http://dx.doi.org/10.14400/JDC.2014.12.10.121

지주회사체제가 기업지배구조의 효과성과 사업집중화에 미치는 영향

윤지의[*], 남기석[**], 김덕호[***], 김중화[****]
한국외대 석사[*], 한국외대 경영학과 교수[**],
(주)밸류원컨설팅 수석컨설턴트[***], 한국외대 경영학과 교수[****]

The effects of becoming holding companies on corporate governance and business concentration

Ji Eui Yoon[*], Giseok Nam[**], Duk ho Kim[***], Joongwha Kim[****]
Dept. of Management, Hankuk University of Foreign Studies[*],
Dept. of Management, Hankuk University of Foreign Studies[**],
Valueone Consulting[***], Dept. of Management, Hankuk University of Foreign Studies[****]

요 약 본 연구에서는 기업의 지배구조가 지주회사 체제로 전환되는 과정에서 지배구조의 투명성이 높아지고 전략적 사업집중의 효과가 높아져 기업가치가 제고될 것으로 예상하였다. 지주체제로의 전환 효과를 알아보기 위해 지주회사로 전환하여 상장된 지주회사와 자회사들 56개 표본의 누적 초과수익률을 조사해 본 결과, -1～+1일에서 +1일에 비정상수익률이 양(+)으로 나타나면서 전환효과가 단기적으로 나타났다. 즉, 지주회사체제로의 전환은 전환의 공시효과로 주주의 부에 긍정적으로 영향을 미치는 사건으로 나타났다. 그러나 장기적으로는 시장 반응에 커다란 변화가 없이 누적 초과 수익률이 음(-)의 값으로 나타나 지주회사전환에 따른 주주 부의 가치가 사건 후에 반영되지는 않는 것으로 나타났다. 또한 지주회사체제 이후 시장가치, 기업지배구조지수와 사업집중도의 변화를 분석한 결과 주주권리 보호와 경영과실배분의 부문지배구조지수가 지주회사 전환 이전 시점보다 통계적으로 유의하게 증가되었음을 확인하였다.

주제어 : 지배구조, 지주회사, 사업집중, 주주권리, 지배구조 투명성

Abstract This study investigated the stock market reaction to the announcement of conversion to holding company and its influence on the market value and corporate governance before and after the event. Generally, it is known that the conversion to holding company strengthens corporate governance because of diversification effects. Accordingly, it is expected that holding companies have a significantly positive influence on the short and long term stock value and improve firm performance. The results are as follows. First, companies have significantly positive short-term abnormal returns for a day. It confirms the stock market reaction hypothesis. Second, it is found that corporate governance is improved in two ways, protection of stock holders' right and distribution of corporate income in the year after converting to holding companies. However, the degree of business concentration appears to be decreased but the result is statistically insignificant after the conversion. Third, there is no significant positive relation between market performance and both protection of stock holders' right and distribution of corporate income. Thus, the results do not adequately support the hypothesis between corporate transparency and market performance.

Key Words : Corporate governance, Holding company, Business concentration, Stock holders' right, Corporate transparency

* 이 논문은 2008년도 정부(교육부)의 재원으로 한국연구재단의 지원을 받아 연구되었음(NRF-2008-327-B00276)
Received 17 July 2014, Revised 23 September 2014
Accepted 20 October 2014
Corresponding Author: Joongwha Kim
(Hankuk University of Foreign Studies)
Email: kim2345678@hanmail.net

ISSN: 1738-1916

© The Society of Digital Policy & Management. All rights reserved. This is an open-access article distributed under the terms of the Creative Commons Attribution Non-Commercial License (http://creativecommons.org/licenses/by-nc/3.0), which permits unrestricted non-commercial use, distribution, and reproduction in any medium, provided the original work is properly cited.

1. 서론

우리나라의 지주회사는 1987년 4월 경제력 집중 억제 차원에서 설립이 금지되었으나, 외환위기 이후 비주력사업의 분리매각 등 기업구조조정 활성화의 일환으로 1999년 4월에 다시 허용되었다.

1999년 국내에 지주회사제도가 다시 허용된 이후, 지주회사 요건이 완화되면서 지주회사로 전환하는 기업의 수는 점차 증가하고 있다. 2000년 국내에서 처음으로 LG가 지주회사 체제를 선언하였고, 이후 농심, 동원 등이 뒤를 이었다. 이후 2002년 19개, 2003년 21개, 2004년 22개로 그 수에 있어서 큰 변화를 보이지 않다가 2005년 25개, 2006년 31개, 2007년 8월 40개로 증가하고 있다.

이렇게 지주회사제도가 도입되고 증가하게 된 이유에는 1인 총수의 지배를 벗어나지 못하는 '재벌기업'이 국가경제를 주도하고 있는 우리의 경제현실에서 지주회사 제도의 도입을 통해 재벌 지배구조를 개선하고 이를 통해 경영효율성을 높이고 사업의 분할을 통한 시장의 정보 불균형 해소를 가져오기 위한 정책적 목적이 있었기 때문이다.

즉 지주회사로의 전환을 통해 기업은 투명성을 높이고 각 그룹계열사들의 책임, 자율경영을 강화시켜 기업지배구조를 선진화된 형태로 개선시킬 수 있으며, 지배구조가 단순해져 그룹 계열사들의 동반 부실을 막을 수 있을 뿐 아니라 자회사들의 독립경영도 가능해져 경영체제의 안정과 경영효율성 증진도 꾀할 수 있다.

이렇듯 지주회사 체제로의 전환은 기업지배구조의 효과성과 전략적 효용성을 높이고 기업의 경영전략에 따라 자회사 매각, 인수 등을 통해 구조조정이나 전략적 사업집중화를 용이하게 한다고 기대할 수 있다.

하지만 지주회사 체제의 전환이 기업지배구조의 실질적인 개선으로 이어지는 지에 대한 실증연구와 지주회사 체제의 전환을 통해 기업이 전략적으로 사업집중화를 꾀하고 있는지에 대한 연구는 부족한 실정이다. 따라서 본 연구에서는 지주회사로의 전환이 기업지배구조의 효과성에 어떠한 영향을 미치며, 사업집중화에 어떠한 연관성을 가지고 있는지를 탐색하고자 한다.

2. 선행연구

2.1 지주회사 제도

지주회사란 주식의 소유를 통해 다른 회사를 지배하는 것을 주된 사업으로 하는 회사로서(공정거래법 제 2조 제 1호의 2), 모회사인 지주회사가 자회사에 대한 지배만을 목적으로 하는 순수지주회사와 자회사 지배는 물론 자체적인 사업도 동시에 꾸려가는 사업지주회사로 구분할 수 있다. 지주회사(Holding Company)는 "주식의 소유를 통하여 국내회사의 사업내용을 지배하는 것을 주된 사업으로 하는 회사"를 의미한다.

지주회사 체제는 사업회사가 지주회사로 변화한 것으로 사업회사에서 각 사업을 분리하여 지주회사 산하의 각 사업회사의 주식을 현물 출자하고, 새로운 지주회사를 설립하여 지주회사와 사업회사 사이에 역할분담을 하는 경우를 말한다.

또한 현행 공정거래법상 지주회사의 경우 자산총액이 1,000억 원 이상이면서 소유하고 있는 자회사 주식총액이 자산총액의 50% 이상이어야 하며, 자회사에 대한 지분율이 공개기업은 30%, 비공개기업은 50% 이상 되어야 한다. 이 밖에도 자회사 외에는 지배목적으로 국내 다른 회사의 주식을 보유하는 것을 금지하고 있고, 금융자회사와 비금융자회사를 동시에 소유하는 것을 금지하고 있다.

