을 검증하였다. 이들은 지급보증이 포함된 토빈의 q 투자모형을 가지고 30대 재벌의 상장회사들을 대상으로 1991년부터 1999년까지의 자료를 사용하여 실증분석을 하였다. 그 결과 박영석 · 신현안(1998)에서처럼 內部資本市場의 효율성은 부정되었고 진태홍(2000)과 같이 지급보증이 內部資本市場에서 순기능보다는 역기능을 해온 것으로 나타났다. 이 결과는 적어도 1990년대부터는 內部資本市場이 외부자본시장에서의 정보비대칭성을 완화시켜 자원배분의 효율성을 제고시키기보다는 支配株主와 少額株主 間 대리인문제를 심화시키는 비효율성을 더 크게 했다는 일련의 실증결과에 부합하는 것이다. 그런데 이 분석 역시 상장기업만을 대상으로 하였다는 점이 한계로 지적될 수 있다.

4.1.5. 內部資本市場에서 金融系列社의 役割: 이윤호(2002)

금융계열사가 있는 경우 재벌의 內部資本市場은 금융계열사를 중심으로 조직될 것이라고 추측해볼 수 있는데 이는 박영석 · 신현안(1998)의 한계에 대한 보완으로서도 의미가

있다. 이윤호(2002)는 상위 5대 재벌의 1994년-1997년 간 합산재무제표에 근거한 패널자료를 토대로 분석한 결과 금융계열사가 재벌 內部資本市場에서 자금중개기능을 수행하며 그 정도는 금융계열사의 합산 규모가 크고 숫자가 많을수록 커진다는 가설이 기각되지 않는다는 것을 보였다. 그러나 이 분석의 결과는 금융계열사가 內部資本市場에서 계열사 간 자본이동의 중심적인 역할을 하면서 비금융계열사 간 자금거래를 대체하는 것은 보여주지만 어떠한 역할을 통해 어떠한 부분을 대체하는지에 대한 구체적 설명을 제공하지는 않는다. 이에 대해 이윤호는 분석이 집계성을 강하게 띠는 합산재무자료에 근거해서 이루어진 데 따르는 결과라고 하면서 보다 미시적인 자료를 이용한 연구가 수행된다면 재벌 內部資本市場에서 금융계열사의 역할과 기능에 대한 보다 상세한 분석결과를 얻을 수 있을 것이라고 전망한다.

4.1.6. 小結

일찍이 Baumol이나 Williamson이 이야기한 것처럼 경영자가 기업이익이나 가치의 극대화보다는 규모나 외형의 극대화를 추구할 유인이 존재한다는 것이 지적되어 왔는데 이는 기업의 의사결정권자가 강한 통제권을 가질수록 발생하기 쉬운 현상이다.

그런데 위에서 살펴본 것처럼 계열사 출자를 통해 총수의 지시에 일사불란하게 통제되어온 재벌의 경우는 개별 기업들에 비해 규모극대화를 추구할 유인이 더 많고 실제로 기업가치의 극대화를 초과하는 수준의 투자를 해왔다는 것이 발견된다.

BKT(2000)이 설명한 대로 투자안 선택(project choice)에 있어 私的 便益이 크면 비효율적인 투자안을 선택할 수 있다는 것이 우리에게도 적용되었다고 할 수 있다. 이는 계열기업 간 출자를 금융시장의 비대칭정보문제를 해결하기 위한 內部資本市場으로 볼 경우 그다지 효율적이지 못했음을 나타내는 것이고, 출자가 통제권의 확보에 사용되었다는 입장에서도 의사결정이 주주 부의 극대화나 기업가치의 극대화를 가져오는 투자로 이어지지 못했다는 사실을 보여준다. 支配株主가 통제권을 강하게 행사할 수 있을수록 외부시장을 통한 감시를 받기보다는 기업의 가치를 저하시키더라도 私的 便益을 추구하기 위해 內部資本市場을 이용하기 쉽고, 이는 비효율적인 자금배분으로 이어지게 된다.

우리의 경우 기업정보의 공개가 불투명하고 주주의 권한이 미약하였으며, 전문경영인이 독자적으로 경영을 전담할 수 없었고, 기업지배권 시장을 통한 감시도 이루어지지 않았다는 점을 고려할 때 내부자금시장을 이용한 자금배분이 비효율적이었다는 실증분석결과는 수긍할 수 있을 것이다.

4.2. "財閥效果"에 대한 實證的 文獻의 檢討

그동안 재벌의 행태가 국민 다수의 정서에 반하고 편법과 탈법을 일삼았던 전력이 있

지만, 과잉 통제권의 보유가 가져온 그릇된 의사결정등의 관행이 所有支配構造의 개선으로 달성가능하다면 효율적인 경제조직으로서 재벌의 장점을 포기할 이유가 없다. 전세계적인 무한경쟁의 시대에서 유수의 기업들과 어깨를 겨루고 있는 삼성전자, 현대자동차가 없는 한국경제를 생각하는 것은 불가능하다.

