

지주회사 전환이 투자효율성에 미치는 영향

이현주* · 신호영** · 이강일***

〈요약〉

본 연구는 지주회사 전환이 투자의사결정에 영향을 미치는 지를 실증분석하였다. 본 연구의 가설은 지주회사 전환이 기업지배구조와 회계이익의 질을 개선시키고, 이러한 기대효과가 투자효율성에 긍정적인 영향을 미칠 것이라는 기대에 근거하여 설정되었다. 즉, 지주회사 전환 이후 투자효율성 측정치의 절댓값이 감소할 것이라는 가설을 설정하여 실증분석하였다.

2008-2016기간 동안 공정거래위원회에 지주회사로 신고한 기업을 대상으로 실증분석을 수행하였다. 분석결과, 지주회사 전환여부는 투자효율성 측정치의 절댓값과 통계적으로 유의한 음(-)의 관련성이 있는 것으로 나타나 지주회사 전환으로 인해 기업지배구조가 개선되고 회계이익의 질이 향상되어 투자효율성 측정치의 절댓값이 감소하는 것으로 나타났다. 따라서 지주회사 전환 여부는 효율적 투자의사결정에 영향을 미친다는 것을 알 수 있다.

전체표본을 양(+)의 비효율적 투자와 음(-)의 비효율적 투자로 구분하여 투자효율성에 미치는 영향을 추가분석한 결과, 지주회사 전환은 양(+)의 비효율적 투자는 유의적으로 감소시키지만, 음(-)의 비효율적 투자에는 통계적으로 유의적인 영향을 미치지 못하는 것으로 나타났다. 그리고 지주회사 전환여부는 외국인지분율과 투자효율성 간에 양(+)의 관련성 그리고 재량적 발생액의 절댓값과 투자효율성 간에 음(-)의 관련성에 추가적인 영향을 미치는 것으로 나타났다. 또한, 2단계 최소제곱법을 이용한 추가분석에서도 지주회사 전환여부는 경영자의 비효율적 투자를 완화시키는 것으로 나타났다.

본 연구는 지주회사 전환으로 인한 기업지배구조의 개선과 회계이익의 질의 향상이 투자효율성에 미치는 긍정적인 영향을 교호작용 효과와 2단계최소제곱법으로 분석하여 지주회사 전환이 경영자의 투자의사결정에 직접적인 영향을 미친다는 것을 제시하고 있다. 따라서 지주회사 전환이 비효율적 투자로 인한 기업가치 하락을 방지할 수 있음을 시사하고 있어 지주회사 체제로 지배구조를 전환하는데 대한 이론적 뒷받침을 제공할 것으로 기대된다.

〈주제어〉 지주회사 전환, 투자효율성, 기업지배구조

* 영남대학교 회계세무학과 강사, hyunjulee0328@gmail.com, 주저자

** 영남대학교 경영학과 강사, ho-ing@nate.com, 공동저자

*** 영남대학교 회계세무학과 교수, kilee@ynu.ac.kr, 교신저자

논문접수일 2019년 10월 5일

1차수정일 2019년 12월 20일

게재확정일 2019년 12월 26일

I. 서 론

우리나라는 기업집단이라는 독특한 지배구조의 형태를 가지고 있다. 피라미드식 지배구조와 상호출자에 의한 간접적 지배 등의 복잡한 지배구조로 인해 기업 경영의 합리화를 통한 경쟁력 강화와 소액주주의 보호를 위한 방안으로 기업의 투명성 제고와 기업구조조정을 촉진하기 위하여 1999년 4월에 공정거래법을 개정하여 지주회사의 설립 및 전환을 허용하였다.

독점규제 및 공정거래에 관한 법률(이하 ‘공정거래법’이라 칭함)에 따르면, 지주회사는 자산 총액이 대통령이 정한 1,000억원 이상인 회사로 주식의 소유를 통하여 국내회사의 사업내용을 지배하는 것을 주된 사업으로 하는 회사를 말한다. 지주회사는 매년 증가하고 있으며 2017년 9월 현재 지주회사는 193개로 1999년 제도 도입 이후 가장 큰 폭으로 증가하였고, 최근에는 대기업 집단의 지주회사 체제 전환이 꾸준히 증가하는 추세이다.¹⁾

2018년 12월 14일 한국경제 보도자료에 의하면, 지주회사 전환 이전과 이후의 기업가치 변화를 분석한 결과, 지주회사의 가중평균한 수익률은 전환 이후 2개월부터 양(+)의 값을 가진다는 것을 보고하였다.²⁾ 그리고 이러한 유의한 양(+)의 수익률은 10년 이후까지 지속할 것이라고 전망하였다. 이는 지주회사 전환시 기업의 장기수익률이 증가하고 기업가치가 상승한다는 것을 시사한다. 또한 SK텔레콤은 2019년 연내 중간지주회사 전환으로 인한 기업지배구조 개편 방안을 공론화하면서 주가가 상승할 것으로 전망하고 있다.³⁾

공정거래위원회에서 제시한 지주회사의 순기능을 살펴보면 다음과 같다. 첫째, 개별자회사들의 독립경영이 강화되고 이익중심 경영이 촉진된다. 둘째, 부실기업의 신속한 퇴출과 연쇄도산 위험을 감소시킨다. 셋째, 단순·투명한 출자구조로 책임성 및 투명성 제고로 지주회사, 자회사, 손자회사 간 권리·책임관계가 명확하게 되어 자본시장 참여자들에 의한 경영감시가 용의하다.

- 1) 공정거래위원회의 기업집단국 지주회사과 보도자료, 2017년 공정거래법상 지주회사 현황 분석결과 발표, 2017. 11.

〈2017년 공정거래법상 지주회사 현황 분석 결과〉

구 분	'07.8.	'08.9.	'09.9.	'10.9.	'11.9.	'12.9.	'13.9.	'14.9.	'15.9.	'16.9.	'17.9.
일반지주회사	36	55	70	84	92	103	114	117	130	152	183
대기업집단	15	13	16	22	26	28	30	30	29	19	39
금융지주회사	4	5	9	12	13	12	13	15	10	10	10
대기업집단	0	0	2	3	2	2	2	1	1	1	2
합계	40	60	79	96	105	115	127	132	140	162	193
대기업집단	15	13	18	25	28	30	32	31	30	20	41

- 2) 한국경제 2018년 12월 14일 전국경제인연합회 산하 한국경제연구원 연세대 신현한 교수에 의한 ‘지주회사 전환과 기업가치’ 보고서
- 3) ‘중간지주사 전환’ 다시 꺼낸 SKT, 주가도 상승 기대(머니투데이 2019년 1월 10일)

넷째, 기업지배구조가 개선되고 기업가치가 향상된다. 즉, 지주회사 전환 효과는 특정주주가 아닌 주주전체의 이익을 위한 경영이 강화되고, 대주주가 주식을 통해 기업을 지배하기 때문에 출자지분이 증가하는 동시에 의사결정관점이 주주중심으로 이동한다. 이는 지주회사체제로 전환하면 소유와 경영의 분리 및 책임경영이 가능하기 때문에 경영의 효율성을 증가시키고 기업가치에 긍정적인 영향을 미친다는 것을 제시하는 것이다(신유진·변진호 2014). 그리고 기업에서의 투자는 기업을 성장시킬 수 있으며, 기업지배구조는 기업의 투자가 성장으로 연결하는 기업의 이해관계 조정 메커니즘이라고 할 수 있다(최정호 2007 ; 최정호 외 2013 ; 배한수 외 2013).

구체적으로 지주회사 체제 전환은 기업의 소유구조와 기업지배구조의 개선을 목적으로 가지고 있다. 기업지배구조 이론에 따르면, Giannetti and Simonov(2006), La Porta et al.(1998) 및 Bebchuk et al.(1999)은 기업지배구조가 취약할 경우 지배주주의 사적이익과 이익침해가 클 것으로 기대하였다. 그리고 대리인 이론에 의하면, 경영자는 주주의 이익보다는 사적이익을 극대화 할 유인을 가진다(Jensen and Meckling 1976 ; Jensen 1986). 반대로 경영자가 단기성과에 근거하여 평가하고 보상받는다면, 경영자는 단기성과를 위해 미래이익을 늘리는 투자안을 포기할 수 있다(Gibbons and Murphy 1992). 즉, 주주는 장기적인 경영성과의 극대화를 위해 사내유보를 통한 투자지출을 증가시키고자 하는 유인을 가지고 있지만 경영자는 투자의 불확실성으로 인한 경영자 보상의 감소와 고용에 대한 불안감을 가지고 있기 때문에 장기적으로 이익을 실현시키는 투자를 회피하려는 유인을 가지고 있다(배한수 외 2013). 따라서 기업지배구조는 과잉투자과 과소투자를 발생시킬 수 있다(Degryse and de Jong 2006 ; 조정은·최아름 2016). 이러한 상황에서 기업지배구조의 개선은 대리인 비용을 감소시키고, 기업의 타인자본비용과 자기자본비용을 감소시킨다(Ashbaugh-Skaife et al. 2006 ; Byun 2007 ; Cheng et al. 2006 ; Byun et al. 2008). 따라서 지주회사 전환으로 인한 소유구조의 변화와 기업지배구조의 개선은 정보비대칭과 대리인비용을 감소시켜 경영자가 단기적인 이익목표를 달성하기 위하여 과소투자를 감소시킬 수 있다. 또한, Ferreira and Matos(2008)는 기관투자자지분율이 증가할수록 자본비용이 감소하여 과대투자가 감소한다는 것을 제시하여 기업지배구조의 강화는 과대투자를 감소시킬 수 있다는 것을 나타내고 있다. 그리고 반혜정(2011)은 건전한 기업지배구조가 회계정보의 투명성인 정보불균형을 완화하여 대리인 문제를 감소시킬 수 있으며, 건전한 기업지배구조는 투자활동의 효율성을 향상시킨다는 증거를 제시하였다.⁴⁾ 그리고 외국인지분율이 높은 기업의 투자효율성이 높은 것으로 나타났다(박진하·권대현 2012). 그러므로 지주회사 전환으로 인한 기업지배구조의 개선은 기업의 투자효율성과 관련성이 있음을 알 수 있다. 따라서 본 연구는 지주회사 전환으로 인한 기업지배구조의 개선이 투자효율성에 미치는 영향을 분석하고자 한다.

4) 본 연구에서 투자효율성은 과소투자와 과대투자가 모두 존재하지 않은 상황을 나타낸다. 즉, McNichols and Stubben(2008)의 모형을 통하여 추정된 잔차가 0에서 벗어나 양(+)의 값을 가지면 과잉투자, 음(-)의 값을 가지면 과소투자를 의미하는데 과잉투자와 과소투자 모두 비효율적 투자를 의미한다(최종서·곽영민 2010 ; 김상미·한종수 2015 ; 이보미·백원선 2015 ; 김경혜 2015 ; 전경민 외 2018).

본 연구는 지주회사로 전환한 기업의 경우 지주회사 전환 이후 투자효율성 측정치의 절댓값이 감소할 것이라는 가설을 설정하여 실증분석하였다. 실증분석 결과, 지주회사 전환 이후 투자효율성 측정치의 절댓값이 감소하는 것으로 나타났다. 따라서 지주회사 전환여부는 효율적 투자 의사결정에 영향을 미친다는 것을 알 수 있다.

지주회사 전환여부가 효율적 투자의사결정에 미치는 실증분석 결과에 추가하여 전체표본을 양(+)과 음(-)의 비효율적 투자로 구분하여 추가분석을 실시하였다. 추가분석 결과, 지주회사 전환은 양(+)의 비효율적 투자는 유의적으로 감소시키지만, 음(-)의 비효율적 투자에는 통계적으로 유의적인 영향을 미치지 못하는 것으로 나타났다. 그리고 지주회사 전환으로 인한 기대효과인 기업지배구조와 회계이익의 질의 개선을 교호작용 변수로 이용하여 추가분석한 결과, 지주회사 전환여부는 외국인지분율과 투자효율성 간에 양(+)의 관련성 그리고 재량적 발생액의 절댓값과 투자효율성 간에 음(-)의 관련성에 추가적인 영향을 미치는 것으로 나타났다. 또한, 회귀분석 모형의 내생성 문제를 보완하기 위하여 지주회사 전환 여부가 투자효율성에 미치는 영향을 2단계최소제곱법을 이용하여 추가분석을 실시하였다. 2단계최소제곱법을 실시한 결과에서도 지주회사 전환여부는 경영자의 비효율적 투자를 완화시키는 것으로 나타나 지주회사 전환여부가 효율적 투자의사결정에 긍정적인 영향을 미친다는 것을 제시하고 있음을 알 수 있다. 따라서 지주회사 전환은 기업지배구조를 개선시키고 회계이익의 질을 향상시켜 비효율적인 투자수준을 감소시키므로 지주회사 전환 이후 투자효율성을 증가시키는 역할을 하고 있음을 시사한다.

