

규제연구 제17권 제2호 2008년 12월

지주회사 전환이 자회사의 경영성과와 기업가치에 미치는 영향

곽수환*, 최석봉**

지주회사 도입에 대한 기존의 선행연구들이 제도도입에 따른 한계점과 대응방안을 단편적으로 기술한 데 반하여, 본 연구는 지주회사 체제로의 전환이 자회사의 경영성과 및 기업가치에 어떤 영향을 주는지를 실증적으로 분석함으로써 제도의 유용성을 검증하였다. 지주회사는 그룹 전반에 대한 전략적·기술적 방향을 결정하지만, 이러한 방향에 따른 실행은 자회사를 통해서 나타나는 것이 일반적이므로, 지주회사체도의 가장 큰 혜택은 자회사라 할 수 있겠다. 따라서 실증분석은 2007년 현재 지주회사로 분류된 233개 자회사 전체를 대상으로 진행되었다. 전환 전후의 효과비교이므로 paired t-검정을 수행하였다. 연구 결과, ROA와 당기순이익이 전환 전에 비해 전환 후가 증가한 것으로 나타나서 지주회사로의 전환이 경영성과에 정(+)의 영향을 주는 것으로 나타났다. 또한 총자산과 순자산도 증가하는 것으로 조사되어 기업가치를 높여주는 것으로 나타났다. 추가적으로 전반적인 업황이나 경기호전으로 인한 집단적 효과를 제거한 후 순수한 지주회사 전환으로 인한 기업개별효과를 측정하기 위해, 2007년도 기준 최대 718개의 대응집단을 구성하여 비교분석을 시도하였다. 그 결과 일부 경영성과(ROA)의 증가가 재증명되었다.

한편, 지주회사로 전환 시 지주회사가 자회사의 지분을 얼마나 소유할 것인지는 전환 시의 중요한 의사결정 사항임에 틀림없다. 그렇다면 지주회사의 자회사에 대한 지주비율이 경영성과 및 기업가치에 어떤 영향을 주는지 살펴볼 필요가 있을 것이다. 그래서 본 연구에서는 지주비율을 독립변수로 하고 경영성과와 기업가치를 종속변수로 하는 회귀분석을 실시해 보았다. 그 결과 자회사에 대한 지주비율은 자회사의 경영성과와 기업가치에 영향을 미치는데, 2차함수 형태의 비선형적인 관계로 영향을 주는 것으로 나타났다.

즉 지주회사로의 전환은 자회사의 경영성과 및 기업가치에 비선형적인 관계가 있음을 확인하였다. 이는 단기적으로는 성과 및 가치의 감소를 초래하나 장기적으로는 긍정적인 영향을 미치는 것으로 요약할 수 있다. 따라서 기업집단의 경우 지주회사로의 전환을 적극적으로 고려하여 경영성과 및 기업가치 증가에 힘써야 할 것이고, 정부는 지주회사로의 전환이 용이하도록 관련 규제를 완화하고 세제혜택을 부여하는 등 제도개선을 위해 지속적으로 노력함으로써 우리나라 기업이 글로벌 시장에서 경쟁력 있는 기업으로 발전할 수 있을 것으로 기대된다.

핵심용어: 지주회사, 기업지배구조, 자회사의 경영성과, 자회사의 기업가치

* 경북대학교 경영학부, 대구시 북구 산격동 1370(e-mail: shkwak@knu.ac.kr)

** 교신저자, 경북대학교 경영학부, 대구시 북구 산격동 1370(e-mail: sbchoi@knu.ac.kr)

접수일: 8/27, 게재확정일: 10/29

I. 서 론

최근 지주회사체제로 전환하는 기업들이 급속히 증가하고 있다. 기업경영감시체제가 미흡했던 우리나라의 경우 재벌의 경제력 집중, 독점 등을 우려해 지주회사제도를 법률로 금지해 왔다. 그러나 1997년 외환위기 이후 촉발된 기업의 구조조정과 더불어 1999년 4월에 지주회사 설립 및 전환이 제한적으로 허용되었다. 이는 지주회사제도를 통하여, 급변하는 기업환경에 탄력적으로 대응할 뿐만 아니라, 지배구조의 투명성 및 기업내부의 구조조정을 통한 경영효율성을 향상시키고, 비교우위가 있는 사업을 특화함으로써 궁극적으로는 기업의 경쟁력을 높일 수 있게 된 것이다.

지주회사란 주식의 소유를 통하여 국내회사의 사업내용을 지배하는 것을 주된 사업으로 하는 회사로서 자산총액이 1,000억 원 이상이며 당해 회사가 보유하고 있는 자회사의 주식가액이 해당회사 자산총액의 100분의 50 이상인 회사를 의미한다(독점규제 및 공정거래에 관한 법률 제2조 제1항, 동법 시행령 제2조). 2000년 1월 1일 SK E&S가 처음으로 지주회사로 설립된 후 2007년 8월 말 현재 일반지주회사 36개와 금융지주회사 4개로 그 수는 매년 증가하고 있다. 또한, 향후 CJ(주)와 (주)두산 등도 지주회사로의 전환이 예상되며 이러한 증가추세는 당분간 계속될 것으로 전망되고 있다(공정거래위원회, 2007).

2007년 말 8월 현재 우리나라의 지주회사는 총 262개의 자회사를 보유하고 있었는데, 구체적으로 살펴보면 36개의 일반지주회사가 233개의 자회사를 보유하고 있으며, 4개의 금융지주회사가 29개의 자회사를 보유하고 있는 것으로 나타났다(공정거래위원회, 2007). 금융지주회사란 지주회사이기는 하지만 금융업을 영위하는 회사로서 일반지주회사와는 다른 특별한 행정적 규제가 필요하기 때문에 금융지주회사법에서 별도로 규제하고 있다.

한편, 지주회사로 설립 또는 전환된 경우, 이들 지주회사는 부채비율의 제한(부채 $\leq 2 \times$ 자본), 자회사지분율의 제한(40% 이상), 자회사 외의 국내회사 주식취득 제한, 금융업 또는 보험업과의 분리 등의 행위제한 사항을 준수하여야 한다(독점규제 및 공정거래에 관한 법률 제8조의2 제2항). 이를 위반하였을 경우는 시정조치, 과징금, 벌금 등이 부과된다.

최근 지주회사로의 전환이 증가하고 있는데, 그 이유는 대체로 세 가지로 요약될 수 있다. 첫째, 복잡한 순환출자 형태로 얽힌 기업집단보다는 지주회사 체계가 기업지배구조의 투명성과 시장에서 긍정적인 평가를 받고 있다는 점이다. 둘째, 지주회사 전환을 용이하게 하기 위해 공정거래법을 개정하는 등 정부의 지주회사설립 요건에 대한 제도 개선이 지속적으로 이어지고 있기 때문인 것으로 판단된다. 셋째, 기업지배구조의 투명성을 높일 뿐만 아니라 투자와 영업부분이 분리됨으로써 경영효율성이 향상되고 이로 인하여 기업가치가 극대화되는 등 궁극적으로 주주의 부를 증가시키는 효과가 있기 때문이다(정도진, 2008).

이처럼 지주회사 체계로의 전환이 기업경영성과 및 기업가치를 높일 것으로 인식하고 있으나, 이에 대한 실증적 검증은 거의 제시된 바가 없다. 따라서 본 연구에서는 지주회사제도가 과연 실제로 기업의 경영성과와 가치증가에 기여했는지, 그 유용성을 실증적으로 검증해 보는 것을 목적으로 한다. 최근 발표된 선행연구의 경우, 지주회사와 지주회사에 대응되는 상호출자제한 기업집단을 비교하여 지주회사제도의 유용성을 검증하는 접근을 시도하였으나 이는 단편적이고 간접적인 방법으로 그 결과가 매우 제한적이다(정도진, 2008).

본 논문에서는 이러한 기존연구의 한계점과 정책전환에 따른 실증연구의 필요성을 감안하여 다음과 같은 세 가지 측면에서 지주회사제도의 유용성을 실증적으로 검증하고자 한다.

첫째, 본 논문에서는 지주회사 체계로의 전환효과를 측정하기 위해서, 전환 전과 전환 후의 일정기간 동안의 경영성과와 기업가치 등을 직접 비교한다.

둘째, 지주회사 체계로의 전환효과 또는 유용성을 더욱 정확히 평가하기 위해서는 지주회사보다는 자회사를 중심으로 살펴보기로 한다. 왜냐하면 지주회사제도가 도입됨으로써 지주회사는 신사업의 전략적 전개 등 그룹 전체를 총괄하는 전략적 경영을 주도하고, 자회사는 이러한 전략적 방향성에 따라 효율적인 사업경영을 할 수 있게 되기 때문

이다. 즉 지주회사제도로 인한 사업의 효율성 증가, 조직구조의 개선 등 1차적인 수혜자는 자회사인 것이다. 따라서 본 연구에서는 전환효과로서의 경영성과 및 기업가치를 비교하기 위해 지주회사 자체가 아닌 자회사에 초점을 맞추고자 한다.

셋째, 지주회사의 자회사에 대한 지주비율이 자회사의 경영성과 및 기업가치에 어떻게 영향을 미치는지 검증한다. 지주비율을 결정하는 것은 지주회사의 중요한 의사결정일 뿐만 아니라, 자회사 측면에서도 경영성과와 기업가치를 결정하는 중요한 요소로 판단되기 때문이다.

따라서 본 연구에서는 이러한 중요한 세 가지 측면에서 지주회사 전환의 타당성과 유용성을 검증해 보고자 한다. 이러한 연구는 기존연구의 확장과 함께 현재 활발히 추진되고 있는 지주회사체제로의 전환에 대한 중요한 정책적 시사점과 기업 전략적 함의를 파악하는 데 도움이 될 것으로 생각한다.

II. 이론적 배경 및 연구가설

1 지주회사의 주요 현황

<표 1>에서 보듯이, 우리나라 공정거래법상 지주회사가 되기 위해서는 네 가지의 주요 요건이 있으며, 지주회사로 설립되거나 전환되는 경우 그 행위에 제한사항을 두고 있다. 이러한 요건들의 주요 취지는 지주회사가 실질적으로 주식의 소유를 통해 자회사의 사업내용을 지배하게 하는 것으로서 주식이나 지분을 소유하지 않으면 지주회사로 인정받을 수 없음을 의미한다. 또한 지주회사의 지배범위를 국내회사로 한정하였는데, 이는 국외자본으로 설립한 지주회사라 하더라도 자회사가 국내에 소재하고 있고 활동하는 경우에는 공정거래법상 지주회사의 범위로 본다는 데 중요한 의의가 있다. 또한 지주회사의 경영활동에 제한 사항들을 두어 회사 내부의 재무적 건실성과 실질적 지배를 통한 본래의 역할이 최대화되도록 규제하고 있다.

