

## 이스라엘 경제력집중법의 한국 재벌개혁에 대한 함의\*

박 상 인\*\*

### 논문 초록

본 연구는 2013년 12월에 제정된 이스라엘의 경제력집중법("Law for the Promotion of Competition and Reduction of Economic Concentration, 5774-2013")의 주요 내용을 분석하고, 한국 재벌의 소유지배구조 개혁에 대한 함의를 살펴본다. 이스라엘과 한국의 대기업집단의 소유지배구조는 몇 가지 중요한 경로의존적 차이점을 지니고 있다. 먼저, 한국은 은산분리와 지주회사체제 하에서 금산분리를 이미 규제하고 있는데 반해, 이스라엘 대기업집단은 주로 금산복합 지주회사체제의 형태를 갖고 있었다. 둘째, 이스라엘과 달리 한국의 경우 순환출자구조를 가진 재벌들이 존재하므로, 지주회사체제 전환 문제가 소유지배구조 개혁에서 고려되어야 한다. 그런데 인적분할된 자회사의 자사주를 지주회사의 지분으로 인정해 주는 한국 상법의 이른바 '자사주의 마법' 조항 덕분에, 순환출자구조 재벌의 지주회사체제로 전환은 용이하게 된다. 그러나 이런 특혜 조항은 재벌의 경제력집중을 강화시키는 문제점을 가지고 있다. 따라서 자사주의 마법 문제는 경제력집중 규제의 맥락에서 논의될 필요가 있다. 마지막으로, 한국의 지주회사 규제는 이스라엘 지주회사 규제와는 몇 가지 다른 측면이 있으며, 따라서 지주회사 지정과 출자단계 규제에서 이런 차이점을 고려할 필요가 있다. 이를 감안한 본 연구의 시뮬레이션은 재벌의 소유지배구조 개혁에 관한 세부적 내용으로 고려해야 할 파라미터(parameter)들을 제시하면서, 이에 대한 추가적인 연구가 필요함을 지적한다.

**핵심 주제어:** 재벌개혁, 경제력집중, 이스라엘

**경제학문헌목록 주제분류:** P10, N40, L50, L40, O30, O50

투고 일자: 2017. 9. 30. 심사 및 수정 일자: 2017. 10. 23. 게재 확정 일자: 2017. 10. 26.

\* 본 연구는 한국공정거래조정원의 연구지원을 받은 2016년 LEG Working Paper "이스라엘 경제력집중법 제정 의의와 함의"를 발전시킨 것이다.

\*\* 서울대학교 행정대학원 교수, e-mail: sanpark@snu.ac.kr

## I. 서론

본 연구는 2013년 12월에 이스라엘 의회(Knesset)를 통과한 “Law for the Promotion of Competition and Reduction of Economic Concentration, 5774-2013” (이하 “경제력집중법”) 제정의 배경과 주요 내용을 분석함으로써, 한국의 재벌정책에 대한 시사점을 도출하고자 한다.

한국은 1960년대 이후 정부주도-재벌중심의 경제발전 전략으로 유례 없는 경제성장을 달성했다. 그러나 이런 재벌중심의 발전전략이 30년 간 지속되면서 재벌의 경제력 집중이라는 문제점이 부각되기 시작했으며, 결국 1986년에 공정거래법 제1차 개정에서 대기업집단 규제가 도입되기에 이르렀다. 그러나 이후 30년 간, 재벌의 경제력 집중은 오히려 심화되었고, 재벌의 사회적·정치적·경제적 영향력의 확대와 이로 인한 황제경영, 편법적 세습, 일감몰아주기를 통한 사익편취 등의 문제가 지속적으로 제기되고 있다. 산업적 관점에서 보면, 재벌의 내부거래와 부실 계열사 지원은 시장에서 진입과 퇴출의 장벽을 높이고, 공정한 경쟁의 기회조차 박탈함으로써 중간재 산업에서 혁신이 제대로 일어나지 못하는 원인이 되고 있다(박상인, 2017). 거시적으로는 재벌의 경제력 집중의 심화로 시스템 리스크가 증가하고 있다.

그런데 2010년을 전후해 이스라엘에서도 이스라엘 재벌의 경제력집중과 그 폐해에 대한 우려가 고조되었다.<sup>1)</sup> 이에 대응해 이스라엘 정부는 기업집단의 소유지배구조(ownership structure)에 대한 개혁과 기업 거버넌스(corporate governance) 개선 및 시스템 리스크를 줄이기 위한 방안을 동시에 추진했다. 이런 이스라엘의 재벌개혁은, 대공황기에 뉴딜 정책을 통한 미국의 재벌해체와 제2차 세계대전 이후 일본 재벌의 해체 등에 대한 비교사적 연구와 이스라엘 현실에 대한 진단을 기초로 한 것으로, 종합적이고 체계적인 개혁이었다고 평가할 수 있다. 따라서 2013년 이스라엘 경제력집중법 제정 과정과 내용을 검토하고 한국 재벌개혁에 주는 정책적 시사점을 고찰해 볼 필요가 있다.

본 연구는 다음과 같이 구성된다. 제Ⅱ절에서는 2013년 이스라엘의 경제력집중법

1) 물론 이스라엘에서는 재벌이라는 용어를 사용하지 않는다. 그러나 본 연구는 재벌을 특정 자연인이나 가문이 실질적으로 지배하는 대기업집단이라고 정의하므로, 이스라엘의 대기업집단도 한국과 마찬가지로 재벌이라고 부르기로 한다. 이스라엘 기업집단에 대한 문헌들은 한국의 경우와 달리 기업집단을 지배하는 가문의 지분에 대한 정보는 제공하지 않고 있으나, 특정 대기업집단을 지배하는 가문의 이름을 제시하고는 있다(Kosenko, 2007, Table 2).

제정의 배경과 과정을 살펴보고, 경제력집중법의 내용을 논의한다. 구체적으로는, 이스라엘 재벌의 형성 과정 및 현황과 이에 대응한 이스라엘 정부의 정책 추이를 살펴보고, 2011년 이스라엘 시민 시위와 경제력집중법 입법 과정을 논한다. 또한 “The Committee on Increasing Competitiveness in the Economy” (이하 “경쟁력위원회”)의 활동 내용 및 정책 제언과 이를 기초로 제정된 경제력집중법의 주요 내용 및 보완적 입법에 대해 살펴본다. 제Ⅲ절에서는 2013년 경제력집중법과 유사한 구조적 개혁을 한국의 10대 재벌에게 적용할 경우를 상정한 시뮬레이션을 실시한다. 제Ⅳ절은 이상의 논의를 종합하면서, 향후 추가적 연구 방향을 제시한다.

## II. 2013년 이스라엘 경제력집중법 제정의 배경과 과정

### 1. 개관

#### 1) 이스라엘 개관

2016년 현재 이스라엘의 인구는 약 850만 명으로 추정되는데, 이 중 아랍계가 인구의 20.8%를, 하레디(Haredi) 유대인이 8%를 각각 차지하고 있다. 2016년 현재 이스라엘의 1인당 GDP는 35,900 달러로 추정된다.

흔히 이스라엘의 경제구조를 내수부문과 수출부문이 분절된 이중경제(dual economy)라고 표현한다. 이스라엘의 주요 수출품으로 전자, 소프트웨어, 컴퓨터화 시스템(computerized systems), 통신 기술, 의료 장비, 제약, 과일, 화학, 군사 기술, 다이아몬드 세공(cut diamond) 등을 들 수 있는데, 이들 산업은 매우 개방적이며 혁신적이라는 특징을 지니고 있다. 이 때문에 이스라엘은 이른바 ‘신생기업의 나라(startup nation)’라고 불리기도 하는데, 미국 다음으로 세계에서 두 번째로 많은 신생기업들을 보유하고 있으며, 북미를 제외하고 나스닥에 상장된 기업이 가장 많은 국가이다. 그러나 내수부문은 몇몇 재벌기업들이 높은 점유율을 지닌 구조를 가지고 있으며, 내수부문과 수출부문의 생산성 격차가 상당히 크다는 평가를 받고 있는 실정이다.

#### 2) 경제력 집중

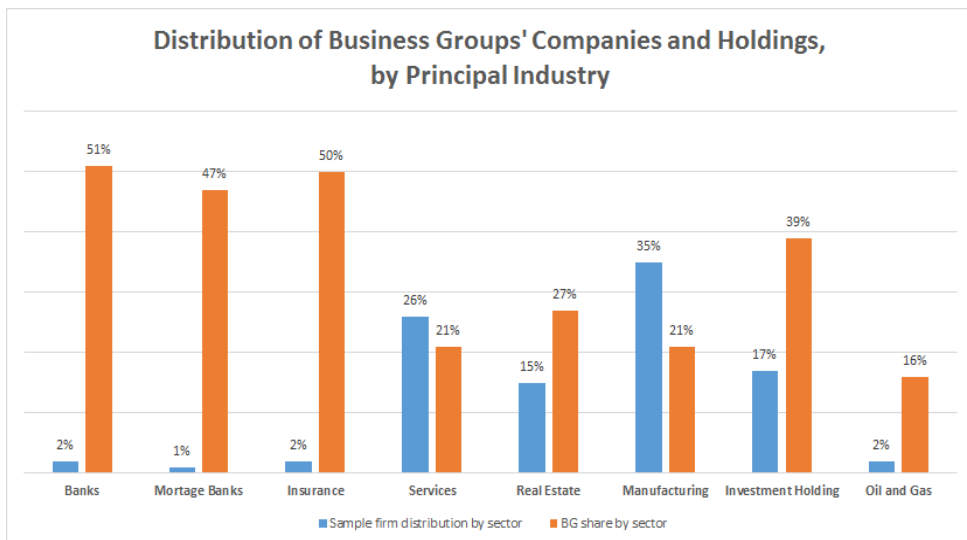
개방적이고 생산성이 높은 수출부문과 대조적으로, 내수부문에서 이스라엘 재벌에 의한 경제력 집중은 상당하다. 이스라엘 경쟁력위원회의 최종보고서에 의하면, 상장

기업의 1/4 정도가 25개 기업집단에 소속되어 있으며,<sup>2)</sup> 이들이 이스라엘 시가총액의 약 69%를 차지하고 있었다.<sup>3)</sup> 또한 대부분의 대기업집단이 은행대출을 가장 많이 받고 있는 차입자이면서 동시에 비은행 차입의 약 50%를 차지하고 있었다.

이스라엘의 재벌은 1990년대부터 본격적으로 형성되었다. <그림 1>에서 볼 수 있듯이, 이스라엘 재벌은 민영화 과정에서 문어발식으로 확장해 매우 다각화된 분야(over-diversification)에 진출했다. 예를 들어, 1위 재벌이었던 IDB 그룹은 이동통신사(셀콤), 건설사, 슈퍼마켓(수퍼셀), 시멘트회사(네세), 보험회사(크랄), 여행업, 신문사(마리브), 의료기기, 화학 등 분야에 계열사들을 거느리고 있었다.

또한 상위 재벌들은 피라미드 출자구조로 총수일가에 의해 지배되고 있었으며, 금융회사와 비금융회사를 동시에 지배하고 있는 경우가 다수였다(<그림 2> 참조). <그림 1>에서 볼 수 있듯이, 이스라엘 재벌들은 비재벌 상장기업들에 비해 금융업에 훨씬 많이 진출했음을 알 수 있다. 따라서 이스라엘 재벌개혁의 논의에서 가장 중요한 이슈로 부각된 것이 바로 금산분리의 문제였다.