본 연구는 지주회사 전환이 투자효율성에 직접적으로 영향을 미치는 지를 분석하여 지주회사 전환이 투자의사결정에 긍정적인 영향을 미친다는 것을 나타내고 있다. 본 연구의 결과는 지주회사 전환으로 인한 기대효과를 분석한 선행연구들과 일관된 결과를 제시하고 있다. 따라서 지주회사 전환이 비효율적 투자의사결정을 감소시키고 기업의 경영성과와 기업가치를 증대시키는 데 기여할 것으로 판단되며 지주회사와 관련된 정책의 수립에 도움이 될 것으로 사료된다.

본 연구의 구성은 제Ⅱ장에서 투자효율성과 지주회사에 관련된 선행연구를 검토하고 연구가설을 제시하며, 제Ⅲ장에서는 연구방법론에 대해 기술한다. 제Ⅳ장에서는 표본선정과 실증분석 결과 및 추가분석 결과를 설명하고, 마지막 제Ⅴ장에서 결론을 맺는다.

Ⅱ. 선행연구 및 가설설정

1. 투자효율성에 관한 선행연구

투자효율성에 관한 선행연구를 살펴보면, 투자효율성은 재무구조, 기업특성, 조세회피, 감사품질, 정보비대칭 그리고 기업지배구조와 기업가치 등과 관련성이 있다. 특히, 회계이익의 질이

높고, 재무구조와 기업지배구조가 좋은 기업일수록 투자효율성이 증가하고 있음을 제시하고 있다. 본 연구는 지금까지 투자효율성에 관한 선행연구들 중 기업지배구조에 관한 연구를 중점적으로 살펴보고자 한다.

지주회사 전환에 관한 기대효과인 기업지배구조의 개선은 경영의 효율성을 증가시킨다(신유진·변진호 2014). 기업지배구조가 경영자의 투자의사결정에 미치는 영향을 살펴본 반해정(2011)은 건전한 기업지배구조가 투자의사결정에 대한 정보의 질을 향상시키고, 투자활동의 효율성을 증가시키는지 검증하여, 회계정보의 질이 높을수록 투자효율성이 증가한다는 것을 보고하였다. 그리고 자금조달 의존도가 높은 기업일수록 건전한 지배구조에 따른 회계정보의 투명성이 정보불균형을 완화하고 투자활동의 효율성을 향상시킨다는 증거를 발견하였다. 하지만 박선영·배한수(2011)는 회계정보의 질과 기업지배구조가 투자효율성에 미치는 영향을 분석한 결과, 과소투자 가능성이 높은 그룹에서는 회계정보의 질이 투자를 증가시키지만, 과잉투자 그룹에서는 투자를 감소시키지 못하는 것으로 나타났다. 그리고 기업지배구조는 기업의 비효율적 투자를 완전히 감소시키는 역할을 하지 못함을 발견하였다.

투자의사결정에 미치는 기업지배구조 중 외국인투자자의 역할을 분석한 박진하·권대현(2012)은 외국인투자자의 모니터링 역할이 기업의 효율적인 투자활동을 개선시킬 것으로 기대하여 과잉투자 가능성이 높은 기업은 투자를 억제시키고, 과소투자 가능성이 높은 기업은 투자를 촉진하는지를 분석하였다. 분석결과에 의하면, 외국인지분율이 높은 기업에서 투자효율성이 높다는 것을 발견하여 기업지배구조의 개선이 투자의 효율성을 증대시킬 수 있음을 제시하였다.

임상균 외(2014)는 기업지배구조 중 사외이사 비율이 투자의사결정에 미치는 영향과 대규모 기업집단 소속기업과 그렇지 않은 기업을 비교하여 투자효율성을 분석하였다. 연구결과, 대규모 기업집단 소속기업들은 기타 기업들과 비교한 결과 투자효율성이 높다는 것을 발견하였으며, 특히 대규모기업집단 소속기업들은 사외이사 비율이 높고 과대투자가능성이 높을 때 상대적으로 과잉투자를 감소시켜서 투자효율성을 높이고 있음을 보고하였다. 임상균 외(2014)는 기업지배구조가 과잉투자를 감소시켜서 투자효율성을 향상시키고 있음을 제시하여 지주회사 전환으로 인한 투자효율성의 향상이 과소투자와 과잉투자의 감소로 인한 결과로 나타날 수 있음을 나타낸다.

박선영(2016)은 가족지배와 기업의 자본적 투자의사결정 간의 관련성을 검증하고, 추가로 가족지배기업의 투자의사결정 동인을 살펴보았다. 가족지배기업은 대리인문제와 정보비대칭을 감소시키는 유인으로 작용하여 투자효율성에 영향을 미친다는 것을 보고하였다. 따라서 가족지배주주의 장기적인 투자기간, 가족주의 적극적인 경영참여 등 가족지배기업의 특성으로 인해 대리인비용과 정보비대칭이 감소하여 투자효율성에 긍정적인 영향을 미친다는 결과를 제시하였다. 즉, 기업지배구조는 대리인비용과 정보비대칭을 감소시켜 투자효율성을 향상시키고 있음을 제시하는 것으로 지주회사 전환으로 인한 기업지배구조의 개선이 대리인비용과 정보비대칭을 감

소시켜 투자효율성에 긍정적인 영향을 미칠 수 있음을 시사한다.

지주회사는 자회사의 지분을 특정지분 보유하기 때문에 지배주주의 지분율은 높아지고 지분율과리도는 낮아지는데 조형진 외(2014)는 지분율과리도가 비효율적인 투자에 영향을 미치는지와 비효율적인 투자로 인해 미래주식수익률이 감소되는지에 대해 분석하였다. 분석결과에 의하면, 지분율과리도가 높을수록 비효율적인 투자가 증가하는 것을 발견하였다. 그리고 지분율과리도가 높은 기업에서 비효율적인 투자로 인하여 미래주식수익률이 낮아지는 결과를 제시하였다. 따라서 지주회사 전환 이후 지분율과리도의 감소는 높은 지분율과리도로 인해 발생하는 문제점을 감소시키는 역할을 할 것으로 기대된다.

박영석·김남곤(2007)은 KCGS평가모형의 기업지배구조 점수를 이용한 기업지배구조 관점에서 설비투자와 연구개발투자가 기업가치에 미치는 영향을 분석하였다. 분석결과, 높은 수준의 기업지배구조에서는 설비투자와 연구개발투자로 인해 기업가치를 증가시킬 수 있는 반면, 낮은 기업지배구조 수준에서 설비투자는 기업가치의 하락을 가져온다는 결과를 제시하였다. 그리고 기업지배구조 수준이 높은 기업에서는 대리인 비용이 감소한다는 분석결과를 나타냈다. 또한 기업지배구조의 개선은 투자지출이 기업가치의 상승으로 연결되기 위한 필요조건임을 제시하였다. 배한수 외(2013)는 기업지배구조지수(Corporate Governance Index : CGI)와 과소투자의 관련성을 분석하였다. 분석결과, 과소투자 기업의 지배구조가 개선되면 투자액을 증가시키고 비효율적 투자가 유의하게 감소하는 것으로 나타났다. 과소투자 기업에서 지배구조가 강화되면 경영자에 대한 효과적인 모니터링이 가능해진다. 이로 인해 경영자의 단기지향적 과소투자 성향이 억제되므로 투자액이 증가하며, 궁극적으로 투자활동의 효율성이 개선되는 것으로 보고하였다. 기업지배구조의 개선은 기업가치를 증가시키는 역할을 하고 있으므로 지주회사 전환으로 인한 기대효과로 기업지배구조가 개선된다면 기업가치가 증가할 수 있다는 것을 의미한다. 그리고 기업지배구조의 개선은 경영자에 대한 효과적인 모니터링을 강화시키고 대리인 비용을 감소시킨다는 것을 제시하여 지주회사 전환으로 인한 기업지배구조의 개선이 대리인 비용을 감소시킬 수 있음을 제시하고 있다.

최정호 외(2013)는 경영자 소유지분, 이사회 의 규모, 독립성, 활동성을 이용하여 이사회 의 특성이 투자효율성에 미치는 영향을 분석하였다. 분석결과에 의하면, 경영자의 소유지분율이 높을수록 효율적 투자의사를 하고 있는 것으로 나타났다. 그러나 이사회 의 규모가 높을수록 투자효율성이 감소하였고, 사외이사 비율이 높을수록 투자효율성이 감소한다는 연구가설과 상반되는 결과를 제시하였다.

김현아 외(2014)는 최정호 외(2013)의 연구와 유사하나, 연구기간과 방법을 확장하여 이사회 의 독립성 및 전문성과 투자효율성 간의 관계를 분석하였다. 이사회 의 독립성은 사외이사 비중으로 측정하고, 이사회 의 전문성은 사외이사 경험 존재의 여부, 투자전문가 비중으로 분석한 결과, 유의한 관계를 발견할 수 없었다. 기업지배구조 중 이사회 의 특성과 투자효율성 간의 관련성

에 관한 선행연구들은 사외이사제도의 본래 취지와 기능이 투자효율성의 관점에서 서로 일관된 결과들을 제시하지 못하고 있다.

그러나 전경민 외(2018)는 이사회가 기업의 핵심요소로 기업전략의 수립과 실행에 있어서 주된 역할을 담당하기 때문에 투자효율성에도 중요한 영향을 미칠 것으로 예상하고 이사회 내 외국인 임원과 투자효율성 간의 관련성을 분석하여 외국인 임원과 투자효율성 간의 양(+)의 관계가 있음을 제시하였다. 따라서 이사회 구성원으로서 외국인 임원은 경영진의 의사결정에 조언을 제공하는 기능을 적절하게 수행하고 있음을 제시하였다. 이현주 외(2014)는 지주회사로 전환 이후 외국인투자자가 증가한다는 것을 제시하고 있는데 기업지배구조의 이사회 구성원 중 외국인 임원이 투자효율성에 중요한 영향을 미친다는 것은 지주회사 전환으로 인한 기업지배구조의 개선 중 외국인투자자의 증가는 기업의 투자효율성에 영향을 미칠 수 있음을 나타내는 것이다.

지주회사로 전환하면 소유구조와 지배주주의 자회사에 대한 지분율이 증가하고 계열사 간 상호출자와 순환출자가 감소하여 소유구조가 현저하게 개선된다. 박준호 외(2014)는 경영자지분율이 과잉투자성향에 미치는 영향을 분석하였다. 분석결과에 의하면, 경영자지분율이 증가함으로써 인해 모니터링 기능이 감소하여 결국 경영자의 과잉투자(제국건설) 성향이 증가한다는 것을 제시하였다. 장지영·김지령(2015)은 최고경영자의 개인적인 특성인 연령과 학력 그리고 전공 일치가 투자효율성에 미치는 영향을 분석하였다. 분석결과, 최고경영자의 특성 중 전공이 산업 특성과 일치하는 경우 투자효율성에 긍정적인 영향을 미치는 것으로 나타났다. 김현진·김혜리(2017)는 최고경영자의 특성이 기업의 투자의사결정에 미치는 영향을 분석하였다. 최고경영자의 특성은 Bebchuk et al.(2011)의 방법론에 따라 경영자 재량권, 연령 및 교육수준을 이용하였다. 분석결과, 최고경영자의 재량권이 높을수록 비효율적인 투자의사결정이 증가하였고, 이익조정 경향이 증가한다는 결과를 제시하였다. 박수연 외(2016)는 기업의 투자활동 전반에 대한 운영계획수립 및 평가, 감독의 책임을 갖는 경영자의 능력이 투자의사결정에 미치는 영향을 분석하였다. 분석결과, 기업의 과대투자 성향이 높을 경우 경영자 능력이 높을수록 투자를 감소시켜 투자효율성이 증가됨을 제시하였다. 따라서 지주회사 전환으로 인한 소유구조의 변화와 지주회사 특성은 투자효율성에 영향을 미칠 수 있음을 예측할 수 있다.

김현진(2015)은 내부회계관리제도의 중요한 취약점이 기업의 투자효율성에 미치는 영향을 분석하였다. 분석결과에 의하면, 내부회계관리제도의 중요한 취약점을 공시한 기업은 공시하지 않은 기업에 비해 재무적 제약이 존재하는 상황에서 공시 직전연도에 비효율적인 투자의사결정이 증가하였고, 중요한 취약점을 공시한 이후 기간에는 비효율적인 투자의사결정이 감소됨을 제시하였다. 즉, 재무적 제약이 존재하는 상황에서 내부회계관리제도의 중요한 취약점은 정보비대칭으로 인한 도덕적 해이와 역선택으로 인한 경영자의 비효율적 투자의사결정을 야기시킨다는 것을 알 수 있다. 또한, 이준일(2015)은 내부회계관리제도의 취약점을 보고한 기업은 과잉투자를 하는 것으로 나타났으나, 과소투자의 경우는 유의적인 결과를 제시하지 못하여 효율적인 내부회

계관리제도의 시스템이 기업의 과잉투자만 예방할 수 있음을 시사한다. 이들의 연구를 정리해보면, 기업지배구조 중 내부회계관리제도는 경영자의 비효율적인 투자의사결정과 관련성이 있음을 제시하고 있어 기업지배구조의 개선은 투자효율성을 향상시킨다는 것을 알 수 있다.

