

SK그룹 지주회사 전환 사례*

박창욱(공동저자)
한국중견연구원
(pcw@ksri.org)
최종범(교신저자)
성균관대학교
(jbchay@skku.edu)

상당수의 국내 대기업은 순환출자를 통해 적은 지분으로 그룹 전체를 지배하고 있다. 정부는 이와 같은 기업지배 구조가 경제력 집중으로 인한 사회적 폐해, 기업의 역량 강화 방해로 이어진다는 점에서 출자총액제한제도 등의 규정을 두고, 지주회사(holding company)로의 전환을 유도하고 있다. 그 결과, 2006년 이후 지주회사의 전환 사례가 지속적으로 증가하고 있다. 본 사례는 재계 자산규모 4위인 SK그룹이 처한 현 상황과 지주회사 전환 과정을 기술하고 있다.

지주회사 전환으로 SK그룹은 개별 기업의 독립경영 강화와 이익중심의 경영을 촉진하는 기반을 마련하려 한다. 부실 자회사로 인한 그룹 전체의 폐해 등 계열사 사이의 부의 불공정 배분 해소, 기업의 투명성 강화, M&A 여력 확대 등도 전환의 긍정적인 측면이라 할 수 있다. 다만, 자회사 및 손자회사 요건 충족을 위한 지분을 확보를 위해서는 별도의 자금이 소요되며, 금융자회사를 소유할 수 없는 일반지주회사의 제한으로 인해 원하지 않는 계열사를 매각해야 한다는 부정적인 요소들도 존재한다. 또한, 자회사의 지분 100%를 보유하는 외국 사례와 달리 20~40%의 지분만으로 회사를 지배할 수 있어 대기업으로의 경제력 집중 현상이 심화될 수 있다는 우려도 제기되고 있다.

주제어: 순환출자, 출자총액제한제도, 지주회사, 기업지배구조, 인적분할

1. 2007년 1월, SK: 지주회사 전환 전

2007년 1월의 마지막 금요일 오후, SK그룹 전략기획 담당 강승화(가명)¹⁾ 전무는 사무실 창밖을 응시하며 생각에 잠겨 있다. 그의 자리에는 다음 주 이사회에 보고할 안건인 “SK그룹의 지주회사 전환 과제”가 놓여 있다. 그는 이번 보고서를 준비하는 동안 마음이 편치 않았다. SK그룹의 초창기 멤버로서 회사와 생사고락을 함께 한 그의 입장에서, 이번 지주회사 전환 사안이 기업의 자발적인 의향보다는 주위 여건에 의해 진행되는 느낌을 받

았기 때문이었다.

SK그룹은 2006년말 현재 그룹 전체 자산총액 55조원의 재계 4위 기업이다. 1956년 석유회사로 시작한 SK그룹은 1973년 석유회사를 설립, 사업영역을 확장시켜 나갔다. SK는 적극적인 M&A 활동을 통해 성장한 대표적인 그룹이다. 1973년 워커히호텔을 시작으로 SK는 주요 공·사기업을 인수하며 기업을 성장시켰다. 1980년 민영화된 대한석유공사를 인수하고, 1994년과 2002년 한국이동통신과 신세기통신을 각각 인수하여 석유화학과 정보통신이라는 그룹의 양대 축을 마련하였다. 또한 SK는 1982년 해운, 1985년 가스, 1992년 증

계재확정일자: 2008. 09 .19.

* 본 사례연구는 성균관대학교 2단계 BK21 글로벌 비즈니스 리더 양성 사업의 지원을 받아 수행되었습니다. 유익한 심사평을 해주신 익명의 심사위원 세 분께 깊은 감사를 드립니다.

1) 본 사례에 등장하는 인물의 성명은 최대한 회장을 제외하고는 모두 가명임.

권사 인수를 통해 수직·수평 사업다각화를 구축하였다. 그 결과 2006년말 현재 SK그룹은 55개 계열사를 보유한 대규모 기업으로 성장하게 되었다.

그러나, 그룹의 성장 과정에서 예상하지 못했던 여러 가지 사건들이 발생하기 시작했다. 그룹 총수인 최태원 회장의 SK 지분율은 2002년말 0.1%에 불과하였지만 순환출자 구조를 통해 그룹 전체를 지배할 수 있게 되었다. 이러한 기업지배구조에 대해 소액주주와 외국인주주, 시민단체로부터의 개선 요구가 증대하였고, 정부도 투명한 지배구조 확립을 명분으로 대기업들에 대한 각종 규제를 강화해 나갔다. 결국, SK그룹은 외부 환경으로 인한 변화의 필요성을 점차 절감하게 되었다. 특히, 2003년 발생한 SK의 경영권 분쟁 사태와 2001년 LG의 지주회사 전환은 SK의 지주회사 전환 검토에 직접적인 요인으로 작용하게 되었다.

그러나, 현재 그룹 내에서도 지주회사 전환에 대한 찬반 논의가 팽팽하게 맞서고 있어 이번 안건이 어떠한 형태로 결론나는가에 따라 그룹의 미래에 상당한 영향을 줄 것으로 전망된다. 그룹 총수인 최태원 회장을 포함한 주요 경영진이 이번 지주회

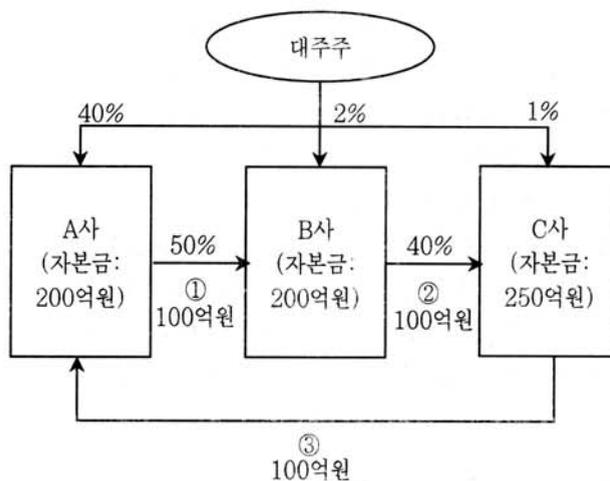
사 전환 안건에 상당한 관심을 기울이고 있다는 점도 강승화 전무의 부담을 가중시키고 있다. 이하에서 이사회 보고서와 이사회 대화내용을 정리한다.

1.1 이사회 보고서

1.1.1 순환출자

주식회사는 회사의 주식을 자본시장에 유통시킴으로써 다수의 주주로부터 대량의 자본을 조달한다. 가장 기본적인 원칙은 주주의 지분율만큼 회사의 의사결정에 대한 발언권(의결권)이 주주에게 주어진다. 따라서 전체 발행주식 수 보다는 각 주주의 지분율이 몇 %인지가 주주들의 주된 관심사항이 된다. 원칙적으로 지분율을 높이기 위해서는 자본의 투입이 필연적으로 수반되어야 한다.

그러나, 자본의 투입 없이도 지분율의 증대를 가져올 수 있는 방법이 존재하는데, 대표적인 예로 순환출자를 들 수 있다. 순환출자는 회사의 자본금을 한 바퀴 순환시키는 것으로, 이를 통해 가공의 자본이 창출된다. <그림 1>은 순환출자의 간단한



<그림 1> 순환출자 예시도

사례를 보여 준다. 순환출자 이전 세 기업의 자본금 규모는 100억(A), 100억(B), 150억(C)이다. 여기에서 A사가 100억원을 B사에 출자하고(①), B사가 이 자금을 C사에 출자(②), C사는 다시 A사에 출자한다고 가정하자(③). 이 경우, A사는 자금부담 없이 순환출자를 통해 B사에 100억원을 출자한 것이 된다. 결과적으로 A사는 순환출자를 통해 B사 지분의 50%, C사 지분의 20%(=50%×40%)를 소유하게 된다.

가공자본으로 인해 가공의결권도 부차적으로 생성된다. <그림 1>에서 A사의 의결권을 실질적으로 지배하고 있는 대주주가 A 40%, B 2%, C 1%의 지분율을 가지고 있는 경우, A사 대주주의 B사 지분(이하 소유권)은 '2%(직접지분율)+(40%×50%)=22%'가 된다. 그러나 실제 의결권(이하 지배권)은 A사의 B사 지분율인 50%와 직접의결권을 합한 52%로 증대된다. C사의 경우에도, A사 대주주의 소유권은 '1%+(40%×50%×40%)=9%'이지만, 지배권은 '1%+40%=41%'로 증가하게 된다.²⁾ 이러한 현상은 대기업들이 상대적으로 부족한 자본을 가지고 수직계열화, 전후방 통합을 모색하는 과정에서 불가피하게 발생한 측면이 존재한다. 하지만, 이러한 순환출자를 통해 계열회사를 무분별하게 확장해왔다는 비난 또한 꾸준히 제기되고 있다.

특히, 1997년 외환위기 이후 기업의 사회적 책임(Corporate Social Responsibility, 이하 CSR)

이 중시되면서 순환출자에 대한 사회적 관심이 높아지게 되었다.³⁾ CSR 측면에서 투명한 경영과 윤리적 경영을 통한 기업 가치의 제고가 중시되었으며, 투명한 경영을 위해 그룹 총수의 소유권과 지배권의 과도한 괴리에 대한 사회적 비난이 증대되어, 기업들은 이에 대한 대책 마련을 고심하게 되었다.

(참고로, SK그룹이 공정거래위원회에 공식보고한 2006년 4월말 현재 SK그룹의 총수 및 특수관계인의 소유권은 2.2%이며, 지배권은 36.3%로서, 낮은 지분율로 그룹 전체를 지배하고 있는 실정이다.)⁴⁾

1.1.2 정부의 규제

순환출자를 통한 일부 대기업으로의 경제력 집중 현상을 방지하겠다는 것이 정부의 기본 입장이다. 따라서, 정부는 독점규제 및 공정거래에 관한 법률(이하 공정거래법)에 근거한 여러 가지 제약을 두고 있다. 그룹 전체 자산총액이 55조원인 SK그룹에 대한 정부의 규제는 두 가지로 요약된다. 첫째는 상호출자금지제도(이하 상출제)이다. 상출제는 국내 계열사 자산합계가 2조원 이상일 경우 적용되며, 계열사 간 상호출자와 채무보증이 금지된다(<표 1> 참조).⁵⁾ 즉, 상출제 기업집단으로 지정될 경우 자사의 주식을 소유하고 있는 동일 기업집단 계열회사의 주식을 취득·소유하는 것이 금지된다.⁶⁾ 상출제 위반 시 당해행위를 중지하고, 주식을

2) 다만, 공정거래법 상으로는 소유권 계산 시에 지배주주의 직접지분만을 고려하고, 계열사를 통한 간접지분은 무시한다. 따라서, <그림 1>에서 공정거래법 상 A사 대주주의 B사 소유권은 2%, 지배권은 52%이며, C사 소유권은 1%, 지배권은 41%가 된다.

3) 기업은 본질적으로 이윤을 추구하지만, 이는 다양한 이해관계자로 구성된 사회 속에서 이루어지게 된다. 따라서 기업은 사회적 책임을 갖고 의사결정을 수행해야 한다는 것이 CSR의 기본적인 견해이다. CSR은 ① 기업 내 직원들에 대한 고용 보장, 고용 평등, ② 거래 기업 등에 대한 윤리적 행위, ③ 기업이 속한 지역사회에 대한 투자, 봉사, 환경보호 활동 등 다양한 측면에서 이루어질 수 있다.

4) 이 자료에 의하면, 2006년 4월말 현재 SK그룹의 소유지배 괴리도(=지배권-소유권)는 34.1%p이며, 의결권승수(=지배권÷소유권)는 16.4배이다.

5) 상호출자는 기업 사이에 자금을 서로 주고받음으로써 실질적인 출자 없이 가공적으로 자본금을 늘리거나 계열기업을 확장하는 수단으로 사용될 수 있다. 따라서, 특정 대주주가 적은 자본으로 다수 계열사를 지배하는 수단으로 활용될 수 있다는 게 정부의 입장이다. 공정거래법 제9조.

6) 이는 2개 계열회사 간 상호보유주식의 규모나 지분율의 과다와 관계없이 전면 금지된다.

〈표 1〉 상호출자제한 기업집단 지정 현황 (2006년 12월말)

순위	기업집단명	계열사 (개)	자산총액 ²⁾ (10억원)	순위	기업집단명	계열사 (개)	자산총액 ²⁾ (10억원)
1	삼성 ¹⁾	58	115,924	10	KT	13	27,520
2	한국전력공사	11	102,932	11	GS ¹⁾	49	21,827
3	현대자동차 ¹⁾	40	62,235	12	한진	23	20,702
4	SK ¹⁾	55	54,808	13	한국토지공사	2	17,592
5	LG ¹⁾	31	54,432	14	현대중공업 ¹⁾	7	17,267
6	한국도로공사	3	34,638	15	한화 ¹⁾	34	16,526
7	롯데 ¹⁾	43	32,961	16	한국철도공사	18	14,270
8	대한주택공사	2	30,834	17	두산 ¹⁾	19	13,659
9	포스코	21	30,183	18	금호아시아나 ¹⁾	36	12,982

주: 1) 출자총액제한을 받는 기업집단임
 2) 자산총액은 2006년 4월말 기준임
 자료: 공정거래위원회

처분하며, 법 위반사실을 공표해야 한다. 또한, 주식처분 명령을 받은 날로부터 당해주식에 대해서는 의결권을 행사할 수 없게 되며, 위반 금액의 10% 이내에서 과징금이 부과되며, 경영진에게 법적 책임을 묻게 된다.⁷⁾

정부의 두 번째 규제는 '출자총액제한제도'(이하 출총제)이다. 출총제는 국내 계열사 자산합계가 10조원 이상인 기업집단 소속 회사 중 자산총액이 2조원 이상인 회사에 적용된다. 출총제는 가공자본에 의한 지배력 확장 및 소유지배구조의 왜곡을 억제하고, 계열사 동반부실화 및 금융시장의 시스템 위험(systemic risk)을 방지하기 위한 제도이다. 출총제 대상이 되면 당해 회사 순자산의 40%를 초과해서 계열사 등 다른 국내회사 주식을 취득·소유할 수 없게 된다.⁸⁾ 출총제 위반 시에도 주식의 처분, 법 위반사실 공표, 과징금 부과, 출자한도

초과주식에 대한 의결권 행사 제한 등의 제재조치가 이루어지게 된다.⁹⁾

정부의 공정거래법 관련 규제로 인해 SK그룹이 겪는 주된 어려움은 두 가지로 대변할 수 있다. 첫 번째는 출총제 적용으로 인해, 규모가 큰 기업의 인수·합병이 어려워지게 된다. 특히, 2008년 이후 상당수 우량 기업들이 M&A 시장에 나올 예정이어서 이에 대한 해결책이 필요하다.¹⁰⁾ 두 번째 문제점은 보유주식의 의결권 제한이다. 대다수 대기업과 마찬가지로 SK그룹도 상호출자에 의해 최대주주가 지배권을 유지하고 있는 상황이다. 최대주주의 지분율이 낮은 상황에서 보유주식에 대한 의결권 제한까지 이루어질 경우, 적대적 M&A가 발생할 우려가 상존하게 된다. 이미 4년 전 외국계 펀드에 의해 기업의 경영권을 공격당했던 사례가 있었다는 점을 기억할 필요가 있다.