지주회사를 전환과정으로 구분해보면, 인적분할 방식, 물적 분할 방식, 지주회사 설립, 기존 주식 보유의 4가지 방식으로 구분할 수 있다. 인적분할 방식은 인적분할을 통해 지주회사와 자회사를 나누게 되며, 인적분할만을 실시하거나, 인적분할 후 자회사 주식을 공개매수에 의해 확보하거나 제 3자 배정 유상증자를 통해 확보할 수 있다. 물적 분할은 지주회사로 전환할 회사의 사업부문을 100% 자회사로 분할하는 방법이며, 주주들은 지주회사의 지분만을 보유하게 된다. 지주회사를 신설하는 경우에는 현물출자와 포괄적 주식교환의 방법을 통해 설립하게 된다. 마지막으로 의도적으로 지주회사를 만들지 않았지만 보유 중이던 자회사의 주식이 자산총액의 50%를 넘어서면서 지주회사가 되는 경우이다.

2.2 기업지배구조에 관한 연구

기업지배구조에 대한 선행연구는 주로 지배구조의 내부적 관점에서 소유구조, 이사회, 감사기구, 기관투자자

나 외국인 투자자의 역할이 경영성과, 회계투명성, 기업가치 등에 미치는 영향에 대한 연구가 진행되어 왔으며, 외부적 관점에서 경영자 노동시장, M&A 등이 경영성과나 기업가치에 미치는 연구가 진행되어 왔다.

특히 지배구조의 내부적 관점에서 지배구조를 개선하여 대리인 비용을 줄이고 주주의 이익을 보호하고 궁극적으로 기업가치를 제고시킬 수 있다는 논리적 흐름을 가진 연구들이 지속되고 있다.

Johnson, Bone, Breach, and Friedman(2000)은 25개국의 신흥자본시장을 대상으로 한 연구에서 투자자 보호 수준, 관련 법규의 효율성 등 지배구조 관련 변수를 이용해서 지배구조가 환율 변동성과 주식시장 성과에 유효한 영향을 미친다는 연구결과를 제시하였다[1]. Lemmon and Lims(2001)는 아시아 금융위기 기간 동안 지배주주의 소유-지배권 괴리도가 클수록 주가하락이 컸다는 사실을 보여줌으로써 기업지배구조와 기업가치의 관계에 관한 실증적 증거를 제공하였다[2]. Mitton(2002)의 경우, 아시아 금융위기 기간 동안 동아시아지역 국가의 기업들을 대상으로 기업지배구조와 주식수익률과의 관련성을 분석한 결과 기업지배구조와 기업성과 간에는 유의한 양의 관련성이 있다고 보고하였다[3].

국내기업을 대상으로 한 연구에서는 백재승・강준구・박경서(2004)가 외국인투자자의 소유지분이 많은 기업, 또는 ADR 발행 기업처럼 상대적으로 공시의 질이 높은 기업일수록 금융위기 기간 동안 가치손실이 작았다는 결과를 제시함으로써 국내에서도 기업지배구조가 기업가치에 영향을 미친다는 사실을 확인시켜 주었으며[4], 백재승(2006)은 국내시장에서 기업지배구조와 관련한 경제적인 사건에 대해 실제 주식시장의 반응을 관찰, 조사함으로써 기업지배구조를 연구하여 각 사건의 개요, 시장의 반응과 평가 및 주주의 부에 미친 영향을 분석하였다[5].

또한 한국기업지배구조개선지원센터(KCGS)에서 측정한 기업지배구조지수를 이용한 연구들을 살펴보면, 윤봉한・오재영(2005)의 경우, 부문별 지배구조로 주주 권리 보호와 이사회운영부문이 경영 성과와 높은 양의 관련성이 있음을 보여주었으며[6], 손평식(2008)은 기업지배구조지수를 이용하여 기업지배구조와 경영성과(ROA, ROE) 간의 관계를 실증적으로 분석한 결과 기업지배구조가 좋을수록 기업성과인 ROA는 증가하였으며, 부문별 기업지배구조지수의 독립변수와 ROA를 종속변수로 경영 성과와의 관계에서 주주권리 보호 및 경영과실배분 부문지수는 경영성과(ROA)와 유의한 양의 관계에 있고 나아가 미래 경영 성과와 기업 지배 구조지수 간에도 유의한 양의 관계가 있다고 주장하였다[7].

한편 소유구조에 관련된 연구에서는 Shleifer and Vishny(1986)는 외부 대주주의 존재가 기업 가치에 긍정적인 영향을 미친다는 연구결과를 제시하였다[8]. 반면 Grossman and Hart(1980)는 이론적 모델을 통하여 소액주주는 경영진을 감시하는 비용을 감당할 수 없기 때문에 기업 가치를 높이는 적극적 활동을 수행하기 어렵다고 하였다[9].

기관투자자와 지분율의 기업가치 사이의 관계를 분석한 McConnell and Servase(1990)는 기관투자자의 지분율과 Tobin′s Q 사이에는 통계적으로 유의한 양(+)의 관계가 있음을 보고하고 있다[10]. 반면 Brickley et al(1988)은 외부 대주주인 기관 투자자들이 경영진에 대해 효율적인 감시기능을 수행하기 보다는 경영자가 원하는 방향으로 의결권을 행사한다는 실증 연구결과를 제시하였다[11].

김주현(1992)[12] 및 박기성(2002)[13]은 기관투자자 지분율과 기업가치 사이에는 유의적인 관련성이 없다고 주장한 반면 김영숙・이재춘(2000)은 기관투자자 지분율과 Tobin′s Q 사이에 유의한 양(+)의 관계가 있다고 보고했다[14]. 그러나 Choi et al.(2004)[15], 신현한 외(2004)[16]는 기관투자자 지분율과 기업가치 사이에 유의한 양(+)의 관계가 있음을 보고하고 있는 등, 연구결과에 있어서 일관된 결과를 얻지 못하고 있다.

기존의 지배구조 연구에서는 주로 지배구조의 내부적 관점에서 지배구조를 개선이 기업가치나 기업성과를 증진시키는가에 관심을 가져왔다고 할 수 있는데 본 연구에서는 지배구조의 개선을 가져올 수 있는 여러 가지 경영활동 중 지주회사 체제로의 전환을 연구의 중심주제로 설정하였다.

2.3 지배구조의 효과성과 사업집중화에 관한 연구

본 연구의 주요 논점은 지주회사 전환과 관련된 기업의 효과성 차원에서 지배구조의 효과성과 사업집중화와의 관계를 살펴보는데 있다. 먼저 박종국 등(2011)은 지

주회사로의 전환이 회계투명성에 미치는 영향에 대해 분석하여 지주회사 전환이 회계투명성제고에 효과가 없는 것으로 나타났으며[17], 김성환 등(2009)은 지주회사로의 전환과정에서 이익조정이 발생하는 지에 대한 연구를 실시하여, 지배주주와 소액주주의 이해상충으로 인해 전환과정의 주식가치저평가가 발생하는 것을 밝히고 이에 대한 문제점을 제시하였다[18].

신호영・박화윤(2008)은 지주회사 전환이 이익조정에 미치는 영향을 조사하여 지주회사 전환과 재량적 발생액의 음(-)의 관련성을 밝혀냈다[19]. 정도진(2008)은 지주회사 전환기업 집단과 다른 기업 집단과의 비교를 통해 경영성과와 기업가치, 지배구조 투명성에 있어서 집단간 차이를 검증하여, 지주회사 전환기업 집단이 경영성과, 기업가치 제고에 있어 다른 집단에 비해 우수함을 밝혀냈다[20].

사업집중화에 관련된 연구에서는 Wemerfelt (1984)[21]와 Prahalad and Hamel(1990)이 각 기업이 새로운 기업분할을 통해 고유의 경영기법과 핵심 사업을 창출해 낼 수 있다고 주장하면서 급변하는 경영환경 속에서 핵심사업에 집중하고 비 핵심 사업은 분리하며 새로운 사업을 전략적으로 육성할 수 있음을 제시하였다[22]. 즉 경영기법이나 핵심 사업이 비슷한 동종 산업에서의 기업분할을 통한 지주회사전환의 효과가 작을 수 있으나 전혀 다른 이종 산업 간의 기업분할에서는 이러한 효과가 크다고 주장하였다.

