

## 지주회사 체제 밖의 계열회사를 이용한 재벌의 이익조정

김정교(주저자)

부산대학교 경영대학 회계학과 교수

([jkim@pusan.ac.kr](mailto:jkim@pusan.ac.kr))

김혜리(교신저자)

부산대학교 경영대학 회계학과 박사과정

([hyeri1014@pusan.ac.kr](mailto:hyeri1014@pusan.ac.kr))

김정호(공동저자)

신라대학교 경영대학 세무회계학과 조교수

([taxskim@silla.ac.kr](mailto:taxskim@silla.ac.kr))

.....

지난 2013년 공정거래위원회는 공정거래법상 지주회사 현황 분석결과 발표를 통해서 재벌의 지주회사 체제 밖 계열회사를 이용한 부의 이전 가능성을 지적하였다. 이와 같은 결과발표에 따라 다수의 언론매체에서는 지주회사의 체제 밖 계열사의 운영에 대해 총수일가의 사적 이익추구를 위한 수단으로 이용되고 있다는 지적을 지속적으로 보도하고 있다. 이와 같은 지적들로 유추하면 재벌총수일가는 지주회사 설립 및 전환으로 인해 지주회사 체제 내 계열사를 이용한 이익조정 기회를 지주회사 체제 밖 회사로 이전할 유인을 가질 것이다.

본 논문의 연구목적은 2013년 공정거래위원회의 지주회사 결과 발표와 재벌지주회사에 대한 언론들의 지적에 대해 지주회사의 회계이익의 질 및 회계투명성을 다각도로 실증분석 하는 것이다. 따라서 본 연구는 2001년-2009년 중 지주회사로 설립 및 전환한 대기업 지주회사의 계열회사를 대상으로 재벌의 지주회사 체제 전환으로 인한 기업투명성 개선효과를 검증하고, 체제 전환을 전·후로 한 재벌의 지주회사 체제 내 기업과 밖의 기업 간 이익의 질의 차이를 조사한다.

재벌의 지주회사 체제로의 전환과 계열회사의 이익의 질에 대한 분석결과는 다음과 같다. 첫째, 지주회사 체제 전환 전과 후의 발생액 및 실물이익조정을 분석한 결과, 재벌의 지주회사 체제 전환으로 인해 체제 내 계열회사는 발생액조정이 감소함으로써 이익의 질이 개선된 반면에, 체제 밖의 계열회사는 이익의 질이 악화되었다. 이의 원인을 파악하기 위해 전체표본을 상장회사와 비상장회사로 구분하여 분석한 결과, 지주회사 체제 전환으로 인해 체제 내 계열회사는 상장기업보다는 비상장기업에서 이익의 질이 개선된 반면에, 체제 밖의 계열회사는 비상장기업보다는 상장기업에서 이익의 질이 악화된 것으로 나타났다. 둘째, 지주회사 체제 전환 후 체제 내 계열회사는 대응되는 일반회사보다 이익의 질의 수준이 높은 반면에, 체제 밖의 계열회사는 대응되는 일반회사보다 이익의 질의 수준이 낮게 나타났다. 상장회사와 비상장회사로 구분하여 분석한 결과, 지주회사 체제 전환 후 체제 내 계열회사와 체제 밖 계열회사는 일반회사에 비해 상장기업보다는 비상장기업에서 이익의 질 차이가 나타났다. 셋째, 지주회사 체제 전환 후 체제 내 계열회사는 체제 밖 계열회사에 비해 발생액조정이 감소함으로써 이익의 질이 높게 나타났다. 반면에 실물이익조정은 대리변수에 따라 유의한 반대 영향이 나타났다. 지주회사 체제 전환 후 체제 내 계열회사는 상장회사와 비상장회사 모두에서 체제 밖 계열회사에 비해 이익의 질이 높게 나타났다. 이러한 결과는 공정거래위원회가 체제 밖 계열사의 내부거래 뿐만 아니라 체제 내 계열사에서도 내부거래가 존재함을 지적한 것과 동일하다. 따라서 공정거래위원회는 실물이익조정 부분에 대한 관리·감독을 지주회사 행위제한 규제에 추가해야한다. 추가분석에서는 주 분석의 가설2의 대응표본 문제를 고려하여 Propensity Score Matching(PSM)을 사용하여 대응표본을 재구성하여 강건성 검증을 실시하였다. 분석결과, 본 분석의 가설2와 동일한 결과가 나타났다.

본 연구는 지주회사 체제 내와 체제 밖의 이익의 질에 대해 종합적으로 분석하여 그 특징을 파악하고 발생액조정과 실물이익 조정의 대리변수를 모두 고려하였다. 또한 기존 선행연구가 주로 상장기업만을 대상으로 분석하였기 때문에 그 결과가 일치하지 않은 점을 보완하여 상장기업과 비상장기업 모두를 대상으로 분석의 정밀성을 높인 점에서 기존연구에 공헌점을 가진다.

주제어: 지주회사, 계열회사, 이익의 질, 발생액조정, 실물이익조정

.....

## 1. 서론

과거 정부의 적극적인 경제개발정책을 기반으로 급격하게 성장하여 국내 시장을 독과점적으로 지배해 온 대규모 기업집단(이하, 재벌)은 수직적인 소유·지배구조를 이용한 경영권 확보 및 계열회사 일감몰아주기 등을 통해 시장경쟁에 악영향을 미침으로써 규제당국의 규제와 감시의 대상이 되어왔다. 1986년 공정거래위원회는 재벌의 과도한 경제력 집중현상을 억제하고 불합리한 계열회사 운영 등의 문제점을 개선하기 위해 기업집단 내 상호출자금지 등의 제도를 도입하고 적은 자본으로 다른 회사들을 지배할 수 있는 지주회사의 설립·전환을 금지하였다.<sup>1)2)</sup> 1997년 외환위기 이후에는 정부가 재벌 계열회사의 줄도산 예방책으로 기업집단의 본부기능 해체를 압박하자 재벌은 그 기능을 대체할 수 있는 지주회사 설립을 요구하였다. 또한 세계은행(IBRD)과 경제협력개발기구(OECD)는 정부에 지배구조 개선과 기업구조조정 촉진을 위하여 지주회사체제(holding company system)의 허용을 권고하였다.<sup>3)</sup> 이에 따라 우리나라에서는 1999년 2월 재벌의 지배구조 문제점의 대처방안으로 지주회사 설립 및 전환이 허용되었다.<sup>4)</sup>

지주회사 설립 및 전환이 허용된 지 10여년이 지난 현재 지주회사는 기업지배구조 개선을 통한 회계이익의 질의 향상에도 불구하고 최근 언론매체로부

터 부정적인 문제점에 대한 비판을 받고 있다. 한겨레신문(2013.11.6)은 공정거래위원회의 2013년 11월 보도자료에 대해서 “지주회사로 전환한 재벌기업은 계열회사를 지주회사 체제 내 계열회사와 지주회사 체제 밖 계열회사로 분리하여 운영하고 있다”고 지적했다.<sup>5)</sup> “지주회사 체제 내 계열회사의 경우, 지주회사 전환 대기업집단이 일반 대기업집단보다 단순·투명한 출자구조를 유지하고 있으며, 공정거래위원회의 지주회사 행위 제한 지침에 따라 재무상태가 건전하다”고 설명하였다. 반면에 “지주회사 체제 밖 회사의 경우, 총수일가 지분율이 높을수록 내부거래 비중도 높아지는 것으로 나타났다”고 보도하였다. 구체적으로 “지주회사 전환 대기업 집단이 지주회사 체제 밖에 약 30%의 계열회사(금융사 포함)를 보유하고 있는 점은 단순·투명한 출자구조를 저해하는 요소로 작용되고 있다”고 지적하였다. 또한 “체제 밖 계열회사의 경우 총수일가 지분율이 높을수록 내부거래 비중도 높다는 점에서 총수일가의 부의 이전(tunneling) 가능성도 존재 한다”고 설명하였다. 이에 대하여 공정거래위원회 보도자료(2013)는 지주회사로의 전환을 촉진하고 체제 밖 계열회사에 대한 부당지원행위 등 사익추구 행위에 대해서도 지속적으로 감시할 필요가 있다고 주장한다.

따라서 본 연구의 목적은 2001년-2009년 중 지주회사로 설립 및 전환한 대기업 지주회사의 계열회사를 대상으로 공정거래위원회가 지주회사 체제 밖

1) 독점규제 및 공정거래에 관한 법률 [시행 1987.4.1.] [법률 제3875호, 1986.12.31, 일부개정]

2) 1980년 후반에 한국의 대기업들이 지주회사 형태를 선호했다는 기록과 지주회사로 인한 폐해가 보고된 적이 없었다. 그럼에도 불구하고 지주회사 설립 금지 규정이 제정된 이유는 일본의 ‘독점금지법’의 영향 때문이다. 일본의 독점금지법은 미국 군정의 주도하에 1947년에 제정되었다. 미국 군정은 일본에서 국방산업(軍商) 복합대기업이 재등장하는 것을 막기 위해 자이바츠(財閥:재벌)를 해체하면서 지주회사의 설립을 금지하였다(황인학 2012).

3) 공정거래위원회의 독점규제 및 공정거래에 관한 법률 제7차 개정안 보도자료

4) 이와 같은 이유로 본 연구는 전체 지주회사를 대상으로 하지 않고 재벌 지주회사 계열사만을 대상으로 연구를 진행하였다.

5) 공정거래위원회의 보고서(2014년 공정거래법상 지주회사 현황 분석결과 발표)에서는 다음과 같은 개념 정의를 사용한다. ① 지주회사 편입율: (지주회사 및 자·손·증손회사 수) / (전체 계열회사 수), ② 체제 밖 계열회사: 지주회사 및 자·손·증손회사가 아닌 계열회사.

의 계열회사를 통한 부의 이전 가능성을 지적한 것에 착안하여, 재벌의 지주회사 체제 전환으로 인한 기업투명성 개선효과 및 재벌의 지주회사 체제를 이용한 계열사의 운영목적 재벌의 지주회사 체제 내 기업과 밖의 기업 간 이익의 질의 차이를 이용하여 조사하는 것이다. 구체적인 재벌의 지주회사 체제를 이용한 이익조정 실태 분석의 순서는 다음과 같다. 첫째, 재벌의 지주회사 체제 내와 밖 계열사들의 지주회사 전환 전과 후 이익조정 형태를 살펴본다. 둘째, 지주회사 전환이후 일반기업(대응기업)과의 이익조정의 형태에 차이가 있는지 분석하기 위하여 체제 내와 밖 계열사들과 일반기업 간 이익조정 형태를 살펴본다. 마지막으로, 지주회사 전환 후 재벌 그룹 내 체제 내와 체제 밖 계열사를 직접 비교하여 이익조정을 살펴봄으로써, 지주회사로 체제를 운영하는 재벌기업은 계열사를 이용한 이익조정을 통해 총수일가의 사적이익을 추구하고 있음을 밝힌다.

기존의 선행연구는 지주회사 설립 및 전환으로 인한 소유 및 지배구조의 개선 효과를 검증하거나 기업지배구조 개선 효과로 인한 회계이익의 질의 변화에 대해 다양한 방법으로 연구하였으나 분석결과가 일관성 있게 나타나지 않았다. 대부분의 선행연구는 지주회사로의 설립 및 전환을 허용한 취지가 기업지배구조의 개선을 통하여 기업투명성을 제고하는 것이기 때문에 지주회사로 전환 후 기업지배구조 개선으로 인해 회계이익의 질이 향상되었다고 보고한다(최수미와 임묘경, 2009; 김상일과 최원욱, 2013; 지현미 등, 2008). 그러나 지주회사 전환 후 기업지배구조 개선에도 불구하고 지주회사 지분율의 증가와 같은 소유집중도의 증가로 인해 기업 전반의 이익조정이 증가한다는 결과가 보고되었을 뿐만 아니라(김지홍 등, 2009), 지주회사로 전환은 기업지배구조를 개선시키지 못하거나 이익의 질에 아무런

영향을 미치지 못한다는 선행연구도 존재한다(박종국 등, 2011; 정도진, 2008; 김창수와 최효선, 2012).

본 연구에서는 선행연구에서 관심 있게 다루지 않았던 지주회사 체제 밖의 기업을 연구대상에 포함시켜 선행연구의 미비점을 개선하여 재벌의 지주회사 체제로의 전환이 체제 내 계열회사와 체제 밖 계열회사의 이익의 질에 차별적으로 미치는 영향을 분석한다. 구체적으로 첫째, 지주회사 체제 내 계열회사가 지주회사 체제 전환 전과 후에 이익조정 수준에 차이가 있는지, 그리고 지주회사 체제 밖의 계열회사가 지주회사 체제 전환 전과 후에 이익조정 수준에 차이가 있는지를 각각 검증한다. 재벌기업의 지주회사 전환은 지주회사 체제 내로 편입하는 계열회사와 체제 밖에 그대로 두는 계열회사에 서로 다른 운영목적 존재할 것이므로 지주회사 전환 전과 후에 차별적인 이익조정 효과가 나타날 것으로 기대된다. 둘째, 지주회사 체제 내 계열회사와 대응되는 일반회사 간 이익조정에 차이가 있는지, 그리고 지주회사 체제 밖의 계열회사와 일반회사 간 이익조정에 차이가 있는지를 각각 검증한다. 지주회사 전환 후 서로 다른 목적으로 운영되는 지주회사 체제 내와 체제 밖 계열회사들은 그에 대응하는 일반회사와 차별적인 이익조정 효과가 나타날 것이다. 셋째, 지주회사 체제 내 계열회사와 지주회사 체제 밖 계열회사 간에 체제 전환 후 이익조정 수준에 차이가 있는지 검증한다. 지주회사 체제 내 계열회사와 체제 밖 계열회사 간의 이익조정의 차이가 존재한다면 계열회사 내의 내부거래를 통한 총수일가의 부의 이전을 확인할 수 있다.

재벌의 지주회사 체제로의 전환과 계열회사의 이익의 질에 대한 분석결과는 다음과 같다. 첫째, 지주회사 체제 전환 전과 후의 발생액 및 실물이익조정을 분석한 결과, 재벌의 지주회사 체제 전환으로 인

해 체제 내 계열회사는 발생액조정이 감소함으로써 이익의 질이 개선된 반면에, 체제 밖의 계열회사는 이익의 질이 악화되었다. 이의 원인을 파악하기 위해 전체표본을 상장회사와 비상장회사로 구분하여 분석한 결과, 지주회사 체제 전환으로 인해 체제 내 계열회사는 상장기업보다는 비상장기업에서 이익의 질이 개선된 반면에, 체제 밖의 계열회사는 비상장기업보다는 상장기업에서 이익의 질이 악화된 것으로 나타났다. 둘째, 지주회사 체제 전환 후 체제 내 계열회사는 대응되는 일반회사보다 이익의 질의 수준이 높은 반면에, 체제 밖의 계열회사는 대응되는 일반회사보다 이익의 질의 수준이 낮게 나타났다. 상장회사와 비상장회사로 구분하여 분석한 결과, 지주회사 체제 전환 후 체제 내 계열회사와 체제 밖 계열회사는 일반회사에 비해 상장기업보다는 비상장기업에서 이익의 질 차이가 나타났다. 셋째, 지주회사 체제 전환 후 체제 내 계열회사는 체제 밖 계열회사에 비해 발생액조정이 감소함으로써 이익의 질이 높게 나타났다. 반면에 실물이익조정은 대리변수에 따라 유의한 반대 영향이 나타났다. 지주회사 체제 전환 후 체제 내 계열회사는 상장회사와 비상장회사 모두에서 체제 밖 계열회사에 비해 이익의 질이 높게 나타났다. 이러한 결과는 공정거래위원회가 체제 밖 계열사의 내부거래 뿐만 아니라 체제 내 계열사에서도 내부거래가 존재함을 지적한 것과 동일하다. 따라서 공정거래위원회는 실물이익조정 부분에 대한 관리·감독을 지주회사 행위제한 규제에 추가해야 한다. 추가분석에서는 주 분석의 가설2의 대응표본 문제를 고려하여 Propensity Score Matching(PSM)을 사용하여 대응표본을 재구성하여 강건성 검증을 실시하였다. 분석결과, 본 분석의 가설2와 동일한 결과가 나타났다. 가설1-3의 종합적인 분석결과를 해석하면, 재벌의 지주회사 체제 전환 및 설립으로 인

하여 지주회사 체제 내 계열사의 이익의 질은 향상된 반면에 지주회사 체제 밖 계열사의 이익의 질은 감소되었다. 이러한 이익의 질 변화는 공정거래위원회 및 규제 당국의 감시 적용 여부에 민감한 비상장 계열사를 중심으로 더욱 뚜렷한 결과가 나타났다.

