

# 財閥의 所有構造: 統計, 概念, 分析\*

金 鎮 邦\*\*

## 논문 초록

재벌의 소유구조에 관한 대부분의 연구가 의존하고 있는 공정거래위원회 통계는 지극히 개괄적이고 불투명하다. 이 통계를 대체할 수 있음을 보여주기 위해 사업 보고서와 감사보고서로부터 5대 재벌의 계열회사별 내부지분 구성과 상호주식소유 내역을 확인한다. 새 통계는 순환출자에 관한 기존의 분석이 가진 문제점도 드러낸다. 5대 재벌은 순환출자를 하지 않고 있으며, 이러한 사실을 무시한 기존의 분석은 논리적 비약도 포함한다. 재벌의 소유구조에 관한 연구에서는 개념적 혼란도 발견된다. 실질지분율에 관한 세 가지 정의와 측정용 제시하면서, 기존의 정의가 간접소유 해소의 구체적 과정을 상징하지 않았음을 지적한다.

핵심주제어: 재벌, 소유구조, 순환출자, 실질지분율

경제학문헌목록 주제분류: O0

## I. 머리말

과학적 탐구의 목적은 현상을 설명하는 것이며, 설명은 법칙의 발견과 적용을 통해 이루어진다. 그리고 예측은 미래의 현상에 대한 설명이다. 한편 현상을 법칙과

\* 이 글은 한국경제발전학회의 1999년 하계학술대회와 한국경제학사학회의 1999년 하계학술발표회에서 발표한 원고를 수정한 것이다. 유익한 논평을 해주신 이근식 교수(서울시립대), 장지상 교수(경북대), 조원희 교수(국민대), 최정표 교수(건국대), 익명의 두 심사위원, 그리고 통계 수집과 표 작성을 도와준 박성우 군(인하대)에게 감사드린다. 물론 모든 오류는 필자의 책임이다. 이 연구는 1999년 인하대학교 연구비 지원으로 수행되었다.

\*\* 인하대학교 경제통상학부 부교수

연결하기 위해서는 개념의 사용이 필요하며, 개념은 정의(定義)와 측정을 포함한다. 측정은 법칙에 관한 주장을 경험적으로 검증하기 위해서도 필요하다.

재벌의 소유구조에 대한 탐구도 다르지 않다. 그것은 재벌의 소유구조 및 그와 관련된 현상을 설명하기 위해 개념을 정의하고 측정하면서 법칙을 찾아내어 적용하는 것이어야 한다. 그리고 법칙에 관한 주장은 논리적으로뿐만 아니라 경험적으로도 검증되어야 한다.

재벌의 소유구조는 지금까지 많은 연구의 대상이었으며, 여러 가지 개념과 법칙이 논의되었다. 그렇지만 모든 개념이 적절히 정의되고 측정되지는 않은 듯하며, 모든 주장이 논리와 경험의 엄격한 검증을 거치지는 않은 듯하다. 더욱 심각한 문제는 현상에 대한 기초적 관찰이 부족하다는 것이다. 대부분의 연구는 공정거래위원회가 제공하는 통계에 의존하는데, 이 통계는 지극히 개괄적일 뿐만 아니라 그 내용이 매우 불투명하다. 기존의 연구에 포함된 개념적 혼란, 논리적 비약, 경험적 오류 등도 부적절한 통계와 결코 무관하지 않을 것이다. 본 논문의 목적은 이러한 사실을 지적하고 비판하는 것이다.

비판은 대안과 함께 제시될 때 더 큰 설득력을 가질 수 있다. 본 논문이 새로운 통계와 개념을 제시하는 것도 이러한 인식에서다. 공정거래위원회 통계를 대체하고 보완할 수 있는 새로운 통계를 소개함으로써 공정거래위원회 통계에만 의존한 기존의 연구를 비판하며(제 II 절), 새로운 개념을 제시하고 측정하여 기존의 개념이 적절하지 못함을 설명하며(제 III 절), 새로운 통계를 사용하여 기존의 분석이 논리적 비약과 경험적 오류를 포함하고 있음을 보여준다(제 IV 절).

본 논문의 일차적 목적은 재벌의 소유구조에 관한 기존의 연구를 비판하고 새로운 연구의 토대를 마련하는 것이다. 그런데 재벌의 소유구조에 관한 연구에서 발견되는 문제점은 우리나라 경제학 전체가 갖고 있는 문제점일 가능성이 크다. 사실이 그러하다면, 본 논문이 전개하는 비판은 우리나라 경제학 일반에 대한 비판이 될 수도 있다. 그리고 그것이 본 논문의 의도이다. 즉 재벌의 소유구조에 관한 연구는 본 논문이 선택한 사례이며, 사례를 검토하는 목적은 우리나라 경제학의 문제점을 확인하는 것이다. 그래서 본 논문은 우리나라 경제학에 대한 방법론적 사례연구로 간주될 수도 있다.

## II. 통계: 계열회사별 내부지분 구성 및 상호주식보유 내역

### 1. 문제 제기

공정거래위원회는 매년 「대규모기업집단 주식소유 현황」을 발표하면서 <기업집단별 내부지분 현황>을 비롯한 몇 개의 표를 참고자료로 첨부하는데,<sup>1)</sup> 재벌의 소유구조에 관한 연구는 대부분 이 통계에 전적으로 의존하고 있다. 정병휴·양영식(1992, p. 81), 김주호(1995, p. 181), 소일섭(1996, p. 46), 이언오(1996, p. 69), 김진우(1997, p. 52), 조동성(1997, p. 278), 전인우(1997, p. 276), 강종만·최은경(1998, p. 93), 이영기(1998, p. 91) 등이 모두 그러한 연구의 예이다.<sup>2)</sup> 아마도 공정거래위원회 통계가 손쉽게 사용할 수 있는 유일한 통계이기 때문일 것이다.

공정거래위원회 통계를 대체하고 보완할 통계가 전혀 없지는 않다. 강철규·최정표·장지상(1991), 공병호(1995), 김경수 외(1998) 등이 사용한 한국신용평가(주)의 『1990 재벌분석보고서』에 실린 재벌의 <지분소유 Matrix>가 그러하다. 이 표는 1989년 말 기준 재벌 계열회사들의 상호주식보유 내역과 계열회사별 총수일가 지분을 정리한 것이다. 그렇지만 이후로는 이러한 자료가 만들어지지 않았다.<sup>3)</sup>

유일하기 때문에 널리 사용되고 있는 공정거래위원회 통계에 심각한 문제는 없는 것일까? 그리고 그것을 대체하고 보완할 통계를 만드는 것이 개인으로서는 불가능할 만큼 어려운 일인가? 만약 이 두 질문에 대한 답이 모두 부정적이라면, 앞에 열

1) 필자는 1993년 이전에 발표된 내용을 직접 확인하지는 못했다. 그렇지만 정병휴·양영식(1992, p. 81)은 1987~91년 5대, 10대, 30대 재벌의 평균 내부지분 구성을 제시하면서 그 출처로서 공정거래위원회를 명시했다. 그리고 참고문헌 목록에 공정거래위원회의 「대규모기업집단 타회사출자 및 상호출자 현황」을 포함하였다.

2) 김주호(1995, p. 181)는 1987년과 1994년의 재벌 평균 내부지분율을 제시하고, 소일섭(1996, p. 46)은 1989년과 1995년의 재벌별 내부지분율을 제시한다. 이 둘은 모두 자료의 출처를 밝히지 않지만, 그 수치가 앞의 두 연구에 실린 수치와 별로 다르지 않다. 따라서 우리는 김주호(1995)와 소일섭(1996)도 공정거래위원회의 자료를 사용했다고 짐작할 수 있다. 한편 김주호(1995, p. 183)는 “92년 말 증권감독원 자료를 이용하여 상위 10대 기업집단의 소유구조를 분석”하였다고 말하지만, 어떤 자료를 어떻게 이용했는지 밝히지 않는다. 자료의 출처를 정확히 밝히지 않기는 전인우(1997)도 마찬가지다.

3) 개별 재벌에 대한 연구는 없지 않다. 김영욱(1993)은 감사보고서로부터 삼성의 소유구조를 검토했으며, 김동운(1999)은 두산의 내부자료를 이용하여 소유구조를 파악하였다.

거한 연구들은 부적절한 통계를 사용했다는 비판으로부터 자유로울 수 없다.

## 2. 공정거래위원회 통계에 관한 검토

공정거래위원회가 1998년 7월에 발표한 「대규모기업집단 주식소유 현황」으로부터 확인할 수 있는 5대 재벌 관련 내용은 <표 1>로 다시 정리될 수 있다.

그런데 공정거래위원회는 이 표에 아무런 주석도 붙이지 않으며, 연구자들은 그것에 대해 별다른 의문이나 이의를 제기하지 않는다. 공정거래위원회의 표가 자명하고 완전하다면, 공정거래위원회의 방식과 연구자들의 반응에 이의를 제기할 필요는 없다. 그러나 사실은 전혀 그렇지 않다.

첫째, 공정거래위원회가 지분율을 계산할 때 보통주만을 대상으로 삼았는지 우선주도 포함했는지 분명하지 않다. 공정거래위원회가 사용한 서류양식을 검토해 보면, 보통주와 우선주를 구분하지 않았음을 짐작할 수 있다.<sup>4)</sup> 한편 1997년 4월 1일 개정된 공정거래법시행령 제 3 조의 취지를 따랐다면, 공정거래위원회의 지분율 수치는 '의결권 있는 주식' 즉 보통주만을 대상으로 산출되었을 것이다. 그러나 이 경우에도 분자의 보유주식수에는 우선주를 제외하고, 분모의 발행주식수에는 우선주를 포함한 듯하다.

둘째, 특수관계인의 범위가 분명하지 않다.<sup>5)</sup> 만약 그것이 공정거래법시행령 제 3 조와 제 11 조에서 규정하는 특수관계인을 가리킨다면, 친족(배우자, 8촌 이내의 혈족, 4촌 이내의 인척), 비영리법인, 계열회사 임원을 모두 포함해야 한다.<sup>6)</sup> 그러나 이 기준이 제대로 적용되지 않았으리라고 짐작되는 부분들이 많다. 예를 들면, 삼성생명이나 삼성자동차의 내부지분율을 계산할 때, 계열회사 임원이 보유하는 주식을 포함하지 않은 듯하다.<sup>7)</sup>

4) 지배구조와 관련하여 소유구조를 탐구하려면 우선주는 제외하는 것이 타당하다.

5) <표 1>에서 보듯이, 공정거래위원회의 '특수관계인'이 계열회사를 포함하지 않음은 분명하다. 그러나 공정거래법의 '특수관계인'은 계열회사를 포함한다.

6) 조동성(1997, p. 277)은 동일인과 특수관계인의 지분을 합하여 '친족지분'이라고 부른다. 김건우(1997, p. 52)도 마찬가지다. 그러나 이것은 틀린 표현이다. 특수관계인은 비영리법인을 포함하며, 5대 재벌의 경우 비영리법인이 상당히 많은 주식지분을 갖고 있다.

7) <표 3>과 <표 4>의 주석 참고.

〈표 1〉 공정거래위원회가 발표한 재벌의 내부지분 현황

(1998. 4. 15 기준, 10억 원, %)

	회사수	자본금	동일인	특수관계인	계열회사	자기주식	합 계
현대	62	4,765.9	2.8	8.4	41.7	0.8	53.7
삼성	61	4,455.5	1.0	1.9	40.8	0.9	44.6
대우	37	4,889.0	4.9	2.3	32.9	0.9	41.0
LG	52	4,088.6	0.3	5.0	36.3	0.3	41.9
SK	45	1,869.7	6.0	3.6	46.3	2.5	58.4
합 계	257	20,068.7	2.7	4.3	38.7	0.9	46.6

셋째, 자기주식의 내용도 분명하지 않다. 자사주펀드로 취득한 주식의 포함 여부가 불분명하다는 것이다. 증권거래법 제189조의 2를 적용했다면, ‘금전의 신탁계약 등’에 의해 취득한 주식도 포함했을 것이다. 그러나 공정거래위원회는 자기주식 비율을 계산하면서 자사주펀드를 고려하지 않은 듯하다.<sup>8)</sup>

넷째, ‘소속회사’ 지분에 금융·보험회사 지분을 포함했는지 분명하지 않다. 재벌 계열 금융·보험회사가 보유하는 자기 계열회사 주식은 공정거래법 제11조에 의해 의결권이 없는데, 상장회사의 사업보고서는 이 조항을 근거로 ‘특수관계인 주식 보유 현황’에서 계열 금융·보험회사를 제외한다.<sup>9)</sup> 그렇지만 공정거래위원회는 어떤 원칙을 적용했는지 분명하지 않다. 예를 들면, 삼성의 소속회사 지분에 삼성생명의 지분을 포함시킨 듯하지만 모든 경우에 그렇게 하지는 않은 듯하다.<sup>10)</sup>

다섯째, 통계작성 방식이 분명하지 않다. 각 재벌의 내부지분 구성 및 비율은 계열회사별 내부지분 구성 및 비율로부터 계산했을 텐데, 이때 단순평균과 가중평균 중 무엇을 계산했는지 밝히지 않는다. 가중평균을 계산했다면 가중치가 무엇인지도 밝혔어야 했다. 물론 우리가 추측할 수는 있다. 공정거래위원회의 표는 각 재벌의 내부지분율을 자본금과 함께 나열하고 있는데, 이는 계열회사별 자본금을 가중치로 사용했음을 암시하는 것이다.