1990년대 중반 이후 재벌의 다각화전략이나 신규사업진출의 효과가 부정적으로 나오는 연구들이 많지만 그 이전의 성장과정에서는 기업의 이윤율 등에 양(+)의 효과를 나타냈다는 실증분석들이 다수 보고되고 있다. business group effect〔Chang & Hong(2000)〕, diversification premium〔Lee & Peng & Lee(2002)〕 등이 그것을 표현하는 단어가 될 터인데 우리는 계열사 출자를 통해 재벌그룹의 일원이 됨으로써 우수한 인적자원을 공유하고 금융자원을 적시에 조달할 수 있으며 기술, 디자인, 브랜드, 광고 등 핵심적인 무형자산들을 이용할 수 있는 프리미엄을 "財閥效果"로 표현하기로 한다. 재벌의 성장과정에서 대표적인 방식이 수직 통합이나 다각화인데 기업의 다각화는 자산의 활용이나 재무위험의 분산을 위한 중요한 전략일 수 있으며 범위의 경제를 가져오기도 한다. 우리의 경우 1980년대 초기부터 상위 대기업집단은 이미 상당한 다각화를 이루고 있으며 30대 기업집단의 1999년 현재 평균 계열사 수는 22.9개, 평균 진출업종 수는 18.4개의 다각화형태를 보여주고 있다. 다각화 과정에서 주목할 만한 것은 계열기업 내부에서 영위 업종의 범위를 확대하기보다는 계열기업의 신설을 통한 다각화를 추구하였으며 비관련다각화의 비중이 높다는 데 있다.(20)

기업이 다각화를 하는 동기에 대한 설명은 시장지배력의 관점, 자원활용의 관점(resource-based view), 代理人 費用의 관점 등 여러 가지가 제기되고 있다〔Montgomery (1994)〕. 다각화의 효과에 대해서도 여러 가지 평가가 있지만 크게 보면 기업의 효율성 증대를 강조하는 입장과 경제력 집중을 통한 비효율성의 야기에 주목하는 입장으로 나눌 수 있을 것이다. 다각화의 동기를 직접 관찰한다는 것을 곤란하므로 다각화나 다각화와 관련된 변수가 경영성과와 어떤 연관관계를 가지는지를 검정함으로써 간접적으로 관찰하는 방법이 사용된다. 그런데 다각화와 경영성과 간의 관계가 유의적으로 (−)의 결과를 보인다면 중복과잉투자, 비관련다각화와 같은 비효율성이 지적될 수 있다. 1990년을 기점으로 양자의 관계는 변화를 보이고 있는데 그 이전의 기간을 대상으로 한 연구들이 다각화가 경영성과에 (+)의 영향 또는 불분명한 결과를 나타내는데 반해 그 후의 기간에 대한 연구들은 대부분 반대의 결과를 보여준다는 것이 일반적 설명이다. 그러나 Chang &

(20) 장대홍 등(2001, p. 30 이하).

Hong(2002), Khanna(2000) 등 최근의 연구에서는 기업집단의 효과가 개발도상국에서 중요하다는 점을 강조하는 결과를 보고하고 있다.

4.2.1. 資源共有에 의한 財閥效果: Chang & Hong(2000)

4.2.1.1. 財閥그룹의 成果: Chang & Choi(1988)과 Chang & Hong(2002)

Chang & Choi(1988)에서는 기업집단을 자본시장과 중간재시장의 불완전성을 극복하기 위한 기업조직의 하나로 파악하였다. 즉, 기업집단은 불완전한 자본시장을 우회하기 위하여 비관련다각화를 통하여 內部資本市場(internal capital market)의 확충을 시도하고, 중간재시장의 불완전성을 수직적 통합으로 우회하여 개발도상국이 가지는 구조적 문제점인 시장의 불완전성에서 발생하는 거래비용을 최소화한다는 것이다.

기업집단이 갖는 긍정적 측면에 대한 선행연구의 연장선에 있는 Chang & Hong(2002)은 Rumelt(1991)의 방법에 기간효과(period effects)와 30대 財閥效果라는 두 개의 고정효과(fixed effects)를 반영하여 財閥效果가 상위 30대 재벌과 소규모그룹들 간에 유의미한 효과를 가지는지는 분석하였다. 이들의 분석결과는 財閥效果가 소규모그룹들보다 30대 그룹에서 더 작은 것으로 나타나고 1980년대 후반보다 1990년대 전반에 더 감소하고 있는 것으로 나타났다. 그들은 분석결과 재벌그룹에 소속되는 경우 자본의 이용이나 인적자원, 또 브랜드나 기술 같은 무형자산의 공유를 통해 규모와 범위의 경제를 가져오는 효과가 있다고 한다.

30대 기업 간에 財閥效果가 상대적으로 작은 이유는 1960년대, 70년대의 급속한 산업화 과정에서 조직구조나 기업문화와 같은 그룹차원의 전략이 동질성을 갖게 되었고 계열사의 대부분이 일정 궤도에 올라서 독자적인 재정적, 기술적 자원을 보유하고 있어 계열사의 이윤은 그들이 보유한 자원에 따라 결정되기 쉽다는 점을 들고 있다. 또 1990년대에 들어서 상위 30대 재벌들 간 동질성이 강화되고 시장이 더 효율적으로 변함에 따라 財閥效果는 시간의 경과에 따라 감소하는 경향이 있다고 한다. 이처럼 실증분석 결과 다각화 성장의 효과에 대해서도 이론의 여지가 있지만 그동안 재벌그룹이 발휘했던 역동성과 성장을 감안할 때 다각화의 이점을 일방적으로 부정하기는 어려워 보인다.

4.2.1.2. 財閥效果의 源泉: 系列社 間 資源共有: Chang & Hong(2000)

Chang & Hong(2000)은 그룹차원의 자원공유와 내부거래를 통해서 재벌그룹에 편입되는 것이 개별기업의 경제적 성과에 영향을 미친다는 것을 실증분석을 통해 보였다.

이들은 1985년부터 1996년까지 12년간의 재벌 계열사 패널자료들을 자원기반이론의 관점에서 분석하였다. 그 결과 그룹전체의 무형자원·금융자원을 공유하는 것이 한국 기업의 경쟁우위에 있어 중요한 원천이었고 빠른 성장을 가져온 원동력이었다는 사실을 지적

하고 있다.