지주회사 체제와 관련된 이와 같은 분석결과가 가진 정책적 함축의미는 다음과 같다. 첫째, 규제당국의 지주회사 행위지침규제 요건에도 불구하고 실물 활동을 이용한 이익조정의 개선이 이루어지지 않는다는 분석결과에 대해 규제 당국의 정책변화와 행위 규제에 좀 더 세밀한 조사가 착수되어야 할 것이다. 둘째, 규제당국은 체제 밖 계열회사의 체제 내 편입을 유도함으로써 재벌그룹 내 여전히 존재하는 복잡한 출자구조를 통한 부의 이전 현상을 개선할 필요가 있다.

본 연구는 지주회사 체제 내 계열기업은 물론이고 체제 밖 계열기업의 이익의 질에 대해 분석함으로써 지주회사 체제로의 전환을 통한 기업투명성 개선효과를 좀 더 완전하게 분석하였을 뿐더러, 상장기업과 비상장기업 모두를 대상으로 분석의 범위를 넓힘으로써 분석결과 외적 타당성을 높였다는 공헌점을 가진다. 또한 발생액과 실물이익조정의 대리변수를 모두 사용함으로써 분석결과 신뢰성을 향상시켰다.

본 논문의 구성은 다음과 같다. II장에서 이론적 배경과 선행연구를 검토하고, 이를 바탕으로 III장에서는 연구가설과 연구방법 및 연구표본을 설정하며, IV장에서 실증분석 결과를 제시한다. 마지막 V장에서는 본 연구의 결론 및 한계점을 제시한다.

## II. 이론적 배경 및 선행연구

### 2.1 지주회사 제도

독점규제 및 공정거래에 관한 법률 제2조의 “지주회사(持株會社)”란, 주식의 소유를 통하여 국내회사의 사업내용을 지배하는 것을 주된 사업으로 하는 회사로서 자산총액이 대통령령이 정하는 금액이상인 회사를 말한다.<sup>6)7)</sup> 1999년 지주회사 제도 도입 이후 국내의 지주회사 수는 꾸준히 증가하고 있다. 공정거래위원회는 지주회사 전환의 이점을 몇 가지로 설명한다.<sup>8)</sup> 첫째, 지주회사는 소유구조가 단순·투명해져 기업이미지가 제고되고 지배구조 개선으로 인한 기업의 경영투명성 향상에 대한 기대 때문에 주가 상승 등 시장의 긍정적 평가를 받는다. 둘째, 지주회사는 수입배당금에 대한 법인세 감경, 전환과정에서의 양도세와 취득세의 이연 및 비과세 등 세제 혜택을 받는다. 셋째, 재무적 측면에서 지주회사의 평균 부채비율은 공정거래법상 규제수준(200%)보다 상당히 낮아, 지주회사 소속 계열회사들은 재무건전성이 높은 것으로 평가된다.<sup>9)</sup>

1999년 공정거래법상 지주회사 설립의 허용에 관한 법률이 제정된 이후 공정거래위원회는 점진적으

로 그 제도를 개선해 나가고 있다.<sup>10)</sup> 현재 공정거래위원회는 지주회사 전환 및 설립 허용을 통해 국내 대기업집단의 복잡한 순환출자구조를 개선하고 불공정거래행위의 효율적인 규제방안의 마련으로 공정환경질서의 구축 및 확립을 위해 지주회사 설립 및 전환을 유도하고 있다.<sup>11)</sup> 공정거래위원회는 행위제한규정을 통해 지주회사 및 자·손·증손회사에 대해 감시·감독하고 있고, 지주회사는 대통령령이 정하는 바에 의하여 당해 지주회사·자회사·손자회사 및 증손회사의 주식소유현황·채무사항 등 사업내용에 관한 보고서를 공정거래위원회에 의무적으로 제출하는 것과 같은 법적 의무사항을 통해 행위의 제재를 받고 있다.

선진국에서 우리나라처럼 지주회사의 설립과 전환에 규제를 두고 있는 경우는 미국, 일본을 제외하고는 찾아보기 어렵다. 우리나라의 지주회사 제도는 일본의 지주회사 제도의 유사한 점이 많다. 일본의 경우 제2차 세계대전에 대한 책임으로 ‘국방상업(軍商)기업’이 다시 나타나는 것을 예방하기 위해 1947년 미국 군정이 ‘독점금지법’을 제정하여 지주회사 설립·전환을 금지하였다. 그러나 일본기업들의 계속적인 규제완화 요청으로 1997년 독점금지법이 개정되어 사업지배력을 과도하게 집중시키지 않는 지주회사의 설립과 전환이 허용되었다. 독점금지법을

- 6) 독점규제 및 공정거래에 관한 법률에 나와 있는 지주회사 관련 법 규정은 다음과 같다. 제1장 총칙 제2조(정의) 1의2. “지주회사”라 함은 주식(지분을 포함한다. 이하 같다)의 소유를 통하여 국내회사의 사업내용을 지배하는 것을 주된 사업으로 하는 회사로서 자산총액이 대통령령이 정하는 금액이상인 회사를 말한다. 1의3. “자회사”라 함은 지주회사에 의하여 대통령령이 정하는 기준에 따라 그 사업내용을 지배받는 국내회사를 말한다. 1의4. “손자회사”란 자회사에 의하여 대통령령으로 정하는 기준에 따라 사업내용을 지배받는 국내회사를 말한다. 그리고 제8조의2 (지주회사 등의 행위제한 등), 제8조의3 (채무보증제한기업집단의 지주회사 설립제한)의 지주회사 설립 및 전환의 규정을 따라야 한다.
- 7) 지주회사는 다른 회사를 지배하는 것이 목적인 순수지주회사와 자체 사업을 하면서 다른 회사를 지배하는 사업지주회사로 구분한다.
- 8) 2013년 공정거래법상 지주회사 현황 분석결과 발표(공정거래위원회, 2013).
- 9) 최근 3년 지주회사 내 계열회사의 부채비율은 39.9%(2011년 40%, 2012년 42.5%, 2013년 37.2%)이다. 이는 공정거래법 제8조의2 제2항(지주회사 등의 행위제한 등)에서 제한하고 있는 부채의 법정 기준치인 200%를 훨씬 하회하는 수치이다.
- 10) 독점규제 및 공정거래에 관한 법률 [시행 1999.4.1.] [법률 제5813호, 1999.2.5., 일부개정]
- 11) 독점규제 및 공정거래에 관한 법률 [시행 2007.11.4.] [법률 제8631호, 2007.8.3., 일부개정]

통해 자산총액이 일정수준(6000억 엔 이상)을 넘어서면 보고의무를 부과하고 금산분리 및 비계열회사 출자 등에 행위 규제요건을 마련하고 있다. 미국의 경우 공익사업(전력, 가스 등)과 금융업에 국한하여 지주회사를 금지하고 있다. 1930년 미국 공익업체들의 불공정거래와 회계부정 등의 문제가 발생하자 1935년 연방법으로 공익사업지주회사법(The Public Utility Holding Company Act)을 제정하였다. 금융업에서는 1956년에 제정되고 1970년에 개정된 금융지주회사법(Bank Holding Company Act)을 통하여 금융지주회사는 은행이나 금융지주회사가 아닌 일반회사의 주식을 보유할 수 없고 금융지주회사의 자회사는 비금융업무를 취급할 수 없도록 규제하고 있다.

## 2.2 소유구조와 이익의 질 관련 선행연구

공정거래위원회는 지주회사 설립의 주요한 장점으로 복잡한 지배구조가 단순 투명해지고 외부 모니터링의 용이성으로 인해 체제 내 계열회사들의 회계투명성 증대를 기대한다. 지주회사 설립으로 인한 소유구조의 개선과 이익의 질 간에 관련성을 실증분석하기에 앞서 소유구조와 이익의 질에 관한 선행연구를 살펴본다.

La Porta *et al.*(1999)은 기업의 소유지분이 집중될수록 자신의 사적 이익을 극대화하기 위해 경영자와 지배주주는 외부 소액주주들의 이익을 침해한다고 주장하였고, Fan and Wong(2002)은 한국을 포함한 동아시아 7개국을 대상으로 소유권 집중과 피라미드식 소유구조를 가진 기업의 지배주주는 자신의 이익을 극대화하기 위한 목적으로 보고이익을 관리하여 외부투자자에 대한 이익정보의 신뢰성을 저하시킨다는 결과를 보고하였다. 국내 연구로 박중

일(2003)은 최대주주지분율이 높은 기업일수록 경영자가 이익을 상향조정할 유인이 높음을 보여줌으로써 이해침해가설이 지지가 됨을 입증하였다. 이와 같은 연구들은 소유자가 경영을 함께 담당하는 기업을 대상으로 한 것으로서 이를 통하여 우리나라처럼 개별 총수일가가 경영에 직접 참여하는 소유경영자의 특징을 살펴볼 수 있다.

소유구조에 대해 지배권과 통제권과의 차이를 통해 기업의 소유구조와 이익의 질을 실증분석한 연구들은 다음과 같다. 먼저 Johnson *et al.*(2000)은 기업 집단 내부에서 복잡한 상호지분보유를 가지는 기업들은 자신이 보유한 지분을 이용해 계열회사 간의 부의 이전(tunneling)을 한다고 설명하였다. 이익조정을 통해 부의 이전을 연구한 Fan and Wong(2002)과 Haw *et al.*(2004)은 소유지배피리도가 클수록 이익조정과 양(+)의 관련성을 가진다고 보고하였다. Haw *et al.*(2004)은 소유지배피리도가 큰 기업의 지배주주는 지배권에 비해 낮은 소유권으로 인해 낮은 배당을 받으므로 복잡한 상호지분보유를 통해 부의 이전을 유도하고 이익조정을 높인다고 설명했다. 지배주주와 외부 소액주주 간의 이해 갈등이 존재하는 경우에 소유지배피리도의 심화는 자신의 사적 이익 충족을 위해 이익을 조정할 유인을 가지게 된다(Fan and Wong, 2002).

이와 관련한 국내의 연구인 안홍복(2004)은 소유구조와 이익조정 간의 관련성에 대해 소유지배피리도가 클수록 이익조정도 크게 나타났다고 보고하였다. 또한 발생액조정 대신 실물이익조정과 소유지배피리도의 관련성을 실증분석한 연구로 이아영 등(2012)은 지배주주의 소유권이 증가할수록 기업이 이익을 증가시키는 방향으로 실물활동을 통한 이익조정을 수행하며, 소유권을 통제할 후 소유권과 소유지배피리도와 이익조정 간의 관련성을 살펴 본 결

과 지배주주의 소유권이 낮은 경우에만 소유지배과리도가 클수록 실물활동을 이용한 이익조정을 하는 것으로 나타났다. 이와 같은 결과는 지배주주의 소유권이 낮아 지배주주가 부담하는 위험이 거의 없는 상황에서 지배주주의 지배력에 상응하는 소유지배과리도가 커질 때 지배주주의 사적이익을 도모하기 위해 기회주의적인 유인이 심화될 수 있다고 설명했다.

## 2.3 지주회사 관련 선행연구

기존의 선행연구는 지주회사 설립 및 전환으로 인한 소유구조 및 지배구조의 개선 효과를 검증하거나 기업지배구조 개선 효과로 인한 재량적 발생액을 사용하여 지주회사 전환이 회계이익의 질에 미치는 영향을 검증하였다. 선행연구들이 지주회사로의 전환이 기업지배구조 및 회계이익의 질에 미치는 영향에 대해 연구해 왔으나 그 결론이 일관적이지 않다. 지주회사의 설립 및 전환을 허용한 취지가 기업지배구조 개선을 통하여 회계투명성을 제고하는 것이었기 때문에 대부분 선행연구들에서는 지주회사로 전환한 후 기업지배구조 개선으로 인해 회계이익의 질이 향상된다고 보고하였다(최수미와 임묘경, 2009; 김상일과 최원욱, 2013; 지현미 등, 2008). 그러나 지주회사 전환 후 기업지배구조 개선에도 불구하고 지주회사의 지주비율 증가와 같은 소유집중도의 증가로 인해 기업 전반의 이익조정이 증가한다는 결과가 발표되었을 뿐만 아니라(김지홍 등, 2009), 지주회사로 전환은 기업지배구조를 개선시키지 못하거나 이익의 질에 아무런 영향을 미치지 못한다는 연구도 존재한다(박종국 등, 2011; 정도진, 2008; 김창수와 최효선, 2012).

선행연구들은 지주회사 효과를 분석하기 위해서 지주회사 체제로의 전환 후 지주회사와 통제기업을

비교 분석하거나 지주회사만을 대상으로 지주회사로의 전환 전과 후로 나누어 표본을 구성하였다. 먼저, 지주회사 체제로의 전환 전과 후를 비교분석한 연구로 박종국 등(2011)은 지주회사 체제로의 전환 이후 회계이익의 질의 개선효과가 없는 것으로 나타났다. 반면에 김창수와 최효선(2012)은 지주회사 체제로의 전환 전후로 기업지배구조가 개선되지 않았고, 지주회사의 지분율이 높은 기업일수록 회계이익의 질이 낮으며, 순환출자가 존재하는 기업지배구조일수록 회계이익의 질이 높다고 설명하였다. 김상일과 최원욱(2013)은 재벌의 지주회사 체제 전환이 소유집중도와 이익조정 변화에 미치는 영향을 상장기업과 비상장기업을 모두 포함하여 검증한 결과, 지주회사 체제는 기업집단 단위에서 투자액에 비하여 높은 지배권의 행사를 가능하게 하여 소유집중도를 높이고 있으나 개별기업 단위에서는 소유지배과리도가 완화되고 이익조정 수준을 낮춘다고 제시하였다.

지주회사와 일반회사를 비교분석한 연구로 신호영과 박화운(2008)에서는 지주회사 체제 전환기업과 비전환 통제기업을 대상으로 지주회사 체제로 전환한 기업의 이익조정과 지배구조 개선을 분석한 결과, 지주회사 체제로 전환한 기업은 전환하지 않은 기업보다 이익조정을 적게 한다는 것을 보였다. 또한 정도진(2008)은 한국기업지배구조개선 지원센터에서 제공하는 지배구조지수를 사용하여 지주회사 전환기업과 상호출자 제한 기업집단의 비교를 통해 지주회사 전환기업의 특징을 실증분석하였다. 분석 결과, 지주회사 체제로 전환한 기업집단의 경영성과와 기업가치가 다른 기업집단보다 높은 것으로 나타났으나 지배구조 개선 및 투명성 제고에는 영향을 미치지 않는다고 제시하였다. 이는 지주회사 체제로의 전환 자체가 곧 지배구조 개선 및 투명성을 제고

하는 것은 아님을 의미한다고 밝혔다. 이와 유사한 결과로 최수미와 임묘경(2009)은 지주회사의 자회사와 일반회사를 대상으로 분석한 결과 지주회사 자회사의 기업지배구조가 더 우수하였으나 이익조정에는 차이가 없음을 밝혔다. 지주회사와 비지주회사 간의 차이를 분석한 최근 연구로 권택호와 최수미(2013)는 지주회사 설립 및 전환 목적에 부합하는 대규모 기업집단 중 지주회사 체제로 전환한 기업집단에 속한 기업과 전환하지 않은 기업집단에 속한 기업 간에 소유지배리도와 이익조정 수준을 살펴본 결과, 두 집단 간의 유의한 차이가 존재하지 않음을 확인하고, 지주회사 체제로 전환한 개별기업들은 이익조정을 하는데 있어 코스닥상장기업과 외감법인을 구분해 의사결정을 한다고 검증하였다.

기존 선행연구 중 지주회사의 실물이익조정에 관한 연구로 김지홍 등(2009)은 지주회사 전환 이후에 발생액을 이용한 이익조정인 경우 기대와는 달리 상향조정이 이루어진 반면에, 비정상영업현금흐름을 제외한 나머지 실물이익조정 측정치를 이용한 이익조정은 나타나지 않았다고 밝혔다. 또한 지주회사 체제로의 전환을 전후로 지주회사와 자회사 간의 이익조정 형태를 비교분석한 결과, 체제 전환 전에 자회사는 지주회사에 비해 재량적 발생액을 이용하여 이익을 더 많이 상향조정하였으나, 실물이익조정의 경우 지주회사와 자회사 간에 유의적인 차이를 발견하지 못하였으므로 지주회사 체제로의 전환 이후 기업의 경영투명성이 개선되었다고 단정할 수 없다고 주장하였다.

이처럼 선행연구들은 지주회사 설립 및 전환이 이익이 질에 미치는 효과에 대해 연구자에 따라 서로 다른 결과를 제시하고 있다. 그러나 이는 연구자별 연구설계의 차이, 표본 구성의 차이 혹은 지주회사와 비교 대상 일반회사의 차이에 따른 것으로 개별

연구에 대한 좀 더 포괄적인 결론을 얻기 위해서는 다각도로 연구를 진행할 필요가 있다.