반혜정 외(2012)는 기업의 투자성향(Investment Propensity : INP)에 따른 자본적 투자활동이 경영자의 단기지향성에 의해 영향을 받는지 검증하고, 경영자의 단기지향성으로 인한 투자의 비효율성이 기업지배구조에 의해 완화되는지를 분석하였다. 분석결과에 의하면, 성장기회가 낮고 내부 유동성이 높은 유사한 투자성향을 가지는 기업의 경우에는 경영자의 대리인문제로 인한 단기지향성이 과잉투자를 유도하며 이에 따라 투자효율성이 감소한다는 증거를 발견하였다. 장승욱·윤상용(2017)은 시장모형으로 추정된 기업의 고유위험이 투자의사결정에 미치는 영향을 분석하였다. 분석결과, 기업의 고유위험이 증가할수록 투자 감소를 가져온다는 선행연구의 결과와 일치함을 확인하였다. 반혜정 외(2012)와 장승욱·윤상용(2017)은 대리인문제로 인한 기업의 고유위험이 투자효율성에 영향을 미친다는 것을 제시하여 지주회사 전환으로 인한 기업지배구조의 개선은 대리인비용을 감소시키므로 투자효율성을 향상시킬 수 있음을 나타낸다(배한수 외 2013 ; 박선영 2016).

기업지배구조와 투자효율성 간의 관련성을 분석한 연구들을 정리해 보면, 기업지배구조의 개선은 경영자에 대한 효과적인 모니터링을 강화시키며, 대리인비용과 정보비대칭을 감소시켜 투자효율성에 영향을 미치고 있다. 즉, 기업지배구조가 좋은 기업일수록 회계이익의 질이 증가하므로 투자효율성이 증가한다는 것을 알 수 있다. 따라서 지주회사로 전환하면 기업지배구조가 개선되고 회계이익의 질이 향상되어 결과적으로 투자효율성을 증대시킬 것으로 기대할 수 있다.

2. 지주회사 전환과 관련된 선행연구

지주회사 전환과 관련된 선행연구는 기업지배구조 개선 여부, 이익조정 감소 여부, 경영성과 향상 여부 및 회계정보 가치관련성 증가 여부 등을 주로 다루고 있다. 지주회사 전환 이후 나타날 수 있는 가장 가시적인 변화는 상호출자와 순환출자의 감소 그리고 최대주주지분을 증가와 지분율괴리도 감소 등과 관련된 소유구조의 변화로 인한 기업지배구조의 개선이다. 그리고 선행연구의 검토를 통하여 지주회사 전환은 기업지배구조를 개선시키며, 기업의 회계투명성 증가, 회계정보 질의 향상, 기회주의적 이익조정의 감소, 회계정보 가치관련성 증가, 경영성과 및 기업 가치 증가 등에 영향을 미치고 있음을 알 수 있다.

지주회사 전환 여부가 기업지배구조에 미치는 영향을 분석한 연구로 조용미·홍창목(2011)은 기업지배구조를 대리하는 변수로 이사회와 감사위원회를 사용하여 지주회사 전환 이전 기간과 이후 기간을 비교하였으나 기업지배구조는 개선되지 않았다고 보고하고 있다. 반면에, 이석영·유상열(2004)은 LG그룹을 대상으로 지주회사 전환 사례를 분석하여 지주회사 전환여부는 기업

지배구조의 개선에 긍정적인 영향이 있음을 보고하고 있다. 최수미·임묘경(2009)은 지주회사에 속하는 기업의 이사회와 사외이사 비율 그리고 감사위원회의 사외이사 비율이 높다는 것을 분석하여 지주회사를 도입한 기업들의 지배구조가 개선되었음을 보고하고 있다.

이현주 외(2014)는 지주회사 전환이 외국인지분율을 증가시키는 지를 분석하였다. 분석결과, 지주회사 전환이후 외국인지분율은 증가하는 것으로 나타났다. 이는 지주회사 전환으로 인한 소유구조의 변화가 기업지배구조를 개선시켜 이익조정이 감소하고 회계정보의 가치관련성이 증가한 것을 의미한다고 제시하였다. 외국인지분율은 기업지배구조의 대용치로 사용되며 지주회사 전환으로 외국인지분율이 증가한 것은 지주회사 전환으로 인해 기업지배구조가 개선되었다는 것을 나타낸다. 따라서 지주회사로 전환하면 이사회와 사외이사 비율, 감사위원회의 사외이사 비율 그리고 외국인지분율이 증가하므로 기업지배구조가 개선된다는 것을 시사한다.

지주회사 전환이 회계투명성과 회계정보의 질 그리고 기회주의적 이익조정에 미치는 영향을 분석한 연구로 지현미 외(2008)는 지주회사로 전환한 기업은 전환 이전보다 재량적 발생액의 절댓값을 통한 이익조정이 감소하였으며 회계이익의 주가관련성이 높아졌다고 보고하였다. 하지만 김지홍 외(2009)는 지주회사 전환으로 재량적 발생액이 증가하였음을 보고하였다. 그리고 김상일·최원욱(2013)은 지주회사 전환 정책의 효과로서 소유집중도와 회계적 이익조정 변화를 검증하였다. 분석결과, 지주회사 전환은 기업 집단 단위에서 투자액에 비해 높은 지배권의 행사를 가능하게 하여 총수일가의 소유집중도를 높이고, 개별 기업 단위에서는 지분율과리도를 감소시켜 이익조정 수준을 낮춘다는 것을 보고하였다. 따라서 지주회사 전환이 이익조정을 감소시킨다는 선행연구는 일관된 결과를 제시하고 있지는 못하지만 지주회사 전환이 회계이익의 질에 영향을 미치고 있음을 나타내고 있다.

지주회사 전환이 회계정보의 가치관련성과 경영성과 및 기업가치에 미치는 영향을 분석한 연구로 정진향·홍지윤(2012)은 지주회사 전환여부가 재무분석가의 이익예측정확성에 긍정적인 영향이 있음을 보고하였다. 그리고 라채원·고윤성(2009)은 지주회사로 전환한 기업의 경우 유동비율과 신용평가기관의 신용평가 점수는 증가하고, 부채비율과 레버리지비율은 감소한다는 것을 보고하였으며, LG와 GS 기업의 경우 지주회사로 전환한 이후 기업가치가 증가했다고 보고하였다. 또한 정현욱 외(2013)는 지주회사 전환이 자기자본비용에 미치는 영향을 분석하여, 지주회사 전환으로 인한 소유구조와 기업지배구조의 개선이 투자자의 정보위험을 감소시키고, 자기자본비용을 감소시킨다는 것을 보고하였다. 지주회사 전환으로 인한 기대효과인 기업지배구조의 개선은 회계정보의 가치관련성을 증가시키고, 기업의 경영성과와 기업가치를 증가시키고 있음을 나타낸다. 따라서 투자효율성은 기업지배구조와 관련성이 있기 때문에 지주회사 전환으로 인한 기업지배구조의 개선은 투자효율성을 향상시킬 수 있음을 나타낸다.

김은호·박종국(2015)은 인적분할을 통한 지주회사 전환은 최대주주의 지주회사에 대한 지배력을 증가시킬 유인을 가지고 있으며, 지주회사 전환 이후 사업자회사의 누적평균초과수익률이

증가한다는 것을 제시하였다. 그리고 신유진·변진호(2014)는 지주회사 설립 및 전환에 관한 공시일을 전후하여 누적평균비정상수익률을 분석하여, 지주회사의 전환은 경영의 효율성을 증대시켜주고 기업가치를 상승시킨다는 것을 제시하였다. 즉, 지주회사로 전환하여 기업의 초과수익률이 증가한다는 것은 지주회사 전환으로 인한 순기능을 지지하고 있음을 시사한다.

지주회사 전환과 관련된 선행연구의 결과를 정리해 보면, 전반적으로 지주회사 전환은 기업 지배구조와 관련성이 있다. 그리고 지주회사 전환여부는 이익조정을 감소시키고, 회계투명성과 기업가치를 증가시킨다는 것을 제시하고 있다. 따라서 지주회사 전환으로 인한 상호출자와 순환출자의 감소 그리고 최대주주지분을 증가와 지분율피리도 감소 등과 관련된 소유구조의 변화는 기업지배구조를 개선시키고, 이러한 기업지배구조의 개선은 이익조정을 감소시켜 회계이익의 질과 회계투명성 및 회계정보의 가치관련성을 향상시킨다는 것을 제시하고 있다. 따라서 지주회사 전환은 투자효율성을 향상시킬 것으로 판단된다.

3. 가설설정

기업집단국 지주회사과⁵⁾에 의하면, 지주회사로의 전환은 기업의 소유구조와 출자구조의 투명성을 높이는 공정거래법의 행위제한 규정을 따른다. 따라서 공정거래법의 행위제한 규정 때문에 지주회사 체제로 전환을 하게 되면 기업집단의 소유구조 및 출자단계가 단순해지고, 지배주주의 자회사에 대한 지분율이 높아지며, 계열사 간 상호출자와 순환출자가 감소되고 지분율피리도가 감소하므로 지주회사 전환 이전에 비해 소유구조가 현저하게 개선된다. 그리고 Morck et al.(1988), Shleifer and Vishny(1997), La porta et al.(2000) 및 Claessens et al.(2002)은 이익침해 가설과 일관되게 지분율피리도가 클수록 지배주주가 소액주주의 이해와 상반된 의사결정을 할 가능성이 높다는 것을 보고하였다.⁶⁾ 따라서 지주회사 전환으로 인한 소유구조 개선은 지배주주의 사적이익 추구하고 소액주주에 대한 이익침해를 감소시킬 유인을 가지므로 이익조정은 감소하고 회계이익의 질은 향상된다.

지주회사 전환과 관련된 선행연구에서 전반적으로 지주회사 전환은 외국인지분율과 회계투명성 그리고 기업가치 간에 양(+)의 관련성을 가지고, 지주회사 전환과 재량적 발생액 간에 음

5) 공정거래위원회의 기업집단국은 자산 5조원 이상 기업의 일감몰아주기와 부당지원 등을 규율하는 것을 주목적으로 5개과(기업집단정책과, 내부거래감시과, 부당지원감시과, 공정점검과, 지주회사과)로 구성된 대기업 정책 전담 조직이다. 기업집단국의 지주회사과는 지주회사와 관련된 시책의 수립·운용, 지주회사 설립 및 전환 신고, 지주회사 적용제외 신고, 지주회사 제한제도 위반행위에 대한 조사 및 시정조치, 대기업집단 관련 「독점규제 및 공정거래에 관한 법률」 위반·면탈행위의 조사 등의 업무를 담당한다.

6) Claessens et al.(2002)은 지배주주의 지분율피리도가 클수록 기업가치에 부정적 영향이 심화된다는 것을 제시하였다. 선우혜정 외(2010)는 지분율피리도가 증가할수록 재무분석가의 이익예측치오차가 증가한다는 것을 보고하였다.

(-)의 관련성이 있음을 제시하고 있다. 이는 지주회사 전환으로 인한 소유구조의 변화는 기업 지배구조를 개선시키며, 이러한 기업지배구조의 개선은 이익조정을 감소시키고, 회계이익의 질과 회계투명성 및 회계정보의 가치관련성을 향상시키고 있음을 나타낸다. 그리고 기업지배구조는 투자효율성에 영향을 미치고 있으며, 기업지배구조가 좋은 기업일수록 대리인비용과 정보비대칭이 감소되어 투자효율성이 증가한다는 것을 알 수 있다(박선영 2016).

지주회사 전환은 기업지배구조와 회계이익의 질에 영향을 미치고 있고, 기업지배구조와 회계이익의 질은 투자효율성에 영향을 미친다. 즉, 지주회사 전환은 기업지배구조와 회계이익의 질에 결정적인 역할을 하고 있으므로 투자자의사결정에 영향을 미친다는 것을 알 수 있다. 따라서 본 연구는 지주회사 전환여부가 투자효율성에 직접적으로 영향을 미치는 지를 분석하고자 한다. 구체적으로 지주회사 전환여부는 기업지배구조를 개선시키고 회계이익의 질과 양(+)의 관련성을 가지므로 지주회사로 전환한 기업의 투자효율성은 향상될 것이다. 이러한 기대에 근거하여 본 연구의 가설은 다음과 같이 설정하였다.⁷⁾

가설 : 지주회사로 전환한 기업의 경우, 투자효율성 측정치의 절댓값은 전환 이전보다 전환 이후에 감소할 것이다.