자원기반이론에서는 계열사 간의 자원공유에 있어 유무형자원 모두가 경쟁우위와 기업성과의 궁극적 원천으로 강조되어왔다. 특히 산업이 성숙하고 발전할수록 기술이나 광고, 브랜드 충성도 같은 무형자산의 중요성이 부각되고 있다. 이들은 더 많은 무형자원을 보유한 계열기업일수록 더 나은 이윤율을 나타낼 것이고, 더 많은 금융자원을 보유한 계열기업일수록 더 나은 이윤율을 나타낼 것이라는 가설을 설정하고 기존의 기업차원 외에 그룹차원 연구를 수행하였다. 분석기간을 85-88, 89-92, 93-96년으로 나누어 이윤율을 측정한 결과 기업차원에서는 마케팅 관련자원이 기업성과에 양(+)의 연관을 가지는 것으로 나타나서 가설에 부합하였고 기술자원은 기업성과와 유의미한 관계는 없는 것으로 나타났다. 유동성이나 레버리지 비율로 측정한 금융자원의 경우 역시 기업성과와 양(+)의 관계를 나타냄으로써 가설이 기각되지 않았다. 그룹차원에서는 금융자원과 무형자원들 모두가 개별기업의 이윤율에 중요한 영향을 주는 것으로 나타났다. 특히 R&D의 경우 개별기업차원에서는 이윤율과 유의미한 관계가 보이지 않았으나 그룹차원에서는 유의미한 효과를 나타냄으로써 동일그룹내 타기업에 대한 spillover 효과가 있다는 것을 알 수 있었다.

내부거래에 있어서는 재벌의 내부금융거래가 內部資本市場을 이용하므로 가치창출에 기여한다는 점과 성과가 나쁜 계열사를 지원한다는 상반되는 측면을 가진다는 것을 고려한다. 계열사 간 내부거래를 통한 교차보조(cross subsidization)에는 채무보증, 계열사출자 등이 있다. 내부금융거래의 효과는 계열기업이 금융자원을 타계열사에 많이 지원할수록 지원기업의 이윤은 낮다는 가설과 다른 계열기업으로부터 금융자원을 많이 지원받는 계열기업일수록 피지원기업의 이윤은 높다는 가설을 검정함으로써 분석할 수 있는데 채무보증변수에 의한 분석은 가설을 지지하는 것으로 나타났으나 계열사출자 변수에 의한 것은 이윤율에 유의미한 효과가 없었다. 계열사출자를 받더라도 피지원기업의 이윤율에 부정적인 효과가 발생하는 데는 그룹차원에서 최근에 진출한 산업의 신규기업이기 때문일 가능성이 있다.

이상과 같이 Chang & Hong(2000)의 연구는 재벌그룹차원에서 자원을 공유하는 것이 개별기업의 이윤에 긍정적인 영향을 미친다는 것을 실증함으로써 계열사출자를 통한 "財閥效果"의 근거를 제시한다는 점에서 의의를 가진다. 동 연구의 한계들로 저자들이 들고 있는 것은 다음과 같다. 우선 계열사들의 이윤성과에 대해서는 분석되었지만 그룹전체에 대해서는 명시적으로 연구되지 못했는데 이는 그룹차원의 결합재무제표가 구비되지 않은 데 큰 원인이 있다. 1997년 외환위기 후 1999년부터 결합재무제표의 작성이 의무화되었으므로 앞으로의 연구에서는 이를 이용할 수 있을 것이다. 또 이 연구는 기업의 성과에

자원이 미치는 영향에 대해서 집중적으로 분석했지만 성과의 향상은 다시 기업과 그룹차원의 자원보유에 영향을 미칠 것이라는 점을 고려해야 한다. 즉 향후의 연구는 자원과 성과 간의 동시적 연관을 분석해야 할 것이다. 이처럼 재벌기업의 성장과정을 실증한 최근 연구들은 최소한 1990년대 중반까지는 양(+)의 효과가 있었음을 보고하는 경우가 많다. 특히 음(-)의 효과가 집중적으로 나타나는 1997년 위기 이전의 과정을 동태적으로 다룬 Lee, Peng, and Lee(2002)의 연구도 이의 연장선상에서 평가할 수 있다.

4.2.2. 多角化의 非效率性에 대한 反論: 황인학(1999)

황인학은 다각화 동기에 대해 시장지배력이나 공동지원 등과 같은 기존의 관점과는 달리 제도적·정책적 요인의 중요성을 강조하면서 지배구조의 개선, 경쟁의 심화 등을 통해 재벌의 다각화범위가 점차 축소되겠지만 시장과 기업의 혼합형 경제조직으로서 재벌에 대한 수요는 계속될 것으로 전망한다. 전통적인 시장지배력 가설에 따르면 대기업집단의 다각화가 시장집중을 심화시킬 것으로 예상되지만 1985-1997년까지 72개 그룹의 다각화과정에 대한 패널자료를 단순 상관분석한 결과 다각화와 시장구조의 변화 사이에는 음(-)의 관계가 존재함을 보고하고 있다. 즉 다각화가 야기하는 일반집중의 문제는 시장구조의 변화(경쟁화)를 통해서 상당부분 상쇄된다는 분석결과를 도출하고 있어 다각화가 비효율적이었다는 기존의 통념과는 다른 주장을 하고 있다. 또 위 통계자료를 가지고 재벌의 다각화과정상 특징에 대해 실증분석한 결과 72개 그룹 전체적으로는 비관련다각화와 총자산 간 통계적으로 유의미한 양(+)의 관계가, 총다각화지수와 이익률 간에는 음(-)의 관계가 확인되지만 총다각화지수나 다각화관련율과 부채비율 간에는 유의미한 관계가 발견되지 않는다. 특히 5대 재벌은 총다각화지수와 총자산 간, 다각화관련율과 이익률 간 유의미한 양(+)의 관계를 나타내어 다각화가 성장의 주요수단이었음을 시사하지만 부채를 이용한 비관련다각화라는 가설을 통계적으로 뒷받침되지 않는다고 한다.