〈그림 1〉 이스라엘 재벌들의 문어발식 확장

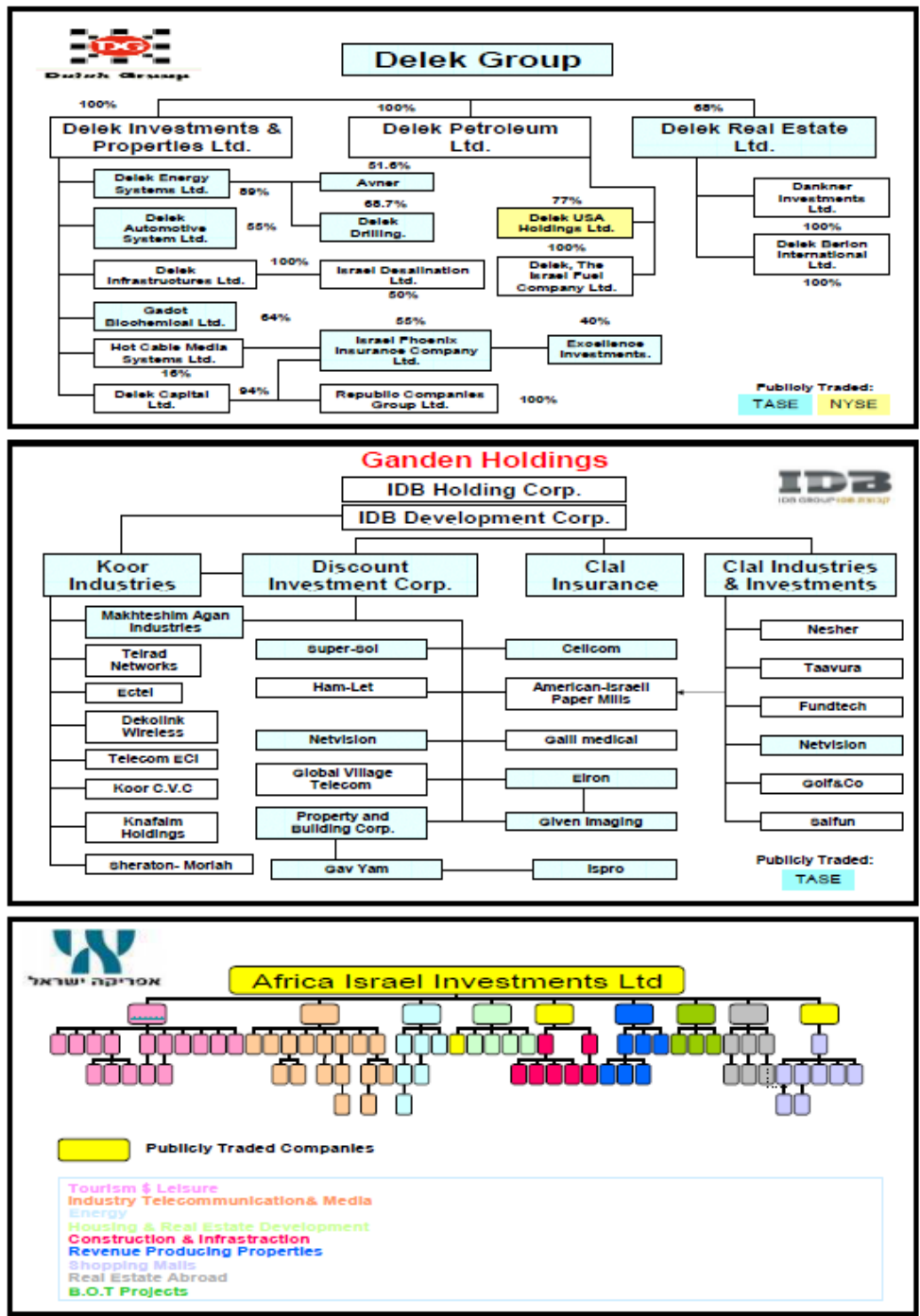


출처: Kosenko (2007).

2) Kosenko (2007, p. 73)에 의하면, 1995년에서 2005년 사이에 텔아비브 증권거래소에 상장된 기업의 수는 650개이다.

3) 앞서 언급했듯이, 수출부문의 혁신적 기업들은 이스라엘 자본시장이 아닌 미국 나스닥에 주로 상장하고 있다.

〈그림 2〉 이스라엘 재벌의 피라미드 구조



Unfilled companies – private companies

출처: Kosenko (2007).

## 3) 경제력 집중에 대한 우려

이스라엘의 재벌 개혁에 대한 논의는 2010년 전후에 본격화 되었다. 경쟁력위원회의 최종보고서에 따르면, 1990년대 이후 20여 년 간의 민영화의 결과로 거대한 금산 복합 재벌이 등장하고 비은행 금융기관이 성장함으로써, 이스라엘 정부는 이 같은 급격한 환경 변화 속에서 시장의 경쟁과 효율성 그리고 개인투자자의 보호와 금융시장의 안전성(robustness)을 보장할 수 있는 규제제도의 정비가 필요하다고 인지하기 시작했다. 특히 이스라엘 정부는 재벌이 금융회사와 비금융회사를 동시에 보유함으로써 발생하는 이해상충이 궁극적으로 국가 경제의 경쟁력을 떨어뜨릴 것이라고 우려했다. 예를 들어, 산업자본이 소유한 은행을 통해 경쟁 사업자 또는 잠재적 경쟁 사업자에게 불리한 여신 조건을 제시함으로써 경쟁을 악화시킬 수 있다는 것이다. 나아가, 피라미드 구조의 재벌이 몰락한다면 시스템 리스크를 야기할 수 있다는 점과, 시장 진입 및 금융의 제약으로 경쟁이 제한되고 다면적 시장에서 담합이 발생할 개연성도 고려하기 시작했다. 또한 경영능력이 검증되지 않은 2세로의 경영권 승계 및 내부 거래를 통한 재벌 총수 일가의 터널링(tunneling)<sup>4)</sup>을 우려하였다.<sup>5)</sup> 나아가 이스라엘 정부와 지식인들은 경제력 집중이 재벌의 정치적 영향력 및 미디어에 대한 영향력을 과도하게 증가시켜 결국 국가적·사회적 의사결정이 재벌 총수의 이해에 따라 왜곡될 가능성을 우려하기 시작했다.

사실 이스라엘의 이런 경제력 집중에 대한 우려는 20세기 초 미국에서 이른바 “금권신탁(money trust)”에 대한 진보적 운동(Progressive movement)의 우려 및 비판과 맥을 같이 한다.<sup>6)</sup> 먼저, 진보적 운동은 경제력집중을 “개인의 경제적 미래가 특정 수문장에 얼마나 잘 보이느냐에 달려있는 상황(a situation in which someone’s economic future depended on their pleasing on particular gatekeeper)”이라고 정의했는데, 이는 특정인의 이해관계가 사회적·정치적 의사결정을 좌지우지하게 되는 폐해를 우려한다는 의미가 된다. 둘째로, 진보적 운동은 금권 신탁의 이해상충(conflict of interest)과 불법행위(malfesance)로 인한 공정한 거래의 침해를 우려했었다.

4) 터널링은 지배주주가 의결권(voting right)과 이익청구권(cash flow right)의 차이를 이용해 자신의 이익청구권이 낮은 계열사로부터 이익청구권이 높은 계열사로 부(富)를 이전함으로써 자신의 이익을 극대화하는 행위이다.

5) 이런 이스라엘의 우려는 Bebchuk(2012 a, b, c)에 잘 정리되어 표현되고 있다.

6) 진보적 운동의 금권 신탁에 대한 비판은 Becht and DeLong(2005)을 참고하라.

## 2. 2013년 이스라엘 경제력집중법 제정 과정과 주요 내용

### 1) 경제력집중법 제정 과정

금융-비금융 복합재벌의 등장과 경제력 집중에 대한 점증하는 우려는 2010년에 이스라엘 정부가 경쟁력위원회를 구성하여 본격적인 재벌개혁에 나서도록 하였다. 경쟁력위원회는 금융·실물 규제위원회 및 정부기관의 고위 관료들로 구성되었는데, 각 위원은 자신의 소속기관에서 파견된 3-4명으로 이루어진 실무팀의 보좌를 받았으며, 위원들의 대리 출석은 금지(no delegation)되었다. 경쟁력위원회의 구체적 활동은 금산분리(the review of real and financial holdings), 소유지배구조(the review of control using a pyramid holding structure), 국공유자산 할당 조건(the review of the conditions for the allotment of public assets) 등을 다루는 3개의 소위원회를 통해 이뤄졌다. 경쟁력위원회는 2011년 9월에 중간보고서(Interim Report)를 제출했고, 이에 대한 이해당사자들과 전문가들의 의견을 청취하는 공청회를 개최하였으며, 2012년 3월에 최종보고서(Final Report)를 제출하였다.

정부주도로 재벌개혁에 대한 준비가 진행되는 와중에 2011년 7월 14일부터 6주간 이스라엘 전국 이레 최대 규모의 시위가 발생했는데, 대학생들을 중심으로 한 텐트 시위("Tent Protests")는 페이스북을 통해 급속히 확산되었다. 코티지 치즈(cottage cheese)와 같은 기초 식료품 가격과 임대료의 급등이 이 시위의 원인이었는데, 이스라엘 정부는 이런 가격 폭등을 단순히 카르텔 문제로만 치부한 것이 아니라 이스라엘 재벌의 경제력 집중으로 카르텔 가능성의 증가와 경쟁력 약화라는 보다 근본적인 문제에 대한 주의를 환기시키는 계기로 삼았다.

이스라엘 재벌개혁에 대해 재벌들의 반격이 없었던 것은 아니었다. 이스라엘 재벌들은 피라미드 구조의 소유지배구조가 더 안정적인 체계라고 주장했다. 그러나 이런 논쟁 와중에 발생한, 이스라엘 최대 재벌이었던 IDB의 붕괴는 재벌체제로 인한 시스템 리스크에 대한 주의를 환기시켰다. IDB는 라스베가스 플라자와 크레딧 스위스에 대한 막대한 투자 손실, 이동통신산업의 규제 개혁으로 인한 셀콤의 영업이익 급감, 이스라엘 최대 신문사 인수로 인한 손실 증대 등으로 몰락했으며, 창업자였던 댁크너(Dankner)는 파산하고 경영권을 상실했다.

이런 배경 하에서 치러진 2012년 이스라엘 총선에서 이스라엘 개국 이래 처음으로 경제 이슈가 가장 중요한 선거 이슈가 되었는데, 총선 결과 재벌개혁에 대한 국민적 총의가 확인되었다. 이후 2013년 12월 9일에 이스라엘 의회는 기권 한 표를 제외하고

만장일치로 경제력집중법을 통과시켰다.

## 2) 경제력집중법의 주요 내용

2013년 12월 9일에 이스라엘 의회에서 통과된 경제력집중법은 3가지 주요 내용을 담고 있다. 먼저, 주요 금융기관(significant financial entity)과 주요 실물회사(significant real entity)를 동시에 보유하는 것을 금지한다. 주요 금융기관은 자산이 400억 셰겔(Israel Shekels)<sup>7)</sup>을 초과하는 은행, 보험사, 증권사, 자산운용사 등을 포함한 모든 금융기관으로, 그리고 주요 실물회사는 매출 또는 부채가 60억 셰겔 이상이거나 독점사업자로서 매출 또는 부채가 20억 셰겔 이상인 비금융 실물회사로 정의한다. 둘째, 피라미드 기업집단은 상장회사 2층 구조를 초과할 수 없다. 기존 기업집단은 6년 안에 2층 구조로 축소해야 하며, 새로운 기업집단에 대해서는 2층 구조만 허용한다. 마지막으로, 민영화, 공공입찰, 정부 라이선스 취득 등에 ‘경제력집중 우려기관(concentrated entities)’의 참여 여부를 권고하는 위원회(“The Committee for the Reduction of Economic-wide Concentration”)를 설립했다.

