

출자회사 할인과 경영권 분쟁

2005. 3.

연구위원 빈기범

한국증권연구원

Korea Securities Research Institute

< 著者 註 >

SK(주) 경영권을 둘러싼 소버린과 SK그룹간의 분쟁은 2004년의 주요 경제 사건 중 하나라고 할 수 있습니다. 2005년 SK(주) 정기주총에서도 소버린이 2004년에 이어 패함으로서 그간의 경영권 분쟁은 일단락되었고, SK로서는 경영권 방어에 성공했다고 할 수 있을 것입니다. 하지만 소규모 외국계 펀드가 SK그룹의 지주회사격 계열사인 SK(주) 경영권을 인수하여 재계 4위 SK그룹을 장악할 수도 있었기 때문에 SK(주) 경영권 분쟁은 국내외의 비상한 관심을 불러 모았습니다.

기업지배구조 이슈가 국내 경제·사회의 커다란 화두로 자리잡아가고 있는 현재 상황에서 SK(주) 경영권 분쟁은 실제로 국내 대규모 기업집단 지배구조의 문제점과 기업지배구조의 중요성을 절감하게 해주는 계기가 되었습니다. 소버린은 SK그룹 소유지배구조상의 허점을 정확히 짚었고, 국내법과 제도를 충분히 이용한 전략적 지분 매집을 통해 막대한 시세차익뿐만 아니라 SK그룹의 경영권까지 넘보았던 위협적인 존재였습니다.

본 보고서에서는 SK(주) 경영권 분쟁이 발생할 수 있었던 원인을 심층적으로 분석합니다. 특히 가장 중요한 요인으로서 '출자회사 할인'에 주목합니다. 이는 출자회사 가치가 피출자회사 소유 지분의 가치에도 못 미치는 현상입니다. 이러한 현상이 SK(주)에서 관찰되었고 오래도록 그 상태가 지속되어 오던 중 소버린의 경영권 공격을 받게 되었습니다. 본 보고서에는 SK(주)외에도 다른 대기업에서도 출자회사 할인 현상이 있는가를 분석하여 제시합니다.

주식시장에서 그 비중이 커져 가고 있는 외국인, 이들은 어떤 면에서는 국내 경제에 위협적 존재로 인식되기도 하지만 우리는 이를 기회삼아 국내 기업의 지배구조상의 문제점, 관련 법과 제도 및 정부 정책상의 문제점을 파악하고 이를 개선하는 지혜를 발휘해야 할 것입니다.

아무쪼록 본 보고서가 관련 이슈에 대한 다양하고 심도 있는 연구를 촉발시키는 계기가 되기를 바랍니다. 독자 여러분의 관심과 의견 개진은 앞으로의 연구에 큰 보탬이 될 것입니다. 관련 문의 사항 및 제언이 있으시면 아래 필자에게 연락주시기 바랍니다.

연락처 수신인: 빈 기 범

e-mail: bink1@ksri.org

Tel: (02) 3771-0624, 0625

Fax: (02) 3771-0669

<목 차>

I. 서론	1
II. 출자회사 할인	6
1. 출자회사 할인 측정 방법	6
2. 출자회사 할인에 대한 기존 연구	9
III. 출자회사 할인과 SK(주) 경영권 분쟁	14
1. 출자회사 SK(주) 할인과 소버린과의 경영권 분쟁	14
2. 소버린의 SK(주) 지분 14.99%	21
3. SK그룹 소유지배구조와 SK(주)의 위치	24
IV. 국내 기업들의 출자회사 할인 사례	34
1. 대규모 기업집단 계열사의 출자회사 할인 여부	34
2. 주요 출자회사 할인 사례와 경영권 분쟁 가능성	42
V. 결론	56
참고문헌	60

<표 목차>

<표 I-1> 출자회사 할인 상황에서 발생한 경영권 관련 거래	3
<표 II-1> Cornell and Liu(2001)가 제시한 출자회사 할인 사례	10
<표 III-1> 크레스트의 SK(주) 주식 취득 일지	16
<표 III-2> 소버린의 SK(주) 주식 자회사로 분산 매각	23
<표 III-3> SK(주)의 SK그룹내 타 계열사 출자 현황	25
<표 III-4> 2004년 출자총액제한 대상 총수가 있는 민간기업집단의 소유 지배구조	30
<표 III-5> 2004년 출자총액제한 대상 총수가 있는 민간기업집단의 지배- 소유 괴리	31
<표 IV-1> '출자회사:피출자회사' 1:1의 관계에서 나타난 출자회사 할인 사례	36
<표 IV-2> '출자회사:n개 피출자회사' 1:n의 관계에서 나타난 출자회사 할인 사례	39
<표 IV-3> 시가총액 상위 기업들의 외국인 지분율	42
<표 IV-4> 주요 민간기업집단 지주회사의 소유지배구조	55

<그림 목차>

<그림 I-1> 피출자회사 SK텔레콤과의 관계에서 발생한 출자회사 SK(주)의 할인	4
<그림 I-2> SK(주) 시가총액의 추이 및 소버린의 SK(주) 지분 매집	5
<그림 II-1> 미국에서의 출자회사 할인 사례 (Medical Manager사:Careinsite사)	11
<그림 III-1> SK(주) 및 상장 피출자사 시가총액	18
<그림 III-2> 'SK(주): 피출자 상장 계열사들' 간에 나타난 출자회사 할인	19
<그림 III-3> 시장 및 동종 정유산업 대비 SK(주)의 누적초과수익률	21
<그림 III-4> 소버린의 SK(주) 지분 14.99%의 의미	24
<그림 III-5> SK그룹내 주요 계열사간 출자 구조 (2004년 4월)	27
<그림 IV-1> (주)두산의 출자회사 할인	49
<그림 IV-2> (주)영풍의 출자회사 할인	50
<그림 IV-3> 삼성물산의 출자회사 할인	52
<그림 IV-4> 2004년 말 헤르메스의 행태와 삼성물산 주가 추이	53

I. 출자회사 할인

- 지난 2년간 지속되어온 SK(주) 경영권 분쟁의 가장 주요한 원인은 SK(주)의 출자회사 할인 현상임
- 출자회사 할인이란 '출자회사:피출자회사'간 관계에서 출자회사 시장가치가 피출자회사에 대한 소유 지분의 시장가치에도 미치지 못하는 현상임
- 출자회사 할인을 측정하는 가장 일반적인 방법은 stub value V_{stub} 를 측정하여 이 값이 음(-)인가를 살펴보는 것이지만, 현실적으로 stub value를 정확히 구하기는 어려움
 - $V_{\text{stub}} = MV_{\text{parent}} - MV_{\text{subsidiary stake}} - [MV_{\text{other assets}} - MV_{\text{liability}}]$,
여기서 MV_{parent} 는 출자회사의 시장가치, $MV_{\text{subsidiary stake}}$ 는 피출자회사에 대한 소유지분의 가치, $MV_{\text{other assets}}$ 는 피출자회사에 대한 소유지분의 기타 자산의 시장가치, $MV_{\text{liability}}$ 는 출자회사 부채의 시장가치
- 본 보고서에서는 다음의 PCD1, PCD2를 통해 출자회사 할인 여부 및 정도를 측정함
 - $\text{PCD1} = (\text{출자회사 시가}) / (\text{피출자회사에 대한 소유 지분의 시가})$
 - $\text{PCD2} = (\text{출자회사 시가}) / (n\text{개 피출자회사들에 대한 소유 지분 시가의 합})$

- 출자회사 할인에 대한 기존 연구에서는 그 원인이 제대로 밝혀지지 않아 퍼즐로 남아 있으며, 출자회사 할인 발생시 경영권 관련 거래가 뒤따랐다고 보고하고 있음

II. 출자회사 할인과 SK(주) 경영권 분쟁

- SK(주)는 상장 피출자사들과의 관계에서 출자회사 할인 현상이 오랜 기간동안 지속되어 왔었고, 2003년 4월 SK글로벌 회계부정 사건으로 출자회사 할인이 극심해졌을 때, 소버린이 14.99%의 지분을 매입하여 이후 경영권을 위협해 왔음
- 경영권 분쟁 과정을 거치면서 SK(주) 주가가 크게 올라 출자회사 할인은 해소된 상황이지만, 소버린의 SK측에 대한 압박 정도에 따라 주가가 민감하게 반응하였고 다시 출자회사 할인 상황이 재현되기도 함
- SK(주) 주가가 상승한 것은 정유업체들이 전반적으로 수익성이 개선되었기 때문이라는 주장도 있으나, 분석 결과 SK(주) 주가는 시장뿐만 아니라 동종 정유산업의 주가상승을 고려해도 이를 훨씬 상회할만큼 상승하였고, 이는 경영권 분쟁의 효과인 것으로 판단됨
- 소버린의 SK(주) 지분 매입 당시 지분 14.99%는 전략적 판단에 따른 것이라 여겨짐
 - 「공정거래법」, 「전기통신사업법」, 「상법」, 「증권거래법」을 총체적으로 고려한 전략
 - 14.99%에서 지분을 늘리거나 줄이거나 SK측을 압박할 수 있었음

- SK(주)는 SK그룹의 지주회사격 위치를 차지하고 있기 때문에 SK(주) 경영권 분쟁은 곧 SK그룹 경영권 문제와 직결됨
- SK그룹은 타 기업집단에 비해 총수의 직접지분 및 소유권이 작고 계열사간 출자에 크게 의존하여 그룹전체를 지배하고 있으며, 이러한 소유지배구조상 가장 주요한 위치를 차지하는 기업이 SK(주)임
 - 하지만 SK(주)에 대한 총수의 직접지분뿐만 아니라 내부지분까지 취약하여 출자회사 할인과 더불어 그룹전체 소유지배구조의 허점이 드러난 상황이었음

Ⅲ. 국내 기업들의 출자회사 할인 사례

- 1999-2004년 대규모 기업집단 소속 상장 계열사들을 대상으로 분석한 결과, SK(주) 출자회사 할인 외 다른 기업들의 경우에도 출자회사 할인이 발생한 경우가 다수 발견됨
 - 특히 SK(주), 삼성물산, (주)두산, (주)영풍의 출자회사 할인은 상당히 오래동안 지속되어 왔음
- 주식시장에서 외국인이 상당한 비중을 차지하고 있는 현재 상황에서 출자회사 할인과 관련하여 경영권 분쟁 가능성을 분석함
 - 두산그룹의 지주회사인 (주)두산 및 영풍그룹의 지주회사인 (주)영풍의 경우 출자회사 할인 상황이 오랜동안 지속되어 왔지만 이들 회사에 대한 지배주주의 직접지분 또는 내부지분이 절대적으로 크기 때문에 경영권 분쟁 가능성은 없음
 - 삼성그룹의 지주회사인 삼성물산의 경우 헤르메스가 경영권 위협을 해오는 동안 할인 상황이 많이 해소되었지만 헤르메스가 지분 전량을 매각한 이후 다시 할인 정도가 심화되고 있음

- 2004년 10개월여 동안 삼성물산에 대해 경영 간섭을 해오던 헤르메스가 지분 전량을 매각하여 경영권 분쟁 가능성은 상대적으로 줄어들었음
- 하지만 출자회사 할인이 다시 심화되고 있다는 점(5% 지분 취득에 필요한 자금이 1천억원 수준), 외국인 지분뿐만 아니라 외국인 대주주들의 지분이 크다는 점, 내부지분이 충분하지 않다는 점 및 삼성그룹의 지주회사라는 점 등을 고려할 때 향후 경영권 분쟁 가능성을 완전히 배제할 수 없음

IV. 결론

- 출자회사 할인이 SK(주)에 대한 소버린의 경영권 공격을 가능하게 했던 결정적 요인이었음
- 계열사간 복잡한 출자구조에 의존하는 국내 대규모 기업집단의 소유지배구조가 보편화된 상황에서 지주회사격 회사가 출자회사 할인과 관련하여 저평가되어 있고, 이 회사에 대한 지배주주의 직접 지분 또는 내부지분이 충분하지 않다면 외부로부터의 경영권 공격을 유발할 수 있음
- 출자회사 할인이 발생한 기업은 기업가치 제고를 통해 이를 해소하려는 노력을 기울여야 할 것임
- 적대적 M&A에 관련한 법과 제도상의 불합리한 부분이 있다면 조속히 시정해야 하겠지만, 적대적 M&A의 순기능까지 저해해서는 안 될 것이며, 무조건적인 외국인자본에 대한 비판적 인식은 경계해야 함

- 출자회사 할인이 발생한 기업을 인수하고자 하는 국내 주체가 전무했던 것을 볼 때, 저평가 기업을 인수할 여력이 있는 국내 매수주체를 육성할 필요가 있음

I. 서론

- 지난 2년간 SK(주) 경영권을 둘러싸고 SK그룹과 소버린 자산운용(Sovereign Asset Management Ltd.)간의 경영권 분쟁이 진행되어 왔음
 - 2004년 말 이후 소버린은 최태원 회장 재선임을 놓고 SK측과 대립하였으나, 2005년 3월 SK(주) 정기주총에서 SK측에 패함으로써 그간의 경영권 분쟁은 일단락된 것으로 판단됨
 - 소버린으로서는 2004년 정기주총에 이은 패배이며, 소버린이 2004년 말 요구한 임시주총은 SK(주) 이사회 및 법원으로부터 기각된 바 있음
 - SK(주) 경영권 분쟁을 계기로 외국자본에 대한 다양하고 상반된 주장이 제기되고 술한 논쟁들이 있어 왔을 뿐만 아니라 관련된 사안에 대한 증권거래법이 개정되기도 하였음
 - 본 보고서에서는 외국계 소규모 펀드인 소버린이 SK(주) 지분 매집을 통해 경영권에 도전할 수 있었던 계기가 결정적으로 “출자회사 할인(parent company discount)”에 있었음을 주목하고 이를 심층적으로 분석하고자 함¹⁾

- 출자회사 할인이란 ‘출자회사:피출자회사’간 관계에서 출자회사 시장가치가 피출자회사에 대한 소유 지분의 시장가치에도 미치지 못하는 현상을 일컫음²⁾
 - 1) 출자회사 할인은 현재까지도 그 원인을 규명하지 못해 출자회사 퍼즐(parent company puzzle)로도 불리움
 - 2) 이와 같은 출자회사 할인의 정의는 엄밀한 의미에서 정확하지 않을 수 있음. 출자회사가 보유한 피출자회사 소유분외 출자회사의 기타 자산, 부채 등도 모두 고려해야 하기 때문임. 이를 고려한 정확한 출자회사 할인 측정 방법은 이후 다시 논의함. 일단 여기서는 직관적 이해를 돕기 위해 출자회사와 피출자

— 출자회사 A가 시가총액 1조원인 피출자회사 B의 지분 10%를 보유할 때, 출자회사 A의 시가총액이 1천억원(=1조원×10%)에도 못 미치는 경우를 출자회사 할인이라 함

○ 출자회사 할인에 대해서 연구한 Cornell and Liu(2001) 및 Mitchell et al.(2002)은 출자회사 할인 발생시 경영권 관련 거래(corporate control related transaction)가 뒤따르는 경우가 많다고 보고함

— Cornell and Liu(2001)는 출자회사 할인 발생시 조세부담이 없도록 설계된 공개매수, 기업분할, 주식교환 등의 경영권 관련 거래가 발생하고 이후 출자회사 할인이 해소된 사례를 보여주고 있음 (<표 I-1> 참조)

— Mitchell et al.(2002)도 출자회사 할인 사례 70가지 중 40가지 경우에서 경영권 관련 거래가 발생하였고 이로 인해 출자회사 할인이 사라졌다고 보고함

