

지주회사 체제로의 전환이 기업지배구조와 내부거래에 미치는 영향*

김 주 현** · 박 상 인***

논문초록

본 연구는 지주회사 체제로의 전환이 실질적인 기업지배구조 개선으로 이어지고 있는지 여부를 실증적으로 분석한다. 이를 위해서 2005년부터 2017년까지 지주회사전환집단 소속 계열사들과 이 기업들에 대해 성향점수를 매칭한(propensity-score matching) 일반 재벌 소속 계열사들로 표본을 구성한 후 고정효과 모형으로 DID(difference in difference) 계수를 추정한다. 실증분석 결과, 지주회사전환집단 소속 계열사들의 기업지배구조 점수가 통계적으로 유의하게 증가하였으나, 내부거래 비중도 지주회사 체제로 전환한 후 증가하는 것으로 나타났다. 처치집단을 지주회사와 자·손자회사로 나누어 각각 그에 상응하는 통제집단과 분석한 결과, 지주회사전환집단 소속 계열사들의 기업지배구조 개선은 자·손자회사 등으로부터 일어나는 반면, 내부거래 비중은 지주회사와 자·손자회사 모두 증가하나 지주회사의 증가폭이 더 큰 것으로 나타났다. 이는 지주회사 체제로 전환한 재벌들의 기업지배구조 수준이 외형적으로는 개선되는 것처럼 보이나 실질적으로는 지배주주의 도덕적 해이 문제를 완화하지는 못하고 있음을 시사한다.

핵심 주제어: 지주회사 체제, 기업지배구조, 내부거래

경제학문헌목록 주제분류: G3, L4, K2

투고 일자: 2020. 11. 27. 심사 및 수정 일자: 2021. 3. 31. 게재 확정 일자: 2021. 6. 7.

* 본 논문의 내용 및 결과는 전적으로 저자 개인의 견해이며, 공정거래위원회의 공식 입장과는 무관함을 밝힙니다. 논문 심사 과정에서 유익한 조언을 해주신 익명의 심사위원들께 감사드립니다.

** 주저자, 공정거래위원회 기업집단국 지주회사과 행정사무관, e-mail: jooh@korea.kr

*** 교신저자, 서울대학교 행정대학원 교수, e-mail: sanpark@snu.ac.kr

I. 서 론

1986년 공정거래법에 처음으로 경제력집중 억제 시책이 도입될 당시 지주회사의 설립·전환은 경제력집중의 폐해를 막기 위하여 원칙적으로 금지되었다. 그러나 1997년 외환위기가 발생한 후 지주회사가 기업 구조조정 촉진과 투명한 기업 지배 구조 정착에 유용한 수단이 될 수 있다는 판단 아래 지주회사의 설립·전환을 허용 하도록 공정거래법이 개정되었다(최정표, 2014). 다만, 피라미드식 소유구조에 따른 경제력집중의 폐해를 억제하기 위해 지주회사에 출자단계, 의무지분 보유, 부채 비율 제한과 같은 일정한 행위 제한 규제를 두었다.

그러나, 이후 정부는 기업집단들이 복잡한 소유구조를 스스로 개선하도록 유도하기 위해, 지주회사에 대한 행위 제한 규제를 완화하고 지주회사 설립·전환 시 세제 혜택을 제공하는 등 지주회사체제로 전환을 유인하는 정책을 추진해왔다. 공정거래위원회는 재벌¹⁾이 지주회사 체제로 전환하면 순환출자 등으로 복잡하게 얽힌 소유구조가 단순하고 투명해져 금융기관이나 소액주주의 경영 감시가 보다 용이해지고 기업지배구조 개선에 도움이 될 것이라는 점을 지주회사 권장 정책의 주요 논거로 제시하였다(공정거래위원회, 2006). 또한 1997년 경제 위기 당시에 OECD나 세계은행도 지주회사가 지배구조의 개선을 가져올 것이라는 의견을 제시한 바 있었고, 자본시장에서도 지주회사 체제로 전환할 때 일반적으로 기업지배구조의 개선 효과를 기대했다(정도진, 2008).

정부의 지주회사 권장 정책 시행 이후에 지주회사 체제로 전환한 대기업집단(이하 지주회사전환집단)의 수는 2005년 5개에서 2019년 9월 기준 21개(금융지주집단 제외)로 증가하였다. 지주회사 설립·전환의 효과를 실증적으로 분석한 연구들은 대체로 지주회사 체제가 기업의 이익조정 규모나 경영성과, 기업가치에 미치는 영향에 초점을 두고 있다(박진 외, 2019; 신호영·박화윤, 2008; 이문영, 2019; 정도진, 2008; 최수미·임묘경, 2009). 그 과정에서 기업지배구조가 어떤 작용을 하는지 분석한 연구들(신호영·박화윤, 2008; 이문영, 2019; 정도진, 2008; 최수미·임묘경, 2009)을 살펴보면, 지주회사 체제 하에서 기업지배구조 수준이 일반 기업에 비해 더 높게 평가되는 경향이 있는 것으로 파악했다. 그러나 이를 토대로 지주회사 전

1) 대규모기업집단으로 지정된 기업집단 중 동일인(총수)이 자연인인 기업집단을 재벌이라고 정의한다.

환이 기업지배구조를 개선하는 효과가 있는지를 판단하는 것은 한계가 있는데, 원래 기업지배구조가 상대적으로 우월한 기업집단들이 지주회사 체제로 더 많이 전환하였을 가능성이 있기 때문이다.

더욱이 지주회사 체제로 전환할 경우, 지배주주에 의한 계열사의 사유화가 심해져 비민주적인 지배구조가 고착될 가능성에 대한 우려(김동운, 2013)와 인적분할을 통한 지주회사 설립전환이 기업가치의 제고보다는 지배주주의 경영권 강화(박진우·이민교, 2019; 유진수, 2014)나 편법 승계의 목적으로 이루어지고 있다는 지적²⁾이 꾸준히 제기되고 있다. 공정거래위원회의 2018년 지주회사 수익구조 실태조사에 따르면, 지주회사전환집단의 경우 수익계약을 통한 내부거래로 거둔 배당외수익이 수익의 상당 부분을 차지하는 것으로 나타났다. 기업지배구조를 주주 및 채권자가 적정한 수익을 보장받을 수 있게 하기 위한 경영진이나 대주주에 대한 감시·통제 체계로 정의할 때(Shleifer and Vishny, 1997), 이는 지주회사 체제로의 전환이 기대했던 기업지배구조의 개선이라는 순기능을 달성하지 못하고 있을 가능성을 시사한다.

따라서 본 연구는 기업집단이 지주회사 체제로 전환한 이후 기업지배구조의 개선이라는 정책효과가 실질적으로 나타나는지 실증 분석하고자 한다. 보다 구체적으로는, 기업지배구조 점수뿐 아니라 지주회사 체제로 전환한 기업들의 내부거래 비중 변화를 분석하여 지배주주의 사익추구 행위, 즉 터널링³⁾의 가능성을 증가시키는지 여부를 살펴봄으로써, 지주회사 체제로의 전환으로 인해 실질적인 기업지배구조 개선이 일어나는지 아니면 형식적인 변화에 그치는지 분석해보고자 한다.

이를 위해, 본 연구는 2005년부터 2017년까지 기간에 재벌 상장사 중 지주회사 전환집단에 소속된 계열사들과 이 기업들에 대해 성향점수매칭(propensity-score matching) 방식으로 매칭한 그 외 재벌 소속 계열사들로 표본을 구성한 후 회귀분

2) 많은 재벌가에서 후계자 소유의 비상장사를 내부거래로 성장시킨 뒤 이를 바탕으로 지주사 지분을 확보하는 식으로 지주사 전환을 승계의 도구로 애용해 왔다는 기사(『시사저널』, “승계용이한 지주사 체제, 중견기업들 앞다퉈 전환”, 2020. 03. 04.) 참조
(<http://www.sisajournal.com/news/articleView.html?idxno=196400>).

3) 터널링(tunneling)이란 소유권(cash flow right)과 지배권(voting right)이 괴리된 소유지배구조를 가진 기업집단의 지배주주가 자신의 지배권을 이용하여 다양한 방법으로 자신의 소유권이 낮은 계열사로부터 소유권이 높은 계열사로 부(富)를 이전함으로써 자신의 사적 이익을 추구하는 행위를 의미한다(Johnson et al., 2000; Riyanto and Toolsema, 2008).

석을 통해 DID (difference in differences) 계수를 추정한다. 기업지배구조에 대한 정량적 평가 자료로는 기업지배구조 수준을 다각도로 평가한 한국기업지배구조원의 기업지배구조 점수를 이용한다. 이런 실증 분석 결과, 지주회사 체제로 전환한 후 소속 계열사들의 지배구조 점수가 유의하게 증가하는 것으로 나타났고, 특히 공시 부문의 개선 효과가 두드러지고 있음을 확인하였다. 그러나 전환집단에 속한 계열사들의 내부거래 비중도 지주회사 체제로의 전환 이후 증가하는 것으로 추정되었다. 나아가, 지주회사와 그에 상응하는 통제집단, 그리고 자·손자회사(지주회사 체제 밖 계열사 포함)와 그에 상응하는 통제집단에 대해 각각 지주회사 체제로의 전환이 기업지배구조 점수와 내부거래에 미친 효과를 분석했는데, 지주회사전환집단 소속 계열사들의 기업지배구조 개선은 자·손자회사 등에서 일어나는 반면, 내부거래 비중은 지주회사와 자·손자회사 모두 증가하나 지주회사의 상승폭이 더 큰 것으로 나타났다.

이 같은 결과는 재벌들이 지주회사 체제로 전환한 후 외형적으로는 기업지배구조 수준이 개선되는 것으로 보이나 지배주주의 대리인 문제를 실질적으로 감시·통제하는 수준에는 이르지 못하였을 가능성을 보여주며, 지주회사 제도가 지배주주의 사익추구 수단으로 악용되는 것을 방지하기 위한 정책적 보완의 필요성을 제기한다.

본 논문의 구성은 다음과 같다. 제Ⅱ장에서는 지주회사 설립·전환과 기업지배구조의 관계에 관한 기존 문헌을 검토하고 연구문제를 제시한다. 제Ⅲ장은 연구모형과 분석방법을 설명하고, 제Ⅳ장은 지주회사 체제로의 전환이 기업지배구조 수준과 내부거래 비중의 변화에 미치는 효과를 실증 분석한 결과를 제시한다. 끝으로 제Ⅴ장에서는 연구 결과를 요약하고 연구의 정책적 시사점과 한계를 논의한다.

Ⅱ. 연구문제

지주회사 설립·전환과 기업지배구조를 다룬 연구들을 살펴보면, 지주회사 체제로 전환한 기업들의 지배구조가 일반 기업보다 우월한 측면이 있는 것으로 보인다(정도진, 2008; 최수미·임묘경, 2009). 그러나 지주회사 체제로의 전환 그 자체가 곧바로 기업의 투명성 향상으로 직결되는 것은 아니라는 의견들과(신호영·박화윤, 2008; 정도진, 2008; 최수미·임묘경, 2009) 사례연구를 토대로 지배주주의 지배력

강화에 따른 비민주적 지배구조의 고착화에 대한 우려(김동운, 2013)도 제기되었다.

정도진(2008)은 2000~2006년 표본을 이용하여 지주회사전환집단의 기업지배구조 투명성이 다른 상호출자제한기업집단보다 더 높은지 분석하였는데, 기업지배구조 투명성의 대리변수로 사용한 기업지배구조 점수의 세부항목 중 주주권 보호와 경영성과 배분이 지주회사전환집단에서 통계적으로 유의하게 더 높은 것으로 나타났다. 최수미·임묘경(2009)은 지주회사의 자회사를 일반 회사와 비교한 결과 지주회사의 자회사가 일반 회사보다 이사회와 감사위원회의 독립성, 전문성, 활동성 등이 더 높다는 결과를 보고하였다.

반면 신호영·박화윤(2008)은 지주회사로 전환한 기업이 일반 기업보다 이익조정을 적게 하는 것으로 나타나긴 하지만 지주회사 여부와 이사회 및 감사위원회 등과 관련된 기업지배구조 변수의 관계는 이익조정에 대해 유의한 영향을 미치지 않으며, 예상과 달리 지주회사일 때 외국인 투자자의 지분율이나 기관투자자 지분율이 높을수록 이익조정을 더 많이 한다는 분석 결과를 보고하였고, 이를 토대로 지주회사로의 전환 그 자체 외 다른 요인들에 의한 복합적인 영향이 기업 투명성에 영향을 미칠 가능성을 제시하였다. 그 밖에 지주회사체제와 수익성의 관계를 분석한 이문영(2019)은 지배주주의 지분율, 외국인지분율, 중핵도(centrality)가 지주회사체제와 수익성 간의 양(+)의 관계를 강화시키고 따라서 지주회사체제 하에서 기업지배구조의 개선으로 인해 경영성과가 향상된다는 주장을 뒷받침한다고 보았다. 그러나 사외이사비율로 측정한 이사회 관련 변수는 유의미한 결과를 보이지 않았다.

