
ESG 동향

최근 일본의 상호출자 규제 동향 및 시사점

- 일본 기업지배구조 모범규준 개정 내용을 중심으로

김 선 민 선임연구원 (smkim@cgs.or.kr)

- ▶ 올해 6월, 일본의 도쿄증권거래소는 상호출자 정보 공시(상호출자 축소 계획, 의결권 행사 기준 및 실제 행사 내역 등)를 강화하는 내용의 기업지배구조 모범규준을 개정함
- ▶ 일본의 상호출자는 계열사가 아닌 독립된 회사 간 주식보유라는 점에서 한국과 다르며, 가공자본을 형성하고 무능한 경영진의 참호구축 효과를 야기한다는 이유로 비판을 받음
- ▶ 반면, 한국에서는 상호출자제한으로 생겨난 순환출자가 비판을 받고 있으며 규제당국이 이를 해소하기 위해 규제 수위를 높이고 있음
- ▶ 국내 순환출자는 감소 추세에 있으나 남아있는 순환출자 고리가 해소되기 전까지 여전히 규제의 시각 지대에 놓이기 때문에 일본의 사례는 이에 대한 문제를 해결하는 좋은 대안이 될 것으로 사료됨

배경

- 지난 6월, 일본의 도쿄증권거래소(Tokyo Stock Exchange, 이하 TSE)는 기업지배구조 모범규준(이하 모범규준)을 개정함
 - 이번 모범규준 개정안의 주요 골자는 상호출자 공시 강화, 이사후보추천위원회 및 보상위원회 설치 확대, 여성임원 비율 확대, 이사의 전문성 제고임
 - 이 글에서는 모범규준 개정 내용 중 일본의 독특한 지배구조로 언급되는 상호출자에 중점을 두고 서술하고자 함

일본의 상호출자

- 상호출자란 회사 간 주식을 상호 보유하는 것을 일컬으며 일본에서는 지주회사 체제 하에서 금융 자회사-비금융 자회사 간 주식 보유, 계열사 간 주식 보유, 독립된 회사 간 주식 보유 등의 형태로 나타남
- 오래전부터 일본의 상장기업은 ① 매출액 변동폭 축소 ② 거래비용 축소 ③ 자본비용 감소

- ④ 안정적인 경영권 확보 등을 이유로 상호출자 구조를 형성해 오고 있음¹⁾²⁾³⁾
- 무엇보다 외국 투기자본으로부터의 경영권 방어가 일본에서 상호출자가 급격히 증가하게 된 배경임⁴⁾
- 상호출자를 옹호하는 측은 상호출자가 기술상 제휴 및 정보 공유, 투자자금 조달 용이, 기업 가치 향상, 경영권 방어 등에 효과가 있다고 주장하는 반면, 일각에서는 가공자본에 의한 자기자본비율 제고, 대주주(또는 경영진)-소수주주와의 이해상충, 무능한 경영진의 상호구축 효과를 발생시킨다고 비판함
- 무엇보다 일본의 상호출자가 한국과 다른 점은 계열사가 아닌 독립된 회사 간 상호 주식보유가 많다는 점임⁵⁾
 - 이는 지배주주가 없는 일본 기업의 경영진이 스스로를 보호하기 위한 수단으로 상호출자를 사용하기 때문임
 - 우호적인 기업 간 상호주식을 보유하는 경우, 투자대상 기업을 의식하여 주식 매각이 어려울 수 있으며 투자대상기업이 부실상태에 빠지더라도 매각을 못할 수 있기 때문에 위험관리 측면에서 부정적인 효과를 가짐

〈표 1〉 상호출자의 긍정적 측면 및 부정적 측면

| 긍정적 측면 | 부정적 측면 |
|--|--|
| <ul style="list-style-type: none"> • 계열사 간 기술상 제휴 강화 및 정보 공유 • 투자자금 조달 용이 • 경영권 방어 효과 | <ul style="list-style-type: none"> • 기업 총수 또는 전문경영자의 지배력 강화 • 부실회사 지원 • 가공자본 확대 및 연쇄도산 가능성 존재 |

- 일본 Nomura 증권사에 따르면 일본 내 상호출자 비중은 지난 15년 간 지속적으로 감소함⁶⁾
 - 2013년 말 기준 TSE의 Nikkei 225 지수를 살펴보면 전체 종목 중 160사의 상호출자가 해소되었으며, 모범규준이 제정된 후인 2016년 말에는 160사 가운데 78사의 상호출자가 해소됨⁷⁾

