

혼합결합의 포트폴리오효과, 그 이론과 논쟁

신봉삼

공정위 국제기구과 서기관

혼합결합의 포트폴리오효과(portfolio effect)는 상호 관련성이 높은 품목간에 결합이 이루어질 경우 발생할 수 있는 반경쟁적 효과를 말한다. 이 효과는 최근 세계 항공기산업의 지각변동을 예고했던 GE/Honeywell 합병을 유산시킨 배경논리에 이용됨으로써 각국 경쟁당국의 비상한 관심을 촉발시켰다. 2001년 7월 EU의 동 합병 불허 발표이후 미국과 EU사이에 노출되었던 첨예한 입장차이는 10월의 OECD/CLP 라운드테이블에서도 전혀 좁혀질 기미가 보이지 않았다. 결국 초국경적 합병문제는 세계적으로 중요한 경쟁이슈를 논의하기 위해 새로이 결성된 ICN에서 중점추진과제로 설정되었다.

우리 나라는 그간 법령상에는 혼합결합의 규제논거가 마련되어 있었으나 활용이 충분하지 못했다. 반면 재벌의 다각화가 한층 심화되면서 수직적 통합, 유통경로 장악, 금융지원 능력 확보 등 경쟁정책적으로 심각한 문제를 야기하는 경영전략이 점차 보편화되고 있다. 이러한 차원에서 볼 때 재벌의 문제를 경제력집중억제 차원의 시각에서만 보기보다는 경쟁정책의 이슈로 돌아가 조명해보는 노력이 필요하다고 하겠다. 이러한 문제인식에서 혼합결합의 포트폴리오효과를 둘러싼 최근의 논의를 정리해 보고자 한다.

포트폴리오효과는 친경쟁 효과와 반경쟁 효과를 동시에 내포

혼합결합의 포트폴리오효과는 아직까지 개념이 명확히 확립되지 못한 상태이다. 명칭도 range effect, conglomerate merger effect 등 다양하게 사용되고 있는 실정이다. 특히, 포트폴리오효과가 경쟁에 미치는 영향에 대해서도 시각이 갈리고 있다. OECD가 명확한 입장을 유보한 가운데 EU는 반경쟁성이 매우 높다고 단언하는 반면 미국은 독금법상이 미 폐기해버린 이론이라는 입장이다.

혼합결합의 포트폴리오효과에 대해 OECD는 결합 당사회사가 하나 또는 각각의 결합

품목시장에서 상당한 시장지배력을 보유하고 있고 결합품목이 상호 관련성이 높을 경우 (related merger)에 나타날 수 있는 효과라고 정의하고 있다. 포트폴리오효과는 수평결합이나 수직결합이 아니기 때문에 직접적으로 특정품목의 시장점유율을 확대시키지는 않지만 결합회사가 한 품목에서의 시장지배력을 끼워팔기 등을 통해 다른 품목으로 레버리지하여 경쟁을 제한할 수 있다고 한다. 끼워팔기를 통해 구매자에게 압력을 가함으로써 끼워팔기는 품목의 경쟁판매자를 직접 축출하거나 잠재적 경쟁자의 진입을 봉쇄할 수 있는 것이다. 기업결합을 통해 획득할 수 있는 비용절감효과와 향상된 재무능력을 이용하여 약탈가격을 설정, 경쟁자를 축출할 수도 있는 것이다.

그러나, 포트폴리오효과가 경쟁에 미치는 효과와 규제여부에 대해서는 균형있는 입장을 취하고 있다. 포트폴리오효과는 규모의 경제, 범위의 경제 등과 같은 효율성 증대효과도 나타날 수 있기 때문이다. 따라서, 포트폴리오효과가 있는 혼합결합은 반경쟁적 효과를 초래할 가능성이 높아 일반 혼합결합에 비해 보다 많은 주의가 필요하며 친경쟁적 측면이 동시에 내포되어 있으므로 신중한 접근이 필요하다고 한다. 따라서, 포트폴리오효과가 있다고 확일적으로 혼합결합을 금지하기보다는 구체적인 사례를 검토하여 사건별로 판별하는 것이 타당하다고 한다. 같은 맥락에서 혼합결합의 결과 포트폴리오효과가 나타난다고 하더라도 기업결합 불허라는 사전(ex ante)규제 외에 결합허용후 불공정행위가 발생했을 경우 규제하는 사후(ex post)규제도 가능하다고 주장한다.