— 출자회사 할인이라는 명백한 mispricing의 상황에서 이익을 취하기 위한 행위가 통상적인 주식 거래(normal trading)로 나타나지 않고, 비과세 대상이 되도록 구조화된 경영권 관련 거래로 나타난 것임

— Mitchell et al.(2002)은 주식시장에 존재하는 시장마찰적 요인으로 인해 통상적인 주식거래를 통한 차익기회를 실현하기가 현실적으로 어렵고, 이로 인해 경영권 관련 거래가 발생한다고 주장함

회사의 시가총액만을 가지고 논의를 시작함

<표 I-1> 출자회사 할인 상황에서 발생한 경영권 관련 거래

출자회사 할인이 발생한 출자회사:피출자회사	경영권 관련 거래 제안회사	경영권 관련 거래 유형
Medical Manager:Careinsite	Healtheon	- 출자회사 주식에는 높은 프리미엄, 피출자회사 주식에는 낮은 프리미엄을 제공하는 양사 공개매수 제의 - 비과세 대상으로 설계
IPC:IXnet	Global Crossing	- 출자회사 주식에는 높은 프리미엄, 피출자회사 주식에는 낮은 프리미엄을 제공하는 양사 공개매수 제의 - 비과세 대상으로 설계
Cordant:Howmet	Alcoa	- 출자회사 주식에 대한 공개매수 제의 - 비과세 대상으로 설계
Seagate:Veritas	Seagate	- 출자회사 주주들에게 피출자회사 주식으로 주식교환 - 비과세 대상으로 설계
3-Com:Palm	3-Com	- 기업분할(spin-off): 3Com 1주당 Palm 1.483주 교환

자료: Cornell and Liu(2001)

- 국내에서도 출자회사 할인 사례가 다수 있었으며, 그 중 소버린과 경영권 분쟁을 겪어 왔던 SK(주)가 가장 대표적임
 - <그림 I-1>에서 보듯이 ‘출자회사 SK(주):피출자회사 SK텔레콤’의 관계에서 (SK(주) 시가총액)/(SK(주)의 SK텔레콤에 대한 소유지분 시가총액)이 50% 정도 수준에 머물던 상황이 오랫동안 지속되어 왔음
 - 2003년 2월 SK글로벌 분식회계 사건으로 SK(주) 주가가 급격히 하락하여, 출자회사 할인 정도가 더욱 극심해졌을 때 소버린은 SK(주) 지분 14.99%를 매집하였고(<그림 I-1>, <그림 I-2> 참조), 이후 경영권을 두고 SK측과 지속적으로 대립해 옴

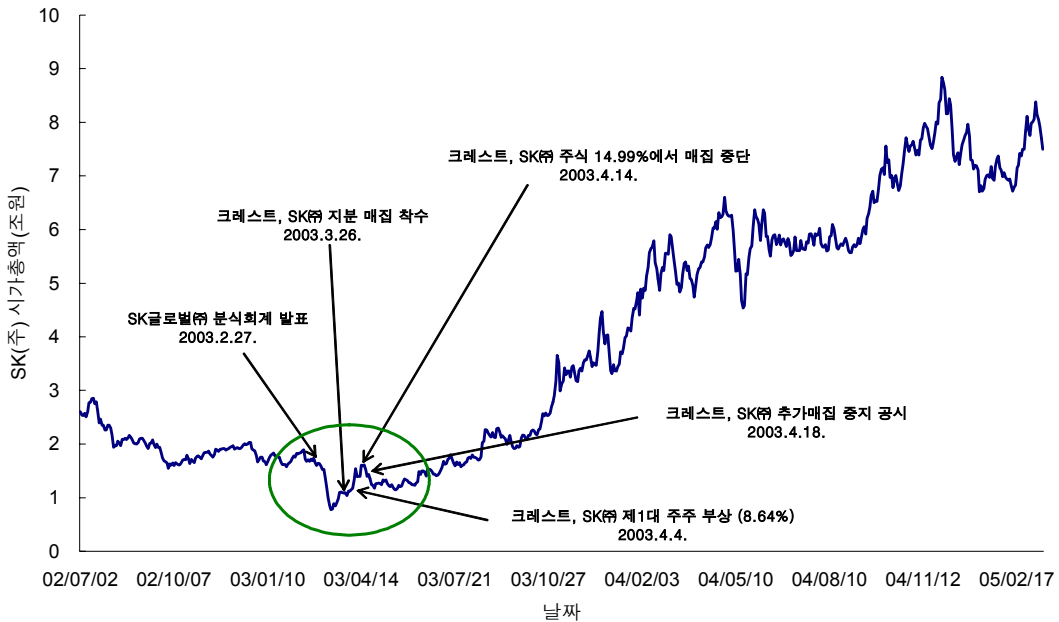
- 2003년말 소버린과의 경영권 분쟁이 가시화된 이후 SK(주) 주가가 지속적으로 상승하여, 2005년 3월 현재 출자회사 SK(주)의 할인은 완전히 해소된 상태임

<그림 1-1> 피출자회사 SK텔레콤과의 관계에서 발생한 출자회사 SK(주)의 할인



- 2002년 7월 2일부터 2005년 3월 16일까지의 $(SK(주) \text{시가총액}) / [(SK\text{텔레콤에 대한 } SK(주) \text{의 지분}) \times (SK\text{텔레콤} \text{시가총액})]$ 의 시계열 그림임
 - 이 수치가 100%보다 작으면 출자회사 할인이 발생한 것이며 그 수치가 작을수록 할인 정도가 심한 것임
 - SK(주)와 소버린간 경영권 분쟁이 가시화된 2003년 말 이후 출자회사 SK(주) 할인이 해소되기 시작함
- 자료: 증권선물거래소 및 금융감독원 자료를 이용하여 계산함

<그림 1-2> SK(주) 시가총액의 추이 및
소버린의 SK(주) 지분 매집



- 2002년 7월 2일부터 2005년 3월 16일까지의 SK(주) 시가총액임
- SK(주)의 주가는 2003년 2월 22일 최대원 SK그룹 회장이 구속되고, 2월 27일 SK글로벌의 분식회계가 발표된 직후 최저 6,130원까지 하락하였음. 소버린의 자회사 크레스트는 2003년 3월 26일 SK(주) 주가가 8,600원일 때 매집에 착수하여, 2003년 4월 4일 SK(주) 최대 주주로 부상하였고, 4월 14일까지 추가 매집하여 14.99%에서 매집을 중단함

자료: 증권선물거래소

- 이상의 출자회사 SK(주) 할인 현상은 SK(주)가 소버린으로부터 경영권 공격을 받게 된 가장 주요한 요인인 것으로 판단되며, 본 보고서에는 이를 중심으로 경영권 공격을 유발할 수 있는 요인들을 분석하고자 함
 - SK(주) 외 다른 기업에서도 출자회사 할인 현상이 있는가를 분석함
 - 출자회사 할인 외에도 외부로부터 경영권 공격을 유발할 수 있는 기업소유지배구조에 관련한 요인들을 살펴봄
 - 경영권 분쟁과 관련된 법과 제도들이 개선의 여지가 있는가를 살펴봄

II. 출자회사 할인

1. 출자회사 할인 측정 방법

- 이미 해외 학술문헌 및 해외 언론에서는 출자회사 할인이 소개되고 연구되었음³⁾
 - 국내에서는 박상용(2004a)이 매일경제신문 컬럼에서 최초로 한국의 출자회사 할인 현상을 지적함

- 출자회사 할인은 자본시장이 효율적이라면 발생할 수 없는 현상임
 - 출자회사는 저평가, 피출자회사는 고평가 된 상황이 지속되는 것임
 - 피출자회사를 직접 소유할 경우와 출자회사를 통해 간접 소유할 경우를 고려할 때, 동일한 소유분에 대해서는 동일한 가치를 가져야 하지만 출자회사 할인 발생시 이러한 ‘일물일가의 법칙(the law of one price)’이 성립하지 않게 됨
 - 출자회사 할인은 차익거래 기회(arbitrage opportunity)를 발생시킴
 - 출자회사에 대해 매입 포지션을 취하고, 피출자회사에 대해 매도 포지션을 취하여 두 회사간 시가총액 차이가 적정수준으로 수렴할 것을 기대하여 투자할 수 있음

3) Cornell and Liu(2001), Lamont and Thaler(2002, 2003), McGough(1999), Mitchell et al.(2002), Partnoy(2000), Pulvino(2002), Rosenthal and Young(1990), Schill and Zhou(2001)

- 출자회사 할인 정도를 정확히 측정하기 위한 척도를 정의하기 어려움
 - 출자회사의 대차대조표에서 피출자회사 주식 보유에 따른 자산항목 뿐만 아니라 그 외 기타 자산, 부채, 자기자본 등을 모두 고려해야 정확한 출자회사 할인 정도를 측정할 수 있음
 - 그러나 대부분의 기타 자산 및 부채에 대한 시가가 존재하지 않기 때문에 정확한 척도를 정의하기 어려움
 - 기존 문헌에 나타난 출자회사 할인을 측정하는 가장 일반적인 방법은 이른바 stub value V_{stub} 를 측정하는 것임

- stub value V_{stub} 의 정의는 다음과 같음

$$V_{\text{stub}} = MV_{\text{parent}} - MV_{\text{subsidiary stake}} - [MV_{\text{other assets}} - MV_{\text{liability}}]^{4)}$$

- stub value V_{stub} 가 음(-)의 값을 가질 때 출자회사 할인이 발생한 것임
- 하지만 $MV_{\text{other assets}}$ 와 $MV_{\text{liability}}$ 는 그 값을 구하기 위해 피출자회사에 대한 소유 지분의 기타 자산 및 부채의 시가를 알아야 하지만 이를 정확히 파악할 수 없기 때문에 근사적 stub value를 계산할 수 밖에 없음

4) 각 변수의 정의는 다음과 같음

- MV_{parent} : 출자회사의 시가총액
- $MV_{\text{subsidiary stake}}$: 출자회사의 피출자회사에 대한 소유지분의 가치 (지분율 α , 피출자회사 시가총액 $MV_{\text{subsidiary}}$ 인 경우 이는 $\alpha \cdot MV_{\text{subsidiary}}$ 임)
- $MV_{\text{other assets}}$: 출자회사의 피출자회사 소유 지분의 기타자산의 가치(시가 파악하기 어려움)
- $MV_{\text{liability}}$: 출자회사 부채의 가치(시가 파악하기 어려움)

○ 다양한 출자회사 할인 척도가 기존 문헌에 제시되어 있음

— Cornell and Liu(2001)의 연구

- $MV_{\text{other assets}} = MV_{\text{liability}}$ 를 가정하여 $MV_{\text{parent}} < MV_{\text{subsidiarystake}}$ 인 경우 출자회사 할인이 발생했다고 보고 1998-2000년 미국 주식시장에서 7가지 출자회사 할인 사례를 분석
- 이러한 출자회사 할인 측정 방법은 결국 출자회사와 피출자회사의 시가총액만으로 판단하는 방식으로 이는 앞서 서론에서 언급한 바 있음

— Mitchell et al.(2002)의 연구

- Cornell and Liu(2001)와 마찬가지로 $MV_{\text{other assets}} = MV_{\text{liability}}$ 를 가정하고, $\frac{MV_{\text{parent}}}{MV_{\text{subsidiarystake}}} < 1$ 인 경우를 분석
- $MV_{\text{other assets}} - MV_{\text{liability}} = BV_{\text{parent equity}}$ 를 전제하고, 1985-2000년 동안 $\frac{MV_{\text{parent}}}{MV_{\text{subsidiarystake}} + BV_{\text{parent equity}}} < 1$ 인 82가지 사례를 분석함⁵⁾

— 이상의 방법 외에도 시가를 구하기 어려운 $MV_{\text{other assets}}$ 및 $MV_{\text{liability}}$ 를 장부가로 대체할 수도 있음

— 국내 대규모 기업집단내에서는 하나의 출자회사가 여러 피출자회사에 출자한 경우가 많기 때문에 출자회사가 보유한 여러 피출자회사들에 대한 소유지분의 시가총액 합과 출자회사 시가총액을 비교하여 출자회사 할인을 정의할 수도 있음

5) $BV_{\text{parent equity}}$ 는 출자회사 자기자본의 장부가치

- 이상의 출자회사 할인 척도들은 그 어느 것도 완벽하지는 못함
 - 본 보고서에서는 아래의 2가지 출자회사 할인 척도를 이용하여 국내 대규모 기업집단내 상장 계열사들에 대해서 출자회사 할인 여부 및 정도를 분석할 것임
 - $PCD1 = (\text{출자회사 시가}) / (\text{피출자회사에 대한 소유지분의 시가})$
 - $PCD2 = (\text{출자회사 시가}) / (n\text{개 피출자회사들에 대한 소유지분 시가의 합})$
 - PCD1은 '출자회사:피출자회사' 1:1의 관계에서 정의되며, PCD2는 '출자회사:n개 피출자회사' 1:n의 관계에서 정의됨
 - PCD1, PCD2가 1보다 작은가를 살펴봄

2. 출자회사 할인에 대한 기존 연구

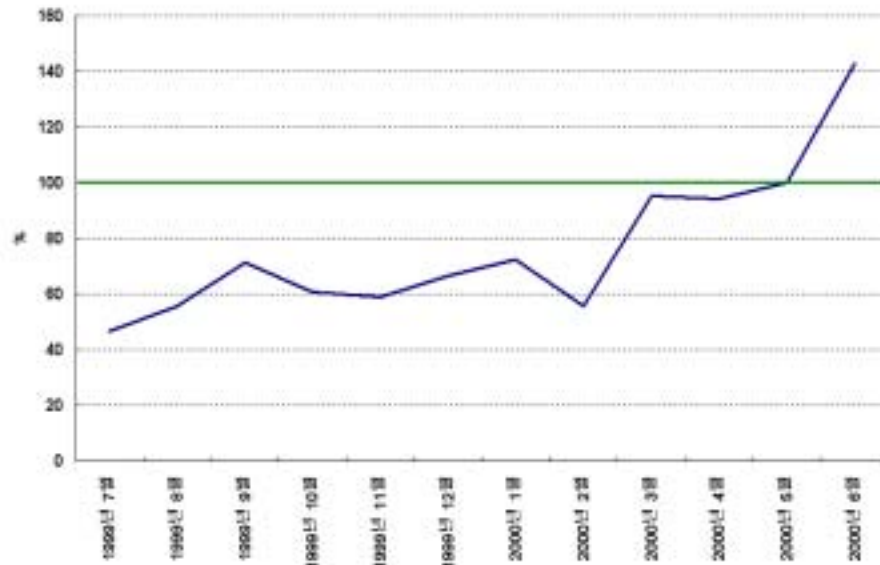
- Cornell and Liu(2001)의 연구
 - 1998년 1월부터 2000년 7월 사이 미국 주식시장에서 PCD1이 1보다 작은 상태가 오랫동안 지속된 7가지 사례를 제시함 (<표 II-1>)

<표 II-1> Cornell and Liu(2001)가 제시한 출자회사 할인 사례

출자회사	피출자회사	지분율 (%)
Cordant Technologies (Aerospace/Defense)	Howmet Interantional (Aerospace/Defense)	62-85
Flower Industries (Food products/Agribusiness)	Keebler Foods (Food products/Agribusiness)	45-55
The Limited (Retail-Specialty and Apparel)	Intimate Brands (Retail-Specialty and Apparel)	84
IPC Communications (Telecom Equipment)	Ixnet (Computers-Software and Services)	73
Medical Manager (Health Care)	Careinsite (e-Business)	72
3-Com (Computer Network)	Palm (Computer Hardware)	95
Seagate (Computer Storage Device)	Veritas (Software and Programming)	33-42

