



대규모 기업집단의 지주회사 체제 전환

선임연구위원 김준석

2019. 11.

지주회사 정의

- 주식의 소유를 통해 다른 국내기업의 사업내용을 지배하는 것을 주된 사업으로 하는 회사 (독점규제 및 공정거래에 관한 법률)
 - 자산총액이 5천억원 이상
 - 회사가 소유한 자회사의 주식가액의 합계액이 자산총액의 50/100 이상
- 제약조건
 - 부채액은 자본총액의 2배를 초과할 수 없음
 - 자회사 발행주식의 40% 이상 소유해야 함(자회사가 상장기업이거나 공동출자법인인 경우 20% 이상)
 - 계열회사가 아닌 국내회사 발행주식의 5%를 초과하여 소유할 수 없음
 - 자회사 외의 국내계열회사의 주식을 소유할 수 없음
 - 금융지주회사는 금융업, 보험업을 영위하지 않는 국내회사 주식을 소유할 수 없음
 - 일반지주회사는 금융업, 보험업을 영위하는 국내회사 주식을 소유할 수 없음

지주회사 도입배경

- 한국 기업집단의 복잡한 소유구조를 단순화하고, 경영투명성과 책임성을 제고하며, 기업구조조정을 원활히 하고자 1999년 지주회사 허용
 - 지주회사는 지배주주에게 경제력이 집중되고 소수주주의 권익이 침해될 우려가 있어 1986년 금지한 바 있음
 - 그러나, 1997년 외환위기 당시 기업집단의 복잡한 지분구조가 부실의 전이를 촉진하고 구조조정을 지체시키는 요인으로 작용하였다는 지적이 제기되면서 1999년 허용
- 지주회사 구조의 장점
 - 단순한 지분구조를 통한 경영의사결정의 투명성과 책임성 강화
 - 순환출자 해소를 통한 부실 전이의 완화
 - 용이한 구조조정 및 탄력적 사업구조 구축
- 지주회사 구조의 한계
 - 소액자본으로 거대자본을 통제하는 공식적 수단으로 활용
 - 지배주주와 소수주주, 지주회사 주주와 자회사 주주 사이의 이해상충 가능성
 - 다층적 의사결정 구조에 따른 비효율성

대규모기업집단 소유지배구조의 문제

- 국내 대규모기업집단의 소유지배구조의 문제점은 지배주주의 소유권과 지배권의 괴리에 따른 지배주주-소수주주간 이해불일치의 문제로 요약할 수 있음
 - 소유권과 지배권의 괴리는 기업집단 내의 순환출자구조와 피라미드(pyramid)식 소유구조를 통해 발생
 - 소유권이 낮고 지배권이 높은 지배주주는 지배권을 이용하여 사적이익(private benefits)을 추구
 - Tunneling이나 propping을 통해 특정계열사 주주의 이익을 침해
 - 복잡한 소유구조는 정보비대칭성을 높이고 시장의 감시 및 견제를 약화
- 실증적으로, 소유권과 지배권의 괴리도가 높을 수록 부정적 영향
 - 기업가치 및 수익성 하락(Claessens et al., 2002; Joh, 2003; Gompers et al., 2009; 이지혜 변희섭, 2016)
 - 자본비용 증가(Lin et al., 2011)
 - 소유권이 높은 기업으로 부의 이전 (Bertrand et al., 2002; 윤성민, 2004), 내부거래 증가(Kang et al., 2014)
 - 비최적 부채비율/현금보유/투자결정(Faccio et al., 2010; Lin et al., 2013; Liu et al., 2015; Jiang et al., 2011)
 - 회계정보 신뢰성 하락(Fan and Wong, 2002; Francis et al., 2005; Haw et al., 2004; Kim and Yi, 2006)
 - 공시빈도 하락(심호식 외, 2010), 이익예측오차 증가(선우혜정 외, 2010)

지주회사 전환의 효과

- 실증적으로, 지주회사 전환은 호재로 인식
 - (단기적으로) 긍정적 시장반응(백재승 박종하, 2010; 박진우 이민교, 2019)
- 그러나, 지주회사 전환과정에서 부의 이전현상 관찰
 - 자회사/손자회사 이익 조정(김성환 외, 2009)
 - 중견기업 지주회사 전환과정에서 개인투자자 손실 발생(박진우 이민교, 2019)
- 또한, 지주회사 전환효과는 불분명
 - 소유지배 괴리도 변화는 불분명(이수일 2014; 김우찬 이수정, 2010; 고려대학교, 2010; 김상일 최원욱, 2013)
 - 최대주주의 지배권 증가와 함께 소유권도 증가
 - 회계투명성 변화는 불분명(김상일 최원욱, 2013; 김지홍 외, 2009; 김창수 최효선, 2012; 권택호 최수미 2013)
 - 이익의 질은 체제 내 계열사에서 개선되고 체제 외 계열사에서 악화(김정교 외, 2015)
 - 경영성과/기업가치 변화는 불분명(정도진, 2008; 광수환 최석봉 2008; 고려대학교, 2010; 김용현 장승욱, 2014)
 - 다만, 재무분석가 이익예측 특성 개선(김상일 최원욱, 2012), 자기자본비용 감소(정현욱 외, 2013)

실증분석 목표와 분석자료

- 연구질문
 - 어떠한 소유구조 특성을 가진 대규모 기업집단이 지주회사 체제로 전환하는가?
 - 지주회사 체제 전환 목적은 최대주주의 지배력 강화인가?
 - 소유구조와 기업 수익성의 관계는 지주회사 체제 전환 이후 변화하였는가?
 - 기업집단 내 계열사간 부의 이전 가능성은 감소하였는가?
- 분석대상
 - 2006년 -2018년 지정된 대규모기업집단 중 총수가 존재하는 70개 집단의 소속기업
 - 총 556개 기업집단-년의 17,769개 기업-년 자료
- 분석자료
 - 공정거래위원회 기업집단지정 자료
 - 공정거래위원회 지주회사 현황 자료
 - DataGuide의 기업재무 및 주가 관련 자료

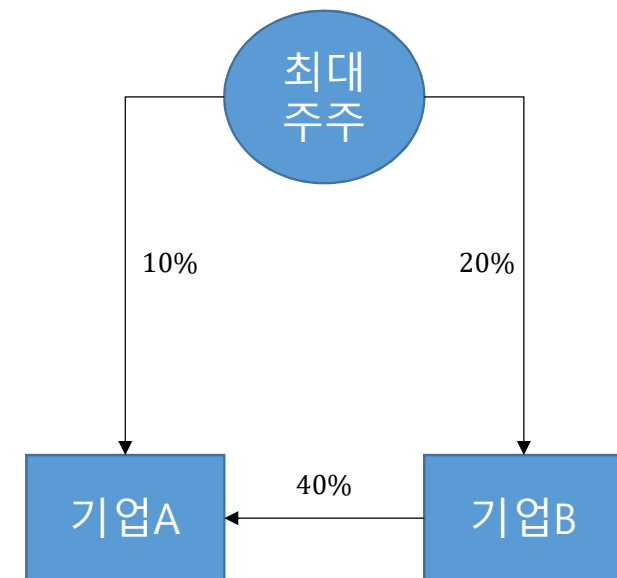
소유구조 관련 변수(1)

- 소유권(ownership rights)
 - 직접소유권: 최대주주 및 특수관계인(사람)의 소유지분을
 - 총소유권: 직접소유권과 최대주주 및 특수관계인(사람)의 다른 계열사 보유지분을 통한 간접소유권의 합
- 지배권(control rights)
 - 총지배권: 최대주주 및 특수관계인(사람, 법인)의 소유지분을
 - 임계지배권(critical control threshold): 계열사가 최대주주의 지배하에 있기 위한 지배권의 임계치
 - Weakest link의 일반화된 개념 (Almeida et al., 2011)
- 중심성(centrality): 특정 계열사가 기업집단의 지배력 유지에 있어 중요한 정도
 - 특정 계열사가 존재할 때와 존재하지 않을 때의 나머지 계열사 평균 임계지배권의 차이(Almeida et al., 2011)
- 소유권거리(position): 집단 내에서 최대주주와의 소유구조상 거리
 - 직접 소유할수록 낮은 값($\rightarrow 1$)을, 간접 소유할수록 큰 값으로 측정 (Almeida et al., 2011)

소유구조 관련 변수(2)