John and Ofek(1995)은 자산의 매각을 통하여 기업에 남아있는 자산의 영업성과가 개선될 수 있음을 보여주었다. 연구결과 자산매각의 공시에 의하여 공시 전 -2일부터 공시일까지 평균 누적 초과 수익률이 1.5%로 나타났는데, 이는 자산이 적당하게 분리됨으로써 분리된 자산의 매수자를 쉽게 찾을 수 있고, 매각기업이 유리한 입장에서 거래를 함으로써 이에 따른 이익을 얻을 수 있다는 것이다[23].

한편 Desai and Jain(1999)은 분리설립의 단기 및 장기성과를 분석하였다[24]. 그들은 기업의 집중화 정도를 전체 매출액의 자승 대비 사업부별 매출액의 제곱 비율인 Herfindahl 지수 등으로 측정하였을 때, 분리설립의 공시 일을 중심으로 3일간 초과 수익률은 집중화가 증가하지 않는 분리설립보다는 집중화가 증가한 분리설립의 경우가 유의적으로 높다고 주장한다.

Chemmanur and Yan(2004)은 이론적인 모형을 통하여 현직 경영자가 각 사업부문의 운영에 각기 다른 능력을 가지고 있는 경우를 분석하였다[25]. 그들은 이러한 상황에서의 분리설립은 현직의 경영자로부터 보다 유능한 경쟁자에게로 기업 통제권이 이양될 수 있는 가능성을 높인다고 보았다.

국내에서는 김지수・조정일(2005)이 분리설립의 기업성과와 그 요인을 분석하였다[26]. 장, 단기 시장 성과와 영업성과를 측정하고, 이를 바탕으로 분리설립 시 발생하는 이득의 원천과 추진동기를 살펴본 결과 장, 단기 시장성과가 모두 양(+)으로 나타났으며, 영업현금흐름을 바탕으로 한 장기적인 영업성과도 분리설립 이후 개선되는 것으로 나타났다. 또 사업집중화의 척도와 비대칭의 척도를 분리설립 전, 후로 비교한 결과 분리설립 이후 사업집중화 척도가 증대하였고, 해당 기업이 장, 단기 시장성과와 영업성과가 비 사업집중화 기업보다 높았다.

마지막으로 박성규・전수영(2008)은 기업분할이 조직의 전문성 및 새로운 활력과 환경 적응력을 추구하는 새로운 전략이 될 수 있으며, 기업 가치와 주주가치의 극대화에 기여할 수 있음을 검증하였다[27]. 분석 결과 기업분할 공시 전 후의 누적평균초과수익률(CAAR)이 양(+)의 값을 보였다. 투자자들은 기업분할 이후 전문화 및 성장 시너지를 극대화하여 기업가치가 증대될 것으로 예상하며, 이에 대한 선 반응으로 공시 전 후 양(+)의 초과 수익률이 나타난다고 보고하였다.

이러한 논의에 따르면, 기업분할 또는 지주회사 체제로의 전환으로 인해 기업의 투명성 제고, 전략적 시너지 발생, 사업집중 등의 효과로 인해 기업성과의 개선이 이루어질 것으로 기대할 수 있을 것이다.

이에 본 연구에서는 지주회사체제의 전환효과를 살펴봄에 있어 기존연구에서 기업성과 개선에 주로 연구의 초점을 두어온 것에 비해 지주회사체제의 전환이 직접적으로 가져올 수 있는 지배구조의 개선효과에 연구의 초점을 두고 이를 검증하고자 하였다.

3. 연구모형 및 연구방법론

3.1 표본선정

본 논문에서는 지주회사체제의 전환효과와 그 효용성

을 검증하기 위해 유가증권시장 상장기업 중 지주회사로 전환한 기업을 대상으로 2000년부터 2008년까지 단기적 효과검증 목적으로 일별자료를, 그리고 장기적 효과검증 목적으로는 월별 및 연도별 자료를 이용하였다.

지주회사 관련 공시자료는 증권선물거래소, 공정거래위원회, 한국기업지배구조 개선지원센터의 자료를, 그리고 주가 및 재무데이터는 Fn-Guide 및 Kis-Value의 제공 자료를 이용하였다.

최종표본을 추출하기까지 비상장 기업이나 검증기간 동안 주가 및 재무데이터의 입수가 불가능한 기업은 표본대상에서 제외하였다. 이에 따라 최종 표본으로 56개 기업을 선정하였다. 다음의 <Table 1>은 표본기업의 선정과정을 보여주고 있다.

〈Table 1〉 Selection of Sample

Classification	# of Co.
Becoming Holding Companies after 2000	659
Unlisted	545
Sub-subsidiary	10
No F/S Data	48
Final Sample	56

3.2 연구방법 및 가설설정

본 연구에서는 먼저 지주회사전환의 단기적 시장성과를 실증분석 한다. 이를 위해 사건 연구 방법을 이용하여 전환일을 기준으로 -1일부터 +1일, -5일부터 +5일 그리고 -30일부터 +30일까지 일별 초과 수익률(Abnormal Return : AR)과 누적초과수익률(Cumulative Abnormal Return : CAR)을 측정하였다. 초과수익률(AR)과 누적초과수익률(CAR)은 시장조정모형을 이용하여 추정하였다. Brown and Warner(1985)는 복잡한 여러 모형보다도 시장모형이 여러 가지 상황 하에서 검정력이 더 좋은 것으로 보고하였고, 국내의 여러 사건 연구에서 시장조정모형(market adjusted model)이 이용되어 왔으므로 본 연구에서도 시장조정모형을 사용하기로 한다. 먼저 단기성과 검증을 위한 가설은 다음과 같다.

H1 : 지주회사 전환 후 주주 부의 가치는 전환 전보다 증가할 것이다.

다음으로 지주회사체제로의 전환 후 기업지배구조의 투명성이 개선되는지 알아보기 위해 기업지배구조개선지원센터의 지배구조점수를 이용하여 이를 검증하였다. 기업지배구조 점수는 주주 권리의 보호, 이사회, 공시, 감사기구 그리고 경영과실배분으로 이루어져 있다. 각각 구분해서 사건 전후의 평균차이를 알아본 후 전체적인 평균차이 검증을 통해서 지주체제의 투명성에 변화가 있는지를 알아본다. 이를 위해 다음과 같은 가설을 설정한다.

H2 : 지주체제로의 전환 후 기업지배구조의 투명성은 지주회사 전환 전보다 개선될 것이다.

또한 각 영역별 개선효과를 살펴보기 위해 다음과 같은 보조가설을 해 보기로 한다.

H2-1 : 지주체제로의 전환 후 주주 권리 보호 효과는 개선될 것이다.
H2-2 : 지주체제로의 전환 후 이사회 부문 효과는 개선될 것이다.
H2-3 : 지주체제로의 전환 후 공시 부문 효과는 개선될 것이다.
H2-4 : 지주체제로의 전환 후 감사기구 부문 효과는 개선될 것이다.
H2-5 : 지주체제로의 전환 후 경영과실배분 부문 효과는 개선될 것이다.

또한 지주회사로의 전환 후 사업집중화 정도를 알아보기 위해 표본의 Herfindahl 지수가 전환 전과 전환 후에 어떻게 변화하는지를 관찰해본다. 전환 전보다 전환 후에 Herfindahl 지수가 높아진다면 지주회사의 전환 이후 사업의 집중 성과가 발생한 것으로 판단할 수 있을 것이다.

H3 : 지주체제로의 전환 후 지주체제의 사업 집중도는 지주회사 전환 전보다 높아질 것이다.

마지막으로 지주회사 전환이 기업 가치에 어떤 영향을 미치는지 알아보기 위해서 기업 가치와 변수들의 관계를 검증해본다.

H4 : 지주체제로의 전환 후 장기적 주주 부의 가치는 전환 전 보다 증가할 것이다.
H5 : 지주체제로의 전환 후 기업 투명성과 사업 집중도는 주주 부의 가치와 양(+)의 관계를 가질 것이다.