8) 〈표 4〉의 주석 참고.

9) 사업보고서에 실리는 소유구조 관련 내용은 II절 3항 참고.

10) 자기주식은 상법 제369조에 의해 의결권이 없다. 그렇지만, 〈표 1〉에서 보듯이, 공정거래위원회는 자기주식을 내부지분에 포함시킨다. 따라서 금융·보험회사 지분을 소속회사 지분 및 내부지분에 포함시켰어야 일관성이 유지된다.

재벌의 소유구조에 관한 공정거래위원회 통계에 만족할 수 없는 이유는 그 내용이 명확하지 않지 때문만은 아니다. 더 중요한 이유는 그것이 너무 개략적이고 부적절하다는 것인데, 이와 관련해서도 다섯 가지를 지적할 수 있다.

첫째, 공정거래위원회는 각 재벌의 계열회사별 내부지분율로부터 그 재벌의 내부지분율을 계산하면서 계열회사별 자본금을 가중치로 선택한 듯한데, 이 선택은 적절하지 않다. 자본금은 발행주식의 액면금액으로서 기업의 가치와 절대적으로 다를 뿐만 아니라 상대적으로도 다르다. 즉 두 회사 사이의 자본금 비율은 기업가치 비율과 크게 다르다. 이에 반해 자본총계는 자본금에 자본잉여금과 이익잉여금을 더한 것이며,<sup>11)</sup> 이러한 자본총계는 기업가치에 좀더 가깝다.<sup>12)</sup> 따라서 자본금보다는 자본총계를 가중치로 사용했어야 했다.

둘째, 공정거래위원회 자료는 우리사주조합 지분을 내부지분에 포함하지 않으며, 아예 표에서 제외해 버린다. 그러나 우리사주조합은 노동조합과 별개의 조직이며, 총수에 의해 완전하게 장악되어 있음은 잘 알려진 사실이다. 임원이 개인적으로 보유하는 주식을 내부지분에 포함시키면서, 우리사주조합이 집단적으로 보유하는 주식을 내부지분에서 제외하는 것은 적절하지 않다.

셋째, 공정거래위원회는 특수관계인 지분만을 발표하고 그 내역은 공개하지 않는다. 그러나 소유구조 분석에서 친족, 비영리법인, 임원을 구분하지 않고 동질적인 집단으로 다루는 것은 적절하지 않다. 즉 <표 1>의 '특수관계인' 열은 세 개의 열로 분할해야 한다.

넷째, 공정거래위원회는 각 계열회사가 보유하는 계열회사 주식의 비율은 제공하고 그것들의 합계만을 발표한다. 그러나 <표 1>의 '계열회사' 열은 주요 출자회사별로 분할해야 한다.

다섯째, 공정거래위원회는 계열회사별 내부지분 구성 및 비율은 공개하지 않고 그것의 가중평균만을 발표한다. 그러나 <표 1>의 각 행은 계열회사별로 분할해야 한다. 혹은 <표 1>은 다섯 개의 표로 대체하고, 각 표는 계열회사 수만큼의 행을 가져야 한다.

11) 자본총계는 자기자본으로도 불린다.

12) 자본총계보다는 발행된 주식의 수에 매매가격을 곱한 수치가 더 적절한 가중치일 수도 있다. 그러나 재벌의 계열회사 중에는 주식이 증권거래소에 상장되지 않은 회사도 많으며, 이들의 주식은 잘 매매되지 않는다. 그리고 매매되더라도 그 가격을 확인하기 어렵다.

우리는 앞에서 열거한 이유들 중 마지막 두 가지를 다시 강조할 필요가 있다. 재벌의 소유구조는 계열회사별 내부지분 구성과 계열회사 사이의 주식보유 내역으로 정리될 수 있으며, 이러한 자료가 없으면 재벌의 소유구조에 대한 분석은 피상적 수준을 넘기 어렵다. 그렇지만 공정거래위원회 자료로부터는 <표 1>보다 자세한 내용은 알 수 없다. 이것이 공정거래위원회 자료로서는 재벌의 소유구조를 심층적으로 분석할 수 없는 가장 큰 이유이다.

### 3. 사업보고서와 감사보고서

공정거래위원회는 재벌의 계열회사별 내부지분 구성과 상호주식보유 내역을 공개하지 않으면서 기업 비밀의 보호를 명분으로 내세운다. 그렇지만 그 내용은 공개된 자료로부터 얼마든지 확인할 수 있는 것이다. 각 회사의 사업보고서와 감사보고서가 바로 그러한 자료이다.

증권거래법 제186조의 2에 의거하여 상장회사가 제출한 사업보고서는 증권거래소를 통해 공시되며, 인터넷을 통해서도 열람할 수 있다. 여기에는 '주식에 관한 사항'으로서 '최대주주 및 그 특수관계인의 주식소유 현황'이 포함되어 있으며, '회사 개요'로서 주식발행, 자기주식, 자사주펀드, 우리사주조합 등에 관한 정보가 포함되어 있다. 우리는 이들로부터 상장회사의 내부지분 구성을 파악할 수 있다. 사업보고서에는 '지배구조 및 관계회사 등의 현황'의 일부로서 '타법인 출자현황'이 포함되며, 최근에는 계열회사 상호간의 출자를 요약한 표도 '지배구조의 개요'라는 이름으로 제공된다.

5대 재벌의 계열회사 중에는 비상장회사도 많다. 삼성의 예를 들면, 1997년 말 현재 61개 중 48개 계열회사의 주식이 상장되지 않고 있다. 현대의 경우에는 현대중공업, 현대엔지니어링 등 37개 계열회사가 주식이 상장되지 않고 있다. 이들의 내부지분 구성은 감사보고서를 통해 파악해야 한다. 감사보고서는 증권거래소에서 열람할 수 있으며, 그 내용의 일부를 한국신용평가(주)로부터 제공받을 수도 있다. <KIS-LINE 기업정보>는 외부감사법이 적용되는 모든 회사의 '주요 주주'와 '타법인 출자 현황'을 포함하고 있다.<sup>13)</sup>

13) 주식회사의 외부감사법은 현재 자산총액 70억 원 이상의 대기업에 적용된다. 동법 시행령 제 2 조 참고.

#### 4. 5대 재벌의 내부지분 구성과 상호주식보유 내역

참여사회연구소(1999)에는 사업보고서와 <KIS-LINE 기업정보>로부터 확인한 5대 재벌의 계열회사별 내부지분 구성과 계열회사 사이의 주식보유 내역이 표로 정리되어 있다. 이 표의 작성에는 여러 가지 국정감사자료와 일부 기업의 감사보고서도 사용되었으며, 자세한 각주가 첨부되어 있다. 여기서는 그 중 3개의 표를 소개한다. 하나는 5대 재벌의 내부지분 구성을 개괄적으로 보여주는 것이며, 다른 두 개는 삼성의 계열회사별 내부지분 구성과 삼성의 상호주식보유 내역을 정리한 것이다. 전자는 공정거래위원회 통계와 비교하기 위한 것이고, 후자는 새 통계의 내용을 삼성의 예를 통해 설명하기 위한 것이다. 5대 재벌 중 삼성을 선택한 특별한 이유는 없다.

<표 2>는 <표 1>과 비교하기 쉽도록 작성되었다. 물론 이 표는 각 재벌의 계열회사별 내부지분 구성을 보여주는 다섯 개의 표로부터 만들어진 것이다. 예를 들면, <표 2>의 '삼성' 행은 <표 3>의 '합계' 행을 옮겨놓은 것이다. 한편 <표 3>의 '계열회사' 열은 <표 4>의 '합계' 열을 옮겨놓은 것이다.

<표 2>를 <표 1>과 비교하기 전에 미리 밝혀둘 것이 있다. 첫째, 공정거래위원회가 지정한 계열회사 중 일부 중소 계열회사는 자료의 제약으로 포함하지 못했다.<sup>14)</sup> 삼성의 경우 이러한 이유로 계열회사 5개가 제외되었다. 둘째, 계열회사별 내부지분율로부터 각 재벌의 내부지분율을 산출할 때 계열회사의 자기자본을 가중치로 사용하였는데, 부채가 자산보다 많은 계열회사의 자기자본은 영(零)으로 간주하였다. 자본이 전액 잠식된 계열회사는 합계에서 제외한 셈이다. 이렇게 제외된 삼성의 계열회사는 6개이다. 그래서 삼성은 계열회사 61개 중 11개가 <표 2>에서 제외되었다. 현대는 그보다 많은 15개 계열회사가 제외되었으며, 대우는 그보다 적은 7개 계열회사가 제외되었다. LG와 SK는 각각 5개와 10개가 제외되었다.

5대 재벌의 48개 계열회사가 제외되었지만, 그것이 <표 1>과 <표 2>의 수치가 일치하지 않는 이유의 전부는 아니다. 훨씬 더 중요한 이유는 상이한 가중치가 사용되었다는 사실이다. 가중치의 중요성은 <표 3>에서 두 개의 합계 행, 즉 자기자본을 가중치로 사용한 합계 행과 자본금을 가중치로 사용한 합계 행을 비교해 보더

14) 앞에서 설명했듯이, 외부감사법은 자산총액 70억 원 미만의 회사에는 적용되지 않으며, 한국 신용평가(주)는 이러한 중소회사에 대해서는 정보를 제공하지 않는다.



〈표 2〉 5대 재벌의 내부지분 구성

(1997회계년 결산일 기준, 10억 원, %)

	회사수	자본총계	총수 일가	공익 법인	임직원	계열 회사	자기 주식	합 계	우리 사주
현대	47	11,843.3	13.80	0.62	0.08	28.49	2.23	45.23	3.38
삼성	50	14,688.5	4.16	0.61	3.53	25.94	2.23	36.47	3.80
대우	28	10,277.7	2.57	2.49	0.34	25.24	1.43	32.06	0.61
LG	47	9,902.8	4.10	0.30		31.05	0.28	35.73	1.59
SK	35	5,465.8	4.59	0.23	0.30	23.28	1.58	29.97	2.83
합 계	207	52,178.1	6.07	0.88	1.11	27.72	1.58	37.35	2.56

라도 알 수 있다. 상이한 가중치의 사용보다는 덜 중요하지만, 앞에서 열거한 〈표 1〉의 문제를 부분적으로 해소하면서 보다 적절한 수치를 사용했다는 것도 두 표의 내용이 일치하지 않는 이유이다.

〈표 4〉는 삼성의 상호주식보유 내역을 정리한 것이다. 이 표와 관련하여 지적해 둘 것은 행과 열의 순서이다. 행의 순서는 〈표 3〉과 마찬가지로 피출자회사의 자본 총계에 맞추어졌고, 열의 순서는 출자회사의 지분을 평균에 맞추어졌다. 지분을 평균은 각 피출자회사에 대한 지분율의 가중평균인데, 가중치로는 피출자회사의 자기 자본이 사용되었다.

뒤에서 설명하듯이, 총수가 적은 자본으로 많은 수의 계열회사를 절대적으로 지배하는데, 이러한 사실은 계열회사들이 보유하는 주식의 비율보다는 계열회사들이 주식을 보유하는 방식과 더 깊은 관계를 가진다. 즉 한 계열회사의 주식을 여러 계열회사가 나누어 소유함으로써 외부주주의 의결권을 더욱 철저히 분산시키는 것이 총수의 절대적 지배를 유지하는 비결이다.<sup>15)</sup> 달리 말하면, 〈표 3〉의 ‘계열회사’ 열이나 〈표 4〉의 ‘합계’ 열보다는 〈표 4〉의 전체 내용이 중요하다.

15) 줄고(2000) 참고.