7) 공정거래법 제16조, 제17조, 제18조, 제66조.
 8) 예를 들어, 순자산이 1조원인 회사는 4,000억원 이상을 지분 투자할 수 없다. 공정거래법 제10조.
 9) 공정거래법 제16조, 제17조, 제18조, 제66조.
 10) 실제 일부 대기업 중 출총제 적용을 받지 않기 위해 총자산을 9.9조원으로 맞추는 사례가 있다.

1.1.3 경영권 분쟁 사례

보유주식의 의결권 제한으로 적대적 M&A 위협을 겪은 대표적 사례로는 SK를 들 수 있다.¹¹⁾ 2003년 4월 16일, 외국계 펀드인 '소버린 자산운용(Sovereign Asset Management, 이하 소버린)의 100% 자회사인 '크레스트 증권(Crest Securities Ltd.)'은 SK의 지분 14.99%를 보유했다고 공시했다. 공시 이전까지 SK는 일련의 대내외적 사건으로 어려움을 겪고 있었다. 1997년 JP모건과의 파생상품 거래를 위해 2002년까지 계열사 간 보증이 이어졌으며, 2001년 출생제 재시행으로 인해 SK의 모회사인 SK C&C가 보유한 SK 의결권이 제한되었다.¹²⁾ 총수 일가는 SK 지분 매입을 위해 기존에 보유하던 워커히호텔(비상장) 주식과 SK(상장) 주식을 교환(swap)하였는데, 이 과정에서 비상장사 주가가 지나치게 높게 책정되었다는 이유로 시민단체의 고발이 이어졌고, 결국 총수가 구속되는 사태가 벌어졌다. 또한, 이 시기에 SK글로벌

분식회계 사건 등이 발생하며 SK 주가는 급락했고, 이러한 혼란기를 틈타 소버린이 크레스트 증권이라는 명목회사(paper company)를 통해 SK에 대한 지분율을 확장해 나갔다. 소버린의 SK 지분율 14.99%는 당시까지 최대주주였던 SK C&C의 지분율 8.6%를 능가하는 수치였다.

소버린은 2003년 4월 지분매입 직후 발표한 보도자료에서 "소버린 자산운용은 SK가 SK글로벌 사태와 수익성 없는 방만한 투자로 할인된 상태에서 거래된 저평가된 기업이라고 믿는다"며 SK를 한국 기업지배구조의 모델기업으로 변모시킬 수 있도록 SK 경영진과 건설적으로 작업하는 게 목표라고 밝혔다(〈표 2〉 참조).

그러나 소버린은 SK사태에 대한 사회적 비난이 높아짐에 따라 이를 활용하여 차츰 압력의 강도를 높여 급기야는 총수의 퇴진을 요구하는 수준으로까지 사태를 발전시켰다. 소버린은 "1심에서 유죄판결을 받은 경영진을 반드시 퇴임시키겠다"고 밝히며, 소버린의 대표이사가 극비리에 방한, 소액주주

〈표 2〉 SK 지분매입에 대한 소버린의 입장: 보도자료 (2003년 4월)

소버린자산운용(이하 소버린)은 국제적인 기업지배구조의 채택과 기업투명성 제고를 통한 주주가치 창출을 촉진하기 위해 SK의 최대주주가 되었다. 소버린은 SK의 기존 주주 및 경영진과는 전혀 관계없는 장기투자자(long-term investor)이다.

소버린은 SK가 최근의 SK 글로벌 사태와 과거의 수익성 없는 방만한 투자로 인해 할인된(at a discount) 상태에서 거래되고 있는 저평가된(undervalued) 기업이라고 믿는다. 소버린의 목표는 주주가치를 확립하고, SK를 한국 기업지배구조의 모델기업으로 변모시킬 수 있도록 SK 경영진과 건설적으로 작업하는 것이다.

소버린은 기업지배구조 개선과 자본배분 최적화 부문에 대한 폭 넓은 경험을 보유하고 있으며, 이러한 경험이 SK의 기업가치를 제고하는 데 도움이 될 수 있다고 믿는다. 주주, 종업원, 채권자를 포함한 SK의 모든 이해당사자(stakeholder)는 SK가 개혁 작업을 추진하고 있다는 것을 증명해 줄 행동을 기다리고 있다.

1998년 이후 투명성 제고 부문에 있어서의 놀라운 발전에도 불구하고, 비윤리적이고 차별적인 사업 관행이 한국 대기업 이사회 의 문제로 계속 존재하고 있다는 것은 국제적 언론을 통해 광범위하게 제기되어 왔다. 이러한 문제에 대한 실질적 비용은 시장에서 한국 증권시장에 상장된 기업들에 대해 적용하는 '코리안 디스카운트(Korean Discount)'로도 확인할 수 있다. SK 글로벌 사태는 이러한 우려를 한 단계 높이는 데 일조했다. (이하 생략)

자료: 소버린 자산운용(www.sovereignglobal.com)

11) 박찬희(2005)의 연구를 참조하였으며, 당시 소버린과 SK의 경영권 분쟁 일지에 대해서는 강의노트에 언급하였다.

12) SK증권은 JP모건과 1997년 Total Return Swap 계약을 맺었으나, 계약이 만료되기 전 외환위기가 일어나며 약 3억 5,000만달러의 손실을 기록하였다.

들을 만나 지지를 호소하고, 이사진 교체의 당위성을 주장하는 시리즈 광고를 게재하는 등 과거의 외국인 주주와 확연히 다른 행보를 보여주었다.

적대적 M&A 논란을 불러일으킨 소버린의 움직임은 SK에 대하여 상당히 강한 압력으로 작용, 실제로 SK의 지배구조 개선을 앞당기는 요인이 되었다. 경영권을 잃을 수도 있다는 위기감을 느낀 그룹 총수는 총수 일가의 경영일선 퇴진과 사외이사 비율 70% 확대 등을 골자로 하는 획기적인 지배구조 개선안을 내놓으며 해결을 시도했다. 총수의 이 같은 노력에 힘입어 SK는 바닥에 떨어졌던 신뢰를 어느 정도 회복할 수 있었고, 결국 정기주주총회에서 자신들의 의사를 관철시킬 수 있었다.

이 사건에서 주목할 사항은 출총제 등으로 인해 계열사가 보유한 의결권의 행사가 제한되는 경우, 이를 노린 사모펀드 등에 의해 그룹의 경영권이 위협 받을 수 있다는 것이다. 따라서, 경영권 분쟁 과정에서 발생하게 될 추가적인 비용과 불필요한 노력을 막기 위한 대안으로 지주회사(holding company)로의 전환을 고려할 필요가 생기게 된다.

1.1.4 지주회사의 개념과 정의

정부는 출총제 적용을 면제하는 기업 요건으로 네 가지를 제시하고 있다: ① 지배구조 모범기업,¹³⁾ ② 소유지배구조가 단순·투명한 지주회사, ③계열회사수가 5개 이하이고, 3단계 이상의 순환출자가 없는 기업집단, ④ 소유지배 피리도 및 의결권승수가 작은 기업집단.¹⁴⁾ 이 중 지주회사는 기

업지배구조의 투명성을 제고하는 제도로서 정부의 지원에 따라 지속적으로 그 수가 증가하고 있다.

지주회사란 다른 회사의 주식을 소유함으로써 그 회사의 사업내용을 지배할 것을 목적으로 설립된 회사를 말한다. 공정거래법에서는 지주회사의 범위를 다음의 두 가지 요건을 갖추는 기업으로 한정하고 있다: ① 자산총액이 1,000억원 이상, ② 당해 회사가 소유하는 자회사 주식가액의 합계액이 당해 회사 자산총액에서 차지하는 비율(이하 지주비율)이 50%이상인 회사.¹⁵⁾ 즉, 자산총액 기준과 지주비율 기준을 충족하는 기업은 지주회사가 될 수 있다. 지주회사는 순환출자 없이 '지주회사→자회사→손자회사'의 2단계 출자단계로 단순한 기업지배구조를 구성한다(〈그림 2〉 참조).

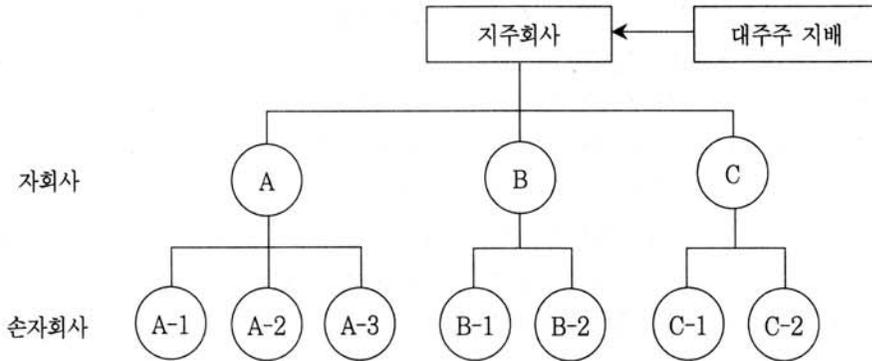
지주회사는 1987년 공정거래법 제정 당시 설립·전환이 금지되었던 제도이다. 기업 경영감시체제 등이 미흡한 당시 실정에 비추어 지주회사 설립·전환이 대기업으로의 경제력 집중을 심화시키는 역기능을 더 크게 유발 할 우려가 있었기 때문이었다. 그러나 외환위기 이후 기업지배구조의 투명성 제고 및 구조조정 촉진을 위해 1999년부터 지주회사 설립·전환이 허용되었다.¹⁶⁾ 다만, 지주회사 체제에서 경제력 집중을 억제하기 위한 규제가 없을 경우 '지주회사→자회사→손자회사→증손회사→...'로 이어지는 피라미드형 출자구조를 통해 소액자본으로 대기업을 지배하는 지배력 확장이 가능해진다. 따라서, 정부는 지주회사 설립·전환 시 여러 가지 규제 장치를 마련하여 과도한 경제력 집중을 억제하도록 하였다. 공정거래위원회에 따르면

13) 집중투표제 도입·시행(상법 제382조의2 제1항), 서면투표제 도입·시행(상법 제368조의3), 3인 이상의 사외이사로 구성된 내부거래위원회 설치(상법 제393조의2), 4명 이상의 전원 사외이사로 구성된 사외이사후보추천위원회 설치(증권거래법 제54조의5, 제191조의16).

14) 공정거래법 상 소유지배 피리도가 25%p 이하, 의결권승수가 3배 이하일 경우, 출총제 적용이 면제된다. 공정거래법 시행령 제17조 제2항 제2호·제4호·제5호.

15) 공정거래법 제2조 제1호의2, 시행령 제2조 제1항. 이는 일반지주회사에 적용되는 규정으로 금융지주회사의 경우 자산총액 요건 없이 지주비율 요건만 충족하면 된다.

16) 당시 IBRD와 OECD 등 주요 기관에서도 국내 기업의 지주회사 전환이 바람직하다는 의견을 제시하였다.



〈그림 2〉 지주회사 구조도

〈표 3〉 공정거래법상 지주회사 현황 (2006년 8월말)

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

자료: 공정거래위원회

2006년 8월말 현재 지주회사는 31개 사로서, 최근 들어 다수 기업이 지주회사 전환을 고려하고 있다(〈표 3〉 참조).

지주회사는 보유하는 자회사의 영위업종과 사업 내용에 따라 회사의 유형이 달라지며, 기존 회사를 지주회사로 전환하는 과정에서 어떠한 형태로 회사를 분할하는가에 따라서는 유형이 달라질 수 있다.

첫째, 보유하는 자회사의 영위업종에 따라 일반 지주회사와 금융지주회사로 구분된다. 일반지주회사는 금융·보험 이외 업종의 자회사를 보유하여야 하며, 금융지주회사는 금융·보험 업종의 자회사를 보유하여야 한다. 공정거래법은 지주회사가 금융·비금융회사 주식을 동시에 소유할 수 없도록 규정하고 있다.¹⁷⁾

둘째, 지주회사의 사업내용에 따라 순수지주회사

와 사업지주회사로 구분된다. 순수지주회사는 자체적으로 상품·용역을 거래하는 사업을 영위하지 않고 타 회사를 지배하는 사업만 영위하는 반면, 사업지주회사는 일반사업을 영위하면서 다른 회사의 지배사업도 영위한다.¹⁸⁾ 일반지주회사는 순수·사업지주회사가 모두 가능하며, 금융지주회사는 건전성 감독의 취지로 순수지주회사만 허용하고 있다.

셋째, 지주회사를 설립하는 방법에 따라 현물출자형, 주식교환형, 회사분할형(물적분할, 인적분할)로 구분된다. 현물출자형은 기존 사업을 영위하는 회사가 지주회사로 전환하기 위해 종래 사업부를 자회사로 분리하면서 현물출자하여 지주회사로 전환하는 방식이다. 이는 회사분할방식이 채택되기 이전에 많이 사용하던 방식이나, 절차가 복잡하다는

17) 공정거래법 제8조의2 제2항 제4호·제5호

18) 순수지주회사의 사례로는 LG, GS홀딩스, 우리금융지주 등이 있으며, 사업지주회사로는 풀무원, 금호산업 등이 있다.