III. 연구방법론

1. 투자효율성의 측정

본 연구에서는 지주회사 전환이 투자효율성에 영향을 미치는지를 검증하기 위하여 기업의 투자의사결정을 나타내는 투자효율성 측정치는 McNichols and Stubben(2008)의 연구에서 사용한 모형을 사용하였다. McNichols and Stubben(2008)의 모형을 통하여 추정한 투자효율성 측정치는 다음 식(1)과 같다.

$$\begin{aligned} INV_{it} = & \beta_0 + \beta_1 Q_{i,t-1} + \beta_2 Q_{t-1} \times Q_QRT2_{it-1} + \beta_3 Q_{t-1} \times Q_QRT3_{it-1} \\ & + \beta_4 Q_{t-1} \times Q_QRT4_{it-1} + \beta_5 CFO_{it} + \beta_6 Growth_{it-1} \\ & + \beta_7 INV_{it-1} + \delta_{it} \end{aligned} \quad \text{식(1)}$$

INV_{it} : 자본투자

= (현금흐름표의 투자활동으로 인한 현금유출액 / (t-1)기 유형자산

7) 주석 4에서 설명한 바와 같이 과잉투자와 과소투자 모두 비효율적 투자를 의미하며, 전경민 외(2018)의 연구를 바탕으로 과잉투자와 과소투자의 절대적 크기가 비효율적 투자수준을 나타내므로 식(1)에서 추정된 투자효율성 측정치의 잔차에 절댓값을 취하였다.

- Q_{it-1} : (t-1)기 Tobin's Q
 =(t-1)기 보통주 시가/(t-2)기 총자산
 $Q_{it-1} \times Q_QRT2_{it-1} (Q_{it-1} \times Q_QRT3_{it-1}, Q_{it-1} \times Q_QRT4_{it-1})$
 : (t-1)기 Tobin's Q × (산업-연도별 Q가 2(3,4)분위에 속하면 1,
 아니면 0을 가지는 더미변수)
 CFO_{it} : 영업현금흐름
 =영업현금흐름/(t-1)기 유형자산
 $Growth_{it-1}$: 자산성장성
 =[(t-1)기 총자산/(t-2)기 총자산]의 자연로그 취한 값
 INV_{it-1} : t-1기 자본투자
 =(t-1)기 현금흐름표의 투자활동으로 인한 현금유출금액/(t-2)기 유형자산

위 식(1)의 종속변수인 기업의 자본투자액(INV)은 실제투자수준을 나타내며, 독립변수인 영업현금흐름(CFO), 전기 토빈 Q와 토빈 Q의 사분위수에 대한 증분계수 그리고 자산성장성(Growth)과 자본투자액(INV)은 기대투자수준을 나타낸다. 전기 토빈 Q는 한계 Q로 기업의 투자기회를 함축하고 있어 모형에 포함하였다(Tobin 1969). 그리고 토빈 Q의 사분위수에 대한 증분계수는 동일연도 동종 산업내의 변동성을 허용하기 위해서 모형에 포함하였다. 현금흐름(CFO)이 높은 기업은 투자를 많이 하고자 할 유인을 가지고 있으므로 기업의 내부자금 이용능력을 통제하기 위하여 포함하였다(Harford 1999 ; Opler et al. 1999 ; Bates 2005 ; Richardson 2006). 그리고 전통적인 토빈 Q에서는 기업의 성장성과 측정오차 생략변수의 효과를 완전히 통제하지 못하므로 전기 자산성장성과 전기 자본투자액을 모형에 포함하였다.

비기대투자수준은 실제투자수준에서 기대투자수준의 차이로 비효율적인 투자수준을 나타내는데, 비기대투자수준은 식(1)을 산업-연도별 추정한 잔차로 측정하였다. 즉, 비기대투자수준은 비효율적인 투자수준을 나타내며 과잉투자와 과소투자를 모두 포함한다.

2. 연구모형

지주회사 전환이 기업의 투자의사결정에 영향을 미치는지를 검증하기 위하여 다음의 식(2)와 같이 모형을 설정하였다.

$$\begin{aligned}
 ABS_RINV_{i,t} = & \beta_0 + \beta_1 HC_{i,t} + \beta_2 ABS_DA_{i,t} + \beta_3 LEV_{i,t} + \beta_4 ROA_{i,t} + \beta_5 SIZE_{i,t} \\
 & + \beta_6 FCF_{i,t-1} + \beta_7 MB_{i,t} + \beta_8 CFO_SALE_{i,t} + \beta_9 SD_CFO_{i,t} \\
 & + \beta_{10} SD_SALE_{i,t} + \beta_{11} TANG_{i,t} + \beta_{12} FOR_{i,t} + \beta_{13} AGE_Year_{i,t} \\
 & + \beta_{14} \sum YD + \beta_{15} \sum IND + \epsilon_{i,t}
 \end{aligned} \quad \text{식(2)}$$

ABS_RINV_{it} : 투자효율성 모형에서 추정된 잔차의 절댓값

HC_{it} : 지주회사로 전환한 이후 기간이면 1, 전환 이전 기간이면 0

ABS_DA_{it}	: 수정존스모형으로 산출된 재량적 발생액의 절댓값
LEV_{it}	: 부채비율(=총부채/총자산)
ROA_{it}	: 총자산수익률(=당기순이익/기초총자산)
$SIZE_{it}$	: 총자산의 자연로그 값
FCF_{it-1}	: t-1기 잉여현금흐름 [=(순이익+감가상각비-유형고정자산변동-순운전자본변동)/기초총자산]
MB_{it}	: 보통주 시가총액/총자산
CFO_SALE_{it}	: 영업활동으로 인한 현금흐름/매출액
SD_CFO_{it}	: t-1기부터 t-3기까지 영업현금흐름의 표준편차
SD_SALE_{it}	: t-1기부터 t-3기까지 매출액의 표준편차
$TANG_{it}$	: t기 유형자산비율(유형자산/총자산)
FOR_{it}	: t기 외국인지분율
AGE_Year_{it}	: 개별기업의 나이
YD	: 연도더미
IND	: 산업더미
$\varepsilon_{i,t}$	: 오차항

식(2)의 종속변수인 투자 비효율성 측정치(ABS_RINV)는 McNichols and Stubben(2008)의 모형으로 식(1)의 잔차인 비기대투자수준의 절댓값을 취한 값이다. ABS_RINV 의 값이 클수록 비효율적인 투자수준이 증가한다는 것을 의미한다.⁸⁾

식(2)의 β_1 은 본 연구의 가설을 위한 검증계수로, 가설과 일관된 결과를 나타내기 위해 유의한 음(-)의 부호를 제시하여야 한다. 즉, β_1 의 회귀계수가 음(-)의 부호를 제시할 경우, 지주회사로 전환 이후 비기대투자수준(비효율성 투자)의 절댓값이 감소하는 것을 나타낸다. 따라서 지주회사로 전환하면 기업의 투자효율성이 높아지는 것으로 해석할 수 있다.

지주회사 전환 이외에 투자효율성에 영향을 미치는 요인들을 통제하기 위해 다음과 같은 통제변수들을 포함하였다. 먼저 McNichols and Stubben(2008)에 의하면 이익조정은 투자의사결정에 영향을 미친다는 것을 보고하였는데 이익조정이 투자효율성에 미치는 영향을 통제하기 위하여 재량적 발생액의 절댓값(ABS_DA)을 포함하였다. 부채비율(LEV)과 ROA 는 기업의 자금조달능력 및 경영성고가 투자의사결정에 미치는 영향을 고려하기 위해 모형에 포함하였다(Biddle et al. 2009 ; 최승욱 2016). 기업규모가 클수록 자금조달이 용이하기 때문에 과잉투자에 영향을 미친다(Biddle et al. 2009 ; 조정은 · 최아름 2016). 기업규모의 영향을 통제하고 개별기업의 특성이 투자의사결정에 미치는 영향을 통제하기 위해 $SIZE$ 와 MB 그리고 AGE_Year 을 통제변수

8) 최성규 · 김경민(2005)은 부채비율과 재량적 발생액의 관계를 살펴보는 연구에서 재량적 발생액의 절댓값을 취하는 것이 타당한 변수측정이라 제시하였으며, 절댓값을 취하지 않으면 가설을 검정함에 있어 제1종 오류를 범할 수 있음을 제시하였다. 본 연구의 종속변수인 비기대투자수준 또한 과잉투자과 과소투자를 동시에 대리하고 있으므로 절댓값을 취하는 것이 타당하다고 판단된다. 그리고 회계이익의 질의 대용치인 재량적 발생액도 절댓값을 사용하였다.

로 포함하였다. 그리고 영업현금흐름(FCF)과 유형자산비율(TANG)을 모형에 포함한 이유는 현금흐름이 높고, 투자를 많이 한 기업은 차기 투자도 많을 것으로 예상되며, 성장기회가 투자에 영향을 미치기 때문이다(Jensen 1986 ; Richardson 2006 ; 최승욱 2016). 그리고 SD_CFO와 SD_SALE는 현금흐름의 변동성을 CFO_SALE는 매출 대비 현금창출정도를 통제하기 위하여 모형에 포함하였다.

또한, 외국인투자자는 경영자의 투자 의사결정을 감시하는 기능을 수행하여 외국인지분율이 높을수록 투자효율성이 높아지므로 외국인지분율(FOR)을 포함하였다(박진하 · 권대현 2012). 마지막으로 연도더미변수(YD)와 산업더미변수(IND)를 포함하였다.

IV. 실증분석

1. 표본선정

본 연구의 표본은 공정거래위원회에서 공시하고 있는 2008년부터 2016년 기간 동안 공정거래위원회에 지주회사로 신고한 기업을 대상으로 선정하고 다음과 같은 조건을 만족시키는 기업으로 한정하였다.

- (1) 2007년부터 2017년까지 금융업을 제외한 유가증권시장 상장법인⁹⁾
- (2) 결산일이 12월 31일인 기업
- (3) 자본이 양(+)인 기업 및 감사의견이 적정인 기업
- (4) 공정거래위원회 지주회사 정보공개시스템

(<http://groupopni.ftc.go.kr/>)에서 지주회사 전환일 및 신고일 그리고 자회사 및 손자회사가

9) 이현주 외(2014)와 정현욱 외(2013)에 의하면 지주회사 전환 년도가 2007년과 2017년인 경우 지주회사 전환 이전 기간과 전환 이후 기간의 표본이 존재하지 않는 문제점이 발생한다. 따라서 본 연구에서는 2007년과 2017년에 지주회사로 전환한 기업은 표본에서 제외됨으로 2008년에서 2016년에 지주회사로 전환한 기업을 대상으로 실증분석하였다. 그리고 2011년도 지주회사로 전환한 기업의 경우 지주회사 전환 이전 기간은 2007년, 2008년, 2009년 그리고 2010년이고, 지주회사 전환 이후 기간은 2012년, 2013년, 2014년, 2015년, 2016년 그리고 2017년일 경우 10개년도의 자료가 모두 존재하지 않고 이전과 이후 기간에 최소 1개가 존재 할 경우에는 표본에 포함하였다(이현주 외 2014 ; 정현욱 외 2013). 그 이유는 연구대상 표본 자체가 지주회사로 전환한 기업으로 표본이 한정되어 있고 전환시점에 따라 전후 표본의 차이가 있으므로 측정변수 계산과정 후 측정변수의 결측치 값으로 인한 특정연도의 자료가 없어 표본대상을 제외한다면 연구의 강건성을 약화시킬 수 있다. 즉, <표 2>의 (주)서연은 2014년에 지주회사로 전환하였으며 2010년과 2011년 자료는 측정변수 계산과정 후 회귀분석을 통해 추정하는 과정에서 측정변수의 결측치 값으로 확인되었으며, 지주회사 전환에 관하여 전과 후를 분석하기 위하여 지주회사 전환시점의 모든 연도를 구성하지 못하는 한계점을 가지고 있다고 판단된다.

등록되어 있는 기업(단, 지주회사 설립기업은 제외)

(5) Kis-Value 및 TS-2000에서 재무자료의 수집이 가능한 기업

기업간 상호비교를 용이하게 하기 위해서 결산월이 12월인 기업만을 대상으로 하였으며, 일반기업들과 회계처리 절차나 자본구조 등이 크게 차이가 있는 금융업은 제외하였다. 또한, 실증분석에 사용되는 변수에 필요한 정보를 수집할 수 있는 기업으로 표본을 선정하여 분석하였다. 또한, 각 변수에 포함된 이상치의 영향을 배제하기 위하여 각 모형에 포함된 종속변수와 독립변수의 값이 상·하위 1%에 벗어나는 표본의 값은 제외하였다. 이상의 선정기준을 통하여 분석에 이용된 최종표본은 225개(기업-년)이다.