1) Masayasu Kanno, 2018, "Network structures and credit risk in cross-shareholdings among listed Japanies companies", 「Japan & The World Economy」

2) 일본의 상호출자 구조는 생산기능을 중심으로 한 피라미드형 기업조직인 케이레쓰에서 기인한 것임. 케이레쓰는 모-자회사 간 자본적 연결관계가 강한 것이 특징인데, 이는 과거 일본의 기업은 단기간 급속한 성장으로 자본력이 불충분하여 생산의 많은 부분을 외주화 할 수 밖에 없었기 때문임(출처:이재형, 2007, "일본의 일반집중 규제제도 -특징과 시사점-", KDI 연구자료 2007-02)

3) Pascal Nguyen & Nahid Rahman, 2018, "Institutional ownership, cross-shareholdings and corporate cash reserves in Japan", 「Accounting & Finance」

4) FSA, 2015, "Opinion on Cross-Shareholdings"

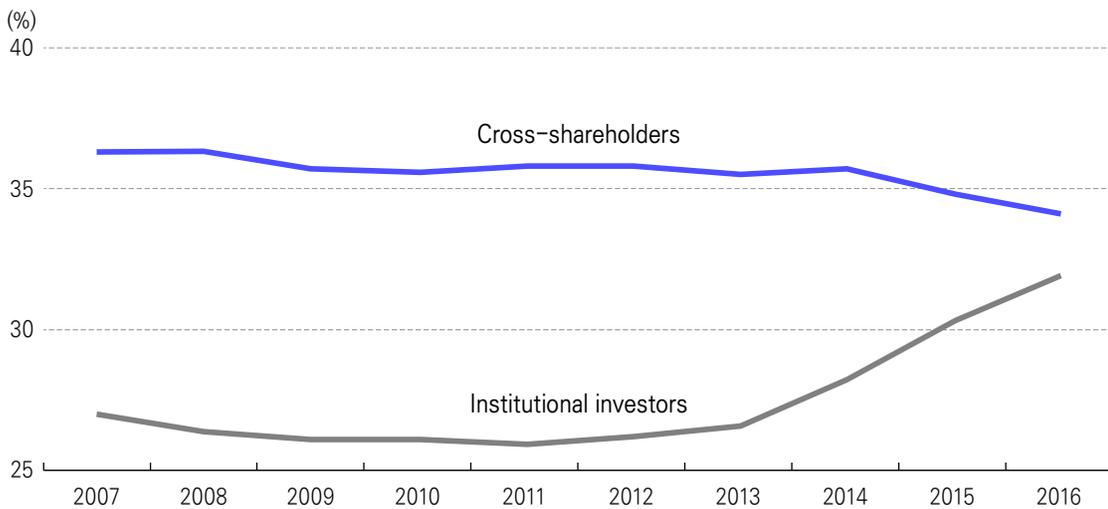
5) 지난 2007년 포스코그룹과 현대중공업그룹이 상호주식 보유협정을 맺은바 있으나 이는 국내에서 매우 드문 사례임

6) Nikko am, 2017, "Japan Equity Outlook"

7) Akira Uchida, 2018, "Opinion Statement on Code Draft Revision and Guidelines for Investors and Companies Engagement(Draft)", <https://www.fsa.go.jp/en/refer/councils/follow-up/opinion/20180313-5.pdf>

- 상호출자 감소 추세를 두고 다음과 같은 상반된 해석이 제기됨
 - 일각에서는 비금융회사의 상호출자 감소가 두드러지지 않으며, 상호출자에 따른 의결권 비중이 기관투자자보다 여전히 높은 상황이라고 주장함 (<그림 1>참고)
 - 다른 한편에서는 이미 상호출자가 감소 추세에 있기 때문에 더 이상 규제할 필요가 없다고 주장함

[그림 1] TSE 1부에 상장된 기업의 주주 유형에 따른 의결권 비중



* 출처: Japan Financial Services Agency, 2017, "Progress on Corporate Governance Reform",

