

지주회사 체제로 전환된 자회사의 투자효율성에 대한 연구*

오원정**

〈요 약〉

지주회사 체제로 전환하게 되면 소유구조가 수직적으로 단순해짐으로써 기업지배구조가 개선됨과 동시에 지주회사 내 존재하던 사업부문을 자회사로 분리함으로써 경영효율성이 높아질 수 있다. 이러한 지주회사 체제의 장점에도 불구하고 지배주주의 지배력 집중과 지주회사 체제 밖 자회사를 이용한 자원이전 등으로 인해 지주회사 체제로의 전환이 긍정적인 효과를 갖는지에 대해 꾸준히 의문이 제기되고 있는 상황이다.

본 연구에서는 지주회사 체제로 전환된 자회사의 투자효율성과 미래경영성과에 대해 검증하였다. 구체적으로 지주회사 체제로 전환된 자회사의 비효율적인 투자수준 및 투자효율성을 같은 산업 내 비지주회사 체제인 일반회사와 비교한 뒤 지주회사 체제로 전환된 자회사의 투자효율성이 미래경영성과로 연결되는지를 살펴보았다.

2006년부터 2016년까지 12월 결산 비금융 상장기업을 대상으로 분석한 결과 지주회사 체제로 전환된 자회사에서는 같은 산업 내 비지주회사 체제인 일반회사에 비해 과대투자가 적게 이루어지고 투자효율성은 높은 것으로 나타났다. 지주회사 체제로 전환된 자회사의 미래경영성과에 대한 분석에서는 지주회사 체제로 전환된 자회사이면서 투자효율성이 높은 회사일수록 미래경영성과가 높은 것으로 나타났다. 전체표본을 과대투자표본과 과소투자표본으로 구분한 뒤 지주회사 체제로 전환된 자회사 여부와 비효율적인 투자수준 간의 관계를 추가분석한 결과, 과대투자표본에서는 지주회사 체제로 전환된 자회사일수록 과대투자가 적게 이루어지는 반면, 과소투자표본에서는 지주회사 체제로 전환된 자회사 여부와 비효율적인 투자수준 간에 유의적인 관계가 발견되지 않았다. 본 연구의 실증분석결과는 지주회사 체제가 자회사의 투자효율성 및 미래경영성과에 긍정적인 영향을 미치고 있다는 것을 제시하고 있다. 최근 지주회사 체제에 대한 규제가 강화되고 있는 상황에서 본 연구의 실증분석결과는 지주회사 체제와 관련된 정책 수립에 시사점을 제공해 줄 수 있을 것으로 사료된다.

〈주제어〉 지주회사, 자회사, 투자효율성, 경영성과

* 이 논문은 2020년 경희사이버대학교 연구년 지원에 의한 결과임.

** 경희사이버대학교 세무회계학과 부교수, wjoh@khcu.ac.kr

논문접수일 2021년 12월 14일 1차수정일 2022년 2월 10일 2차수정일 2022년 2월 10일

게재확정일 2022년 2월 27일

I. 서 론

경영환경의 불확실성이 급격하게 커지는 상황에서 지속가능한 성장을 위해 기업들의 신사업 발굴 및 사업 구조조정에 대한 필요성이 커지고 있다. 1999년에 도입된 지주회사는 도입 초기에 기업지배구조 개선 및 경영효율성 제고가 주된 목적이었으나 최근에는 불확실성이 급격하게 커지는 경영환경에 대응하기 위해 새로운 산업에 투자하는 등 적극적인 투자를 늘리거나 주요 사업부 분사를 통해 새로운 사업형 지주회사를 설립하는 등 전략적인 측면에서 변화를 꾀하고 있다. 이러한 변화의 대표적인 예인 (주)LG와 SK(주)의 경우 순수 지주회사에서 투자형으로 진화하고 있고, LG화학과 SK이노베이션의 경우 핵심 사업부를 분사해 상장시킨 뒤 사업형 지주회사로 역할을 다변화하고 있다¹⁾.

독점규제 및 공정거래에 관한 법률(이하 ‘공정거래법’) 제2조에 따르면 지주회사는 주식의 소유를 통하여 국내회사의 사업내용을 지배하는 것을 주된 사업으로 하는 회사로서 직전 사업연도 종료일 현재 대차대조표상 자산총액이 5천억원 이상이며, 다른 회사의 주식이나 지분 소유를 통해 지배적 영향력을 행사하는 회사이다²⁾. 지주회사 체제에서는 지배주주가 지주회사의 지분만을 보유할 수 있고, 지주회사는 자회사가 상장사인 경우 20%, 비상장사인 경우 40% 이상의 지분을 확보해야 한다.

따라서 지주회사 체제로 전환하는 경우 소유구조가 수직적으로 단순해짐과 동시에 자회사간 출자나 순환출자가 금지되기 때문에 기업지배구조가 투명해진다. 또한 지주회사 내 존재하던 여러 사업 부문이 독립된 법인인 자회사로 분리됨으로써 의사결정이 단순화되고 전문화와 집중화를 통해 경영효율성이 높아질 수 있다(공정거래위원회, 2006 ; 엄수진, 2014 ; 이문영, 2019).

그러나 지주회사 체제로 전환할 때 지배주주가 현물출자와 자사주를 이용하는 경우 추가적인 대가를 지불하지 않고 지배력이 집중되는 결과가 나타나게 되어 소유구조가 개선되지 않을 수 있다(이호영 외, 2015 ; 이문영, 2019). 또한 기업집단 전체와 관련된 의사결정은 효율적으로 이루어질 수 있지만 지주회사의 조율로 인해 자회사의 의사결정은 불필요하게 복잡해질 수 있고, 지주회사가 지배권을 이용하는 경우 지주회사 또는 다른 자회사의 이익을 위해 특정 자회사에 손실을 초래할 수 있다(엄수진, 2014). 이러한 경우 자회사의 경영효율성이 낮아지고, 성장에 필요한 투자를 제대로 하지 못해 자회사의 경영성고가 하락할 수 있다.

이와 같이 지주회사 체제로의 전환에 대해 기업지배구조 개선과 함께 경영효율성이 향상될 수 있다는 긍정적인 기대와 오히려 소유구조를 왜곡시키고 기업가치 하락을 초래할 수 있다는 우려가 함께 제기되고 있다(이문영, 2019). 따라서 그동안 지주회사와 관련된 선행연구에서는

1) 지주회사 변신은 무죄, 신산업 투자·혁신 전파로 불확실성 돌파(매경이코노미 2021년 7월 14일)

2) 공정거래법 시행령이 개정되어 지주회사의 자산총액 요건이 1천억원 이상에서 5천억원 이상으로 상향되었다(2017.7.1. 시행).

지주회사 체제로 전환하면서 소유구조, 기업지배구조, 회계투명성, 경영성과 및 기업가치가 어떠한 변화를 보이는지에 대해 연구가 이루어졌다. 관련 선행연구들의 실증분석결과는 소유구조 및 기업지배구조의 개선으로 인해 회계투명성과 기업가치가 증가했다는 결과(정도진, 2008 ; 지현미 외, 2008 ; 김상일 · 최원욱, 2013)와 외형적 변화만 있을 뿐 소유구조 및 기업지배구조가 개선되지 않고 지배주주의 사익추구로 인해 회계투명성과 기업가치가 증가하지 않았다는 결과(최수미 · 임묘경, 2009 ; 김지홍 외, 2009 ; 박지영 외, 2020)로 나뉘고 있다.

이와 더불어 이현주 외(2020)는 지주회사의 투자효율성에 대해 분석하였다. 2008-2016년 공정거래위원회에 지주회사로 신고한 기업을 대상으로 지주회사로의 전환이 기업지배구조와 회계이익의 질을 개선시켜 투자효율성에 영향을 미쳤는지에 대해 실증분석한 결과 지주회사로 전환된 이후 투자효율성은 증가하였고, 특히 양(+)의 비효율적 투자를 감소시키는 효과가 있는 것으로 나타났다. 지주회사 체제로 전환했을 때 투자와 영업활동이 분리됨으로써 나타나는 투자효율성 및 경영성과의 변화는 자회사에서 더욱 뚜렷하게 나타날 수 있음에도 불구하고 이 연구에서는 지주회사 체제에 속한 자회사를 제외하고 지주회사만을 대상으로 투자효율성을 분석하였다.

이에 본 연구에서는 지주회사 체제로 전환된 자회사를 대상으로 비효율적인 투자수준 및 투자효율성에 대해 살펴보고, 투자효율성이 미래경영성과로 이어졌는지 검토해보고자 한다. 2006년부터 2016년까지 12월 결산 비금융 상장기업을 대상으로 실증분석을 수행한 결과는 다음과 같다.

본 연구의 분석대상이 된 지주회사 체제로 전환된 자회사와 같은 산업내 비지주회사 체제인 일반회사 모두 과대투자가 이루어지고 있으나, 지주회사 체제로 전환된 자회사에서는 같은 산업내 비지주회사 체제인 일반회사보다 과대투자가 적게 이루어지는 것으로 나타났다. 또한 지주회사 체제로 전환된 자회사의 경우 같은 산업내 비지주회사 체제인 일반회사에 비해 투자효율성이 높은 결과를 보였다. 그리고 분석대상 이후 3년 동안의 총자산수익률 평균으로 측정한 미래경영성과를 비교한 결과, 지주회사 체제로 전환된 자회사의 미래경영성과가 같은 산업내 비지주회사 체제인 일반회사의 미래경영성과보다 통계적으로 유의하게 높은 것으로 나타났으며, 지주회사 체제로 전환된 자회사이면서 투자효율성이 높을수록 미래경영성과가 더 높은 것으로 나타났다. 전체표본을 과대투자표본과 과소투자표본으로 구분하여 지주회사 체제로 전환된 자회사 여부와 비효율적인 투자수준 간의 관계를 추가분석한 결과 과대투자표본에서는 지주회사 체제로 전환된 자회사일수록 과대투자가 적게 이루어지는 반면 과소투자표본에서는 지주회사 체제로 전환된 자회사 여부와 비효율적인 투자수준 간에 유의적인 관계가 발견되지 않았다. 따라서 본 연구의 실증분석결과들은 지주회사 체제가 자회사의 투자의사결정을 효율적으로 이루어지게 하고 미래경영성과를 증가시키는 효과를 가지고 있다는 것을 보여주고 있다.

기존 선행연구와 달리 본 연구에서는 지주회사 체제로 전환된 자회사를 대상으로 비효율적인

투자수준 및 투자효율성을 이용하여 투자측면에서의 효과를 다각적으로 살펴보고 동시에 투자 효율성이 미래경영성과로 이어지는지까지 검토함으로써 지주회사 체제 전환에 따른 경제적 효과를 측정하고자 하였다. 따라서 본 연구의 실증분석결과는 추후 지주회사 규제와 관련된 정부 정책수립에 시사점을 줄 수 있을 것으로 여겨진다.

본 연구의 구성은 다음과 같다. 제Ⅱ장에서는 지주회사 및 관련된 선행연구를 통해 이론적 배경을 검토하고 연구가설을 도출한다. 제Ⅲ장에서는 표본 및 연구모형에 대해 제시하고, 제Ⅳ장에서는 연구가설에 대한 실증분석결과를 기술한다. 마지막으로 제Ⅴ장에서는 본 연구의 결론 및 한계점에 대해 제시한다.

Ⅱ. 이론적 배경 및 연구가설

1. 지주회사

1986년 공정거래위원회는 과도한 경제력 집중을 규제하기 위해 지주회사 설립 및 전환을 금지하고 기업집단 내 출자총액제한제도를 도입하였다. 이후 재벌기업에서는 순환출자와 피라미드식 출자를 이용하여 지배주주가 적은 지분으로 계열사를 지배하고, 지배주주의 사익추구 및 부실투자가 많이 이루어졌으며, 수익성이 지속적으로 하락하였다.