단점이 있다. 주식교환형은 기업간 주식을 교환하여 한 기업이 다른 기업을 자회사로 만드는 방식이다. 회사분할형은 1998년 상법 개정을 통해 입법화되었으며, 물적분할과 인적분할의 두 가지 형태가 존재한다. 물적분할의 경우 기존 주식이 신설된 지주회사에 귀속되므로 기존 주주의 입장에서는 실질적인 주주권의 감축이 발생하는 반면, 인적분할은 기존 주식이 신설된 지주회사 주주들에게 귀속되므로 주주권의 감소가 발생하지 않는 특성이 있다.¹⁹⁾

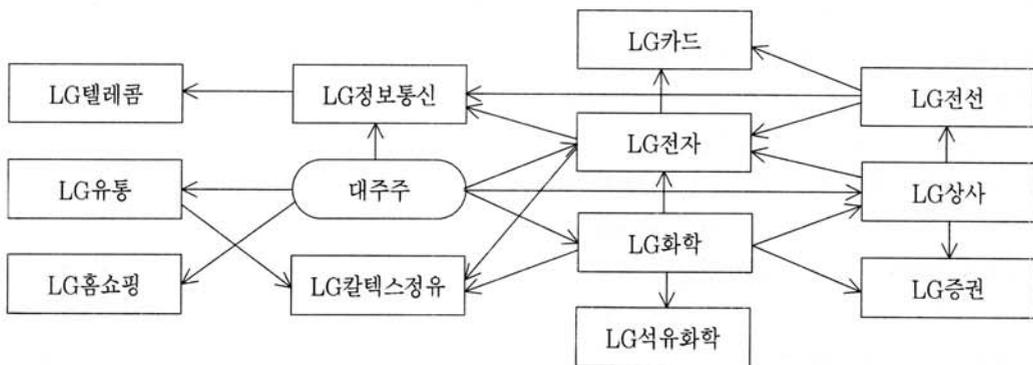
1.1.5 지주회사 전환 사례: LG

LG그룹은 1999년 지주회사 설립이 법률상 가능해진 후 기업지배구조 개선 및 경영투명성 제고를 위해 지주회사 체제로의 전환을 추진해 왔다. LG 역시 전환 이전에는 다른 대기업들과 마찬가지로 복잡한 순환출자 구조를 보유하고 있었다(〈그림 3〉 참조). 당시만 해도 국내 대기업 중 회사 분할을 통한 지주회사 체제 전환 사례가 거의 없었으므로 지주회사 전환 과정은 다소 오랜 기간에 걸쳐 이루어졌다. 2000년 7월 LG그룹의 지주

회사 전환이 발표된 이후, 회사 분할, 자회사 지분을 요건 충족을 위한 현물출자 및 공개매수 등 일련의 지배구조 변경 과정에 2년 8개월이 소요되어 2003년 3월 지주회사인 LG의 설립이 완료되었다(〈표 4〉, 〈그림 4〉 참조). 이후 LG는 제조업과 유통부문의 분리를 위해 2004년 7월 국내 최초로 지주회사를 LG와 GS홀딩스로 분할하여 계열분리를 완성하였다.

LG의 지주회사 전환은 두 가지 관점에서 의의를 찾을 수 있다. 첫째, 국내 대기업이 순환출자의 고리를 단절한 최초의 사례이다. 이는 국내기업의 할인(discount)요소로 제기되었던 불투명한 기업지배구조 개선을 대기업에서도 실천하기 시작했다는 점에서 시장의 긍정적인 평가를 받았다. 둘째, 지주회사 전환 시 인적분할 방식을 사용하였고, 분할 이후 교환 공개매수 방식이라는 새로운 방식을 시도하였다.

LG가 인적분할과 교환 공개매수를 결합하는 방식을 국내에서 최초로 도입한 이래 지주회사로 전환한 상당수 기업들이 이 방식을 채택하고 있다. 이는 자회사 주식에 대한 공개매수의 대가로 현금



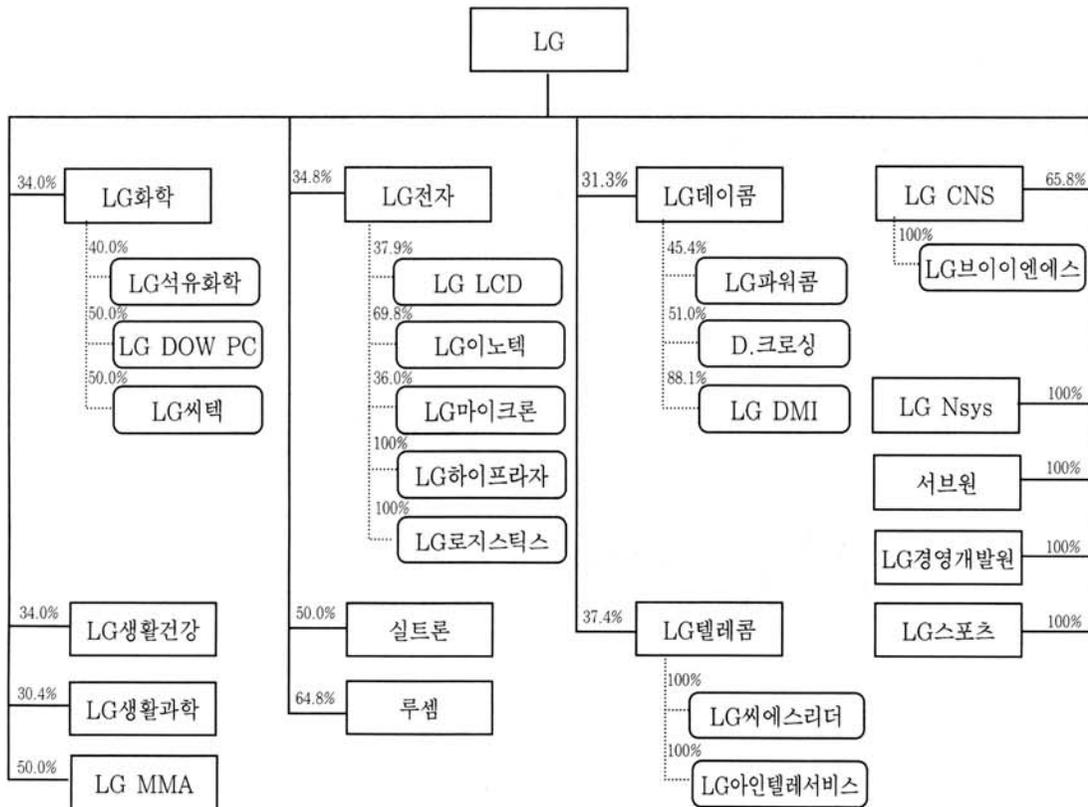
〈그림 3〉 LG 지배구조 (지주회사 전환 전: 1999년말)

19) 인적분할은 기업분할 대가가 기존 주주 지분에 비례하여 주식으로 배정되는 비례배분 방법과, 그렇지 않은 불비례배분 방법으로 구분된다. 비례배분과 유사한 외국의 제도로는 spin-off, 불비례배분과 유사한 제도로는 split-off가 존재한다. 현행법상 국내에서 인적분할 시 불비례배분은 불가능하다.

〈표 4〉 LG그룹의 지주회사 설립 경과

시기	내용
2000년 7월	지주회사 체제로의 전환계획 발표
2001년 4월	LG화학 기업분할, 화학부문 지주회사인 LGCI 출범
2002년 4월	LG전자 기업분할, 전자부문 지주회사인 LGEI 출범
2002년 11월	LGCI, LGEI 이사회 개최, 합병 결의
2003년 1월	LGCI, LGEI 임시주총 개최, 합병 승인
2003년 3월	LGCI와 LGEI의 합병으로 지주회사 LG 출범

자료: LG



〈그림 4〉 LG 지배구조 (지주회사 전환 후: 2003년 3월말)

대신 지주회사의 신주를 발행·교부함으로써, 자 이 된다.²⁰⁾ 절차가 복잡하고 장기간의 시간이 소요 회사 주식을 사실상 지주회사에 현물출자하는 방식 된다는 단점에도 불구하고, 최대주주 및 우호주주

20) 현물출자 방식을 선택한 이유로는 자금 소요가 없고, 조세 측면에서 과세이연을 받을 수 있기 때문이었다. 특수관계인에게만 현물출자를 받는 경우 공개매수를 피할 수 있으나, 당시 LG는 소액주주에 대한 기회를 제공하는 측면에서 공개매수를하기로 결정하였다.

의 지분을 지주회사에 효과적으로 집중할 수 있다는 장점 때문에 주목을 받는 방식이라 할 수 있다. LG의 지주회사 전환 과정은 복잡한 순환출자 구조의 대기업도 회사의 의지에 따라 지주회사 전환이 가능하며, 지주회사가 기업 구조조정의 열쇠가 될 수 있다는 점을 시사하고 있다.

지주회사 전환에 대한 자본시장의 반응은 호의적인 것으로 나타났다. <그림 5>는 시장조정모형(market-adjusted model)에 의해 측정된 누적 초과수익률(CAR) 값이다.²¹⁾ LG그룹의 지주회사 전환이 완료된 2003년 3월말을 기준일(event day)로 정의할 때, 기준일 이전과 이후의 CAR는 다른 추이를 보여주고 있다. 특히, 기준일로부터 1년이 경과한 2004년 3월말부터 CAR 값이 급성장

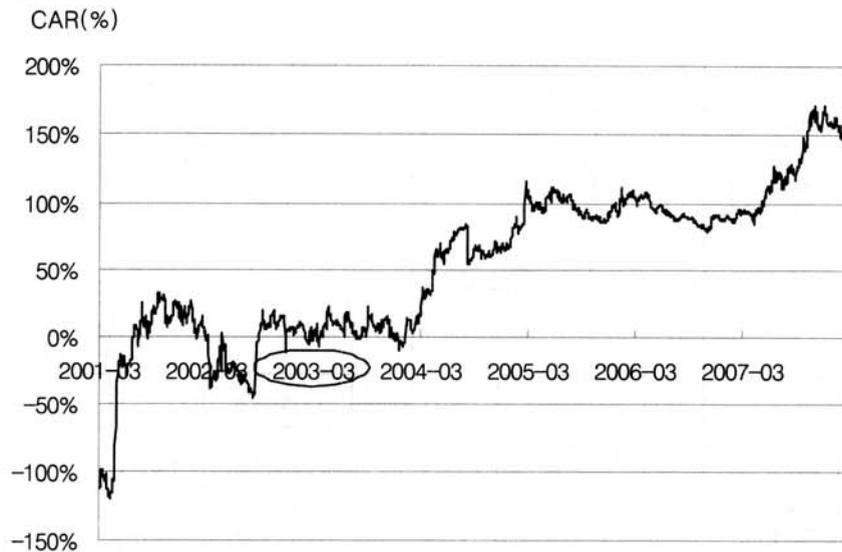
하고 있다. 이는 기업지배구조의 투명성 확보가 자본시장에서 장기적으로 긍정적인 평가를 받는다는 것을 제시하는 결과이다.

II. SK 지주회사 전환 과정

2.1 지주회사 전환 절차

2.1.1 전환 요건 및 과정

SK그룹의 지주회사 전환은 SK를 정점으로 이루어질 예정이다. SK는 지주회사 설립을 위한 두 가



<그림 5> LG 누적초과수익률 추이: -1년~+5년 (2003년 3월 기준)

21) 시장조정모형(market-adjusted model)은 특정 시점에서 개별 주식의 정상적인 기대수익률을 시장지수의 기대수익률과 동일하다고 가정하며, 사건일 전후 비정상초과수익률(AR)은 다음과 같이 계산한다.

$$AR_{it} = R_{it} - R_{mt}$$

여기서, AR_{it} : t 시점에서 기업 i 의 초과수익률

R_{it} : t 시점에서 기업 i 의 주가수익률

R_{mt} : t 시점에서 시장지수(KOSPI) 수익률

지 법적 요건(정의요건)인 대차대조표상 자산총액 1,000억원 이상, 자회사 주가가액의 합계액이 자산총액의 50%이상을 충족하고 있으므로 지주회사 전환 결정에 법적 제한은 없는 상황이다. 다만 지주회사 전환을 위해서는 향후 자회사의 지분율 등 행위제한 요건을 충족해야 한다.²²⁾

지주회사 전환의 첫 번째 단계는 어떠한 방식으로 전환을 실시할 것인가를 결정하는 것이다. 전환의 효과를 극대화시킬 수 있는 방식으로 인적분할 방법이 선호되는 것이 현재의 추세이다. 인적분할은 지주회사 전환에 따라 회사의 특정 사업 부문을 분할할 때 기존 회사 주주들이 분할되는 회사 주식을 일정 비율로 나누어 갖는 방식이다.

인적분할 방식은 두 가지 장점을 갖는다. 첫째, 증권거래 규정상 분할로 신설된 회사가 거래소에 즉시 상장될 수 있어 자회사들의 추가 자본조달이 용이하고, 별도의 상장 심사를 위한 노력을 부담하지 않아도 된다. 둘째, 기존 주주들이 지주회사와 분할회사 주식을 동일하게 보유할 수 있게 되므로 주주들의 권익을 최대한 존중하게 된다. 이러한 주주 권익 존중 노력은 분할승인 주주총회 특별결의 시 도움이 될 것으로 판단된다.²³⁾

지주회사를 설립하거나 지주회사로 전환한 회사는 공정거래위원회에 신고하여야 한다. SK가 인적분할을 통해 지주회사로 전환되는 경우, 분할등기 일로부터 30일 이내에 신고가 이루어져야 한다.²⁴⁾ 인적분할 방식으로 지주회사 전환이 이루어질 경우, 세부적으로는 '이사회 결의→임시 주주총회→분할기일→재상장' 등의 일정을 거치게 된다. 그룹 입

장에서는 이 시기에 주주 및 외부 이해관계자들에게 지주회사 전환의 타당성을 적극적으로 홍보할 필요가 있다.

2.2 전환을 위한 고려 사항

SK의 지주회사 전환이 이루어질 경우, 기존 지배구조에 상당한 변화가 이루어진다. 이하에서는 일반지주회사 전환을 가정하고, 전체 지배구조와 회사별 요구사항을 설명하도록 한다.²⁵⁾ 행위제한의 무사항은 지주회사, 자회사, 손자회사로 구분하여 설명할 수 있다. 지주회사 전환이 완료될 경우, SK그룹은 지주회사(SK홀딩스), 자회사(SK에너지 등 7개사), 손자회사(SK가스 등 48개사) 체제로 개편된다.