- 일본 내에서 상호출자에 대한 상반된 시각이 공존하고 있는 가운데, 일본 금융청(Financial Services Agency, 이하 FSA)은 2015년부터 2018년까지 모범규준 개정을 위한 전문위원회를 개최하여 전문가 및 해외 기관투자자의 의견을 수렴한 바 있으며, TSE는 지난 6월 모범규준을 개정하여 공표함

모범규준 개정 주요 내용: 상호출자 내용을 중심으로

- 2015년 처음 제정된 모범규준에 따르면, 상호출자가 있는 상장기업은 상호출자의 사유 및 그에 따른 의결권 행사 기준을 공시해야 함
 - 또한, 이사회는 중장기적 관점에서 리스크와 수익성을 고려하여 규모가 큰 상호출자에 한해서 그 타당성을 매년 점검해야 함
 - 이사회는 점검 내용을 토대로 상호출자 타당성에 대한 설명을 공시해야 함

- 이번에 개정된 모범규준에서는 상호출자 관련 공시가 한층 강화됨 (<표 2> 참고)
 - 우선, 상호출자 사유를 비롯하여 상호출자 축소 계획에 대해서도 공시해야 함
 - 상호출자에 따른 구체적인 의결권 행사 기준 및 실제 의결권 행사 내역도 공시해야 함
 - 기존 모범규준이 규모가 큰 상호출자에 한해서 타당성을 점검하도록 하였다면, 개정된 모범규준에서는 각각의 상호출자 목적이 타당한지를 매년 평가하고 그 결과를 공시하도록 함

- 개정된 모범규준에는 보충원칙(補充原則)이 새로 신설됨 (<표 2> 참고)
 - 보충원칙에 따르면, 상호출자자(cross-shareholders)가 주식매각 의사를 밝히는 경우, 투자 대상회사는 향후 거래관계를 축소할 것을 암시하는 등의 행위를 함으로써 이를 방해해서는 안 됨
 - 회사는 경제적 타당성에 대한 충분한 검토 없이 상호출자자와 지속적인 거래를 하는 등 회사 또는 여타 주주의 이해와 상충되는 거래를 해서는 안 됨

〈표 2〉 상호출자 관련 일본 기업지배구조 모범규준 개정 내용

| 개정 전 | 개정 후 |
|---|---|
| Principle 1.4 Cross-Shareholdings | Principle 1.4 Cross-Shareholdings |
| <ul style="list-style-type: none"> • 회사는 상호출자 사유 공시 • 회사는 상호출자에 따른 의결권 행사 기준 마련 및 공시 | <ul style="list-style-type: none"> • 회사는 상호출자 사유 및 <u>상호출자 축소 계획</u> 공시 • 회사는 상호출자에 따른 <u>구체적인</u> 의결권 행사 기준 마련 및 공시, <u>실제 의결권 행사 내역</u> 공시 |
| <ul style="list-style-type: none"> • 이사회는 중장기적인 관점에서 리스크와 수익성을 고려하여 상호출자의 타당성을 년 단위로 점검 • 이사회는 점검 내용을 토대로 상호출자 타당성에 대한 객관적인 설명 제시 | <ul style="list-style-type: none"> • <u>이사회는 리스크와 이익을 고려하여 각각의 상호출자 목적의 타당성을 년 단위로 평가하고 그 결과를 공시</u> |
| / | (신설) Supplementary Principles |
| | <ul style="list-style-type: none"> • 1.4.1 상호출자 지분을 가진 주주가 주식매각 의사를 밝히는 경우, 해당 회사가 사업거래를 축소할 것을 암시하는 등 주식매각을 방해하는 행위 금지 • 1.4.2 경제적 타당성에 대한 충분한 검토 없이 상호출자 보유자와의 지속적인 거래 등 회사 또는 주주의 이익과 상충되는 거래 금지 |

* 출처: Tokyo Stock Exchange, Inc., 2018, "Japan's Corporate Governance Code: Seeking sustainable corporate growth and increased corporate value over the mid-to long-term"

- FSA 전문위원회 회의자료, 의사록, 전문가 의견서 등을 살펴보면 이번 모범규준 개정의 핵심은 상호출자 공시 강화와 상호출자 축소임
 - (상호출자 정보 공시 강화) 상호출자 정보 공시 강화를 찬성하는 입장은 그동안 상호출자에 대한 충분한 설명 및 공시가 제대로 이루어지지 않았다는 점을 고려할 때, 관련 정보를

