

『청와대는 "신규 순환출자 금지로 지난해 재벌의 복잡한 순환출자가 줄어들었다"고 말했다.

미래창조과학부가 SK텔레콤과 CJ헬로비전의 인수합병(M&A)을 두고 국민 의견을 수렴하기로 했다.

국회에 계류중인 원샷법(기업활력촉진지원법)이 시행될 경우 지주회사 설립을 추진하는 기업에는 상당히 유리할 것으로 진단했다.』

최근 신문의 증권면에 보도된 기사들이다. 순환출자 인수합병(M&A) 지주회사...

이들은 회사의 지배구조와 관련된 용어들로 수시로 언론에 보도된다. 상법 회사편과

공정거래법(독점 및 공정거래에 관한 법률)에서 이와 관련된 규정들을 살펴보자.

## M&A 순환출자 회사분할 지주회사가 뭐지?

### ■순환출자

순환출자란 A기업이 B기업에, B기업이 C기업에, C기업은 A기업에 다시 출자하는 식으로 3개 회사 이상이 돌려가며 출자하는 것을 말한다. 두 회사가 서로 출자하는 상호출자는 상법에서 금지하고 있다. 순환출자는 공정거래법에서 신규 출자분만 금지하고 있다.

상호출자나 순환출자를 하게 되면 자본 충실의 원칙을 위배하는 문제가 생긴다. 예를 들어 자본금 100억원을 가진 A사가 B사에 50억원을 출자하고 B사는 다시 C사에 30억원을 출자하며 C사는 다시 A사에 10억원을 출자했다고 하자. 그렇게 되면 A, B, C사 총 자본금은 190억원이지만 실제로 투입된 자본금은 최초 100억원밖에 되지 않는다. 즉 90억원은 가공의 자본금이다. 따라서 한 계열사가 부실해지면 출자한 다른 계열사까지 부실해지는 악순환이 발생할 수 있다. 예를 들어 B사가 부도 나면 A사의 자산 중 50억원은 사라지게 된다.

### ■인수합병

(Mergers & Acquisitions):

M&A는 다른 기업을 인수하거나 합병하는 것을 말한다. 특정 회사가 부실 경영으로 이익을 충분히 내지 못하고 있거나, 자기 회사와 합칠 경우 시너지 효과가 있을 것으로 예상될 때 기업들은 해당 기업을 M&A한다. 특히 자기 회사에 유용한 기술을 갖고 있을 경우 막대한 프리미엄을 주고 인수하기도 한다.

M&A는 상대 기업과 협의해서 주식을 인수하는 우호적인 M&A와 상



은행 보험 증권 등 국내 금융회사들은 지주회사 체제로 전환하고 있다. 산업은행금융지주 회사가 2009년 서울 여의도 산업은행 본점에서 출범 기자회견을 하고 있다. 한경DB

대 기업의 의사와 관계없이 주식을 인수하는 적대적인 M&A가 있다. 적대적 M&A는 무능한 경영자를 교체함으로써 회사 가치를 높이는 긍정적인 측면이 있다. 반면 경영이 불안해 경영자가 사업에 전념할 수 없는 부정적인 측면도 있다. 우리나라는 외환위기 이후 적대적 M&A를 허용했다.

적대적 M&A의 공격 기법으로는 공개매수(TOB), 그린메일, 곰의 포옹 등이 있고, 방어 기법으로는 포이즌 필, 황금낙하산, 이사임기교차제 황금주가 사용된다.

공개매수는 시장에서 공개적으로 주식을 높은 가격에 매수하는 것이고, 곰의 포옹은 사전 경고 없이 목표 기업의 경영진에 편지를 보내 매수 제의를 하는 것을 말한다. 마치 곰이 몰래 꺼안듯이 공포 분위기를 조성하면서 매수 조건을 제시한다고 해서 붙은 이름이다. 그린메일은 경영권이 취약한 기업의 주식을 사들인 뒤 대주주에게 M&A 포기 대가로 높은 가격에 지분

을 되살 것을 요구하는 행위를 말한다.

방어 기법인 황금낙하산은 인수 대상 기업 임원이 회사의 인수 또는 합병으로 사임할 경우 거액의 퇴직금과 스톡옵션 등을 받을 권리를 고용계약에 기재하는 것을 말한다. 인수 비용을 높여 경영권을 안정시키겠다는 취지다. 황금주는 특정 사안에 대해 보유 주식 수와 관계없이 거부권을 행사할 수 있는 주식이다. 포이즌필은 공격받는 기업이 기존 주주들에게 시가보다 싼 값에 주식을 살 수 있는 권리를 주는 것을 말한다.

