

미국과 영국의 기업집단 개혁과 시사점¹⁾

2008. 5. 19

홍 중 학(경원대학교 경제학과)

- 요약 -

이 논문은 미국과 영국에서 계열사 출자에 대한 규제정책으로 인해 소유와 지배가 괴리된 형태의 기업집단이 거의 소멸되었음을 밝힌다. 규제완화에 의해 일시적으로 피라미드형 기업집단이 형성되었으나 이후 계열사 출자의 효용을 떨어뜨리는 법과 제도의 도입으로 인해 점차 소멸되었다.

미국에서는 1920-1930년대에 걸쳐 다층구조의 지주회사가 번성했으나, 대공황 발생 이후 루즈벨트 정부는 기업간 배당에 과세하여 기업의 주식소유 동기를 약화시키고, 동시에 공익사업의 경우에는 지주회사를 엄격히 규제하였다. 이러한 정책은 집단소송제의 강화와 함께 성공적으로 미국에서 다층구조의 지주회사를 소멸시켰다.

영국에서는 런던증권거래소의 규칙을 통해 기업집단의 문제를 해소하였다. 1950년 대 들어 적대적 인수합병이 발생하자 기업들은 차등의결권을 도입하거나 피라미드형 기업집단을 구성하여 대처해 나갔다. 그러나 이미 비중이 커진 기관투자자들의 요구에 따라 런던증권거래소는 적대적 인수합병을 활성화시키는 규칙을 제정하였고, 이 규칙은 다층적 피라미드의 형성을 저해하고 소유를 분산시키는 효과를 발휘하였다.

한국에서는 외환위기 이후 영미식 재벌개혁을 추진했으나, 미국과 영국에서 기업집단을 해체한 핵심적 수단들은 채택하지 못하거나 오히려 규제를 완화하는 모순을 범했다. 이 논문을 통해 미국과 영국 기업집단의 소유지배구조에 관한 잘못된 인식을 바로 잡고, 한국의 재벌개혁을 위한 시사점을 도출한다. 그간 국내 경제학계나 정책당국에 잘 알려지지 않았던 역사적 사실과 교훈을 밝힘에 따라 향후 합리적인 논의와 정책 수립에 기여할 것이다.

핵심용어 : 기업집단, 지주회사, 소유지배구조, 기업간 배당 과세

JEL : G3, N2

1) 주소 : 경기도 성남시 수정구 복정동 경원대학교 경제학과, jhong@kyungwon.ac.kr, 031-750-5200

이 논문은 2005.5 경실련 경제정의연구소 주최 기업지배구조 연구프로젝트 1차년도 연구결과 발표 심포지엄에서 종합토론 발제문으로 발표된 초안을 보완하여 완성하였다. 이 논문의 핵심내용은 2006년 9월 공정거래위원회 대규모기업집단시책TF에서 발표되었다. 조언을 아끼지 않은 김기원, 이의영, 전성인, 김상조, 권영준, 장지상 교수님, 김정호, 이인권, 황인학, 위평량 박사님, 공정위 이동규 국장님께 감사드린다. 날카로운 지적을 해 주신 두 분의 익명 심사위원에게도 감사한다. 남아있는 오류는 전적으로 저자의 책임이다. 이 연구는 학술진흥재단의 지원(KRF-2004-074-BM0009)에 의해서 이루어졌음을 밝힌다.

Abstract

This paper clarifies that regulatory policies of the United States and Great Britain pushed out of existence business groups in the form in which ownership and governance are separated.

The period 1920-1930 in the United States witnessed the size of corporate groups rapidly growing by means of inter-corporate stock ownership and multi-layer holding companies. During the Great Depression, Roosevelt administration levied taxes on inter-corporate dividends, thus discouraging the motivation to own inter-corporate shares, while at the same time banning holding companies altogether in the public utility industry. With class action litigation, the policy successfully pushed multi-layer holding companies in the United States out of existence. On the other hand, in Great Britain, the issue of business groups was solved through London Stock Exchange's internal regulations.

In Korea, Anglo-American style of conglomerate reform has been implemented after the 1997 economic crisis. However, this paper shows that the policy did not reflect the lessons of these countries. This paper also points out the misperception of the structure of ownership and governance of business groups in the United States and Great Britain.

I. 영미형과 유럽형 기업 소유지배구조

일반적으로 기업의 소유지배구조 유형을 영미형과 유럽형으로 구분한다. 영미형은 주주(shareholder) 중심의 외부자체제(outsider/arm's-length system)로 분산화된 소유가 특징이며 주주들이 경영에 간여하는 정도가 상대적으로 약하다. 반면 유럽형은 주주뿐 아니라 채권금융기관과 노동자를 포함한 이해관계자(stakeholder) 중심의 내부자체제(insider/control-oriented system)를 구성하며, 핵심적 소유자가 있어 직접적으로 경영에 참여하는 한편 다른 이해관계자들 역시 내부 통제시스템 내에서 참여가 가능하여 직간접적으로 경영자에 대한 견제가 가능하다. (Berglöf (1997a), Goergen(1998))

영미형과 유럽형이 다른 소유지배구조를 갖게 된 이유에 대해서는 많은 연구가 이루어졌으며, 어떤 체제가 더 우월한가에 대해서 논란이 지속되고 있다. 1980년대 일본과 독일 경제가 급속히 성장한 반면 미국 기업의 경쟁력이 떨어지고 적대적 인수합병의 대상으로 전락하자 주주중심주의 모형의 단기주의가 부각되었다. 반면 1990년대 들어 미국의 생산성이 빠르게 상승하며 안정적인 장기성장을 달성하자 다시 시장 중심적 영미형 모형의 우월성이 강조되기도 하였다.

이 논문에서는 어떤 소유구조가 더 효율적인가에 대해서는 논하지 않는다. 소유구조와 지배구조는 연관되어 있고, 영미형과 유럽형은 견제와 균형(check and balance)이라는 경영의 기본원리를 다른 방식으로 실현하고 있다. 각 방식에 있어 어떠한 법적 제도적 기구가 어떻게 작동하는지에 대한 구체적 논증이 필요하고, 실제로도 많은 연구가 되었다.

이 논문은 미국과 영국 기업의 소유구조를 중심으로 역사적 배경과 시사점을 논한다. 특히 기업간 주식소유를 통한 기업집단의 형성, 즉 피라미드형 기업집단(pyramidal business groups)이나 유사 형태의 소유구조를 통해 소유와 지배의 괴리가 발생하는 기업집단의 형성 또는 해체의 원인을 분석의 대상으로 한다. 현재 미국과 영국에서도 규모상 상위의 대기업들이 자회사의 주식을 100% 소유하는 경우가 많지만 이 경우에는 소유와 지배의 괴리는 발생하지 않는다. 그 외에는 기업간 주식 소유가 많지 않으며 기업집단의 형태를 찾아보기 어렵다. 명시적으로 기업간 주식 소유를 금지하고 있는 규제를 찾을 수 없음에도 유럽형의 소유구조가 일반적 형태가 되지 않았음은 중요한 연구과제가 된다.

영미에서는 왜 소유·지배가 괴리된 대규모 기업집단을 찾아보기 힘든가라는 의문이나, 역사적으로 이런 형태의 대규모 기업집단의 존재 여부, 만약 존재하였다면 그 소멸 이유 등에 대한 해답은 대규모 기업집단의 특성을 규명하는데 있어 매우 중요한 과제이다.

이러한 질문에 대한 해답을 법제도의 차이에서 찾고자 하는 시도가 있었다. Johnson et.

al.(2000)은 기업의 경영자가 자신의 이익을 위해 기업의 재산을 명시적으로 또는 암묵적으로 빼돌리는 행위를 땅굴파기(tunneling)로 정의하고, 땅굴파기가 발생하였는지 여부를 판별하는 기준으로 성실의 의무(duty of care)와 신의의 의무(duty of loyalty)를 들고 있다.

이러한 성실과 신의의 의무는 소액주주에 대한 의무를 의미하는데, Johnson et. al.(2000)은 대륙법(civil-law) 국가가 영미법(common-law) 국가에 비해 1) 신의의 의무를 협의적으로 해석하고, 2) 이해상충을 증명하는데 있어 엄격한 기준을 사용하며, 3) 이해관계자의 이해에 대해 더 많이 고려하며, 4) 공정성 기준에 의하기 보다는 성문법에 의존하기 때문에 땅굴파기를 규제하기가 상대적으로 어려운 것으로 평가하고 있다. 특히 피라미드형 기업집단 구조와 관련하여 영미법 국가에서는 공정성 기준에서 계열사의 소수 주주가 이익을 제기하는 경우 지배주주의 입장에서 문제를 해결하는 비용이 상대적으로 크기 때문에 기업집단의 형태를 찾아보기 어렵다고 밝히고 있다.

그러나 같은 영미형 법제도를 갖춘 캐나다, 오스트레일리아나 뉴질랜드에서 소유가 집중되어 있고 기업간 주식 소유를 통한 기업집단도 더 많이 발견된다. 따라서 단순히 법제도의 유형만으로 기업집단의 형성요인을 찾는 것은 한계가 있다. 그렇다면 미국과 영국에서 어떤 이유로 소유와 지배의 괴리가 발생하는 기업집단을 찾기 어려운지를 밝히기 위해 미국과 영국의 기업사와 기업정책을 연구할 필요성이 제기된다.