지주회사인 SK홀딩스의 행위제한 의무는 크게 다섯 가지로 나누어질 수 있다.²⁶⁾ 첫째, 부채비율을 100% 이내로 맞추어야 한다. 이는 지나친 차입을 통하여 지주회사를 운영하는 것을 금지하기 위한 규정이다. 둘째, 자회사 지분율 상장사 30% 이상, 비상장사 50% 이상 보유해야 한다. 이는 낮은 지분율로 자회사를 지배할 경우 지주회사의 지배가능 범위가 확대되어 경제력 집중 현상이 발생할 수 있기 때문이다. 셋째, 자회사 이외의 다른 국내 계열사 주식소유가 금지된다. 이는 자회사 지분 요건을 충족하지 못함에도 실질적으로 회사를 지배하는 상황을 막기 위한 제도이다. 넷째, 비계열사 주식을 당해 회사 발행주식 총수의 5%를 초과하여 소유할 수 없다.²⁷⁾ 지주회사의 본질은 자회

22) 전환 시 행위제한 요건을 충족시키지 못할 경우 2년의 유예기간이 주어진다.

23) 주식회사 특별결의는 발행주식 1/3 이상의 출석과 참석주식 2/3 이상의 의결을 필요로 한다.

24) 공정거래법 시행령 제15조. 설립, 합병·분할로 전환이 이루어질 경우 등기일로부터 30일 이내, 다른 회사의 주식취득 등으로 전환된 경우 당해 사업연도 종료 후 4월 이내에 공정거래위원회에 신고하여야 한다.

25) 공정거래법에서는 이를 행위제한 의무로 규정하고 있다.

26) 공정거래법 제8조의2 제2항.

27) 이는 비계열사 주가가액의 합계액이 자회사 주가가액 합계액의 15% 미만인 지주회사에 대해서는 적용이 제외된다. 또한 자회사와 손자회사의 경우에는 비계열사 주식 취득에 공정거래법 상 제한이 없다.

사의 지배이므로, 비계열사 주식을 과도하게 보유하는 것은 본질에 벗어나기 때문이다. 마지막으로, 일반지주회사는 금융업과 보험업을 영위하는 국내 회사의 주식 소유가 금지된다.²⁸⁾ 이는 산업재벌의 사금고화를 방지하고, 금융자본과 산업자본의 분리유도를 목적으로 하고 있다.

자회사는 지주회사와 달리 부채비율의 제한을 받지 않으므로, 무분별한 부채 차입으로 지배 영역 확장이 가능할 수 있다. 따라서, 공정거래법에서는 자회사에 대해 세 가지 행위제한 의무를 규정하고 있다.²⁹⁾ 첫째, 손자회사 지분을 상장사 30%, 비상장사 50% 이상으로 보유해야 한다. 이는 지주회사-자회사 사이의 지분을 요건과 동일하다. 둘째, 손자회사가 아닌 국내 계열회사 주식을 소유할 수 없다. 현재 자회사와 손자회사 간 사업관련성 요건이 존재하고 있기 때문이다. 마지막으로, 자회사간 주식취득이 금지된다. 이는 순환출자 구조를 막기 위한 지주회사 체제의 기본 장치이다.

손자회사에 대한 행위제한 의무는 국내 계열회사 주식을 소유할 수 없다는 점이다.³⁰⁾ 이는 지주회사 체제가 '지주회사→자회사→손자회사'의 2단계 출자구조로 이루어지기 때문이다.³¹⁾

2.2 이사회 주요 내용: 지주회사의 장·단점

(이 부분은 2월에 열린 SK 이사회에서 지주회사 전환의 타당성을 설명하는 강승화 전무와 지주회사 전환을 부정적으로 보고 있는 남수복 사외이사와의 주요 대화 내용을 요약한 것이다)

강승화 전무(이하 강전무): 지금까지 SK의 지주회사 전환의 필요성과 전환 절차상 필요한 요건에 대해 설명드렸습니다. 궁금하신 점이 있으시면 질문해 주십시오.

남수복 사외이사(이하 남이사): 강전무님의 설명 잘 들었습니다. 제가 궁금한 것은 왜 우리 그룹이 지주회사로 전환을 해야만 하는 가입니다. 단순히 정부의 규제를 피하기 위해서라는 답변만으로는 부족한 느낌이 듭니다.

강전무: 지주회사는 기존의 복잡한 순환출자 기업 집단 체제에 비해 몇 가지 장점을 가지고 있습니다. 첫째, 지주회사 체제로 인해 개별 기업의 독립경영을 강화할 수 있으며, 이익중심의 경영을 촉진하는 계기가 될 수 있습니다. 지주회사 체제로 전환하게 되면 자회사 간 출자 고리가 단절되게 됩니다. 따라서 각 회사는 지배력 확장을 위한 노력 대신 자체 사업에 집중하게 되어, 독립 경영을 할 수 있는 구조적 기반이 마련되게 됩니다.

남이사: 그렇게 될 경우 현 그룹 지배구조의 해체를 가져오게 되는 것 아닌가요?

강전무: 그렇지 않습니다. 그룹 전체적으로도 지주회사 전환은 유리할 수 있습니다. 지주회사 체제는 자회사 간 복잡한 순환출자가 없기 때문에 부실기업의 신속한 정리가 가능할 수 있게 됩니다.

남이사: 그게 실제 중요한 문제가 될까요?

강전무: 그렇습니다. 순환출자 기업집단은 출자 고리(link) 역할을 수행하는 기업이 부실해질 경우 계열사의 부당지원 및 이로 인한 부실기업의 퇴출 경직성 등으로 시장경쟁을 저해할 우려가 존재합니다. 2001년 카드사 유동성 위기 발생 시, 삼성카드는 주요 계열사인 삼성전자, 삼성생명 등이 유상증자에 직접 참여하였으나, 당시 지주회사 체제를 갖추었던 LG는 타 자회사로부터의 직접 지원이 불가능하여 지주회사 LG와 대주주가 지원액의 80% 이상을 부담한

28) 역으로, 금융지주회사인 경우 비금융업·비보험업을 영위하는 국내기업의 주식 소유가 금지된다. 이는 현행 법상 금산분리와 결합된 요소라 할 수 있다.

29) 공정거래법 제8조의2 제3항.

30) 공정거래법 제8조의2 제4항.

31) 현재 공정거래위원회가 추진 중인 공정거래법 개정안에 따르면 지주회사의 부채비율을 100%에서 200%로 상향하고, 자회사 및 손자회사의 지분을 상장사 30%(비상장사 50%)에서 20%(비상장사 40%)로 낮추게 된다. 또한 지주회사의 행위유무 제한 유예기간이 기존 2년에서 공정거래위원회의 승인을 받을 경우 추가로 2년이 연장된다. 자회사의 경우 자회사와 손자회사 간 사업관련성 요건이 폐지되며, 손자회사는 국내 기업의 주식을 소유할 수 없었으나(증손회사 보유 금지), 100% 지분을 소유하는 증손회사가 허용된다.

사례가 있습니다. 현재 그룹 계열사 상황을 살펴볼 때, 자회사 중 식품, 에너지, 이동통신 부분에서 발생하는 수익의 일정 부분을 적자 부분인 미디어, 엔터테인먼트사에 투자하고 있습니다.

남이사: 음... 그럴 수는 있겠군요. 지주회사의 주 수입원은 어떤 것을 들 수 있는지 설명해주세요.

강전우: 자체 사업원이 없는 순수지주회사의 경우, 가장 주된 수입은 자회사로부터의 배당금을 들 수 있습니다. 또한, 지주회사의 상표를 사용함으로써 자회사들로부터 얻게 되는 로열티(royalty) 수익이 있습니다. 한편, 수익 구조를 통해서도 지주회사의 대외적 이미지 홍보가 이루어질 수 있게 됩니다.

남이사: 그게 무슨 뜻인가요?

강전우: 지주회사의 주 수입은 자회사로부터의 배당금이므로 자회사는 특정주주가 아닌 주주 전체의 이익을 도모하는 경영 체제가 강화될 수 있습니다. 복잡한 순환출자 기업의 경우, 지배주주가 여러 회사의 지분을 보유하면서 상장회사의 부를 총수 일가의 지분율이 높은 비상장회사로 이전시킬 우려가 있다는 지적이 최근 소액주주 사이에서 지속적으로 일어나고 있습니다. 따라서 지주회사 전환은 그런 우려를 감소시킬 수 있습니다.

남이사: 소액주주 운동의 강도가 점점 높아지고 있다는 점은 저도 충분히 고려하고 있습니다. 지주회사에 대한 사외의 평가는 어떠한가요?

강전우: 전반적으로 우호적입니다. 지주회사 체제

는 '지주회사→자회사→손자회사'로 계열사 간 출자 관계가 단순·투명하여, 지주회사·자회사·손자회사 간 권리와 책임 관계가 명확해지므로, 자본시장 참여자들에 의한 경영감시가 용이해진다는 것이 시장의 평가입니다. 다시 말해, 그동안 법적 실체가 명확하지 않음에도 불구하고 대기업 전체의 의사결정을 좌우했던 구조조정본부 역할을 법적 실체가 명확한 지주회사가 담당하게 됨에 따라, 법적 책임소재가 분명하게 되는 긍정적인 효과가 발생하게 되는 것입니다. 자회사 간 복잡한 순환출자가 해소될 경우 계열사 간 부의 불공정 배분을 해소하고, 주주이익을 제고시키는 결과를 가져온다는 것이 일반적인 평가입니다.

남이사: 시장에서는 그렇게 평가를 하고 있군요. 지주회사 전환으로 인한 제도상의 이점은 어떤 것들이 있습니까?

강전우: 공정거래법, 법인세법 등 정부의 다양한 제도적 지원(incentive)이 존재하고 있습니다. 공정거래법상 지주회사 및 지주회사의 자회사손자회사에 대해서는 출총제의 적용을 면제시켜주고 있습니다(<표 4> 참조).³²⁾ 따라서 향후 M&A 등의 일정에서 자금 출자가 가능하게 됩니다. 세제 측면에서도 다양한 지원이 존재하는 데, 지주회사가 자회사로부터 받는 배당수익에 대해 일정부분을 익금불산입하는 방식으로 법인세 감면 혜택을 부여하고 있습니다.³³⁾ 또한, 지주회사 전환을 위한 현물출자 및 주식교환에 대해서는 과세를 연기하고, 타 회사 주식을 51% 이

〈표 5〉 지주회사 제도와 타 제도 비교

제도	상호출자금지	출자총액제한	지주회사
적용대상	국내 계열사 자산합계 2조원 이상 대기업	국내 계열사 자산합계 10조원 이상 대기업	- 지주회사 자산총액 1,000억원 이상 - 자회사 주식가액이 지주회사 자산총액 50% 이상
실시시기	1986년 12월	2001년 4월 재시행	1999년 4월
제한내용	기업집단체 회사간 직접상호 출자 금지	타회사출자 한도를 회사 순자산 40% 이내 제한	부채비율 200% 이내 등 행위제한 의무
위반 시	의결권제한, 주식처분 등	의결권제한, 주식처분 등	과징금, 주식처분 등

자료: 공정거래위원회

32) 공정거래법 제10조 제7항.

33) 법인세법 제18조의2.

상 취득할 경우 부담해야 하는 당해 법인의 부동산 취득세를 비과세 받을 수 있습니다.³⁴⁾

남이사: 강전무님은 지주회사의 장점을 말씀하시는군요. 제가 알기로는 지주회사의 배당수익 익금불산입은 자회사 지분을 100% 보유하지 못할 때에는 일정 부분만 이루어지게 되어, 결국 이중과세 문제가 발생할 수 있다고 보는데요.

강전무: 그런 점이 있긴 하지만, 법인세법 개정으로 인해 점차 익금불산입 비율이 높아지고 있는 추세입니다.

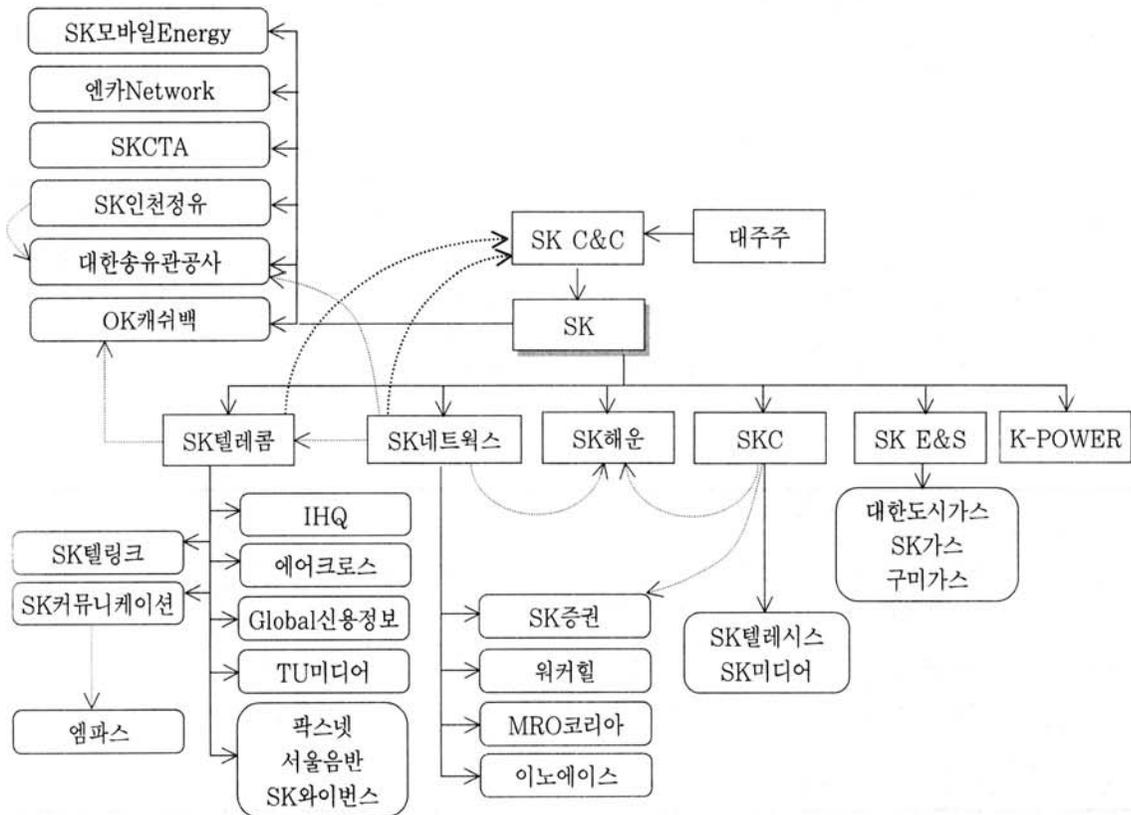
남이사: SK의 지주회사 전환 이후 SK그룹의 지배구조는 어떤 식으로 재편되나요?

