

---

# 재벌지배구조의 문제 진단과 개선을 위한 입법 토론회

---

일시 | 2016년 12월 1일(목) 오전 10시

장소 | 국회의원회관 제1세미나실

주최 | 국회의원 최운열, 국회의원 채이배, 국회의원 노회찬  
참여연대 경제금융센터

## 프로그램

10:00 사회	김광두 국가미래연구원 원장
인사말	노희찬 정의당 원내대표 최운열 더불어민주당 국회의원 채이배 국민의당 국회의원
10:25 발제1	<b>(구)삼성물산-제일모직 합병 과정의 문제점</b> 홍순탁 회계사   내가만드는복지국가 정책위원
10:40 발제2	<b>재벌의 경영승계 불법사태와 향후 핵심 정책과제</b> 전성인 홍익대학교 경제학과 교수
10:55 발제3	<b>재벌개혁을 위한 입법과제</b> 김성진 변호사   참여연대 경제금융센터 소장 대행
11:10 지정토론	최운열 더불어민주당 국회의원 채이배 국민의당 국회의원 박상인 서울대 행정대학원 교수   시장과 정부 연구센터 소장
11:40 종합토론	
12:10 폐회	

## 목차

인사말	토론회 인사말 / 노회찬 의원	04
인사말	토론회 인사말 / 최운열 의원	06
인사말	토론회 인사말 / 채이배 의원	08
발제1	(구)삼성물산-제일모직 합병 과정의 문제점 / 홍순탁	10
발제2	재벌의 경영승계 불법사태와 향후 핵심 정책과제 / 전성인	43
발제3	재벌개혁을 위한 입법과제 / 김성진	50
토론1	경제민주화 실현을 위한 재벌지배구조 개선 및 규제 방안 제안 / 최운열	80
토론2	재벌 지배구조 개선을 위한 입법과제 / 채이배	86
토론3	토론문 / 박상인	93

---

## 인사말



---

노회찬 / 정의당 원내대표 경남 창원시 성산구 국회의원, 국회 법제사법위원회 위원

안녕하세요?

정의당 원내대표 노회찬입니다.

우리는 지금 한국 정치사에서 다시는 재현되지 말아야 할 대통령의 헌법유린, 국정농단 사태의 정점에 서 있습니다. 이 사태는 결국 대통령 탄핵이라는 국민들의 엄중한 심판을 받게 될 것입니다.

저는 민주공화국 대한민국의 저력을 국민여러분들을 통해서 다시 한 번 확인하고 있습니다. 촛불집회 현장 뿐 아니라 전국 곳곳의 생활현장에서 묵묵히 일하시며 대통령의 잘못을 질타하시는 모든 국민 여러분들이 대한민국의 민주주의를 재건하는 주역들이십니다.

저는 국민 여러분의 “박근혜 대통령 물러가라”는 외침은 “새 나라 만들자”는 외침의 다른 표현이라고 생각합니다. 국민들께서는 “민주화 이후 지난 30년을 되돌아보고 지금 현실을 직시해보니 여전히 작동되고 있는 낡은 관행들과 폐습들이 많다, 이제 우리 사회가 돌아가는 시스템을 새롭게 하고 우리 사회의 가치관을 새롭게 정립하자”는 바람을 외치고 계신 것입니다.

이런 국민들의 바람이 이번 대통령 국정농단 사태와 그에 맞선 국민들의 평화로운 저항을 계기로 반드시 실현되어야 합니다. 단순히 대통령 한 사람의 퇴진과 몇몇 사람의 처벌에 그쳐서는 안 됩니다. 그렇게 해서 우리 사회가 지금 치르고 있는 민주주의의 비용을 사회적 성과로 바꿔내야 합니다.

그런 점에서 오늘 이 자리는 “새 나라 만들자”는 국민 여러분들의 바람을 실현하기 위한 가장 중요한 과제를 토론하는 자리라고 생각합니다. 여전히 진행형인 경제민주화의 핵심과제중 하나는 재벌 대기업 체제에 대한 근본적인 성찰과 개혁입니다. 이번 대통령 국정농단 사태에서도 확인되었듯이 재벌총수가 지배하고 있는 재벌 대기업 체제는 정치권력과 대자본의 사적 결합을 낳고 민주주의를 파괴합니다.

모쪼록 오늘의 토론회가 계기가 되어서 재벌 총수의 전횡을 막을 수 있는 재벌 대기업 지배구조 개혁방안이 입법될 수 있기를 바라며, 저도 그 과정에서 여러 전문가분들 그리고 여러 국회의원님들과 머리를 맞대고 논의하겠습니다.

끝으로 오늘 토론회를 공동주최하신 더불어민주당 최운열 의원님, 국민의당 채이배 의원님, 참여연대 경제금융센터에 감사드리며, 사회를 맡아주신 김광두 국가미래연구원 원장님과 발표 및 토론을 맡아주신 홍순탁 회계사님, 전성인 교수님, 김성진 변호사님, 박상인 교수님께 특별히 감사인사 드립니다.

감사합니다.

정의당 원내대표 노 회 찬

---

## 인사말



---

최운열 / 더불어민주당 국회의원·정책위원회 부의장, 국회 정무위원회 위원

안녕하십니까?

국회 정무위원회 소속 더불어민주당 최운열 의원입니다.

평소 존경하는 국가미래연구원 김광두 원장님을 좌장으로 모시고, 재벌지배구조의 문제 진단과 개선방안을 모색하고자 오늘 토론회를 국민의당 채이배 의원님, 정의당 노회찬 의원님 그리고 참여연대 경제금융센터와 함께 개최하게 된 것을 매우 뜻깊게 생각합니다.

특히 전성인 교수님, 김성진 변호사님 그리고 홍순탁 회계사님께서 발제를 맡아주셔서 그 어떤 토론회보다 수준 높은 논의의 장이 될 것으로 기대합니다. 그리고 재벌 개혁에 있어서 전문가이신 박상인 교수님께서 함께 해 주신 점에도 감사드립니다.

저는 우리 경제의 지속가능한 성장, 구조적인 경제위기 상황 극복 그리고 다양한 불공정행위 근원을 차단하기 위해서는 재벌이라 불리는 대기업집단의 지배구조를 개선해야 한다고 생각합니다.

상법 회사편에서 규율하는 기업지배구조는 주주총회, 이사회, 감사로 나누어 볼 수 있고, 기업지배구조 개선은 단순히 소수 주주보호를 위한 것이 아닌 경영 투명성 제고를 통해 기업의 건전한 발전에 기여하는 중요한 요소입니다.

그런데 아시아에 투자하는 전 세계 기관투자자들의 모임(ACGA)의 2014년 기업지배구조 감시(CG WATCH) 보고서에 따르면, 우리나라의 기업지배구조는 아시아 11개국 중 8위로 평가받고 있습니다. 이는 우리나라 기업에 대한 투자심리를 위축시켜 코리아 디스카운트의 주된 원인이 되어 있고 경제 활성화를 저해하는 원인 중 하나로 작용하고 있습니다.

따라서 우리 경제 활성화를 위해 재벌이라 불리는 대기업집단의 지배구조가 개선되어야 합니다. 이를 위해 김종인 의원(前 더불어민주당 대표)께서는 다중대표소송제 도입을 주요내용으로 하는 상법 개정안을 발의했고, 저 역시 기존순환출자해소와 전속고발권 폐지를 주요내용으로 하는 공정거래법 개정안을 발의한 바 있습니다. 이 밖에도 많은 동료 의원들께서 상법, 공정거래법, 상속세법 등 관련 세제 관련법의 개정안을 발의하고 있지만, 재벌과 총수일가의 기득권과 저항으로 험난한 여정이 예상되고 있습니다.

그럼에도 불구하고, 재벌을 포함한 우리 경제의 지속가능한 성장과 선순환적 경제 생태계 조성을 위해 재벌지배구조개선은 반드시 추진되어야 하고, 국민적 요구도 그 어느 때보다 강력한 상황입니다. 따라서 오늘 토론회에서 이와 관련된 실효성 있는 방안이 모색되길 희망합니다.

끝으로 바쁘신 가운데 오늘 토론회에 참석하신 모든 분들에게 감사의 인사를 드리며, 재벌지배구조 개선과 재벌의 불공정행위 방지를 위한 상법 개정과 공정거래법 개정이 실현될 수 있도록 저도 최선의 노력을 다하겠습니다.

감사합니다.

더불어민주당 국회의원 최 운 열

---

## 인사말



---

채이배 / 국민의당 국회의원·제3정조위원장, 국회 정무위원회 위원

안녕하십니까? 국회의원 채이배입니다.

오늘 「재벌지배구조의 문제 진단과 개선을 위한 입법 토론회」에 함께 자리해 주신 내빈 여러분께 환영과 감사의 인사를 드립니다.

좌장을 맡아주신 김광두 국가미래연구원 원장님, 발제를 맡아주신 홍순탁 회계사님, 전성인 교수님, 김성진 변호사님, 그리고 흔쾌히 토론을 승낙해주신 박상인 교수님께도 깊은 감사의 말씀 드립니다. 또한 토론회 공동개최를 허락하신 최운열 의원님, 노회찬 의원님, 그리고 참여연대 경제금융센터에도 존경의 뜻을 표합니다.

최순실이 박근혜 대통령을 등에 업고 자행한 국정농단이 문화·체육계를 넘어, 외교·국방·안보·기업까지 광범위하게 뻗친 것으로 드러나고 있어 충격을 주고 있습니다. 최순실과 안종범 전 청와대 경제수석이 박근혜 대통령과 미르재단·K-스포츠재단 설립을 공모하여 전경련을 동원하여 기업들로부터 재단에 출연하도록 하였고, 롯데그룹과 현대차그룹, KT그룹, 포스코그룹 등에 대해서도 사사로운 이익을 위해 권한을 남용한 사실이 검찰 공소장에 고스란히 기재되어 있습니다.

현재 검찰이 수사 중인 사안이지만 최순실이 작년 국민연금의 삼성물산 합병 찬성

결정에 개입한 의혹, SK와 롯데가 면세점 선정을 위해 로비한 의혹, SK텔레콤과 CJ헬로비전 합병 관련 공정위 기업결합 심사에 개입한 의혹 등도 속속 드러나고 있습니다. 이 과정에서 재벌은 자신들의 민원을 적극 제안한 정황이 확인되었고, 그렇다면 재벌은 단순한 피해자가 아닌 ‘공범’이라 할 것입니다.

박근혜 정부 들어 재벌과 정권의 밀월관계는 더욱 발전한 것으로 보입니다. 이러한 퇴행적 정경유착이 여전히 가능한 것은 재벌의 불안정한 소유구조와 불투명한 기업 지배구조가 그 원인이라고 생각합니다.

이런 엄중한 시점에 개최되는 오늘 토론회는 재벌의 지배구조 문제의 문제점에 대해 심도 있게 논의하고, 향후 재벌이 건전하고 투명한 지배구조로 거듭날 수 있도록 법·제도 개선방안을 논의하기 위해 마련되었습니다. 많은 분들의 관심과 참여로 다양한 의견을 나누는 자리가 되기를 기대합니다.

다시 한 번 오늘 토론회에 참석하여 주신 참석자 여러분께 깊은 감사의 말씀을 드리겠습니다.

국민의당 국회의원 채 이 배

## (구)삼성물산-제일모직 합병 과정의 문제점

홍순탁 / 회계사, 내가만드는복지국가 정책위원

### 1. 들어가며. 이번 합병의 중요성

#### 1) 에버랜드에서 제일모직까지

20년 전인 1996년, 에버랜드의 전환사채가 매우 낮은 가격에 발행<sup>1)</sup>된다. 정상적인 주주라면 이러한 기회를 놓칠 리 없지만 삼성전자, 제일모직, 중앙일보, (구)삼성물산 등은 이러한 기회를 모두 포기한다. 이들이 포기한 전환사채는 이재용 남매에 배정되어, 단숨에 이재용은 에버랜드의 최대주주가 된다. 에버랜드는 레저회사로 알려져 있지만 계열사 일감 물량을 확보하면서 건설, 음식/식자재 유통에도 진출하게 된다.

2010년, 에버랜드의 자기자본이 급증한다. 2009년 2.3조원이던 자기자본이 1년 만에 4.3조원으로 증가<sup>2)</sup>한 것이다. 보유하고 있던 삼성생명 주식이 상장되었기 때문이다. 보험사의 상장차익을 보험계약자와 공유하지 않고 주주가 모두 차지하도록 한 결정<sup>3)</sup>의 수혜를 받아 그 상승폭이 더 컸다. 에버랜드가 보유한 삼성생명의 취득원가는

1) 주당 85,000원으로 계산(검찰 계산)된 전환사채를 7,700원에 발행했다.

2) 전자공시시스템 '에버랜드 2010년 감사보고서'(2011.3.31.) 삼성생명 주식에 대한 매도가능증권 평가이익이 2009년 대비 1.8조원 증가했다.

3) 실질적으로 상호회사 성격이 강한 생명보험사의 상장차익의 대부분이 보험계약자에 배분될 것으로 예상되었으나 최종적으로 전혀 배분하지 않는 것으로 결정되었다.

348억원인데, (구)삼성물산과의 합병시점에서 그 주식의 시가평가액은 3.7조원에 달했다. 취득원가 대비 100배 이상의 잭팟이 터진 셈이다.

2011년, 삼성이 바이오산업에 진출하기로 하면서 에버랜드는 삼성전자와 함께 삼성바이오로직스의 대주주로 투자하게 된다. 막대한 현금보유를 한 삼성전자와 투자 여력이 많지 않은 에버랜드가 동일한 비율로 투자하게 되는데, 초기 투자비율은 삼성전자 40%, 에버랜드 40%, (구)삼성물산 10%, 외국인 투자자 10%였다. 이후 지속된 증자에 (구)삼성물산이 참여하지 않으면서 지분율이 점차 줄어들어, 합병시점에서 제일모직은 삼성바이오로직스를 46.3% 보유하게 되지만 (구)삼성물산 지분은 4.9%까지 줄어들게 된다.

합병 시점까지 에버랜드가 삼성바이오로직스에 투자한 금액은 4,800억원이며, 장부가액은 3,400억원이었다. 국민연금공단은 내부적으로 합병비율을 계산할 때 이 비상장주식을 6.6조원<sup>4)</sup>으로 평가했다. 이 좋은 기회를 놓친 (구)삼성물산과 투자여력으로 볼 때 좀 더 높은 지분율 확보가 가능했던 삼성전자 주주입장에서는 안타까운 일이다.

2013년 12월, 에버랜드는 제일모직의 패션사업부를 약 1조원의 가격으로 인수<sup>5)</sup>한다. 비상장회사 간 거래였기 때문에 거래금액의 적정성 여부에 대한 논의가 이루어지지 않았다. (구)삼성물산 합병과정에서 제일모직에 유리한 합병비율을 설명하려면 패션사업부의 가치를 높게 평가하여야 하는 딜레마가 생긴다. 한편, 에버랜드는 2014년 1월 건물관리사업부를 에스원에 매각한다. 매각대금은 4,948억원이었는데, 처분이익이 4,791억원<sup>6)</sup>이었다.

2014년 7월, (구)제일모직은 삼성SDI에 합병되고, 에버랜드가 회사 명칭을 제일모직으로 변경한다. 합병 시점을 기준으로 이재용, 이건희, 이부진, 이서현 등 4명은 제일모직(에버랜드)의 지분을 42.2% 보유하고 있다. 에버랜드가 제일모직으로 바뀌는 과정을 보면 한국의 자본시장은 누군가에게는 원하는 모든 것이 이루어지는 곳이다.

4) 국민연금공단이 적정합병비율을 1대0.46으로 본 구체적인 내역은 공개되지 않았지만, 삼성바이오로직스를 6.6조원으로 반영했다고 회의록에 언급되어 있다.

5) 전자공시시스템 '에버랜드 중요한 영업양수도 결정'(2014.1.6.)

6) 전자공시시스템 '에버랜드 주요한 영업양수도 결정'(2014.3.26.)

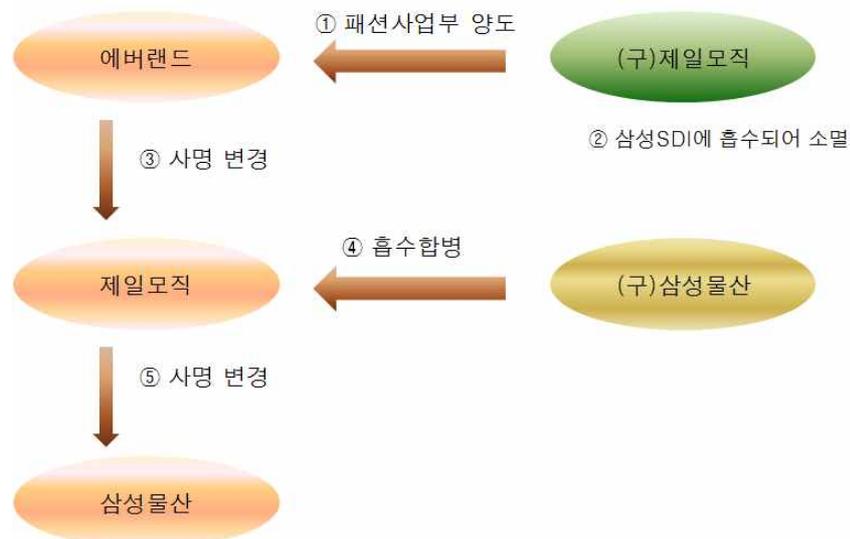
삼성전자 등이 에버랜드의 저가 전환사채를 포기함에 따라 삼성전자를 비롯한 여러 계열사의 나머지 주주들이 피해를 봤다. 삼성생명의 상장차익을 주주가 독점함에 따라 수많은 보험계약자들이 정당한 몫을 빼앗겼다. 삼성바이오로직스의 투자 기회, (구)제일모직 및 에스원과의 사업부 양수도 등도 에버랜드와 거래한 상대방의 기타 주주는 손해를 봤을 가능성이 높다.

## 2) 제일모직에서 삼성물산으로

(구)삼성물산은 삼성전자를 4.1%(보통주 기준), 삼성SDS를 17.1% 보유하고 있었다. 합병직전인 2015년 3월말 연결재무상태표 기준으로 상장된 삼성계열사 시가총액은 13조원이었다. 여기에 비상장주식 0.6조원, 매각예정 주식 0.5조원과 관계기업 투자 0.9조원을 포함하면 총 15.0조원이다. 비상장주식에 포함된 삼성바이오로직스는 0.1조원으로 반영되었는데 제일모직이 보유한 지분을 6.6조원으로 평가한다면 같은 기준으로 조정(0.6조원)되어야 한다.

(구)삼성물산의 주식보유 규모가 자기자본(13.4조원)을 상회했으므로, 삼성그룹의 실질적인 (중간)지주회사라고 할 수 있다. 영업측면에서 (구)삼성물산은 건설과 상사에서 각각 업계 1위를 다투는 강자였다. 2014년 연결기준 영업이익도 6,524억원으로 제일모직의 2,134억원의 3배를 넘었다.

<그림 1> 에버랜드에서 삼성물산까지의 과정

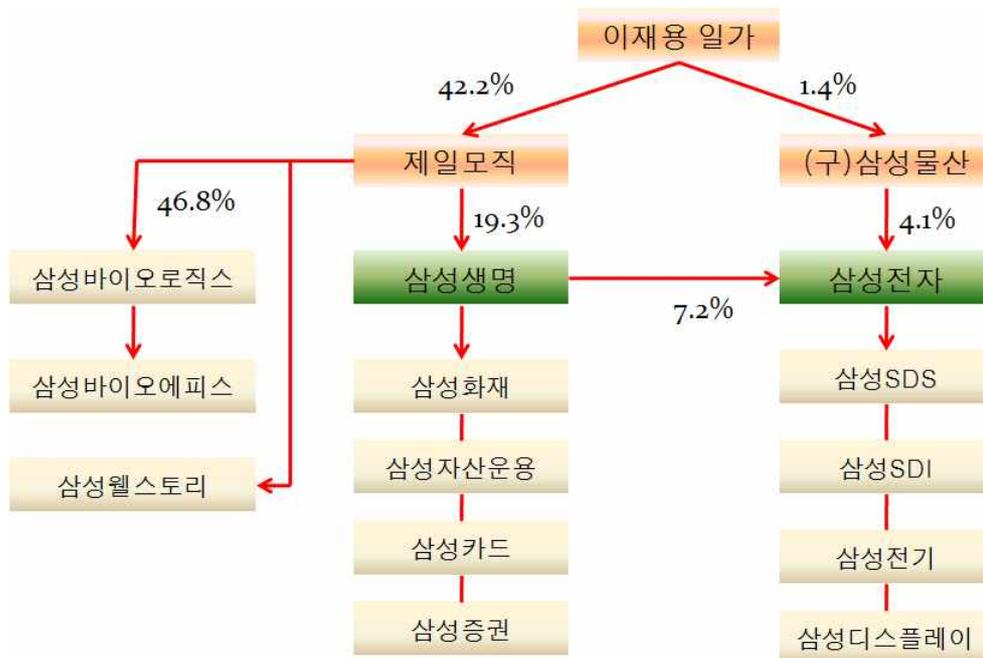


하지만 (구)삼성물산에 대한 이재용의 보유지분은 없었다. 이재용, 이견희, 이부진, 이서현의 지분을 모두 합해도 1.4%였다. 제일모직은 (구)삼성물산을 흡수합병하면서 다시 회사명칭을 삼성물산으로 변경하였다. 명칭의 혼란을 피하기 위해 그림으로 표시하면 <그림 1>과 같다.

### 3) 합병비율의 의미

다음의 <그림 2>는 두 회사가 합병 전에 삼성그룹에서 어떤 위치를 차지하고 있었는지를 보여주는 그림이다. 지분관계가 복잡하여 큰 흐름만 표시했다. ‘제일모직-삼성생명-금융계열사’로 연결되는 축과 ‘(구)삼성물산-삼성전자-비금융계열사’로 연결되는 축으로 구분된다.

<그림 2> 합병 전 삼성그룹 지배구조



합병비율은 주식간의 교환비율로, 제일모직이 존속회사로 남는 구조였으므로 (구)삼성물산 1주당 제일모직 주식을 몇 주 주느냐의 비율이다. 합병비율이 1대1이면 (구)삼성물산 주식 100주를 가진 주주에게 제일모직 주식을 100주 줘야 한다. 1대0.35로 결정하면 35주만 주면 된다.

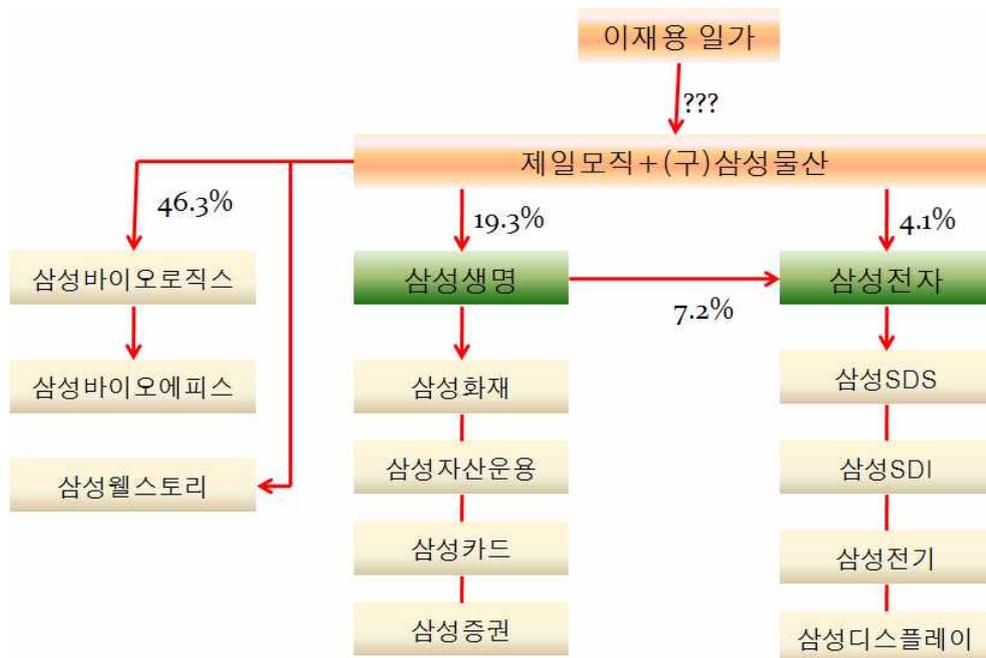
합병으로 만들어지는 실체는 동일하다. 합병비율에 따라 달라지는 건 주주들 간의 상대적인 몫인 지분율이다. 합병비율 산정에 따라 교부하는 주식수가 바뀐다고 회사의 가치가 달라지지는 않는다. 그래서 합병비율 산정협의를 제로섬 게임에 해당한다. A와 B가 합병하여 (A+B)가 만들어지면, (A+B)에 대해 49% 보유하는 것보다는 51%를 갖는 것이 언제나 유리하다. 그런데, 내가 51%가 되면 상대방 몫은 49%가 될 수밖에 없다.

참고로, 합병비율과 합병시너지가 완전히 별개의 사안이다. 합병시너지는 합병을 하지 않는 방안과 합병을 추진하는 방안을 비교할 때 고려가 필요한 대상이다. 합병비율 협상은 합병이 된다는 전제하에 어떠한 비율로 지분을 나누어 가질지를 결정하는 과정이다.

이재용 일가의 입장에서는 제일모직과 (구)삼성물산이 합병한 통합 삼성물산에 10%를 보유하는 것보다는 20%가 낮고, 20%를 보유하는 것보다는 30% 보유하는 것이 항상 유리하다.