이 논문에서는 미국과 영국에서 명시적인 규제를 통해 소유와 지배가 괴리된 형태의 기업집단이 사라지게 되었음을 밝힌다. 미국과 영국의 경우 법과 제도의 변화에 따라 기업환경이 변화하자 일시적으로 피라미드형 기업집단이 형성되었으나, 다시 이의 경제적 유용성을 떨어뜨리는 법과 제도의 도입으로 인해 피라미드형 기업집단은 사라졌다. 미국에서는 1920-1930년대에 걸쳐 특히 공익산업(public utility industry)에서 다층구조의 지주회사가 번성하는 등 기업간 주식소유를 통해 기업집단의 규모가 급격히 커지는 시기를 맞게 되었다. 대공황이 발생한 이후 루즈벨트정부는 대규모 기업집단의 구조적 문제를 중시하여 증권거래위원회를 설립하여 증권시장의 규율을 강화하는 한편 기업간 배당에 과세하여 기업간 주식소유의 동기를 약화시켰다. 공익산업의 경우에는 특히 지주회사를 엄격히 규제하였다. 이러한 정책은 집단소송제의 입안과 함께 성공적으로 미국에서 다층구조의 지주회사를 사라지게 했다.

미국에서 정부가 직접 규제에 나섰다면, 영국에서는 런던증권거래소의 규칙을 통해 기업집단의 문제를 해소하였다. 은행보다는 증권시장을 통해 자금을 조달하던 19세기 초반 영국의 기업들은 합병을 통해 기업의 규모를 확대해 나가는 과정에서 주식교환을 이용했기 때문에 창업주를 중심으로 한 핵심 대주주의 지분은 빠른 속도로 줄어들었다. 대신

이사회를 장악하여 경영권을 확보하였으나, 적대적 인수합병의 사례가 발생하자 차등의 결권을 도입하거나 피라미드형 기업집단을 구성하여 대처해 나갔다. 그러나 기관투자자들의 요구에 따라 런던증권거래소는 적대적 인수합병을 활성화시키는 규칙을 제정하였는데, 이 규칙이 사실상 소유를 제한하게 되자 피라미드형 기업집단의 형성을 저해하고 소유를 분산시키는 효과를 발휘하였다.

미국과 영국에서 이러한 정책적 배경을 바탕으로 피라미드형 기업집단이 소멸하였음에도 국내 학계에는 이러한 사실이 잘 알려지지 않았다. 그 결과 재벌개혁을 강력히 추진하면서 실제로 반대의 효과를 발휘하는 정책을 채택하기도 했다. 국내에서 관련 정책의 변화과정을 밝히고, 미국과 영국의 정책에서 시사점을 구한다. 아래에서 이러한 미국과 영국의 기업집단 개혁정책을 각각 일별한 후 결론부분에서 시사점을 도출한다.

II. 미국의 지주회사 개혁

1. 지주회사는 규제완화의 산물

미국에서 대규모 주식회사가 탄생한 것은 19세기 후반부이다. 기업의 법적 성격에 대해서 많은 논란이 있었으며 법인에 대해서도 헌법상의 권리를 보장해야 하는가를 논의해야 할 정도로 기업은 많은 규제의 대상이었다. 그 결과 19세기 말이 되어서야 비로소 한 기업이 다른 기업의 주식을 소유하는 것이 허용되었다. 그 이전에도 메릴랜드(Maryland) 주에서는 영국의 제도를 따라 다른 기업의 주식 소유를 허용하고 있었지만, 본격적으로 다른 기업의 주식소유를 허용한 것은 뉴저지(New Jersey) 주(州)였고 델라웨어(Delaware) 주(州)가 곧 뒤를 이었다.

기업을 유치하여 조세수입을 늘리고자 1888년 뉴저지에서 처음 지주회사법(Holding Company Act)를 제정하였다. 그러나 지주회사가 본격적으로 활성화된 것은 1889년과 1891년 추가적인 법률 제정에 의해 다른 법인의 주식과 자기 주식을 교환할 수 있는 법이 계기가 되었다.(Hovenkamp(1991)) 1892년에는 주내의 반트러스트법을 폐기하면서 기업활동의 제약을 대부분 제거하였으며 기업합병을 자유롭게 허용되었다.

미국의 독특한 연방형태는 기업규제를 어렵게 한다. 처음에 거래의 범위가 개별 주(州) 내로 국한되었을 때는 큰 문제가 없었으나, 전국적인 상거래와 금융거래가 활발해 지면서 기업을 유치하고자 하는 주(州)간 경쟁은 자연스럽게 각 주(州)의 규제를 가장 완화된 형태로 수렴시키는 결과를 초래했다. 뉴저지의 기업규제완화는 뉴저지에 본사를 둔 법인의 수를 증가시키고 뉴저지의 조세수입을 크게 증가시켰다. 다른 주(州)도 경쟁적으로 뉴저지의 입법을 모방하게 되고 기업규제완화는 곧 전국으로 전파되었다2).

지주회사법이 기업에 대한 법인격 부여의 계기가 되어 지주회사를 활성화시켰다는 주장도 있다. 즉, 그 이전에는 기업의 모든 활동이 주(州) 정부의 인가를 받아야만 가능했다면, 지주회사법에 의해 개인의 중요한 권리가 법인에 대해서도 주어졌기 때문에 주(州) 정부의 특별한 제재를 통해서만이 법인을 규제할 수 있게 되었다는 것이다. (Prechel(2000))

미국에서 최초의 반독점법으로 알려진 셔먼법(Sherman Act)이 만들어진 것이 1890년 이므로 이제 막 설립되기 시작한 지주회사는 규제대상이 아니었다. 특히 지주회사가 주(州)법에 의해 허용되었기 때문에 법원은 해석상의 문제를 안고 있었다. 실제로 1895년 연방대법원은 필라델피아 지역의 설탕회사 인수와 관련한 E. C. Knight의 소송 판결에서 지방정부에 의해 허가된 지주회사 방식에 의한 기업인수는 연방법원의 관할대상이 아니라고 판결하였고, 이는 지주회사 방식에 의한 기업인수를 촉발하는 계기가 되었다.

이러한 추세는 다시 대법원이 1898년 Addyston Pipe & Steel Co.에 대한 판결에서 시장분점에 합의하는 카르텔 방식의 트러스트(trust)를 전반적으로 불법화하면서 가속화되었다. 이러한 연속된 판례가 법원이 트러스트 방식은 금지하면서 지주회사 방식은 허용하는 것으로 해석되었기 때문이다. 다른 한편 기업가의 입장에서든 기업의 장기경영을 고려할 때 느슨한 트러스트 방식보다 견고하게 지속할 수 있는 지주회사 방식을 더 선호했다. 1911년에는 스탠더드 오일을 33개의 법인으로 분할하는 대법원의 판결이 있었다. 노예제로부터 벗어난 미국이 독점자본가에 의한 통치라는 새로운 종류의 노예제에 빠질 위험에 처해 있다는 내용의 판결문은 당시의 분위기를 반영하고 있다.

그러나 이러한 규제와 관련없이 지주회사는 지속적으로 증가했다. 이 시기 많은 기업들의 합병이 이루어져, 미국의 첫 번째 합병 파동(First Merger Wave)으로 기록된다³⁾. 1895년에서 1904년 사이에 자본통합방식의 79.1%가 뉴저지 주에서 일어났고, 1898년과 1902년 사이에 합병 건수가 3,653건에 달할 정도로 많았다. 한편 1895년과 1904년 사이에

2) 이러한 인식은 당시에도 잘 알려져 있었다. 1935년 루즈벨트 대통령은 이러한 입법활동을 다음과 같이 비난하고 있다.

"If we could remake our financial history in the light of experience, certainly we would have none of this holding company business. It is a device which does not belong to our American traditions of law and business. It is only a comparatively late innovation. It dates definitely from the same unfortunate period which marked the beginnings of a host of other laxities in our corporate law which have brought us to our present disgraceful condition of competitive charter-mongering between our States. And it offers too well-demonstrated temptation to and facility for abuse to be tolerated as a recognized business institution. That temptation and that facility are inherent in its very nature. It is a corporate invention which can give a few corporate insiders unwarranted and intolerable powers over other people's money. In its destruction of local control and its substitution of absentee management, it has built up in the public utility field what has justly been called a system of private socialism which is inimical to the welfare of a free people."(Roosevelt(1935)) (밑줄은 저자 첨가)

3) 미국에서는 지금까지 5차례에 걸친 합병 파동이 기록되고 있다. 1차 1890-1904, 2차 1916-1929, 3차 1965-1969, 4차 1981-1989, 5차 1990년대로 분류하고 있다. Gaughan(1996).

157개의 지주회사가 1,800개 이상의 회사를 통합했다고 알려지고 있다.(Prechel(2000))

이러한 추세는 1904년 J.P. Morgan과 Jim Hill의 철도합병과 관련한 Northern Securities 관련 소송에서 연방대법원이 4명의 반대에도 불구하고 규제가 가능하다는 판결을 내리면서 진정되었다. 과도한 피라미드형 구조가 비합리적 거래 제약(unreasonable restraint of trade)이라는 서면법 조항에 해당된다고 판시한 것이다. 지주회사 자체는 허용되더라도 과도한 중층적 피라미드 형태는 위법하다는 이 판례는 1911년 American Tobacco Company 소송에서 재차 확인된다.