4.2.3. 多角化가 企業價値에 미치는 影響: 구맹회·김병곤(1999)

구맹회·김병곤은 266개 상장기업을 대상으로 다각화수준의 결정에 있어 대리문제가 미치는 영향을 분석한 결과 내부지분율이 낮을수록 다각화가 많이 이루어지고 높을수록 다각화수준이 낮아진다는 결과를 보고하면서 다각화 동기를 대리문제의 차원에서 해석하고 있다. 즉, 경영자들의 소유지분율이 높을수록 기업가치 감소에 부담을 갖게 되므로 기업가치의 증가에 직접적인 효과를 나타내지 못하는 다각화전략을 채택하지 않고 경영자들의 소유지분율이 낮으면 규모확대를 통한 私的 便益을 추구하는 경향이 발생한다고 한다. 이러한 설명 역시 Jensen and Meckling(1976)을 우리의 현실에 적용한 것으로 볼 수 있는데 이 주장을 확대한다면 支配株主의 소유지분율을 증대시키는 것이 필요하게 되어

의결권의 집중을 통한 문제점이 더 크게 나타나는 우리의 지배구조에 대한 해결로는 의도하지 않은 결과를 가져올 수 있다. 외부대주주 지분율과 다각화수준 간에는 유의한 관계가 발견되지 않는데 이는 기관투자자들이 기업의 경영활동을 감시, 통제하여 다각화를 억제하지 못하고 있는 현실이 반영된 결과이다.

다각화가 기업가치에 미치는 영향은 단일사업기업의 초과가치보다 복수사업기업의 초과가치가 높게 나타나 다각화가 기업가치에 긍정적인 효과를 가져오는 것으로 나타났다. 또 비관련다각화가 관련다각화보다 사업위험의 축소효과가 크고 內部資本市場을 보다 효율적으로 형성하여 과소투자문제를 축소시키고, 순현재가치가 양(+)인 사업기회를 쉽게 포착하게 하므로 관련다각화보다 기업가치에 긍정적인 효과를 가져오는 것으로 나타났는데 이는 앞에서 살펴본 투자의사결정과 內部資本市場의 비효율성에 대한 결과와는 상반되는 것이다. 비록 동 연구가 연구자의 주관적 판단이나 오류가능성, 연구자료의 한계를 인정하고 있지만 실증분석의 결과가 일방적인 해석으로 연결되는 것에 다시 한번 주의를 환기시키는 것이라 할 수 있다.

4.2.4. 多角化에 의한 財閥效果: Lee & Peng & Lee(2002)

Lee & Peng & Lee는 1984년부터 1996년까지 13년에 걸친 84개 재벌그룹, 751개의 기업자료를 다각화 프리미엄이 다각화 디스카운트로 변하게 되는 과정을 동적(dynamic)접근으로 분석하고 있다. 선진국의 경우 복합기업전략을 취하는 기업은 독립기업보다 일반적으로 성과가 낮다는 것이 보도되어 왔지만 개발도상국에서는 이와는 다른 연구결과들이 있다. 칠레나 인도, 한국과 같은 나라들에서 재벌의 계열회사들이 독립기업들보다 우월한 다각화 프리미엄을 가진다는 연구결과에 대해서는 선진국과 개도국 간의 제도적 차이로 설명하려는 것이 일반적이었다.

Lee & Peng & Lee의 연구는 과연 개도국에서의 다각화 프리미엄이 지속될 수 있는가를 다른 본격적인 논문으로 기존의 연구가 복합화(conglomeration)의 결과 기업가치가 증가했는지 감소했는지를 검토하는 정적인 접근이었는데 반해 여기서는 일정기간 동안 다각화 프리미엄과 다각화 디스카운트를 가져온 제도적 환경의 동적인 변화를 다루고 있다, 다각화 프리미엄의 지속성 여부는 연구대상으로 삼은 기간에 따라 달라지는 결과를 나타내는데 이처럼 시간에 따라 변하는 경우에는 보다 동적이고 시계열적인 접근이 필요하다. 또 집중적인 다각화 디스카운트가 존재하는 1997년 외환위기 이전의 제도적 전환에 초점을 맞추고 있으며 다각화프리미엄의 변천을 파악하기 위한 방법으로 수정된 "chop shop"방법을 도입하고 있다는 특징이 있다. 이는 재벌의 각 사업부문을 이 사업부문이 경쟁하고 있는 동일산업 내의 독립형 기업의 평균가치로 근사하여 그 합으로 재벌그룹

전체의 가치를 측정하는 방법이다. 이벤트 스터디가 이미 충분히 다각화된 재벌그룹의 경우에는 총다각화가치에 관한 정보를 전달하는 사건을 확인하는 데 어려움이 있고 토빈의 Q에 기반한 방법도 기업의 대체가치를 계산하기 위해 감가상각비율이나 인플레비율을 가정함으로써 측정상 오차를 가져오는 문제점이 있는데 반해 "chop shop" 방법은 다각화와 관련된 초과가치를 직접 측정할 수 있는 장점이 있다. 이 논문에서의 가설은 ① 외부의 자본, 상품, 노동시장이 덜 발달되어 있을수록 다각화 프리미엄이 존재한다, ② 외부의 자본, 상품, 노동시장이 잘 발달되어 갈수록 다각화 프리미엄은 감소한다는 것이다. 이러한 가설들을 검정하기 위해 기업규모, 이윤율, 성장기회와 같은 통제변수들을 사용하고 계열기업 더미와 연수 더미를 부가하여 초과 가치를 측정하였다.