### ■지주회사제도:

‘순수지주회사’와 ‘사업지주회사’ 두 가지 유형이 있다. ‘순수지주회사’는 다른 회사를 지배, 관리하는 것을 유일한 업무로 한다. 반면 ‘사업지주회사’는 다른 회사를 지배하면서 자체 사업을 하는 회사다. 보통 지주회사라고 하면 순수지주회사를 말한다.

지주회사는 경제력 집중을 억제하

기 위해 금지돼 오다가 외환위기 이후 허용됐다. 지주회사가 되려면 △자산 총액 1000억원 이상 △자산총액 중 자회사 주식가액 합계의 비율이 50% 이상 돼야 한다. 또 부채비율은 200% 미만이어야 한다.

지주회사는 주로 인적분할 방법을 사용해 설립한다.

### ■기업 분할

기업 분할은 M&A와 반대 개념이다. 물적분할과 인적분할 두 가지가 있다. 물적분할은 분할된 신설회사의 주식을 분할 전 회사가 100% 갖는다. 인적분할은 분할된 신설회사의 주식을 분할 전 회사의 주주들이 지분 비율대로 갖는다. 예를 들어 A회사가 B사업부를 분할해 새로운 회사로 신설할 경우 B회사가 발행한 주식을 모두 A회사가 갖는다면 물적분할이다. 반면 A회사의 주주들이 지분 비율대로 B회사의 주식을 갖게 되면 인적분할이다. 상법상 회사 분할은 인적분할을 의미한다.

인적분할은 지주회사를 설립할 때 주로 사용한다. 그룹의 주력 기업을 인적분할한 뒤 그룹 주력기업의 대주주는 보유 중이던 분할 전 주력기업 주식을 신설된 분할회사(지주회사)에 현물출자하고 그 대가로 신주를 배정받아 지주회사 대주주의 지위를 확보한다. 동시에 신설된 분할회사는 그룹 주력기업 대주주로부터 분할 전 주력기업 주식을 현물출자 받음으로써 분할 전 회사의 모회사(지주회사)가 된다.



박주병 한경경제교육연구소장 jbpark@hankyung.com

[문1] 다음이 설명하고 있는 회사는?

다른 회사의 주식을 소유함으로써 사업 활동을 지배하는 것을 주된 사업으로 한다. 순환출자의 폐단을 없앨 수 있는 대안으로 외환위기 이후 도입됐다.

- ① 모회사 ② 연결회사 ③ 계열회사  
④ 지배회사 ⑤ 지주회사

[문2] 주식회사의 가공자본이 많아지면 자본이 충실하지 못해 자산 건전성이 위협받으며, 동시에 가공자본으로

기업을 지배하는 세력이 발생해 기업 지배구조의 효율성을 저해하므로 이를 억제해야 한다는 주장이 있다. 반면에 가공자본이 규모의 경제 효과를 볼 수 있기 때문에 경영 효율성 제고에 기여하는 바가 크므로 이를 통제할 필요가 없다는 목소리도 있다. 다음 가공자본과 관련이 없는 것은?

- ① 상호출자 ② 순환출자 ③ 현물출자  
④ 자기주식 소유 ⑤ 상호주식 소유

### 테셋 경영학 기출문제

[문3] M&A 설명으로 잘못된 것은?

- ① M&A 시장의 활성화는 주주와 경영자 간 대리인 문제를 완화시키는 역할을 한다.  
② 적대적 M&A에서 피인수기업 주주는 일반적으로 손실을 본다.  
③ 우호 주주의 지분율을 높이는 것은 경영권 방어를 위한 수단이 될 수 있다.  
④ 막대한 프리미엄을 지불하고 M&A를 하기도 한다.

⑤ M&A 실패의 가장 큰 원인의 하나는 인수 후 통합 과정의 문제 때문이다.

### [정답 및 해설]

- 1 ⑤ 지주회사는 지배회사의 한 유형이다. 지배회사는 종속회사와 모회사는 자회사와 대응되는 개념이다.  
2 ③ 주식회사의 자본금은 원칙적으로 외부 출자금으로 구성돼야 한다.  
3 ② 적대적 M&A에서 방어 측과 공격 측이 경쟁적으로 주식을 매집하면 주가 상승으로 피인수기업 주주가 이익을 볼 수도 있다.