이 같은 선행연구들은 대체로 지주회사 체제로의 전환과 기업지배구조 사이에 일정한 상관관계가 존재하고 있음을 시사하지만, 지주회사 전환이 이익조정 규모나 수익성에 미치는 영향을 분석하기 위해 기업지배구조의 조절효과 유무를 살펴본 연구들이므로 지주회사 체제로의 전환이 기업지배구조에 미치는 영향 자체를 분석하였다고 보기는 어렵다. 또 이들은 대부분 2007년 이전의 자료를 이용한 연구들이는데, 2007년 이후 지주회사 전환집단이 크게 늘어난 점을 고려하면 2007년 전후를 포괄하는 장기간의 자료를 사용한 연구가 필요하다.

또한 대부분 자회사 지분의 100%를 보유하는 미국의 지주회사와는 달리 한국의 지주회사는 현행 공정거래법상 비상장사 지분의 40%, 상장사 지분의 20%만 보유

하여도 자회사를 지배할 수 있어⁴⁾ 지주회사로 전환하더라도 소유-지배의 괴리로 인한 대리인 문제(김진방, 2000)는 남아있다. 더욱이 지주회사로의 설립·전환으로 순환출자가 다수 해소되어 외형적으로는 기업집단의 소유구조가 과거보다 단순·투명해졌지만 그 과정에서 최대주주의 지배력이 강화됨으로써 실질적으로는 계열사들이 사유화되는 질적 왜곡이 일어나고 있다는 지적도 제기되었다(김동운, 2013). 이러한 측면에서 본 연구에서는 지주회사 체제로의 전환 이후 기업들의 지배구조가 개선되었는지 실증적으로 분석하기 위해 다음과 같은 연구문제를 세워 분석해보고자 한다.

연구문제 1: 지주회사 체제로의 전환 이후 기업지배구조 수준이 개선되는가?

그런데 총수 일가는 피라미드 형태를 이루는 지주회사 체제의 근본적인 특성으로 인해 적은 비용으로도 지주회사를 통해 많은 계열사에 지배력을 행사할 수 있다. 더욱이 지주회사 설립·전환 과정에서 인적분할을 거치는 경우에는 소위 ‘자사주의 마법⁵⁾’을 통해 기업집단 전체에 대한 총수 일가의 지배력이 강화되는 현상이 나타난다(박상인, 2017; 박진우·이민교, 2019; 유진수, 2014; 황현영, 2019). 이 때문에 지주회사 체제로 전환하였을 때 기대되는 긍정적인 효과와는 별개로 지주회사 체제를 이용한 터널링과 재벌의 경제력집중 등의 부작용이 나타나지 않는지 감시할 필요성이 제기된다(홍명수·이찬열, 2017). 공정거래위원회도 내부거래를 통한 터널링과 경제력집중 심화를 감시하기 위해 매년 지주회사 설립·전환 현황을 조사하면서 지주회사전환집단의 내부거래 현황을 살펴보고 있으며, 2017년에는 지주회사 수익구조에 관한 실태조사(공정거래위원회, 2018)도 실시하였다.

공정거래위원회의 지주회사 수익구조 실태조사 결과, 전환집단 지주회사⁶⁾의 소속회사와의 내부거래 비중은 2017년 기준으로 55%에 달하는 것으로 조사되었는데, 이는 전체 대기업집단 소속 사익편취 규제 대상 회사⁷⁾의 평균 내부거래 비중

4) 공정거래법이 2020년에 개정되어 지주회사가 자회사의 주식을 비상장회사는 50%, 비상장회사는 30% 이상 의무적으로 보유하도록 변경되었으며, 변경된 규제는 2021. 12. 30. 부터 시행된다.

5) 인적분할 당시 보유하고 있던 자사주를 지주회사에 배분할 경우 의결권이 부활하여 지주회사가 보유한 사업회사에 대한 지분율이 자사주 비율만큼 증가하는 현상을 가리킨다.

6) 공정거래위원회는 지주회사전환집단의 지주회사를 ‘전환집단 지주회사’라고 부르고 있다.

(14.1%)을 크게 웃도는 것이다. 또 전환집단 지주회사들은 브랜드수수료, 부동산 임대료, 컨설팅 수수료 등 배당외수익 관련 거래가 전체 매출액의 43.4% 정도를 차지한 것으로 나타나⁸⁾ 배당외수익 비중이 13.9%인 중견 지주회사와 상당한 차이를 보였다. 더욱이 전환집단지주회사의 배당외수익 관련 거래는 모두 수익 계약 방식으로 이루어진 것으로 조사되었다. 뿐만 아니라 현행 공정거래법 상 지주회사 체제 밖에 있는 계열사가 지주회사 주식을 보유할 수도 있어, 공정거래위원회는 총수 일가가 지주회사 체제 밖의 계열사를 이용하여 부를 편법적으로 이전할 가능성을 예의주시하는 상황이다.⁹⁾

이러한 점들은 재벌이 지주회사 체제로 전환할 때 기업지배구조의 개선이 일어나는 것처럼 보일지라도 실질적으로는 지배주주와 소액주주 간 이해상충 문제가 발생하고 있을 수 있다는 것(황현영, 2019)을 보여준다. 더욱이 지주회사 체제로 전환하기 전에도 대부분의 대기업집단에서 주력회사가 사실상(de facto) 지주회사로서의 역할을 하던 경영 관행을 생각해 볼 때, 경영상 필수적이며 합리적인 내부거래라면 지주회사 체제 전환 전후로 내부거래 비중의 차이가 크게 벌어지지 않을 것으로 추론해 볼 수 있어, 지주회사 체제 전환 이후 내부거래 비중이 크게 증가한다면 총수 일가의 지배력 강화에 따른 터널링이 일어날 가능성을 제기할 수 있을 것이다. 따라서 다음과 같은 연구문제 2를 수립하고 분석해보고자 한다.

연구문제 2: 지주회사 체제로의 전환 이후 내부거래 비중이 증가하는가?

-
- 7) 현행 공정거래법 제23조의2는 총수 일가가 30% (비상장회사는 20%) 이상의 지분을 보유하고 있는 계열사를 대상으로 총수 일가 사익편취 금지 규제를 적용하고 있다. 2021. 12. 30. 부터 시행되는 개정된 공정거래법은 규제 적용 기준 지분율을 20%로 단일화하고, 이 계열사가 50%를 초과하여 주식을 보유한 계열사도 규제 대상에 포함하였다.
 - 8) 기업집단현황공시의 '계열회사와 특수관계인 간 거래현황' 항목 중 '계열회사간 주요 상품·용역거래 내역'을 살펴보면 제조업/서비스업을 영위하는 자·손자회사 등은 다른 계열사들로부터 부품이나 원재료 판매, 시공설치 등의 용역 등으로 매출을 얻는 것과 달리 지주회사들은 배당수익 외에 계열사들로부터 상표권, 경영컨설팅, 경영지원, 부동산임대, 연구용역 등으로 매출을 거두고 있음을 알 수 있다. 다만 일부 사업지주회사들은 컴퓨터 시스템 구축, 전자부품, 물류서비스 등으로 매출을 올리기도 한다.
 - 9) 공정거래위원회는 2019년 지주회사 현황 분석 결과 지주회사전환집단의 체제 밖 계열회사 중 절반 이상이 공정거래법 상 총수 일가 사익편취 규제 대상이거나 이의 사각지대에 있어 이를 이용한 총수 일가의 지배력 확대 및 경제력집중 우려가 여전하다고 보고 있다(공정거래위원회, 2019).

Ⅲ. 연구설계

1. 연구모형

지주회사 체제로 전환하는 것이 계열사들의 기업지배구조 수준과 내부거래에 어떠한 영향을 미치는지 회귀분석할 경우, 우선적으로 내생성 문제가 존재하는지 살펴볼 필요가 있다. 그런데 기업집단이 지주회사 체제로 전환하는 것은 개별 계열사가 아니라 전체 기업집단 차원에서 이루어지는 결정이며, 그러한 결정은 주로 기업집단에 대한 총수 일가의 지배력 강화나 승계 문제와 밀접하게 연관되어 이루어지고 있는 것이 현실이다. 나아가 본 연구는 패널 자료를 이용한 고정효과 모형을 분석에 사용하므로, 개별 기업의 관측되지 않는 특성에 의한 내생성 문제는 크지 않을 것으로 판단된다. 다만 본 연구는 지주회사 체제로 전환하는 기업집단의 계열사들과 그렇지 않은 재벌 계열사들을 비교하는 가운데 발생할 수 있는 비교 대상 특성의 지나친 차이로 인한 문제를 해소(이대웅 외, 2015; 이정화·문상호, 2014; Shipman et al., 2017; 박진 외, 2019에서 재인용) 함으로써 연구 결과의 타당성을 높이기 위해, PSM(propensity score matching)을 이용하여 처치집단과 통제집단을 설정한 후 고정효과 모형을 이용한 DID 추정을 실시한다.¹⁰⁾

본 연구의 처치집단은 기업집단이 지주회사전환집단으로 전환될 당시 해당 지주회사전환집단의 계열사였던 KOSPI 상장사들의 2005~2017년 관측치로 구성된다. 만일 기업집단이 지주회사 체제로 전환할 당시 지주회사 체계(지주회사-자회사-손자회사-증손회사) 밖에 있었다더라도 해당 기업집단의 계열사에 해당하면 처치집단으로 구분하였다. 이는 지주회사 체제로의 전환은 개별 계열사가 아니라 기업집단 차원에서 결정된다는 점, 지주회사 체제로 전환할 당시에는 지주회사 체계 밖에 있었을 지라도 향후 체제 내로 편입될 가능성 등을 고려한 것이다. 통제집단은 지주회사전환집단이 아닌 일반 재벌에 소속된 KOSPI 상장 계열사들로서, 처치집단이 속한 기업집단이 지주회사 체제로 전환한 연도에 처치집단 기업과 규모와 수익성을 기준으로 성향점수가 가장 가까운 2개 기업들을 매칭한 후 해당 기업의 2005~2017년 관

10) Hwang and Kim(2016)은 재벌 후계자의 지분을 상승이 해당 회사에 대한 내부거래 비중 및 수익성, 다른 계열사들에 대한 지배력에 미치는 영향을 분석하면서 PSM과 DID 추정 방식을 이용한 바 있다.

측치로 구성하였다.¹¹⁾ 이에 따라 처치집단과 이에 매칭된 통제집단은 동일한 처치 시점 더미를 갖는다.

아래의 회귀식 (1)은 연구문제 1인 ‘지주회사 체제로의 전환 이후 기업지배구조의 수준이 개선되는가?’를 분석하기 위한 것이다. 식 (1)의 추정 결과 처치집단 더미변수(T_i)와 전환 시점 더미변수($P_{i,t}$)로 만든 상호교차항의 회귀계수 β_2 가 통계적으로 유의한 값을 가질 경우, 지주회사 체제로의 전환이 지주회사전환집단에 속한 계열사들의 기업지배구조 수준에 유의미한 영향을 미쳤다고 볼 수 있다. 통제변수로는 선행연구들을 참고하여 다른 계열사들을 지배하는 정도를 나타내는 중핵도와 외국인지분율, 기업의 규모와 수익성,¹²⁾ 성장성, 부채비율들을 포함한다. 중핵도는 기업집단 피라미드 안에서 총수 일가가 해당 계열사를 통해 다른 계열사를 지배하는 정도를 나타내는 변수로(Almeida et al., 2011), 다른 계열사에 출자를 많이 하거나 출자를 많이 받는 기업들일수록 중핵도가 커진다. 따라서 지주회사전환집단에서는 일반적으로 지주회사의 중핵도가 다른 계열사들에 비해 상대적으로 높다(김우진 외, 2020; 황이석 외, 2018). 이러한 기업집단 내에서의 수직적 위치나 소유구조 상 핵심적인 지위에 있는지 여부가 기업지배구조 수준($Score Total_{i,t}$)에 미치는 영향을 통제하기 위해 중핵도를 통제변수로 포함하기로 한다. 아래 식에서 X 는 통제변수들의 벡터를 가리키며, δ_i 는 기업 고정효과, η_t 는 연도 고정효과, $\epsilon_{i,t}$ 는 오차항을 나타낸다.

$$Score Total_{i,t} = \alpha_0 + \beta_0 T_i + \beta_1 P_{i,t} + \beta_2 (T_i \times P_{i,t}) + \gamma X + \delta_i + \eta_t + \epsilon_{i,t} \quad (1)$$

연구문제 2인 ‘지주회사 체제로의 전환 이후 내부거래 비중이 증가하는가?’는 식 (1)과 마찬가지로 지주회사 체제로 전환한 기업집단 소속 계열사와 그 밖의 재벌 계열사로 처치집단과 통제집단을 구분한 뒤 지주회사 체제로 전환한 시점 변수와의

11) 본 연구에서는 다양한 PSM 기법 중 가장 널리 쓰이고 있는 Nearest Neighbor(NN) matching 방식을 활용하여 처치집단에 속한 각 관측치에 대하여 성향점수가 가장 가까운 관측치들을 1:2로 매칭한 표본을 통제집단으로 구성하였다. 그러나 매칭되는 수를 달리하여 분석하여도 결과는 질적으로 달라지지 않았다.