강전무: 전환 이전(<그림 6>)과 전환 이후(<그림 7>)로 정리할 수 있습니다.

남이사: 이 과정에서 그룹이 계열사 지분을 불가피하게 매각해야 하는 부작용이 발생하고 있지 않습니까?

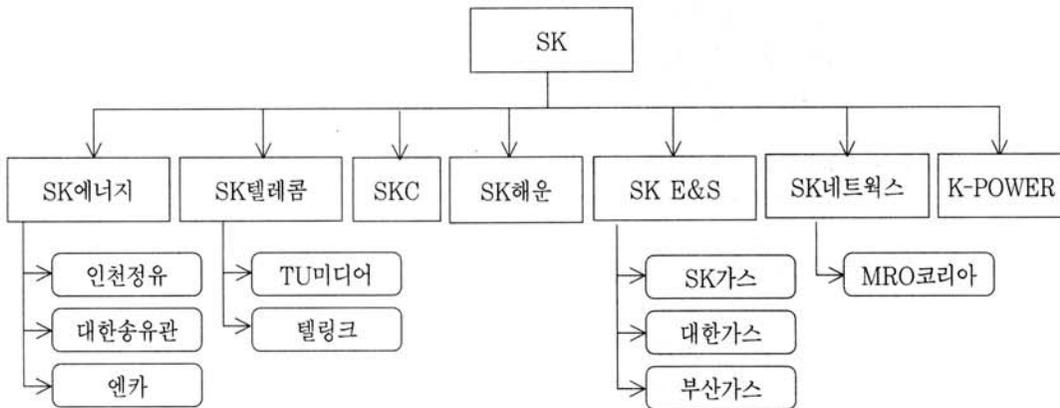
강전무: 그렇습니다. 지금까지 그룹의 자금조달 역할을 담당해 왔으며 차세대 성장 사업 중 하나인 증권사를 매각해야 합니다. 이는 금융자본과 산업자본의 분리 규제가 있기 때문입니다. 다만, 전환일로부터 2년의 유예기간이 주어지며, 공정거래법 개정안이 통과될 경우 합당한 사유로 공정거래위원회에 승인을 얻을 경우 추가로 2년의 연장기간이 주어지므로, 향후 추이를 살펴볼 수 있는 여지가 있습니다.

남이사: 그룹 입장에서는 지주회사 체제 유지를 위해 지주회사와 자회사의 지분을 확보하는 과정에서 상당한 자금이 소요될 거 같은데요. 이런 문제는 기존 순환출자 지배구조에서는 발생하지 않았던 문제



<그림 6> SK 지배구조 (지주회사 전환 전: 2006년말)

34) 조세특례제한법 제38조의2 제1항·제2항, 제52조의2, 조세특례제한법 제120조 제6항 제8호.



〈그림 7〉 SK 지배구조 (지주회사 전환 후: 예상)

아닙니까?

강전무: 중요한 지적입니다. 그룹 총수의 지주회사 지분을 확보와 지주회사의 자회사 지분을 확보, 두 가지 사항이 지주회사 전환의 핵심이라 할 수 있습니다. 추가 자금부담 없이 지주회사의 지분율을 증대시킬 수 있는 방법을 강구해야 합니다. 이 부분은 현재 실무팀이 열심히 작업 중입니다.

남이사: 계열사 사이의 지분정리에 대해서도 설명을 부탁드립니다.

강전무: 지주회사 체제에서는 순환출자, 자회사 사이의 출자가 불가능하게 됩니다. 따라서 기존 SKC와 SK네트웍스의 SK해운 지분 등이 정리되어야 합니다. 또한 사업관련성이 없는 손자회사의 계열정리 및 매각도 이루어져야 합니다. 한편, 자회사 및 손자회사의 지분율 요건을 위해 지주회사 및 자회사는 부족한 지분을 추가 매입해야 합니다. 이 과정 역시 2년의 유예기간이 주어집니다.

남이사: 풀리지 않는 의문점이 하나 있는데요. 지주회사 전환 이후 SK C&C는 어떻게 되는 겁니까?

강전무: 이 부분이 마지막 과제라 할 수 있습니다. 현재 그룹의 대표적인 순환출자 구조는 'SK C&C→SK→SK텔레콤/SK네트웍스→SK C&C'입니다. 또한 SK C&C가 비상장 기업이며 그룹 총수가 최대주주라는 점을 유의할 필요가 있습니다.

남이사: SK C&C가 지주회사로 지정될 수도 있는 것 아니가요?

강전무: SK C&C가 지주회사로 지정되면, SK홀딩스

가 보유한 손자회사 지분을 매각하거나 지분을 100% 보유, 또는 자회사와 손자회사를 합병해야 합니다.

남이사: 그건 그룹 전체적으로 불리한 게 아니가요?

강전무: 일단 이사회에 상정한 안건은 SK를 지주회사로 하여 이루어진 것이며, SK C&C는 지주회사인 SK홀딩스의 주주 중 하나라는 것이 회사의 입장입니다. 또한 지주회사 전환 유예기간인 2년이라는 시간이 존재합니다. 이외에도 SK C&C의 지주회사 지정을 막기 위한 다각도의 방안을 마련 중에 있습니다.

남이사: 쉽지 않은 과정이군요. 기업 외부에서 지주회사에 대한 부정적 견해는 전혀 없습니까?

강전무: 그렇지는 않습니다. 지주회사 체제가 오히려 총수 일가의 지배권 공고화를 가져올 수 있다는 비판도 있습니다. 총수 일가가 지주회사의 지분만 충분히 확보한다면 기업집단 전체를 지배할 수 있기 때문입니다. 최근 자발적인 지주회사 전환이 많아지는 이유를 총수 일가의 지배권 강화, 계열분리 없는 경영권 상속 등의 목적 때문으로 평가하는 비판적 시각도 있습니다. 지주회사 체제는 순환출자 지배구조보다 소유와 경영의 분리가 더욱 뚜렷이 나타나기 때문입니다.

남이사: 충분히 그럴 수 있겠군요. 또 다른 지적은 없습니까?

강전무: 미국, 영국 등 해외 주요국의 지주회사의 100% 자회사 체제와는 달리, 최소지분으로 자회사

를 지배하는 국내 지주회사 체제는 경제력 집중 우려 및 소수주주의 권익침해 가능성이 여전히 존재하고 있습니다. 대주주의 입장을 대변하는 지주회사와 자회사의 소액주주 사이의 이해상충, 주주권의 간접화로 인한 지주회사 소액주주의 권익침해 등 개별기업의 차원을 넘어서는 회사법적 문제가 지주회사에서 발생할 수 있기 때문입니다.

남이사: 외국의 경우를 좀 더 설명해 주시겠습니까?

강전무: 국가마다 다소 차이가 있습니다. 미국의 경우, 사업다각화를 추구하기 보다는 연관성 있는 사업에 집중하는 성장정책으로 국내 그룹사와 같은 지주사 형성은 일어나지 않았습니다. 다만, 금융업의 대형화를 위한 금융지주회사, 시장의 과점화를 위한 전력·가스 업체들의 사업지주회사 등으로 대표될 수 있습니다. 오히려 영국의 경우, M&A를 통해 규모를 키우는 과정에서 지주회사 중심으로 사업다각화가 일어났습니다. 다만, 영국과 미국의 대부분 지주회사들은 자회사 지분을 100% 보유하고 있다는 점이 국내 지주회사 체제와 가장 큰 차이점입니다. 자회사에 소수 주주가 존재할 경우, 지주회사의 자회사에 대한 의사결정에 혼선을 가져올 수 있다는 우려 때문에 판단됩니다. 따라서 자회사는 비상장기업이 대부분입니다.

남이사: 정리를 해야겠군요. 강전무께서 지주회사 전환의 당위성을 간단하게 정리해주시겠습니까?

강전무: 지주회사 전환은 기업의 투명성 강화, 소유와 경영의 분리, 기업의 본래 사업 영역 집중으로 인한 수익 증대, 부실 자회사로 인한 그룹 전체 부실 방지, M&A의 여력 확대, 정부의 지원 등의 장점이 있습니다. 물론 그에 따르는 어려움과 부작용도 존재하는 것이 사실이지만, 그룹의 현 상황과 주변 환경을 고려할 때 충분히 재고할 필요가 있는 사안입니다. 이상으로 발표를 마치겠습니다.

강전무는 빠른 시일내에 SK그룹의 지주회사 전환을 위한 최적방안을 마련해야 한다는 생각에 한층 더 어깨가 무거워짐을 느끼며 이사회 회의장을 나서게 되었다.

〈Teaching Note〉

SK그룹의 지주회사 전환 사례

I. 목표

지주회사는 국내 대기업들의 대표적 기업지배구조(corporate governance)인 순환출자와 대비되는 구조로서, '지주회사→자회사→손자회사'의 2단계 출자구조로 이루어진다. 정부는 순환출자가 기업의 경쟁력을 저해하고 사회적으로도 불이익을 줄 수 있다는 시각에서 지주회사 전환을 지속적으로 장려하고 있다. 그 결과 2006년 하반기 이후 지주회사 전환이 복잡한 순환출자로 이루어진 대기업에서도 점차 활발하게 이루어지고 있는 실정이다. 본 사례연구는 과거 불투명한 기업지배구조로 인해 경

영권 분쟁을 경험했던 SK그룹을 대상으로, 순환출자에 대한 이해, 지주회사 전환의 고려 사항과 그로 인한 긍정적·부정적 요소를 이해하는 것을 주된 목표로 삼고 있다.

II. 사례 요약

SK그룹은 2006년말 현재 55개 계열사를 보유한 자산 총액 55조원의 세계 4위 그룹이다. 당초 섬유사업을 기반으로 설립된 기업이었으나, 그룹의 확장 과정에서 사업다각화가 이루어지면서 비관련

〈표 1〉 상호출자제한 기업집단 지정 현황 (2008년 3월말)

순위	기업집단명	계열사 (개)	자산총액 (10억원)	순위	기업집단명	계열사 (개)	자산총액 (10억원)
1	삼성	59	144,449	10	한국토지공사	3	33,600
2	한국전력공사	12	112,621	11	GS	57	31,051
3	현대자동차	36	73,987	12	현대중공업	9	30,058
4	SK	64	71,998	13	KT	29	27,073
5	LG	36	57,136	14	금호아시아나	52	26,667
6	대한주택공사	2	51,137	15	한진	27	26,299
7	롯데	46	43,679	16	한화	40	20,627
8	한국도로공사	4	38,824	17	두산	21	17,033
9	포스코	31	38,496	18	하이닉스	8	14,995

주: 고덕체는 출자총액제한을 받는 기업집단임
자료: 공정거래위원회

〈표 2〉 공정거래법상 지주회사 현황 (2007년 8월말)

구분	지주회사 수	자회사 수	손자회사 수	합계
일반지주회사	36 (21)	233 (43)	81 (6)	290 (70)
금융지주회사	4 (4)	29 (2)	15 (0)	37 (6)
계	40 (25)	262 (45)	96 (6)	327 (76)

주: () 안은 상장기업 수임
자료: 공정거래위원회

기업들의 M&A가 이루어졌다. 그 결과, 현재는 에너지, 이동통신, 금융, 엔터테인먼트 등 사업구조가 지나치게 다각화되었다.

사업 확장 과정에서 충분한 자금을 확보하지 못한 그룹 총수의 지분율은 자연스럽게 감소할 수밖에 없었다. 그럼에도 적은 지분율로 지금까지 그룹 전체를 지배할 수 있었던 것은 순환출자 덕분이었다. 순환출자는 가공자본과 가공지분율을 생성할 수 있으며, 이로 인해 소유권과 지배권의 차이가 발생할 수 있기 때문이다. 결과적으로 최태원 회장 및 특수관계인의 SK 지분율은 2.2%에 불과하지만, 지배권은 36.3%까지 증가하게 되었다.

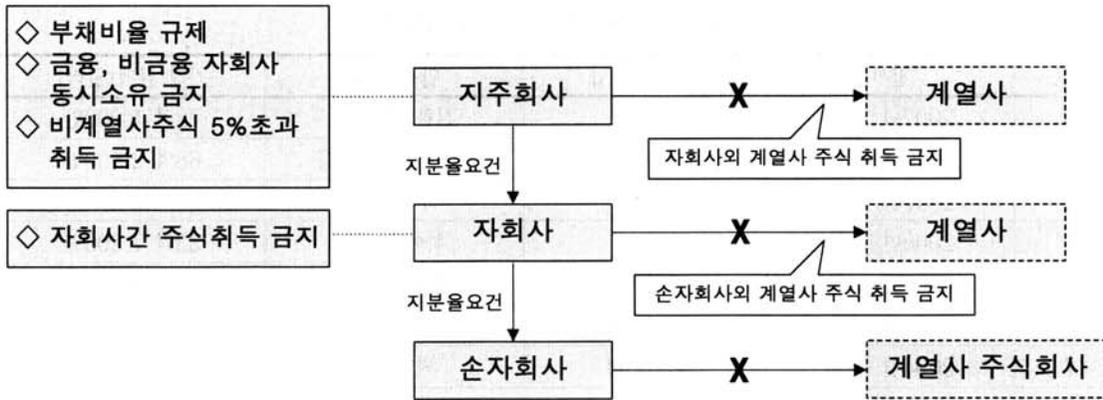
한편, 외환위기 이후 정부는 국내 대기업들의 불투명한 기업지배구조가 기업가치 할인(discount) 현상을 가져올 수 있다는 지적에 따라 1999년부터 지주회사 전환을 허용하였다. 그 결과 2001년 LG를 필두로 국내 대기업의 지주회사 전환이 이어졌고, 2007년에 SK그룹도 지주회사 전환을 고려하게 되었다. 본 사례연구는 크게 두 부분으로 구성된다. 첫째, 지주회사 전환 요건과 전환 후 기업지배구조에 어떠한 변화가 이루어지는가를 전환 작업을 준비 중인 강승화(가명) 전무의 보고서를 통해 설명한다. 둘째, 이사회에서 강승화 전무와 남수복(가명) 사외이사와의 토론을 통해 지주회사 전환의 장·단점을 정리한다.