그 결과 1984년부터 1996년에 걸쳐 매출액 배수(sales multiplier)를 사용한 초과가치는 6.3%이고 EBIT 배수를 사용한 경우는 7.5%로 나타나 다각화 프리미엄이 존재한다는 가설을 지지했다. 이는 한국에서 재벌의 다각화성장전략이 기업가치의 증가에 유효했다는 Chang & Choi(1988)나 Chang & Hong(2000, 2002) 등의 연구와도 부합하는 것으로 계열사 출자를 통한 "財閥效果"가 존재하고 있었다는 것에 대한 실증적 근거가 될 수 있다. 그러나 프리미엄은 시간이 흐름에 따라 감소하는데 실증분석 결과 매출액 배수를 사용한 경우 매년 1.8%가 EBIT 배수를 사용한 경우에는 1.5%가 감소하는 것으로 나타났다. 기간별 다각화 효과를 알기 위해 대상기간을 4기로 나누어 회귀분석을 한 결과 매출액 배수와 EBIT 배수를 사용한 경우 모두 초기의 3기간 동안 財閥效果의 감소는 유의미한 것으로 나타났고 마지막 구간인 1994-1996년에는 계수가 음(-)으로 반전되었다. 이는 디스카운트의 존재를 증명하는 것으로 1990년대 중반 이후 財閥效果가 점차 줄어들면서 오히려 비효율적인 결과를 나타낸다는 기존의 연구들의 연장선상에 있는 것으로 볼 수 있다. 그 밖에 프리미엄의 감소에 따른 자본시장 변수들(stock capitalization/GDP, bond value/GDP, private credit/GDP), 상품시장, 노동시장 변수들 간의 관계도 가설들을 뒷받침하는 것으로 나타났다. Lee & Peng & Lee는 다각화 디스카운트를 분명하게 제시함으로써 기존의 연구들이 단지 성과의 감소만을 지적한 것에 비해 진전된 것이다.

4.2.5. 小結

기존의 자료를 이용한 연구들은 거래비용의 관점에서는 재벌의 성과에 대해 부정적인 것이 많았다. 그러나 자원공유의 관점에서 시도된 분석들은 1990년대 중반까지의 실증결과 재벌의 다각화전략이나 신규사업진출 등 성장전략이 기업의 이윤율에 양(+)의 효과를 나타냈다는 사실을 다수 보고하고 있다. 소위 "財閥效果"가 실증적으로 존재해왔다는 것인데 이 경우 기업 간 출자를 규제하는 정책에 대해서는 검토의 여지가 있다.

5. 代理人 費用과 "財閥效果"를 同時에 考慮한 模型

3장의 4절에서는 BKT(2000)의 모형을 이용하여 少數者統制 企業構造(CMS)에서 支配株主의 배당권 α가 작고 의결권이 클 경우 비효율적인 사업확장이 발생할 수 있다는 것을 보였다. 여기서는 이 모형에 "財閥效果"(d: diversification premium)를 추가할 경우의 모형을 상정하여 분석하여 보자. 즉, 다각화성장전략과 관련하여서는 기존의 통념이나 일부 연구결과와 달리 긍정적인 효과가 발생한다는 분석이 존재하고 이는 최근의 연구성과들에서도 계속 보고되고 있다. 우리는 이를 "財閥效果"라는 용어로 표현하였는데 계열사 출자를 통해 개별 기업들이 그룹차원의 생산요소와 무형자원들을 공유하는 이점을 누릴 수 있다면 계열사출자의 부정적인 부분만을 수용하여 기업 간 출자를 제한하는 것의 타당성을 인정하기가 쉽지 않아 보이기 때문이다.

5.1. 私的 便益이 없음에도 企業擴張이 追求되는 境遇

BKT(2000)에서 a비율의 지분을 보유한 支配株主가 私的 便益을 고려할 때 기업규모를 확장하는 경우를 다시 한번 살펴보자. 현금흐름 S와 私的 便益 B를 합하여 V의 총가치를 창출하는 자산이 있다고 할 때 支配株主는 다음의 식을 만족하는 조건일 때(만) 확장전략을 취하게 된다.

$$a(V-B)+B>aP, \tag{5.1}$$

즉, a비율의 지분을 소유한 支配株主는 이 자산이 자신의 것인지 아니면 타인의 소유인지에 따라 매각하거나 또는 인수하는 결정을 선택할 수 있는데 私的 便益을 고려하는 支配株主는 $a(V-B)+B>aP$일 때(만) 확장전략을 취한다.

그런데 支配株主의 私的 便益이 없는 경우를 생각하면 B가 0인 경우이므로

$$aV>aP \tag{5.2}$$

로 쓸 수 있다.