사후규제로는 불충분하다는 EU의 시각

이에 비해 EU는 혼합결합의 포트폴리오효과는 반경쟁적 효과가 발생할 개연성이 매우 높다고 단언하고 있다. 컴퓨터 하드웨어와 소프트웨어 같이 기술적 보완관계에 있는 품목, 커피와 설탕처럼 경제적 보완관계에 있는 품목 등이 대표적인 예라고 소개하고 있다. 이는 당해 결합을 통해 끼워팔기능력, 상호교차보조능력 등이 향상되어 결합회사가 시장지배력을 레버리지할 능력과 유인을 확보하게 되기 때문이라고 한다. 특히 기술적 보완관계에 있는 품목을 결합한 회사가 한 품목에서 시장지배력을 확보하고 있을 경우 잠재적 경쟁자에게는 시장봉쇄효과가 발생할 수밖에 없다고 한다. Operating System을 독점한 기업이 browser를 결합했을 경우 browser 시장 참여희망자는 별도의 Operating System 회사를 설립해야 할 정도의 진입장벽에 직면할 수밖에 없는 것이다. 이러한 상황에서는 결합회사는 경쟁자를 축출할 수밖에 없어 사후규제로는 불충분하다고 지적하고 있다.

미국은 이미 20년전에 폐기한 이론이라고 주장

반면 미국의 DOJ는 혼합결합에서 발생할 수 있는 경쟁제한적 효과를 포괄하여 참호효과(entrenchment effect)로서 파악하고 포트폴리오효과도 참호효과중의 하나로 보고 있다. 그러나 미국은 1967년 이후 합병가이드라인에 참호효과이론을 반영해 왔지만 그 이론이 경험적으로 실증되지 못한 것으로 판단되어 1982년에 이미 전면 폐기했다고 주장한다. 당초 미국은 참호효과의 경쟁제한성이 세 가지 우려에서 비롯된다고 보았다. 참호효과는 상호교차보조능력(deep pocket)의 확보를 가능하게 하여 진입봉쇄효과가 나타날 수 있고 상호교차보조능력을 실행하여 약탈적 행위가 발생할 우려가 높으며 경쟁업체가 대적할 수 없는 기업규모가 초래될 수 있다고 본 것이다. 그러나, 이러한 주장에 대해서는 논거가 희박하다는 반박이 학계를 중심으로 지속적으로 제기되었다. 혼합결합으로 인해 발생하는 상호교차보조능력이란 것은 일시적 효과에 불과하며 실증자료에 의해 입증되지도 못했다는 것이다.

한편, 포트폴리오효과의 반경쟁성에 대하여 미국은 다음 세 가지 차원에서 우려해 볼 수도 있다고 보았다. 첫째, 합병결과 경쟁기업이 대적할 수 없을 정도의 규모의 경제와 범위의 경제를 창출할 우려, 둘째, 증가된 기업규모와 재무능력을 바탕으로 경쟁업체에 비해 우위를 차지할 우려, 셋째, 상호보완적 관계에 있는 품목을 결합할 경우 끼워팔기 할 수 있는 능력을 창출할 우려가 그것이다. 그러나 이러한 우려도 근거가 희박한 것으로 결론을 내리고 있다. 첫 번째와 같은 효율성 증대효과는 경쟁법에서 이를 억제할 것이 아니라는 것이다. 두 번째의 경우에도 특정한 기업규모나 재무능력 자체가 경쟁제한성을 가진다는 실증적 자료가 없다고 한다. 특히, 세 번째의 경우는 range related merger를 규제하는 핵심논리이나 역시 근거가 매우 희박하다고 강조하고 있다. 합병 결과 끼워팔기가 나타날 수는 있으나 이는 합병단계에서 규제하기보다는 실제행위가 발생한 경우 사후적으로 규제해야 할 사항이라는 것이다. range related merger는 오히려 다양한 상품군을 싼값에 공급할 수 있도록 해줌으로써 소비자후생을 증가시킨다고 한다. 또한, range related merger로 확보되는 효율성을 이용하여 경쟁자를 축출하더라도 이는 경쟁의 감소가 아니라 부실경쟁자를 퇴출시키는 것으로서 오히려 경제의 효율성을 증진시킨다는 것이다.