지주회사로의 전환은 최근 들어 꾸준히 증가추세를 보이고 있다. <그림 1>에서 보듯이, 2004년 8월 말 22개에서 2007년 8월 말 40개사로 불과 3년 사이 두 배에 가까운 증

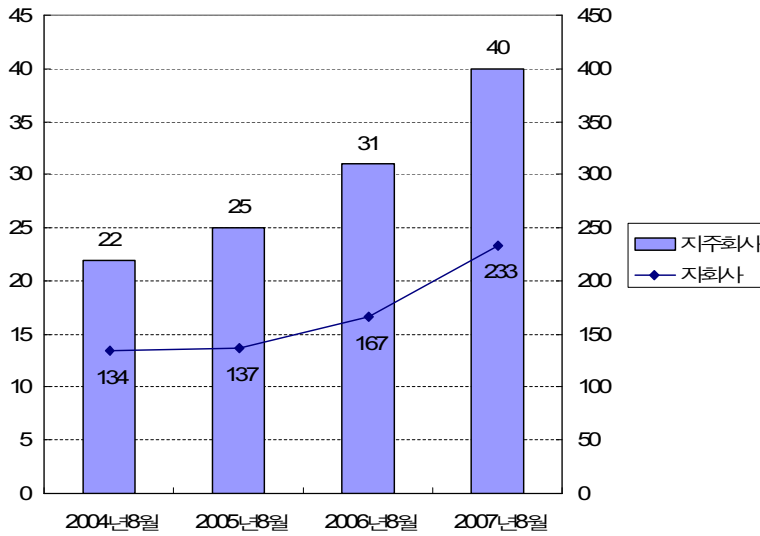
가추세를 보였다. 특히 2006년 9월에서 2007년 8월 기간 중 SK(주), (주)금호산업 등 13개사가 공정거래법상 지주회사로 신규전환한 반면, 같은 기간 동안 지주회사에서 제외된 회사는 4개로 나타났다. 이러한 꾸준한 증가는 지주회사체제가 시장에서 긍정적 평가를 받고 있다는 것을 반증하는 현상이며, 이에 맞추어 정부도 지주회사 전환과 관련된 규제를 지속적으로 완화하여 왔다(공정거래위원회, 2007). 예를 들면 2007년 4월과 7월에 정부는 두 차례에 걸쳐 지주회사설립 요건을 완화하였다. 구체적으로 지주회사의 부채비율 한도를 종전 100%에서 200%로 완화하고, 자회사지분율 요건도 종전 상장회사 30%에서 20%로, 비상장회사 50%에서 40%로 완화하였다. 더 나아가, 지주회사 전환을 위한 촉진책으로, 재정적인 인센티브도 마련하였는데, 예를 들면 2006년 12월 개정된 법인세법에 의하면, 지주회사는 자회사로부터 받는 배당수익에 대한 법인세 경감혜택을 받을 수 있게 되었다(공정거래위원회, 2007).

〈표 1〉 지주회사의 주요 요건 및 행위의 제한사항

구 분	주요 요건	제한사항
지주회사 설립 및 전환 시	1) 지주회사는 다른 회사의 주식이나 지분을 소유하여야 한다. 2) 국내회사의 사업내용을 지배하여야 한다. 3) 대차대조표상의 자산총액이 1,000억 원 이상이어야 한다. 4) 당해 회사가 보유하고 있는 자회사의 주식가액이 해당회사 자산총액의 100분의 50이상이어야 한다.	1) 지주회사는 자본총액의 2배를 초과하여 부채를 보유할 수 없다. 2) 지주회사(또는 자회사)는 자회사(또는 손자회사)의 발행주식 총수 중 40% 미만으로 소유할 수 없다(상장법인 등의 경우에는 20%). 3) 계열회사가 아닌 국내회사의 주식을 당해 회사 발행주식 총수의 5%를 초과하여 소유할 수 없다. 또한 자회사 외의 국내계열회사의 주식을 소유할 수 없다. 4) 금융지주회사인 경우 금융업 또는 보험업을 영위하는 회사 외의 국내회사의 주식을 소유할 수 없으며, 반대로 일반지주회사인 경우 금융업 또는 보험업을 영위하는 국내회사의 주식을 소유할 수 없다.

자료: 독점규제 및 공정거래에 관한 법률 제8조의2 제2항, 동법 시행령 제2조

〈그림 1〉 지주회사 및 자회사의 수 증가 현황



자료: 공정거래위원회, 『2007년 공정거래법상 지주회사 현황분석』, 2007, p.3.

한편, 지주회사의 재정 상태나 내부 운영실태도 건전한 상태인 것으로 평가되었다. 2007년 8월 기준 40개 지주회사의 경우, 부채비율이 기준조건보다 낮게 나타나고 있으며, 자회사 또는 손자회사 지분율도 비교적 높게 유지되는 것으로 평가되었다. 예를 들면 <표 2>에서 보듯이, 2007년 지주회사의 평균 부채비율은 34.1%로 지주회사 부채비율요건(200%)을 크게 하회하는 것으로 나타났다. 2007년도 공정거래위원회의 보고서에 의하면, 262개 자회사 및 96개의 손자회사에 대한 지분율 평균이 각각 76.1%, 76.8%로 법적 요건 수준인 상장회사의 경우 20%, 비상장회사 경우 40%를 훨씬 상회하는 것으로 조사되었다(공정거래위원회, 2007). 또한 이 보고서에 따르면 2007년도 기준 일반지주회사는 평균 6.5개의 자회사와 2.3개의 손자회사를 보유하고 있는 것으로 파악되었으며, 최근 3년간 계속적으로 증가하는 추세를 보였다. 따라서 앞으로도 지주회사체제로의 전환 및 신규설립은 대폭 증가할 것으로 예상되며, 정부도 이에 맞추어 각종 규제완화 조치 및 지원정책을 지속적으로 추진할 전망이다.

〈표 2〉 일반지주회사의 부채비율 및 자회사보유 현황(2004~2007년)

구 분	2004	2005	2006	2007
부채비율	54.4%	28.6%	24.7%	34.1%*
자회사 수 (평균)	137 (7.4)	137 (6.2)	167 (6.2)	233 (6.5)
손자회사 수 (평균)	36 (2.0)	48 (2.2)	46 (1.7)	81 (2.3)

자료: 공정거래위원회, 『2007년 공정거래법상 지주회사 현황분석』, 2007, p.3.

2. 선행연구

대리인 이론을 중심으로 한 기업지배구조에 대한 초기 선행연구들은 어떻게 하면 경영자(대리인)의 기회주의적인 행동을 효과적으로 통제할 수 있는지에 관심이 집중되었다(Berle and Means, 1932; Jensen and Meckling, 1976). 기업지배구조란 기업이 기업활동에 필요한 각종 자원을 효과적으로 할당하고 이에 대한 이익을 공평히 분배하게 하는 일련의 내부 통제 메커니즘을 의미한다. 따라서 이러한 선행연구들은 급변하는 환경 속에서 기업의 지배구조와 기업의 각종 성과, 예를 들면 혁신이나 재무성과를 최대화하기 위한 기업의 다양한 전략적 행동들 간의 인과관계를 밝히는 중요한 이론적 틀을 제공하였다(Wright et al., 2005). 또한, 이러한 이론은 왜 나라마다 다른 독특한 기업지배구조를 가지게 되며, 이를 운영하는 통제 시스템이나 그 속에 존재하고 있는 다양한 소유지분자들(shareholders)의 역할들이 어떻게 다른지에 대한 연구로 발전되어 왔다(Claessens et al., 2000; Hoskisson et al., 2004).

한편, 실증연구들은 주로 기업의 지배구조를 이루고 있는 각종 개별변수들이 어떻게 기업의 성과에 영향을 미치는지 분석하고 있다. 예를 들면, 최고 경영자의 특성(Allgood and Farrell, 2000; 김민수 외, 2006), 이사회 의 역할(Klein, 2002; Baek et al., 2004), 기업설립자와 그 가족, 경영자 및 고용인 등 내부자들의 소유지분(Chang and Hong, 2000; Tseo et al., 2004), 외국인 투자자 역할(Khanna and Palepu, 2000; Douma et al., 2006), 그리고 기관투자자의 역할(David et al., 2001; Tihanyi et al., 2003) 등이 있다. 한편, 한국에서도 최근 부각된 건전한 기업지배구조의 필요성을 인식하여, 기업의 형식적 특성들과 더불어 이사회나 감사위원회 등의 역할과 기업성과와의 관계를 규명하려는 노력들이 활발해지고 있다(손성규 등, 2004;

전규완, 2004; 윤봉한·오재영 2005; 정도진, 2008).

우리나라 지주회사에 관한 선행연구들은 제도 도입에 따른 한계점과 대응방안 등을 기술한 제한적인 연구가 실행되었으며, 사례분석이나 계량적인 분석은 극히 드문 상태이다. 선행연구들을 요약하면 세 가지의 연구경향을 보이는데, 첫째는 지주회사의 도입에 따른 부작용을 집중적으로 연구하고 제도의 도입이 시기상조임을 주장한 내용들이다(현경숙, 1998; 이화성, 1999; 신현대, 2002). 이들 연구는 지주회사의 도입이 원래 금지되었던 경제력 집중현상을 가중시킬 것이라고 예상하였으며, 또한 현재 우리나라 기업의 특수성을 반영하지 않은 지주회사 행위의 과도한 제한 조건들은 이 제도도입에 따른 실질적인 효과를 기대하기 어렵다는 주장을 하였다. 둘째는, 지주회사 도입에 따른 세제법상의 여러 정책이슈들에 집중하고 있다(이우택, 2000; 강도현, 2001). 예를 들면, 지주회사 배당소득에 대한 이중과세 문제, 지주회사와 자회사 간의 통합과세 방법 등에 대한 조세체제의 균형 있는 정비가 선행되어야 함을 주장하였다. 이러한 관점에서, 세제체도의 국제화를 통한 외국인투자 유치방안을 조세측면에서 연구하였으며(강도현, 2001), 황인옥(2001)은 지주회사 설립절차를 세분화 하고 이에 따라 발생하는 법인세법, 소득세법, 증권거래법상의 문제점에 대해 밝히고 개선방안을 제시하였다. 셋째, 일부 기업경영측면에서의 연구들은 지주회사 도입이 경영의 투명성 확보와 외자유치의 수단이라는 측면이 있으나, 이는 실질적으로 지주회사만 가지는 고유의 기능이라고 보는 것은 이론적 타당성이 매우 제한된 것으로 기술하고 있다(신현대, 2002). 일부 또 다른 연구들의 경우 지주회사의 설립이 주가상승과 직접적인 상관관계가 없음을 사례로 분석하거나(김동찬, 2003), 지주회사와 그렇지 않은 출자제중심의 회사 간의 비교를 통해 지주회사 도입에 따른 성과 여부를 간접적으로 증명하려고 노력하였다(정도진, 2008).

