



지주회사의 성과와 과제

자본시장연구원
선임연구위원 박창균

목 차

1

지주회사: 개념과 현황

2

지주회사 규제 관련 논점

3

지주회사제도의 성과: 정책목적을 기준으로

4

정책적 시사점



1 지주회사: 개념과 현황

2 지주회사 규제 관련 논점

3 지주회사제도의 성과: 정책목적을 기준으로

4 정책적 시사점

지주회사

- 지주회사: 주식 소유를 통하여 다른 회사의 사업내용을 지배(다른 회사 사업활동의 주요사항에 간섭하고 결정에 영향력 행사)하는 것을 주된 사업으로 하는 회사
 - › 지주회사의 피지배 회사는 국내회사에 한정
 - › 자산 총액 5천억 원 이상인 경우
 - › 주된 사업 기준은 피지배 회사 주식 가액의 합이 자산 총액의 50% 이상
- 자회사: 지주회사에 의하여 사업 내용을 지배 받는 국내회사
 - › 지주회사의 계열사 (동일 기업집단 소속 기업)
 - › 지주회사가 소유하는 주식에 당해 회사를 사실상 지배하고 있는 자 또는 동일인 관련자 각각의 자 중 최대 출자자가 소유하는 주식과 같거나 많은 것
- 손자회사: 자회사에 의하여 사업내용을 지배 받는 국내 회사
 - › 자회사의 계열사
 - › 자회사가 소유하는 주식에 당해 회사를 사실상 지배하고 있는 자 또는 동일인 관련자 각각의 자 중 최대 출자자가 소유하는 주식과 같거나 많은 것

지주회사의 장점

- 전략 수립과 사업 수행의 분리를 통한 특화의 이점 기대
 - › 자원배분에 대한 전략적 결정을 담당하는 지주회사와 사업을 수행하는 자회사 간 역할 분담을 통한 시너지 기대
 - › 사업 영역 확장으로 단일기업체제 유지 한계
 - › 시계(time horizon)가 다른 전략과 사업의 분리를 통하여 양자간 충돌의 여지를 최소화하고 효율적 의사결정 가능
- 위험전이(risk contagion)의 가능성 축소
 - › 단일기업체제 하의 사업 부서 간 위험전이 가능성에 비하여 지주회사 산하 자회사 간 위험전이의 가능성이 훨씬 낮음.
- 자금조달 비용 절감
 - › 재무 건전성이 높은 지주회사가 낮은 비용으로 자금을 조달하여 자회사에 투입함으로써 기업집단 전체의 자금 조달 비용 절감 가능
- 유인 부합적(incentive compatible) 보상체계 설계 용이
 - › 자회사 별로 경영성과를 비교적 용이하게 파악 가능하여 대리인 문제를 최소화 할 수 있는 보상체계 설계 가능
 - › 자회사 간 경쟁으로 자회사 경영자의 자발적인 노력 유도

지주회사의 단점

○ 과도한 경제력 집중 가능성

- › 지주회사를 통한 과도한 경제력 집중의 역사적 사례: Trust, Konzern
- › 1987년 공정거래법 1차 개정 시 순수지주회사 설립 금지
- › 공정거래법은 지주회사 통한 과도한 경제력 집중을 방지하기 위한 행위규제로 대응: 규제당국과 기업 간 갈등의 근본적인 원인

○ 경영구조 다층화로 인한 비효율

- › 전략적 경영기능과 사업기능의 분리로 인한 의사결정의 신속성 저해
- › 지주회사와 자회사 간 업무상 책임과 권한 설정 미비 시 갈등 발생 가능: 최근 일부 금융지주회사와 자회사 은행 최고경영진 간 갈등 사례

○ 소액주주/채권자와 이해충돌 가능성

- › 자회사 간 부의 이전(wealth transfer)를 통하여 특정 자회사의 소액주주/채권자 이익 침해 가능성 상존

지주회사의 구분

○ 순수지주회사 vs. 사업지주회사

- › 순수지주회사: 자체적으로 재화/용역을 거래하는 사업을 영위하지 않고 주식의 보유를 통하여 회사를 지배하는 사업만을 영위
- › 사업지주회사: 일반 사업도 영위하면서 다른 회사를 지배하는 사업을 영위하는 회사
- › 공정거래법은 양자를 구별하지 않고 있음.