III. 주요 질문 및 토론 사항

3.1 지주회사 전환을 위한 요건은 무엇인가?

지주회사 전환을 위해서는 전환 이전 지주회사의 요건과 전환 이후 지주회사, 자회사, 손자회사의 행위제한 의무 요건으로 세분된다. 우선, 지주회사 전환을 위해서는 해당 회사가 ① 자산총액 1,000억원 이상, ② 보유 자회사 주식가액의 합계가 지주회사 자산총액의 50% 이상이어야 한다. SK는 해당 요건을 충족시키고 있으므로, 지주회사 전환이 이루어지게 된다. 전환 이후 지주회사, 자회사, 손자회사는 행위제한 의무가 주어지며, 〈그림 1〉은 각 기업의 행위제한 의무를 요약하고 있다. 행위제한 의무를 이행하기 위해 SK그룹이 해결해야 할 몇 가지 과제가 존재한다. 지주회사의 자회사 지분 요건 충족을 위해 추가적인 지분 확대가 필요하고, 자회사간 순환출자 해소, (일반지주회사인 SK 입장에서) 금융자회사 지분 정리 등의 작업이 이루어져야 최종적인 지주회사 전환 작업이 완료된다. 또한, 그룹 전체 지배권을 갖게 된 지주회사에 대한 대주주(그룹 총수)의 추가적인 지분율 확대도 필수적이다.

다만, 현실을 감안하여 위 작업들은 전환 기준일 이후 2년, 공정거래위원회의 승인을 얻을 경우 추가 2년의 유예기간이 주어지므로, 어느 정도 여유



자료: 공정거래위원회

<그림 1> 지주회사 행위제한 요건

<표 3> 지주회사 전환요건 규정 완화

	과거	현행(2007년 4월 개정)
지분율 요건	상장기업: 30%	상장기업: 20%
	비상장기업: 50%	비상장기업: 40%
부채비율 요건	100%	200%
지주회사의 행위의무 제한 유예기간	2년	공정거래위원회 승인 시 2년 추가 연장 가능
증손회사 보유 여부	불가능	100% 지분 보유시 가능

자료: 공정거래위원회

를 가지고 전환 작업이 이루어질 수 있다.¹⁾

3.2 지주회사 전환방법으로는 어느 것이 좋은가?

지주회사 전환방법 결정은 전환 과정의 핵심 사안 중 하나이다. 분할로 인한 지주회사 전환이 국내에서는 가장 일반적으로 이루어지고 있다. 분할에는 인적분할과 물적분할의 두 가지 경우가 있는데, <표 5>와 <그림 2>는 두 방법을 비교설명하고 있다. 두 방법의 가장 큰 차이점은 분할 대가로 교부되는株式이 누구에게로 귀속되는 가이다. 물적

분할은 분할 대가 교부株式이 분할기업에 귀속되는 반면, 인적분할은 기존 주주들에게 배정된다는 차이점이 있다.²⁾ 인적분할의 경우 지주회사와 자회사가 동시에 재상장될 수 있다는 점에서, 최근 지주회사 전환에서 자주 등장하고 있다. 인적분할은 지주회사 분할 시 기존 주주가 지분율만큼 존속회사와 신설회사의 지분을 유지하는 방식이다. SK가 인적분할을 취하는 경우, 가장 먼저 해결해야 할 문제는 지주회사(SK)와 신설 자회사(SK에너지) 사이의 자회사 지분율 요건 충족과 그룹 총수의 지주회사 지분율 확보이다.

1) SK의 지주회사 전환이 결정된 이후 2007년 4월 공정거래법이 개정되어 지주회사 전환요건 규정이 완화되었다(<표 3> 참조).

2) 인적분할에는 기존 주주지분에 비례하여株式이 배정되는 비례배분과 그렇지 않은 불비례배분으로 구분된다. 국내에서 인적분할 사례가 비례배분으로만 이루어졌다는 점에서, 이하에서는 비례배분을 중심으로 설명한다.

〈표 4〉 국내 10대 M&A (2003~2007년)

구분	일시	피인수 기업	인수 기업	거래 금액(달러)
1	2007년 3월	LG카드	신한금융지주	78억 1,200만
2	2006년 12월	대우건설	금호아시아나그룹	68억 2,500만
3	2007년 11월	밥캣	두산그룹	49억
4	2005년 8월	진로	하이트맥주	33억 7,300만
5	2005년 4월	제일은행	스탠다드차타드	31억 8,200만
6	2003년 7월	조흥은행	신한은행	28억 3,900만
7	2004년 5월	한미은행	씨티그룹	27억
8	2007년 4월	S-오일	한진그룹	22억 2,200만
9	2007년 12월	하이마트	유진그룹	21억 2,100만
10	2005년 12월	인천정유	SK	15억 1,500만

자료: JP모건

이 문제의 해결을 위해 SK는 자사주 매입과 공개매수를 이용하게 된다. 예를 들어, 분할 이전 SK가 자사주를 17.3% 보유한 상황에서 인적분할이 이루어지면 지주회사인 SK와 자회사인 SK에너지 모두 17.3%의 자사주를 보유하게 된다. 자사주 매입의 긍정적 효과는 다음과 같다. 분할 전 자사주는 자산으로 계상이 되지 않는 반면 분할 후 신설 자회사의 자사주 지분은 지주회사의 투자자산으로 계상된다. 즉, 회사 분할로 자본의 증가를 얻

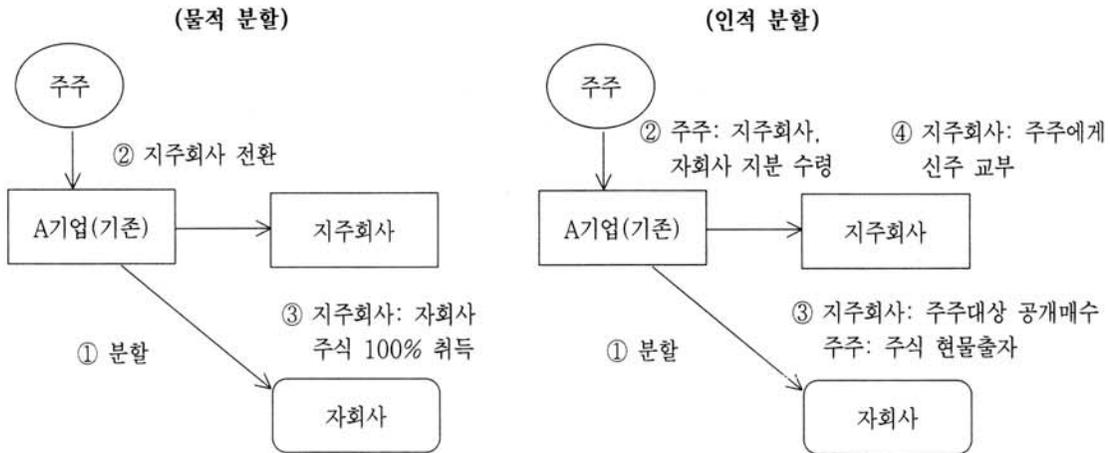
을 수 있게 된다. 또한, 인적분할 완료 후 2년 내에 지주회사 전환요건을 구비하기 위해 SK는 유상증자를 통한 공개매수를 시행하게 된다. 그러나 거액의 자금을 투자할 여력이 없는 대주주 입장에서 공개매수 시 현금 대신 현물출자를 통한 주식교환을 실행하면 과도한 비용 지출 없이 지주회사의 지분율을 늘려 그룹 전체의 지배력을 강화시킬 수 있게 된다(〈그림 3〉 참조).³⁾ 한편, 자사주 매입 자금과 지주회사의 자회사 지분확보 자금을 위해서,

〈표 5〉 기업분할 제도 비교 (기업분할 대가의 귀속 여부에 따른 분류)

종류	특징	기업가치	유사 외국제도
인적분할	비례배분 - 기존 주주지분에 비례하여 주식 배정 - 주주의 동일성 유지	증가	spin-off
	불비례배분 - 분할기업 주주 주식과 신설기업 현물출자 대가로 받은 주식을 상호교환 - 분할기업과 신설기업의 주주 분리	국내사례 없음	split-off
물적분할	- 분할 대가로 받은 주식은 분할기업 귀속 - 분할기업은 분할이전과 동일 지분유지	불변	ausgliederung (독일)

자료: 한국은행

3) 이 과정에서 가장 바람직한 상황은 자회사 주가와 지주회사 주가의 괴리율이 높아지는 것이다. 그 경우 주식교환 시 차익거래(arbitrage) 기회가 없어지므로, 일반주주의 공개매수 응대 비율이 낮아질 것이다. 반면, 대주주가 획득할 지주회사의 신주 지분율은 극대화되게 된다.



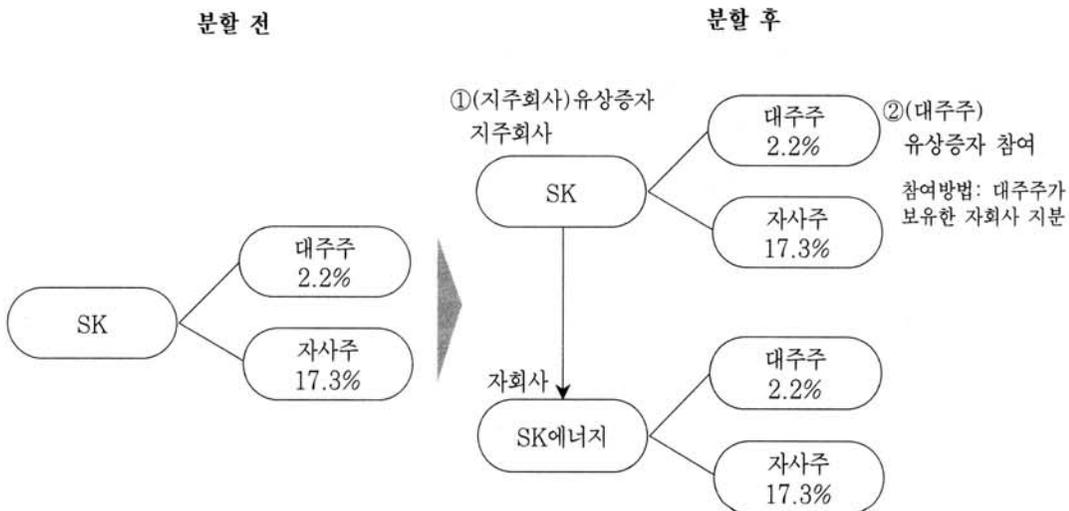
자료: 한국은행

〈그림 2〉 물적분할과 인적분할 방식 비교

SK그룹은 본사 사옥 등의 자산매각(Sales and Lease-back), ABS 발행 등을 고려할 수 있다.

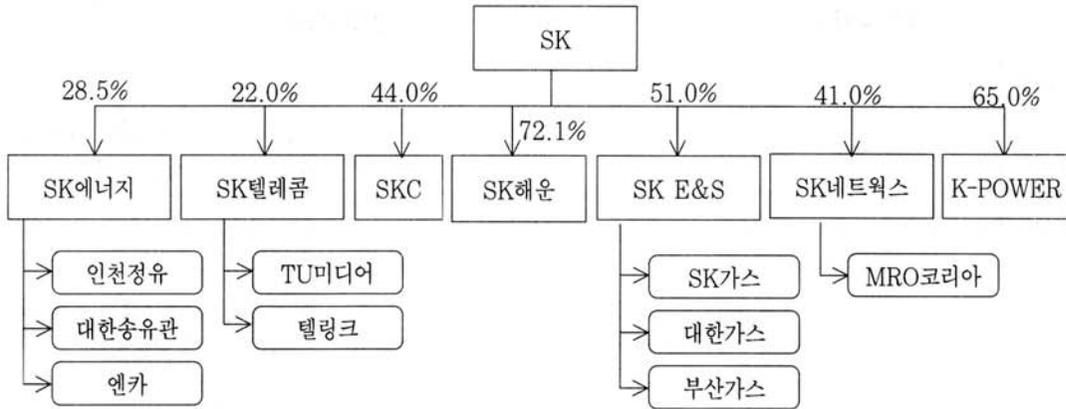
결국, 인적분할에 의해 SK는 지주회사인 존속회사 'SK'와 사업자회사인 신설회사 'SK에너지'로 나누어질 예정이며, 이 과정에서 SK와 SK에너지의 분할 비율을 결정해야 한다. 존속회사와 신설회사

는 기존 기업의 자산, 부채를 분할 승계하게 된다. 지배구조 안정과 향후 신규사업 진출을 위해서 그룹 지배의 핵심이 되는 지주회사에 현금 및 자산을 주로 배정할 필요가 있으며, 기존 기업의 부채는 자회사가 상당 부분 부담하는 것이 타당할 것으로 판단된다.⁴⁾ 이와 같은 상황을 감안하여 SK는 존속



〈그림 3〉 자사주 활용 및 유상증자를 통한 공개매수

4) 지주회사는 법적으로 부채비율을 200% 이하로 유지해야 하므로, 자회사의 부채 부담의 명분도 존재한다.



〈그림 4〉 SK 지배구조 (지주회사 전환 후: 2007년 8월말)

회사와 신설회사의 지분을 0.71:0.29로 분리하기로 결정하였다.