<표 1>은 표본선정 기준을 나타내며, 공정거래위원회에서 공시하고 있는 2017년 기준 등록된 지주회사 중 표본의 선정기준에 의해 제거된 기업을 제외하고 실증분석에 사용된 지주회사의 수는 28개(기업-년)로 나타났다.¹⁰⁾

<표 1> 표본선정 기준 및 결과

	07	08	09	10	11	12	13	14	15	16	17	합계
(1) 2007년부터 2017년까지 금융업을 제외한 유가증권 시장 상장 지주회사	4	15	7	8	11	17	9	10	16	19	33	149
(2) 결산월이 12월인 기업이 아닌 기업 제거	(0)	(0)	(0)	(0)	(1)	(1)	(0)	(0)	(0)	(0)	(0)	(2)
(3) 자본이 음(-)인 기업 및 감사의견이 적정의견이 아닌 기업	(1)	(1)	(0)	(0)	(0)	(0)	(0)	(0)	(0)	(0)	(0)	(2)
(5) 2007과 2017 전환기업	(3)	(0)	(0)	(0)	(0)	(0)	(0)	(0)	(0)	(0)	(33)	(36)
(4) 재무자료를 수집할 수 없는 기업	(0)	(10)	(4)	(4)	(9)	(14)	(6)	(4)	(12)	(18)	(0)	(81)
표본으로 선정된 지주회사	0	4	3	4	1	2	3	6	4	1	0	28

<표 2>는 최종표본에 대한 기업-연도별 분포를 제시하고 있다. <표 2>의 산업분류는 한국표준산업분류를 나타내고 있는데 제조업 회사본부가 131개, 경영컨설팅업이 52개로 2개 산업이 전체 표본의 81%를 초과하고 있다.

10) 대부분 투자효율성의 측정치와 재량적 발생액을 추정함에 있어 재무자료에 필요한 정보를 수집하는 과정에서 발생하는 문제로 확인되었다.

〈표 2〉 표본의 기업—연도별 분포

회사명 : 산업분류코드 ¹¹⁾	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	합계
㈜LS : 71511	1		1	1	1	1	1	1	1	1	1	10
㈜NICE홀딩스 : 71531	1	1	1	1	1		1	1	1	1	1	10
㈜S&T홀딩스 : 71511	1		1	1	1	1	1	1	1	1	1	10
㈜넥센 : 221		1	1	1	1	1		1	1	1	1	9
㈜녹십자홀딩스 : 71531	1	1	1		1	1	1	1	1	1	1	10
㈜동성코퍼레이션 : 71531					1	1	1		1	1	1	6
㈜두산 : 71531	1	1		1	1	1	1	1	1	1	1	10
㈜디알비동일 : 71511	1	1	1	1	1	1	1		1	1	1	10
㈜삼양홀딩스 : 71511	1	1	1	1		1	1	1	1	1	1	10
㈜서연 : 71511	1	1	1			1	1		1	1	1	8
㈜종근당홀딩스 : 212	1	1	1	1	1			1	1		1	8
㈜코오롱 : 71511	1		1		1	1	1	1	1	1	1	9
㈜풀무원 : 107	1			1					1		1	4
㈜풍산홀딩스 : 71511	1		1	1	1	1	1	1	1	1	1	10
SK㈜ : 71511				1	1		1	1		1	1	6
대성홀딩스㈜ : 71531	1	1			1	1	1	1			1	7
동아쏘시오홀딩스㈜ : 71511	1	1	1			1			1	1	1	7
동원시스템즈㈜ : 222	1	1	1	1	1	1	1	1		1		9
디와이㈜ : 71511	1	1	1	1	1	1	1		1	1	1	10
아세아㈜ : 71531		1	1	1	1	1		1	1	1	1	9
알보젠코리아㈜ : 212	1	1		1		1	1	1				6
케이씨그린홀딩스㈜ : 71511	1	1	1				1	1	1	1	1	8
코스맥스비티아이㈜ : 71511	1	1	1	1	1	1				1	1	8
한국콜마홀딩스㈜ : 71511		1	1	1	1		1			1		6
한국타이어월드와이드㈜ : 71511						1		1	1	1	1	5
한미사이언스㈜ : 71511			1		1	1	1	1		1	1	7
한세에스24홀딩스㈜ : 1419	1	1			1	1			1		1	6
한솔홀딩스㈜ : 71511	1	1	1	1	1	1					1	7
합 계	21	19	20	18	21	22	19	18	20	22	25	225

11) 산업분류코드는 한국표준산업분류10차 세세분류이다. 71511은 제조업 회사본부, 71531은 경영컨설팅업, 221은 고무제품 제조업, 212는 의약품 제조업, 107은 기타 식품 제조업, 222는 플라스틱제품 제조업, 1419는 기타 봉제의복 제조업을 나타낸다.

<표 2>는 산업 및 연도별 효과의 필요성을 제시하고 있으므로 본 연구의 실증분석에서 산업 및 연도별 효과를 통제하였다. 그리고 최근까지 지주회사의 업종분류는 단일화되어 있었으나 2018년 12월 “유가증권시장 상장규정 시행세칙” 제132조(업종분류기준) 개정으로 지주회사 전환 업종분류 기준 중 매출액 기준이 신설되어 현실적인 업종분류가 이루어지기 시작하였다. 지주회사의 경우 한국표준산업분류에 따라 분류하되, 특정 산업부분의 매출액이 연결재무제표상 50% 이상인 경우에는 해당 산업의 업종으로 분류되며, 업종분류와 관련된 경영계획 등 자료를 바탕으로 공식실현 및 투자자 보호 등을 종합적으로 고려하여 업종을 분류할 수 있다.¹²⁾

2. 주요변수의 기술통계량과 상관관계

<표 3>에서는 본 연구의 실증분석에서 사용되고 있는 각 변수들의 기술통계량을 보여주고 있다. 기술통계량으로는 각 변수들의 평균(중위수) 및 표준편차 그리고 4분위수 중 1분위수와 3분위수를 보여주고 있다.

<표 3>을 살펴보면, 본 연구의 종속변수로 사용된 투자효율성 측정치의 절댓값(ABS_RINV)의 평균(중위수)은 1.433(0.932)이고, 표준편차는 2.007로 나타나 전경민 외(2018)의 평균과 중위수보다 다소 높은 것으로 나타났다. 이는 지주회사로 전환한 기업으로 표본을 한정하여 표본의 차이로 인해 발생한 것으로 판단된다.

외국인지분율(FOR)과 재량적 발생액의 절댓값(ABS_DA)의 평균(중위수)은 각각 8.720(7.410)과 0.057(0.035)로 이현주 외(2014)의 평균과 중위수보다 다소 낮은 분포를 제시하고 있다.¹³⁾

기타 통제변수들의 기술통계량을 살펴보면, SIZE의 평균(중위수)은 26.679(26.410)이고, MB의 평균(중위수)은 1.465(1.046)로 나타나 평균과 중위수가 큰 차이가 없는 것으로 나타났으며, 전경민 외(2018)의 평균과 중위수와 비슷한 것으로 나타났다. LEV의 평균(중위수)은 0.641(0.490), FCF는 0.146(0.128)으로 나타났다. ROA의 평균(중위수)은 0.050(0.031)으로 나타났으며, CFO_SALE는 0.125(0.092), SD_CFO는 0.043(0.036) 그리고 SD_SALE는 0.232(0.131)로 나타나 전경민 외(2018)의 평균 및 중위수와 비슷한 것으로 나타났다. TANG의 평균(중위수)은 0.147(0.107)로 나타났으며 AGE_Year의 평균(중위수)은 32.367(30.750)로 나타났다.

<표 4>는 실증분석에 사용된 주요변수들 간의 Pearson 상관관계를 보여준다. 지주회사 전환 여부(HC)와 투자효율성 측정치의 절댓값은 통계적으로 유의한 음(-)의 상관관계를 가지는 것으로 나타났다. 통제변수의 영향을 통제하지 않은 상태에서 두 변수들 간의 관계를 보여주는 것이지만, 이는 지주회사 전환 이후 투자효율성 측정치의 절댓값이 감소한다는 본 연구의 예측과 일관된 결과를 제시하고 있다. 그리고 지주회사 전환은 외국인지분율 간의 유의한 양(+)의 상

12) 유가증권시장 상장규정 시행세칙에 관한 의견과 정보를 제공해 주신 익명의 심사자에게 감사드립니다.

13) 이현주 외(2014)의 연구에서는 외국인지분율의 평균이 15.2%이고 중위수는 10.8%이다.

관관계가 있음을 제시하고 있고, 지주회사 전환과 재량적 발생액의 절댓값은 유의한 음(-)의 상관관계를 가지는 것으로 나타났다. 그리고 외국인지분율은 투자효율성 측정치의 절댓값과 유의한 음(-)의 상관관계를 가지며, 재량적 발생액의 절댓값과 투자효율성 측정치의 절댓값은 유의한 양(+)의 상관관계가 있는 것으로 나타났다. 그리고 <표 4>에 제시된 독립변수들 간 다중공선성 분석결과, 다중공선성을 판단하는 분산팽창지수(VIF : Variance Inflation Factor)값이 10보다 낮은 3.25 이하로 나타나 분산팽창지수가 10이상의 값은 제시하지 않았다.¹⁴⁾

<표 3> 주요변수의 기술통계량 (N=225)

Variables	Mean	St. Dev	25%	Median	75%
ABS_RINV	1.433	2.007	0.246	0.932	1.897
ABS_DA	0.057	0.059	0.016	0.035	0.078
LEV	0.641	0.618	0.180	0.490	0.882
ROA	0.050	0.226	0.015	0.031	0.055
SIZE	26.679	1.186	25.902	26.410	27.305
FCF	0.146	0.231	0.028	0.128	0.237
MB	1.465	1.528	0.715	1.046	1.614
CFO_SALE	0.125	4.657	0.026	0.092	0.204
SD_CFO	0.043	0.035	0.020	0.036	0.053
SD_SALE	0.232	0.272	0.057	0.131	0.348
TANG	0.147	0.146	0.021	0.107	0.232
FOR	8.720	6.244	4.180	7.410	12.570
AGE_Year	32.367	12.855	19.250	30.750	43.750

1) 변수의 설명 : ABS_RINV_{it}는 투자효율성 모형에서 추정한 잔차의 절댓값, HC_{it}는 지주회사로 전환한 이후 기간이면 1, 전환 이전 기간이면 0, ABS_DA_{it}는 수정존스모형으로 산출된 재량적 발생액의 절댓값, LEV_{it}는 부채비율(=총부채/총자산), ROA_{it}는 총자산수익률(=당기순이익/기초총자산), SIZE_{it}는 총자산의 자연로그 값, FCF_{it-1}는 t-1기 잉여현금흐름으로 순이익+감가상각비-유형고정자산변동-순운전자본변동을 기초총자산로 나눈값, MB_{it}는 보통주 시가총액/총자산, CFO_SALE는 영업활동으로 인한 현금흐름/매출액, SD_CFO는 t-1기부터 t-3기까지 영업현금흐름의 표준편차, SD_SALE는 t-1기부터 t-3기까지 매출액의 표준편차, TANG_{it}는 유형자산비율(유형자산/총자산), FOR_{it}은 외국인지분율, AGE_Year_{it}은 개별기업의 나이.

14) 다중공선성에 관한 분석 결과인 분산팽창지수는 <표 4>에 제시하였으며 Mean VIF값이 1.85로 1에 근접한 수치를 제시하였다.

〈표 4〉 주요변수 간의 상관관계 (N=225)

Variables	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14
1. HC	1													
2. ABS_RINV	-0.117*	1												
3. ABS_DA	-0.291***	0.181***	1											
4. LEV	-0.545***	-0.046	0.287***	1										
5. ROA	-0.109*	0.039	-0.022	-0.066	1									
6. SIZE	0.320***	-0.171**	-0.121*	-0.069	0.034	1								
7. FCF	-0.153***	0.037	0.192***	0.132**	0.344***	-0.135**	1							
8. MB	-0.039	-0.122*	0.135**	0.263***	-0.013	0.478***	0.106	1						
9. CFO_SALE	-0.062	0.214***	0.067	0.005	0.149**	0.046	0.091	0.002	1					
10. SD_CFO	-0.326***	0.028	0.081	0.349***	0.055	-0.253***	0.246***	0.048	0.008	1				
11. SD_SALE	0.108	0.064	0.087	0.071	-0.052	-0.135**	0.196***	-0.056	-0.037	0.428***	1			
12. TANG	-0.684***	-0.002	0.098	0.462***	-0.035	-0.1950**	-0.324***	-0.048	-0.000	0.117*	-0.208***	1		
13. FOR	0.188**	-0.294***	-0.200***	-0.092	-0.074	0.254***	-0.069	0.123*	0.033	-0.152**	0.006	-0.150**	1	
14. AGE_Year	0.009	0.050	-0.035	-0.149**	0.077	0.227**	-0.116*	-0.227***	0.001	-0.179***	-0.151***	0.155**	-0.081	1

1) ***, **, * : 각각 1%, 5% 그리고 10% 수준에서 유의함을 의미함.

2) 변수설명은 <표 3> 참조.

3. 실증분석 결과

지주회사 전환과 기업지배구조 그리고 투자효율성에 관한 선행연구를 살펴보면, 지주회사 전환은 소유구조의 변화를 통해 기업지배구조를 개선시키고, 기업지배구조의 개선은 대리인 비용과 정보비대칭을 감소시켜 투자효율성을 증가시키고 있음을 나타내고 있다. 그리고 지주회사 전환여부는 외국인지분율과 회계투명성 그리고 기업가치를 증가시키고, 이익조정을 감소시킨다. 이러한 결과는 지주회사 전환으로 인한 기업지배구조의 개선과 회계이익의 질의 향상은 투자효율성을 증가시킬 수 있음을 제시한다.