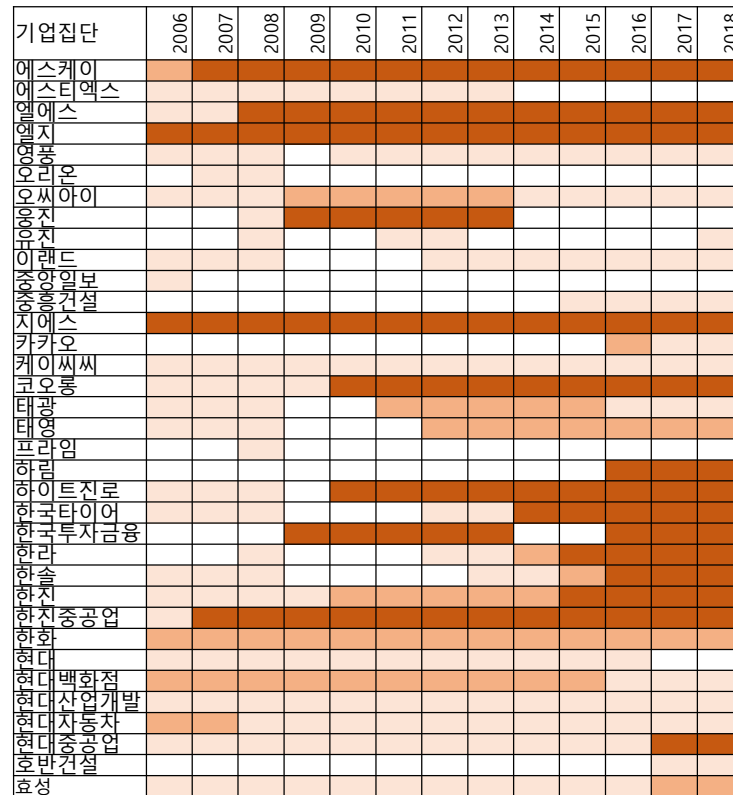
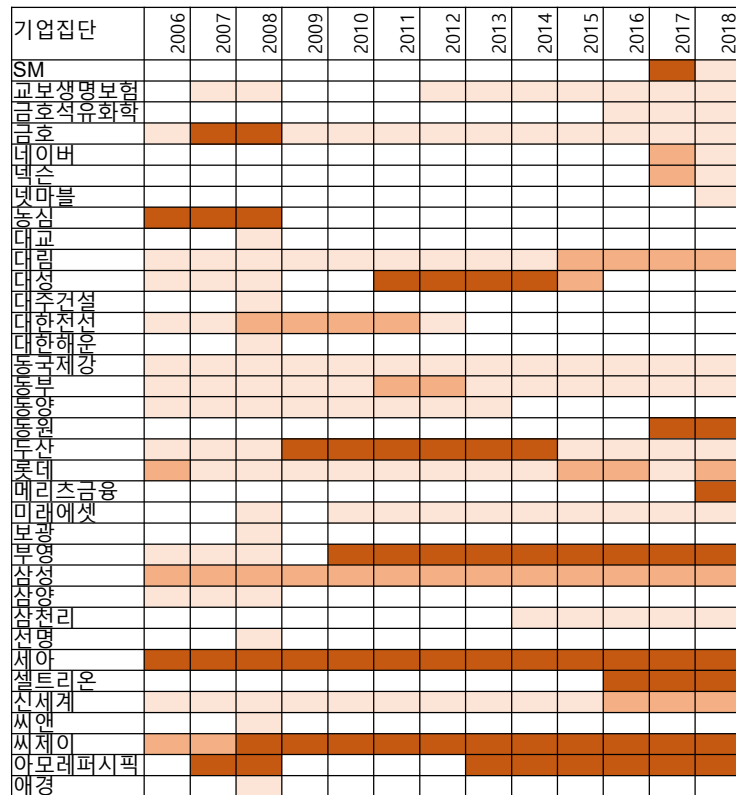
- 소유구조 관련 변수 측정 예시

변수	기업A	기업B
직접소유권	10%	20%
간접소유권	8%, $=20\% \times 40\%$	0%
총소유권	18%, $=10\%+8\%$	20%, $=20\%+0\%$
임계지배권	20%, 임계치>20%일 때 기업B가 통제권에서 이탈하므로 기업A도 통제권에서 이탈	20%, 임계치>20%일 때 기업B는 통제권에서 이탈
총지배권	50%, $=10\%+40\%$	20%
중심성	0%, A가 존재할 때 B의 임계지배권=20%, A가 존재하지 않을 때 B의 임계지배권=20%, 중심성=20%-20%=0%	10%, B가 존재할 때 A의 임계지배권=20%, B가 존재하지 않을 때 A의 임계지배권=10%, 중심성=20%-10%=10%
소유권거리	1.44 $=10\%/18\% \times 1 + 8\%/18\% \times 2$	1 $=20\%/20\% \times 1$



대규모 기업집단의 지주회사 체제 전환 현황(1)

- 지주회사 체제 전환 기업집단은 2006년 4개 집단에서 2018년 21개 집단으로 증가



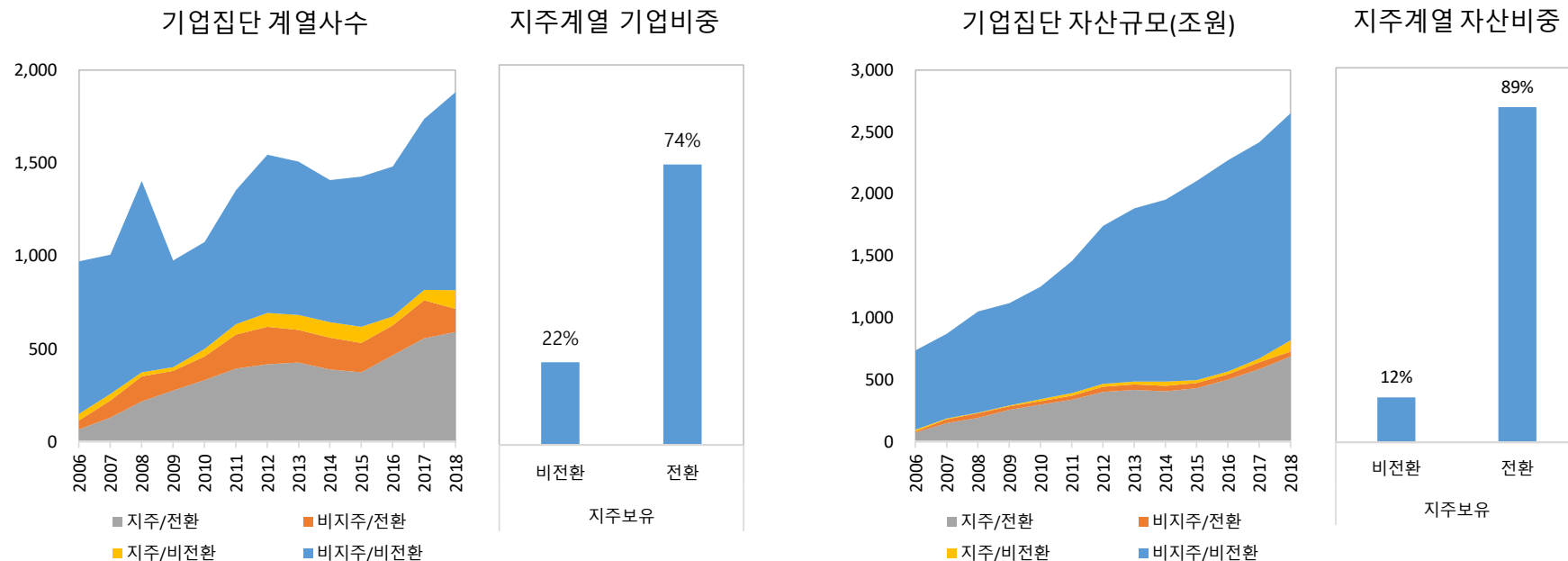
■	전환집단
■	지주회사 보유집단
■	지주회사 비보유집단
■	기업집단 비지정

주1) 지주회사 체제 전환집단은 지주회사 체제 내 계열사의 자산총액이 기업집단 전체 자산총액의 50% 이상인 경우

주2) 대규모 기업집단 중, 총수 없
는 집단, 공기업 집단은 제외

대규모 기업집단의 지주회사 체제 전환 현황(2)

- 전체 대규모 기업집단에서, 지주회사 체제에 편입된 계열사 비중은 2006년 10%에서 2018년 37%로, 총 자산 비중은 12%에서 29%로 증가
- 지주회사 체제로 전환한 기업집단의 경우 계열사의 74%, 자산의 89%가 지주회사 체제에 편입