이재용 일가의 관심사를 그림으로 표현하면 다음의 <그림 3>과 같다.

<그림 3> 이재용 일가의 관심사항



앞서 살펴본 대로 이재용 일가는 제일모직을 42.2%, (구)삼성물산을 1.4% 보유하고 있었다. 두 회사에 지분을 차이가 크기 때문에 어떤 상황에서 이재용 일가가 유리한 지 직관적으로 파악할 수 있다. 이재용 일가가 많이 보유한 제일모직에게 유리한 합병비율이 도출될수록 이재용 일가의 통합 삼성물산에 대한 지분율이 올라간다.

다음의 <그림 4>는 합병비율과 이재용 일가의 통합 삼성물산에 대한 지분율을 표시한 것이다. 1대1의 비율로 합병된다면 이재용 일가의 지분율은 약 20% 이다. 만약 1대2보다도 더 제일모직에 불리한 합병비율이 나온다면 이재용 일가의 지분율은 15% 이하로 떨어진다.

<그림 4> 합병비율과 이재용 일가의 지분율 관계



#### 4) 두 기업의 내재가치)

자본시장법 시행령에서는 합병 이사회 결의일 이전의 일정기간(1개월, 1주일, 전일)의 평균을 기준시가로 정하고, 두 회사의 기준시가의 비율로 합병비율을 계산하도록 규정되어 있다. 이 조항을 잘못 해석하면, 합병비율 협상은 날짜 협상이라고 오해하게 된다.

주가는 매일 변동하므로 매일매일의 합병비율도 변동한다. 5월 10일의 합병비율과 5

7) 기업의 본래의 가치를 공정가치, 본질가치, 내재가치 등으로 표현하는데, 공정가치는 주로 개별자산의 적정 가치를 의미하고 본질가치는 자산가치와 수익가치를 가중평균할 때 사용해, 내재가치라는 표현을 사용하였다.

월 20일의 합병비율은 다르게 산출된다. 그런데, 합병비율 협상은 자신에게 유리한 날짜가 낙점되도록 기대하는, 즉 요행을 바라는 작업이 아니다.

이를 명확히 이해하기 위해 최근 삼성전자가 미국의 오디오 전문기업 하만을 인수한 사례를 참고할 수 있다. 삼성전자는 하만을 주당 112달러, 전일 종가보다 27.8%의 프리미엄을 주고 인수했다. 인수총액은 80.2억 달러였다.

왜 프리미엄이 27.8%일까? 삼성전자의 하만인수 가격을 해석하는 두 가지 방법이 있다. 하나는 인수날짜를 11월 14일로 정하고, 그 전날의 종가에 27.8%를 더 주기로 합의했다는 해석이다. 두 번째는 기업의 내재가치를 80.2억 달러(주당 112달러)로 산정하여 계약을 체결했고, 프리미엄은 전날 종가와와의 차이를 사후적으로 계산한 것이라는 해석이다. 당연히 두 번째 해석이 진실에 가깝다.

합병비율이 산정된다는 것은 인수합병의 대가를 현금이 아닌 주식으로 지급한다는 의미이다. 내 회사를 넘긴 대가를 현금이 아닌 다른 물건으로 받는다면 그 물건의 가치를 따져보는 것은 당연한 절차이다.

그래서, 실제로 합병비율 협상을 하는 회사들은 주가만 고려하지 않는다. 주식시장에서 형성되는 주가는 장기적으로는 해당 기업의 내재가치를 반영하겠지만, 단기적으로는 괴리되는 경우가 많기 때문이다. 합병에 참여하는 두 회사는 각각 자신과 상대방의 내재가치를 계산<sup>8)</sup>한다. 서로 그 계산이 합리적인지 따져 보기 위한 실무협의도 수차례 한다. 합병비율을 결정하기 위한 지루한 줄다리기가 이어진다. 이 지루한 협상에서 주가도 고려되지만 내재가치가 더 중시된다.

그렇게 해서 서로가 합의하는 합병비율이 결정되면, 기준시가로 계산되는 합병비율과의 차이는 조정할 수 있다. 자본시장법 시행령에는 기준시가를 30% 범위 내에서 할인 또는 할증(계열사 간 거래는 10%)할 수 있도록 규정하고 있다. 그 범위 내에서 조정될 수 없는 차이라면 합병시기를 조절하기도 한다. 내 지분율이 결정되는 중요한 결정을 운에 맡기는 경영자는 세상에 없다.

---

8) 영업가치 계산과정에 현재 주가를 참고하게 된다. 배수(Multiple)을 적용하게 되는데, 주가가 고평가된 기업에 높은 Multiple을 적용하게 된다.

놀랍게도 합병을 결의한 (구)삼성물산 이사회 자료에는 내재가치를 검토한 자료가 제출되지 않았다. (구)삼성물산 경영진은 이와 관련된 아무런 자료도 작성하지 않았고 단지 주가에 따라서 합병비율을 산정했다고 설명<sup>9)</sup>했다.

다음의 <표 1>은 제일모직과 (구)삼성물산의 내재가치를 계산해 본 결과이다. M&A를 할 때 일반적으로 사용하는 분석틀을 사용했다. 즉, 회사의 자산을 영업자산(매출채권, 매입채무 등), 비영업자산(주식), 순차입금(현금, 단기금융상품, 차입금)으로 구분하여, 영업자산은 EBIT 또는 EBITDA를 기준으로 평가하고 비영업자산과 순차입금은 공정가치로 평가하여 합산하는 방법이다.

<표 1> (구)삼성물산과 제일모직의 내재가치 계산

구분	(구)삼성물산		제일모직	
비영업 가치	삼성전자	8.6조	삼성생명	3.7조
	삼성SDS	3.5조	삼성바이오	4.3조
	기타	2.8조	기타	-
	소계	14.9조	소계	8.0조
영업가치	건설/상사	6.5조	패션/건설/레저/급식	6.4조
총 기업가치		21.4조		14.4조
순차입금		3.5조		1.4조
자기자본 가치		17.9조		13.0조
주식수	우선주 반영	159,119,453	총 발행주식수	135,000,000
주당가치		112,372 원		96,790원

자산의 평가시점은 합병 직전의 결산일인 2015년 3월말 기준이다. 영업가치는 2014년 연결기준 영업이익을 기준<sup>10)</sup>으로 했다. EBIT(영업이익) 보다는 EBITDA(영업익에 감가상각비, 무형자산상각비 가산)를 더 자주 사용하지만 공시된 재무제표와 쉽게 확인이 가능하도록 EBIT를 기준<sup>11)</sup>으로 했다.

9) 국민연금공단의 의결권 자문기관인 기업지배구조원의 의안분석 보고서 참조

10) 2015년 1분기 연결 영업이익은 제일모직이 60억원, (구)삼성물산이 488억원으로 제일모직에 불리하여 2014년 연간 영업이익을 기준으로 했다.

11) 2014년 연간 기준 감가상각비와 무형자산상각비 합계는 (구)삼성물산이 1,899억원, 제일모직 1,439억원이다. 즉, 감가상각비와 무형자산상각비를 가산할 경우 제일모직에 더 불리한 계산이 된다.

먼저, 비영업가치부터 살펴보면, 제일모직의 비영업가치는 삼성생명의 주식과 삼성바이오로직스의 주식으로 구성된다. 연결기준으로 나머지 주식의 가치는 매우 미미하다. 삼성생명은 시장가격으로 평가하였고, 삼성바이오로직스는 비상장주식이지만 2016년 11월에 상장된 수치를 기준으로 4.3조원으로 평가<sup>12)</sup>하였다. 취득가 기준 4,800억원, 장부가 기준 3,400억원의 비상장주식을 1년 반 후의 상장가격을 기준으로 4.3조원으로 평가했으니 이보다 제일모직에 후한 방법을 찾기는 어렵다<sup>13)</sup>.

(구)삼성물산이 보유한 주식은 대부분 상장주식이다. 비상장주식 중 삼성바이오로직스는 평가기준을 동일하게 하면서 0.3조원 평가증이 되었고, 연결과정에서 발생하는 비지배지분 0.5조원을 차감하였다.

영업가치를 살펴보면, 2014년 연결기준 영업이익이 (구)삼성물산이 6,524억원, 제일모직이 2,134억원이다. 삼성그룹은 합병 과정에서 제일모직 영업이익의 성장가능성을 높게 예측하였다. 두 회사의 주가의 흐름을 살펴봐도 제일모직의 주가가 객관적으로 산출되는 수익성 지표에 비해 높게 형성되었다. 객관적인 수치로 확인할 수 없는 요소를 반영하기 위하여 (구)삼성물산에는 10배의 Multiple을, 제일모직에는 30배의 Multiple을 적용하였다.

결과적으로 자기자본 가치가 (구)삼성물산이 17.9조원으로, 제일모직이 13.0조원으로 계산된다. 주식수는 총 보통주 발행주식수에 우선주를 고려하였다. 주당 가치가 (구)삼성물산이 112,372원, 제일모직이 96,790원으로 계산된다.

지금까지의 계산결과는 이러한 함의를 준다. (구)삼성물산 주당가치는 10만원 이하로 계산되기가 매우 어렵다. 계산방법에 따라 약간의 조정이 될 수 있으나 (구)삼성물산의 자기자본 가치가 2조원 줄어들어야 주당 10만원이 된다. 반대로, 제일모직은 주당 10만 원 이상으로 계산되기가 매우 어렵다. 비상장주식 평가나 영업가치 계산에서 제일모직에 유리한 방법을 사용했는데도 주당 10만원으로 산출되지 않는다.

12) 2016년 11월의 주가평균(10일~24일)을 고려한 시가총액은 10.9조원이다. 통합 삼성물산의 지분율은 43.44%인데, 이 지분은 제일모직의 46.3%와 (구)삼성물산의 4.9%가 합쳐진 후 상장과정의 공모주 발행으로 지분율이 내려간 것이다. 계산해 보면 제일모직 4.3조원, (구)삼성물산 0.4조원이 된다. 참고로, 셀트리온과의 기술격차를 고려할 때, 현재의 삼성바이오로직스의 주가 고평가 논란도 많은 상황이다.

13) 삼성바이오에피스의 가치가 고려되면 더 올라갈 수 있지 않느냐는 분석도 나오는데, 삼성바이오로직스 상장 시 삼성바이오에피스 가치는 상당부분 포함되어 있다. 삼성바이오로직스의 증권신고서를 참고하면 된다.

(구)삼성물산의 내재가치와 관련하여 국민연금공단이 자문을 의뢰한 한국기업지배구조원의 의견서를 참고할 수 있다. 한국기업지배구조원은 (구)삼성물산의 주당가치를 68,393원으로 평가했는데 두 가지의 비정상적인 가정이 포함되어 있다. 상장주식을 시장가격에서 30% 할인하여 평가한 것과 EV/EBITDA Multiple을 비교대상기업 중 최저치를 사용한 것이다.

상장주식의 30% 할인 평가는 경영권을 유지하기 위해 매각할 수가 없다는 것을 근거로 했는데, 통상 경영권과 관련된 주식은 경영권 프리미엄이 붙는다. 하만 인수사 레처럼 30% 내외의 할증을 하는 것이 일반적이다. 상장주식을 30% 할인하지 않고 시장가격 그대로 반영하고 EV/EBITDA Multiple로 비교기업 중 최저 3개의 평균으로 변경할 경우 (구)삼성물산의 주당가치는 116,728원이 된다. EV/EBITDA Multiple로 비교기업 평균치를 사용하면 주당가치가 138,677원까지 올라간다.

제일모직의 내재가치와 관련해서는 2014년 12월 유상증자를 고려할 수도 있다. 상장 준비를 목적으로 신주 10,000,000주가 증자되고 구주 18,749,950주(기존 주주분)가 매각되었다. 당시 증권사의 적정가치 분석과 수요예측을 통해 결정된 제일모직 주식 가격은 53,000원이었다.

두 기업이 독립적인 의사결정을 했더라면 1대1 정도의 비율도 제일모직 입장에서는 흔쾌히 수용할 수 있는 비율이었을 수도 있다. 1대1이라는 비율은 삼성생명 상장이익 배분문제, 삼성바이오로직스의 투자 기회 문제, 계열사 간의 사업양수도 등이 제일모직에게 유리한 방향으로 모두 반영된 결과이기 때문이다.

아마 삼성그룹 내부에서도 이러한 내재가치 계산을 했을 것이다. 추측컨대, 고민이 많았을 것이다.

## 2. 삼성의 전략

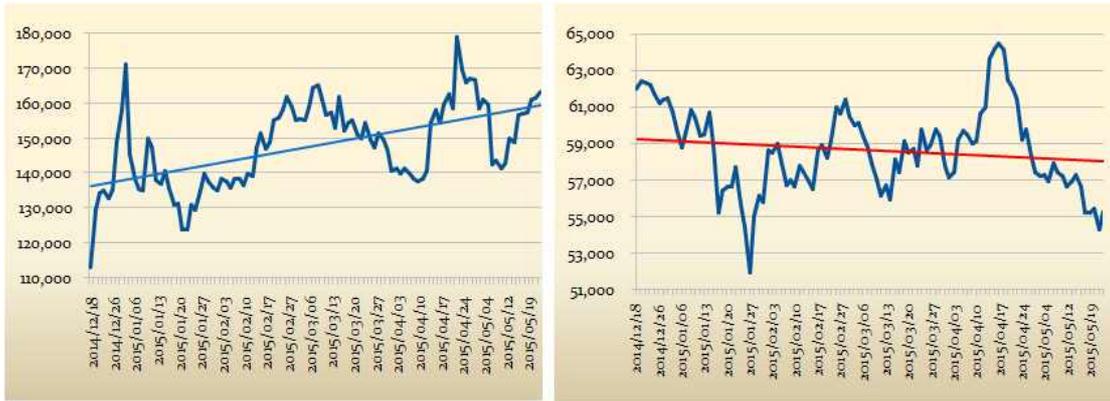
### 1) 2015년 상반기에 어떤 일이?

2015년 상반기에 실제 진행된 상황을 고려하면 삼성그룹은 3가지 전략을 세운 것으로 추정된다.

첫째, (구)삼성물산과 제일모직의 합병에서 내재가치는 계산하지 않는다. 내재가치로 접근해서는 원하는 합병비율을 도저히 만들어 낼 수 없으니 주가에 따라 합병비율을 결정하는 방안으로 추진한다. 둘째, (구)삼성물산과 제일모직의 주가를 이재용 일가에 유리하도록 관리한다. 즉, 제일모직 주가는 가능한 한 높게, (구)삼성물산 주가는 가능한 한 낮게 관리한다. 셋째, 두 회사의 주가추이를 고려하여 가장 제일모직에 유리한 시점에서 합병을 결정한다.

첫 번째와 세 번째는 진행된 결과로 검증이 된다. 두 번째를 보여주는 그래프는 다음의 <그림 5>와 같다.

<그림 5> 2015년 상반기 제일모직(좌)과 (구)삼성물산(우)의 주가 추이



2015년 상반기에, 삼성그룹이 이재용 일가에 유리한 구도를 만들기 위해 (구)삼성물산의 주가를 누르고 있다는 수많은 소문이 떠돌았다. 이와 관련된 신문기사도 넘쳐났다. 2013년 12월 (구)삼성물산 대표이사가 건설 분야 비전문가로 교체된 것과 2014년 4분기 사우디 쿠라야 공사, 인천 옥련 공사 관련 대규모 충당금을 반영한 것도 그런 의혹 중에 하나였다.

여러 의혹 중에서 주목할 것이 있다. 합병에 반대한 주주들이 청구한 주식매수가격 결정판결(2016년 5월 30일)에서 서울고등법원이 가격 재산정의 근거로 인정한 사실 관계이다. 이 결정에서 인정된 사실관계만을 살펴보기로 한다.

서울고등법원이 주식매수가격을 57,234원에서 66,602원으로 변경하라고 한 이 결정은 굉장히 큰 의미가 있다. 자본시장법 시행령에 명시된 기간<sup>14)</sup>을 사용할 수 없을 만큼 2015년 상반기의 (구)삼성물산 주가에 문제가 있었다고 본 것이기 때문이다. 주가조작에 준하는 사건이 있었기에 주식매수가격 결정의 기준일을 5개월 앞당기는 결론<sup>15)</sup>을 내렸다.

## 2) (구)삼성물산 실적 축소와 주가하락

서울고등법원은 (구)삼성물산의 의도적인 실적 축소가 있었다고 지적했다. 첫 번째로 지적된 것은 국내수주 문제였다. 2014년 하반기 최경환 부총리 취임 이후 부동산 시장을 활성화하기 위한 많은 조치가 취해졌고, 그 결과 미분양 주택이 빠르게 감소했다. 추이를 지켜보고 있던 건설사들은 발빠르게 2015년 상반기부터 공격적으로 분양 물량을 늘려갔다.

그런데 유독 (구)삼성물산만 이러한 흐름에서 빠져 있었다. 그 당시 건설업계에서는 많이 의아해 했다. 모처럼의 대목시장인데 시공능력으로 보나 브랜드 이미지로 보나 업계 1위인 (구)삼성물산이 주택공급을 늘리지 않았기 때문이다. 결정문에 인용된 언론기사는 아래와 같다.

○ 2015. 5. 18. 조선비즈의 보도

- 모처럼 장이 선 국내 주택 분양 시장에서 구 삼성물산(주)이 사라졌다. 올해 주택 분양 시장은 공공물량까지 포함해 40만 가구가 넘게 공급될 것으로 전망된다. 2006년 이후 9년 만에 상승세로 돌아선 분양시장이라 건설업체마다 공급물량을 늘리는 상황이다. 그러나 지난해까지 아파트 수요자들에게 가장 인기 있던 '래미안'을 공급하는 구 삼성물산(주)만 거꾸로 가고 있다.

14) 주식매수가격은 합병결정 이사회 결의 전 2개월, 1개월, 1주일의 평균을 사용하도록 규정되어 있다.

15) 서울고등법원은 (구)삼성물산의 실적부진과 국민연금공단의 주식 매도가 주가 하락에 영향을 주었다고 판단하여, 그 영향을 제거하기 위해 제일모직 상장전일(2014년 12월 17일) 기준으로 주식매수가격을 재산정하였다.

재판부는 이러한 국내수주 부진이 (구)삼성물산 주가 낮추기와 연관이 있다고 강하게 의심했다. (구)삼성물산 경영진은 리스크가 있는 국내 분양시장에 보수적으로 대응하기로 한 경영전략의 변경이었다고 주장했으나, 재판부가 이를 받아들이지 않았다. 경영전략의 변경을 뒷받침하는 내부 문서가 존재하지 않았고, 결정적으로 합병과정이다 끝난 후 서울 지역 등에 만여 가구를 대량 공급하겠다는 발표를 했기 때문이다.

두번째는 해외 수주문제, (구)삼성물산은 합병 이사회 결의일 이전인 2015년 5월 13일 카타르에서 복합화력발전소 공사를 수주했다. 수주금액이 2조원인데, 이는 2014년 해외 수주액의 25%에 해당하는 대형 계약이었다. 그런데, (구)삼성물산 경영진은 이를 공시하지 않았다. 합병과정이 다 끝난 이후인 2015년 7월 28일에서야 공개했다.

(구)삼성물산 경영진은 5월 13일은 계약해지가 가능한 제한착수지시서를 받은 상황이었기 때문에 공시를 하지 않았고 7월 28일에 계약해지가 불가능한 낙찰통지서를 받았다고 답변했다. 이러한 공시행위가 유가증권시장 공시규정에 위반되지는 않는다. 1심 재판부는 규정 위반이 아니므로 이 부분을 문제삼지 않았다.

하지만, 2심 재판부는 한 걸음 더 나아가, (구)삼성물산의 과거의 공시 관행까지 확인했다. 2011년 사우디 복합화력발전소 공사에 대해서는 제한착수지시서만을 받은 상태로 공시한 적이 있었다. 재판부가 결정문에서 인용한 언론보도는 아래와 같다. 서울고등법원은 해외 수주 미공시도 주식매수가격 재산정의 근거로 인정했다.

○2015. 7. 31. 미디어투데이의 보도

- 합병을 앞둔 구 삼성물산(주)이 주가 상승을 우려해 일부러 공개 시점을 늦춘 것 아니냐는 지적이 나오는 이유다. 구 삼성물산(주)의 주가가 상승할 경우 치밀하게 준비해 온 제일모직(주)과의 합병비율을 무너뜨릴 수 있기 때문이라는 분석이다.

세번째로 계열사 내 수주 상황의 변화가 지적되었다. (구)삼성물산이 주관하던 공사 중 일부가 2014년말과 2015년초에 삼성의 다른 계열사로 넘어갔다. 삼성전자가 발주한 베트남 투자 프로젝트 2차 공사의 주관업체가 2015년 2월 경에 (구)삼성물산에서 삼성엔지니어링으로 변경되었고, 서울대학교 내 부설연구소 공사업체도 (구)삼성물산에서 삼성엔지니어링으로 바뀌었다. 아래는 법원의 결정문에서 인용된 언론보도내용

이다.

○ 2015. 6. 5. 조선비즈의 보도

- 예전 같으면 구 삼성물산(주)이 시공할 물량이었지만 제일모직(주) 상장 시점인 지난해 말 을 전후로 삼성엔지니어링(주)이 도맡은 경우가 잦은 것으로 나타났다. ... 제일모직(주)과 구 삼성물산(주)의 합병과 연관된 계산된 움직임이 아니냐는 지적이 일고 있다. ... 신규 수주 부진은 올해 들어 더 눈에 띈다. ... 재계에서는 제일모직(주)과 구 삼성물산(주)의 합병과 연관시켜 삼성그룹이 의도적으로 수주를 줄이고 공사 물량을 다른 계열사로 넘긴 게 아니냐는 의문을 제기하고 있다.

합병의 진행과정은 모든 실적을 쥐어짜내는 전쟁터다. 독립적인 경영진이었다면 정상적으로 하고 있던 공사를 계열사에게 넘기는 행위를 하지 않았을 것이다. (구)삼성물산의 경영진은 발주처의 요구가 있었다는 주장을 하였으나, 이를 뒷받침하는 근거를 제시하지 못했다. 결국 계열사로의 물량 이전도 주식매수가격 재산정의 근거로 인정되었다.

2015년 상반기는 미분양 물량이 급격히 줄어들면서 건설업종 주가가 상승한 시기였다. 아파트 시장이 절대적인 영향을 미치는 이유로 한국 건설회사의 주가흐름은 매우 비슷한 경향이 있다. 다음의 <그림 6>에서 보는 것처럼 실제로 2015년 상반기에도 건설업계 빅5중 (구)삼성물산을 제외한 4개 회사의 주가추이는 유사했다.

<그림 6> 2015년 상반기 주요 건설사 주가추이



2015년 1월 2일 대비 5월 22일까지 건설업종 지수는 28.7% 상승했다. 주요 건설사 모두 비슷하게 상승하여, 같은 기간 동안 GS건설은 33.0%, 대우건설은 31.5%, 대림산업은 29.6%, 현대건설은 17.2% 상승했다. 다만, (구)삼성물산은 나 홀로 8.9% 하락했다.

(구)삼성물산 실적부진과 관련된 재판부는 이렇게 결론을 내린다.

여기에 이 사건 합병의 특수한 사정, 즉 구 삼성물산(주) 주가가 낮게 형성될수록 이견회 등의 이익이 커지고, 이견회 등이 구 삼성물산(주)의 경영에 지배적인 영향력을 행사할 수 있는 지위에 있었다는 점과 기업집단을 지배하는 동일인에 의한 기업집단내 회사의 사업내용에 대한 사실상 지배는 그 성질상 구체적인 지배력 행사 과정 등에 대한 뚜렷한 흔적이 남기 어렵다는 점까지 보태어 보면, 구 삼성물산(주)의 실적 부진이 이견회 등의 이익을 위하여 누군가에 의해 의도되었을 수도 있다는 의심에는 합리적인 이유가 있다.

### 3) (구)삼성물산에 가장 불리한 시점에서의 합병결정

앞서 살펴본 것처럼 독립적이고 정상적인 경영진은 합병비율을 주가에 맡겨두지 않는다. 양사의 내재가치 계산에 근거한 내부적인 합병비율을 정해 두고 상대방 회사와 끊임없이 협상을 한다.

하지만, (구)삼성물산 경영진은 주가에 모든 것을 맡겼고, 이 주가도 가장 불리한 시점에서 합병을 결정했다. 제일모직이 상장한 이후 매일매일의 합병비율을 계산해 본 결과는 다음의 <그림 7>과 같다.

아무런 협상 없이 주가에 따라 합병비율을 정한다고 해도, 합병비율이 1대0.4를 초과하는 시점도 일정부분 존재했다. 하지만 (구)삼성물산 경영진은 합병비율이 그래프 상 최저 수준인 1대0.35 까지 내려간 시점(노란색으로 표시)에서 합병을 결정한다. 이재용 일가의 합병회사에 대한 지분율이 극대화 되는 시점에서 합병이 발표되었다.

그리고, 앞서 언급된 것처럼 (구)삼성물산 이사회에는 주가비율에 따라 산정된 합병비율 이외에 기업가치에 대한 분석자료가 제출되지 않았으며, 이사회 회의록을 살펴봐도 이러한 합병비율이 경제적으로 적정한지 여부에 대한 검토가 전혀 논의되지 않았다.

<그림 7> 일별 합병추이



### 3. 국민연금공단의 선택

#### 1) 국민연금공단의 상황

이재용 일가가 극단적으로 제일모직 지분을 많이, (구)삼성물산 지분은 적게 보유했던 것에 비해 국민연금공단의 보유상황은 그렇게 극단적이지 않았다.