3.3 변수설정 및 측정

지주체제 전환의 효과성을 알아보기 위해 CAR을 30일 이하의 단기변수와 6개월 이상의 장기 변수로 구분하여, 지주체제 전환 전과 후의 주주가치와 지배구조 변수, 사업집중도를 비교하였다.

<Table 2>는 본연구에서 설정한 변수, 그리고 측정방법과 변수명이다.

〈Table 2〉 Research Variables

Variables		Measures	Var. Names
Stockholders' Wealth	CAR(-30~-1)day -CAR(+1~+30)day	Change in daily cumulative abnormal return	CAR
	CAR(-6~-1)mon. -CAR(+1~+6)mon	Change in monthly cumulative abnormal return	
	CAR(-1~0)year -CAR(0~+1)year		
Governance Structure	Shareholder right	Change in Shareholder rights protection	SHPR
	Board of Directors	Change in BODs	BOD
	Disclosure	Change in Disclosure	DISCL
	Audit systems	Change in auditors	AUDIT
	Profit sharing	Change in profit sharing	DISTR
	Governance	Change in governance score	CGS
Concentration	Business Concentration	Change Rate of Herfindahl Index	FOCUSING

그리고 본 연구에서 지주체제 전환이후 지배구조의 변화가 CAR에 미치는 영향을 검증하기 위해 <Table 3>에서와 같이 변수를 설정하였다.

본 연구에서는 공시효과를 알아보기 위해 특정 사건의 공시시점을 중심으로 그 전, 후의 비정상수익률을 측정하는 사건연구 방법을 이용하였다. 사건연구에서 정상적인 수익률을 본 연구에 적용한 일별시장조정누적초과수익률(CAR)은 식(1)과 같이 기업의 수익률에서 시장수익률을 차감한 일별시장조정초과수익률(AR)을 계산하였다.

$AR_{it} = R_{it} - R_{mt}$ 식(1)

R_{it} : t시점에서 i주식의 일별수익률

R_{mt} : t시점에서의 시장수익률

〈Table 3〉 Variables for Regression Analysis

Dependent Variables	CAR(-6~+6)mo CAR(-1~+1)yr	Monthly cumulative abnormal return	CAR
Independent Variables	Shareholder right	Scores of Shareholder right	SHPR
	Board of Director	Scores of BODs	BOD
	Disclosure	Disclosure scores	DISCL
	Audit system	Audit system scores	AUDIT
	Profit sharing	Profit sharing scores	DISTR
	Governance	Governance scores	CGS
	Business Concentration	Herfindahl Index	FOCUSING
Control Variables	Size	Log(Total asset)	SIZE
	Debt ratio	Debt/Total asset	DEBT
	Cash flow	Total cash flow/Total asset	CASH
	Operating Profit	Operating profit/Total asset	EARNING

즉, 공시일 t일후 해당기업 i의 일별시장수익률(R_{it})에서 해당일자의 일별시장수익률(R_{mt})을 차감한 값을 공시기업의 일별시장조정초과수익률(AR)로 계산하였다. 기업의 공시일 전후 j일 동안의 시장조정 누적 초과 수익률(CAR)은 식(2)과 같이 계산하였다.

$$CAR_{AB} = \sum_{t=A}^{B} AR \qquad \text{식(2)}$$

한편, 기업 i의 t시점에서의 초과 수익률(비정상수익률: AR)이 0과 다른지를 검증하기 위한 t-값은 식(3)과 같다.

$$t_{it} = \frac{AR_{it}}{S_i \sqrt{C_{it}}} \qquad \text{식(3)}$$

또 기업 i의 t시점에서의 누적 초과 수익률(CAR)이 0과 다른지를 검증하기 위한 t-값은 식(4)과 같다.

$$t_{it} = \frac{CAR_{it}}{S_i \sqrt{L \cdot C_{it}}} \qquad \text{식(4)}$$

지배구조의 투명성 평가는 한국기업지배구조개선지원센터(KCGS)가 기업지배구조 모범규준에 기초하여 공개기업을 대상으로 작성한 데이터를 이용한다. KCGS의

전체기업지배구조를 구성하는 부문별 기업지배구조는 OECD의 기업지배구조 모범규준에 기초하여 주주 권리 보호, 이사회 구성 및 운영, 공시, 감사기구 그리고 경영의 과실배분으로 나누어져 있고 이들 부문별 지배구조지수가 전체 기업지배구조지수를 이루고 있다.

사업의 집중 변화의 정도에 따라 지주회사의 효용성을 검증하는데 있어 사업집중화 정도를 측정하는 대용변수로는 Herfindahl지수를 이용한다. John and Ofek(1995)[23]과 Desai and Jain (1999)[24]은 사업집중화를 측정하는 대용변수로 Herfindahl지수와 사업부의 수, 그리고 표준산업분류코드에 의한 동업종 내지는 이업종 분리의 여부를 이용하였으나 변수들 간에 분석결과가 큰 차이가 없었다. 따라서 본 연구에서는 Herfindahl 지수를 사업집중화를 측정하는 변수로 활용하기로 한다. Herfindahl 지수를 구하는 방법은 김지수・조정일(2005)의 연구 방법을 이용한다[26]. 이 지수를 산출하기 위해서 금융감독위원회의 전자공시시스템인 DART의 사업보고서에 나타나 있는 사업부별 매출액을 이용한다. Herfindahl 지수는 식(5)에 의해 전체 매출액의 제곱 대비 각 사업부별의 매출액의 제곱 비율의 합으로 계산하였다. 여기서 Si는 부문별 매출액을 의미한다.

$$H=\sum_{i=1}^{n}[\frac{S_i^2}{(\sum_{i=1}^{n}S_i)^2}] \qquad \text{식(5)}$$

Herfindahl 지수는 특정 부문의 매출의 비중이 다른 부문에 비해 상대적으로 높을수록 크게 나타난다. 따라서 지주회사 전환 이후 Herfindahl지수가 증가하였다면 집중화 지주체제로 정의할 수 있다. 본 연구에서는 Herfindahl 지수는 -1년도와 +1년도의 평균 차와 비교하여 증감을 파악한다.

4. 실증분석 결과

4.1 표본기업 특성

<Table 4>에서는 지주회사로 전환되기 전과 전환된 후 각 변수의 기술통계량을 제시하였다. 30일 CAR의 경우 지주회사 전환 후의 CAR이 전환전보다 하락하였지만, 6개월 CAR과 1년 CAR의 경우 전환후의 CAR이 더 높아졌음을 알 수 있다.

〈Table 4〉 Descriptive Statistics for Before and After Becoming Holding Company

Variables	N	Average		Std. dev.		Min.		Max.	
		Bef.	Aft.	Bef.	Aft.	Bef.	Aft.	Bef.	Aft.
30day CAR	64	-1.39	-6.82	9.81	19.89	-22.2	35.94	35.94	47.15
6mo.CAR	54	0.97	2.52	7.87	8.62	-17.4	-19.2	18.49	30.19
1yearCAR	37	2.06	2.34	11.07	11.06	-17.1	-18.9	33.82	35.49
SHPR	21	0.51	0.55	0.76	0.93	0.40	0.37	0.64	0.71
BOD	21	0.61	0.61	0.23	0.19	0.40	0.37	1.24	1.09
DISCL	21	0.80	0.85	0.16	0.16	0.60	0.55	1.31	1.16
AUDIT	21	1.16	1.11	0.50	0.36	0.72	0.66	2.24	2.10
DISTR	21	4.07	4.69	1.22	1.06	1.00	2.54	5.70	6,40
CGS	21	0.16	0.17	0.03	1.22	0.20	0.11	0.25	0.22
FOCUSING	29	0.752	0.751	0.07	0.06	0.17	0.17	1	1

<Table 5>에서 model1은 지주전환 기업의 지배구조 변수(SHPR, BOD, DISCL, AUDIT, DISTR, CGS)를 독립변수로 하고 6개월의 CAR을 종속변수로 하는 모델의 기술통계량이며, model12는 지주전환 기업의 지배구조 변수(SHPR, BOD, DISCL, AUDIT, DISTR, CGS)를 독립변수로 하고 1년의 CAR을 종속변수로 하는 모델의 기술통계량이다.