이에 정부는 비주력사업 매각을 통한 기업의 핵심역량 집중과 구조조정 촉진, 지배구조 단순화를 통한 기업투명성 향상, 재무구조 개선 등을 목적으로 1999년 2월 공정거래법을 개정하여 지주회사 체제를 도입하였다(김정교 외, 2015 ; 이문영, 2019). 도입 초기에는 높은 전환비용 및 복잡한 절차 등으로 인해 지주회사 체제로 전환하는 기업이 많지 않았으나 2003년 순수지주회사로서 성공적으로 전환한 LG그룹의 (주)LG 이후 국내에 지주회사 체제가 자리 잡기 시작했다(엄수진, 2014).

공정거래위원회 보도 자료인 “2021년 공정거래법상 지주회사 현황 분석 결과 발표”(2021년 6월)에 따르면 2020년 12월 기준 전체 지주회사 수는 총 164개로 전년 대비 소폭 감소(167개 → 164개)하였으나³⁾, '17년 자산요건 상향 이후에도 그 수가 일정하게 유지되고 있다. 특히 대기업집단 소속 지주회사는 전년 대비 증가(43개 → 46개)하는 등 지주회사 설립 및 전환이 꾸준히 이루어지고 있다. 이는 기업지배의 책임성·투명성 제고, 사업구조 재편의 용이함 등 지주회사 체제의 장점과 지주회사에 대한 세제혜택에 기인한 것으로 보인다.

공정거래법 제2조의 제1항 동법 시행령 제2조에 따르면 지주회사는 주식의 소유를 통하여 국

3) 지주회사에서 제외된 경우의 상당수는 상향된 자산총액 기준 미만의 중소형지주회사가 신청 혹은 자산총액 감소로 제외된 경우이다.

내회사의 사업내용을 지배하는 것을 주된 사업으로 하는 회사로서 직전 사업연도 종료일 현재 대차대조표상 자산총액이 5천억원 이상이며, 다른 회사의 주식이나 지분 소유를 통해 지배적 영향력을 행사하는 회사이다. 즉, 지주회사가 되기 위해서는 다른 회사의 주식이나 지분의 소유를 통해 다른 회사에 대해 지배적 영향력을 행사하여야 하고, 주된 사업내용이 다른 회사의 사업내용을 지배하는 것이어야 한다. 그리고 국내회사의 사업내용만을 지배할 수 있다(이문영, 2019).

지주회사 체제 도입 이후 출자지분, 지주회사 부채비율 및 자회사 지분을 제한 등 지주회사에 대한 규제는 공정거래법의 수차례 개정을 통해 강화 및 완화가 반복적으로 이루어졌다(김정교 외, 2015 ; 이호영 외, 2015 ; 이문영, 2019). 정부는 복잡한 순환형 출자를 막고 단순하고 투명한 출자구조를 유지하기 위해 계열사 간 수직적 출자만을 허용하고 있다(엄수진, 2014). 즉, 지배주주가 지주회사의 지분만을 보유할 수 있고 지주회사는 계열회사 중 자회사 주식만을, 자회사는 손자회사 주식만을, 손자회사는 증손회사 주식만을 보유하도록 하고 있다. 또한 지주회사는 자회사에 대해 상장사의 경우 20%, 비상장사의 경우 40% 이상의 지분을 확보해야 한다. 이외에도 대통령령에 따라 지주회사는 공정거래위원회에 지주회사 체제에 속해 있는 자회사, 손자회사, 증손회사의 주식소유현황 및 재무상황 등 사업내용에 관한 보고서를 의무적으로 제출해야 함은 물론 행위제한규정을 통해 감시·감독을 받고 있다(김정교 외, 2015)⁴⁾.

지주회사 체제로 전환하게 되면 자회사 간 출자가 금지되고 순환출자가 없기 때문에 그룹 전체가 수직적으로 단순한 소유구조를 가지게 되어 기업지배구조의 투명성이 증가하게 된다. 또한 사업부를 분할시켜 독립된 법인을 소유하는 형태가 되기 때문에 법적 책임소재가 명확해지고, 독립경영 및 책임경영이 강화될 뿐만 아니라 환경변화에 대응한 신속한 구조조정 등을 할 수 있게 되고 이익중심 경영을 하게 된다(공정거래위원회, 2006 ; 김동운, 2007 ; 박경서, 2007 ; 엄수진, 2014 ; 이문영, 2019). 그리고 지주회사 체제로 전환하게 되면 지주회사는 수입배당금에 대한 법인세 감경, 전환과정에서의 양도세와 취득세의 이연 및 비과세 등과 같은 세제상 혜택을 받게 된다. 마지막으로 공정거래법상 행위제한규정 때문에 지주회사가 부채비율을 낮게 유지함으로써 지주회사 체제로 전환된 자회사는 재무건전성이 높은 것으로 평가된다(김정교 외, 2015).

그러나 지주회사 체제로 전환되는 과정에서 소유구조의 왜곡이 더욱 심해질 수 있다. 예를 들어 인적분할에 의한 지주회사 설립시 현물출자와 자사주를 이용하면 추가적인 대가 없이 지배주주의 지분율이 높아지게 되고 이 경우 지배주주의 지배력이 강화됨과 동시에 경영권 승계가 용이해질 수 있다(유진수, 2014 ; 이호영 외, 2015 ; 이문영, 2019). 또한 지주회사나 다른 자회사의 이익을 위해 지주회사가 지배권을 이용하여 특정 자회사의 손실을 초래하는 의사결정을 할 수 있다. 이와 더불어 지주회사 체제는 기업집단 전체의 의사결정에는 효율적일 수 있으나 자회

4) 독점규제 및 공정거래에 관한 법률 제8조의2 제2항에 따르면 지주회사로 설립되거나 전환되는 경우 자본총액의 2배를 초과하는 부채를 보유할 수 없고, 자회사에 대해 상장사의 경우 20%, 비상장사의 경우 40% 이상의 지분을 보유하여야 하며, 자회사 이외 국내 계열회사의 주식을 소유할 수 없는 등의 행위 제한을 받게 되고, 위반시 시정조치, 과징금 또는 벌금 등의 제재를 받게 된다.

사의 입장에서는 지주회사의 조율을 거치는 의사결정 프로세스로 인해 의사결정이 복잡해지는 결과를 초래할 수 있다(엄수진, 2014).

2. 지주회사 관련 선행연구

지주회사 체제로 전환했을 때 가장 큰 변화는 상호출자와 순환출자의 감소 그리고 지분율과 리도의 감소 등과 같이 소유구조의 변화로 인해 나타나는 기업지배구조의 개선이다(이현주 외, 2020). 그동안 선행연구에서는 지주회사 체제로의 전환에 따른 기업지배구조의 개선이 회계투명성, 경영성과, 기업가치 등에 미치는 영향에 대해 검증하였고, 이와 관련하여 일관된 결론을 도출하지 못하였다.

우선 김지홍 외(2009), 김창수·최효선(2012) 등은 지주회사 체제로 전환한 기업의 지배구조가 개선되지 않았기 때문에 회계이익의 질, 이익조정이 개선되지 않았다는 결과를 보였고, 지현미 외(2008), 김상일·최원욱(2013) 등은 지배구조의 개선으로 인해 이익조정 등이 감소했다는 결과를 제시하였다. 이외에도 최수미·임묘경(2009), 권택호·최수미(2013) 등은 지주회사 체제로의 전환이 그렇지 않은 경우와 차이가 없다는 결과를 제시하고 있다.

구체적으로 김지홍 외(2009)는 이익조정에 대한 측정치로서 발생액 이익조정과 실제이익조정 변수를 이용하여 지주회사 전환 전·후의 경영투명성 변화를 살펴보았다. 실증분석결과 지주회사 전환 이후 발생액을 이용한 이익조정 및 비정상 영업흐름에서 이익조정이 증가하였다. 이러한 분석결과에 대해 지주회사 체제로 전환한 기업의 지배구조가 개선되지 않았기 때문에 회계이익의 질, 이익조정이 개선되지 않았고, 지주회사 전환 이후 기업의 경영투명성이 악화되었다고 해석하였다. 김창수·최효선(2012)은 17개 대규모기업집단에 속한 22개 지주회사와 자회사 등 428개 기업을 대상으로 지주회사 체제로의 전환이 회계투명성을 제고시키는지에 대해 검증한 결과 지주회사 체제로 전환한 이후 회계투명성이 이전에 비해 개선되지 않았으며, 오히려 순환출자가 존재하는 기업집단에서 회계투명성이 높은 결과를 보였다. 이에 대해 저자들은 지주회사 체제로의 전환은 당초 정책목표와 달리 기업의 기업지배구조를 개선시켜 회계투명성을 제고하는 것은 아니라고 해석하였다.

반면 지현미 외(2008)는 지주회사 체제로 소유구조를 변경한 기업들의 경우 전환 이후 이익조정이 감소하고 회계이익의 주가관련성이 증가하는 결과를 보였다. 김상일·최원욱(2013)은 상장기업과 비상장기업 모두를 대상으로 분석한 결과 재벌이 지주회사 체제로 전환한 경우 기업집단 단위에서 소유집중도가 높아지지만 개별기업 단위에서는 소유지배과리도가 낮아져 회계투명성이 증가한다는 결과를 제시하였다. 이외에도 최수미·임묘경(2009), 권택호·최수미(2013)는 지주회사 체제로의 전환 전·후 이익조정에 차이를 보이지 않으며, 회계이익의 질이 개선되지 않았다는 결과를 제시하였다.

김정교 외(2015)는 지주회사 체제 내 자회사와 체제 밖 자회사를 대상으로 이익의 질을 분석한 결과 지주회사 체제로 전환한 이후 체제 내 자회사의 이익의 질은 개선된 반면, 체제 밖 자회사의 이익의 질은 악화되었다. 또한 지주회사 체제로 전환한 이후 체제 내 자회사는 대응되는 일반회사보다 이익의 질이 높은 반면, 체제 밖의 자회사는 대응되는 일반회사보다 이익의 질이 낮게 나타났다. 김정교 외(2015)는 지주회사 체제로 전환한 효과가 체제 내 자회사와 체제 밖 자회사에서 차별적으로 나타날 수 있다는 것을 제시하였다.

기업가치를 분석한 연구인 김선제·김성태(2014), 김용현·장승욱(2014), 박진우·이민교(2019), 박지영 외(2020) 등도 일관된 결과를 제시하고 있지 않다. 김선제·김성태(2014), 김용현·장승욱(2014)은 지주회사 전환 정보가 초과수익률에 미치는 영향에 대해 검증하였는데, 지주회사 전환 이후의 초과수익률이 전환 이전보다 낮다는 결과가 나타났다. 박진우·이민교(2019)는 지주회사로 전환한 중견기업을 표본으로 지주회사의 기업분할이 일반적인 기업분할에 비해 기업가치를 높이는 효과가 적다는 결과를 얻었다.