○ 일반지주회사 vs. 금융지주회사

- › 금융지주회사: 금융업 또는 금융업 영위와 밀접한 관련이 있는 회사를 지배하는 회사 – 순수지주회사만 허용
- › 금융지주회사에 대하여 일반지주회사 규제에 더하여 추가 규제 적용
 - 설립 시 금융위 사전 인가 획득 필요
 - 위험전이에 대한 방화벽(firewall)으로 자회사/손자회사 간 신용공여/불량자산 거래 제한
 - 손자회사는 자회사의 업무와 관련성이 있는 경우에만 예외적으로 허용되며 증손회사는 예외 없이 금지

지주회사의 구분

○ 일반지주회사 vs. 벤처지주회사

- › 벤처투자회사: 지주회사가 소유하고 있는 자회사 가운데 벤처 자회사의 주식 가액 합계액이 50% 이상
- › 벤처기업 육성 목적으로 2001년 공정거래법 개정 통하여 도입
- › 일반지주회사 요건 중 자회사 지분 보유 요건 완화: 일반지주회사는 자회사에 대해 상장 기업 20%, 비상장 기업 40%이상 지분을 보유하여야 하나, 벤처지주회사는 상장·비상장 구분 없이 20% 이상
- › 지주회사 자산규모 기준(최소 5,000억), 지주회사의 비계열사 주식 취득 제한(5% 이내) 등의 규제로 인하여 제도 도입 이후 활용 사례 전무
 - 2018년 8월 벤처지주회사 최소 자산규모를 300억으로 낮추고 비계열사 주식취득 제한 규제를 폐지하는 등 벤처지주회사 활성화 추진 대책 발표

지주회사제도 도입

○ 외환위기 이전: 지주회사 금지

- › 1987년 1차 공정거래법 개정 시 과도한 경제력 집중 억제를 목적으로 출자총액 제한제도와 함께 계열회사 지배 만을 목적으로 하는 순수지주회사 설립 금지
- › 대다수 대규모 기업집단에서 사실상 지주회사 역할을 하는 사업지주회사 운영을 통하여 규제를 우회