〈Table 5〉 Descriptive Statistics I

Variables		Average	Std. dev.	Min.	Max.
Model 1	6mo. CAR	0.64	23.52	-57.76	35.71
	SHPR	0.51	0.08	0.40	0.64
	BOD	0.62	0.24	0.40	1.24
	DISCL	0.80	0.16	0.60	1.31
	AUDIT	1.18	0.50	0.72	2.24
	DISTR	4.08	1.25	1.00	5.70
	CGS	0.16	0.04	0.12	0.25
	SIZE	20.76	1.70	18.25	23.70
	DEBT	0.43	0.22	0.06	0.78
	CASH	0.08	0.05	0.02	0.23
	EARNING	0.06	0.07	-0.12	0.18
	N	20			
Model 2	1년CAR	-1.11	28.66	-66.25	65.78
	SHPR	0.51	0.08	0.40	0.64
	BOD	0.63	0.25	0.40	1.24
	DISCL	0.79	0.17	0.6	1.31
	AUDIT	1.20	0.53	0.72	2.24
	DISTR	3.96	1.25	1.00	5.70
	CGS	0.16	0.04	0.12	0.25
	SIZE	20.74	1.80	18.25	23.70
	DEBT	0.43	0.22	0.06	0.78
	CASH	0.08	0.05	0.02	0.23
	EARNING	0.06	0.07	-0.12	0.18
	N	18			

<Table 6>에서 model3은 지주전환 기업의 사업집중도를 독립변수로 하고 6개월의 CAR을 종속변수로 하는 모델의 기술통계량이며, model14는 지주전환 기업의 사업집중도를 독립변수로 하고 1년의 CAR을 종속변수로 하는 모델의 기술통계량이다.

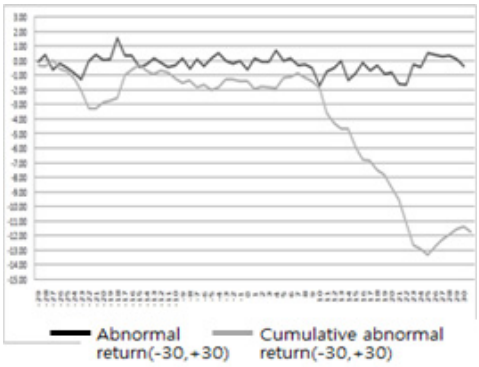
〈Table 6〉 Descriptive Statistics 2

Variables		Average	Std. dev.	Min.	Max.
Model 3	6mo. CAR	1.80	16.82	-55.22	35.71
	FOCUSING	0.72	0.26	0.17	1.00
	SIZE	20.36	1.29	18.25	22.59
	DEBT	0.47	0.22	0.06	0.91
	CASH	0.10	0.03	0.02	0.15
	EARNING	0.07	0.06	-0.12	0.18
	N	26			
Model 4	12mo. CAR	0.99	18.99	-46.71	31.19
	FOCUSING	0.72	0.27	0.17	1.00
	SIZE	20.26	1.34	18.25	22.59
	DEBT	0.45	0.20	0.06	0.78
	CASH	0.10	0.03	0.02	0.15
	EARNING	0.08	0.05	-0.01	0.18
	N	23			

4.2 지주회사체제 전환 효과

-30일에서 +30일 기간의 초과 수익률(AR)과 누적 초과 수익률(CAR)을 계산해 보면, 이 기간의 누적초과수익률(CAR)은 -11.72% 로 나타났다. 사건일 -1일과 +1일에 양의 수익률 효과는 없는 것으로 보인다. 이는 지주회사 전환일 오래 전에 지주회사 전환 효과가 주가에 충분히 반영된 결과로 지주회사 전환 시 더 이상 발견되지 않고 약간의 긍정적인 조정이 있는 것으로 추정할 수 있다. [Fig. 1]은 지주회사 전환일을 중심으로 한 초과수익률(AR)과 누적초과수익률(CAR)의 추이를 나타내고 있다.

우리나라에서는 지주회사 전환 사건을 주식시장에서 긍정적인 신호로 받아들이므로 약간의 양(+)의 효과가 있는 것으로 생각할 수 있지만 지주회사 전환일 이전과 이후에 누적된 비정상수익률은 계속 감소하는 것으로 보아 관련 정보가 전환공시 이전에 노출되어 전환 이후에 시장성과가 더 이상 발견되지 않은 것으로 판단된다.



(Horizontal : Date, Vertical : AR and CAR)

[Fig. 1] Trends of AR and CAR for Holding Company (-30~+30) day

지금까지는 시장 조정 수익률 모형을 이용해서 지주회사 전환의 누적 초과 수익률을 구하고 이를 통해 지주회사 체제의 전환 효과를 알아보았다. 다음으로는 CAPM 모형을 이용한 지주회사 체제의 전환 효과를 알아본다.

Sharp-Lintner의 CAPM 모형에 의하면 초과 수익률 추정 값은 아래와 같이 무위험자산수익률과 시장프리미엄과 개별기업의 베타의 곱의 합으로 계산된다.

$$E(R_i) = R_f + [E(R_m) - R_f]^* \beta_i \qquad \text{식(6)}$$

$$E(R_i) - R_f = [E(R_m) - R_f]^* \beta_i \qquad \text{식(7)}$$

단, $E(R_i)$= 개별 기업의 일별 수익률
R_f = 무위험자산의 일별수익률
$[E(R_m) - R_f]$ = 시장위험프리미엄
β_i = 개별기업의 베타
$E(R_i) - R_f$ = 개별기업 초과수익률

* 무위험자산의 일별수익률로는 일별 CD금리 수익률을 적용한다(김갑종 · 나희중(1999))[28].

위의 식을 이용하여 CAPM을 이용한 개별 기업의 초과 수익률과 누적 초과 수익률을 측정한다. CAPM 모형에서 표본전체를 대상으로 지주회사 전환 일을 기준으로 하여 측정일 전 후 (-30~+30) 일간의 초과수익률(AR)을

조사해보았다.

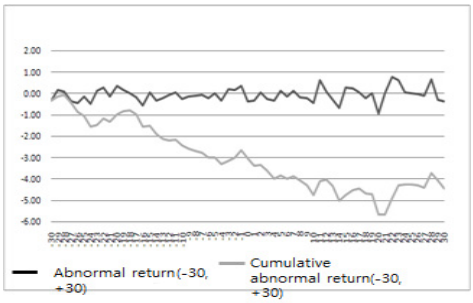
<Table 7>을 보면 사건일 1일 이전에 초과수익률이 0.36%, 사건 일에는 -0.39%, 사건일 1일 이후에는 -0.35%임을 알 수 있다. 이는 지주회사 전환 효과가 지주회사 전환일 전에 나타남으로써 지주회사 체제 전환 이전에 전환 효과가 나타난다는 사실을 보여준다. 이는 선행연구와 일치된 결과를 보여주지는 않는다(John and Ofek(1995)[23]; 김지수・조정일(2005)[26], 박성규・전수영(2008)[27]). [Fig. 2]의 (-30~+30)일 초과 수익률과 누적 초과 수익률은 시장 조정 모형의 [Fig. 1]의 (-30~+30)일 결과와 유사한 추이를 보이고 있다. 또 <Table 8>에 있는 CAPM의 지주회사체제의 전환 사건의 초과수익률과 누적 초과 수익률의 값은 통계적으로 더 유의한 결과를 보여준다.