지주회사인 SK의 행위제한 의무는 크게 다섯 가지로 나누어질 수 있다.⁵⁾ 첫째, 부채비율을 200% 이내로 맞추어야 한다. 분할 전 SK의 부채비율은 144%로 분할 이후에도 요건 충족에 별 문제가 없지만, 향후 자회사의 지분 확보 등으로 인해 상향될 수 있으므로 SK 94%, SK에너지 150%로 부채비율 조정을 결정하였다. 둘째, 자회사 지분을 상장사 20% 이상, 비상장사 40% 이상 보유해야 한다. 이 조건을 충족하기 위해 SK에너지의 지분 매입이 필요하게 된다. 셋째, 자회사 이외의 다른 국내 계열사 주식소유가 금지된다. 넷째, 비계열사 주식을 당해 회사 발행주식 총수의 5%를 초과하여 소유할 수 없다.⁶⁾ 마지막으로, 일반지주회사는 금융업과 보험업을 영위하는 국내회사의 주식 소유가 금지된다.⁷⁾ 이에 따라 SK그룹도 금융업인 SK증권 지분을 매각하여야 한다.

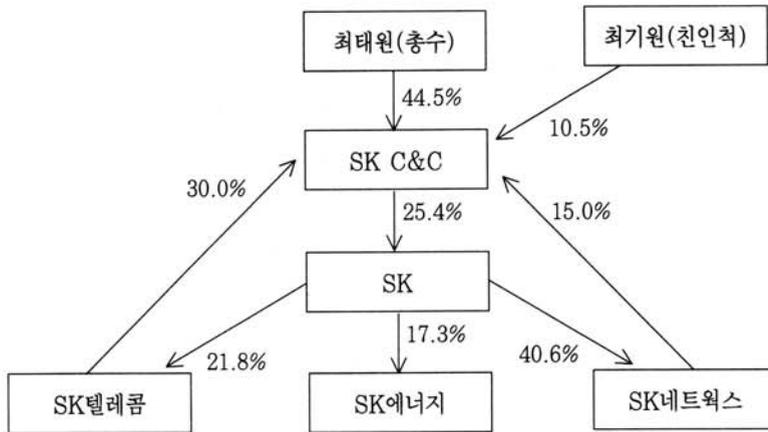
3.3 지주회사 전환 이후에 SK그룹의 지분구조는 어떻게 변하는가?

사례연구의 〈그림 5〉와 〈그림 6〉은 SK그룹의 현재 지분구조와 지주회사 전환 이후의 지분구조를 정리하고 있다. 전환 전 SK그룹의 지배구조는 상호순환출자로 인해 상당히 복잡한 구조를 갖게 되지만, 전환 이후에는 '지주회사→자회사→손자회사'로 간결한 지배구조를 유지하게 된다. 이 과정에서 SK그룹은 지주회사 및 자회사의 지분율 요건(상장사 20% 이상, 비상장사 40% 이상)을 확보하기 위해 지분을 추가 매입해야 한다. 또한, 자회사간 출자를 해소하기 위해 주식교환 및 보유지분 매각 등을 실시하며, 비계열사 및 금융업 자회사 지분 매각 작업도 이루어져야 한다. 한편, 상호출자 해소를 위한 SK C&C의 관련지분 정리는 지주회사 전환의 마지막 단계라고 할 수 있다. 현재 그룹 총수의 대다수 지분은 SK가 아닌 SK C&C에 집중

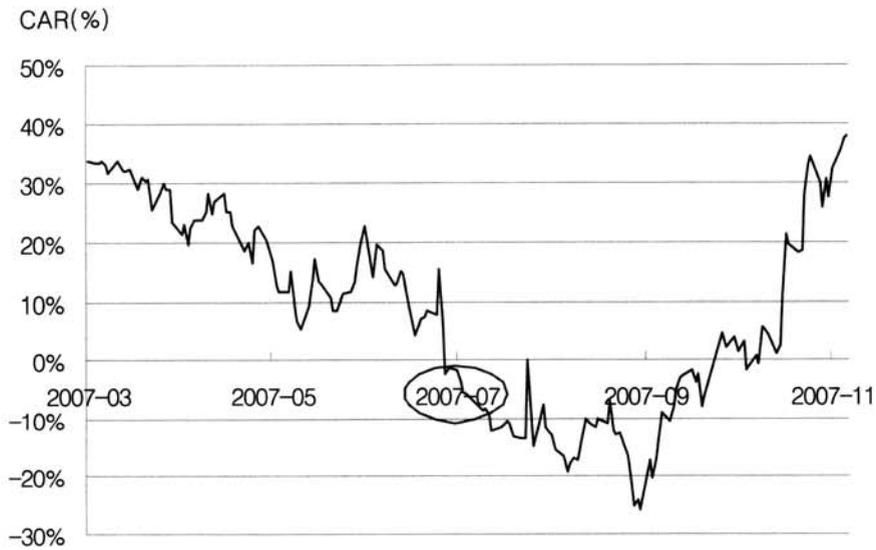
5) 공정거래법 제8조의 2. 2007년 4월 〈표 3〉의 내용을 골자로 하는 공정거래법 개정이 이루어졌으므로, 이하에서는 이를 기준으로 설명하기로 한다.

6) 이는 비계열사 주식이액의 합계액이 자회사 주식이액 합계액의 15% 미만인 지주회사에 대해서는 적용이 제외된다. 또한 자회사와 손자회사의 경우에는 비계열사 주식 취득에 공정거래법상 제한이 없다.

7) 역으로, 금융지주회사인 경우 비금융업·비보험업을 영위하는 국내기업의 주식 소유가 금지된다. 이는 현행 법상 금산분리와 결합된 요소라 할 수 있다.



〈그림 5〉 SK 지배구조 현황 (2008년 2월말)



〈그림 6〉 SK 누적초과수익률 추이: -4월~+4월 (2007년 7월 기준)

되어 있기 때문이다.

지주회사 전환 이후 SK C&C는 어떻게 되는 것일까? 지주회사 전환으로 SK C&C의 지분 변동은 없다고 할 수 있다. 어차피 인적분할로 이루어지는 SK와 SK에너지의 지분율은 과거 SK C&C의 SK 지분율과 동일하기 때문이다. 그렇다면 지분구조 상으로 SK C&C가 지주회사인 SK를 지배

하게 되는데 지주회사를 지배하는 기업이 가능한 것일까라는 의문이 발생한다. 현재 그룹의 대표적인 순환출자 구조는 'SK C&C→SK→SK텔레콤/SK네트웍스→SK C&C'이다. 또한, SK C&C가 비상장 기업이며 그룹 총수가 최대주주라는 점을 유의할 필요가 있다. 만일, SK C&C가 지주회사로 지정되면, SK가 보유한 손자회사 지분을 매각

하거나 지분을 100% 보유, 또는 자회사와 손자회사를 합병해야 하는 문제가 생긴다. 2007년 2월 SK의 이사회에 상정한 안건은 SK를 지주회사로 하여 이루어진 것이며, SK C&C는 지주회사인 SK의 주주 중 하나라는 것이 지주회사로의 전환을 결정할 당시 SK의 입장이었다. 또한, 지주회사 전환 유예기간인 2년(최대 4년)이라는 시간이 존재하기 때문에 시간을 가지고 SK C&C의 지주회사 지정을 막기 위한 다각도의 방안을 마련하였을 것으로 추측된다.

3.4 지주회사 전환의 명암

본 사례에서는 강승화 전무와 남수복 사외이사의 대화를 통해 지주회사 전환에 대한 기업 내부의 입장과 기업 외부의 시각을 정리하고 있다. 지주회사 전환에 따른 장점은 크게 두 가지로 정리할 수 있다. 첫째는 지배구조의 투명성 제고이다. 순환출자 해소를 통한 지배구조 단순화로 기업의 투명성과 독립성이 제고될 수 있다. 또한, 기존 대기업들이 기업지배구조의 개선으로 제시하는 '이사회중심 경영' 차원을 넘어서는 구조적 지배구조 개선으로의 진전이 이어질 수 있게 된다. 두 번째는 경영의 효율성이 증대된다. 지주회사 전환으로 인해 독립적 자율경영과 업종 전문화를 통한 경영 효율성이 증대될 수 있다. 또한, 사업업종과 관련 없는 투자주식의 분할로 사업경쟁력을 강화하여 기업의 가치를 제고시킬 수 있다. 이러한 두 가지 장점으로 인해 기업의 저평가(under-valuation)의 본질적 해소가 이루어질 수 있게 되고, 이는 주주가치의 증진으로 이어지게 된다.

〈그림 6〉은 전환일(2007년 7월 1일)을 기준으로 하여 시장조정모형(market adjusted model)에 의해 계산된 SK의 누적초과수익률(CAR) 값을 보여주고 있다. 전환일 직후 CAR는 일부 기간에서 (-)를 기록하였으나, 이후 (+)로 전환되고 있음을 확인할 수 있다.

반면, 지주회사 전환으로 인해 발생하는 단점은 두 가지로 요약할 수 있다. 전환 과정에서 그룹이 원하지 않는 계열사의 비자발적 지분 정리가 수반될 수 있다. SK의 경우 2009년 자본시장통합법 시행으로 향후 신성장 사업으로 등장할 수 있는 증권사(SK증권)를 매각해야 한다.⁸⁾ 이는 금융자본과 산업자본의 분리(이하 금산분리) 등 다른 관련법과의 연결 고리 때문인데, 이에 대한 논의가 최근 들어 지속적으로 이루어지고 있는 실정이므로 향후 추이를 지켜볼 필요가 있다. 두 번째는 지주회사가 총수 일가의 지배권 강화 차원으로 이용될 수 있으며, 이 과정에서 소수주주의 권익이 침해될 수 있다는 부분이다. 예를 들어 LG그룹은 지주회사 전환 과정에서 유상증자를 통한 공개매수를 활용, 대주주가 적은 부담으로 상당 수준의 지분을 확보하였다. 즉, 자회사 주식을 공개매수하면서 지주회사인 LG의 신주를 발행하는 방식으로 유상증자를 실시하였다. 이 과정에서 자회사(LG전자) 지분을 시중 가격보다 높게 지주회사(LG)에 매각하고, 주가가 낮아진 LG의 신주를 매입하면, LG전자 대주주의 지분비율이 크게 늘어나게 된다.⁹⁾

3.5 해외 사례: 스웨덴 발렌베리 가문

국내의 지주회사 전환 규정은 해외와는 다소 차

8) 2007년 지주회사로 전환한 CJ의 경우에도 그룹 내 증권사(CJ투자증권)와 자산운용사(CJ자산운용) 매각을 추진하여, 2008년 5월 현대중공업과 양해각서(MOU)를 체결하였다.

9) LG가 지주회사로 전환되기 이전 LG전자와 LG화학에 대한 그룹 총수 일가의 지분율은 8.8%와 9.6%이었으나, 지주회사 출범 이후 34.8%와 34.0%로 늘어났다.

이를 보여주고 있다. 가장 큰 차이점은 국내 지주회사의 경우 비교적 적은 지분으로 자회사를 지배하는 반면, 미국과 영국 등에서는 자회사의 지분이 100%에 가깝다는 것이다. 이는 상대적으로 부족한 자금을 가지고 기존의 복잡한 순환출자 구조를 해소하기가 쉽지 않다는 국내 상황을 감안할 때, 어느 정도 타당성은 있으나 향후 이 문제에 대한 논의가 필요할 것으로 판단된다.

한편, 지주회사 운영의 대표적인 해외 사례로 스웨덴 발렌베리(Wallenberg) 가문을 들 수 있다. 발렌베리는 1856년 창업 이후 약 150여년에 걸쳐 Ericsson, ABB, Electrolux 등 글로벌 기업들을 성공적으로 경영하고 있는 가문이다. 발렌베리는 친·인척 중심의 소유주와 다각화된 업종을 보유하고 있다는 점에서 국내 대기업과 유사한 특성을 가지고 있다. 그러나 발렌베리는 1916년 지주회사인 'Investor AB'를 설립하여, '적극적 주인의식(active ownership)' 정책 속에서, 단기적인 자본이익보다 중장기 기업 육성에 우선순위를 두었다. 지주회사 설립을 통해 투명한 소유·지배구조를 정립하고, 적극적으로 기업의 사회적 책임을 실천한 결과, 발렌베리 가문이 스웨덴의 대표적인 기업들

을 안정적으로 성장시켜 나갔다는 점은 국내 기업들에게 시사점을 주고 있다.

3.6 관련제도 개정 이후 지주회사 제도

2008년 정부는 출총제 폐지를 골자로 하는 공정거래법 개정안을 발표, 올해 안에 시행을 목표로 후속 작업을 추진 중에 있다. 그러나, 출총제 폐지가 이루어지게 되면, 상대적으로 지주회사의 단점이 부각되게 되어 제도 활성화가 어려워질 수 있다. <표 6>은 이를 4가지 관점에서 정리하고 있다. 특히, 총 자산에서 자회사 보유주식 규모가 차지하는 비중이 50%를 넘을 경우 강제로 지주회사로 전환되는 현 규정은 출총제 폐지하에서 더욱 논란이 될 수 있다. 출총제 폐지로 계열사 간 공동투자가 가능해지면서 단독투자가 어려운 대규모 M&A에서 지주회사의 경쟁력이 약화될 수 있기 때문이다. 따라서 출총제 폐지가 확정될 경우, 지주회사 전환을 필수사항이 아닌 선택사항으로 놓는 방안도 고려할 수 있다. <표 7>은 2008년 2월 현재 공정거래위원회의 지주회사 규제 개선 추진 사항을 요약하고 있다.

<표 6> 지주회사 관련 쟁점 사항

규제 사항	쟁점 내용
증손회사 소유 제한 (100% 지분보유시 허용)	- 사업연관성 높은 사업 투자기회 박탈 - 법적 독립회사로 독자생존 필요 - 상장사 투자 불가능 - IPO로 신규재원 마련 불가
지주회사 전환 강제 (자회사 주식비중 50% 초과시)	- 요건 충족 위한 무리한 구조조정, 과다비용 소요 - 주식비중 초과 방지를 위한 투자억제 및 편법거래 가능성
계열사 공동출자 제약	- 대규모 사업기회 참여 박탈 (신규투자 위축)
금융계열사 소유 금지 (일반지주회사 기준)	- 사업경쟁력 약화 (산업·비금융간 시너지 기회 제한) - 첨단산업·금융 융합 등 신규 성장동력 발굴 저해

〈표 7〉 지주회사 규제 개선 추진 사항 (2008년 2월)

규제 사항	개선 계획
지주회사 부채비율 200% 이내로 제한	폐지 추진
지주회사, 비계열사 주식을 5% 이상 보유 금지	폐지 추진
손자회사의 증손자회사 소유시 지분을 100% 보유	지분 30% 이상으로 완화 추진
지주회사 설립·전환당시 요건 미충족시 유예기간 2년(+추가 2년)	최대 5년 연장(3년+추가 2년)

자료: 공정거래위원회

3.7 지주회사 전환 이후

SK그룹의 지주회사 전환 안건은 이사회를 통과, 2007년 4월 11일 지주회사 전환을 공식적으로 발표했다. 그리고, 5월 29일 임시주주총회가 개최되어 지주회사 전환이 확정되었다(〈그림 4〉 참조). 전환 이후 SK그룹은 M&A를 통해 사업을 안정적으로 확장시켜 나가고 있다. 2008년 3월 SK텔레콤이 하나로텔레콤을 인수한 것이 그 예이다.