## 5. 요약과 논의

재벌의 소유구조에 관해서는 많은 논의가 있었는데, 그 논의는 대부분 공정거래위원회 통계에 근거를 두고 있다. 그러나 공정거래위원회 통계는 지극히 개략적이다. 재벌별 내부지분 구성만을 드러낼 뿐 각 재벌의 계열회사별 내부지분 구성은 숨기고 있다. 그리고 친족, 비영리법인, 임원의 지분을 구분하지 않은 채 그 합계만을 알려준다. 더욱 불만스러운 점은 각 재벌의 계열회사 출자에 대해서 단 하나의 수치만을 공개한다는 것이다. 각 계열회사에 어느 계열회사가 얼마를 출자했는지는 공개하지 않는다.

공정거래위원회 통계는 개략적일 뿐만 아니라 불투명하다. 각 지분율이 보통주 기준으로 계산되었는지 우선주를 포함하여 계산되었는지 알 수 없으며, 계열회사 지분율에 금융·보험회사가 보유하는 주식도 포함되었는지 알 수 없으며, 자기주식에 자사주펀드로 취득한 주식도 포함되었는지 알 수 없다. 그리고 이러한 사항에서 일관성이 유지되었는지 알 수 없다.

공정거래위원회 통계는 개략적이고 불투명할 뿐만 아니라 부적절하다. 재벌별 내부지분율을 계산하면서 계열회사 자본금을 가중치로 사용하는데, 자본금보다는 자본총계가 기업의 가치에 가깝다. 누적된 적자로 자본총계가 음수일 경우 그대로 사용할 수 없지만, 이때는 자본총계를 영으로 간주하면 될 일이다.

공정거래위원회 통계가 이러한 문제를 가지고 있음에도 불구하고 연구자들에 의해 널리 인용되고 있다. 좀더 정확하게 말하면, 거의 유일하게 인용되고 있다. 이 점은 어떻게 이해되어야 할까? 연구자들이 문제를 인지하지 못한 것일까? 그렇다면 우리는 연구자들의 능력을 탓해야 한다. 아무런 설명도 덧붙여지지 않은 통계를 그대로 받아들이는 안이한 자세도 탓해야 한다. 연구자들이 문제를 심각하지 않고 판단한 것일까? 그렇다면 우리는 연구자들의 선형적 태도를 탓해야 한다. 한 통계가 얼마나 부정확한지는 보다 적절한 통계와의 비교에 의해서만 확인될 수 있는데, 이러한 실증적 조사를 거치지 않은 채 정확성에 대해 판단해버린 것이다. 연구자들이 문제를 인식하고 심각하게 여기면서도 그대로 받아들인 것일까? 그렇다면 우리는 연구자들의 관대한 태도를 탓해야 한다. 사업보고서와 감사보고서로부터 훨씬 자세하고 투명하고 적절한 통계를 만들어낼 수 있는데도 그렇게 하지 않은 것이다.

모든 연구가 공정거래위원회 통계에 의존한 것은 아니다. 강철규 외(1991, pp. 42~48, 90~109)는 당시로서는 최근 자료인 한국신용평가(주)의 <지분 Matrix>를 사용하여 재벌의 소유구조를 파악하였다. 그런데 공병호(1995)와 김경수 외(1998)도 같은 통계를 이용하여 재벌의 상호주식보유를 분석하였다. 1995년과 1998년의 연구에 1990년의 통계가 사용된 것이다.<sup>16)</sup> 새로운 통계를 작성하는 것보다는 오래된 통계를 분석하는 것이 더 높게 평가되기 때문일까?

### Ⅲ. 개념: 실질지분을

#### 1. 계열회사별 소유권 측정의 의의

계열회사 출자는 가공자본을 창출하고, 가공자본의 존재는 소유권과 의결권의 불일치를 의미한다.<sup>17)</sup> 그리고 총수 및 친족의 의결권은 다수결 제도를 거쳐 절대적 지배권으로 이어진다. 이러한 소유와 지배의 불일치는 총수 및 친족과 외부주주 사이의 '대리인 문제'를 악화시키고, 경제의 효율성과 공정성을 훼손할 수 있다. 재벌의 과잉투자 및 다각화와 외부주주에 대한 탈취(奪取)가 그 대표적 예이다.

소유와 지배의 괴리에서 발생하는 문제는 우리나라 재벌에 관한 연구에서 자주 등장하는 주제이다.<sup>18)</sup> 그러나 그러한 연구의 대부분은 논리적 탐구에 그쳤고 경험적 탐구로 발전하지 못했다. 경험적 탐구를 위해서는 여러 가지 통계와 측정이 선행되어야 하는데, 그렇지 못한 것이 한 원인일 것이다. 소유권과 의결권의 불일치를 구체적으로 정의하고 측정하는 것도 선행되어야 할 작업 중의 하나이지만 충분하게 이루어지지 못한 듯하다.

소유권과 의결권의 불일치를 정의하고 측정하기 위해서는 양자를 각각 정의하고 측정해야 한다. 의결권과 관련해서는 이미 내부지분율이라는 개념이 많이 사용되고

16) 공병호(1995, p. 313)는 5년 전 자료를 사용하는 것에 대해 다음과 같이 말한다. "기업의 소유구조가 장기간에 걸쳐 서서히 변화하는 속성을 가지고 있음을 고려할 때, 90년도 자료를 사용하더라도 소유구조의 특성을 분석하는 데는 그다지 큰 문제가 없을 것으로 본다."

17) 김경수 외(1998, p. 227)의 정의에 의하면, 가공자본은 기업집단 내에 "상용하는 실질자산이 없는 자기자본"이다. 보다 구체적인 정의는 아래의 식(1)과 식(4)에서 주어진다.

18) 재벌의 과다차입에 관한 조영철(1999)의 설명이 대표적이다.

있다. 총수일가의 의결권은 그들의 지분뿐만 아니라 계열회사 지분에 의해 뒷받침되며, 내부지분율은 이러한 사정을 반영한 개념이다. 그렇다면 총수일가의 소유권은 무엇으로 측정해야 할까? 총수일가의 지분율은 직접소유만을 나타내므로 적절하지 않다. 직접소유뿐만 아니라 계열회사를 통한 소유도 포함하는 비율이어야 한다. 이하에서는 이러한 비율을 모색하고, 그것과 기존의 개념들을 비교하려 한다. 좀더 정확하게 말하면, 기존의 개념들을 우리의 개념과 비교하면서 비판할 것이다.

그러나 미리 지적해 둘 것이 있다. 소유와 지배의 괴리로 인한 대리인 문제는 구체적으로는 개별 기업 차원에서 발생한다. 따라서 대리인문제에 대한 경험적 탐구를 뒷받침하기 위한 정의와 측정도 개별 기업 차원에서 이루어져야 한다. 즉 총수일가의 소유권을 수량적으로 나타낼 개념은 계열회사별로 정의되고 측정되어야 한다. 물론 각 계열회사에 적용되는 개념으로부터 한 재벌에 적용되는 개념을 도출하는 것도 도움이 될 것이다. 그러나 전자를 거치지 않고 곧바로 후자를 정의하고 측정하면 많은 정보를 잃을 수 있다.

총수일가의 계열회사별 소유권을 수량적으로 나타낼 개념은 내부거래에 관한 분석에도 유용하게 사용될 수 있다. 내부거래는 재벌 연구의 중요한 주제이며, 재벌 비판의 중요한 대상이다. 비판받는 내부거래 중에는 총수일가는 자신들만의 이익을 위하여 한 계열회사의 이윤과 자산을 다른 계열회사로 옮기는 것이다.<sup>19)</sup> 이러한 부당내부거래는 총수일가의 소유권이 계열회사들 사이에 불균등하게 분포되어 있을 때 발생하기 쉽다. 그러므로 계열회사별 소유권을 정의하고 측정하는 것은 내부거래에 관한 분석을 위해서도 필요하다.<sup>20)</sup>

## 2. 세 가지 실질지분율

총수일가의 직접소유와 간접소유를 포괄하는 개념을 구체적으로 정의하기 위해 사고(思考) 실험을 하기로 한다. 세 가지 경우를 생각해 보자. 첫째는 피출자회사

19) 이진식(1995)은 총수의 '실질적 지분율'이 계열회사마다 다르다는 사실에 주목하면서 여러 가지 형태의 부당내부거래를 분석한다.

20) 본 논문에서는 계열회사별 소유권의 분산을 정의하거나 측정하지 않는다. 그러나 소유권의 분산에 관한 한 가지 정의를 제안할 수는 있다. 즉,  $\frac{1}{m_0} \sqrt{\sum_{i=1}^n \hat{e}_i (\hat{m}_i - \hat{m}_0)^2}$ .  $\hat{m}_i$ ,  $\hat{m}_0$ ,  $\hat{e}_i$ 의 정의는 다음 절에 제시된다.

가 계열회사로부터 자기주식을 매입하여 소각하는 경우이다. 둘째는 출자회사가 보유하고 있는 계열회사 주식을 주주에게 무상으로 배당하는 경우이다. 셋째는 모든 계열회사가 하나의 회사로 합병하는 경우이다. 이 세 가지 중 어느 경우에도 계열회사를 통한 간접소유는 모두 직접소유로 환원되었으며, 모든 가공자본은 해소되었다. 그리고 이 과정에서 어떤 주주의 소유권도 침해되지 않았다. 따라서 우리는 그 중 어느 한 방법으로 간접소유가 해소된 후의 지분율로서 소유권을 정의하고 측정할 수 있다. 우리는 이러한 지분율을 '실질지분율'이라고 부르면서, 총수일가의 실질지분율을 각각  $\tilde{m}$ ,  $\hat{m}$ ,  $\bar{m}$ 으로 나타낸다.  $m$ 은 총수일가가 직접 소유하는 주식의 비율이다. 그리고 계열회사별 지분율을 나타내기 위해서  $i$  등을 덧붙이며, 계열회사 전체에 대한 지분율을 나타내기 위해서 0을 덧붙인다.

#### (1) 피출자회사의 자기주식 매입 및 소각

먼저 피출자회사( $i$ )가 출자회사( $j$ )로부터 자기주식을 매입하여 소각하는 경우를 검토해 보자. 이 경우 계열회사별 가공자본( $\tilde{F}_i$ )과 실질자본( $\tilde{E}_i$ )을 실질지분율( $\tilde{m}_i$ )과 함께 다음과 같이 정의할 수 있다.

$$\tilde{E}_i = E_i - \tilde{F}_i = E_i \left( 1 - \sum_{j=1}^n s_{ij} \right) \quad (1)$$

$$\tilde{m}_i = \frac{m_i}{1 - \sum_{j=1}^n s_{ij}} \quad (2)$$

위 식에서  $s_{ij}$ 는 지분율로서 기업  $i$ 가 발행한 주식을 기업  $j$ 가 보유하고 있음을 나타낸다.<sup>21)</sup>

계열회사별 실질자본과 실질지분율로부터 기업집단별 실질지분율( $\tilde{m}_0$ )을 정의하고 측정할 수 있다. 후자는 전자의 가중평균이며, 가중치는 계열회사별 실질자본이다. 이 실질지분율은 한 기업집단의 실질자본 중 총수일가가 소유하는 비율이기도 하다.

$$\tilde{m}_0 = \frac{\tilde{E}' \tilde{m}}{\tilde{E}' u} \quad (3)$$

21) 이 논문에서의 표현은 대부분 김경수 외(1998)를 따른다.

위 식에서  $\tilde{E}$ 와  $\tilde{m}$ 은 각각  $\tilde{E}_i$ 와  $\tilde{m}_i$ 로 이루어진 벡터행렬이며,  $u$ 는 단위 벡터행렬이다. 즉  $\tilde{E}' = [\tilde{E}_1 \ \tilde{E}_2 \ \dots \ \tilde{E}_n]$ ,  $\tilde{m}' = [\tilde{m}_1 \ \tilde{m}_2 \ \dots \ \tilde{m}_n]$ ,  $u' = [1 \ 1 \ \dots \ 1]$ .