12) 매칭과정에서 매칭 기준으로 고려한 변수(규모, 수익성)를 회귀분석에도 포함한 이유는 본 연구에서는 PSM을 매우 이질적인 outlier를 제거할 목적으로 실시한 것이기 때문에 규모와 수익성이 미치는 영향을 완전히 통제하였다고 보기 어렵다고 판단하였기 때문이다.

상호작용항을 통해 그 회귀계수를 추정하여 검증한다. 종속변수는 내부거래 비중 ($RPTs_{i,t}$)이며 통제변수로는 지주회사의 수익구조와 내부거래에 관한 선행연구들을 참고하여 중핵도 ($Centrality_{i,t}$)와 기업의 수익성 및 성장성 변수, 기업 규모, 부채비율, 외국인지분율, 현금배당금의 비중 등을 포함한다.

$$RPTs_{i,t} = \alpha_0 + \beta_0 T_i + \beta_1 P_{i,t} + \beta_2 (T_i \times P_{i,t}) + \gamma X + \delta_i + \eta_t + \epsilon_{i,t} \quad (2)$$

한편 DID 계수 추정 방식으로 처치 효과를 식별하기 위해서는 처치(treatment)가 일어나지 않았더라면 종속변수 값이 처치집단과 통제집단 사이에 비슷한 추세를 보였을 것이라는 평행 추세(parallel trend) 가정이 충족되어야 한다. 본 연구에서는 평행 추세 가정의 충족 여부를 다음 회귀식을 통해 확인한다.

$$Y_{i,t} = \alpha_0 + \beta_0 T_i + \sum_j \xi_j (T_i \times Z_{i,j}) + \gamma X + \delta_i + \eta_t + \epsilon_{i,t} \quad (3)$$

이 식에서 $Z_{i,t}$ 는 지주회사 체제로 전환한 연도(k_i)를 기준으로 만든 시차 변수($j = t - k_i$)로, 지주회사 체제로 전환한 연도 전후 몇 년간의 각 시점에 종속변수인 $Y_{i,t}$ 에 대해 처치집단과 통제집단이 차이를 보이는지 ξ_j 를 통해 확인할 수 있다. 만일 지주회사 체제로 전환하기 전($j < 0$) 시점에 ξ_j 가 0이거나 0에 가깝다면 평행 추세 가정이 충족된다고 볼 수 있다. 본 연구에서는 지주회사 체제로의 전환이 이루어진 시점 전후로 3년씩 연도 더미를 만들었으며($-3 \leq j \leq 3$), 회귀분석 시에는 $j = -1$ 을 기준 연도(base year)로 삼아 $Z_{i,-1}$ 을 생략하였다. 그리고 $Z_{i,-3}$ 은 지주회사 체제 전환 3년 전 및 그 이전 시점 전부를 나타내고, $Z_{i,+3}$ 역시 지주회사 체제 전환 후 3년째 시점뿐만 아니라 그 이후 시점 전부를 의미한다.

2. 변수의 측정

T_i 는 처치집단을 나타내는 더미변수로, 기업 i 가 기업집단이 지주회사 체제로 전환하였을 때 해당 지주회사전환집단에 소속되어 있었던 기업이면 1의 값을 갖는

다. 통제집단($T_i = 0$)은 분석기간(2005~2017) 동안 지주회사전환집단이 아닌 일반 재벌에 소속된 기업 중에서 지주회사 체제 전환 시점(처치 시점)에 처치집단과 규모와 수익성 기준으로 성향점수매칭된 기업들로 설정하였다. 본 논문에서 지주회사전환집단은 해당 기업집단의 주력기업이 지주회사 체제 내(지주회사-자회사-손자회사 등)에 포함되어 있는 기업집단으로 정의하기로 한다.¹³⁾

$P_{i,t}$ 는 처치 시점을 나타내는 더미변수이며, 표본 기간인 2005~2017년 중 기업 i 가 소속된 기업집단이 지주회사전환집단이 된 이후이면 1의 값을 가지고 그 이전인 시점에는 0의 값을 갖는다. t 는 기업 i 가 속한 재벌이 지주회사전환집단으로 바뀐 연도를 의미한다. 처치집단에 포함된 재벌기업마다 소속 기업집단이 지주회사전환집단으로 바뀐 연도가 다른데, 각각의 처치집단과 그에 매칭된 통제집단은 동일한 $P_{i,t}$ 값을 가진다.

연구문제 1의 종속변수인 $Score\ Total_{i,t}$ 는 기업지배구조의 수준을 의미하며 한국 기업지배구조원이 해마다 KOSPI 상장사의 기업지배구조를 평가한 기업지배구조 점수(총점)를 대리변수로 사용하는데, 회귀분석에는 원점수에 자연로그를 취한 값을 투입한다. 한국기업지배구조원은 2002년부터 매년 상반기에 유가증권 상장사의 공시자료 등을 토대로 KOSPI 상장사의 기업지배구조를 평가해 오고 있는데, 본 연구에서는 2005년부터의 자료를 확보하여 분석에 사용하였다. 기업지배구조 평가 점수는 ‘주주권리보호’, ‘이사회’, ‘공시’, ‘감사기구’ 등의 4개 대분류¹⁴⁾로 구성되어 있으며 감점 사항이 있을 경우 4개 항목 점수의 합계에 감점을 반영하여 총점을 도출한다. 이처럼 한국기업지배구조원이 제공하는 기업지배구조 점수는 각 기업이 공시한 자료들을 바탕으로 다양한 평가 항목에 따라 기업지배구조 수준을 평가한 결

13) 공정거래위원회는 주력회사(자산총액이 가장 큰 계열사)를 지주회사 체제 내에 보유한 집단을 지주회사전환집단으로 정의하다가 2016년부터는 지주회사 체제에 속한 회사들(지주회사 및 소속 자 손자 증손회사)의 자산총액 합계액이 기업집단 소속 전체 회사의 자산총액 합계액의 50% 이상인 대기업집단으로 정의하고 있다. 본 연구에서는 전자의 정의를 따르기로 한다.

14) 주주권리 보호는 i) 주주권리의 보호 및 행사편의성, ii) 소유구조, iii) 경영과실배분, iv) 특수관계자와의 거래로, 이사회는 i) 이사회의 구성 및 운영, ii) 이사회 평가 및 보상, iii) 이사회 내 위원회로, 감사기구는 i) 감사기구 구성, ii) 감사기구 운영으로, 공시는 i) 공시 일반, ii) 홈페이지 공시로 구성되어 있다. ‘경영과실배분’ 항목은 2014년까지는 별도의 대분류 항목이었으나 2015년부터는 주주권리보호 항목에 속한 중분류 항목 중 하나로 분류되어 경영과실배분 점수가 주주권리 보호 점수에 포함되었다.

과이므로, 비교적 객관적이고 종합적인 기업지배구조 측정치라는 장점이 있다.

연구문제 2의 종속변수인 내부거래 비중($RPTs_{i,t}$)은 해당 재벌기업이 다른 계열사들과의 내부거래를 통해 얻는 수익과 매출액이 총매출액에서 차지하는 비중으로 정의하였으며, 계열사들로부터 거둔 수익과 매출액의 합을 총매출액으로 나누어 계산하였다. 이에 필요한 자료는 Dataguide pro에서 수집하였다.¹⁵⁾

한편 중핵도($Centrality_{i,t}$)는 기업집단 피라미드 안에서 총수 일가가 해당 계열사를 통해 다른 계열사를 지배하는 정도를 측정하기 위해 Almeida et al. (2011)가 사용한 변수로(이문영, 2019, p. 245; Almeida et al., 2011, p. 445), 본 연구에서도 Almeida et al. (2011)가 측정한 방식대로 도출하였다.

$$Centrality_{i,t} = \frac{\sum_{j \neq i} CC_j - \sum_{j \neq i} CC_j^{-i}}{\#N - 1} \quad (4)$$

즉, 총수 일가가 계열사 j 를 지배하기 위해 보유해야 하는 의결권(*critical control threshold*: CC)의 합($\sum_{j \neq i} CC_j$)으로부터 계열사 i 가 다른 계열사들에 대해 아무런 지분도 가지지 않는다고 가정할 경우 총수 일가가 계열사 j 를 지배하기 위해 보유해야 하는 의결권($\sum_{j \neq i} CC_j^{-i}$)을 뺀 값을 계열사 수($\#N - 1$)로 나누어 측정한다.

기업의 규모를 나타내는 $Size_{i,t}$ 는 해당 기업 i 의 자산총액에 자연로그를 취해 얻었으며, Leverage는 부채총액을 자산총액으로 나누어 계산한 값이다. 기업의 수익성을 나타내는 변수로 연구문제 1에서는 매출액 대비 세전·이자지급전이익(EBITDA) 비중으로 계산한 EBITDA마진율($EBITDA/Sales_{i,t}$)을 사용하였고 연구문제 2에서는 재벌기업의 매출액 대비 내부거래 비중 증가가 가격 측면(유리한 단가)보다는 거래 물량 증가 효과에 따른 것으로 분석된 선행연구(Hwang and Kim, 2016)를 참고하여 GDP deflator로 인플레이션을 반영한 EBITDA의 로그변환값

15) 한편 각 기업집단의 소속 계열사가 거래 상대방(다른 계열사)와의 상품·용역 거래로 거둔 매출액 규모와 주요 거래 품목 등의 정보는 전자공시시스템(DART)의 '기업집단현황공시(연1회 공시 및 1/4분기용)'를 통해 확인할 수 있다. 그러나 해당 공시는 공정거래법 개정을 통해 2009년에서야 도입되어 본 논문에서 다루는 자료의 범위(2005-2017)와 맞지 않았다.

($EBITDA_{i,t}$)을 사용하였다.¹⁶⁾ 기업의 성장성을 나타내는 $Growth_{i,t}$ 는 총자산의 전년 대비 증가율이다.¹⁷⁾ 이 밖에 연도의 경우 지주회사 체제로 전환한 연도를 기준으로 처치집단과 통제집단을 매칭하는 방식으로 분석에 반영하였고, DID 추정을 위한 회귀분석 단계에서도 연도 고정효과를 통제하였다. 산업(업종)은 PSM 단계에서 매칭 기준으로 사용할 경우, 처치집단에 포함되어 있는 지주회사(주로 K6499 비금융지주회사)에 매칭되는 통제집단의 수가 크게 감소하는 문제가 발생하였기 때문에 본 논문에서는 회귀분석 시 산업 더미를 포함하였다.

3. 표본과 자료수집

표본을 이루는 처치집단과 통제집단은 공정거래위원회가 매년 4월(2017년부터는 5월)에 지정하는 대규모기업집단 중 동일인이 자연인인 재벌에 소속된 비금융 KOSPI 상장 계열사로, 결산월이 12월인 기업들로부터 추출하였다.¹⁸⁾ 표본 기간은 회계연도 기준 2005년부터 2017년까지이다.¹⁹⁾ 따라서 2005년 이전에 이미 지주회사전환집단으로 체제가 바뀐 엘지, 엘에스, 농심, 세아 그룹 등은 분석대상에서 제외하였다. 또 기업집단 피라미드 최상단에 위치하지 않은 비주력계열사가 공정거래법상 지주회사 지정 요건²⁰⁾을 충족한 경우에는 해당 기업집단이 지주회사 체제로 전환하였다고 보지 않았다. 기업집단을 지주회사 체제로 전환할 의사가 없으나 자회사 주식 평가액이 일시적으로 증가하는 등의 사유로 일시적으로 지주회사로 지정되었다가 1~2년 정도 지난 후 해체된 경우 역시 지주회사전환집단으로 구분하지

16) $\ln\left(\frac{|EBITDA|}{GDPdeflator}\right) \times (-1 \text{ if } EBITDA \leq -1, +1 \text{ if } EBITDA \geq 1 \text{ and } 0 \text{ if } |EBITDA| < 1)$ (Hwang and Kim, 2016, p.27).

17) 본 연구에서는 이상치의 영향을 줄이되 관측치가 가진 특성의 손실 역시 최소화하기 위하여 $EBITDA/Sales_{i,t}$ 과 $Growth_{i,t}$ 을 1% 수준에서 winsorizing하여 분석에 사용하였다.

18) 금융사의 경우 기업특성이 비금융사와 다르기 때문에 분석대상에서 제외하였으며, 같은 이유로 금융지주회사와 그 계열사 역시 제외하였다.

19) 공정거래위원회는 매년 4월 또는 5월에 직전연도말 기준 공시자료를 토대로 대규모기업집단을 지정하여 발표해오고 있다.

20) 현행 공정거래법상 지주회사는 자산총액이 5천억원 이상이면서 자회사의 주식 가액의 합계액이 해당 회사의 자산총액의 50% 이상인 회사를 의미하며, 이 요건에 해당하게 된 경우 공정거래위원회에 신고하여야 한다.

않았다.