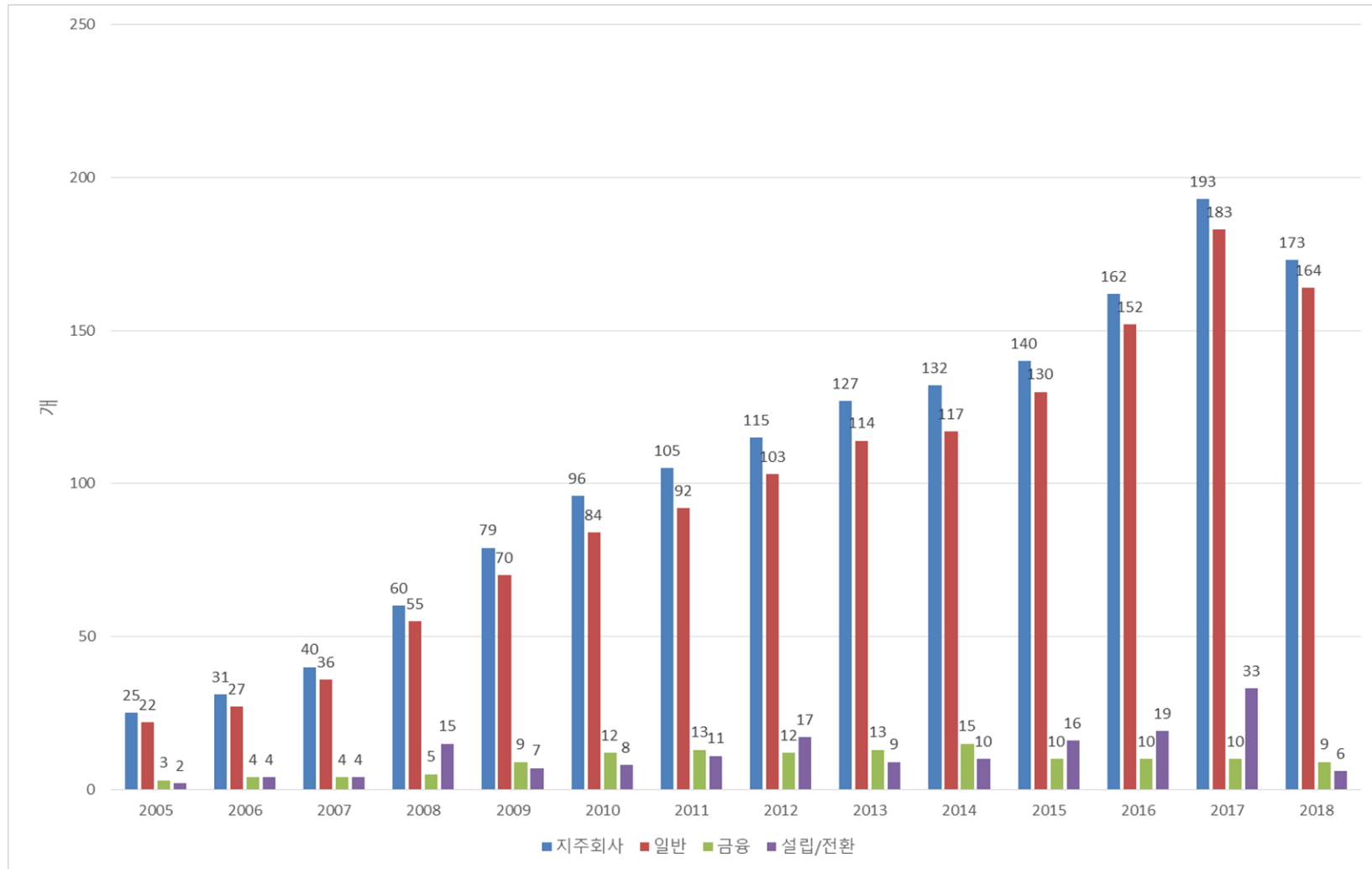
○ 외환위기를 계기로 지주회사 허용/촉진으로 정책 기조 전환

- › 부실기업 정리와 구조조정 촉진을 위한 지주회사 허용 필요성 제기
- › 국제기구(IBRD)의 권고: 경제력 집중에 대한 보완장치 마련과 동시에 지주회사 설립 허용 권고
- › 1999년 제7차 공정거래법 개정으로 지주회사 설립을 허용하되 과도한 경제력 집중을 방지하기 위한 행위 규제 조항 도입

1999년 지주회사 허용의 주된 논거

- 순환출자구조 기업집단에 비하여 단순한 소유구조로 사업구조 개편/구조 조정 용이
 - › 복잡한 지분 관계 정리가 필요한 순환출자구조에 비하여 필요한 경우 자회사 분리 매각이 상대적으로 용이
 - › 인수·합병이나 분리 매각 등이 용이하여 비교우위에 입각한 탄력적인 사업구조 구축 가능
- 순환출자구조 기업집단에 비하여 소유구조 단순화·투명화를 통한 외부감시 용이
 - › 지주회사는 소유구조가 수직적으로 체계화되어 있고 각 단계 자회사 간 출자 금지
 - › 외환위기 이후 외국인 투자자 및 기관투자자 비중 증가에 따른 시장 규율 체제 강화
- 이상은 순환출자구조에 비하여 상대적인 이점임에 주목할 필요