- 피출자회사에 대한 소유지분 외 기타 자산 및 부채까지 고려할 경우, 출자회사 저평가 정도는 더욱 심해짐을 지적
- <그림 II-1>은 위의 7가지 사례 중 하나인 ‘Medical Manager사:Careinsite사’의 관계에서 계산되는 PCD1의 시계열을 그린 것임
 - ‘Medical Manager사:Careinsite사’간의 관계에서 출자회사 할인이 발생했을 때, Healtheon사는 두 회사에 대한 공개매수 (tender-offer)를 발표하였고, 이로 인해 ‘Medical Manager사:Careinsite사’간의 출자회사 할인이 해소되었음

<그림 II-1> 미국에서의 출자회사 할인 사례
(Medical Manager사:Careinsite사)



- Medical Manager사가 출자회사, Careinsite사가 피출자회사임. 그림은 1999년 7월부터 2000년 7월까지 [(Medical Manager사의 시가)/(Medical Manager사가 Careinsite사에 대해 소유한 지분의 시가)]×100(%)의 시계열임
- 이 수치가 2000년 2월 이전까지는 100%를 크게 밑돌았음. 이 수치가 100%에 가까워지고 이를 상회하기 시작한 시기인 2000년 2월에는 Healthon사의 Medical Manager사 및 Careinsite사 양사에 대한 공개매수 발표가 있었음
- Healthon사가 제시한 공개매입 조건은 Medical Manager사 주식 1주에 대해 자사주 1.65주(프리미엄 35.4%), Careinsite 주식 1주에 대해 자사주 1.3주(프리미엄 5.4%)를 교환한다는 것임. 이러한 출자회사와 피출자회사에 대한 비대칭적 공개매수 조건으로 볼 때 Healthon사가 'Medical Manager사:Careinsite사'간에 발생한 mispricing을 인지하고 있었다는 것을 알 수 있음

자료: Cornell and Liu(2001)

○ Mitchell et al.(2002)의 연구

— 미국 주식시장에서 1985-2000년 동안 PCD1이 1보다 작은 상황이 지

속된 사례 및 $\frac{MV_{parent}}{MV_{subsidiary\ stake} + BV_{parent\ equity}} < 1$ 인 상황이 지속된 사례

들을 분석함

- $\frac{MV_{\text{parent}}}{MV_{\text{subsidiary stake}}}$ 및 $\frac{MV_{\text{parent}}}{MV_{\text{subsidiary stake}} + BV_{\text{parent equity}}}$ 를 근거로 투자하는 주식투자전략이 유의한 수익을 얻을 수 없었음을 보고함
- Cornell and Liu(2001)의 연구에서와 마찬가지로 출자회사 할인시 경영권 관련 거래가 있었음을 보고하고 있음

○ Schill and Zhou(2001)의 연구

- 부분공개(partial public offering)로도 불리우는 자회사 상장(equity carve-out) 과정에서 발생한 출자회사 할인을 논의함
- 자회사 상장이란 출자회사가 100% 소유하고 있던 피출자회사 지분 일부를 주식시장에 공개(public offering)하는 것
- 자회사 상장이 이루어진 후, 공개된 지분을 제외한 나머지 지분의 가치, 즉 출자회사의 피출자회사에 대한 소유분의 가치가 출자회사 전체 가치보다 큰 사례들을 발견

○ Lamont and Thaler(2002, 2003)의 연구

- 자회사 상장 후 나머지 지분을 출자회사 주주들에 배분하는 분리설립(spun-off)이 예정되었던 상황에서 발생한 출자회사 할인을 논의
- 2003년 3Com은 피출자회사 Palm의 지분 5%를 부분공개한 후, 나머지 95% 지분에 대해서는 연내에 3Com 주식 1주당 1.5주를 지급하겠다고 발표함
 - 하지만 Palm이 거래된 첫날 Palm 150주의 가치와 3Com 100주의 가치 중 후자가 전자보다 작게 가격이 형성됨
 - 이 사례는 Wall Street Journal과 New York Times에 보도됨⁶⁾

○ 출자회사 할인의 원인에 대해서는 아직 분명히 밝혀진 바가 없으며, 기존 연구에서는 여러 가설을 제시하고 있음

— Cornell and Liu(2001)

- noise trader들의 피출자회사 주식에 대한 수요 상승 및 공매도 제약(short selling constraints)

— Schill and Zhou(2001)

- 비합리적 투자자(irrational trader)들의 존재와 공매 제약에 따른 차익거래 제약

— Mitchell et al.(2002)

- 불완전 정보(imperfect information) 및 시장마찰(market friction)로 인한 차익거래 이익의 불확실성 및 차익거래에 따르는 비용이 존재
- 출자관계를 단절시키는 사건이 발생하거나, 출자회사 할인 정도가 더욱 심화될 수도 있고, 양사 시가총액이 적정수준으로 수렴할 때까지 시간이 상당히 오래 걸릴 수도 있기 때문에 차익거래를 시도한다 하더라도 이에 따르는 위험이 매우 클 수 있음

— Lamont and Thaler(2002, 2003)

- 출자회사 할인은 일물일가의 법칙에는 위배되지만, '수요-공급의 법칙'마저 위배하는 것은 아니라고 논의함
- 공매제약, 거래비용, 비합리적 투자자의 존재를 출자회사 할인의 원인으로 보고 있음

6) Partnoy(2000), McGough(1999)

III. 출자회사 할인과 SK(주) 경영권 분쟁

1. 출자회사 SK(주) 할인과 소버린과의 경영권 분쟁

- 2003년 4월 소버린은 SK글로벌 분식회계 사태 직후 SK(주) 주가가 크게 하락했을 때, 자회사 크레스트 증권을 통해 SK(주) 지분 14.99%를 확보한 후 줄곧 SK(주) 경영권을 위협해 옴
 - 당시 보유목적은 '수익창출'로 공시함
 - 2003년 6월 소버린은 SK글로벌 채권단의 요구에 따라 SK(주)가 마련한 자구책을 반대하면서 SK측과 대립하기 시작함
 - 이후 소버린은 최태원 회장을 포함한 기존 경영진의 퇴진을 요구함
 - 2004년 3월 정기주총에서 소버린은 SK(주) 정관변경 및 사외이사 구성을 놓고 SK측과 표대결 끝에 패배함
 - 2004년 10월 소버린은 SK(주) 임시주총 소집을 요구했으나, SK(주) 이사회 및 법원으로부터 기각됨
 - 2005년 3월 정기주총에서 최태원 회장의 이사 재선임에 반대하며 SK측과 대립하였으나 역시 표대결 끝에 패배함
 - 2005년 3월 정기주총에서 SK측이 승리를 거둠으로써 소버린과의 경영권 분쟁은 일단락되고, 경영권 방어에 성공한 것으로 판단됨

- 출자회사 할인에 뒤따라 경영권 관련 거래가 발생했다는 기존 해외 연구들은 SK(주) 경영권 분쟁에 대해서 시사하는 바가 큼

- SK(주)도 피출자회사인 SK텔레콤과의 관계에서 출자회사 할인 상황이 지속되어 왔고, 이러한 상황에서 경영권 관련 사건이 발생한 것임⁷⁾
- 출자회사 할인과 관련하여 SK(주) 저평가 정도는 SK글로벌 회계부정 사건 이후 더욱 심화되었고, 소버린은 이러한 명백한 mispricing 상황에서 기회를 포착하였음
 - 소버린은 기존 연구에서 나타난 사례와는 달리 장내매수를 통해 단기간에 주식을 대량 매집하여 경영권을 위협함
 - 소버린은 2003년 2월말 SK글로벌 사태로 인해 SK(주) 주가가 크게 하락했던 2003년 3월말부터 4월 중순 사이, 단지 20여일만에 14.99%의 대량 지분 매집을 완료함⁸⁾
 - SK(주) 주식 취득 평균가격 9,293원, 14.99% 지분매집에 들어간 총 비용은 1,768억원에 불과함(<표 III-1> 참조)

7) 기존의 해외 연구에서 제시된 출자회사 할인 사례에서도 피출자회사가 컴퓨터, 인터넷, 정보통신 산업에 속하는 경우가 많았음

8) SK글로벌 분식회계 사태 직후 최저 6,130원까지 하락

<표 III-1> 소버린의 SK(주) 주식 취득 일자

취득일자	주식 유형	취득주식수	취득가 (원)	취득지분율 (%)	매입금액 (백만원)
2003.3.26.	보통주	3,000,000	8,379	2.36	25,137
2003.3.27.	보통주	2,160,000	8,669	1.70	18,725
2003.3.28.	보통주	1,210,000	8,734	0.95	10,568
2003.3.31.	보통주	1,430,000	8,730	1.13	12,484
2003.4.1.	보통주	1,618,730	8,595	1.28	13,913
2003.4.2.	보통주	1,550,000	8,325	1.22	12,904
2003.4.3.	보통주	1,590,000	8,676	1.25	13,794
2003.4.4.	보통주	775,000	8,878	0.61	6,880
2003.4.7.	보통주	785,720	9,202	0.62	7,230
2003.4.8.	보통주	187,120	9,264	0.15	1,733
2003.4.9.	보통주	1,419,320	10,293	1.12	14,609
2003.4.10.	보통주	2,643,020	11,764	2.08	31,092
2003.4.11.	보통주	659,090	11,776	0.52	7,761
		계	평균 취득가	계	계
		19,028,000	9,293	14.99	176,833

주: 소버린은 자회사인 크레스트를 통해 표와 같이 SK(주) 주식을 매집함
 자료: 금융감독원

○ SK(주)는 SK텔레콤 지분을 약 20% 이상 보유하고 있고, 이들 두 회사간의 관계에서 이미 오래전부터 출자회사 할인 상황이 지속되어 오던 중이었음

— 앞서 <그림 I-1>에 ‘출자회사 SK(주):피출자회사 SK텔레콤’간의 관계에서 정의되는 출자회사 할인 정도를 PCD1으로 나타낸 바 있음

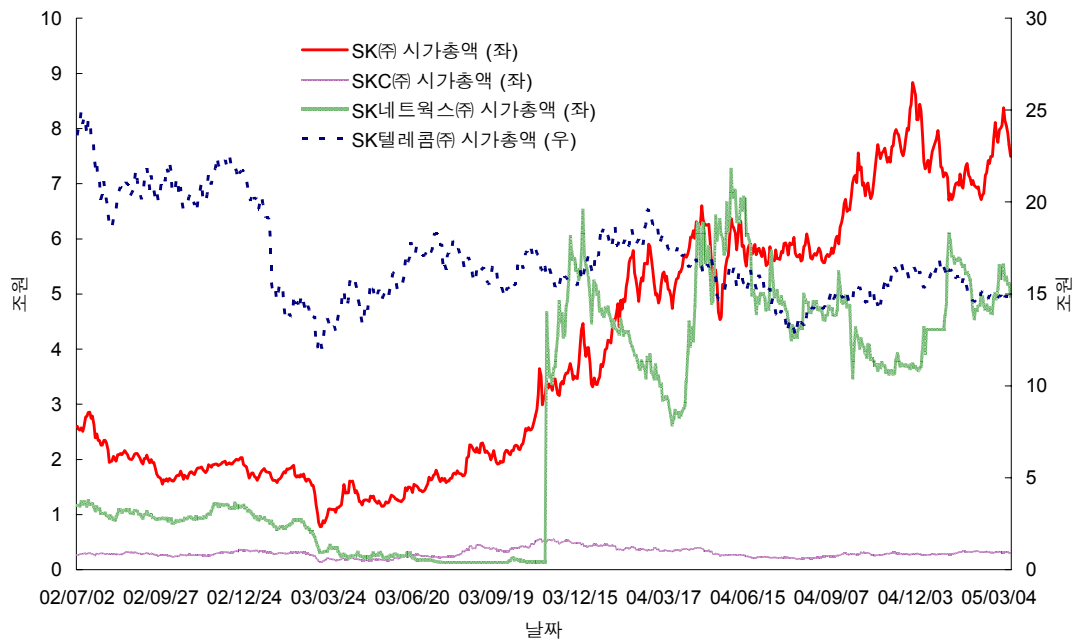
— 출자회사 SK(주)의 할인 현상은 SK글로벌 분식회계 사건 이전에도 지속되어 왔고, 이 사태를 계기로 SK그룹의 지주회사 역할을 하는 SK(주) 주가가 크게 폭락하면서 할인 정도가 더욱 심화되었음⁹⁾

9) 지주회사 체제를 완비한 LG그룹의 (주)LG를 지주회사라 지칭하는 것이 정확함. 하지만 흔히 그룹총수가 많은 지분을 보유하고 이를 통해서 타계열사들을 지배하는데 있어 가장 중요한 위치를 차지하는 회사를 사실상의 지주회사라고 부르기도 함. 본 보고서에서는 편의상 이러한 통례를 따름

- SK(주)는 SK그룹 지주회사로서 SK텔레콤 외 기타 핵심 계열사에도 상당한 지분을 보유하고 있기 때문에 이를 고려하여 PCD2를 이용해 출자회사 SK(주)의 할인 여부를 살펴볼 필요가 있음
 - SK(주)가 출자한 상장 계열사는 SK텔레콤, SKC, SK네트웍스이며(<그림 III-1>에서 이들의 시가총액 참조), 이들만을 대상으로 PCD2를 계산함
 - <그림 III-2>는 앞서 제시한 바 있는 PCD1과 함께 PCD2의 추이를 보여주고 있음
 - SK텔레콤과의 관계에서 나타난 SK(주) 출자회사 할인은 2003년 말부터 해소되기 시작했지만, 기타 상장 계열사까지 고려했을 때의 출자회사 할인은 2004년 10월경 해소되기 시작함
 - 이와 같이 SK(주)의 할인 현상이 해소된 것은 소버린과의 경영권 분쟁으로 인해 SK(주) 주가가 지속적으로 상승했기 때문인 것으로 판단됨
 - 2005년 3월 SK(주) 주가는 약 60,000원으로 이는 SK글로벌 분식회계 사건 직후의 최저가 6,130원에 비해 약 10배 상승한 것이며 소버린의 평균 매입가에 비해 약 6.5배 상승한 것임
 - 소버린의 2005년 3월 현재 평가이익은 약 9,500억원에 달함
 - <그림 III-2>의 PCD2 추이를 보면, 2004년 말 SK(주) 주가가 떨어지면서 다시 출자회사 할인 상황이 나타나기도 하였으며, 이 때가 소버린의 임시주총 요구가 기각된 직후의 시기임
 - 2005년 3월 정기주총이 다가오면서 PCD2는 크게 상승했다가 정기주총에서 소버린이 패한 직후 다시 하락하고 있는 상황임