그러나 이러한 선행연구들은, 지주회사제도가 직접적으로 기업의 경영성과나 가치에 어떻게 영향을 미치는지에 대한 실증적인 연구라기보다는 제도도입의 찬반과 관련된 이슈를 규제제도적인 측면에서 기술하는 데 그치고 있다. 따라서 본 연구의 목적은 지주회사제도의 타당성과 유용성을 자회사의 성과를 통해 실증적으로 규명하고자 한다. 다시 말해, 기업이 지주회사로 전환하게 되면 투자와 영업활동이 분리됨에 따라 경영성과가 어떻게 변하게 되어 기업가치가 어떤 식으로 변하는지를 제도도입의 전후를 중심으로 자세히 살펴보고 실증적으로 검증해 보고자 한다.

3. 가설설정

지주회사로 전환됨에 따라 가장 큰 변화를 받는 것은 자회사가 될 것이다. 왜냐하면, 투자와 영업활동이 분리되면서 경영효율성 향상으로 인한 효과를 가장 빨리 체득하는 것이 자회사이기 때문이다. 따라서 본 연구는 지주회사로의 전환이 자회사에 어떠한 영향을 미치게 되는지를 살펴보는 것이 더욱 적합할 것이다. 그리하여 다음과 같은 연구 가설을 설정하여, 이를 검증해 보기로 한다.

먼저, 본 연구는 지주회사제도가 자회사의 경영성과에 긍정적인 영향을 미친다고 가정한다. 이는 세 가지 측면에서 그 논리를 뒷받침할 수 있다.

첫째, 지주회사제도의 가장 큰 장점은 전략적 그룹경영과 사업의 분리를 가능케 한다. 이는 경영자의 권한과 책임을 명확히 제시해 줌으로써 효율적으로 사업을 경영할 수 있게 한다. 따라서 자회사의 경영자는 사업에만 열중할 수 있으므로 경영의 효율성을 높일 수 있게 되며, 이는 경영성과의 증가로 이어진다. 예를 들면 지주회사는 그 특성을 살려 거시적이고 장기적인 안목을 가지고, 자회사가 효율적으로 수행하기 힘든 부문들, 특히 경영전략, 연구개발, 재무관리 등에 집중하면 되고, 자회사는 본래의 사업에만 전력하면 된다.

둘째, 지주회사는 자회사들 간의 경쟁촉진방안, 자원의 효율적 배분 및 성과 평가는 자회사 간 협력과 경쟁을 위한 여러 가지 방안을 모색하여 자회사에 경영노하우나 서비스를 제공한다. 즉 자회사는 본래 수행하였던 여러 가지 본사의 기능을 지주회사가 적절히 수행하므로 본사기능의 축소로 인한 비용절감의 효과를 가질 수 있다. 셋째, 지주회사의 수익은 자회사의 경영성과로 인한 배당과 연결되어 있으므로, 자회사의 경영성과가 최대화되도록 하는 충분한 인센티브를 제공하고, 또한 그렇게 할 수 있는 역량을 가지고 있다. 따라서 이러한 세 가지의 중요한 측면을 볼 때, 본 연구는 지주회사제도가 자회사의 경영성과 향상에 긍정적인 영향을 주는 것으로 가설을 설정할 수 있겠다.

가설 1a: 지주회사제도는 자회사의 경영성과에 정(+)의 영향을 줄 것이다.

우리나라 경우 지주회사제도로의 전환 및 설립에 영향을 주게 된 직접적인 촉발점은

외환위기로 볼 수 있다. 왜냐하면 외환위기 당시 계열기업 간의 상호출자나 상호보증으로 인한 한 기업의 부실이 기업집단 전체의 연쇄도산으로 이어지는 기이한 현상을 경험하였다. 이는 우리나라 기업집단인 재벌의 특징적인 지배구조에 기인한 부작용이라고 볼 수 있다. 이에 정부는 대기업의 구조조정 및 지배구조 개선의 일환으로 지주회사제도를 추진하게 되었다. 즉 지주회사제도로의 전환은 이러한 기업지배구조의 건전성과 투명성을 증가시키므로 투자자들로부터 다른 기업집단보다 그 기업의 가치를 높게 평가 받을 수 있는 것이다(이우광, 1997).

구체적으로 보면, 첫째, 자회사의 사업실패에 대하여 지주회사는 자신의 출자 범위 내에서만 책임을 부담하면 되므로 연쇄도산으로부터 회사 전체의 위험을 회피할 수 있다. 반면 기존 대기업의 계열회사 지배형태인 사업부제의 경우에는 한 사업부의 실패가 회사 전체의 부실로 이어지곤 하였다. 따라서 지주회사제도는 자회사가 더 안정적인 기업경영이 가능하도록 함으로써 결국 기업가치에 긍정적으로 기여한다고 할 수 있다.

둘째, 기업구조조정을 더욱 용이하게 할 수 있는 체제를 가지고 있으므로 비핵심 사업부분을 매각하고 핵심 사업에 집중할 수 있게 하여 장기적으로 경영성과는 물론 기업가치에 긍정적인 영향을 미칠 수 있다. 이는 비경쟁적인 사업을 매각하거나, 인수합병 시, 사업부제나 순환출자방식에 비해 그 방법이 훨씬 용이하며 거래비용도 줄일 수 있는 장점이 있다(이우광, 1997). 따라서 이러한 구조조정의 노력은 투자자들로부터 기업가치를 높게 평가받을 수 있는 것이다.

셋째, 지주회사로의 전환은 상품과 자본거래 관계의 명료화로 기업지배구조와 경영의 투명성을 증가시켜 기업의 가치를 높이는 데 기여할 수 있다. 이는 국제적인 경영규범인 경영의 투명성 제고와 기업지배구조 개선뿐 아니라 기업의 회계시스템도 개선되어 더욱 투자자들의 신뢰를 얻게 된다고 할 수 있다. 예를 들면, 지주회사제도의 전환은 연결재무제표제가 도입되므로, 지주회사 및 자회사의 회계절차의 투명성, 정보의 공개 등이 실현되며, 이를 통하여 경영의 투명성 및 회계제도의 개선을 가져와 기업가치를 상승시킬 것으로 예상된다. 최근 정도진(2008)의 연구에 의하면, 지주회사 전환은 기업의 지배구조 개선과 밀접한 상관관계가 있음을 밝히고 있다. 이러한 이유로 지주회사를 가지고 있는 기업이 그렇지 않은 상호출자제한 기업집단보다 훨씬 기업가치가 높게 평가 받고 있음을 증명하였다. 따라서 본 연구는 지주회사의 도입이 자회사의 기업가치에 긍

정적인 영향을 미친다는 가설을 도출하였다.

가설 1b: 지주회사제도는 자회사의 기업가치에 정(+)의 영향을 줄 것이다.

본 연구에서는 가설 1과 더불어 지주회사의 지주비율이 자회사의 경영성과 및 기업가치에 영향을 주고 있을 것으로 가정한다. 일반적으로 대리인이론을 중심으로 한 선행 연구에서 인정하고 있듯이, 기관투자자는 충분한 주식의 보유를 통해 대리인비용을 감소시키는 중요한 역할을 하여왔으므로 기업의 성과에 크게 기여하여 왔다고 주장하고 있다. 다시 말해, 기관투자자는, 경영자의 기회주의적인 행동을 감시·견제할 충분한 능력과 인센티브를 가지고 있다. 구체적으로, 기관투자자들은 자신이 투자한 기업들에게 자본의 투자뿐만 아니라 경영노하우를 자문하고 기업경영의 중요한 의사결정을 모니터링으로 기업성과에 긍정적으로 기여했음을 선행연구들은 밝히고 있다(Grossman and Hart, 1980; McConnell and Servaes, 1990; Del Guercio and Hawkins, 1999). 또한 이러한 대량의 주식을 소유하고 있는 기관투자자들은 기업의 단기 순이익뿐만 아니라 건실성을 높이는 중요한 의사결정, 예를 들면 연구개발투자나 다각화 전략추진 등에도 기여하여 기업의 가치를 증가시킨 것으로 입증되었다(David et al., 2001; Tihanyi et al., 2003). 특히 우리나라의 경우 주식시장이 활성화 되지 않았던 시기에는 은행과 이들과 관련된 투자회사들이 위험성이 높은 대규모의 기업 연구개발 과제 등에 안정적인 자금을 제공하여 기업의 기술 경쟁력을 확보하는 데 기여하여 왔다(Opler and Sokobin, 1997; Bushee, 1998; Chang et al., 2006). 또한 기업지배구조에 대한 내부(예: 이사회)나 외부(예: 주식시장, 금융 감독기관) 감시 기능이 미비한 제도적 환경하에서, 기관투자들은 일반투자자에 비해 외부감시기능과 정보제공자로서 중요한 역할을 담당하였다. 따라서 기관투자들이 주식을 많이 보유한 기업일수록 기업의 지배구조나 건실성을 높이 평가받아 기업성과와 가치를 상승시키는 경향이 나타나게 되었다.

따라서 지주회사는 기업의 전략적인 본사기능을 보유하고 있고, 자회사에 대해 단일 대규모 주식보유자로서 기관투자자의 성격을 띠고 있다고 본 연구에서는 가정한다. 따라서 지주회사의 지주비율이 높을수록 기업성과 및 가치에 긍정적인 영향을 미칠 것으로 기대하며 다음과 같은 가설을 설정하며, 이를 검증하도록 하였다.

가설 2a: 지주회사의 자회사에 대한 지주비율은 자회사의 경영성과와 정(+)의 관계에 있을 것이다.

가설 2b: 지주회사의 자회사에 대한 지주비율은 자회사의 기업가치와 정(+)의 관계에 있을 것이다.

III. 표본선정과 연구모형

1. 표본선정

본 연구에 이용된 자료는 2007년 8월 공정거래위원회가 발표한 공정거래법상 지주회사 현황분석을 활용하였다. 금융지주회사와 일반지주회사는 그 성격이 다름에 따라 36개의 일반지주회사만을 선택하여 분석하였다. 한편, 일반지주회사는 233개의 자회사를 보유하고 있었는데, 본 연구에서는 일반지주회사 및 이들의 모든 자회사에 대해 전수조사를 시도하였다. 이 기업들에 대한 개략적인 정보는 아래의 <표 3>에서 제공하고 있다.