대규모 기업집단의 지주회사 체제 전환 사례

• 코오롱그룹

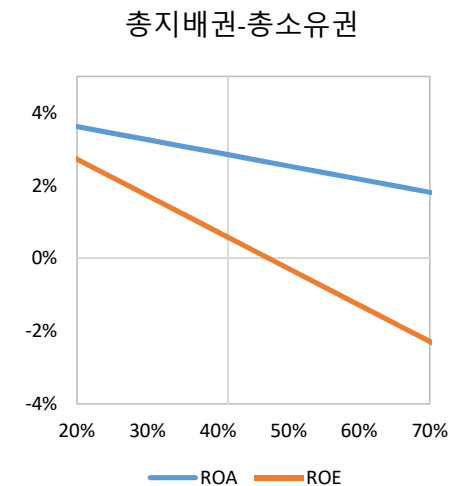
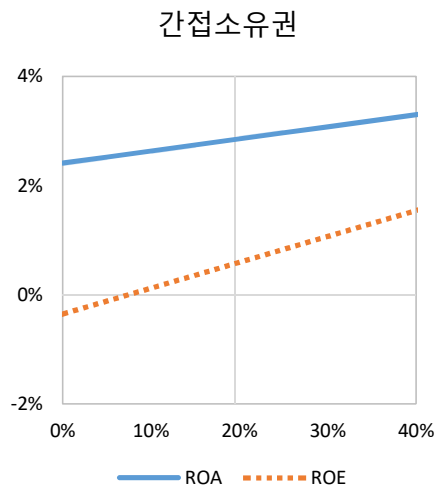
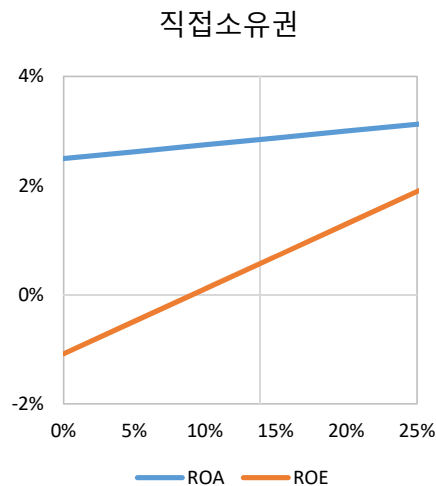
소속기업	전환 전(2007년)			전환 후(2011년)			비고
	특수 관계인	출자 회사	피출자 회사	특수 관계인	출자 회사	피출자 회사	
코오롱	16%	0	12	48%	0	9	
코오롱건설 /코오롱글로벌	4%	2	10	1%	1	8	
코오롱글로벌텍	6%	3	7	6%	1	3	
코오롱아이넷	1%	3	5				코오롱건설에 합병
FnC코오롱	2%	3	4				코오롱에 합병
환경시설관리공사 /코오롱워터에너지	0%	1	4	0%	1	5	
코오롱제약	30%	1	3	28%	1	1	
코오롱하이텍스	0%	3	1				코오롱패션머티리얼에 합병
캠브리지	0%	2	1				코오롱인더스트리에 합병
코오롱패션	0%	3	1				캠브리지에 합병
코리아이플랫폼	4%	3	1	4%	1	0	
코오롱환경서비스	40%	1	1	30%	1	1	
네오뷰코오롱	0%	1	0	0%	1	0	
K.T.P./코오롱플라스틱	0%	1	0	0%	1	0	
그린나래	0%	1	0	0%	1	0	
셀빅/셀빅개발	1%	1	0	1%	1	0	
마우나오션개발	47%	1	0	50%	1	0	
코오롱웰케어	0%	2	0	0%	1	0	
아이퍼시픽 /코오롱인베스트먼트	20%	3	0	13%	3	1	
덕평랜드	0%	1	0	0%	1	0	
코오롱베니트	30%	1	0	49%	1	0	
크리오텍	0%	1	0	0%	1	0	
스위트밀	28%	1	0	20%	1	0	
코오롱생명과학	26%	2	0	21%	1	0	

소속기업	전환 전(2007년)			전환 후(2011년)			비고
	특수 관계인	출자 회사	피출자 회사	특수 관계인	출자 회사	피출자 회사	
서플러스글로벌	43%	1	0				계열분리
그린순창	0%	1	0	0%	1	0	
엔비시스템	0%	1	0				이앤아이시스템에 합 병
케이에프엔티	0%	1	0	0%	1	0	
그린경산	0%	1	0	0%	1	0	
케스코조경	0%	1	0				코오롱환경서비스에 합병
맥스포저코리아	0%	1	0				청산
그린화순	0%	1	0	0%	1	0	
코오롱씨앤씨	0%	1	0	0%	1	0	
코오롱인더스트리				2%	1	8	코오롱에서 분할
김천에너지				0%	1	0	
코오롱패션머티리얼				0%	1	0	
NH코오롱그린1호PEF				0%	1	0	
프로셉코오롱				0%	1	0	
코오롱에코너지				18%	1	0	
코오롱아이포트리스				0%	1	0	
코오롱아로마트릭스				0%	1	0	
코오롱워터텍				97%	0	1	
이앤아이시스템				0%	1	0	
더블유파트너스				100%	0	1	
지밸리비즈플라자				0%	1	0	
미래환경에너지				0%	1	0	
중앙종합기계				0%	1	0	
코오롱에버레이				0%	1	0	

	지주회사
	자회사
	손자회사
	증손회사
	지주의 계열사

소유구조와 기업수익성 - 비전환집단

- 지주회사 체제 비전환집단에서, 직접 및 간접 소유권이 높은 계열사일수록 수익성이 높으며, 지배권과 소유권의 괴리가 큰 계열사일수록 수익성이 낮음
 - 소유권에 의한 기업가치 극대화 유인과 지배권에 의한 참호구축(entrenchment) 유인이 결합된 결과

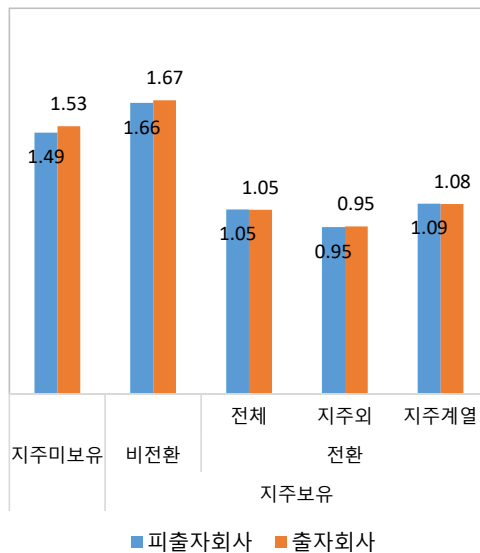


주1) 수익성 변수를 종속변수로, 소유구조, 자산규모, 부채비율, 업력, 상장기업여부, 중심성을 독립변수로 포함한 회귀분석 결과를 토대로 도식화. 기업집단, 업종, 연도에 대한 고정효과를 고려하였으며, 금융회사와 총자산 100억원 미만 계열사는 분석에서 제외
주2) 실선은 해당 변수의 계수가 5% 수준에서 통계적으로 유의함을 의미