### III. 연구설계

#### 3.1 가설

지주회사 설립 및 전환이 허용되고 10여년이 지난 현재 지주회사는 기업지배구조 개선을 통한 회계이익의 질 향상에도 불구하고, 최근 공정거래위원회는 보도자료를 통해 지주회사 체제의 부정적 현황을 보고하였다(공정거래위원회, 2013). 공정거래위원회는 지주회사로 전환한 대기업집단의 내부거래 비중은 평균 14.4%로서 일반 대기업집단의 평균 12.3%보다 다소 높으며, 지주회사 체제 내 회사의 내부거래 비중은 14.8%, 체제 밖 회사의 내부거래 비중은 11.0%라고 제시하였다. 이에 대해 체제 내 회사의 내부거래 비중이 높은 것은 사업 관련성이 높은 회사들이 지주회사 체제 내에 있기 때문인 것으로 보이며, 체제 밖 회사의 경우 총수일가 지분율이 높을수록 내부거래 비중도 높아지는 것으로 나타났다고 보고하였다. 따라서 지주회사 전환 대기업집단이 일반 대기업집단보다 단순·투명한 출자구조를 유지하지만 지주회사 체제 밖에 약 30%의 계열회사를 보유하고 있는 점은 단순·투명한 출자구조를 저해하는 요소로 작용되고 있으며, 아울러 총수일가 지분율이 높은 체제 밖 계열회사의 내부거래 비중이 높다는 점에서 부의 이전(tunneling) 가능성도 존재한다고 설명했다. <표 1>은 공정거래위원회에서 제공한 대기업집단의 지주회사의 계열회사 현황자료이다. 한진중공업, 한국투자금융, 아모레 퍼시픽을 제



〈표 1〉 대기업집단의 지주회사의 계열회사 현황자료

구분		SK	LG	GS	두산	CJ	LS	부영	코오롱	
계열회사	총수	87	62	76	25	83	50	16	38	
	체제 밖	20	7	45	5	28	22	10	7	
	체제 內	64	55	31	20	55	28	6	31	
	지주	1	1	1	1	1	1	2	1	
	자	9	15	6	9	11	5	2	9	
	손자	41	35	18	8	33	21	2	20	
	증손	13	4	6	2	10	1	0	1	
	지주회사 편입율	76.2	88.7	40.79	80.0	66.3	56.0	37.5	81.6	
	지분율	자	61.9	58.2	70.1	86.3	67.9	76.6	100.0	50.2
		손자	77.5	85.7	79.7	59.5	74.4	88.8	87.3	80.2
	내부거래비중	체제 밖	22.5	13.2	4.0	5.9	15.0	12.9	12.5	9.8
		체제 밖	20.9	5.6	13.2	50.5	26.3	2.2	34.1	8.1
		체제 內	22.6	13.6	2.2	5.9	15.0	18.5	10.0	9.8

구분		웅진	농협	한진 중공업	대성	세아	하이트 진로	한국투자 금융	아모레 퍼시픽	
계열 회사 현황	계열회사 총수	28	35	9	86	23	14	13	12	
	체제 밖	7	7	0	31	5	2	0	0	
	체제 內	21	28	9	55	18	12	13	12	
	지주	1	2	1	2	1	1	1	1	
	자	8	20	4	12	12	4	4	9	
	손자	11	6	4	40	5	7	7	2	
	증손	1	0	0	1	0	0	1	0	
	지주회사 편입율	75.0	80.0	100.0	64.0	78.3	85.7	100.0	100.0	
	지분율	자	54.0	88.2	75.9	77.9	81.2	88.5	100.0	83.7
		손자	70.2	36.2	55.4	67.9	80.7	100.0	41.3	-
	내부거래비중	체제 밖	18.8	-	13.3	6.6	7.1	11.8	0.5	-
		체제 밖	4.7	-	-	24.8	2.8	97.4	-	-
		체제 內	21.9	-	13.3	6.1	9.1	6.6	0.5	-

자료원: 공정거래위원회(2013), [참고 1] 참조

외한 나머지 대기업집단은 상당수의 지주회사 체제 밖 계열회사를 보유하고 있으며, 체제 내보다 체제 밖 계열회사 간에 내부거래비중이 높은 것을 확인할

수 있다. 이 밖에도 다수의 언론매체도 재벌의 계열 회사가 지주회사 체제 내와 밖 계열회사로 나뉘어 운영되는 데 따른 폐해를 지적하고 있다.<sup>12)</sup>

12) ……지주회사에 편입 안 된 계열회사… 오너 지분이 많으면 주가 상승…대기업 집단이 지주회사로 전환하기 전후의 주가를 살펴보니, 정작 상승률이 가장 높았던 건 지주회사 체제 밖에 있는 기업이었다. 또는 지주회사 안에 있더라도 오너가 따로 많은 지분을 들고 있는 기업의 상승률이 우수했다. 전문가들은 이와 관련, “지주회사 밖의 기업에 일감이나 다양한 사업 기회를 주는 경우가 많기 때문”이라고 분석했다(조선일보 2013년 12월 24일, ‘지주회사로 들쭉들쭉? 돈 되는 건 밖에 있더라’).

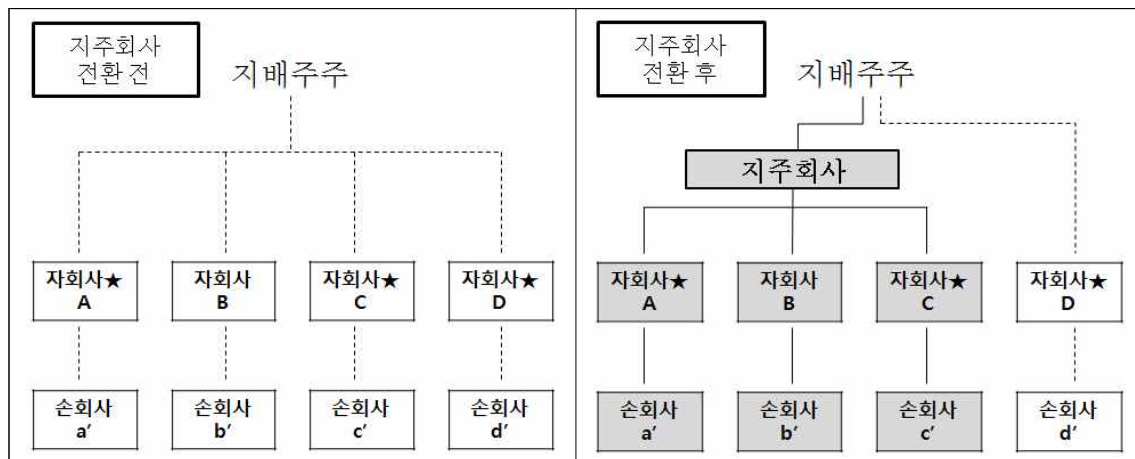
……지주회사 체제 밖 계열회사를 두는 이유는 내부거래 비중이 높아 오너로의 부의 이전 가능성을 키우기 위한 것으로 해석하는 게 일반적이다. 지주회사에 포함시키지 않고 굳이 계열회사를 지주회사 바깥에 두는 이유가 내부거래 비중을 줄일 수 없거나 아니면 내부거래 비중을 늘려 기업가치, 나아가 오너의 주식가치를 높여야 할 필요성이 있는 곳이 많다는 의미다(머니투데이 2014년 2월 12일, ‘농심그룹, 형제간 지분정리 후 반쪽 지주회사’)

재벌그룹이 계열회사들을 통하여 부의 이전을 시도하고 있는 증거는 학계뿐만 아니라 신문기사 등을 통해 사회전반에 익히 알려진 사실이다.<sup>13)</sup> 따라서 재벌그룹의 지주회사 체제 전환 시에 지주회사 체제 내로 포함되지 않은 계열회사는 지주회사 체제 전환으로 인해 이익의 질에 영향을 받을 수 있다는 점은 쉽게 예상할 수 있다.

〈그림 1〉은 지주회사 체제 전환 후 체제 내 계열회사와 체제 밖 계열회사의 분리를 그림으로 표시한 것이다. 지주회사 전환 전, 재벌그룹의 지배주주(총수)는 여러 계열회사를 통해 부의 이전(점선)을 하고 있었을 것이다. 그러나 지주회사 전환 후, 지배주주(총수)는 지주회사 및 지주회사 체제 내 계열회사를 통한 부의 이전(실선으로 표시)이 차단되므로 지주회사 체제 밖 계열회사를 통해 더 많은 부의 이전을 시도할 것이다. 구체적으로 재벌의 지주회사 체

제의 전환은 지주회사와 체제 내 계열회사 간 출자관계가 명확해지고 투명해져서 시장참여자들에 의한 경영감시 및 법적 책임이 용이해 짐에 따라 지주회사 체제 내 계열회사의 회계이익의 질을 향상시킬 수 있다. 부의 이전을 시도하려는 지배주주는 공정거래위원회의 지주회사 행위제한 지침 등과 같은 규제요건 때문에 지주회사 체제 내 계열회사를 통한 부의 이전에 제한을 받게 되므로 지주회사 체제 밖 계열회사들을 이용하여 사적 부를 축적할 유인이 매우 높다. 따라서 지주회사 체제 밖 계열회사는 지주회사 전환 후 이익의 질이 하락할 것으로 예상된다.

〈표 2〉의 패널 A는 지주회사 전환이 이익의 질에 미치는 영향에 관한 선행연구를 분류한 것이다. 기존의 지주회사 전환 전과 후의 비교를 통해 이익의 질을 분석한 선행연구들은 그 결론에 일관성이 없다. 또한 지주회사 체제 내 상장회사만 분석한 연구



1) 점선: 부의 이전 예상 경로, 실선: 부의 이전 차단 경로, 음영: 지주회사 등, ★: 상장회사

〈그림 1〉 지주회사 전환 후 지주회사 체제 내 계열회사와 체제 밖 계열회사의 분리

13) 지주회사 선행연구인 김지홍 등(2009), 권택호와 최수미(2013), 김상일과 최원욱(2013) 등 대다수의 연구에서 지주회사 전환으로 인한 소유구조의 변화는 계열사 간 부의 이전(터널링)에 유의적인 영향을 미칠 것이라 예상하였다. 이와 같은 선행연구들은 부의 이전 현상을 이익조정(이익조정의 탐지로 제시)하고 있다. 따라서 본 연구에서는 선행연구 결과의 비교 가능성 및 일관성 유지를 위해 부의 이전을 이익조정으로 실증 분석하였다.

〈표 2〉 지주회사 전환이 이익의 질에 미치는 영향에 관한 선행연구의 분류

연구방법	이익의 질에 대한 영향		
	이익의 질 개선	이익의 질 악화	영향 없음
패널 A			
지주회사 전환 전과 후의 비교	지현미 등 (2008) 연구표본: 상장회사	김지홍 등(2009) 연구표본: 상장회사	박종국 등(2011) 연구표본: 상장회사
	김상일과 최원욱(2013) 연구표본: 상장+비상장회사		김창수와 최효선(2012) 연구표본: 상장회사
패널 B			
지주회사 계열회사와 일반회사 간 비교	신호영과 박화윤(2008) 연구표본: 상장회사		최수미와 임묘경(2009) 연구표본: 상장회사
			권택호와 최수미(2013) 연구표본: 상장+비상장회사

가 대부분이고, 상장회사와 비상장회사를 모두 포함하여 분석한 일부 연구 역시 상장회사와 비상장회사를 구분하지 않고 분석하여 분석결과를 명확하게 설명하기 어렵다. 따라서 본 연구는 선행연구를 개선하여 이익의 질에 대한 지주회사 전환효과를 조사하기 위해 지주회사를 제외<sup>14)</sup>한 지주회사 체제 내 계열회사와 체제 밖 계열회사에 대하여 상장회사와 비상장회사 모두를 포함하여 검증한 후에 추가분석에서 상장회사와 비상장회사를 구분하여 검증한다. 본 연구는 지주회사 전환 전과 후의 이익의 질 개선효과를 조사하기 위해 다음과 같은 귀무가설을 설정한다.

가설 1: 재벌의 계열회사는 지주회사 체제로의 전환 전과 후의 이익조정 수준에 차이가 없다.

가설 1-1: 지주회사 체제 내 계열회사는 지주회사 체제로의 전환 전과 후의 이익조정 수준에 차이가 없다.

가설 1-2: 지주회사 체제 밖 계열회사는 지주회사 체제로의 전환 전과 후의 이익조정 수준에 차이가 없다.

기업지배구조 개선으로 인한 기업의 회계투명성 향상이라는 지주회사제도 도입 목적상 재벌의 지주회사 체제 전환은 지주회사 체제 내 계열회사와 체제 밖 계열회사의 이익의 질에 모두 영향을 미칠 것이다. 지주회사 전환 전에는 체제 내와 밖 구분이 존재하지 않으므로 재벌의 계열사와 일반회사 간 회계이익의 질에 차이가 존재하지 않는다. 하지만 지주

14) 본 연구는 순수지주회사를 대상으로 한다. 지주회사 전환 전에 일반 사업을 운영한 회사는 지주회사 전환으로 인해 손익계산서상 이익의 구성내역이 발생액이 존재하기 어려운 항목으로 전환된다. 따라서 기계적으로 지주회사 전환 전과 후의 재량적 발생액이 줄어들어 회계이익의 질이 개선되는 효과가 나타나는 것처럼 보일 수 있다. 예를 들어, 2001년에 순수지주회사로 전환한 (주)LG의 경우 지주회사 전환 전에는 제품 매출 등으로 영업이익이 구성되어 있으나, 지주회사 전환 후에는 지분법이익, 배당금수익 등으로 영업이익이 구성되어 있다. 따라서 지주회사 전환과 이익의 질 간 관련성에 대한 연구에서는 지주회사를 제외하고 분석하여야 한다. 그러나 대부분의 선행연구는 지주회사를 포함하여 회계이익의 질에 대해 검증하였다. 본 연구에서는 지주회사는 제외하고 지주회사 체제 내 계열회사와 체제 밖 계열회사에 대해 분석한다.

회사 체제 도입 이후에는 지주회사 체제 내 기업은 지주회사 행위 규제 지침 및 소유구조의 개선으로 일반회사에 비해 회계이익의 질이 높아질 것이다. 반면에 이러한 지주회사 체제의 도입은 체제 내 계열사에는 순기능으로 작용하지만 체제 밖 계열회사에는 역기능으로 작용할 수 있다. 구체적으로 지주회사 체제 내 계열사를 통한 사적 부의 이전이 제한되는 지배주주는 지주회사 밖 계열회사를 이용하여 부의 이전을 시도할 것이다. 따라서 지배주주(총수)는 지주회사 체제 밖 계열회사로부터 배당수익을 높이기 위하여 체제 밖 계열회사의 이익을 상향조정하게 될 것이고, 그 결과로 인해서 지주회사 전환 후 이익의 질이 하락할 것으로 예상된다. 그러나 공정거래위원회의 지속적인 감시와 법률을 통한 행위 규제에도 불구하고 지주회사 체제의 회계투명성에 대한 선행연구의 실증분석결과는 아직 일치된 결과를 제시하지 못하고 있다. <표 2>의 패널 B는 지주회사 전환이 이익의 질에 미치는 영향에 관한 선행연구를 요약한 것으로 지주회사 계열회사와 일반회사 간의 비교를 통해 지주회사 전환 효과를 분석한 결과에 일관성이 없는 것으로 나타났다.

이와 같이, 기존의 선행연구들에 대한 결과가 일관되지 않으므로 본 연구에서는 상장기업과 비상장 기업을 모두 포함하여 표본을 구성하고 선행연구들의 미비점을 보완하여 실증 분석한다. 또한 그동안 선행연구들에서 검증하였던 지주회사 체제로의 전환 효과에 대한 실증분석을 지주회사 체제 밖 계열회사를 포함하여 재검증한다. 따라서 본 연구는 지주회사 전환 후 지주회사 계열회사와 일반회사 간 이익

의 질 차이를 조사하기 위해 다음과 같은 귀무가설을 설정한다.

가설 2: 재벌의 계열회사는 일반회사와 이익조정 수준에 차이가 없다.

가설 2-1: 지주회사 체제 내 계열회사와 일반회사는 이익조정 수준에 차이가 없다.

가설 2-2: 지주회사 체제 밖 계열회사와 일반회사는 이익조정수준에 차이가 없다.

지주회사 체제 하에서는 지주회사의 자회사는 물론이고 자회사의 자회사인 손자회사, 증손회사 모두 지주회사의 계열회사로 공정거래법의 행위 규제 대상이 된다. 또한 재벌의 지주회사 체제 내 계열회사들은 지주회사 행위규제요건보다 상당히 높은 자회사의 지분 보유를 통해 총수일가 개인이 아닌 지주회사 및 계열회사가 지배주주로 되어 체제 밖 계열회사들에 비해 상대적으로 소유지배피리도가 낮은 단순한 수직적인 소유구조를 구성한다.<sup>15)</sup> 따라서 지주회사 체제 내 계열회사들의 경우, 지주회사가 체제 내 계열회사의 지배주주이어야 한다는 지분율 요건 등으로 인해서 체제 밖 계열회사들에 비해서 총수일가 지분율이 상당히 낮다.