SK그룹은 지주회사 전환의 마무리 단계로 SK C&C의 상장(IPO)을 결정하였다. 2008년 2월 SK그룹은 연내 상장을 목표로 IPO를 위한 주간사 계약을 체결하고, 상장예비심사 청구서를 증권선물거래소에 제출하였다. 〈그림 5〉는 2008년 2월말 현재 SK그룹의 지배구조 현황을 보여주고 있는데, 이를 통해 SK C&C의 상장 목적을 유추할 수 있다. 순환출자 해소와 대주주의 안정적 지분을 확보를 위해 SK C&C를 상장한 후, SK텔레콤과 SK네트웍스의 SK C&C의 지분을 매각하려는 것이다. 또한, SK C&C의 최대주주인 그룹 총수는 일부 지분을 매각한 자금으로 지주회사인 SK의 지분을 매입할 것으로 예상된다. 상장이 마무리되고 SK C&C와 SK가 합병을 하게 되면 지주회사 전환이

최종적으로 마무리되는 것으로 판단할 수 있다.

IV. 맺음말

최근 지주회사 전환은 안정적 지분 확보 및 기업 구조조정 활성화를 위한 회사 내부의 필요성, 기업 지배구조 개선으로 인한 주주가치 제고, 일반인들의 기업이미지 향상 등 다양한 요소들이 결합하여 지속적으로 이어지고 있다. 여기에 지주회사 활성화를 위한 정부의 정책적 지원이 지속되면서 그 강도는 더욱 높아질 전망이다.

한편, 정부는 현행 상출제 완화와 출총제 폐지를 추진하고 있으며, 일부 규정은 조만간 시행될 예정이다.¹⁰⁾ 특히 출총제 폐지가 이루어질 경우 지주회사 제도에도 상당한 영향을 미칠 것으로 판단된다.¹¹⁾ 따라서 향후 정부의 제도 개정과 지주회사의 전망은 지속적으로 기업지배구조에 논의를 제공할 것이다.

기업지배구조에 정답은 없다. 국가별 환경과 각 기업의 상황에 따라 다양한 기업지배구조가 존재할 수 있다. 지주회사 제도가 대기업 제도보다 지배구

10) 2008년 6월부터 시행되는 공정거래법 시행령 개정안에 따르면, 상호출자제한 기업집단 지정기준은 '자산규모 2조원 이상'에서 '자산규모 5조원 이상'으로 완화된다.

11) 가령, 지주회사 설립요건인 부채비율 200% 제한과 비계열사 주식을 5% 이상 취득하지 못하도록 한 규정을 폐지하는 방안을 추진 중에 있다.

조 면에서 무조건 우월하다고 말할 수도 없다. 따라서, 지주회사로의 설립·전환을 정부가 강요하는 것은 다소 문제가 될 수 있다. 하지만, 지주회사로의 전환을 통해 회사의 기업지배구조가 좀 더 투명해지고 이를 통해 기업의 성장이 이어질 수 있다면, 주주와 기업 모두에게 이로운 결과가 될 것으

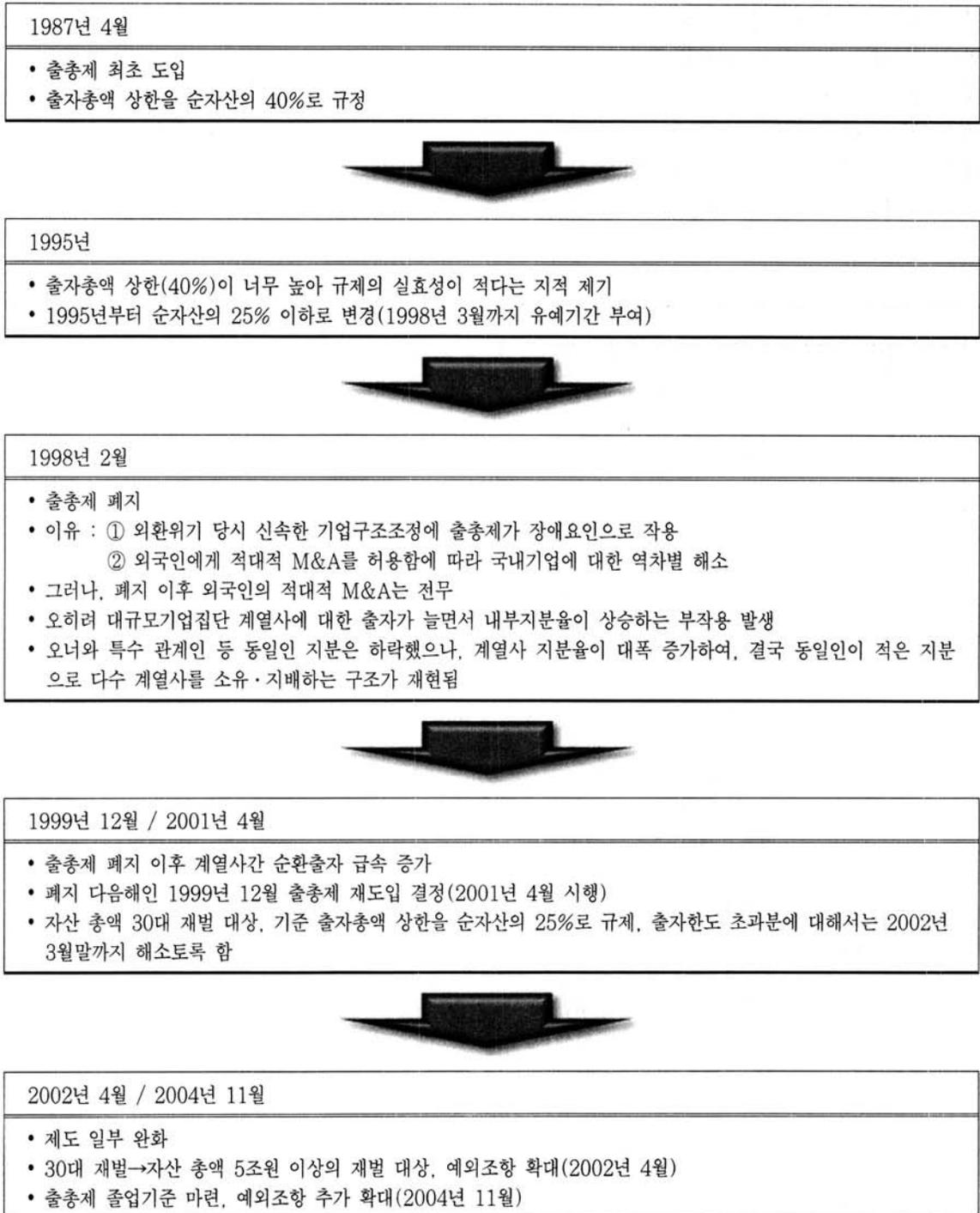
로 판단된다.

※ 사례연구의 보완설명을 위해 <표 8>에 2003~2005년 사이의 SK와 소버린 사이의 경영권 분쟁 일지를 기술하였으며, <그림 7>에 출중제 변천과정을 설명하였다.

<표 8> 소버린과 SK의 경영권 분쟁 일지

일 시	세부 사항
2003. 2.27	검찰, SK글로벌 1조5,000억원 분식회계혐의 발표
4. 3	소버린의 100% 자회사인 크레스트 증권, SK 지분 8.64% 매입 공시
4.10	크레스트 증권, SK 지분 추가매입, 총 12.39% 매입 공시
4.14	소버린, 'SK 투자에 대한 소버린의 입장' 보도자료 발표
4.16	크레스트 증권, SK 지분 총 14.99% 매입 공시
4.28	소버린, 'SK 기업지배구조 개선을 위한 소버린의 입장' 보도자료 발표
6.17	소버린, SK 지도부 교체 요구
6.18	SK, 구조조정본부 해체 및 기업구조개혁방안 발표
11.20	소버린 제임스 피터 CEO 기자회견, 차기 주총서 유능한 이사선임 선언
12.22	소버린, SK 상대 의견권 침해금지 가처분신청 제기
12.23	법원, 소버린 제기 가처분신청 기각
2004. 1.19	참여연대, "소버린, 참여연대 중재안 거부" 발표
1.29	소버린, 이사 후보 5명 추천 발표
2.12	최태원 SK 회장, 지배구조 개선 의지 표명
2.16	SK, 사외이사 후보 12명 추천 발표
2.19	제임스 피터 내한, 소액주주 만나 지지 호소
2.22	SK 이사회, 기존 이사 3인 퇴진 결정
2.24	SK텔레콤 이사회 개최, 오너 일가 동반퇴진 결정
2.25	소버린, 최태원 회장 퇴진 요구
3.12	SK 정기주총 개최, 소버린과 표대결서 SK 경영권 방어 성공
10.25	소버린, SK 임시주총 소집 요구
11. 4	소버린, SK 이사회에 임시주총 소집 필요성 등 통보
11. 5	SK 이사회, 임시이사회서 임시주총 요구안 부결
11. 9	소버린, SK 임시주총 소집허가 신청 제출
12.15	법원, 소버린의 임시주총 허가 신청 기각
12.22	소버린, SK 임시주총 소집허가 신청 항고
2005. 1.27	소버린, SK 주총 관련 주주 제안 포기
3.11	SK, 정기주총서 경영권 방어 성공
7.18	소버린, 'SK 지분매각' 보도자료 발표

자료: 박찬희(2005)



〈그림 7〉 출자총액제한제도 변천과정

참고문헌

- 공정거래위원회(2006, 2007), "공정거래법상 지주회사 현황분석," 보도자료.
- 고동수, 조현승, 박민수(2006), "출자총액제한제도와 기업 투자의 관계," *산업연구원 Issue Paper*, 2006-201.
- 김위생, 윤혜경, 하준삼(2006), *소버린의 진실*, 홍익출판사.
- 박찬희(2005), "2004년 2월 SK(주) vs. 소버린-경영권 도전과 지배구조 재설계," *경영교육연구* 제8권 제2호, 57-80.
- 송원근(2008), *재벌개혁의 현실과 대안 찾기*, 후마니타스.
- 이지환(2006), "적극적 주인의식과 장기 소유경영: 스웨덴 발렌베리 가문의 사례," *경영교육연구* 제9권 제2호, 87-106.
- 이화성(2007), *지주회사의 경영전략*, 한국학술정보.
- 장시형(2008), "창업 vs. M&A," *Economy Plus*, 94-103.
- 장시형(2008), "SK 사업다각화 55년," *Economy Plus*, 57-65.
- 정종인, 박장호(2007), "지주회사의 현황과 과제," *한은조사연구*, 2007-34.
- Bebchuk, L. A., Kraakman, R., and Triantis, G. (2000), "Stock pyramids, cross-ownership, and dual class equity: the mechanism and agency costs of separating control from cash-flow rights," *Concentrated Corporate Ownership*, 295-314.
- Brown, S. and Warner, J.(1985), "Using daily stock returns: the case of event studies," *Journal of Financial Economics* 14, 3-31.
- Claessens, S., Djankov, S., and Lang, L.H.P. (2000), "The separation of ownership and control in East Asian Corporations," *Journal of Financial Economics* 58, 81-112.
- La Porta, R., Lopez-de-Silanes, F., and Shleifer, A.(1999), "Corporate ownership around the world," *Journal of Finance* 54, 471-517.
- Lemmon, M. L. and Lins, K. V.(2003), "Ownership structure, corporate governance, and firm value: Evidence from the East Asian financial crisis," *Journal of Finance* 58, 1445-1468.
- Lins, K. V.(2003), "Equity ownership and firm value in emerging markets," *Journal of Financial and Quantitative Analysis* 38, 159-184.
- Mitton, T.(2002), "A cross-firm analysis of the impact of corporate governance on the East Asian financial crisis," *Journal of Financial Economics* 64, 215-241.
- Whitehouse, L.(2006), "Corporate social responsibility: views from the frontline," *Journal of Business Ethics* 63, 279-296.

SK Group's Conversion to Holding Company Structure: A Case Study

Chang-Wook Park* · Jong-Bom Chay**

Abstract

Using a circular cross-holding ownership structure, many business groups in Korea exert full control over all group-affiliated companies despite holding a relatively small portion of cash flow ownership. The Korean government thinks that this divergence between ownership and control may result in undesirable side-effects such as economic dominance by large business groups or decelerate corporate innovation. As a result, the Korean government limits large group-affiliated companies' equity investments in other companies by restricting a large company's investment in other companies' equity to a maximum of 40% of asset value. At the same time, the government encourages large business groups to convert to a holding company structure, which would eventually put an end to their circuitous ownership structure. We have witnessed a growing trend of conversions to the holding company structure since 2006. This case study describes the conversion process of the SK group, which ranks fourth in asset value in Korea, into a holding company structure.

With its conversion, SK group is poised to promote independence in business among group-affiliated companies and to promote profit-oriented business strategies. Positive effects of the conversion to a holding company include: (a) ability to avoid an unfair wealth transfer from a distressed affiliate to other affiliates within the same business group, (b) enhancing transparency within the group, and (c) opportunities to pursue financial flexibility in executing M&A activities. There are also some negative aspects such as: (a) the need for significant amounts of fresh capital to secure additional equity positions of subsidiary firms, as stipulated by the law, and (b) the group has to reluctantly sell its financial subsidiaries because a general holding company cannot have any financial subsidiaries. Since holding companies in Korea can fully control subsidiaries with only 20% to 40% of cash flow ownership, there are mounting concerns about possible economic concentration in large business groups in Korea.

Key Words: circular cross-holding, holding company, corporate governance, Korean business group

* Senior Researcher, Korea Securities Research Institute

** Professor of Finance, Sungkyunkwan University