본 연구의 목적달성을 위해 분석에 사용된 표본을 언급하면 다음과 같다. 먼저, 첫 번째 가설인 가설1a와 1b의 검정과 관련된 지주회사 전환 전후의 효과 비교에 대한 표본의 경우, 지주회사제도가 도입되기 이전 3년인 1997년부터 최근 2007년까지의 총11년의 자료를 대상으로 하였다. 각 기업별 지주회사 설립 또는 전환일이 서로 상이하므로, 각각의 설립 또는 전환일을 기준으로 전환 전 3년 자료와 전환 후 3년 자료를 각각 추출하여 분석에 활용하기로 하였다. 따라서 각 기업마다 분석에 이용된 자료의 수와 기간이 전환일에 따라 상이하게 되었다.

비교기간을 전환 전과 전환 후의 3개년으로 선택한 이유는 다음과 같다. 첫째, 지주회사제도가 도입된 지 얼마 안 되어서 많은 자료를 활용하기 어려웠기 때문이다. 둘째, 비교기간이 길어질수록 지주회사제도 변경으로 인한 순수한 효과보다는 법·제도적 요인, 환경적 요인 등 다양한 요인이 복합적으로 영향을 미칠 수 있으므로 이를 배제하기 위함이다.

<표 3> 지주회사 현황, 2007년 8월 말 현재(자산총액 순)

(단위: 개, %, 백만 원)

구분	지주회사명	설립/전환일	자산총액	지주 비율(%)	부채 비율(%)	자회사수 (상장사수)
일 반 지 주 회 사	에스케이(주)	2007-07-03	6,478,840	88.3	86.3	7 (4)
	(주)엘지	2001-04-03	4,604,367	103.3	8.6	14 (6)
	금호산업(주)	2007-01-01	3,886,836	65.8	240.9	11 (2)
	(주)지에스홀딩스	2004-07-07	3,272,941	95.0	24.7	5 (1)
	(주)태평양	2007-01-01	1,370,473	68.2	12.3	4 (2)
	에스케이이엔에스(주)	2000-01-01	952,997	94.5	14.8	10 (3)
	(주)씨제이홈쇼핑	2007-01-01	856,166	71.0	86.4	5 (0)
	삼성중합화학(주)	2004-01-01	793,678	96.7	2.7	1 (0)
	(주)세아홀딩스	2001-07-03	729,109	91.2	23.7	14 (1)
	(주)대교홀딩스	2001-05-04	687,974	94.2	4.2	7 (1)
	(주)한진중공업홀딩스	2007-08-01	587,178	54.1	52.3	4 (1)
	(주)드림파마	2007-04-02	527,963	63.8	104.1	5 (0)
	(주)농심홀딩스	2003-07-10	449,373	97.8	24.4	6 (2)
	(주)넥슨홀딩스	2007-01-01	439,149	61.0	10.2	2 (0)
	(주)온미디어	2000-06-15	412,069	60.1	4.0	8 (0)
	(주)동원엔터프라이즈	2001-04-16	373,455	90.5	66.4	11 (3)
	대상홀딩스(주)	2005-08-01	311,448	73.4	1.0	4 (2)
	(주)화성사	2000-04-01	309,936	99.9	0.0	1 (0)
	티에이에스자동차손해사정서비스(주)	2007-04-01	302,810	94.8	-	1 (0)
	동화홀딩스(주)	2003-10-01	281,656	56.4	20.1	11 (0)
	(주)에이치씨엔	2006-01-01	279,744	87.1	0.9	9 (2)
	(주)풀무원	2003-03-11	262,370	58.0	65.9	14 (0)
	에이오엔이십일(유)	2007-01-01	237,854	67.3	32.9	9 (0)
	(주)케이피씨홀딩스	2006-09-01	224,577	59.6	6.6	7 (4)
	(주)이수	2003-08-01	202,612	69.3	80.0	4 (2)
	(주)디피아홀딩스	2006-06-02	188,803	67.6	43.4	8 (1)
	(주)다합이텍	2004-01-01	169,974	63.5	2.7	4 (0)
	(주)대웅	2002-10-02	169,289	83.5	5.9	13 (1)
	(주)엘아이지홀딩스	2006-01-01	153,643	83.2	1.7	4 (0)
	(주)케이씨홀딩스	2007-01-01	137,593	56.6	6.8	4 (1)
	바이더웨이씨브이에스홀딩스(주)	2007-01-01	129,651	96.0	45.5	1 (0)
	평화홀딩스(주)	2006-05-02	122,304	81.1	14.4	6 (1)
	(주)네오위즈	2007-04-26	120,957	58.2	56.5	6 (0)
	한국컴퓨터지주(주)	2002-05-27	118,502	98.5	6.4	10 (3)
	(주)비에스홀딩스	2006-01-01	110,194	92.7	3.6	2 (0)
	(주)차산골프장지주회사	2006-01-01	100,238	70.8	-	1 (0)
소계	36개					233 (43)

구분	지주회사명	설립/전환일	자산총액	지주 비율(%)	부채 비율(%)	자회사수 (상장사수)
금융 지주 회사	(주)신한금융지주회사	2001-09-01	15,003,632	85.2	32.1	11 (1)
	우리금융지주(주)	2001-03-27	13,793,521	98.5	15.6	9 (1)
	(주)하나금융지주	2005-12-01	7,803,440	98.2	0.1	5 (0)
	한국투자금융지주(주)	2003-05-30	2,462,924	81.3	33.7	4 (0)
소계	4개					29 (2)
총계	40개사					262 (45)

자료: 공정거래위원회, 『2007년 공정거래법상 지주회사 현황분석』, 2007, p.9.

한편, 자회사에 대한 지주비율이 자회사에 미치는 효과를 분석하는 표본으로는 2004년부터 2007년까지의 총 4년의 자료를 대상으로 하였다(가설 검정 2a와 2b). 본 연구에서 활용한 지주비율은 공정거래위원회의 객관적인 자료를 활용하기로 하였는데, 지주비율을 확인할 수 있는 자료는 2004년부터 제공되고 있었기 때문에 이때의 자료부터 2007년까지의 자료를 이용할 수 있었다.

2. 연구모형

(1) 주요 변수

먼저, 경영성과의 지표로 총자산수익률(ROA)과 당기순이익을 이용하기로 하였다. 총자산수익률(ROA)은 총자산 대비 당기순이익의 비율¹⁾로 계산되었다. ROA는 주주와 채권자를 포함한 전체 투자자의 관점에서 자산운용의 효율성을 측정하게 된다. 즉 경영자가 자본의 원천과는 무관하게 확보된 자원을 얼마나 효율적으로 운용하였는가를 측정하는 척도인 것이다. 당기순이익은 법인세 차감 전 순이익에서 법인세 등의 세금을 차감한 세후순이익으로 계산하였다.

또한, 본 논문에서 기업가치의 지표로는 총자산, 순자산, 경제적 부가가치(EVA)모형 세 가지를 이용하기로 하였다. 총자산은 대차대조표상의 기말 총자산으로서 총부채와 총자본의 합과 같으며, 순자산은 총자산에서 총부채를 차감하여 측정하였다. 특히, 경제

1) $ROA = \frac{\text{당기순이익}}{\text{총자산}} \times 100$

적 부가가치(EVA) 모형은 회계학적 모형을 바탕으로 한 것으로서, 1982년 Stern Stewart & Co.에서 개발한 것이다. EVA는 회계항목들을 조정하여 더 정교화된 가치창조 성과를 측정하는 개념이며, 기업이 고유의 영업활동을 통해 창출한 순가치 증가분을 의미한다.

$$EVA = \text{세후 영업이익} - (\text{투하자본} \times \text{가중평균자본비용})$$

위의 산식에서 알 수 있듯이 EVA가 증가하기 위해서는 투하자본으로 인한 수익은 증가하면서 자본비용은 감소하여야 할 것이다. 따라서 EVA의 창출 여부는 투하자본에 대한 수익률이 투하자본에 대한 비용을 상회하는지의 여부에 달려 있는 것이다. Biddle et al.(1997)의 연구에서는 전통적인 성과지표와 EVA 간에 차이가 존재하지 않음을 밝혔고, Milunovich and Tsuei(1996)는 전통적인 성과지표 및 EVA 중 주가를 가장 잘 설명하는 것은 EVA라는 것을 분석하였다. 또한 변종국 등(2004)은 기업가치를 측정하기 위해 EVA의 유용성을 제시하였다. EVA모형의 경우 가중평균자본비용 계산 시 자본자산 가격결정모형을 사용하여 산출하였으며, 이때 무위험이자율은 3년 만기 국고채 연평균수익률을 사용하였다.

마지막으로 지주비율은 자회사의 총 소유지분 대비 지주회사가 차지하는 지분을 비율로 측정하였다. 그 외 기업의 경영성과 및 기업가치에 영향을 미치는 변수들을 통제하기 위해, 매출액, 부채비율, 전환연수 등을 포함하였다. 매출액은 손익계산서상의 총 매출액을 자연로그로 취한 값을 이용하였으며, 부채비율은 총자산 대비 총부채의 비율로 계산하였으며, 전환연수는 지주회사의 자회사로 전환된 이후의 지주회사체제 경험연도수로 측정하였다.

(2) 연구모형

지주회사 체제로의 전환효과를 검정하기 위해서는 전환 전과 전환 후의 경영성과와 기업가치를 직접적으로 비교하기로 하였는데, 이러한 분석을 위해서는 paired t-검정법이 적합하다. Paired t-검정은 두 집단의 평균을 비교하는 분석방법이지만, 두 집단의 표본이 독립적으로 추출된 것이 아닌 짝지어진 표본 데이터, 즉 개별대상으로부터 어떤 처리에 대한 전후 두 개의 짝진 관찰치를 데이터로 추출하여 분석하는 방법이다(김종순

등, 2008).

또한 지주회사의 자회사에 대한 지주비율이 자회사의 경영성과 및 기업가치에 어떤 영향을 주는지를 살펴보기 위해서는 회귀분석법을 이용하여 분석하기로 하였는데, 이때 지주비율을 독립변수로 하고 경영성과와 기업가치를 종속변수로 이용하였으며, 연구모형을 위한 산식으로 표현하면 다음과 같다.

$$Y_1 = a + b_1X_1 + b_2X_2 + b_3X_3 + b_4X_4 + b_5X_1^2 + e_1$$

$$Y_2 = a + b_1X_1 + b_2X_2 + b_3X_3 + b_4X_4 + b_5X_1^2 + e_2$$

Y_1 : 경영성과(ROA, 당기순이익), Y_2 : 기업가치(총자산, 순자산, EVA)

X_1 : 지주비율, X_2 : ln매출액, X_3 : 부채비율, X_4 : 전환연수

IV. 실증분석

본 장에서는 분석에 활용된 변수들의 기초통계량 분석 및 연구가설 검정을 통해 지주회사로의 전환이 자회사 성과에 영향을 미치는지를 살펴보고, 지주비율이 경영성과 또는 기업가치에 영향을 주는지 분석하게 된다.