이와 같은 EU와 미국의 상반된 주장에 대해 OECD/CLP 의장을 맡고 있는 Frederic Jenny는 포트폴리오효과에 의해 발생하는 「능력」효과를 미국측은 소비자후생을 높인 것으로 활용되어 용인해야 한다는 시각을 갖고 있는 반면 EU측은 그 능력효과가 시장지배적 지위(dominance)를 강화하는 쪽으로 해석하여 그것을 막아야 한다는 해석을 하고 있

는 것 같다고 평가하였다.

독일, 일본, 우리 나라의 시각

포트폴리오효과를 둘러싼 논쟁이 미국과 EU중심으로 진행되고 있으나 독일, 일본도 의미 있는 분석을 제공하고 있다. 독일은 포트폴리오효과만으로는 시장지배력이 창출되기는 어렵지만 재무능력 향상 등 다른 요소와 함께 결합되어 시장지배력을 창출하게 될 때에는 혼합결합도 수평결합과 동일하게 규제해야 한다는 입장이다. 일본은 혼합결합이 금융자원에서의 접근용이성, 브랜드 공유, 마케팅능력 향상 등 종합적인 사업능력(overall business capacity)을 향상시킨다는 점에서 경쟁제한성을 살펴보아야 한다고 주장하고 있다.

우리 나라는 작년 10월 OECD회의에서 사무국보고서에 제시하는 포트폴리오효과의 정의가 범위를 너무 좁게 보는 것 같다고 지적하고 비록 좁은 의미의 포트폴리오효과에 포함되지는 않지만 같은 맥락의 개념으로 이해될 수 있는 우리 나라의 재벌들의 다각화 행태를 예시하고 이를 억제하기 위한 제도적 장치로서 출자총액제한제도를 설명하였다. 이에 대해 다른 나라와는 상이한 접근방식이라는 지적이 있었고 한국재벌의 특수한 행태를 설명해 달라는 질문이 있었는 바 우리는 한국재벌의 무분별한 다각화 행태와 이를 억제할 시장규율기능이 제대로 정착되지 못한 점을 설명하여 이해를 얻었다.

포트폴리오효과 논쟁을 촉발시킨 GE/Honeywell 합병사례

여기서 포트폴리오효과 논쟁을 촉발시킨 GE/Honeywell 합병사례를 살펴보는 것은 매우 의미 있는 일이다. 우선 사건을 개관해보면 다음과 같다. 양사는 항공기 부품산업 분야의 다양한 품목들을 생산하고 있다. GE는 대형상용 항공기엔진과 항공기 리스금융에서 지배적 지위에 있었고 군용헬기엔진 등도 생산하고 있는 매출액 1,290억불(2,000년 기준) 상당의 대규모회사이다. Honeywell은 항공전자장비, 엔진 starter 등에서 지배적 지위에 있었고 군용헬기 등도 생산하는 연간 매출액 250억불(2000년 기준)의 회사이다. 대형항공기엔진 시장에서 GE는 42%의 세계시장점유율을 보유하고 있고 나머지 시장을 Pratt&Whitney와 Rolls Royce가 양분하고 있다. GECAS는 GE그룹에서 항공기 리스금융사업을 담당하는 계열사로서 전세계 항공기 생산량의 약 10%를 구매하여 항공회사에

게 임대해주고 있다.

미국은 당초 동 합병건에 대해 수평적 경쟁관계에 있는 군용헬기엔진 등 일부 사업부문에 대해서만 경쟁제한효과를 인정하고 분리매각 조치토록 한 것으로 보인다. 반면 EU는 동 합병이 수평·수직·혼합결합이 복합 발생한 것으로 판단하고 상호 보완관계에 있는 항공기엔진사업과 항공전자장비간에는 상호 시장지배력을 강화시키는 결과가 초래될 것을 우려하고 있다. 또한 GE그룹의 금융계열사인 GECAS가 Honeywell과 수직적인 통합관계를 형성하게 될 가능성을 심각한 문제점으로 지적하고 있다.