## (2) 출자회사의 보유주식 무상배분

출자회사( $j$ )가 보유하고 있는 계열회사( $i$ ) 주식을 주주에게 무상으로 나누어주는 것도 간접소유를 직접소유로 환원하는 한 가지 방법이다. 이 경우에도 계열회사별 가공자본( $\hat{F}_j$ ), 실질자본( $\hat{E}_j$ ), 실질지분율( $\hat{m}_j$ )을 정의할 수 있다.

$$\hat{E}_j = E_j - \hat{F}_j = E_j - \sum_{i=1}^n s_{ij} E_i \quad (4)$$

$$\hat{m}_j = m_j + \sum_{k=1}^n s_{jk} m_k + \sum_{k=1}^n s_{jk} \sum_{l=1}^n s_{kl} m_l + \dots \quad (5)$$

식(5)에 대해서는 설명이 필요할 듯하다. 오른편의 첫째 항은 자명하므로 둘째 항부터 설명하기로 한다. 계열회사  $k$ 는 계열회사  $j$  주식  $s_{jk}$ 를 보유하고 있었는데, 그 중  $m_k$ 를 총수 및 친족에게 배당할 것이다. 그래서 총수일가의 지분은  $s_{jk} m_k$ 만큼 늘어난다. 이것이 1차 배당이다. 한편 총수 및 친족은 계열회사  $k$ 에 출자한 계열회사들로부터 주식을 배당받아 지분이  $\sum_{l=1}^n s_{kl} m_l$ 만큼 늘어나는데, 그 지분을 근거로 계열회사  $k$ 로부터 계열회사  $j$  주식을 추가로 배당받는다. 그래서  $s_{jk} \sum_{l=1}^n s_{kl} m_l$ 만큼 지분이 증가한다. 이것이 2차 배당이다. 물론 3차 이상의 배당도 있다. 그리고  $k$  이외의 계열회사들로부터도 이런 식으로 계열회사  $j$  주식을 배당받는다. 그래서 합산은 끝없이 이어진다. 즉 식(5)가 도출된다. 이 식은 행렬을 이용하면 간단히 나타낼 수 있다.

$$\hat{m} = m + Sm + S^2 m + \dots = (I - S)^{-1} m \quad (5)'$$

이렇게 정의된 계열회사별 실질자본과 실질지분율로부터 기업집단별 실질지분율( $\hat{m}_0$ )을 계산할 수 있다.

$$\hat{m}_0 = \frac{\hat{E}' \hat{m}}{\hat{E}' u} \quad (6)$$

### (3) 계열회사 합병 및 자기주식 소각

모든 계열회사가 하나의 회사로 합병하면서 계열회사가 보유하던 주식을 소각하는 경우를 검토해 보자. 이 경우에는 계열회사별 실질자본과 실질지분율을 정의할 수는 없다. 그러나 기업집단별 실질지분율은 다음과 같이 정의할 수 있다.

$$\bar{m}_0 = \frac{\sum_{i=1}^n E_i m_i}{\sum_{i=1}^n E_i - \sum_{i=1}^n \sum_{j=1}^n s_{ij} E_i} \quad (7)$$

혹은

$$\bar{m}_0 = \frac{E' m}{E' (I - S)_u} \quad (7)'$$

### (4) 세 가지 실질지분율 비교

앞의 두 경우에는 계열회사별 실질자본과 실질지분율을 정의하고, 그로부터 기업집단별 실질지분율을 도출했다. 그렇지만 셋째 경우에는 기업집단별 실질지분율만을 정의했다. 세 경우의 기업집단별 실질자본과 실질지분율은 그 크기가 모두 동일해야 하는데, 실제로 그러한지 검토해 보자. 즉 식(3), 식(6), 식(7)'을 비교하기로 한다.

세 경우의 가공자본이 동일한 것은 자명하며,

$$\sum_{j=1}^n \hat{F}_j = \sum_{i=1}^n \hat{F}_i = \sum_{i=1}^n \sum_{j=1}^n s_{ij} E_i \quad (8)$$

따라서 세 경우의 실질자본도 동일하다. 즉 식(3), 식(6), 식(7)'의 분모는 동일하다.

한편  $\hat{E}_i \hat{m}_i = E_i m_i$  이므로 식(3)과 식(7)'의 분자가 동일한 것도 자명하다. 그리고 식(4)를 바꾸어 쓰면,

$$\hat{E}' = E' - E' S = E' (I - S) \quad (4)'$$

이것과 식(5)'로부터

$$\hat{E}' \hat{m} = E' (I - S) (I - S)^{-1} m = E' m \quad (9)$$

따라서 식(3), 식(6), 식(7)'의 분자는 모두 같다.

분모들끼리 같고 분자들끼리 같으므로 비율이 같을 수밖에 없다. 즉 세 경우를 상정하고 정의한 기업집단별 실질지분율은 모두 같다.

$$\tilde{m}_0 = \hat{m}_0 = \overline{m}_0 \quad (10)$$

이것은 <표 5>에서도 확인할 수 있다. <표 5>는 삼성의 계열회사별 실질자본( $\tilde{E}_i$ ,  $\hat{E}_i$ )과 실질지분율( $\tilde{m}_i$ ,  $\hat{m}_i$ )을 그것들의 합계 및 평균과 함께 보여준다.

이제 피출자회사가 자기주식을 매입하여 소각하는 경우와 출자회사가 보유주식을 무상배분하는 경우의 계열회사별 실질자본과 실질지분율을 비교해 볼 차례이다. 그러나 수리적으로 비교해볼 필요도 없이 양자가 같지 않을 것임을 알 수 있다. 전자의 경우 피출자회사의 자산과 자본이 감소하고, 후자의 경우 출자회사의 자산과 자본이 감소하며, 따라서 계열회사별 실질자본이 같을 수 없다. 그리고 실질자본이 다르면서( $\tilde{E}_i \neq \hat{E}_i$ ) 실질자본과 실질지분율의 곱을 합한 것이 같으려면( $\tilde{E}'m = \hat{E}'m$ ) 실질지분율이 달라야 한다( $\tilde{m}_i \neq \hat{m}_i$ ). 이 사실도 <표 5>에서 확인할 수 있다.

두 개념이 다르면 어느 것을 선택해야 할까? 선택을 위해 여러 가지 기준이 적용될 수 있겠지만, 한 가지 주목할 사실이 있다. 피출자회사가 자기주식을 매입하여 소각할 경우 피출자회사의 대차대조표에서 '현금 및 예금'이 감소하고 출자회사의 '현금 및 예금'이 증가한다. 실질자산의 이동이 일어나는 것이다. 그러나 출자회사가 보유주식을 주주들에게 무상으로 배분할 경우에는 실질자산의 이동이 전혀 없다. 실질자산이 기업집단 외부로 빠져나가지 않을 뿐만 아니라 내부에서의 이동도 없다는 것이다. 우리는 이것을 이유로 후자( $\hat{E}_i$ ,  $\hat{m}_i$ )를 선택할 수 있다. 반복하면, 출자회사가 보유주식을 주주에게 무상으로 배당하는 방법으로 가공자본과 간접소유가 해소되는 경우를 상정하면서 계열회사별 실질자본과 실질지분율을 계산하는 것이 더 적절하다.

### 3. 정병휴·양영식(1992)의 실효지분율

앞에서 정의한 실질지분율과 유사하거나 동일한 개념은 여러 연구에서 제시되었다. 그러한 개념들 중 하나가 정병휴·양영식(1992, p. 79)의 '실효지분율'이다. 그들은 계열회사 보유주식에 상응하는 자본은 가공자본이며, 계열회사들이 합병하



면서 자기주식을 소각할 경우 장부에서도 사라질 자본이라는 사실을 지적하였다. 그리고 지배주주의 실효지분율을 “{지배주주지분율/(100-계열회사지분율)}×100”으로 정의했다. 우리는 이것을 식(7)의 실질지분율( $\bar{m}_0$ )과 비교해볼 수 있다.

정병휴·양영식(1992)은 기업집단별 지배주주 실효지분율을 정의하면서 기업집단별 ‘지배주주지분율’과 ‘계열회사지분율’을 명시적으로 정의하지는 않았다. 두 지분율이 계열회사별 지분율의 단순평균인지 가중평균인지 밝혔어야 했으며, 가중평균이라면 가중치가 무엇인지 밝혔어야 했다는 것이다. 그렇지만 우리는 그들이 사용한 자료로부터 그들의 정의를 추정할 수 있다. 그들은 공정거래위원회 자료로부터 실효지분율을 계산했는데, 이것은 그들이 계열회사별 자본금을 가중치로 사용했음을 의미한다.<sup>22)</sup> 이에 반해 식(7)의 실질지분율( $\bar{m}_0$ )은 자기자본을 가중치로 사용한다. 이 점에서 두 지분율은 같지 않다. 그리고 그것이 유일한 차이이다.

정병휴·양영식(1992)은 기업집단별 실효지분율만을 정의하고 측정했으며, 계열회사별 실효지분율을 정의하거나 측정하지는 않았다. 한 기업집단의 모든 계열회사를 하나의 회사로 합병하고 보유주식을 소각하는 경우를 상정했다면, 각 계열회사가 자기주식을 매입하여 소각하거나 보유주식을 주주들에게 배당하는 경우도 상정했을 수 있다. 정병휴·양영식(1992)이 그렇게 했더라면 계열회사별 실효지분율을 정의했을 것이다. 그렇지만 그들은 그렇게 하지 않았다. 이 점에서 그들의 실효지분율은 식(3)의 실질지분율( $\bar{m}_0$ )이나 식(6)의 실질지분율( $\bar{m}_0$ )과 같지 않다.

#### 4. 김주호(1995)의 소유집중도

정병휴·양영식(1992)은 계열회사 외부로부터의 자금 유입에 의해 실제로 형성된 자본과 계열회사 내부에서의 자금 이동에 의해 가공적으로 만들어진 자본을 구분하였다. 그들이 실효지분율이라고 표현한 것도 가공자본을 부각시키기 위해서라고 이해할 수 있다. 이에 반해 김주호(1995, pp. 179~182)는 실질자본과 가공자본의 구분보다는 직접소유와 간접소유의 구분을 강조하면서 ‘소유집중도’를 정의하였다. 그의 정의를 옮기면, “소유집중도 = 동일인 및 특수관계인 지분율 + (동일인 및 특수관계인 지분율×계열회사 지분율)/100.” 그러나 그의 설명과 정의는 그의

22) 장지상(1996a, p. 93)도 공정거래위원회 자료로부터 실효지분율을 계산하면서, 그것이 “계열기업을 1:1로 합병시켜 단일기업으로 만들 경우 총수가 가지게 되는” 지분율이라고 설명한다.

개념적 혼란을 드러낼 뿐이다.

김주호(1995)도 정병휴·양영식(1992)처럼 공정거래위원회 수치를 사용한다. 즉 자본금을 가중치로 사용하여 지분율을 계산한다. 우리는 자본금을 자기자본( $E_i$ )으로 대체하면서 그의 정의를 다음과 같이 바꾸어 쓸 수 있다.

$$\tilde{m}_0 = \left( \sum_{i=1}^n e_i m_i \right) \left( 1 + \sum_{i=1}^n \sum_{j=1}^n e_i s_{ij} \right), \quad e_i = \frac{E_i}{\sum_{i=1}^n E_i} \quad (11)$$

이것은 우리의 기업집단별 실질지분율( $\hat{m}_0 = \hat{m}_0 = \bar{m}_0$ )과 다르다. 정확히 말하면, 김주호의 소유집중도는 우리의 실질지분율보다 항상 작다.<sup>23)</sup>

김주호의 소유집중도와 우리의 실질지분율 사이의 차이는 김주호와 우리가 다른 것을 가리키려 했기 때문에 생긴 것이 아니다. 그 차이는 김주호가 부적절하게 정의했기 때문에 생긴 것이다. 김주호는 소유집중도에 총수 및 친족이 계열회사를 통해 간접적으로 소유하는 주식을 포함시키려 했는데, 실제로는 간접소유의 일부만을 포함시킨 것이다. 이 사실은 식(7)의 변형을 통해 확인할 수 있다.

$$\bar{m}_0 = \frac{\sum_{i=1}^n e_i m_i}{1 - \sum_{i=1}^n \sum_{j=1}^n e_i s_{ij}} = \sum_{i=1}^n e_i m_i \left[ 1 + \sum_{i=1}^n \sum_{j=1}^n e_i s_{ij} + \left( \sum_{i=1}^n \sum_{j=1}^n e_i s_{ij} \right)^2 + \dots \right] \quad (7)''$$

만약 김주호가 자신의 말대로 계열회사를 통해 소유하는 주식을 모두 포함했다면, 그의 소유집중도는 식(11)이 아닌 식(6)의  $\hat{m}_0$ 과 같이 정의했을 것이다. 그리고 그것은 식(7)의  $\bar{m}_0$ 와 같다는 사실도 확인했을 것이다. 그러나 김주호의 정의는 적절하지 못했으며, 그는 자신의 '소유집중도'와 정병휴·양영식(1992)의 '실효지분율'이 실질적으로 같은 것이어야 한다는 사실을 인식하지 못했다.