지주회사의 경영성과에 대한 연구로는 정도진(2008), 곽수환·최석봉(2008), 이문영(2019) 등의 연구가 있으며, 대체로 지주회사 체제 전환은 경영성과에 긍정적인 영향을 미친다는 결과를 보이고 있다. 이중 정도진(2008)은 지주회사 체제로 전환한 기업과 상호출자제한 기업집단간 지배구조지수, 경영성과, 기업가치를 비교한 결과 경영성과와 기업가치는 높지만 지배구조가 개선되거나 회계투명성이 개선되지는 않았다는 결과를 제시하였다. 곽수환·최석봉(2008)은 2007년 기준 지주회사의 233개 자회사를 대상으로 지주회사 체제 전·후 총자산이익률(ROA)과 당기순이익, 총자산, 순자산을 비교한 결과 모두 증가하는 결과를 보였고, 지주회사의 자회사에 대해 718개 대응집단을 구성하여 비교한 결과 지주회사 체제로 전환된 자회사의 총자산이익률(ROA)이 높다는 결과가 나타났다. 이러한 결과는 지주회사 체제로 전환한 자회사의 경영성과가 높다는 것을 의미하는 결과이다. 이문영(2019)은 지주회사 체제가 수익성과 양(+)의 관계가 있으며, 지배주주 지분율, 중핵도, 외국인지분율이 지주회사 체제와 수익성의 관계를 강화시키는 역할을 한다는 결과를 얻었다.

3. 투자효율성 관련 선행연구

기업의 투자는 성장과 성과에 영향을 미치는 중요한 요소로서 효율적인 투자는 기업의 성장 잠재력을 높이는 역할을 하지만 과대·과소투자와 같은 비효율적인 투자는 기업의 경영성과 및 기업가치를 낮추는 역할을 한다(조형진 외, 2014). 대리인이론에 따르면 주주와 경영자, 지배주주와 소수주주 사이에는 투자와 관련하여 상충된 이해관계가 존재한다(Jensen and Meckling, 1976). 상충된 이해관계로 인한 대리인 문제(agency problem)는 기업에 과대·과소투자와 같은 비효율적인 투자를 초래하게 되는데, 그동안 선행연구에서는 비효율적인 투자를 제한하는 유인

과 관련하여 재무구조, 정보비대칭성, 기업지배구조 등에 대한 연구가 이루어져 왔다.

재무구조와 관련된 선행연구인 Richardson(2006)과 Biddle et al.(2009)에서는 기업에 현금이 풍부하고, 내부자금조달이 용이한 기업일수록 과대투자 할 가능성이 높은 반면, 현금을 적게 보유하고 부채를 통해 외부에서 자금을 조달해야 하는 기업일수록 과소투자 할 가능성이 높다는 결과를 보고하고 있다.

특히 비효율적인 투자를 제한하는 유인 중 기업지배구조와 관련된 연구들이 많이 이루어졌다. 이러한 연구들에서는 기업지배구조의 개선이 외부투자자와 경영자간 혹은 지배주주와 소수주주 간 정보비대칭을 감소시킬 수 있도록 재무보고의 품질을 개선시키고 자본비용을 낮추는 역할을 함으로써 효율적인 투자를 가능하게 만든다고 제시하고 있다(박선영·배한수, 2011). 이와 관련된 선행연구인 김경묵(2003), 박영석·김남곤(2007), 박진하·권대현(2012)에서는 기업지배구조와 관련하여 기업지배구조지수, 외국인투자자지분을, 기관투자자지분을 등을 이용하여 실증분석을 수행하였는데, 이들 연구에서는 대체로 기업지배구조가 좋은 기업일수록 과대·과소투자와 같은 비효율적인 투자가 제한된다는 결과를 보이고 있다.

우리나라의 경우 대규모기업집단의 투자효율성에 대한 연구가 지속적으로 이루어져왔다. Ferris et al.(2003), Kim(2011)은 1998년 이전의 자료를 사용하여 대규모기업집단에서 과대투자가 이루어지고 있음을 제시하였다. 그러나 2000년대 이후 자료를 사용한 Lee et al.(2010)의 연구에서는 대규모기업집단에서 과대투자를 하지 않고 있으며 수익성도 높다는 결과를 보였다. 임상균 외(2014)는 대규모기업집단 소속기업들이 과소투자할 가능성이 높은 상황에서 기타 기업들에 비해 더 많은 투자를 하고 있으며, 과대투자할 가능성이 높은 상황에서는 기타 기업들에 비해 더 적은 투자를 하는 결과를 보여 결과적으로 투자효율성이 높다고 해석하였다.

그동안 선행연구에서는 지주회사 체제로 전환하는 경우 기업지배구조가 개선됨으로써 정보비대칭이 완화되고 과대·과소투자와 같은 비효율적인 투자가 제한되는 효과를 가질 것으로 보고 있다. 이와 관련하여 이현주 외(2020)에서는 지주회사를 대상으로 투자효율성에 대한 연구를 진행하였다. 실증분석결과 지주회사는 전환 이후 투자효율성이 증가하고, 특히 과대투자가 유의적으로 감소하는 것으로 나타났다.

선행연구를 종합하여 보면 그동안 투자효율성을 높이는 유인, 대규모기업집단에 대한 투자효율성, 지주회사의 투자효율성에 대해서는 연구가 이루어졌으나 지주회사 체제로 전환된 자회사를 대상으로 투자측면에서 다각적인 분석을 한 연구는 거의 이루어지지 않았다.

4. 연구가설

Modigliani and Miller(1958)에 따르면 완전 자본시장 하에서는 기업의 자본구조에 따라 기업의 투자가 영향을 받지 않지만 불완전한 자본시장 하에서는 내부적으로 조달가능한 현금흐름에

따라 기업의 투자가 달라질 수 있다. Jensen(1986)은 경영자가 제국건설지향유인을 갖거나 사적 이익을 추구할 때 잉여현금흐름을 수익성이 없는 프로젝트에 투자하는 등 과대투자현상이 나타난다고 설명하면서 잉여현금흐름가설(free cash-flow hypothesis)을 제시하였고, Myers and Majluf (1984)는 정보비대칭으로 인해 외부자금은 내부자금보다 비용적인 측면에서 더 비싸기 때문에 과소투자현상이 나타난다는 정보비대칭이론(asymmetric information hypothesis)을 제시하였다. 특히 경영자가 보상의 감소와 고용에 대한 불안감 때문에 근시안적인 경향을 갖는 경우 과소투자현상이 더욱 두드러지게 나타나게 된다(박선영, 2016 ; 박선영 · 배한수, 2011). 즉 비효율적인 투자는 자본시장의 불안정성으로 인해 내부자금 조달비용과 외부자금 조달비용이 차이 나는 경우 발생할 수 있고 대리인 문제가 있는 상황에서 기업지배구조가 취약하여 경영자나 지배주주가 사적이익을 추구하는 경우 발생할 가능성이 크다(박선영, 2016 ; 이현주 외, 2020).

지주회사 체제로의 전환은 소유구조와 기업지배구조를 개선시켜 정보비대칭과 대리인비용에 영향을 미칠 뿐만 아니라 투자와 영업활동의 분리를 통해 경영효율성을 증가시킬 수 있다(이문영, 2019). 이러한 경우 순환출자, 피라미드식 소유구조, 기업집단 내 내부자본시장의 존재에 따라 과대투자가 일어나는 부분을 감소시킬 수 있을 것이다. 또한 지주회사 체제로 전환하게 되면 경영자에 대한 효과적인 모니터링이 가능하므로 경영자의 단기적인 이익목표를 달성하기 위한 과소투자 또한 감소시킬 수 있을 것이다. 즉 지주회사 체제 전환은 투자효율성을 증가시킬 수 있을 것이다. 이와 더불어 지주회사 체제에서 지배주주는 소유구조를 공고히 하려는 동기를 가지고 있기 때문에 재무구조와 수익성을 유지하기 위해 효율적으로 투자를 하고자 하는 유인을 가질 수 있다(강형철 외, 2006 ; Kim et al., 2007 ; 임상곤 외, 2014).

따라서 지주회사 체제로 전환된 자회사에서 과대·과소투자 수준과 같은 비효율적인 투자수준과 투자효율성은 같은 산업내 비지주회사 체제인 일반회사와 차이가 발생할 것으로 예상된다. 이를 검증하기 위해 본 연구에서는 다음과 같이 가설 1을 설정하였다.

가설 1 : 지주회사 체제로 전환된 자회사는 같은 산업내 비지주회사 체제인 일반회사보다 투자효율성이 높을 것이다.

지주회사 체제에서는 기업지배구조 개선으로 경영자와 지배주주의 이해관계가 일반주주 및 소수주주의 이해관계와 일치하게 되어 경영자의 책임경영 및 주주가치를 강화시킬 수 있다. 또한 지주회사의 사업부문을 독립된 법인으로 분리하여 업종별 투자나 구조조정이 용이한 형태가 되므로 투자가 효율적으로 이루어지게 되고 개선된 기업지배구조로 인해 효율적으로 이루어진 투자가 경영성과 및 기업가치로 이어질 수 있다(박영석 · 김남곤, 2007). 반면 비지주회사 체제인 기업들은 지배주주가 자회사를 지배하는 피라미드식 지배구조를 가지고 있어 실질적으로 지배주주가 자회사의 경영에 영향력을 행사할 수 있고 자회사와의 내부거래와 자원이전 등을 통해 사적이익을 추구할 수 있다. 따라서 이러한 경우 투자가 경영성과로 이어지지 않을 수 있다.

본 연구에서는 지주회사 체제로의 전환이 투자효율성을 높이고 높아진 투자효율성으로 인해 미래경영성고가 제고되었는지 살펴보고자 한다. 시장가치에 근거한 기업가치가 아닌 총자산수익률과 같은 경영성고를 살펴보는 이유는 이러한 경영성고는 자본시장의 효율성이나 투자자들의 영향을 받지 않아 지주회사 체제로 전환했을 때의 효과를 보다 잘 반영할 수 있을 것으로 판단했기 때문이다(이문영, 2019). 지주회사 체제로 전환된 자회사와 같은 산업내 비지주회사 체제인 일반회사를 대상으로 지주회사 전환 여부 및 투자효율성이 미래경영성고에 미치는 영향을 분석하기 위해 다음과 같이 가설 2를 설정하였다.

가설 2 : 지주회사 체제로 전환된 자회사는 같은 산업내 비지주회사 체제인 일반회사보다 미래경영성고가 높을 것이다.

III. 연구설계

1. 표본

본 연구에서는 유가증권시장 및 코스닥시장에 상장된 기업 중 다음 조건을 만족하는 기업을 대상으로 표본을 선정하였다. 지주회사 체제로 전환된 자회사에 대한 자료 및 지주회사 체제 전환 연도와 관련된 자료는 공정거래위원회 지주회사 정보공개시스템(<http://groupopni.ftc.go.kr>)을 통해 수집하였다.

- ① 2006년부터 2016년 사이 지주회사 체제로 전환된 자회사
- ② 재무제표 자료를 KIS-VALUE를 통해 획득할 수 있는 기업
- ③ 금융업이 아닌 기업
- ④ 12월 결산법인
- ⑤ 대응표본에 대한 자료수집이 가능한 기업
- ⑥ 모든 통제변수와 관련된 자료추출이 가능한 기업

회계처리 절차 및 계정과목 등이 상이한 금융업을 제외하였으며, 기업간 비교를 용이하게 하기 위해 12월 결산법인으로 한정하였다. 대응표본은 지주회사 체제로 전환된 자회사와 같은 산업에 속한 비지주회사 체제인 일반회사로 구성하였다. 따라서 지주회사 체제로 전환된 자회사 중 대응표본에 대한 자료수집이 불가능하거나 통제변수와 관련된 자료추출이 가능하지 않은 기업들은 표본에서 제외하였다. 또한 극단치에 대한 영향을 제거하기 위해 연구모형에 포함된 각 변수의 값이 상·하위 1% 이내에 해당하는 경우 표본에서 제외하였다.