그러나, 미국은 이러한 EU의 결정에 대해 조목조목 반박하고 있다. 우선, EU가 심각한 경쟁제한성을 초래한다고 보고 있는 GECAS에 대해 미국은 GECAS가 항공기 구매자로서의 지위보다는 금융기관으로서의 지위에 중점을 range effect에서 흔히 발생하고 있는 끼워팔기의 일종으로 파악하고 있다. 또한, Boeing, Airbus 등 항공기 제조업체가 강력한 구매력과 풍부한 정보를 보유하고 있기 때문에 GE가 시장지배력을 레버리지하여 항공기 부품산업을 독점하도록 허용하지도 않을 것이라고 한다. 한편, GECAS가 항공기 제조업체들에게 자사제품을 구매 강요토록 하는 것은 range effect에서 흔히 나타나는 끼워팔기의 일종으로서 추후 행위가 발생하면 조치가 가능하다고 주장한다. 또한, 항공기엔진 분야에서는 GE와 대적할 만한 강력한 경쟁자들이 존재하고 있어 GE와 Honeywell이 합병하더라도 경쟁자들이 축출되기는 어렵다고 판단하고 있다.

특히, 미국은 GE/Honeywell건의 경우 항공산업의 특성상 range effect의 반경쟁적 효과가 나타나기 어렵다고 결론짓고 있다. 항공부품산업에서는 GE가 구매자의 선호체계를 상세히 하고 있고 구매자도 강력한 구매력과 풍부한 정보를 가지고 있기 때문에 실제가격은 이들간의 밀고 당기는 협상을 통해 형성되는 것이라고 한다. 이에 따라 우선 GE는 구매자(항공기 제조업체)의 선호체계에 관한 상세한 정보를 바탕으로 이미 품목별로 가격 차별을 할 수 있기 때문에 끼워팔기에 따른 이익을 추가적으로 기대할 것이 없다는 것이다. 즉, 현재 GE는 이미 충분히 가격차별을 통해 이윤을 확보하고 있기 때문에 Honeywell의 인수를 통해 추가적으로 이윤을 확대할 만한 것이 없다는 것이다.

미국의 공격과 EU의 방어, 그 통렬한 비판과 강력한 반론 EU가 시장보다 정부규제를 신뢰하고 있다고 겨냥한 Kolasky

우선 미국은 OECD/CLP 본회의에서 EU의 결정에 관해 7가지 문제점을 제기하였다. 미국은 경제학적, 실증적 뒷받침이 불충분한 이론을 이용하여 기업활동을 규제할 경우 불

확실한 경영환경을 초래할 수 있다고 주장했다. 각국의 경쟁당국이 기초적인 법리에 관해 합치하지 못해 심사결과가 계속 번복된다면 경쟁정책에 관한 신뢰를 저해하여 정치적 지지와 국민적 공감대까지도 훼손 당할 우려도 제기하였다.

나아가 미국은 EU와 미국이 서로 다른 결정을 내린 데 대해 EU측이 제시한 설명들을 조목조목 부정하며 EU와는 다른 해석을 내리고 있다. 미국 DOJ의 William Kolasky 부 차관보는 George Mason 대학 심포지엄에서 행한 연설에서 미국과 EU간의 입장차이는 결국 양 당국간 합병심사부서의 규모와 질의 차이, 사법시스템의 차이, 그리고 시장기구와 정부규제 중 어느 것에 더 믿음을 두느냐에서 비롯된다고 꼬집고 있다. 나아가 GE/Honeywell 사건이 재발하지 않도록 하기 위해서는 이러한 세 가지의 차이가 해소되어야 한다고 주장하고 있다.

그러나, 이러한 미국의 문제제기는 지난 10월 24일 뉴욕에서 개최된 Fordham Law Institute Conference에서 한 단계 발전하여 과제지향적인 면모로 발전해 나간다. 이 자리에서 Charles James DOJ 차관보는 포토폴리오효과를 합병심사정책의 핵심이슈로 못 박으며 이 문제에 관해 경쟁당국간에 의견일치가 이루어지지 못한다면 경쟁정책의 근간 까지도 훼손하게 될 것이라고 경고했다. 나아가 GE/Honeywell 사건을 계기로 전세계 경쟁당국은 이제 경쟁법 집행체계의 실질적·절차적 통합을 촉진해 나가야 한다고 강조하면서 국제경쟁네트워크(ICN)의 창설을 주창했다.

Monti는 주권국가의 법제적 차이는 인정되어야 한다고 강조

한편, EU는 GE/Honeywell사건이 정치적 논쟁으로 변질되는 것을 경계하고 있다. EU의 Monti 집행위원이 GE/Honeywell에 대한 불허결정 직후 런던 Merchant Taylor's Hall에서 행한 연설에서 Monti는 EU의 결정에 대한 비판들의 요점을 크게 세 가지면에서 구체적인 사례를 들어 반박하였다.