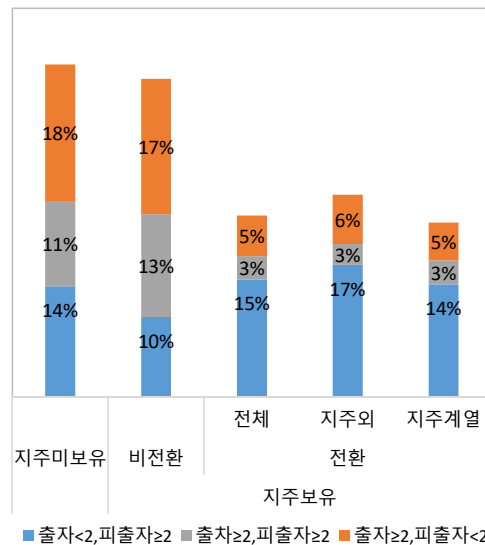
출자구조의 복잡성 - 기업집단 유형별 비교

- 지주회사 체제 전환집단은 다른 집단에 비해 계열사간 출자구조가 단순
 - 전환집단은 피라미드 구조와 유사

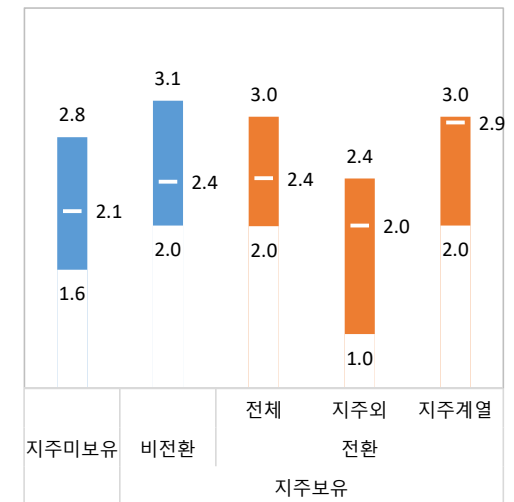
출자/피출자 관계 계열사 수



복수 출자/피출자 관계 비중



소유권 거리 분포

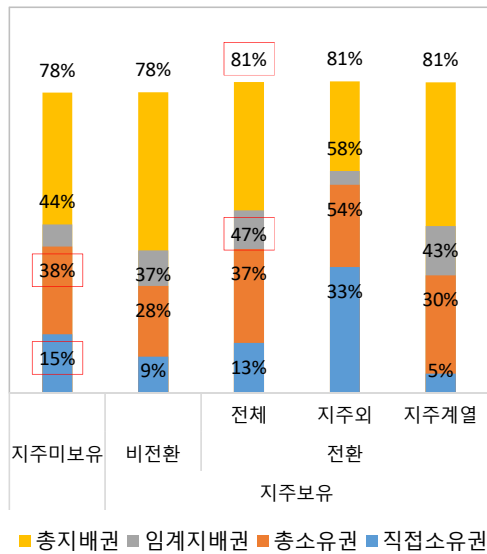


주) 상단부터 25분위, 50분위 75분위 값을 나타냄

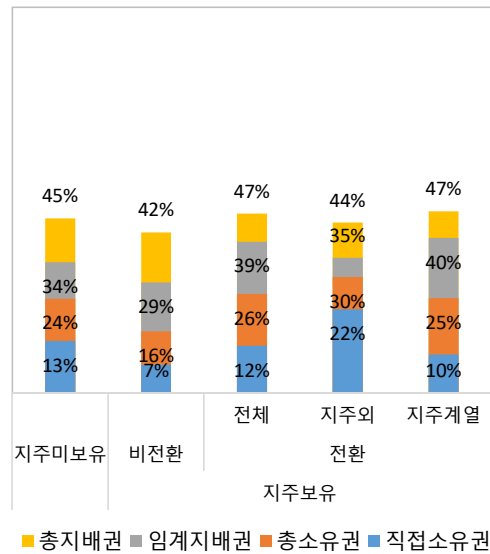
최대주주 소유지배권 - 기업집단 유형별 비교(1)

- 최대주주의 지배권은 전환집단이 가장 높고, 소유권은 지주미보유집단이 가장 높음
 - 전환집단의 소유권은 지주 외 계열사에서 높고 지배권은 지주 내 계열사에서 높음

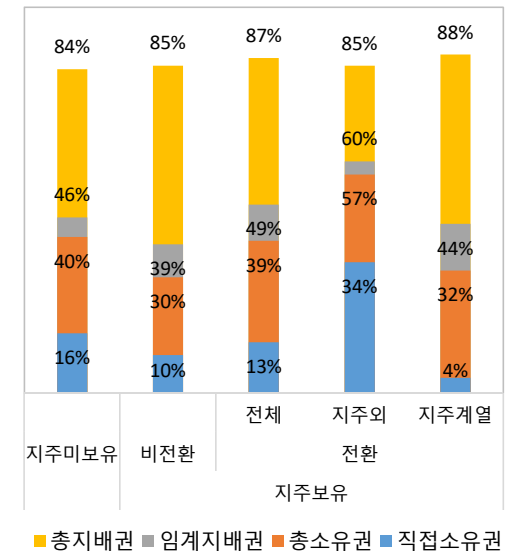
최대주주 소유지배권 - 전체



최대주주 소유지배권 - 상장

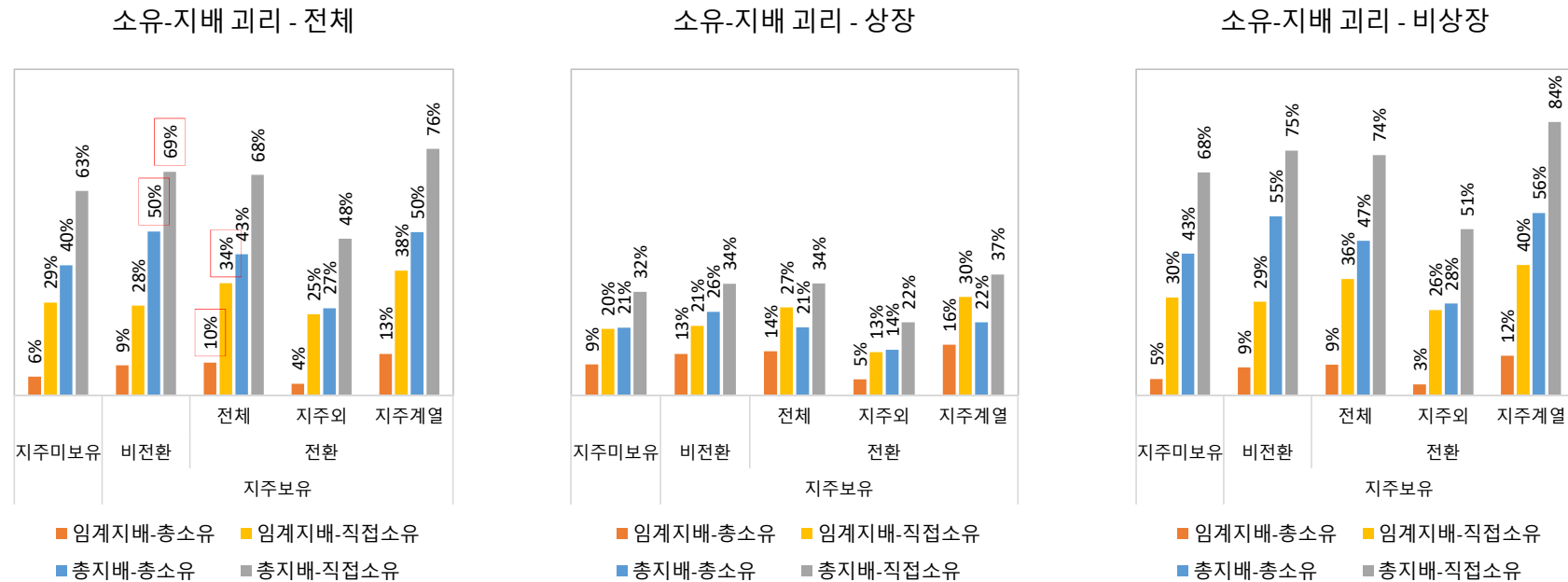


최대주주 소유지배권 - 비상장



최대주주 소유지배권 - 기업집단 유형별 비교(2)

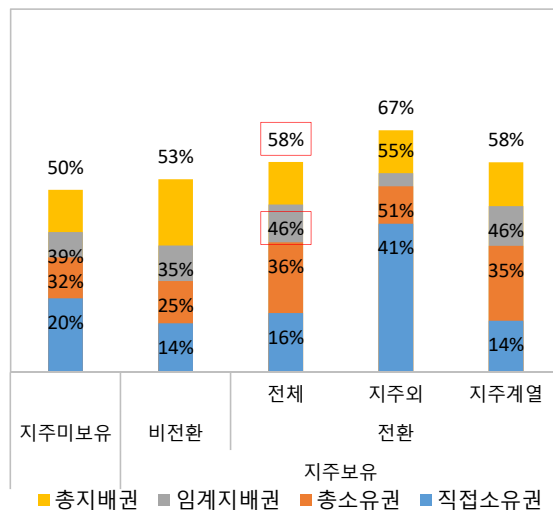
- 소유권과 지배권의 괴리는 지주미보유집단이 가장 작음
 - 전환집단의 괴리는 지주 내 계열사에서 높고 지주 외 계열사에서 낮음



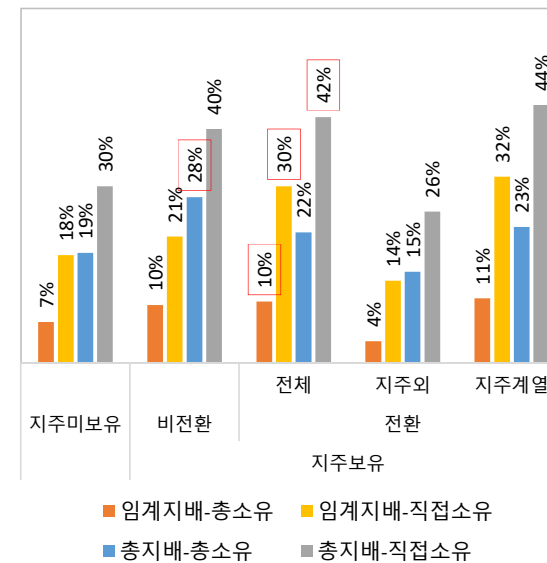
최대주주 소유지배권 - 기업집단 유형별 비교(3)