사업보고서와 기업지배구조 보고서에 구체적으로 공시하여 주주들이 상호출자에 대한 적절한 판단을 할 수 있도록 하는 것이 필요하다고 언급함⁸⁾

- 반면, 반대하는 입장은 상호출자의 타당성을 설명하기 위해서는 사업거래 및 기업전략에 대한 구체적인 정보가 포함되기 마련인데 이를 공시하는 것은 기업 입장에서 부담이 될 수 있다고 주장함

- (상호출자 축소) 기관투자자를 포함한 대다수의 회의 참가자는 상호출자에 대한 부정적인 입장을 견지하였으며, 궁극적으로 상호출자가 해소되어야 한다는 의견에 동의함 (<표 3>참고)⁹⁾

〈표 3〉 상호출자에 대한 해외 기관투자자의 입장

| | |
|-------------------------|--|
| • Aberdeen | 상호출자는 재무제표 상 데드머니로 간주되기 때문에 해소할 필요가 있음 |
| • APG | 상호출자 기업 간 거래가 발생하는 경우 상호출자 지분이 없는 독립적인 주주들의 승인이 필요함 |
| • CalPERS | 상호출자의 타당성을 설명하고 이를 공시해야 함 |
| • Canadian Pension Fund | 상호출자를 지속시키는 것에 대한 부정적 입장을 표명함 |
| • UK Asset Manager | 상호출자는 주주에 대한 기업의 책임을 약화시킬 수 있음. 이는 상호출자 기업 간 사업 관계를 의식하여 주주총회에서 제대로 된 의결권을 행사하는 것이 어렵기 때문임 |

* 출처: FSA, 2017, "Summary of comments by overseas institutional investors on the issues for deeping corporate governance reform"

- 일본에서 상호출자를 통해 기업 간 상호신뢰를 유지하는 것은 중요하며 이를 깨뜨리는 것은 금기시 되어 왔다는 점에서 상호출자를 규제하는 것은 매우 민감한 사안임¹⁰⁾
- 일본은 독점금지법 개정을 통해 회사 간 주식보유 규제를 완화시켜 왔으며 2002년에는 출자 제한제도를 완전히 폐지함 (<표 4>참고)¹¹⁾¹²⁾

〈표 4〉 일본의 출자제도 규제 동향

| 구분 | 1947년 | 1949년 | 1953년 | 1977년 | 2002년 |
|---------------|---------|-----------------|-------------------|-------------------------|-----------|
| 관련법 | 원시독점금지법 | 독점금지법(개정) | 독점금지법(개정) | 독점금지법(개정) | 독점금지법(개정) |
| 사업회사의 주식보유 | 원칙적 금지 | 원칙금지규정 크게 완화 | 주식보유제한규정 더욱 완화 | 대규모 회사의 주식 보유제한제도 도입 | 출자제한제도 폐지 |

* 출처: 주식11) 및 주식12) 내용 재정리

8) 여기서 의미하는 구체적인 공시에는 상호출자의 목적 및 타당성, 효익분석(즉, 상호출자는 자본비용(cost of capital)을 발생시키는 데, 상호출자에 따른 효과(benefit)가 해당 비용을 상쇄시키는지에 대한 분석), 상호출자 감축 목표치 및 감축 기간 설정 등이 포함됨
 9) Forum of Investors Japan, 2015, "Opinion on Cross-Shareholdings"
 10) Gen Goto, 2014, "Legally "Strong" Shareholders of Japan", 「Michigan Business & Entrepreneurial Law Review」, 3(2), pp.126-163
 11) 이재형, 2007, "일본의 일반집중 규제제도 -특징과 시사점-", KDI 연구자료 2007-02
 12) Asia Focus, 2009, "Japan's Cross-Shareholding Legacy: the Financial Impact on Banks"