김주호(1995)의 실수는 그의 방법론과 무관하지 않다. 그는 기업집단별 소유집중도만을 정의하고 측정했으며, 계열회사별 소유집중도는 정의하거나 측정하지 않았다. 그러나 총수일가 직접소유 및 간접소유는 계열회사별로 적용되어야 할 개념이

23) 소일섭(1996, p. 41)은 공정거래위원회의 1995년도 수치로부터 실효지분율과 소유집중도를 계산하고서는 실효지분율이 다소 높다는 것을 지적한다. 그렇지만 정의에 의해 그렇다는 것은 지적하지 않는다.

며, 기업집단별 소유집중도는 계열회사별 소유집중도로부터 도출되어야 할 개념이다. 김주호(1995)는 이러한 논리적 과정을 밟지 않은 채 기업집단별 소유집중도를 정의하고 측정하였다. 만약 그가 원초적 개념으로부터 파생적 개념으로의 논리적 과정을 착실히 밟았다면, 그러한 실수를 하지 않았을 것이다.

## 5. 김경수 외(1998)의 순지분율

정병휴·양영식(1992)은 계열회사별 '실효지분율'을 정의하지 않았으며, 김주호(1995)는 계열회사별 '소유집중도'를 정의하지 않았다. 이에 반해 김경수 외(1998, pp. 224~225)는 계열회사별 '순지분율'을 정의하고 측정하였다. 그의 순지분율은 총수일가가 기업  $i$ 를 직접 소유하기도 하지만 기업  $j$  등을 통해 소유하기도 한다는 점을 강조한다. 그리고 우리의 식(5)'과 같은 식으로 순지분율을 정의한다. 정확히 말하면, 우리의 식(5)'이 그의 식을 빌린 것이다.<sup>24)</sup>

그렇지만 김경수 외(1998)가 우리처럼 가공자본을 해소하는 구체적 과정을 상정하면서 계열회사별 순지분율을 정의한 것은 아니다. 그들의 순지분율은 추상적 사고에 근거를 두고 있다. 그들의 설명을 다소 길게 인용하기로 한다.

순지분의 의미는 다음과 같이 자연인주주의 간접지분을 계산하는 과정으로부터 이해할 수 있다. 대주주가 기업  $i$ ,  $j$ 의 주식을  $m_i$ ,  $m_j$ 만큼 보유하고, 기업  $j$ 가 기업  $i$ 의 주식을 역시 보유하고 있다면, 기업  $i$ 에 대한 그의 지분은  $m_i$ 와  $s_{ij} m_j$ 의 합이 될 것이므로 기업  $i$ 에 대한 대주주의 지분은  $m_i + \sum_{j=1}^n s_{ij} m_j = m_i + s_j \cdot m$ 으로 ... 표시할 수 있다. 계열사를 통한 간접지분은 다시 기업  $j$ 를 통해 간접지배하는 부분을 포함하므로 제 2차 간접지분은  $s_j \cdot S \cdot m$ 으로 표시할 수 있고 ... (김경수 외, 1998, p. 225).

이러한 설명에서 사용되는 '간접지분' 혹은 '간접지배'는 구체적 현상이 아니다. 물론 개념정의가 반드시 구체적이어야 하는 것은 아니다. 그렇지만 가능하다면 구체적으로 정의하는 것이 좋다.

김경수 외(1998)의 정의는 추상성보다 훨씬 더 심각한 문제를 갖고 있다. 그들은

24) 우리가  $m$ 로 표현한 것을 김경수 외(1998)는  $m^*$ 로 표시한다.

계열회사별 순지분율을 정의한 다음 곧바로 기업집단별 순지분율을 측정한다. 계열회사별 순지분율의 단순평균으로 재별별 순지분율을 측정한 듯한데, 이에 대해 아무런 설명도 하지 않는다.<sup>25)</sup> 아마도 그들은 두 개념의 관계가 자명하다고 여겼을 것이다. 그러나 전자로부터 후자를 도출하기 위해서는 가중치가 필요하며, 그 가중치는 자명하지도 단순하지도 않다. 단순평균이 적절하지 않음은 분명하므로 자기자본( $E_i$ )을 가중치로 사용하는 경우를 생각해 보자. 순지분율이 계열회사를 통한 소유를 포함하고, 자기자본이 계열회사에 대한 소유를 포함하는데, 두 수치를 곱해서 더하는 것은 이중계산의 오류를 범하는 것이다.

그렇다면 김경수 외(1998)는 어떤 가중치를 사용해야 했을까? 우리는 이미 답을 알고 있다. 앞에서 설명했듯이, 김경수 외(1998)의 순지분율은 식(5)의 실질지분율( $m_i$ )과 같으며, 이 실질지분율은 출자회사가 보유하던 계열회사 주식을 주주에게 무상으로 배분한 후의 지분율이다. 따라서 가중치도 그 경우의 자기자본, 즉 식(4)의 실질자본( $\hat{E}_i$ )이어야 한다.

김경수 외(1998)는 왜 우리와 같은 결론에 얻지 못했을까? 여러 가지 이유가 있을 수 있겠지만, 그들의 개념 정의가 추상적이라는 사실을 다시 주목할 필요가 있다. 그들이 우리와 같이 간접소유 및 가공자본 해소의 구체적 방법을 상정하면서 순지분율을 정의했다면, 우리와 같이 실질자본( $\hat{E}_i$ )의 개념을 함께 정의했을 것이며,<sup>26)</sup> 또 그것을 가중치로 사용했을 것이다.

## 6. 요약과 논의

정병휴·양영식(1992)은 기업집단별 실효지분율을 정의하고 측정하였는데, 그것은 계열회사의 합병과 보유주식의 소각을 상정하는 개념이다. 그들은 계열회사별

25) 김경수 외(1998, p. 255)의 <표 2A>에는 재별별 대주주 순지분율이 표준편차와 함께 나열되어 있다. 그리고 그들은 이 지분율이 상호주식보유행렬로부터 계산한 것이라고 밝히고 있다. 이 두 사실로 미루어 볼 때, 계열회사별 순지분율을 단순평균한 것으로 추정되며, 자기자본 혹은 그 변형을 가중치로 사용하지는 않은 듯하다.

26) 김경수 외(1998, p. 228)가 실질자본을 정의하지 않은 것은 아니다. 그러나 여기서도 실수를 범한다. 그들은 기업  $j$ 의 실질자본을 계열회사들로부터 출자받은 금액과 계열회사들에 출자한 금액의 차이로 정의한다. 즉,  $\sum_{k=1}^n S_{jk}E_j - \sum_{k=1}^n S_{kj}E_k$ . 그러나 이것은 기업  $j$ 가 100% 계열회사 출자에 의해 설립된 경우에만 적용될 수 있는 정의이다.

실효지분율은 정의하거나 측정하지 않았다. 계열회사별 실효지분율이라는 개념이 그들의 분석에 필요하지 않았을 수도 있고, 그들이 가진 통계로는 측정할 수 없었을 수도 있다. 그리고 무엇보다도 기업집단별 실효지분율은 계열회사별 실효지분율을 경험적으로나 논리적으로 전제하지 않는다. 따라서 후자를 거치지 않고 곧바로 전자를 정의하고 측정하는 것은 논리적 비판의 대상은 될 수 없다.

김주호(1995)는 '소유집중도'를 정의하고 측정했으나, 그의 정의는 적절하지 않았다. 그는 직접소유와 간접소유의 합에 관해 말하면서 실제로는 간접소유의 일부 분만을 포함시킨 것이다. 부적절한 정의와 함께 지적해야 할 사항은 그가 소유집중도를 기업집단에 대해 정의하고 측정했다는 사실이다. 각 계열회사에 대한 소유 혹은 소유집중도가 원초적 개념이고 기업집단에 대한 소유는 파생적 개념인데, 그러한 논리적 과정을 밟지 않고 곧바로 기업집단별 소유집중도를 정의했다. 김주호의 부적절한 정의와 그의 개념적 비약이 무관하지 않을 것이다.

김경수 외(1998)는 계열회사별 순지분율을 정의하고 기업집단별 순지분율을 측정했다. 기업집단별 순지분율은 정의하지도 않은 채 측정한 것이다. 계열회사별 순지분율로부터 기업집단별 순지분율을 도출하려면 가중치가 필요하며, 이 가중치는 실질자본이어야 한다. 그런데도 그들은 가중치에 대해 아무런 설명을 하지 않았다. 그들의 문제는 그들의 정의에서 출발했다고도 말할 수 있다. 그들의 정의는 간접소유라는 추상적 개념에 의존한다. 간접소유를 직접소유로 환원시키는 구체적 과정을 상정하면서 순지분율을 정의했었다면, 계열회사별 순지분율의 단순평균으로 기업집단별 순지분율을 측정하는 오류를 예방할 수 있었을 것이다.

마지막으로 지적할 것은 기존의 연구들에서 인용과 비교가 이루어지지 않고 있다는 사실이다. 정병휴·양영식(1992)의 정의와 측정에 대해 김주호(1995)는 언급조차 하지 않는다. 두 정의가 다르고 두 측정이 다른데, 김주호(1995)는 아무런 비교도 시도하지 않는다. 두 개념의 논리적 관계를 파악했더라면 김주호(1995)는 자신의 실수를 인식했을지도 모른다. 이러한 비판은 김경수 외(1998)에도 적용된다. 그들은 김주호의 소유집중도에 대해 비판하지 않으며, 자신들의 순지분율과 정병휴·양영식(1992)의 실효지분율을 비교하지 않는다. 세 지분율이 모두 적절하게 정의되었다면 동일해야 한다. 김경수 외(1998)가 이 사실을 인식하고 세 지분율 사이의 논리적 관계를 확인했더라면 자신들의 실수를 발견했을 것이다.

한 개념을 정의하고 측정할 때, 그것과 다른 개념의 관계를 파악하는 것은 결코

무의미하지 않다. 그것은 논리적·경험적 오류의 발견과 시정을 위해서, 그리고 나아가 지식의 축적과 과학의 발전을 위해서 유익한 작업이다. 그런데 우리가 검토한 사례에서는 그러한 작업이 이루어지지 않았다.

#### IV. 분석: 순환출자

##### 1. 순환출자에 관한 일반적 견해

‘순환출자’는 재벌의 소유구조에 관한 문헌에서 자주 발견되는 용어다.<sup>27)</sup> 강철규 외(1991, pp. 47~48)를 인용하면,<sup>28)</sup> 순환출자는 “A가 B에 출자하고 B가 C에 출자하며 C는 다시 A에 출자하는” 것이다. 이 설명은 조동성(1997, p. 287), 최정표(1999, p. 186) 등에서 반복된다.<sup>29)</sup> 그리고 이들은 순환출자 및 가공자본의 역할에 대해서도 같은 주장을 전개한다. 조동성(1997, p. 287)을 인용하면, 재벌은 순환출자를 통해 “소액의 자본으로 경영지배권을 공고히 할 수 있으며, 가공적인 자본금의 증대와 그로 인한 자기자본비율의 향상을 통해 보다 유리한 조건으로 대출한도를 증액시키고 대외교섭력 및 공신력을 증대”시킨다. 강철규 외(1991, p. 47)는 경영지배권에 초점을 맞추는데,<sup>30)</sup> 순환출자는 “재벌의 총수나 그 가족이 적은 자본을 가지고 많은 수의 계열기업을 실질적으로 소유하는 원리”라고 규정한다.<sup>31)</sup> 이러한

27) 순환출자는 마침내 대통령의 연설에도 등장했다. 김대중 대통령은 1999년 광복절 경축사에서 “재벌개혁을 위해 ... 순환출자[를] 억제”하겠다고 선언했다.

28) 강철규 외(1991, p. 48)는 ‘환상형(環狀型) 상호출자’라는 표현을 사용하였는데, 이 표현은 순환출자가 상호출자의 한 형태임을 강조하기 위한 것이다. 그들은 상호출자가 ‘직접 상호출자’보다는 ‘환상형 상호출자’로 나타난다고 주장한다. 한편 강철규(1999, pp. 345~346)는 ‘간접적 상호출자’를 강조하는데, 그것이 순환출자를 가리키는지는 분명하지 않다. 그는 간접적 상호출자의 구체적 내용에 대해서는 아무런 설명도 하지 않는다.

29) 조동성(1997, p. 287)은 ‘환상형 상호출자’라는 표현을 사용하고, 최정표(1999, p. 186) ‘순환적 상호출자’라는 표현을 사용하고, 김경수 외(1998, p. 227n)는 ‘순환적 방식의 상호주식보유’라는 표현을 사용한다.

30) 가공자본을 통한 재무비율 조작은 결합재무제표 작성의 의무화로 더 이상 가능하지 않다. 그리고 그 이전에도 금융기관은 손쉽게 재벌 계열회사 재무비율의 허구성을 찾아낼 수 있었을 것이다.