공정거래위원회는 해당 표본 기간 중 2008년까지는 자산규모가 2조원 이상인 기업집단을, 2009년부터는 5조원 이상인 기업집단을 대규모기업집단으로 지정하고 있다. 이처럼 자산규모에 따라 대규모기업집단 지정 여부가 해마다 바뀔 수 있기 때문에 본 연구에서는 표본 기간에 최소 5년 이상 대규모기업집단으로 지정된 재벌의 계열사만 표본에 포함하였다. 또 지주회사 체제로 전환한 처치 시점 전후로 대규모기업집단으로 지정되지 않아 대규모기업집단의 기업지배구조 자료(공정거래위원회 제공)를 구할 수 없는 기업집단²¹⁾은 표본에서 제외하였다.²²⁾

중핵도($Centrality_{i,t}$)의 경우 공정거래위원회가 운영하는 기업집단포털에서 제공²³⁾하는 대규모기업집단 지정 현황과 대규모기업집단에 소속된 계열사의 주주 구성과 총수 일가가 각 계열사에 대해 보유한 지분, 계열사간 출자구조(matrix) 등의 기업지배구조 관련 자료를 수집하여 계산하였다. 기업집단포털은 연도별 지주회사 설립·전환 현황과 자·손자·증손회사 현황도 제공하고 있어, 공정거래위원회의 ‘지주회사 현황 공개’ 보도자료와 이 자료들을 종합하여 처치 집단 구분(T_i)과 처치 시점 더미변수($P_{i,t}$)를 생성하였다. 각 재벌기업의 재무 특성 정보는 KIS-Value와 DataGuide Pro에서 추출한 개별재무제표 자료를 이용하였다.

21) 2007. 1. 1.에 태평양(現 아모레퍼시픽그룹)이 아모레퍼시픽(상장), 아모스프로페셔널, 에뛰드, 태평양제약(상장) 등을 자회사로 거느린 공정거래법상 지주회사로 지정되면서 아모레퍼시픽그룹이 지주회사전환집단이 되었으나 지주회사 설립 이전인 2005년과 2006년에는 대규모기업집단으로 지정되지 않아 분석대상에서 제외하였다(2007, 2008, 2013, 2014, 2015, 2016, 2017년에 지정).

22) 본 연구의 표본에 포함된 지주회사전환집단은 씨제이(2007. 9. 4.), 에스케이(2007. 7. 3.), 한진중공업(2007. 8. 1.), 엘에스(2008. 7. 2.), 두산(2009. 1. 1.), 하이트진로(2008. 7. 3.), 코오롱(2010. 1. 1.), 대성(2011. 1. 1.), 한국타이어(2013. 7. 6.), 한진(2013. 8. 1.), 한라(2014. 9. 2.), 한솔(2015. 1. 2.) 등이다(괄호 안의 날짜는 해당 기업 집단의 주력 지주회사가 설립·전환한 날짜임).

23) <https://egroup.go.kr>

IV. 분석결과

1. 기초통계

〈Table 1〉은 전체 관측치(firm-year)를 처치집단, 즉 지주회사전환집단에 속한 기업($T_i = 1$)들과 그렇지 않은 통제집단($T_i = 0$)으로 구분하여 주요 기업특성을 비교한 것이다. 처치집단과 통제집단을 비교해보면, 기업지배구조 점수(*Score Total*), 내부거래 비중(*RPT_S*), 중핵도(*Centrality*), 기업규모(*Size*), 부채비율(*Leverage*), EBITDA마진율(*EBITDA/Sales*)의 평균값은 지주회사전환집단에 속한 재벌 계열사가 그렇지 않은 통제집단에 비해 통계적으로 유의한 수준에서 더 큰 것으로 나타났다. 반면 외국인지분율(*Foreign*)과 EBITDA의 로그변환값(*EBITDA*), 총자산증가율(*Growth*), 현금배당금 비중(*DI*)은 통제집단의 평균이 더 높았다.

〈Table 1〉 Summary Statistics

	$T_i = 0$				$T_i = 1$				difference (2) - (6)
	Obs. (firm year)	Mean	Median	Std. Dev.	Obs. (firm year)	Mean	Median	Std. Dev.	
	(1)	(2)	(3)	(4)	(5)	(6)	(7)	(8)	
<i>Score Total</i>	1,206	108.733	104	33.255	515	118.602	116	36.590	-9.869***
<i>RPT_S</i>	1,206	0.226	0.084	0.278	514	0.249	0.111	0.299	-0.023*
<i>Centrality</i>	1,206	4.182	1.026	5.825	521	8.175	4.381	10.816	-3.993***
<i>Foreign</i>	1,210	18.666	13.143	17.178	522	11.340	8.187	11.153	7.326***
<i>EBITDA/Sales</i>	1,210	12.959	10.330	9.603	519	17.280	8.030	23.401	-4.321***
<i>EBITDA</i>	1,210	6.806	6.571	3.032	522	6.149	6.555	3.267	0.657***
<i>DI</i>	1,210	9.206	7.220	15.635	515	5.483	3.380	18.337	3.723***
<i>Growth</i>	1,210	0.008	0.005	0.009	522	0.006	0.003	0.007	0.002***
<i>Size</i>	1,210	21.356	20.870	1.940	522	21.582	21.647	1.632	-0.226**
<i>Leverage</i>	1,210	0.494	0.508	0.184	522	0.596	0.610	0.164	-0.102***

Note: $T_i = 1$ if firm i belongs to the treatment group. Otherwise, $T_i = 0$.

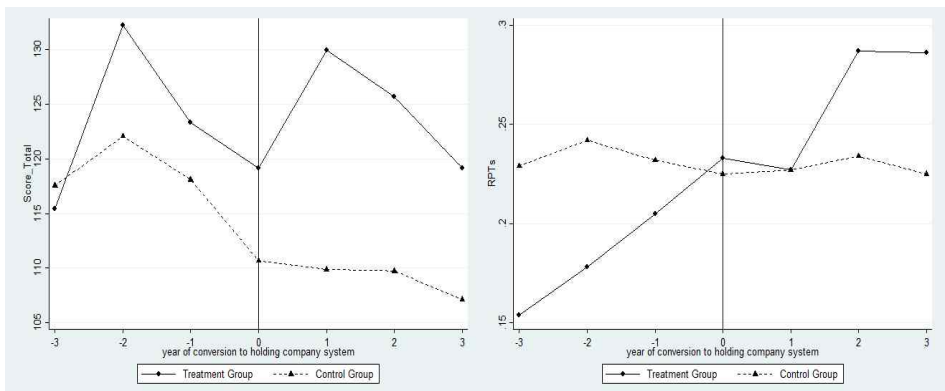
RPT_S, *EBITDA/Sales*, *Growth* are all winsorized at 1% in each tail to exclude outliers.

*p<0.1, **p<0.05, ***p<0.01.

〈Figure 1〉은 DID 계수 추정을 위한 회귀분석에 앞서 처치집단과 통제집단이 지주회사 체제로 전환한 시점을 기준으로 기업지배구조 점수와 내부거래 비중에 변화가 나타나는지 살펴본 것이다. 〈Figure 1〉의 좌측 그림을 보면 실선으로 표시된 지주회사전환집단에 소속된 기업들($T=1$)의 기업지배구조 점수 평균이 점선으로 표시된 일반 기업집단에 소속된 기업들($T=0$)보다 전반적으로 더 높고 지주회사 체제로 전환한 당기와 +1기에 기업지배구조 점수 평균값의 격차가 더 커진 것을 확인할 수 있다. 다만 처치집단과 통제집단 모두 시간이 지남에 따라 기업지배구조 점수가 전반적으로 하락하는 경향을 보이는데 이는 한국기업지배구조원이 2010년과 2014년에 기업지배구조를 평가하는 세부 항목과 평가 방식(배점 등)을 조정하면서 이 시기들을 기준으로 전체적으로 평균 점수가 하방 이동한 데 따른 것으로 보인다.²⁴⁾

한편 〈Figure 1〉에서 총매출액에서 특수관계자로부터 얻은 수익 및 매출이 차지하는 비중을 비교한 우측 그림을 보면 점선으로 표시된 통제집단은 시점에 따른 변동이 크지 않으나 실선으로 표시된 처치집단은 지주회사 체제로 전환한 시점에 가까워질수록 내부거래 비중이 증가하는 양상을 보인다. 그리고 지주회사 체제로 전환한 이후에는 처치집단의 내부거래 비중 평균이 통제집단보다 더 높은 것으로 나타났다.

〈Figure 1〉 Corporate governance scores and related party transactions between treatment group and controlled group before and after the conversion



24) 본 연구에서는 회귀분석 시 연도 고정효과를 고려하여 이러한 체계적인 요인이 분석 결과에 미치는 영향을 통제하였다.

2. 지주회사 체제로의 전환이 기업지배구조에 미치는 영향 분석

이하에서는 주요 기업 특성들을 통제한 상태에서도 재벌이 기업집단 체계를 지주회사 체제로 바꾼 이후 기업지배구조에 질적인 변화가 나타나는지 확인하기 위하여 DID추정을 실시하고 그 결과를 분석한다.

〈Table 2〉는 지주회사 체제로의 전환이 기업지배구조에 미친 영향을 확인하기 위하여 한국기업지배구조원이 매년 평가하는 기업지배구조 점수의 로그변화값을 종속변수($Score\ Total_{i,t}$)로 삼아 DID 계수를 추정한 결과를 보고한다. 처치집단 더미변수(T_i)와 지주회사 체제로의 전환연도를 나타내는 처치 시점 더미변수($P_{i,t}$)의 상호교차항($T_i \times P_{i,t}$)이 관심변수이며, 선행연구들을 참고하여 선정된 기업특성 변수들을 통제하고 연도 더미변수를 추가하여 Pooled OLS와 고정효과 모형로 회귀식 (1)을 추정하였다. 처치집단($T_i = 1$)은 지주회사 체제로 전환한 시점에 해당 기업집단에 소속된 계열사들의 2005~2017년 관측치로 구성하였으며, 통제집단($T_i = 0$)은 제Ⅲ장에서 설명한 바대로 처치집단에 대하여 성향점수매칭 방식으로 구성된 지주회사전환집단이 아닌 일반 재벌의 계열사이다. 식 (1)을 고정효과 모형과 Pooled OLS로 각각 추정한 모형 (1)과 모형 (3)을 비교해보면 분석 결과가 질적으로 크게 다르지 않음을 확인할 수 있다. 따라서 이하에서는 고정효과 모형의 추정 결과인 모형 (1)을 중심으로 결과를 분석하기로 한다.

고정효과 모형 추정 결과 처치집단 더미변수인 T_i 는 기업 고정효과로 인해 생략되었고, 종속변수인 기업지배구조 점수($Score\ Total_{i,t}$)에 대하여 처치집단 변수와 전환 시점 변수의 상호작용항($T_i \times P_{i,t}$)의 회귀계수는 1% 유의수준에서 양(+)의 값(0.1001)을 갖는 것으로 나타났다. 따라서 지주회사전환집단 소속 계열사들의 기업지배구조 점수는 지주회사 체제로의 전환으로 약 10.53% 증가하는 것으로 추정된다($e^{0.1001} - 1$). 한편 통제변수 중에서는 기업규모($Size_{i,t}$)가 양(+)의 통계적 유의성을 보여, 기업규모가 클수록 기업지배구조 수준도 더 높은 것으로 추정되었다.

(Table 2) The effect of the conversion to holding company system on corporate governance scores

	<i>Score Total_{i,t}</i>			
	Fixed effect model		Pooled OLS	
	(1)	(2)	(3)	(4)
T_i		(omitted)	0.0321 (0.95)	0.0836** (2.06)
$P_{i,t}$	-0.0231 (-1.10)		-0.0265 (-1.29)	
$T_i \times P_{i,t}$	0.1001*** (3.32)		0.1133*** (3.87)	
$T_i \times Z_{i,-3}$		-0.0789** (-2.12)		-0.0923*** (-2.66)
$T_i \times Z_{i,-2}$		0.0050 (0.27)		0.0106 (0.54)
$T_i \times Z_{i,0}$		-0.0003 (-0.01)		-0.0048 (-0.13)
$T_i \times Z_{i,+1}$		0.0556* (1.85)		0.0319 (1.02)
$T_i \times Z_{i,+2}$		0.0946*** (3.55)		0.0791*** (2.88)
$T_i \times Z_{i,+3}$		0.0899*** (2.72)		0.0907*** (2.63)
<i>Centrality_{i,t}</i>	-0.0011 (-0.40)	-0.0013 (-0.46)	-0.0029 (-1.65)	-0.0028 (-1.57)
<i>Foreign_{i,t}</i>	0.0006 (0.42)	0.0007 (0.49)	-0.0007 (-0.60)	-0.0006
<i>EBITDA/Sales_{i,t}</i>	-0.0004 (-0.76)	-0.0005 (-1.02)	-0.0006 (-0.78)	-0.0007
<i>Growth_{i,t}</i>	0.0000 (0.03)	0.0000 (-0.01)	0.0001 (0.22)	0.0001
<i>Size_{i,t}</i>	0.0535** (2.20)	0.0527** (2.16)	0.0995*** (9.52)	0.0964*** (9.30)
<i>Leverage_{i,t}</i>	-0.0420 (-0.42)	-0.0596 (-0.58)	-0.1546** (-2.20)	-0.1618** (-2.31)
<i>Constant</i>	Yes	Yes	Yes	Yes
<i>Firm FE</i>	Yes	Yes	.	.
<i>Year FE</i>	Yes	Yes	Yes	Yes
<i>Industry FE</i>	Yes	Yes	Yes	Yes
<i>Obs.</i>	1,709	1,709	1,709	1,709
<i>Number of Firms</i>	160	160	160	160
<i>Adj. R²</i>			0.5764	0.5740
<i>Within R²</i>	0.6465	0.6499		

Note: $T_i = 1$ if firm i belongs to the treatment group. Otherwise, $T_i = 0$.