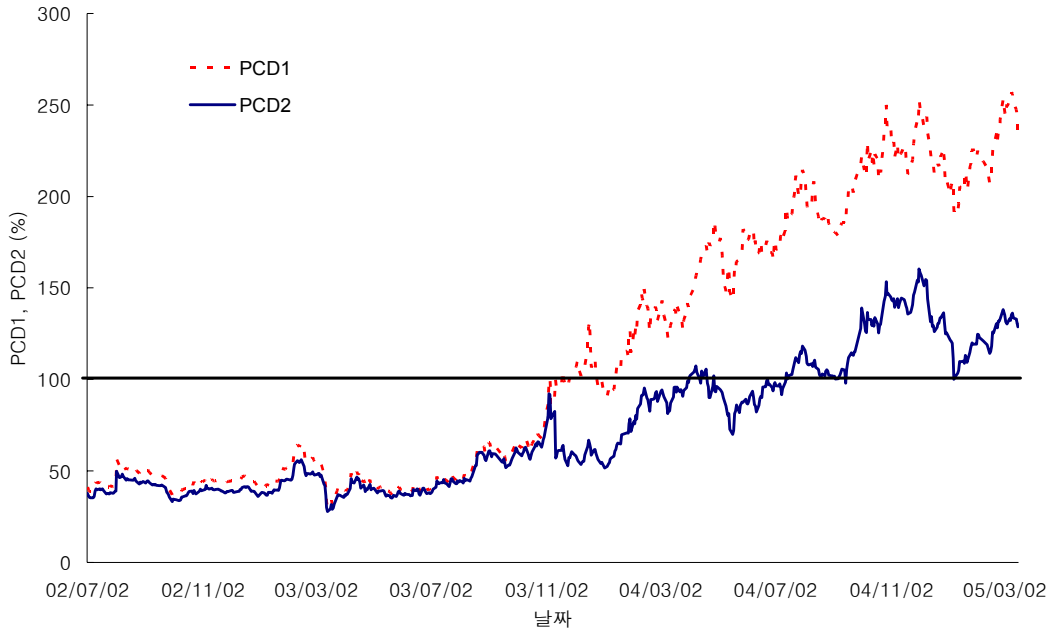
- 결국 SK측과 소버린간의 경영권 분쟁 과정 중 소버린의 압박 정도에 따라 SK(주) 주가가 민감하게 반응하였고, 출자회사 할인 상황이 재현되기도 했던 것을 볼 때, 향후 다시 할인 상황이 발생할 가능성을 배제할 수 없음

<그림 III-1> SK(주) 및 상장 피출자사 시가총액



- a) 2002년 7월 2일부터 2005년 3월 16일까지의 시가총액임
 b) SK네트웍스는 2003년 3월 분식회계 사태 이후 감자를 시행했고, 이후 2003년 11월 11일 다시 거래되었음
 자료: 증권선물거래소

<그림 III-2> 'SK(주):피출자 상장 계열사들'간에
나타난 출자회사 할인



- a) 2002년 7월 2일부터 2005년 3월 16일까지의 PCD2, 즉 '(SK(주) 시가총액)/(SK텔레콤에 대한 소유지분의 시가+SKC에 대한 소유지분의 시가+SK네트웍스에 대한 소유지분의 시가)'를 PCD1과 함께 그림
 - b) PCD2가 100%보다 작으면 출자회사 할인이 발생한 것이며, 그 수치가 작을수록 할인 정도가 심한 것
 - c) PCD2를 볼 때 2005년 3월 현재 출자회사 SK(주) 할인 현상이 해소된 상황이나, SK(주) 주가의 향후 추이에 따라 다시 할인 상황이 나타날 가능성을 배제할 수 없음
- 자료: 증권선물거래소 및 금융감독원 자료를 이용하여 계산함

○ SK(주) 주가는 소버린과의 경영권 분쟁으로 인해 크게 상승해 온 것으로 보이나, 일각에서는 정유업체들의 수익성이 점차적으로 개선되면서 함께 오를 것이라 주장하기도 함

— 아래의 회귀모형을 이용하여 소버린의 SK(주) 지분 매집 이후 SK(주) 주식의 누적초과수익률이 유의하게 0보다 큰지 살펴보고자 함¹⁰⁾

10) 여기서의 분석은 박상용(2004b)을 참조함

- $r_t^{SK(\text{주})} = \alpha + \beta_1 r_t^{\text{market}} + \beta_2 r_t^{\text{정유사}} + \varepsilon_t$ 11)
- 기타 상장 정유사로는 S-Oil, 극동유화, 미창석유공업, 한국셀석유가 있음
- 소버린이 공식적으로 SK(주)의 최대주주로 부상한 시점은 2003년 4월 4일임을 고려하여 2002년 1월 3일부터 2003년 4월 3일까지 기간동안 자료를 이용하여 α , β_1 , β_2 를 추정함
- 2003년 4월 4일부터 2004년 10월 29일까지 SK(주)의 시장 및 동종 산업 대비 초과수익률 $AR_t^{SK(\text{주})}$ 를 구하고, 이를 4월 4일부터 누적하여 0보다 유의하게 큰가를 확인함

$$AR_t^{SK(\text{주})} = r_t^{SK(\text{주})} - (\hat{\alpha} + \hat{\beta}_1 r_t^{\text{market}} + \hat{\beta}_2 r_t^{\text{정유사}})$$

- <그림 III-3>에서 보듯 2003년말부터는 SK(주) 누적초과수익률이 유의하게 0보다 큼
- 동종 정유산업의 주가상승을 고려한다 하더라도 SK(주)는 이를 훨씬 상회할만큼 주가가 상승하였음
 - 이는 다름 아닌 소버린과의 경영권 분쟁 효과라 할 수 있음

11) 각 기호의 의미는 다음과 같음

- $r_t^{SK(\text{주})}$: SK(주)의 일일 주가수익률
- r_t^{market} : 일일 시장수익률(KOSPI 일일수익률)
- $r_t^{\text{정유사}}$: SK(주)를 제외한 정유사 포트폴리오의 일일 수익률 (시가가중평균)

**<그림 III-3> 시장 및 동종 정유산업 대비
SK(주)의 누적초과이익률**



- a) 회귀모형의 계수는 2002년 1월 3일부터 2003년 4월 3일까지의 자료를 이용하여 추정함
- b) 2003년 4월 4일부터 2004년 10월 29일까지 시장 및 동종 정유산업 대비 SK(주)의 초과이익률을 구하고, 이를 2003년 4월 4일부터 누적함
- c) 그림에서 점선은 누적초과이익률의 $\pm 1SE$ (표준오차) 밴드를 표시함
자료: 증권선물거래소 자료를 이용하여 계산함

2. 소버린의 SK(주) 지분 14.99%

- 소버린의 SK(주) 주식 획득 당시 지분 14.99%는 치밀하게 계산된 고도의 전략이라고 판단됨
 - 경영권 위협을 가할 수 있을 만큼의 대량 지분임
 - 2005년 3월 현재까지도 SK(주)의 1인 기준 최대주주 (지분율 14.86%)

— 소버린이 SK(주) 지분 10% 이상을 확보하면서 SK(주)는 ‘외국인투자기업’으로 지정되어 출자총액제한 적용 대상에서 벗어남

- SKC&C의 SK(주)에 대한 의결권 제한을 포함한 모든 계열사들의 의결권이 회복됨
- 소버린은 SK(주) 지분 매집으로 SK(주)에 대한 타 계열사들의 의결권을 회복시켜주는 역할을 하기도 했지만, 궁극적으로 SK측과 경영권 분쟁을 일으킴
- 소버린은 2003년 12월 내부적 위험관리를 목적으로 크레스트가 보유하고 있던 지분 14.99%를 크레스트의 5개 자회사로 분산 매각하였음 (<표 III-2> 참조)
- 이러한 소버린의 조치에 SK측은 SK(주)가 외국인투자기업에서 제외될 가능성을 염려하여 일본의 이토추 상사(Itochu Corporation), 태양석유(Taiyo Oil Company)를 끌어들여 외국인투자기업에서 제외될 가능성을 차단하기도 하였음¹²⁾
- 소버린의 이러한 자회사로의 분산 매각은 2004년 3월 주총시 감사위원 선임까지 겨냥한 조치였을 것으로 판단됨¹³⁾

12) SK(주)가 외국인투자기업에서 제외되면 다시 출자총액제한을 받게 되어 SKC&C(8.63%), SK건설(3.39%), SK케미컬(3.28%)가 보유한 의결권 중 총 9.45%의 의결권이 제한됨. 외국인 지분이 10%에 못 미치더라도 1년 이상 원자재와 제품을 납품하거나, 기술제공 및 공동연구 개발 등 지속적 거래, 임원의 파견과 섭외 등의 관계가 있으면 외국인투자기업으로 인정됨. SK가 끌어들인 일본의 이토추 상사와 태양석유는 SK(주)와 4년간 거래하기로 장기 계약한 회사들로 두 회사가 각각 0.5%, 0.25%의 지분을 매입하고 산업자본부에 외국인직접투자(FDI) 신고서를 제출함

13) 「상법」과 「증권거래법」상 감사위원 선임시 3% 이상의 의결권 행사 불가

**<표 III-2> 소버린의 SK(주) 주식
자회사로 분산 매각**

소버린의 자회사명	지분율 (%)
Crest Securities	2.96
Legend Secs Ltd	2.89
Horizon Secs Ltd	2.72
Vista Secs Ltd	2.34
Sage Secs Ltd	2.09
Quartz Consulting Ltd	1.99
계	14.99

자료: 금융감독원

— 소버린이 14.99%에서 지분을 약간이라도 높여 15% 이상이 될 경우, SK(주)는 「전기통신사업법」상 ‘외국인’으로 간주되어 SK텔레콤에 대한 의결권이 급격히 감소됨

- 「전기통신사업법」상 기간통신사업자인 SK텔레콤에 대한 외국인
인은 49% 이상의 지분을 취득할 수 없으며, 만일 이를 초과했을
경우 의결권이 인정되지 않음
- 소버린의 지분이 15%를 넘어서는 순간, 당시 SK(주)의 SK텔레콤에 대
한 지분 20.85% 중 12.81% 지분의 의결권이 제한됨¹⁴⁾
- 이 경우 SK(주)는 SK텔레콤에 대해서 8.04%의 의결권만이 행사
가능하기 때문에 SK는 그룹 지배력을 크게 상실하게 됨

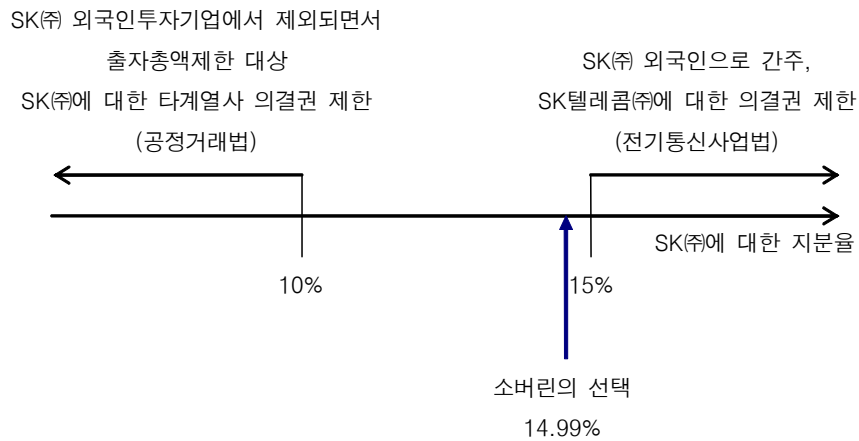
○ 소버린 지분 14.99%는 정교한 전략적 고려에 따른 것임을 알 수 있음

— 14.99%에서 지분을 축소하던지 확대하던지 어느 방향으로도 SK측
을 압박할 수 있음

14) 당시 외국인이 SK텔레콤(주)에 40.96%의 지분을 가지고 있었기 때문에 12.81%
(=40.96%+20.85%-49%)의 지분에 대해서 의결권 제한

- 「공정거래법」, 「전기통신사업법」, 「상법」, 「증권거래법」 모두를 충분히 활용한 전략인 것으로 판단됨
- 소버린이 「외국인투자촉진법」을 몰라서 위반했다고 주장하는 것은 신뢰하기 어려움¹⁵⁾

<그림 III-4> 소버린의 SK(주) 지분 14.99%의 의미



3. SK그룹 소유지배구조와 SK(주)의 위치

- 소버린과 SK간의 대립은 국내 재계 4위 기업집단의 경영권을 소규모의 외국계 펀드가 인수할 수 있었던 가능성 때문에 국내외에서 많은 관심을 불러 모았음¹⁶⁾

15) 2003년 4월, 소버린은 국내기업 지분 10%이상 취득시 사전신고를 의무화한 「외국인투자촉진법」을 위반하여 산업자원부에 의해 검찰에 고발당함. 국내법을 몰랐다는 소명서와 재발방지를 약속한 대표이사 각서를 제출하여 기소유예로 처리됨

- SK(주)가 SK그룹 지주회사 위치를 차지하고 있기 때문에, SK(주) 경영권 인수는 곧 SK그룹 전체 경영권 인수를 의미함
 - SK(주) 경영권 분쟁 사례는 국내 대규모기업집단까지도 경영권 공격에 취약하게 노출될 수 있음을 보여주는 사례가 되었음
- SK(주)는 SK그룹 소유지배구조에서 핵심적 위치를 차지하는 지주회사임에도 불구하고 총수의 직접지분이나 내부지분이 상대적으로 낮았음
- SK(주)는 SK그룹내 주요 계열사에 대해서 상당한 지분을 보유하고 있음 (<표 III-3> 참조)
 - 특히 SK(주)는 SK그룹 최대 핵심계열사인 SK텔레콤에 21.47%의 지분을 보유한 최대주주임

<표 III-3> SK(주)의 SK그룹내 타 계열사 출자 현황

SK(주)가 출자한 SK 계열사	상장/비상장 여부	SK(주)의 지분율 (%)	자산규모 (백만원)
SK텔레콤	상장	21.47	13,375,959
SK네트웍스	상장	50.36	4,766,435
SKC	상장	47.27	1,521,021
SK해운	비상장	72.13	1,577,925
SK엔론	비상장	50.00	768,489
K-Power	비상장	65.00	145,856
오케이캐쉬백서비스	비상장	89.18	1,259
엔카네트웍	비상장	50.00	6,986
오일체인 ¹⁷⁾	비상장	31.25	4,587
스마트	비상장	75.00	395
대한송유관공사	비상장	29.43	850,999

자료: 2004년 SK(주) 3분기 보고서

16) SK그룹은 2003년 재계 3위에서 2004년 재계 4위로 한단계 하락함

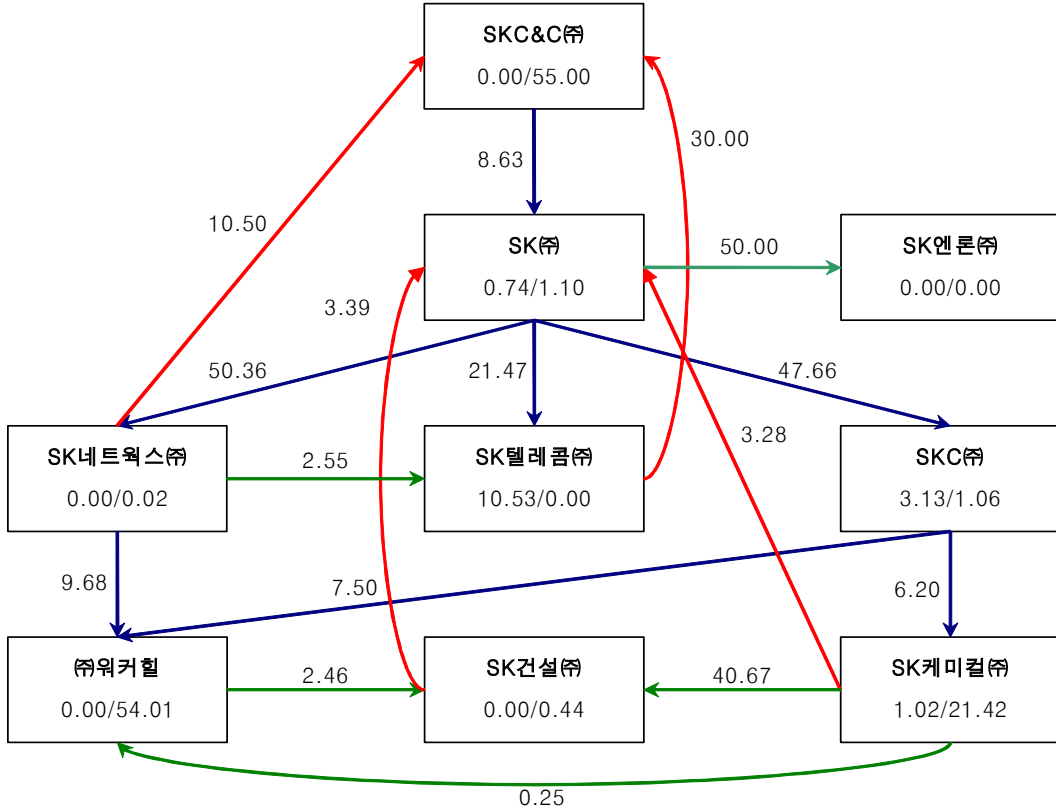
17) 오일체인은 SK그룹 및 LG그룹 양쪽에 소속된 계열사임

— <그림 III-5>는 2004년 4월 보통주 기준으로 SK그룹내 주요 계열사 간 출자관계를 도해한 것으로 SK(주)의 지분을 보유한 계열사는 SKC&C(8.63%), SK건설(3.39%), SK케미컬(3.28%), SK생명보험(0.48%)임

- SK(주)는 SK텔레콤, SK네트웍스, SKC 등 SK그룹내 핵심 계열사에 대해 절대적인 지분을 보유하고 있음
- SK(주)에 대한 총수일가(총수+총수친인척+비영리법인+임원) 지분은 1.1%로 상당히 낮은 편이며, 내부지분은 17.62%로 그다지 높지 않은 편임¹⁸⁾

18) 2005년 3월 16일 SK(주)의 최대주주등소유주식변동신고서에 의하면 보통주 기준으로 SK(주)에 대한 총수일가 직접지분은 1.39%, 내부지분은 16.2%임.