앞서 Northern Securities 판례에서 4명의 반대가 있었음에서 알 수 있듯이 논쟁은 종식되지 않았다. 특히 개별 주에서 법적으로 허용한 지주회사를 위법한 것으로 판정할 수는 없다는 주장이 지속적으로 제기되는 등 그 후에도 논란이 끊이지 않다가 1912년 Union Pacific Merger Case에서 대법원은 개별 주의 법률에 의해 허용된 지주회사의 경우에도 반트러스트법의 대상이 될 수 있음을 명확히 했다. (Hovenkamp(1991))

명시적으로 반트러스트법의 대상이 된다고 확인되었지만 연방정부가 법을 집행할 만한 충분한 예산과 인원을 확보하고 있지 못한 상황이었고 특히 서면법에서 거래계약(restraint of trade)이라는 조항의 모호함으로 인해 지주회사에 대한 규제는 사실상 거의 이루어지지 못했다. 서면법의 무력함이 알려지면서 서서히 새로운 법의 필요성이 제기되었고, 이것이 클레이턴법(Clayton Act) 제정으로 이어진다.

2. 클레이턴법과 지주회사

1912년 대통령 선거에서 기업집단과 관련한 정책이 논란이 되었다. 이는 서면법이 다양한 형태의 기업집단에 대한 적절한 규제를 제공하지 못하고 있다는 일반적 인식에 기인하였다. 당시 공화당의 현직 대통령 태프트(William Howard Taft)는 검사출신인 전력 때문이었는지 서면법을 통한 기소에 의해 문제를 해결하려 노력했다. 실제로 그의 재임 4년 동안 반독점 기소 건수가 크게 증가해 재계의 반감을 샀다. 반면 태프트에게 대통령을 물려주었던 루즈벨트(Theodore Roosevelt)는 행정부의 감독에 의한 해결방식을 주장했고, 공화당에서 대통령 후보로 지명되지 못하자 진보당(Progressive Party)을 결성하여 대통령에 출마한다. 민주당 대통령 후보였던 윌슨(Woodrow Wilson)은 초기에는 도덕적 해결을 주장하였으나 점차 정부의 강력한 규제를 통한 기업집단 문제의 해결을 강조하며 선거에 임하게 된다⁴⁾. 기업집단에 대한 통제가 핵심쟁점으로 떠오른 선거였지만, 다른 한편에서 친기업을 강조하는 모순적인 현상을 보이기도 했다. 루즈벨트는 태프트의

4) 미국에서 1890년에서 1920년까지의 기간을 진보시대(Progressive Era)라 부르는데, 이 기간을 대표하는 세 명의 대통령이 모두 출마한 선거가 되었다. 실제로 사회주의자당(Socialist Party)의 뎀스(Eugene V. Debs)를 포함하여 4파전으로 선거가 치러지는 상황이었으므로, 당시 미국에서 개혁에 대한 요구가 매우 컸던 진보의 시대임을 알 수 있다. 이러한 진보의 시대였음에도 기업집단 문제를 해결하지 못한 채 대공황을 맞게 되었다.

반독점법을 근거로 한 기소 위주의 정책이 기업의 부담을 크게 한다며 정부의 지도적 규제를 주장하였고, 윌슨 역시 일부 부도덕한 기업인의 행태를 강조했다. 기업집단의 문제가 사회적인 논제로 부각되었지만 합리적 해결책을 찾기 어려운 상황을 보여주고 있다.

대통령에 당선된 윌슨은 취임 초기부터 시장에 대한 규제를 정비하여, 1914년 연방준비은행체제(Federal Reserve Bank system)를 구축하고, 클레이턴법(Clayton Act)을 제정하는가 하면, 셔먼법과 클레이턴법 대상 이외의 경쟁제한행위에 대해서도 규제할 수 있도록 연방거래위원회(Federal Trade Commission)를 설립했다. 반독점을 위한 정부기구로서 연방거래위원회는 제반 입법과 행정 규제를 주도하게 되었다.

클레이턴법은 원래 가격차별과 경쟁제한적인 계약 등과 더불어 지주회사와 관련한 조항을 명시적으로 밝힌 조문으로 제안되었다. 특히 입법 과정 내내 7장(section 7)은 지주회사 관련 장으로 지칭되었지만, 재계의 격렬한 반대에 의해 최종적으로 지주회사라는 문구 자체가 빠지게 되었다. 지주회사 자체를 불법화하는 대신 중대하게 경쟁을 제한하는(substantially lessened competition) 경우에만 다른 회사의 주식을 취득하는 행위를 금지하는 것으로 대체되었다.

이렇게 된 데에는 정치권이 아직 재계의 압력에서 벗어나지 못하고 있음을 보여주고 있다. 예를 들면 클레이턴법을 제정하던 상원의 위원회(Senate Committee on Interstate Commerce)는 당시 U.S. 철강회사(U.S. Steel Corporation)의 회장인 게리(Elbert H. Gary)에게 법률 초안을 제안하도록 요청할 정도였다. 결국 지주회사의 규제에 대한 사회적 요구는 매우 강하였으나, 정치적 환경은 아직 조성되지 않았다고 보인다.

이러한 제도적 맹점과 아울러 기업의 대형화 및 산업의 집중화를 통한 수익증대의 욕구는 지속되었고, 제2차 합병파동(1916-1929)기에 접어들게 된다. Stigler는 제1차 합병파동이 독점을 위한 합병이라면 제2차 합병 파동은 과점을 위한 합병이라고 대비한 바 있다. (Gaughan (1996))

그러나 다층적 지주회사에 대한 논란은 끊이지 않았고, 1928년 연방거래위원회는 지주회사의 폐해에 관한 보고서를 상원에 제출했다⁵⁾. 지주회사가 매우 많았고 그 부작용도 정치권에 인식되고 있었다는 점을 알 수 있다. 특히 전기나 가스와 같이 대규모 자본을 요구하는 공익산업분야에서 다층구조 지주회사의 독점적 행위가 많은 문제를 야기했다. 미국에서 1910년대와 1920년대에 걸쳐 기업간 주식소유를 통한 기업집단의 결성, 특히 다층적 피라미드형 기업집단이 대기업의 전형이었다. 역사적으로 미국에서도 유럽형 모형에서 볼 수 있는 기업집단이 다수 존재하던 시기가 있었던 것이다.

5) 이 시기 지주회사의 폐해에 대한 설명은 U.S. Department of Energy(1993) 참조

1928년에 뉴욕주식시장에 상장된 573개 기업 중에서 395사는 독자적인 사업도 영위하는 사업형 지주회사였고, 92사는 순수한 지주회사였다. 92개 순수 지주회사 중에 1910년부터 있었던 지주회사는 불과 15사에 불과했다.(Berle and Means(1932)) 이 시기에 지주회사가 크게 증가했음을 보여주고 있다.

3. 뉴딜정책에 의한 지주회사의 해체

클레이턴법은 지주회사의 폐해를 근절시키기 위해 제정되었지만, 법 적용 요건을 명확히 하지 못함으로 인해 규제의 실효성이 떨어졌다. 거의 동일한 상품시장에서 경쟁회사와의 합병을 목적으로 하는 예외적인 경우를 제외하면 타기업 출자에 대해 제한을 가할 수 없었다.

대공황이 시작되면서 피라미드형 지주회사제도의 문제점, 특히 재무구조상의 문제점이 드러났다. 지주회사는 주로 투자은행이나 은행으로부터 자금을 빌려 자회사의 지분을 획득하는 방식으로 운영되었다. 투자은행들이 일반 투자자들의 자금을 끌어 모으는 과정에서 부실한 투자자 보호 장치로 인해 많은 편법이 동원되었다. 즉, 지주회사와 투자은행이 상호 복잡하게 연계되어 있었다⁶⁾.

복잡한 자금유치과정을 무시한다면, 투자은행을 비롯한 금융기관은 회사채를 인수하거나 대출을 해주는 방식으로 지주회사에 자금을 공급하고 그 기반은 미래에 예상되는 자회사로부터의 배당금이었다. 그런데 대공황으로 인해 자회사의 유동성 부족 문제가 불거지면서, 모회사에 대해 배당을 지불하지 못하게 되었다. 이로 인해 모회사는 채무 상환 불능상태에 빠지게 되었고, 피라미드형 지주회사의 경우 연쇄부도가 불가피했다⁷⁾.

대형 지주회사의 부실화는 다시 이들 지주회사의 자금 공급 역할을 했던 투자은행이나 일반 은행의 유동성 부족을 초래했고, 이는 금융기관의 연쇄 부실로 이어져 대공황을 심화시키는 원인이 되었다. 이러한 과정에서 이미 후버(Hoover) 정부에서 투자은행에 대한 조사를 시작하게 되고, 1931년 의회에 페코라(Pecora)를 단장으로 하는 조사단이 만들어져 J.P.Morgan Company 등을 비롯한 투자은행들의 편법이 알려지게 되었다. 이러한 보고서에 의해 투자은행의 운영에 관한 실상이 알려지면서 일반 대중의 공분을 사게 되었고, 투자은행과 지주회사에 대해 규제를 강화해야 한다는 여론이 형성되었다.

대공황은 정부의 규제와 관련하여 새로운 차원의 논의를 시작하게 했다. 유럽에서 대공황을 극복하기 위해 정부가 적극적으로 개입하거나 은행들이 실패한 기업을 흡수한 것

6) 지주회사의 주식이나 채권을 거래하는 투자은행의 임원들이 거래 지주회사의 이사를 겸직하는 것이 관행적으로 이루어졌다.(Carosso(1970))

7) Galbraith는 이를 역레버리지(Reverse Leverage)라고 명명하여 대공황의 원인으로 지목하기도 했다.(Prechel 2000)

처럼, 미국의 일각에서도 국가가 은행을 소유해서 기업을 지원해야 한다는 주장이 제기되었다. 그러나 결과적으로 미국인들은 국가가 소유는 하지 않되 직접적 규제를 통해 문제를 해결하려는 절충적 정책을 채택하였다⁸⁾. 이 정책이 미국의 기업구조가 유럽과 차별화되는 계기가 되었다.