<표 5>는 지주회사 전환여부가 투자효율성에 미치는 영향을 검증한 회귀분석 결과를 보여주고 있다.

<표 5> 가설 검증결과

$$\begin{aligned} \text{ABS_RINV}_{i,t} = & \beta_0 + \beta_1 \text{HC}_{i,t} + \beta_2 \text{ABS_DA}_{i,t} + \beta_3 \text{LEV}_{i,t} + \beta_4 \text{ROA}_{i,t} + \beta_5 \text{SIZE}_{i,t} \\ & + \beta_6 \text{FCF}_{i,t-1} + \beta_7 \text{MB}_{i,t} + \beta_8 \text{CFO_SALE}_{i,t} + \beta_9 \text{SD_CFO}_{i,t} + \beta_{10} \text{SD_SALE}_{i,t} \\ & + \beta_{11} \text{TANG}_{i,t} + \beta_{12} \text{FOR}_{i,t} + \beta_{13} \text{AGE_Year}_{i,t} + \beta_{14} \sum \text{YD} + \beta_{15} \sum \text{IND} + \epsilon_{i,t} \end{aligned}$$

Variable	Dependent Variable = ABS_RINV(비기대투자수준의 절댓값)		
	Estimates	(t-value)	VIF
Intercept	64.440	1.60	0.00
HC	-14.748	-2.79***	3.23
ABS_DA	5.347	2.17**	1.25
LEV	-3.625	-1.12	1.88
ROA	-3.560	-0.06	1.24
SIZE	2.230	1.38	1.73
FCF	5.111	0.64	1.95
MB	-4.255	-0.37	1.58
CFO_SALE	2.248	2.69***	1.38
SD_CFO	3.861	0.83	1.64
SD_SALE	0.686	1.12	1.44
TANG	-3.156	-1.89*	3.25
FOR	-7.767	-3.50***	1.14
AGE_Year	1.581	1.30	1.43
YD	Included		
IND	Included		
F-value	2.33***		
Adj.R ²	0.124		
N	225		

1) ***, **, * : 각각 1%, 5% 그리고 10% 수준에서 유의함을 의미함.

2) 변수설명은 <표 3> 참조.

<표 5>의 결과를 살펴보면, 선행연구에서 제시하고 있는 투자효율성에 미치는 독립변수의 효과를 통제된 후에도 HC의 회귀계수는 유의한 음(-)의 값을 보여 가설과 일관된 결과를 나타내고 있다. 따라서 지주회사 전환여부는 투자효율성 측정치의 절댓값과 유의한 음(-)의 관련성을 가지고 있으며, 지주회사로 전환한 기업은 전환 이전보다 전환 이후 비효율적 투자가 완화되어 투자효율성이 증가하고 있음을 제시하고 있다. 이러한 결과는 선행연구에서 제시하고 있는 지주회사 전환으로 인한 순기능과 일관된 결과를 제시한다.

통제변수인 재무적 발생액의 절댓값(ABS_DA)은 유의한 양(+)의 값을 나타내고 있다. 따라서 회계이익의 질이 낮을수록 비효율적 투자가 증가하고 있음을 제시하고 있다. 현금수반성(CFO_SALE)은 유의한 양(+)의 관련성이 있음을 나타내어 현금흐름이 높을수록 과잉투자와 과소투자를 많이 한다는 것을 제시한다. 외국인지분율(FOR)은 유의한 음(-)의 값을 나타내고 있어, 외국인지분율이 증가할수록 투자효율성이 증가하고 있음을 제시하고 있다. 그리고 유형자산 집중도(TANG)는 유의한 음(-)의 값을 나타내어 유형자산의 집중도가 클수록 투자효율성이 증가하고 있음을 제시하고 있다. 통제변수 LEV, ROA, SIZE, FCF, MB, SD_CFO, SD_SALE 그리고 AGE_Year은 유의한 값을 보이지 않았다.

<표 5>의 결과를 정리해보면, 지주회사 전환여부는 경영자의 비효율적 투자의사결정을 완화시키는 역할을 하고 있음을 알 수 있다. 구체적으로 지주회사 전환은 기업지배구조를 개선시키고 회계이익의 질을 향상시켜 투자효율성을 증가시키는 역할을 하고 있음을 시사하고 있다.

4. 추가분석

<표 5>에서 식(2)를 분석한 결과는 종속변수를 투자효율성 측정치의 잔차에 절댓값을 취하여 분석한 것으로 지주회사 전환으로 인한 기대효과가 양(+)의 비효율적 투자를 감소시키는 것인지 아니면 음(-)의 비효율적 투자를 감소시키는 것인지를 분석하지 못한다.¹⁵⁾ 따라서 지주회사 전환여부가 양(+)의 비효율적 투자와 음(-)의 비효율적 투자에 미치는 영향을 분석하기 위하여 전체표본을 양(+)의 비효율적 투자와 음(-)의 비효율적 투자 표본으로 나누어 식(2)를 추가 분석하였다. 최중서·곽영민(2010)은 McNichols and Stubben(2008)의 모형을 통하여 추정된 잔차가 양(+)의 값을 가지면 과잉투자 집단으로 더미변수를 사용하여 과잉투자성향을 분석하였다. 그리고 김상미·한중수(2015), 이보미·백원선(2015), 김경혜(2015), 전경민 외(2018), 이미영 외(2019) 그리고 이서연 외(2019)는 McNichols and Stubben(2008)의 모형을 이용하여 산출된 잔차의 값이 양(+)일 경우 과대투자수준으로 음(-)일 경우 과소투자수준으로 구분하여 분석하였다. 선행연구를 바탕으로 종속변수를 식(1)의 잔차가 0보다 큰 값인 양(+)의 비효율적 투자수

15) 잔차의 절댓값을 이용할 경우, 두 비효율적 투자의 효과가 상쇄되어 해석상의 어려움이 존재함으로 추가분석에 관한 필요성을 제시해 준 익명의 심사자에게 감사드립니다.

준(Over-inv)과, 잔차가 0보다 작은 값인 음(-)의 비효율적 투자수준(Under-inv)으로 구분하였다. 전체표본의 225개(기업-년) 중 양(+)의 비효율적 투자수준에 속하는 표본은 129개(기업-년)이고, 음(-)의 비효율적 투자수준에 속하는 표본은 96개(기업-년)이다.

<표 6>의 모형(1)은 지주회사 전환여부와 양(+)의 비효율적 투자 간의 관련성에 대해 분석한 결과이다. 종속변수는 식(1)에서 잔차가 0보다 큰 값을 가지는 비효율적 투자수준으로 Over-inv이다. <표 6>의 모형(1)을 살펴보면, 지주회사 전환여부는 투자효율성 측정치와 유의한 음(-)의 값을 제시하고 있다. 따라서 지주회사 전환여부는 양(+)의 비효율적 투자 경향을 감소시킨다는 것을 제시하고 있다.

<표 6>의 모형(2)는 지주회사 전환여부와 음(-)의 비효율적 투자 간의 관련성에 대해 분석한 결과이다. 종속변수는 식(1)에서 잔차가 0보다 작은 값을 가지는 비효율적 투자수준으로 Under-inv이다.¹⁶⁾ <표 6>의 모형(2)를 살펴보면, 지주회사 전환여부는 투자효율성 측정치와 유의하지 않은 음(-)의 값을 제시하고 있다. 따라서 지주회사 전환여부는 음(-)의 비효율적 투자 수준을 감소시키는 역할은 하지 못하고 있음을 제시하고 있다. 따라서 지주회사 전환은 양(+)의 비효율적 투자수준을 감소시켜서 투자효율성을 향상시키고 있음을 나타낸다.

<표 7>은 지주회사 전환으로 인한 기대효과인 기업지배구조와 회계이익의 질의 개선을 식(2)의 교호작용 변수로 이용하여 추가분석한 결과이다. <표 7>의 모형(1)은 지주회사 전환여부가 외국인지분율과 투자효율성 측정치의 절댓값 간에 음(-)의 관련성에 추가적인 역할을 하는지를 분석한 것이다.¹⁷⁾ 그리고 모형(2)는 지주회사 전환여부가 재무적 발생액의 절댓값과 투자효율성 측정치의 절댓값 간에 양(+)의 관련성에 추가적인 역할을 하는지를 분석한 것이다.

<표 7>의 모형(1)을 살펴보면, 외국인지분율은 투자효율성 측정치의 절댓값과 유의한 음(-)의 관련성을 가지고 있고, 외국인지분율과 지주회사 전환여부 간에 교호작용 변수의 회귀계수 값도 유의한 음(-)의 값을 제시하고 있어 <표 5>와 일관된 결과를 제시하고 있다. 이러한 결과는 지주회사 전환여부가 외국인지분율과 투자효율성 측정치의 절댓값 간에 음(-)의 관련성에 추가적인 역할을 하고 있음을 제시하고 있다. 즉, 지주회사 전환 여부는 기업지배구조의 대응치인 외국인지분율을 증가시켜 투자효율성을 향상시키고 있음을 시사한다.

16) 음(-)의 비효율적 투자의 경우, 해석상의 편의를 위해 잔차 값에 (-1)을 곱하여 음(-)의 비효율적 투자가 심할수록 투자효율성 측정치의 값이 커지도록 변환하였다.

17) 기업지배구조의 대응치로 외국인지분율을 사용한 이유는 본 연구가 경영자의 비효율적 투자의사결정에 관하여 분석하기 때문이다. 즉, 기업지배구조의 대응치는 외국인지분율 이외에도 많은 변수(감사위원회, 이사회 특성, 최대주주지분율 등)가 있지만 외국인투자자에 관한 선행연구들을 살펴보면 외국인투자자는 정보의 수집 및 분석능력이 뛰어나 투자수익률이 높고 효과적인 경영감시자 역할을 한다. 또한, 외국인투자자는 재무분석가 수가 많고, 이익예측오차와 정보비대칭이 낮은 기업을 선호하기 때문에 지주회사 전환여부와 상호작용 효과로 경영자의 비효율적 투자의사결정에 영향을 미칠 가능성이 높을 것으로 판단하였다.

〈표 6〉 추가분석 : 양(+)의 비효율적 투자와 음(-)의 비효율적 투자

$$\begin{aligned}
RINV_{i,t} = & \beta_0 + \beta_1 HC_{i,t} + \beta_2 ABS_DA_{i,t} + \beta_3 LEV_{i,t} + \beta_4 ROA_{i,t} + \beta_5 SIZE_{i,t} \\
& + \beta_6 FCF_{i,t-1} + \beta_7 MB_{i,t} + \beta_8 CFO_SALE_{i,t} + \beta_9 SD_CFO_{i,t} + \beta_{10} SD_SALE_{i,t} \\
& + \beta_{11} TANG_{i,t} + \beta_{12} FOR_{i,t} + \beta_{13} AGE_Year_{i,t} + \beta_{14} \Sigma YD + \beta_{15} \Sigma IND + \epsilon_{i,t}
\end{aligned}$$

Variable	Dependent Variable=RINV(비기대투자수준)	
	RINV > 0 : 양(+)의 비효율적 투자	RINV < 0 : 음(-)의 비효율적 투자
	Model(1)	Model(2)
	Estimates (t-value)	Estimates (t-value)
Intercept	30.570 0.45	73.862 1.70*
HC	-23.301 -2.95***	-5.541 0.77
ABS_DA	11.592 2.32**	2.148 0.10
LEV	-7.360 -1.39	-8.520 -0.25
ROA	-5.464 -0.59	-15.358 -0.42
SIZE	1.291 0.48	2.606 1.46
FCF	0.942 0.06	1.389 0.17
MB	-0.925 -0.57	0.726 0.47
CFO_SALE	1.266 0.35	-8.491 -1.74*
SD_CFO	3.742 0.34	5.131 1.42
SD_SALE	4.290 0.44	1.061 1.00
TANG	4.904 1.72*	1.114 0.62
FOR	-6.562 -1.69*	-1.077 -5.12***
AGE_Year	2.595 1.41	0.837 0.56
YD	Included	Included
IND	Included	Included
F-value	2.84***	2.29***
Adj.R ²	0.245	0.237
N	129	96

1) ***, **, * : 각각 1%, 5% 그리고 10% 수준에서 유의함을 의미함.

2) 변수설명은 <표 3> 참조.