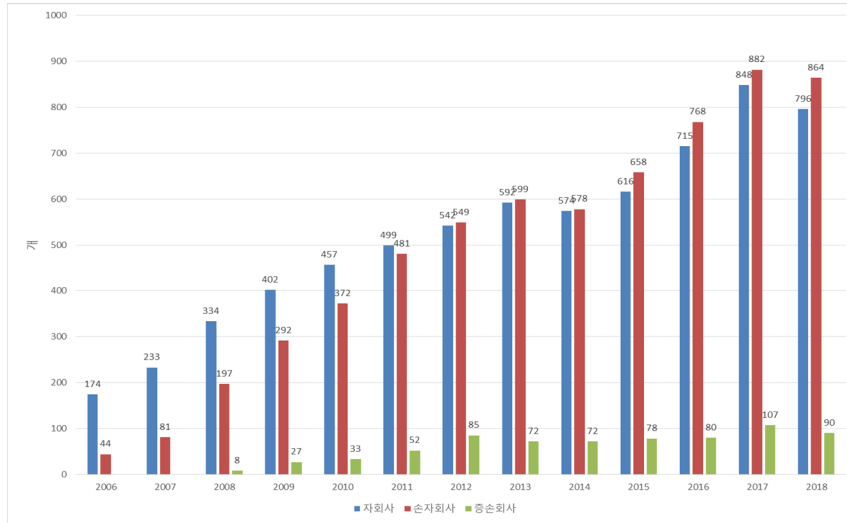
지주회사 추이



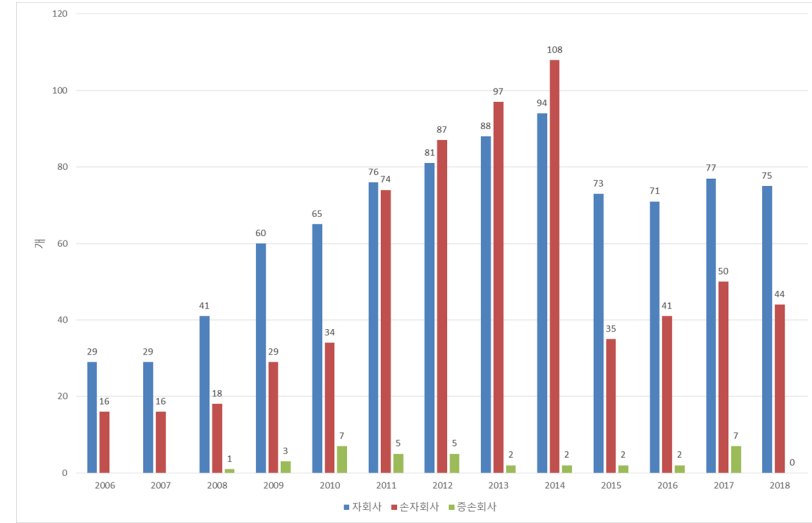
자료: 기업집단포털

자회사/손자회사/증손회사

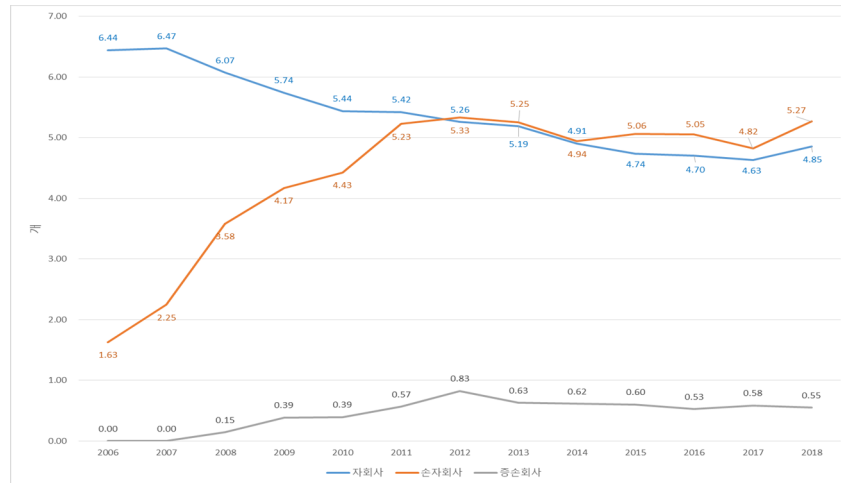
일반지주회사의 계열사 수



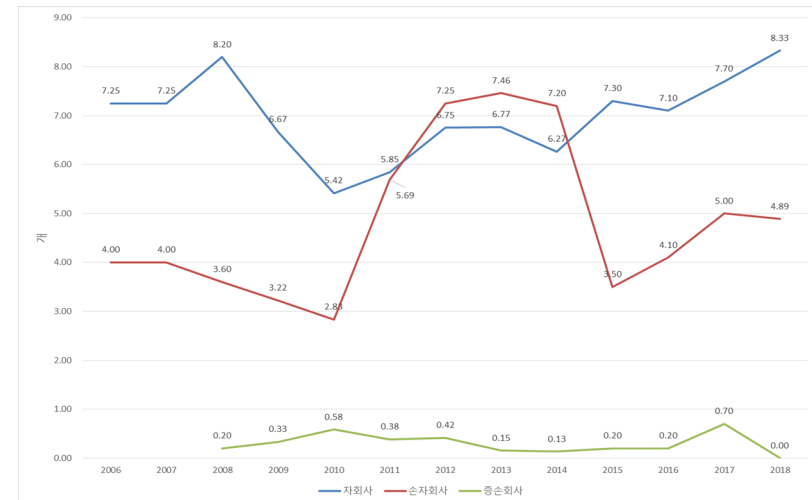
금융지주회사의 계열사 수



일반지주회사의 평균 계열사 수



금융지주회사의 평균 계열사 수



지주회사 자산 규모 분포

- 2018년 173개 지주회사의 평균 자산총액은 1조 6,570억원
 - › 자산 총액 5천억 미만 중소 지주회사는 103개로 전체 지주회사의 59.5%
 - › 자산총액 1조 이상 지주회사는 42개이며 이 중 26개가 대기업집단 소속

자산규모별 지주회사 수 분포: 2018년

(단위: 개)

자산총액	~5,000	5,000~ 10,000	10,000~ 30,000	30,000~ 50,000	50,000~ 70,000	70,000~ 100,000	100,000 이상	합계
일반 지주회사	103	28	22	2	3	4	2	164
대기업집단	5	6	14	1	3	3	2	34
금융 지주회사	0	0	2	1	2	0	4	9
대기업집단	0	0	1	0	1	0	1	3
계	103	28	24	3	5	4	6	173
비중(%)	59.5	16.2	13.9	1.7	2.9	2.3	3.5	100

자료: 공정거래위원회



1

지주회사: 개념과 현황

2

지주회사 규제 관련 논점

3

지주회사제도의 성과: 정책목적을 기준으로

4

정책적 시사점

지주회사 부채비율 규제

○ 내용

- › 지주회사는 자본총액 2배 초과 부채 보유 금지
- › 1997년 지주회사 허용 시 100%였으나 2007년 200%로 완화

○ 규제의 취지

- › 부채를 활용한 과도한 계열기업 확장 방지

○ 반론

- › 일률적 규제로 기업의 정상적 자본구조(capital structure) 결정 또는 긴급한 구조조정을 위한 차입까지 제한
- › 현실적으로 binding하지 않는 규제: 2018년 지주회사의 평균부채비율은 33.3%
 - 부채비율 150% 이상인 지주회사 3개사에 불과 (이 중 2개사는 부채비율 200% 이상이나 지주회사 전환 후 허용되는 2년 유예기간 중)
- › 시장규율로 충분히 규제 목적 달성 가능