〈표 1〉 표본의 기업-연도별 분포

YEAR		2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	TOTAL
HCS_DUM	1	20	20	23	26	25	52	66	64	70	65	81	512
	0	129	142	169	287	281	329	401	406	440	451	519	3,554
TOTAL		149	162	192	313	306	381	467	470	510	516	600	4,066

〈표 1〉에서는 표본선정조건을 만족하는 최종 표본에 대한 기업-연도별 분포를 제시하고 있다. 본 연구에서 사용된 최종 표본은 4,066개(기업-년도)이다. 이 중 지주회사 체제로 전환된 자회사는 512개(기업-년도)이고, 지주회사 체제로 전환된 자회사와 같은 산업내 비지주회사 체제인 일반회사는 3,554개(기업-년도)이다.

2. 투자효율성의 측정

본 연구에서는 비효율적인 투자수준 및 투자효율성을 측정하기 위해 식(1)을 사용하였다. 식(1)은 McNichols and Stubben(2008), 박선영(2016), 이현주 외(2020)에서 사용한 모형을 참고하였다. McNichols and Stubben(2008)은 투자성향이 투자기회와 내부자금이용능력을 나타내는 현금보유량에 따라 달라진다고 판단하였다(박병진, 2020). 이에 투자효율성을 측정하기 위해 투자기회($TQ_{i,t-1}$)와 현금보유량($CFO_{i,t}$)을 모형에 포함하였고, 이현주 외(2020)에서 제시한대로 전통적인 토빈Q에서 완전히 통제하지 못하는 기업의 성장성과 생략변수의 효과를 통제하기 위해 전기 자산성장성($Growth_{i,t-1}$)과 전기 자본투자액($Invest_{i,t-1}$)을 모형에 포함하였다.

아래 식(1)을 이용하여 산업별·연도별로 기대투자수준을 추정한 후, 실제투자수준과 기대투자수준과의 차이($\varepsilon_{i,t}$, 식(1)의 잔차값)를 이용하여 비효율적인 투자수준을 측정하였다. 비효율적인 투자수준이 양(+)의 값인 경우 과대투자, 음(-)의 값인 경우 과소투자로 구분하였다. 그리고 비효율적인 투자수준의 절대값을 이용하여 투자효율성을 측정하였다. 따라서 비효율적인 투자수준의 절대값이 작을수록 투자효율성이 높다고 가정한다(박선영, 2016 ; 이현주 외, 2020).

$$Invest_{i,t} = \alpha_0 + \alpha_1 TQ_{i,t-1} + \alpha_2 CFO_{i,t} + \alpha_3 Growth_{i,t-1} + \alpha_4 Invest_{i,t-1} + \varepsilon_{i,t} \quad (1)$$

여기서,

$Invest_{i,t}$: t기의 투자수준[(t기의 설비투자액+연구개발총액)/t-1기말 총자산]

$TQ_{i,t-1}$: t-1기의 토빈큐

[=(t-1기말 보통주 시가+t-1기말 총부채 장부가)/t-2기말 총자산]

$CFO_{i,t}$: t기의 영업현금흐름[=(t기의 영업현금흐름)/t-1기말 총자산]

$Growth_{i,t-1}$: t-1기 자산성장성

[=(t-1기 총자산/t-2기 총자산)의 자연로그 취한 값]

$Invest_{i,t-1}$: t-1기 자본투자액
 [=t-1기 현금흐름표의 투자활동으로 인한 현금유출액/t-2기 유형자산]
 $\varepsilon_{i,t}$: t기의 비효율적 투자성향

3. 연구모형

본 연구는 지주회사 체제로 전환된 자회사가 같은 산업내 비지주회사 체제인 일반회사에 비해 효율적인 투자가 이루어지는지 그리고 효율적인 투자로 인해 미래경영성과가 개선되었는지를 실증분석하기 위해 다음과 같은 연구모형을 사용한다.

가. 가설 1의 연구모형

본 연구의 가설 1을 검증하기 위해 사용된 회귀모형은 아래와 같다.

$$\begin{aligned} R_invest_{i,t} = & \beta_0 + \beta_1 HCS_DUM_{i,t} + \beta_2 MB_{i,t} + \beta_3 SIZE_{i,t} + \beta_4 LEVERAGE_{i,t} \\ & + \beta_5 ROA_{i,t} + \beta_6 CFO_{i,t} + \beta_7 DVD_{i,t} + \beta_8 TANGIBILITY_{i,t} + \beta_9 AGE_{i,t} \\ & + \beta_{10} FOR_SH_{i,t} + \beta_{11} FCF_{i,t-1} + \beta_{12} STD_CFO_{i,t} + \beta_{13} STD_SALE_{i,t} \\ & + \Sigma YR + \Sigma IND + \varepsilon_{i,t} \end{aligned} \quad (2)$$

$$\begin{aligned} ABS_Rinvest_{i,t} = & \beta_0 + \beta_1 HCS_DUM_{i,t} + \beta_2 MB_{i,t} + \beta_3 SIZE_{i,t} + \beta_4 LEVERAGE_{i,t} \\ & + \beta_5 ROA_{i,t} + \beta_6 CFO_{i,t} + \beta_7 DVD_{i,t} + \beta_8 TANGIBILITY_{i,t} + \beta_9 AGE_{i,t} \\ & + \beta_{10} FOR_SH_{i,t} + \beta_{11} FCF_{i,t-1} + \beta_{12} STD_CFO_{i,t} + \beta_{13} STD_SALE_{i,t} \\ & + \Sigma YR + \Sigma IND + \varepsilon_{i,t} \end{aligned} \quad (3)$$

여기서,

$R_invest_{i,t}$: 비효율적인 투자수준[=투자효율성 모형에서 추정한 잔차]
 $ABS_Rinvest_{i,t}$: 투자효율성[=투자효율성 모형에서 추정한 잔차의 절대값]
 $HCS_DUM_{i,t}$: 지주회사 체제로 전환된 자회사이면 1, 같은 산업내 비지주회사 체제인 일반회사이면 0의 값을 취하는 더미변수
 $MB_{i,t}$: 미래성장기회[=t기말 보통주 시가총액/t-1기말 총자산]
 $SIZE_{i,t}$: 기업규모[=t기 총자산의 자연로그 취한 값]
 $LEVERAGE_{i,t}$: 부채비율[=t기 총부채/t-1기 총자산]
 $ROA_{i,t}$: 총자산수익률[=t기 당기순이익/t-1기 총자산]
 $CFO_{i,t}$: 영업현금흐름[=t기 영업활동으로 인한 현금흐름/t-1기 매출액]
 $DVD_{i,t}$: 배당[=t기 현금배당금/t-1기 총자산]
 $TANGIBILITY_{i,t}$: 유형자산의 비중[=t기 유형자산/t-1기 총자산]
 $AGE_{i,t}$: 개별기업의 나이
 $FOR_SH_{i,t}$: 외국인지분율

$FCF_{i,t-1}$	: t-1기 잉여현금흐름 [=(t기순이익+t기감가상각비-t기유형고정자산변동-t기순운전자본변동) /t-1기총자산]
$STD_CFO_{i,t}$	: t-1기부터 t-3기까지 영업현금흐름의 표준편차
$STD_SALE_{i,t}$	: t-1기부터 t-3기까지 매출액의 표준편차
YR	: 연도더미
IND	: 산업더미
$\varepsilon_{i,t}$	: 오차항

위의 식(2)의 종속변수($R_invest_{i,t}$)는 비효율적인 투자수준을 측정한 것으로, 양(+)의 값을 가지는 경우 과대투자를, 음(-)의 값을 가지는 경우 과소투자를 의미한다. 식(3)의 종속변수($ABS_Rinvest_{i,t}$)는 투자효율성을 측정한 것으로 식(1)의 잔차인 비효율적인 투자수준의 절대값이다. 따라서 투자가 비효율적으로 이루어질수록 $ABS_Rinvest_{i,t}$ 의 값은 커지게 된다.

식(2)와 식(3)의 관심변수인 $HCS_DUM_{i,t}$ 은 지주회사 체제로 전환된 자회사이면 1, 같은 산업 내 비지주회사 체제인 일반회사이면 0의 값을 취하는 더미변수로 이 변수의 계수값인 β_1 을 통해 가설 1을 검증하고자 한다. 지주회사 체제로 전환된 자회사에서 과소투자가 이루어지는 경우 식(2)의 β_1 은 음(-)의 값을 취할 것으로 예상되며, 과대투자가 이루어지는 경우 식(2)의 β_1 은 양(+)의 값을 취할 것으로 예상된다. 지주회사 체제로 전환된 자회사의 투자가 효율적으로 이루어진다면 식(3)에서 β_1 은 음(-)의 값을 취할 것으로 예상된다.

투자수준에 영향을 미칠 수 있는 통제변수는 임상균 외(2014)와 이현주 외(2020)를 주로 참조하였고 다음과 같은 변수를 모형에 포함하였다. 우선 투자를 증가시킬 수 있는 요인인 미래성장 기회($MB_{i,t}$), 기업규모($SIZE_{i,t}$), 총자산수익률($ROA_{i,t}$) 영업현금흐름($CFO_{i,t}$)을 통제변수에 포함하였다. 미래성장기회가 많을수록, 기업규모가 클수록, 총자산수익률이 높고 영업현금흐름이 풍부할수록 투자를 증가시킬 것으로 예상된다. 반면 투자를 감소시킬 것으로 예상되어 통제변수에 포함된 변수는 부채비율($LEVERAGE_{i,t}$), 개별기업의 나이($AGE_{i,t}$), 배당($DVD_{i,t}$), 영업현금흐름의 표준편차($STD_CFO_{i,t}$), 매출액의 표준편차($STD_SALE_{i,t}$)이다. 기업이 자금을 조달하기 어려울수록, 기업의 설립연수가 오래될수록 그리고 기업이 배당을 많이 할수록 투자를 위한 재원이 감소할 것이므로 투자를 감소시킬 것으로 예상된다. 또한 영업변동성이 클수록 투자재원의 변동성이 커지며 이는 투자성과의 예측을 힘들게 하므로 투자를 감소시키는 유인으로 작용할 수 있을 것이다. 전반적인 투자수준이 높은 경우 투자를 증가시킬 수도 있지만 대규모 설비투자 이후 투자를 감소시킬 유인도 있다. 따라서 유형자산의 비중($TANGIBILITY_{i,t}$)은 투자수준에 영향을 미칠 것으로 예상된다. 또한 선행연구에서 경영자 투자결정을 효율적으로 하는 주요 요인으로 언급되는 외국인지분율($FOR_SH_{i,t}$)을 통제변수에 포함하였다. 마지막으로 산업효과와 연도효과를 통제하기 위해 연도더미변수(YR)와 산업더미변수(IND)를 모형에 추가하였다.