1932년 루즈벨트 대통령이 당선된 후 뉴딜정책이 강력하게 추진되었다. 1933년 제정되고 다음 해 보완된 증권거래법(Securities and Exchange Act)에 의해 증권감독위원회(Securities and Exchange Commission)가 설립되었다. 초기 이 증권감독위원회는 증권시장에서 극심한 반대를 받았으나, 증권시장의 자율적 작동을 근간으로 하면서도 투자자들의 보호를 위한 정보공개에 역점을 두면서 부작용을 최소화하며 증권시장을 규율하는 기관으로 자리 잡는데 성공한다.

투자은행의 문제를 해결하기 위해서는 글래스-스티걸 법(Glass-Steagall Act)으로 알려진 1933년의 은행법(Banking Act)과 증권거래법, 1935년의 은행법에 의해 상업은행과 투자은행의 분리를 제도화한다. 특히 글래스-스티걸 법은 상업은행에 대한 규제를 강화하여 지주회사의 투자재원을 마련하는데 제약을 가하는 효과를 발휘했다. 그러나 루즈벨트 정부는 지주회사의 문제를 근본적으로 해결하고자 했다. 1935년 1월 백악관에서 지주회사 대책회의를 여는 등 정책역량을 집중하여 마침내 6월 대통령은 세금을 통해 불필요한 지주회사를 척결하겠다는 방침을 발표했다. 이 방침은 1935년의 세입법(Revenue Act)의 규정에 포함되어 기업간 배당에 대해 과세를 명문화했다.

1935년 세입법은 대대적 조세개혁의 핵심적 결과였다. 대대적인 구호정책으로 재정적자가 발생했고 조세수입의 증대가 요구되었으나, 불황기에 일반 대중에게 세금을 증가시키는 것은 불가능했다. 대공황의 원인으로 경제 전체의 저소비와 부자들의 과저축 문제가 제기되었기 때문에 조세정책의 변화가 필요했다. 특히 일시적 해결책이 아니라 지속적으로 저소비 문제를 해결하기 위해서는 구조적 조세개혁이 필요했다. 이러한 배경에서 뉴딜의 대표적 이론가였던 연방대법관 브랜드이스(Louis Brandeis)는 단순한 부의 재분배를 넘어 경제권력의 재분배(deconcentration)를 추구하기 위해 조세개혁을 주장했다.

정치적으로 1935년에 들어 개혁정부와 재계와의 갈등이 심화되고 있었다. 루즈벨트 정부 초기의 긴급 구호정책으로 인해 경제지표도 다소 개선되었다. 위기감이 줄어든 상황에서 재계는 정부에 시장에 대한 개입이 과도하다는 비판을 제기하기 시작했다. 루즈벨트 정부도 개혁의 지속적 추진을 위한 전환기에 돌입하면서 재계에 대한 자세를 재정립

8) 유럽의 사회주의는 불가피하게 미국 재계의 반발을 완화하는 작용을 했다. 당시 지식인사회에서 공산주의 사상이 널리 퍼져있었고, 유럽처럼 국유화에 대한 요구가 한 쪽에서 제기되고 있었던 점이 뉴딜 정책을 성공시키는 하나의 요인이 되었다고 보인다. 실제로 뉴딜정책이 추진되면서 이태리와 독일 등 국가사회주의 국가들에서 동조하는 주장이 많이 제기되었다고 알려지고 있다.(Schivelbusch(2006)) 이는 당시 공산주의가 아니면서 시장에 대한 국가의 통제를 강화하는 것이 또 다른 대안으로 공감대를 형성하고 있었음을 의미한다.

할 필요성이 제기되었다⁹⁾. 한편에서는 더욱 강력한 개혁을 주장하는 정치세력도 만만치 않았다. 재계와의 대립 국면을 확장하여 이러한 개혁적 정치세력을 흡수해야 하는 측면도 있었기에 재계와의 격돌은 가속화되었다. 이러한 정치적 배경은 당시 기업 또는 기업 집단의 거대성(Bigness)과 관련한 논란과도 연계된다. 재계에서는 산업화과정에서 거대한 기업의 출현은 경제의 효율성을 위해 반드시 필요한 과정이라고 역설하면서 개혁정책에 반기를 들었다. 1935년 2월에 있었던 루즈벨트의 기자회견에서 기업의 거대성에 대해 직접적 질문을 받았다는 것 자체가 당시 분위기를 반영하고 있다¹⁰⁾.

당시 재무성은 1934년 말 지주회사 문제에 대한 심층적 분석을 끝내고, 지주회사에 대한 직접적 규제 대신에 조세를 이용한 간접적 규제 방식을 제안했다. 이를 기초로 해서 루즈벨트는 1935년 1월 지주회사를 징벌하는 방식의 조세제도를 강구하라고 지시했다. 1935년 세입법은 전반적으로 부자들에게 대한 조세 강화를 핵심내용으로 하고 있었지만, 루즈벨트 정부는 대규모 기업집단의 해결책까지 고려하고 있었다.

1935년 세입법에 의해 추정된 추가 세입규모는 2억5천만불 규모였고, 이것은 재정의 4%도 채 안 되는 금액이었다. 특히 기업간 배당에 대한 세율은 1.5%로 조정되어 추가 수입 예상액은 단지 2,800만 불에 불과하였다. 그러나 추가적인 세금의 부과에 대해 하원에서 282-96, 상원에서 57-22로 통과된 것으로 보듯이 압도적인 지지를 받았고, 더욱 강력한 개혁을 원하던 좌파 진영에게도 만족스런 해결책이 되었다.(Leff(1984))

1935년 세입법과 별도로 다층적 피라미드구조가 가장 심했던 공익산업인 전기 가스업에 대해서는 지주회사를 엄격히 규제하는 공익사업 지주회사법(Public Utilities Holding Company Act, PUHCA)을 제정한다¹¹⁾.(Abel(1999)) 공익사업 지주회사의 경우에 모회사가 자회사의 수익을 이전받는 방식으로 경영권을 확보한 대주주의 이익을 극대화하는 경영방식으로 인한 문제가 많았다. 실제로 최종 자회사의 경영이 부실화되어 전기나 가스의 공급이 원활하게 이루어지지 않아 많은 원성을 사기도 했다. 부당내부거래를 통한

9) 루즈벨트는 처음으로 미국상공회의소 연차회의에 축사를 보내지 않았고, 회의장은 뉴딜을 공격하는 보수적 기업인들의 성토장이 되었다고 한다. (Leff(1984))

10) 루즈벨트의 거대성에 대한 대답은 다음과 같았다.

‘the question of mere bigness is not as important as the control of bigness. If you center in the hands of a very small number of people a great many interlocking companies, you get a control of industry of the nation in too few hands’ (Roosevelt Press Conferences 15, February 1935)

흥미롭게도 이러한 기업의 거대성과 관련한 논란이 한국에서도 2001년에 반복된다. 재계와 재계의 주장에 동조하는 학자들은 기업의 거대성 자체를 문제시 삼는 것은 잘못된 것이라는 취지에서 출자총액제한제도의 완화를 주장하는 논지를 폈다. 소유와 지배의 괴리에 초점을 맞추고 있는 규제정책에 대해 거대성을 규제하는 것으로 비판하는 동일한 상황이 펼쳐진 것이다.

11) 많은 뉴딜입법이 그랬듯이 이 법 또한 위헌심판이 청구되었으나 합헌으로 인정받는다. 전기·가스업등 공익산업부문의 지주회사에 대해 특히 강력한 제재를 가한 것은 대규모 자본을 필요로 하는 이 분야의 특성으로 인해 다층적 지주회사가 특히 많았고, 대공황 이후 안정적 서비스 공급을 목적으로 정상적 수익을 보장하는 가격규제가 설정되었기 때문에 지주회사의 해체 필요성이 더욱 강했던 것으로 보인다. 이 법은 한 주내에서 영업하는 자회사를 거느린 지주회사를 제외하고, 위원회에 신고를 받은 후 상황에 따라 해체를 명령하거나 또는 다른 규제를 하였기 때문에 일부의 지주회사는 남아있다.

땅굴과기의 전형으로 많이 거론된 부문이었다. 원래 재무성안은 이러한 직접적 규제안 대신에 기업간 배당에 대한 조세로 대체하는 것이었지만, 결과적으로 루즈벨트는 두 방안 모두를 채택했다.

지주회사의 폐해에 대해 루즈벨트가 사적 사회주의(private socialism)라고 지적하며, 정부사회주의(governmental socialism)와 비교하고 있음은 주목할 만하다. 사회주의의 중앙 집권적 계획경제의 문제점과 대비하여 지주회사의 경영자들이 이해관계자의 권익을 훼손시키면서 불합리한 권력을 구가하고 있음을 지적하고 있다¹²⁾. 현대적 의미에서의 소유와 지배의 분리에 대한 다른 표현으로 간주할 수 있다.