부채비율 별 지주회사 수: 2018년

(단위: 개)

부채비율	50% 미만	50~100%	100~150%	150~200%	200% 이상*	합계
일반 지주회사	128	22	11	1	2	164
금융 지주회사	9	0	0	0	0	9
계	137	22	11	1	2	173
비중(%)	79.19	12.72	6.35	0.58	1.16	100

자료: 공정거래위원회

지주(자)회사의 자(손자)회사 최소 지분 비율 규제

○ 내용

- › 지주회사는 자회사 발행주식의 40% (상장법인과 벤처기업은 20%) 이상 보유
 - 동 규제는 1999년 50%(상장법인 30%, 벤처기업 20%)에서 2007년 40%(상장법인, 벤처기업 20%)로 완화
- › 자회사는 손자회사 발행주식의 40% (상장법인, 국외상장법인, 공동출자법인 20%) 이상 보유
 - 종래 손자회사를 사업 관련성이 인정되는 경우에만 제한적으로 허용하였으나, 기업경영 자율성과 신축성 제고를 이유로 2007년 자회사와 손자회사 간 사업 관련성 요건 폐지
- › 금융지주(자)회사는 자(손자)회사 발행주식의 50%(상장법인 40%) 이상 보유

○ 규제의 취지

- › 과도한 경제력 집중 및 자(손자)회사 소수주주의 권리 침해 가능성 방지
- › 순환출자구조에서 지주회사구조로 전환에 필요한 과도한 자금부담 완화로 지주회사 전환 촉진

○ 반론

- › 외국에서는 찾아보기 힘든 과잉 규제
- › 자(손자)회사 지분율 하한을 지나치게 낮게 요구하여 소유권과 현금흐름권 간 괴리 축소라는 지주회사제도의 근본취지 훼손

지주(자)회사의 자(손자)회사 최소 지분 비율 규제

○ 지분율 현황

› 지주회사의 자회사 지분율 (2018년)

- 일반지주회사의 자회사 평균 지분율은 72.2%: 상장사 39.4%, 비상장사 82.8%
- 금융지주회사의 자회사 평균 지분율은 93.9%: 상장사 54.3%, 비상장사 96.7%

› 자회사의 손자회사 지분율 (2018년)

- 일반지주회사 자회사의 손자회사 평균 지분율은 81.7%: 상장사 43.0%, 비상장사 83.6%
- 금융지주회사 자회사의 손자회사 평균 지분율은 32.7%(전체 비상장사, 손자회사 다수가 지분율 규제가 적용되지 않는 PEF)

› 일반지주(자)회사의 자(손자)회사 지분율은 최근 하락 추세

일반지주(자)회사 자(손자)회사 지분율 추이

(단위: 개)

	2009년	2010년	2011년	2012년	2013년	2014년	2015년	2016년	2017년	2018년
자회사(상장)	42.2	40.8	41.9	43.9	43.5	42.7	41.9	40.7	40.1	39.4
자회사(비상장)	82.0	81.5	82.1	82.6	82.8	82.3	81.2	82.6	83.0	82.8
손자회사(상장)	44.3	43.8	49.1	46.9	45.2	45.5	42.6	42.1	43.6	43.0
손자회사(비상장)	78.5	80.8	78.0	79.9	81.1	81.0	82.0	82.8	82.6	83.6

자료: 공정거래위원회

지주(자)회사의 자(손자)회사 최소 지분 비율 규제

○ 지분율 분포: 2018년

- › 지주회사의 상장 자회사 지분율이 30% 미만인 경우가 47개로 상장 자회사 총수 199개 대비 24%
- › 지주회사 자회사의 상장 손자회사 지분율이 30% 미만인 경우가 7개로 상장 손자회사 40개 대비 18%

지주(자)회사 자(손자)회사 지분율 분포: 2018년

(단위: 개)

구분				구분			
상장 자회사(199개)				상장 손자회사(40개)			
지분율	일반지주	금융지주	합계	지분율	일반지주	금융지주	합계
20%미만	6	0	6	20%미만	1	0	1
20%이상	41	0	41	20%이상	6	0	6
30%이상	62	0	62	30%이상	9	0	9
40%이상	85	5	90	40%이상	24	0	24
전체	194	5	199	전체	40	0	40