"財閥效果"를 감안하여 (5.2)를 변형시키면 다음과 같다.

$$aV+adP>aP. \tag{5.3}$$

이는 "財閥效果"가 있는 경우 支配株主는 "財閥效果" 프리미엄 d만큼을 감안한 자산가격의 상승분을 자신의 총수익으로 고려한다는 것을 뜻한다. 이를 다시 정리하면 아래의 (5.4)와 같다.

$$\frac{a}{a(1-d)}V > P. \tag{5.4}$$

이를 "財閥效果"가 없는 경우인 (5.2)와 비교하면 $(1-d)>0$일 때 좌변 V항의 계수가 더 크다. 또 d가 클수록 V의 계수도 증가한다. 이는 "財閥效果"가 있는 경우 私的 便益이 없더라도 계열사 출자 등을 통해 자산을 확장시킬 유인이 존재한다는 것으로 해석할 수 있다. 즉 자산의 총가치 V보다 더 많은 프리미엄을 지불하더라도 기업집단 전체의 차원에서는 계열사 간 자원의 공유를 통한 시너지효과가 더 크므로 확장전략을 선택한다는 것인데 이는 Chang & Hong(2000)의 실증분석결과와 일치하는 설명이 된다. 支配株主의 배당권(지분) a는 2장의 〈표 1〉에서 계열사 지분을 제외한 가족지분으로 구할 수 있고 財閥效果 d의 값으로는 앞장에서 구한 Lee & Peng & Lee(2002)의 실증분석자료를 사용할 수 있다. 〈표 3〉는 支配株主의 배당권(지분) a에 관한 값이고, 〈표 4〉는 Lee & Peng & Lee(2002)의 분석결과 중 우리가 알고자 하는 "財閥效果"의 크기만을 별도로 요약한 것이다.

財閥效果 d의 값을 구하는데 매출액 배수(sales multiplier)를 사용하면 1984-87 기간 중에는 10.5%인데 a의 값은 동 기간을 대상으로 구한 것이 없으므로 〈표 3〉에서 1987년의 가족지분 $a=14.7\%$를 사용할 수 있다.[21] 이를 (5.4)에 대입하면 V의 계수는 약 1.12가 된다. 이는 계열사 출자로 財閥效果가 있는 경우 기업들 간에 각종 유무형의 자원을 공유하는 이점을 누릴 수 있으므로 총가치의 12%에 해당하는 프리미엄을 지불하고서라도

〈表 3〉 30大 企業集團의 支配株主 配當權 a의 變化 (單位: %)

	1987	1991	1995	1997
가족지분(a)	14.7	16.2	10.5	8.5
계열사	32.5	28.9	32.8	38.0
내부지분율	47.2	45.1	43.4	46.4

(21) 공정거래위원회의 통계가 충분히 공개되지 않아 부분적인 문제가 있을 수 있지만 전반적인 추세상의 변화를 나타내는 데에는 무리가 없을 것이다.

〈表 4〉 期間의 經過에 따른 財閥效果 d의 變化　　(單位: %)

기간	1984-87	1988- 90	1991- 93	1994- 96
다각화 프리미엄 (sales multiplier)	10.5	8.9	6.3	-4.7
다각화 프리미엄 (EBIT multiplier)	10.2	10.2	5.9	-2.5

기업을 확장시킬 유인이 있는 것으로 해석할 수 있다.

또 1991-93 기간의 경우 d값 6.3%와 1991년의 a값 16.2%를 대입하면 약 1.07가 되어 財閥效果가 감소하고 支配株主의 지분(배당권)이 증가[22]함에 따라 확장의 프리미엄의 감소한 결과를 나타낸다. 이는 1990년대 이후 財閥效果가 감소함에 따라 재벌그룹의 확장정도도 줄어들고 있다는 현실과 부합하는 설명이 될 수 있다.

5.2. 支配株主의 私的 便益이 있는 境遇($B \neq 0$)의 分析

위와는 달리 支配株主의 私的 便益이 존재하는 경우 식 (5.1)을 정리하여 다음과 같이 나타낼 수 있다.

$$V > P - (\frac{1-a}{a}) B, \tag{5.5}$$

그런데 財閥效果를 고려하면 (5.1)은 아래의 (5.6)와 같이 나타낼 수 있는데,

$$a(V-B) + B + adP > aP, \tag{5.6}$$

여기서는 (5.1)과 달리 adP가 추가되어 있다. 이는 "財閥效果"가 있는 경우 支配株主는 私的 便益 B 외에 프리미엄 d만큼을 감안한 자산가격의 상승분 dP의 a지분을 합한 것을 총수익으로 고려한다는 것을 뜻한다. 私的 便益이 총가치의 일정부분(β)을 차지한다는 것을 고려하여 $B = \beta V$라고 하여 정리하면, (5.7)과 같이 나타낼 수 있다.

(22) 전반적으로 支配株主의 지분은 감소하는 추세에 있지만 특정기간을 구분하여 분석할 경우 통계상 증가하는 구간도 나타난다.

$$\frac{a+(1-a)\beta}{(1-d)a}V>P, \tag{5.7}$$

이는 BKT(2000)에서 다각화 효과를 고려하지 않은 (5.5)와 비교할 수 있는데 (5.5)를 정리하면 식 (5.8)이 된다.

$$\frac{a+(1-a)\beta}{a}V>P, \tag{5.8}$$

私的 便益이 존재하는 경우 BKT(2000)의 (5.5)와 여기에 財閥效果를 고려한 (5.6)을 비교하는 것은 각각을 정리한 (5.7)과 (5.8)를 비교하는 것과 같다. (5.7)과 (5.8)을 보면 V의 계수가 차이를 보이고 있는데 財閥效果 d를 반영한 (5.7)의 V계수는 $(1-d)$가 양(+)인 한 財閥效果를 고려하지 않은 (5.8)보다 크고 財閥效果가 커짐에 따라 더욱 커질 것임을 알 수 있다.

이는 私的 便益 외에 財閥效果까지 반영하면 기업은 성장의 유인을 더욱 크게 가질 것이라는 추측을 가능하게 한다. 여기서도 앞의 경우와 같이 구체적인 수치를 대입하여 그 효과를 분석할 수 있는데 이 경우에는 私的 便益(B)로 인한 확장효과 외에 財閥效果(d)로 인한 확장효과도 나타나게 된다.