기업들은 격렬하게 저항하였고 그 중 하나의 방법은 배당을 하지 않는 것이었다. 이에 대해 루즈벨트 정부는 1936년 세입법에서 배당하지 않는 내부유보이윤에 대해 과세하는 조항을 포함하는 등 의지를 굽히지 않았다. 그 이전에도 미 정부에서는 근로소득과 배당소득에 대해 공평한 과세를 추구했으며, 기업 내부의 유보이윤도 미래의 배당소득으로 간주하여 과세하려 했으나 대법원에서 개인의 미실현소득에 대한 과세는 위헌이라는 입장을 견지하고 있었기 때문에 실현된 배당에 대해서만 과세하고 있었다. 1936년에 지주회사를 해체하려는 목적으로 직접 법인에 대해 미배당 이익유보금에 대한 과세를 입법화한 것이었다.

이 법은 재계의 끝없는 비판에 따라 1938년 폐지된다. 이미 많은 지주회사들이 해체되는 효과를 거두었기 때문이기도 하겠지만, 특히 같은 해 미국에서 집단소송제가 Federal Rule of Civil Procedure 23에 정식으로 포함되어 명문화되었음을 고려한다면 직접적 규제 대신에 집단소송이라는 사소(私訴)를 통해 해결하려는 정책의도가 있었을 것이라고 추측된다.

미국에서는 이미 1842년부터 영국의 판례를 원용하여 집단소송이 가능하였지만 명문화된 법이 마련됨으로써 영국보다 미국에서 더 활발하게 집단소송제가 시행되는 계기가 되었다. 비록 개혁입법의 차원에서 마련되었지만 당시에 소송남발의 우려로 인해 많은 제약조항이 있었으며, 이러한 조항들이 완화된 1966년의 개정 이후 미국에서 집단소송이 본격적으로 활성화된다¹³⁾.

12) "It is time to make an effort to reverse that process of the concentration of power which has made most American citizens, once traditionally independent owners of their own businesses, helplessly dependent for their daily bread upon the favor of a very few, who, by devices such as holding companies, have taken for themselves unwarranted economic power. I am against private socialism of concentrated private power as thoroughly as I am against governmental socialism. The one is equally as dangerous as the other; and destruction of private socialism is utterly essential to avoid governmental socialism."(Roosevelt(1935))

13) 공정위 이동규 국장의 전언에 의하면 현재 미국의 경영자들이 다른 기업의 주식을 소유하는 것을 꺼리는 핵심적인 이유는 집단소송 때문이라고 한다. 기업의 경영활동에 필수적인 출자행위임을 입증하지 못하면 소송의 대상이 되는 위험을 회피하기 위해 불필요한 출자는 삼가거나 아예 100% 소유 자회사 구조를 추구한다는 것이다. 이러한 상황에서 미국에서는 지배구조와 관련한 집단소송과 관련한 법률로 1995년 Private Securities

집단소송제가 도입된 후 소유와 지배가 괴리된 기업에서 땅굴과기로 의심되는 행위가 발견되었을 때 지배주주는 막대한 손해배상에 직면하게 되었다. 특히 기업간 배당에 대해 중과세하는 상황에서 다른 회사에 투자하는 경우 주주들에 이익이 되는 행위였음을 밝혀야 하는 책임이 뒤따르게 되었다. 이러한 사후적 감시기능에 의해 미국에서 점차 피라미드형 기업집단은 사라지게 되었다.

4. 미국의 소유·지배 괴리 해소 요인

이상의 역사적 사실과 관련 문헌의 해석을 종합해 볼 때 미국에서 소유·지배의 괴리를 해소할 수 있었던 이유는 첫째, 신의와 성실의무의 저해를 쉽게 제재할 수 있는 영미법(common law) 전통과 둘째, 기업간 배당에 대한 이중과세를 통해 보유동기를 억제할 뿐 아니라, 셋째, 집단소송제의 활성화를 통해 소유·지배 괴리를 통해 얻을 수 있는 이익보다 비용을 크게 한 법과 제도의 설정이 효과를 발휘했기 때문이다.

Morck(2004)는 미국에서 기업간 배당에 대한 중과세를 통해 다층적 지주회사가 사라졌다고 주장하고 있으며, Prechel(2000) 역시 지주회사가 산업의 지배력을 강화하기 위한 법적 장치로 등장하였고, 정부의 기업정책에 의해 지주회사 형태의 효용성이 떨어지게 되자 점차 사업부제 형태의 기업으로 전환하게 되었다고 결론짓고 있다.

현재 미국에서 소유와 지배의 괴리로 인한 사적 이익 추구를 억제하는데 있어 집단소송제와 징벌적 손해배상제를 비롯한 사후적 규제장치가 중요한 역할을 하고 있음은 부정할 수 없을 것이다. 그러나 2000년대 들어 부시정부에서 전반적인 감세정책의 일환으로 기업간 배당에 대해서 폐지를 고려하자 Morck(2004)가 밝힌 대로 뉴딜 당시의 역사적 배경에 의한 제도 도입 이유가 알려지게 되어 현재까지 그대로 유지되고 있다.

2004년 현재 미국의 기업간 배당에 대한 중과세는 여전히 지속되고 있다. 배당금에 대한 개인의 과세율이 15%인 반면 기업의 출자에 대한 배당금은 출자비율에 따라 차등과세되고 있다.

<표> 미국의 기업간 배당에 대한 세율

출자비율	최고세율
0 - 20 %	10.5 %
20 - 80 %	7%
80 % 이상	0%

자료 : Morck(2004)

특히 중요한 것은 개인의 배당에 대한 과세가 이중과세라는 논리를 기업간 배당에 적

Litigation Reform Act가 만들어졌는데, 이는 증권집단소송제를 우려하여 미래의 수익에 대한 예측을 하지 않는 경향을 완화하기 위해 안전조항(safe harbor)을 삽입하여 남소를 방지하고 있다. (Strahan 1998)

용하는데 있어서 주의를 기울여야 한다는 점이다. 기업간 배당에 대한 과세는 역사적으로 지주회사를 해체하기 위한 제도적 장치였음을 Morck(2004)는 강조하고 있다.

III. 영국의 기업집단 개혁

영국에서 투자자 보호를 위한 제도적 장치로 1890년 제정된 사업계획서(prospectus)와 관련한 규제를 들 수 있다. 잘못된 사업계획서로 인해 투자자가 피해를 입었을 때 손해를 청구할 수 있도록 한 것이었다. 1908년 대차대조표를 공개하는 규제가 도입되었고, 1929년 Companies Act에 의해서 비로소 당기 수익을 공개하는 것이 의무화되었다. 그러나 그 외 내부자 거래 등에 관한 규제는 거의 없었다.

Franks et. al.(2004)에 의하면 20세기에 들어 영국에서 창업자가족 중심의 핵심적 소유자의 지분은 빠른 속도로 줄어들었는데, 주된 이유는 인수합병을 위해 발행하는 주식 때문이었다. 20세기 전반에는 투자자에 대한 보호장치는 미비하였으나, 피합병기업의 이사들이 주주들의 이해를 잘 대변하였기 때문에 핵심적 소유자의 지분이 줄어들게 되었고, 반면 핵심적 소유자는 의결권 비율 이상으로 이사회를 장악함으로써 경영권을 유지할 수 있었다.

이 시기의 상황에 대해 Armour et. al.(2002)은 명시적으로 제도화된 투자자 보호장치는 부족했지만 기업들은 지속적으로 배당금을 제공함으로써 투자자들과의 우호적 관계를 유지하려고 노력하였고, 기업공개를 주선하는 금융전문가들 또한 평판을 위해 까다롭게 공개기업을 선정하였으며, 정부와 독립된 런던증권거래소 역시 외부투자자를 위해 까다로운 상장조건을 부과한 것이 이러한 제도적 미비점을 보완하고 있다고 밝히고 있다. 즉, 시장의 자율적 규율이 작동하였다고 평가하고 있다.

1929년 증권시장에 대해 정부의 직접적 규제가 필요하다는 주장이 제기되었지만, 런던증권거래소가 규율을 강화하는 선에서 조정되었다. 증권거래소의 자율적 규율은 증권거래소가 명문가 중심의 동질적인 금융계 인사들에 의해 운영되고 있었기에 스스로의 품위 유지를 위해 노력하면서 그런대로 잘 작동하였다고 평가받고 있다.

이러한 견해에 대해서 다른 연구자들도 동의하고 있다. Cheffins(2000) 역시 20세기 전반 영국의 기업지배구조에 관한 규제에 있어서 빅토리아 시대의 자유방임주의(laissez faire)가 지배적이었다고 평가하고 있다. 1940년대 말에 들어서야 비로소 투자자 보호장치가 강화된다. 1948년 Companies Act에 의해 더 많은 기업정보의 공개를 법제화하였다. 이러한 정보공개 의무화로 인해 외부자들도 상당히 많은 정보에 접하게 되었다.

1953년 봄, 구두체인인 Freeman, Hardy and Willis의 모회사인 J. Sears & Co에 대해 Charles Clore가 시도한 적대적 인수합병은 영국의 지배구조 역사에서 주목할 만한 사건으로 기록되고 있다. 1948년 Companies Act에 의해 공개된 기업 정보를 통해 외부자가 소액주주들에게 프리미엄을 제공하고서도 투자수익을 올릴 수 있는 기회를 포착한 것이다. 뒤늦게 기존의 경영진이 배당을 3배로 늘이겠다고 공언하는 등 대응에 나섰으나 이들에 대한 신뢰를 상실한 투자자들은 침입자(raider)인 Clore의 손을 들어주어, 적대적 인수합병이 성공하게 되었다.