공정거래위원회는 보도자료(2013)를 통해 지주회사 체제로 전환한 대기업집단은 일반 대기업집단보다 단순·투명한 출자구조를 유지하지만 지주회사 체제 밖 계열회사를 보유하고 있는 점은 단순·투명한 출자구조를 저해하는 요소로 작용하고 있으며, 총수일가 지분율이 높은 체제 밖 계열회사의 내부거

15) 황인학(2012)에서는 지주회사 자회사에 대한 평균 지분율은 상장 자회사의 경우 40.8%로서 법상 최소기준인 20%를 크게 상회하고, 비상장 자회사에 대한 평균 지분율도 81.5%로서 법상 기준 40%를 크게 상회하며, 이러한 경향은 자회사와 손자회사에서도 나타난다고 보고하였다. 이에 대해서 피라미드 지주회사 체제는 규제한도를 가까스로 맞추고 여유자금을 사업 확장에 사용하기 보다는 자회사에 대한 지배력을 높이고 익금불산입 혜택을 극대화하는데 주안점을 둔 것이라 설명한다.

래 비중이 높다는 점에서 소액주주로부터 총수일가의 부의 이전 가능성이 존재한다고 지적하였다. 이러한 상황에서는 지주회사 체제 내 계열회사는 공정거래위원회의 규제지침에 따라 행위 규제가 존재하고 지주회사 전환 후 수직화된 지배구조를 통해서 지주회사 체제 밖 계열회사에 비해 상대적으로 회계 투명성 및 이익의 질이 높을 것을 예상할 수 있다. 반면에 지주회사 체제 밖 계열회사는 지주회사의 계열회사 지분 보유에서 제외된 계열회사들로서 총수일가의 지분율이 체제 내 계열회사에 비해 매우 높다.<sup>16)</sup> 따라서 재벌총수일가는 지주회사 체제 내 계열회사를 통해 사적이익 취득의 어려움이 있으므로 체제 밖 계열회사를 이용할 가능성이 존재한다. 따라서 본 연구는 공정거래위원회 보도 자료로부터 동기를 얻어 지주회사 전환 후 재벌지주회사 체제 내 계열회사와 체제 밖 계열회사 간에 이익조정 수준에 차이가 있을 것이라 예상하여 다음과 같은 귀무가설을 수립한다.

가설 3: 재벌의 지주회사 체제 전환 후 체제 내 계열회사와 체제 밖 계열회사는 이익조정 수준에 차이가 없다.

### 3.2 연구모형

본 연구는 재벌의 계열회사 중 지주회사 체제 내

계열회사와 체제 밖 계열회사 간에 회계이익의 질을 결정하는 이익조정에 차이가 존재하는지를 실증분석하기 위하여 다음의 연구모형들을 사용한다. 이익조정을 발생액조정과 실물이익조정으로 구분하여, 발생액조정의 대리변수로는 Dechow *et al.*(1995)의 수정 Jones모형, Kothari *et al.*(2005)의 성과대응 Jones모형을 사용하여 측정된 재량적 발생액을 사용하며, 실물이익조정의 대리변수로는 Roychowdhury (2006)가 제안한 비정상영업현금흐름, 비정상제조원가, 비정상재량적비용을 사용한다.<sup>17)</sup>

#### 3.2.1 가설 1의 연구모형

$$DA_{it} = \beta_0 + \beta_1 Post\_HC(Post\_NHC)_{it} + \beta_2 Size_{it} + \beta_3 Debt_{it} + \beta_4 ROA_{it} + \beta_5 BigA_{it} + \beta_6 Loss_{it} + YD + IND + \epsilon_{it} \quad (1)$$

여기서,

- DA = 재량적 발생액
- adjDA = Dechow *et al.*(1995)의 수정 Jones모형의 재량적 발생액
- adjDA<sup>PM</sup> = Kothari *et al.*(2005)의 성과대응 Jones모형의 재량적 발생액
- (-1)abCFO = 비정상영업현금흐름
- abProd = 비정상제조원가
- (-1)abSGA = 비정상판매관리비
- Post\_HC(Post\_NHC) = 지주회사 체제 전환 여부 더

16) GS그룹의 경우 지주회사체제 변환 재벌기업 중 두 번째로 지주회사 편입비율이 낮으며 그룹의 규모로 비교하면 가장 그 비율이 낮다. (주)GS의 최대주주는 허창수로 지주회사인 (주)GS의 지분을 4.75%보유하고 있으며 동시에 지주회사 체제 밖 계열회사인 (주)GS건설의 최대주주로 11.8% 지분을 보유하고 있다. 체제 밖 계열회사인 (주)GS건설은 GS그룹의 계열회사인 (주)이지빌의 지분을 84%보유하는 최대주주이다. 이와 같이 총수일가는 지주회사 체제 내 계열회사를 지주회사를 통해 보다 수직적·획일적으로 지배하고 있으며, 체제 밖에서도 자회사, 손자회사, 증손회사를 통해 계속적으로 지분을 보유함으로써 체제 밖 계열회사들의 이익조정을 시도할 충분한 유인이 있다.

17) 본 연구에서는 Roychowdhury(2006)가 제안한 비정상영업현금흐름, 비정상제조원가, 비정상재량적비용 외에 본문에는 제시하지 않았으나 Cohen and Zarowin(2010)에 따라 두 개  $RM1(= abCFO \times (-1) + abSGA \times (-1))$ ,  $RM2(= abProd + abSGA \times (-1))$ 를 추가해 분석 하였다. 구체적인 내용은 주석(20)을 참조 바람.

미변수. 체제 내(밖) 계열회사가 전환 후이면 1, 전환 전이면 0을 부여  
*Size* = t기말 총자산의 자연대수  
*Debt* = 총부채/ 총자산  
*ROA* = 당기순이익/총자산  
*Big4* = Big4 회계법인으로부터 감사받은 기업은 1, 아니면 0  
*Loss* = 당기손실기업이면 1, 아니면 0  
*YD* = 연도더미  
*IND* = 산업더미

식 (1)은 지주회사 체제 내와 밖의 계열회사가 각각 지주회사 전환 전과 후에 이익조정 차이가 존재하는 지에 관한 가설 1을 검증하기 위한 회귀모형이다. 모형의 주된 설명변수는 *Post\_HC*(*Post\_NHC*)로서 지주회사 체제 전환 여부를 표시하는 더미변수이다. *Post\_HC*는 지주회사 체제 내 계열회사가 전환 후이면 1, 전환 전이면 0을 부여하여 측정한다. *Post\_NHC*는 지주회사 체제 밖 계열회사가 전환 후이면 1, 전환 전이면 0을 부여하여 측정한다.

다른 변수가 이익조정 측정치에 미치는 영향을 통제하기 위해서 회귀모형에 투입된 통제변수로는 선행연구들에서 이익조정에 영향을 미치는 것으로 밝혀진 기업규모(*Size*), 부채비율(*Debt*), 수익성(*ROA*), 대형회계법인(*Big4*), 손실보고(*Loss*) 등을 선정하였다. 정치적 비용 가설에 따라 기업규모가 커질수록 이익조정이 감소할 것이므로 *Size*는 음(-)의 부호를 예상한다(Becker et al. 1998). 또한 부채계약가설에 따라 부채비율이 높을수록 경영자는 미래 이익을 당기로 이전하려는 유인을 가질 것이기 때문에 *Debt*은 양(+)의 계수로 예상하며, 재량적 발생액을 이용한 이익조정에 대한 감사 실패로 인한 소송위험과 소송에 따른 기대손실이 큰 대형 회계법인일수록 감사인 보수주의 성향이 높을 것이므로

*Big4*는 음(-)의 부호를 기대한다. *ROA*는 수익성을 통제하기 위한 변수로 경영성과가 이익조정에 미치는 영향을 통제하기 위해서 포함하였다(Guay et al. 1996). 김상일과 최원욱(2013)은 이익조정 대리변수인 재량적 발생액을 통제하기 위해서 손실더미를 포함하였다. 당기손실을 보고한 기업은 이익의 상향조정을 하지 않고 손실을 보고하였기 때문에 이익을 상향조정하여 당기순이익을 보고한 기업에 비해 재량적 발생액이 더 낮게 나타날 것이다. 산업별-연도별 차이를 통제하기 위하여 산업더미(*IND*)와 연도더미(*YD*)를 포함시켰다.

### 3.2.2 가설 2의 연구모형

$$DA_{it} = \beta_0 + \beta_1 HC(NHC)_{it} + \beta_2 Size_{it} + \beta_3 Debt_{it} + \beta_4 ROA_{it} + \beta_5 Big4_{it} + \beta_6 Loss_{it} + YD + IND + \epsilon_{it} \quad (2)$$

여기서

*HC(NHC)* = 지주회사 체제 내(밖) 계열회사 여부에 대한 더미변수.  
 지주회사 체제 내(밖) 계열회사이면 1, 일반회사이면 0을 부여하여 측정

식 (2)는 지주회사 체제 내 혹은 밖의 계열회사와 일반회사 간의 이익조정 차이가 존재하는 지에 관한 가설 2를 검증하기 위한 회귀모형이다. *HC*는 지주회사 체제 내 계열회사 여부에 대한 더미변수로서 지주회사 체제 내 계열회사이면 1, 일반회사이면 0을 부여하여 측정한다. *NHC*는 지주회사 체제 밖 계열회사 여부에 대한 더미변수로서 지주회사 체제 밖 계열회사이면 1, 일반회사이면 0을 부여하여 측정한다.

3.2.3 가설 3의 연구모형

$$DA_{it} = \beta_0 + \beta_1 G\_HC_{it} + \beta_2 Size_{it} + \beta_3 Debt_{it} + \beta_4 ROA_{it} + \beta_5 Big4_{it} + \beta_6 Loss_{it} + YD + IND + \epsilon_{it} \quad (3)$$

여기서,  
 $G\_HC$  = 지주회사 계열회사 중 체제 내 계열회사면 1, 체제 밖 계열회사면 0

식 (3)은 지주회사 계열회사 중 체제 내 계열회사가 체제 밖에 비해 이익조정의 차이가 존재하는 지에 관한 가설 3을 검증하기 위한 회귀모형이다.  $G\_HC$ 는 지주회사 체제 내 계열회사 여부에 대한 더미변수로서 당기에 지주회사 체제 내 계열회사이면 1, 지주회사의 계열회사이지만 체제 밖 계열회사이면 0을 부여하여 측정한다.

3.3 변수 측정

3.3.1 재량적 발생액

(1) 수정 Jones모형

본 연구에서는 Dechow *et al.*(1995)이 제시한 수정 Jones모형을 이용하여 첫 번째 재량적 발생액을 측정한다. 첫 번째 재량적 발생액을 추정하기 위하여 식 (4)에서 추정치를 구한 후 실제치와 추정치의 차이를 수정 Jones모형에 의한 재량적 발생액으로 정의한다. 식 (4)에 근거한 수정 Jones모형의 재량적 발생액은 식 (5)와 같이 측정하며, 시장(KOSPI, KOSDAQ, 비상장)별 및 표본관찰치가 10개 이상인 산업(한국표준산업분류표의 중분류)별로 분류하여 시장-산업-연도별로 각각 모형을 추정한다.

$$\frac{TAcc}{Asset_{i,t-1}} = \alpha_1 \frac{1}{Asset_{i,t-1}} + \alpha_2 \frac{(\Delta Rev - \Delta Rec)}{Asset_{i,t-1}} + \alpha_3 \frac{PPE}{Asset_{i,t-1}} + \epsilon_{it} \quad (4)$$

$$adjDA_{it} = \frac{TAcc_{it}}{Asset_{i,t-1}} - \left[ \hat{\alpha}_1 \frac{1}{Asset_{i,t-1}} + \hat{\alpha}_2 \frac{(\Delta Rev_{it} - \Delta Rec_{it})}{Asset_{i,t-1}} + \hat{\alpha}_3 \frac{PPE_{it}}{Asset_{i,t-1}} \right] \quad (5)$$

여기서,

- $TAcc$  : 총발생액 = 당기순이익 - 영업현금흐름
- $Asset_{i,t-1}$  : (t-1)기 총자산
- $\Delta Rev$  : 매출액변화 = t기 매출액 - (t-1)기 매출액
- $\Delta Rec$  : 매출채권 변화 = t기 매출채권 - (t-1)기 매출채권
- $PPE$  : 토지와 건설중인자산을 제외한 감가상각 대상 유형고정자산
- $adjDA$  : Dechow *et al.*(1995)의 수정 Jones모형을 이용한 t기의 재량적 발생액

(2) 성과대응 Jones모형

본 연구에서는 Kothari *et al.*(2005)이 제시한 성과대응 Jones모형을 이용하여 두 번째 재량적 발생액을 측정한다. 이들은 수정 Jones모형에 상수항과 총자산수익률( $ROA$ ) 고려할 경우 모형의 표기 오류가 감소될 수 있다고 주장하였다. 구체적으로 시차를 가진  $ROA$ 보다 동일 기간의  $ROA$ 에 따른 대응이 재량적 발생액 측정치와 성과측정치 간의 기계적 관련성을 제거해 준다는 증거를 제시하였다. 성과대응 재량적 발생액을 구하기 위해서 수정 Jones모형(1995)을 이용한  $i$ 기업의  $t$ 기의 재량적 발생액( $adjDA$ )과 동일한 산업과 연도에 속하면서  $i$ 기업의  $t$ 기말 총자산이익률( $ROA_{it}$ )과 가장 가

까운 값을 갖는 연도별-산업별 10분위수의 중위수 ( $median(adjDA)_{t,ind,g}$ )를 대응시킨다. 이에 근거한 성과대응 재량적 발생액은 수정 Jones모형을 이용하여 식 (6)과 같이 시장-산업-연도별로 각각 모형을 추정한다.

$$adjDA_{i,t}^{MC} = adjDA_{i,t} - median(adjDA)_{t,ind,g} \quad (6)$$

여기서,

- $adjDA_{i,t}$  : 수정 Jones모형(1995)을 이용하여 추정한 i기업의 t기의 재량적 발생액
- $median(adjDA)_{t,ind,g}$  : 연도별-산업별 10분위수의 중위수
- $adjDA_{i,t}^{MC}$  : Kothari *et al.*(2005)가 제시한 성과대응 Jones모형의 재량적 발생액

### 3.3.2 실물이익조정의 대리변수

#### (1) 비정상영업현금흐름

영업활동을 통한 이익조정은 당기의 매출액을 증가시키기 위해서 판매가격을 할인하거나 유리한 조건으로 신용을 제공함으로써 이익을 상향조정할 수 있다. 그러나 이러한 영업활동을 통한 이익조정은 일시적으로 매출의 보고이익을 증가시킬 수는 있으나 실제영업현금흐름은 감소시키므로 영업활동조정을 통해 창출되는 현금흐름은 정상적 상태의 매출액에서 창출되는 현금흐름보다 더 낮을 것으로 기대된다. 비정상영업현금흐름을 추정하기 위하여 식 (7)에서 정상영업현금흐름을 추정한 후 그 값을 실제영업현금흐름에서 차감하여 비정상영업현금흐름을 추정한다. 비정상영업현금흐름은 식 (8)로 정의되며, 시장(KOSPI, KOSDAQ, 비상장)별 및 표본관찰

치가 10개 이상인 산업(한국표준산업분류표의 중분류)별로 분류하여 시장-산업-연도별로 각각 모형을 추정한다. 식 (9)는 다른 이익조정 측정치와 해석의 일관성을 위해 -1을 곱한다.

$$\frac{CFO_{it}}{Asset_{i,t-1}} = \alpha_1 \frac{1}{Asset} + \alpha_2 \frac{Sales_{it}}{Asset_{i,t-1}} + \alpha_3 \frac{\Delta Sales_{it}}{Asset_{i,t-1}} + \epsilon_{it} \quad (7)$$

$$abCFO_{it} = \frac{CFO_{it}}{Asset_{i,t-1}} - \left[ \hat{\alpha}_1 \frac{1}{Asset_{i,t-1}} + \hat{\alpha}_2 \frac{Sales_{it}}{Asset_{i,t-1}} + \hat{\alpha}_3 \frac{\Delta Sales_{it}}{Asset_{i,t-1}} \right] \quad (8)$$

$$(-)abCFO_{it} = abCFO_{it} \times (-1) \quad (9)$$

여기서,

- $CFO$  : t기 영업활동현금흐름
- $Asset_{i,t-1}$  : (t-1)기 총자산
- $Sales$  : 매출액
- $\Delta Sales$  : 매출액 변화 = t기 매출액 - (t-1)기 매출액
- $(-1)abCFO$ : 비정상적 영업활동현금흐름

#### (2) 비정상제조원가

생산활동을 통한 이익조정은 생산량의 확대를 통하여 생산량 단위당 고정제조간접비의 배부액을 축소시켜서 매출원가를 감소시킴으로써 매출총이익을 증가시킬 수 있다. 경영자가 실물이익조정을 위해 제품을 과잉 생산하면 단위당 고정제조간접비의 부담이 감소하여 매출원가가 줄어들어 이익이 증가되고, 한계생산비용과 과잉 재고비용이 고정비의 감소를 초과하지 않는 한 이러한 이익 증가가 발생하게 된다. 생산활동 조정 측정치를 추정하기 위하여 식 (10)에서 정상제조원가를 추정한 후 그 값을 실제