나. 가설 2의 연구모형

$$\begin{aligned}
 ROA_{i,t+1\sim t+3} = & \beta_0 + \beta_1 HCS_DUM_{i,t} + \beta_2 ABS_Rinvest_{i,t} + \beta_3 HCS_DUM_{i,t} * ABS_Rinvest_{i,t} \\
 & + \beta_4 SIZE_{i,t} + \beta_5 LEVERAGE_{i,t} + \beta_6 ROA_{i,t} + \beta_7 FOR_SH_{i,t} \\
 & + \sum YR + \sum IND + \varepsilon_{i,t}
 \end{aligned} \quad (4)$$

여기서,

- $ROA_{i,t+1\sim t+3}$: 미래경영성과[=t+1~t+3까지의 총자산수익률 평균]
 $HCS_DUM_{i,t}$: 지주회사 체제로 전환된 자회사이면 1,
 같은 산업내 비지주회사 체제인 일반회사이면 0의 값을 취하는 더미변수
 $ABS_Rinvest_{i,t}$: 투자효율성[=투자효율성 모형에서 추정된 잔차의 절대값]
 $SIZE_{i,t}$: 기업규모[=t기 총자산의 자연로그 취한 값]
 $LEVERAGE_{i,t}$: 부채비율[=t기 총부채/t-1기 총자산]
 $ROA_{i,t}$: 총자산수익률[=t기 당기순이익/t-1기 총자산]
 $FOR_SH_{i,t}$: 외국인지분율
 YR : 연도더미
 IND : 산업더미
 $\varepsilon_{i,t}$: 오차항

가설 2를 검증하기 위해 정도진(2008)에서 제시된 연구모형을 참고하였다. 구체적으로 총자산수익률($ROA_{i,t+1\sim t+3}$)을 종속변수로 하고, 지주회사 체제로 전환된 자회사의 투자효율성에 따라 경영성고가 달라지는지 보기 위해 독립변수로서 지주회사 체제로 전환된 자회사 여부($HCS_DUM_{i,t}$), 투자효율성($ABS_Rinvest_{i,t}$), 이 두변수의 교차변수($HCS_DUM_{i,t} * ABS_Rinvest_{i,t}$)를 사용한다. 지주회사 체제로 전환된 자회사의 미래경영성고가 높을 경우 β_1 은 통계적으로 유의한 양(+)의 값을, 투자효율성이 높을수록 경영성고가 높을 경우 β_2 는 통계적으로 유의한 음(-)의 값을 가질 것으로 예상된다. 따라서 지주회사로 전환된 자회사의 투자효율성이 높을수록 미래경영성고가 높을 경우 $HCS_DUM_{i,t} * ABS_Rinvest_{i,t}$ 의 계수값인 β_3 는 통계적으로 유의한 음(-)의 값을 가질 것이다. 미래경영성과인 총자산수익률($ROA_{i,t+1\sim t+3}$)에 영향을 미치는 요인으로 예상되는 기업규모($SIZE_{i,t}$), 부채비율($LEVERAGE_{i,t}$), 총자산수익률($ROA_{i,t}$), 외국인지분율($FOR_SH_{i,t}$)을 통제변수로 모형에 포함하였다.

IV. 실증분석결과

1. 기술통계량과 상관관계분석

<표 2>에서는 본 연구의 가설을 검증하기 위해 연구모형에 포함된 변수들의 기술통계량을 나타내고 있다.

〈표 2〉 기술통계량

Variable	N	Mean	Standard deviation	Min	Median	Max
$R_invest_{i,t}$	4,066	0.044	0.194	-0.678	0.017	0.674
$ABS_Rinvest_{i,t}$	4,066	0.148	0.132	0.000	0.108	0.678
$ROA_{i,t+1-t+3}$	4,066	0.028	0.095	-0.419	0.006	0.540
$HCS_DUM_{i,t}$	4,066	0.126	0.332	0.000	0.000	1.000
$MB_{i,t}$	4,066	0.631	0.640	0.000	0.468	5.832
$SIZE_{i,t}$	4,066	26.070	1.614	20.911	25.821	30.849
$LEVERAGE_{i,t}$	4,066	0.464	0.224	0.001	0.479	1.801
$ROA_{i,t}$	4,066	0.003	0.093	-0.541	0.020	0.591
$CFO_{i,t}$	4,066	0.046	0.077	-0.371	0.042	0.514
$DVD_{i,t}$	4,066	0.005	0.007	0.000	0.002	0.053
$TANGIBILITY_{i,t}$	4,066	0.384	0.222	0.000	0.392	0.711
$AGE_{i,t}$	4,066	27.875	15.462	1.000	26.000	58.000
$FOR_SH_{i,t}$	4,066	0.052	0.078	0.000	0.010	0.340
$FCF_{i,t-1}$	4,066	0.200	0.070	0.000	0.209	0.300
$STD_CFO_{i,t}$	4,066	0.071	0.059	0.000	0.057	0.893
$STD_SALE_{i,t}$	4,066	0.224	0.182	0.001	0.167	0.999

여기서,

- $R_invest_{i,t}$: 비효율적인 투자수준 [= 투자효율성 모형에서 추정 한 잔차]
 $ABS_Rinvest_{i,t}$: 투자효율성 [= 투자효율성 모형에서 추정 한 잔차의 절대값]
 $ROA_{i,t+1-t+3}$: 미래경영상과 [= t+1 ~ t+3까지의 총자산수익률 평균]
 $HCS_DUM_{i,t}$: 지주회사 체제로 전환된 자회사이면 1,
 같은 산업내 비지주회사 체제인 일반회사이면 0의 값을 취하는 더미변수
 $MB_{i,t}$: 미래성장기회 [= t기 말 보통주 시가총액/t-1기 말 총자산]
 $SIZE_{i,t}$: 기업규모 [= t기 총자산의 자연로그 취한 값]
 $LEVERAGE_{i,t}$: 부채비율 [= t기 총부채/t-1기 총자산]
 $ROA_{i,t}$: 총자산수익률 [= t기 당기순이익/t-1기 총자산]
 $CFO_{i,t}$: 영업현금흐름 [= t기 영업활동으로 인한 현금흐름/t-1기 매출액]
 $DVD_{i,t}$: 배당 [= t기 현금배당금/t-1기 총자산]
 $TANGIBILITY_{i,t}$: 유형자산의 비중 [= t기 유형자산/t-1기 총자산]
 $AGE_{i,t}$: 개별기업의 나이
 $FOR_SH_{i,t}$: 외국인지분율
 $FCF_{i,t-1}$: t-1기 잉여현금흐름
 [= (t기 순이익 + t기 감가상각비 - t기 유형고정자산변동 - t기 순운전자본변동)
 / t-1기 총자산]
 $STD_CFO_{i,t}$: t-1기부터 t-3기까지 영업현금흐름의 표준편차
 $STD_SALE_{i,t}$: t-1기부터 t-3기까지 매출액의 표준편차
 YR : 연도더미
 IND : 산업더미
 $\varepsilon_{i,t}$: 오차항

기술통계량으로는 평균(Mean), 표준편차(Standard deviation), 최소값(Min), 중위수(Median), 최대값(Max)을 제시하고 있다.

본 연구의 종속변수로서 사용된 변수들의 평균값을 살펴보면 비효율적인 투자수준($R_invest_{i,t}$)과 투자효율성($ABS_Rinvest_{i,t}$)의 경우 평균값이 각각 0.044과 0.148로 나타났다. 이는 본 연구의 분석대상이 된 기업들에서 전반적으로 과대투자가 이루어지고 있음을 나타내는 결과이다. 미래경영성과인 $ROA_{i,t+1-t+3}$ 의 경우 0.028의 평균값을 보이고 있다.

독립변수인 지주회사 체제로 전환된 자회사 여부($HCS_DUM_{i,t}$)를 살펴보면, 평균값은 0.126으로 표본 기업 중 약 12.6%가 지주회사 체제로 전환된 자회사임을 알 수 있다. 통제변수로 사용된 미래성장기회($MB_{i,t}$), 기업규모($SIZE_{i,t}$), 부채비율($LEVERAGE_{i,t}$)의 경우 평균값(중위수)은 각각 0.631(0.468), 26.070(25.821), 0.464(0.479)로 나타나 평균값과 중위수의 차이가 크지 않은 것으로 나타났다. 총자산수익률인 $ROA_{i,t}$ 의 경우 0.003의 평균값을 보여 총자산에서 당기순이익이 차지하는 비중은 0.3%인 것으로 나타났다. 배당($DVD_{i,t}$)의 평균값은 0.005으로 이는 표본 기업들의 경우 전체 자산 중 0.5% 수준에서 현금배당을 하고 있다는 것을 알 수 있다. 그리고 유형자산의 비중을 나타내는 $TANGIBILITY_{i,t}$ 의 평균값은 0.384, 중위수는 0.392로 나타나 표본에 속한 기업들의 설비투자수준에 차이가 크지 않음을 알 수 있다. 표본 기업에 속한 개별기업의 나이($AGE_{i,t}$)의 평균값은 27.8로 나타났고 표본에 포함된 기업들의 외국인투자자지분율($FOR_SH_{i,t}$)은 전체 평균 발행주식 중 5.2%로 나타났다.

다음으로 주요 변수간의 피어슨(Pearson) 상관계수는 <표 3>에 제시되어 있다. 지주회사 체제로 전환한 자회사 여부($HCS_DUM_{i,t}$)와 비효율적인 투자수준($R_invest_{i,t}$), 투자효율성($ABS_Rinvest_{i,t}$)은 각각 통계적으로 유의한 음(-)의 상관관계를 가지는 것으로 나타났다. 이는 지주회사 체제로 전환된 자회사일수록 비효율적인 투자수준이 낮고, 투자가 효율적으로 이루어진다는 것을 의미하는 결과이다. 그리고 미래경영성과인 $ROA_{i,t+1-t+3}$ 와는 통계적으로 유의한 양(+)의 상관관계를 보이고 있어, 지주회사 체제로 전환된 자회사의 미래경영성과가 같은 산업내 비지주회사 체제인 일반회사의 미래경영성과보다 높다는 것을 제시하고 있다. 그러나 이는 비효율적인 투자수준($R_invest_{i,t}$), 투자효율성($ABS_Rinvest_{i,t}$), 미래경영성과($ROA_{i,t+1-t+3}$)에 영향을 미칠 수 있는 다른 요인에 대해 고려하지 않은 결과이므로 이를 통제한 후의 결과를 회귀분석을 통해 살펴볼 필요가 있다.

통제변수들간의 상관관계 중 0.3 이상의 상관관계를 보인 경우는 기업규모($SIZE_{i,t}$)의 경우 외국인지분율($FOR_SH_{i,t}$), 부채비율($LEVERAGE_{i,t}$)의 경우 미래성장기회($MB_{i,t}$), 유형자산의 비중($TANGIBILITY_{i,t}$), 총자산수익률($ROA_{i,t}$)의 경우 영업현금흐름($CFO_{i,t}$), 배당($DVD_{i,t}$)과의 상관관계이다. 이에 본 연구에서는 독립변수들간 다중공선성 문제가 발생하는지 알아보기 위해 다중공선성을 판단하는 분산팽창지수인 VIF(Variance Inflation Factor)의 값을 살펴보았다. 다중공선성에 문제가 되는 값은 10 이상의 값이며, 본 연구의 회귀분석결과에서는 최대 2.709로 나타나 다중공선성의 문제는 나타나지 않았다. 구체적인 분산팽창지수(VIF)는 가설 1과 가설 2의 회귀분석 결과를 보여주는 <표 5>와 <표 6>에 각각