T_i is omitted in (1) and (2) which include firm-fixed effect.

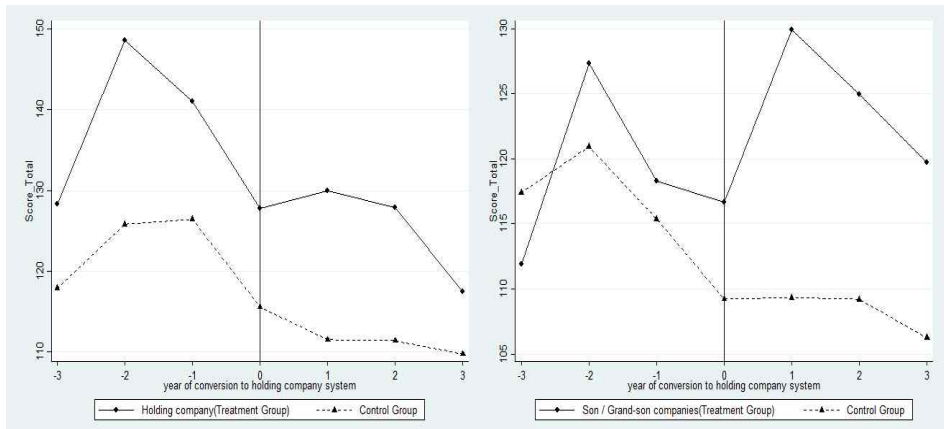
The values in parentheses are t-ratios based on firm-level-clustered robust standard errors.

*p<0.1, **p<0.05, ***p<0.01.

모형 (2) 와 모형 (4) 는 지주회사 체제로의 전환 시점 이전에 평행 추세 가 존재하였는지 여부를 살펴보기 위해 시차 변수들을 추가한 회귀식 (3) 을 고정효과 모형과 Poole OLS로 각각 추정한 결과이다($j = -1$ 는 기준연도로 제외). 이 때 시점 더미변수와 처치집단 더미변수의 상호교차항의 회귀계수들은 각 시점별로 기준 시점에 비해 처치집단과 통제집단 간 종속변수의 차이가 얼마나 더 크지를 보여준다(손호성, 2018). 고정효과 모형의 추정 결과인 모형 (2) 를 살펴보면 전환 시점 이전에는 기업지배구조 점수에 대한 상호교차항의 회귀계수가 대체로 통계적 유의성을 보이지 않고 크기도 상대적으로 0에 가까워 평행 추세 가정을 충족하는 것으로 보인다. 지주회사 체제로 전환한 이후에는 상호교차항의 회귀계수가 통계적 유의성을 보이며 크기가 전환 전에 비해 점점 증가하는 것을 확인할 수 있으며, 전환 시점으로부터 2 번째 해($j = +2$)에 가장 큰 값(0.0946)을 보이는 것을 확인할 수 있다.

추가적으로, 지주회사 체제로의 전환 이후 나타나는 기업지배구조 점수 변화가 주로 지주회사의 기업지배구조 점수 개선에 의한 것인지, 아니면 자·손자회사(지주회사 체제 밖 계열사 포함)에 의한 것인지 분석²⁵⁾ 하였다. <Figure 2>에서 볼 수 있듯이, 지주회사와 자·손자회사는 그에 상응하는 통제집단보다 기업지배구조 점

<Figure 2> Corporate governance scores of holding companies and son/grand-son companies before and after the conversion to the holding company system



25) 전환집단지주회사와 자·손자회사를 따로 분석할 경우 처치집단을 나타내는 더미변수 T_i 와 $Centrality_{i,t}$ 의 높은 상관관계로 다중공선성 발생이 우려되어 $Centrality_{i,t}$ 는 분석모형에서 제외하고 분석하였으나 $Centrality_{i,t}$ 를 포함하여도 추정 결과가 질적으로 달라지지 않았다.

〈Table 3〉 The effect of the conversion to holding company system on corporate governance scores of holding companies and son/grand-son companies

Treatment group	<i>Score Total_{i,t}</i>			
	holding companies		son/grand-son companies	
	(1)	(2)	(3)	(4)
T_i	(omitted)		(omitted)	
$P_{i,t}$	0.0104 (0.33)		-0.0372 (-1.48)	
$T_i \times P_{i,t}$	0.0734 (0.95)		0.1107*** (3.22)	
$T_i \times Z_{i,-3}$		-0.2162** (-2.39)		-0.0609 (-1.47)
$T_i \times Z_{i,-2}$		-0.0396 (-0.67)		0.0046 (0.22)
$T_i \times Z_{i,0}$		-0.0150 (-0.25)		-0.0072 (-0.16)
$T_i \times Z_{i,+1}$		-0.0077 (-0.07)		0.0615* (1.92)
$T_i \times Z_{i,+2}$		0.0277 (0.39)		0.0994*** (3.26)
$T_i \times Z_{i,+3}$		-0.0463 (-0.43)		0.1155*** (3.25)
$Foreign_{i,t}$	0.0015 (0.62)	0.0020 (0.79)	0.0000 (0.03)	0.0002 (0.10)
$EBITDA/Sales_{i,t}$	-0.0004 (-0.43)	-0.0003 (-0.3)	-0.0001 (-0.12)	-0.0001 (-0.14)
$Growth_{i,t}$	-0.0002 (-0.28)	-0.0002 (-0.28)	0.0000 (-0.01)	0.0000 (0.02)
$Size_{i,t}$	0.0303 (0.74)	0.0459 (1.04)	0.0538* (1.85)	0.0479 (1.61)
$Leverage_{i,t}$	0.1635 (1.56)	0.1495 (1.16)	-0.0939 (-0.79)	-0.1027 (-0.84)
<i>Constant</i>	Yes	Yes	Yes	Yes
<i>Firm FE</i>	Yes	Yes	Yes	Yes
<i>Year FE</i>	Yes	Yes	Yes	Yes
<i>Obs.</i>	410	410	1,304	1,304
<i>Number of Firms</i>	41	41	127	127
<i>Within R²</i>	0.6983	0.7106	0.6429	0.6463

Note: $T_i = 1$ if firm i belongs to the treatment group. Otherwise, $T_i = 0$.

T_i is omitted in (1) and (2) which include firm-fixed effect.

The values in parentheses are t-ratios based on firm-level-clustered robust standard errors.

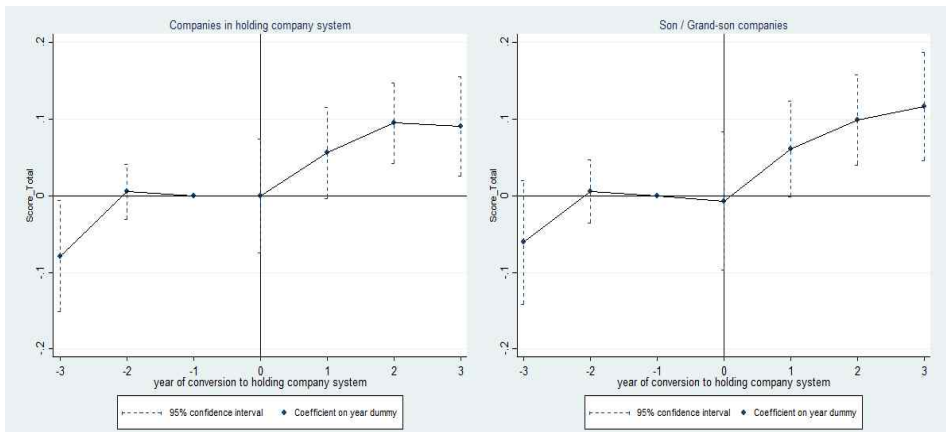
*p<0.1, **p<0.05, ***p<0.01.

수의 평균이 대체로 높고, 지주회사 체제전환 후 +1기에는 평균 점수가 상승했다가 그 이후부터 감소하는 추세를 보인다. 다만 자·손자회사가 지주회사보다 통제집단과의 점수 차이가 더 큰 것을 확인할 수 있다.

전환집단지주회사(처치집단)와 그 통제집단만으로 구성된 표본으로 회귀분석을 실시한 결과, <Table 3>의 모형(1)에서 볼 수 있듯이 상호작용항($T_i \times P_{i,t}$)의 회귀계수는 통계적으로 유의하지 않았다. 반면 자·손자회사 등과 이에 상응하는 통제집단만으로 구성된 표본으로 분석한 결과(모형(3)) 상호작용항의 회귀계수는 0.1107로 통계적으로 유의한 양(+)의 값을 가지는 것으로 나타나, 지주회사 체제전환으로 자·손자회사 등의 기업지배구조점수가 약 11.70% 상승하는 것으로 나타났다($e^{0.1107} - 1$). 그리고 모형(4)에서 볼 수 있듯이 지주회사 체제로 전환하기 전에는 상호교차항의 회귀계수가 0에 비교적 가깝고 통계적 유의성을 보이지 않았으나 체제 전환 시점 이후에는 크기가 증가하고 통계적으로도 유의하여 평행 추세 가정도 충족되는 것으로 보인다. 이상의 내용을 종합해보면 지주회사전환집단의 기업지배구조 점수 개선은 지주회사보다는 자·손자회사 등의 점수 상승에 주로 기인하는 것으로 해석된다.

<Figure 3>는 평행 추세 가정이 충족되는지 확인하기 위해 회귀식 (3)을 추정한 결과 도출된 상호작용항들의 회귀계수를 95% 신뢰구간과 함께 그림으로 나타낸 것이다(<Table 2>의 모형(2), <Table 3>의 모형(4)).

<Figure 3> Differences in corporate governance scores between groups before and after the conversion to the holding company system



한편 한국기업지배구조원이 평가하는 기업지배구조 점수는 상장기업의 기업지배구조를 주주 권리의 보호, 이사회, 감사기구, 공시 등으로 나누어 부문별로 세부적인 평가 기준에 따라 점수를 매긴 후 각 부문의 점수를 합산(감점 사항이 있으면 감점)하여 총점을 산출한 것이다. 기업지배구조 점수를 이루는 하위 부문 중 어떤 부분이 지주회사 체제전환에 상대적으로 더욱 민감한지 알아보기 위하여 하위 부문들의 점수를 자연로그값으로 변환하여 종속변수로 투입해 식 (1) 과 동일한 회귀식을 고정효과 모형으로 추정해보았다. 그 결과가 <Table 4>에 정리되어 있다.

<Table 4> The effect of the conversion to holding company system on corporate governance scores in sub-categories

	<i>shareholder</i>	<i>directors</i>	<i>audit</i>	<i>disclosure</i>
	(1)	(2)	(3)	(4)
T_i	(omitted)			
$P_{i,t}$	-0.0220 (-0.82)	-0.0352 (-1.25)	-0.0052 (-0.17)	-0.0161 (-0.48)
$T_i \times P_{i,t}$	-0.0326 (-0.67)	0.0289 (0.59)	0.0446 (0.77)	0.1114** (2.24)
$Centrality_{i,t}$	-0.0019 (-0.72)	0.0017 (0.40)	-0.0013 (-0.35)	-0.0046 (-1.05)
$Foreign_{i,t}$	0.0018 (1.42)	-0.0026 (-1.38)	-0.0006 (-0.29)	0.0022 (1.18)
$EBITDA/Sales_{i,t}$	0.0009 (1.27)	-0.0016* (-1.76)	0.0015 (1.03)	-0.0010 (-1.08)
$Growth_{i,t}$	-0.0002 (-0.55)	-0.0002 (-0.46)	-0.0010** (-2.39)	0.0004 (0.77)
$Size_{i,t}$	0.0059 (0.28)	0.0862*** (2.80)	0.0698 (1.51)	0.1086*** (2.66)
$Leverage_{i,t}$	0.1513* (1.87)	-0.1145 (-0.72)	0.1175 (0.68)	-0.2947** (-2.04)
<i>Constant</i>	Yes	Yes	Yes	Yes
<i>Firm FE</i>	Yes	Yes	Yes	Yes
<i>Year FE</i>	Yes	Yes	Yes	Yes
<i>Obs.</i>	1,709	1,709	1,709	1,709
<i>Number of Firms</i>	160	160	160	160
<i>Within R²</i>	0.7001	0.6545	0.0769	0.3679

Note: The values in parentheses are t-ratios based on firm-level-clustered robust standard errors.

*p<0.1, **p<0.05, ***p<0.01.