이미 그 이전에 소유분산이 상당히 진척되어 소유지분이 크게 줄었지만, 이사진을 장악하여 경영권을 확보하는 수단으로 삼았던 대주주들에게 이 사건은 커다란 경계심을 불러 일으켰다. 적대적 인수합병에 대해 비판적이었던 정부 내에서 경영진에 대한 보호장치를 제공할 법적 제도를 마련하려는 움직임도 있었지만 성과를 거두지 못했다.

정부로부터 보호장치를 기대할 수 없게 된 대주주들은 곧 자구책을 마련하기 시작했다. 당시까지 아무런 제한이 없었던 차등의결권이나 피라미드형 주식소유를 통해 경영권을 보호하려고 했다. 이러한 추세에 따라 1950년대와 1960년대에 걸쳐 영국 대기업의 형태는 유럽형과 같다고 보일 정도로 차등의결권이나 상호주식보유, 피라미드형 기업집단들이 일반화되고 있었다.

그러나 이러한 방어전략은 당시 영향력을 확대하고 있었던 기관투자자들의 반대에 부딪치게 되었다. 앞서 밝힌 대로 이미 20세기 전반에 영국기업의 소유구조는 상당히 분산되어 있었고, 기관투자자들의 비중이 확대되어 있었다. 이들은 경영진의 참호구축(entrenchment) 현상이 심해지고 자신들의 의결권이 침해되는 것을 우려하였다.

이러한 기관투자자들의 요구에 따라 런던증권거래소는 차등의결권제도에 동의하지 않음을 천명하고 신주발행에 있어 차등의결권을 허용하지 않기로 했다. 이러한 조치에 따라 차등의결권주는 점차 줄어들게 된다. Franks et. al.(2004)에 따르면 일부 산업에서 1950년에 3.68%에 지나지 않던 방어전략 채택기업의 수가 1965년이 되면 11.15%에 달하게 되는데, 이러한 조치에 따라 1975년에는 7.08%까지 줄어들게 된다.

한편 1959년부터 인수합병과 관련한 규칙을 제정하려는 노력을 기울여온 런던 증권거래소는 여러 번의 시도를 거쳐 1967년 마침내 'City Code on Takeovers and Mergers'를 제정하게 된다. 이는 기본적으로 모든 주주에게 동일한 권리를 부여하고, 인수자에게 주식보유량과 보유의도와 관련하여 공시의무를 부여하는 한편 일단 피인수기업 주식의 30%를 취득한 후에는 나머지 모든 주식에 대해서도 같은 가격으로 인수할 의무를 부여하는 의무매수 조항으로 구성되어 있다. 이 의무매수조항은 상장기업의 대주주는 30% 이내의 지분만 보유하여 소액주주와 기관투자자들이 견제할 수 있도록 하는 소유제한규

제의 기능도 발휘한다. 또한 미국에서 성행하고 있는 독약조항(poison pills)도 금지하였다. Franks et. al.(2004)은 영국이 증권거래소의 인수합병 규칙과 차등의결권제도의 금지를 통해 유럽형의 소유구조에서 벗어나게 되었다고 평가하고 있다.

영국에서도 1950년대와 1960년대를 통해 유럽형의 기업집단이 만들어졌다. 적대적 인수합병에 대항하기 위한 전략으로 결성된 기업집단은 민간기구인 증권거래소의 자율적 규칙에 의해 서서히 사라지게 되었다. 이는 기업 대주주들과 기관투자자를 비롯한 일반 투자자들의 이해관계에 있어 상충관계가 발생하였을 때, 이를 중재할 수 있었던 증권거래소가 있었기에 가능한 일이었다. 기업대주주들과 독립적인 증권거래소가 시장의 발전을 위한 독립적 규칙을 제정할 권한을 보유하고 있었기에 영국에서는 소유와 지배가 분리되는 현상이 사라지게 된 것이다. 미국정부의 직접적 규제와는 차이가 있지만, 그러나 규제를 통해 기업집단이 점차 사라지게 되었다는 공통점을 발견할 수 있다.

IV. 한국에서의 영미식 재벌개혁 정책 진단

한국에서 1986년 제1차 공정거래법 개정시 대규모 기업집단인 재벌에 대한 규제를 도입하였다. 재벌은 다수의 기업에 대한 출자를 통해 규모를 확장했으므로 출자규제가 입법의 핵심적 사안이었다. 계열사간 상호출자를 금지하였고 대규모 기업집단 계열회사가 타 회사에 출자할 수 있는 총액을 순자산의 40%로 제한하는 이른바 출자총액제한제도를 도입하였다. 또한 소액의 자본으로 다수의 기업을 소유할 수 있는 대규모의 지주회사는 아예 설립을 금지하였다. 당시 이러한 제도는 상당 부분 일본의 관련 법규를 참고한 반면 미국과 영국에서의 기업집단 정책은 논의되지 않은 것으로 보인다. 실제로 외환위기 이전 기업집단과 관련한 학계의 종합적 학술대회에서 기업간 출자에 대한 중과세나 집단소송제 등에 관해서는 거의 논의되지 않았다¹⁴⁾.

1998년 외환위기 이후 본격적으로 재벌개혁과 관련한 논의가 시작되었는데, 미국 반독점법에 의한 기업분할명령제를 모방한 계열분리명령제가 제시되기도 했지만¹⁵⁾ 실제 미국의 기업집단 해체정책이었던 기업간 출자에 대한 중과세는 거론되지 않았다. 당시 구조개혁정책을 촉구했던 국제통화기금 관련자들이나 미국의 정책당국자들 역시 미국식의 기업집단에 대한 규제를 조언하지 않은 것으로 보인다. 당시에는 금융감독이나 기업의 지배구조 개선방안이 주로 논의되었다. 강력하게 재벌개혁을 주창하던 시민단체들도 소액주주의 권리를 보장하기 위한 집단소송제의 도입을 주장하였으나, 이것이 기업집단의

14) 한국산업조직학회(1996)

15) 신광식(2000)

해체를 위한 직접적 수단이라는 연계고리를 형성하지 못한 채 소송요건이 매우 강화된 증권집단소송제의 도입으로 만족해야 했다.

이러한 상황에 대해 강만수(2005)는 재벌개혁을 주장하면서 오히려 상반된 정책이 수립되고 집행되었다고 비판하고 있다. 강만수(2005)는 일찍이 1978년 계열사 출자에 대한 중과세를 통해 재벌문제를 해결할 것을 제안했다고 밝히고 있다¹⁶⁾. 그는 '수입배당금에 대한 법인세를 면제하는 수입배당 세액공제는 증자소득공제와 함께 법인간 증자를 촉진하여 '기차재벌'을 대량생산하는 토대 역할을 했다'고 밝히고 있다. 그는 명확하게 계열사간 배당에 대한 세금의 기능에 대해 밝히고 있다.

'법인간 수입배당 세액공제의 폐지는 증자소득공제제도의 개선과 함께 재벌의 경제력집중에 큰 영향을 미쳤다. 계열 기업간 기차식으로 연속 증자한 경우 수입배당 세액공제가 폐지되면 배당될 때마다 30-40%의 법인세를 부담하게 되어 여러 단계를 지나면 배당금은 100% 가까이 법인세로 흡수되는 셈이고 결국 계열투자의 이점은 사라지게 되는 것이다.'(강만수 2005)

이러한 분석은 Morck(2004)의 주장과 정확히 일치한다. 따라서 외환위기 이전 학계와는 독립적으로 경제관료들은 계열사간 배당에 대한 중과세가 재벌정책의 한 수단으로 인식하고 있었음을 알 수 있다. 그러나 당시에는 기업간 배당에 대한 과세의 효과는 크지 않았다. 왜냐하면 외환위기 이전에는 기업들의 부채비율이 매우 높았고 자본금이 부족한 상황에서 배당은 거의 이루어지지 않았기 때문이다.

실제로는 출자총액제한제도를 도입하며 30대 재벌의 출자액은 외환위기 이전까지 점차 줄어든다. <표2>에서 보듯이 계열사 지분율이 외환위기 이전까지 5-6% 줄어들고 있다.

<표2> 30대 재벌의 내부지분율 추이(단위 %)

지분율		1987	1990	1993	1996	1999
30대 재벌	내부지분율	56.2	45.4	43.4	44.1	50.5
	동일인+ 특수관계인	15.8	13.7	10.3	10.3	5.4
	계열사	40.4	31.7	33.1	33.8	45.2
5대 재벌	내부지분율	60.3	49.6	48.7	47.9	53.5
	동일인+ 특수관계인	15.6	13.3	10.8	8.2	4.6

16) '1978년에 경제력 집중 문제가 처음 거론되었고 '문어발재벌'이라는 말이 등장했다. 배당세액 공제 폐지 문제를 청와대에 보고할 때 독과점억제와 공정거래제도를 함께 보고했다.(중략) 당시 보고에서 재벌의 경제력집중 문제는 법인에 대한 증자 소득공제와 수입배당세액공제의 개선으로 대처하는 것이 인위적인 계열기업의 규제보다 합리적이라고 건의했다.'(강만수 2005)

	계열사	44.7	36.3	37.9	39.7	48.9
--	-----	------	------	------	------	------

자료 : 공정거래위원회

계열사 지분율이 줄어들면서도 재벌이 기업집단을 유지할 수 있었던 수단 중의 하나는 채무보증이다. 한국에서는 미국이나 영국과 달리 소액주주의 법적 권리를 다투는 소송이 쉽지 않기에 재벌은 출자회사에 대한 채무보증이 가능했다. 계열사 지분율이 평균적으로 30%에 불과하면서 그 계열사의 빚에 대해 수수료를 받지 않는 채무보증 행위는 출자회사 주주의 이익에 반하기 때문에 영미법 하에서는 불가능했을 것이다.