〈표 1〉 2013년 이스라엘 재벌개혁 개요

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 실물회사의 동시 보유 금지. (주요 금융기관은 자산이 400억 셰겔을 초과하는 은행, 보험사, 증권사, 자산운용사를 포함한 모든 금융기관; 주요 비금융회사는 매출 또는 부채가 60억 셰겔 이상이거나 독점사업자로서 매출 또는 부채가 20억 셰겔 이상인 비금융회사)
국공유 자산 할당 조건	민영화, 주요 공공입찰, 라이선스 획득 등에 경제력집중 우려기관(concentrated entities)의 참여 허용 여부를 권고하는 위원회(“The Committee for the Reduction of Economic-wide Concentration”) 설립

## 3) 경제력집중법의 의의

2013년에 입법된 경제력집중법은 2012년에 발표된 경쟁력위원회의 최종보고서의

7) 약 112억 달러에 해당되는 금액.



내용을 대부분 수용한 것이었다. 그런데 2011년 발표된 중간보고서에 대한 공청회 등의 의견 수렴을 거쳐 중간보고서의 일부 내용이 최종보고서에서 변경되었으며, 최종 보고서 중 소유지배구조에 대한 내용은 입법과정에서 다시 변경되었다. 좀 더 구체적으로 살펴보면 다음과 같다.

먼저, 주요 금융회사와 주요 실물회사의 기준이 경쟁력위원회의 중간보고서보다 강화되었다. 주요 금융회사의 기준이 총 금융 자산의 2.5%인 500억 세겔에서 400억 세겔로, 주요 실물회사의 기준은 총 (비금융) 매출액의 0.5%인 80억 세겔에서 60억 세겔로 강화되었다. 또한 주요 실물회사의 기준으로 총자산은 더 이상 사용하지 않기로 했다.

그러나 무엇보다도, 피라미드 구조에 대한 규제가 많은 변화를 겪었다. 중간보고서는 이른바 켜기기업(wedge company)을 정의하고, 이 켜기기업에 대한 기업 거버넌스 규제에 초점을 두었다. 구체적으로, 켜기기업은 지배주주(controlling shareholder)가 (계열사 지분을 포함해) 확보한 의결권이 50%를 초과하지 못 하는 기업으로 정의하고, 이들 기업에 대해 이사회와 구성과 역할, 임원의 보수, 지배주주의 이해와 관련된 거래(transactions with interested parties), 소액주주의 위상 강화, 집단소송과 주주대표소송, 기관투자자의 적극적 역할 등에 대한 행위규제에 초점을 두었다. 특히 사외이사가 전체 이사의 1/3 이상이어야 하고, 사외이사는 주총에서 “지배주주가 실질적으로 행사하는 의결권을 제외한 나머지 주주들의 의결권의 과반수를 획득해야 하는 방식”(Majority of Minority rule, 이하 “MoM”)으로 선임해야 한다고 규정했다. 이에 반해, 기업집단과 관련된 구조적 규제는 새로운 켜기기업을 허용하지 않기 위해서 기업합병 시 지분확보에 대한 규정을 두는 정도에 그쳤다.

그러나 최종보고서에서는 신규 기업집단에 대해서는 상장기업 2층 구조만 허용하나 기존 기업집단은 피라미드를 3층까지 허용하고, 대신에 손자회사의 이사회를 독립적 사외이사로 과반을 구성하는 방식으로 변경하여, 구조적인 규제에 보다 초점을 두었다. 대신에, 켜기기업의 기준을 완화하였는데, 켜기기업은 지배주주가 33% 미만의 의결권을 가진 계열사로 정의했다.

그런데 경제력집중법에서는 6년 안에 모든 기업집단이 상장회사 2층 피라미드 구조를 충족하도록 구조적 규제를 더 강화하였다. 이는 손자회사의 이사의 과반을 독립적 사외이사로 구성하도록 한 최종보고서 내용에 대해, 기관투자자들은 자신들이 감당할 수 없는 역할이라고 부정적 반응을 보였고 기업들도 기관투자자 배후에 대한 불안감으로 부정적 견해를 피력했기 때문이다. 결국 상장회사가 2층 피라미드 구조만 가

질 수 있도록 기업집단에 대한 구조적 규제를 경제력집중법이 강화함으로써, 3층 피라미드 구조를 허용할 경우 손자회사에 추가하려던 기업 거버넌스와 관련된 행위 규제의 필요성이 없어지게 되었던 것이다. 즉, 손자회사에 대한 추가적 기업 거버넌스 규제에 따른 기관투자자의 부담과 피규제 기업이 제기한 이해상충의 문제에 대한 해법으로, 경제력집중법은 보다 단순한 구조 규제와 최소한의 행위 규제를 선택한 것이었다.

한편, 국공유 자산 할당에 참여 여부를 권고하는 위원회(“The Committee for the Reduction of Economic-wide Concentration”)는 이스라엘의 경쟁당국(Israel Antitrust Authority: IAA)의 수장, 국가경제자문회의(National Economic Council)의장, 재무부(Ministry of Finance)의 차관보(General Director) 등 3인으로 구성되고, 이스라엘 경쟁당국의 수장이 위원장을 맡으며, 이스라엘 경쟁당국이 사무국 역할을 수행하기로 했다.

그런데 경제력집중 우려기관에는 주요 금융기관, 주요 실물회사 외에도 필수 설비를 지닌 운송·통신·에너지 기업과 신문·방송·포털과 같은 미디어 기업들도 포함되었다. 미디어 기업들이 포함된 이유는 경제력 집종의 폐해 중 하나가 언론의 독립성을 침해하는 것임을 인지한 결과였다.<sup>8)</sup>

이 역사적 법안의 통과로 이스라엘에서는 2019년까지 시가총액 합계가 약 250억 US 달러에 이르는 약 40개 상장기업들이 매각되거나 지분조정이 될 예정이라고 전망되고 있다(Meitar, 2014). 예를 들어, 금산분리의 시행으로 이스라엘 최대 기업집단 중 하나인 텔렉그룹(Delek Group)은 보험회사와 투자회사를 소유하고 있는 피닉스 지주회사(Phoenix Holdings)와 연안 천연가스전에 상당한 지분을 가지고 있는 에너지 부문 중 하나를 매각해야만 한다.<sup>9)</sup> 6년 내 매각이 이뤄지지 않은 기업들은 (정부가 설립한) 독립적인 수탁기관(independent trustee)에게 주식을 매각해야 한다.

#### 4) 보완적 입법

경쟁력위원회가 최종보고서에서 권고한 기업 거버넌스 규제나 시스템리스크 관련 규제는 특별법인 경제력집중법 제정 이전인 2012년에 이스라엘의 기존 관련법에 반영되었다. 예를 들어, 쉐기기업에 대한 사외이사 선출규제 외에도, 모든 상장기업에 다

8) 히브루대학교 칸달(Kandal) 교수와의 인터뷰 내용을 근거로 서술했다.

9) 이스라엘 정부는 2005년 은행들이 4년 또는 8년 내에 자금관리회사(money management firms)를 매각하도록 명령했는데, 실제로 1년 만에 모두 매각이 이뤄진 바 있다.

음과 같은 기업 거버넌스 규제가 도입되었다. 먼저, 감사위원회의 감독 하에 모든 지배주주 이해관련 거래(transactions with interested parties)는 “Adopt or Disclose”의 의무를 가진다. “Adopt or Disclose”의 의무란 이해관계자 거래는 감사위원회의 감독 하에 경쟁적 입찰 과정에 대한 기준을 마련해 실행하고, 만약 경쟁적 과정 없이 지배주주의 이해와 관련된 거래가 이뤄지면 그 이유를 공시해야 하는 것이다. 둘째, 주총이나 디벤처(debenture)<sup>10)</sup> 보유자 회의에 전자투표를 도입한다. 셋째, 집단소송이나 주주대표소송의 비용을 이스라엘 증권위원회(Israel Security Authority: ISA)가 지원한다. 넷째, 기관투자자의 적극적 역할인 의무참여(MUST participate), 의결권 행사 및 보고(vote & report), 의결권 자문 서비스(proxy advisory services)를 장려한다.

이 외에도 이스라엘 경쟁당국(IAA)에게는 기업분할과 같은 구조적 조치(structural reliefs) 권한을 부여했으며, 시스템 리스크 방지를 위해 각 LTS (Long-term Savings) 펀드에게는 개별 기업집단과 상위 5개 기업집단에 대한 투자비율의 상한을 보다 엄격하게 설정했다.

### Ⅲ. 2013년 이스라엘 개혁의 시사점

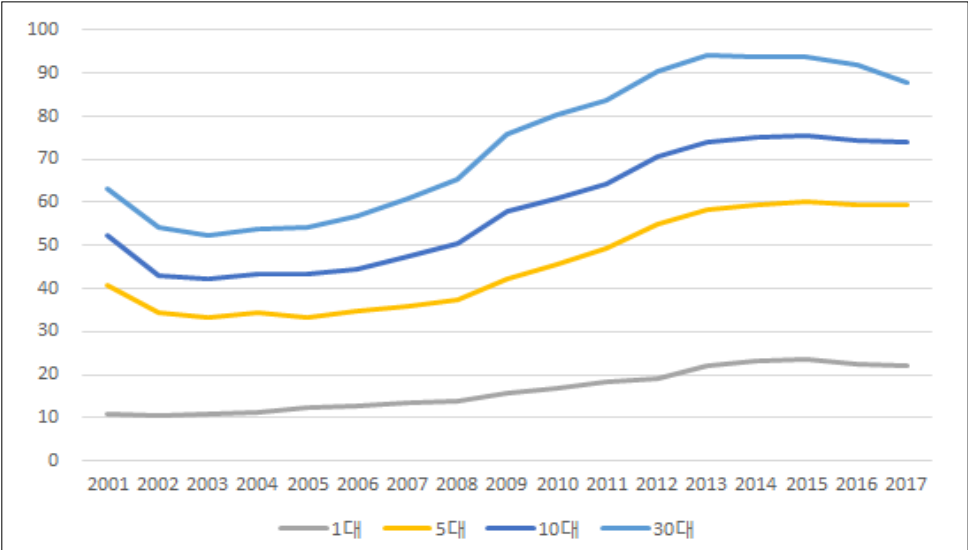
#### 1. 한국 재벌의 현황

##### 1) 한국 재벌의 경제력 집중

재벌이 한국 경제에서 차지하는 비중은 매우 높다. <그림 3>과 <그림 4>에서 볼 수 있듯이, 30대 재벌들의 GDP 대비 자산총액과 총매출액은 2000년대 초반부터 급속히 증가해 2012년과 2013년 사이에 90% 수준에서 고점을 찍고 그 후 다소 비중이 줄어들고 있다. 한편 2017년 8월 18일 종가 기준으로 20대 재벌에 소속된 상장기업들은 KOSPI 시가총액의 61.57%를 차지하고 있는데, 특히 삼성그룹 15개 계열사가 시가총액의 31.08%를 차지하고 있다.