우선, 2015년 상반기에 국민연금공단은 (구)삼성물산을 10% 내외로 보유하고 있었다. 대체로 11% 이상을 보유하고 있었지만 9% 수준까지 떨어진 것도 있었다. 지분 가치로 계산하면 약 1조원 수준이었는데, 합병비율 계산의 기준이 되었던 5월 22일 기준으로는 8,200억원 수준까지 감소하기도 했다.

반면, 제일모직에 대한 국민연금공단의 보유현황은 공시되지 않았다. 5% 미만으로 보유했기 때문이다. 2015년 6월 30일 처음으로 5%를 넘었다고 공시하였다. 제일모직의 시가총액을 고려하면 5%는 약 1조원의 지분가치에 해당한다.

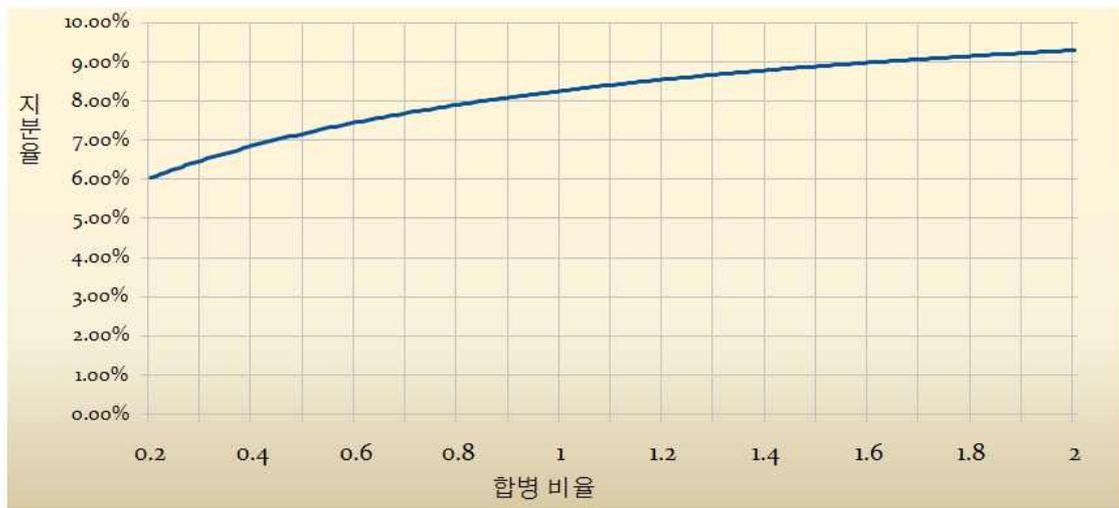
국민연금공단은 두 주식의 지분가치가 비슷했기 때문에 한쪽에서 발생하는 손실이

다른쪽에서 발생하는 이득으로 상쇄된다고 설명했다. 제일모직의 지분가치가 (구)삼성물산의 지분가치를 초과하는 상황도 있었으므로 그 경우에는 이득이 손실을 초과할 수 있을지도 모른다는 추측도 가능하다.

이를 검증하는 것은 간단하다. 앞에서 이재용 일가에 대해 했던 것과 동일한 작업을 하면 된다. 국민연금공단의 지분상황을 두고, 합병비율에 따라 합병 후 통합 삼성물산에 대한 국민연금공단의 지분율을 계산하면 된다.

지분 보유는 최근 국민연금공단이 합병기준일(2015년 6월 11일)에 보유하고 있었다고 밝힌 (구)삼성물산 11.2%, 제일모직 4.8%를 기준으로 삼았다.

<그림 8> 합병비율과 국민연금공단의 지분율



이재용 일가와 반대 모양의 그래프가 그려진다. 합병비율이 올라갈수록, 즉 (구)삼성물산에 유리한 합병비율이 도출될수록 국민연금공단의 통합 삼성물산 지분율이 올라간다. 1대1의 합병비율이라면 8% 이상의 지분율을 확보하지만, 합병비율이 1대0.4 수준까지 떨어지면 7%도 확보하지 못할 수 있다.

이러한 그래프 추이는 제일모직을 5%, (구)삼성물산을 9%로 두고 그려도 동일하다. 그래프의 기울기가 결정되는 핵심이 지분율이기 때문이다. 즉, 지분율 차이가 2배인 국민연금공단은 (구)삼성물산의 주가가 올라야, 그리고 제일모직 주가가 내려가야 유

리한 상황이 된다.

매매전략으로만 한정하면, 국민연금공단은 (구)삼성물산 주식을 매수하는 것이 유리하다. 10% 이상을 보유한 시장의 큰 손이 매수하는 것과 매도하는 것은 차이가 크다.

## 2) 이사회 결의일까지의 지속적 매도

국민연금공단의 주식매매는 직접 운영하는 부분과 위탁 운영하는 부분으로 나뉘어져 있다. 위탁 운용은 운용사의 판단으로 매매가 이루어지는 것이 기본이다. 하지만, 국민연금공단이 가이드라인을 주고 있다.

2015년 3월 26일 기준으로 국민연금공단은 (구)삼성물산 주식을 17,848,408주 가지고 있었다. 지분율로 계산하면 11.43%에 해당한다. 그런데 합병비율이 산정되는 기준일인 합병 이사회 결의일 전일까지 지속적으로 (구)삼성물산 주식을 매도한다. 총 2,941,962주들 매도하여 2015년 5월 22일에 14,906,446주(9.54%)만 보유하게 된다. 약 3백만주는 (구)삼성물산의 거래량을 감안하면 작지 않은 물량이다. 결과적으로, 그 기간 동안 (구)삼성물산의 주가는 다음의 <그림 9>와 같이 급격하게 하락하게 된다.

<그림 9> 국민연금공단 집중 매도시기의 (구)삼성물산 주가 추이



물론, 우연의 일치일 수 있다. 이 부분을 문제 삼은 서울고등법원도 이러한 주식 매도가 정당한 투자판단에 따른 매도일 수도 있다는 점을 인정한다. 하지만 이상한 매매패턴이 계속 이어진다.

### 3) 이사회 결의일 이후 매수

2015년 5월 26일 합병 이사회 결의가 이루어짐에 따라 합병비율이 약 1 대 0.35로 정해졌다. 이렇게 합병비율이 정해지고 나면, 실제 합병주식이 발행될 때까지 차익 거래가 가능하다. 이 비율대로 합병이 이루어지면 제일모직 1주와 (구)삼성물산 0.35주는 같은 주식이기 때문이다.

즉, 제일모직의 주가와 (구)삼성물산의 주가의 비율이 0.35를 넘으면 비싼 (구)삼성물산 주식을 팔고 제일모직 주식을 사는 것이 유리하다. 반대로 그 비율이 0.35에 미달하면 비싼 제일모직 주식을 팔고 (구)삼성물산 주식을 사는 것이 유리하다.

<그림 10> 이사회 결의일 이후 주가비율((구)삼성물산 주가/제일모직 주가)



2015년 5월 26일 이후 합병 주주총회일까지 대부분 기간 동안 그 비율이 0.35를 넘었다. 국민연금공단이 상식적인 투자자라면, 당연히 (구)삼성물산의 주식 보유비중을 줄여야 한다. 그런데, 국민연금공단은 (구)삼성물산 주식을 열심히 매수했다. 2015년 6월 30일까지 3,764,652주를 매수하여 18,671,098주로 보유지분을 늘리게 된다.

이사회 결의일 이후 이해할 수 없는 매수행위는 서울고등법원 결정에 영향을 준다. 단순 의심 수준이었던 이사회 결의일 이전 매도행위가 납득하기 어려운 그 이후 매매패턴으로 인해 좀 더 강한 의심으로 발전한다.

물론 국민연금공단이 정당한 투자 판단에 근거하여 구 삼성물산(주) 주식을 매도하였을 가능성도 있다. 그러나 쉽게 또는 분명하게 납득하기 어려운 이사회 결의일 후의 투자 행태, (... 중략 ...) 그것들이 이 사건 합병에 관한 주주총회 결의에 미친 영향에 비추어 보면, 위와 같은 국민연금공단의 주식 매도가 정당한 투자 판단에 근거한 것이 아닐 수 있다는 의심을 배제하기는 어렵다.

#### 4) 의결권 행사절차의 문제

국민연금 의결권 행사지침에 보면 의결권은 기본적으로 국민연금공단 내부에 설치되는 투자위원회의 심의·의결에 따라 결정을 하도록 되어 있다. 결정하는데 도움을 받기 위해 외부 전문기관의 자문의견을 구할 수 있고, 찬성 또는 반대를 결정하기 어려운 경우에는 의결권행사 전문위원회(이하 '전문위원회')에 결정을 요청할 수 있도록 되어 있다.

자문의견을 구하는 것과 전문위원회에 결정을 요청하는 것이 의무사항은 아니다. 이러한 조항에도 불구하고 국민연금공단은 민감한 사안인 경우 전문위원회에 결정을 요청하는 관행을 보여 왔다.

자문의견을 살펴보면, 한국기업지배구조원은 명확한 반대의견을 낸다. 이 뿐만 아니라 ISS, 글래드루이스, 서스틴베스트 등 국내외에서 활동하는 여러 자문기관도 모두 반대의견을 낸다. 특히 ISS는 (구)삼성물산 주주 입장에서 심각하게 불리(significantly disadvantageous) 하다며 반대한다. ISS가 평가한 적정 합병비율은 1대0.95로 알려졌지만 최종적으로는 1대1.21까지 수정한 것으로 나타났다.

ISS는 (구)삼성물산 주주입장에서 심각하게 불리했기 때문에 상대적으로 제일모직 입장에서는 유리하다는 의견을 제시한다. 하지만 이건 국민연금공단 입장에서는 중요한 정보가 아니다. (구)삼성물산의 지분율이 높은 만큼 의사결정의 기준은 (구)삼성물산 입장에서의 유불리에 있기 때문이다.

실질적으로 모든 자문의견이 ‘반대’인 조건 하에서 국민연금공단이 내부 논의만으로 ‘찬성’ 결론을 내리는 것은 매우 예외적인 상황이다. 같은 시기에 진행된 비슷한 안건을 고려하면 더욱 그렇다. SK와 SK C&C 간의 합병은 최태원 일가의 지분율이 다른 두 회사를 합병하는 건으로 삼성물산 합병과 매우 유사했다. 국민연금공단은 SK합병 건의 경우 전문위원회에 결정을 요청했다. 전문위원회에서 주주가치 훼손이 우려된다며 ‘반대’를 권고했고, 그대로 주주총회에서 ‘반대’ 투표를 했다.

홍완선 본부장과 국민연금공단은 이러한 매우 예외적인 결정을 내부 회의에서 ‘충분히’ 검토했기 때문에 문제없다고 설명하고 있다. 내부 논의가 예측 가능한 주요 쟁점을 충분히 and 적절한 수준으로 다루었는지는 매우 중요한 문제이다. 이 부분은 뒤에서 별도로 검토하기로 한다.

어쨌든 국민연금공단은 합병에 찬성한다. 이러한 국민연금공단의 합병 찬성의 도움으로 (구)삼성물산의 합병은 가결된다. 당시 주주총회는 83.57%의 주주가 참석하였고, 이 중 69.53%가 이 사건 합병 안에 찬성하여 합병 안이 가결되었다. 11.2%를 소유하고 있던 국민연금공단이 반대하였다면 이 사건 합병 안은 의결정족수 미달(출석한 주주 의결권의 2/3 미달)로 부결되는 상황이었다.

서울고등법원은 예외적인 ‘의결권 행사에 관한 방침 결정과정과 결과’를 주식매수가격을 재산정해야 하는 근거로 인정했다.

물론 국민연금공단이 정당한 투자 판단에 근거하여 구 삼성물산(주) 주식을 매도하였을 가능성도 있다. 그러나 쉽게 또는 분명하게 납득하기 어려운 이사회 결의일 후의 투자 행태, **주주총회 의결권 행사에 관한 방침 결정의 과정과 결과** 및 그것들이 이 사건 합병에 관한 주주총회 결의에 미친 영향에 비추어 보면, 위와 같은 국민연금공단의 주식 매도가 정당한 투자 판단에 근거한 것이 아닐 수 있다는 의심을 배제하기는 어렵다.

## 4. 국민연금공단 투자위원회 회의록 검토

### 1) 투자위원회 구성의 적절성

(구)삼성물산 합병을 논의한 국민연금공단의 투자위원회에는 12명이 참석하였다. 실장급 이상이 9명이었고, 팀장급이 3명 참석하였다. 뉴스타파의 11월 24일 보도<sup>16)</sup>에 따르면 대체투자실장은 투자위원회 직전인 7월 1일 교체되었다. 교체된 윤 모 실장은 인터뷰에서 자신이 교체된 이유가 그동안의 투표 행태를 볼 때 반대투표를 할 가능성이 높았기 때문이라고 추정했다.

팀장급 참석자 중 2명도 통상적으로 들어가던 팀장에서 다른 팀장으로 변경<sup>17)</sup>되었다. 홍완선 본부장의 지시였다. 공교롭게도 새로 교체된 3명은 모두 찬성투표를 한다.

회의록을 구체적으로 살펴보면 의문이 증폭된다. (구)삼성물산 합병 건에는 12명 중 8명이 찬성하고 4명이 기권 또는 중립투표를 한 것으로 확인된다. 그런데 회의록 내용을 확인해 보면 적극적으로 문제제기를 한 위원들은 기권 또는 중립투표를 했고 회의에서 거의 아무런 질의를 하지 않은 위원들이 찬성표를 던졌다는 특징이 발견된다.

질의를 하지 않고 찬성표를 던진 위원들은 운용지원실장, 채권운용실장, 해외대체실장, 패시브팀장, 리스크관리팀장 등으로, 이들은 회의동안 합병 안과 관련하여 의미 있는 질의도 하지 않은 채 합병에 찬성했다. 반면, (구)삼성물산에서 발생한 손실의 제일모직에서 예상되는 이득으로 상쇄 여부, 합병 시너지 효과 평가의 적정성, 내부 적정합병비율과 실제 합병비율의 차이의 문제점 등에 대해 적극적으로 질의한 운용전략실장, 해외증권실장, 리스크관리센터장, 투자전략팀장은 기권 또는 중립 투표를 했다.

이들의 지적에 나머지 위원들이 호응하거나 추가 의견을 제시하지 않은 점으로 볼

16) 뉴스타파 '국민연금, 이재용 세습 이렇게 도왔다'(2016.11.24.)

17) 뉴스타파 '국민연금, 이재용 세습 이렇게 도왔다'(2016.11.24.)

때, 회의 내내 질의하지 않은 위원들은 각종 보고서를 검토하지 않고 회의를 참석하지 않았나 의구심이 생긴다. 또한, 질의하지 않고 찬성한 위원들의 담당업무는 운용 지원, 채권, 대체 투자 등 상대적으로 기권 투표한 위원들에 비해 주식투자와의 관련성이 떨어진다는 특징도 있다.

## 2) 표결방식의 불합리

경제개혁연대에 의하면 국민연금 투자위원회는 전문위원회에 대한 결정 요청여부를 별도로 논의해 왔다<sup>18)</sup>고 한다. 그러한 논의결과 전문위원회 부의가 필요 없다고 의견이 모아지면, 내부적으로 찬반 논의를 해왔다고 한다.

이번 삼성물산 합병논의는 그 과정을 이상한 방식으로 뭉뚱그려 진행했다. 회의록에 의하면 4가지 표결결과 중 하나에 투표하라고 하는데, 4가지 중에는 ‘전문위원회 부의’라는 선택지가 없다. 4가지 선택지는 ‘찬성’, ‘반대’, ‘중립’, ‘기권’이다. 4가지 선택결과 과반이 나오지 않으면 ‘전문위원회 부의’가 된다고 설명되어 있다. 관행과 다른 방법으로 진행하다 보니 이 의미를 묻고 설명하는 과정이 반복되고 있다.

‘전문위원회 부의’라는 선택지를 포함하여 5가지 중 하나를 선택하는 것과 ‘전문위원회 부의’를 빼고 나머지 4개 중 과반이 나오지 않으면 사후적으로 전문위원회에 부의하기로 결정하는 것은 비슷해 보이지만 미묘하게 다른 방법이다.

찬성 또는 반대의 의견이 명확하지 않아 ‘전문위원회 부의’가 최선의 방안이라고 생각하는 위원의 입장에서 생각해 보면 명확하다. 그 위원은 자신이 생각하는 최선의 결과를 도출하기 위해서 다른 위원들의 투표결과를 예측하는 전략적 투표를 해야 한다. 즉, ‘찬성’이 많을 것 같으면 ‘반대’에 투표하고, ‘반대’가 많을 것 같으면 ‘찬성’에 투표해야 한다.

만일, ‘전문위원회 부의’가 최선이나, 굳이 찬반을 고르라면 51:49의 비율로 찬성을 지지하는 사람들로 구성된 회의에서 이 방식으로 투표를 한다고 하면 엉뚱한 결과를 도출하게 된다. 중요한 결정을 하는 데 있어 기존에 하지 않았던 그리고 방법론적으

18) 경제개혁연대 ‘삼성물산 합병 관련 의혹에 대한 국민연금 해명에 대한 논평’(2016.11.24.)

로도 합리적이지 않는 방식으로 표결방법을 바꾼 것은 적절하지 못했다<sup>19)</sup>.

첫 번째 문제점과 연관해서 보면, 합리적인 의문이 제기되는 상황에서도 아무런 추가 질의를 하지 않을 정도로 합병 사안에 대한 검토가 부실한 위원들이 모여 과반으로 결정하는 것이 과연 타당한 방법인지 의문이 들 수밖에 없다.

### 3) 합병비율과 합병시너지를 혼동하여 잘못된 결론을 유도

국민연금공단은 지금까지도 합병비율의 불리함을 합병시너지를 상쇄할 수 있다고 주장하고 있다. 즉, 합병비율이 다소 불리해 통합 삼성물산 주식을 덜 받는다고 하더라도 합병 이후 시너지가 이를 상쇄한다는 설명이다.

국민연금공단의 투자위원회 회의록에 이러한 주장은 반복된다. 대표적인 언급은 아래와 같다.

*(채준규 리서치팀장) 합병비율이 1:0.35일 때 리서치 산정 1:0.46 기준 합병 이후의 지분율에서 차이가 약 0.44%p 발생함. 이를 상쇄하려면 시너지가 약 2조 원 이상 발생하여야 함.*

실제 합병비율(1대0.35)에서 국민연금공단의 통합 삼성물산에 대한 지분율이 약 6.6% 수준인데, 국민연금공단이 내부적으로 본 적정 합병비율(1대0.46)에서는 이보다 지분율이 0.44%p 증가한 7.04%가 된다는 의미다. 그런데 합병시너지가 2조원 이상 발생하면 0.44%p 지분율 차이가 상쇄된다는 설명이다.

이해를 돕기 위해 이 설명을 표로 정리해 보면 다음의 <표 2>와 같다.

19) 경제개혁연대의 논평에 따르면 SK합병 건도 종전방식을 따랐다고 한다.

<표 2> 합병시너지 효과 구성

구 분	시가총액	국민연금 지분율	국민연금 지분가치	상황
기준	30조원	7.04%	2.11조원	1대0.46 합병
합병시너지	2조원	0.44%차이		
합병 후	32조원	6.60%	2.11조원	1대0.35 합병

합병 전 (구)삼성물산과 제일모직의 시가총액 합계는 약 30조원 정도였다. 30조원에서 7.04%도 2.11조원이지만, 30조원에 합병시너지 2조원을 합친 32조원의 6.60%도 2.11조원이 된다는 계산이다.

그런데, 통합 삼성물산에 대한 국민연금공단의 지분율이 7.04%가 된 상황도 합병이 이루어지는 것을 가정한 것이다. 1대0.46의 비율로 합병이 이루어진다고 가정할 경우에 7.04%라는 지분율이 나온 것이지 합병 무산을 가정한 상황이 아니다.

1대0.35로 합병하든 1대0.46으로 합병하든 합병이 성사되면 합병시너지는 동일하게 발생한다는 것이 합리적인 가정이다. 합병시너지로 인해 합병회사가 향후 추가상승을 할 경우 혜택도 동일하게 보게 된다. 1대0.46으로 합병되는데, 시가총액이 그대로 30조원으로 유지된다는 가정은 합리적이지 않다.

채준규 리서치팀장의 설명은 다음의 <표 3>과 같이 바꾸는 것이 타당하다.

<표 3> 합병시너지 효과 재구성

구 분	시가총액	국민연금 지분율	국민연금 지분가치
합병을 하지 않을 때	30조원		
합병시너지	2조원		
1대0.35 합병	32조원	6.60%	2.11조원
1대0.46 합병	32조원	7.04%	2.25조원

합병으로 인한 시너지 효과를 2조원으로 본다면 지분율 0.44%p 차이 때문에 1,400억원의 손실이 발생한다고 해석하는 것이 타당하다. 합병시너지가 커지면 커질수록 6.60%와 7.04% 때문에 발생하는 지분가치 차이도 증가하게 된다.

#### 4) 합병비율 조정을 위한 전략적인 시나리오 검토 부재

이번 합병이 삼성그룹 경영권 승계에서 차지하는 비중을 검토하고 이를 활용해 국민연금공단의 이익을 극대화하는 방안을 모색하는 검토내용이 없다. 즉, 합병비율 조정을 위한 전략적인 시나리오 검토가 전무하다. 국민연금공단의 주식포트폴리오에서 3%를 차지하는 사안임을 고려하면 그 정도 수준의 검토는 필수적이다.

한국기업지배구조원도 자문의견서에서 이번 합병목적이 사업 시너지 제고를 위한 전략적인 측면보다 경영권 승계 차원에서 이루어졌다고 지적하고 있었다. 삼성의 상황과 국민연금공단이 캐스팅보트를 쥐고 있는 점을 활용하여 ‘부결 후 합병 재시도 유도’ 등도 고려할 수 있었으나, 이에 대한 검토내용이 전무하다.

한국일보 보도<sup>20)</sup>에 따르면 이재용 부회장 면담에 동행했던 실무자가 기준시가 할인/할증을 활용한 합병비율 조정을 고려했다는 대목이 있다. 제일모직의 기준시가를 10% 내리고 (구)삼성물산의 기준시가를 10% 올리면 합병비율을 0.42까지 조정할 수 있게 된다. 당연히 검토자료 또는 회의과정에서 이 방안을 소개하고 합병비율 조정을 삼성 측에 관철할 방안을 논의하는 것이 상식적인데, 이와 관련된 일체의 분석이나 논의가 없다.

국민연금공단의 해명을 보면, 1대0.35라는 합병비율을 수용하는 것 이외에는 어떤 대안도 없는 것처럼 설명한다. ‘현 조건 수용’과 ‘합병 무산’이라는 두 가지 대안만 고려하고 있다. 단순 소액투자자라면 그렇게 해도 된다. 하지만, 국민의 노후재산을 운용하는 기관은 달라야 한다. 캐스팅 보트를 쥐고 있는 상황이라면 더욱 그렇다.

#### 5) 합병시너지 관련 검토 부실

국민연금공단은 양자택일이라는 구도를 설정해 놓고 합병시너지가 매우 클 것이라는 장밋빛 전망에 근거하여 찬성결정을 했다. 그런데, 합병시너지와 관련된 검토도 부실하다.

20) 한국일보 ‘국민연금의 삼성물산 합병 찬성 3대 미스터리’(2016.11.22.)

회의록의 첨부자료에는 삼성바이오로직스의 최대주주 지위를 확보하는 것에 큰 의미를 부여하고 있다. 합병 전 삼성바이오로직스의 지분구조는 제일모직 46.3%, 삼성전자 46.3%, 삼성물산 4.9%, 키타일즈 2.5%<sup>21)</sup>이다. 즉, 삼성그룹 계열사가 97.5%, 외부 2.5%인 상황이다. 합병을 통해 삼성그룹 계열사 지분이 통합 삼성물산 51.2%, 삼성전자 46.3%로 바뀔 뿐인데, 여기에서 어떤 합병시너지가 예상되는지 의문이다.

첨부자료에 나오는 레저부문의 제일모직 보유 토지에 (구)삼성물산 건설역량이 투입되는 것은 합병을 하지 않아도 그룹 계열사 간에 충분히 협력 가능한 부분이다. 건설부문에서 제일모직의 친환경기술과 (구)삼성물산의 고도화된 건설기술 결합도 마찬가지다. 상사부문의 인프라를 이용하여 제일모직의 패션, 식품사업의 해외진출 역시 그룹 계열사 간에 충분히 협력 가능한 방안이다.

국민연금공단은 독자적인 검토 없이 삼성그룹이 제시한 내용을 그대로 인용하고 있을 뿐이다. 한국기업지배구조원의 자문의견서에는 합병시너지는 사실상 기대할 수 없다고 기술되어 있다.

## 6) 합병 관련 이해관계자의 이해득실 검토 부재

금액의 규모가 작고 사안이 단순하다면 국민연금공단의 입장에서 재무적 검토만으로 충분할 수 있다. 금액 규모가 크고 삼성그룹의 경영권 승계와의 연관성 등 구도가 복잡하다면 관련 이해관계자 득실도 고려하여야 한다. 이 합병의 의미, 1대0.35라는 비율로 합병될 때 관련 이해관계자의 이해득실도 평가해야 불필요한 오해를 줄일 수 있다<sup>22)</sup>.

그룹 계열사 간의 합병으로 대주주의 이해관계가 침해하게 걸려있다면 이재용 일가가 이번 합병으로 어떤 이득을 보게 되는지 검토해 볼 필요가 있으나, 그런 검토가 거의 전무하다. 회의록을 보면 이재용 일가와 국민연금공단의 이해상충 관계에 있다는 것에 대한 논의가 매우 부족하다.