<그림 III-5> SK그룹내 주요 계열사간 출자 구조 (2004년 4월)



- a) 2004년 4월 기준
 - b) SK그룹내 주요 계열사들을 중심으로 출자 관계를 나타낸 것이며, SK그룹의 계열사는 2005년 3월 현재 총 52개사가 있음
 - c) 그림은 화살표가 시작된 회사가 화살표가 끝난 회사에 대해 그 화살표에 기록된 지분만큼 소유함을 나타냄
 - d) 각 계열사를 나타내는 직사각형내에서 슬래쉬를 기준으로 왼쪽 수치는 해당사의 자기지분(자사주+자사주펀드)을 나타내고, 오른쪽 수치는 총수일가 직접지분(총수지분+총수친인척지분+비영리법인지분+임원지분)을 나타냄
- 자료: 공정거래위원회

○ 소버린이 SK(주) 경영권을 인수한다면 사실상 SK그룹 경영권을 인수하는 것과 다를 바 없음

— SK그룹 전체 자산규모는 약 50조에 달하며 이는 2005년 3월 현재 삼성, LG, 현대자동차에 이어 재계 4위의 규모

- SK(주)의 자산규모는 15조에 달하며, <표 III-3>에 나타난 SK(주)가 절대적 지분을 보유하고 있는 계열사들의 자산까지 합치면 총 38조에 달함
 - SK(주) 경영권을 인수하는 순간, SK(주)가 최대주주로 있는 SK텔레콤, SK네트웍스, SKC 등의 핵심계열사까지 지배할 수 있게 됨

○ SK그룹을 포함한 국내 대규모 기업집단내 소유지배구조 특징 중 하나는 계열사간 출자가 보편화되어 있다는 것임¹⁹⁾

- 각 기업집단내 계열사들이 순환출자, 교차피라미드식 출자 형태의 계열사간 출자로 얽혀 있음²⁰⁾
- 계열사간 출자는 총수가 적은 지분으로도 그룹 전체를 지배할 수 있게 하는 효과적인 수단임
- 계열사 출자는 지배-소유 괴리를 심화시키는 주요 원인 중 하나임

19) 공정거래위원회(2004.12.28.)

20) <그림 III-5>에서 보인 SK그룹 주요 계열사간 출자관계에서도 여러 순환출자 고리를 발견할 수 있음

- (1) SKC&C → SK(주) → SK네트웍스 → SKC&C
- (2) SKC&C → SK(주) → SK텔레콤 → SKC&C
- (3) SKC&C → SK(주) → SK네트웍스 → SK텔레콤 → SKC&C
- (4) SK(주) → SK네트웍스 → 위커힐 → SK건설 → SK(주)
- (5) SK(주) → SKC → 위커힐 → SK건설 → SK(주)
- (6) SK(주) → SKC → SK케미컬 → SK(주)
- (7) SK(주) → SKC → SK케미컬 → SK건설 → SK(주)
- (8) SK(주) → SKC → SK케미컬 → 위커힐 → SK건설 → SK(주)

- <표 III-4>, <표 III-5>에는 삼성그룹을 포함하여 총수가 있는 출자총액 제한대상 민간 기업집단의 소유지배구조 지표를 나타냄²¹⁾²²⁾
 - <표 III-4>에는 각 기업집단에 대해서 소속된 계열사들에 대한 총수 일가의 직접지분, 실질소유권, 의결권, 계열사 지분을 계산하고 이를 적절히 평균하여 제시함²³⁾
 - 평균으로 (i) 단순평균, (ii) 자본금 가중평균, (iii) $\max(\text{자본금}, \text{자본총계})$ 가중평균을 각각 계산하여 <표 III-4>에 제시함²⁴⁾
 - <표 III-4>에서 보듯 SK그룹은 다른 그룹들에 비해 총수일가 직접 지분 및 실질소유권이 상대적으로 작고, 이에 비해 의결권이 상대적으로 큰 편에 속함

21) 삼성그룹은 2004년 7월 21일 부채비율 100% 미만으로 출자총액제한 기업집단에서 제외됨 (공정거래위원회(2004.8.4.))

22) '총수가 있는 민간기업집단'은 공정거래위원회 보도자료에 흔히 사용되는 용어로서 기업집단 총수가 자연인인 경우를 지칭함. 한국전력공사, 한국도로공사, 포스코, KT 등은 이에 해당되지 않음

23) 특정 계열사에 대한 총수의 의결권은 총수가 그 계열사에 직접 지닌 지분 및 타 계열사들이 지닌 지분의 합임(단, 자사주와 자사주 펀드를 제외한 후의 비중으로 계산해야 함). 특정 계열사에 대한 총수의 실질소유권은 총수가 그 계열사에 지닌 직접 지분 및 타 계열사를 통해 간접적으로 소유하는 간접지분들의 합인 바, 순환출자의 존재로 인해 실질소유권을 계산하기가 다소 복잡해짐. 의결권 승수는 '의결권/실질소유권', 지배-소유 괴리도는 '의결권-실질소유권'으로 계산함. 의결권 및 실질소유권의 정확한 계산 방법은 김선구의 (2003, 2004) 참조

24) 단순평균으로 계산하면 소속 계열사의 규모가 고려되지 않아 작은 계열사가 큰 계열사와 동일하게 취급되는 단점이 있음. 이를 보완하여 기업집단을 하나의 기업으로 간주하기 위해 자본금 또는 자본총계와 자본금의 최대값이 가중치로 사용됨. 자본금은 항상 양(+)의 값을 갖고 변화하지 않아, 기업집단 집계치가 불변인 장점이 있어 공정거래위원회에서 활용하고 있음. 반면 기업의 실제적인 가치를 반영하지 못하는 한계가 있음. 이를 극복하기 위해 국내 학계에서는 자본총계를 가중치로 사용할 것을 제안하기도 하였음. (김진방(2000)) 하지만 자본잠식이 있는 경우를 고려하여 자본총계와 자본금의 최대값을 사용함

- 이를 가능케 하는 요인이 계열사간 출자로서 SK그룹은 계열사 지분이 다른 그룹들에 비해 상대적으로 높은 편임
- 결과적으로 SK그룹은 타 그룹에 비해 계열사 지분에 크게 의존하여 그룹 전체를 지배하고 있음

**<표 III-4> 2004년 출자총액제한 대상
총수가 있는 민간기업집단의 소유지배구조**

기업집단명	직접지분(%)			실질소유권(%)			의결권(%)			계열사 지분(%)		
	m ₁	m ₂	m ₃	m ₁	m ₂	m ₃	m ₁	m ₂	m ₃	m ₁	m ₂	m ₃
삼성	5.48	2.03	6.23	12.84	5.49	9.85	64.21	41.24	28.71	58.25	38.91	21.70
LG	2.67	6.68	7.03	16.98	15.14	16.87	63.79	42.49	42.94	60.97	35.29	35.36
현대자동차	9.49	3.24	4.66	19.85	7.12	7.59	73.76	53.08	39.02	64.26	49.77	34.27
SK	7.28	1.37	2.13	12.44	5.87	5.91	71.40	52.64	36.83	63.93	50.96	33.61
한진	13.84	10.97	15.11	25.38	17.37	20.43	68.80	37.10	33.18	54.33	24.07	16.10
한화	7.01	2.21	2.70	22.29	12.81	14.55	75.33	41.47	50.20	68.08	38.90	47.05
현대중공업	3.20	6.75	10.74	11.90	13.98	14.70	58.84	49.63	29.39	55.11	41.36	16.02
금호	4.87	3.71	6.39	22.08	20.91	23.21	61.21	52.69	49.19	55.20	47.50	39.85
두산	12.67	5.47	5.10	32.34	21.67	22.01	84.33	63.03	59.94	70.25	52.78	47.67
동부	13.42	9.50	17.34	40.32	26.85	34.85	69.67	46.71	53.21	55.57	36.78	34.80
현대	4.09	1.62	3.56	7.06	4.66	5.86	33.48	27.11	23.82	28.18	23.35	18.76
대우건설	54.86	2.23	2.14	67.43	2.24	2.17	67.43	2.24	2.17	12.57	0.01	0.03
신세계	11.50	16.11	28.42	28.30	31.42	33.24	64.89	62.75	43.04	53.38	46.64	14.63
LG전선	14.89	10.03	21.43	26.81	20.02	28.09	56.37	43.20	37.33	39.53	31.65	12.62

- a) 2004년 4월 현황
b) 삼성그룹은 2004년 7월 출자총액제한기업집단에서 지정제외 되었으나 비교를 위해 제시함
c) 표에서 m₁은 단순평균, m₂는 자본금 가중평균, m₃는 자본금과 자본총계 최대값 가중평균을 나타냄
자료: 공정거래위원회

— 계열사 지분이 클수록 지배-소유 괴리가 심화됨

- <표 III-5>를 보면 SK그룹이 가장 높은 수준의 의결권 승수 및 지배-소유 괴리도를 보이고 있음

**<표 III-5> 2004년 출자총액제한 대상
총수가 있는 민간기업집단의 지배-소유 괴리**

기업집단명	의결권 승수			지배-소유 괴리도		
	m ₁	m ₂	m ₃	m ₁	m ₂	m ₃
삼성	5.00	7.51	2.91	51.37	35.75	18.86
LG	3.76	2.81	2.55	46.81	27.35	26.07
현대자동차	3.72	7.46	5.14	53.91	45.96	31.43
SK	5.74	8.97	6.23	58.96	46.77	30.92
한진	2.71	2.14	1.62	43.42	19.73	12.75
한화	3.38	3.24	3.45	53.04	28.66	35.65
현대중공업	4.94	3.55	2.00	46.94	35.65	14.69
금호	2.77	2.52	2.12	39.13	31.78	25.98
두산	2.61	2.91	2.72	51.99	41.36	37.93
동부	1.73	1.74	1.53	29.35	19.86	18.36
현대	4.74	5.82	4.06	26.42	22.45	17.96
대우건설	1.00	1.00	1.00	0.00	0.00	0.00
신세계	2.29	2.00	1.29	36.59	31.33	9.80
LG전선	2.10	2.16	1.33	29.56	23.18	9.24

- a) 2004년 4월 현황
b) 삼성그룹은 2004년 7월 출자총액제한기업집단에서 지정 제외되었으나 비교를 위해 제시함
c) 표의 의결권 승수에서 m₁은 '의결권 단순평균/실질소유권 단순평균', m₂는 '의결권 자본금 가중평균/실질소유권 자본금 가중평균', m₃는 '의결권 max(자본금, 자본총계) 가중평균/실질소유권 max(자본금, 자본총계) 가중평균'을 나타냄
d) 표의 지배-소유 괴리도에서 m₁은 '의결권 단순평균-실질소유권 단순평균', m₂는 '의결권 자본금 가중평균-실질소유권 자본금 가중평균', m₃는 '의결권 max(자본금, 자본총계) 가중평균-실질소유권 max(자본금, 자본총계) 가중평균'을 나타냄
자료: 공정거래위원회

- SK그룹은 계열사간 출자 정도가 커서 계열사들이 복잡하게 얽혀 있기 때문에 전체 소속 계열사들이 하나의 단일체적 성격이 강하다 할 수 있음
 - SK그룹은 총수 직접지분에 비해 상대적으로 계열사 출자의 정도가 크기 때문에 의결권 승수, 지배-소유 괴리도 등이 가장 높은 수준임
 - 이와 같은 상황에서 계열사간 출자 구조 중 어느 한 부분에 허점이 노출되어, 이를 노린 외부 공격이 있을 경우 계열사 출자로 얽혀 있는 그룹 전체가 이에 동반될 수 있음
 - 실제로 SK(주)의 소버린과의 경영권 분쟁 사례는 이를 잘 보여주고 있음

- 이상과 같은 SK그룹 소유구조에서 가장 큰 허점이 드러난 계열사가 SK(주)였음
 - SK(주)는 SK그룹의 지주회사이기 때문에 이 회사에 대한 경영권은 곧 그룹 전체 경영권을 의미함
 - SK(주)에 대한 총수 직접지분 및 내부지분이 경영권을 방어하기에 충분할 만큼 높은 수준이 아님
 - SK(주)는 출자회사 할인이 상당기간 동안 지속되어 SK텔레콤 및 타 피출자 계열사들의 가치에 비해 크게 저평가 되어 있었으며, 2003년 3월에는 SK글로벌 사태로 그 저평가 정도가 더욱 크게 심화되었음
 - 외부인이 SK(주) 경영권을 인수하여 그룹 전체 경영권을 인수하고자 할 유인이 충분히 큰 상황이었음

- SK(주) 경영권을 안정적으로 확보하기 위한 SK측의 노력이 없었던 것은 아니었음
 - 2002년 3월 26일 최태원 회장 보유 위커힐 주식 325만주 40.7%와 SKC&C 보유 SK(주) 주식 675만주 5.09%를 맞교환하였으나, 이후 교환에 대한 의사결정상의 불법적 행위가 있다고 판결되어 무효화됨
 - 2004년 7월 22일 최태원 회장이 보유한 와이더댄닷컴 주식 560만주 (49%)를 SK텔레콤에 매각하고, 그 자금으로 SK(주) 지분을 확대한다는 계획이 알려졌으나, 이후 SK텔레콤 주가가 크게 하락하는 등 시장이 부정적 반응을 보이자 SK텔레콤은 와이더댄닷컴 인수 계획을 유보한다고 발표함²⁵⁾

25) 이와 유사하게 2004년 4월 고려아연이 부실 자회사인 에어미디어의 215억원 규모의 유상증자에 참여를 고려하다 그 계획을 철회한 바 있음. 당시 고려아연의 유상증자 참여 계획이 알려지자 애널리스트 및 기관투자자들이 이를 철회할 것을 촉구하였고, 증권사들이 고려아연에 대한 투자의견을 하향조정하고, 해당 애널리스트들이 고려아연을 직접 방문하여 항의하였음. 이러한 시장의 반응에 고려아연은 그 계획을 철회함. 반면 시장의 우려와 반대에도 불구하고 한국종합에너지 지분 900만주를 980억원에 (주)한화로부터 인수했던 한화석유화학은 이러한 계획이 공시된 직후인 3월 24, 25일 양일간 주가가 25% 하락한 바 있음