제조원가에서 차감하여 비정상제조원가로 정의한다. 식 (10)에 근거한 비정상제조원가는 식 (11)로 정의되며, 시장(KOSPI, KOSDAQ, 비상장)별 및 표본관찰치가 10개 이상인 산업(한국표준산업분류표의 중분류)별로 분류하여 시장-산업-연도별로 각각 모형을 추정한다.

$$\frac{Prod_{it}}{Asset_{i,t-1}} = \alpha_1 \frac{1}{Asset} + \alpha_2 \frac{Sales_{it}}{Asset_{i,t-1}} + \alpha_3 \frac{\Delta Sales_{it}}{Asset_{i,t-1}} + \alpha_4 \frac{\Delta Sales_{i,t-1}}{Asset_{i,t-1}} + \epsilon_{it} \quad (10)$$

$$abProd_{it} = \frac{Prod_{it}}{Asset_{i,t-1}} - \left[ \hat{\alpha}_1 \frac{1}{Asset_{i,t-1}} + \hat{\alpha}_2 \frac{Sales_{it}}{Asset_{i,t-1}} + \hat{\alpha}_3 \frac{\Delta Sales_{it}}{Asset_{i,t-1}} + \hat{\alpha}_4 \frac{\Delta Sales_{i,t-1}}{Asset_{i,t-1}} \right] \quad (11)$$

여기서

- $Prod_{it}$  : 제조원가 = 매출원가 + 재고자산 증감액
- $Asset_{i,t-1}$  : (t-1)기 총자산
- $Sales_{it}$  : t기 매출액
- $\Delta Sales_{it}$  : t기 매출액 변화 = t기 매출액 - (t-1)기 매출액
- $\Delta Sales_{i,t-1}$  : (t-1)기 매출액 변화 = (t-1)기 매출액 - (t-2)기 매출액
- $abProd$  : 비정상제조원가

### (3) 비정상판매관리비

판매관리활동을 통한 이익조정은 연구개발비, 광고비 및 기타 판매관리비 같은 재량적 비용의 지출 규모를 축소시켜 이익을 증가시킨다. 경영자는 이익을 증가시키기 위해서 재량적 항목인 광고비, 연구개발비, 기타 판매관리비 등을 통해 지출 규모를 축소할 수 있다. 판매관리활동 조정 추정치를 추정하

기 위하여 식 (12)에서 정상 판매관리비를 추정한 후 그 값을 실제 판매관리비에서 차감하여 비정상판매관리비로 정의한다. 식 (12)에 근거한 비정상판매관리비는 식 (13)으로 정의되며, 시장(KOSPI, KOSDAQ, 비상장)별 및 표본관찰치가 10개 이상인 산업(한국표준산업분류표의 중분류)별로 분류하여 시장-산업-연도별로 각각 모형을 추정한다. 식 (14)는 다른 이익조정 추정치와 해석의 일관성을 위해 -1을 곱한다.

$$\frac{SGA_{it}}{Asset_{i,t-1}} = \alpha_1 \frac{1}{Asset} + \alpha_2 \frac{Sales_{i,t-1}}{Asset_{i,t-1}} + \epsilon_{it} \quad (12)$$

$$abSGA_{it} = \frac{SGA_{it}}{Asset_{i,t-1}} - \left[ \hat{\alpha}_1 \frac{1}{Asset_{i,t-1}} + \hat{\alpha}_2 \frac{Sales_{i,t-1}}{Asset_{i,t-1}} \right] \quad (13)$$

$$(-1)abSGA_{it} = abSGA_{it} \times (-1) \quad (14)$$

여기서

- $SGA$  : 판매비와 관리비
- $Asset_{i,t-1}$  : (t-1)기 총자산
- $Sales_{i,t-1}$  : (t-1)기 매출액
- $abSGA$  : 비정상 판매비와 관리비

### (4) 기타변수의 측정

실증분석을 위한 모형의 통제변수는 선행연구의 측정방법에 따라 측정하였다. 기업규모( $Size$ )는 총자산에 자연로그를 취한 값으로 측정하고, 부채비율( $Debt$ )은 총부채에 총자산을 나누어 측정한다. 수익성( $ROA$ )은 당기순이익에 총자산을 나누어 측정하고, 대형 회계법인( $Big4$ )은  $Big4$  회계법인으로부터 감사받은 기업의 경우 1, 아니면 0을 부여하여 측정한다.  $Loss$ 는 손실보고 더미변수로 당기손실 보고 기업이면 1, 아니면 0을 부여하여 측정한다.

### 3.4 표본 선정과 자료 수집

본 연구의 표본은 외부감사를 받는 기업 중 다음의 요건을 충족시키는 기업을 대상으로 구성한다.

- ① 2001년-2009년 중 지주회사로 설립 및 전환한 대기업 지주회사의 계열회사
- ② 금융업을 제외한 12월 결산법인
- ③ KIS-VALUE를 통해 재무제표자료를 획득할 수 있는 기업
- ④ 지주회사 설립 및 전환연도 제외
- ⑤ 지주회사 체제 밖 계열회사가 없는 대기업집단 제외
- ⑥ 지주회사 전환 전과 후 5년 이내 자료 수집이 가능한 기업
- ⑦ 지주회사 전환 후 대응표본이 수집 가능한 기업

본 연구의 표본기업은 2014년 1월을 기준으로 공정거래위원회 대규모 기업집단 공개시스템(OPNI)에 공시되어 있는 대기업 지주회사의 계열회사를 대상으로 한다.<sup>18)</sup> 요건 ①은 지주회사의 설립 및 전환에 관한 공정거래법 입법 취지에 따라 지주회사로 설립 및 전환한 대규모기업집단에 속하는 순수지주회사의 계열회사로 한정하기 위한 조건이다.<sup>19)20)</sup>

여기서 순수지주회사로 한정된 이유는 국내 대규모 기업집단의 피라미드 소유구조 형태 상 제일 상위에 있는 대표회사가 지주회사가 되어 계열회사들을 관리·감독하여야 계열회사 간 내부거래 및 부의 이전에 관한 목적을 달성할 수 있기 때문이다. 예를 들어, LG그룹은 (주)LG가 지주회사이기 때문에 표본 그룹에 포함하였지만 현대백화점은 그룹 소속 계열회사 중 (주)에이치씨엔이 지주회사이지만 현대백화점 그룹을 대표하는 기업이 아니라 특수목적에 위해 그룹 내에 속하는 계열사이므로 표본그룹에서 제외시켰다. 요건 ②의 경우 대규모기업 집단 내에 존재하는 금융업을 영위하는 기업은 재무제표의 특성이 일반 제조업과 상이하여 동일한 조건의 다른 업종들과 비교 분석하기 어렵기 때문에 제외시켰다. 요건 ④는 지주회사 설립 및 전환연도는 지주회사 설립 및 전환에 관한 공정거래법 요건을 맞추기 위한 조정이 이루어지므로 해당기간에 속하는 기업은 표본에서 제외하였다. 요건 ⑤는 지주회사 체제 밖 계열회사가 존재하지 않는 기업집단은 본 연구의 목적과 적합하지 않으므로 제외시켰다. 예를 들어, 한진중공업과 아모레퍼시픽은 지주회사 체제 내 비율이 100% 이므로 제외시켰다. 요건 ⑥은 지주회사 체제 전환 전과 후 표본이 동시에 존재하는 5개년 이내의 표본<sup>21)22)</sup>을 대상으로 검증한 가설1을 위한

18) OPNI에서는 2006년 이후 부터 현재까지 지주회사 설립 및 전환 신고현황을 공시하고 있다. 구체적으로 설명하면 2006년 이전에 지주회사로 설립 및 전환 되었다가 지주회사에 관한 공정거래법의 미달 사항으로 인하여 지주회사 여부를 알 수 없는 기업들은 본 연구에서 제외시킨다.

19) 순수지주회사는 중분류 산업분류로 M71000/전문서비스업에 모두 포함되어있다.

20) 본 연구는 기업집단의 소속계열회사를 확인하기 위해 소속기업 대표 지주회사의 사업보고서의 계열회사 등의 현황 등을 참고하여 수작업으로 상장기업 및 비상장기업(외부감사기업)의 계열회사 포함 여부를 확인하였다. KIS-VALUE에서 제공하는 '소속그룹(OA1150)'은 연구시점기준으로 소속그룹에 대한 정보를 제공하므로 과거 해당 그룹의 소속그룹인지 여부는 정확하지 않다. 예를 들어, 과거 (주)코웨이의 경우 '웅진' 그룹에 소속 되어있었으나 지금은 웅진그룹에서 제외 되어 있다. 따라서 추후 소속그룹에 대한 연구에서도 연구자들은 KIS-VALUE의 자료를 그대로 이용할 것이 아니라 그 자료를 바탕으로 직접 계열회사 소속여부를 사업보고서를 통해 확인하여 이용해야 한다.

21) 본 연구의 가설1을 위한 조건⑥은 선행연구인 김상일과 최원욱(2013)을 반영한 것이다. 김상일과 최원욱(2013)은 지주회사 전환 과정에서 기업의 합병, 신설 등으로 소멸되거나 새롭게 설립되는 기업이 배제되어야하고 전환 전후에 동시에 존재하는 기업만을 표본에 포함되며 특정 기업의 비중이 과도하지 않도록 전환 전후 5개년 이내로 표본 기간을 한정하였다고 설명하고 있다.

조건으로 지주회사 체제 내 표본 수는 704개이고, 지주회사 체제 밖 표본 수는 338개이다. 다음 요건 ⑦은 지주회사 체제 전환 후 체제 내와 밖 기업과 일반기업 간의 이익의 질 차이의 실증분석을 위한 가설2의 조건이다. 대응표본(matched sample)의 구성을 위해서 노준화와 배길수(2013)에 따라 연도별-산업별 총자산의 상하 30% 기준으로 ROA가 가장 비슷한 기업을 최대 3개 기업까지 대응표본으로 선정하였다.<sup>23)</sup> 그리고 대응표본이 없는 지주회사 체제 내와 밖 기업의 경우 제외시켰다. 예를 들어 (주)LG전자의 경우 지주회사 체제 내 기업이지만 대응표본구성상 상위 (주)삼성전자와 총자산이 약 5배 차이가 나고 하위 (주)삼성SDI와 총자산 30% 기준에 맞지 않아 제외시켰다. 이와 같은 기준으로 지주회사 전환 후 840개 기업과 대응표본을 구성하여 체제 내 계열회사와 일반회사 간 차이분석을 위한 표본 수는 1527개이고, 체제 밖 계열회사와 일반회사 간 차이분석을 위한 표본 수는 804개이다. 위의 요건 ①-⑤를 통해 지주회사 설립 및 전환 후 체제 내 계열회사와 체제 밖 계열회사의 이익조정 차이를 실증분석하는 가설3의 표본 수는 820개이다. 본 연구의 극단치 처리를 위하여 상위와 하위 1% 이내에 해당하는 값을 각 변수마다 상·하위 1% 값으로 조정하여(winsorization) 극단치의 영향을 완화하였다.

## IV. 실증분석결과

### 4.1 기술통계량과 상관관계분석

〈표 3〉은 본 연구의 가설 1과 2에 사용된 주요 변수들의 기술통계량을 제시한 것이다. 패널A는 지주회사 체제 내 계열회사 관련 가설 1-1(음영 부분)과 2-1의 기술통계량과 평균차이검증(t-test)의 결과를 나타낸 것이다. 가설 1-1(음영 부분)에서 발생액을 통한 이익조정 측정치인 수정 Jones 재량적 발생액( $adjDA$ )과 성과대응 재량적 발생액( $adjDA^{PM}$ )은 지주회사 전환 전 평균(중위수)은  $-0.002(0.000)$ ,  $0.003(0.000)$ 으로 나타났으며, 지주회사 전환 후 평균(중위수)은  $-0.011(-0.002)$ ,  $-0.012(-0.005)$ 로 나타났다. 지주회사 체제 내 계열회사의 지주회사 전환 전과 후 평균차이검증 결과,  $adjDA$ 의 t값은  $-1.28$ 로 유의하게 나타나지 않았으나  $adjDA^{PM}$ 의 t값이  $-0.81$ 로 10% 이하 수준에서 유의하게 나타났다. 표로 제시하지는 않았으나 표본을 상장회사와 비상장회사로 나누어 평균차이검증을 실시한 결과, 상장회사 부분에서는 유의한 결과가 나타나지 않았으나 비상장회사 부분에서  $adjDA$ ,  $adjDA^{PM}$ 의 t값이  $-1.66(10\% \text{ 이하 수준})$ ,  $-2.23(5\% \text{ 이하 수준})$ 으로 나타났다. 이러한 결과는 지주회사 체제 내 계열회사 중 상장회사 보다는 비상장회사에서 지주회사 전환으로 인한 이익의 질 개선효과가 나타났다고 해석할 수 있다. 실물활동을 통한 이익조정의 측정치인 비정상 영업현금흐름( $(-)\text{abCFO}$ ), 비정상 제

22) 표본대상 기업은 조건 1과 같이 2001년-2009년 중 지주회사로 설립 및 전환한 대기업 지주회사의 계열회사이지만 지주회사 전환 전과 후의 지주회사 전환효과를 검증하기 위해 실제 분석에 사용된 표본대상 기간은 표본대상 기업의 1996년도부터 2010년까지 기간 동안 외부감사법인 중 재벌의 계열회사를 표본으로 사용하였다.

23) 본 연구의 가설2에 사용된 일반기업은 KIS-VALUE에서 재무제표 자료가 이용 가능한 모든 기업들을 대상으로 하였다. 대기업 소속 기업들만 대상으로 할 경우 조건(기업규모, 당기순이익)에 맞는 대상기업이 많지 않기 때문에 대응표본 구성에 편의가 발생한다.

조원가( $abProd$ ), 비정상 판매관리비( $(- )abSGA$ )은 지주회사 전환 전 평균(중위수)은  $-0.008 (-0.010)$ ,  $-0.015(-0.023)$ ,  $0.005(0.003)$ 로 나타났으며, 지주회사 전환 후 평균(중위수)은  $-0.025(-0.026)$ ,  $-0.009(-0.013)$ ,  $-0.000(-0.002)$ 로 나타났다. 지주회사 체제 내 계열회사의 지주회사 전환 전과 후 평균차이검증 결과,  $(- )abCFO$ 에서만  $t$ 값이  $-2.06$  (5% 이하 수준)로 유의하게 나타났다.

가설 2-1(백색 부분)에서 지주회사 전환 후 지주회사 체제 내 계열회사의  $adjDA$ ,  $adjDA^{PM}$ 의 평균(중위수)은  $-0.012(-0.004)$ ,  $-0.014(-0.006)$ 로 나타났으며, 일반회사의 평균(중위수)은  $0.019(0.014)$ ,  $0.017(0.007)$ 로 나타났다. 지주회사 체제 내 계열회사와 일반회사 간 평균차이검증 결과,  $adjDA$ ,  $adjDA^{PM}$ 의  $t$ 값은  $-5.88$ ,  $-5.98$ 로 1% 이하 수준에서 유의하게 나타났다. 표로 제시하지는 않았으나 표본을 상장회사와 비상장회사로 나누어 평균차이검증을 실시한 결과, 상장회사 부분에서는 유의한 결과가 나타나지 않았으나 비상장회사 부분에서  $adjDA$ ,  $adjDA^{PM}$ 의  $t$ 값이  $-5.72$ ,  $-5.85$ 로 1% 이하 수준에서 유의하게 나타났다. 이러한 결과는 가설 1-1의 결과와 마찬가지로 지주회사 체제 내 계열회사 중 상장회사보다는 비상장회사에서 지주회사 전환효과가 나타나며, 지주회사 전환으로 인해 지주회사 체제 내 계열회사는 일반회사보다 더 높은 이익의 질을 가진다고 해석할 수 있다. 실물활동을 통한 이익조정 측정치인  $(- )abCFO$ ,  $abProd$ ,  $(- )abSGA$ 의 지주회사 체제 내 계열회사 평균(중위수)은  $-0.032 (-0.027)$ ,  $-0.008(-0.018)$ ,  $0.002(0.000)$ 로 나타났으며, 일반회사의 평균(중위수)은  $-0.005(-0.004)$ ,  $-0.015(-0.018)$ ,  $-0.000(-0.001)$ 로 나타났다. 지주회사 체제 내 계열회사와 일반회사 간 평균차이검증 결과,  $(- )abCFO$ 에서만  $t$ 값이  $-4.31$ (1% 이하

수준)로 유의하게 나타났다.