〈Table 7〉 Daily AR and CAR (-30~+30)

N=64

Day	AR	t-value	Sig.	CAR	t-value	Sig.
Event-30	-0.33	-2.15	**	-0.33	-2.15	**
Event-29	0.16	1.08		-0.17	-0.88	
Event-28	0.10	0.58		-0.07	-0.26	
Event-27	-0.37	-2.35	**	-0.44	-1.24	
Event-26	-0.45	-2.38	**	-0.89	-1.88	*
Event-25	-0.17	-1.02		-1.06	-2.21	**
Event-24	-0.51	-2.25	**	-1.57	-2.76	***
Event-23	0.11	0.41		-1.46	-2.92	***
Event-22	0.28	1.28		-1.18	-2.24	**
Event-21	-0.13	-0.67		-1.32	-2.12	**
Event-20	0.34	2.49	**	-0.98	-1.57	
Event-19	0.15	0.87		-0.83	-1.24	
Event-18	0.02	0.13		-0.81	-1.24	
Event-17	-0.17	-0.79		-0.98	-1.61	
Event-16	-0.59	-3.39	***	-1.57	-2.41	**
Event-15	0.04	0.26		-1.53	-2.10	**
Event-14	-0.36	-2.14	**	-1.88	-2.46	**
Event-13	-0.23	-0.74		-2.12	-2.41	**
Event-12	-0.09	-0.58		-2.20	-2.37	**
Event-11	0.04	0.13		-2.17	-2.34	**
Event-10	-0.27	-1.27		-2.44	-2.41	**
Event-9	-0.14	-0.83		-2.58	-2.65	***
Event-8	-0.11	-0.52		-2.69	-2.65	***
Event-7	-0.10	-0.57		-2.78	-2.95	***
Event-6	-0.21	-1.17		-2.99	-3.10	***
Event-5	0.00	-0.03		-3.00	-3.00	***
Event-4	-0.33	-1.82	*	-3.33	-3.14	***
Event-3	0.17	1.08		-3.15	-2.98	***
Event-2	0.13	0.84		-3.02	-2.84	***
Event-1	0.36	1.98	**	-2.66	-2.48	**
Event	-0.39	-2.17	**	-3.05	-2.56	**
Event+1	-0.35	-1.94	*	-3.40	-2.67	***
Event+2	0.05	0.30		-3.34	-2.60	***
Event+3	-0.29	-1.44		-3.63	-2.69	***
Event+4	-0.35	-1.50		-3.98	-2.86	***
Event+5	0.13	0.93		-3.85	-2.77	***
Event+6	-0.16	-1.16		-4.00	-2.86	***
Event+7	0.13	0.46		-3.88	-2.82	***
Event+8	-0.19	-0.77		-4.06	-2.65	***
Event+9	-0.23	-1.18		-4.29	-2.71	***
Event+10	-0.45	-1.72	*	-4.74	-3.04	***
Event+11	0.63	2.90	***	-4.11	-2.78	***
Event+12	0.06	0.37		-4.05	-2.75	***
Event+13	-0.30	-1.27		-4.35	-2.89	***
Event+14	-0.68	-1.89	*	-5.02	-3.02	***
Event+15	0.27	0.93		-4.76	-2.83	***
Event+16	0.23	0.85		-4.53	-2.93	***
Event+17	0.06	0.26		-4.47	-3.08	***
Event+18	-0.21	-0.87		-4.68	-2.99	***
Event+19	-0.02	-0.08		-4.70	-2.85	***
Event+20	-0.96	-2.59	***	-5.66	-3.10	***
Event+21	-0.01	-0.05		-5.67	-3.13	***
Event+22	0.77	2.95	***	-4.90	-2.82	***
Event+23	0.61	2.27	**	-4.29	-2.57	**
Event+24	0.03	0.15		-4.26	-2.60	***
Event+25	0.01	0.04		-4.25	-2.52	**
Event+26	-0.03	-0.18		-4.29	-2.51	**
Event+27	-0.10	-0.57		-4.40	-2.68	***
Even+28	0.67	3.46	***	-3.73	-2.40	**
Event+29	-0.32	-1.44		-4.05	-2.63	***
Event+30	-0.40	-1.33		-4.45	-2.91	***

*** : Sig. 1% or below / ** : Sig. 5% or below / * : Sig. 10% or below



(Horizontal : Date, Vertical : AR and CAR)

[Fig. 2] Trends of AR and CAR (-30~+30)day

<Table 8>는 Fama-French의 3요인 모델로 지주회사 전환 기업들의 지주회사 전환 (-6~+6)개월 동안의 초과 수익률과 누적 초과 수익률을 측정한 결과이다.

Fama & French(1992)는 개별주식의 기대수익률은 시장포트폴리오와 다른 2가지 포트폴리오수익률에 의해 결정됨을 보이고 있다. 2가지 포트폴리오의 기대수익률 중 첫째는 시장가치의 중앙값(median)을 기준으로 중앙값보다 작은 시장가치를 지닌 기업군(SMALL)의 포트폴리오수익률과 중앙값보다 큰 시장가치를 지닌 기업군(BIG)의 포트폴리오수익률 차이(SMB)의 기대수익률이다. 둘째는 장부가치 대 시장가치비율(BV/MV : book to market equity value ratio)이 상위 30%에 속하는 그룹(HIGH)의 기대수익률과 하위 30%에 속하는 그룹(LOW)의 기대수익률 차이(HML)의 기대수익률이다. 따라서 개별기업의 기대수익률에 영향을 주는 요소는 초과 시장포트폴리오 수익률(또는 시장위험에 대한 프리미엄), SMB의 기대수익률 그리고 HML의 기대수익률이라는 것이다. 식은 다음과 같다.

$$E(R_i) - R_i = b_i * [E(R_m) - R_f] + s_i * (SMB) + h_i * E(HML)$$

식(8)

단, b_i, s_i, h_i는 회귀계수이다.

$E(R_i) - R_f$ = 개별기업 초과 수익률

R_f는 CD금리 월별 수익률

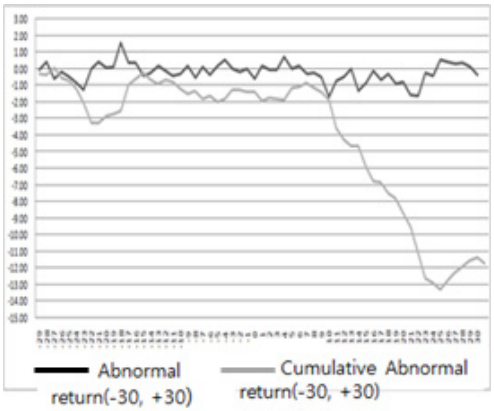
식(8)의 Fama-French 3요인 모델을 이용하여 6개월 동안 지주회사 체제로 전환한 기업들의 초과 수익률을 측정하기 위해 54개 표본의 월별 자료를 이용하여 시장위험 프리미엄, 규모위험프리미엄(SMB), 시장가치위험프리미엄(HML), b_i, s_i 그리고 h_i의 추정치를 구했다.

누적 초과 수익률은 <표 8>와 같이 지주회사 체제의 전환일 6개월 전 0.10%에서 지주회사로의 전환일 6개월 후 5.05%로 나타났다. 지주회사체제 전환 전부터 꾸준히 표본 기업들의 월별 누적 초과 수익률이 양의 값으로 증가함과 동시에 지주회사로 전환한 기업들의 주주 가치가 장기적으로 증가한 것이다.

〈Table 8〉 Monthly AR and CAR (-6~+6)months

DAY	AR	t-값	Sig.	CAR	t-값	Sig.
Event-6m	0.17	0.70		0.10	0.38	
Event-5m	-0.07	-0.26		0.00	0.01	
Event-4m	0.29	1.34		0.38	0.63	
Event-3m	0.23	1.23		0.74	1.04	
Event-2m	0.19	0.96		1.13	1.23	
Event-1m	-0.39	-1.82	*	1.10	0.98	
Event m	0.38	1.29		1.98	1.35	
Event+1m	-0.21	-0.87		2.34	1.35	
Event+2m	0.19	1.02		3.08	1.50	
Event+3m	0.30	1.68	*	3.89	1.69	*
Event+4m	-0.14	-0.53		4.18	1.67	*
Event+5m	-0.12	-0.63		4.48	1.65	*
Event+6m	0.21	0.93		5.05	1.73	*

*** : Sig. 1% or below / ** : Sig. 5% or below /
* : Sig. 10% or below



(Horizontal : Date, Vertical : AR and CAR)

[Fig. 3] Trends of AR and CAR (-6~+6)month

4.3 지주회사체제로의 전환 전 후의 변화

먼저 주주의 부는 다음의 <Table 9>와 같이 전환 전과 전환 이후의 CAR의 평균 차이가 -5.43%로 통계적으로도 유의하게 나타났다.