주: 지분율 20% 미만은 유예기간 중인 경우
자료: 공정거래위원회

지주회사의 비계열사 지분 보유 제한

○ 내용

- › 지주회사는 계열회사가 아닌 **국내회사** 주식 5% 초과 소유 금지
 - 소유하고 있는 계열회사가 아닌 국내회사의 주식가액의 합계액이 자회사의 주식가액의 합계액의 100분의 15 미만인 지주회사에 대하여는 적용되지 않음.
- › 자회사 이외의 **국내 계열회사** 주식 소유 금지

○ 규제의 취지

- › 지주회사의 비계열회사 주식 소유 등을 통한 과도한 지배력 확장을 방지
 - 계열회사는 동일한 기업집단에 속하는 회사를 의미

○ 반론

- › 지배목적이 아닌 전략적 결정이나 투자까지 제한하는 과도한 규제
 - 자본시장법 상 5% 대량보유자 보고의무 대비 과도한 규제
- › 비계열사 지분취득을 직접 제한하는 경우는 외국에서 찾기 어려운 규제
 - 대부분의 국가에서 세제혜택을 통하여 지분보유 비계열사의 계열사 편입을 간접적으로 촉진

지주회사 금산분리

○ 내용

- › 금융지주회사의 비금융 국내회사 주식 소유 금지
- › 일반지주회사의 금융 국내회사 주식 소유 금지
- › 일반지주회사 자회사의 금융업 손자회사 지배 금지

○ 규제의 취지

- › 산업부문과 금융부문 간 위험 전이 차단, 사금고화 방지를 위한 금융부문과 산업부문 분리

○ 반론

- › 정책적으로 퇴출을 지향하고 있는 피라미드형 또는 순환출자 구조 대규모 기업집단에 대해서는 은행을 제외하고 금산분리가 적용되지 않음.

증손회사 지분율 규제

○ 내용

- › 일반지주회사 손자회사의 국내계열회사(증손회사) 주식 소유 금지 (100% 소유만 허용)

○ 규제의 취지

- › 과도한 경제력 집중을 방지하고 단순하고 투명한 소유구조 확립

○ 반론

- › 사업목적상 증손회사를 소유하거나 전략적 제휴 등의 목적을 위해 계열회사 이외의 기업을 소유하는 것을 매우 제한적인 경우에만 허용하는 것은 조직운영의 탄력성을 상당히 제약할 가능성
- › 지주회사 체제에 증손회사의 편입을 원칙적으로 허용하더라도 수직적 출자 관계가 유지되기 때문에 지주회사 제도의 근본취지를 벗어나지 않음.
- › 해외 주요 국가에서는 증손회사에 대한 규제가 없음.

평가

- 지주회사 관련 규제는 지주회사의 편익과 비용 간 균형을 취한다는 취지에서 도입된 것으로 판단
 - › 기존의 순환출자 구조 기업집단을 지주회사 구조로 전환하여 소유구조를 단순화·투명화함으로써 지배구조를 개선(소유권과 지배권 간 격차 축소)이라는 편익 기대
 - › 별도의 보완장치 없는 지주회사 전면 허용은 과도한 경제력 집중이라는 비용 발생 가능
 - › 양자간 균형을 취하기 위하여 지주회사를 허용/장려하되 행위 규제를 부과하는 접근법을 취하고 있는 것으로 판단
- 문제의 핵심은 지주(자)회사의 자(손자)회사 지분율 하한을 법률로 제한한 조치
 - › 순환출자 구조 → 지주회사 구조로 전환에 가장 큰 장애물인 자금부담을 완화하여 지주회사 전환을 촉진하기 위한 목적
 - › 지주(자)회사나 자(손자)회사 지분율이 100%인 경우 지주회사 제도를 활용한 과도한 경제력 집중을 크게 우려할 필요는 없을 것이며 현금흐름권과 소유권 간 격차 문제는 대부분 해소 가능
 - 자(손자)회사 지분율이 충분히 높은 경우 여타 행위규제는 대부분 철폐 가능

평가

- 대다수 국가에서 지주회사는 자회사 주식을 100%에 가까운 완전 자회사 형태로 보유하는 현상이 일반적
 - › 지분율에 대한 법률적 제한은 부재
 - › 회사법의 내부 통제시스템의 실효적 가동, 증권거래법 및 소송법상의 집단소송 및 다중대표소송 등에 따른 피소의 위험, 자회사 지분비율을 높게 유지할수록 유리한 세제구조 등 다양한 이유에서 자회사 지분을 높이는 것이 유리한 환경이 조성되어 있기 때문
 - › 완전 자회사가 규범(norm)인 상황에서 과도한 경제력 집중의 우려가 크지 않고 자회사 소액주주 보호의 필요성도 부재하여 별도의 규제 불필요