- 기업집단 전체에 대한 지배권은 전환집단이 가장 높고 소유권과 지배권의 괴리도 전환집단이 가장 큼
 - 전환집단의 괴리는 지주 내 계열사가 지주 외 계열사보다 높음

최대주주 소유지배권 - 가중평균



소유-지배 괴리 - 가중평균

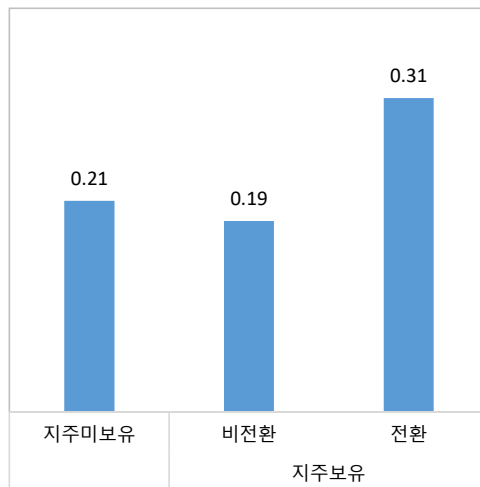


최대주주 소유지배권 - 기업집단 유형별 비교(4)

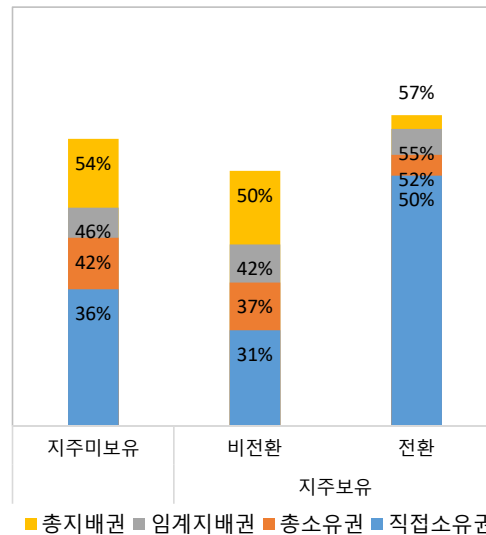
- 중심기업의 중심성은 전환집단에서 가장 높고 소유권과 지배권도 가장 높음