1. 기술통계량 분석

분석 대상인 36개 일반지주회사의 지주회사 변경 전 3개년과 변경 후 3개년의 자회사 경영성과 및 기업가치를 비교하기 위해 사용되는 지표들의 기초통계량 분석을 해보았다. 총 233개의 자회사 중 전환 전 또는 전환 후의 성과자료의 확보가 가능한 기업의 수는 171개였다. 이들 기업의 ROA, 당기순이익, 총자산, 순자산, EVA를 전환 전과 전환 후로 구분하여 조사한 결과는 다음과 같다.

〈표 4〉 기초통계량 분석결과

(단위: 천 원)

구 분	N	평균	표준편차	최소값	최대값	
ROA	전환 전	150	.01744	.15378	-95408	.33348
	전환 후	171	.04681	.08554	-27697	.52255
당기 순이익	전환 전	150	29,255,635	149,461,332	-253,003,181	1,604,276,568
	전환 후	171	40,436,654	168,682,252	-96,774,760	1,642,451,318
총자산	전환 전	150	502,194,258	1,562,594,883	393,541	14,785,478,146
	전환 후	170	690,990,826	2,270,864,079	1,362,527	18,143,048,865
순자산	전환 전	150	213,857,831	779,086,383.856	-39,677,076	8,230,466,609
	전환 후	171	304,442,586	1,120,169,254	-28,782,977	11,437,485,222
EVA	전환 전	109	18,068,503	129,186,367	-293,393,604	1,188,960,096
	전환 후	141	18,732,186	105,520,834	-137,694,383	1,005,597,871
지주비율	233	.74212	.266539	.100	1.000	

ROA의 경우, 지주회사 전환 전의 평균은 1.7%였으나, 전환 후의 평균은 4.6%로 약 3%가 증가하였다. 당기순이익의 경우, 지주회사 전환 전의 평균은 292억 원이었으나, 전환 후의 평균은 404억 원으로 약 112억 원이 증가하였다. 총자산의 경우, 지주회사 전환 전의 평균은 5,021억 원이었으나, 전환 후의 평균은 6,909억 원으로 약 1,888억 원이 증가하였다. 순자산의 경우, 지주회사 전환 전의 평균은 2,138억 원이었으나, 전환 후의 평균은 3,044억 원으로 약 906억 원이 증가하였다. EVA의 경우, 지주회사 전환 전의 평균은 180억 원이었으나, 전환 후의 평균은 187억 원으로 약 7억 원이 증가하였다. 이상에서 보는 바와 같이 5개 경영성과 및 기업가치를 나타내는 지표 모두에 있어서 지주회사로 전환된 이후의 성과가 이전에 비해 증가되는 것으로 나타났다. 한편, 233개 자회사에 대한 지주비율은 평균 74% 정도로 나타났고, 최소 10%에서 최대 100%로 조사되었다.

본 연구에서는 지주회사 전환 전과 후의 차이에 대한 성과분석이 주목적이다. 따라서 성과를 나타내는 지표의 차이(=지주회사 변환 후의 값 - 지주회사 변환 전의 값)가 중요한 변수가 되는 것이고, 이들 간의 상관관계 분석을 실시해 보았다.

〈표 5〉 주요 변수의 Pearson 상관관계

구 분	ROA차이	순이익차이	총자산차이	순자산차이	EVA차이	지주비율
ROA차이	1	.180*	-.012	-.019	.217*	.026
순이익차이	.180*	1	.483**	.343**	.554**	-.179*
총자산차이	-.012	.483**	1	.932**	.079	-.272**
순자산차이	-.019	.343**	.932**	1	-.069	-.229**
EVA차이	.217*	.554**	.079	-.069	1	.017
지주비율	.026	-.179*	-.272**	-.229**	.017	1

주: **, *는 유의수준 0.05, 0.1에서 각각 통계적으로 유의함.

위에서 보는 바와 같이 ROA차이는 당기순이익차이 및 EVA차이와 양(+)의 상관관계가 존재하는 것으로 나타났다. 즉 순이익이 증가하면 ROA도 증가하게 될 것이라는 일반적인 상식과 일맥상통하게 ROA차이와 순이익차이는 동일한 방향성을 가지는 것으로 나타났으며, EVA차이와도 상관성이 있는 것으로 나타났으나, 총자산차이, 순자산차이, 지주비율과는 상관성이 없는 것으로 나타났다.

당기순이익차이는 ROA차이 이외에 총자산차이, 순자산차이 및 EVA차이와는 양(+)의 상관관계가 존재하며, 지주비율과는 음(-)의 상관관계가 있는 것으로 나타났다. 즉 총자산, 순자산 및 EVA가 증가하면 당기순이익도 증가하게 되지만, 지주비율의 증가는 순이익을 감소시키는 것으로 나타났다.

한편, 총자산차이는 당기순이익차이 이외에 순자산차이와 양(+)의 상관관계가 있으며, 지주비율과는 음(-)의 상관관계가 존재하는 것으로 나타났다. 즉 총자산과 순자산은 같은 방향성을 보일 것이라는 일반적인 기대와 동일하게 나타났으며, 당기순이익차이 및 지주비율과의 상관성은 있는 반면, ROA차이 및 EVA차이와의 상관관계는 존재하지 않는 것으로 나타났다.

순자산차이는 당기순이익차이 및 총자산차이와는 양(+)의 상관관계가 존재하며, 지주비율과는 음(-)의 상관관계가 있는 것으로 나타났다. 그러나 ROA차이 및 EVA차이와는 상관관계가 존재하지 않는 것으로 나타났다.

EVA차이의 경우 ROA차이 및 당기순이익차이와 양(+)의 상관관계가 있는 것으로 조사되었다. 즉 EVA차이는 순이익차이와 상관성이 매우 높은 것으로 나타났으나, 총자산

차이, 순자산차이, 지주비율과는 상관관계가 존재하지 않는 것으로 나타났다.

또한 지주비율의 경우 당기순이익차이, 총자산차이, 순자산차이와 음(-)의 상관관계를 보이는 것으로 정리할 수 있겠다.

2. 지주회사 전환 전후의 자회사 성과 및 기업가치 비교(가설 1a 1b 검정)

먼저, 가설1a와 1b를 검정하기 위해 지주회사제도가 자회사의 경영성과 및 기업가치에 어떤 영향을 미치는지 알아보는 분석을 실시하였다. 자회사 경영성과 및 기업가치에 대한 지표로는 앞서 언급한 바와 같이 ROA, 당기순이익, 총자산, 순자산, EVA를 변수로 선택하였다. 한편, 이들 변수를 지주회사 도입 전과 후로 비교하기 위해 도입 전 3개년 평균값과 도입 후 3개년 평균값을 구한 다음, 이들 값들의 차이가 존재하는지 살펴보기 위해 paired t-검정을 이용하였다. Paired t-검정의 특성상 도입 전과 도입 후의 자료가 모두 있어야 하므로 둘 중 어느 하나라도 없는 자회사의 경우는 분석대상에서 제외되어 총 147개 회사가 분석에 활용되었다.

〈표 6〉 전환효과 차이에 대한 paired t-검정 결과

(단위: 천 원)

구 분	평균	표준편차	d.f.(자유도)	t	유의확률
ROA 차이	.02403	.11666	146	2.498	.014**
당기순이익 차이	10,654,632	74,586,965	146	1.732	.085*
총자산 차이	93,184,258	372,917,286	146	3.030	.003***
순자산 차이	62,522,722	298,968,178	146	2.536	.012**
EVA 차이	3,256,557	65,485,633	102	.505	.615

주: ***, **, *는 유의수준 0.01, 0.05, 0.1에서 각각 통계적으로 유의함.

분석결과 ROA차이, 당기순이익차이, 총자산차이, 순자산차이에서 통계적인 차이가 존재하는 것으로 나타났다. 좀 더 구체적으로 살펴보면 ROA의 경우 평균 2% 정도의 증가가 이루어졌고, 당기순이익의 경우 평균 106억 원 정도 증가한 것으로 조사되었다.

또한, 총자산의 경우 평균 931억 원 정도 증가했으며, 순자산의 경우 평균 625억 원 정도 증가했음을 알 수 있었다. 한편 EVA의 경우도 평균 32억 원 정도의 증가가 이루어졌으나 통계적인 차이는 존재하지 않는 것으로 나타났다.

이상의 내용을 종합해 보면, 경영성과 및 기업가치 측정변수로 선정된 5가지 지표 중 4가지에서 차이가 나타난 것으로서 지주회사제도로의 변화가 자회사의 성과에 긍정적으로 영향을 미치는 것으로 나타난 것이다. 즉 가설 1a와 1b는 지지된 것이다.

3. 지주회사와 대응집단의 비교분석

지주회사로의 전환에 따른 순수효과를 검증하기 위해서는 지주회사 전환 전후의 시장상황에 따른 변화 요소가 제거되어야만 할 것이다. 특히, 긍정적인 시장상황이라면 지주회사로 전환하지 않은 기업이라 할지라도 기업의 성과는 개선될 수 있기 때문이다. 우리나라의 경우 2000년 이후부터 매년 지주회사로의 전환 또는 설립이 이루어지고 있는 실정이다. 지주회사의 경우는 전환 또는 설립연도의 특정시점이 중요한 변수이므로 이것이 시장상황과 함께 고려되어야 할 것이고, 대응집단의 경우는 중요한 특정시점이 존재하지 않는다.

따라서 본 연구에서는 비교분석을 위해 지주회사의 설립 또는 전환이 가장 많이 발생한 연도를 기준으로 분석하였다.²⁾ 일반지주회사에 대한 조사결과 총 36개 지주회사 중 2007년에 12개의 지주회사가 설립 또는 전환되었다. 따라서 2007년을 기준으로 지주회사의 기업성과와 대응집단의 기업성과를 비교해 보고자 한다. 또한, 2007년의 경우 코스피지수가 1897.13포인트로 마감되어 전년대비 32.3%나 상승하여 경기가 크게 개선되는 기간이므로 시장상황을 고려하기에 적합한 시점이라 하겠다. 즉 동일한 시장상황하에서 전환기업의 기업성과와 대응집단의 기업성과를 비교하기 위해, 2007년을 기준으로 이전과 이후의 지주회사 전환기업과 대응집단을 비교함으로써 시장요인을 통제할 수 있을 것이다.