이러한 채무보증의 부작용을 우려하여 1993년부터 규제가 시작되었다. 규제를 위해 통계를 수집할 당시 자기자본 대비 400%에 달할 정도로 성행하고 있었다. 1993년 4월 이러한 채무보증에 대한 규제가 시작되면서 그 비율은 점차 줄어들었으나, 아래 <표3>에서 보듯이 전체적으로 외환위기 이전에 자기자본의 100%에 달할 정도였다.

<표3> 30대 재벌 채무보증 현황(단위 조 원, %)

년도	자기자본 (A)	채무보증금액			자기자본대비	
		전체(B)	제한(C)	제외(D)	B/A	C/A
1993	35.2	165.5	120.6	44.9	469.8	342.4
1994	42.8	110.7	72.5	38.2	258.1	169.3
1995	50.7	82.1	48.3	33.8	161.9	95.2
1996	62.9	67.5	35.2	32.3	107.3	55.9
1997	70.4	64.9	33.6	31.3	92.2	47.7
1998	68.1	63.5	26.9	36.6	93.1	39.5
1999	100.1	22.4	9.8	12.6	22.3	9.7

자료 : 공정거래위원회,

이 자료는 한국 재벌이 계열사를 지배하는 데 있어 출자와 더불어 채무보증이라는 두 가지 수단을 병행하여 사용하고 있음을 보여주고 있다. 아래 <표4>에서 보듯이 부채비율이 400%에 달할 정도로 채무가 많은 상황에서 채무보증은 피보증기업에게는 필수적인 지원이 되고, 만약 채무보증이 연장이 되지 않는다면 부도위험이 높아지므로 계열사는 출자회사 지배주주의 실질적 지배에 놓이게 된다.

<표4> 30대 재벌의 부채비율 추이(단위 %)

	1989	1991	1993	1995	1996	1997	1998	1999
자본/자산	19.2	19.8	19.0	19.9	20.5	18.2	14.2	21.6
부채/자본	420.8	405.1	426.3	402.5	386.9	449.1	603.6	363.5

자료: 공정거래위원회(부채비율은 전년도 말 기준)

1997년 외환위기 이후 부채비율은 급속히 증가하여 1998년에는 603.6%에 달하게 된다. 이러한 상황에서 외환위기 당시 채무보증이 계열사의 연쇄부도를 촉발한 측면이 부각되어 가장 먼저 전면 금지된다. 대부분의 재벌이 부실화된 상황이었기 때문에 이 같은 규제가 지속되었다면 재벌은 많은 계열사를 정리했어야 했다.

그러나 부채비율의 직접적 규제를 시행하면서 동시에 출자총액제한제도를 철폐하였다. 당시 많은 기업의 부실화를 염려하였던 정책당국의 입장에서 부채비율을 더 중요시한 것으로 평가된다. 이러한 정부의 정책으로 인해 1999년에 들어 계열사의 지분율은 급격히 증가하고 반면 부채비율은 줄어들게 된다. 그러나 무제한적인 출자가 허용됨으로 인해 가공자본의 형성이 가능한 상황에서 부채비율 규제의 실효성은 떨어진다¹⁷⁾.

특히 강만수(2005)가 비판한대로 정부는 1999년 지주회사를 합법화하고¹⁸⁾, 지주회사에 대한 출자분을 포함하여 계열사 출자에서 발생하는 배당금에 대한 세금을 줄여주는 입법을 한다. 1999년 지주회사의 출자분에 대해 수입배당금을 수입으로 잡지 않는 수입배당금 익금 불산입 조항인 법인세법 18조 2항을 추가한다. 익금에 산입하지 않는다는 것은 배당금에 대해 과세하지 않는다는 것을 의미한다. 이어 2000년에는 일반 회사의 익금 불산입 조항인 법인세법 18조 3항을 추가하지만 비판을 의식하여 30대 기업집단에는 예외적으로 적용하지 않다가 2001년에는 이마저도 완화한다. 이러한 개정작업은 거의 매년 계속되었고, 2006년 현재 법인세법의 규정은 다음과 같다.

<표5> 2006년 일반 회사의 수입 배당금에 대한 익금 불산입율

17) 그 이후 출자액이 급격히 늘어나자 정부는 다시 1999년 들어 출자총액제한제도를 재도입한다. 그러나 외환위기의 급박함이 소멸된 2000년 이후 매년 출자총액제한제도를 철폐하라는 재계의 요구에 의해 제도는 지속적으로 완화되면서 논란의 대상이 되었다.

18) 지주회사의 합법화는 구조조정을 활성화하기 위한 방안이었다. 과거 문제가 되었던 다층적 지주회사의 문제를 해결하기 위해 자회사까지만 허용하고 대신 손자회사에 대해서는 엄격한 규제를 가하는 방식으로 도입되었다.

피출자회사	출자회사	
	지분비율	익금불산입율
상장법인	100%	100%
	30%~100%미만	50%
	30%미만	30%
비상장법인	100%	100%
	50%~100%미만	50%
	50%미만	60%

특히 순환출자 문제를 해결하기 위한 방안의 하나로 도입된 지주회사 제도를 활성화하기 위해 지주회사에 대한 규제는 더욱 빠르게 완화하여 2006년 현재 아래 <표6>과 같다. 상장법인을 자회사로 소유하는 지주회사의 경우에는 40% 이상만 소유하면 90%까지 익금 불산입을 허용하고 있다.

<표6> 2006년 지주회사의 자회사 배당금에 대한 익금 불산입율

모회사 자회사	지주회사	
	지분비율	익금불산입율
상장법인	100%	100%
	40%~100%미만	90%
	30%~40%이하	60%
	30%미만(일반법인)	30%
비상장법인	100%	100%
	80%~100%미만	90%
	50%~80%이하	60%
	50%미만(일반법인)	30%

배당에 대한 익금 불산입율이 높아지면서 소유구조를 개선할 동기는 줄어든다. 기존의 소유구조를 유지하거나 추가적인 이익이 예상되는 경우에는 지주회사체제로 전환할 수 있다. 외환위기 이후 외국자본의 참여가 늘어나면서 기업들이 배당을 늘리고 있었기에, 재벌들은 실제로 세제상 불이익을 당할 수 있었던 시기에 규제를 완화했다.

정부는 지속적으로 지주회사에 대한 규제를 완화해 왔다. 지주회사체제를 현재 재벌의 순환출자를 포함한 복잡한 소유구조를 개선하는 대안으로 간주하고 있기 때문이다. 원래는 지주회사체제가 소유구조는 단순화하지만 적은 자본으로 다수 계열회사를 지배하는 지배력 확장 수단으로 악용되는 것을 방지하고, 소수 주주의 권익 침해를 막기 위해 자회사나 손자회사에 대한 행위제한 요건을 부과하였으나 점차 완화해 왔다. 그 결과 지주회사는 꾸준히 늘어 2006년 현재 공정거래법 상 지주회사¹⁹⁾는 일반지주회사 27개사와

19) 2006년 현재 자산총액 1,000억원 이상으로 자회사의 주식가액의 합계액이 당해회사 자산 총액의 50% 이상인

금융지주회사 4개 등 모두 31개가 되었다.

<표7> 공정거래법상 지주회사 개요

구분	지주회사 수	자회사 수	손자회사 수	계
일반지주회사	27	167	46	240
금융지주회사	4	29	16	49
계	31	196	62	289

자료 : 공정거래위원회(2006년 8월말 현재)

미국의 경우 다층적 지주회사의 부작용을 줄이기 위해 많은 노력을 해 왔다. 미국에서와 같이 소송을 통한 사후적 규제가 철저하지 못한 한국적 상황에서 과거와 같은 기형적 지주회사 형태가 등장할 가능성에 대해 유의해야 할 것이다.

외환위기 이후 한국경제는 새로운 체제를 수립해야 하는 과제에 직면했었다. 유럽과 같은 이해관계자 모형과 영미식의 주주중심 모형 중에서 대체적으로 영미식의 개혁을 추구한 것으로 평가할 수 있다. 그러나 실제로는 영미식의 기업집단 개혁과 역행하는 정책을 추진해 왔으며 이러한 추세는 지금도 계속 진행 중이다. 따라서 한국의 기업집단에서는 소유와 지배가 괴리된 상황이 개선되지 않고 있으며²⁰⁾, 현재의 규제상황에서 더 개선되기를 기대하기 어렵다. 집단소송제나 징벌적 손해배상제 등의 사후적 규제제도가 도입되지 않는다면 소유와 지배의 괴리에 따른 땅굴파기를 제어하기 어렵다.

V. 결론

미국의 경우 오랫동안 지주회사의 폐해를 인식해 왔음에도 불구하고, 그 구조적 해결책이 성공한 것은 대공황 이후에나 가능했다. 재계의 반발, 당시 자유방임주의를 신봉하는 경제학계와 연방정부의 일률적 규제에 대해 우호적이지 않았던 법조계의 분위기 등이 제도의 도입을 어렵게 했다.

이는 기업집단과 관련한 개혁은 재계와 독립적인 정책 수립과 집행이 가능한 정부의 출현이 필요함을 확인시켜 주고 있다. 강력한 개혁정책을 추진하였던 루즈벨트 대통령도 재계의 집단적 반발에 직면하게 되었고, 이러한 반발을 극복할 수 있었던 것은 4선에 성

회사가 공정거래법에 의한 신고대상 지주회사이다.