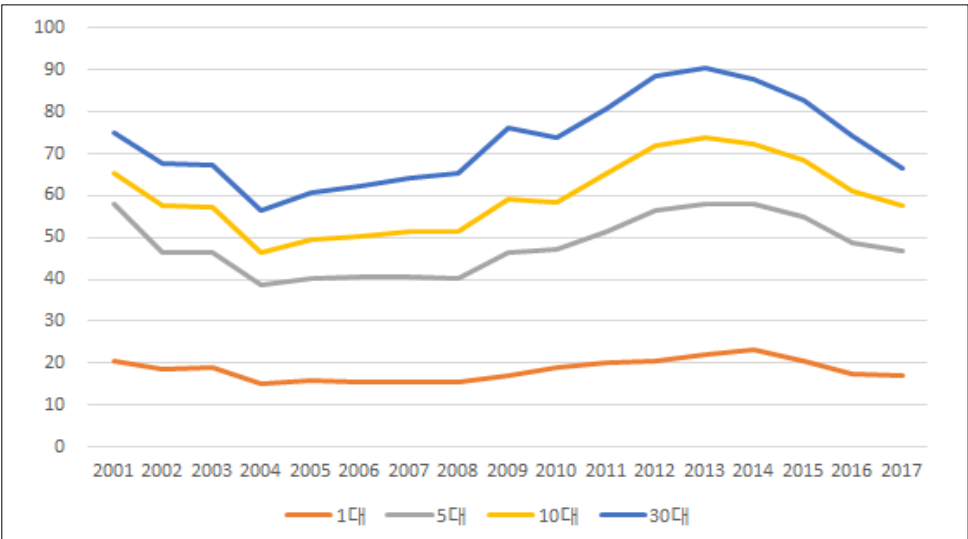
10) 디벤처(debenture)는 주식시장에서 발행되는 장기 보유 채권으로, 주식과 유사한 이스라엘 특유의 유가증권이다.

〈그림 3〉 재벌의 GDP 대비 자산총액(2001-2017, %)



출처: 공정거래위원회.

〈그림 4〉 재벌의 GDP 대비 총매출액(2001-2017, %)



출처: 공정거래위원회.

재벌이 한국 경제에서 높은 비중을 차지함에도 불구하고, 재벌 총수일가는 총 주식의 5%도 안 되는 지분을 가지고 기업집단 전체를 지배하고 있다. 재벌 총수일가가 낮은 지분으로 기업집단 전체를 지배하는 것은 핵심 계열사들에 자신들의 지분과 자

사주를 집중적으로 보유하고, 이 핵심 계열사들을 중심으로 계열사 간의 출자를 이용해 높은 내부지분율을 유지할 수 있기 때문이다.<sup>11)</sup>

총수일가가 낮은 지분으로 이처럼 계열사들을 사실상 지배하는 것은 계열사 간 복잡하고 다층적인 출자구조가 현행법상 가능하기 때문이다. <표 2>에서 볼 수 있듯이, 2016년 공정거래위원회가 지정한 10대 재벌 중 4개 재벌들은 순환출자구조를 유지하고 있으며, 나머지 6개 재벌들은 순환출자를 지니고 있지 않은데, 이중 4개 재벌들은 주력회사가 지주회사인 경우이다. 순환출자도 없고 지주회사체제로도 분류되지 않는 한화와 두산은 두 개 이상의 계열사들이 동일 계열사에 출자하는 교차출자 구조를 지니고 있다.<sup>12)</sup>

<표 2> 2016년 지정 10대 재벌 소유지배구조

순위 (공정자산기준)	재벌	소유지배구조 유형	순환출자 고리 수	주력회사가 지주회사
1	삼성	순환출자	7	-
2	현대자동차		4	
5	롯데		67	
8	현대중공업		1	
3	에스케이	지주회사	-	에스케이
4	엘지			엘지
6	지에스			지에스
9	한진			한진칼
7	한화	기타	-	-
10	두산		-	-

주: 순환출자고리수는 2016년 4월 1일 기준.

출처: 공정거래위원회.

이처럼 재벌 총수들은 순환출자, 지주회사, 교차출자 등을 이용해 적은 자기 자본으로도 계열사들을 전적으로 통제하면서 황제경영을 할 수 있다. 재벌의 이런 계열사

11) 2016년판 공정거래백서에 따르면, 2015년 기준으로 41개 재벌들의 내부지분율은 55.2%였다. 내부지분율은 총수일가, 임직원, 공익법인, 계열사, 자사주 등의 지분의 합계로, 실질적으로 총수일가의 통제 하에 있는 지분을 의미한다.

12) 한화그룹은 한화도시개발, 한화중합화학 등 비주력회사가 지주회사로 지정되어 있으나, 주력 기업들이 지주회사체제 밖에 위치함으로 지주회사체제 재벌로 분류하지 않는다.

간 출자 관계는 총수일가의 지배권 승계 과정에서 주로 바뀌게 된다. 한국 재벌의 세습은 전형적으로 3단계 과정을 거치고 있다. 1단계에서는 증여받은 종자돈을 이용해 종자기업의 지배권을 획득한다. 2단계에서는 종자기업의 규모를 키우는데, 이때 전형적으로 사용되는 수법이 부당내부거래이다. 마지막으로 3단계에서는 종자기업 중심으로 재벌의 출자구조를 재편하는 것이다. 이 때 가장 애용되던 수단이 신규 순환 출자였으며, 지주회사체제로 전환 및 다른 계열사와의 M&A가 이용되기도 한다.<sup>13)</sup> 현재 한국에서 일어나는 재벌세습과 경제력 집중의 심화라는 악순환은 특정 가문에 의한 경제력 집중의 가장 극심한 폐단이라고 할 수 있다.

사실 오늘날 한국 재벌의 경제력집중은 몇 가지 앞서 논의한 지수를 통해 간접적으로 확인할 필요 없이 직접적 증거들에 의해 쉽게 입증될 수 있다. 미국의 진보적 운동이 우려했던 경제력집중은 결국 민주적 통제를 벗어난 경제권력의 탄생을 의미하는 것으로 해석할 수 있는데, 한국 재벌의 정치계·관계·법조계·언론계·학계 등에 미치는 영향력의 오남용 사례들은 재벌 총수일가가 이미 경제권력이 되었음을 보여준다(박상인, 2014). 최근에는 박근혜·최순실 국정농단 사건에서 특별검사팀이 압수한 전 삼성그룹 미래전략실 차장이었던 장충기의 휴대전화 문자들에서 경제권력이 된 재벌의 실상이 일부 공개되었다. 일부 언론에 공개된 바에 의하면,<sup>14)</sup> 장충기에게 언론사 전현직 간부, 전직 검찰총장 등이 청탁 문자를 보내고 국가정보원과 청와대 고위 관계자가 정보 보고를 한 정황이 드러났다. 또한 장충기가 감사원과 MBC 인사에도 개입한 정황이 포착되기도 했다. 삼성재벌의 대관업무를 담당했던 장충기의 문자는 삼성 재벌의 정치계·관계·법조계·언론계 등에 미치는 영향력과 사회지도층과의 검은 유착을 여실히 보여주는 것으로, 경제력 집중의 직접적인 증거이기도 하다.

## 2) 이스라엘 기업집단과 비교

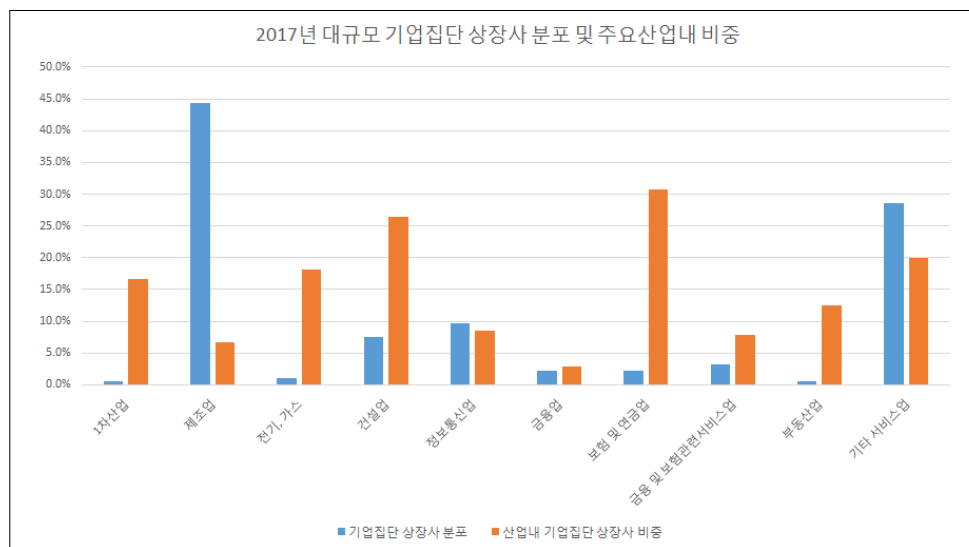
이스라엘과 한국의 재벌의 소유지배구조는 몇 가지 중요한 차이점을 지니고 있다. 먼저, 한국은 은산분리와 지주회사체제 하에서 금산분리를 이미 규제하고 있는데 반해, 이스라엘 대기업집단은 금산복합 지주회사체제를 주로 띠고 있었다. <그림 1>에서 보았던 이스라엘 재벌들의 산업 분포는 텔아비브 증권시장(Tel Aviv Stock Exchange)에 상장된 650개 기업을 대상으로 분석한 것이다. 2017년 8월 기준으로

13) 재벌세습 과정에 대한 상세한 논의는 박상인(2012)을 참고하라.

14) 예를 들어, 2017년 8월 23일자 JTBC 뉴스룸의 “[단독] 장충기-이현수, 1년여간 105차례 ‘통화-문자’” 보도를 들 수 있다.

KOSPI 및 KOSDAQ에 상장된 2,009개 기업을 대상으로 이와 유사한 분석을 수행한 결과는 <그림 5>에 나타나 있다. <그림 5>에서 볼 수 있듯이, 한국 재벌은 이스라엘 재벌에 비해 상장기업의 비중이 낮으며, 특히 금융관련 업종의 경우에는 금융회사의 40% 이상을 대기업집단 상장계열사가 차지하는 이스라엘과 큰 차이가 나타남을 알 수 있다.

<그림 5> 한국 재벌의 문어발식 확장



주: 유가증권시장 상장사에 대한 정보 및 산업분류는 DART(전자공시시스템)의 기업개황과 제 10차 한국표준산업분류를 이용하였고, 대규모 기업집단의 경우 OPNI(기업집단 정보포털)에서 기업집단 소속회사 개요를 활용했다.

보다 구체적으로 한국 10대 재벌의 금융계열사 현황을 살펴보면 다음 <표 3>과 같다. 지에스와 한진을 제외하고 8개 재벌들은 금융회사를 보유하고 있는데, 삼성이 계열사 중 금융계열사 수 비중이 가장 높은 것으로 나타났다.

한편 한국 재벌들은 제조업을 중심으로 형성되어 있음에 불구하고 제조업 상장회사 수만을 기준으로 보면 이스라엘 재벌에 비해 상대적으로 제조업 비중이 낮은 것으로 나타난다. 그러나 대규모 제조업 회사들이 대부분 재벌 소속이므로, 이런 단순 비교는 제조업 분야에서 한국 재벌의 비중을 과소평가한다. 상장회사 숫자 기준으로 볼 때, 한국 재벌의 비중이 이스라엘 경우보다 더 낮은 것으로 보이지만, 재벌 소속 상장회사들의 시가총액 비중을 보면 다소 다른 결론에 이르게 되는 것이다.

〈표 3〉 2016년 지정 10대 재벌 금융계열사 현황

순위	기업집단명	전체 계열사수	계열사 중 금융보험사 수 비중	금융보험사수	2
				전체	보험사
1	삼성	59	25.4	15	2
2	현대자동차	51	9.8	5	1
3	에스케이	86	1.2	1	0
4	엘지	67	1.5	1	0
5	롯데	93	10.8	10	1
6	지에스	69	0	0	0
7	한화	57	17.5	10	2
8	현대중공업	26	19.2	5	0
9	한진	38	0	0	0
10	두산	25	16.0	4	0

자료 출처: 공정거래위원회.