〈표 3〉 상관관계분석결과

Variable	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14	15	16
1 $R_invest_{i,t}$	1.000	0.522 <.0001	-0.011 0.473	-0.071 <.0001	0.267 <.0001	0.022 0.169	-0.518 <.0001	0.180 <.0001	-0.115 <.0001	0.218 <.0001	-0.594 <.0001	0.039 0.014	0.076 <.0001	-0.286 <.0001	-0.132 <.0001	-0.105 <.0001
2 $ABS_Rinvest_{i,t}$		1.000	-0.053 0.001	-0.143 <.0001	0.102 <.0001	0.006 0.718	-0.246 <.0001	0.008 0.604	-0.123 <.0001	0.063 <.0001	-0.383 <.0001	0.013 0.414	-0.009 0.580	-0.334 <.0001	-0.068 <.0001	-0.020 0.192
3 $ROA_{i,t+1}+t+3$			1.000	0.041 0.009	0.058 0.000	-0.123 <.0001	0.270 <.0001	0.070 <.0001	0.131 <.0001	0.005 0.744	0.346 <.0001	-0.153 <.0001	-0.058 0.000	0.139 <.0001	0.064 <.0001	0.062 <.0001
4 $HCS_DUM_{i,t}$				1.000	0.001 0.966	0.478 <.0001	0.087 <.0001	0.114 <.0001	0.118 <.0001	0.171 <.0001	0.029 0.067	-0.061 <.0001	0.383 <.0001	0.019 0.234	-0.144 <.0001	-0.115 <.0001
5 $MB_{i,t}$					1.000	-0.017 0.278	-0.314 <.0001	0.052 0.001	0.014 0.359	0.207 <.0001	-0.150 <.0001	-0.028 0.074	0.104 <.0001	0.004 0.788	-0.051 0.001	-0.074 <.0001
6 $SIZE_{i,t}$						1.000	0.086 <.0001	0.226 <.0001	0.151 <.0001	0.158 <.0001	-0.023 0.138	0.220 <.0001	0.616 <.0001	-0.138 <.0001	-0.226 <.0001	-0.195 <.0001
7 $LEVERAGE_{i,t}$							1.000	-0.093 <.0001	0.038 0.016	-0.277 <.0001	0.458 <.0001	-0.117 <.0001	-0.055 0.001	0.140 <.0001	0.105 <.0001	0.110 <.0001
8 $ROA_{i,t}$								1.000	0.433 <.0001	0.370 <.0001	0.154 <.0001	0.089 <.0001	0.165 <.0001	0.065 <.0001	-0.116 <.0001	-0.055 0.001
9 $CFO_{i,t}$									1.000	0.223 <.0001	0.270 <.0001	-0.025 0.107	0.130 <.0001	0.074 <.0001	-0.013 0.406	-0.004 0.819
10 $DVD_{i,t}$										1.000	-0.030 0.054	0.055 0.000	0.200 <.0001	0.034 0.032	-0.165 <.0001	-0.093 <.0001
11 $TANGIBILITY_{i,t}$											1.000	0.006 0.721	-0.071 <.0001	0.092 <.0001	0.045 0.004	0.002 0.918
12 $AGE_{i,t}$												1.000	0.096 <.0001	-0.047 0.003	-0.205 <.0001	-0.186 <.0001
13 $FOR_SH_{i,t}$													1.000	-0.062 <.0001	-0.167 <.0001	-0.127 <.0001
14 $FCF_{i,t-1}$														1.000	0.094 <.0001	0.087 <.0001
15 $STD_CFO_{i,t}$															1.000	0.471 <.0001
16 $STD_SALE_{i,t}$																1.000

1) 변수선택명은 <표 2>참조.

2. 단변량분석

<표 4>에서는 지주회사 체제로 전환된 자회사와 같은 산업내 비지주회사 체제인 일반회사 간 각 변수의 차이를 분석한 결과이다.

〈표 4〉 단변량분석결과

Variable	Holding Company System (1)	Non-holding Company System (2)	Diff(1)-(2) (t-value)
$R_invest_{i,t}$	0.008	0.050	-0.042 (5.990 ^{***})
$ABS_Rinvest_{i,t}$	0.099	0.155	-0.057 (11.890 ^{***})
$ROA_{i,t+1\sim t+3}$	0.029	0.018	0.012 (4.120 ^{***})
$MB_{i,t}$	0.632	0.631	0.001 (-0.050)
$SIZE_{i,t}$	28.104	25.777	2.328 (-31.010 ^{***})
$LEVERAGE_{i,t}$	0.515	0.456	0.059 (-6.100 ^{***})
$ROA_{i,t}$	0.031	-0.001	0.032 (-12.200 ^{***})
$CFO_{i,t}$	0.069	0.042	0.027 (-9.910 ^{***})
$DVD_{i,t}$	0.008	0.005	0.004 (-9.630 ^{***})
$TANGIBILITY_{i,t}$	0.400	0.381	0.019 (-2.130 ^{**})
$AGE_{i,t}$	25.375	28.235	-2.860 (3.020 ^{***})
$FOR_SH_{i,t}$	0.130	0.041	0.090 (-21.680 ^{***})
$FCF_{i,t-1}$	0.203	0.199	0.004 (-1.260)
$STD_CFO_{i,t}$	0.049	0.075	-0.026 (15.140 ^{***})
$STD_SALE_{i,t}$	0.169	0.232	-0.063 (9.570 ^{***})

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

2) 변수설명은 <표 2>참조.

비효율적인 투자수준을 나타내는 $R_invest_{i,t}$ 의 경우 지주회사 체제로 전환된 자회사의 평균값이 0.008, 같은 산업내 비지주회사 체제인 일반회사의 평균값이 0.050이고, 투자효율성을 나타내는 $ABS_Rinvest_{i,t}$ 의 경우 각각 0.099와 0.155의 평균값을 보였으며 그 차이는 통계적으로 1% 수준에서 유의하였다. 이는 지주회사 체제로 전환된 자회사의 경우 같은 산업내 비지주회사 체제인 일반회사보다 비효율적인 투자가 적게 이루어지고, 투자효율성이 높다는 것을 의미하는 결과이다. 미래경영성과($ROA_{i,t+1-t+3}$)에 대한 단변량분석 결과를 보면, 지주회사 체제로 전환된 자회사의 평균값이 0.029이고, 일반회사의 평균값이 0.018이며, 둘의 차이가 1% 수준에서 통계적으로 유의한 결과를 나타내 지주회사 체제로 전환된 자회사의 미래경영성과가 더 높다는 것을 보여주고 있다.

통제변수인 기업규모($SIZE_{i,t}$), 부채비율($LEVERAGE_{i,t}$), 총자산수익률($ROA_{i,t}$), 영업현금흐름($CFO_{i,t}$), 배당($DVD_{i,t}$), 유형자산의 비중($TANGIBILITY_{i,t}$), 외국인지분율($FOR_SH_{i,t}$), 잉여현금흐름($FCF_{i,t-1}$)은 지주회사 체제로 전환된 자회사가 보다 높은 평균값을 보였다. 이는 지주회사 체제로 전환된 자회사의 경우 부채비율이 높지만 기업규모 및 총자산수익률, 영업현금흐름이 보다 양호하다는 결과이다. 또한 같은 산업내 비지주회사 체제인 일반회사에 비해 배당을 많이 지불하고 있고 총자산 중 유형자산이 차지하는 비중이 높으며 잉여현금흐름도 많다는 것을 나타낸다. 개별기업의 나이($AGE_{i,t}$), 영업현금흐름의 표준편차($STD_CFO_{i,t}$), 매출액의 표준편차($STD_SALE_{i,t}$)는 같은 산업내 비지주회사 체제인 일반회사의 평균값이 높은 결과를 보여 지주회사 체제로 전환된 자회사의 영업현금흐름과 매출액의 변동성이 일반회사에 비해 낮고 개별기업의 나이도 적은 것을 알 수 있다.

3. 가설 1에 대한 회귀분석

<표 5>는 가설 1에 대한 회귀분석결과이다. 우선 <표 5>의 Panel A에서 살펴보면 비효율적인 투자수준($R_invest_{i,t}$)과 지주회사 체제로 전환된 자회사 여부($HCS_DUM_{i,t}$)는 통계적으로 유의한 음(-)의 관계를 보이고 있어 지주회사 체제로 전환된 자회사일수록 비효율적인 투자가 적게 이루어지고 있다는 것을 유추할 수 있다. 이와 더불어 Panel B에서 투자효율성($ABS_Rinvest_{i,t}$)과 지주회사 체제로 전환된 자회사 여부($HCS_DUM_{i,t}$)에 대해 회귀분석한 결과를 살펴보면 둘 간에 1% 수준에서 통계적으로 유의한 음(-)의 관계를 보이고 있다. 이러한 분석결과는 지주회사 체제로 전환된 자회사의 경우 같은 산업내 비지주회사 체제인 일반회사에 비해 효율적으로 투자가 이루어지고 있다는 것을 의미한다. 즉 <표 5>의 분석결과는 지주회사 체제로 전환된 자회사일수록 비효율적인 투자수준이 낮고 효율적으로 투자가 이루어지고 있다는 것을 시사하는 것으로 본 연구의 가설 1을 지지하는 결과이다.

〈표 5〉 가설 1에 대한 회귀분석결과

Panel A :

$$R_invest_{i,t} = \beta_0 + \beta_1 HCS_DUM_{i,t} + \beta_2 MB_{i,t} + \beta_3 SIZE_{i,t} + \beta_4 LEVERAGE_{i,t} + \beta_5 ROA_{i,t} \\ + \beta_6 CFO_{i,t} + \beta_7 DVD_{i,t} + \beta_8 TANGIBILITY_{i,t} + \beta_9 AGE_{i,t} + \beta_{10} FOR_SH_{i,t} \\ + \beta_{11} FCF_{i,t-1} + \beta_{12} STD_CFO_{i,t} + \beta_{13} STD_SALE_{i,t} + \sum YR + \sum IND + \varepsilon_{i,t}$$

Variable	Dependent variable = $R_invest_{i,t}$		
	Coef.	t-value	VIF
Intercept	0.569	11.920***	0.000
HCS_DUM _{i,t}	-0.035	-4.820***	1.410
MB _{i,t}	0.033	9.750***	1.151
SIZE _{i,t}	-0.006	-3.280***	2.170
LEVERAGE _{i,t}	-0.138	-11.940***	1.647
ROA _{i,t}	0.571	22.010***	1.437
CFO _{i,t}	-0.203	-6.690***	1.337
DVD _{i,t}	1.858	5.820***	1.338
TANGIBILITY _{i,t}	-0.436	-39.770***	1.451
AGE _{i,t}	0.000	-1.980**	1.175
FOR_SH _{i,t}	0.007	0.200	1.708
FCF _{i,t-1}	-0.648	-21.470***	1.083
STD_CFO _{i,t}	-0.084	-2.110**	1.365
STD_SALE _{i,t}	-0.048	-3.770***	1.329
YR & IND	Included		
F-value	396.270***		
Adj. R ²	0.558		
N	4,066		

Panel B :

$$ABS_Rinvest_{i,t} = \beta_0 + \beta_1 HCS_DUM_{i,t} + \beta_2 MB_{i,t} + \beta_3 SIZE_{i,t} + \beta_4 LEVERAGE_{i,t} + \beta_5 ROA_{i,t} \\ + \beta_6 CFO_{i,t} + \beta_7 DVD_{i,t} + \beta_8 TANGIBILITY_{i,t} + \beta_9 AGE_{i,t} + \beta_{10} FOR_SH_{i,t} \\ + \beta_{11} FCF_{i,t-1} + \beta_{12} STD_CFO_{i,t} + \beta_{13} STD_SALE_{i,t} + \sum YR + \sum IND + \varepsilon_{i,t}$$

Variable	Dependent variable = $ABS_Rinvest_{i,t}$		
	Coef.	t-value	VIF
Intercept	0.295	7.050***	0.000
HCS_DUM _{i,t}	-0.058	-9.120***	1.140
MB _{i,t}	0.008	2.690***	1.151
SIZE _{i,t}	0.002	1.440	2.170
LEVERAGE _{i,t}	-0.001	-0.060	1.647

〈표 5〉 가설 1에 대한 회귀분석결과 (계속)

Variable	Dependent variable= $ABS_Rinvest_{i,t}$		
	Coef.	t-value	VIF
$ROA_{i,t}$	0.133	5.820***	1.437
$CFO_{i,t}$	-0.074	-2.790***	1.337
$DVD_{i,t}$	0.981	3.490***	1.338
$TANGIBILITY_{i,t}$	-0.207	-21.420***	1.451
$AGE_{i,t}$	0.000	-1.840*	1.175
$FOR_SH_{i,t}$	-0.068	-2.280**	1.708
$FCF_{i,t-1}$	-0.574	-21.630***	1.083
$STD_CFO_{i,t}$	-0.081	-2.300**	1.365
$STD_SALE_{i,t}$	0.011	0.970	1.329
YR & IND	Included		
F-value	115.450***		
Adj. R ²	0.268		
N	4,066		

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

2) 변수설명명은 <표 2>참조.