패널B는 지주회사 체제 밖 계열회사 관련 가설 1-2(음영 부분)과 2-2의 기술통계량과 평균차이검증( $t$ -test)의 결과를 나타낸 것이다. 가설 1-2에서 발생액을 통한 이익조정 측정치인  $adjDA$ 와  $adjDA^{PM}$ 은 지주회사 전환 전 평균(중위수)은  $0.016(0.118)$ ,  $0.012(0.005)$ 로 나타났으며, 지주회사 전환 후 평균(중위수)은  $0.017(0.007)$ ,  $0.012(0.010)$ 로 나타났다. 지주회사 체제 밖 계열회사의 지주회사 전환 전과 후 평균차이검증 결과  $adjDA$ 와  $adjDA^{PM}$ 의  $t$ 값이 모두 유의하게 나타나지 않았다. 그러나 표로 제시하지는 않았으나 표본을 상장회사와 비상장회사로 나누어 평균차이검증을 실시한 결과, 비상장회사 부분에서는 유의한 결과가 나타나지 않았으나 상장회사 부분에서  $adjDA$ ,  $adjDA^{PM}$ 의  $t$ 값이  $-1.68$ ,  $-1.98$ 로 10% 이하 수준에서 유의하게 나타났다. 이러한 결과는 지주회사 체제 밖 계열회사 중 비상장회사보다는 상장회사에서 지주회사 전환으로 인한 이익의 질 감소효과가 나타났다고 해석할 수 있다. 실물활동을 통한 이익조정의 측정치인  $(- )abCFO$ ,  $abProd$ ,  $(- )abSGA$ 는 지주회사 전환 전 평균(중위수)은  $-0.005(0.001)$ ,  $0.012(-0.004)$ ,  $-0.011(-0.000)$ 로 나타났으며, 지주회사 전환 후 평균(중위수)은  $-0.003(-0.005)$ ,  $0.006(-0.002)$ ,  $-0.004(-0.005)$ 로 나타났다. 지주회사 체제 밖 계열회사의 지주회사 전환 전과 후 평균차이검증 결과, 실물활동 이익조정 측정치에서 모두 유의하게 나타나지 않았다.

가설 2-2에서  $adjDA$ ,  $adjDA^{PM}$ 과  $(- )abCFO$ ,  $abProd$ ,  $(- )abSGA$ 의 지주회사 전환 후 지주회사 체제 밖 계열회사의 평균(중위수)은  $0.030(0.022)$ ,  $0.030(0.022)$ 과  $0.015(0.003)$ ,  $0.020(-0.001)$ ,  $-0.001(-0.006)$ 로 나타났으며, 일반회사의 평균

〈표 3〉 가설 1과 2의 기술통계량

패널A: 지주회사 체제 내 계열회사와 관련된 기술통계량																	
	(1) 전환 전 N <sub>1</sub> =352					(2) 전환 후 N <sub>1</sub> =352(N <sub>2</sub> =448)					(3) 일반회사(N <sub>2</sub> =1079)					(2)-(1)	(2)-(3)
	Mean	STD	Med	Min	Max	Mean	STD	Med	Min	Max	Mean	STD	Med	Min	Max	t값	t값
<i>adjDA</i>	-0.002	0.093	0.000	-0.317	0.307	-0.011	0.086	-0.002	-0.317	0.240	0.019	0.099	0.014	-0.289	0.370	-1.28	-5.88***
<i>adjDA<sup>PM</sup></i>	0.003	0.094	0.000	-0.324	0.312	-0.012	0.093	-0.004	-0.289	0.370	0.017	0.093	0.007	-0.289	0.343	-1.81*	-5.98***
						-0.012	0.098	-0.005	-0.324	0.312							
(-) <i>abCFO</i>	-0.008	0.117	-0.010	-0.299	0.391	-0.014	0.090	-0.006	-0.289	0.343	-0.005	0.110	-0.004	-0.378	0.367	-2.06**	-4.31***
						-0.025	0.102	-0.026	-0.299	0.372							
<i>abProd</i>	-0.015	0.131	-0.023	-0.399	0.446	-0.009	0.127	-0.013	-0.389	0.446	-0.015	0.128	-0.018	-0.445	0.385	-0.55	0.88
						-0.008	0.138	-0.018	-0.429	0.385							
(-) <i>abSGA</i>	0.005	0.101	0.003	-0.352	0.398	-0.000	0.096	-0.002	-0.379	0.379	-0.000	0.106	-0.001	-0.351	0.445	-0.72	0.50
						0.002	0.115	0.000	-0.392	0.436							
<i>Size</i>	25.366	1.810	25.144	22.602	30.356	25.868	1.750	25.659	22.602	30.356	25.255	1.375	24.871	23.046	29.370	3.62***	1.21
						25.352	1.522	25.058	23.046	29.370							
<i>Debt</i>	0.6000	0.222	0.618	0.121	1.146	0.529	0.213	0.545	0.121	1.127	0.552	0.290	0.548	0.041	1.354	-4.16***	-2.49**
						0.518	0.221	0.528	0.058	1.098							
<i>ROA</i>	0.052	0.095	0.051	-0.205	0.359	0.058	0.081	0.057	-0.205	0.359	0.052	0.096	0.042	-0.215	0.409	0.86	0.71
						0.056	0.083	0.058	-0.215	0.409							
<i>Big4</i>	0.534	0.499	1.000	0	1.000	0.772	0.420	1.000	0	1.000	0.464	0.498	0	0	1.000	6.62***	15.11***
						0.821	0.383	1.000	0	1.000							
<i>Loss</i>	0.201	0.401	0	0	1.000	0.145	0.353	0	0	1.000	0.174	0.379	0	0	1.000	-1.88*	-0.22
						0.169	0.375	0	0	1.000							

〈표 3〉 가설 1과 2의 기술통계량 (계속)

패널B: 지주회사 체재 밖 계열회사와 관련된 기술통계량	(4) 전환 전 N <sub>1</sub> =169					(5) 전환 후 N <sub>1</sub> =169(N <sub>2</sub> =230)					(6) 일반회사(N <sub>2</sub> =574)					(5)-(4)	(5)-(6)
	Mean	STD	Med	Min	Max	Mean	STD	Med	Min	Max	Mean	STD	Med	Min	Max	t값	t값
<i>adjDA</i>	0.016	0.003	0.118	-0.336	0.358	0.017	0.110	0.007	-0.336	0.335	-0.013	0.121	-0.005	-0.394	0.403	0.40	4.58***
<i>adjDA<sup>PM</sup></i>	0.012	0.113	0.005	-0.351	0.326	0.012	0.110	0.010	-0.351	0.272	-0.011	0.116	-0.004	-0.388	0.383	0.01	4.57***
<i>(-)abCFO</i>	-0.005	0.143	0.001	-0.413	0.396	-0.003	0.113	-0.005	-0.413	0.363	-0.035	0.123	-0.019	-0.432	0.399	0.15	5.35***
<i>abProd</i>	0.012	0.140	-0.004	-0.439	0.454	0.006	0.115	-0.002	-0.443	0.454	-0.031	0.149	-0.021	-0.447	0.454	-0.40	4.34***
<i>(-)abSGA</i>	-0.011	0.111	-0.000	-0.371	0.402	-0.004	0.114	-0.005	-0.372	0.387	-0.024	0.108	-0.011	-0.399	0.373	0.53	2.60***
<i>Size</i>	25.505	1.723	25.420	22.520	28.620	25.762	1.741	25.686	22.753	29.378	25.150	1.595	24.616	22.825	29.732	1.33	1.22
<i>Debt</i>	0.611	0.274	0.614	0.134	2.030	0.588	0.331	0.548	0.103	2.030	0.589	0.294	0.595	0.044	1.602	0.70	0.36
<i>ROA</i>	0.049	0.120	0.033	-0.443	0.361	0.035	0.115	0.039	-0.443	0.352	0.044	0.092	0.037	-0.308	0.353	1.08	-0.27
<i>Big4</i>	0.531	0.500	1.000	0	1.000	0.652	0.477	1.000	0	1.000	0.437	0.496	0	0	1.000	2.23**	5.43***
<i>Loss</i>	0.231	0	0.422	0	1.000	0.152	0.360	0	0	1.000	0.173	0.378	0	0	1.000	-1.81*	-0.60

1) 변수 정의 *adjDA* = Dechow *et al.*(1995)의 수정 Jones모형에 의한 재량적 발생액  
*adjDA<sup>PM</sup>* = Kothari *et al.*(2005)의 성과대응 Jones모형에 의한 재량적 발생액  
*(-)abCFO* = 비정상적 영업활동 현금흐름  
*abProd* = 비정상 생산원가  
*(-)abSGA* = 비정상 판매비와 관리비  
*Size* = t기말 총자산의 자연대수  
*Debt* = 총부채/총자산  
*ROA* = 당기순이익/총자산  
*Big4* = Big4 회계법인으로부터 감사받은 기업은 1, 아니면 0  
*Loss* = 당기손실기업이면 1, 아니면 0

2) \*\*\*, \*\*, \*는 각각 1%, 5%, 10% 수준에서 유의함(양측검정)  
 3) 음영 부분은 가설 1과 관련된 기술통계량, 백색 부분은 가설 2와 관련된 기술통계량을 각각 표시함  
 4) N<sub>1</sub>은 가설1과 관련된 표본수, N<sub>2</sub>는 가설2와 관련된 표본수를 각각 표시함

(중위수)은  $-0.013(-0.005)$ ,  $-0.011(-0.004)$ 와  $-0.035(-0.019)$ ,  $-0.031(-0.021)$ ,  $-0.024(-0.011)$ 로 나타났다. 지주회사 체제 내 계열회사와 일반회사 간 평균차이검증 결과, 5가지 이익조정 측정치의 t값이 모두 1% 이하 수준에서 유의하게 나타났다. 표로 제시하지는 않았으나 표본을 상장회사와 비상장회사로 나누어 평균차이검증을 실시한 결과, 상장회사 부분에서는 발생액조정 부분에서만 10% 유의한 결과가 나타났고, 비상장회사 부분에서는 6가지 이익조정 측정치 모두 t값이 1% 이하 수준에서 양(+)으로 유의하게 나타났다. 이러한 결과는 지주회사 체제 밖 계열회사 중 상장회사보다는 비상장회사에서 지주회사 전환으로 발생하는 적극적인 이익조정이 나타나며, 지주회사 전환으로 인해 지주회사 체제 밖 계열회사는 일반회사보다 더 낮은 이익의 질을 가진다고 해석할 수 있다. 이는 총수일가의 부의 이전을 위해 상장기업보다는 비상장기업을 중심으로 발생액조정 및 실물이익조정이 성행한다는 증거이다. 또한 이와 같은 결과는 이익의 상향조정을 통해 배당금 수입 증가를 목적으로 총수일가의 사적이익 추구 때문에 발생하는 현상이라 해석된다.<sup>24)25)</sup>

〈표 4〉는 주요 변수의 상관관계를 나타낸 표이다. 가설별 주요 변수 간 상관관계는 〈표 3〉의 평균차이검증 결과와 유사하게 나타났다. 가설 1-2의 경우

평균차이검증 결과와 마찬가지로 상관관계가 모두 유의하게 나오지 않았다. 따라서 본 연구에서는 이를 좀 더 세부적으로 검토하기 위해 회귀분석과 추가분석을 실시한다. 가설별 주요 설명변수와 통제변수 간 상관관계는 다음과 같다. 가설 1-1의 경우, 주요 관심변수인 *Post\_HC*와 *Size*, *Debt*, *Big4*, *Loss*의 상관관계는 1% 이하 수준에서 유의한 관계가 나타났다. 이는 지주회사 체제 내 계열회사는 지주회사 전환 후 기업규모가 커지고, 지주회사 행위 규제지침에 따라 부채비율이 감소하였고, 감사인이 대형 회계법인으로 교체되었으며, 당기손실이 감소하였음을 의미한다. 가설 1-2의 경우, 주요 관심변수인 *Post\_NHC*와 *Big4*, *Loss* 간에서만 5% 이하 수준에서 유의한 상관관계가 나타났다. 가설 2의 경우 보조가설에서 대응기업을 구성하기 위한 기준인 *Size*와 *ROA*에서 모두 유의한 값이 나오지 않았으므로 대응표본의 구성이 적절하다고 판단된다. 표로 제시하지 않았으나 개별 변수들 간의 상관관계를 검토한 결과, 독립변수 간 다중공선성을 우려할만한 수준의 상관관계는 발견되지 않았다.

- 24) 매년 금융감독원에 사업보고서 제출 이후 4월에는 재벌총수일가의 비계열회사를 이용한 '배당잔치' 기사가 끊이지 않고 보도되고 있다. 최근 경향신문(2014. 4. 14. 8면)은 재벌 총수 일가들이 비상장계열회사를 통해 거액의 배당금을 받았던 것을 지적하였다. 그 중 지주회사를 보유하는 LG그룹과 GS그룹의 경우, 매출의 상당 부분을 LG그룹에 의존하는 (주)법한판토스는 대주주인 조원희 회장과 구분부 LG그룹 회장의 6촌 동생에게 97억원을 배당했다. 또한 허창수 GS그룹 회장의 5촌 등 GS그룹 4세대와 친·인척이 (주)삼양인터내셔널 등 비상장사 4곳에서 배당받은 금액은 104억원으로 전년(58억원)보다 크게 늘었다고 보도했다. 총수 일가가 비상장사를 통해 배당금을 챙겨 가면 손해는 상장사 주주에게 돌아간다. 일감 몰아주기나 내부거래를 통해 상장사에서 발생한 이익이 비상장사로 옮겨가고, 이를 배당 형식으로 총수 일가가 취하면 결국 상장사 기업 가치가 낮아지기 때문이다.
- 25) 본 논문에는 제시하지 않았지만 추가적으로 최대주주지분율(*OWN*)에 대해서 평균차이검증을 실시하였다. 전환 전과 후 *OWN*의 평균차이검증의 분석 결과, 체제 내와 밖 계열회사의 경우 상장기업과 비상장기업 모두에서 유의하지 않은 결과가 나타났다. 이와 같은 결과는 재벌은 소유구조의 고리를 끊기 쉬운 계열회사들을 지주회사로 우선 편입 시키고 편입 후에도 그 지분율을 계속적으로 유지하고 있는 것으로 설명된다. 체제 내 계열회사와 체제 밖 계열회사 간 *OWN*의 차이 설명은 4. 2 〈표 10〉의 설명 참조.

〈표 4〉 가설 1과 2의 주요 변수간 상관관계분석

	가설 1-1	가설 1-2	가설 2-1	가설 2-2
	<i>Post_HC</i>	<i>Post_NHC</i>	<i>HC</i>	<i>NHC</i>
<i>adjDA</i>	-0.050	-0.022	-0.147***	0.160***
<i>adjDA<sup>PM</sup></i>	-0.086*	-0.001	-0.153***	0.161***
<i>(-1)abCFO</i>	-0.078**	0.008	-0.110***	0.185***
<i>abProd</i>	0.023	-0.023	0.024	0.157***
<i>(-1)abSGA</i>	0.029	0.030	0.013	0.094***
<i>Size</i>	0.139***	0.074	0.083	0.075
<i>Debt</i>	-0.159***	-0.038	-0.056**	0.013
<i>ROA</i>	0.033	-0.060	0.017	-0.009
<i>Big4</i>	0.249***	0.123**	0.328***	0.193***
<i>Loss</i>	-0.072**	-0.100*	-0.005	-0.021

1) 상관계수는 Pearson 상관계수를 표시함

- 2) 변수 정의 *Post\_HC* = 지주회사 체제 내 계열회사가 지주회사 전환 후이면 1, 전이면 0  
*Post\_NHC* = 지주회사 체제 밖 계열회사가 지주회사 전환 후이면 1, 전이면 0  
*HC* = 지주회사 체제 내 계열회사이면 1, 일반회사이면 0  
*NHC* = 지주회사 체제 밖 계열회사이면 1, 일반회사이면 0

나머지 변수 정의는 〈표 4〉 참조

3) \*\*\*, \*\*, \*는 각각 1%, 5%, 10% 수준에서 유의함(양측검증)

#### 4.2 지주회사 전환이 지주회사 체제 내와 밖 계열회사의 회계이익 질에 미치는 영향(가설 1)의 분석결과

##### 4.2.1 전체표본 대상 분석결과

〈표 5〉는 지주회사 전환이 체제 내와 밖 계열회사의 회계이익 질에 미치는 영향에 대한 가설 1의 분석결과를 나타낸다. 패널 A는 지주회사 체제 내

계열회사의 지주회사 전환 전과 후의 이익조정 수준에 차이가 있는지에 대한 가설 1-1의 분석결과를 나타낸다. 분석 결과, *adjDA*와 *adjDA<sup>PM</sup>*에 대한 *Post\_HC*의 계수추정치(*t*값)는 -0.016(-1.80), -0.028(-2.11)로 10%, 5% 이하 수준에서 유의한 음(-)의 값을 보였다.<sup>26)</sup> 반면에 실물이익조정 대리 변수는 모두 유의하지 않은 결과가 나타났다.<sup>27)</sup> 이와 같은 결과는 상장기업과 비상장기업을 대상으로

26) 본문에는 제시하지 않았으나 본 연구에서는 발생액이익조정 측정치 중 Kothari et al.(2005)의 성과조정 재량적 발생액(수정 Jones 모형에 상수항포함, ROA변수 추가) 부분도 추가하여 분석 하였다. 결과는 모두 본분석의 수정 Jones 모형 재량적 발생액(*adjDA*)과 Kothari et al.(2005)의 성과대응 재량적 발생액(*adjDA<sup>PM</sup>*)의 결과와 동일하게 나타나 본문에는 지면 관계상 본 논문에는 제시하지 않는다.