21) 전자공시시스템 삼성바이오로직스 최대주주등의 주식보유 변동(2015.8.21.)

22) 이와 관련하여 전문위원회의 SK 합병건 회의록도 공개될 필요가 있다. 비슷한 회의에서 검토한 쟁점을 다루었는지도 삼성물산 합병 건 검토가 부실했는지 판단하는데 중요한 기준이 될 수 있다.

## 7) 기타 잘못된 정보 제공

홍완선 본부장은 SK 합병 건과 관련하여 잘못된 정보를 제공하고 있다. 홍완선 본부장은 SK 합병 건을 자문기관의 의견과 다르게 최종결정한 사례로 언급했다. 회의의 흐름으로 보면, 삼성물산 합병 건도 자문기관은 반대를 권고했지만 그걸 꼭 따를 필요는 없다는 것을 강조한 것으로 보인다.

그런데, 앞에서 언급된 것처럼 SK 합병 건은 전문위원회 부의를 했고, 삼성물산 합병 건은 전문위원회 부의를 생략했다는 점에서 국민연금공단 의사결정의 비일관성을 보여주는 사례일 뿐인데, 다른 목적으로 활용하고 있다.

(구)삼성물산 영업이익이 과소 기재되어 있다. (구)삼성물산의 주가 저평가에 설명하는 회의록 첨부자료에서 2014년 (구)삼성물산의 영업이익을 2,709억원으로 기재하여 하락추세를 보여주고 있다. 공시된 자료 확인결과 연결기준 영업이익은 6,524억원으로 하락추세가 아니었다.

국민연금공단이 내부 적정합병비율을 1대0.46으로 평가한 세부내역은 공개되지 않았다. 여러 정황으로 볼 때, 그 계산 세부내역에도 오류와 무리한 가정이 포함되어 있을 것이다.

## 5. 나가며

### 1) 누가 이득을 보았는가? 합병비율에 따른 이해득실 계산

합병비율에 따른 이해관계자 간의 이해득실에 대한 여러 정보가 혼란스럽게 돌아다닌다. 우선, 국민연금공단 회의록에 나온 자료가 있다.

<표 4> 합병 비율에 따른 보유평가금액 변동(국민연금 자료)

**<표1> 합병 비율에 따른 보유평가금액 변동** (단위: 억원, %, %P)

삼성물산 합병비율	기금 포트폴리오		합병후			
	기금 시가 평가액	합병비율 대비 손익	최대주주-특수관계인 지분율	증감	국민연금 지분율	증감
0.25	19,646	-3153	42.3	+2.4	6.2	-0.4
0.30	21,222	-1576	41.1	+1.2	6.5	-0.2
0.35	22,799	-	39.9	-	6.6	-
0.45	25,952	+3153	37.9	-2.0	7.0	+0.3
0.50	27,528	+4729	37.0	-3.0	7.1	+0.5

\*주: 보유평가금액=[제일모직 15.6.11. 종가(180,000)\*제일모직주수]+[제일모직 15.6.11. 종가(180,000)\*삼성물산 합병비율\*삼성물산주수]

이 자료를 근거로 한겨레신문은 1대0.46일 경우 국민연금공단 손실액이 3,468억원이라고 보도했다<sup>23)</sup>. 반면, 같은 자료를 가지고 한국경제신문은 손해가 아니라고 보도했다. 한국경제신문은 그 계산은 제일모직의 가격 변동을 고려하지 않은 것인데, 가격이 많이 하락할 수도 있기 때문에 보유가치에 변동이 없다고 보도했다.<sup>24)</sup>

그 표에 숨어 있는 계산과정을 정리하면 다음의 <표 5>와 같다.

합병비율이 올라가면 국민연금공단이 받게 되는 주식수가 늘어난다. 그 늘어난 주식수에 원래 보유한 제일모직 주식수를 더한 다음에 현재 제일모직의 주가 18만원을 반영하여 시가 평가액을 계산했다. 합병비율이 올라가면 국민연금공단 뿐만 아니라 (구)삼성물산 주주들이 받는 주식도 늘어나기 때문에 전체 주식수가 증가한다.

23) 한겨레신문 '국민연금 회의록에서 드러난 삼성물산 합병 찬성 4대 의혹'(2016.11.22.) 0.45의 손실액(3,153억원)과 0.50의 손실액(4,729억원)을 보간법으로 추정했다.

24) 한국경제신문 '삼성물산 합병찬성 3대 쟁점 오해와 진실...국민연금 회의록 살펴보니'(2016.11.22.)

전체 주식수가 증가하는데 합병 이후 제일모직 주가가 변하지 않는다고 가정하는 것은 비합리적이다. 어느 정도는 떨어진다고 봐야한다.

<표 5> 국민연금공단 회의록 자료의 계산근거

합병 비율(A)	삼성물산 주식수(B)	제일모직 교부 주식수(C=A×B)	원래 제일모직 보유 주식수(D)	합계 (E=C+D)	제일모직 주가(F)	시가 평가액(E×F)
0.25	17,516,490	4,379,123	6,535,240	10,914,363	180,000원	1조 9,646억원
0.30	17,516,490	5,254,947	6,535,240	11,790,187	180,000원	2조 1,222억원
0.35	17,516,490	6,130,772	6,535,240	12,666,012	180,000원	2조 2,799억원
0.45	17,516,490	7,888,421	6,535,240	14,417,661	180,000원	2조 5,952억원
0.50	17,516,490	8,758,245	6,535,240	15,293,485	180,000원	2조 7,528억원

가장 합리적인 가정은 시가총액이 일정하다는 전제로 주가하락을 계산하는 것이다. 이 가정은 많은 상장기업들이 주가 부양목적으로 자사주 매입 및 소각을 하는 데에서 그 근거를 찾을 수 있다. 동일한 상황에서 자사주를 매입하여 유통주식수를 줄이면 그 효과만큼 주가가 오르는 것이다.

주식수 변동에 따른 주가 변동을 고려하여 위의 표를 조정하면 다음과 같다.

<표 6> 국민연금공단 회의록 자료 재계산

합병 비율(A)	합계 (E=C+D)	제일모직 조정주가(F')	시가 평가액(E×F')	시가평가액 차이 (1대0.35를 기준)
0.25	10,914,363	196,155원	2조 1,409억원	(-)1,390억원
0.30	11,790,187	187,731원	2조 2,134억원	(-)665억원
0.35	12,666,012	180,000원	2조 2,799억원	0
0.45	14,417,661	166,303원	2조 3,977억원	1,178억원
0.50	15,293,485	160,208원	2조 4,501억원	1,702억원

국민연금공단의 회의록 수치보다는 감소하나 방향은 동일하다. 즉, 합병비율이 올라가면 국민연금공단의 시가평가액이 늘어나서 이득이 생기고, 합병비율이 내려가면 국민연금 시가평가액이 줄어들어 손해가 발생한다.

한편, 재벌닷컴에서는 합병 전 시가평가액과 최근일자의 시가평가액을 비교하여

5,900억원이라는 손실 규모를 발표했다<sup>25)</sup>. 이 방법은 합병이후 매매를 통해 주식수가 변동하는 것을 고려하지 않았기 때문에 부정확한 방법이다. 또한, 합병 이후에 주식을 보유할 것인지 매도할 것인지를 결정은 별도의 의사결정으로 볼 수 있다. 합병 이후 전체적인 주가가 하락하여 발생하는 손실까지 합병에 따른 손실이라고 볼 수는 없다.

위에서 언급된 두 방법의 단점을 보완하여 다음과 같은 방법으로 이해득실을 계산하였다. 우선, 계산시점은 합병이후 재상장일(2015년 9월 15일)로 정했다. 합병이후 전체적인 주가하락으로 인한 손실을 제거하기 위한 방법이다. 다음으로, 합병이 성사되면 통합 삼성물산의 시가총액은 주식수와 무관하다는 가정을 사용하였다. 자사주 효과와 동일하게 가정하는 것이다.

그 계산방법을 그림으로 표시해 보면 다음의 <그림 11>과 같다.

<그림 11> 합병비율에 따른 이재용 일가의 이득액 계산내역



상기의 가정으로 합병비율에 따라 이재용 일가와 국민연금공단의 이득과 손실은 다음의 <표 7>과 같다. 국민연금공단의 손실액 추정은 어느 시점의 주식수를 사용하는

25) 이코노미리뷰 '삼성물산-계일모직 합병... 국민연금 5900억원 날렸다?' (2016.11.22.)

냐에 따라 달라진다.

<표 7> 합병비율 변동에 따른 이해득실

구 분	0.41426) (63거래일 평균)	0.46 (국민연금공단)	1대1	1대1.21 (ISS 최종)
이재용 일가 이득	4,485억원	7,445억원	3조 1,271억원	3조 7,187억원
국민연금공단 손실1	743억원	1,233억원	5,178억원	6,157억원
국민연금공단 손실2	701억원	1,164억원	4,888억원	5,813억원

손실1에 사용된 주식수는 국민연금공단이 합병 신주 교부시점에서 보유한 주식수<sup>27)</sup>를 근거로 한 것이다. 그동안 내가만드는복지국가가 발표한 수치는 이와 동일한 가정에 근거한 것이었다. 국민연금공단이 합병기준일(2015년 6월 11일)에 보유한 주식수를 기준으로 재계산할 수도 있다. 손실2가 그것이다.

지분을 차이가 있기 때문에 대략 국민연금공단이 입은 손실의 6배 만큼 이재용 일가의 이득이 되었다. 앞에서 내재가치를 기준으로 합병비율을 계산하면 1대1의 비율도 산정되기 어렵다는 것을 밝혔다. 1대1를 기준으로 하면 국민연금공단은 약 5천억원 손실을 보았고 이재용 일가는 약 3조원의 이득을 챙겼다.

합병비율 협상은 기본적으로 제로섬 게임이다. 나머지 손실은 누구에게 귀속되었을까? 나머지 주주에는 외국인투자자도 있지만, 직접 소액투자자도 있고 펀드를 통한 간접투자자도 있다. 국민연금공단이 입은 손해만 부각되고 있으나 직접 소액투자자와 펀드 간접투자자도 만만치 않은 손실을 보았다.

26) 주식매수가격 재산정을 결정한 서울고등법원의 취지를 부분 반영한 결과이다. 서울고등법원은 재산정 기준일을 2014년 12월 17일로 변경하였다. 그 시점의 제일모직은 비상장회사이기 때문에 상장회사와 비상장회사의 합병이 된다. 제일모직을 비상장회사의 기준시가 산정방법으로 평가하면 매우 낮아질 것으로 예상된다. 서울고등법원 판결에서 국민연금공단의 지속적 매도를 주요한 원인으로 보았기 때문에 매도가 발생하기 전 기간(2014년 12월 18일부터 2015년 3월 25일)의 63 거래일의 일별 합병비율의 단순평균으로 계산한 것이 0.414이다.

27) 전자공시시스템 '삼성물산 주식대량보유보고서(약식)'(2015.10.6.)

## 2) 자본시장의 규율을 세워야

이번 삼성물산 합병과정에서 나타난 문제점을 보완하기 위한 여러 방법이 논의된다. 국민연금공단의 의사결정 과정을 보다 투명하게 하고 가입자인 국민들의 참여를 확대할 필요성이 있다. 또한, 외압으로부터 독립적으로 결정할 수 있는 여러 방안도 검토할 필요가 있다. 투자위원회 단독 결정이 문제를 일으킨 만큼 의결권행사 전문위원회 부의를 의무화하는 것도 대안이 될 수 있다.

‘대형주의 주가는 조작할 수 없다’는 믿음이 깨진 점을 감안하면, 동일인이 지배하는 그룹계열사간 합병에 대해서도 제도 보완이 필요하다. 단기간의 주가보다 자산가치나 수익가치를 조작하기가 어렵다는 점을 감안하면, 그룹 계열사 간 합병비율 산정은 주가가 아닌 자산가치나 수익가치를 중시하는 방법이 더 적절할 수 있다. 또한, 공정거래위원회는 시장 독과점의 관점에서만 기업결합을 심사하고 있으나, 동일인이 지배하는 회사 간의 기업결합은 합병비율의 적정성도 심사할 필요가 있다.

그러나, 무엇보다도 자본시장의 규율을 세우는 것이 중요하다. 박근혜 정부 출범 초기 정부 부처 합동으로 ‘주가조작 등 불공정거래 근절 종합대책’을 발표했다. 이 발표에서 정부는 “주가조작등과 같은 불공정거래는 자본시장에 대한 투자자의 불신을 심화시키고 건전한 투자자의 시장이탈을 초래하는 심각한 금융범죄”로 간주한다. 또한, “국내 자본시장의 불공정거래가 계속 증가하고 있으며, 최근에는 신종금융상품의 증가와 IT 발전에 따라 그 수법에 교묘해지는 실정”이라고 진단한다.

인수합병을 통한 시장 불공정거래도 점차 교묘해지고 있다. 정부가 위의 종합대책에서 약속한 것처럼 자본시장의 규율을 세우기 위해 시장교란을 가져오는 불공정거래는 반드시 처벌한다는 원칙을 삼성에게도 동일하게 적용하는 것이 마땅하다.

# 재벌의 경영승계 불법사태와 향후 핵심 정책과제

---

전성인 / 홍익대학교 경제학과 교수

## 목 차

- 정경유착의 일반적 구조와 불법 승계
- 불법 승계의 주요 수단
- 승계 자금의 확보 (1): 일감 몰아주기
- 승계 자금의 확보 (2): 불공정한 계열사간 합병
- 승계 자금의 확보 (3): 자사주 취득
- 금융회사를 동원한 지배와 승계
- 공익재단을 동원한 지배와 승계
- 지주회사를 동원한 지배와 승계
- 입법 및 입법 방어와 관련한 주요 정책 과제

2

## 정경유착의 일반적 구조

- 정경유착은 이권과 뇌물의 거래 관계를 통칭
    - 정치권력: 규제완화 등을 통해 배타적 이권 부여 가능
    - 경제권력: 이권을 추구하면서 일부 떡고물을 다양한 방식으로 정치권에 납부
    - 이권납부: 직접적 뇌물, 정치권력 지배하의 재단에 기부, 해당 지역구에 각종 사회활동(어린이집, 경로당) 선별적 시행
    - 대표적 사례: 미르재단, 규제프리존법
  - 정경유착 구조하에서의 경영권 승계
    - 경영권 승계는 기존 이권의 영속화 작업
    - 이권의 흐름은 이미 확보된 상황이지만, 승계 그 자체를 위한 추가적 규제 완화/제도 변경이 필요
- => 새로운 정경 유착 발생의 유인

3

## 불법 승계의 주요 수단: 개관

- 재벌이 바라는 “승계”의 조건
  - 총수 일가의 자원 소요를 최소화하라
  - 승계 이후 현재의 계열사 지배 범위와 최대한 유사한 계열사 지배 범위를 획득하라
- 승계 자금 확보를 위해 동원되는 수단
  - 일감 몰아주기
  - 불공정한 합병 비율에 의한 계열사간 합병
  - 자사주 취득
- 승계 후 계열사 지배를 위해 동원되는 수단
  - 금융회사, 공익재단, 지주회사 등

4

## 승계자금 확보(1): 일감 몰아주기

- 성격: 적극적 자원 조달 방식
- 핵심 작동 원리
  - 총수 일가의 지분율이 서로 다른 회사 설립
  - 통상 총수 일가 지분율 높은 회사를 신설
  - 지분율 낮은 회사에서 지분율 높은 회사로 돈 빼돌림
  - 일감 몰아주기는 “돈 빼돌리는 구체적 형태” 중 하나
- 사례
  - 고전적 사례: SK C&C, 현대 모비스
  - 최근 사례: 싸이버스카이 및 유니컨버스
- 관련 법제도
  - 공정거래법상 일감 몰아주기 규제
  - 상법상 회사기회 유용 금지의 법리

5

## 승계자금 확보(2): 불공정 합병

- 성격: 승계 소요 자원의 간접적 절감
- 핵심 작동 원리
  - 총수 일가의 지분율이 서로 다른 두 회사를 합병
  - 총수 일가의 지분율이 높은 회사에게 유리하도록 합병 비율을 왜곡
  - 합병 비율 왜곡을 위해 주가 지속적 관리
  - 예를 들어 총수 일가 지분율이 높은 회사는 긍정적 요소 집행을 중점적으로 하고 지분율이 낮은 회사는 주요 사업 성과 홍보를 자제
- 사례: 제일모직과 삼성물산의 불공정 합병
- 관련 법제도
  - 자본시장법: 합병 비율 결정 공식
  - 원상복구법: 소규모 합병 특례 (이사회 결의만으로 주주총회召開)

6

## 승계자금 확보(3): 자사주 취득

- 성격: 회사 돈을 이용한 지배력 형성
- 핵심 작동원리:
  - 회사의 잉여자금으로 자사주 취득 후 소각하지 않음
  - 회사의 인적 분할 후 자사주에 분할 신주 배정
  - 자사주를 보유한 법인(지주회사 후보)이 자사주를 보유하지 않은 법인(사업회사 후보)을 지배하는 형태의 지배 관계 형성됨
  - 그 후 자사주 보유 법인에 대해서는 현물출자 등으로 총수 일가가 지배력을 확보
- 사례: 현재 거론되는 삼성전자의 인적 분할
- 관련 법제도
  - 자사주 취득 후 의무 소각 방안
  - 자사주에 합병 신주 또는 분할 신주 배정 금지 방안

7

## 승계후 지배수단(1): 금융회사

- 성격: 고객의 돈으로 계열회사 지배
- 핵심 작동원리
  - 금산분리 규제가 없는 비은행 금융기관 지배 획득후
  - 자산운용의 명목으로 계열회사 주식 취득후 지배
  - 금융회사의 부채비율이 일반 회사에 비해 높은 점에 착안하여 고객의 돈으로 계열회사 지배
- 사례: 삼성생명의 삼성전자 지배
- 관련 법제도
  - 금융산업의 구조개선에 관한 법률 제24조
  - 금융지주회사법/ 공정거래법상 금융지주회사 제도
  - 공정거래법 제11조
  - 보험업법 제106조 개정안 (소위 “이종걸 I”)

8

## 승계후 지배수단(2): 공익재단

- 성격: 단 한 번의 증여로 증여세 없이 영구 지배
- 핵심 작동원리
  - 상증세법상 공익법인에 계열사 주식 증여
  - 5% (성실공익법인 경우 10%)까지 증여세 면제
  - 공익법인 이사장 취임 등으로 지배권 획득
  - 대대손손 추가 증여세 없이 지배권 상속 가능
  - 필요시 증여 주식 매각후 핵심 주식 매입
- 사례: 삼성생명공익재단과 이재용
- 관련 제도
  - 상증세법 제48조
  - 공익법인의 계열사 의결권 제한 방안

9

## 승계후 지배수단(3): 지주회사

- 성격: 피라미드를 통한 지배권 확장
- 핵심 작동원리
  - 100%를 소유하지 않는 자회사 및 그 자회사를 수 차례 연결하여 작은 돈으로 지배권 획득
  - 결국 각 단계 자회사의 소수 주주의 재원을 이용하여 계열 회사 지배
  - 사해 행위는 자회사 통해 감행하고, 시장 감시 압박은 다중 대표소송 불허를 통해 방어
- 사례: SK의 지배구조/삼성의 지배구조 변환 목표
- 관련 법제도
  - 공정거래법상 지주회사 제도/금융지주회사법
  - 상법내 다중 대표소송 도입 방안

10

# 삼성생명의 삼성전자 주식 보유

- 금융회사를 이용한 계열사 지배의 핵심 사례
  - 이건희 회장이 승계하면서 구축했던 과거의 구조
- 현존하는 거의 모든 경제 규제와 충돌했던 과거
  - 공정거래법상 금융지주회사 제도 위배
  - 금융지주회사법상 금융지주회사 해당
  - 금산법 제24조 위배
  - 공정거래법 제11조 (계열사 의결권 행사 금지)
- 현재 진행형인 문제
  - 보험업법 제106조 취지 위반중
  - 분할 신주 취득시 금산법 제24조 또 다시 위반
  - 전자주식 매각시 유배당 계약자 보상 문제
  - 생명과 전자를 지주회사 형태로 모두 지배하려고 할 경우 지주회사에 대한 금산분리 규제 위반

=> 중간 금융지주회사 제도 도입 추진의 이유

11

# 입법 및 입법 방어와 관련한 정책 과제: 삼성의 경우

- 입법 과제
  - 최고의 복합 장치: **이종결 I + 이종결 II**
  - 최고의 단일 장치: **이종결 I**
  - 차선책: 자사주에 합병 및 분할 신주 배정 금지/소각
  - 삼선책: 공익법인 의결권 행사 금지
  - 사선책: 다중 대표소송 도입
- 입법 방어 과제
  - 공정거래법 제8조의2 (지주회사의 금산분리) 방어 => 중간 금융지주회사 도입 방지
  - 보험업법 제106조 상 자산운용 비율 완화/폐지 방지
  - 금산법 제24조 형해화(적용 배제 추진) 방지

12

# 최우선 단일 입법 과제: **이종걸 I**

- 이종걸 I 이란?
  - 보험업법 제106조의 규제취지 위배하고 있는 『보험업 감독규정 별표 11』의 정상화
- 보험업법 제106조 상의 자산운용 비율 규제
  - $\frac{\text{동일법인 채권·주식 합계액}}{\text{총자산(시가평가)}} \leq 7\%$
  - $\frac{\text{대주주 및 자회사채권·주식 합계액}}{\text{총자산(시가평가)}} \leq 3\%$
- 이종걸 I의 핵심 내용
  - 현재 분자만 유독 취득원가로 평가하고 있는 위 비율을 모두 다른 **금융권과 동일하게 시가로 평가**
  - => 분자와 분모의 평가 기준을 일치시킴

13

## 재벌개혁을 위한 입법과제<sup>28)</sup>

### -재벌총수의 부당한 지배력 견제 수단을 중심으로

---

김성진 / 변호사, 참여연대 경제금융센터 소장 대행

#### I. 서론

최근 박근혜 게이트의 핵심은 재벌들이 총수의 이익을 위해 박근혜 대통령이 가진 정치권력을 뇌물로 매수했다는 것이다. 삼성의 경우 이재용으로의 3세 승계를 확고히 하기 위해 구 삼성물산과 제일모직의 불필요한 합병을 밀어붙였고, 그 과정에서 국민연금을 동원하여 국민연금에 손해를 끼치고 이재용의 이익을 챙겼다는 것이 드러나고 있다. 이재용의 지분율이 높은 제일모직의 주식가치는 높이고, 이재용이 주식을 거의 가지고 있지 않은 구 삼성물산의 주식가치는 사업실적을 일부러 줄이거나 누락하는 등 갖은 방법을 써서 낮추었고, 그 과정에서 구 삼성물산의 주주들은 그 인위적으로 낮추어진 주식가치만큼 손해를 입고, 그 손해의 상당부분은 이재용에게 돌아갔다는 것이다. 구 삼성물산의 주식을 인위적으로 저평가되게 만든 주범은 이익의 귀속 주체인 이재용일 가능성이 높다. 구 삼성물산의 주주의 이익을 중심으로 두고 경영을 하고 합병관련 업무를 처리해야 할 대표이사 등은 회사의 이익이 아니라 총수의 이익을 위해 일부로 회사의 가치를 떨어뜨리는데 앞장섰다면, 이는 배임죄를 구성한다.

---

28) 이 글은 필자가 속한 민변과 참여연대에서 논의되어 온 재벌개혁방안을 종합하여 정리한 것으로, 이미 발표된 내용을 다수 포함하고 있다. 그리고 개선 제안에 대한 소개는 해당 법 개정안에서 실시된 '제안이유 및 주요내용'을 대폭 인용하였다.

구 삼성물산과 제일모직의 합병에 국민연금이 찬성표를 던지게 만드는 과정에서 뇌물이 수수되었다는 의혹이 짙다. 최순실 측에 35억 원을 지급한 정황이 드러난 것이다. 이는 뇌물로 의율되어야 할 부분이기도 하지만, 삼성전자의 입장에서는 총수의 민원 수리를 위해 뇌물을 만들어 공여한 것이므로, 뇌물액 상당은 회사 자체에는 금전적인 손해가 되는 것이고, 이를 지시하고 이에 가담한 대표이사 등은 배임죄가 될 수 있다.

총수만을 위해 그 재벌 소속 개별 회사의 주주의 이익을 희생시키는 행위나 뇌물을 조성하는 행위는 용납될 수 없는 범죄행위인 것이다. 이러한 범죄행위가 한국 최대의 기업집단에서 벌어졌다는 것이 충격적인 일이고, 재벌 총수만의 이익이 최고의 의사결정의 기준이 되는 재벌체제에 대해 그 충격의 크기만큼 근본적인 개혁의 요구가 제기되는 것이다.

재벌총수가 자신만의 이익을 위해 그 소속 회사를 마음대로 좌지우지하게 내버려 두어선 안 된다.

이를 위한 입법의 방향은 크게 두 가지 틀로 나누어 볼 수 있다.

첫 번째 접근방법은 재벌총수가 갖는 과도한 지배력 확대를 정상화하는 것이다. 재벌총수는 자기가 소유한 주식의 수 배에서 수십 배의 힘으로 회사의 의사결정을 좌우하고 있다. 이를 바로 잡자는 것으로 이른바 제대로 된 ‘비정상의 정상화’다. ① 그 하나가 순환출자를 통한 내부지분율의 확대이다. ② 둘이 금융계열사를 동원한 지배력의 확대이다. ③ 셋이 일감몰아주기를 통해 자기주머니 채우고, 그렇게 모은 돈으로 핵심계열사 주식을 사는 것이다. ④ 넷이 공익재단이 가진 돈과 주식으로 계열사에 대한 지배력을 확대하고 세습하는 것이다. ⑤ 다섯이 기업분할을 통해 지주회사로 전환할 때 자사주를 통해 총수의 지분율을 높이는 것이다. ⑥ 여섯이 경영권방어수단으로서 회사돈으로 산 자사주를 사용하는 것이다.