2) 2003년도와 2006년도를 기준으로 동일한 분석을 시도하였으나, 분석가능 샘플수의 부족과 유의미한 통계결과가 확인되지 않아서 본 연구에 포함하지 않았다. 이를 연구의 한계로 밝히며, 분석의 시점 고려 시 시장상황의 호전시점을 반영할 수 있도록 코스피지수의 변화를 우선적으로 고려하였다.

여기서 대응집단으로는 일부 기존의 연구들이 사용했듯이(정도진, 2008), 공정거래위원회가 규정하고 있는 상호출자 제한 기업집단, 출자총액 제한 기업집단, 채무보증 제한 기업집단을 선정하였다. 이러한 기업집단은 주식의 소유를 통해 기업을 지배하는 지주회사와 그 성격이 유사하다고 할 수 있다. 한편, 이러한 기업집단 중 이미 지주회사로 전환된 기업을 제외하고 총 900개의 기업을 분석대상으로 결정하였다. 12개의 지주회사는 총 59개의 자회사를 보유하고 있었는데, 재무제표가 제공되지 않는 기업을 제외하고 분석에는 최대 38개 기업이 이용되었다. 900개의 대응집단의 경우에도 재무제표를 확보할 수 없는 기업을 제외하고 최대 778개 기업이 분석에 활용되었다.

〈표 7〉 지주회사와 대응집단의 2007년 기준 성과비교

(단위: 천 원)

비교 기준	Group	N	평균	Levene 등분산 F(p-value)	Group 차이 (지주-대응)	평균차이검정 t(p-value)
총자산차이	지주회사	38	121,658,967	0.670 (0.413)	41,286,476	0.667 (0.505)
	대응집단	778	80,372,491			
순자산차이	지주회사	38	84,913,109	6.131 (0.013)	44,675,827	1.409 (1.159)
	대응집단	776	40,237,281			
당기순이익 차이	지주회사	38	24,010,019	1.600 (0.206)	18,125,367	0.955 (0.340)
	대응집단	777	5,884,652			
EVA 차이	지주회사	26	-22,550,504	1.218 (0.271)	9,931,397	0.247 (0.805)
	대응집단	159	-32,481,901			
매출액차이	지주회사	35	94,292,209	1.978 (0.160)	17,355,705	0.312 (0.755)
	대응집단	731	76,936,503			
ROA 차이	지주회사	38	0.0491	0.089 (0.765)	0.0601	2.514 (0.012**)
	대응집단	777	-0.0110			

주: **는 유의수준 0.05에서 통계적으로 유의함.

총자산차이를 살펴보면, Levene의 등분산 조건이 충족되고 있으므로 지주회사와 대응집단은 분산이 유사한 것으로 가정하고 분석하였다. 두 그룹 간의 차이는 412억8,647

만6천 원으로 나타났으나, 이 차이는 통계적으로는 유의미하지 않은 것으로 나타났다. 그렇지만 지주회사의 총자산 증분이 대응집단의 총자산 증분보다 더 큰 것으로 나타나고 있다.

순자산차이, 당기순이익차이, EVA차이, 매출액차이 모두에서도 지주회사와 대응집단이 등분산인 것으로 나타났고, 이때의 Group 간 차이는 통계적으로 유의미하지 않은 것으로 나타났다. 그렇지만 이러한 기준에 따른 Group 간 차이를 살펴보면 지주회사의 차이가 대응집단의 차이보다 큰 것으로 나타나고 있다.

ROA차이를 살펴보면, 지주회사와 대응집단이 등분산임을 알 수 있고, 두 그룹 간의 차이가 0.0601로 나타나서 통계적인 차이가 존재하는 것으로 나타났다. 즉 동일한 시점을 기준으로 지주회사의 2006년 ROA와 2007년 ROA의 증분차이는 대응집단의 2006년 ROA와 2007년 ROA의 차이증분에 비해 더 큰 것으로 나타난 것이다. 따라서 동일시점을 기준으로 비교하는 이러한 접근은 같은 기간 내에 발생한 시장요인을 제거한 순수한 효과를 반영하는 것이다.

한편, <표 6>에서 시장요인을 통제하지 않았을 경우의 지주회사 전환효과는 ROA차이, 총자산차이, 순자산차이의 세 가지 평가기준에서 존재하고 있는 것으로 나타났는데, <표 7>의 시장요인을 통제된 경우에는 ROA차이에 있어서 효과가 있는 것으로 조사되었다. 또한 총자산차이와 순자산차이의 경우 통계적인 효과가 존재하지는 않았지만, 양(+)의 차이가 발생되고 있으므로 시간이 더 흐른 후 누적의 효과를 살펴보면 통계적으로 차이가 존재할 수도 있을 것이다. 본 연구에서는 이용할 수 있는 샘플의 한계로 분석할 수 없었지만, 지주회사제도가 더욱 활성화되어 더 많은 기업정보를 활용할 수 있는 때가 되면 이러한 누적된 순수효과를 분석할 수 있을 것으로 기대된다.

4. 지주비율이 자회사의 경영성과 및 기업가치에 미치는 영향 (가설 2a 2b 검정)

지금까지의 분석결과 지주회사로의 전환이 자회사의 경영성과 및 기업가치의 향상에 도움이 되고 있는 것으로 나타났다. 그런데 이렇게 지주회사로 전환될 때 가장 큰 어려움 중의 하나는 자회사에 대한 지주비율을 얼마로 가져가야 할 것인가 하는 것이다. 공

정거래법상 지주비율에 대한 규정은 상장사에 대해서는 30% 이상, 비상장사에 대해서는 50% 이상 될 것을 요구하고 있지만, 최대 100%까지 보유할 수 있으므로 이러한 지주비율이 자회사의 경영성과 및 기업가치에는 어떤 영향을 미치는지를 살펴볼 필요가 있을 것이다.

따라서 본 연구에서는 자회사에 대한 지주비율이 자회사의 경영성과 및 기업가치에 정(+)의 영향을 주고 있을 것이라는 가설을 설정하여 이를 검정해 보고자 한다. 이를 위해 2004년부터 2007년까지의 자료를 통합하여 하나의 표본으로 간주하여 분석하기로 하였다.

우선, 지주비율이 경영성과에는 어떤 영향을 미치는지를 보기 위해 회귀분석을 실시하였다. 여기서 종속변수인 경영성과는 앞에서 언급한 것처럼 ROA와 당기순이익을 사용하였다.

먼저 지주비율이 ROA에 어떤 영향을 미치는지를 살펴보기 위해, 지주비율로 회귀분석을 시도하였다(<표 8-1> 참조). 그러나 통계적으로 유의미한 값이 나오지 않거나(ROA), 부(-)의 값이 도출되어(당기순이익) 가설에서 예상한 결과와 상이하였다. 따라서 추가적으로 지주비율과 지주비율의 제곱값을 독립변수로 재구성하여 지주비율과 경영성과 사이에 비선형관계가 있는지 회귀분석을 재 실시해 보았다. 그 결과, <표 8-2>에서처럼 지주비율, 지주비율의 제곱, 매출액, 부채비율이 ROA에 영향을 미치는 것으로 나타났다. 구체적으로 살펴보면, 지주비율과 매출액은 ROA에 정(+)의 영향을 미치고, 지주비율의 제곱과 부채비율은 부(-)의 영향을 미치는 것으로 조사되었다. 한편, 지주비율은 정(+)의 관계에 있고, 지주비율의 제곱값은 부(-)의 관계에 있으면서 통계적으로 유의한 것으로 나타난 것으로 보아 지주비율은 경영성과와 2차함수의 관계에 있는 것으로 해석할 수 있겠다. 결국 지주비율이 증가함에 따라 ROA가 증가하다가, 지분이 일정수준을 초과하게 되면 오히려 ROA가 감소하는 관계를 보이고 있는 것이다.

또한, 지주비율이 당기순이익에 어떤 영향을 미치는지를 살펴보기 위해, 지주비율과 지주비율의 제곱값을 독립변수로 하여 회귀분석을 실시해 보았다. 그 결과, <표 8-2>에서처럼 지주비율은 부(-)의 관계에 있고, 지주비율의 제곱값은 정(+)의 관계에 있으면서 통계적으로 유의한 것으로 나타나, 두 변수는 2차함수의 관계에 있는 것으로 해석할 수 있겠다. 결국 지주비율이 증가함에 따라 당기순이익은 감소하다가, 지분이 일정수준을

〈표 8-1〉 지주비율이 경영성과에 미치는 영향: 선형회귀분석 결과

경영성과	ROA		당기순이익	
지주비율	-0.012	0.041	-0.301***	-0.059**
매출액	-	0.067	-	0.818***
부채비율	-	-0.330***	-	-0.033
전환연수	-	0.060	-	-0.034
Adj R ²	0.000	0.105	0.090	0.692
F value	0.070	14.464***	46.933***	259.544***
N	474	462	474	462

주: ***, **는 유의수준 0.01, 0.05에서 각각 통계적으로 유의함.

〈표 8-2〉 지주비율이 경영성과에 미치는 영향: 비선형회귀분석 결과

경영성과	ROA		당기순이익	
지주비율	.898**	.831***	-1.872***	-1.232***
지주비율 ²	-.919**	-.691**	1.587***	1.178***
매출액	-	.264***	-	.493***
부채비율	-	-.384***	-	-.105**
전환연수	-	.004	-	-.062
Adj R ²	.012	.148	.135	.290
F value	3.895**	17.060***	37.866***	38.569***
N	474	462	474	462

주: ***, **는 유의수준 0.01, 0.05에서 각각 통계적으로 유의함.

초과하게 되면 오히려 당기순이익이 증가하는 관계를 보이고 있는 것이다.

본 연구에서의 지주비율과 경영성과의 관계분석 결과, 지주비율과 ROA의 관계는 지주비율이 증가하면 ROA도 증가하다가 나중에 감소하는 것으로 나타난 반면, 지주비율과 당기순이익의 관계는 지주비율이 증가하면 당기순이익이 감소하다가 나중에 증가하는 것으로 나타나고 있다. 하지만 이러한 결과는 반대의 결과가 아니라 지주비율과 경

영성과가 비선형적인 관계에 있다는 기존의 연구결과와 일치하는 내용이다(McConnell and Servaes 1990; Morck et al., 1988; Stulz, 1988; 박기성, 2001; 김주현, 1992).

이러한 연구들의 결과는 지주비율이 증가함에 따라 경영성과가 초기에 증가하다가 일정수준이 지난 이후 감소하는 위로 볼록한 관계를 보이기도 하고(McConnell and Servaes, 1990; Stulz, 1988), 초기에 감소하다가 일정수준 이후 오히려 증가하는 아래로 볼록한 관계를 보이기도 한다는 기존연구와 일치한다(Morck et al., 1988; 박기성, 2001; 김주현, 1992).