27) 본문에는 제시하지 않았으나 본 연구에서는 실물이익조정 측정치 중 Cohen and Zarowin(2010)에 따라 두 개 *RM\_1*, *RM\_2*를 추가해 분석 하였다. 분석결과, 〈표 6〉의 패널A에서는 *RM\_1*, *RM\_2* 모두 유의하지 않게 나타났으며, 패널 B에서는 *RM\_2*에서만 유의한 결과가 나타났다. *RM\_2*에서 유의한 결과가 나타난 이유는 *RM\_2* 계산 상 포함된 두 개의 변수(*abProd*, *(-1)abSGA*) 중 *(-1)abSGA*에서 유의하게 나타나 *RM\_2* 역시 *(-1)abSGA*의 결과에 따라 유의하게 나타난 것으로 판단된다. 두 개 포함된 변수 중 하나가 유의하게 나타나면 *RM\_1*, *RM\_2*의 결과가 유의하게 나타났는데, 이러한 경향은 본 연구의 모든 분석에서 함께 나타났다. 따라서 *RM\_1*, *RM\_2*의 결과 역시 일관되게 나타나지 않아 지면 관계상 본 논문에는 제시하지 않는다.



〈표 5〉 지주회사 전환이 체제 내와 밖 계열회사의 회계이익 질에 미치는 영향의 회귀분석 결과

변수	패널 A: 가설 1-1					패널 B: 가설 1-2				
	<i>adjDA</i>	<i>adjDA<sup>PM</sup></i>	(-1) <i>abCFO</i>	<i>abProd</i>	(-1) <i>abSGA</i>	<i>adDA</i>	<i>adDA<sup>PM</sup></i>	(-1) <i>abCFO</i>	<i>abProd</i>	(-1) <i>abSGA</i>
절편	-0.015 (-0.30)	-0.024 (-0.26)	0.493 (3.31)***	0.659 (3.35)***	1.451 (8.02)***	-0.058 (-0.51)	-0.067 (-0.47)	0.207 (1.15)	-0.804 (-2.25)**	0.780 (3.04)
<i>Post_HC</i>	-0.016 (-1.80)*	-0.028 (-2.11)**	-0.014 (-0.69)	-0.011 (-0.39)	-0.008 (-0.31)					
<i>Post_NHC</i>						0.036 (2.17)**	0.045 (2.44)**	0.007 (0.46)	0.012 (0.36)	0.065 (2.12)**
<i>Size</i>	0.000 (0.32)	0.001 (0.23)	-0.018 (-3.24)***	-0.033 (-4.50)***	-0.051 (-7.35)***	0.004 (0.99)	0.007 (1.50)	-0.009 (-1.54)	-0.008 (-0.60)	-0.032 (-3.76)***
<i>Debt</i>	-0.017 (-0.94)	-0.039 (-1.35)	-0.129 (-2.81)***	0.129 (2.08)**	-0.294 (-5.30)***	-0.00461 (-0.18)	-0.014 (-0.55)	-0.054 (-1.59)	0.366 (4.60)***	-0.002 (-0.06)
<i>ROA</i>	0.195 (3.58)***	-0.020 (-0.28)	0.557 (5.02)***	-0.199 (-1.17)	0.091 (0.63)	0.424 (5.41)***	0.330 (3.95)***	0.067 (0.83)	-0.126 (-0.67)	0.010 (0.10)
<i>Big4</i>	-0.006 (-0.78)	0.022 (1.83)*	<i>N/A</i>	<i>N/A</i>	<i>N/A</i>	-0.003 (-0.25)	-0.002 (-0.13)	<i>N/A</i>	<i>N/A</i>	<i>N/A</i>
<i>Loss</i>	-0.004 (-0.34)	-0.01041 (-0.62)	0.055 (2.05)**	0.005 (0.15)	0.114 (3.41)***	-0.006 (-0.32)	0.017 (0.77)	-0.004 (-0.19)	0.024 (0.42)	-0.034 (-0.95)
<i>YD</i>	<i>Included</i>					<i>Included</i>				
<i>IND</i>	<i>Included</i>					<i>Included</i>				
수정 <i>R</i> <sup>2</sup>	0.0915	0.0723	0.1964	0.3615	0.3834	0.1591	0.1575	0.6596	0.3715	0.2442
<i>F</i> 값	2.29***	1.80***	4.37***	7.83***	9.30***	2.90***	2.32***	18.19***	6.23***	3.64***
<i>N</i> <sup>28)</sup>	704	450	704			338	284	338		

- 1) 변수의 정의는 〈표 4〉의 하단과 동일  
 2) \*\*\*, \*\*, \*는 각각 1%, 5%, 10% 수준에서 유의함(양측검증)

지주회사 전환이 재량적 발생액으로 표시되는 회계이익의 질에 긍정적인 영향을 미친다고 주장하는 김상일과 최원욱(2013)의 연구결과와 일치하고, 상장기업만을 대상으로 실물이익조정의 영향을 분석한 김지홍 등(2009)에서 지주회사 전환효과가 나타나지 않는 것과 유사한 결과이다. 패널 B는 지주회사

체제 밖 계열회사의 지주회사 전환 전과 후의 이익조정 수준에 차이가 있는지에 대한 가설 1-2의 분석 결과를 나타낸 것이다. 분석 결과, 발생액조정의 대리변수인 *adjDA*와 *adjDA<sup>PM</sup>*에 대한 *Post\_NHC*의 계수추정치(*t*값)는 0.036(2.17), 0.045(2.44)로 기대한 바와 동일하게 5%이하 수준에서 유의한 양

28) *adjDA<sup>PM</sup>*의 표본수가 다른 종속변수들과 상이한 이유는 Kothari et al.(2005)의 성과대응 재량적 발생액(*adjDA<sup>PM</sup>*)의 추정상 발생하는 산업별 중위수 문제 때문이다. 예를 들어, *t*년 *i*산업의 기업이 10개만 존재할 경우 연도별-산업별 10분위수의 중위수(*median(adjDA)<sub>t, ind, g</sub>*)를 대응할 때 개별 분위에 1개 기업만 존재하여 해당기업이 중위수가 되어 추정치가 0이 되는 문제가 발생한다. 본 연구에서는 Kothari et al.(2005)의 성과대응 재량적 발생액 추정의 강건성을 위하여 산업 내 이익조정 추정치가 모두 0인 산업은 제외하였다.

(+)의 값을 보이는 것으로 나타났다. 한편 실물이익조정 경우 세 가지 대리변수 중  $(-1)abSGA$ 의 계수추정치가 유의한 양(+)의 값을 보이는 것으로 나타났다.

가설 1의 전체표본에 대한 분석결과를 살펴보면, 지주회사 전환은 지주회사 체제 내 계열회사와 체제 밖 계열회사 모두에게 영향을 미치지만 그 효과가 상반되는 것으로 나타났다. 지주회사 체제 내 계열회사의 경우, 지주회사 전환 후 감사인이 대형 회계법인으로 바뀌는 것<sup>29)</sup>과 공정거래위원회의 지주회사 체제 내 계열회사의 행위 규제 등으로 인해서 재정적 발생액을 이용한 이익조정이 감소하는 것을 알 수 있다. 반면에 지주회사 체제 밖 계열회사의 경우, 지주회사 체제 내 계열회사를 통한 부의 이전에 제한을 받게 되는 재벌그룹의 지배주주는 지주회사 체제 밖 계열회사를 이용하여 사적 부를 축적할 유인을 가질 수 있을 것이기 때문에 지주회사 전환 후 체제 밖 계열회사의 이익의 질이 하락한 것으로 해석할 수 있다.

#### 4.2.2 상장회사와 비상장회사의 구분

〈표 6〉은 지주회사 전환이 상장계열회사와 비상장계열회사의 회계이익의 질에 미치는 영향에 관한 가설 1의 전체표본을 상장회사와 비상장회사로 나누어 분석한 결과이다. 패널 A와 B는 지주회사 체제 '내' 상장회사와 비상장회사의 지주회사 체제로의 전환 전과 후의 이익조정 수준 차이에 대한 가설 1-1의 분석결과를 나타낸 것이다. 분석 결과, 상장회사를 대상으로 한 패널 A는 발생액조정과 실물이익조정의 대리변수는 모두 유의하지 않은 결과가 나타났

다. 반면에 비상장회사를 대상으로 한 패널 B는 발생액조정에서 유의한 음(-)의 관계가 나타났으나 실물이익조정에서는 일관된 결과가 나타나지 않았다. 패널 C와 D는 지주회사 체제 '밖' 상장회사와 비상장회사의 지주회사 체제로의 전환 전과 후의 이익조정 수준 차이에 대한 가설 1-2의 추가분석결과를 나타낸 것이다. 분석 결과, 상장회사를 대상으로 한 패널 C는 발생액조정에서 유의한 양(+)의 관계가 나타났으나 실물이익조정 대리변수는 모두 유의하지 않은 결과가 나타났다.

반면에 비상장회사를 대상으로 한 패널 D는  $(-1)abSGA$ 를 제외하고 발생액조정과 실물이익조정에서 유의하지 않은 결과가 나타났다.

따라서 전체표본 분석결과와 상장 및 비상장을 구분한 분석결과를 종합하여 해석해 볼 때 다음과 같은 특징을 가진다. 첫째, 지주회사 체제 내 계열회사의 지주회사 전환은 상장회사보다는 비상장회사에서 발생액조정을 이용한 회계이익의 질이 높아지는 것으로 나타났다. 또한 상장회사뿐만 아니라 비상장회사에서 실물이익조정 부분의 일관된 결과가 나타나지 않는 것을 바탕으로 실물이익조정은 지주회사 전환 전과 후 계속적으로 이루어지고 있음을 알 수 있다. 따라서 지주회사 전환에 따라 외부감사인이 대형 회계법인으로 전환된 것과 지주회사 행위규제지침은 전환 전부터 회계정보의 질 및 기업가치가 큰 상장회사보다는 체계적 관리지침이 미비했던 비상장회사의 회계이익의 질을 향상시킨다. 둘째, 지주회사 체제 밖 계열회사는 지주회사 전환으로 인해 비상장회사보다는 상장회사에서 발생액조정을 이용한 회계이익의 질이 낮아지는 것으로 나타났다. 반면에 실물이익조정 부분의 결과는 체제 내 계열회사와 마

29) 〈표 3〉 패널 A의 변수  $Big4$ 의 (2)-(1)의 t값 참조.

〈표 6〉 지주회사 전환이 상장계열회사와 비상장계열회사의 회계이익의 질에 미치는 영향에 관한 회귀분석결과

Panel A: 체제 내 상장계열회사의 전환 전과 후						Panel C: 체제 밖 상장계열회사의 전환 전과 후					
변수	adjDA	adjDA <sup>PM</sup>	(-1)abCFO	abProd	(-1)abSGA	변수	adjDA	adjDA <sup>PM</sup>	(-1)abCFO	abProd	(-1)abSGA
절편	0.146	0.033	0.224*	1.718	1.462***	절편	0.067	0.121	-3.859***	-5.347***	-3.492***
Post_HC	0.005	-0.036	-0.025	0.015	-0.059	Post_NHC	0.053**	0.108***	-0.028	0.161	0.025
Size	-0.004	-0.000	-0.011**	-0.093***	-0.069***	Size	-0.004	-0.006	0.120***	0.155**	0.102***
Debt	-0.057*	-0.078	-0.023	-0.404**	-0.474***	Debt	0.040	0.115	0.716***	1.376***	0.832***
ROA	0.106	-0.127	0.481***	0.250	-0.361	ROA	0.555***	0.572***	0.321	0.528	0.298
Big4	0.006	0.034	N/A	N/A	N/A	Big4	0.011	-0.051	N/A	N/A	N/A
Loss	0.000	0.023	0.021	0.238	0.153	Loss	-0.009	0.008	0.069	0.055	-0.003
YD & IND	Included					YD & IND	Included				
F값	1.24	1.15	2.07***	6.90***	6.46***	F값	3.44***	3.12***	3.37***	3.97***	3.62***
수정 R <sup>2</sup>	0.0473	0.0350	0.0492	0.5008	0.4673	수정 R <sup>2</sup>	0.4094	0.4450	0.3769	0.3182	0.3799
N	182	124	182			N	92	68	92		
Panel B: 체제 내 비상장계열회사의 전환 전과 후						Panel D: 체제 밖 비상장계열회사의 전환 전과 후					
절편	-0.132*	-0.212	-0.310**	0.373*	0.246	절편	0.154	0.215	0.013	0.343	0.623
Post_HC	-0.026**	-0.037**	-0.030**	-0.025	0.000	Post_NHC	0.043	0.052	-0.023	-0.028	0.151***
Size	0.004*	0.008	0.014***	-0.022***	-0.223***	Size	-0.001	-0.002	-0.003	-0.010	-0.023*
Debt	-0.006	-0.034	-0.065**	0.199***	-0.002	Debt	0.006	-0.021	-0.038	0.047	0.043
ROA	0.226***	-0.078	0.481***	-0.439***	0.069	ROA	0.524***	0.346***	0.100	-0.376***	-0.035
Big4	-0.006	0.015	N/A	N/A	N/A	Big4	-0.000	0.007	N/A	N/A	N/A
Loss	-0.006	-0.028	-0.001	-0.053*	0.075**	Loss	-0.006	0.016	-0.001	-0.052	-0.049
YD & IND	Included					YD & IND	Included				
F값	2.84***	1.79***	3.88***	2.69***	2.22***	F값	3.28***	2.23***	2.65***	2.75***	2.75***
수정 R <sup>2</sup>	0.0918	0.1106	0.2259	0.3057	0.4760	수정 R <sup>2</sup>	0.2478	0.1745	0.2239	3.16	0.2065
N	522	326	522			N	246	218	246		

1) 변수의 정의는 〈표 4〉의 하단과 동일

2) \*\*\*, \*\*, \*는 각각 1%, 5%, 10% 수준에서 유의함(양측검증)

참가지로 일관적이지 않았다. 따라서 지주회사 전환으로 인해 체제 내 계열회사를 이용한 부의 이전에 문제가 생긴 총수일가는 체제 밖 계열회사를 이용하여 부의 이전을 시도하고 있음을 확인할 수 있다. 지주회사 체제 밖 비상장계열회사가 지주회사 전환 전과 후에 이익조정에 유의적인 차이가 없는 이유는 체제 밖 비상장계열회사는 전환 전부터 총수일가의 사적이익을 취득하기 위한 수단으로 사용되어 왔다고 판단된다.