* 중심기업: 기업집단 계열사 중 중심성이 가장 높은 기업

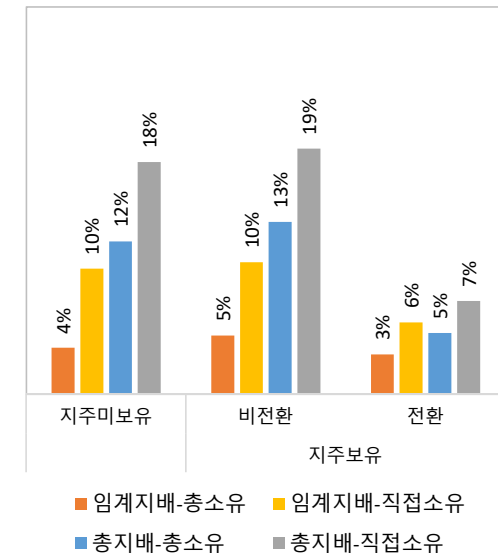
중심기업의 중심성



중심기업의 소유지배권



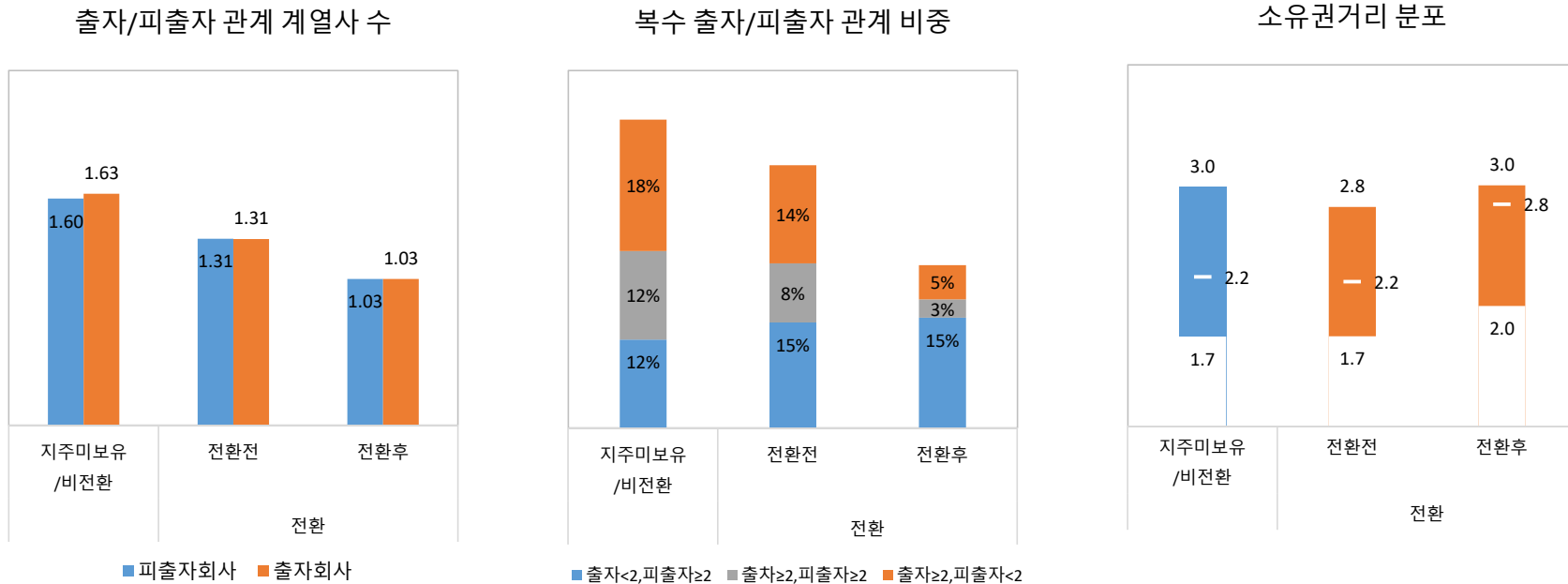
중심기업의 소유-지배 괴리



출자구조의 복잡성 - 지주회사 체제 전환 전후 비교

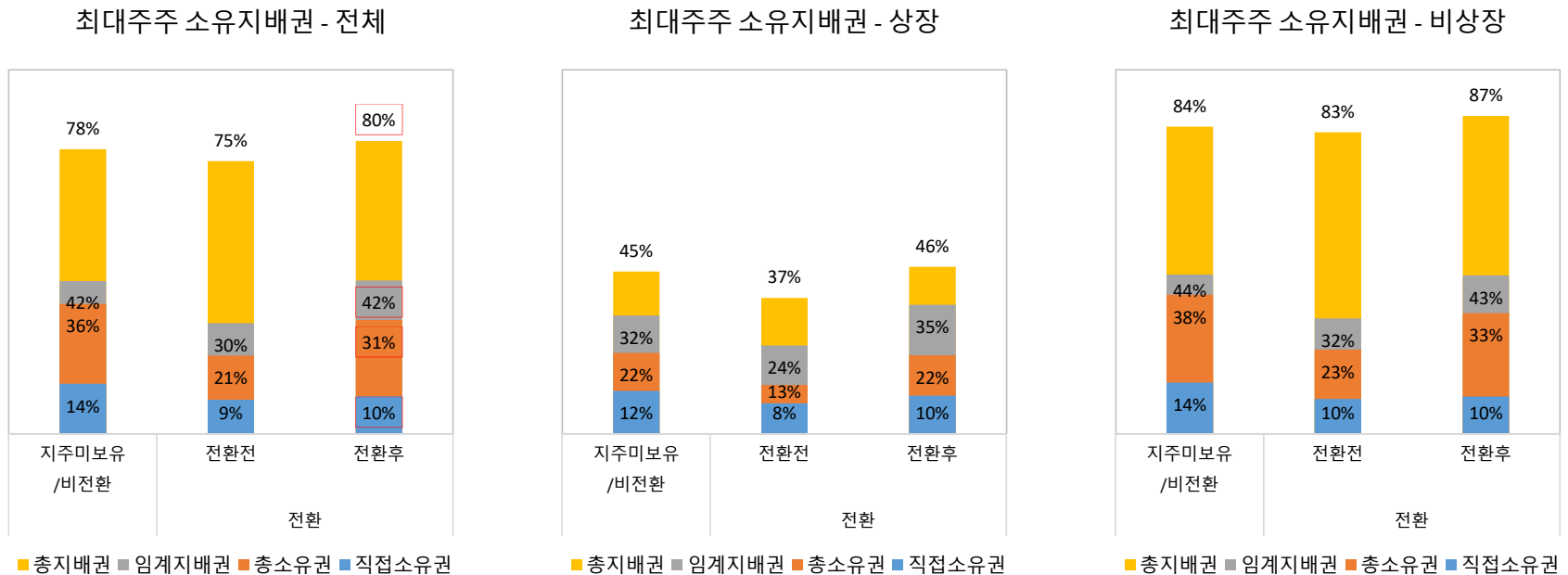
- 지주회사 체제 전환 이후 출자구조의 복잡성 감소

* 지주회사 체제 전환 후 전환이 해제된 집단은 전환집단 표본에서 제외



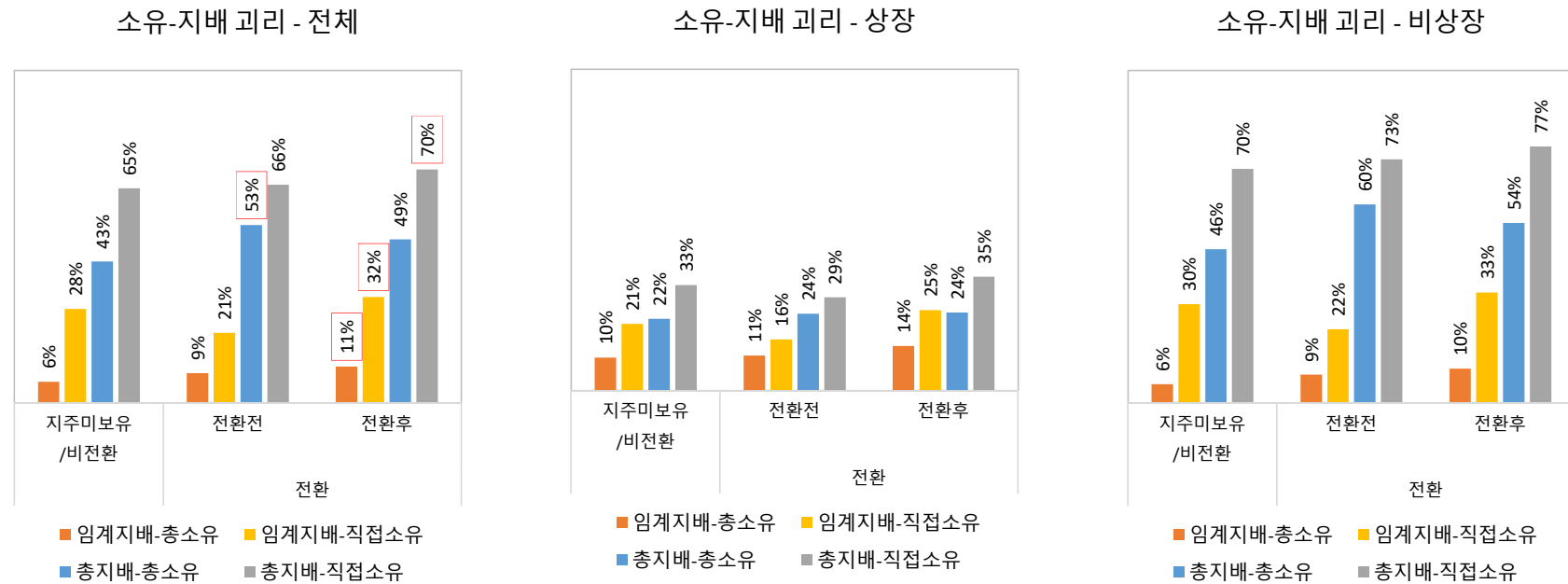
최대주주 소유지배권 - 지주회사 체제 전환 전후 비교(1)

- 지주회사 체제 전환 이후 지배권과 소유권 모두 증가, 특히 간접소유권이 크게 증가
 - 전환 이후 소유권과 지배권은 지주미보유집단 및 비전환집단과 유사한 수준



최대주주 소유지배권 - 지주회사 체제 전환 전후 비교(2)

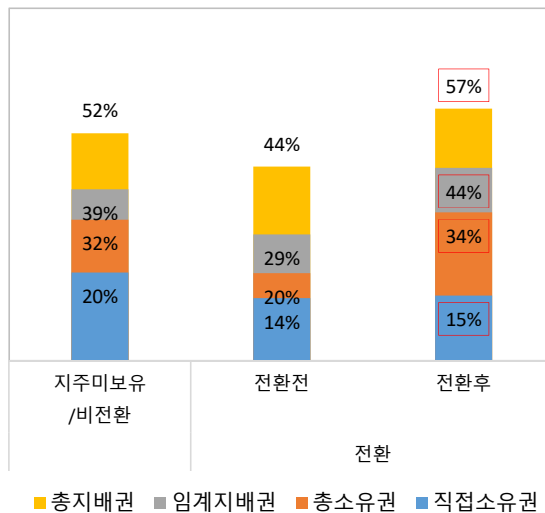
- 지주회사 체제 전환 이후 소유권과 지배권의 괴리 증가
 - 전환 이후 소유권과 지배권의 괴리는 지주미보유집단 및 비전환집단보다 높은 수준



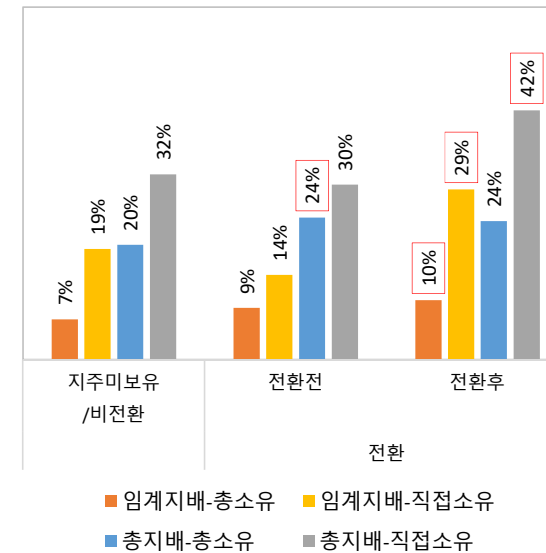
최대주주 소유지배권 - 지주회사 체제 전환 전후 비교(3)

- 지주회사 체제 전환 이후 기업집단 전체에 대한 소유권, 지배권, 소유권과 지배권의 괴리 모두 증가
 - 전환 이후 기업집단 전체에 대한 직접소유권은 큰 변화가 없으나 간접소유권이 큰 폭으로 증가

최대주주 소유지배권 - 가중평균

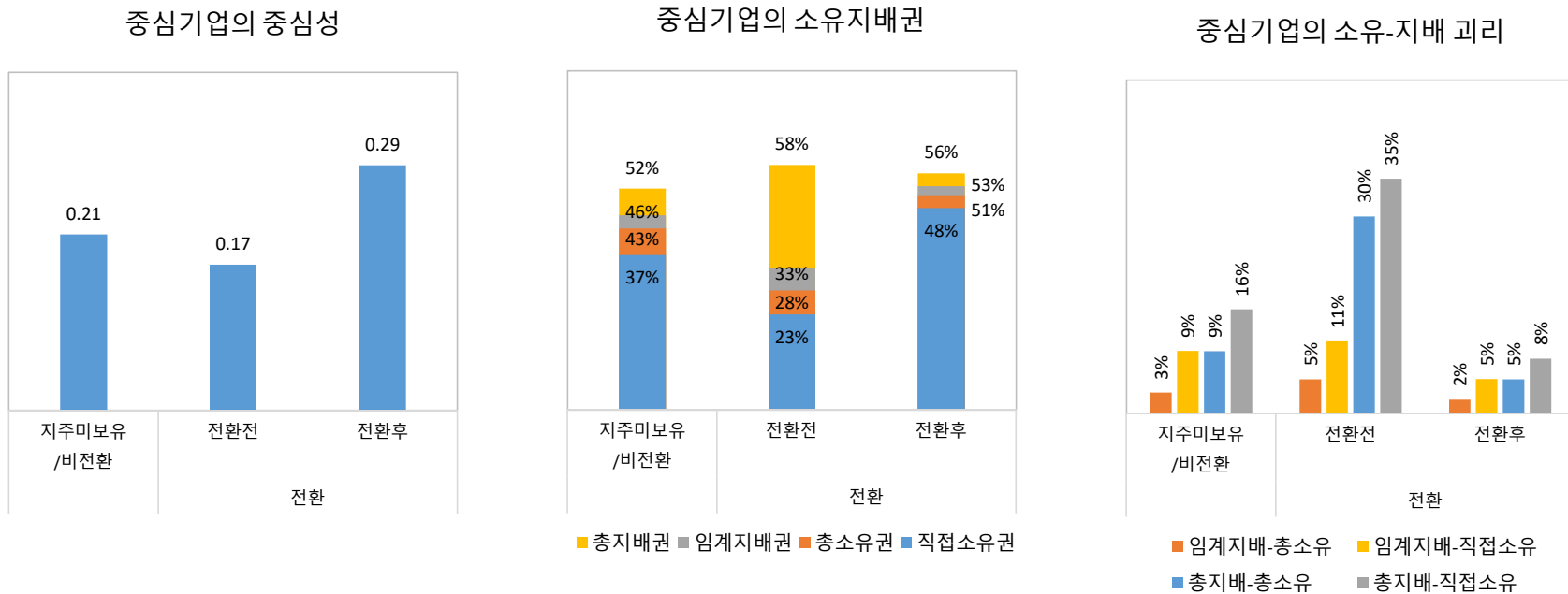


소유-지배 괴리 - 가중평균



최대주주 소유지배권 - 지주회사 체제 전환 전후 비교(4)