보다 구체적으로 살펴보면, 2017년 5월에 공정거래위원회에 의해 지정된 상위 20대 재벌들의 계열사 중에서 KOSPI에 상장된 기업은 총 130개사인데, 2017년 8월 18일 종가 기준으로 이들 기업들은 시가총액의 61.57%를 차지하고 있다. 그런데 이 중 삼성그룹 계열사 15개사가 시가총액의 31.08%를 차지하여, 20대 재벌 시가총액의 절반을 담당하고 있다. 이스라엘 경쟁력위원회의 최종보고서에 의하면, 상장기업의 1/4 정도가 25개 기업집단에 소속되어 있으며, 이들이 이스라엘 시가총액의 약 69%를 차지하고 있었다. 그런데 한 가지 유의할 점은 이스라엘의 IT, 제약, 바이오 등의 대기업들은 미국 나스닥에 상장하고 있다는 것이다. 나아가, 2,000개 이상의 기업이 상장하고 있는 한국 증권시장에서 20대 재벌 상장기업 수는 152개에 불과하다는 점을 고려하면, 상장된 한국 재벌 기업들의 상대적 규모가 이스라엘의 경우보다 훨씬 크을 추론할 수 있다. 또한 이스라엘 재벌의 대기업들이 주로 금융회사인 점을 고려하면, 제조업에서 한국 재벌 대기업의 상대적 비중이 더 커짐을 추론할 수 있다.

둘째, 〈그림 2〉에서 볼 수 있듯이, 이스라엘 재벌의 출자구조는 지주회사체제였다. 이에 반해 한국 재벌들은 순환출자, 교차출자, 지주회사 등의 다양한 출자구조를 가지고 있다. 또한 한국의 지주회사 규제는 이스라엘의 경제력집중법에서의 출자단계 규제와 다르며, 한국 지주회사 규제의 특이성에서 발생하는 몇 가지 경로의존적인 특징이 있다.

특히, 한국의 경우 특정 기업이 특정 조건<sup>15)</sup>을 만족하면 지주회사로 지정되고, 이



기업이 출자하는 회사는 자회사, 자회사가 출자하는 회사는 손자회사 규제를 받는다. 이에 반해, 이스라엘은 상장회사가 다른 상장회사에 출자하면 출자회사를 지주회사로 피출자회사를 자회사로 계산하게 된다. 또 한국의 경우, 지주회사의 자회사 그리고 자회사의 손자회사에 대한 출자 지분율을 규제하나, 이스라엘은 지주회사의 자회사 지분율 자체를 규제하지는 않는다. 대신에 지배주주의 의결권이 33% 미만인 경우는 자회사에 쉐기기업 규제를 적용한다. 그리고 한국의 지주회사 규제는 출자단계를 계산할 때 상장회사와 비상장회사의 구분을 두지 않으나, 이스라엘은 오직 상장회사만을 고려한다.

〈표 4〉 한국 지주회사 행위제한 규정의 변화

	도입 시 (1999년)	현재 (2007년)
지주회사 행위제한	지주회사는 자회사 지분을 50% (예외 : 상장, 국외 상장법인, 공동출자법인 30%, 벤처지주회사의 자회사 20%)	지주회사는 자회사 지분을 40% (예외 : 상장, 국외 상장법인, 공동출자법인 20%, 벤처지주회사의 자회사 20%)
자회사 행위제한	자회사에게는 사업관련성이 있는 손자회사를 예외적으로 허용하되, 손자회사 지분을 100%	자회사는 손자회사 지분을 40% (예외 : 상장, 국외 상장법인, 공동출자법인 20%) 미만으로 소유하는 행위 금지
손자회사 행위제한	증손회사 금지	손자회사가 100% 지분을 보유하는 국내계열회사(증손회사)의 경우에는 예외적으로 허용

한편 이스라엘과 유사하게 출자 단계를 제한할 경우, 여전히 순환출자구조를 가진 한국 재벌들의 지주회사체제 전환 문제가 불거지게 된다.<sup>15)</sup> 그러나 순환출자구조에서 지주회사체제로 전환할 때 인적분할된 자회사의 자사주를 지주회사의 지분으로 인정해 주는 한국 상법상의 이른바 ‘자사주의 마법’ 조항 덕분에, 순환출자구조 재벌이 지주회사체제로 전환하는 것이 용이하다. 그러나 이런 특혜 조항으로 인해 재벌의 경제력집중은 오히려 강화될 수 있다는 문제점이 생긴다. 따라서 자사주 문제는 경제력 집중 규제의 맥락에서 논의될 필요가 있다.

마지막으로, 한국과 이스라엘에서 경제력 집중의 심각성은 몇 가지 지수로 표시되는 것보다 훨씬 차이가 클 수도 있다. 앞서 논의한 것처럼, 이스라엘 경쟁력위원회의

15) 자회사 주식가액이 자산총액의 50% 이상이며, 자산총액이 5,000억 원 이상인 회사 (2017년 7월 1일부터 지주회사 설립·전환 자산 요건을 1,000억 원에서 상향함).

16) 순환출자는 무한대의 출자단계를 가진다.

최종보고서에 의하면, 상장기업의 1/4 정도가 25개 기업집단에 소속되어 있으며, 이들이 이스라엘 시가총액의 약 69%를 차지하고 있었다. 이에 반해 2017년 8월 18일 증가 기준으로 한국의 상위 20대 재벌들의 상장기업들은 시가총액의 61.57%를 차지하고 있다. 그러나 이스라엘의 IT, 제약, 바이오 관련 대기업들은 미국 나스닥에 상장되어 있고, 한국 재벌 계열사들 중 비상장회사의 비중은 이스라엘의 경우에 비해 훨씬 더 높음을 상기할 필요가 있다.<sup>17)</sup>

한국과 이스라엘의 차이는 경제력집중의 폐해를 보여주는 직접적 증거에서 결정적으로 드러난다. 앞서 논의했듯이, 한국 재벌의 경제력집중의 폐해를 보여주는 사례는 이미 다수 발견되는데 반해, 이스라엘의 경우에는 금융-비금융 복합재벌의 등장과 경제력집중에 대한 우려가 본격화된 시점에서 정부가 주도적으로 개혁을 단행했다. 즉 경제력집중의 폐해가 본격화되기 직전에 이스라엘에서는 재벌개혁이 이뤄졌다고 볼 수 있다. 한국의 경우 1986년에 공정거래법 1차 개정으로 재벌의 경제력집중에 대한 규제가 처음 도입되었다. 이 무렵에 정부 관료를 중심으로 경제력집중의 폐해에 대해 인지하기 시작됐다고 볼 때, 2010년 이스라엘 재벌의 경제력 집중 정도는 1980년 후반 한국 재벌의 경제력 집중 수준과 유사했을 것이라는 유추도 가능하다. 다시 말하자면, 현 시점의 한국 재벌의 경제력 집중은 2010년의 이스라엘의 경우보다 훨씬 심각할 수 있다는 것이다. 이는 개혁의 필요성이 더 절박함을 의미하기도 하지만, 다른 한편으로는 그만큼 개혁이 쉽지 않음을 함의하기도 한다.

## 2. 한국 10대 재벌에 대한 시뮬레이션

이제 이스라엘 경제력집중법의 내용 중 금산분리와 소유지배구조에 대한 규제와 유사한 정책을 국내 10대 재벌에 적용하는 문제와 이 경우 어떤 변화를 기대할 수 있을지를 논의하기로 한다.

### 1) 금산분리

앞서 살펴본 것처럼, 이스라엘 경제력집중법은 주요 금융회사와 주요 실물회사의 분리를 규정하고 있다. 그런데 주요 금융회사와 주요 실물회사의 기준이 2011년 발표

17) 연합뉴스, “재벌그룹 ‘투명공개’ 상장사 15% 불과…계속 감소”, 2017. 4. 25.

<http://www.yonhapnews.co.kr/bulletin/2017/04/24/0200000000AKR20170424156900008.HTML>

된 경쟁력위원회의 중간보고서보다 최종보고서에서 강화되었다. 구체적으로 보면, 주요 금융회사의 기준이 총 금융 자산의 2.5%인 500억 세겔에서 400억 세겔로, 주요 실물회사의 기준은 총 매출액의 0.5%인 80억 세겔에서 60억 세겔로 강화되었다. 또한 주요 실물회사의 기준으로 총자산은 더 이상 사용하지 않기로 했다.

한국 재벌의 경우에 다수의 계열사들이 특정 계열사 지분을 직간접적으로 보유하고 있음을 고려해, 이스라엘의 주요 금융회사와 주요 실물회사 개념을 주요 금융기업집단과 주요 실물기업집단으로 적용해 보면 다음과 같다. 2016년에 공정거래위원회가 지정한 대기업집단 중에서 총수가 있는 10대 재벌은 아래 <표 5>와 같은데, 10위 두산그룹의 실물회사들의 매출액 비중이 0.4% 정도였다. 이스라엘 경제력집중법에서 주요 실물회사의 기준이 실물회사들 총매출액의 0.4%에 못 미치므로, 10대 재벌은 주요 실물기업집단을 가지고 있다고 판단할 수 있다.<sup>18)</sup>

<표 5> 2016년 지정 10대 재벌 현황

순위 (공정 자산 기준)	그룹명	계열사 수					자산총액		매출액 (억원)	비금융 계열사의 매출액 비중 (%)	GDP 대비 매출 액 (%)
		금융 구분		상장 구분		총 계열 사 수	실물 (억원)	금융 (억원)			
		금융 (비율)	비금융 (비율)	상장 (비율)	비상장 (비율)						
1	삼성	15 (25.4)	44 (74.5)	15 (25.4)	44 (74.5)	59	3,044,706	3,407,154	2,718,800	6.00	17
2	현대자동차	5 (9.8)	46 (90.1)	11 (21.5)	40 (78.4)	51	2,020,265	549,874	1,714,094	4.56	11
3	에스케이	1 (1.1)	85 (98.8)	16 (18.6)	70 (81.3)	86	1,604,455	350,368	1,377,980	3.83	9
4	엘지	1 (1.4)	66 (98.5)	12 (17.9)	55 (82)	67	1,058,067	2,180	1,142,901	3.18	7
5	롯데	10 (10.7)	83 (89.2)	9 (9.6)	84 (90)	93	996,259	250,511	682,830	1.75	4
6	지에스	0 (0)	69 (100)	6 (8.6)	63 (91)	69	602,943	0	521,389	1.45	3
7	한화	10 (17.5)	47 (82.4)	7 (12.2)	50 (87.7)	57	439,814	1,189,545	523,642	0.80	3
8	현대중공업	5 (19.2)	21 (80.7)	2 (7.6)	24 (92.3)	26	525,005	56,942	493,998	1.35	3
9	한진	0 (0)	38 (100)	5 (13.1)	33 (86.8)	38	370,253	0	223,152	0.62	1
10	두산	4 (16)	21 (84)	6 (24)	19 (76)	25	320,824	3,141	142,682	0.40	1

주: 1. 계열사 수는 2016년 4월 기준, 재무자료는 직전연도 사업연도말 기준 (자료 출처: 공정거래위원회 소속회사개요).

2. GDP는 명목 GDP (출처: 한국은행).

한편 2015년 기준으로 금융기관 총자산의 2%에 해당하는 금액은 약 94,426백만원

18) 10대 재벌 외에는 신세계, CJ, LS 등이 주요 실물기업집단에 포함된다.

이며, 2.5%에 해당하는 금액은 약 118,032,590백만원이다(금융감독원 통계월보 2015.08호). <표 6>에서 볼 수 있듯이, 이스라엘 경제력집중법에서처럼, 주요 금융 회사를 한국금융기관자산총액의 2%로 정의하면, 기업집단 수준에서는 삼성그룹과 한화그룹이 이 기준을 초과하며, 개별기업으로도 삼성생명과 한화생명보험이 초과한다.