〈표 7〉 추가분석 : 교호작용 효과

$$\begin{aligned}
 \text{ABS_RINV}_{i,t} = & \beta_0 + \beta_1 \text{HC}_{i,t} + \beta_2 \text{FOR}_{i,t} + \beta_3 \text{ABS_DA}_{i,t} + \beta_4 \text{FOR}_{i,t} \cdot \text{HC}_{i,t} (\text{ABS_DA}_{i,t} \cdot \text{HC}_{i,t}) + \beta_5 \text{LEV}_{i,t} \\
 & + \beta_6 \text{ROA}_{i,t} + \beta_7 \text{SIZE}_{i,t} + \beta_8 \text{FCF}_{i,t-1} + \beta_9 \text{MB}_{i,t} + \beta_{10} \text{CFO_SALE}_{i,t} + \beta_{11} \text{SD_CFO}_{i,t} \\
 & + \beta_{12} \text{SD_SALE}_{i,t} + \beta_{13} \text{TANG}_{i,t} + \beta_{14} \text{AGE_Year}_{i,t} + \beta_{15} \sum \text{YD} + \beta_{16} \sum \text{IND} + \epsilon_{i,t}
 \end{aligned}$$

Variable	Dependent Variable=Abs_RINV(비기대투자수준의 절댓값)	
	Model(1)	Model(2)
	Estimates (t-value)	Estimates (t-value)
Intercept	6.808 1.68*	6.538 1.62
HC	-18.519 -2.86***	-11.423 -1.82*
FOR	-10.47 -3.02***	-7.717 -3.46***
ABS_DA	5.119 2.05**	6.927 2.34**
FOR×HC	-4.550 -2.41**	
ABS_DA×HC		-5.266 -1.67*
LEV	-3.764 -1.16	-3.761 -1.16
ROA	-0.967 -0.15	-0.625 -0.09
SIZE	-2.301 -1.76*	-2.405 -1.48
FCF	-4.455 -0.53	-3.724 -0.45
MB	-3.086 -0.27	-2.236 -0.19
CFO_SALE	0.260 0.09	0.001 0.00
SD_CFO	-4.106 -0.87	-3.592 -0.76
SD_SALE	6.475 1.05	6.308 1.02
TANG	-3.082 -1.84*	-3.001 -1.79*
AGE_Year	1.517 1.79*	1.699 1.39
YD	Included	Included
IND	Included	Included
F-value	2.18***	2.17***
Adj.R ²	0.120	0.119
N	225	225

1) ***, **, * : 각각 1%, 5% 그리고 10% 수준에서 유의함을 의미함.

2) 변수설명은 <표 3> 참조.

그리고 <표 7>의 모형(2)를 살펴보면, 재량적 발생액의 절댓값은 투자효율성 측정치의 절댓값과 유의한 양(+)의 관련성을 가지고 있고, 재량적 발생액의 절댓값과 지주회사 전환여부 간에 교호작용 변수의 회귀계수 값은 유의한 음(-)의 값을 제시하고 있어 <표 5>와 일관된 결과를 제시하고 있다. 이러한 결과는 지주회사 전환여부가 재량적 발생액의 절댓값과 투자효율성 측정치의 절댓값 간에 양(+)의 관련성에 추가적인 역할을 하고 있음을 나타내고 있다. 즉, 지주회사 전환 여부는 회계이익의 질의 대용치인 재량적 발생액의 절댓값을 감소시켜 투자효율성을 향상시키고 있음을 시사한다.

<표 8>은 지주회사 전환여부가 기업의 투자효율성에 미치는 영향을 분석하기 위하여 2단계 최소제곱법을 이용하여 추가분석한 결과이다. 지주회사 전환여부는 투자효율성에 영향을 미칠 수 있지만 한편으로는 효율적 투자로 인한 회계이익의 질과 기업지배구조가 좋은 기업이 지주회사로 전환 여부를 결정할 수도 있다. 이러한 점에서 지주회사 전환여부가 투자효율성을 향상시킨다는 <표 5>의 연구결과는 지주회사 전환여부와 투자효율성 간의 내생성(endogeneity)을 고려하지 못한 문제점이 발생할 수 있다. 즉, 지주회사 전환여부가 기업지배구조와 소유구조를 개선시키고 회계이익의 질을 향상시켜 경영자의 투자효율성을 향상시킨다는 본 연구의 결과는 지주회사 전환으로 인한 회계이익의 질과 기업지배구조의 개선이 투자효율성을 향상시키는 유인으로 작용하여 나타난 결과일 수도 있고, 효율적 투자로 인한 회계이익의 질과 기업지배구조가 좋은 기업이 지주회사로 전환하여 나타난 결과일 수도 있다. 따라서 본 연구에서는 지주회사 전환여부와 투자효율성 간의 내생성 문제를 해결하기 위해 2단계최소제곱법(two-stage least squares)을 이용하여 추가분석을 실시하였다.

2단계최소제곱법을 통하여 지주회사 전환여부와 투자효율성 간의 관련성을 분석하기 위하여 지주회사 전환여부에 영향을 줄 수 있는 도구변수로 최대주주지분율과 지분율피리도를 사용하였다.¹⁸⁾ 지주회사는 지주회사에 대한 공정거래법의 행위제한 규정 때문에 지주회사 설립 이후 일정 유예기간이 지나고 나면 지주회사 집단 내의 계열사 간 상호출자와 순환출자는 상당 부분 해소되고, 지주회사는 자회사의 지분을 40% 이상 보유해야 하기 때문에 지주회사 전환 이후 자회사에 대한 지배주주의 지분율이 높아지고, 이로 인해 지분율피리도¹⁹⁾는 낮아진다. 이현주 외(2014)는 지주회사 전환 이전과 이후의 최대주주지분율과 지분율피리도를 분석하여 최대주주지분율은 21% 정도 상승하였고, 지분율피리도는 14% 정도 감소하여 지주회사로 전환한 기업의 소유구조가 변화된다는 것을 보고하였다. 따라서 지주회사 전환과 관련된 소유구조의 변화에 관한 특성을 나타내는 최대주주지분율과 지분율피리도를 도구변수로 선택하였다.

18) 도구변수는 적합성 검증을 통해 도구변수의 개수를 한 개로 선정하였다.

19) 지분율피리도는 의결권이 소유권(현금흐름권, 배당권)을 초과하는 비율을 나타낸다.

〈표 8〉 추가분석 : 2단계최소제곱법

$$\begin{aligned} \text{ABS_RINV}_{i,t} = & \beta_0 + \beta_1 \widehat{\text{HC}}_{i,t} + \beta_2 \text{ABS_DA}_{i,t} + \beta_3 \text{LEV}_{i,t} + \beta_4 \text{ROA}_{i,t} + \beta_5 \text{SIZE}_{i,t} + \beta_6 \text{FCF}_{i,t-1} \\ & + \beta_7 \text{MB}_{i,t} + \beta_8 \text{CFO_SALE}_{i,t} + \beta_9 \text{SD_CFO}_{i,t} + \beta_{10} \text{SD_SALE}_{i,t} + \beta_{11} \text{TANG}_{i,t} \\ & + \beta_{12} \text{FOR}_{i,t} + \beta_{13} \text{AGE_Year}_{i,t} + \beta_{14} \sum \text{YD} + \beta_{15} \sum \text{IND} + \epsilon_{i,t} \end{aligned}$$

Variable	Dependent Variable=AbsRINV(비기대투자수준의 절댓값)	
	도구변수	
	최대주주지분율	지분율과리도
	Model(1)	Model(2)
	Estimates (t-value)	Estimates (t-value)
Intercept	2.524 2.28**	3.378 1.64
$\widehat{\text{HC}}_{20}$	-2.668 -1.97**	-2.748 -3.61***
ABS_DA	2.059 2.43**	2.143 2.77***
LEV	-0.290 -0.02	0.710 0.04
ROA	-0.162 -0.00	-2.360 -0.11
SIZE	-1.715 -0.26	-2.280 -1.19
FCF	-1.746 -3.42***	-1.851 -2.63***
MB	-7.267 -2.27**	-8.422 -2.75***
CFO_SALE	-1.405 -1.01	-1.813 -0.70
SD_CFO	-4.730 -3.21***	-4.256 -0.56
SD_SALE	1.982 0.58	2.603 0.36
TANG	-6.878 -1.53	-6.950 -1.68*
FOR	-1.458 -2.77***	-2.078 -3.00***
AGE_Year	3.621 0.94	4.175 0.95
YD	Included	Included
IND	Included	Included
F-value	18.52***	17.89***
Adj. R ²	0.1083	0.1086
N	225	225

1) ***, **, * : 각각 1%, 5% 그리고 10% 수준에서 유의함을 의미함.

2) 변수설명은 <표 3> 참조.

20) 2단계최소제곱법에서 1단계 추정 후 지주회사 전환의 예측치이다.

<표 8>의 결과를 살펴보면, 모형(1)과 모형(2)에서 지주회사 전환 여부($H\hat{C}$)의 회귀계수는 유의한 음(-)의 값으로 나타났다. 이러한 결과는 <표 5>의 결과와 일관된 것으로 지주회사 전환 여부는 경영자의 비효율적 투자를 완화시키는 역할을 하여 기업의 투자효율성을 향상시킨다는 것을 시사한다.

V. 결 론

본 연구의 목적은 지주회사 전환여부가 투자효율성에 미치는 영향을 분석하는 것이다. 지주회사 전환과 관련된 선행연구에서는 전반적으로 지주회사 전환은 기업지배구조를 개선시키고, 이익조정을 감소시키며, 회계투명성과 회계정보의 가치관련성 및 회계이익의 질을 향상시키고 있음을 제시하고 있다. 또한, 기업지배구조는 투자효율성에 영향을 미치고 있으며, 기업지배구조가 좋은 기업일수록 투자효율성이 증가한다. 따라서 지주회사 전환은 기업지배구조와 회계이익의 질을 개선시키고 경영자의 투자효율성을 증대시키는 요인으로 작용할 것으로 기대할 수 있다. 본 연구는 선행연구에서 제시하고 있는 지주회사 체제 전환으로 인한 기대효과로 인해 기업의 투자효율성이 향상되었는지를 검증하기 위해, 지주회사 전환 이후 투자효율성 측정치의 절댓값이 감소할 것이라는 가설을 설정하여 실증분석하였다.

2008년부터 2016년 기간 동안 공정거래위원회에 지주회사로 신고한 기업을 대상으로 실증분석하였다. 분석결과, 지주회사 전환여부는 투자효율성 측정치의 절댓값과 유의한 음(-)의 관련성을 가지는 것으로 나타나 지주회사 전환 이후 경영자의 비효율적 투자의사결정이 완화되고 있음을 알 수 있다. 이러한 결과는 지주회사 체제로 전환을 하게 되면 기업지배구조와 회계이익의 질이 개선된다는 선행연구들과 일관된 결과를 제시하고 있어 지주회사 체제로의 전환을 장려하는데 대한 이론적인 뒷받침을 지지하고 있다.

본 연구는 전체표본을 양(+)과 음(-)의 비효율적 투자로 구분한 추가분석과 지주회사 전환으로 인한 기대효과인 기업지배구조와 회계이익의 질의 개선을 교호작용 변수로 사용한 추가분석 그리고 내생성 문제를 보완하기 위해 2단계최소제곱법을 이용한 추가분석을 실시하였다. 전체표본을 양(+)과 음(-)의 비효율적 투자로 나누어 분석한 추가분석 결과, 지주회사 전환은 양(+)의 비효율적 투자만 유의적으로 감소시키는 것으로 나타나, 지주회사 전환기업은 양(+)의 비효율적 투자를 감소시켜 투자효율성을 향상시키고 있음을 의미한다. 그리고 기업지배구조와 회계이익의 질의 개선을 교호작용 변수로 이용하여 추가분석 결과에서는 지주회사 전환여부는 선행연구에서 제시하고 있는 투자효율성에 영향을 미치는 외국인지분율과 재량적 발생액의 절댓값 간의 관련성에 추가적인 영향이 있는 것으로 나타났다. 또한, 내생성 문제를 보완하기 위해 2단계최소제곱법을 이용한 추가분석 결과에서도 지주회사 전환여부는 효율적 투자의사결정에

영향을 미친다는 것을 나타내고 있다.

본 연구의 공헌점은 지주회사 전환이 투자효율성에 직접적인 영향을 미치고 있음을 실증분석한 것이다. 본 연구의 결과는 지주회사 전환으로 인한 기대효과를 분석한 선행연구에 추가하여 지주회사 전환이 비효율적 투자의사결정을 완화시키는 역할을 하여 결과적으로 기업가치를 증가시키고 있음을 시사한다. 하지만 본 연구에서는 변수의 측정치를 추정하여 계산하는 과정에서 데이터의 소실이 많아 지주회사 전환시점의 모든 연도와 전체기업을 대상으로 각각 대응집단을 구성하여 분석하지 못한 한계점을 가지고 있다.