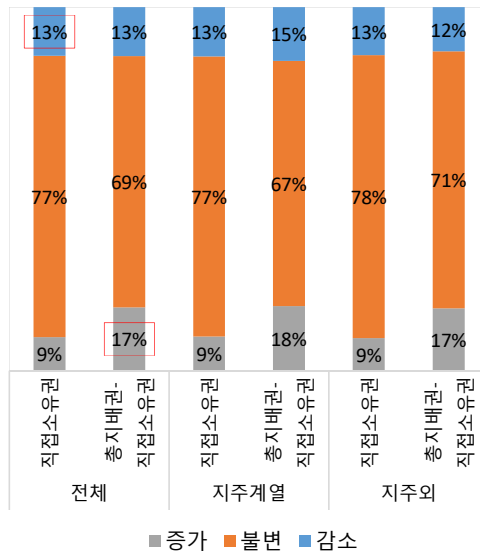
- 전환집단 중심기업의 중심성과 직접소유권이 큰 폭으로 상승
 - 전환 이전 중심성과 직접소유권은 지주미보유집단 및 지주보유비전환집단에 비해 낮은 수준



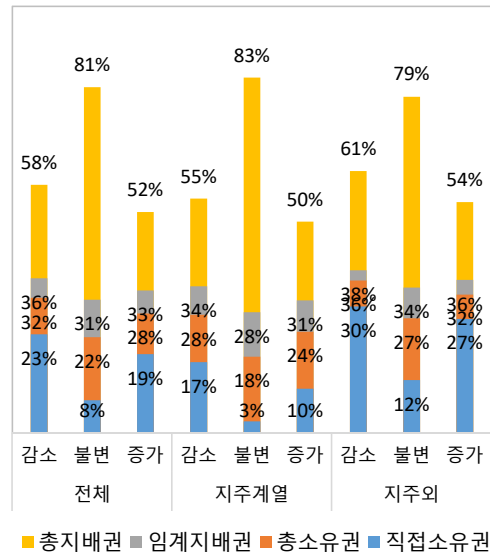
지주회사 체제 전환 전후 소유권 변동기업 특성(1)

- 지주회사 체제 전환 전후(4년간), 소유권 변동과 지배권 변동은 상장계열사에서 주로 발생

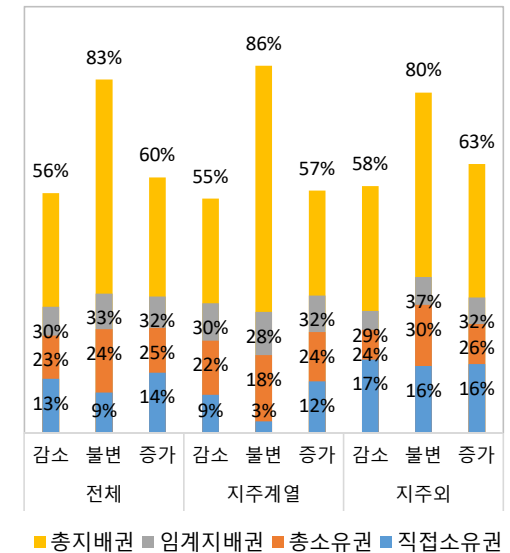
소유지배권 변동기업 비중



직접소유권 변동기업 소유지배권



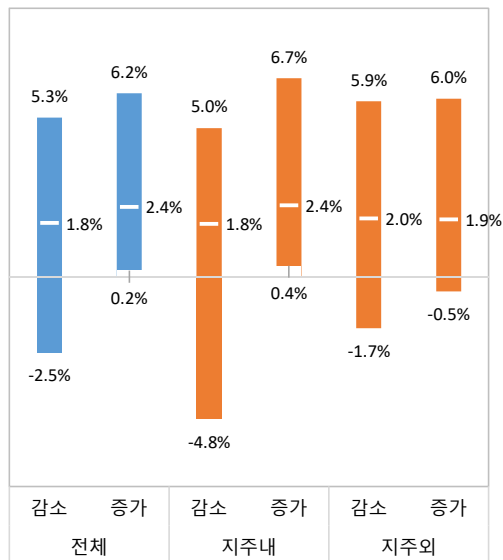
총지배권-직접소유권 변동기업 소유지배권



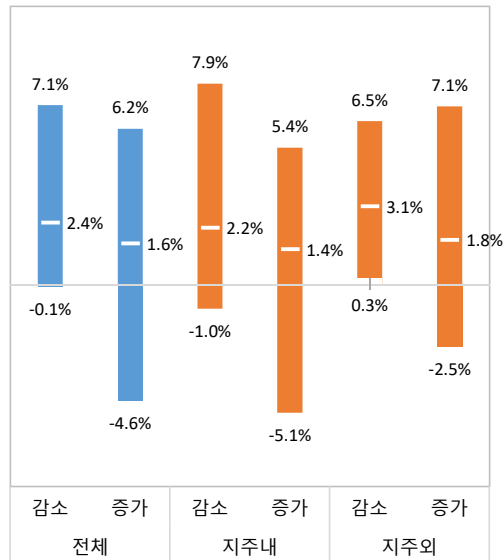
지주회사 체제 전환 전후 소유권 변동기업 특성(2)

- 직접소유권은 수익성이 높은 계열사에서 증가하며, 계열사 소유권은 수익성이 낮은 계열사에서 증가
 - 수익성이 높은 계열사에 대해 소유권거리를 축소, 즉 총소유권에서 직접소유권의 비중이 증가

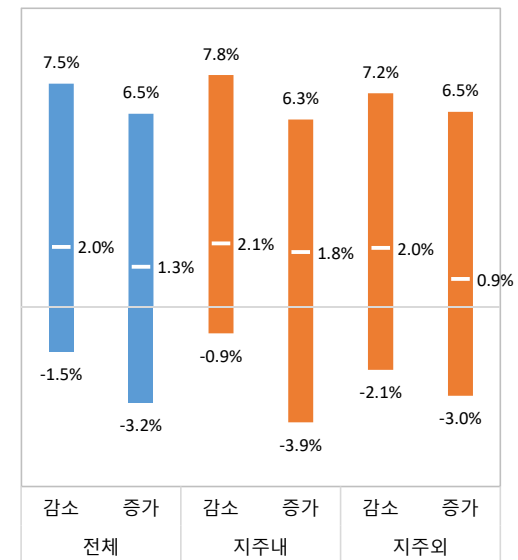
직접소유권 변동기업 수익성



총지배권-직접소유권 변동기업 수익성



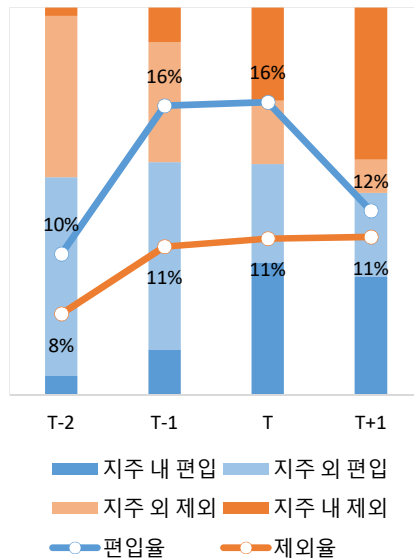
소유권거리 변동기업 수익성



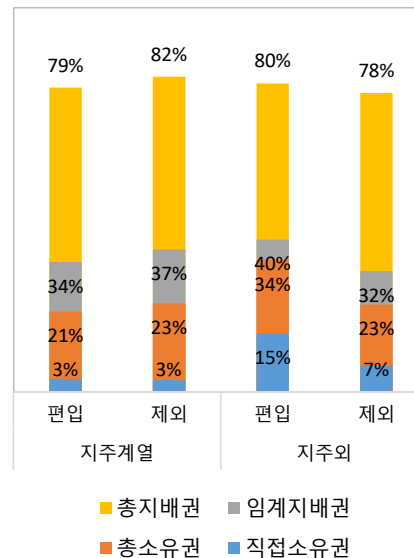
지주회사 체제 전환 전후 기업집단 편입·제외기업 특성

- 지주 내에서는 최대주주 직접소유권이 낮은 기업을 편입·제외, 지주 외에서는 소유권이 높은 기업을 편입
 - 지주 외 편입·제외 기업간 수익성 차이는 뚜렷하지 않음