31) 강철규 외(1991, p. 47)의 주장에는 모호한 점이 있다. 그들에 의하면, 계열회사 사이의 순환

진단은 처방으로도 이어진다. 최정표(1999, p. 187)를 인용하면, “[재벌을 해체하기 위한] 가장 효과적인 수단(은) 순환적 상호출자를 전면 금지하는 [것이다]. 순환적 상호출자가 금지되면 총수가 지배할 수 있는 기업의 수가 극히 제한될 수밖에 없다.”

그러나 이러한 진단과 처방은 두 가지 문제를 포함한다. 하나는 논리적 비약이고 다른 하나는 경험적 오류이다. 이하에서는 이 두 가지 문제에 관해 논의한다.

## 2. 순환출자의 논리

논의의 편의를 위해 우선 계열회사가 네 개인 경우를 살펴보자. 이 경우 계열회사 사이의 출자는  $4 \times 3 = 12$ 건까지 가능하며, 공정거래법 제 9 조에 의해 금지되고 있는 상호출자를 제외하면  $(4 \times 3) / 2 = 6$ 건까지만 가능하다.<sup>32)</sup> 그런데 이 6건의 계열회사 출자는 순환출자를 포함하지 않고도 모두 이루어질 수 있다. 아래의 상호주식보유행렬이 그러한 가능성을 증명한다.

$$S_1 = \begin{bmatrix} 0 & 0 & 0 & 0 \\ s_{21} & 0 & 0 & 0 \\ s_{31} & s_{32} & 0 & 0 \\ s_{41} & s_{42} & s_{43} & 0 \end{bmatrix}$$

계열회사가 4개인 경우에는 모두 14가지 순환출자가 가능하다.<sup>33)</sup> 그렇지만 위의 상호주식보유행렬이 나타내는 계열회사 출자는 어떤 순환출자도 포함하지 않는다. 이것은 행렬의 우상부가 모두 영(零)으로 메워져 있다는 사실로부터 확인할 수 있다. 그리고 이러한 경우에는 순환출자가 금지되더라도 달라질 게 없다.

계열회사 출자가 순환출자를 포함하고 있었다라도 사정이 크게 달라지지는 않는다. 현재의 계열회사 출자가 아래와 같은 경우를 생각해보자.

---

출자로 자본금이 명목적으로 증가하면 계열회사들의 ‘주주로 참여할 능력’이 커진다. 그렇지만 그들의 논의에서 ‘주주로 참여할 능력’이 무엇을 가리키는지 알 수 없다.

32) 상호출자가 없으면,  $s_{ij}$  와  $s_{ji}$  중 하나는 영이다. 즉  $s_{ij} s_{ji} = 0$ .

33) 예를 들어, 기업 4를 제외한 세 기업 사이의 순환출자로서는  $(s_{32}, s_{21}, s_{13})$ 과  $(s_{31}, s_{12}, s_{23})$ 이 가능하다. 따라서 세 기업 사이의 순환출자는 모두  $4 \times 2 = 8$ 가지이다. 한편 네 기업 사이의 순환출자는  $3 \times 2 = 6$ 가지이다.

$$S_2 = \begin{bmatrix} 0 & 0 & 0 & s_{14} \\ s_{21} & 0 & 0 & s_{24} \\ s_{31} & s_{32} & 0 & 0 \\ 0 & 0 & s_{43} & 0 \end{bmatrix}$$

이 행렬이 나타내는 계열회사 출자는 두 가지 순환출자를 포함한다. 즉,  $s_{24} s_{43} s_{32} > 0$ ,  $s_{14} s_{43} s_{32} s_{21} > 0$ . 순환출자가 금지되면 이 두 가지 출자가 해소되어야 하는데, 기업 2와 기업 1에 대한 기업 4의 출자를 회수하면 된다( $s'_{24} = s'_{14} = 0$ ). 그러면 서 동시에 기업 4에 기업 1과 기업 2가 그만큼의 금액을 출자한다면( $s'_{42} E'_4 = s_{24} E_2$ ,  $s'_{41} E'_4 = s_{14} E_1$ ), 계열회사 출자 건수와 금액은 전과 같아진다. 단지 계열회사 출자 내역이  $S_2$ 에서  $S_1$ 로 바뀌었을 뿐이다.

앞의 논의는 계열회사가  $n$ 개인 경우에도 그대로 적용된다. 상호출자가 금지되어 있으므로 계열회사 사이의 출자는  $C_n^2 = [n(n-1)/2]$  건까지 가능하며, 그만큼의 출자는 순환출자를 포함하지 않더라도 가능하다. 즉  $[n(n-1)/2]$  건의 계열회사 출자는  $S_1$ 처럼 배열될 수 있다. 그리고 이 경우 순환출자가 금지되더라도 전혀 달라질 것이 없다.

우리가 확인한 것은 가능성일 뿐이다. 그렇지만 논리적 비약을 드러내기 위해서는 가능성만을 확인하면 된다. 정리하면, 상호출자를 금지하고 있는 상황에서는 순환출자를 금지하더라도 계열회사 출자는 달라지지 않을 수 있다. 그러므로 '순환출자를 금지하면 가공자본이 감소하고 재벌이 해체된다'는 주장은 논리적 비약을 포함한다고 말할 수 있다. 그리고 총수 및 친족이 적은 금액의 자본으로 많은 수의 기업을 절대적으로 지배할 수 있는 비결은 순환출자에 있다는 진단도 같은 이유로 비판할 수 있다.

### 3. 순환출자의 사실성

강철규 외(1991), 조동성(1997), 최정표(1999) 등의 진단과 처방은 사실에 대한 인식에 근거를 두고 있을 것이다. 즉 재벌은 적은 자본으로 많은 수의 계열회사를 절대적으로 지배하고 있으며, 그렇게 하기 위해 순환출자에 크게 의존하고 있다는 것이 그들의 생각일 것이다. 만약 그들이 그렇게 생각하지 않았다면, 재벌체제 유지와 해체의 비결이 모두 순환출자에 있다고 주장하지 않았을 것이다.<sup>34)</sup> 그러나 우



리는 그들의 생각이 사실과 다르다는 것을 확인하려 한다. 재벌의 계열회사출자는 순환출자를 포함하지 않는다는 사실을 확인하겠다는 것이다.

순환출자의 사실성 여부를 확인하는 방법은 이미  $S_1$ 과  $S_2$ 를 비교하면서 암시하였다.  $S_1$ 은 순환출자를 포함하지 않고  $S_2$ 는 순환출자를 포함하는데, 전자는 행렬의 대각선 우상부가 영(零)으로 채워져 있다. 물론 이것은 충분조건이지 필요조건은 아니다. 그 조건이 충족되면 순환출자가 없다는 것이지, 그 조건이 충족되어야만 순환출자가 없다는 것은 아니다. 상호주식보유행렬의 우상부에 양수(陽數)가 있더라도 순환출자가 없을 수 있다.

어떤 논의에서는 충분조건으로 충분하다. 우리의 논의에서도 그렇다. <표 6>은 삼성의 상호주식보유행렬의 우상부가 대부분 영으로 채워질 수 있음을 보여준다. 정확하게 말하면, 네 건 이하의 계열회사 출자만 회수하면 순환출자는 완전히 해소된다. 필자의 조사에 의하면, 현대와 대우의 사정도 크게 다르지 않다. LG와 SK의 계열회사 출자는 어느 정도 순환출자를 포함하고 있지만 그 역시 심각한 정도는 아니다. 순환출자가 허용되고 있는 지금에도 5대 재벌은 순환출자에 별로 의존하지 않는 것이다. 따라서 우리는 강철규 외(1991), 조동성(1997), 최정표(1999) 등의 주장이 경험적 근거를 갖고 있지 못하다고 말할 수 있다.

#### 4. 요약과 논의

총수일가가 적은 금액의 자본으로 많은 수의 기업을 절대적으로 지배할 수 있는 비결로서 순환출자를 지목하는 진단은 논리적 비약을 포함한다. 순환출자를 금지하면 총수일가가 지배할 수 있는 기업의 수가 극히 제한될 것이라는 처방도 논리적 비약을 포함한다. 상호출자가 금지되어 있는 상황에서는 순환출자가 계열회사 출자를 제약하지 않을 수도 있기 때문이다.

논리적 비약보다 심각한 문제는 경험적 오류다. 이 오류는 5대 재벌의 상호주식 보유 내역을 검토하면 드러난다. 삼성, 대우, 현대의 계열회사 출자에서 순환출자가 발견되긴 하지만 매우 드물며, 손쉽게 해소될 수 있는 것들이다. LG와 SK도 크

34) 장지상(1996b, p. 212)은  $N$ 개 계열회사 사이의 순환출자를 예시하면서 그 “에는 비록 가상적인 것이지만 한국 재벌의 소유구조의 일반적인 특징을 나타내주는 것”이라고 단정한다. 그렇지만 그의 처방은 계열회사 사이의 출자를 전면적으로 금지하는 것이다.

게 다르지 않다. 지금까지 순환출자가 허용되어 왔었는데도 순환출자가 없다는 것이다.

기업집단의 상호주식보유 내역은 경험적 오류를 드러낼 뿐만 아니라 논리적 비약도 암시한다. 만약 연구자들이 상호주식보유 내역을 검토했다라면 경험적 오류는 물론 논리적 비약도 감지했을 것이다. 재벌체제가 지속되는데도 순환출자가 없음을 확인했다면, 자신들의 진단과 처방이 논리적 비약 또는 오류를 포함하고 있을지도 모른다고 생각했을 것이다. 그렇지만 상호주식보유에 대한 조사는 오랫동안 이루어지지 않았으며, 논리적 비약과 경험적 오류는 지속되었다. 우리는 이 사례를 통해 사실 확인의 중요성을 절감해야 할 것이다.

## V. 맺음말

재벌의 소유구조는 다른 어떤 것보다 많은 탐구가 이루어진 주제이다. 그러나 탐구의 적지 않은 부분이 비과학적이라는 평가를 면하기 어렵다. 무엇보다도 재벌의 소유구조에 대한 통계가 지극히 빈약하며, 그러한 상태를 개선하기 위한 연구자들의 노력이 거의 없었다. 공정거래위원회는 재벌별 내부지분 구성만을 발표하고 계열회사별 내부지분 구성과 상호주식보유 내역은 공개하지 않는데, 대부분의 연구가 이러한 공정거래위원회 자료에 전적으로 의존하고 있는 것이다.

만약 공정거래위원회 자료를 대체하고 보완하는 것이 개별 연구자로서는 불가능할 정도로 어려운 것이라면, 기존 연구에 대한 우리의 비판은 정당하지 않다. 그러나 현실은 그렇지 않다. 재벌 계열회사의 주주 명단 및 지분율은 사업보고서나 감사보고서에 기재되어 있는데, 이 두 보고서는 누구나 열람할 수 있다.

사업보고서와 감사보고서로부터 계열회사별 내부지분 구성과 상호주식보유 내역을 확인하는 것은 많은 시간과 노력을 요구하는 작업이다. 그러나 그 작업의 필요성은 순환출자에 관한 주장에서 곧바로 드러난다. 최정표(1999)를 비롯하여 많은 연구자들이 순환출자를 재벌체제의 핵심으로 진단하고, 순환출자 금지를 재벌해체의 수단으로 처방하는데, 이 진단과 처방은 재벌이 실제로 순환출자를 하고 있으리라는 믿음에서 나왔을 것이다. 그렇지만 사업보고서와 감사보고서는 5대 재벌이 순환출자를 하지 않고 있음을 보여준다.

순환출자에 관한 분석은 실증적 빈곤뿐만 아니라 논리적 비약도 포함한다. 상호출자가 이미 금지되어 있는 상황에서는 순환출자가 금지되더라도 계열회사 출자는 달라지지 않을 수 있다. 이것은 물론 논리적 가능성일 뿐이다. 그렇지만 논리적 가능성을 무시하는 것은 논리적 비약이며, 순환출자를 금지하면 재벌체제가 해체된다는 주장은 그러한 논리적 비약을 포함한다.

실질지분율을 둘러싼 논의에서는 논리적 비약과 개념적 혼란이 함께 발견된다. 김주호(1995)와 김경수 외(1998)는 직접소유와 간접소유의 합으로서 각각 '소유집중도'와 '순지분율'을 정의한다. 그러나 김주호(1995)는 계열회사별 소유집중도를 정의하지 않은 채 곧바로 기업집단별 소유집중도를 정의하고 측정하며, 김경수 외(1998)는 계열회사별 순지분율만을 정의하고서는 곧장 기업집단별 순지분율을 측정한다. 이러한 논리적 비약은 개념적 혼란으로 이어진다.