IV. 국내 기업들의 출자회사 할인 사례

1. 대규모 기업집단 계열사의 출자회사 할인 여부

- 기업집단내 계열사간 출자관계에서 SK(주) 사례외의 또 다른 출자회사 할인이 있는가를 살펴보고자 함
 - 소유관계 자료는 공정거래위원회, 시가총액 자료는 한국증권연구원
에서 확보함
 - 분석 표본
 - 1999-2001년 30대 기업집단내 상장 계열사
 - 2002년 상호출자제한 43개 기업집단내 상장 계열사
 - 2003년 상호출자제한 49개 기업집단내 상장 계열사
 - 2004년 상호출자제한 51개 기업집단내 상장 계열사

- 각 년도별로 PCD1을 계산해 본 결과, 'SK(주):SK텔레콤'의 관계에서 나
타난 출자회사 할인 사례 외에도 다른 사례들이 다수 존재함
 - <표 IV-1>에는 PCD1을 계산하여 100%에 못 미치는 경우를 요약함²⁶⁾
 - <표 IV-1>에서 보면 출자회사 할인이 있는 출자회사는 주로 각 기
업집단내 중핵기업 또는 지주회사인 경우가 많음

26) 주가의 일시적 변동에 따른 왜곡을 막기 위해, PCD1을 어느 특정 한 시점에
서의 시가총액으로 계산하지 않고, 공정거래위원회의 대규모 기업집단 주주
현황 자료가 매년 4월경에 조사되었던 점을 고려하여 매년 4월의 각 거래일
마다 PCD1을 계산하고 이를 평균한 수치를 제시함

- 출자회사 할인이 발생한 중핵기업 또는 지주회사에 대한 총수의 직접지분 또는 내부지분이 충분하지 않을 경우 경영권 공격을 받을 가능성이 높음
- ‘SK(주):SK텔레콤’, ‘삼성물산:삼성전자’, ‘(주)두산:두산중공업’의 관계에서 나타난 출자회사 할인이 상당기간 지속된 것이 특징적임
- 앞서 언급했듯이 ‘SK(주):SK텔레콤’의 관계에서 발생했던 출자회사 할인은 소버린과의 경영권 분쟁으로 인해 현재는 해소된 상태임

**<표 IV-1> ‘출자회사:피출자회사’ 1:1의 관계에서 나타난 출자회사
할인 사례**

년도	기업집단	출자사	피출자사	지분율(%)	PCD1
1999	쌍용	쌍용양회공업	쌍용정유	28.41	97.47
	SK	SK상사	SK(주)	13.78	72.61
		SK가스	SK증권	8.95	92.74
2000	SK	SK케미칼	SK텔레콤	1.08	49.78
		SK상사	SK텔레콤	7.74	35.25
		SK(주)	SK텔레콤	27.47	38.45
	현대	현대엘리베이터	현대전자산업	1.17	56.53
		현대상선	현대전자산업	12.68	55.87
2001	삼성	삼성물산	삼성전자	3.88	72.13
	SK	SK글로벌	SK텔레콤	7.29	61.91
		SK(주)	SK텔레콤	26.81	35.12
	영풍	영풍산업	고려아연	9.91	87.23
	한솔	(주)한솔	한솔CSN	4.65	82.66
2002	동원	동원산업	동원증권	19.99	40.62
	삼성	삼성물산	삼성전자	3.88	76.07
	SK	SK글로벌	SK텔레콤	7.29	79.75
		SK(주)	SK텔레콤	26.81	40.18
	영풍	(주)영풍	고려아연	25.53	74.79
	현대	현대엘리베이터	현대상선	15.16	93.95
2003	두산	(주)두산	두산중공업	38.20	72.41
	삼성	삼성물산	삼성전자	3.84	58.63
	SK	SK글로벌	SK텔레콤	4.53	35.28
		SK(주)	SK텔레콤	19.81	44.14
	영풍	(주)영풍	고려아연	25.53	89.81
	한화	(주)한화	한화종합화학	42.57	92.71
2004	동부	동부정밀화학	동부제강	17.00	90.86
	동양화학	유니온	제철화학	5.02	69.04
	두산	(주)두산	두산중공업	41.47	74.31
	삼성	삼성물산	삼성전자	3.94	63.61
	SK	SK케미칼	SK(주)	3.28	91.06
	영풍	(주)영풍	고려아연	25.53	76.00
	한진	한국공항	한진해운	4.01	80.74
	농심	농심홀딩스	(주)농심	30.82	42.38

자료: 금융감독원, 공정거래위원회 및 한국증권연구원 자료를 이용하여 계산함

- <표 IV-2>에는 출자회사가 다수의 피출자회사에 출자한 경우들이 많기 때문에 PCD2로 출자회사 할인 여부를 살펴본 결과를 제시함²⁷⁾
 - <표 IV-2>에서 보듯 상당수의 출자회사 할인 사례들이 있었으며, 중핵기업 또는 지주회사에 출자회사 할인이 발생한 경우가 많음
 - <표 IV-2>에서 SK(주)는 SK텔레콤, SKC, SK네트웍스의 3개 상장 피출자회사를 고려했을 때 2004년에도 출자회사 할인이 해소되지 못한 것으로 나와 있으나, 이는 2004년 4월경 상황이며 2005년 3월 현재 해소된 상황임
 - 삼성물산, (주)두산의 출자회사 할인이 지속되었고, 2004년에도 해소되지 않은 상황
 - 출자회사 할인이 상당기간 지속되었던 SK글로벌은 2003년 3월경 대규모 분식회계 사실이 확인된 후, 채권단 공동관리에 들어감²⁸⁾²⁹⁾
 - 출자회사 할인이 오랫동안 지속되지는 않았으나, 2001년 출자회사 할인이 발생했던 영풍산업은 2004년 2월 화의개시 신청, 4월 증권거래소에서 상장폐지됨
 - 현대그룹의 지주회사인 현대엘리베이터의 경우 출자회사 할인이 상당기간 지속되어왔고, 2003년 8월 정몽헌 회장 사후 주식을 매집하기 시작한 KCC그룹과의 경영권 분쟁을 치른 사례도 주목할 필요가 있음

27) 앞서 PCD1의 경우와 마찬가지로 주가의 일시적 변동에 따른 왜곡을 막기 위해 매년도 4월의 매 거래일마다 PCD2를 계산하고 이를 평균한 수치를 제시함

28) 1998년부터 2000년 중반까지 사명 SK상사, 이후부터 2003년 중반까지 사명 SK글로벌, 이후 SK네트웍스로 사명 변경

29) 이는 Mitchell et al.(2002)가 언급한 바 있던 출자회사와 피출자회사간의 관계를 단절시키는 사건이며, 이러한 위험이 존재하기 때문에 출자회사 할인이 지속되어온 상황에서도 차익거래 시도가 큰 손실을 입을 수도 있다고 논의함

- 현대엘리베이터 경영권 분쟁은 총수일가내 지분 분쟁이란 측면에서 SK(주) 사례와는 구별됨
- 주목할 점은 출자회사 할인이 존재하는 상황에서 경영권 분쟁이 발생했다는 것임

**<표 IV-2> '출자회사:n개 피출자회사' 1:n의 관계에서 나타난
출자회사 할인사례**

년도	기업집단	출자사	피출자사	지분율(%)	PCD2
1999	쌍용	쌍용양회공업	(주)쌍용	13.56	93.43
			쌍용정유	28.41	
			쌍용정공	21.05	
			쌍용중공업	34.29	
	SK	SKC	SK(주)	0.97	92.32
			SK증권	10.02	
			SK텔레콤	0.21	
			SK케미칼	6.22	
		SK상사	SK(주)	13.78	71.35
			SKC	2.27	
		SK가스	SK증권	8.95	79.03
			부산도시가스	7.84	
	현대	현대상선	현대증권	17.26	98.81
			고려산업개발	0.02	
			고려산업개발	5.09	
현대전자산업			20.78		
현대엘리베이터			8.35		
대한알루미늄공업			1.82		
2000	SK	SKC	SK증권	5.22	97.26
			SK텔레콤	0.12	
			SK(주)	0.50	
			SK상사	5.44	
			SK케미칼	6.20	
		SK상사	SK증권	5.83	29.60
			SK텔레콤	7.74	
			SK(주)	12.68	
		SK케미칼	SKC	2.27	35.80
			SK텔레콤	1.08	
	SK(주)	SK(주)	2.47	38.45	
		SK상사	5.88		
	한화	한화종합화학	SK텔레콤	27.47	98.18
			한화증권	9.94	
	현대	현대상선	한화종합화학	100.00	47.85
			현대증권	16.59	
			고려산업개발	4.91	
현대종합상사			6.23		
현대전자산업			12.68		
현대엘리베이터			7.90		
대한알루미늄공업			1.49		
현대중공업			0.49		
현대엘리베이터		현대전자산업	1.17	50.47	
		대한알루미늄공업	5.94		

년도	기업집단	출자사	피출자사	지분율(%)	PCD2
2001	두산	두산건설	(주)두산	22.31	78.69
			두산중공업	7.20	
	삼성	삼성물산	제일기획	12.64	67.43
			삼성증권	0.21	
			삼성전자	3.88	
			삼성정밀화학	5.59	
			삼성테크윈	3.85	
	SK	SK글로벌	SK증권	14.47	50.4
			SK텔레콤	7.29	
			SK가스	0.35	
			SK(주)	11.58	
		SK(주)	SK텔레콤	26.81	32.94
			SK글로벌	39.16	
	영풍	영풍산업	(주)영풍	4.92	76.90
			고려아연	9.91	
	한솔	(주)한솔	한솔CSN	4.65	82.66
현대	현대상선	현대증권	16.63	51.16	
		고려산업개발	4.91		
		현대종합상사	6.23		
		현대전자산업	9.25		
		현대중공업	12.46		
	현대엘리베이터	현대상선	15.16	81.33	
현대전자산업		1.17			
2002	동원	동원산업	동원증권	19.99	36.91
			이스텔시스템즈	13.50	
	두산	두산건설	(주)두산	18.29	85.54
			두산중공업(주)	7.20	
	삼성	삼성물산	제일기획	12.64	71.01
			삼성증권	0.27	
			삼성전자	3.88	
			삼성정밀화학	5.59	
			삼성테크윈	3.85	
	SK	SK글로벌	SK증권	14.47	71.95
			SK텔레콤	7.29	
SK가스			0.35		
SK(주)		SK텔레콤	26.81	36.02	
		SKC	47.66		
		SK글로벌	38.68		
영풍	(주)영풍	고려아연	25.53	74.79	
현대	현대엘리베이터	현대상선	15.16	93.95	

년도	기업집단	출자사	피출자사	지분율	PCD2	
2003	동부	동부건설	동부한농화학	20.27	82.04	
			아남반도체	16.14		
			동부제강	15.47		
	두산	(주)두산	삼화왕관	44.67	68.29	
			두산중공업	38.20		
	삼성	삼성물산	제일기획	12.64	55.13	
			삼성증권	0.27		
			삼성전자	3.84		
			삼성정밀화학	6.00		
	SK	SK글로벌	SK증권	14.47	32.07	
			세계물산	30.08		
			SK텔레콤	4.53		
			SK가스	0.35		
		SK(주)	SK텔레콤	19.81	41.57	
SKC			47.66			
영풍	(주)영풍	SK글로벌	38.68	89.81		
		고려아연	25.53			
한화	(주)한화	한화종합화학	42.57	92.71		
2004	동부	동부정밀화학	동부건설	6.88	69.65	
			동부제강	17.00		
	동양화학	유니온	제철화학	5.02	69.04	
	두산	두산건설	(주)두산	25.34	65.87	
			고려산업개발	40.18		
		(주)두산	삼화왕관	44.67	71.25	
		두산중공업	41.47			
	삼성	삼성물산	제일기획	12.64	60.61	
			삼성증권	0.27		
			삼성전자	3.94		
			삼성정밀화학	5.59		
	SK	SK케미칼	삼성테크윈	4.28	89.43	
			SK(주)	3.28		
		SK(주)	동신제약	7.92		99.50
			SK텔레콤	21.47		
			SKC	47.66		
	영풍	(주)영풍	SK네트웍스	50.36	76.00	
			고려아연	25.53		
	한진	한국공항	고려아연	25.53	75.74	
한진해운			4.01			
(주)한진			0.74			
한진중공업			0.05			
한화	한화종합화학	한불종합금융	6.00	98.30		
		한화증권	6.44			
		한화증권	6.95			
농심	농심홀딩스	한화종합화학	100.00	37.06		
		(주)농심	30.82			
		을촌화학	30.95			

자료: 금융감독원, 공정거래위원회 및 한국증권연구원 자료를 이용하여 계산함

2. 주요 출자회사 할인 사례와 경영권 분쟁 가능성

가. 외국인 비중 증대와 적대적 M&A 환경의 변화

○ 국내 주식시장에서 외국인 비중은 지속적으로 증대하여 2005년 2월말 현재, 시가총액 기준으로 유가증권시장에서 42.3%임

— 특히 아래 <표 IV-3>에서 보듯 외국인은 시가총액 상위 기업에 대해서도 상당한 지분을 보유하고 있음

<표 IV-3> 시가총액 상위 기업들의 외국인 지분율

시가총액 순위	종목명	외국인 지분율 (%)
1	삼성전자	54.55
2	POSCO	67.77
3	한국전력	31.29
4	국민은행	78.55
5	SK텔레콤	48.28
6	LG필립스LCD	50.39
7	현대차	50.68
8	KT	49.00
9	LG전자	37.90
10	S-Oil	47.74

주: 2005년 3월 18일 기준

자료: 증권선물거래소

— 외국자본이 금융산업에 진출한 사례가 많아짐

- 뉴브리지 캐피탈의 제일은행 인수, 론스타의 외환은행 인수, 칼라 일그룹의 한미은행 인수 및 매각, 푸르덴셜의 현대투자증권 인수

- 1997년 이후 적대적 M&A 활성화를 위한 제도 개선이 있었고, 이에 따라 경영권 보호 장치가 폐지됨
 - 1997년 타회사 주식 10% 이상 취득 금지 규정 폐지, 1998년 50%+1주 규정 폐지, 1998년 외국인 주식투자한도(10%) 철폐, 2001년 공개매수 기간 중 의결권 있는 주식의 발행 금지
 - 삼성전자에 대한 외국인의 적대적 M&A 가능성에 관한 논쟁 과정에서 '차등의결권(multiple voting right)' 제도가 논의되기도 했으나, 이는 상법과 배치되어 실제로 법제화되기는 거의 불가능할 것으로 보임³⁰⁾

- 최근 증권거래법이 개정되어 다음 내용을 주요 골자로 하는 개정안이 2004년 말 국회에서 통과됨
 - 특정기업의 주식을 5% 이상 산 투자자는 투자목적은 '단순투자' 또는 '지배권 취득' 가운데 택일
 - 보유 목적이 단순투자에서 지배권 취득으로 바뀔 경우 5일내에 금융감독당국에 신고
 - 지배권 취득목적으로 5%이상 주식을 사거나 보유할 경우 5일간 냉각기간(cooling-off period)을 두고 의결권을 제한
 - 공개매수기간 중 기존 주주의 신주 발행 허용 및 적대적 M&A 측의 6개월내 반복 공개매수 금지 폐지