위의 경우처럼 1984-87 기간 중 d의 값 10. 5%와 1987년의 가족지분 $a=14.7\%$을 사용하고 私的 便益이 총가치의 10%인 경우($\beta=10\%$)[23]를 검토해보자. (5.7)에 대입하면 V의 계수는 약 1.77이 된다. 즉 私的 便益과 財閥效果가 둘 다 있는 경우 支配株主는 총가치의 77%를 프리미엄으로 지불하고서라도 확장을 꾀할 유인이 있다. 그런데 이 중 財閥效果만을 따로 파악할 수 있다. d가 없는 경우를 계산하면 1.58이 되는데 양자의 차이 0.19는 계열사 출자로 財閥效果가 있는 경우 단순히 私的 便益만 있을 때보다 확장의 유인이 더 크다는 것을 의미한다. 또 1991-93 기간의 경우 d값 6.3%와 1991년의 a값 16.2%를 대입하면 약 1.62가 되어 財閥效果가 감소하고 支配株主의 지분(배당권)이 증가함에 따라 확장의 프리미엄이 감소한 결과를 나타낸다. 이러한 결과 또한 1990년대 이후 財閥效果가 감소함에 따라 재벌그룹의 확장정도도 줄어들고 있다는 현실과 부합하는 설명이 될 수 있다. 만약 私的 便益이 제도적 개선을 통해 줄어들게 되더라도 財閥效果

(23) β의 크기는 정확하게 측정하기 어렵다. 그러나 β의 크기가 줄어들게 되면 支配株主가 지불하려는 프리미엄의 크기가 감소하므로 확장의 유인도 감소할 것임을 알 수 있다.

가 존재한다면 여전히 확장유인이 강하게 작용함을 시사한다.

6. 要約과 政策的 示唆

1997년 외환위기를 거치며 많은 진전이 있었지만 여전히 所有支配構造의 개선이 중요한 과제로 제기되고 있는 우리의 현실에서 계열사 출자를 통해 지분 이상의 의결권을 행사하는 문제는 계속해서 많은 논란이 있다. 계열사 간 출자를 통해 소수의 지분으로도 그룹전체의 지배력을 유지할 수 있는 재벌체제의 핵심은 配當權과 議決權의 分離에 있다. 만약 지분과 의결권과의 괴리가 총수의 지배력을 강화하는 수단으로 사용되는 것이 주목적이라면 이는 외부투자자의 권익에 대한 침해를 가져오므로 이에 대한 규제는 그 목적상 정당성을 갖게 된다. 공정거래법상의 出資總額制限制度는 이러한 폐해를 시정하는 것을 주된 취지로 하는 것인데 규제를 받는 측으로부터는 지나친 규제로 생산적인 투자를 방해한다는 비판을 받고 있다. 목적이 정당하더라도 그보다 효율적인 방법이 있거나 규제의 과정에서 발생하는 폐해가 목적의 이익보다 크다면 그 규제는 철폐되는 것이 법치국가의 요구이고 사회적으로도 효율적이라는 점에서 상반되는 주장에 대한 엄밀한 검토가 필요하다.

본 논문에서는 계열사 간 출자가 야기하는 대리비용에 관한 기존의 이론들을 검토한 결과 전문경영자가 존재하고 자본시장이 잘 작동되는 미국의 경우를 상정한 Jensen and Meckling(1976)과 이에 기반한 설명보다는 낙후된 企業支配構造에서 통제권의 확보가 私的 便益의 획득에 기인하고 있고 또 지분과 의결권의 분리를 통해 적은 지분으로도 기업전체를 통제할 수 있도록 하는 구조에 대한 설명으로는 BKT(2000)이 더 적절할 수 있다는 것을 보였다. 또 이러한 이론적 배경에 근거하여 재벌의 계열사 출자가 야기하는 문제점들을 살펴보았다.

이론적 문헌들을 검토한 결과 Jensen and Meckling이 설명한 所有와 經營의 分離로 인한 대리비용보다는 Bebchuk & Kraakman & Triantis이 강조한 配當權과 議決權의 分離 문제가 계열사출자의 본질적인 폐해라는 점을 인식할 수 있었다. 출자총액제한은 배당권과의결권 간의 괴리를 직접적으로 규제하는 방식이다. 그런데 양자의 괴리가 支配株主의 私的 便益을 추구하는 데서 비롯된다면 私的 便益의 존재를 감소시키는 제도개선을 통해 CMS 구조 자체가 발생할 유인을 막을 수 있을 것이다. 즉 주주의 권한을 보호하고 통제권자의 책임에 대한 엄격한 추궁을 가능하게 한다면 소수 지분만으로 그룹전체의 지배력을 행사하는 것이 특별한 私的 便益을 가져다 줄 수 없게 된다. 이는 최근에 관심이 높아가

고 있는 집단소송이나 기관투자자의 의결권행사 활성화, 기업지배권시장의 활성화 등 제도개선을 통한 지배구조개선을 정당화하는 근거가 될 수 있다. 또 국내의 자료를 분석한 여러 실증연구들은 계열사 출자가 투자의사결정에 미친 영향이나 內部資本市場의 효율성에 대해서는 대부분 부정적인 결과를 내리고 있었다. 그러나 거래비용의 관점이 아니라 자원공유의 이점을 고려한 최근의 연구들은 다각화전략 등 성장전략으로서 소위 "재벌효과"에 대해 긍정적인 효과를 보고하고 있다. 최근의 자료를 통한 연구에도 이러한 사실들이 나타나는 것으로 볼 때 재벌집단의 효과에 대한 일방적으로 부정적인 평가를 내리기는 곤란해 보인다. 그동안 고도성장과정에서 한국기업의 경쟁우위를 가능하게 했던 원천에 계열사들이 누릴 수 있는 각종의 무형자원, 금융자원 등이 있었다는 것을 알 수 있는데 이처럼 계열사 간 출자가 긍정적인 역할을 出資總額制限制度는 간과하고 있는 것이다. 그렇다면 향후 공정거래위나 정부는 비용이 큰 출자총액제도를 고집하기 보다는 사적편익을 줄이는 제도개혁이나 감시장치의 도입에 행정력을 집중하는 것이 바람직하다고 볼 수 있다.