비효율적인 투자수준($R_invest_{i,t}$)에 대해 미래성장기회($MB_{i,t}$), 총자산수익률($ROA_{i,t}$), 부채비율($LEVERAGE_{i,t}$), 영업현금흐름의 표준편차($STD_CFO_{i,t}$), 매출액의 표준편차($STD_SALE_{i,t}$)와 같은 통제변수의 경우 예상과 일치하는 결과를 보이고 있으며 통계적으로도 그 결과가 유의한 것으로 나타났다. 즉, 미래성장기회가 많을수록, 총자산수익률이 높을수록, 부채비율이 적고, 영업현금흐름과 매출액의 변동이 적을수록 과대투자가 일어날 가능성이 크다는 것을 의미하는 결과이다. 다만 통제변수 중 기업규모($SIZE_{i,t}$), 영업현금흐름($CFO_{i,t}$), 배당($DVD_{i,t}$)의 경우 예상과 다른 결과를 보이고 있다.

투자효율성($ABS_Rinvest_{i,t}$)에 대한 통제변수의 결과를 살펴보면 미래성장기회($MB_{i,t}$), 총자산수익률($ROA_{i,t}$), 배당($DVD_{i,t}$)과 유의한 양(+)의 상관관계를 보이고 있다. 이는 미래성장기회가 클수록, 총자산수익률이 높을수록, 배당을 많이 지불할수록 투자효율성이 낮다는 것을 의미하는 결과이다. 반면 영업현금흐름($CFO_{i,t}$), 유형자산의 비중($TANGIBILITY_{i,t}$), 외국인지분율($FOR_SH_{i,t}$)은 유의한 음(-)의 상관관계를 보이고 있어 영업현금흐름이 많을수록, 유형자산의 비중이 높을수록 외국인지분율이 높을수록 투자효율성이 높다는 것을 제시하고 있다.

4. 가설 2에 대한 회귀분석

<표 6>에서는 가설 2에 대한 회귀분석결과가 나타나 있다. 실증분석결과를 살펴보면 지주회사 체제로 전환된 자회사 여부($HCS_DUM_{i,t}$)의 계수값인 β_1 은 통계적으로 유의한 양(+)의 관계를 보이고 있고, 투자효율성($ABS_Rinvest_{i,t}$)의 계수값인 β_2 는 통계적으로 유의한 음(-)의 관계를 보이고 있다. 마지막으로 지주회사 체제로 전환된 자회사 여부와 투자효율성의 교차변수($HCS_DUM_{i,t} \times ABS_Rinvest_{i,t}$)의 계수값인 β_3 는 통계적으로 유의한 음(-)의 관계를 보이고 있다. 이러한 분석결과는 지주회사 체제로 전환된 자회사일수록, 투자효율성이 높을수록 미래경영성과가 높을 뿐만 아니라 지주회사 체제로 전환된 자회사의 투자효율성이 높을수록 미래경영성과가 높다는 것을 의미하는 결과로 본 연구의 가설 2를 지지하는 결과이다.

통제변수로 포함된 변수 중 기업규모($SIZE_{i,t}$)와 총자산수익률($ROA_{i,t}$)이 통계적으로 유의한 계수값을 나타내고 있다. 즉, 기업규모가 작을수록, 총자산수익률이 높을수록 미래경영성과가 높은 것을 의미한다.

〈표 6〉 가설 2에 대한 회귀분석결과

$ROA_{i,t+1-t+3} = \beta_0 + \beta_1 HCS_DUM_{i,t} + \beta_2 ABS_Rinvest_{i,t} + \beta_3 HCS_DUM_{i,t} \times ABS_Rinvest_{i,t} + \beta_4 SIZE_{i,t} + \beta_5 LEVERAGE_{i,t} + \beta_6 ROA_{i,t} + \beta_7 FOR_SH_{i,t} + \sum YR + \sum IND + \varepsilon_{i,t}$			
Variable	Dependent variable = $ROA_{i,t+1-t+3}$		
	Coef.	t-value	VIF
Intercept	0.582	25.440***	0.000
$HCS_DUM_{i,t}$	0.035	4.980***	2.709
$ABS_Rinvest_{i,t}$	-0.089	11.550***	1.044
$HCS_DUM_{i,t} \times ABS_Rinvest_{i,t}$	-0.171	-4.150***	2.473
$SIZE_{i,t}$	-0.021	-23.260***	1.548
$LEVERAGE_{i,t}$	-0.004	-1.040	1.355
$ROA_{i,t}$	0.080	10.050***	1.339
$FOR_SH_{i,t}$	0.009	0.630	1.372
YR & IND	Included		
F-value	144.490***		
Adj. R ²	0.065		
N	4,066		

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

2) 변수설명명은 <표 2>참조.

5. 추가분석

본 연구에서는 <표 5>에 제시된 지주회사 체제로 전환된 자회사일수록 비효율적인 투자수준이 낮고 투자효율성이 높다는 결과에 대해 지주회사 체제로 전환된 자회사가 과대투자수준과 과소투자수준 중 어떤 투자에 영향을 미쳐 나타난 결과인지를 추가분석하고자 한다. 투자효율성과 관련된 선행연구인 이보미·백원선(2015), 전경민 외(2018), 이현주 외(2020) 등에서는 McNichols and Stubben(2008)의 모형을 이용하여 산출된 잔차의 값이 양(+)인 경우 과대투자, 음(-)인 경우 과소투자로 구분하여 분석하였다. 본 연구에서도 이러한 선행연구를 바탕으로 비효율적인 투자수준을 측정한 $R_invest_{i,t}$ 가 양(+)의 값을 가지는 표본을 과대투자표본으로, 음(-)의 값을 가지는 표본을 과소투자표본으로 구분하여 식(2)를 추가분석하였다.

<표 7>은 과대투자표본과 과소투자표본을 구분하여 지주회사 체제로 전환된 자회사 여부와 비효율적인 투자수준 간의 관계를 분석한 결과이다. 전체표본 중 $R_invest_{i,t}$ 가 양(+)의 값을 가지는 과대투자표본은 2,189개(기업-년도)이고, $R_invest_{i,t}$ 가 음(-)의 값을 가지는 과소투자표본은 1,877개(기업-년도)이다. 우선 과대투자표본에 대한 분석결과를 살펴보면 지주회사로 전환된 자회사 여부($HCS_DUM_{i,t}$)와 종속변수($R_invest_{i,t}$)간에 통계적으로 유의한 음(-)의 관계인 것을 알 수 있다. 이는 과대투자를 하고 있는 기업 중 지주회사로 전환된 자회사일수록 과대투자가 적게 이루어지고 있다는 것을 의미하는 결과이다. 과소투자를 하고 있는 기업에 대한 분석결과를 살펴보면 지주회사로 전환된 자회사 여부($HCS_DUM_{i,t}$)와 종속변수($R_invest_{i,t}$)간에 음(-)의 관계이나 통계적으로 유의하지 않은 결과를 보이고 있어 과소투자가 이루어지는 경우 지주회사로 전환된 자회사 여부($HCS_DUM_{i,t}$)가 과소투자($R_invest_{i,t}$)에 영향을 미치지 못하고 있다고 해석된다. 이와 같은 추가분석의 결과는 지주회사 체제로 전환된 자회사일수록 비효율적인 투자수준이 낮고 투자효율성이 높다는 가설1의 결과가 지주회사 체제로 전환된 자회사에서 과대투자가 적게 이루어지기 때문에 나타난 결과라는 것을 의미한다.

〈표 7〉 추가분석 : 과대투자와 과소투자

$$R_invest_{i,t} = \beta_0 + \beta_1 HCS_DUM_{i,t} + \beta_2 MB_{i,t} + \beta_3 SIZE_{i,t} + \beta_4 LEVERAGE_{i,t} + \beta_5 ROA_{i,t} \\ + \beta_6 CFO_{i,t} + \beta_7 DVD_{i,t} + \beta_8 TANGIBILITY_{i,t} + \beta_9 AGE_{i,t} + \beta_{10} FOR_SH_{i,t} \\ + \beta_{11} FCF_{i,t-1} + \beta_{12} STD_CFO_{i,t} + \beta_{13} STD_SALE_{i,t} + \sum YR + \sum IND + \varepsilon_{i,t}$$

Variable	Dependent variable = $R_invest_{i,t}$	
	과대 투자표본	과소 투자표본
	Coef. (t-value)	Coef. (t-value)
Intercept	0.625 (10.820 ^{***})	-0.472 (-11.180 ^{***})
$HCS_DUM_{i,t}$	-0.054 (-6.290 ^{***})	-0.001 (-0.130)
$MB_{i,t}$	0.015 (4.350 ^{***})	0.021 (5.490 ^{***})
$SIZE_{i,t}$	-0.007 (-3.000 ^{***})	-0.018 (10.830 ^{***})
$LEVERAGE_{i,t}$	-0.085 (-6.800 ^{***})	-0.041 (3.500 ^{***})
$ROA_{i,t}$	0.470 (13.650 ^{***})	0.014 (-0.650)
$CFO_{i,t}$	-0.275 (-7.400 ^{***})	-0.058 (2.230 ^{**})
$DVD_{i,t}$	0.947 (2.810 ^{***})	0.288 (0.860)
$TANGIBILITY_{i,t}$	-0.364 (-27.590 ^{***})	-0.281 (-23.770 ^{***})
$AGE_{i,t}$	0.000 (-2.960 ^{***})	0.000 (-3.180 ^{***})
$FOR_SH_{i,t}$	-0.004 (-0.090)	0.045 (1.400)
$FCF_{i,t-1}$	-0.618 (-18.290 ^{***})	0.168 (5.200 ^{***})
$STD_CFO_{i,t}$	-0.104 (-2.220 ^{**})	-0.028 (-0.770)
$STD_SALE_{i,t}$	-0.014 (-0.960)	-0.018 (1.530)
YR & IND	Included	Included
F-value	176.220 ^{***}	97.500 ^{***}
Adj. R ²	0.510	0.401
N	2,189	1,877

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

2) 변수설명명은 <표 2> 참조.

V. 결 론

2021년 공정거래위원회에서 발표한 “2021년 지주회사 소유출자 현황 및 수익구조 분석 결과 발표”에 따르면 지주회사 체제 전환을 통한 지배구조 개선 효과가 나타나고 있으나 지배주주에게 지분율이 집중되어 있고, 비지주회사 체제인 경우보다 지배주주의 평균 지분율이 높아 편법적으로 지배력을 확대할 가능성 있어 이에 대한 지속적인 감시가 필요한 것으로 나타났다. 이와 같이 지주회사 체제로 전환된 기업들에 대한 긍정적인 효과와 더불어 부정적인 우려가 공존하고 있는 상황에서 지주회사 체제의 장점을 살리기 위해서는 다양한 측면에서 지주회사 체제로의 전환 효과를 살펴보고 이를 근거로 관련된 규제를 보완할 필요가 있다.