지금까지는 지주비율이 경영성과에 어떠한 영향을 미치는지를 살펴보고, 이제부터는 지주비율이 기업가치에 어떠한 영향을 미치는지 알아보려고 한다. 여기서 종속변수인 기업가치는 앞에서 언급한 것처럼 총자산, 순자산, EVA를 사용하였다.

먼저 지주비율이 기업가치에 어떤 영향을 미치는지를 살펴보기 위해 선형회귀분석을 실시하였다. <표 9-1>에서 보는 바와 같이, 지주비율과 기업가치변수들 사이에 부(-)의 값을 나타내거나 유의미한 통계값을 얻지 못하였다. 따라서 비선형관계에 있음을 가정하고 2차 함수를 가정하여 회귀분석을 재 실시 하였다. 즉 지주비율과 지주비율의 제곱 값을 독립변수로 하여 회귀분석을 실시하였다. <표 9-2>에서 보는 바와 같이 매출액, 부채비율, 지주회사로 전환된 후의 연수를 통제변수로 설정하여 회귀분석을 실시한 결과, 지주비율과 부채비율 및 전환연수는 부(-)의 영향을 미치고, 지주비율의 제곱과 매출액은 정(+)의 영향을 미치는 것으로 조사되었다. 앞선 연구결과와 마찬가지로 지주비율과 총자산은 2차함수의 관계에 있는 것으로 해석할 수 있다. 결국 지주비율이 증가함에 따라 총자산은 감소하다가, 지주비율이 일정수준을 초과하게 되면 오히려 총자산이 증가하는 관계를 보이고 있는 것이다.

또한, 지주비율과 순자산 및 EVA에 대한 회귀분석 결과, 지주비율은 부(-)의 관계를 보이고, 지주비율의 제곱은 정(+)의 관계를 보이면서 통계적으로 유의한 것으로 나타났다. 이는 지주비율과 총자산의 연구결과와 마찬가지로 지주비율과 순자산 및 EVA는 2차함수의 관계에 있는 것으로 해석할 수 있다. 결국 지주비율이 증가함에 따라 순자산 및 EVA는 감소하다가, 지주비율이 일정수준을 초과하게 되면 오히려 증가하는 관계를 보이고 있는 것이다.

〈표 9-1〉 지주비율이 기업가치에 미치는 영향: 선형회귀분석 결과

기업가치	총자산		순자산		EVA	
지주비율	-0.333***	-0.065***	-7.632***	-0.075***	-0.252***	-0.045
매출액	-	0.922***	-	0.869***	-	0.677***
부채비율	-	0.004	-	-0.042*	-	-0.047
전환연수	-	-0.055***	-	-0.051**	-	-0.017
Adj R ²	0.111	0.885	0.110	0.788	0.063	0.469
F value	58.960***	885.177***	58.245***	428.824***	24.223***	78.873***
N	474	462	474	462	360	354

주: ***, **는 유의수준 0.01, 0.05에서 각각 통계적으로 유의함.

〈표 9-2〉 지주비율이 기업가치에 미치는 영향: 비선형회귀분석 결과

기업가치	총자산		순자산		EVA	
지주비율	-2.119***	-1.369***	-2.048***	-1.364***	-1.004***	-.465
지주비율 ²	1.804***	1.296***	1.733***	1.297***	.761**	.452
매출액	-	.528***	-	.527***	-	.475***
부채비율	-	-.069*	-	-.121***	-	-.072
전환연수	-	-.081**	-	-.080**	-	-.058
Adj R ²	.170	.352	.164	.340	.070	.221
F value	49.320***	51.110***	47.289***	48.452***	14.567***	21.009***
N	474	462	474	462	360	354

주: ***, **, *는 유의수준 0.01, 0.05, 0.1에서 각각 통계적으로 유의함.

이상의 결과를 요약하면, 지주회사로의 전환은 자회사의 경영성과뿐만 아니라 기업 가치를 증가시키는 것으로 조사되었다. 또한, 자회사에 대한 지주비율은 자회사의 경영 성과와 기업가치에 영향을 미치는데, 2차함수 형태의 비선형적인 관계로 영향을 주는 것으로 나타났다.

V. 결 론

본 연구에서는 최근 활발히 증가하고 있는 기업들의 지주회사 설립 및 전환에 대한 타당성과 유용성을 분석하였다. 본 연구는 특히 기존연구가 제도도입의 찬반이슈에 집중한 단편적인 분석들의 한계를 극복하고, 일부 실증연구에서 지주회사 전환기업과 그렇지 않은 기업집단의 비교를 통한 지주회사제도의 유용성을 간접 비교한 한계성을 보완하였다. 본 논문에서는 먼저 지주회사 전환 이전 3개년과 전환 이후 3개년을 직접 비교하여 기업성과와 가치변화를 분석하였다. 더 나아가, 지주회사로의 전환에 따른 가장 직접적으로 영향을 받는 기업은 지주회사 자체보다는 자회사라는 인식의 바탕 아래, 자회사의 기업성과와 가치변화에 초점을 맞추어 분석하였다.

본 연구에서 사용된 36개 지주회사의 233개 자회사표본을 실증분석한 결과에 따르면, 지주회사제도의 도입이 자회사의 경영성과 및 기업가치에 긍정적으로 기여하였음을 보여주었다. 이는 다양한 방법의 성과 지표, 즉 ROA 차이, 당기순이익차이, 총자산차이, 순자산차이에서 동일하게 통계적으로 유의한 것으로 나타났다. 또한, 718개의 대응집단을 구성하여 실시한 추가적인 실증분석에서도 일부 경영성과(ROA)에 긍정적 영향이 있음이 재증명되었다.

한편, 지주기업의 지분비율은 자회사의 경영성과 및 기업가치에 2차함수의 형태로 영향을 주고 있었으며, 지주비율이 증가할수록 단기적으로는 감소하나 장기적으로 경영성과와 기업가치도 상승하는 것으로 나타나고 있으므로 지주회사제도 전환의 타당성과 유용성이 입증되었다. 좀 더 구체적으로 살펴보면, 지주비율이 증가할수록 당기순이익, 총자산, 순자산은 감소하다가, 지분이 일정수준을 초과하게 되면 오히려 증가하는 관계를 보이고 있었다. 그러나 ROA의 경우 증가하다가 감소하는 반대의 관계를 가지고 있는 것으로 나타났다.

따라서 지주회사제도의 유용성을 입증한 본 연구의 결과는 다음 세 가지 측면에서 중요한 정책적 시사점 및 경영 전략적 함의를 가지고 있다.

첫째, 지주회사는 우리나라에서 금지하기 이전에도 기업조직의 한 형태로서 존재하였음에도 불구하고, 우리나라에서 유일무이하게 경제력 집중 등의 목적으로 금지하여 왔다. 따라서 지주회사제도의 설립 및 전환을 허용하는 정책전환은 법과 현실의 괴리를

바로잡은 것이라는 측면에서 의의가 있다. 기업은 그 규모가 커짐에 따라 대기업, 사업부제로 발전하고 다시 사내 분사제, 사업지주회사, 그리고 순수지주회사로 성숙해 간다고 인식되고 있다(이우광, 1997). 따라서 엄연히 존재하는 기업의 형태를 경제력 집중방이라는 특정한 이유로 금지하기보다는, 지주회사제도가 우리나라 재벌의 역기능에 대한 보완책을 제공하므로 이러한 순기능을 극대화할 수 있는 토대가 마련되었다고 본다.

둘째, 전통적으로 우리나라는 산업화과정에서 몇몇의 대기업 위주의 경제력 집중으로 인한 대기업과 중소기업 간의 산업 불균형 문제가 발생하였고, 이는 국가경쟁력 확보 차원에서 정부가 해결해야 하는 중요한 과제 중의 하나로 인식되고 있다. 기존의 공정거래법을 비롯한 각종 대기업 규제정책이 도입된 것은 이 문제를 해결하는 하나의 대안인 것이다. 이러한 관점에서 지주회사제도는 정부의 산업정책에 중요한 대안으로 모색될 수 있다. 지주회사제도하에서는 대기업의 자본력, 연구개발능력, 그리고 마케팅능력 등 중소기업 차원에서 가지기 힘든 능력들을 그대로 발휘하게 하면서도 중소기업이 갖는 유연성, 고객과 시장변화에 따른 신속한 대응력을 확보하는 대안으로 사용될 수 있다. 따라서 현재 대기업 그룹의 구조하에서는 불가능했던 자회사의 독립경영이 보장되므로, 중소기업이 활성화되고 신규시장이나 산업에 대한 중소기업의 회사설립이 용이해질 것으로 예상된다. 따라서 장기적으로는 중소기업과 대기업 간의 균형적인 발전과 원만한 공존관계가 가능할 것으로 기대된다.

셋째, 지주회사제도의 도입은 기업경영관점에서 개방화, 국제화, 무한경쟁 등 급변하는 기업환경에 신속히 대응하여 기업경쟁력을 제공하는 수단 또는 새로운 기업의 틀로서 작용할 수 있다는 것이다. 오늘날 글로벌 경쟁 환경은 기업으로 하여금 환경변화에 따라 적절한 조직의 개편과 신규 사업의 진출이 계속적으로 요구되는 고도의 유연성과 자립성을 필요로 한다. 따라서 지주회사제도는 불필요한 사업을 신속히 재편하고, 비교우위가 있는 사업에 특화하는 끊임없는 구조조정, 경영혁신의 수단으로 사용될 수 있음을 시사한다. 동시에, 대기업의 기존 사업부제하에서 보장받지 못했던 자회사의 독립성을 최대한 확보함으로써 창의적이고 혁신적인 경영을 통한 신규 사업의 진출이 가능할 것으로 예상된다.

마지막으로, 기업집단의 경우 지주회사로의 전환을 적극적으로 고려하여 경영성과 및 기업가치 증가에 힘써야 하는 동시에 지주회사의 역기능을 막기 위한 내부 감사체제

가 강화된 기업지배구조를 만들어야 할 것이다. 정부에서는 지주회사로의 전환이 용이하도록 관련법률 개정 및 세제혜택 등 제도개선에 지속적으로 힘쓰는 동시에, 구미선진국과 다른 산업화과정을 경험한 우리나라의 특수성에 맞는 지주회사제도의 틀을 모색하여야 할 것이다.