두 번째 접근방법은 재벌총수만을 위한 의사결정을 다른 주체가 견제하는 장치를 마련하는 것이다. 회사에 손해가 되는 경영을 사전적으로 예방할 수 있는 내외부의 견제 시스템을 구축하는 것이다. ① 그 하나가 주주들의 견제권을 강화하는 다중대표소

송이다. ② 둘, 총수로부터 독립적인 이사회 감사가 선임될 수 있도록 하는 것이다. ③ 셋, 종업원 대표자가 이사로 선임될 수 있도록 하는 것이다. ④ 넷, 국민연금의 의결권행사 요건을 강화하는 것이다. ⑤ 다섯, 집중투표제와 전자투표제를 도입하여 비지배주주 등이 의사를 반영하는 것이다. ⑥ 여섯, 형사적으로 총수일가의 중대 경제범죄에 대하여는 집행유예가 불가능하도록 형량을 강화하는 것이다. ⑦ 일곱, 총수일가의 중대 경제범죄에 대하여는 사면을 제한하는 것이다.

## II. 재벌 총수의 부당한 지배력 확대 수단의 해소

### 1. 순환출자의 해소

- 1) 박근혜 정부의 경제민주화 정책은 새로운 순환출자만을 규제할 뿐이었고, 기존의 순환출자에 손을 대지 않는 것이었다. 그 결과 롯데그룹 총수일가는 얼마 되지 않는 출자금을 가지고 416개의 순환출자를 그대로 유지하고 이용함으로써 자산 규모 93조 원, 국내 5위의 거대기업집단을 계속하여 지배할 수 있었던 것이다. 순환출자는 계열사 A가 B에 출자하고, B가 C에 출자하며, 다시 계열사 C가 A에 대해 출자하는 식으로 환상형 출자구조를 형성한다. 계열사 간 순환출자를 통해 지배주주는 직접지분의 합을 늘리지 않더라도 얼마든지 기업집단을 지배할 수 있다. 이는 다른 주주의 이익을 침해하는 것일 뿐 아니라 지배주주의 지배력 유지 및 강화, 승계를 위한 방법으로 악용되어 경제력 집중을 심화시키는 결과를 초래한다. 또, 어느 한 계열사가 부실해지면 그 기업에 출자한 다른 계열사까지도 부실해지는 악순환이 발생한다.
- 2) 따라서 재벌 계열사 간 순환출자는 기존의 것까지 금지해야 한다. 순환출자를 규제하기 위해서는, 이미 형성된 순환출자와 신규 순환출자를 포함하여 동일 기업집단에 속한 계열사 간 순환출자는 모두 금지하고, 이를 위반하는 경우 주식취득일로부터 6개월 내 주식을 처분토록 하되, 기존 순환출자에 대해서는 1년 정도의 유예기간을 두고 해소하도록 한다.
- 3) 이와 관련하여 기존 순환출자를 3년 내에 해소하도록 한 법안이 발의되어 있다

(공정거래법일부개정법률안, 최운열 의원 대표발의. 의안번호 제2080호).

- 4) 기존 순환출자 해소에 대하여 재벌들은 순환출자를 해소하기 위해서는 상당한 자금이 들고, 이를 해소하고 나면 경영권을 방어하기 어렵다는 이유로 이를 반대해 왔다. 그러나, 이러한 주장은 순환출자가 부당한 것은 맞지만 이를 해소하는데 돈이 드니 봐달라는 식의 억지주장에 불과하다. 부당한 것은 고쳐야 한다. 순환출자는 재벌 총수 일가가 아주 적은 지분으로 기업집단 전체를 지배하고 이를 하나의 기업처럼 운영할 수 있는 수단으로 활용되고 있다. 총수 일가가 계열회사의 돈을 자신의 지배권을 확장하는데 쓰는 것으로서 그 지배력 확장 외에 달리 경제적 합리성을 인정할 수 없다. 자신의 지분이 아닌 계열회사를 동원한 내부지분을 확장의 결과 총수일가는 다른 주주들의 희생 하에 자신의 이익을 최우선시 하는 경영을 할 수 있게 되었다. 재벌일가로의 부당한 경제력집중을 막고, 계열회사의 독립적인 경영을 보장하기 위해서는 순환출자를 해소하지 않으면 안 된다.

## 2. 금융계열사를 동원한 지배력 확대 방지

- 1) 재벌이 금융기관을 제한 없이 지배하도록 방치하는 경우 금융자본의 사금고화와 함께 계열사 확대 등 그룹지배 목적으로 악용될 소지가 있다. 금융기관에 축적된 국민의 자산이 국민의 부를 최대한 늘리는 것을 목적으로 사용되기보다는 재벌총수가 계열사에 대한 지배력을 높이는 방향으로 사용될 경우, 그 국민경제적 비용은 막대할 수밖에 없다.
- 2) 현재 금융기관이 행사할 수 있는 비금융기관의 의결권한도는 15%이다(공정거래법 제11조). 재벌이 자기 돈 들이지 않고 한 금융기관을 통해서 특정 회사의 15%에 해당하는 의결권을 행사할 수 있다는 것이다. 상호출자제한기업집단에 속하는 회사로서 금융업 또는 보험업을 영위하는 회사는 취득 또는 소유하고 있는 국내계열회사주식에 대하여 의결권을 행사하지 못하도록 할 필요가 있다. 금융기관이 주식을 보유하는 것은 주식 보유를 통한 금전적 이익을 실현하기 위함이어야 하지, 주식의 의결권을 총수 등 제3자를 위하여 행사하기 위한 것이 아니어야 하기 때문이다.

- 3) 박근혜 대통령은 이런 취지에서 ‘금융보험회사 보유 비금융계열사 주식에 대한 의결권 상한을 단독금융회사 기준으로 향후 5년간 단계적으로 5%까지 강화’를 공약했다. 하지만 지켜지지 않았다. 최소한 상호출자제한기업집단에 속한 금융기관이 합산하여 특정 비금융계열회사에 대하여 행사할 수 있는 의결권의 수는 발행주식 총수의 100분의 5로 낮출 필요가 있다. 최소한 이 정도라도 신속히 입법되어야 할 것이다.

### 3. 일감몰아주기 제한의 실효성 제고

- 1) 현대자동차그룹은 3세 승계를 위해 총수가 지배하는 신설 물류회사와 광고회사에 일감을 몰아주는 방법을 썼다. 그렇게 몰아 받은 일감으로 현대글로벌비스와 이노션은 기업규모를 급격하게 키울 수 있었고, 그로 인한 주식가치의 상승분은 총수일가가 독차지하게 되었다. 캐시카우인 현대차, 기아차의 주주가 나눠가져야 할 이익을 총수 일가의 몫으로 빼돌린 행위였다. 정의선은 이를 통해 확보한 이익을 현금화하여 그룹의 핵심계열사 주식을 인수함으로써 그룹 전체에 대한 지배력을 세습할 수 있었다.
- 2) 이러한 일감몰아주기는 중소기업의 정당한 경쟁 기회조차 빼앗아 생존을 어렵게 만들 뿐만 아니라 기업 생태계를 무너뜨리고 경제 활력을 잃게 만든다. 또한 해당 기업의 가치를 훼손하고 소액주주들에게 피해를 끼치는 반면 세금 없는 부의 이전과 경영권 대물림 등 모든 이익이 재벌총수 일가에게 돌아가는 문제가 있다. 박근혜 정부가 일감몰아주기 규제대상 계열회사의 지분요건을 시행령에서 상장회사 30%, 비상장회사 20%로 정하자, 현대글로벌비스의 경우 지분매각을 통해 총수 일가의 지분율이 29.99%로 낮아졌고, 삼성SNS와 현대엠코는 각각 삼성SDS와 현대엔지니어링에 합병되면서 총수일가의 지분율을 낮춰 규제를 회피하고 있는 실정이다. 현행 일감몰아주기 규제는 총수일가가 직접적으로 회사의 지분을 보유한 경우에 한하여 적용되고, 광범위한 예외사유를 규정하고 있어 규제대상의 범위 자체가 넓지 않다.
- 3) 지분요건을 시행령이 아닌 법률의 차원에서 「자본시장과 금융투자업에 관한 법률」에 따른 주요주주의 요건인 발행주식 총수의 10% 이상으로 강화하고(김동철 의원 대표발의. 의안번호 제111호), 지분요건 판단 시 다른 계열회사를 매개로 수

혜회사를 지배하지 못하도록 간접지분을 포함하도록 하여 규제의 사각지대를 보완하고, 효율성 증대, 보안성, 긴급성을 요하는 거래 등 사익추구행위를 허용하는 예외사유를 대폭 축소하여 일감몰아주기 규제의 실효성을 높여야 한다(공정거래법 일부개정법률안, 채이배의원 대표발의, 의안번호 제1450호)

- 4) 이와 관련하여 공정위와 전경련은 예외사유를 축소하면 수직계열화로 인한 계열사 간 거래 등까지 제한하여 기업의 경쟁력을 제한할 수 있다는 점과 예외사유를 직접 법률로 정할 경우 경제상황의 변화에 탄력적으로 대처할 수 없다는 점을 들어 반대하고 있다.

하지만, 이는 반대를 위한 반대에 불과하다. 공정위가 시행령으로 광범위한 예외사유를 두고 전후방 연관관계만 있으면 예외로 인정하고 있기 때문에 법개정이 제안되고 있다는 현실을 부정하는 것에 불과한 것이다. 공정위가 시행령으로 큰 고기는 다 보내는 그물을 만든 것 때문에 법률 수준으로 올려 그 예외사항을 제한하겠다는 것이다. 전후방 연관관계가 있다고 하더라도 거대 계열회사가 합리적인 이유 없이 총수 일가 지분이 높은 회사에 일감을 몰아주어 그 거래의 혜택이 일감을 받는 회사에게 귀속되는 경우, 일감몰아주기의 규제를 부인할 합리적인 이유가 없다 할 것이다.

#### 4. 공익재단을 이용한 지배력 확대 세습 방지

- 1) 재벌이 지배하는 대부분의 공익법인은 자산 총액 중 30% 이상을 계열사 주식으로 보유하고 있으며, 배당률이 예금 금리에 비해 매우 낮음에도 주식을 처분해 공익사업의 재원으로 활용하는 사례가 거의 없는 것으로 드러났다.
- 2) 공익법인은 개인이나 기업의 이익을 사회에 환원하기 위한 사회공헌 활동의 일환으로 설립된 법인으로, 그 보유 자산은 공익에 이바지하려는 목적에 적합하도록 사용되어야 한다. 그러나 재벌 소속 공익법인들이 출연 받은 계열사 주식을 처분해 공익사업에 쓰지 않고 계속 보유하고만 있다. 그렇게 주식을 가지고만 있는 이유는 그 주식이 갖는 의결권을 총수 일가의 이해관계에 충실하게 행사하기 위해서다. 총수일가는 공익법인을 지배하고, 공익법인은 총수를 대신해서 계열회사

주식을 가지고 있는 꼴이다. 심지어 일부 재벌 소속 공익법인들이 출연받은 재산 또는 출연 받은 재산의 매각대금으로 총수일가의 지배력 확장에 핵심적인 역할을 할 수 있는 계열회사 주식을 매입함으로써 공익목적에 사용되어야 할 재산이 지배주주의 지배권 강화에 사용되기도 하고 있다.

3) 이에 상호출자제한기업집단에 속하는 회사를 지배하는 동일인의 특수관계인에 해당하는 공익법인은 이 법 시행 당시 이미 100%의 지분을 보유하고 있는 경우를 제외하고는, 취득 또는 소유하고 있는 주식 중 그 동일인이 지배하는 회사의 국내 계열회사 주식에 대하여 의결권을 행사할 수 없도록 하여 공익법인을 통한 계열사 지배력 강화를 방지할 필요가 있다(공정거래법 일부 개정 법률안, 박영선 의원 대표발의. 의안번호 제107호)(같은 법안 박용진 의원 대표발의. 의안번호 제146호)

4) 이에 대하여 전경련은 ① 대기업집단의 사회공헌 활동이 주로 공익법인을 통해 이루어지고 있는데, 의결권 제한은 이러한 공익법인의 활동의 위축을 가져올 수 있다는 점, ② 2016년 4월 기준 32개 대기업집단의 내부지분율 42.19% 중 공익법인의 지분율은 0.15%에 불과하여, 일부 예외적인 경우를 제외하고는 소유지분율이 전반적으로 낮은 편으로 기업집단의 지배력 유지와 확대에 미치는 영향은 크지 않다는 점, ③ 「상증세법」 제48조제9항, 제49조제1항 및 제78조 등에 따라 공익법인의 주식의 취득·보유 등을 이미 제한하고 있음에도 추가적으로 의결권 행사 제한을 하는 것은 과잉 규제일 가능성이 있다는 점 등을 들어 개정안에 반대하고 있다.

① 우선, 공익법인이 보유한 주식의 의결권을 제한하는 것은 불필요하게 돈을 들여 계열회사의 주식만을 끌어안고서 이를 팔지도 않고, 그 돈으로 공익사업에 쓰지도 않는 공익법인의 행태를 문제 삼는 것이다. 공익활동을 제대로 하려면 계열사 주식을 팔아 공익활동에 사용하여야 한다. 공익법인이 보유한 계열사 주식의 의결권을 제한할 경우, 주식의 보유 목적, 즉 총수일가의 지배권 확장에 필요한 의결권의 행사라는 목적이 사실상 소멸하게 되어 더 이상 그 주식을 보유하고 있을 이유가 없게 된다. 그렇게 되면, 아무런 공익사업에 사용되지 않고 있던 그 주식을 다른 계열사에 매각하는 식으로 현금화하게 될 것이고, 그 금액만큼 공익사업에 사용할 수 있는 재원을 확보할 수 있게 된다. 공익법인의 의결권 제한은 공익

법인의 공익활동을 보다 활발하게 하기 위한 매개체가 될 것이다.

- ② 내부지분을 중 공익법인이 차지하는 비중이 그리 크지 않다고 하나, 이는 평균의 오류이다. 다수는 계열사 지배력 확장에 동원되지 않고 있지만, 소수의 기업만이 끈수를 쓰고 있기 때문으로 볼 수 있는 것이다. 삼성문화재단과 삼성생명공익재단이 삼성생명보험에 대해 가지는 내부지분율의 몫이 49.6%다. 두 재단이 내부지분율의 절반이라는 것이다. 현대자동차도 재단법인현대차정몽구재단이 이노션과 현대글로벌비스에 대하여 가지는 내부지분율의 비중이 70% 가량(글로벌비스는 65.12%) 된다. 공익법인의 돈이 공익활동에 쓰이지 않고 지배주주의 지배력 확장을 위해 묻혀 있는데, 아무 문제가 없다는 것인가? 평균이 낮다고 이런 식으로 공익법인 돈으로 지배력 확장에 이용하는 것을 방지해야 하는가?
- ③ 상증세법에서 공익법인이 계열회사 주식을 자신의 총재산가액의 30%를 초과하여 보유하는 경우 가산세를 물게 하고(제48조), 내국법인 주식의 5%를 초과하여 보유하지 아니하도록 하고(제49조) 이를 넘을 경우 가산세를 부과하고 있다(제78조). 하지만, 많은 수의 공익법인은 성실공익법인에 해당하여 5%의 보유기준이 적용되지 않고 더 높은 비율의 주식을 보유하고 있다. (성실공익법인인 한진그룹의 정석물류학술재단은 지주회사격인 정석기업의 주식 10%를 보유하고, 재단법인 롯데장학재단은 대흥기획의 주식 21%를 보유하고 있다.) 성실공익법인은 외부 감사 받기, 전용계좌 사용하기, 결산서류 작성하기, 장부를 작성비치하기 등과 같이 그리 어렵지 않게 몇 가지 요건만 충족하면 된다. 이처럼 상증세법이 정한 초과보유 제한은 재벌들의 공익법인에 대하여는 사실상 예외를 열어 주고 있다. 성실공익법인에 대하여 예외를 인정할 이유가 없으므로 그 예외를 폐지하자는 법안이 제안되는 이유이다. 결국, 상증세법이 보유 제한을 정하고 있다고 하더라도 실효성이 없어서, 규제로서의 실효성을 잃고 있는바, 의결권 제한이 과잉 규제일 수 없다.
- ④ 기업이 공익법인에 대하여 주식을 증여하는 과정에서 「상증세법」에 따른 과세가액 불산입 규정의 적용을 받지 않고 적법하게 상속세 또는 증여세를 납부한 경우에도 의결권 제한을 할 것인지의 여부 또한 논의가 필요하다는 의견이 있다<sup>29)</sup>. 일단 가정 자체가 그리 현실적이지 않다. 공익법인에 주식을 증여하는 이유가 증

29) 독점규제 및 공정거래에 관한 법률 일부개정법률안 검토보고 2016. 11. 정부위원회 전문위원 이창립

여세를 안 내고 지분만큼의 지배력을 얻기 위함이기 때문이다. 증여세를 내고 주식을 증여하는 경우가 현실화될 가능성은 사실상 없을 것으로 전망한다. 만일 증여세를 내고 공익재단에 넘기는 경우가 있다고 하더라도 그 다음 세대로 넘기는 과정에서 면세의 문제가 발생한다. 즉, 다음 세대로 그룹전체를 넘길 때 그 자식이 해당 공익법인만 장악하면, 그 세습의 단계에서 별도의 증여세를 내지 않아도 그 공익법인이 행사하는 의결권을 차지할 수 있게 된다. 그런 측면에서 공익법인에 증여된 주식의 경우 증여세를 내었다고 하더라도 의결권을 제한하도록 함이 상당하다.

## 5. 분할 시 자사주에 배당되는 주식을 통한 지배력의 확대 방지

- 1) 최근 대기업들이 회사의 분할 또는 분할합병 등을 통하여 지주회사와 자회사로 분리하면서 분할하기 전에 자기주식의 비율을 적극적으로 확대한 후 분할·분할합병의 방식으로 자회사를 설립하고, 지주회사는 자기주식을 그대로 보유하여 그 자기주식에 대하여 자회사로부터 주식을 배정받아 현행법에 따른 모회사와 자회사, 「독점규제 및 공정거래에 관한 법률」에 따른 지주회사와 자회사의 지분 요건을 확보하고 있다. 분할회사의 지배주주의 의결권에 회사의 자기주식에 대한 의결권까지 더해지게 되어, 실질적으로 지배주주의 지배권이 강화되는 것이다.
- 2) 이러한 분할·분할합병에 따른 회사 분리와 자회사의 지주회사 자기주식에 대한 주식 배정 및 신주발행에 갈음한 자기주식 교부행위는 분할·분할합병 전 회사의 소주주에게 불리하고, 대주주가 지배력을 확대할 수 있게 하는 등 주주 간 소유지분 구조 건전성에 악영향을 주게 된다. 특히 2011년 자기주식 취득한도 제한이 완화됨에 따라 상호출자제한기업집단 소속 대기업들이 지주회사로 전환하는 과정에서 자기주식을 활용하여 재벌총수의 지배력을 강화하는 편법적인 사례가 늘어나고 있다. 이는 주주가치 제고라는 자기주식 본래 목적에도 위배되는 것이다.
- 3) 따라서 회사가 분할 또는 분할합병할 경우 단순분할신설회사, 분할합병신설회사는 분할회사가 보유하는 자기주식에 대하여 신주의 배정을 금지하고, 분할승계회사에 대하여는 신주발행뿐만 아니라 자기주식을 교부하는 행위도 금지하여 회사의 자본을 통한 대주주의 부당한 지배력 강화를 방지할 필요가 있다.(상법 일부개정법률안, 박용진의원 대표발의. 의안번호 제837호)

4) 이에 대하여 ① 회사의 자기주식을 대법원이 회사의 고유자산으로 평가하고 있으므로, 인적분할 시 분할되는 회사가 취득하는 신설회사의 주식은 재산적 가치가 있는 유가증권이 자기주식에서 파생되는 과실로서 신주배정을 금지하면 회사의 자산 증가의 기회가 박탈되어 재산권 침해의 소지가 있다는 점, ② 신주배정을 금지하면 지주회사 전환을 위해 별도로 자회사 주식을 매입해야 하므로 기업에 부담으로 작용할 수 있고, ③ 정부가 장려하는 지주회사 전환을 저해하는 규제가 될 수 있다는 점을 들어, 신중한 검토가 필요하다는 전문위원의 검토 의견이 있다.

① 일본의 경우 회사법 제453조가 ‘주식회사는 그 주주(당해 주식회사를 제외함)에 대하여 잉여금을 배당할 수 있다’고 정하여 회사의 자기주식에 대하여 배당을 할 수 없으므로, 우리나라와 같은 자기주식에 대한 신주배정은 발생하지 않는다. 미국도 취득한 자사주는 원칙적으로 미발행주식으로 규율하고 있어(RMBCA 6.31. (a), 우리와 같은 분할회사의 자기주식에 대한 배정 문제는 발생하지 않는다.

자기주식의 실질은 이익배당과 같다. 회사가 자기주식을 매입할 경우 이에 해당하는 부분만큼의 주주지분이 상쇄된다. 이로 인해 취득되는 자기주식은 종이에 불과하고 특별한 경제적 가치는 없다고 할 수 있다. 단지 그 종이가 다시 매각될 경우 신주발행의 실질을 가지고 새로운 주식의 실질을 갖게 되고, 이렇게 자기주식이 회사 밖으로 팔려 나갈 때 재화로서 거래의 대상이 될 수 있을 뿐이라고 할 수 있다. 이러한 관점에서 우리 회계기준은 자기주식 취득가액을 자본조정으로서 자본의 차감항목으로 규정하고, 자기주식처분이익을 자본잉여금으로 보고 있는 것이다. 그렇다면, 자기주식은 밖으로 팔려 나가기 전에는 회사가 보유한 종이에 불과하다고 할 수 있고, 분할회사가 보유하고 있는 자기주식 역시 경제적 실질은 없는 것이라고 할 수 있다. 개정안에 의할 때, 분할회사가 보유하고 있는 자기주식에 대하여 신설회사의 신주가 교부되지 않는다고 하더라도 분할회사에 귀속되는 신설회사의 신주는 분할회사의 주주의 지분에 따라 배분하게 될 것이다. 만일 이러한 신주의 처리가 분할회사의 재산권의 침해가 된다고 하더라도, 기존 자기주식의 경제적 무가치성, 신설회사의 신주가 분할회사의 모든 주주들에게 안분해서 배정된다는 점, 그 결과 주주들 사이의 지분비율에 영향을 주지 않는 공평한 분할절차가 진행될 수 있다는 점 등을 종합하면, 그 재산권의 제한이 정당화될

수 있다고 판단된다. 신설회사의 주식을 분할회사에 배정하지 않고, 분할회사의 주주들의 지분비율에 따라 귀속된다고 하더라도 분할회사의 자기주식에 대하여 채권자의 압류가 있지 아니하는 이상 누구의 권리를 해치는 것이 될 수 없다.

② 모회사는 자기 돈으로 자회사의 주식을 보유하여 지배력을 유지하는 회사이어야 한다. 지주회사 전환 과정에서 자사주에 대한 법적인 공백을 이용하여 지배력을 확장하는 것은 다른 소수주주의 지분을 상대적으로 낮추고 자신의 지배력을 높이는 것일 수밖에 없다. 지주회사로 정당한 지배력을 행사하기 위해서는 제 돈 내고 자회사의 주식을 확보해야 하는 것이다. 그럼에도 그것이 기업에 큰 부담으로 작용한다는 주장은, 지주회사로서의 지배력 확장을 기대하면서 자기 돈을 쓰지 않고 탈법적인 지분확대를 계속하겠다는 것과 다르지 않다.

③ 지주회사 전환을 장려하는 정부정책에 반하여 지주회사 전환을 저해할 우려가 있다는 주장도 문제가 많다. 지주회사로의 전환 자체가 재벌 지배구조개선의 목표가 아니다. 지주회사는 적은 지분으로 자회사에 대한 지배를 허용하게 되므로 경제력집중의 수단이 된다는 점에서 오랫동안 금지되어 왔다. 지주회사는 출자관계가 지주회사를 중심으로 단순해지기 때문에 외부에서의 감시가 용이해질 수 있다. IMF 이후 기업집단의 연쇄 부실을 경험한 다음, 이러한 장점 때문에 불투명한 지배구조를 투명한 지배구조로 바꾼다는 차원에서 정책적으로 지주회사의 전환을 장려하고 있을 뿐이다. 지주회사의 명암을 고려할 때 정부가 지주회사로의 전환을 장려한다고 해서 다른 주주들의 희생 속에 지배력을 높이는 것을 장려하는 것은 결코 아닌 것이다.

결국, 자기주식에 대한 신주배정의 제한은 분할 시의 자기주식 처리에 대한 입법의 공백을 합리적으로 해소할 수 있는 입법제안이라고 판단된다.

## 6. 경영권방어 수단으로서의 자사주 문제 해결

1) 현행법은 회사의 자기주식 처분 시, 이를 처분할 상대방 결정 및 처분 방법을 회사의 정관 혹은 이사회가 결정하도록 하고 있다. 그러나 이를 단순히 개별 회사의 정관과 이사회에만 맡겨 자기주식을 처분할 상대방이 지배주주나 그와 이해관계를 같이 하는 제3자로 될 경우, 그 회사의 지배구조에 중대한 영향이 초래된다.