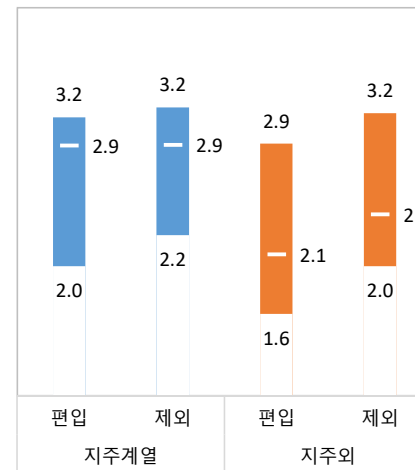
전환집단 편입제외기업 비중



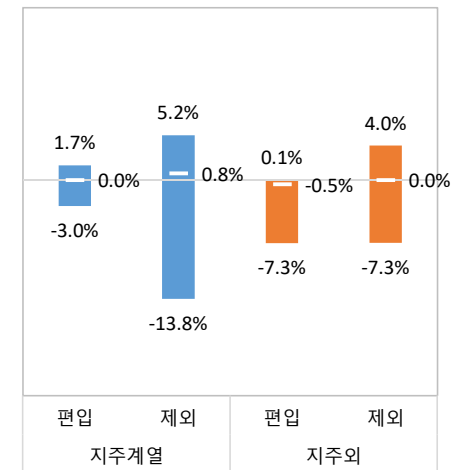
최대주주 소유지배권



소유권거리

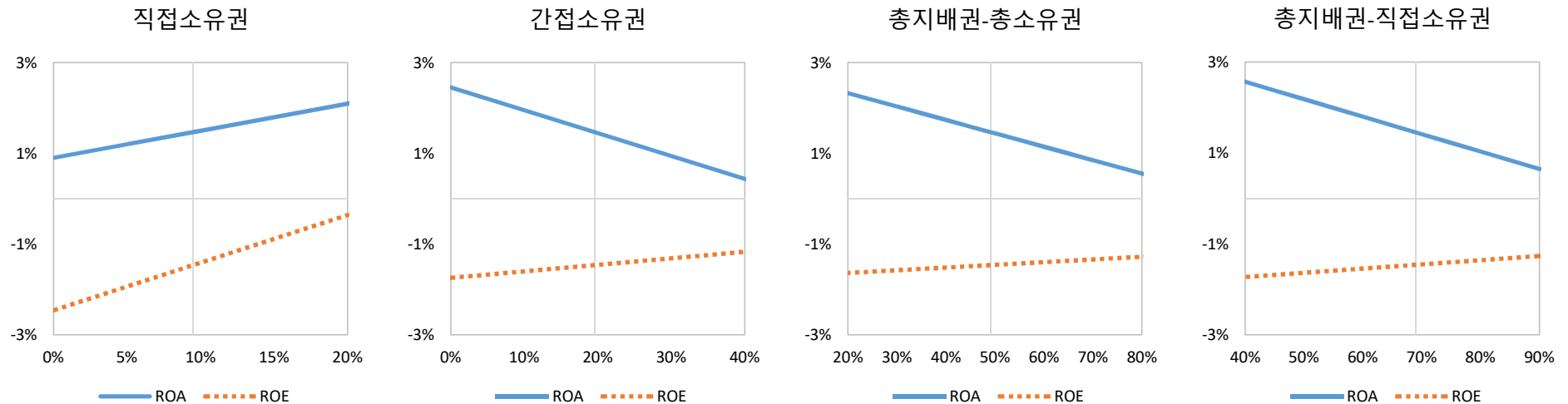


수익성(ROA)



소유구조와 기업수익성 - 전환집단(1)

- 지주회사 체제 전환집단에서, 직접소유권이 높은 계열사일수록 수익성이 높으며, 간접소유권 또는 지배권과 소유권의 괴리가 큰 계열사일수록 수익성이 하락

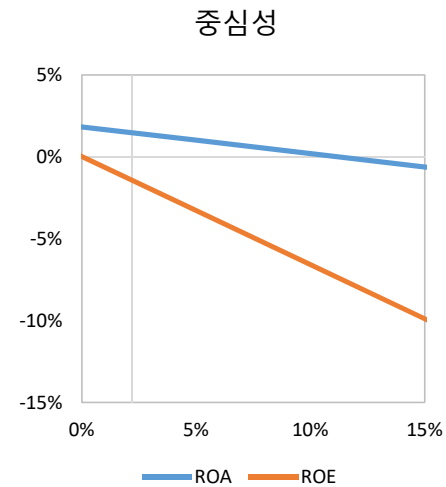
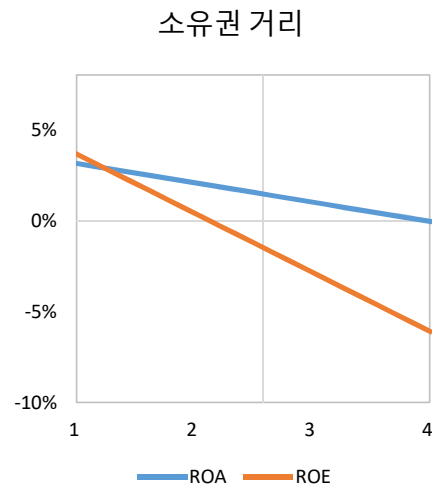


주1) 수익성 변수를 종속변수로, 소유구조, 자산규모, 부채비율, 업력, 상장기업여부, 중심성을 독립변수로 포함한 회귀분석 결과를 토대로 도식화. 기업집단, 업종, 연도에 대한 고정효과를 고려하였으며, 금융회사와 총자산 100억원 미만 계열사는 분석에서 제외

주2) 실선은 해당 변수의 계수가 5% 수준에서 통계적으로 유의함을 의미

소유구조와 기업수익성 - 전환집단(2)

- 지주회사 체제 전환집단에서, 소유권거리가 먼 계열사일수록 수익성이 낮으며, 중심성이 높은 계열사일수록 수익성이 낮음
 - 중심성이 가장 높은 기업, 즉 지주회사는 수익성이 가장 낮음



주1) 수익성 변수를 종속변수로, 소유구조, 자산규모, 부채비율, 업력, 상장기업여부, 중심성을 독립변수로 포함한 회귀분석 결과를 토대로 도식화. 기업집단, 업종, 연도에 대한 고정효과를 고려하였으며, 금융회사와 총자산 100억원 미만 계열사는 분석에서 제외
주2) 실선은 해당 변수의 계수가 5% 수준에서 통계적으로 유의함을 의미

요약 및 결론

- 주요 분석결과

- 지주회사 체제 전환 이후 소유구조의 복잡성은 크게 완화
- 전환기업은 전환 이전 최대주주의 소유권과 지배권이 비전환집단에 비해 작았던 기업
- 전환 후 소유권과 지배권이 동시에 증가하며 소유권과 지배권의 괴리도 증가
- 전환 후 지배권은 비전환집단과 유사한 수준이며 소유권과 지배권의 괴리는 더 높은 수준
- 전환과정에서 수익성 높은 계열사에 대한 직접소유권 증가, 수익성 낮은 계열사에 대한 계열사 소유권 증가
- 비전환집단과 동일하게 전환집단에서도 직접소유권이 높은 기업일수록 수익성이 높고, 소유권과 지배권의 괴리가 클수록 수익성이 낮은 경향 관찰

- 결론

- 지주회사 체제는 지배력이 취약한 기업집단이 지배력 강화를 목적으로 선택하는 수단으로 판단
- 지주회사 전환에도 소유권과 지배권의 괴리가 감소하지 않아 최대주주의 사적이익 추구 유인 상존
- 지주회사 체제 전환과정에서 최대주주와 소수주주 사이에 이해상충 가능성 존재
- 다만, 소유구조 단순화에 따른 효과에 대해서는 추가적인 관찰과 분석이 필요