본 연구에서는 지주회사로의 전환이 자회사의 경영성과와 기업가치에 긍정적인 영향을 미치고 있음을 개별기업의 재무제표 등 회계·재무적인 데이터만을 활용하여 계량적으로 분석하였지만, 향후에는 지주회사의 전환을 유발하게 하는 직접적인 결정요인에 대한 경영자나 전문가집단에 대한 설문 등을 통한 정성적인 분석이 추가됨으로써 연구가 더욱 확장될 수 있을 것이다. 또한, 본 연구에서는 데이터의 부족으로 인하여, 연도별 지주비율의 변화가 경영성과 및 기업가치에 어떤 변화를 주게 되는지를 전환시점의 모든 연도를 대상으로 각각 대응집단을 구성하여 분석하지 못한 한계를 가지고 있다. 또한, 지주비율에 대한 자료를 최근 4년밖에 확보할 수 없었던 관계로 더욱 장기적인 분석을 할 수 없었다. 그러나 앞으로 시간이 좀 더 지나고 나면 이런 분석도 가능해질 것으로 믿는다. 아울러, 본 연구가 지주회사의 전환이 자회사에 미치는 영향에 초점을 맞추었지만, 지주회사 전환의 궁극적인 목적은 지주회사를 포함한 전체 그룹의 효율적 경영에 대한 효과를 검증해야 한다는 측면에서 지주회사를 제외한 분석을 함으로서 자체적인 한계가 있다. 따라서 이러한 한계를 반영하고, 본 연구의 성과를 활용한다면, 지주회사제도와 관련된 다양한 연구가 추가적으로 가능할 것으로 기대된다.

참고문헌

- 강도현, 『연결세무제도의 필요성과 도입방안에 관한 연구』, 성균관대학교 석사학위논문, 2001.
- 강효석·이원흠·조장연, 『기업가치평가론』, 제4판, 홍문사, 2005.
- 공정거래위원회, 『2007년 공정거래법상 지주회사 현황분석』, 2007.
- 김동찬, 『한국에서의 지주회사 설립과 경영투명성 확보에 관한 실증적 연구』, 단국대학교 석사학위논문, 2003.
- 김민수, 「산업특성 및 최고경영진 특성이 R&D 투자에 미치는 효과: 미국제조기업의 경우」, 『경영연구』, 제21권 제3호, 2006, pp.1-27.
- 김종순·이상석·김신중·윤민석·곽수환, 『통계학의 이해』, 제2판, 청람출판사, 2008.
- 김주현, 「기업의 소유구조와 기업가치의 연관성에 관한 연구」, 『재무연구』, 제5권, 1992, pp.129-154.
- 박기성, 「소유 구조와 기업의 회계적 성과 및 Tobin-Q의 관계에 관한 연구」, 『증권학회지』, 제30권 제2호, 2002, pp.297-325.
- 변종국·정기웅·조정일, 「기업가치에 대한 경제적 부가가치의 유용성」, 『경영연구』, 제19권 제4호, 2004, pp.219-242.
- 손성규·최정호·이은철, 「감사위원회의 효과: 회계오류를 중심으로」, 『회계학 연구』, 제29권 제3호, 2004, pp.61-90.
- 신현한·이상철·장진호, 「외부감시주체와 기업가치」, 『재무연구』, 제17권 제1호, 2004, pp.41-72.
- 윤봉한·오재영, 「기업지배구조와 기업성과 및 기업가치: 한국 상장기업에 대한 실증연구」, 『증권학회지』, 제34권 제1호, 2005, pp.227-263.
- 이우광, 『지주회사제도의 도입과 쟁점』, 삼성경제연구소, 1997
- 이우택, 「지주회사의 유용성과 연결납세방안에 관한 연구」, 『세무학 연구』, 제15호, 2002, pp.91-134.
- 이화성, 『한국의 지주회사제도에 관한 연구: 제한적 허용에 따른 문제점과 개선책』, 단국대학교 박사학위논문, 1999.

- 정도진, 「지주회사전환기업집단과 상호출자제한기업집단의 경영성과와 기업가치 및 지배구조투명성 비교」, 『대한경영학회지』, 제21권 제2호, 2008, pp.767-789.
- 현경숙, 『지주회사 설립허용과 경제력 집중』, 연세대학교 석사학위논문, 1998.
- 황인옥, 『지주회사의 설립방법과 세제연구』, 동아대학교 석사학위논문, 2002.

- Allgood, S. and Farrell, K. A., “The effect of CEO tenure on the relation between firm performance and Turnover,” *The Journal of Financial Research*, Vol.23, No.3, 2000, pp.272-390.
- Anderson, R. C., Mansi, S. A., and Reeb, D. M., “Founding Family Ownership and the Agency Cost of Debt,” *Journal of Financial Economics*, Vol.68, No.2, 2003, pp.263-285.
- Anderson, R. C. and Reeb, D. M., “Founding family ownership and firm performance: Evidence form the S&P 500,” *Journal of Finance*, Vol.58, No.3, 2003, pp.1301-1328.
- Baek, J.-S., Kang, J.-K., and Park, K. S., “Corporate governance and firm value: Evidence from the Korean financial crisis,” *Journal of Financial Economics*, Vol.71, No.2, 2008, pp.265-313.
- Berle, A. and Means, G., *The modern corporation and private property*, New York: Macmillan, 1932.
- Biddle, G. C., Bowen, R. M., and Wallace, J. S., “Does EVA beat earnings? Evidence on associations with stock returns and firm values,” *Journal of Accounting and Economics*, Vol.24, No.3, 1997, pp.301-336.
- Bushee, B. “The influence of institutional investors on myopic R&D investment behaviour,” *The Accounting Review*, Vol.73, No.3, 1998, pp.305-333.
- Chang, S. J., Chung, C., and Mahmood, I. P., “When and how does business group affiliation promote firm innovation? A tale of two emerging economies,” *Organization Science*, Vol.17, No.5, 2006, pp.637-656.
- Chang, S. J. and Hong, J., “Economic performance of group-affiliated companies in

- Korea: Intragroup resource sharing and internal business transactions,” *Academy of Management Journal*, Vol.43, No.3, 2000, pp.429-448.
- Claessens, S., Djankov, S., and Lang, L., “The separation of ownership and control in East Asian corporations,” *Journal of Financial Economics*, Vol.58, No.1-2, 2000, pp.81-112.
- David, P., Hitt, M. A., and Gimeno, J., “The influence of activism by institutional investors on R&D,” *Academy of Management Journal*, Vol.44, No.1, 2001, pp.144-157.
- Del Guercio, D. and Hawkins, J., “The motivation and impact of pension fund activism”, *Journal of Financial Economics*, Vol. 52, No. 3, 1999, pp.293-340.
- Douma, S., Gepreg, R., and Kabir, R., “Foreign and domestic ownership, business group, and firm performance: Evidence from a large emerging market,” *Strategic Management Journal*, Vol.27, No.7, 2006, pp.637-57.
- Fama, E. and Jensen, M., “Separation of ownership and control,” *Journal of Law and Economics*, Vol.26, No.2, 1983, pp.301-326.
- Grossman, S. and Hart, O., “Takeover bids, the free-rider problem, and the theory of the corporation,” *Bell Journal of Economy*, Vol.11, No.1, 1980, pp.42-64.
- Hambrick, D. C. and Finkelstein, S., “Managerial discretion: A bridge between polar views of organizations” In Cummings, L. L. and Staw, B. M. (eds.), *Research in Organizational Behavior*, Vol.9, Greenwich, CT: JAI Press, 1987, pp.369-406.
- Hoskisson, R. E., Yiu, D., and Kim, H., “Corporate governance systems: effects of capital and labour market congruency on corporate innovation and global competitiveness,” *Journal of High Technology Management Research*, Vol.15, No.2, 2004, pp.293-315.
- Jensen, M. and Meckling, W., “Theory of the firm: Managerial behavior, agency costs and ownership structure,” *Journal of Financial Economics*, Vol.3, No.1, 1976, pp.305-360.
- Khanna, T. and Palepu, K., “The future of business group in emerging market: Long run

- evidence from Chile,” *Academy of Management Journal*, Vol.43, No.3, 2000, pp.268-285.
- Klein, A., “Audit committee, board of director characteristics, and earnings management,” *Journal of Accounting and Economics*, Vol.33, No.3, 2002, pp.375-400.
- McConnell, J. J. and Servaes, H., “Additional evidence of equity ownership and corporate value,” *Journal of Financial Economics*, Vol.27, No.2, 1990, pp.595-612.
- Milunovich, S. and Tsuei, A., “EVA in the computer industry,” *Journal of Applied Corporate Finance*, Vol.9, No.1, 1996, pp.104-115.
- Morck, R., Shleifer, A., and Vishny, R., “Management ownership and market valuation: An empirical analysis,” *Journal of Financial Economics*, Vol.20, No.1-2, 1998, pp.293-315.
- Opler, T., and Sokobin, J., Does coordinated institutional shareholder activism work? An analysis of the activities of the council of institutional investors, *Working paper*, Ohio State University, 1997.
- Short, H., “Ownership, control, financial structure, and the performance of firms,” *Journal of Economic Surveys*, Vol.8, No.3, 1994, pp.203-249.
- Stulz, R., “Managerial control of voting rights, financing policies and the market for corporate control,” *Journal of Financial Economics*, Vol.20, No.1, 1988, pp.25-54.
- Tihanyi, L., Johnson, R. A., Hoskisson, R. E., and Hitt, M. A., “Institutional ownership differences and international diversification: The effects of boards of directors and technological opportunity,” *Academy of Management Journal*, Vol.46, No.2, 2003, pp.195-211.
- Vining, A. R. and Boardman, A. E., “Ownership versus competition: Efficiency in public enterprise,” *Public Choice*, Vol.73, No.2, 1992, pp.205-239.
- Warfield, T. J., Wild, W., and Wild, K., “Managerial ownership, accounting choice, and informativeness of earnings,” *Journal of Accounting and Economics*, Vol.20, No.1, 1995, pp.61-91.
- Wright, M., Filatotchev, I., Hoskisson, R. E., and Peng, M. W., “Strategy research in

emerging economies: Challenging the conventional wisdom,” *Journal of Management Studies*, Vol.42, No.1, 2005, pp.1-33.

The Effect of Holding Company on the Performance and Value of Its Affiliations: An Empirical Analysis

Soo Hwan Kwak, Suk Bong Choi

This paper examines the usefulness of introduction and transformation of holding company by empirically investigating its effect on affiliated firms' performance and value. The holding company serves as a key venue to make firms' strategic decisions as well as a mechanism to reform corporate governance, especially in Korea after 1997 financial crisis. With unique longitudinal databases on 233 Korean holding company affiliations during 1997-2007, we compare the changes of firm performance and value at the holding company affiliations level to examine to what extent the holding company and its ownership structure contribute to affiliates' performance and value. Our empirical results suggest that the transformation of the holding company and its ownership play an important role in increasing affiliated firms' performance and value. The findings of this research have significant relevance to firms' strategy and financial policy, particularly in Korea which are in the process of seeking good corporate governance model as well as building indigenous capabilities for competing in global market.

Key words: Holding company, Corporate governance, Firm performance, Firm value