- 2) 이에 자기주식 처분 시 상대방 결정과 방법에 대해서는 주주평등의 원칙 및 신주 발행 절차를 따라 상대방의 공정성을 담보할 필요가 있다. 자기주식 처분 시 주주평등의 원칙에 따르도록 할 필요가 있다.
- 3) 자기주식 처분 시 주주평등의 원칙을 따르되, 신기술의 도입 및 재무구조 개선 등 회사의 경영상 목적을 달성하기 위해 필요한 경우에는 특정인에게 처분할 수 있도록 하고, 특정 목적에 의해 취득한 자기주식은 상당한 시기에 처분하도록 한 법안이 발의되었다. (상법 일부개정법률안, 박영선의원 대표발의. 의안번호 제106호)
- 4) 이에 대하여 ① 자기주식의 처분 방법이나 상대방에 대하여 별도의 제한을 두지 않은 것은 주주평등의 원칙을 완화하면서 자기주식 처분에 대하여 경영상 재무상 여건 등을 고려하여 합리적으로 판단하여 처분을 할 수 있도록 재량을 부여한 것이고, ② 자기주식 처분의 경우 신주발행절차를 준용하게 되면 신주배정 절차에 많은 시간이 소요되어 재무관리의 어려움, 신속한 자금 확보의 어려움, 기업들의 재무활동에 어려움이 발생할 수 있다는 전문위원의 검토의견이 있다.
  - ① 주주평등의 원칙을 완화하여 이사회에 재량을 부여한 결과 다른 다수지분을 가진 비지배주주의 이해관계와 소수지분이지만 총수의 관건적 이해관계 사이에 충돌이 일어날 때, 총수가 장악하고 있는 이사회를 통해 다수 주주의 이익을 해치면서 총수의 이익을 도모하는 방향으로 자기주식이 처분된 사례가 있다. 삼성물산과 제일모직 합병을 앞두고 이 총수 이익에 동조하는 KCC에게 삼성물산의 자사주를 매각하여 의결권을 행사하게 한 사례가 그것이다. 그 판단이 이사회에 재량이라고 할 수 있겠지만, 그 판단은 총수 일가를 위해 다수 비지배주주의 이익을 무시한 판단이었다. 그러한 재량을 존중하여야 하는가? 독일도 자기주식의 취득과 처분은 주주평등의 원칙을 따르도록 명문으로 정하고 있고(독일주식법 제71조제1항제8호, 제53 a조), 일본도 자기주식의 처분은 신주발행과 동일한 절차에 의하도록 하고 있다(일본 회사법 제199조). 자사주는 누구에게 처분하는가에 따라 주주들의 비례적 지분관계 및 지배력에 변동을 초래한다. 그러므로 자기주식의 처분 시에도 모든 주주에게 매수의 기회를 주는 것이 맞다.
  - ② 자기주식은 취득은 현재 주가관리와 경영권방어를 목적으로 이루어지는 경우가

많다. 자기주식 취득은 배당가능이익을 재원으로 하기 때문에 자기주식을 취득하는 회사는 어느 정도 누가 탐낼 만큼 재무구조에 안정성을 갖고 있는 회사일 가능성이 많다. 이러한 회사는 필요한 자금을 사내유보금이나 자체 신용으로 신속히 조달할 수 있는 회사일 경우가 많아, 자금 확보를 위해 자기주식을 처분하는 경우가 많지 않다. 법개정 이후 재무관리 차원에서 자기주식을 신주발행과 같은 절차를 거쳐야 해서 신속히 현금화하기 어렵다면 미리 환가해서 재무구조를 정리해 둘 수 있다. 자기주식을 급히 팔아야 하는 상황은 경영권 다툼이 현실화되었을 경우 외에는 상정하기 어렵다. 결국 개정안에 의할 경우 초래되는 재무관리의 어려움이라는 것은 현실적인 우려가 아니라 총수의 경영권 옹호를 걱정하면서 만들어낸 그럴듯한 논리에 불과함을 알 수 있다.

법무부도 2006년 10월 입법예고를 통해 자기주식 처분 시 신주발행절차를 준용하는 규정을 두었다. 효율적인 재무관리를 저해한다는 재계의 반대 때문에 이 규정을 삭제하였다. 재계의 로비가 있기 전 법무부도 자기주식 처분은 주주평등의 원칙이 적용되어야 한다고 판단하였던 것이다. 답은 이미 정해져 있었다.

## 7. 지주회사의 자회사 지분보유 요건 강화

- 1) 본래 지주회사는 경제력 집중을 조장할 수 있어 설립 및 허용을 금지해 왔으나, 재벌그룹의 복잡한 출자구조로 인한 불투명성을 해소하기 위해 엄격한 행위제한을 조건으로 제도가 도입되었다. 그러나 2007년 두 차례에 걸친 「독점규제 및 공정거래에 관한 법률」 개정으로 오히려 지배주주의 지배권을 강화하고 경제력 집중을 심화하는 부작용을 낳고 있다.
- 2) 지주회사에 대한 행위제한의 완화로 지배주주들이 지주회사 전환에 따른 각종 혜택만 누리면서 제도 본래의 도입 취지는 퇴색시키는 문제가 있으므로, 지주회사에 대한 행위제한을 최초 제도 도입 수준까지 강화할 필요가 있다.
- 3) 현행 자회사 주식 의무 보유 하한선인 40% 이상 보유 요건(상장회사 20%)를 50% 이상(상장회사 30%)로 상향함으로써 지주회사를 통한 방만한 지배력 확장을 통제하는 효과를 기대할 수 있다(공정거래법 일부개정안 채이배의원 대표발의).

의안번호 제2780호).

## 8. 보험회사를 통한 부당한 지배력 확장의 해소

1) 보험회사는 보험금을 적시에 보험계약자에게 지급하기 위해 자산운용을 안정적이고 효율적으로 수행해야 할 의무가 있다. 이에 현행법은 보험회사가 다른 회사의 채권 또는 주식을 보유하는 경우 그 보유금액이 보험회사 총자산 혹은 자기자본의 일정 비율을 초과하지 않도록 한도를 정해 보험회사의 자산운용을 규제하고 있다. 이에 의한 계열회사에 대한 주식의 보유한도는 총자산의 3%를 넘지 못하도록 하고 있다.

2) 그런데 보험회사의 자산운용비율을 산정할 때 총자산 및 자기자본은 시가 등을 반영하여 작성된 재무제표 상의 가액을, 다른 회사의 채권 또는 주식의 소유금액은 시가 등이 아닌 취득원가를 평가기준으로 적용하여 산정하고 있다. 이로 인해 보험회사가 보유하는 주식 등 유가증권의 현재 가치를 자산운용에 제대로 반영하지 못하여 자산운용의 공정성을 훼손할 수 있을 뿐 아니라 보험회사에 대한 자산운용규제가 왜곡될 수 있다. 시가를 기준으로 할 때 총자산의 3%를 넘는 수준으로 계열회사의 주식을 보유하는 것은 투자의 목적이라기보다는 그 주식만큼의 지배력을 확장하여 보유하기 위한 것으로서 그 금액의 크기만큼 보험자산의 수익성이 보장되지 못하고 있는 상황으로 볼 수 있다.

또한 은행, 저축은행 또는 금융투자업자 등 다른 금융회사가 보유하는 주식 등은 관련 법령에 따라 시가 등을 기준으로 자산운용비율을 산정하고 있는 점을 고려할 때 형평성 차원에서도 보험회사의 자산운용비율을 산정하기 위한 다른 회사의 주식 등의 평가기준은 개정할 필요가 있다.

3) 이에 자산운용비율을 산정하기 위하여 필요한 총자산, 자기자본, 채권 또는 주식 소유의 합계액은 회계기준에 따라 작성된 재무제표 상의 가액을 기준으로 하도록 정함으로써 보험회사 자산운용의 실질적인 안정성을 도모할 수 있다.(보험업법 일부 개정안, 이종걸의원 대표발의. 의안번호 제395호)

4) 이에 대하여 생명보험협회는 ① 보험회사의 대주주 및 계열회사에 대한 투자한도의 규제는 그 취지상 취득시점의 규제에 해당하고, 그 이후 시가변동에 따른 가격변동은 실제 투자금과는 무관하다는 점, ② 개정안에 의할 경우 신뢰보호원칙에 반할 우려가 있고 삼성생명의 경우 17.4조원의 계열회사 주식을 매각하여야 하므로 과도한 조치가 될 수 있다는 점, ③ 일본의 경우 자회사 주식 평가는 취득원가를 기준으로 하고 있다는 점을 들어 반대의견을 표하고 있다.

① 보험회사의 계열회사에 대한 투자한도 규제가 취득시점의 규제에 해당한다면, 다른 모든 금융기관 역시 취득시점의 규제로서 같은 기준을 사용해야 한다. 다른 금융기관과는 달리 보험회사만이 특별하게 취득시점의 규제가 필요하다는 것에 대한 합리적인 설명이 없다. 보유 주식의 가치변동은 보험회사의 자산운영의 건전성과 직결된다. 보유 계열회사 발행 주식의 시가가 당시 총자산의 시가에 비해 과도하게 높을 경우 자산 건전한 운영이라는 측면에서 적절한 수준으로 그 비중을 줄이는 것이 필요하다. 그 기준을 보험업법이 제시하고 있는 것이다. 하지만 그 비율을 계산하는 방법으로 금융위원회고시에 불과한 보험업감독규정에서 상식 밖의 기준을 정하고 있는 것이다. 즉, 총자산은 시가, 보유 주식은 취득가액으로 계산하도록 함으로써, 총자산 대비 계열사 보유 주식의 비중을 대폭 줄이는 효과를 내고, 이렇게 낮아진 수치는 자산 운영의 건전성을 담보하고자 하는 보험업법의 규정의 취지 자체를 잠탈하고 있는 것이다.

② 신뢰보호의 원칙은 행정청의 행위에 대하여 보호가치 있는 신뢰를 한 상대방을 보호해야 한다는 원칙이다. 이는 언제까지나 구체적인 행정청인 행정행위를 신뢰한 상대방을 보호해야 한다는 것이다. 규범의 변경은 신뢰보호의 원칙의 대상이 아니다. 더구나 법규의 공백을 채우는 입법의 경우 새로운 입법이 그 적용을 받지 않고 있던 수범자의 신뢰를 침해한다고 할 수는 없는 것이다. 그렇게 된다면, 새로운 규제 입법은 전혀 설 자리가 없게 되는 것이다. 설사 신뢰보호의 원칙을 입법과정에서도 고려함이 상당하다고 하더라도, 삼성생명의 경우 보호가치 있는 신뢰를 주장하기 어렵다. 기존의 보험업감독규정이 자신의 로비의 산물인지는 별론으로 하더라도 경험칙에 비추어 그 규정이 자신만을 위해 인위적으로 원칙을 왜곡하는 식으로 만들어졌다는 것을 알고 있었다고 보아야 한다. 행정청의 고시가 인위적으로 왜곡되어 있다는 것을 신뢰하였다고 하더라도 이는 보호가치 있는 신뢰가 될 수 없는 것이다.

- ③ 일본의 경우 자회사 주식 가격 평가를 취득원가로 하고 있다고 하나, 총자산 규제를 함에 있어 자회사 주식 평가뿐만 아니라 총자산도 취득원가를 기준으로 하고 있다는 것을 놓쳐서는 아니 된다. 일본은 취득원가를 기준으로 총자산의 6%를 넘지 않는 자회사에 대한 주식, 대출, 회사채 등 자산운용만을 허용한다는 것이다. 분명히 일본은 우리와 다르다. 우리처럼 총자산은 시가, 계열사 주식은 취득원가가 기준이라면서 일부러 수치를 줄이는 식으로 규범 자체의 합리성과 정당성을 스스로 부정하는 정책을 취하지 않고 있다.

결국 다른 금융업과 보험업이 본질적으로 다르다는 것이 인정되지 않는 이상 보험회사의 계열사 보유주식 한도 계산기준을 다른 금융업과 달리 정하는 것은 합리적인 개선이 필요하다고 할 것인바, 개정안의 필요성이 인정된다 하겠다.

## II. 재벌의 불법적 경영에 대한 통제 장치 제안

### 1. 재벌 총수로부터 독립한 이사·감사위원 선임 및 주주권 강화를 위한 다중대표 소송

- 1) 국내 재벌대기업의 핵심적인 문제점은 총수일가로부터 독립적인 의견을 제시할 수 있는 이어나 감사위원이 단 한 사람도 없다는 것이다. 그 결과 총수의 전횡적인 의사결정에 대하여 계열회사 내부에서 이의가 제기될 가능성이 전혀 없게 되었다. 그러한 총수의 의사결정이 마냥 올바를 수만은 없다는 것은 수많은 재벌총수의 경제범죄를 보면 여실히 알 수 있다. 재벌 총수 일가의 천문학적인 재산 범죄가 계속되는 이유는 회사 내에서 총수의 불법적인 경영에 대하여 감시하고 견제할 수 있는 이어나 감사위원이 전혀 없다는 데 기인한다.
- 2) 재벌 총수로부터 독립적인 이사와 감사위원이 선임될 수 있도록 소수주주가 독립적인 이사를 선임할 수 있도록 하는 법적 장치가 보완되어야 한다. 전자·서면투표제 등 외부(소액)주주의 주주총회 참여를 활성화하는 제도가 확립되어야 한다. 전자투표는 소수주주로 하여금 주주총회장에 직접 출석하여야 하는 부담을 덜어 주어 주주총회 의결에 참여할 수 있는 가능성을 높인다는 측면에서 소수주주의

주주권 행사와 집중에 도움이 되는 제도다. 집중투표는 1주당 이사후보의 수만큼의 투표권을 부여하여, 그 투표권을 한 명의 이사후보에게 몰아서 투표할 수 있도록 함으로써, 소수주주의 입장을 대변하는 이사가 보다 용이하게 선출될 수 있도록 하는 제도다. 그러나 재벌대기업 계열사는 대부분 정관으로 집중투표제를 배제하고 있으며, 전자투표제도 채택하지 않고 있다. 재벌대기업에서 총수일가의 전횡이 아닌 독립적이고 합리적인 경영이 이뤄지기 위해서는 집중투표제와 전자투표제를 의무적으로 시행하도록 제도가 개선되어야 한다. 감사위원 분리 선출제와 같이 외부(소액)주주를 대표하는 감사위원의 선임 가능성을 제고하는 규정이 도입되어야 한다. 이러한 제도들은 2012년 대선 당시 박근혜 후보가 공약했던 사항들이며, 법무부의 상법개정안에 다 반영되었던 내용들이다.

- 3) 주주대표소송은 소수주주가 이사 및 지배주주의 불법행위에 대한 손해배상 책임을 추궁하는 것으로 지배주주의 사적 이익 추구를 효율적으로 규율할 수 있는 수단이다. 그러나 현재 주주대표소송 제도는 지분 보유요건이 엄격하고(상장회사의 경우 6개월 이상 보유한 0.01% 이상의 지분 필요), 지배회사의 주주가 종속회사의 이사 등에 대한 책임을 추궁할 수 없는 등 활성화되기 어려운 조건이다. 따라서 주주대표소송 단독주주권 도입 등 소제기 요건을 완화하고, 지배회사의 주주가 종속 회사에 불이익한 법률행위나 조치를 행한 종속회사의 이사 등에 대해서도 책임 추궁이 가능하도록 다중대표소송을 도입하여 주주대표소송을 활성화할 필요가 있다. 이는 박근혜 대통령의 대선공약이었다. 다중대표소송과 아울러 다중장부 열람권도 도입되어야 한다.

## 2. 종업원을 대표하는 이사·감사위원 선임

- 1) 사외이사는 지배주주와 그의 입김에서 자유롭지 않은 사내 이사에 대한 견제를 위해 외환위기 이후 도입된 제도이다. 지배주주나 경영자로부터의 독립이 핵심이다. 2014년 한 중앙지 기사에 의하면, 기업의 사외이사로 선임된 서울대 교수 92명을 전수 조사한 결과 평균 연봉 4천만 원 이상을 받으면서 이사회에서 단 한 건도 반대표를 행사하지 않은 것으로 밝혀졌다<sup>30)</sup>. 대주주의 횡포와 전제를 견제하기 위해 만들어진 제도가 그 존재 이유와는 전혀 무관하게 작동하고 있는 것이 현실이다. 결과적으로 재벌대기업 총수일가의 전횡적인 경영을 견제할 수 있는

30) 한겨레신문, 2014. 9. 16.자

이사 및 감사위원은 현실에는 존재하기 아니하는 것이다. 기업은 지배주주의 사유물이 아니다. 기업의 생산은 자본과 노동으로 이루어진다. 기업의 위험은 자본을 댄 주주만이 아니라 노동을 투입하는 노동자도 함께 부담하게 된다. 이러한 점에서 지배주주의 경영에 노동자가 적절한 수준의 견제역할을 해야 한다. 지배주주의 전횡의 부정적 결과는 노동자에게도 심각한 영향을 주기 때문이다.

- 2) 유럽의 여러 나라는 이러한 관점에서 노동자들의 이사회 참여가 광범위하게 제도화되어 있다. 프랑스, 네덜란드, 스웨덴, 룩셈부르크, 포르투갈, 덴마크, 핀란드, 그리스, 노르웨이 등이 그 예이다. 독일은 감독이사회와 집행이사회를 나누어서 감독이사회는 절반을 노동자 대표로 구성한다. 또 감독이사회는 실질적인 경영을 하는 집행이사회는 이사 선출과 감독권을 가짐으로써 강력한 견제기능을 행사한다. 우리나라에서도 서울시가 2014. 11월 산하기관에 ‘참여형 노사관계 모델’을 도입 시행키로 하면서, 노동이사제도를 도입해 노동자의 이사회 참여를 보장하고 있다.
- 3) 노동조합이나 우리사주조합을 포함한 노동자대표에게 사외이사의 2분의 1과 같은 일정 수의 이사추천권을 부여하는 제도를 도입할 필요가 있다. 우리사주조합 및 소액주주들이 추천하는 사외이사 1인이 선임될 수 있도록 하자는 법개정안이 발의되어 있다.(상법 일부 개정안, 김종인의원 대표발의, 의안번호 제645호)

### 3. 국민연금의 공익적 의결권 행사 강화

- 1) 국민연금은 삼성물산과 제일모직 합병 건에서 삼성물산 주식11.21%을 가진 단일 최대주주로서, 삼성물산의 주가가 의도적으로 저평가되어 합병 시 그 지분에서 손해를 입게 됨에도 불구하고 의결권행사에 관한 내부규정마저도 무시한 채 합병 찬성에 나섰다. 국민연금이 국민의 돈으로 삼성의 경영권 승계를 도왔다는 비판이 제기되고 있다. 현재 국민연금은 500조원의 자산 중 약 100조원 가량을 국내 주식시장에 투자하고 있으며, 국내 우량회사 대부분의 지분을 보유하고 있다.
- 2) 미국 등 선진국에서는 오래 전부터 연기금 등 기관투자자의 주주권 행사에 관한 법규정·모범규준을 시행하여 왔고, 특히 2008년 글로벌 금융위기 이후에는 Stewardship Code라는 이름으로 더욱 강화된 규정이 시행되었으며, 상당수 아시

아 국가들이 이미 도입하였고, 우리나라도 도입이 논의되고 있다<sup>31)</sup>.

- 3) 박근혜 대통령은 ‘독립성강화를 전제로 국민연금 등 공적 연기금의 의결권행사 강화’를 공약했으나, 지키지 않았다. 그 결과가 국민연금은 손해를 감수하면서 특정 재벌의 손을 들어 주고 만 것이다. 국민연금은 국민의 재산을 대신 운용하고 있는 것이기 때문에 보유 주식의 장기적인 가치 제고에 노력해야 한다. 합리적 계산이 나 이유 없이 재벌총수 일가의 경영권 세습이나 강화에 들러리를 서서는 아니 되는 것이다. 국민연금은 국민의 이익을 중심에 두고 상법상의 주주로서의 권한을 적극적으로 행사함으로써 재벌총수일가의 전횡적인 경영을 견제해야 할 것이다.

#### 4. 재벌에 대한 형벌의 실효성 강화

- 1) 재벌총수의 경우 횡령배임액수가 수백억 원, 수천억 원에 이름에도 불구하고, 법원이 작량감경을 통해 집행유예를 선고하는 경향이 강하다. 중소기업인이나 일반인의 경우 단돈 몇 억 원만 문제돼도 실형을 사는 경우가 많다는 점에서, 문제된 액수가 많을수록 자유의 몸이 된다고 볼 수도 있다. 2000년 1월부터 2007년 6월 말까지 횡령배임죄로 언론에 보도된 사건을 확인한 결과, 일반 배임횡령에 비해 액수가 큰 경우에 적용되는 특정경제범죄 가중처벌 등에 관한 법률상의 횡령, 배임죄의 경우 1심에서 집행유예 선고비율이 71.1%이고, 일반 횡령배임죄의 경우 그 비율이 41.9%로 나타났다. 항소심까지 고려하면 전자의 비율이 83.9%에 이른다. 이건희 삼성회장은 삼성특검을 통해서 227억 배임으로 유죄판결을 받았으나 집행유예가 선고되었다. 이러한 사법부의 총수 봐주기 판결 경향은 유전무죄 논란이 나오는 배경이고, 사법부에 대한 불신의 원인이다.
- 2) 재벌총수의 경우 유죄판결을 받더라도 형기 만료전이나 집행유예기간 중에 사면을 받는 경우가 많다. 경제를 살린다는 명분을 내세우지만, 총수에 대한 대통령의 특혜제공이다. 사면을 둘러싸고 돈이 오간 정황이 이번 박근혜 게이트를 통해 불거지고 있다.
- 3) 박근혜 대통령은 ‘특정경제범죄가중처벌법상 횡령 등에 대해 집행유예가 불가능하

31) 이상 경제개혁연대, 2015. 8. 4. 논평, “재벌의 지배구조, 언제까지 가문회의에 맡길 것인가”에서 인용

도록 형량을 강화’와 ‘대기업지배주주, 경영자의 중대 범죄에 대해서는 사면권 행사를 엄격히 제한’을 공약으로 내세웠다. 지키지 않았다. 그 결과 재벌들은 회사 돈으로 뇌물을 마련하고 국가권력을 그 돈으로 매수하는 지경에 이르렀다. 특정 경제범죄 가중처벌 등에 관한 법률에 의하면 횡령배임액수가 50억 원이 넘는 경우 무기징역 또는 5년 이상의 징역형을 법정형으로 정하고 있다(제3조 제1항 제1호). 전술한 바와 같이 재벌 총수에 대한 봐주기 판결은 법원이 형을 정함에 있어 재벌 총수의 경우 작량감경을 통하여 형을 반으로 깎아준 결과이다. 이런 법원의 재벌 총수 봐주기 판결을 막기 위해서는 작량감경을 하더라도 집행유예선고가 불가능하도록 법정형의 하한을 7년 정도로 상향하는 것이 필요하다. 사면법을 개정하여 특정가법상 범죄는 사면이 불가능하도록 해야 한다.

#### **IV. 박근혜 정부의 경제민주화 공약 실종과 남은 과제**

##### **1) 박근혜 대통령의 경제민주화 관련 공약은 18개(별첨).**

**그런데, 박근혜 정부가 국정과제라고 내세운 경제민주화 법안은 20개**

필자는 2016. 1. 19자로 정부가 18개 경제민주화 공약 중 10개를 아예 이행하지 않고 있다는 취지로 ‘빈종이로 남은 경제민주화’란 제목의 신문기고를 한 바 있다(한겨레신문 2016. 1. 19.자). 이례적으로 공정위는 2016. 1. 19. 이 기고를 즉각 반박하면서, 아래표와 같이 국정과제 20개를 기준으로 13개를 완료했고 7개만 남아 있다고 발표한 바 있다.(보도참고자료 ‘2016 1.19(화), 한겨레의 ‘빈종이로 남은 경제민주화’ 기고 관련 공정위 경제민주화 추진현황 및 향후계획 설명’).

국민과의 약속인 공약을 구체화하는 것이 국정과제 법안임은 상식이다. 그러므로 제대로 된 국정과제 법안이라면, 대통령의 대국민 약속인 공약을 빠뜨리지 않고 법안으로 정리하여야 한다. 그러나 가장 눈에 띄는 잘못된 공약 중 국정과제로 반영하지 않고 완전히 생략한 공약이 4개라는 것이다. 경제민주화 공약 18개 중 4개는 20개 법안 목록에도 넣지 않고 방치해 버렸다. 이처럼 공약 4개는 아예 국정과제 20개 법안에서 배제시킴으로써, 그야말로 핵심적인 ‘빈약속’으로 남아 있는 것이다. 이것들은 재벌의 골목상권 침해 방지, 재벌의 경제범죄에 대한 엄한 처벌, 재벌의 자의적이고 전횡적인 경영권 행사에 대한 견제 수단 마련과 같이 경제민주화에 있어서 가장 핵

심적인 공약임에도 아예 입법과제로 삼지도 않아 일부러 국민의 관심에서 배제시킨 것이다. 이 4개의 공약에 대하여 정부는 일언반구의 언급도 없다.