<표 6> 10대 재벌 중 주요 금융기업집단

재벌	회사명	금융계열사 자산총액 합계 (백만원)	금융사 자산총액 (백만원)	비고
삼성	-	340,715,375	-	2.5% 초과
한화	-	118,954,460	-	2.5% 초과
삼성	삼성생명보험	-	226,243,842	2.5% 초과
한화	한화생명보험	-	98,855,418	2% 초과

주: 1. 재벌금융사 자산총액합계 출처는 공정거래위원회 소속회사개요.  
2. 한국 금융기관총자산합계 출처는 금융감독원 통계월보 2016.08호.

따라서 이스라엘식 금산분리 규제를 적용하면, 삼성그룹과 한화그룹만 금융부문을 분리하면 된다. 이는 이미 은산분리가 시행되고 있는 한국의 실정이 반영된 결과라고 볼 수 있다. 금산분리를 위해 금융기업집단과 비금융기업집단으로 분리해야 한다면, 삼성그룹과 한화그룹은 지주회사체제로 전환하면서 금산분리를 하는데 큰 문제가 없을 것으로 예상된다.

이 외에도 현대차, 롯데, 에스케이, 동부, 태광, 현대중공업, KT 등의 그룹도 금산복합구조를 유지하고 있다. 금융지주회사의 경우에는 비금융계열사를 가진 한국투자금융, 미래에셋 그룹도 있다. 금산분리의 적용을 받지 않는 금산복합그룹에 대해서는 통합감독 체계를 적용하여, 금융회사와 비금융회사간 내부거래 문제, 건전성 문제, 대주주 적격성 문제 등에 대해 상시적으로 감독을 할 필요가 있다.

## 2) 지주회사

이스라엘의 경제력집중법에서는 6년 안에 모든 기업집단에게 상장회사 2층 피라미드 구조를 충족하도록 규제했고, 또 지배주주가 자회사에 대한 실질적 의결권을 33% 미만으로 가지는 쉐기기업의 경우에는 추가적인 기업 거버넌스 규제를 받도록 했다.

이에 반해, 한국의 지주회사 규제는 특정 기업이 특정 조건을 만족하면 지주회사로 지정하고 자회사와 손자회사의 출자 단계와 지분율을 규제하고 있다. 또한 출자단계 규제에서 상장회사 여부는 고려하지 않고 있다.

따라서 한국의 경우에는 기업집단을 단위로 지주회사체제를 갖추게 하고 지주회사를 지정해 지주회사 밑에 모든 계열사들이 편입되도록 하는 것이 우선적으로 중요하다. 또한 지주회사-자회사 2단계 출자구조로 출자단계를 제한하고, 대신에 지주회사나 자회사가 100%의 지분을 보유하는 계열사는 출자단계 계산에서 제외해 허용한다면, 이스라엘 경제력집중법의 규제의 기본 아이디어를 충실히 반영하게 될 것이다. 아울러 지주회사의 자회사 지분 보유 비율 하한을 올리거나, 지분 보유 하한 규정을 철폐하는 대신에 지주회사의 지분이 33% 미만인 상장기업의 이사의 1/3을 독립적 사외이사로 MoM 방식으로 주주총회에서 선출하는 대안도 고려해 볼 수 있을 것이다.

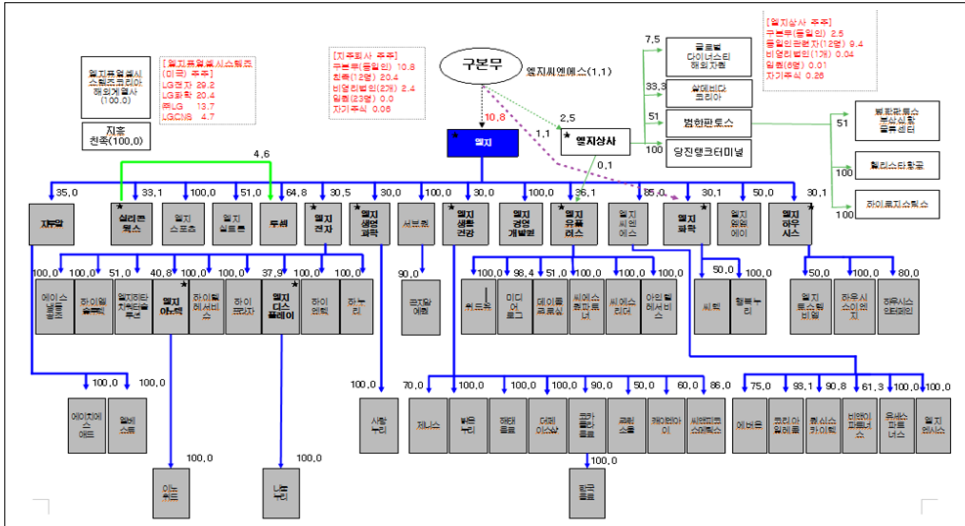
일단 이런 전제 하에서, 지주회사체제를 지닌 4개 재벌에 대한 논의를 먼저 하기로 한다. 지주회사체제인 4개 재벌들의 현황을 살펴보면, 지주회사가 기업단위로 지정되는 방식으로 인해 지주회사 밑에 지주회사가 존재하는 기형적 모습을 보이는 재벌이 에스케이와 지에스 두 개나 존재한다. 또한 4개 재벌 모두 손자회사와 증손회사를 보유하고 있다. 지주회사 편입율은 “(지주회사 및 자·손·증손회사 수) / (전체 계열회사 수)”로 계산하는데, 엘지그룹의 지주회사 편입율이 85%로 가장 높으며, 지에스의 편입률이 57%로 가장 낮은 것으로 나타났다. 또한 체제내 계열회사 중 손자·증손자회사 비율이 높은 그룹은 지에스이며, 전체 계열사 중 손자·증손자회사 비율이 높은 그룹은 엘지이다. 그러나 이들은 대부분 100% 자회사이기도 하다.

기업집단 별로 구체적으로 살펴보면 다음과 같다. 아래의 출자도들은 2016년 4월 기준으로 작성된 것이며, 그 출처는 공정거래위원회이다. 먼저, 에스케이그룹은 (주)에스케이가 지주회사이면서 상장회사인데, 그룹 단위로 지주회사체제를 지정하게 되면 (주)에스케이가 지주회사가 될 것이다. 이 경우 에스케이케미컬 등이 (주)에스케이의 지주회사체제에 포함되어 있지는 않지만, 에스케이케미컬 등은 이미 계열분리를 염두에 두고 있는 것으로 추측된다. 따라서 지주회사체제를 기업집단 단위로 변경하면 에스케이케미컬을 지주회사로 하는 친족 간 계열분리가 이뤄질 것으로 전망된다.

(주)에스케이의 자회사와 손자회사, 증손회사 중에서 100% 자회사를 제외하고 출자단계를 계산할 때 문제가 될 수 있는 기업은 에스케이 하이닉스, 에스케이 커뮤니케이션즈, 아이리버, 에스케이씨 솔믹스, 바이오랜드 등 5개 회사이다. 따라서 에스케이그룹의 경우, 에스케이 하이닉스 매각이라는 중대한 문제가 제기될 수 있다. 다른

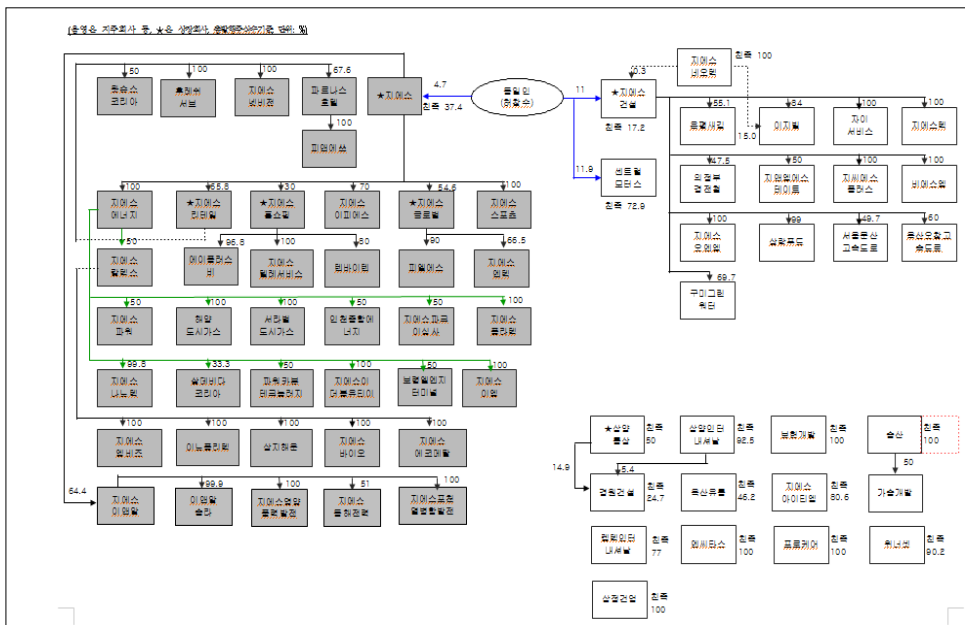


〈그림 7〉 엘지 출자도



(주)지에스의 자회사와 손자회사, 증손회사 중에서 100% 자회사를 제외하고 출자단체를 계산할 때 문제가 되는 기업은 없다. 따라서 지에스그룹은 새로운 지주회사체제 규제에 큰 영향을 받지 않을 것으로 예상된다.

〈그림 8〉 지에스 출자도







서는 개별 기업집단에 대해 출자단계 규제의 적용이 미칠 영향을 간단히 살펴보기로 한다.

먼저, 삼성그룹의 경우에 지주회사체제로 전환하기 위해서는 삼성전자를 인적분할한 후 인적분할된 지주회사와 삼성물산을 통합해 지주회사로 만들 개연성이 높다. 또한 금산분리를 충족하기 위해 삼성물산의 일부를 분할해 금융지주회사체제로 만든다고 가정할 수 있다. 이럴 경우에 삼성전자의 출자를 받고 있는 상장기업들인 삼성전기, 삼성에스디아이, 삼성에스디에스, 삼성중공업, 호텔신라 등이나 삼성생명의 출자를 받고 있는 삼성화재, 삼성카드 등은 지주회사의 자회사가 될 것이다. 이들 회사의 출자를 받고 있는 상장회사들은 없는 것으로 판단되기 때문에 새로운 지주회사 규제에 따른 추가적 매각 등은 없을 것으로 보이며, 단지 삼성생명을 중심으로 하는 금융회사들의 계열분리만이 필요해 보인다. 그런데 최근 삼성전자의 자사주를 모두 소화하겠다고 발표했는데, 만약 소각이 이뤄진다면 삼성전자의 인적분할을 통한 지주회사체제 전환에 문제가 있을 수도 있다.

현대차그룹의 경우에는 현대모비스를 인적분할해 지주회사체제로 전환할 개연성이 높는데, 이 경우 인적분할된 지주회사와 현대글로비스를 통합함으로써 통합된 지주회사에서 총수일가의 지분율을 높일 수 있다. 그런데 이런 경우에는 현대차의 출자를 받고 있는 상장회사들이 다수 있는데 이 회사들의 분리 문제가 불거질 수 있다. 다른 가능한 시나리오는 현대차를 지주회사로 인적분할하는 것인데, 이때는 현대차가 모비스가 보유한 현대차의 주식을 자사주로 매입해야 하고, 나아가 모비스의 지분까지 매입해야 하는 문제가 발생할 수 있다(박상인 외, 2016).