〈Table 9〉 Paired t-Test for Shareholders' Wealth

	Paired differences					t	Sig. (two-sided)
	Average	Std. dev.	Standard error of the mean	95% confidence interval			
				Min.	Max.		
ΔCAR (-30~+30)day	-5.43	15.24	1.91	-9.24	-1.62	-2.85	0.006
ΔCAR (-6~+6)day	1.54	12.22	1.66	-1.79	4.88	-0.93	0.36
ΔCAR (-12~+12)day	0.27	14.21	2.34	-4.46	5.01	-0.12	0.91

경영투명성의 변화는 <Table 10>에 나타나 있다. 주주 권리 보호 부문과 경영과실 부문 점수의 대응 차이 값은 유의하게 나타났다. 주주 권리 보호 부문은 대응차가 0.04의 양(+)의 값을 보여 전환 후에 증가하였다. 경영과실부문 점수 또한 0.61만큼 증가하여 가설대로 지배구조가 개선되었다. 그러나 이사회, 감사기구, 공시 부문은 전환 후에 점수는 증가했지만 통계적으로 유의하지 않았고, 경영과실배분은 전환 후 점수가 내렸지만 통계적으로 유의하지는 않았다.

〈Table 10〉 Paired t-Test for Transparency

	Paired differences					t	Sig. (two-sided)
	Average	Std. dev.	Standard error of the mean	95% confidence interval			
				Min.	Max.		
ΔSHPR	0.04	0.07	0.02	0.00	0.07	2.30	0.03
ΔBOD	0.00	0.16	0.03	-0.07	0.07	0.06	0.96
ΔDISCL	0.06	0.33	0.34	-0.01	0.13	1.66	0.11
ΔAUDIT	-0.05	0.75	0.07	-0.20	0.10	-0.66	0.52
ΔDISTR	0.61	0.03	0.16	0.27	0.95	3.74	0.001
ΔCGS	0.01	0.03	0.01	0.00	0.02	1.52	0.14

<Table 11>는 지주회사 전환에 따른 사업집중화의 변화를 보여주고 있다. 여기서 알 수 있듯이 -1년도와 +1년도에 표본기업의 평균 지수에 유의한 변화가 없어 지주체제 전환에 따른 분리·설립으로 사업 집중화가 도모되었다고 보기는 힘들 것이다.

〈Table 11〉 Paired t-Test for Business Concentration

	Paired differences					t	Sig. (two-sided)
	Average	Std. dev.	Standard error of the mean	95% confidence interval			
				Min.	Max.		
ΔFOCUSING	-0.00	0.14	0.03	-0.06	0.05	-0.03	0.98

4.4 지배구조 투명성, 사업집중도, 시장가치

<Table 12>에서는 지주체제 전환일 기준 -12~+12개월 동안의 지배구조지수와 시장가치에 대한 회귀분석 결과이다. 마찬가지로 <Table 13>은 지주체제 전환일 기준 -12~+12개월 동안 사업집중도와 시장가치에 대한 회귀분석 결과이다.

〈Table 12〉 Regression Analysis for Governance

Variables	Coefficient	T-Value	R^2	Adj R^2	N
Y-intercept	82.22	0.41	0.37	-0.54	18
SHPR	-0.52	-0.08			
BOD	1.16	0.05			
DISCL	1.28	0.15			
AUDIT	2.59	0.17			
DISTR	1.89	0.10			
CGS	-3.96	-0.50			
SIZE	-0.22	-0.37			
DEBT	-0.16	-0.22			
CASH	0.24	-0.38			
EARNING	-0.26	0.41			

〈Table 13〉 Regression Analysis for Business Concentration

Var.	Reg. Coefficient	T-Value	R^2	Adj R^2	N
Y-intercept	184.27	2.49**	0.39	0.21	23
FOCUSING	-0.04	-0.17			
SIZE	-0.71	-2.86***			
DEBT	0.50	2.00*			

CASH	0.06	0.20			
EARNING	-0.08	-0.27			

*** : Sig. 1% or below / ** : Sig. 5% or below / * : Sig. 10% or below

결과를 보면 주주 권리 보호와 기업지배구조지수 총점은 6개월과 1년간의 CAR에 음의 방향의 영향을 미치는 것으로 나타났지만 통계적으로 유의하지 않았고, 공시 부분, 감사기구와 경영과실배분 점수는 CAR와 양(+)의 관계에 있지만 이 결과들도 통계적으로 유의하지 않았다.

사업집중도 변수도 기존의 선행 연구들과는 달리 6개월과 1년간의 CAR와 일관성이 없는 관계를 보이고 있고, 회귀식의 설명력도 매우 낮다. 통제변수인 기업규모는 1년 동안의 사업집중도와 CAR의 회귀분석에서 볼 수 있듯이 통계적으로 유의한 음(-)의 관계를 나타냈으며 부채비율은 통계적으로 유의한 양(+)의 결과를 보이는 것으로 나타났다.

5. 결 론

우리나라에서 지주회사를 허용하여야 한다는 논의는 1995년부터 제기되기 시작하였다. IMF 경제위기를 맞아 기업 구조조정수단의 일환으로 지주회사를 활용할 필요가 있다는 주장이 높아졌는데, 이는 1999년 2월의 공정거래법 개정을 통한 지주회사의 부분적 허용으로 이어진다. 그러나 최근 정부가 지주회사 요건을 완화하면서 대기업들이 속속 지주회사로 전환했으며 또 전환을 준비 중이다.

본 논문에서는 이러한 지주회사체제로의 전환을 알리는 공시가 어느 정도 효과가 있는지, 그리고 지주회사체제와 시장가치와의 관계를 실증적으로 살펴봄으로써 그 효용성을 알아보고자 하였다.

지주체제로의 전환 효과를 알아보기 위해 2000년부터 2008년 검증기간 동안 공정거래법상 지주회사로 전환하여 상장된 지주회사와 자회사들 64개 표본의 누적 초과수익률을 조사해 본 결과, -1~+1일에서 +1일에 비정상수익률이 양(+)으로 나타나면서 전환효과가 단기적으로 나타났다. 즉, 지주회사체제로의 전환은 전환의 공시효과로 주주의 부에 긍정적으로 영향을 미치는 사건으로 나타났다. 그러나 장기적으로는 시장 반응에 커다란 변화가 없이 누적 초과 수익률이 음(-)의 값으로 나타나 지주회사전환에 따른 주주 부의 가치가 사건 후에 반영되지는 않는 것으로 나타났다. 이러한 이유에는 지주회사전환에 대한 정보가 시장에 즉시 반영되어 단기적인 초과이익에 반영되어 나타나지만 장기적인 측면에서 주식의 초과수익률에는 지주회사전환에 대한 효과가 기업의 실질적인 운영과 경영성과에 희석되어 나타나기 때문에 혼재된 결과를 보이는 것으로 짐작할 수 있다. 따라서 장기적인 기업의 성과와의 관계를 밝히기 위해서는 기업의 성과지표를 토빈Q나 장부가치 대비 시장가치비율 등의 장기적인 성과가 반영될 수 있는 지표를 사용하여 연구할 필요가 있을 것이다.

또한 지주회사체제 이후 경영투명성의 변화는 주주권리 보호 부문과 경영과실 부문이 좋아지는 것으로 타났으나 이사회, 감사기구, 공시, 경영과실 배분에 있어서는 통계적으로 유의한 결과가 도출되지 않았다. 이는 지주회사체제로 전환되면서 주주권리 보호와 경영과실 배분에 있어 법적 규제가 강화되고 규제기관의 감시역할이 작동되면서 높아진 것으로 추측할 수 있다.