분석 결과 처치집단 더미변수인 T_i 는 기업 고정효과로 인해 생략되었고, 주주 권리 보호 점수(모형(1))와 이사회 점수(모형(2)), 감사기구 점수(모형(3))가 종속변수인 모형들은 상호작용항($T_i \times P_{i,t}$)의 회귀계수가 통계적으로 유의하지 않은 것으로 나타났다. 반면 공시 부문 점수(모형(4))에 대해서는 상호교차항($T_i \times P_{i,t}$)의 회귀계수가 5% 수준에서 통계적으로 유의하게 양(+)의 값(0.1114)을 가지는 것으로 나타났고, 지주회사 체제 전환으로 지주회사전환집단 소속 계열사들의 공시 부문 점수가 통제집단보다 약 11.78% 높아지는 것으로 추정되었다($e^{0.1114} - 1$). 통제변수로는 기업지배구조 점수 총점의 경우와 마찬가지로 기업 규모가 클수록 이사회 부문과 공시 부문 점수가 더 높은 것으로 나타나 기업 규모가 기업지배구조 수준에 영향을 미치는 중요한 요인임을 확인할 수 있다. 하지만 부채비율($Leverage_{i,t}$)이 높을수록 주주 권리 보호 부문 점수는 높아지는 반면 공시 부문 점수는 낮아지는 것으로 추정되어 그 원인에 관해서는 별도의 분석이 필요해 보인다.

별도의 표로 보고하지는 않으나 전체 표본을 지주회사와 그에 상응하는 통제집단, 자·손자회사와 그에 상응하는 통제집단으로 나누어 기업지배구조 점수의 하위 항목별로 지주회사 체제로의 전환이 미치는 영향을 분석해보았다. 분석 결과, 전체 표본을 대상으로 분석한 결과와 마찬가지로 지주회사는 체제전환 이후에 모든 하위 항목 점수에서 그에 상응하는 통제집단과 통계적으로 유의한 차이를 보이지 않았으나, 자·손자회사 등은 그 통제집단에 비해 공시 항목 점수가 통계적으로 유의하게 증가한 것으로 나타났다.

3. 지주회사 체제로의 전환이 내부거래에 미치는 영향 분석

본 절에서는 지주회사 체제로의 전환이 지주회사전환집단의 내부거래 비중에 어떠한 영향을 미치는지 분석한다. 이를 위해 종속변수를 내부거래 비중, 즉 특수관계자와의 거래를 통해 거둔 수익과 매출이 총매출액에서 차지하는 비중($RPTs_{i,t}$)으로 삼고, 처치집단 더미변수(T_i)와 전환 시점 더미변수($P_{i,t}$), 그리고 두 변수의 상호교차항($T_i \times P_{i,t}$)을 통제변수들과 함께 분석모형에 투입하여 DID 계수를 추정하였다.

고정효과 모형(모형(1))으로 추정한 결과 T_i 는 기업 고정효과로 인해 생략되었고, $T_i \times P_{i,t}$ 의 회귀계수는 1% 수준에서 통계적으로 유의한 양(+)의 값(0.1023)

을 갖는 것으로 추정되었다. 즉, 지주회사전환집단에 속한 계열사들은 지주회사 체제 전환으로 약 10.23%p만큼 내부거래 비중이 증가하는 것으로 해석된다. 모형 (1)의 추정 결과를 계속 살펴보면 통제변수 중에서는 $Centrality_{i,t}$, $DL_{i,t}$, $Leverage_{i,t}$ 의 회귀계수가 통계적으로 유의한 양(+)의 값을 가지는 반면 $Foreign_{i,t}$ 과 $Size_{i,t}$ 의 회귀계수는 음(-)의 값을 가지는 것으로 나타났다.²⁶⁾ 이 중 총자산 대비 현금배당금의 비중을 나타내는 $DL_{i,t}$ 가 높을수록 내부거래 비중이 증가하는 경향이 있는 것으로 나타난 것은 배당을 많이 하는 기업들이 배당에 필요한 수익을 주로 내부거래를 통해 충당하고 있을 가능성을 제시한다. 외국인투자자의 지분율이 높을수록 내부거래 비중이 낮은 것으로 추정된 것은 대주주의 대리인 문제에 대한 외국인투자자의 모니터링 효과에 따른 것으로 보인다. 그리고 회귀식 (3)을 추정한 모형 (2)을 살펴보면 시점 더미와 처치집단 더미로 만든 상호작용항들의 회귀계수(base year인 $j = -1$ 은 생략)가 지주회사 체제로의 전환이 일어나기 전에는 상대적으로 0에 더 가깝다가 전환 이후 크기가 커지는 추세를 보이고, 전환 후 +3기에는 두 집단 사이에 통계적으로 유의한 차이가 나타나는 것으로 나타나 평행 추세 가정이 충족되는 것으로 보인다.

한편 <Table 5>의 모형 (1)에서 $Centrality_{i,t}$ 의 회귀계수가 1% 수준에서 통계적으로 유의한 양(+)의 값(0.0113)을 갖는 것으로 추정된 것은 기업집단 피라미드 내에서의 수직적 위치가 높고 다른 계열사들에 대한 지배력이 높은 핵심기업일수록 내부거래 비중이 높을 가능성을 보여준다. 처치집단으로 분류된 계열사 중에는 지주회사뿐만 아니라 해당 지주회사전환집단에 속한 자회사와 손자회사, 지주회사 체제 밖에 있는 계열사도 포함되어 있기 때문에 이들 중 다른 계열사들보다 $Centrality_{i,t}$ 가 높은 지주회사의 내부거래 비중이 지주회사 체제전환 이후 상대적으로 더 많이 증가하였을 수 있다. 이러한 가능성을 확인하기 위해 지주회사전환집단의 지주회사(전환집단지주회사)와 지주회사에 매칭된 기업들(통제집단), 그리고 지주회사전환집단의 자·손자회사 등(처치집단)과 이에 매칭된 기업들(통제집단)로 표본을 나누어 회귀식 (2)를 추정하였다.

26) 터널링의 존재 가능성을 고려하여 기업 i 의 $Centrality_{i,t}$ 대신 총수일가의 실질지분율을 분석모형에 투입해보았으나 ($Centrality_{i,t}$ 와의 상관계수가 0.2555로 1% 수준에서 유의한 것으로 나타나 따로 투입) $Centrality_{i,t}$ 를 넣은 모형의 분석 결과와 질적으로 다르지 않았다.

〈Table 5〉 The effect of the conversion to holding company system on
related party transactions

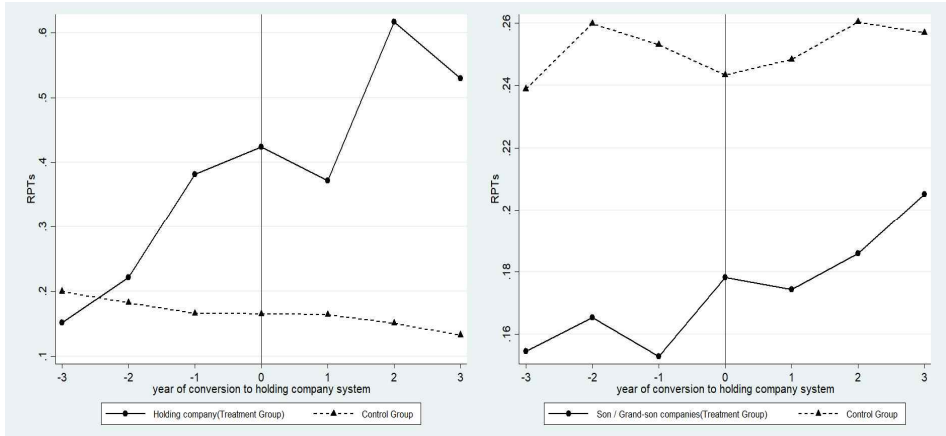
	$RPTs_{i,t}$			
	Fixed effect model		Pooled OLS	
	(1)	(2)	(3)	(4)
T_i		(omitted)	-0.0734 (-1.53)	-0.0272 (-0.59)
$P_{i,t}$	-0.0389* (-1.95)		-0.0273 (-1.03)	
$T_i \times P_{i,t}$	0.1023*** (3.91)		0.1340*** (3.64)	
$T_i \times Z_{i,-3}$		-0.0721* (-1.87)		-0.0727* (-1.94)
$T_i \times Z_{i,-2}$		0.0008 (0.05)		-0.0058 (-0.41)
$T_i \times Z_{i,0}$		0.0066 (0.27)		0.0501* (1.95)
$T_i \times Z_{i,+1}$		0.0192 (0.68)		0.0408 (1.18)
$T_i \times Z_{i,+2}$		0.0455 (1.27)		0.0830** (2.11)
$T_i \times Z_{i,+3}$		0.1126*** (3.49)		0.1147*** (2.82)
$Centrality_{i,t}$	0.0113*** (2.93)	0.0107*** (2.85)	0.0037 (1.36)	0.0038 (1.39)
$Foreign_{i,t}$	-0.0028*** (-3.17)	-0.0027*** (-3.21)	0.0009 (0.66)	0.0010 (0.73)
$EBITDA_{i,t}$	-0.0022 (-1.30)	-0.0021 (-1.27)	-0.0043* (-1.93)	-0.0041* (-1.83)
$DI_{i,t}$	4.1386*** (3.25)	3.9381*** (3.09)	2.8281** (2.01)	2.6581* (1.85)
$Growth_{i,t}$	-0.0004 (-1.07)	-0.0003 (-0.95)	-0.0003 (-0.76)	-0.0003 (-0.67)
$Size_{i,t}$	-0.0498* (-1.73)	-0.0521* (-1.86)	0.0336 (1.62)	0.0307 (1.47)
$Leverage_{i,t}$	0.2181*** (3.14)	0.2001*** (3.04)	-0.1398 (-1.51)	-0.1458 (-1.55)
<i>Constant</i>	Yes	Yes	Yes	Yes
<i>Firm FE</i>	Yes	Yes		
<i>Year FE</i>	Yes	Yes	Yes	Yes
<i>Industry FE</i>	Yes	Yes	Yes	Yes
<i>Obs.</i>	1,720	1,720	1,720	1,720
<i>Number of Firms</i>	160	160	160	160
<i>Adj. R²</i>			0.3217	0.3146
<i>Within R²</i>	0.1388	0.1519		

Note: $RPTs_{i,t}$ is measured by related party sales and other revenues divided by total sales, which are winsorized at 1% in each tail to exclude outliers.

The values in parentheses are t-ratios based on firm-level-clustered robust standard errors.

*p<0.1, **p<0.05, ***p<0.01

〈Figure 4〉 Differences in related party transactions between groups before and after the conversion to the holding company system



〈Figure 4〉는 지주회사와 그에 상응하는 통제집단, 그리고 자·손자회사와 그에 상응하는 통제집단의 내부거래 비중의 평균 추이를 각각 비교한 것이다. 이를 살펴보면 지주회사는 평균 내부거래 비중에 거의 변동이 없는 통제집단에 비해 지주회사 체제로의 전환 후 내부거래 비중이 +1기와 +3기에 다소 감소하긴 했으나 +2기에 크게 증가한 것을 볼 수 있다. 자·손자회사도 내부거래 비중 평균이 체제 전환 후 대체로 계속 증가하는 반면, 그에 상응하는 통제집단의 내부거래 비중 평균은 자·손자회사보다 변동폭이 작고, +3기에는 감소하는 것으로 나타났다.

〈Table 6〉에서 전환집단지주회사와 그에 상응하는 통제집단만으로 구성된 표본을 이용한 회귀분석 결과를 살펴보면(모형(1)) 상호작용항($T_i \times P_{i,t}$)의 회귀계수가 통계적으로 유의한 양(+)의 값(0.4248)을 갖는 것으로 추정되었으며, 이는 지주회사 체제로의 전환으로 전환집단지주회사들은 내부거래 비중이 42.48%p만큼 증가하는 것으로 해석할 수 있다. 반면 지주회사전환집단 소속 계열사 중 지주회사를 제외한 자·손자회사 등(처치집단)과 이에 상응하는 통제집단만으로 구성된 표본으로 동일한 분석을 실시한 결과, 〈Table 6〉의 모형(3)에서 볼 수 있듯이 지주회사 체제전환 이후 자·손자회사 등의 내부거래 비중은 약 4.48%p 정도 증가하는 것으로 나타났다.