롯데그룹은 롯데쇼핑, 롯데제과, 롯데칠성음료, 롯데푸드 등 4개사를 분할합병하는 방식으로 지주회사체제로 전환하는 작업을 2017년 10월 1일자로 완료했다. 롯데그룹의 출자관계는 매우 복잡했으므로 이를 정리하기 위해 계열사 간 주식 교환이 많이 이뤄져야 했으나, 상장기업이 많지 않아 심각한 문제는 발생하지 않았다. 그러나 여전히 지주회사체제와 순환출자가 공존하는 문제를 해소하지는 못하고 있다.

한화그룹은 사실상 (주)한화를 중심으로 지주회사체제를 갖추고 있으므로, 지주회사체제로 전환에 큰 제약이 없을 것으로 예상되나, 금산분리가 필요하다. 현대중공업그룹은 현대중공업을 최근에 분할했는데, 순환출자해소와 지주회사체제 전환에 큰 문제는 없을 것으로 추정된다. 두산그룹은 (주)두산을 중심으로 사실상의 지주회사체제를 갖추고 있으나, 두산중공업의 출자를 받고 있는 두산인프라코어, 두산건설, 두산엔진, 상장 준비 중인 두산밥캣 등이 출자단계 규제에 매각되거나 두산중공업과 합병

되어야 할 수 있다.

#### IV. 결 론

본 연구는 2013년 12월에 이스라엘 의회를 통과한 경제력집중법 제정의 배경과 주요 내용을 분석하고, 유사한 규제를 한국의 10대 재벌에 적용할 때 소유지배구조에 어떤 변화를 가져올 수 있을지를 논의했다. 10대 재벌 중에 이미 지주회사체제를 가지고 있는 4개 재벌 중에서 두드러진 영향을 받게 될 것으로 예상되는 재벌은 에스케이이그룹으로, 에스케이하이닉스의 매각이 필요할 수 있다. 순환출자체제를 지닌 4개 재벌과 그 외 두 개 재벌들 중에서 삼성그룹과 한화그룹은 금산분리가 필요하다. 현대차그룹은 지주회사 전환 시나리오에 따라 매각이나 합병이 필요한 상장기업이 상당수에 이를 수 있으며, 두산 역시 매각이나 합병이 필요한 상장기업이 다수 존재한 것으로 보인다.

그럼에도 불구하고, 예상과 달리 이스라엘 식 소유지배구조의 적용이 한국의 10대 재벌의 소유지배구조에 미치는 영향은 제한적이다. 이런 시뮬레이션 결과는 이스라엘과 한국의 두 가지 차이점에서 기인한다.

먼저, 한국은 은산분리와 지주회사체제에서 금산분리가 이미 시행 중이기 때문이다. 따라서 일정 규모 이상의 기업이나 기업집단에 대한 금산분리 규정이 도입되어도 적용 대상은 삼성그룹과 한화그룹 정도로 제한될 것이다. 그러나 이런 금산분리가 의미 없는 것은 아니며, 특히 삼성그룹이 한국 경제에서 차지하는 비중을 고려할 때 금산분리가 매우 중요한 이슈임을 상기할 필요가 있다.

둘째, 순환출자에서 지주회사체제로 전환할 때 인적분할된 자회사의 자사주를 지주회사의 지분으로 인정해 주는 한국 상법의 특혜 조항 때문이다. 현행 상법에서는 인적분할을 통해 지주회사로 전환할 경우, 사업 자회사의 자사주가 지주회사로 배정되어 의결권이 부활되고 자사주 보유비율 만큼 지주회사가 사업 자회사의 지분을 자동적으로 확보하게 된다. 결국 지주회사로 전환을 통해 총수일가의 지배력은 더 강화되는 이른바 ‘자사주의 마법’ 문제가 발생한다. 이 규정은 지주회사체제로 전환을 유인하는 당근책이나, 동시에 이로 인해 지주회사체제로의 전환이 경제력집중의 억제에는 효과가 없다는 문제점도 발생시킨다. 따라서 상법 개정을 통해 기업분할을 통한 지주회사 전환 시 자사주에 대한 주식배정을 금지하거나 자사주를 소각하도록 할 당위성이 있다. 그러나 자사주 주식배정의 금지가 지주회사체제로 전환을 어렵게 한다

는 현실을 고려해, 일정 기간 내에 지주회사체제로 전환하는 경우에 자사주 배정을 현행처럼 인정해 주되 기업집단의 사업영역을 제한하는 것도 고려할 필요가 있다.

2012년부터 2016년 사이 한국의 상위 12개 재벌은 평균 55개 내지 58개의 계열사를 보유하고 있었는데, 표준산업분류 중분류 기준으로 이들 재벌은 평균 21개에서 23개의 업종에 진출해 있었다. 즉, 재벌들은 업종마다 2개 정도의 계열사들이 진출해 20개 이상 업종으로 문어발식 다각화를 하고 있는 실정인 것이다. 따라서 한국 재벌의 경제력 집중 해소는 과도한 다각화의 해소와 출자단계의 축소를 통해 달성되어야 한다.

이스라엘 재벌개혁의 근본 아이디어는 단순한 소유지배구조로의 개혁을 통해 기업 거버넌스 규제는 최소화함으로써 실행가능성과 효과성을 최대화한다는 것이라고 할 수 있다. 따라서 소유지배구조에 대한 구조적 개혁과 기업 거버넌스 규제의 조합을 어떻게 추구하는 것이 한국의 실정에 가장 적합할 것인가에 대한 보다 엄밀한 추가적인 연구를 범정부적 수준에서 수행할 필요가 있다.

이 경우 고려해 볼 수 있는 몇 가지 정책변수들은 다음과 같다. 먼저, 2층 구조의 지주회사체제로 전환할 때 주요 기업들을 매각해야 할 재벌들로 에스케이, 현대차, 두산 등이 있는데, 이스라엘 경쟁력위원회 최종보고서에서처럼 3층 기업을 예외적으로 인정하고 MoM으로 이사회 이사의 과반을 구성하게 하는 방안도 고려해 볼 수 있다. 특히 앞서 논의했듯이, 한국 재벌들의 문어발식 확장은 제조업 등을 중분류로 살펴보면 더욱 두드러지는데, 사업 영역 제한에 대한 한층 강화된 규제를 도입하는 대신에 손자회사는 예외적으로 허용해 주는 정책 조합도 경제력 집중 해소라는 차원에서 고려해 볼 수 있을 것이다. 둘째, 이스라엘의 경우에는 기업집단은 상장회사 2층 구조만 가질 수 있도록 6년의 유예기간을 두고 모든 기업에 적용했다. 그런데 한국의 상장기업 수가 이스라엘의 3배 정도라는 현실을 고려할 때, 지주회사규제를 대기업집단, 준대기업집단, 그 외 기업집단 순서로 순차적으로 적용하는 방안도 살펴볼 필요가 있다. 마지막으로, 소유지배구조에 대한 규제의 정도에 따라, 기업 거버넌스와 시스템 리스크 방지를 위한 규제의 범위와 강도를 조절해야 하며, 이를 통해 최적의 구조적 조치와 행위적 조치의 조합을 찾아야 한다.

재벌의 경제력집중의 해소는 단지 재벌의 소유지배구조나 계열사 구성의 변화에 그치지 않을 것이다. 최근에 한국 경제의 경쟁력의 추락과 사회적 양극화의 심화에 대한 근본적 해결은 재벌의 경제력집중의 해소에서 시작되어야 한다는 논의도 활발하다(박상인, 2017). 재벌의 경제력집중 해소가 제조업의 진화와 노동시장의 양극화 해

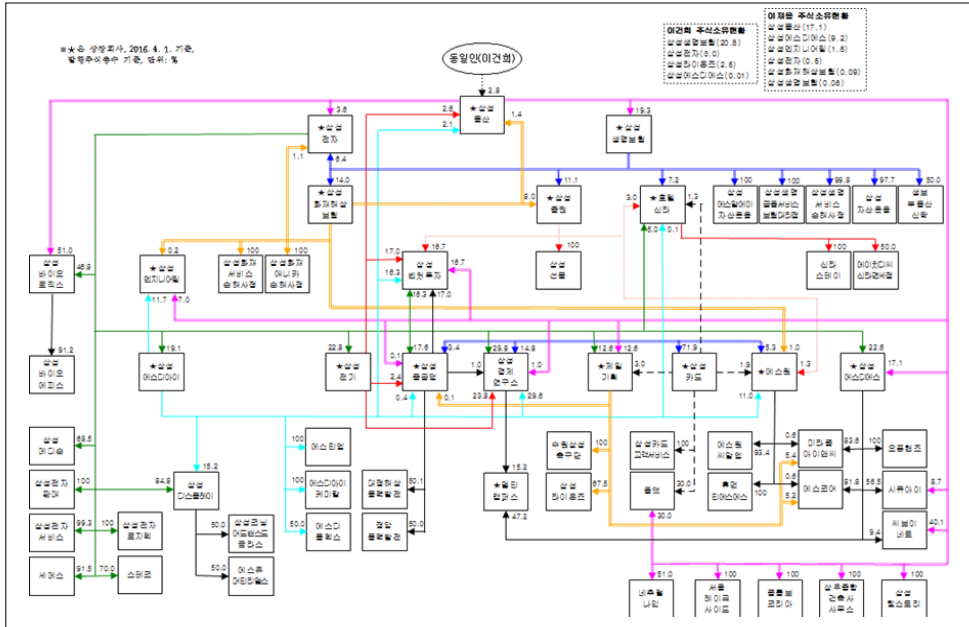
소에 구체적으로 어떻게 영향을 미칠 것인지에 대한 연구 역시 향후에 심도 있게 진행될 필요가 있다.