참고문헌

- 김경혜. 2015. “산업집중도와 투자효율성”. 국제회계연구 제60집 : 29-48.
- 김상미 · 한중수. 2015. “4분기 투자효율성과 회계정보의 질”. 회계정보연구 제33권 제4호 : 371-401.
- 김상일 · 최원욱. 2013. “재벌의 지주회사 전환이 소유집중과 이익조정에 미치는 영향”. 회계학연구 제38권 제4호 : 369-401.
- 김은호 · 박종국. 2015. “인적분할을 통한 지주회사의 전환이 사업자회사의 주가수익률에 미치는 영향”. 글로벌경영학회지 제12권 제2호 : 223-252.
- 김지홍 · 신현한 · 고재민. 2009. “지주회사 전환이 이익조정에 미치는 영향”. 회계정보연구 제27권 제4호 : 147-180.
- 김현아 · 최우석 · 최승욱. 2014. “이사회의 독립성 및 전문성과 투자효율성”. 경영학연구 제43권 제4호 : 1343-1378.
- 김현진. 2015. “내부회계관리제도와 투자효율성”. 국제회계연구 제62집 : 1-26.
- 김현진 · 김혜리. 2017. “최고경영자의 재량권과 인구통계학적 특성이 투자효율성에 미치는 영향”. 경영연구 제32권 제3호 : 117-144.
- 라채원 · 고운성. 2009. “지주회사제도 도입 효과 및 사례에 관한 연구”. 산업경제연구 제22권 제5호 : 2231-2248.
- 박선영. 2016. “가족지배와 기업의 자본투자의사결정 효율성간의 관련성”. 회계연구 제21권 제5호 : 51-70.
- 박선영 · 배한수. 2011. “재무보고의 질과 기업지배구조가 기업의 투자효율성에 미치는 영향”. 회계정보연구 제29권 제4호 : 363-391.
- 박수연 · 정 훈 · 고창열. 2016. “DEA로 측정한 경영자 능력이 기업의 투자효율성에 미치는 영향”. *Korea Business Review* 제20권 제4호 : 255-275.
- 박영석 · 김남곤. 2007. “기업지배구조와 기업가치 : 투자효율성과 대리인 비용을 중심으로”. 경영학연구 제36권 제5호 : 1203-1232.
- 박준호 · 진승화 · 차상권. 2014. “경영자지분율이 기업의 과잉투자 성향에 미치는 영향”. 상업교육연구 제28권 제5호 : 491-510.
- 박진하 · 권대현. 2012. “외국인주주의 지분율이 기업의 투자효율성에 미치는 영향”. 회계학연구 제37권 제3호 : 277-307.
- 반혜정. 2011. “기업지배구조에 따른 회계정보의 질과 투자의 효율성”. 대한경영학회지 제24권 제5호 : 3079-3096.
- 반혜정 · 신성호 · 박경원. 2012. “경영자의 단기지향성과 기업지배구조가 자본적 투자활동에 미치는 영향”. 회계연구 제17권 제3호 : 323-350.
- 배한수 · 김경화 · 우미진. 2013. “기업지배구조가 과소투자에 미치는 영향”. 국제회계연구 제49

집 : 339-362.

- 선우혜정 · 최종학 · 이병희. 2010. “지분율 피리도가 재무분석가의 이익예측치오차에 미치는 영향”. 회계학연구 제35권 제2호 : 1-34.
- 신유진 · 변지호. 2014. “지주회사 전환에 따른 자회사의 비정상수익률과 경영성과 분석”. 경영논총 제32집 제1호 : 81-106.
- 이미영 · 이서연 · 이현주. 2019. “재량원가가 투자효율성에 미치는 영향”. 회계 · 세무와 감사연구 제61권 제2호 : 251-284.
- 이보미 · 백원선. 2015. “투자효율성이 회계이익의 지속성과 가치관련성에 미치는 영향”. 경영학연구 제44권 제5호 : 1277-1304.
- 이서연 · 이현주 · 권선국. 2019. “감사인의 감사노력이 기업의 투자효율성에 미치는 영향”. 회계 · 세무와 감사연구 제61권 제3호 : 33-61.
- 이석영 · 유상열. 2004. “회사분할을 이용한 지주회사 설립과 계열분리-LG화학 사례를 중심으로”. 관리회계연구 제4권 제1호 : 23-53.
- 이준일. 2015. “내부통제의 취약점과 투자효율성 : 한국의 증거”. 회계학연구 제40권 제2호 : 109-149.
- 이현주 · 정현욱 · 이강일. 2014. “지주회사 전환이 외국인지분율에 미치는 영향”. 회계학연구 제39권 제1호 : 77-116.
- 임상균 · 이문영 · 황인이. 2014. “대규모기업집단 소속기업의 투자효율성”. 회계학연구 제39권 제3호 : 91-134.
- 장승욱 · 윤상용. 2017. “기업의 고유위험이 투자의사결정에 미치는 영향”. *Korea Business Review* 제32권 제3호 : 171-189.
- 장지영 · 김지령. 2015. “최고경영자의 특성이 투자효율성에 미치는 영향”. 회계 · 세무와 감사연구 제57권 제1호 : 1-31.
- 전경민 · 신영직 · 김현표. 2018. “외국인 임원과 기업의 투자효율성”. 회계학연구 제43권 제1호 : 119-165.
- 정진향 · 홍지윤. 2012. “지주회사전환이 재무분석가의 이익예측정확성에 미치는 영향”. 상업교육연구 제26권 제2호 : 245-265.
- 지현미 · 박홍조 · 이영한. 2008. “지주회사 전환이 이익조정과 가치관련성에 미치는 영향”. 회계정보연구 제26권 제3호 : 89-111.
- 정현욱 · 이현주 · 이강일. 2013. “지주회사 전환이 자기자본비용에 미치는 영향”. 회계정보연구 제31권 제2호 : 107-140.
- 조용미 · 홍창목. 2011. “지주회사 전환이 기업지배구조에 미치는 영향”. 상업교육연구 제25권 제4호 : 205-240.
- 조정은 · 최아름. 2016. “산업 내 기업간 경쟁이 투자효율성에 미치는 영향”. 세무와 회계저널

- 제17권 제3호 : 189-230.
- 조형진 · 김미옥 · 정형록. 2014. “지분율과리도와 투자이상현상”. 회계학연구 제39권 제6호 : 189-227.
- 최수미 · 임묘경. 2009. “지주회사의 지배구조와 이익의 질”. 회계저널 제18권 제4호 : 207-239.
- 최승욱. 2016. “재무제표 비교가능성이 기업의 투자효율성에 미치는 영향”. 회계저널 제25권 제5호 : 209-241.
- 최성규 · 김경민. 2005. “부채비율과 경영자의 이익조절”. 회계학연구 제30권 제3호 : 113-145.
- 최정호. 2007. “기업지배구조와 이익의 질”. 경영학연구 제36권 제2호 : 527-549.
- 최정호 · 김명서 · 홍수희. 2013. “이사회 특성과 투자효율성”. 국제회계연구 제50권 : 369-398.
- 최종서 · 곽영민. 2010. “경영자의 과잉투자성향과 이익조정의 관련성”. 회계학연구 제35권 제4호 : 75-131.
- Ashbaugh-Skaife, H., D. W. Collins, and R. Lafond. 2006. “The Effects of Corporate Governance of Firms’ Credit Ratings”. *Journal of Accounting and Economics* 42 : 203-243.
- Bates, T. W. 2005. “Asset sales, investment opportunities, and the use of proceeds”. *Journal of Finance* 60 : 105-135.
- Bebchuk, L., R. Kraakman, and G. Triantis. 1999. “Stock pyramids and dual class equity : The creation and agency costs of separating control from cash flow rights”. NBER Working Paper 6951.
- Bebchuk, L., M. Cremers, and U. Peyer. 2011. “The CEO pay slice”. *Journal of Financial Economics* 102 : 199-221.
- Biddle, G., G. Hilary, and R. S. Verdi. 2009. “How does financial reporting quality relate to investment efficiency?”. *Journal of Accounting and Economics* 48 (2) : 112-131.
- Byun, H. 2007. “The Cost of Debt Capital and Corporate Governance Practices”. *Asia Pacific Journal of Financial Studies* 36 : 765-806.
- Byun, H., L. Hwang, and S. Kwak. 2008. “The Implied Cost of Equity Capital and Corporate Governance Practices”. *Asia Pacific Journal of Financial Studies* 37 : 139-184.
- Cheng, C., D. Collins, and H. Huang. 2006. “Shareholder Rights, Financial Disclosure and the Cost of Equity Capital”. *Review of Quantitative Finance and Accounting* 27 : 175-204.
- Claessens, S., S. Djankov, J. Fan, and L. Lang. 2002. “Disentangling the Incentive and Entrenchment Effects of Large Shareholdings”. *Journal of Finance* 57 (6) : 2741-2771.
- Degryse, H. A., and A. de Jong. 2006. “Investment Spending in the Netherlands : The Impact of Liquidity and Corporate Governance”. *International Journal of Industrial Organization*

24 : 125—147.

- Ferrira, M., and P. Matos. 2008. “The Colors of Investors’ Money : The Role of Institutional Investors Around the World”. *Journal of Financial Economics* 88 : 499—533.
- Giannetti, M., and A. Simonov. 2006. “Which Investors Fear Expropriation? Evidence from Investors’ Portfolio Choices”. *Journal of Finance* 61 (3) : 1507—1547.
- Gibbons, R., and K. J. Murphy. 1992. “Optimal Incentive Contracts in the presence of career Concerns : Theory and Evidence”. *Journal Political Economy* 100 : 468—505.
- Harford, J. 1999. “Corporate cash reserves and acquisitions”. *Journal of Finance* 54 : 1969—1997.
- Jensen, M. C., and W. H. Meckling. 1976. “Theory of the firm : Managerial behavior, agency costs and ownership structure”. *Journal of Financial Economics* 3 : 305—360.
- Jensen, M. 1986. “Agency Costs and Free Cash Flow, Corporate Finance, and Takeovers”. *American Economic Review* 76 : 323—329.
- La Porta, R., F. Lopez-de-Silanes, A. Shleifer, and R. Vishny. 1998. “Law and finance”. *Journal of Political Economy* 106 : 1113—1155.
- La Porta, R., F. Lopez-de-Silanes, A. Shleifer, and R. Vishny. 2000. “Investor Protection and Corporate Governance”. *Journal of Financial Economics* 58 : 3—27.
- McNichols, M. F., and S. R. Stubben. 2008. “Does earnings management affect firms’ investment decisions?”. *The Accounting Review* 83 (6) : 1571—1603.
- Morck, R., A. Shleifer, and R. W. Vishny. 1988. “Management ownership and market valuation : an empirical analysis”. *Journal of Financial Economics* 20 : 293—315.
- Opler, T., Pinkowitz, L., Stulz, R., and Williamson, R. 1999. “The determinants and implications of corporate cash holdings”. *Journal of Financial Economics* 52 : 3—46.
- Richardson, S. 2006. “Over-Investment of Free Cash Flow”. *Review of Accounting Studies* 11 : 159—189.
- Shleifer, A., and R. W. Vishny. 1997. “A Survey of Corporate Governance”. *Journal of Finance* 52 (2) : 737—783
- Tobin, James. 1969. “A General Equilibrium Approach to Monetary Theory”. *Journal of Money Credit and Banking* 1 (1) : 15—29.

The Effect of Conversion to Holding Company on Investment Efficiency

Hyun-Ju Lee^{*} · Ho-young Shin^{**} · Kang-il Lee^{***}

〈Abstract〉

This study empirically analyzes whether holding company conversion affects investment decision making. If large corporate groups, which had complex mutual and circular shareholdings, switch to holding companies, the ownership of the controlling shareholders will increase, and the ownership wedge(the wedge between voting right and cash flow right) will be reduced, thereby improving corporate governance. The hypothesis of this study was established based on the expectation that the conversion to holding company would improve the corporate governance and the quality of accounting earnings, and that these expected effects would have a positive effect on investment efficiency.

The empirical analysis was conducted by setting the hypothesis that the conversion to holding company will have a negative relationship with the absolute value of the investment efficiency measure. The empirical analysis was conducted on companies belonging to the company group that reported to the Fair Trade Commission as a general holding company during the 2008–2016 period. After the transition to the holding company, the corporate governance structure and the quality of accounting earnings improved, resulting in a decrease in the absolute value of the investment efficiency measure. Therefore, it can be seen that the expected effect of switching to a holding company improves the investment efficiency.

In addition, we analyzed the effect on investment efficiency by dividing the entire sample into over-investment and under-investment. The transition to a holding company has a positive effect on the improvement of corporate governance and the quality of accounting earnings and significantly reduces over-investment. However, holding company conversion did not have a statistically significant effect on under-investment. In addition, the conversion to holding company has an additional effect on the positive relation between foreign ownership and investment efficiency, and the negative relation between absolute value of discretionary accruals

* Lecturer, Department of Accounting and Taxation, Yeungnam University, hyunjulee0328@gmail.com, First Author

** Lecturer, Business school, Yeungnam University, ho-ing@nate.com, Co-author

*** Professor, Department of Accounting and Taxation, Yeungnam University, kilee@ynu.ac.kr, Corresponding Author

and investment efficiency. Additional test using two-stage least squares employed multiple regressions and provided consistent results.

This study analyzed the effect of holding company conversion on investment efficiency by using methodology and approach that can complement existing research. In other words, using the two-stage least squares and the interaction effect, we analyzed the positive effect of the improvement of corporate governance structure and accounting information quality, due to the conversion to holding company, on investment efficiency. The results of this study are also expected to provide theoretical support for the transition of corporate governance to a holding company system and to provide investors with directions for investment decision making.

<Key words> Conversion to holding company, Investment efficiency, Corporate governance