이상의 분석 결과를 종합해보면 지주회사 체제전환 이후 나타나는 지주회사전환 집단의 내부거래 비중 증가는 자·손자회사 등보다는 지주회사의 내부거래 증가로

〈Table 6〉 The effect of the conversion to holding company system on related party transactions of holding companies and son/grand-son companies

Treatment group	$RPTs_{i,t}$			
	holding companies		son/grand-son companies	
	(1)	(2)	(3)	(4)
T_i	(omitted)		(omitted)	
$P_{i,t}$	-0.1252**		-0.0170	
	(-2.51)		(-0.75)	
$T_i \times P_{i,t}$	0.4248***		0.0448**	
	(4.46)		(2.03)	
$T_i \times Z_{i,-3}$		-0.1773***		-0.0280
		(-3.04)		(-0.65)
$T_i \times Z_{i,-2}$		-0.0326		0.0138
		(-1.24)		(0.78)
$T_i \times Z_{i,0}$		0.1428		0.0097
		(1.59)		(0.64)
$T_i \times Z_{i,+1}$		0.1258		0.0317
		(1.20)		(1.43)
$T_i \times Z_{i,+2}$		0.2984**		0.0007
		(2.68)		(0.02)
$T_i \times Z_{i,+3}$		0.4310***		0.0564*
		(4.73)		(1.97)
$Foreign_{i,t}$	-0.0001	-0.0002	-0.0020	-0.0019
	(-0.05)	(-0.12)	(-1.64)	(-1.63)
$EBITDA_{i,t}$	-0.0016	-0.0031	-0.0019	-0.0020
	(-0.35)	(-0.53)	(-1.12)	(-1.14)
$DI_{i,t}$	6.8346**	5.0147	2.4975*	2.4695*
	(2.25)	(1.61)	(1.91)	(1.88)
$Growth_{i,t}$	-0.0005	-0.0003	-0.0005	-0.0005
	(-0.63)	(-0.47)	(-1.47)	(-1.49)
$Size_{i,t}$	-0.0905	-0.0667	-0.0140	-0.0169
	(-1.34)	(-1.20)	(-0.43)	(-0.52)
$Leverage_{i,t}$	0.4045**	0.2492	0.2051***	0.1993***
	(2.10)	(1.32)	(2.99)	(2.87)
<i>Constant</i>	Yes	Yes	Yes	Yes
<i>Firm FE</i>	Yes	Yes	Yes	Yes
<i>Year FE</i>	Yes	Yes	Yes	Yes
<i>Obs.</i>	413	413	1,312	388
<i>Number of Firms</i>	41	41	127	52
<i>Within R²</i>	0.3889	0.4381	0.0661	0.0709

Note: $T_i = 1$ if firm i belongs to the treatment group. Otherwise, $T_i = 0$.

T_i is omitted in (1) and (2) which include firm-fixed effect.

The values in parentheses are t-ratios based on firm-level-clustered robust standard errors.

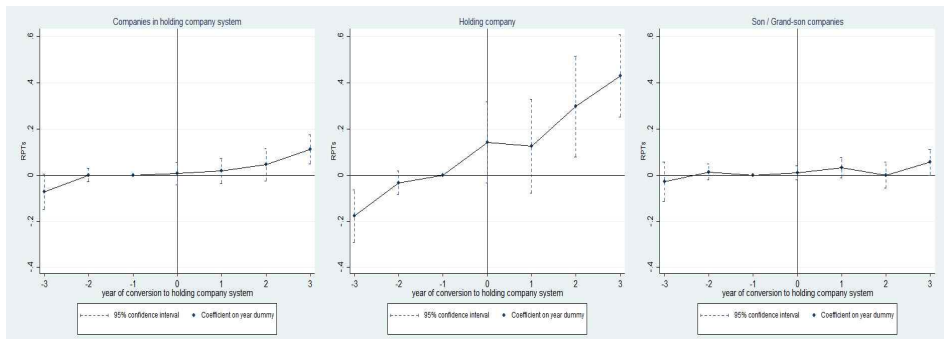
*p<0.1, **p<0.05, ***p<0.01.

부터 크게 영향을 받은 결과인 것으로 볼 수 있다. 이처럼 자·손자회사 등에 비해 지주회사의 내부거래 비중이 더 많이 증가하는 이유는 전환집단지주회사의 주요 수익원이 상표권 수수료, 임대료, 경영컨설팅 수수료 등과 같은 배당외수익이라는 특성 때문인 것으로 보인다. 또 지주회사들은 지주회사 체제로 전환하는 과정에서 매출액과 내부거래 규모가 모두 감소하나 내부거래 규모가 상대적으로 덜 감소하여 내부거래 비중이 증가한 것으로 분석된다. 그러나 지주회사 체제로 변환하여도 매출액에 큰 변동이 없는 자·손자회사 등의 경우 체제전환 후 매출액보다는 내부거래 규모가 상대적으로 크게 증가하여 내부거래 비중이 증가한 것으로 나타났다. 따라서 지주회사 체제로의 전환이 지주회사전환집단의 내부거래 비중 증가에 영향을 미쳤다고 보는 것이 타당하다고 판단된다.

한편 <Table 6>의 모형 (2) 와 모형 (4) 는 각각 지주회사와 그에 상응하는 통제집단, 자·손자회사 등과 그에 상응하는 통제집단으로 구성된 표본으로 DID 계수를 추정할 때 평행 추세 가정이 충족되는지 알아보기 위해 회귀식 (3) 을 고정효과 모형으로 추정한 결과이다. 지주회사 체제전환 이전($j < 0$)에는 회귀계수의 크기가 상대적으로 0에 가까웠으나($j = -1$ 기는 기준 연도로서 제외됨) 지주회사 체제전환이 이루어진 연도 이후부터 대체로 상호작용항의 회귀계수가 크게 증가하고 $j = +2$ 기와 $+3$ 기에는 통계적 유의성도 나타나(모형 (4) 는 $+3$ 기만) 처치집단과 통제집단 간 내부거래 비중 격차 발생에 지주회사 체제로의 전환이 영향을 미친 것으로 보인다.

아래 <Figure 5>는 <Table 5>의 모형 (2) 와 <Table 6>의 모형 (2) 및 모형 (4) 에서 추정한 상호작용항들의 회귀계수와 95% 신뢰구간이 표시되어 있다.

<Figure 5> Differences in related party transactions between groups before and after the conversion to the holding company system



4. 내생성 및 강건성 분석

지면의 한계로 별도의 표를 이용해 보고하지는 않으나 내생성과 강건성을 확인하기 위해 실시한 분석들의 결과는 다음과 같다. 우선 지주회사 체제 전환 여부의 내생성 여부를 검정하기 위하여 2007년 지주회사 행위 제한 규제 완화 이후 지주회사 설립·전환 건수가 증가하였다는 점에 근거하여 2007년 이후 시점을 나타내는 더미변수(2008년을 포함하여 그 이후이면 1, 2008년 이전이면 0)를 도구변수로 삼아 Hausman Test와 2SLS(two-stage least squares estimation)를 실시하였다. 회귀식 (1)과 (2)에 투입하였던 것과 동일한 통제변수들을 각각 투입한 상태에서 기업지배구조 점수를 종속변수로 삼은 경우 Hausman Test 결과 귀무가설(지주회사 체제 전환 여부 변수의 외생성)이 1% 유의수준에서 기각되었다. 그러나 2SLS 추정 결과 지주회사전환집단에 속한 경우 통제집단보다 기업지배구조 점수가 1% 수준에서 더 높은 것으로 나타나 연구문제 1의 분석 결과와 질적으로 동일한 결과를 보였다. 반면 내부거래 비중을 종속변수로 하는 경우에는 Hausman Test 결과 귀무가설(지주회사 체제전환 여부의 외생성)이 기각되지 않았다. 또 분석결과의 강건성을 확인하기 위해 처치집단 중에서 지주회사전환집단에는 속해 있으나 지주회사 체제(지주회사·손자회사 등) 밖에 있는 계열사들을 제외하고 통제집단에서도 이에 매칭된 기업들을 제외한 후 회귀식(1)과 (2)를 각각 추정해보았다. 추정 결과는 이들 기업들 표본에서 제외하지 않았을 때의 분석 결과와 질적으로 다르지 않았다.

V. 결 론

본 연구는 지주회사 체제로 전환한 후 재벌의 기업지배구조 수준과 내부거래 비중에 어떤 변화가 나타나는지 실증분석함으로써 지주회사 체제로의 전환으로 실질적인 기업지배구조 개선이 일어나고 있는지 아니면 지배주주가 지배력 강화를 계기로 사익추구를 할 개연성이 오히려 증가하였는지 살펴보았다.

이를 위해 2005년부터 2017년까지 지주회사전환집단에 소속된 상장 계열사들과 이 기업들에 대해 성향점수를 매칭한 일반 재벌 소속 계열사들로 표본을 구성한 후 회귀분석을 통해 DID 계수를 추정한 결과, 지주회사 체제로 전환한 후 지주회사전환집단 계열사들의 기업지배구조 점수와 내부거래 비중이 모두 통계적으로 유의하

게 증가하였다. 그리고 지주회사와 그에 상응하는 통제집단, 그리고 자·손자회사(지주회사 체제 밖 계열사 포함)와 그에 상응하는 통제집단에 대해 각각 분석한 결과 기업지배구조 점수는 자·손자회사(지주회사 체제 밖 계열사 포함)만 통제집단에 비해 통계적으로 유의하게 증가하는 것으로 나타났고, 내부거래 비중은 지주회사와 자·손자회사 모두 지주회사 체제로의 전환 이후 각각의 통제집단보다 통계적으로 유의하게 증가하였다. 다만 지주회사의 내부거래 비중의 증가폭이 자·손자회사 등의 증가폭보다 큰 것으로 추정되었다.

이러한 분석 결과는 지주회사 체제로 전환한 재벌들의 기업지배구조 수준이 개선되는 것처럼 보이나 실질적으로는 내부거래를 통한 지배주주의 도덕적 해이를 감시·통제하는 수준에 아직 미치지 못하고 있을 가능성을 보여준다. 특히 기업지배구조 점수의 하위 항목 중 공시 부문의 점수가 지주회사 체제전환 후 유의미하게 증가하였음에도 내부거래 비중이 증가하였다는 점에서 공시 강화만으로는 지주회사전환집단 지배주주의 내부거래를 통한 사익추구 행위를 효과적으로 감시·통제하는데 한계가 있는 것으로도 해석해 볼 수 있다.

재벌의 내부거래가 정책적 관심의 대상이 되는 이유는 과거 현대자동차그룹의 글로비스 사건처럼 총수 일가가 내부거래를 터널링의 수단으로 사용하여 사익을 추구하고 소액주주들의 이익을 유용한 것으로 평가되는 사례(백승엽, 2017; 윤성운 외, 2016; 조영곤·김주태, 2010) 등이 존재하고, 지금도 수익계약을 통한 일감몰아주기가 대기업집단 내에서 빈번히 일어나고 있기 때문이다. 내부거래는 합리적인 판단에 근거하여 생산 효율성을 증대시키기 위해 이루어질 수 있지만(신영수, 2012) 지원주체인 계열회사의 소액주주나 채권자들의 손해를 야기하고 경제력집중과 경쟁저해 등의 문제를 불러올 수도 있어 공정거래법뿐만 아니라 회사법, 상증세법 등 다양한 분야에 여러 제도와 규제가 도입되어 있다(백승엽, 2017).

특히 지주회사 체제로 전환하는 과정에서 총수 일가의 지배력이 확대되는 사례들²⁷⁾ (공정거래위원회, 2018; 유진수, 2014)을 고려하면 본 연구의 분석 결과는 현행 지주회사 제도가 본래의 정책 목표를 달성하기보다는 내부거래를 통한 총수 일가의

27) 공정거래위원회에 따르면 지주회사 전환 과정의 인적분할과 현물출자 등을 통해 SK는 총수 일가 지분이 11.01%에서 30.45%로 증가하였고 LG는 7.4%→31.91%, 아모레퍼시픽그룹은 27.7%→55.11%, 한진중공업홀딩스는 16.89%→50.25%로 증가했다(공정거래위원회, 2018).

사익추구와 경제력집중의 수단으로 악용될 수 있다는 우려를 실증적으로 뒷받침하는 근거가 될 수 있다. 정부도 이러한 우려를 반영하여 지주회사의 행위 제한 규정을 2007년에 완화하기 이전 수준으로 다시 강화하는 내용²⁸⁾과 총수 일가 사익편취 금지 규제대상을 확대하는 등의 내용을 담은 공정거래법 전면개정안을 국회에 제출하였고, 2020년 말에 개정안이 국회 본회의를 통과하였다. 그러나 지주회사 행위 제한 규정의 경우 그 적용대상이 기존에 이미 지주회사 체제로 전환한 기업집단에는 적용되지 않고 앞으로 새로 지주회사를 설립·전환하거나 새로 자회사 등을 편입하는 기업에만 적용하도록 되어 있어 부작용 해소에 한계가 있다는 지적이 일각에서 제기되고 있다.²⁹⁾ 또 총수 일가 사익편취 금지 규제도 실효성에 대한 우려가 여전히 존재한다. 특히 지주회사가 자·손자회사 등으로부터 상표권 수수료를 과도하게 수취하는 문제가 꾸준히 제기되어 왔으나 상표권에 대한 객관적인 가치 측정이 어렵다는 점 때문에 공정거래법상 부당지원행위 규제나 총수 일가 사익편취 금지 규제의 적용을 받은 사례가 극히 드물다. 따라서 지주회사 체제를 이용한 총수 일가의 사익추구 행위와 경제력집중에 대하여 규제 당국의 지속적이고 면밀한 감시와 보다 근본적인 정책 대안의 마련이 필요해 보인다.