30) 차등의결권 주식(multiple voting right share)이란 1주에 1~1000표의 의결권을 행사할 수 있는 주식임. 이외에 국내에 존재하지 않는 경영권 방어 장치들로 황금낙하산(golden parachute), 독약(poison pill), 황금주(golden share) 등이 있음. 일각에서는 이들 제도를 도입하자는 주장들이 제기되기도 함

- 상대적으로 기존 주주의 경영권 방어 부담을 덜고 적대적 M&A를 어렵게 하는 방향으로 증권거래법이 개정됨
 - 이는 SK(주) 경영권 분쟁을 포함하여 타기업들에 대한 외국인 주주의 경영 간섭 사례 등이 알려지면서 형성된 외국자본에 대한 비판적 여론이 반영된 것으로 판단됨³¹⁾
- 그러나 적대적 M&A의 순기능적 측면을 간과해서는 안 될 것이며 무조건적인 외국자본에 대한 비판적 인식은 바람직하지 않음

나. 외국인에 의한 경영권 위협의 존재

- 소버린과 SK그룹간 경영권 분쟁은 단지 SK그룹에만 국한된 문제는 아님
 - 일단 SK(주) 경영권 분쟁은 2004년에 이어 2005년 정기주총에서도 SK측이 승리하면서 일단락된 것으로 보여짐
 - SK그룹의 국내 타기업집단들 역시 총수 직접지분이 미미하고 계열사간 출자에 의존한 소유지배구조를 지니고 있음
 - 국내 기업집단들은 총수의 직접지분이 작고, 실질소유권이 작은 상황에서 계열사간 출자를 통한 지배권이 높은 편임 (<표 III-4>, <표 III-5> 참조)
 - 그룹내 소유지배구조의 가장 핵심적 위치를 차지하는 지주회사격 계열사가 존재함

31) 헤르메스의 삼성물산에 대한 경영 간섭, TCI펀드의 KT&G에 대한 자사주 매입 소각 요구 등의 사례

- 지주회사 경영권만 장악하면 그룹 전체 경영권 장악이 가능한 구조임에도 불구하고 지주회사에 대한 소유구조가 취약하거나 앞서 살펴보았듯이 출자회사 할인으로 저평가된 출자회사가 있음
- 최근 기업집단 총수들은 경영권 위협에 대비하여 지주회사에 대한 직접 투자 지분을 늘리거나 계열사간 출자를 통해 지배권을 강화하는 조치를 취하기도 함
- 2004년 재계 3위인 현대자동차 그룹은 지배주주뿐만 아니라 계열사인 현대모비스와 INI스틸을 동원하여 현대자동차그룹의 지주회사 현대자동차(주)에 대한 지분을 지속적으로 확대해 옴
 - 한화그룹의 지배주주는 지주회사 (주)한화에 대한 직접지분을 크게 늘려옴
 - 한진그룹의 한진해운은 자사주를 매입하여 유통주식을 흡수함
- 삼성물산은 2004년말까지 약 10개월간 헤르메스로부터 적대적 M&A 위협을 받아 왔음
- 삼성물산은 삼성그룹의 지주회사로서 삼성전자 보통주 약 4%를 보유했으며, 앞서 보았듯이 삼성전자 또는 이를 포함한 상장계열사들과의 관계에서 오랜 기간 출자회사 할인이 존재해 왔음
 - 헤르메스의 삼성물산 지분 매입 당시, 총수일가 지분이 1.6%로 미약했으며, 내부지분율도 12.76% 수준이었음 (보통주 기준)

- 헤르메스는 2004년 3월 삼성물산 지분 5.0%를 매입한 후 당시 최대 주주 삼성생명을 제치고 최대주주로 부상하였고 이후 지속적으로 삼성물산측을 압박함³²⁾
 - 경영진의 의사결정영역에 속하는 4가지 민감한 사안에 대해 자신들의 의사를 전달하기도 하였음³³⁾
 - 헤르메스측의 반대를 받아들여 삼성물산은 삼성카드 증자에 불참하기도 함
- 헤르메스는 지배구조편드로서 주주 권리를 적극적으로 행사하는 성향을 지닌 것으로 알려졌으나, 예상과는 달리 2004년 12월 3일 자신들의 지분을 장내에서 전량 처분함
 - 2004년 12월 1일 헤르메스는 조선일보와의 인터뷰에서 삼성전자 지분을 매각할 것과 삼성전자 우선주를 전량 매입하여 소각할 것을 요구하고 자신들의 요구가 받아들여지지 않을 경우 적대적 M&A 세력을 지원하겠다고 밝힌 바 있음
 - 헤르메스의 인터뷰 직후, 삼성물산 우선주 가격이 폭등하기도 하였으나, 헤르메스가 자신들 지분을 전량 매각했다는 소식이 알려진 후 삼성물산 보통주와 우선주 주가는 폭락함

32) 헤르메스는 SK 경영권 분쟁에서 일찌감치 소버린 지지를 표명했었고, 2003년 6월에는 최태원 회장 등 SK(주) 이사 3명을 상대로 법원에 '의결권행사금지가 처분신청'을 낸 바 있으며, 2003년 초 한솔제지 이사회에 우선주 전량(86만주)의 유상소각을 요구해 관철시킨 바 있음

33) 그 4가지 사항은 다음과 같음. (i) 자본구조 효율화 측면에서 불합리한 우선주를 매입·소각할 의향이 없는가? (ii) 삼성그룹 계열사로부터 삼성 브랜드 가치를 지불받을 의향이 없는가? (iii) 삼성그룹 기업지배구조에 대한 문의 (iv) 회사 빛이 많은데, 삼성전자 주식을 투자 차원 이상으로 그렇게 많이 갖고 있을 필요가 없으니, 매각할 의향이 없는가?

- 헤르메스의 이와 같은 행태는 주가조작 의혹이 있어 금융감독당국으로부터 조사가 진행 중임³⁴⁾

○ 노르웨이계 해운사 골라LNG(Golar LNG Ltd.)는 2003년말부터 대한해운 지분을 꾸준히 매입하여 21.09%를 확보하고 있고, 적대적 M&A 시도 가능성을 언급하기도 함

— 대한해운은 신주인수권부사채(BW)을 발행하고 자사주를 포스코 및 대우해양조선에 매각하는 등의 조치를 취함

— 골라LNG는 이외에도 현대상선 지분 8.9% 및 한진해운 지분 5.77% 보유함

- 현대상선은 자사주를 우호세력에 매각하고, 신우리사주조합제도(ESOP)를 도입하는 등의 조치를 취함

다. 출자회사 할인과 경영권 분쟁 가능성

○ 앞서 살펴본 여러 출자회사 할인 사례 중 상당기간동안 지속되어왔고, 주요한 사례들에 대해 경영권 분쟁 가능성을 분석하고자 함

— 2002년부터 지속되어온 영풍그룹 지주회사 (주)영풍의 할인 사례

— 2003년부터 지속되어온 두산그룹 지주회사 (주)두산의 할인 사례

— 2001년부터 지속되어온 삼성그룹 지주회사 삼성물산의 할인 사례

34) 금융감독원은 이례적으로 헤르메스의 본사가 위치한 영국 런던을 방문하여 현지 조사를 실시함

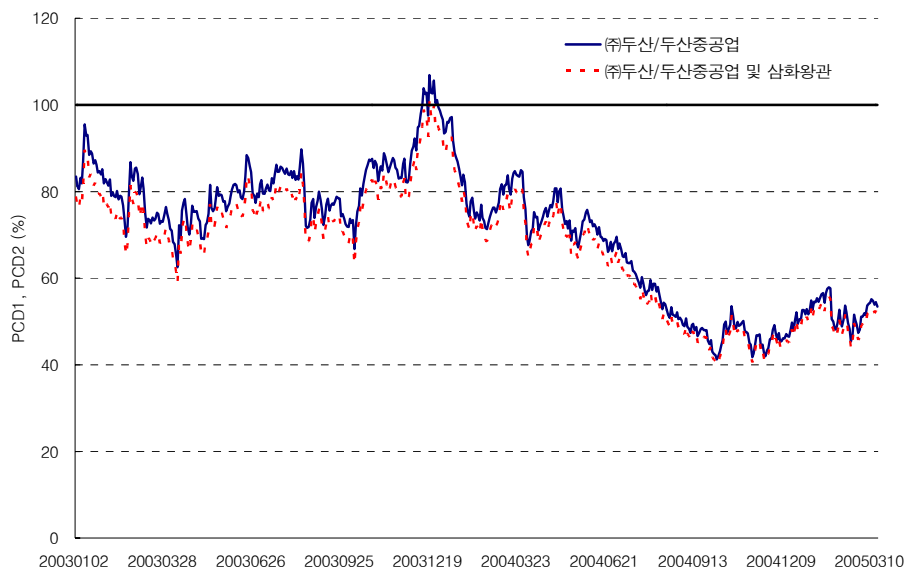
- 국내 대규모 기업집단내 기업에 대한 경영권 공격 가능성을 높이는 주요 요인은 3가지로 압축되며, 이는 (i) 출자회사 할인 여부 및 정도, (ii) 지주회사 여부, (iii) 총수가 통제할 수 있는 지분의 크기임
 - 출자회사 할인이 있을 경우, 객관적으로 저평가 정도가 수치적으로 측정되며, 할인 정도가 심할 경우 출자회사 인수 비용이 저렴함
 - 지주회사 경영권을 장악함으로써 그룹 전체 장악 가능
 - 할인된 지주회사의 경영권 인수시 그 비용에 비해 이득의 규모가 절대적으로 크기 때문에 외부투자자들에게 경영권 인수 유인을 더욱 자극함
 - 계열사간 출자 정도가 크면 그룹내 계열사들간의 연관성이 커지고 하나의 단일체로서의 성격이 강해져 지주회사 인수 유인을 더욱 촉진할 수 있음
 - 총수가 통제할 수 있는 지분의 크기는 내부지분 또는 총수의 의결권 등으로 측정할 수 있음³⁵⁾
 - 결국 지주회사가 출자회사 할인 정도가 심하고, 총수가 통제할 수 있는 지분이 작을 때 경영권 분쟁 가능성이 높다고 할 수 있으며, SK(주)는 이러한 3가지 요건이 만족됨

- <그림 IV-1>에서 보듯 (주)두산의 출자회사 할인은 2003년 이후 지금까지 해소되지 않고 있으며 최근 더욱 심화되고 있음

35) 공정거래위원회에서는 “총수지분+총수친인척지분+임원지분+법인지분+계열사지분+자사주지분”을 내부지분으로 계산하여 발표함. 이에 비해 총수의 의결권은 자사주를 제외한 후 “총수지분+총수친인척지분+임원지분+법인지분+계열사지분”가 전체에서 차지하는 비중으로 계산함. 자세한 사항은 김선구의 (2003, 2004) 참조

- (주)두산은 두산중공업(41.47%), 삼화왕관(44.67%), 오리콤(58.55%) 등 9개 계열사에 출자한 두산그룹 지주회사
- 두산중공업 1개사와의 관계에서 발생한 출자회사 할인 및 두산중공업 및 삼화왕관 2개사와의 관계에서 발생한 출자회사 할인 모두 해소되지 않고 있음
- 하지만 2004년 11월 현재 (주)두산의 총수일가 직접지분이 18.41%(보통주 기준), 내부지분이 48.57%(보통주 기준)이기 때문에 (주)두산에서 경영권 분쟁이 일어나기는 거의 불가능함³⁶⁾

<그림 IV-1> (주)두산의 출자회사 할인



주: 2003년 1월 2일부터 2005년 3월 16일까지임
 자료: 금융감독원 및 증권선물거래소 자료를 이용하여 계산함

36) 2004년 (주)두산 3분기 보고서

- <그림 IV-2>에서 보듯 (주)영풍의 출자회사 할인은 2002년에도 발생했으며, 2002년 말 해소되었다가 2003년 이후 다시 지속되어 오던 중 최근 (주)영풍 주가의 급등으로 단기간에 해소되었음³⁷⁾
 - 2004년 (주)영풍의 3분기 보고서에 따르면, (주)영풍은 고려아연(25.53%), 영풍문고(34.00%) 등 5개 계열사를 지배하는 영풍그룹의 지주회사
 - (주)영풍이 출자한 상장 피출자사는 고려아연 1개사뿐이므로 PCD1만 그림에 나타냄
 - 2004년 (주)영풍 3분기 보고서에 따르면, 2004년 9월 현재 총수일가지분이 52.44%에 이르러 경영권 분쟁이 근본적으로 불가능함

<그림 IV-2> (주)영풍의 출자회사 할인



주: 2002년 1월 2일부터 2005년 3월 16일까지임
 자료: 금융감독원 및 증권선물거래소 자료를 이용하여 계산함

37) (주)영풍이 인쇄회로기판(PCB) 전문기업 코리아씨키트의 인수 계획을 발표한 이후 (주)영풍의 주가가 크게 급등하였지만, 실제 거래량은 극히 저조해 증권선물거래소로부터 '이상급등종목'으로 지정되었음

- <그림 IV-3>에서 보듯 삼성물산은 출자회사 할인이 현재까지도 지속 중이며 2002년 3월 이후 출자회사 할인이 해소된 적이 없음
 - 삼성물산은 2004년 4월 현재 자산규모 8조 7,600억원으로 삼성그룹 내에서 삼성전자 다음으로 큰 규모임
 - 삼성물산은 삼성전자, 삼성테크윈, 제일기획, 삼성 SDS 등 18개 계열사에 골고루 지분을 보유하고 있음³⁸⁾
 - 삼성물산은 삼성그룹의 지주회사 위치를 차지함
 - 특히 삼성그룹내 최대 핵심계열사이자 한국을 대표하는 기업인 삼성전자에 대해 약 4%의 지분을 보유하고 있음³⁹⁾
 - 삼성물산은 2005년 3월 현재 보통주 기준으로 총수일가 지분이 1.69%이며(이건희 회장 지분 1.42%), 이 외 삼성생명보험이 4.8%, 삼성SDI 7.42%의 지분 보유, 자기 지분 5.85%임⁴⁰⁾
 - 내부지분은 보통주 기준 19.76%
 - 반면 2005년 3월 현재 외국인 지분은 약 33%이며, 이 중 플래티넘이 보통주 5.65% 보유
 - 2004년 3월부터 5% 매집한 헤르메스가 삼성물산의 경영에 간섭하며 압박해오는 동안 삼성물산 주가가 꾸준히 올라 할인 정도가 크게 줄어들기도 하였음

38) 2004년 삼성물산 3분기 보고서

39) 다시 삼성전자는 삼성SDI 20.0%, 삼성전기 23.7%, 삼성중공업 17.6%, 삼성테크윈 25.5%, 호텔신라 5.1%, 제일기획 2.6% 등의 32개 계열사에 골고루 상당한 지분을 보유하고 있음 (2004년 삼성전자 3분기 보고서)

40) 2005년 3월 18일 삼성물산 최대주주등소유주식변동신고서

- 특히 2004년 12월 초 헤르메스가 삼성물산에 대한 적대적 M&A 세력을 지원하겠다고 언론을 통해 밝힌 후 삼성물산 주가는 급 상승하여 PCD1, PCD2가 90%선에 육박하기도 하였음
 - 하지만 예상치 않게 헤르메스가 지분 전량을 처분하자 주가가 크게 하락하였고, 이에 따라 출자회사 할인 정도는 심화되고 있음
- 삼성전자와의 관계에서 출자회사 할인이 나타날 뿐만 아니라, 기타 상장 피출자사 제일기획, 삼성증권, 삼성정밀화학, 삼성테크윈까지 포함하여 고려할 때도 마찬가지임
- 헤르메스가 삼성물산 지분 5%를 획득했던 2004년 3월 4일에는 삼성물산의 PCD1이 63%, PCD2가 59% 정도에 불과할만큼 삼성물산은 저평가 되어 있던 상황이었음