첫째, EU가 합병을 심사할 때 소비자보다 경쟁자를 보호하는 데 신경을 쓰고 있다는 주장에 대해 TotalFina/Elf Aquitaine 등 과거의 합병불허사례를 예시하며 EU의 경쟁정책도 소비자후생의 극대화에 궁극적인 목표를 두고 있음을 강조하였다.

둘째, EU의 합병심사결과에 대해 효과적으로 사법적 통제가 이루어지고 있는가라는 의문에 대해 EU의 불허결정 가운데 40% 이상이 법원에 사법적 판단을 받았다는 통계로 답하고 있다. 특히, 소송이 제기된 EU 결정 가운데 87%가 승소함으로써 EU의 심결이 매우 정확하다고 주장하였다. 또한, EU의 심사절차는 매우 투명하며 광범위한 의견수렴 기

회가 주어지기 때문에 미국의 심사절차보다 오히려 투명하고 공정하다고 지적하였다.

셋째, 이번 사건을 계기로 양 당국간의 협조가 더욱 가속화될 것이지만 양 당국간의 협조가 아무리 긴밀히 이루어지더라도 주권국간에는 법률의 차이와 그 해석의 차이가 있을 수밖에 없으며, 따라서 경쟁질서를 통합하는 데는 한계가 있다는 점을 분명히 하였다.

또한 Monti 위원은 11월 14일 미국변호사협회(ABA)에서 행한 연설에서 양국간의 제도적 차이에서 EU 결정의 정당성을 설명하였다. Monti는 EU의 합병관련 규정이 시장지배적지위를 형성 또는 강화하는 기업결합을 금지하도록 기술하고 있는 반면 미국은 경쟁을 실질적으로 감소시키는 기업결합을 불허하도록 규정하고 있다고 밝히면서 세계는 각자의 법률과 집행체계를 갖춘 주권국가들로 구성되어 있기 때문에 어느 정도 차이가 나는 것은 피할 수가 없으며, 바로 이 점 때문에 국제적 협력과 토의가 중요하다고 강조하면서 ICN의 성공적 운용을 당부하였다.

도전 받고 있는 미국의 논리가 우리에게 주는 교훈

GE/Honeywell 합병사건에서 터져 나온 포트폴리오효과라는 작은 논쟁은 미국과 EU간의 기업결합심사기준의 차이에서 시작하여 사실상 시장의 작동에 대한 철학으로까지 논쟁이 건잡을 수 없이 확산되고 있다. 미국은 공격하고 EU는 막아내고 있다. 그러나, 따지고 보면 미국도 자기산업구조가 집중되는 경향을 보이고 경제력집중이 정책적 문제가 됐던 1960~1970년대에는 포트폴리오효과를 인정하였을 뿐만 아니라 소위 1962년의 Baxter guideline에서 아주 강력한 기업결합심사를 실행했던 것을 생각해보면 미국의 주장은 자국경제에 맞는 논리일 뿐 전세계에 보편적으로 적용될 수 있는 「진리」는 아닌 것으로 보인다. 더구나 미국의 기업결합심사 guideline의 각종 이론적 근거들이 경제이론가와 경험적 연구가들에 의해 하나씩 하나씩 무너지고 있는 것을 보면 미국의 공격이 실속이 있는 것만은 아닌 것으로 보인다. 우리는 EU의 논리와 절차를 잘 공부하여 우리의 경제와 소비자이익에 적합한 우리 제도를 발전시켜 나가면서 글로벌 스탠다드에서도 설명력을 갖추는 노력이 더욱 필요한 것으로 생각된다.

지금까지 포트폴리오효과와 관련한 자료들을 간략하게 개관해 보았다. 그러나, 포트폴리오효과를 둘러싼 논쟁은 이제 본격적인 국면에 접어들었다. 앞으로의 논의결과에 따라 세계 각국의 경쟁정책에 미치는 파장은 매우 클 것으로 예상된다. 동 이론을 둘러싼 국제적인 논의의 결과가 best practice 형태로 구체화된다면 향후 우리 나라를 비롯한 세계 각국의 기업결합심사제도와 기법에 중대한 전기를 제공하게 될 것이다. **공정**