마지막으로 지주회사 체제 전환에 따른 분리·설립으로 사업 집중화가 도모되지는 않은 것으로 나타났다. 이는 국내기업의 지주회사 전환이 전략적 집중화를 위해서라기보다는 레버리지 효과를 통해 자회사의 통제권을 확보하기 위한 측면이 크기 때문으로 짐작할 수 있다.

한편 본 연구에서는 지주회사체제와 집중화, 지배구조의 투명성에 관련된 기존 연구가 많지 않아 기업분할에 관한 선행연구들을 포함하여 연구에 참조하였다. 그리고 가설검정에 적합한 지주회사들 중 상당수가 상장되어 있지 않거나 상장되었더라도 다수 기업의 재무자료가 존재하지 않아 충분한 표본을 수집할 수 없었다. 따라서 실증분석 결과를 일반화시키기에는 무리가 있지만 자주회사체제와 지배구조, 그 효과성에 대한 우리나라에서의 연구는 많이 부족하기 때문에 본 연구는 나름대로의 의미가 있다고 판단된다.

또한 지주회사 전환에 따른 지배구조의 조직효율성에 관한 연구가 아직 미흡하고 그 효과에 대해 단언하기 힘든 상황임을 고려할 때 관련된 후속연구의 필요성도 커질 것이다. 따라서 지주회사의 수가 증가하고 경영을 영위하는 기간이 길어져 충분한 표본을 확보할 수 있게 되면, 지주회사 관련 연구의 횡적연구나 종적연구가 보다

풍성하게 이루어질 수 있을 것이라 생각한다. 이를 통해 실증연구결과의 일반화도 가능해질 것이다.

ACKNOWLEDGMENTS

This work was supported by the National Research Foundation of Korea Grant funded by the Korean Government (NRF-2008-327-B00276).

REFERENCES

[1] S. Johnson, P. Bone, A. Breach, and E. Friedman, Corporate governance in the Asian financial crisis. Journal of Financial Economics, Vol. 58, No. 1, pp. 141-186, 2000.

[2] M. Lemmon, , and K. Lims, Ownership structure corporate governance and firm value: Evidence from the East Asian financial crisis. Unpublished working paper, University of Utah, 2001.

[3] T. Mitton, A cross-firm analysis of the impact of corporate governance on the East Asian financial crisis. Journal of Financial Economics, Vol. 64, No. 2, pp. 215-241, 2002.

[4] J. S. Baek, J. K. Kang, and K. S. Park, Coporate governance and firm value: Evidence from Korean financial crisis. Journal of Financial Economics, Vol. 71, No. 2, pp. 265-313, 2004.

[5] J. S. Baek, Corporate governance and firm value: Evidence from Korean stock market. Korea Business Review, Vol. 10, No. 1, pp. 121-144, 2006.

[6] Bong-Han Yoon and Jae-Young Oh, Korean case studies on corporate governance & firm's performance, value and market returns. Korean Journal of Financial Studies. Vol. 34, No. 1, pp. 227-263, 2005.

[7] Pyung-Sik Sohn, The empirical study on the relation between corporate governance and firm performance. Korea Industrial Economics Association, Vol. 21, No. 3, pp. 1061-1084, 2008.

[8] A. Shleifer and R. Vishny, Large shareholders and corporate control. Journal of Political Economy, Vol. 94, No. 3, pp. 461-488, 1986.

[9] S. J. Grossman and O. D. Hart, Takeover bids. the free-rider problem, and the theory of the corporation. The Bell Journal of Economics, Vol. 11, No. 1, pp. 42-64, 1980.

[10] J. McConnell and H. Servaes, Additional evidence on equity ownership and corporate value. Journal of Financial Economics, Vol. 27, No. 2, pp. 595-612, 1990.

[11] J. A. Brickley, R. C. Lease, and C. W. Smith Jr., Ownership structure and voting on antitakeover amendments. Journal of Financial Economics, Vol. 20, No. 1, pp. 267-291, 1988.

[12] J. H. Kim, Ownership structure and firm value. The Korean Journal of Financial Association, Vol. 5, pp. 129-154., 1992.

[13] Ki-Sung Park, Ownership structure and firm value. Korean Journal of Financial Studies. Vol. 30, pp. 297-325, 2002.

[14] Y. S. Kim, and J. C. Lee, The relationship between corporate value and ownership structure. Korean Journal of Financial Studies. Vol. 26, pp. 173-197, 2000.

[15] J. J. Choi, S. W. Park., and S. Yoo, Do Outside Directors Enhance Firm Performance Evidence from an Emerging Market. Unpublished Paper, Temple University, 2004.

[16] Hyun-Han Shin, S. C. Lee, and J. J. Chang, Outside monitors and firm value. The Korean Journal of Finance, Vol. 17, No. 1, pp. 41-72, 2004.

[17] Jong-Kook Park, Eun-Ho Kim, and Young-Eun Hong, Transformation into holding company and accounting transparency. Korean Journal of Business Administration, Vol. 24, No. 4, pp. 2141-2162, 2011.

[18] Sung-Hwan Kim, Tae-Dong Kim, and Sang-Ki Kim, Conflicts of interest between controlling shareholder and minority shareholder during transforming to the holding company. Korean

Journal of Accounting Research, Vol. 14, No. 1, pp. 299-323, 2009.

[19] H. Shin and H. Y. Park, Earnings management and corporate governance improvement of those that changed into the holding companies. Korea International Accounting Review, Vol. 23, pp. 77-98, 2008.

[20] Do-Jin Jung, The comparison of the performance, firm value, and corporate governance between holding company and companies group. Korea Business Review, Vol. 21, No. 2, pp. 767-789, 2008.

[21] B. Wernerfelt, A resource-based view of the firm. Strategic Management Journal, Vol. 5, No. 2, pp. 171-180, 1984.

[22] C. K. Prahalad and G. Hamel, The core competence of the corporation. Harvard Business Review, May-June, 2-15, 1990.

[23] K. John, and E. Ofek, Asset sales and increase in focus. Journal of Financial Economics, Vol. 37, pp. 105-126, 1995.

[24] H. Desai and P. C. Jain, Firm performance and focus: long-run stock market performance following spinoffs. Journal of Financial Economics, Vol. 54, pp. 75-101, 1999.

[25] T. Chemmanur and A. Yan, A theory of coporate spin-offs. Journal of Financial Economics, Vol. 72, No. 2, pp. 259-290, 2004.

[26] C. S. Kim and J. I. Jo, Determinants of the performance through spin-offs. The Korean Journal of Finance, Vol. 18, No. 2, pp. 139-183, 2005.

[27] S. K. Park and S. Y. Jen, Corporate division disclosure effects and firm characteristics. Accounting Information Review, Vol. 26, No. 1, pp. 183-211, 2008.

윤 지 의(Yoon, Ji Eui)

- 2009년 2월 : 한국외대 대학원 경영학과(석사)
- 2011년 3월 ~ 현재 : 일본에 체류하며 연구 수행 중
- 관심분야 : 지배구조, 지주회사, 기업성과
- E-Mail : Happywide@naver.com

남 기 석(Nam, Giseok)

- 2005년 3월 : 히토츠바시대학 상학연구과(경영학박사)
- 2005년 9월 ~ 현재 : 한국외대 경영학부 교수
- 관심분야 : 지주회사, 기업지배구조, 금융시스템
- E-Mail : gsnam05@hufs.ac.kr

김 덕 호(Kim, Duk Ho)

- 2013년 8월 : 한국외대 대학원 경영학과(박사)
- 관심분야 : 지배구조 효율성, 사회책임경영, 조직구조
- E-Mail : phacheun@daum.net

김 중 화(Kim, Joongwha)

- 1997년 5월 : 네브라스카대학 대학원 경영학과(경영학박사)
- 2005년 3월 ~ 현재 : 한국외대 교수
- 관심분야 : 기업지배구조, 경영전략, 기업조직, 전략적 리더십
- E-Mail : kim2345678@hanmail.net