

2003년도 김태성 기념논문상

수상작: 출자총액제한제도와 소액주주

수상자: 서울대학교 경제학부 오수현

선정 이유:

본 논문은 출자총액제한제도의 정책적 실효성에 대한 이론적 모형화 및 그에 대한 실증적 분석을 주 내용으로 삼고 있다. 출자총액제한제도란 대기업의 무분별한 사업 확장과 경제력 집중을 억제하기 위해 공정거래위원회가 1986년에 도입한 제도다. 경제 환경의 변화에 따라 그 후 몇 차례의 조정이 있었고, 지금은 자산규모 5조원 이상의 대규모 기업집단에 속하는 계열사가 자신의 순자산 25%를 초과해 국내의 타회사 지분을 취득 또는 소유하는 행위를 규제하고 있다. 이 제도는 대규모 기업집단의 지배주주가 계열사간의 복잡한 출자를 이용해 자신의 소유지분 이상으로 지배권을 행사함으로써 소액 주주 권익을 침해하는 것을 방지하는 데 주안점을 두고 있다.

본 논문은 먼저 출자총액제한제도가 소액주주의 권익을 보호하는 데 과연 효과적인지를 간단한 모형화를 통해서 살펴보고 있다. 그 분석결과는 이 제도의 시행으로 인해 오히려 소액 주주의 이익이 감소될 수도 있음을 보여주고 있다. 아울러 이 제도가 1998년 2월 일시적으로 폐지되었다가 (사건 1), 1999년 12월 재도입되는 (사건 2) 변천의 과정을 겪었음에 착안해, 사건분석(event study)을 통해 위에서 말한 이론적 추론이 실증적으로 입증될 수 있음을 보이고 있다. 만약 이 제도가 공정거래위원회의 취지에 맞게 소액주주들의 권익을 보호하는 데 효과적이었다면 1998년 2월 그것이 전면적으로 폐지되었을 때 관련기업들에 대한 주식시장의 반응은 부정적으로 나타나야 하며, 1999년 12월 재도입되었을 때의 시장 반응은 호의적으로 나타났어야 맞을 것이다. 그러나 본 논문은 두 사건 이후의 관련기업들의 누적초과수익률(CAR: Cumulative Abnormal Return)을 추적한 결과 그와 같은 예측과는 명백하게 상반되는 방향으로 나타남을 보이고 있다. 이와 같은 분석결과는 출자총액제한제도가 대규모 기업집단 총수의 횡포로부터 소액주주의 권익을 보호하는 데 효과적이며 따라서 동 제도는 그대로 유지 또는 강화되어야 한

다는 그 동안의 공정거래위원회의 논지를 뒤집는 것이어서 우리의 관심을 끈다.

최근 우리나라의 경제정책들 중에서 출자총액제한제도만큼 많은 논란거리가 되어온 정책의 예를 찾기 힘들다. 따라서 이 제도의 정책적 효율성을 이론적, 실증적으로 검증하는 것은 상당히 시의적절한 시도라 생각한다. 본 논문의 이론적 결론, 즉 출자총액제한제도의 도입이 오히려 소액주주의 이익을 감소시키는 효과가 있다는 것은 상당히 제약적이며 비현실적인 몇 개의 가정들에 의존하고 있다. 그러나 본 논문에 이용된 이론적 분석이나 실증분석의 기법들은 그 수준이 매우 높으며, 특히 출자총액제한제도의 효율성을 주요 사건들을 통해 분석한 시도는 상당히 독창적인 것으로 평가할 수 있다. 이 모든 점을 고려할 때 본 논문은 ‘2003년도 김태성 기념논문’의 수상작으로 전혀 손색이 없다고 생각한다.

김태성기념사업위원회