서울大學校 經濟學部 博士過程
151-742 서울 관악구 신림동 산56-1
E-mail: hj-truth@hanmail.net

서울大學校 經濟學部 敎授
151-742 서울 관악구 신림동 산56-1
전화: (02)880-6367
팩스: (02)877-0688
E-mail: klee1012@plaza.snu.ac.kr

參 考 文 獻

강명헌 · 김태기 · 이근(2002): "협상론에서 본 정부-재벌 관계: 출자총액제한제도를 중심으로," 『경제발전연구』, **8**. **1**.

공정거래위원회(2002): 『2002년 공정거래백서』.

구맹회 · 김병곤(1999): "대리권문제와 기업다각화가 기업가치에 미치는 영향에 관한 실증연구," 『재무관리연구』, **16**. **2**.

김균 · 김대환 외(1999): 『한국재벌개혁론』, 나남.

김기원(2002): 『재벌개혁은 끝났는가』, 한울.

김상조(2002): "비은행금융기업의 지배구조개선," 예금보험공사 토론회자료.

_____(2003): "노무현 정부의 재벌 · 금융개혁: 원칙과 과제," 참여연대-한겨레신문 토론회.

김지수 · 정기웅(2000): "규모극대화, 경영자 지분과 기업의 자본적 투자지출," 『재무관리연구』, **17**. **2**.

김진방(2000): "재벌의 소유구조: 통계, 개념, 분석," 『경제학연구』, **48**. **2**.

_____(2002): "출자총액제한의 비교정학," 미발표원고.

남주하 · 진태홍 · 이석준(2001): "상호지급보증과 재벌의 내부자본시장," 『금융학회지』, **6**. **1**.

류근관(2002): "출자 총액제한제도의 현황과 정책대안," 21세기 한국기업의 경쟁력, 심포지엄발표 논문.

박영석 · 신현안(1998): "기업집단의 내부자본시장과 투자의사결정," 『재무연구』, **11**. **2**.

위정범(2003): "기업집단의 계열사간 출자와 대리인 문제," 서울대학교 증권금융연구소 세미나자료.

이윤호(2002): "5대 재벌의 내부자본시장에서 금융계열사의 역할과 기능," 『경제발전연구』, **8**. **2**.

이정두(2003): "출자총액제도의 현황과 정책적 제안," 서울대학교 경제학과 석사(2003.2).

장대홍(2000): "기업지배권시장과 계열사 출자," 『상장협 2000년 추계호』.

장대홍 · 김우택 · 김경수 · 박상수(2001): "재벌의 효율성," 『소화』.

장휘용 · 박종갑(1999): "경영자의 내부지분율과 기업의 재무구조 및 성장정책," 『재무관리연구』, **16**. **1**.

진태홍(2000): "재벌의 지배구조와 상호지급보증," 『재무관리연구』, **17**. **1**.

참여연대(1999): 『한국 5대 재벌백서』, 나남.

황인학(1999): "재벌의 다각화와 경제력집중," 한국경제연구원.

_____(2001): "출자총액 재규제에 대한 비판적 검토," 한국경제연구원.

Bebchuk, Lucian, A.(1999): "A Rent Protection Theory of Corporate Ownership and Control," Working Paper, 7203, *Natioanl Bureau of Economic Research*, USA, July.

Bebchuk, L., R. Kraakman, and G. Triantis(2000): "Stock Pyramids, Cross-Ownership, and Dual

Class Equity: The Creation and Agency Costs of Separating Control from Cash Flow Rights," in Randall K. Morck(ed.) *Concentrated Corporate Ownership*, The University of Chicago Press.

Chang, S.J., and J. Hong(2000): "Economic Performance of Group-affiliated Companies in Korea: Intra-group Resource Sharing and Internal Business Transactions," *Academy of Management Journal*, **43**, 429-448.

_____(2002): "How Much Does the Business Group Matter in Korea?," *Strategic Management Journal*, **23**, 265-274.

Chang, Sea Jin, and Unghwan Choi(1988): "Strategy, Structure and Performance of Korean Business Groups: A Transactions Cost Approach," *Journal of Industrial Economics*, **36**.

Jensen, M., and W. Meckling(1976): "Theory of the Firm : Managerial Behavior, Agency Costs and Ownership Structure," *Journal of financial Economics*, **3**.

Khanna, T.(2000): "Business Groups and Social Welfare in Emerging Markets," *European Economic Review*, **44**.

La Porta, R., F. Lopez-de-Sialnes, and A. Shleifer(1999): "Corporate Ownership around the World," *Journal of Finance*, **54**.

Lee, G.B., M. Peng, and K. Lee(2002): "From Diversification Premium to Diversification Discount during Institutional Transition," Paper presented at the 2002 Convention of the Financial Management Association, held in Toronto.

Montgomery, C.(1994): "Corporate Diversification," *Journal of Economic Perspectives*, **8**.

Rumelt, R.(1991): "How Much Does Industry Matter?," *Strategic Management Journal*, **12**, **3**, 359-369.

Shin H., and Y.S. Park(1999): "Financing Constraints and Internal Capital Markets: Evidence from Korean Chaebols," *Journal of Corporate Finance*, **5**, 169-191.