김주호(1995)와 김경수 외(1998)의 실수는 비교와 비판에 소홀한 연구 태도와도 무관하지 않다. 김주호는 자신의 소유집중도와 정병휴·양영식(1992)의 실효지분율 사이의 논리적 관계를 탐구하지 않았으며, 그 결과 자신의 정의가 부적절하다는 사실을 발견하지 못했다. 김경수 외(1998)는 자신의 계열회사별 '순지분율' 합계와 정병휴·양영식(1992)의 재벌별 '실효지분율'이 일치해야 한다는 것을 인식하지 못했으며, 그 결과 적절한 가중치를 발견할 기회를 놓쳤다.

부적절하고 개략적인 통계에 의존한 분석은 경험적 오류를 포함하기 쉬우며, 분명한 정의와 구체적 측정이 결여된 개념은 논리적 혼란을 초래하기 쉬우며, 유사한 개념과의 비교를 거치지 않은 개념은 부적절한 사용으로 이어지기 쉽다. 우리는 재벌의 소유구조에 대한 기존의 연구에서 그러한 위험의 현실성을 확인했다.

## ■ 參考文獻

1. 강종만·최은경, 『한국 기업의 지배구조 개선』, 한국증권연구원, 1998.
2. 강철규, 『재벌개혁의 경제학: 선단경영에서 독립경영으로』, 다산출판사, 1999.
3. 강철규·최정표·장지상, 『재벌: 성장의 주역인가 탐욕의 화신인가』, 비봉출판사, 1991.
4. 공병호, “한국 재벌의 소유구조에 관한 연구,” 『경제학연구』, 제42집 제1호, 1995, pp. 307~330.
5. 공정거래위원회, 「98 대규모기업집단 주식소유 현황」, 1998.
6. 김진우, 『소유구조와 자본구조의 관계』, 한국조세연구원, 1997.
7. 김경수 외, “상호주식보유와 기업재무정책,” 『경제학연구』, 제46집 제4호, 1998, pp. 221~258.
8. 김동운, “한국재벌의 지배구조,” 김대환·김균 편, 『한국재벌개혁론: 재벌을 바로잡아야 경제가 산다』, 나남출판사, 1999.
9. 김영욱, “삼성의 다각화과정과 지배구조에 관한 연구,” 서울대학교 박사학위논문, 1993.
10. 김진방, “재벌의 소유구조와 총수의 지배력,” 윤진호·유철규 편, 『구조조정의 정치경제학과 21세기 한국경제』, 풀빛, 2000.
11. 김주호, “기업집단의 성장과 소유구조,” 한국경제연구원 편, 『한국의 기업집단: 30대 기업집단의 형성과 성장요인』, 한국경제연구원, 1995.
12. 소일섭, 『경제력집중 억제시책과 기업지배구조 개선방안』, 한국경제연구원, 1996.
13. 이진식, “재벌과 소수주주 보호,” 기업구조연구회 편, 『한국의 대기업: 누가 소유하며 어떻게 지배되는가』, 포스코경영연구소, 1995.
14. 이언오, “정부의 기업집단 정책과 지배구조 변화,” 한국산업조직학회 편, 『한국 경제의 진로와 대기업집단』, 기아경제연구소, 1996.
15. 이영기, 『글로벌 경쟁시대의 한국 기업소유지배구조』, 한국개발연구원, 1998.
16. 장지상, “한국 재벌의 기업지배구조: 문제의 소지와 개선방향,” 한국산업조직학회 편, 『한국 경제의 진로와 대기업집단』, 기아경제연구소, 1996a.
17. ———, “한국 재벌의 소유집중과 다각화,” 서울사회경제연구소 편, 『한국의 산업: 그 구조 개편을 위하여』, 서울사회경제연구소, 1996b.
18. 전인우, “기업집단의 소유구조와 다각화에 관한 실증적 연구: 30대 기업집단을 중심으로,” 『경제학연구』, 제45집 제2호, 1997, pp. 269~292.
19. 정병휴·양영식, 『한국 재벌부문의 경제분석』, 한국개발연구원, 1992.
20. 조동성, 『한국재벌』, 매일경제신문사, 1997.
21. 조영철, “차입의존경제와 재벌개혁,” 『사회경제평론』, 12, 1999, pp. 219~250.
22. 참여연대 경제민주화위원회, 『공익재단법인백서』, 도서출판 지정, 1998.
23. 참여연대 참여사회연구소, 『5대재벌백서』, 나남출판사, 1999.
24. 최정표, 『재벌시대의 종언』, 도서출판 고원, 1999.
25. 한국신용평가(주), 『재벌분석보고서』, 1990.

〈표 3〉 삼성의 계열회사별 내부지분 구성

(1997 회계연말 기준, 10억 원, %)

계열회사					A	B	C	D	E	합	F 우리사주	위성 계열회사
순위	이름	형태	자본 총계	자본 금	총 수 일 가	비 영 리 법 인	임 직 원	계 열 회 사	자 기 주 식			
1	삼성전자	상장	5,829.9	609.8	5.41	0.13	0.16	15.83	3.52	25.05	3.55	1.80
2	삼성전관	상장	1,302.7	143.5		2.44	0.19	19.77	2.89	25.29		
3	삼성물산	상장	1,098.2	352.7	2.32	0.49	0.13	19.55	5.17	27.66	9.13	2.52
4	삼성자동차	외감	820.9	805.4			30.60	38.36		68.96		
5	삼성중공업	상장	708.6	369.9		0.02	0.08	27.35		27.45	7.60	1.11
6	삼성전기	상장	692.2	143.2			0.46	27.54	1.42	29.42	6.76	0.17
7	삼성생명	등록	533.1	93.6	15.00	5.00	25.00	2.25		47.25		26.00
8	삼성항공산업	상장	453.7	162.5			0.05	26.47	0.03	26.55	8.99	1.01
9	제일모직	상장	436.5	81.0		3.23	0.10	2.20	3.00	8.53	8.39	
10	삼성종합화학	등록	348.6	460.0		0.00		89.39		89.39		2.85
11	삼성정밀화학	상장	274.3	33.8			0.74	39.15		39.89	2.94	0.66
12	삼성코닝	등록	232.6	37.9				49.36		49.36		
13	호텔신라	상장	191.8	95.0			0.21	12.67	1.35	14.23	7.22	1.96
14	삼성증권	상장	187.0	86.9	0.85	0.84	0.64	22.33	0.01	24.67	4.49	
15	삼성엔지니어링	상장	178.7	45.0			0.30	31.20		31.50	11.05	2.85
16	삼성카드	외감	160.8	150.0				90.27		90.27		4.60
17	에스원	상장	154.6	13.3			0.06	22.48		22.54	6.92	
18	삼성에버랜드	외감	143.8	10.0	67.30			23.99		91.29		
19	삼성할부금융	외감	120.6	120.0				100.00		100.00		
20	중앙일보사	외감	118.2	13.0	41.80			14.92		56.72		14.91
21	삼성석유화학	외감	108.2	25.9				36.33		36.33		4.00
22	삼성상용차	외감	100.1	100.0				100.00		100.00		
23	삼성SDS	외감	78.7	60.0	14.80			66.92		81.72		
24	삼성화재해상보험	상장	60.5	12.8	0.36	4.50	0.68	13.15	3.98	22.67		
25	광주전자	등록	43.7	32.0				100.00		100.00		
26	포항강재공업	등록	36.3	17.0	10.00			41.00		51.00		
27	삼성투자신탁운용	외감	28.9	30.0				30.00		30.00		
28	제일기획	상장	26.6	5.0	29.75		1.79	13.43		44.97	10.01	6.88
29	스टे코	외감	24.5	24.0				51.00		51.00		
30	대한정밀화학	외감	21.6	24.6				50.00		50.00		
31	대경빌딩	외감	21.3	17.2				50.00		50.00		
32	스텔코	외감	20.7	24.0				50.00		50.00		
33	삼성지이의료기기	외감	19.7	7.2				44.00		44.00		
34	삼성에스엠	외감	15.6	20.0				80.00		80.00		
35	서울통신기술	외감	13.5	3.0	50.70			33.30		84.00		
36	한국디엔에스	외감	10.7	5.0				43.70		43.70		
37	삼성선물	외감	10.4	10.0				100.00		100.00		
38	보광해미리마트	외감	10.3	10.0	70.10			3.00		73.10		
39	보광창업투자	외감	9.9	10.0	39.80					39.80		
40	보광	외감	9.4	8.8	16.10			10.00		26.10		
41	삼성생명서비스	외감	6.1	4.0				100.00		100.00		
42	서해리조트	외감	5.9	6.2				100.00		100.00		
43	삼성경제연구소	외감	5.9	6.0				100.00		100.00		
44	아산전자	외감	3.8	4.0				60.00		60.00		
45	삼성코닝정밀유리	외감	2.4	6.4				10.63		10.63		
46	연포레저개발	외감	2.1	2.6				100.00		100.00		
47	한덕화학	외감	1.3	4.5				50.00		50.00		
48	삼성시계	외감	1.1	86.5				100.00		100.00		
49	제일보철	외감	0.9	0.2				70.00		70.00		
50	중앙디자인	외감	0.2	0.4				50.00		50.00		
합계(자본총계)			14,687.4		4.16	0.61	2.77	24.69	2.23	54.47	3.74	2.29
51	무진개발	외감	-0.6	0.2				100.00		100.00		
52	삼성라이온스	외감	-3.8	1.0				50.00		50.00		29.50
53	한일가전	외감	-9.6	0.3				100.00		100.00		
54	대도제약	외감	-10.0	1.5								
55	한일전선	외감	-21.4	10.0				78.70		78.70		
56	이천전기	외감	-62.5	26.9				95.08		95.08		
합계(자본금)				4,433.6	2.12	0.33	6.18	42.08	1.13	51.85	2.96	1.74

출처: 사업보고서(상장기업), KIS-LINE 기업정보(비상장대기업).

- 주: 1) 공정거래위원회가 지정한 삼성 계열회사 61개 중 6개(중앙이코노미스트, 중앙일보뉴미디어, 중앙엠엔비, 중앙컬처미디어, 휘닉스커뮤니케이션)는 자산총액 70억 원 미만으로 외부감사법이 적용되지 않으며, <KIS-LINE 기업정보>에서 소유구조를 확인할 수 없어서 제외하였다.
- 2) 삼성 계열회사의 사업보고서에 기재된 지분율은 대부분 보통주와 우선주를 구분하지 않고 계산된 것인데, 이 표의 수치는 우선주를 제외한 지분율이다.
- 3) 총수일가는 이진희(총수), 홍라희(처), 이재용(아들), 이부진 외 2(딸), 홍석현(처남) 외 4, 이종기(매제) 등을 포함한다.
- 4) 위성계열회사는 제일제당과 신세계백화점을 가리킨다.
- 5) 자기주식 비율은 상장회사의 사업보고서에서 확인했다. 삼성전관의 사업보고서에는 자산주편드 금액(215억 원)만 기재되어 있을 뿐, 그것으로 취득한 주식 수는 기재되어 있지 않아서 자기주식 비율에 포함할 수 없었다.
- 6) 삼성자동차의 주주 명단 및 지분율은 감사보고서에서 직접 확인하였다. 감사보고서에 의하면, 1997년 2월에 삼성자동차가 신규 발행한 주식 5천만 주를 외국법인 팬퍼시픽이 취득하였다. <KIS-LINE 기업정보>의 주주 명단 및 지분율은 이 사실을 반영하지 않은 채 삼성 계열회사 지분율을 55.63%로 기재하고 있다.
- 7) 삼성자동차 감사보고서에 의하면, 계열회사 임직원 및 기타 개인의 지분이 30.6%이다. 공정거래위원회 수치는 이것을 내부지분에 포함시키지 않은 듯하다.
- 8) 삼성생명의 주주 명단 및 지분율은 국정감사자료에서 확인하였다. <KIS-LINE 기업정보>에는 신세계백화점 지분(11.5%)만 기재되어 있으나, 국정감사자료 <6대 생보사 주주명부(1% 이상)>에서 삼성문화재단(5.0%)과 개인주주 22인(40.0%)의 명단과 지분율을 확인했다. 개인주주들 중 이진희(10.0%)와 이종기(5.0%)를 제외한 20인은 모두 삼성의 전현직 임원임을 『삼성 60년사』에서 확인했다.