본 연구는 재벌 상장사들로 구성된 자료를 이용하여 지주회사 체제로의 전환이 기업지배구조수준과 내부거래 비중에 어떠한 영향을 미쳤는지 회귀분석함으로써 현행 지주회사 제도의 타당성을 논의하는데 필요한 실증적 근거를 제공하였다는 점에서 학문적·정책적 의의가 있다. 그러나 지주회사전환집단들은 지주회사 체제 밖에 상당수의 계열사를 두고 있고 이 중에는 총수 일가 2세 등이 지분을 보유한 비상장 계열사들이 존재한다. 따라서 보다 깊이 있는 논의를 위해서는 비상장 계열사까지 고려한 분석이 필요하나 본 연구에서는 자료의 한계로 인해 다루지 못하였다. 이는 후속 연구를 통해 살펴보기로 한다.

28) 신규 지주회사(기존 지주회사의 신규 편입 자·손자회사 포함)를 대상으로 자·손자회사의 지분을 요건을 강화(상장 20%→30%, 비상장 40%→50%)

29) 『내일신문』, “공정거래법 개정안 규제효과 크지 않다”, 2020. 9. 8.

http://www.naeil.com/news_view/?id_art=361228

■ 참 고 문 헌

1. 공정거래위원회, 『지주회사 제도 안내』, 2006. 7.
(Translated in English) Korea Fair Trade Commission, *Holding Company Policy*, 2006. 7.
2. _____, 『지주회사 수익구조 실태조사』, 2018. 7.
(Translated in English) Korea Fair Trade Commission, *Survey on the Revenue Structure of Holding Company*, 2018. 7.
3. _____, 『2018년 공정거래법상 지주회사 현황 분석 결과』, 2018. 11.
(Translated in English) Korea Fair Trade Commission, *Holding Company Report 2018*, 2018. 11.
4. 김동운, “한국재벌과 지주회사체제: 주요 추세 및 특징, 2001-2011년,” 『경영사연구 (경영사학)』, 제66권, 2013, pp.5-24.
(Translated in English) Kim, Dong-Woon, “Korean Chaebols and the Holding Company System: Major Trends and Characteristics, 2001-2011,” *The Review of Business History*, Vol. 28, No. 2, 2013, pp.5-24.
5. 김우진 · 이은정 · 최난선헌, “동일인 지정 제도에 대한 비판적 검토: Centrality 적용 실증분석 및 제도 개선 방향,” 『법경제학연구』, 제17권 제3호, 2020, pp.561-584.
(Translated in English) Kim, Woojin, Eun Jung Lee, and Nansulhun Choi, “Critical Evaluation of ‘Same Person’ Concept in the Korean Fair Trade Act: Empirical Analysis Based on Centrality and a New Policy Direction,” *Korean Journal of Law and Economics*, Vol. 17, No. 3, 2020, pp.561-584.
6. 김진방, “재벌의 소유구조: 통계, 개념, 분석,” 『경제학연구』, 제48권 제2호, 2000, pp.57-93.
(Translated in English) Kim, Jinbang, “The Ownership Structure of Chaebol: Statistics, Concepts and Analyses,” *The Korean Journal of Economic Studies*, Vol. 48, No. 2, 2000, pp.57-93.
7. 박상인, “이스라엘 경제력집중법의 한국 재벌개혁에 대한 함의,” 『한국경제포럼』, 제10권 제3호, 2017, pp.1-32.
(Translated in English) Park, Sangin, “Israeli Concentration Law’s Implications for the Chaebol Reform of Korea,” *The Korean Economic Forum*, Vol. 10, No. 3, 2017, pp.1-32.
8. 박진 · 서정원 · 강신우, “한국주식시장의 지주회사 디스카운트,” 『한국증권학회지』, 제48권 제6호, 2019, pp.755-788.
(Translated in English) Park, Jin, Jungwon Suh, and Shinwoo Kang, “The Holding Company Discount in Korea’s Stock Market,” *Korean Journal of Financial Studies*, Vol. 48, No. 6, 2019, pp.755-788.
9. 박진우 · 이민교, “중견기업의 인적분할을 통한 지주회사 전환,” 『한국증권학회지』, 제48권 제1호, 2019, pp.1-27.
(Translated in English) Park, Jinwoo and Min-Gyo Lee, “Transformation of Mid-Sized Firms into the Holding Company Structure,” *Korean Journal of Financial Studies*, Vol. 48, No. 1, 2019, pp.1-27.

10. 백승엽, 『공정거래법상 일감몰아주기에 관한 연구』, 서울대학교 대학원 박사학위논문, 2017.
(Translated in English) Baek, Seung Yub, *Study on the Undue Support and Tunneling Through a Considerable Scale of Trade*, Ph. D. Thesis-Seoul National University, 2017.
11. 손호성, “이중차분 (Difference-in-Differences) 추정기법의 개념과 응용,” 『한국정책분석평가학회 학술대회 발표논문집』, 2018, pp.137-151.
(Translated in English) Sohn, Hosung, “Concepts and Applications of Difference-in-Difference Estimation,” *The Korean Association For Policy Analysis And Evaluation*, 2018, pp.137-151.
12. 신영수, “계열사간 내부거래 (부당지원행위) 규제에 대한 입법론적 분석과 대안,” 『법제연구』, 제43권, 2012, pp.67-97.
(Translated in English) Shin, Young-Su, “A Legislative Analysis on the Regulation of the Unfair Assisting Behaviors under the Fair Trade Act,” *Journal of Law and Legislation*, Vol. 43, 2012, pp.67-97.
13. 신호영 · 박화윤, “지주회사 전환기업의 이익조정과 지배구조개선,” 『국제회계연구』, 제23권, 2008, pp.77-98.
(Translated in English) Shin, Hoyoung, and Hwa Yoon Park, “Earnings Management and Corporate Governance Improvement of Those that Changed into the Holding Companies,” *Korea International Accounting Review*, Vol. 23, 2008, pp.77-98.
14. 유진수, “인적분할을 통한 지주회사 전환에 대한 연구,” 『산업조직연구』, 제22권, 제2호, 2014, pp.73-95.
(Translated in English) Yoo, Jin-Soo, “Spin-off into a Holding Company, Stock Share and Stock Price,” *The Korean Journal of Industrial Organization*, Vol. 22, No. 2, 2014, pp.73-95.
15. 윤성운 · 김진훈 · 김윤수, “공정거래법에 의한 터널링규제-사익편취금지규정을 중심으로,” BFL, 78, 2016, pp.24-40.
(Translated in English) Yun, Seongun, Jinhoon Kim, and Yunsoo Kim, “Regulations on Tunneling in the Korean Fair Trade Act,” BFL, Vol. 78, 2016, pp.24-40.
16. 이대웅 · 권기현 · 문상호, “근로장려세제 (EITC) 의 정책효과에 관한 연구 -성향점수 매칭 (PSM) 이중, 삼중차이 분석을 중심으로,” 『한국정책학회보』, 제24권 제2호, 2015, pp.27-57.
(Translated in English) Lee, Dae-Woong, Gi-heon Kwon, and Sangho Moon, “The Policy Effect of the Earned Income Tax Credit in Korea: Focusing on the Analysis of PSM with DID · DDD,” *Korean Policy Studies Review*, Vol. 24, No. 2, 2015, pp.27-57.
17. 이문영, “지주회사체제와 경영성과: 형식적 변화인가, 실질적 변화인가?” 『회계학연구』, 제44권 제6호, 2019, pp.231-264.
(Translated in English) Lee, Moony, “Holding Company System and Performance: Is it a Formal Change or a Substantial One?” *Korean Accounting Review*, Vol. 44, No. 6, pp.231-264.
18. 이정화 · 문상호, “기초연금이 고령자의 소득에 미치는 영향-성향점수매칭 (PSM) 이중차이 (DID) 를 활용한 분석,” 『한국정책학회보』, 제23권 제3호, 2014, pp.411-442.
(Translated in English) Lee, Jeong-Hwa and Sangho Moon, “The Effect of Basic Pension

- on the Economic Status of Older People: Using Propensity Score Matching and Difference-in-Differences Method,” *Korean Policy Studies Review*, Vol. 23, No. 3, 2014, pp. 411-442.
19. 정도진, “지주회사전환기업집단과 상호출자제한기업집단의 경영성과와 기업가치 및 지배구조투명성 비교,” 『대한경영학회지』, 제21권 제2호, 2008, pp. 767-789.
(Translated in English) Jung, Do-Jin, “The Comparison of the Performance, Firm Value, and Corporate Governance between Holding Company and Companies Group,” *Korean Journal of Business Administration*, Vol. 21, No. 2, 2008, pp. 767-789
20. 조영곤 · 김주태, “재벌의 경영권 승계 과정에서의 대리인 문제 연구,” 『대한경영학회지』, 제23권 제6호, 2010, pp. 3451-3477.
(Translated in English) Cho, Young-Gon, and Joo-Tae Kim, “A Study On Agency Problems During Chaebols CEO Succession,” *Korean Journal of Business Administration*, Vol. 23, No. 6, 2010, pp. 3451-3477.
21. 최수미 · 임묘경, “지주회사의 지배구조와 이익의 질,” 『회계저널』, 제18권 제4호, 2009, pp. 207-239.
(Translated in English) Choi, Sumi, and Myokyung Lim, “Corporate Governance and Earnings Management of Holding Company,” *Korean Accounting Journal*, Vol. 18, No. 4, 2009, pp. 207-239.
22. 최정표, 『한국재벌사연구』, 도서출판 해남, 2014.
(Translated in English) Jeong-Pyo Choi, *The History of Chaebols in Korea*, Seoul: Haenam, 2014.
23. 황이석 · 이문영 · 최세라, “재벌의 소유구조와 원가 하방탄력성: 중핵기업을 중심으로,” 『회계학연구』, 제43권 제4호, 2018, pp. 161-199.
(Translated in English) Hwang, Lee-seok, Moony Lee and Sera Choi, “Ownership Structure and Cost Downward Elasticity of Chaebol: Focusing on Central Firms,” *Korean Accounting Review*, Vol. 43, No. 4, pp. 161-199.
24. 황현영, “회사법적 관점에서 바라본 지주회사제도의 문제점과 개선방안-지주회사 형성과정과 수익구조를 중심으로,” 『기업법연구』, 제33권 제4호, 2019, pp. 157-187.
(Translated in English) Hwang, Hyun-young, “A The Problems and Improvement of Holding Company from the Perspective of the Company’s Law - Focusing on the Formation and Profit Structure of Holding Company,” *Korea Business Law Association*, Vol. 33, No. 4, 2019, pp. 157-187.
25. 홍명수 · 이찬열, “독점규제법상 지주회사 규제와 개선 방안에 관한 고찰,” 『가천법학』, 제10권 제1호, 2017, pp. 1-42.
(Translated in English) Hong, Myungsu, and Chan-Yeon Lee, “A Study on the Reformation of the Regulation of Holding Company in Monopoly Regulation and Fair Trade Act,” *Gachon Law Review*, Vol. 10, No. 1, 2017, pp. 1-42.
26. Almeida, H., S. Y. Park, M. G. Subrahmanyam, and D. Wolfenzon, “The Structure and Formation of Business Groups: Evidence from Korean Chaebols,” *Journal of Financial Economics*, Vol. 99, No. 2, 2011, pp. 447-475.
27. Hwang, S., and W. Kim, “When Heirs Become Major Shareholders: Evidence on

- Pyramiding Financed by Related-party Sales," *Journal of Corporate Finance*, Vol. 41, 2016, pp. 23-42.
28. Johnson, S., R. La Porta, F. Lopez-de-Silanes, and A. Shleifer, "Tunneling," *American Economic Review*, Vol. 90, No. 2, 2000, pp. 22-27.
29. Riyanto, Y. E., and L. A. Toolsema, "Tunneling and Propping: A Justification for Pyramidal Ownership," *Journal of Banking & Finance*, Vol. 32, No. 10, 2008, pp. 2178-2187.
30. Shleifer, A., and R. W. Vishny, "A Survey of Corporate Governance," *The Journal of Finance*, Vol. 52, No. 2, 1997, pp. 737-783.
31. Shipman, J. E., Q. T. Swanquist, and R. L. Whited, "Propensity Score Matching in Accounting Research," *The Accounting Review*, Vol. 92, No. 1, 2017, pp. 213-244.

Does Holding Company System Affect the Corporate Governance and Related Party Transactions?*

Joohyeon Kim** · Sangin Park***

Abstract

Using propensity score matching and a difference-in-differences method, we empirically find that the conversion to the holding company system has improved the corporate governance of chaebol firms but raised its related party transactions. The results suggest that chaebol controlling family's tunneling using related party transactions may be exacerbated despite apparent improvements of corporate governance scores of individual firms after the conversion to the holding company system.

Key Words: holding company system, corporate governance, related party transactions
JEL Classification: G3, L4, K2

Received: Nov. 27, 2020. Revised: March 31, 2021. Accepted: June 7, 2021.

* The views expressed in the paper should be attributed to the authors and not to the Korea Fair Trade Commission. We thank anonymous referees for useful comments.

** First Author, Deputy Director, Korea Fair Trade Commission, 87 Doum-8-ro, Sejong-si 30107, Korea, Phone: +82-44-200-4856, e-mail: jooh@korea.kr

*** Corresponding Author, Professor, Graduate School of Public Administration, Seoul National University, 1 Gwanak-ro, Gwanak-gu, Seoul 08826, Korea, Phone: +82-2-880-5623, e-mail: sanpark@snu.ac.kr