< 경제민주화 국정과제 20개 법안 내역 >

완료 과제(13개)	잔여 과제(7개)
1. 3배 손해배상(하도급법) 2. 중기협동조합에 납품단가 협의권 부여(하도급법) 3. 전속고발권 사실상 폐지(공정거래법 등) 4. 신속사업조정제 도입(상생법) 5. 하도급 부당특약 금지(하도급법) 6. 가맹점주 권리보호 강화(가맹사업법) 7. 총수일가 사익편취 금지(공정거래법) 8. 금산분리 강화(은행법, 금융지주회사법) 9. 동의의결제 도입(표시광고법) 10. 신규순환출자 금지(공정거래법) 11. 수급사업자 범위 확대(하도급법) 12. 대부업 관리감독 강화(대부업법) 13. 대주주 적격성 심사제 도입확대(금융회사지배구조법)	1. 소비자권익증진기금 설치(소비자기본법) 2. 금융소비자 보호 강화(금융소비자보호법) 3. 담합·재판매가격유지 관련 집단소송제 도입(증권관련집단소송법) 4. 사인의 금지청구제 도입(공정거래법) 5. 중간금융지주회사 설치 의무화(공정거래법) 6. 금융·보험사 주식 의결권 제한(공정거래법) 7. 독립적 사외이사제 구축 및 소수주주권 강화(상법)

공약이지만 입법목록에도 넣지 않아 방치된 공약 4개

- ① 중소도시 대형마트의 신규입점을 지역협의체에서 합의된 경우에 한해 허용하여 골목상권을 보호
- ② 특정경제범죄가중처벌법상 횡령 등에 대해 집행유예가 불가능하도록 형량 강화
- ③ 대기업지배주주·경영자의 중대범죄에 대해 사면권 행사 엄격히 제한
- ④ 독립성 강화를 전제로 국민연금 등 공적 연기금의 의결권 행사 강화

위 4개 공약 중에 재벌의 탈법적 경영을 통제하기 위한 제도적 장치가 3개이다. 재벌총수에 대한 처벌을 강화하고, 재벌의 멋대로 경영을 견제하기 위한 핵심공약은 처음부터 국정과제로 삼지도 않았다. 노골적으로 공약불이의를 공언한 셈이다.

2) 정부가 주장하는 20개 법안에 대한 평가

위 4개 핵심공약을 뺀 채, 정부가 주장하는 20개 법안에 대해서만 간략하게 평가해 보아도 문제가 많다. 경제민주화 공약으로 대선 때 주장한 것이 아님에도 불구하고 경제민주화 국정과제 법안으로 둔갑시킨 법안이 5개다. 이들은 기존 법안에 미세한 수정만을 가한 것으로, 재계의 반발이 별로 없는 법안들이고, 대부업 관련은 경제민

주화 관련 공약이 아니다. 결국 정부가 이행하였다고 주장하는 법안 상당수가 공약사항이 아닌 것을 공약사항이라고 하거나, 공약 중 아주 미세한 일부만을 이행하고는 이를 전부를 이행하였다고 주장하고 있는 것에 불과하다.

경제민주화 중점법안으로 둔갑시켜 이행되었다고 주장하는 법안 5개

- ① 중기협동조합에 납품단가 협의권 부여
- ② 신속사업조정제 도입
- ③ 동의를결제 도입
- ④ 수급사업자 범위 확대
- ⑤ 대부업 관리감독 강화

공약이 아님 것을 입법과제로 둔갑시켜, 공약 이행을 높다는 식으로 국민을 호도하기 위한 꼼수라고 할 수 있다.

### 3) 공약 18개 중, 20개 국정과제 법안 목록에는 넣었지만 아예 이행하지 않고 있는 공약이 6개

목록에만 넣었지만 이행되지 않고 있는 핵심공약 6개

- ① 공정거래법위반에 대한 집단소송제,
- ② 공정거래법 위반행위의 피해자가 직접 법원에 해당행위 금지를 청구하는 제도 도입
- ③ 소액주주 등 비지배주주들이 독립적으로 사외이사를 선임할 수 있는 시스템 구축
- ④ 집중투표제, 전자투표제 및 다중대표소송제도를 단계적으로 도입
- ⑤ 소비자보호기금설립 및 소비자피해구제 명령제도<sup>32)</sup> 도입
- ⑥ 금융·보험회사 보유 비금융계열사 주식에 대한 의결권 상한을 단독금융회사 기준으로 향후 5년간 단계적으로 5%까지 강화

32) 공정위는 소비자피해구제 명령제를 동의를결제를 가리킨다고 하면서, 입법이 완료되었다고 주장하나, 문언의 의미상 소비자피해구제 명령제는 '소비자의 피해가 발생할 경우 행정청이 업체에 그 구제 내지 배상을 명할 수 있도록 하는 제도', 배상명령제를 의미하는 것으로 이해됩니다. 동의를결제는 위법행위가 있음에도 일정한 경우 공정위가 행정처분을 하지 않겠다는 것이고, 이는 시민단체에서 반대하는 제도로서 경제민주화를 위한 제도로 볼 수 없다.

입법목록에는 넣었지만 이행하지 않은 공약 6개 중 재벌지배구조에 관한 것이 3개다. 미이행 공약 중 재벌 총수의 전횡적 경영을 견제할 수 있는 제도를 담은 법안, 재벌총수 일가의 계열사를 통한 지배력 확장을 막는 법안이 모두 이행되고 있지 않다.

#### 4) 재벌총수들과의 오찬간담회 이후 ‘경제민주화는 끝났다’고 선언

박근혜 대통령은 이미 2013. 8. 28. 재벌 총수들과 만나고는 ‘경제민주화는 끝났다’고 선언한 바, 그 이후 경제민주화 공약 18개 중 10개는 아예 이행하지 않고 있다. 당시는 어떻게 이렇게까지 할 수 있는지 몰랐다. 박근혜 대통령 집권의 1등 공신이었던 경제민주화를 이런 식으로 통으로 생략할 수 있는지 그 이유를 몰랐다. 수십여 개의 경제민주화 공약을 했지만, 2개 정도만 제대로 하고, 나머지는 모두 폐기하거나 아주 일부만 반영하고 경제민주화의 종료를 선언한 이유를 그때는 몰랐다. 그 이후 갑자기 ‘규제는 암이니, 몇 년 내에 10%, 20%가 일률적으로 없어져야 한다’는 주장을 하기 시작했다. 규제완화는 재벌들이 바라는 바지, 국민이 바라는 바가 아니었다. 당시는 이해하기 어려운 편파적인 주장이었다. 이제는 이해가 된다. 머지않아 있을 수금을 위한 사전적인 액션이었다. 최근 현실화한 박근혜-최순실 게이트를 보면서, 그 때부터 박근혜 대통령은 재벌에 포섭되어 대가를 기대하고 경제민주화공약을 포기한 것이라는 의심을 떨치기 어렵다. 미르재단과 케이스포츠재단으로 재벌돈 774억 원을 모으기 위해 재벌에게 경제민주화 공약을 미리 팔아버린 것이 아닌가 하는 강한 의심을 떨치기 어렵다. 대통령은 2015년 하반기부터 2016년 상반기를 거쳐 재벌들로부터 수금을 진행하면서 서비스산업발전법의 통과가 민생살리기 입법이라고 주장했다.

규제프리존법은 서비스발전기본법의 또 다른 버전이다. 박근혜 정부의 규제프리존법의 입법 진행은 재벌들의 ‘통 큰 기부’에 대한 ‘선물’이라 아니 볼 수 없는 이유다. 규제프리존법은 미르와 케이스포츠재단에 돈을 낸 재벌대기업에게 지역을 하나씩 나누어 주고 그 지역경제의 활성화를 명목으로 재벌들이 원하는 사업을 영위하게 하고, 그 영업에 거슬리는 규제는 통 크게 풀어주겠다는 것이 큰 줄거리다. 지방자치단체의 경제적 어려움을 이용해 그 정치적 힘으로 재벌들의 돈벌이에 걸림돌을 치워버리겠다는 것이다. 규제프리존법은 재벌들 돈벌이에 방해가 되는 규제를 국회의 법개정을 거치지 않고 행정부만의 의사결정으로 없애 버리는 결과를 낳게 된다. 삼권분립에 반

하는 화끈한 재벌소원수리법이다. 국회 전문위원회도 유사 이래 가장 과감한 규제완화라고 칭할 정도이니, 확실한 재벌 밀어주기가 아닐 수 없다. 창조경제의 핵심에는 박근혜와 최순실, 차은택이 있다. 규제프리존법의 발의와 진행의 배경에는 재벌들이 있다. 박근혜와 재벌들의 규제프리존법 거래에 대하여 엄중한 수사와 국정조사가 필요한 이유이다.

이제 국회가 더 이상 박근혜 대통령의 잘못된 정책의 뒤를 처리할 이유가 없다. 규제프리존법은 지역 단위에서 재벌에 종속된 경제구조만 새롭게 구축해 주는 것일 뿐만 아니라, 재벌이 거추장스러워 하는 규제가 전국적으로 무력화되는 결과를 낳게 된다. 지역경제는 규제를 풀어 준다고 살아나지 않는다. 경제를 살리는 것은 재벌의 선의가 아니다. 재벌의 경제력 남용을 막아, 일하는 경제적 주체들이 일의 성과를 다른 경제적 강자에게 빼앗기지 않도록 하는 것이다. 약한 경제주체들도 적극적으로 자신의 능력을 발휘하게 하는 것이다. 이것이 경제의 민주화다. 바로 박근혜 대통령이 집권 초기 재벌들의 뇌물을 기대하고 팔아먹은 국민과의 약속이다.

박근혜 게이트의 본질이 재벌이 뇌물을 통해 정치권력을 매수한 것이라는 것이 분명해졌다. 이제 분명히 말할 수 있다. 박근혜 대통령은 더 이상 국민이 인정하는 대통령이 아니다. 국회는 박근혜 게이트의 원인과 거리를 두어야 한다. 규제프리존법과 같은 재벌소원수리입법의 청부통과에 국회가 들러리를 서서는 안 된다. 재벌들 들러리는 국회가 할 일이 아니다. 경제민주화가 되어야 경제가 활성화되는 것이다. 그리다가 그만 둔 경제민주화를 제대로 그리는 것이 국회가 할 일이다.

거듭 강조하거니와, 국회는 재계소원수리입법 중 거대한 핵심인 규제프리존법 추진을 당장 중단하고, 아래와 같은 경제민주화에 대한 대선공약을 앞장서서 이행해야 할 것이다. 국민이 지켜보고 있다.

- ① 특정경제범죄가중처벌법상 횡령 등에 대해 집행유예가 불가능하도록 형량 강화
- ② 대기업지배주주·경영자의 중대범죄에 대해 사면권 행사 엄격히 제한
- ③ 독립성 강화를 전제로 국민연금 등 공적 연기금의 의결권 행사 강화
- ④ 소액주주 등 비지배주주들이 독립적으로 사외이사를 선임할 수 있는 시스템 구축
- ⑤ 집중투표제, 전자투표제 및 다중대표소송제도를 단계적으로 도입

⑥ 금융·보험회사 보유 비금융계열사 주식에 대한 의결권 상한을 단독금융회사 기준으로 향후 5년간 단계적으로 5%까지 강화

▣ 별첨자료 : 박근혜 정부 경제민주화 공약 18개 목록  
(제 18대 대통령선거 새누리당 정책공약집 146-153페이지)

## 경제적 약자의 권익 보호

### 새누리의 진단

- 대형유통업체의 급속한 골목상권 진입으로 구조조정 압력에 처한 소상공인이 환경변화에 대응할 수 있는 기회를 보장할 필요
- 대기업의 경제력 남용에 해당하는 과도한 업종다변화로 인해 중소기업 사업영역이 침해되는 사례를 방지할 필요
- 유통업, 가맹점(프랜차이즈) 사업 등에서의 경제력 우위를 남용한 불공정 거래를 근절할 필요

### 새누리의 약속

- '중소기업적합업종제도'의 실효성 제고로 중소기업 사업영역 보호
- 중소도시 대형마트의 신규입점을 지역 협의체에서 합의된 경우에 한해 허용하여 골목상권 보호
- 대형유통업체의 납품·입점업체에 대한 불공정 행위, 가맹점에 대한 불공정 행위 근절
- 건설·IT분야 등의 하도급 불공정특약에 따른 중소기업자 피해방지
- 소비자 권익증진을 위해 소비자보호기금을 설립하고, 소비자 피해구제 명령제 도입

### 새누리의 실천

- 「공정거래법」, 「유통산업발전법」, 「하도급법」, 「가맹사업법」 개정
- 공정거래위원회 관리감독 강화 추진

## 공정거래 관련법의 집행체계 개선

### 새누리의 진단

- 공정거래 관련법 집행이 공정거래위원회에 독점화되어 있어, 법 집행의 견제경로가 없음.
- 집행체계를 다양화하여 외부 견제로 공정거래위원회의 공정성을 제고하고, 법 집행의 엄정성과 효율성을 확대·강화할 필요

### 새누리의 약속

- 공정거래위원회의 전속 고발권 폐지
- 공정거래법 위반에 대해 징벌적 손해배상제와 집단소송제 도입
- 공정거래법 위반행위의 피해자가 직접 법원에 해당행위 금지를 청구하는 제도 도입

### 새누리의 실천

- 「공정거래법」 개정

## 대기업집단 총수일가의 불법 및 사익편취행위 근절

### 새누리의 진단

- 대기업집단 총수일가의 사익추구를 위한 불법행위가 자주 발생하여 기업의 경쟁 질서를 훼손
- 총수일가 불법행위에 대한 법집행이 국민의 법 감정과 형평성에 어긋나는 사례가 많음.

### 새누리의 약속

- 「특정경제범죄가중처벌법」상 횡령 등에 대해 집행유예가 불가능하도록 형량을 강화
- 대기업 지배주주·경영자의 중대 범죄에 대해서는 사면권 행사를 엄격히 제한
- 일감몰아주기 등 총수일가의 부당내부거래 금지규정을 더욱 강화하고 부당 내부거래로 인한 부당이익은 환수

### 새누리의 실천

- 「특정경제범죄가중처벌법」, 「공정거래법」 개정

## 기업지배구조 개선

### 새누리의 진단

- 신규 순환출자가 대규모기업집단 총수일가의 불투명한 지배체제 구축 수단으로 악용
- 지배주주의 사익추구 행위를 견제하고, 소액주주의 이익을 보호할 수 있는 기업지배구조 상의 장치가 미흡
- 기관투자자의 책임 있는 주주로서의 기능도 활성화될 필요

### 새누리의 약속

- 대규모기업집단에 대한 신규 순환출자 금지
- 소액주주 등 비지배주주들이 독립적으로 사외이사를 선임할 수 있는 시스템 구축
- 독립성 강화를 전제로 국민연금 등 공적 연기금의 의결권 행사 강화
- 집중투표제, 전자투표제 및 다중대표소송제도를 단계적으로 도입

### 새누리의 실천

- 「공정거래법」, 「상법」, 「국민연금법」 등 개정

## 금산분리 강화

### 새누리리의 진단

- 금융회사의 고객 자산이 대규모기업집단의 지배구조에 활용될 경우 고객이익 보호원칙과 상충될 가능성 상존
- 2008년 세계금융위기 이후 은행과 산업의 관계에 좀 더 보수적인 원칙을 적용할 필요
- 저축은행 사태 등 대주주의 불법행위로 인한 금융부실의 재발을 방지할 대책 마련이 필요

### 새누리리의 약속

- 금융·보험회사 보유 비금융계열사 주식에 대한 의결권 상한을 단독금융회사 기준으로 향후 5년간 단계적으로 5%까지 강화
- 산업자본의 은행지분 보유한도를 축소
- 현재 은행과 저축은행에 대해서만 시행되는 대주주 적격성 유지심사를 모든 금융회사로 확대

### 새누리리의 실천

- 「공정거래법」, 「은행업법」, 「자본시장과금융투자업에관한법」, 「보험업법」 등 개정

## 경제민주화 실현을 위한 재벌지배구조 개선 및 규제 방안 제안

---

최운열 / 더불어민주당 국회의원·정책위원회 부의장, 국회 정무위원회 위원

과거 효율성과 이윤 극대화만을 추구하던 성장 위주의 기업문화가 최근 구조적인 경제위기에 봉착하면서 기업성장을 위해서는 기업과 자본의 투명성과 건전성이 한층 강조되고 있음. 또한 재벌·대기업 중심으로 성장해 온 우리나라 경제는 IMF 사태를 거치면서 양극화와 고용 없는 성장으로 다양한 사회 문제가 대두되고 있음.

따라서 기업의 지속가능한 성장과 선순환적 경제 생태계 조성을 위해 재벌들의 지배 구조개선과 불공정행위 근원 차단이 필요성이 그 어느 때보다 강력히 요구되고 있음.

소위 재벌개혁이라고도 하는 재벌지배구조 개선은 우리 경제의 구조 변경을 가져오는 것으로 많은 기득권 세력의 저항이 있을 수 있음. 즉, 박정희 정부에서 시작된 산업화로 형성된 재벌 중심의 수출주도 성장주의가 지금까지도 국정의 핵심과제이기 때문임.

결국 재벌지배구조 개선은 법과 제도 개선 외에 법과 제도를 운영할 정치주체의 정치철학과 추진의지가 확고해야 함. 과거 박근혜 대통령의 대선 공약 및 국정과제로 기업지배구조 개선을 제시하였고, 이에 법무부는 기업구조개선을 위한 상법 개정을 마련하여 입법예고까지 했으나 결국 국회에 제출하지 않고 스스로 거둬들였음. 이렇듯 재벌지배구조 개선은 대통령을 비롯한 국정 책임자들의 의지가 그 어떤 정책보다

도 확고해야 추진할 수 있는 문제임.

금년 5월에 임기가 시작된 20대 국회는 우선적으로 법과 제도 개선을 통해 재벌지배 구조 개선을 다시 추진하고자 김종인 의원(前 더불어민주당 대표) 등 많은 의원들이 상법 개정안을 그리고 총수일가의 편법적인 경영권 승계 및 사익편취 등을 막고자 저를 포함한 다수의 의원들이 공정거래법 개정안을 발의하고 있음.

최근 롯데그룹 경영권 분쟁과 삼성그룹의 경영권 승계과정의 문제점이 드러나면서 소수의 지분을 가진 총수일가가 그룹 전체를 지배하고, 이를 위해 사회적 비용까지 소요되게 하는 문제점이 지적되면서 이를 규제해야 한다는 주장이 많이 제기되고 있음.

홍순탁 회계사께서 지적하신 삼성물산-제일모직의 합병, 전성인 교수께서 진단하신 경영 승계를 위한 불법과 편법 사례 등은 왜 국회에서 관련 입법들이 신속히 추진되어야 하는지를 보여주고 있음. 결국 경제민주화가 실현되어야 하는 이유가 여기에 있음.

전성인 교수께서 지적하신대로 재벌지배구조 개선을 위해서는 사전·사후 규제 강화를 현행보다 강력히 추진해야 함. 먼저 경영권 승계를 하는데 필요한 자금의 확보를 차단하기 위해서는 공정거래법 개정 등을 통해 일감몰아주기와 사익편취를 규제해야 하며, 이를 가능하게 하는 순환출자 고리를 끊어야 함.

재벌지배구조 개선을 위한 공정거래법 개정 필요성에 대해 구체적으로 말씀드리면, 먼저 기존순환출자부터 해소시켜야 함. 정부와 전경련 등은 공시 등을 통해 자연스럽게 해소되도록 현행 규정을 유지하는 것이 좋다고 주장하고 있지만, 순환출자를 통해 가공의결권을 생성하여 총수일가의 지배력을 유지하고 강화하기 때문에 기존순환출자도 신속히 해소되어야 함. 이를 위해 저는 지난 9월 기존순환출자 폐지를 주요내용으로 하는 공정거래법 개정안을 대표발의한 바 있음.

<b>기존순환 출자폐지 (2016.09.02.) 최운열의원 대표발의</b>	<b>[독점규제 및 공정거래에 관한 법률] 개정안</b>  -순환출자는 가공의결권을 생성함으로써 지배주주의 지배력을 유지 및 강화하고, 경영권 승계를 위한 방법으로 활용되는 등 대기업집단의 경제력 집중에 따른 피해를 유발하고 있음. (중략) 이에 기존의 순환출자도 3년 이내에 해소하도록 함으로써 기업의 지배구조를 보다 투명하게 하여 경제력 집중을 완화하고자 함.
---	---

다음으로는 총수일가의 편법적인 경영권 승계와 지배력 강화에 이용되는 공익법인의 의결권을 제한해야 합니다. 공익법인을 보유하고 이를 통해 계열사에 출자하고 있는 일부 재벌그룹 공익법인의 경우 지주회사 또는 지주회사 역할을 하는 핵심 계열사의 주식을 우선적으로 보유하는 등 공익법인의 설립 목적과는 다르게 재벌그룹의 소유와 지배구조에 있어서 중요한 연결고리로 악용되고 있기 때문임.

또한 총수일가의 사익편취를 위한 일감몰아주기를 더욱 강력히 규제해야 함. 재벌그룹들은 일감몰아주기를 통해 경영권 승계를 위한 자금을 확보하고 있으며, 이 과정에서 많은 중소기업들이 피해를 보고 있음.

그리고 공정거래위원회의 전속고발권을 폐지해야 함. 이는 재벌지배구조 개선과 직접적인 연관이 없다고 평가할 수 있으나, 실제로는 재벌들의 다양한 경영승계 과정에서 발생하는 불공정행위에 대해 공정위가 제대로 대처하지 못하기 때문임.

<p style="text-align: center;"><b>전속고발권 폐지</b></p> <p>(2016.06.28.)</p> <p style="text-align: center;">최운열의원 대표발의</p>	<p>[독점규제 및 공정거래에 관한 법률] 개정안</p> <p>[하도급거래 공정화에 관한 법률] 개정안</p> <p>[대규모유통업에서의 거래 공정화에 관한 법률] 개정안</p> <p>[가맹사업거래의 공정화에 관한 법률] 개정안</p> <p>[대리점거래의 공정화에 관한 법률] 개정안</p> <p>-현재 공정거래위원회는 기업의 불공정거래 행위나 부당한 공동행위 등에 대해 유일하게 고발할 수 있는 권한을 갖고 있음. 그런데 공정거래위원회가 이를 소극적으로 행사하면서 위법행위에 대한 책임을 면하게 하는 등 불공정거래를 제대로 규제하지 못하고 있다는 비판이 제기되고 있음. (중략)</p> <p>-이에 우리나라 경제에 일상화된 독점의 폐해 등으로 인한 불공정한 시장질서를 바로 잡고자 공정거래위원회의 전속고발권을 전면적으로 폐지하고 함.</p>
---	--

이 밖에도 재벌들의 지배구조 등을 보다 명확히 파악하기 위해 해외계열사에 대한 주주현황, 국내계열사와 해외계열사 간의 거래내역 그리고 해외계열사가 매개가 되는 순환출자 현황 등도 공정거래법 개정을 통해 공시를 강화해야 함.

홍순탁 회계사께서 지적하신 삼성물산-제일모직 합병의 문제와 전성인 교수께서 제안하신 사후 규제 강화는 상법 개정 등을 통해서 개선해야 한다고 생각함. 저는 상법에서 특히 우리나라 주주총회의 문제점을 우선적으로 개선할 필요가 있다고 보고 있음.

한마디로 현행 우리나라 재벌그룹뿐만 아니라 일반 기업들의 주주총회는 총수일가 및 대주주 이익을 위한 감감이 투표제로 규정할 수 있음. 따라서 상법 개정을 통해 주주와 주주총회의 위상을 강화해야 함.

재벌지배구조 개선을 위해서는 주주총회에서 주주들이 의결권을 자유롭게 행사할 있도록 하여 이사의 위법행위에 대하여 사후적 책임 추궁이 가능하도록 하고, 감사가 경영진으로부터 독립적 지위를 가지고 회사 경영을 감독할 수 있어야 함.

구체적으로 상법 개정방향을 말씀드리면, 다중대표소송을 도입하여 모회사의 발행주식총수의 1% 이상에 해당되는 주식을 가진 주주가 자회사에 대하여 자회사 이사의 책임을 질 수 있도록 해야 함.

일정 자산 규모 이상의 상장회사에서 2인 이상의 이사 선임을 할 때 소수 주주권으로 집중투표를 청구할 경우 정관으로도 이를 배제할 수 없도록 하여 집중투표제를 단계적으로 의무화해야 함.

사회이사의 경우 최대주주 및 그의 특수관계인인 사외이사 후보추천위원회의 위원이 될 수 없도록 하고, 사외이사 후보추천위원회에는 우리사주조합 및 소액주주들이 추천한 후보자 각 1인은 반드시 사외이사로 선임하도록 해야 함.

의무적으로 감사위원회를 설치하는 상장회사는 주주총회에서 감사위원회 위원이 되는 이사를 다른 이사들과 분리하여 선임하도록 해야 함. 이를 통해 선임 단계에서부터 대주주의 의결권이 제한되도록 하여 감사위원회 위원의 독립성을 확보하도록 해야 함.

<p><b>상법 개정안 (2016.07.04.)</b> 김종인의원 대표발의</p>	<ul style="list-style-type: none"> <li>-모회사의 주주가 자회사의 이사에 대해 책임을 추궁하는 다중대표소송제를 도입하고,</li> <li>-이해관계자(stakeholder) 자본주의를 강화하는 측면에서 사외이사 선출에 근로자와 소액주주의 경영감시·감독권을 보장하여 근로자 우리사주조합 및 소액주주의 사외이사 추천·선출권을 도입하며,</li> <li>-대표소송제도 및 감사위원회위원의 선임 절차를 개선하고,</li> <li>-집중투표제와 전자투표제를 단계적으로 의무화함으로써 주주총회를 활성화하고 투명하고 건전한 경영문화를 확립하기 위한 법적 기반을 구축하려는 것임.</li> </ul>
---	--

아울러 주식회사의 외부감사에 관한 법률도 개정하여 회계 등에 대한 외부감사 의견(보고서)이 주주총회 전에 제대로 주주들이 확인할 수 있도록 해야 함. 또한 대우조선해양의 분식회계 사례에서 보듯이 외부 감사가 제대로 되도록 관련 제도가 개선되어야 하고, 삼성물산과 제일모직 합병의 사례에서 보듯이 국민연금 등이 스튜어드십

코드를 채택해 의결권 행사 등에 참여하도록 했어야 함.