<그림 IV-3> 삼성물산의 출자회사 할인



주: 2001년 1월 2일부터 2005년 3월 16일까지임
 자료: 금융감독원 및 증권선물거래소 자료를 이용하여 계산함

- 삼성물산이 지주회사라는 점, 출자회사 할인이 상대적으로 심했고 현재도 지속되고 있다는 점, 총수가 통제할 수 있는 지분이 현재도 충분히 크지 않다는 점 등을 고려할 때, 경영권 분쟁 가능성을 배제할 수 없음
- 삼성물산을 가장 압박하던 헤르메스가 지분을 전량 매각하면서 적대적 M&A 가능성이 크게 감소되었고, 이를 반영하듯 2004년 12월 말 삼성물산 주가는 상당히 하락한 상황임 (<그림 IV-4> 참조)
- 2004년 삼성SDI는 삼성물산에 대한 지분을 확대하고(700억원 규모), 삼성전자가 삼성물산으로부터의 토지 매입(1,038억원)을 결의하기도 하였음⁴¹⁾

<그림 IV-4> 2004년 말 헤르메스의 행태와 삼성물산 주가 추이



자료: 증권선물거래소, 금융감독원

41) 삼성SDI가 삼성물산에 대한 지분을 4.52%에서 7.42%로 확대함으로써 삼성물산→삼성전자→삼성SDI→삼성물산으로 이어지는 순환출자 고리가 강화됨. 삼성SDI의 삼성물산에 대한 출자 확대 소식이 최초 알려진 2004년 9월 17일 삼성SDI 주가는 4.24% 하락하였음. SK그룹의 와이더댄닷컴 사례와 마찬가지로 시장은 계열사간 출자를 통해 지배주주 지배권을 강화하는 것을 부정적으로 받아들이는 것으로 판단됨. 따라서 계열사 출자를 통한 지배권 강화 방안은 지양되는 것이 바람직하다고 여겨짐 (빈기범(2004) 참조)

— 헤르메스와의 대립이 사라지면서 삼성물산에 대한 경영권 공격 위험이 크게 감소한 것은 사실이지만, 완전히 해소된 것이라고 보기는 어려움

- 삼성그룹의 현금 동원력이 크다는 점, 삼성그룹이 부채비율 100%미만으로 2004년 7월 출자총액제한대상 기업집단에서 제외되었다는 점도 적대적 M&A 가능성을 감소시키는 요인임
- 하지만 현재도 외국인들이 삼성물산 지분의 상당량을 보유하고 있음 (플래티넘(5.65%), 베일리기포드(4.99%), CSFB(3%), 퍼스트이글(2.3%), JP모건(2%), 템플턴(1.9%) 등)
- 외국인들은 삼성물산 경영권을 획득하겠다는 목적이 아니더라도, 헤르메스처럼 경영권을 둘러싼 대립을 통해 주가를 끌어올려 시세차익을 얻으려 할 수도 있으며, 이럴 경우 주가는 등락이 심해 일반투자자들이 피해를 입을 수 있고, 기업이미지에도 부정적인 영향을 미치게 됨
- 외국계 펀드들의 삼성물산측에 대한 경영권 관련 요구가 있는지에의 주시할 필요가 있으며, 개인투자자들은 단순히 경영권 분쟁에 따른 지분 경쟁을 기대하여 투자하는 것은 바람직하지 않음

라. 주요 지주회사들의 소유구조와 시가총액

○ <표 IV-4>에는 국내 주요 민간기업집단내 지주회사의 소유구조, 5% 지분획득에 필요한 자금, 외국인 지분, 출자회사 할인 여부를 제시함

— 삼성물산과 SK(주)는 총수일가 지분, 내부지분 및 총수 의결권이 모두 상대적으로 매우 낮은 편임

— 삼성물산은 5% 지분 획득에 필요한 자금이 각각 약 1천억원으로
그다지 크지 않은 비용임

- 삼성물산은 출자회사 할인 상황이 현재도 지속 중이며 헤르메스
가 지분을 매각한 후 다시 점차적으로 심화되고 있음

<표 IV-4> 주요 민간기업집단 지주회사의 소유지배구조

기업집단	지주회사 또는 중간적 지주회사	총수 일가 지분 (%)	계열사 지분 (%)	자기 지분 (%)	내부 지분 (%)	총수 의결권 (%)	5% 지분 획득에 필요한 자금 (백억원)	외국인 지분 (%)	출자 회사 할인 여부 (2004년 4월)
삼성	삼성물산	1.69	12.22	5.85	19.76	14.77	10.59	33.19	Yes
LG	(주)LG	46.93	0.00	0.00	46.93	46.93	20.75	31.03	No
현대자동차	현대자동차(주)	5.23	19.89	3.48	28.60	26.03	59.36	50.37	No
SK	SK(주)	1.39	14.07	0.74	16.20	15.58	39.08	57.38	Yes
한진	대한항공	16.66	9.50	6.22	32.38	27.90	7.31	25.13	No
한화	(주)한화	31.30	4.94	7.84	44.08	39.32	6.13	29.98	No
현대중공업	현대중공업(주)	12.87	9.00	15.14	37.01	25.77	22.00	26.90	No
금호	금호석유화학	40.04	0.00	22.21	62.25	51.47	2.61	17.97	No
두산	(주)두산	18.59	25.81	32.97	77.37	66.24	1.35	4.49	Yes
동부	동부건설	20.20	30.07	7.24	57.51	54.19	1.20	7.78	No
현대	현대엘리베이터	24.86	4.99	12.47	42.32	34.10	1.65	3.06	No

- a) 총수일가 지분은 총수 지분, 총수 친인척 지분, 비영리 법인 지분, 임원 지분의 합임
b) 내부지분은 총수일가 지분, 계열사 지분, 자기지분의 합임
c) 총수 의결권은 자기지분을 제외한 후, 총수일가 지분과 계열사 지분이 차지하는 비중임
d) 5% 지분획득에 필요한 자금은 5%를 고려하여 제시하였으며, 2005년 3월 21일 중
가 기준
e) 외국인 지분은 2005년 3월 21일 기준
자료: 금융감독원(각 기업 가장 최근 최대주주등소유주식변동신고서) 및 증권선물거래소
자료를 이용하여 계산함

V. 결론

- SK(주) 경영권 분쟁은 국내외에서 큰 관심을 모았고, 외국인 및 적대적 M&A에 대한 다양한 논의를 촉발시키는 계기가 되었음
 - 2004년도에 발생한 큰 경제 사건 중 하나로서 국내 대규모 기업집단의 소유지배구조 문제를 현실로 부각시키는 사건이었음

- 출자회사 할인이 SK(주)에 대한 소버린의 경영권 공격을 가능하게 했던 주요 원인이었던 것으로 판단됨
 - 출자회사 할인의 원인은 아직 분명하게 밝혀지지 않아 퍼즐로 남아 있지만, 우리나라의 경우 지주회사 등의 지배목적 출자가 원인인 것으로 판단됨
 - 출자회사 할인외에 SK(주)가 SK그룹의 지주회사인 점도 경영권 공격 유인을 자극했을 것임
 - SK그룹은 타 기업집단에 비해 상대적으로 계열사간 출자 정도가 커서 지주회사 장악을 통해 주요 핵심 계열사들을 장악할 수 있음
 - SK(주)에 대한 총수의 직접지분 또는 내부지분이 취약한 점도 주요 원인 중 하나임

- 출자회사 할인 상황이 이미 오래전부터 진행되어 왔고, 현재까지도 진행 중인 기업들이 다수 있음
 - 출자회사 할인이 발생한 기업들은 기업집단내 지주회사인 경우가 많고, 이들 회사에 대한 지배주주의 통제가능 지분이 충분히 크지 않다면 경영권 공격의 대상이 되기 쉬움
 - 출자회사 할인이 발생한 기업들은 저평가 정도가 객관적으로 드러남
 - 이들 기업들은 출자회사 할인이 발생한 원인을 파악하고 기업가치 제고를 통해 할인을 해소하도록 노력해야 할 것임

- 경영권 분쟁을 논의하는데 있어 국내 대규모 기업집단의 소유지배구조 문제를 간과할 수 없음
 - 지배주주가 적은 지분으로 그룹전체를 지배할 수 있는 순환출자, 피라미드식 출자 형태의 계열사간 출자 구조가 국내 기업집단 소유지배구조의 보편적 형태
 - 계열사간 출자는 기업집단 경영진의 지배권을 강화하는 수단이면서 지배-소유 괴리를 확대시키는 주요 요인이 됨
 - 계열사간 출자 정도가 커질수록 그룹내 계열사들이 하나의 단일체로서의 성격이 강해지므로 한 계열사에 발생한 사건이 다른 계열사에도 막대한 영향을 미치게 됨
 - SK글로벌 분식회계 사태가 SK(주) 주가를 하락시킨 사례
 - SK(주) 경영권 분쟁이 사실상 SK그룹 경영권 문제로 비화된 사례
 - 계열사간 출자 정도가 높을수록 외부의 경영권 공격 유인이 증대될 수 있음

- 기존의 실증분석에서는 계열사간 출자가 기업의 가치나 성과에 부정적인 영향을 미치는 것으로 나타남⁴²⁾
 - 경영권 방어 등을 위해 계열사 출자를 확대하는 것은 시장으로부터 환영받지 못함⁴³⁾
- 출자총액제한제도, 금융계열사 의결권 제한 등에 대한 논쟁이 많지만, 이들 제도들이 외국인의 경영권 도전을 유발하는 것도 아니며, 국내 기업들의 경영권 방어를 어렵게 하는 근본적 원인은 아님
- 이들 제도가 존재하지 않아도 적대적 M&A 위협이 사라지는 것은 아님
 - 뿐만 아니라 적대적 M&A의 순기능적 측면을 간과해서는 안 됨⁴⁴⁾
 - 투명경영·정도경영을 통해 기업가치를 극대화하는 것이 근본적인 경영권 방어책임
- 주식시장 외국인 비중의 증대에 따라 관련 법과 제도에서 개선의 여지가 있다면 이를 합리적으로 시정해야 할 것임
- 기본적으로 내외국인간 공정한 경쟁이 보장되어야 함

42) Joh(2003)는 국내 경제위기 이전의 기업들을 분석하여 계열사간 출자를 통한 간접지분의 크기가 클수록 기업성과가 떨어진다는 실증분석 결과를 제시함. Bae et al.(2002)은 국내 대규모 기업집단의 경우 지배권과 소유권의 괴리가 존재함을 논의하고, 재벌그룹 소속 계열사와 독립기업을 비교하여 실증분석한 결과 재벌그룹 계열사의 경우 이른바 ‘부의 이전가설(tunneling hypothesis)’을 지지한다고 논의하고 있음.

43) 빈기범(2004) 참조

44) 최근 소버린의 임시주총 소집허가 신청을 기각한 법원은 “소버린의 경영권 인수 시도가 SK의 경영투명성 제고에 기여한 부분이 없지 않은 점 등을 감안하면 권리남용은 아니다”고 밝히기도 함

— 「공정거래법」, 「상법」, 「증권거래법」, 「전기통신사업법」 등의 연
관성이 충분히 고려되어야 함

- 외국인은 출자총액제한제도 및 「전기통신사업법」, 「증권거래법」
등을 이용하여 투자 대상 기업의 지위를 변경시킬 수도 있고, 해
당기업과 타 계열사간 의결권까지도 조정할 수 있다는 것을 SK(주)
경영권 분쟁 사례에서 볼 수 있었음

○ 출자회사 할인이 발생한 기업을 인수하고자 했던 국내 투자자가 나타
나지 않았던 것을 볼 때, 저평가된 기업을 인수할 수 있는 여력을 지닌
국내 매수주체를 조속히 육성할 필요가 있음

참고문헌

<국내문헌>

- 공정거래위원회, 2004.8.4. “2004. 7월중 상호출자제한기업집단등의 소속회사 변동현황”, 보도자료
- 공정거래위원회, 2004.9.1., “2004. 8월중 상호출자제한기업집단등의 소속회사 변동현황”, 보도자료
- 공정거래위원회, 2005.3.4., “2005. 2월중 상호출자제한기업집단등의 소속회사 변동현황”, 보도자료
- 공정거래위원회, 2004.12.28, 대기업집단의 소유지분구조 공개, 보도자료
- 김선구·류근관·빈기범·이상승, 2003, 『출자총액제한제도의 바람직한 개선방향』, 서울대학교 기업경쟁력연구센터 연구보고서 03-03.
- 김선구·류근관·빈기범·이상승, 2004, “출자총액제한제도의 바람직한 개선 방향”, 『산업조직연구』 제12집 1호, 81-131.
- 김진방, 2000, “재벌의 소유구조: 통계, 개념, 분석”, 『경제학 연구』 제48집 2호, 57-92.
- 박상용, 2004a, “그룹 모기업 저평가 막아라”, 매일경제, 3.17.
- 박상용, 2004b, “기업경영권의 환경변화와 대응방안”, 2004년 8월 경영학 통합 학술대회 발표 논문
- 빈기범, 2004, “계열사간 출자 확대 뉴스에 대한 시장 반응 분석”, 한국증권연구원 『자본시장 포럼』, 제1권 제3호, 144-154.

<해외문헌>

Bae, Kee Hong, Jun-Koo Kang, and Jin-Mo Kim, 2002, "Tunneling or Value Added? Evidence from Mergers by Korean Business Groups," *Journal of Finance* 57, No. 6, 2695-2740.

Cornell, Bradford, and Qiao Liu, 2001, "The Parent Company Puzzle: When is the whole worth less than one of the parts?" *Journal of Corporate Finance* 7, 341-366.

Joh, Sung Wook, 2003, "Corporate governance and firm profitability: evidence from Korea before the economic crisis," *Journal of Financial Economics*, 68, No. 2, 287-322.

Lamont, Owen A., and Richard H. Thaler, 2002, "Can the Market Add and Subtract?" *Capital Ideas* 3, No. 3, Winter.

(<http://gsbwww.uchicago.edu/news/capideas/win02/market.html>)

Lamont, Owen A., and Richard H. Thaler, 2003, "Can the Market Add and Subtract? Mispricing in Tech Stock Carve-outs," *Journal of Political Economy* 111, No. 2, 227-268.

McGough, Robert, 1999 Sep. 28, "'Grimy' Stocks May Contain Surprise Deals for Investors," *Wall Street Journal*.

Mitchell, Mark, Todd Pulvino, and Erik Stafford, 2002, "Limited Arbitrage in Equity Markets," *Journal of Finance* 57, No. 2, 551-584.

Partnoy, Frank, 2000 Mar. 15, "Strange New Math of Palm Inc," *New York Times*.

Pulvino, Todd, 2002, "Arbitrage in Equity Markets," *Special Report in Canadian Investment Review*, Spring.

Rosenthal, Leonard, and Colin Young, 1990, "The seemingly anomalous price behavior of Royal Dutch/Shell and Unilever N.V./PLC," *Journal of Financial Economics* 26, 123-141.

Schill, Michael J., and Chunsheng Zhou, 2001, "Pricing an Emerging Industry: Evidence from Internet Subsidiary Carve-outs," *Financial Management* 30, 5-33.

<웹사이트>

공정거래위원회 홈페이지, <http://www.ftc.go.kr>

금융감독원 전자공시 시스템, <http://dart.fss.or.kr>

금융감독위원회 홈페이지, <http://www.fsc.go.kr>

소버린 자산운용 홈페이지, <http://www.sov.com>

증권선물거래소 홈페이지, <http://www.krx.co.kr>

SK(주) 홈페이지, <http://www.skcorp.com>