20) 2006년 공정거래위원회에서 발표한 자료에 따르면 한국 재벌의 소유지배괴리도는 7.47에 달하고 있다. 유럽국가들에서 상위 20대 대기업의 평균 소유지배괴리도가 1.99이며, 가장 높은 노르웨이도 5.20에 달하는 것을 감안할 때 이는 매우 높은 수치이다.(Faccio & Lang(2002))

공할 정도로 강력한 국민적 지지를 바탕으로 하였다. 루즈벨트의 뉴딜은 구호(Relief), 부흥(Recovery), 개혁(Reform)을 의미하는 3R로 통칭되듯이 구호와 부흥에 의한 국민적 지지를 바탕으로 장기 지속성장 정책인 개혁을 추진한 것이 성공요인으로 평가될 수 있을 것이다.

영국의 경우에는 독립적인 런던 증권거래소가 제정한 시장규율에 의해 다층적 기업집단을 해체했다. 증권거래소는 투자자 보호장치를 강화하기 위해 노력했고, 이러한 노력이 차등의결권이나 타기업 출자와 같이 일반 투자자들의 권익을 침해할 수 있는 장치를 원천적으로 봉쇄했다. 이미 증권시장에서 비중이 커진 기관투자자들이 기업경영자들과 독립적인 요구를 할 수 있었기 때문에 가능했다.

이와 같은 미국과 영국의 역사적 경험을 통해 다음과 같은 교훈을 얻을 수 있다.

첫째, 출자총액제한제도와 같이 기업의 출자를 제한하는 규정은 선진국에서 찾아볼 수 없다는 주장은 사실이 아니다. 미국에서는 기업간 출자에서 얻어지는 배당에 중과세함으로써 기업간 출자를 억제하고 있다. 영국에서는 증권거래소의 인수합병 규칙을 통해 새롭게 기업간 출자가 이루어지는 것을 막고 있다. 직접적 출자규제는 아니지만 간접적으로 출자에 영향을 미치는 규제를 통해 소유와 지배가 괴리된 기업집단을 효과적으로 억제하였다.

둘째, 시장이 발전하게 되면 시장의 자율적인 규율이 정립된다는 주장은 근거를 찾기 힘들다. 이러한 주장의 근거로 흔히 영미의 사례를 들고 있는데 이는 사실과 다르다. 미국과 영국에서도 환경변화에 따라 소유와 지배가 괴리된 지주회사가 크게 증가하였으나, 법과 제도의 정비를 통해 소유·지배의 괴리를 불식시켰다. 미국과 영국의 소유·지배구조는 경제환경의 변화와 기업, 정부가 끊임없는 상호작용을 통해 발전해 왔다. 새롭게 진화한 기업의 소유·지배구조가 공공의 이익을 침해한다고 판단되었을 때 법과 제도의 정비를 통해 그 진화의 방향을 교정해 왔다.

셋째, 미국과 영국의 경험으로 미루어 볼 때 소유구조의 문제를 직접 해결하는 것이 효과적일 수 있다. 사후적 규제에 의한 지배구조의 문제 해결에 우월한 제도를 갖춘 미국과 영국에서조차 소유구조에 대한 규제를 통해 기업집단 문제를 해결했고 지금도 그 제도가 유지되고 있다. 지배구조와 관련한 규제를 통해 효과를 얻기 위해서 들이는 비용을 소유구조에 대한 규제를 통해 절감할 수 있다면 소유구조를 직접 규제하는 것이 더 효율적임은 자명하다.

넷째, 미국과 영국에서 소유구조를 규제하는데 있어 시장친화적 방법을 사용하였다. 미국의 기업간 배당에 대한 과세 정책은 규제비용을 절약하기 위한 일종의 피구조세(Pigouvian tax)로 간주할 수 있다. 소유와 지배의 괴리에 따라 발생하는 추가적인 사회

적 비용에 대해 비용을 발생시키는 주체에게 부담시키는 방식이다. 그러한 비용보다 얻어지는 혜택이 더 크다고 하면 지주회사는 계속 존재했을 것이지만, 추가적인 혜택이 소유와 지배의 괴리에 따른 것에 지나지 않았기 때문에 큰 실익이 없게 되고, 결국 소유와 지배를 일치시키는 것이 더 유리하게 된 것이다.

반면 영국에서는 적대적 인수합병에 대한 규칙을 제정하는데 있어 일반 투자자를 보호하는 한편 적대적 인수합병을 장려함으로써 경영자의 도덕적 해이를 방지함은 물론 소유구조마저 개선하는 효과를 거두었다. 증권거래소의 자율적 규칙에 의해 효과를 거두었다는 점에서 증권거래소의 권위를 느낄 수 있다. 시장을 운영하는 기관을 잘 육성하면 정부의 규제보다 더 나은 자율적 규율을 확립할 수 있다는 교훈을 얻을 수 있다.

참고문헌

- 강만수, 『현장에서 본 한국경제 30년』, 삼성경제연구소, 2005
- 강명현, 『재벌과 한국경제』, 나남출판사, 1996
- 강철규·최정표·장지상, 『재벌: 성장의 주역인가, 탐욕의 화신인가』, 비봉출판사, 1991
- 김대환·김균(편), 『한국재벌개혁론』, 나남출판, 1999
- 신광식, 『재벌개혁의 정책과제와 방향』, 한국개발연구원, 2000
- 유승민(1996), 「재벌의 공과: 재벌논쟁에 대한 비판」, 한국산업조직학회 정책세미나 『한국경제의 진로와 대기업집단』
- 이규억(1996), 「21세기를 향한 재벌의 진로와 정부의 역할」, 한국산업조직학회 정책세미나 『한국경제의 진로와 대기업집단』
- 최정표, 『재벌시대의 종언』, 고원, 1999
- 한국산업조직학회(편), 『한국경제의 진로와 대기업집단』, 정책세미나집, 1996
- 황인학, 『경제력 집중, 한국적 인식의 문제점』, 한국경제연구원, 1997
- Abel, Amy (1999) *Electricity Restructuring Background: Public Utility Holding Company Act of 1935(PUHCA)*, Congressional Research Service, Environment and Natural Resources Policy Division, Library of Congress, Report for Congress RS20015
- Armour, John, Brian R. Cheffins and David A. Skeel Jr. (2002), "Corporate Ownership Structure and the Evolution of Bankruptcy Law in the US and UK," Working paper

226, Center of Business Research University of Cambridge

Armour, John, Simon Deakin and Suzanne J. Konzelmann (2003), "Shareholder Primacy and the Trajectory of UK Corporate Governance," Working Paper 266, Center of Business Research, Cambridge

Berglöf, Erik (1997a), 'A Note on the Typology of Financial Systems', Klaus J. Hopt and Eddy Wymeersch (eds.), *Comparative Corporate Governance: Essays and Materials*, Berlin, Walter de Gruyter, 151.

Berglöf, Erik (1997b), 'Reforming Corporate Governance: Redirecting the European Agenda' *Economic Policy* 93.

Berle, Adolf A. and Means, Gardiner, C., *The Modern Corporation and Private Property*, New York, Macmillan, 1932.

Carosso, Vincent, *Investment Banking in America: A History*, Cambridge, MA, Harvard University Press, 1970

Cheffins, Brian R. (2000), "Putting Britain on the Roe Map: The Emergence of the Berle-Means Corporation in the United Kingdom," Working Paper, University of Cambridge.

Faccio, Mara and Larry Lang (2002), "The Ultimate Ownership of Western European Corporations," *Journal of Financial Economics*, vol. 65, pp. 365-395

Franks, Julian, Colin Mayer and Stefano Rossi (2004), "Spending Less Time with the Family: The Decline of Family Ownership in the UK," London Business School.

Gaughan, Patrick A. (1996), *Mergers and Acquisitions, and Corporate Restructurings*, John Wiley & Sons.

Goergen, Marc, *Corporate Governance and Financial Performance: A Study of German and UK Initial Public Offerings*, Cheltenham, Edward Elgar, 1998.

Hovenkamp, Herbert, *Enterprise and American Law 1836-1937*, Harvard University Press, 1991

Johnson, Simon, Rafael La Porta, Florencio Lopez-de-Silanes and Andrei Shleifer (2000), "Tunneling," *American Economic Review*, Vol. 90, No. 2

Leff, Mark, *The Limits of Symbolic Reform: The New Deal and Taxation, 1933-1939*,

Cambridge, Cambridge University Press, 1984

Morck, Randall (2004), "How to Eliminate Pyramidal Business Groups: The Double Taxation of Inter-corporate Dividends and Other Incisive Uses of Tax Policy," mimeo

Prechel, Harland, *Big Business and the State*, SUNY Press, 2000

Roosevelt, Franklin D. (1935), "Message to Congress Recommending Regulation of Public Utility Holding Companies", U.S. Congress

Strahan, Philip E. (1998), "Securities Class Actions, Corporate Governance and Managerial Agency Problems," FRB of NY

Schivelbusch, Wolfgang, *Three New Deals*, Metropolitan Books, NY, 2006

Twentieth Century Fund, Committee on Taxation, *Facing the Tax Problem*, New York, Twentieth Century Fund, 1937

U.S. Department of Energy (1993) "Public Utility Holding Company Act of 1935: 1935-1992," DOE/EIA-0563

Viscusi, W. Kip, John M. Vernon and Joseph E. Harrington, Jr., *Economics of Regulation and Antitrust*, 3rd ed. MIT Press, 2001