본 연구에서는 지주회사 체제로 전환하는 경우 투자측면에서 갖는 효과를 검증해보고자 하였다. 이를 위해 2006년부터 2016년까지 12월 결산 비금융 상장기업을 대상으로 지주회사 체제로 전환된 자회사에 대한 비효율적인 투자수준 및 투자효율성에 대해 살펴보고, 투자효율성이 미래경영성으로 이어졌는지 실증분석하였다. 분석결과, 지주회사 체제로 전환된 자회사와 같은 산업 내 비지주회사 체제인 일반 회사 모두 과대투자를 하고 있지만 지주회사 체제로 전환된 자회사의 경우 과대투자 수준이 낮고, 투자가 효율적으로 이루어지고 있다는 결과를 보였다. 분석대상 이후 3년 동안 총자산수익률 평균으로 측정한 미래경영성결과를 비교한 결과, 지주회사 체제로 전환된 자회사의 미래경영성결과가 같은 산업 내 비지주회사 체제인 일반회사의 미래경영성결과보다 통계적으로 유의하게 높은 것으로 나타났으며, 지주회사 체제로 전환된 자회사이면서 투자효율성이 높을수록 미래경영성결과가 더 높은 것으로 나타났다. 전체표본을 과대투자표본과 과소투자표본으로 구분하여 지주회사 체제로 전환된 자회사 여부와 비효율적인 투자수준 간의 관계를 추가분석한 결과 과대투자표본에서는 지주회사 체제로 전환된 자회사일수록 과대투자가 적게 이루어지는 것으로 나타난 반면, 과소투자표본에서는 유의적인 관계가 발견되지 않았다. 따라서 본 연구의 실증분석결과에서는 지주회사 체제가 자회사의 투자효율성 및 미래경영성결과에 긍정적인 영향을 미치고 있는 것으로 나타났다.

본 연구는 지주회사 체제에 대한 효과를 투자측면에서 다각적으로 살펴보기 위해 과대·과소 투자 수준과 같은 비효율적인 투자수준과 투자효율성을 함께 이용하였고 동시에 투자효율성이 미래경영성으로 이어지는지 살펴봄으로써 지주회사 전환에 따른 경제적 효과까지 살펴보았다는 점에서 의의가 있다. 본 연구의 실증분석결과는 향후 지주회사 규제와 관련된 정부 정책수립에 시사점을 줄 수 있을 것으로 여겨진다.

그러나 본 연구에서는 지주회사 체제 밖 자회사를 표본 기업에 포함하지 못함으로써 본 연구의 실증분석결과를 지주회사 체제 전체로 일반화하는데 한계가 있고, 투자효율성이 높은 자회사의 기업특성 및 누락된 다른 지배구조변수의 영향을 고려하지 못했다는 한계점을 가지고 있다. 앞으로 이와 관련된 지주회사의 후속 연구가 진행되기를 기대한다.

참고문헌

- 강형철 · 박경서 · 장하성. 2006. “한국 재벌기업집단의 그룹구조 결정요인에 관한 연구”. 재무연구 19(1) : 187-230.
- 공정거래위원회. 2006. “지주회사 제도 안내”.
- 공정거래위원회. 2021. “2021년 지주회사 현황 공개”.
http://www.ftc.go.kr/www/selectReportUserView.do?key=10&rpttype=1&report_data_no=9118.
- 공정거래위원회. 2021. “2021년 지주회사 소유출자 현황 및 수익구조 분석 결과 발표”.
http://www.ftc.go.kr/www/selectReportUserView.do?key=10&rpttype=1&report_data_no=9398.
- 곽수환 · 최석봉. 2008. “지주회사 전환이 자회사의 경영성과와 기업가치에 미치는 영향”. 규제연구 17(2) : 97-131.
- 권택호 · 최수미. 2013. “대규모기업집단 중 지주회사에 속한 기업의 소유지배과리도와 이익조정”. 금융공학연구 12(2) : 97-122.
- 김경묵. 2003. “기업지배구조와 혁신 : 소유구조가 연구개발(R&D)투자에 미치는 영향”. 경영학연구 32(6) : 1799-1832.
- 김동운. 2007. “LG그룹 지주회사체제의 성립과정과 의의”. 경영사학 22(1) : 5-48.
- 김상일 · 최원욱. 2013. “재벌의 지주회사 전환이 소유집중과 이익조정에 미치는 영향”. 회계학연구 38(4) : 369-401.
- 김선제 · 김성태. 2014. “지주회사 전환정보가 주식수익률에 미치는 영향 연구”. 경영컨설팅연구 14(1) : 33-56.
- 김용현 · 장승욱. 2014. “지주회사 전환과 기업가치”. 대한경영학회지 27(12) : 2063-2079.
- 김정교 · 김혜리 · 김정호. 2015. “지주회사 체제 밖의 계열회사를 이용한 재벌의 이익조정”. 경영학연구 44(2) : 543-585.
- 김지홍 · 신현한 · 고재민. 2009. “지주회사 전환이 이익조정에 미치는 영향”. 회계정보연구 27(4) : 147-180.
- 김창수 · 최효선. 2012. “대기업 집단의 지주회사 전환이 회계투명성에 미친 영향”. 회계정보연구 30(3) : 301-327.
- 박경서. 2007. “해외의 지주회사제도 현황과 국내 지주회사제도의 개선방안”. 상장협연구 56 : 95-116.
- 박범진. 2020. “이사회 모임횟수와 사외이사 선임이 투자효율성에 미치는 영향”. 회계 · 세무와 감사 연구 62(1) : 145-171.
- 박선영. 2016. “가족지배와 기업의 자본투자의사결정 효율성간의 관련성”. 회계연구 21(5) : 51-70.

- 박선영 · 배한수. 2011. “재무보고의 질과 기업지배구조가 기업의 투자효율성에 미치는 영향”. 회계정보연구 29(4) : 363-391.
- 박영석 · 김남곤. 2007. “기업지배구조와 기업가치-투자효율성과 대리인 비용을 중심으로”. 경영학연구 36(5) : 1203-1232.
- 박지영 · 김윤경 · 신현한. 2020. “인적분할을 통한 지주회사 전환이 기업가치와 소유구조 변화에 미치는 영향”. 전문경영인연구 23(3) : 1-20.
- 박진우 · 이민교. 2019. “중견기업의 인적분할을 통한 지주회사 전환”. 한국증권학회지 48(1) : 1-27.
- 박진하 · 권대현. 2012. “외국인주주의 지분율이 기업의 투자효율성에 미치는 영향”. 회계학연구 37(3) : 277-307.
- 엄수진. 2014. “국내 지주회사 체제 전환 현황 및 사례”. CG 리뷰 VOL. 75 : 30-45.
- 유진수. 2014. “인적분할을 통한 지주회사 전환에 대한 연구”. 산업조직연구 22(2) : 73-95.
- 이보미 · 백원선. 2015. “투자효율성이 회계이익의 지속성과 가치관련성에 미치는 영향”. 경영학연구 44(5) : 1277-1304.
- 이문영. 2019. “지주회사체제와 경영성과 : 형식적 변화인가, 실질적 변화인가?”. 회계학연구 44(6) : 231-264.
- 이호영 · 강지혜 · 권예슬. 2015. “LG그룹 지주회사 전환과정과 소유구조 변화 사례연구”. 회계저널 24(4) : 223-248.
- 이현주 · 신호영 · 이강일. 2020. “지주회사 전환이 투자효율성에 미치는 영향”. 세무와회계저널 21(1) : 31-64.
- 임상균 · 이문영 · 황인이. 2014. “대규모기업집단 소속기업의 투자효율성”. 회계학연구 39(3) : 91-134.
- 전경민 · 신영직 · 김현표. 2018. “외국인 임원과 기업의 투자효율성”. 회계학연구 43(1) : 119-165.
- 정도진. 2008. “지주회사전환기업집단과 상호출자제한기업집단의 경영성과와 기업가치 및 지배구조투명성 비교”. 대한경영학회지 21(2) : 767-789.
- 조형진 · 김미옥 · 정형록. 2014. “지분율과리도와 투자이상현상”. 회계학연구 39(6) : 189-227.
- 지현미 · 박홍조 · 이영한. 2008. “지주회사 전환이 이익조정과 가치관련성에 미치는 영향”. 회계정보연구 26(3) : 89-111.
- 최수미 · 임묘경. 2009. “지주회사의 지배구조와 이익의 질”. 회계저널 18(4) : 207-239.
- 지주회사 변신은 무죄, 신산업 투자·혁신 전파로 불확실성 돌파, 매경이코노미, 배준희기자, 2021년 7월 14일.
- Biddle, G. C., G. Hilary, and R. S. Verdi. 2009. How does financial reporting quality relate to investment efficiency?. *Journal of Accounting and Economics* 48(2-3) : 112-131.

- Ferris, S. P., K. A. Kim. and P. Kitsabunnarat. 2003. The costs (and benefits) of diversified business groups : The case of Korean Chaebols. *Journal of Banking & Finance* 27(2) : 251–273.
- 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. C. 1986. Agency costs of free cash flow, corporate finance, and takeovers. *The American Economic Review* 76(2) : 323–329.
- Kim, C. S. 2011. Effect of group affiliation on investments : evidence from the global economic crisis. *Asia–Pacific Journal of Financial Studies* 40(6) : 799–823.
- Kim, W., Y. Lim, and T. Sung. 2007. Group control motive as a determinant of ownership structure in business conglomerates : evidence from Korea’s Chaebols. *Pacific–Basin Finance Journal* 15(3) : 213–252.
- Lee, K., J. Y. Kim, and O. Lee. 2010. Long–term evolution of the firm value and behavior of business groups : Korean Chaebols between weak premium, strong discount, and strong premium. *Journal of the Japanese and International Economics* 24(3) : 412–440.
- McNicoles, M. F. and S. R. Stubben. 2008. Does earnings management affect firms’ investment decisions?. *The Accounting Review* 83(6) : 1571–1603.
- Modigliani, F. and Miller, M. 1958. The cost of capital, corporate finance and the theory of investment. *The American Economic Review* 48 : 1571–1603.
- Myer, S. and Majluf, N. 1984. Corporate financing and investment decisions when firms have information that investors do not have. *Journal of Financial Economics* 13 : 187–221.
- Richardson, S. 2006. Over–investment of free cash flow. *Review of Accounting Studies* 11 : 159–189.

A Study on Investment Efficiency of Affiliated Firms Inside Holding Company System*

Wonjung Oh**

〈Abstract〉

When converting to a holding company system, the ownership of affiliated firms inside holding company system is vertically simplified and the corporate governance is improved. In addition, the division within the holding company is divided into the subsidiary, which has positive effects on management performance. However, there are negative effects such as the concentration of controlling power and resource transfer using subsidiaries that do not affiliate to the holding company system. Therefore, despite the advantages of holding company system, questions have been steadily raised as to whether holding company system has positive effects.

This study examines the investment efficiency and future management performance of affiliated firms inside holding company system using non-financial listed companies settled in December from 2006 to 2016. After examining whether there is a significant difference in investment efficiency between affiliated firms inside holding company system and general companies under the same industry non-holding company system, whether the investment efficiency of affiliated firms inside holding company system is related to future management performance was examined. And the entire sample was divided into overinvestment and underinvestment samples, and the relationship between affiliated firms inside holding company system and an inefficient level of investment was further analyzed.

The findings are as follows. First, affiliated firms inside holding company system made less overinvestment compared to general companies which are non-holding companies in the same industry and their investment efficiency is higher. Second, affiliated firms inside holding company system with high investment efficiency showed higher future management performance. Third, in the overinvestment sample, the more affiliated firms inside holding company system, the less overinvestment, while no significant relationship was found in the underinvestment sample. The empirical results of this study on the investment efficiency and future management performance of affiliated firms inside holding company system could provide implications for regulations related to the holding company system.

〈Key words〉 Holding company, Affiliated firms, Investment efficiency, Management performance

* This study was supported by the research fund of Kyunghee Cyber University in 2020.

** Associate Professor, Department of Taxation and Accounting, Kyunghee Cyber University, wjoh@khcu.ac.kr