김성진 변호사께서 정리하시고 제안해 주신 20대 국회 입법과제가 제대로 추진되어야 그나마 재벌지배구조 개선에 실효성이 확보될 것임. 그러나 지난 정무위원회 법안심사소위원회 논의를 보면 정부와 여당의 강력한 반대로 실제 입법화되기 쉽지 않은 상황임.

결론적으로 현재와 같이 총수일가가 불법과 편법 등을 동원해 지배하고 있는 재벌의 지배구조가 개선되지 않을 경우 총수일가의 사익편취와 불공정행위는 해소되지 않음. 이를 해소해야 우리 경제의 허리이자 고용의 대부분을 담당하고 있는 중소기업과의 동반성장이 실현되어 격차 해소와 청년실업 문제를 해결하는 동력이 생김. 우리경제의 지속가능한 성장 그리고 격차 해소 등을 위해서는 재벌지배구조 개선이 제대로 추진되어야 함.

## 재벌 지배구조 개선을 위한 입법과제

채이배 / 국민의당 국회의원·제3정조위원장, 국회 정무위원회 위원

### 1. 들어가며

- 지난 11월 20일 검찰 특별수사본부는 최순실, 안종범, 정호성을 기소하면서, 최순실과 안종범 전 경제수석이 박근혜 대통령과 미르재단 및 K-스포츠재단 설립을 공모하고, 전경련을 동원하여 기업들로부터 재단에 출연하도록 하고, 롯데그룹, 현대차그룹, KT그룹, 포스코그룹 등에 대해서도 사사로운 이익을 위해 권한을 남용한 사실이 검찰 공소장에 고스란히 기재되어 온 국민을 경악케 함.
- 반면, 피의자들 혐의 중 ‘뇌물죄’ 적용은 빠져 있는 바, 이는 검찰이 재벌을 ‘공범’이 아닌 ‘피해자’로 단정하고 있는 것이 아닌지 의문임.
- 더욱이 최근 국민연금의 작년 삼성물산 합병 찬성 결정과 관련하여 최순실이 개입하여 청와대와 보건복지부로 하여금 국민연계에 영향력을 행사했다는 의혹도 제기되고 있어, 박근혜 정부의 퇴행적인 정경유착 문제가 부각되고 있음.

### 2. 국민연금과 스튜어드십 코드(Stewardship Code)

#### ○ 개요

- 작년 삼성물산과 제일모직의 합병은 이재용 부회장의 그룹 경영권 승계구도에서 매우 중요한 과제 중 하나였는데, 여기에 11.21%의 지분을 보유한 국민연금의 의

결권 행사 방향에 따라 합병이 성패가 좌우되는 상황이었음.

- 그런데, 국민연금은 예상을 뒤집고 동 안건을 의결권행사전문위원회에 안건 회부하지 않고 기금 내의 투자위원회 자체 결정으로 찬성 결정을 내려 논란이 되었음.
- 특히, 국민연금은 1 : 0.35의 합병비율이 삼성물산에 불리함을 알고도 삼성 측이 제시한 합병의 시너지 효과를 과대평가하여 합병에 찬성한 것으로 확인됨.

#### ○ 국민연금의 삼성물산 합병 찬성 결정과 스투어드십 코드

- 국민연금이 삼성물산 합병 건 결정에 있어 정치권의 영향력 행사가 가능했던 이유 중 하나로 ‘한국형 스투어드십 코드’의 제정이 지연된 것에서 그 원인을 찾는 견해가 있음.
- 기본적으로 스투어드십 코드는 기관투자자의 수탁자 책임에 관하여 규정하는 것인데, 이는 투자대상회사의 중장기적인 가치 제고와 지속가능한 성장을 추구함으로써 고객과 최종 수익자의 이익을 도모하는 데 있음.
- 따라서 스투어드십 코드는 투자대상회사의 “대화와 소통”(engagement)을 기본으로 하고 있으며, 따라서 평상시 원활한 관계 형성이 중요함. 즉, 삼성물산 합병 건에서 보듯이 기관투자자와 별다른 의사소통도 없던 회사가 총수일가의 이익 극대화를 위한 불공정한 합병비율을 제시하는 것 자체가 가능하지 않은 구조가 형성됨.
- 논란이 일자 국민연금은 그동안 engagement 활동을 꾸준히 했다고 강조하였으나, 단순히 회사 방문 또는 IR 참석, 실무자 면담 및 의결권 행사 등에 한정되어 있는 것으로 확인됨.
- 특히, 국민연금의 경우 자체 의결권 행사 지침을 보유하고 있어 스투어드십 코드 채택이 필요 없다는 주장도 있으나, 의결권 행사지침을 스투어드십 코드에 준하는 것으로 보기는 어려움.

#### ○ 삼성물산 합병 건을 통해 본 스투어드십 코드 시행의 필요성

- 작년 삼성물산 합병 논란 당시 국내 기관투자자들의 행태에 대해서도 비판하지 않을 수 없음.
- 삼성물산 합병 건과 관련하여 의결권행사 내역을 공시한 국내 50개 기관투자자들 중 합병 의안에 반대한 곳은 단 한 곳도 없었고, 증권회사의 경우 한화투자증권을 제외한 모든 보고서가 삼성물산 합병에 찬성하는 입장이었음.
- 반면, 국민연금이 의결권행사와 관련한 자문을 받고 있는 ISS와 한국기업지배구조

원은 합병 비율의 불공정성을 이유로 반대했고, 다른 의결권 자문기관인 Glass Lewis, 서스틴베스트 등도 합병에 반대 권고하는 등 전혀 다른 양상을 보임.

- 기관투자자들이 평소에 투자대상회사 경영진과 대화와 소통을 통해 문제점을 파악하고 해결방안을 모색했다면 삼성이 일방적으로 합병비율을 정하지도 못했을 것이며, 설령 불공정한 합병 비율을 결정했다라도 문제해결 시도를 위해 합병비율이 조정됐을 가능성이 큰데, 스톱어드십 코드가 필요한 이유가 여기에 있음.

### 3. 재벌 지배구조 개선을 위한 법·제도 개선방안

#### 1) 기업지배구조 개선을 위한 상법 개정

##### ○ 다중대표소송제 및 다중장부열람권 도입

- 피출자회사의 지분 30% 이상을 보유한 지배출자회사의 주주가 피출자회사의 이사에 대한 책임추궁의 소를 청구할 수 있도록 하는 다중대표소송제를 도입하고, 회계장부열람권의 허용대상 범위를 피출자회사로까지 확대함.
- 상장회사의 대표소송 및 다중대표소송의 소제기의 경우 6개월간 10만분의 1 이상의 지분을 보유한 주주로 그 요건을 완화함.

##### ○ 감사위원 분리선출방식 명문화 및 감사위원 선임시 대주주 의결권 제한

- 의무적 감사위원회 설치 상장회사는 주주총회에서 감사위원회위원이 되는 이사를 다른 이사들과 분리하여 선임하도록 하고, 감사위원회위원 선임시 주주와 그의 특수관계인의 의결권이 제한되도록 하여 감사위원회위원 선임의 독립성을 확보함.

##### ○ 집중투표제 도입

- 2인 이상의 이사의 선임시 소수주주권으로 집중투표제를 청구할 수 있도록 하고, 상장회사의 경우 정기주주총회일 6주 전까지 서면 또는 전자문서로 집중투표제를 요청할 수 있도록 함.

##### ○ 전자투표제 및 서면투표제 단계적 의무화

- 일정 주주 수 이상의 상장회사에 대하여 주주가 총회에 직접 참석하지 않고 의결

권을 행사할 수 있도록 전자투표제 또는 서면투표제 실시를 의무화하여 주주들의 주주총회 참석을 독려함.

#### ○ 독립이사(사외이사)의 선임 의무화

- 이사회는 독립성을 획기적으로 개선하기 위해 6개월 간 3% 이상의 주식을 보유한 주주에게 독립이사(사외이사에 한함) 추천권을 부여하고, 후보추천이 있는 경우 회사는 의무적으로 독립이사를 선임하는 방안을 검토할 필요가 있음.

## 2) 일감몰아주기 규제의 실효성 확보

#### ○ 총수일가의 사익편취 금지(공정거래법 일감몰아주기 규제) 규제 실효성 제고 (2016.8.5. 채이배 의원 대표발의)

- 총수일가의 사익편취 규제대상 지분을 요건을 상장·비상장 구분 없이 모두 20%로 단일화
- 총수일가 사익편취 규제대상 지분을 요건 판단 시 특수관계인이 법인을 통하여 간접적으로 보유하는 지분을 포함하도록 함.
- 사익추구행위를 허용하는 예외규정인 기업의 효율성 증대, 보안성, 긴급성 등 거래의 목적을 달성하기 위하여 불가피한 경우의 거래에 관하여 명확히 함(시행령 규정 삭제).

#### ○ 일감몰아주기 과세(상증세법)의 현실화 (김성식 의원 대표발의)

- 일감몰아주기 과세의 증여이익 계산 과정에서 정상거래비율(30%)의 1/2을 초과하는 특수관계법인 거래비율과 한계지분율(3%)을 차감하도록 규정하고 있어 실효세율이 매우 낮은 수준이며, 수혜회사가 지주회사인 경우 자회사 및 손자회사에 대한 매출 및 해외계열사와의 거래 등을 일감몰아주기 과세대상인 내부거래에서 제외하도록 하고 있어 오히려 과세회피의 유인만을 제공하고 있다는 비판이 제기됨.
- 일감몰아주기 과세 산정시 내부거래비율 요건 외에 내부거래금액 요건을 추가함.
- 일감몰아주기 과세의 증여이익 계산 과정에서 정상거래 비율과 한계지분율 차감규정을 삭제하여 실효세율을 높임.
- 지주회사의 자회사 및 손자회사와의 거래, 해외계열사 거래 등에 대한 폭넓은 예외조항을 정비하여 일감몰아주기 과세의 실효성을 제고함.

○ 경제생태계 복원을 위한 친족그룹 및 해외계열사 일감몰아주기 근절 (2016.8.2. 채이배 의원 대표발의)

- 해외계열회사나 친족분리된 기업들과의 거래를 통해 시장의 경쟁 질서를 저해하고 부당한 방법으로 이익을 얻고 있음에도 불구하고, 이러한 유형의 거래는 현행 공시 규제의 사각지대에 있어 현황 파악이 되지 않고, 적절한 규제를 하기도 어려운 한계가 있음.
- 이에 자산총액이 50조원을 초과하는 기업집단에 속하는 회사에 대해서는 기업집단현황공시를 할 때 해외계열회사 및 친족회사를 포함하도록 하여, 이들 회사와의 거래내역 및 출자내역 등이 공시되도록 함.

### 3) 불법행위를 저지른 경영진에 대한 처벌 강화

○ 특경가법상 재산이득액 규모 50억원 이상의 경우 처벌 강화

- 재벌범죄에서 주로 발생하는 횡령 배임의 경우, 특경가법 규정이 가중처벌 하도록 되어 있으나 법원의 이중잣대로 인해 엄중한 처벌이 이루어지지 못하고 있음.
- 특정재산범죄 이득액이 100억원 이상인 경우 형의 하한을 7년 이상으로 강화하여 법원의 집행유예 선고가 불가능하도록 해야 함.

○ 불법경영진의 사면 제한

- 일정비율 이상의 형기를 채우지 않은 자(예, 형기의 2/3 미만) 또는 집행유예 기간 중에 있는 자 또는 벌금 추징금 미납자 등에 대한 특별사면을 제한하거나, 주요 범죄행위에 대한 특별사면의 적용을 배제해야 함.

○ 특경가법상 취업제한 대상자 확대

- 현행 특경가법은 본법 위반자의 경우 취업을 금지하고 있는데, 그 대상이 공범 또는 이득을 얻은 자를 중심으로 정하고 있어 재벌총수일가에 적용되지 않는 문제가 있음.
- 취업제한 대상자 범위를 현실에 맞게 정비하고, 그 현황을 법에 따라 법무부장관이 관리하고 공시해야 함.
- 특경가법 외에 상법에 경제범죄로 유죄판결을 받은 자에 대하여 일정기간 기업체의 임원을 맡을 수 없도록 이사의 자격요건을 강화함.

#### 4) 공정거래위원회 전속고발권 일부 폐지 (2016.9.5. 채이배 의원 대표발의)

- 법위반의 위법성이 중대하고 시장경제에 미치는 영향이 큰 시장지배적지위 남용, 경쟁제한적 기업결합, 부당한 공동행위, 부당지원행위, 특수관계인에 대한 부당한 이익제공행위, 보복조치 및 조사방해행위에 한하여 공정위의 전속고발권을 폐지함.

#### 5) 하도급법 등에 징벌적 손해배상제 확대 도입(채이배 의원 대표발의 준비 중)

##### ○ 하도급법

- 법 위반 행위 중 피해자에게 직접 경제적 손해를 입히는 행위를 기준으로 징벌적 손해배상의 대상을 확대함.
- 법 위반의 피해자가 손해배상을 제기하는 경우, 생계수단 상실 등 막대한 경제적 불이익을 입을 수 있는 점을 감안하여 징벌적 손해배상액의 한도를 손해의 5배로 상향함.

##### ○ 가맹사업법, 대규모유통사업법, 대리점법

- 법 위반 행위 중 피해자에게 직접 경제적 손해를 입히는 행위에 대하여는 징벌적 손해배상이 가능하도록 하고, 피해자가 손해배상을 제기하는 경우, 생계수단 상실 등 막대한 경제적 불이익을 입을 수 있는 점을 감안하여 징벌적 손해배상액의 한도를 손해의 5배로 상향함.

#### 6) 증권관련 집단소송제 개선 (2016.8.26. 채이배 의원 대표발의)

- 소송의 과도한 장기화를 방지하기 위해 소송허가결정에 대한 즉시항고는 집행정지의 효력을 갖지 않도록 하고 다만 당사자의 신청이 있는 경우 법원이 집행정지명령을 내릴 수 있도록 함.
- 증권관련 집단소송은 그 특성상 피고가 여러 명인 경우가 많아 현행법에 따르면 피고별로 각각 소송을 제기해야 하는 문제가 있으므로 지방법원본원합의부의 전속관할로 정함.
- 법원에서 소송 진행을 위하여 필요한 사건 기록의 송부를 촉탁하더라도 해당 기록

을 보유한 기관에서 특별한 이유 없이 이에 불응하는 경우가 많아 법원이 제출을 명하거나 송부를 촉탁하는 문서에 관련 사건기록이 해당됨을 명시하고, 이에 대해서는 이 법이 정한 예외 사유에 해당하지 아니하는 한 제출을 거부할 수 없도록 함.

- 3년간 3건이었던 대표당사자 및 소송대리인 요건을 삭제하고, 손해배상의 대상이 되는 유형 또한 일부 확대함.

## 7) 소비자집단소송법 도입 (채이배 의원 대표발의 준비 중)

- 현대 사회경제구조 하에서 분쟁이 점차 대형화·광역화·집단화 되어 가는 경향을 보임에 따라 개별적인 분쟁해결에만 초점을 둔 종래의 민사소송제도 만으로는 그 역할을 기대하기 어렵고, 최근 가슴기 살균제 사망사건을 계기로 소비자집단소송제의 도입이 적극 검토되고 있음.
- 소비자집단소송제 도입에 있어 다음의 사항이 포함되거나 검토되어야 할 것으로 판단됨
  - i) 소비자집단소송의 범위를 증권 외에 제조물 책임·공정거래·금융·환경 등의 분야로 확대할지 여부 및 운영방식을 미국식 제외신고(opt-out) 방식으로 할지 참가신청(opt-in) 방식으로 할지 여부
  - ii) 징벌적 손해배상제(punitive damage) 또는 3배 손해배상제(treble damage) 도입 여부
  - iii) 증거개시절차(discovery)의 도입
  - iv) 민사참여재판을 소비자집단소송제에 확대 적용(검토)

## 토론문

박상인 / 서울대학교 행정대학원 교수, 시장과 정부 연구센터 소장

### 왜 재벌이 문제인가?

- 재벌문제의 핵심: 세습과 경제력 집중
- 기업차원: Corporate Governance의 무력화
  - 황제경영, 소액주주 이익 침해 (일감몰아주기, 계열사 M&A, 보수)
- 시장차원: 진입·퇴출 장벽, 사업기회 박탈, 혁신 장애, 금산 복합
  - 재화시장, 하도급시장, 노동시장, 금융시장
- 국가차원: 시스템 리스크
  - 산업위기의 금융위기로 전이
- 정치적 민주주의의 형해화: 삼성-국민연금 게이트

## 경제력 집중의 의미

20세기 초 미국에서 이른바 “**money trust**”에 대한 “**Progressive movement**”의 비판 역시 두 가지 측면에 집중됨 (Becht and DeLong, 2005).

- **Existence of economic power**(경제력 집중): a situation in which someone’s economic future depended on their pleasing on particular gatekeeper.
- Violation of **fair play** due to conflict of interest (이해상충) and malfeasance (불법행위).

→ 민주당과 공화당 일부(T. Roosevelt 등)의 연대에 의해 미국에서는 경제력 집중과 불공정거래 문제가 해소됨.

## 재벌 경제력 집중 폐해의 증거 (1)

재벌의 영향력	사례
법조계에 대한 영향력	<p>사례 1: 한겨레신문의 보도에 의하면, ‘<b>삼성 비자금</b>’ 특별검사를 지낸 <b>조준용 변호사</b>의 아들 조아무개(38)씨가 비자금 사건 선고 이듬해인 2010년 1월 삼성전자 과장으로 입사한 것으로 확인됐음. 삼성전자에선 통상 신입 입사 뒤 과장 진급까지 8년 이상 걸리는 데 견주, 사법시험 준비와 어학연수 외에 회사업무 경력이 없는 조씨가 과장으로 바로 입사한 것을 두고 의혹이 일고 있음.</p> <p>사례 2: 2012년 8월 6일에 취임한 <b>김창석 대법관</b>은 서울고법 형사 4부 부장판사로 삼성SDS의 신주인수권 부사채의 저가발행 파기환송심에서 이견희 회장에게 특경가법상 배임협의를 적용하여 유죄를 인정하면서도 형량은 추가하지 않아 결과적으로 이견희 회장이 집행유예를 확정 선고 받는데 결정적 역할을 한 사람임.</p> <p>사례 3: 2013년 4월 18일, 삼성특검 사건 재판 가운데 최악의 판결로 꼽히는 2심 담당 재판관이었던 <b>서기석 헌법재판관</b>에 대한 인사청문 경과 보고서가 국회에서 채택되고, 대통령에 의해 임명됨.</p>
정치계와 관계에 대한 영향력	<p>2005년 참여연대가 제기한 삼성그룹이 ‘<b>금융산업구조개선에관한법률(금산법) 제 24조</b>를 위한 사건은 금산법 개정을 통해 삼성생명의 삼성전자 지분 보유를 합법화시키는 것으로 종결됨. 특히, 삼성생명의 삼성전자에 대한 지분 중 금산법 한도를 초과분에 대해서만 의결권을 제한하고 삼성카드의 삼성에버랜드에 대한 지분 중 금산법 한도 초과분은 유예기간을 두고 단계적으로 매각하도록 한다는 입법예고안에도 불구하고, 최종적인 법 개정안은 삼성그룹의 입장을 대폭 반영한 부칙 조항들을 추가하는 것으로 귀결됨. 이 개정안 부칙에 의해 삼성생명의 삼성전자에 대한 지분 7.25%는 금산법 제24조 적용 예외가 되고, 나아가 부칙 6조는 삼성카드와 삼성생명이 과거 범위반행위에 대한 승인신청을 한 것만으로 벌칙이나 과태료 부과를 면제해 주었음.</p>

## 재벌 경제력 집중 폐해의 증거 (2)

재벌의 영향력	사례
학계에 대한 영향력	재벌의 학계에 대한 영향력은 연구비나 사외이사라는 당근을 이용해 행사됨. 2012년 9월 10일자 연합뉴스 보도에 의하면, 10대 재벌 그룹 상장계열사들이 지난 1년 간 새로 선임된 사외이사의 40% 이상을 교수가 차지하고 있으며, 검찰, 행정부 공무원, 국세청, 공정거래위원회, 판사, 관세청 등 정부 고위 관료나 권력기관 출신이 37.7%를 차지하였음.
언론계에 대한 영향력	한화그룹은 김승연 회장이 배임·횡령 혐의 등으로 불구속 기소됐다는 공소장을 받았으나, 이 사실을 1년이 지나도록 공시하지 않았음. 이와 같은 공시 의무 위반이 발생하는 경우에, 통상적으로 한국거래소는 해당 주식거래를 정지시킨 뒤 상장폐지 실질심사 대상인지 여부에 대해 판단하는 시간을 일주일 정도 가지나, 한화그룹의 공시 의무 위반을 유례없이 빠른 속도로 대응해 이틀만인 일요일에 <b>상장폐지 실질심사 대상이 아니라는 결론</b> 을 내렸음. 그러나 조선일보를 제외한 중앙일보 동아일보, 한겨레, 경향신문은 이례적인 이 사건을 1면 기사로 다루지 않음.

## 재벌개혁은

- 시장경제의 근간을 바로 잡는 첫 걸음
- 혁신형 경제로 이행, 동반성장, 노동시장 개혁의 필요조건
- 시스템 리스크 방지
- 정치적 민주주의의 강화

**재벌개혁을 위해서는 CG, 시스템 리스크, 소유지배구조 등에 대한 종합적 대책이 필요**

# 이스라엘의 경제력 집중에 대한 우려

- 2009-2010년에 이스라엘도 경제력 집중을 우려함.
  - 재벌의 정치적 영향력.
  - 재벌의 미디어 영향력.
  - 총수일가의 이해에 의해 의사결정의 왜곡
  - 여신제공 (credit allocation)의 왜곡
  - 터널링 (tunneling)
- 나아가, 피라미드 구조의 재벌의 몰락이 **시스템 리스크**를 야기할 수 있으며, **진입 및 금융의 제약**으로 경쟁이 제한되고 **다면적 시장에서 담합**이 발생할 개연성과 **검증되지 않은 2세로 경영권 승계**를 우려함.
- **“The Committee on Increasing Competitiveness in the Economy”**를 구성해 경제전반의 경쟁력 제고를 위한 재벌 개혁을 시행함.

## 2013년 이스라엘 재벌개혁 사례

주요 이슈	주요 내용
소유지배구조	상장회사 2층 구조의 피라미드 기업집단만 허용. 기존 기업집단은 6년 안에 이 조건을 충족해야 함. 새로운 기업집단에 대해서는 즉시 적용
금산분리	주요 금융기관과 주요 비금융회사의 동시 보유 금지. (주요 금융기관은 자산이 400억 세겔을 초과하는 은행, 보험사, 증권사, 자산운용사를 포함한 모든 금융기관; 주요 비금융회사는 매출 또는 부채가 60억 세겔 이상이거나 독점사업자로서 매출 또는 부채가 20억 세겔 이상인 비금융회사)
국공유 자산 할당 조건	집중화된 기관( <b>concentrated entities</b> )의 민영화, 주요 공공입찰, 라이선스 획득 등에 참여 허용 여부를 권고하는 위원회( <b>The Committee for the Reduction of Economic-wide Concentration</b> ) 설립

## 경제력집중법의 보완적 입법

- wedge company는 총수(controlling shareholder)가 **33% 미만의 의결권**을 가진 계열사로 정의
  - 사외이사가 1/3 이상이고, 사외이사는 주총에서 **Majority of Minority** 룰로 선임
- 모든 상장기업에 대해 다음과 같은 기업지배구조를 권고
  - 감사위원회의 감독하에 모든 이해당사자거래(transactions with interested parties)는 “Adopt or Disclose” type의 의무를 짐.
  - 주총이나 debenture 보유자 회의에 인터넷으로 전자투표 도입
  - 집단소송이나 주주대표소송의 비용을 ISA(Israel Security Authority)가 지원
  - 기관투자자의 적극적 역할: **MUST participate, vote & report, proxy advisory services**
- IAA(Israel Antitrust Authority)에 구조적 조치(structural reliefs) 권한 부여
- 시스템 리스크 방지를 위해, 각 LTS(Long-term Savings)펀드는 개별 기업집단과 상위5개 기업집단에 투자 비율 제한

## 한국에 시사점

- **지주회사 규제**의 상이점
  - 지주회사 지정, 지분률 규제, 비상장 기업
  - 지주회사 전환에서 자사주 문제
- **금산분리**
  - 주요 금융회사와 주요 비금융회사로 완화 여부
- **총수일가 이해상충 방지** 위한 CG 방안
- **국공립자산 매각**이나 **기업결합 심사**에 **경제력 집중 고려** 및 **공정위에 구조적 조치 권한** 부여
- **시스템 리스크** 방지를 위해, **국민연금** 등의 **LTS(Long-term Savings)** 펀드에 **개별 기업집단**과 **상위5개 기업집단**에 투자 비율 제한

**재벌지배구조의 문제 진단과 개선을 위한 입법 토론회**

**발행일** 2016. 12. 01

**발행처** 국회의원 최운열, 국회의원 채이배, 국회의원 노회찬, 참여연대 경제금융센터

**담 당** 참여연대 경제금융센터 김은정 간사 02-723-5052 efrt@pspd.org

재별지배구조의 문제 진단과 개선을 위한 입법 토론회