지주회사 규제의 국제비교

	미국	독일	일본	영국	한국
자산기준	없음	없음	6000억엔 이상 보고의무	없음	5000억원 이상
부채비율	없음 (은행지주 50%)	없음	없음	없음	200%
자회사 지분율	없음 (실제 대부분 100%)	없음 (실제 대부분 100%)	없음	없음	40% (상장사 20%)
금산분리	비금융지주 은행 소유금지 금융지주 비금융 자회사 소유 금지	없음	금융지주회사 자산 15조엔 초과 대규모 금융회사와 자산 3000억엔 초과 대규모 비금융사 동시 소유 금지	없음	금융지주 비금융사 소유금지 일반지주 금융사 소유금지
비계열사 출자	없음	없음	10% 이상 취득 시 보고의무	없음	5% 이상 보유 금지
증손회사	없음	없음	없음	없음	100% 지분 보유 외 금지

자료: 신영수 외 (2018)

1 지주회사: 개념과 현황

2 지주회사 규제 관련 논점

3 지주회사제도의 성과: Literature Review

4 정책적 시사점

소유-지배 괴리의 축소 여부

- 지배주주의 소유권과 지배권 간 괴리는 대리인 문제 발생의 원천
 - 순환출자 구조에 비하여 지주회사 구조가 양자간 괴리 축소에 기여할 것으로 기대
 - 지주회사의 자회사 지분율이 100% 미만인 경우 양자간 괴리 축소라는 측면에서 지주회사가 반드시 우월하다고 볼 수는 없음.
- 지주회사 전환 후 소유-지배 괴리가 축소되었다는 명확한 통계적 증거 부재
 - 기업지배구조연구소(2010): 70개 지주회사 대상 분석에서 소유지배괴리도는 지주회사 전환 이후 다소 감소되었으나 통계적으로 유의하지는 않음.
 - 김우찬·이수정(2010): 6개 대규모 기업집단(두산, 한진, CJ, LG, LS, SK) 대상 분석에서도 기업지배구조연구소(2010)와 유사한 결론
 - 이수일(2014): 8개 대규모 기업집단(SK, 두산, CJ, LS, 부영, 한진, 현백, 한화) 대상 분석도 유사한 결과 보고

소유구조 단순화 여부

- 소유구조 단순화를 통한 지배구조의 투명성 제고를 기대할 수 있다는 점이 지주회사 전환 촉진 정책의 중요한 motivation
 - › 총수 있는 지주회사 전환 대기업집단은 총수 있는 일반 대기업집단보다 단순하고 투명한 출자구조를 보임.
 - › 일반 대기업집단은 복잡한 거미줄식 출자구조를 지니는 반면 지주회사 전환 대기업집단은 복잡한 출자구조(순환형·수평형·방사형 등)가 거의 관찰되지 않음.
 - › 2018년 9월 현재 일반 대기업집단은 평균 4.6개의 출자단계를 지니는 반면, 지주회사 전환 대기업집단은 평균 3.2개 출자단계 보임.
 - › 최근 일반 대기업집단의 순환출자가 대부분 해소되고 전환 대기업 집단의 출자단계가 늘어나면서 두 집단 간 출자단계 격차는 해소

전환집단과 일반집단의 출자단계 추이

구분	2013년	2014년	2015년	2016년	2017년	2018년
전환집단	3.07	3.2	3.3	3.3	3.9	3.2
일반집단	5.29	5.2	4.7	4.5	4.5	4.6

자료: 공정거래위원회

소유구조 단순화 여부

- 일부 실증연구는 지주회사체제 전환에 따른 지배구조 투명성 효과가 일의적으로 발휘되고 있지 않다는 점을 지적

		계열회사 수			순환형 출자	수평형 출자	방사형 출자	출자구조 단순화 효과
		전체	체제 내	편입률				
에스케이	비교시점	49	—	—	●(8)	●	●	매우 큼
	기준시점	64	44	68.8	●(4)	●	●	
	2013년	81	64	79.0	×	×	○	
두산	비교시점	18	—	—	●(5)	●	●	큼
	기준시점	26	21	80.8	●(3)	●	●	
	2013년	25	20	80.0	×	×	○	
씨제이	비교시점	48	—	—	×	●	○	매우 작음
	기준시점	67	55	82.1	×	○	○	
	2013년	82	65	79.3	×	×	×	
엘에스	비교시점	19	—	—	×	×	×	없음
	기준시점	32	20	62.5	×	×	×	
	2013년	49	28	57.1	×	×	×	
부영	비교시점	6	—	—	×	×	○	거의 없음
	기준시점	15	3	20.0	×	×	○	
	2013년	16	6	37.5	×	×	×	
한진	비교시점	26	—	—	●(7)	×	○	작음
	기준시점	37	12	32.4	●(6)	○	○	
	2013년	45	16	35.6	×	×	○	
현백	비교시점	18	—	—	●(5)	×	●	큼
	기준시점	23	11	47.8	●(6)	○	●	
	2013년	35	13	37.1	×	×	×	
한화	비교시점	35	—	—	×	×	×	없음
	기준시점	48	9	18.8	×	×	○	
	2013년	49	9	18.4	×	×	○	