〈표 4〉 삼성의 상호주식보유 내역 (1/2)

(1997 회계년 결산일 기준, 10억 원, %)

제 일 회 사			출 자 회 사 (11/19)											
순 위	기 업 명	자 본 총 계	삼 성 전 자	삼 성 생 명	삼 성 물 산	삼 성 전 기	삼 성 화 재	삼 성 전 관	삼 성 증 권	삼 성 중 공 업	제 일 모 직	삼 성 향 공	중 앙 일 보	
1	삼성전자	5,829.9		8.16	4.45		2.00		0.01		0.61		0.45	
2	삼성전관	1,302.7	10.87	5.39			3.19		0.01					
3	삼성물산	1,098.2		6.22					13.24		0.09			
4	삼성자동차	820.9	21.11			6.08		7.45		2.48				
5	삼성중공업	708.6	18.92	4.92		2.56					0.60	0.07		
6	삼성전기	692.2	21.92	5.59					0.03					
7	삼성생명	533.1												
8	삼성항공산업	453.7	8.13	7.75	10.14						0.12			
9	제일모직	436.5		2.20										
10	삼성종합화학	348.6	3.82		37.79	10.28		10.40			0.90	25.90		
11	삼성정밀화학	274.3	9.31	3.45	6.20	0.29		12.74		0.21	3.51			
12	삼성코닝	232.6	48.36	1.00										
13	호텔신라	191.8	5.72	6.95										
14	삼성증권	187.0		10.62	1.47		5.49							
15	삼성엔지니어링	178.7		6.20			1.34	6.23			16.03			
16	삼성카드	160.8	54.37		14.40	21.50								
17	에스원	154.6		9.95	11.39		1.01		0.13					
18	삼성에버랜드	143.8			1.89						5.00		17.10	
19	삼성할부금융	120.6	74.75		25.00					0.25				
20	중앙일보사	118.2			3.92	2.50					8.50			
21	삼성석유화학	108.2	9.93		10.00						16.40			
22	삼성상용차	100.1								100.00				
23	삼성SDS	78.7	29.94		25.28	11.70								
24	삼성화재해상보험	60.5		11.49										
25	광주전자	43.7	95.00								5.00			
26	포항강재공업	36.3				38.00				3.00				
27	삼성투자신탁운용	28.9		10.00			3.30		16.70					
28	제일기획	26.6	5.10	1.38	2.58						2.75		1.62	
29	스테코	24.5	51.00											
30	대한정밀화학	21.6						50.00						
31	대경빌딩	21.3			43.60			6.40						
32	스텔코	20.7				50.00								
33	삼성지이의료기기	19.7	34.00			10.00								
34	삼성에스엠	15.6												
35	서울통신기술	13.5	33.30											
36	한국디엔에스	10.7	43.70											
37	삼성선물	10.4		80.00	10.00		10.00							
38	보광홈리마트	10.3												
39	보광	9.9												
40	보광창업투자	9.4												
41	삼성생명서비스	6.1		100.00										
42	서해리조트	5.9												
43	삼성경제연구소	5.9	30.00	30.00	10.00	10.00				10.00	10.00		31.70	
44	아산전자	3.8	60.00											
45	삼성코닝정밀유리	2.4	9.63	1.00										
46	연포레저개발	2.1												
47	한덕화학	1.3												
48	삼성시계	1.1	100.00											
49	제일보철	0.9												
50	중앙디자인	0.2												
합계		14,687.4	7.41	5.65	3.93	1.21	1.19	1.06	1.09	0.84	0.83	0.62	0.36	
51	무진개발	-0.6												
52	삼성라이온스	-3.8	27.50		7.50						15.00			
53	한일가전	-9.6	100.00											
54	대도제약	-10.0												
55	한일전선	-21.4				78.70								
56	이천전기	-62.5	85.28					9.80						

(1997 회계년 결산일 기준, 10억 원, %)

[illegible]



출처: 사업보고서(상장기업), KIS-LINE 기업정보(비상장대기업).

- 주: 1) 삼성자동차에 대한 팬퍼시픽의 출자는 삼성 계열회사가 되사는 조건으로 이루어진 것이며, 따라서 삼성 계열회사가 출자한 것과 다르지 않다.
- 2) 삼성증권의 주식분포는 1998년 <반기보고서>에서 확인하였다.
- 3) 삼성투자신탁운용의 주식분포는 국정감사 자료 <10대 계열의 금융회사 및 출자지분 현황>과 삼성전자 1998년 반기보고서에 첨부된 <지배구조의 개요>에서 확인하였다. <KIS-LINE 기업정보>에는 다르게 기재되어 있다.
- 4) 삼성카드의 주식분포는 삼성전자의 1998년 <반기보고서>에 첨부된 지배구조의 개요에서 확인하였다. <KIS-LINE 기업정보>에는 삼성전자의 지분만 기재되어 있다.
- 5) 삼성물산에 대한 삼성증권의 출자는 삼성증권의 1998년 <반기보고서>에서 확인하였으며, 지분율은 1998년 6월 말 기준이다. 삼성물산의 1997년 <사업보고서>는 공시되어 있지 않다.
- 6) 삼성정밀화학에 대한 삼성생명의 출자는 삼성정밀화학의 <사업보고서>나 삼성생명의 <사업보고서>에 기재되어 있지 않다. 그러나 삼성정밀화학 <사업보고서>의 의결권 현황과 삼성전자 1998년 <반기보고서>에 첨부된 지배구조의 개요에서 추정할 수 있다.
- 7) 삼성화재가 보유하는 계열회사 주식 비율은 주로 삼성화재 <사업보고서>의 타법인출자현황에서 확인하였다. 피출자회사들의 <사업보고서>에는 삼성화재가 주주 명단에서 빠져 있다.
- 8) 삼성생명, 삼성화재, 삼성증권, 삼성카드가 보유하는 계열회사 주식 비율은 두 가지 자료에서 재확인하였는데, 하나는 국정감사자료 <30대 재벌소유 금융기관이 보유한 상장법인 주식수, 지분율>이고, 다른 하나는 삼성전자의 1998년도 <반기보고서>에 첨부된 지배구조의 개요이다.

〈표 5〉 삼성의 계열회사별 총수 실질지분율

(1997 회계연말 기준, 10억 원, %)

계열회사		$E$	$m$	$s$	$F$	$\hat{E}$	$\hat{m}$	$\hat{F}$	$\hat{E}$	$\hat{m}$
순위	이름	자본총계	총수지분율	계열사지분율	가공자본	실질자본	실질지분율	가공자본	실질자본	실질지분율
1	삼성전자	5,829.9	5.41	19.35	1,293.6	4536.3	7.57	1128.1	4,701.8	6.71
2	삼성전관	1,302.7	0.00	22.66	193.3	1109.4	2.07	295.2	1,007.5	0.00
3	삼성물산	1,098.2	2.32	24.72	634.3	463.9	3.97	271.5	826.7	3.08
4	삼성자동차	820.9	0.00	38.36		820.9	2.90	314.9	506.0	0.00
5	삼성중공업	708.6	0.00	27.35	123.0	585.6	2.37	193.8	514.8	0.00
6	삼성전기	692.2	0.00	28.96	187.9	504.2	2.63	200.4	491.7	0.00
7	삼성생명	533.1	15.00	2.25	830.4	-297.4	16.68	12.0	521.1	15.35
8	삼성항공산업	453.7	0.00	26.50	90.9	362.8	2.56	120.2	333.5	0.00
9	제일모직	436.5	0.00	5.20	134.3	302.1	0.38	22.7	413.8	0.00
10	삼성종합화학	348.6	0.00	89.39		348.6	3.04	311.6	37.0	0.00
11	삼성정밀화학	274.3	0.00	39.15	13.1	261.2	1.87	107.4	166.9	0.00
12	삼성코닝	232.6	0.00	49.36		232.6	3.83	114.8	117.8	0.00
13	호텔신라	191.8	0.00	14.02	9.4	182.5	1.61	26.9	165.0	0.00
14	삼성증권	187.0	0.85	22.34	151.4	35.7	3.10	41.8	145.2	1.09
15	삼성엔지니어링	178.7	0.00	31.20	3.6	175.1	1.33	55.8	123.0	0.00
16	삼성카드	160.8	0.00	90.27	8.0	152.7	5.25	145.1	15.6	0.00
17	에스원	154.6	0.00	22.48		154.6	2.14	34.8	119.8	0.00
18	삼성에버랜드	143.8	67.30	23.99	42.3	101.5	74.59	34.5	109.3	88.54
19	삼성할부금융	120.6	0.00	100.00	4.7	115.9	6.66	120.6	0.0	0.00
20	중앙일보사	118.2	41.80	14.92	53.1	65.1	42.05	17.6	100.6	49.13
21	삼성석유화학	108.2	0.00	36.33		108.2	1.21	39.3	68.9	0.00
22	삼성상용차	100.1	0.00	100.00		100.1	2.37	100.1	0.0	0.00
23	삼성SDS	78.7	14.80	66.92		78.7	18.38	52.7	26.0	44.74
24	삼성화재해상보험	60.5	0.36	17.13	176.8	-116.3	2.46	10.4	50.1	0.43
25	광주전자	43.7	0.00	100.00		43.7	7.21	43.7	0.0	0.00
26	포항강재공업	36.3	10.00	41.00		36.3	11.07	14.9	21.4	16.95
27	삼성투자신탁운용	28.9	0.00	30.00		28.9	2.27	8.7	20.2	0.00
28	제일기획	26.6	29.75	13.43	2.7	23.9	31.16	3.6	23.0	34.37
29	스테코	24.5	0.00	51.00		24.5	3.86	12.5	12.0	0.00
30	대한정밀화학	21.6	0.00	50.00		21.6	1.04	10.8	10.8	0.00
31	대경빌딩	21.3	0.00	50.00		21.3	1.87	10.6	10.6	0.00
32	스텔코	20.7	0.00	50.00		20.7	1.31	10.3	10.3	0.00
33	삼성지이의료기기	19.7	0.00	44.00		19.7	2.84	8.7	11.0	0.00
34	삼성에스엠	15.6	0.00	80.00		15.6	1.49	12.4	3.1	0.00
35	서울통신기술	13.5	50.70	33.30		13.5	53.22	4.5	9.0	76.01
36	한국디엔에스	10.7	0.00	43.70		10.7	3.31	4.7	6.0	0.00
37	삼성선물	10.4	0.00	100.00		10.4	13.99	10.4	0.0	0.00
38	보광해미리마트	10.3	70.10	3.00		10.3	71.29	0.3	10.0	72.27
39	보광창업투자	9.9	39.80	0.00		9.9	39.80	0.0	9.9	39.80
40	보광	9.4	16.10	10.00	1.3	8.2	20.08	0.9	8.5	17.89
41	삼성생명서비스	6.1	0.00	100.00		6.1	16.68	6.1	0.0	0.00
42	서해리조트	5.9	0.00	100.00		5.9	64.27	5.9	0.0	0.00
43	삼성경제연구소	5.9	0.00	100.00		5.9	8.21	5.9	0.0	0.00
44	아산전자	3.8	0.00	60.00		3.8	4.54	2.3	1.5	0.00
45	삼성코닝정밀유리	2.4	0.00	10.63		2.4	0.90	0.3	2.2	0.00
46	연포래저개발	2.1	0.00	100.00		2.1	74.59	2.1	0.0	0.00
47	한덕화학	1.3	0.00	50.00		1.3	0.93	0.7	0.7	0.00
48	삼성시계	1.1	0.00	100.00		1.1	7.57	1.1	0.0	0.00
49	제일보철	0.9	0.00	70.00		0.9	21.81	0.7	0.3	0.00
50	중앙디자인	0.2	0.00	50.00		0.2	37.29	0.1	0.1	0.00
합계		14,687.4	0.21	26.92	3,954.3	10,733.1	5.70	3,954.3	10,733.1	5.70
51	무진개발	-0.6	0.00	100.00		-0.6	78.75	-0.2	-0.5	0.00
52	삼성라이온스	-3.8	0.00	50.00		-3.8	2.44	-3.8	0.0	0.00
53	한일가전	-9.6	0.00	100.00		-9.6	7.57	-4.8	-4.8	0.00
54	대도제약	-10.0	0.00	0.00		-10.0	0.00	-10.0	0.0	0.00
55	한일전선	-21.4	0.00	78.70		-21.4	2.07	0.0	-21.4	0.00
56	이천전기	-62.5	0.00	95.08		-62.5	6.66	-49.2	-13.3	0.00

〈표 6〉 삼성의 상호주식보유 행렬 (1/3)

[illegible]

〈표 6〉 삼성의 상호주식보유 행렬 (2/3)

[illegible]