- 이러한 일본의 상황과 규제당국의 시각을 고려할 때 상호출자를 규제하는 여러 방안 중 ‘상호출자 공시’가 가장 현실적인 규제 방안인 것으로 해석됨
- Goto(2014)에 따르면, 일본에서 상호출자가 상호신회 기능을 하고 있는 가운데 이를 전면적으로 금지하는 것은 현실적인 대안이 아님
 - 또한 이사에게 책임을 부여하는 방안 역시 과거 법원이 상호출자 결정을 비즈니스 파트너십 구축을 위한 경영판단으로 인정한 사례가 있어 적절한 대안이 될 수 없음
 - 일각에서는 상호출자의 본래 의도가 경영권 보호에 있다면 이에 경영판단 원칙을 적용해서는 안 된다고 주장하기도 하나 실제로 이를 증명하는 것은 쉬운 일이 아님
 - 반면, 미국의 경우에는 상호출자가 경영판단 원칙으로 인정받지 못할 수 있고 주주대표 소송의 대상이 됨
- 따라서 일본의 규제당국은 상호출자를 허용하되 관련 내용을 공시하여 투자자들이 이를 모니터링 할 수 있도록 유도하는 방안을 선택한 것으로 판단됨
- 이번 개정된 일본의 모범규준에서는 상호출자에 따른 구체적인 의결권 행사 기준 및 실행사 내역, 상호출자 감축 계획도 공시하도록 하고 있는데 이러한 결정에는 상호출자에 대한 부정적인 입장을 지닌 해외 기관투자자들의 의견도 반영된 것으로 사료됨

시사점

- 경제력 집중과 관련하여 일본에서 상호출자의 문제점이 지적되고 있는 반면, 한국은 상호출자제한에 따른 순환출자가 문제시 되고 있음
- 공정거래위원회(이하 공정위)는 순환출자를 점차 축소하는 방향으로 정책을 설정하였으며, 대기업 집단의 순환출자도 감소하는 추세임
 - 2014년 1월 공정거래법 개정을 통해 기존 순환출자분은 유지하고 신규 순환출자만 금지한데 이어, 올해 8월에는 신규로 지정되는 기업집단에 한하여 순환출자에 대한 의결권을 제한하는 내용의 공정거래법 전부개정안이 발표됨
 - 현재 상호출자제한기업집단이 자발적으로 기존 순환출자를 해소하고 있다는 점을 감안하여, 공정위는 기존 순환출자도 의결권을 제한해야 한다는 특별위원회의 기존 의견을 수정·수용하여 새롭게 상호출자제한기업집단으로 지정되는 기업집단에 한정하여 적용하는 안을 입법예고함¹³⁾
 - 지난 1년간 국내 대기업 집단의 기존 순환출자가 85% 해소되었으며, 기업집단 역시 순환출자 해소 계획을 발표하거나 전면 해소 하는 등 정부 정책에 동참하고 있음¹⁴⁾¹⁵⁾

13) 공정거래위원회 보도자료, 2018.8.24., “공정거래법, 38년만에 전면 개편”

14) 공정거래위원회 보도자료, 2018.4.23., “대기업집단, 지난 1년간 기존 순환출자 85%해소”

15) 롯데, 농협, 대림, 현대백화점 그룹 등은 자발적으로 순환출자 고리를 전부 해소 하였으며, 삼성, 현대중공업 그룹은 법률상 의무에 따른 순환출자 고리를 해소함

- 기업들의 순환출자 해소 계획이 발표되고 있지만, 남아있는 순환출자가 해소되기 전까지는 규제의 사각지대에 놓여 있게 됨¹⁶⁾
 - 한국의 경우 일본 사례를 참고하여 기존 순환출자에 대한 해소 계획을 사업보고서, 지배구조 연차보고서 등에 구체적으로 공시하도록 하는 안을 고려해 볼 수 있음
 - 또한, 순환출자 지분에 대한 의결권 행사 기준 및 실제 의결권 행사 내역을 공시함으로써 경영의 투명성을 높이는 방안도 논의가 필요함

- 기업의 빠른 성장에 따른 지배주주의 지분율 감소와 지배주주의 경영권 방어라는 두 가지 이슈가 충돌하는 경우 이에 대한 합리적인 해결방안도 추가적으로 모색할 필요가 있음
 - 과거 고도 성장기에 지배주주가 유상증자를 따라갈 수 없었기 때문에 적은 자본으로 경영권 유지가 가능한 순환출자를 허용한 측면이 있음
 - 순환출자가 어렵게 되면, 빠르게 성장하고 있는 벤처기업의 경우 경영권 방어 이슈 문제에 직면할 수밖에 없을 것임

16) 2018년 4월 기준, 6개 집단에서 41개의 순환출자 고리가 남아있는 상황임