## ■ 참 고 문 헌

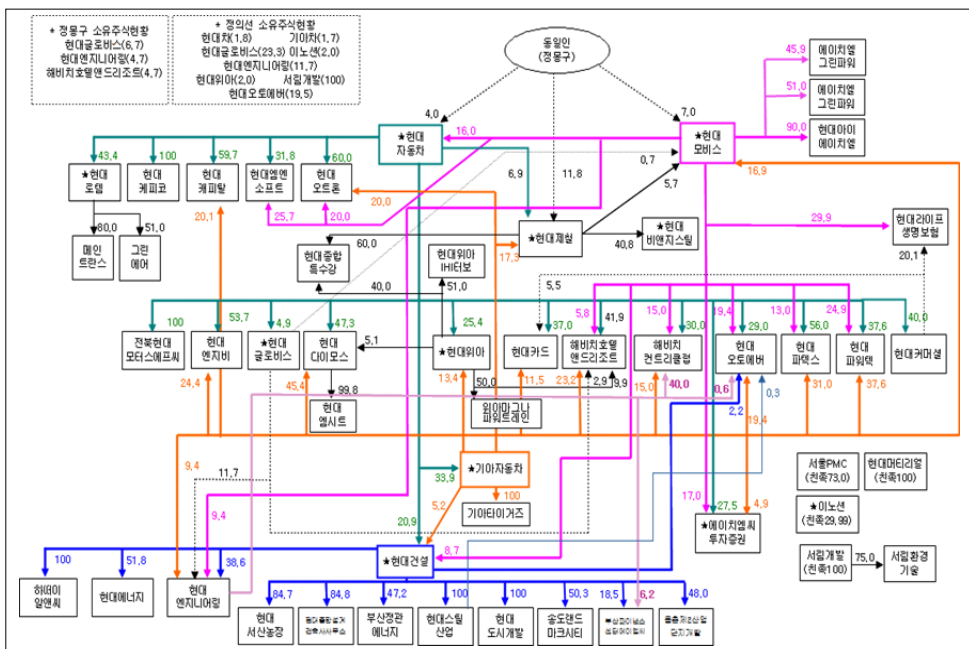
1. 박상인, 『벌거벗은 재벌님』, 창해, 2012.
2. \_\_\_\_\_, 『순환출자구조를 가진 재벌의 지주회사체제로 전환에 관한 연구』, 서울대학교 시장과 정부 연구센터 정책보고서, 2013.
3. \_\_\_\_\_, 『삼성전자가 몰락해도 한국이 사는 길』, 미래를 소유한 사람들, 2016.
4. \_\_\_\_\_, 『왜 지금 재벌개혁인가?』, 미래를 소유한 사람들, 2017.
5. 박상인 외, 『현대차그룹의 승계와 지주회사체제로 전환에 관한 연구』, 서울대학교 시장과 정부 연구센터 정책보고서, 2016.
6. Bebachuk, L., "Corporate Pyramids in the Israel Economy: Problems and Policies," *A Report Prepared for the Committee on Increasing Competitiveness in the Economy*, 2012a.
7. \_\_\_\_\_, "Control of Financial Firms in the Israeli Economy: Problems and Policies," *A Report Prepared for the Committee on Increasing Competitiveness in the Economy*, 2012b.
8. \_\_\_\_\_, "Concentration of Investments and Systemic Risks in Israel's long-term Savings Funds: Problems and Policies," *A Report Prepared for the Committee on Increasing Competitiveness in the Economy*, 2012c.
9. Becht, M. and J. B. DeLong, "Why Has There Been So Little Block Holding in America?" in: Morck, Randall K. (Ed), *A History of Corporate Governance Around the World*, Chicago: University of Chicago Press, 2005, pp.613-666.
10. Kendal, E., K. Kosenko, R. Morck, and Y. Yafet, "The Great Pyramids of America: A Revised History of US Business Groups, Corporate Ownership and Regulation, 1930-1950," *NBER Working Paper* 19691, 2013.
11. Khanna, T. and Y. Yafeh, "Business Groups in Emerging Markets: Paragons or Parasites?", *Journal of Economic Literature*, 2007, pp.331-372.
12. Kosenko, K. "Evolution of Business Groups in Israel: Their Impact at the Level of the Firm and the Economy," *Israel Economic Review*, 2007, pp.55-93.
13. Meitar, *Israel's Concentration Law: M&A Opportunities*, 2014.
14. OECD, *Annual Report on Competition Policy Developments in Israel*, 2014.
15. The Committee on Increasing Competitiveness in the Economy, *Final Recommendations and Supplement to the Interim Report*, 2012.
16. \_\_\_\_\_, *Interim Report*, 2011.

〈 부 록 〉

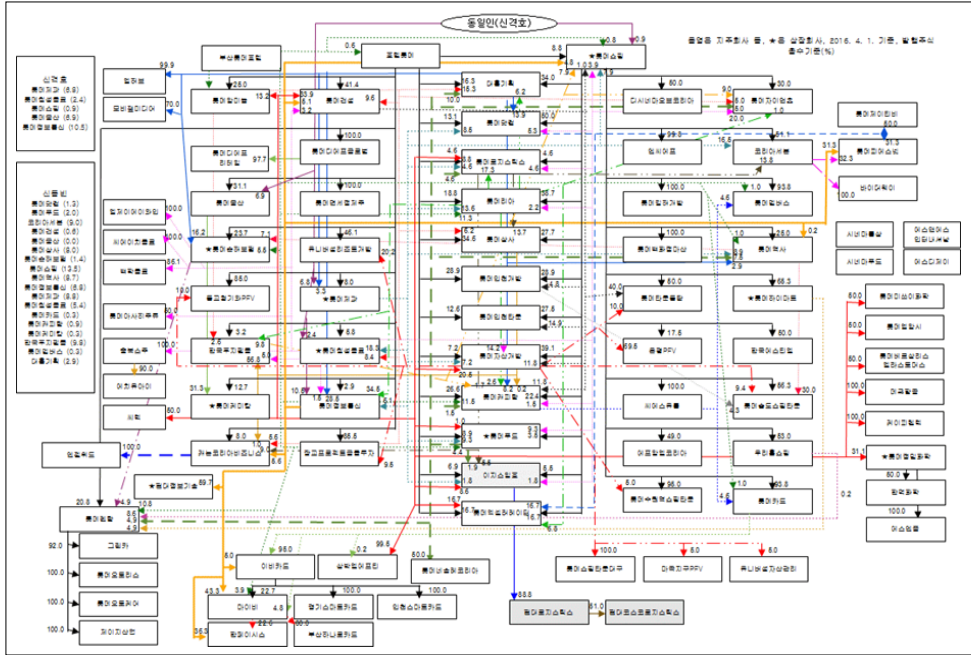
〈그림 10〉 삼성 출자도



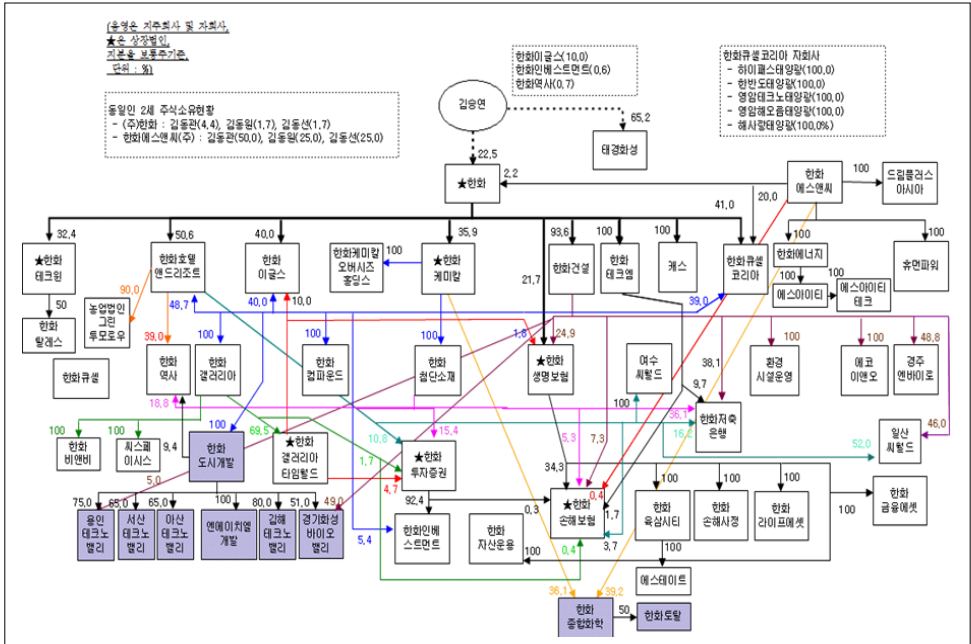
〈그림 11〉 현대자동차 출자도



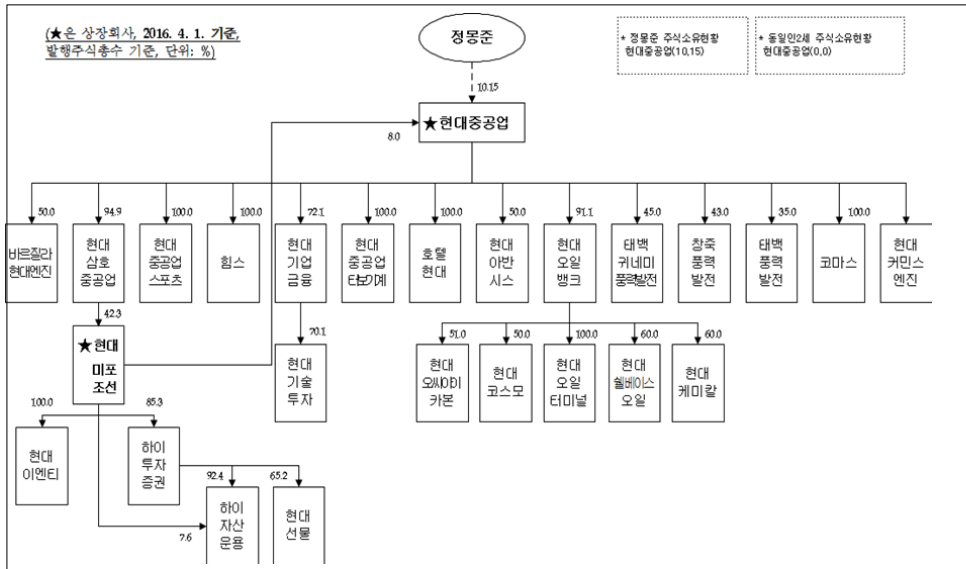
〈그림 12〉 롯데 출자도



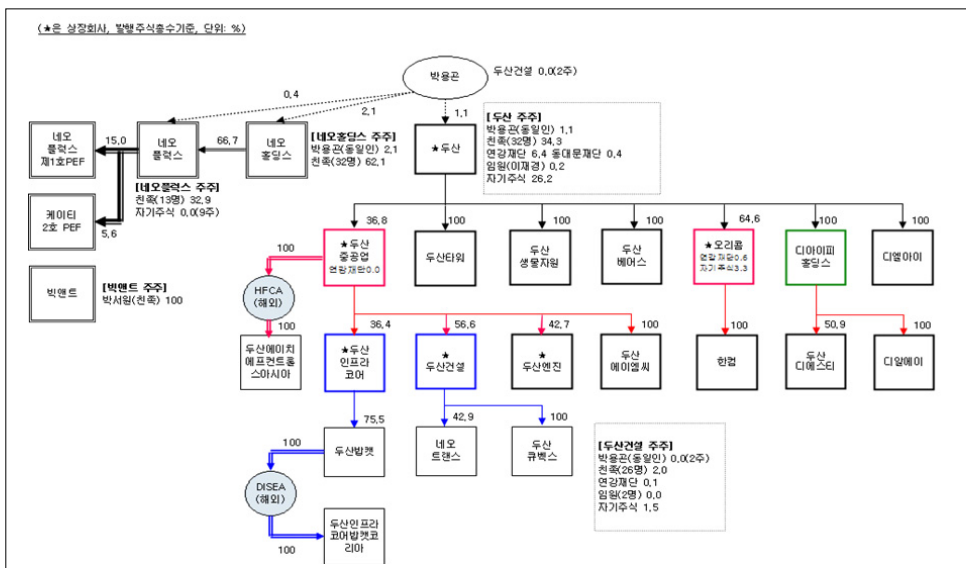
〈그림 13〉 한화 출자도



〈그림 14〉 현대중공업 출자도



〈그림 15〉 두산 출자도



## Israeli Concentration Law's Implications for the Chaebol Reform of Korea

Sangin Park\*

### Abstract

The paper analyzes the Law for the Promotion of Competition and Reduction of Economic Concentration ("Concentration Law") of Israel enacted in December 2013, and discusses its applications to the top 10 Chaebols of Korea. In the applications, this paper takes account of differences in the ownership structure of large business groups between these two countries, which reflect different histories of formation of business groups and government regulations. The differences are most evident in the regulations on the holding company system and the existence of circular shareholdings (indirect cross-shareholdings). The simulation, which modifies some details of the Concentration Law in the Korean context, indicates a possible trade-off between resolving overdiversification and facilitating conversion into the holding company system. More detailed studies are invited to find out an optimal policy mix to resolve the concentration of economic power by the Korean Chaebols.

**Key Words:** chaebol reform, concentration of economic power, Israel

**JEL Classification:** P10, N40, L50, L40, O30, O50

---

*Received: Sept. 30, 2017. Revised: Oct. 23, 2017. Accepted: Oct. 26, 2017.*

\* Professor, Graduate School of Public Administration, Seoul National University, 1 Gwanak-ro, Gwanak-ku, Seoul 08826, Korea, Phone: +82-2-880-5623, e-mail: sanpark@snu.ac.kr