주: 1) ●: 해당 출자구조가 복잡하거나 다수 존재, ○: 해당 출자구조가 단순하거나 소수 존재, ×: 해당 출자구조 부재
해당 출자구조가 존재하나 매우 단순하거나 극히 소수 존재, ×: 해당 출자구조 부재

2) 순환형 출자구조의 () 안의 숫자는 순환형 출자로 연결된 계열회사의 수

3) 한진의 경우 2013년 지주회사체제 내에 포함된 계열회사 수가 <표 5-5>에서 제시된 수치와 상이한데, 이는 2013년 8월 지주회사로 전환한 ㈜한진칼이 지분도 작성시점인 4월에는 반영되지 않았기 때문임.

자료: 이수일(2014)

인적 분할을 통한 지주회사 전환의 문제점

- 대부분 일반지주회사는 인적 분할을 통하여 설립
 - › 회사 甲의 인적 분할을 통하여 회사 乙 설립 → 乙의 주식을 지분율에 따라 甲의 기존 주주에 배분 → 모회사가 될 회사(甲 또는 乙)가 자회사가 될 회사(乙 또는 甲)의 지분을 공개 매수 (두 회사 간 교환비율에 따른 주식 교환) → 지주회사구조 구축
 - › 자회사 지분의 100%를 공개매수 하는 경우 주식의 포괄적 교환·이전 또는 물적 분할과 동일한 결과가 되며 주주들은 분할이전의 지분율로 지주회사 소유
- 인적 분할을 통한 지주회사 전환은 최대주주의 지분율 상승 수단으로 활용
 - › 인적 분할 후 지주회사(to-be)의 자회사(to-be) 지분 공개매수 시 상당수 소액 주주가 적극적으로 응하지 않는 현상이 관찰됨.
 - › 유상증자 시 실권주와 논리적으로 동일하며 공개매수에 적극적으로 임한 최대주주의 지분율 상승을 결과
 - › Kim(2015): 일반주주 공개매수 참여율 평균 5.3%, 최대주주 일가 84.6%

인적 분할을 통한 지주회사 전환의 문제점

- 인적 분할을 통한 지주회사 전환 시 가공자본 형성 가능
 - › 자사주를 자산으로 인식하는 회계 규칙을 활용한 가공 자본 형성 가능
 - › 자산으로서 자사주도 인적 분할 시 분할의 대상이 되며 지주회사가 자회사의 자사주를 승계하는 경우 가공자본 형성(의결권도 부활)
- 인적 분할을 통한 지주회사 전환 최대주주의 금전적 이익 확보 가능
 - › 공개매수 시 주식 교환비율 결정 방법은 자본시장법이 규정
 - › 교환비율은 원칙적으로 두 회사의 공개매수 시점 전후 시장가격을 기반으로 산정
 - › 최대주주의 경우 지주회사(to-be)의 시장가격을 인위적으로 낮추려는 유인과 능력 존재
- 이상의 부작용은 근본적으로 법률적으로 40%(상장사 20%) 지분만 공개 매수로 충분하도록 요구한 데서 기인

1 지주회사: 개념과 현황

2 지주회사 규제 관련 논점

3 지주회사제도의 성과: Literature Review

4 정책적 시사점

자회사 지분율 상승 “유도”

- 지주회사의 낮은 자회사 지분율이 지주회사를 둘러싼 문제와 논란의 가장 중요한 원인으로 작용
 - › 지주회사의 낮은 자회사 지분율은 과도한 경제력 집중 방지를 위한 지주회사 행위 규제 필요의 논리적 근거
 - › 지주회사의 낮은 자회사 지분율이 인적 분할을 통한 지주회사 설립 시 문제 발생의 원인으로도 작용
- 규제 강화 vs. 규범 변화
 - › 지주회사의 자회사 지분율 규제를 강화함으로써 대응 가능
 - › 지주회사 스스로 충분히 높은 수준의 자회사 지분율을 보유하도록 사회적 규범화로도 문제 해결 가능: 근본적인 해법
- 규범화를 위한 과제
 - › 상법 상 내부 통제시스템의 실효성 제고
 - › 지주회사 전환의 세법상 혜택(수입배당금액의 익금불산입, 현물출자 시 양도소득세 또는 법인세 과세 이연, 과점주주에 대한 취득세 미적용, 일감몰아주기 과세 제외)을 지주회사의 자회사 지분율과 연계
 - › 집단소송 활성화/대상 확대 및 다중대표소송 도입 추진



Thank You!