### 4.3 지주회사 전환 후 지주회사 체제 내와 밖의 계열회사와 일반회사 간 회계이익 질의 차이(가설 2)에 대한 분석결과

#### 4.3.1 전체표본 대상 분석결과

〈표 7〉은 지주회사 전환 후 계열회사와 일반회사 간의 회계이익 질의 차이에 대한 가설 2의 분석결과이다. 패널 A는 지주회사 전환 후 체제 내 계열회사와 일반회사 간의 회계이익의 질에 대한 가설 2-1의 분석결과를 표시한다. 분석 결과, 발생액조정의 대

〈표 7〉 지주회사 전환 후 계열회사와 일반회사 간의 회계이익의 질 회귀분석 결과

변수	패널 A: 가설 2-1					패널 B: 가설 2-2				
	<i>adjDA</i>	<i>adjDA<sup>PM</sup></i>	<i>(-1)abCFO</i>	<i>abProd</i>	<i>(-1)abSGA</i>	<i>adjDA</i>	<i>adjDA<sup>PM</sup></i>	<i>(-1)abCFO</i>	<i>abProd</i>	<i>(-1)abSGA</i>
절편	-0.005 (-0.09)	-0.034 (-0.57)	0.014 (0.11)	-0.927 (-3.17)***	0.219 (2.36)**	0.042 (0.41)	0.025 (0.25)	-0.104 (-1.21)	-0.244 (-1.13)	0.195 (1.44)
<i>HC</i>	-0.029 (-4.97)***	-0.028 (-5.14)***	-0.038 (-3.22)***	0.013 (0.50)	-0.028 (-1.62)					
<i>NHC</i>						0.048 (5.17)***	0.046 (5.01)***	0.067 (5.90)***	0.041 (2.09)**	0.032 (2.39)**
<i>Size</i>	0.001 (0.74)	0.002 (1.09)	-0.002 (-0.52)	0.025 (2.19)**	-0.009 (-1.81)	0.001 (0.44)	0.002 (0.58)	0.004 (1.35)	0.011 (1.54)	-0.008 (-1.65)*
<i>Debt</i>	-0.007 (-0.66)	-0.004 (-0.40)	-0.055 (-2.41)**	-0.025 (-0.49)	-0.019 (-0.79)	-0.057 (-3.47)***	-0.05435 (-3.29)***	-0.013 (-0.70)	-0.065 (-1.84)*	-0.001 (-0.03)
<i>ROA</i>	0.255 (7.01)***	0.119 (3.42)***	0.443 (6.12)***	-0.566 (-3.41)***	0.045 (0.59)	0.357 (5.71)***	0.17247 (2.76)***	0.241*** (3.62)	-0.573 (-4.75)***	-0.056 (-0.70)
<i>Big4</i>	-0.013 (-2.34)**	-0.012 (-2.18)**	<i>N/A</i>	<i>N/A</i>	<i>N/A</i>	-0.014 (-1.55)	-0.014 (-1.54)	<i>N/A</i>	<i>N/A</i>	<i>N/A</i>
<i>Loss</i>	0.003 (0.34)	0.022 (2.50)**	-0.007 (-0.39)	-0.138 (-3.19)***	0.057 (2.80)***	-0.009 (-0.61)	0.012 (0.81)	-0.028 (-1.59)	-0.082 (-2.43)**	0.033 (1.49)
<i>YD</i>	<i>Included</i>					<i>Included</i>				
<i>IND</i>	<i>Included</i>					<i>Included</i>				
수정 <i>R</i> <sup>2</sup>	0.0696	0.0367	0.0906	0.1351	0.1224	0.1342	0.0645	0.0937	0.1303	0.0946
<i>F</i> 값	3.35***	2.20***	4.23***	6.07***	5.26***	3.51***	2.12***	10.23***	10.25***	2.95***
<i>N</i>	1527	1475	1527			804	762	804		

1) 변수의 정의는 〈표 4〉의 하단과 동일  
 2) \*\*\*, \*\*, \*는 각각 1%, 5%, 10% 수준에서 유의함(양측검증)

리변수인  $adjDA$ 와  $adjDA^{PM}$ 에 대한  $HC$ 의 계수추정치( $t$ 값)는  $-0.029(-4.97)$ ,  $-0.028(-5.14)$ 로 1% 이하 수준에서 유의한 음(-)의 값을 보였다. 한편 실물이익조정인 경우 세 가지 대리변수 중  $(-1)abCFO$ 의 경우 계수추정치가 음의 유의한 값을 보였다( $-0.038$ ,  $t=-3.22$ ). 이와 같은 분석결과는 상장기업을 대상으로 지주회사 전환 후 지주회사 체제 내 계열회사는 대응되는 일반회사보다 회계이익의 질이 우수하다고 주장하는 신호영과 박화운(2008)의 연구결과와 일치한다.<sup>30)</sup> 패널 B는 지주회사 전환 후 체제 밖 계열회사와 일반회사 간의 회계이익의 질의 차이에 대한 가설 2-2의 분석결과를 나타낸 것이다. 분석 결과, 발생액조정의 대리변수인  $adjDA$ 와  $adjDA^{PM}$ 에 대한  $NHC$ 의 계수추정치( $t$ 값)는 0.048(5.17)과 0.046(5.01)로 기대한 바와 동일하게 1%이하 수준에서 유의한 양(+)의 값을 보였다. 또한 실물이익조정의 대리변수인  $(-1)abCFO$ ,  $abProd$  및  $(-1)abSGA$ 에 대한  $NHC$ 의 계수추정치( $t$ 값)도 기대와 동일하게 각각 0.067(5.90), 0.041(2.09), 0.032(2.39)로 1%, 5% 이하 수준에서 유의한 양(+)의 값을 보였다.

#### 4.3.2 상장회사와 비상장회사의 구분

〈표 8〉은 지주회사 전환 후 상장계열회사 및 비상장계열회사와 일반회사 간 회계이익의 질 차이에 대한 분석결과이다. 패널 A와 B는 지주회사 체제 '내' 상장회사와 비상장회사의 지주회사 체제로의 전환 후 일반회사 간 회계이익의 질 차이에 대한 가설

2-1의 추가분석결과를 표시한다. 분석 결과, 상장회사를 대상으로 한 패널 A는 발생액조정과 실물이익조정 대리변수는 모두 유의하지 않은 결과가 나타났다. 반면에 비상장회사를 대상으로 한 패널 B는 발생액조정에서 유의한 음(-)의 관계가 나타났으나 실물이익조정에서는 일관된 결과가 나타나지 않았다. 패널 C와 D는 지주회사 체제 '밖' 상장회사와 비상장회사의 지주회사 체제로의 전환 후 일반회사 간 회계이익의 질 차이에 대한 가설 2-2의 추가분석결과를 표시한다. 분석 결과, 상장회사를 대상으로 한 패널 C는 발생액조정에서 10% 수준에서 유의한 약한 양(+)의 관계가 나타났고 실물이익조정의 대리변수는 모두 유의하지 않은 결과가 나타났다. 반면에 비상장회사를 대상으로 한 패널 D는 발생액조정과 실물이익조정의 모두에서 유의한 양(+)의 관계가 나타났다.

가설 2에 대하여 종합적으로 살펴보면, 지주회사 전환 후 지주회사 체제 내 계열회사와 체제 밖 계열회사는 모두 일반회사와 비교하여 회계이익의 질에 유의적인 차이가 존재하는 것으로 나타났다. 그러나 그 효과는 체제 내 계열회사와 체제 밖 계열회사에서 서로 상반되게 나타났다. 지주회사 체제 내 계열회사의 경우 지주회사 전환 후 공정거래위원회의 지주회사 체제 내 계열회사에 대한 행위규제 때문에 회계이익의 질이 개선되어 일반회사보다 이익조정 수준이 낮아진 반면, 체제 밖 계열회사의 경우 재벌 총수일가가 체제 밖 계열회사의 이익을 발생액조정 및 실물이익조정을 이용해 적극적으로 상향조정하여 많은 배당을 받으려는 유인<sup>31)32)</sup>에 따라 지주회사

30) 신호영과 박화운(2008)의 경우 발생액조정만을 대상으로 분석하였다.

31) 주석 16) 참조.

32) ……오너 친족이 경영하는 비(非)지주회사 소속 계열사에 일감 몰아줘…문제는 지주회사 밖의 계열사들이 내부 거래로 오너 친·인척끼리 부(富)를 이전하는 통로로 사용되고 있다는 점이다. 내부 거래로 매출을 올린 뒤 거액의 배당금을 총수 일가가 챙기는 방식이다. SK그룹에서는 지주회사에 편입되지 않은 SK C&C(총수 일가 지분율 48%)와 에이앤티에스(총수 일가 지분율 100%)의 내

〈표 8〉 지주회사 전환 후 상장계열회사 및 비상장계열회사와 일반회사 간 회계이익의 질에 관한 회귀분석결과

Panel A: 체제 내 상장계열회사와 일반회사						Panel C: 체제 밖 상장계열회사와 일반회사					
변수	<i>adjDA</i>	<i>adjDA<sup>PM</sup></i>	<i>(-1)abCFO</i>	<i>abProd</i>	<i>(-1)abSGA</i>	변수	<i>adjDA</i>	<i>adjDA<sup>PM</sup></i>	<i>(-1)abCFO</i>	<i>abProd</i>	<i>(-1)abSGA</i>
절편	0.175	0.136	-2.495***	-1.837***	-1.305***	절편	-0.194	-0.162	0.222	-0.337	0.331
<i>Post_HC</i>	-0.012	-0.011	-0.030	-0.056	0.022	<i>Post_NHC</i>	0.019*	0.018*	0.038	0.015	0.009
<i>Size</i>	-0.007	-0.005	0.067***	0.024	0.012	<i>Size</i>	0.010	0.008	-0.011	0.0143	-0.011
<i>Debt</i>	0.042	0.041	-0.280***	-0.383***	-0.124**	<i>Debt</i>	0.020	0.028	0.045	-0.020	-0.070
<i>ROA</i>	0.324***	0.186**	0.091	-0.516	0.313*	<i>ROA</i>	0.589***	0.415***	0.333*	-0.222	-0.094
<i>Big4</i>	-0.002	-0.005	<i>N/A</i>	<i>N/A</i>	<i>N/A</i>	<i>Big4</i>	-0.044*	-0.040	<i>N/A</i>	<i>N/A</i>	<i>N/A</i>
<i>Loss</i>	0.035	0.069***	0.023	-0.516	0.019	<i>Loss</i>	0.020	0.067**	0.021	0.017	-0.008
<i>YD &amp; IND</i>	<i>Included</i>					<i>YD &amp; IND</i>	<i>Included</i>				
<i>F값</i>	1.47*	1.20	3.55***	3.63***	6.71***	<i>F값</i>	1.83**	1.15	1.68*	1.18	1.56*
수정 <i>R</i> <sup>2</sup>	0.0482	0.0209	0.2097	0.3571	0.3974	수정 <i>R</i> <sup>2</sup>	0.1617	0.1523	0.1055	0.0353	0.2130
<i>N</i>	261	252	261			<i>N</i>	112	109	112		
Panel B: 체제 내 비상장계열회사와 일반회사						Panel D: 체제 밖 비상장계열회사와 일반회사					
절편	0.006	-0.027	-0.607***	-1.777***	-0.070***	절편	0.023	0.042	-0.298***	0.131	0.036
<i>Post_HC</i>	-0.032***	-0.032***	-0.041***	0.037	-0.039	<i>Post_NHC</i>	0.053***	0.052***	0.070***	0.048**	0.037**
<i>Size</i>	0.001	0.002	0.022***	0.059***	0.002	<i>Size</i>	0.000	0.000	0.012***	-0.007	-0.002
<i>Debt</i>	-0.012	-0.008	-0.044**	-0.004	-0.008	<i>Debt</i>	-0.059***	-0.057***	-0.025	-0.062	0.007
<i>ROA</i>	0.247***	0.112***	0.465***	-0.563***	-0.000	<i>ROA</i>	0.326***	0.139**	0.236***	-0.725***	-0.046
<i>Big4</i>	-0.016**	-0.014**	<i>N/A</i>	<i>N/A</i>	<i>N/A</i>	<i>Big4</i>	-0.014	-0.014	<i>N/A</i>	<i>N/A</i>	<i>N/A</i>
<i>Loss</i>	0.001	0.019**	-0.011	-0.151***	0.053**	<i>Loss</i>	-0.013	0.005	-0.032*	-0.085**	0.039
<i>YD &amp; IND</i>	<i>Included</i>					<i>YD &amp; IND</i>	<i>Included</i>				
<i>F값</i>	3.34***	2.25***	5.08***	5.77***	4.32***	<i>F값</i>	3.60***	2.25***	3.97***	2.56***	2.45***
수정 <i>R</i> <sup>2</sup>	0.0777	0.0429	0.1242	0.1257	0.1099	수정 <i>R</i> <sup>2</sup>	0.1464	0.0764	0.1102	0.1366	0.0959
<i>N</i>	1266	1223	1266			<i>N</i>	692	653	692		

1) 변수의 정의는 〈표 4〉의 하단과 동일  
 2) \*\*\*, \*\*, \*는 각각 1%, 5%, 10% 수준에서 유의함(양측검증)

전환 후 오히려 회계이익의 질이 악화되어 일반회사보다 이익조정 수준이 높아진 것으로 나타났다.<sup>33)</sup>

본 논문에는 제시하지 않았지만, 지주회사 전환 전 계열회사와 일반회사 간 회계이익의 질 차이 분석 결과는 발생액조정 부분에서는 모두 유의하지 않은 결과가 나타났고 실물이익 조정 부분에서는 일관된 결과가 나타나지 않았다. 지주회사 전환 후 계열회사와 일반회사 간 차이 분석결과와 전환 전 분석결과를 종합해서 해석해 볼 때, 지주회사 전환으로 인해 체제 내 계열회사는 일반회사보다 회계이익의 질이 상승하였고, 체제 밖 계열회사는 일반회사보다 회계이익의 질이 하락한 것으로 설명 가능하다. 따라서 가설 2의 결과를 종합하여 해석해 볼 때 다음과 같은 특징을 가진다. 첫째, 지주회사 체제 내 계열회사는 비상장회사에서 일반회사보다 회계이익의 질이 높아지는 것으로 판단된다. 따라서 주 분석의 결과는 비상장회사의 회계이익의 질 개선으로 인해

나타난 것이다. 둘째, 지주회사 체제 밖 계열회사는 비상장회사에서 일반회사보다 회계이익의 질이 낮게 나타났다. 따라서 지주회사 전환으로 인해 체제 내 계열회사를 이용한 부의 이전이 어려워진 총수일가가 체제 밖 계열회사를 이용하여 발생액 및 실물이익의 상향조정을 통해 배당금수익 등과 같은 부의 이전을 시도하고 있음을 확인할 수 있다.

#### 4.4 지주회사 전환 후 지주회사 체제 내와 밖 계열회사 간 회계이익 질 차이(가설 3)의 분석결과

〈표 9〉는 본 연구의 핵심가설인 가설 3과 관련된 변수들의 기술통계량을 나타낸다. 종속변수인 발생액을 통한 이익조정 측정치  $adjDA$ ,  $adjDA^{PM}$ 과 실물활동을 통한 이익조정 측정치  $(-1)abCFO$ ,  $abProd$ ,  $(-1)abSGA$ 의 평균(중위수)은 각각 0.002(0.003), 0.001(0.000),  $-0.009(-0.017)$ ,  $-0.056(-0.020)$ ,

〈표 9〉 가설 3과 관련된 변수들의 기술통계량

변수	N	Mean	STD	Med	Min	Max	변수	Mean	STD	Med	Min	Max
$adjDA$	820	0.002	0.103	0.003	-0.319	0.335	$Size$	25.641	0.173	25.266	22.793	30.542
$adjDA^{PM}$	820	0.001	0.098	0.000	-0.316	0.328	$Debt$	0.545	0.232	0.5400	0.060	1.728
$(-1)abCFO$	820	-0.009	0.128	-0.017	-0.430	0.572	$ROA$	0.053	0.082	0.053	-0.355	0.304
$abProd$	820	-0.056	0.207	-0.020	-0.691	0.387	$Big4$	0.793	0.404	1.000	0	1.000
$(-1)abSGA$	820	-0.025	0.186	-0.004	-0.536	0.436	$Loss$	0.157	0.364	0	0	1.000
$G\_HC$	820	0.698	0.459	1.000	0	1.000	-	-	-	-	-	-

- 1)  $G\_HC$  = 재벌 계열회사 중 지주회사 체제 내 계열회사 여부를 나타내는 더미변수. 재벌의 계열 회사 중 지주회사 체제 내 계열회사면 1, 체제 밖 계열회사면 0을 부여.  
나머지 변수의 정의는 〈표 4〉의 하단과 동일
- 2) \*\*\*, \*\*, \*는 각각 1%, 5%, 10% 수준에서 유의함(양측검증)

부 거래 비중이 각각 60%에 달하고, 두 회사의 내부 거래액은 1조원을 넘는다. CJ그룹의 C&I레저산업이라는 회사는 총수 일가 지분율이 100%이고 내부 거래 비율이 98%에 달해 외부와는 단절된 회사인데, 지주회사에 들어 있지 않다(조선일보, 2013년 11월 7일, '말로만 지주회사... 계열사 30% 편입 안시켜').

33) 본문에는 제시하지 않았지만 가설 2에 관한 지주회사 계열회사와 일반회사 간 회계이익 질의 차이가 대응표본 구성방법상의 문제로 인해 나타났을 가능성을 고려하여 대응표본을 구성하지 않고 시장 전체 표본을 사용하여 추가분석을 하였다. 지주회사의 계열회사 여부를 표시하는 더미변수를 모형에 추가하여 분석한 결과, 본분석 결과와 유사하게 나타났다.

-0.025(-0.004)로 나타났다. 설명변수 중 주요 관심변수인  $G\_HC$ 는 재벌 계열회사 중 지주회사 체제 내 계열회사 여부를 나타내는 더미변수로서 전체 재벌 계열회사 중 체제 내 계열회사의 비중이 약 70%로 나타났다. 이 수치는 공정거래위원회에서 발표한 자료와 유사한 것으로 표본이 적절하게 구성되었음을 의미한다. 통제변수인 기업규모( $Size$ )의 평균(중위수)은 25.641(25.266)로 나타나 표본에 비상장 기업이 포함되어있음에도 불구하고 대기업 소속 계열회사들은 높은 수준의 총자산을 가지는 것으로 나타났다. 또한 대형 회계법인( $Big4$ )으로부터 외부감

사를 받는 표본기업은 전체 표본기업 중 약 79%를 차지하고 있어 대부분의 재벌 계열회사가 대형 회계법인의 관리감독을 받고 있음을 알 수 있다.

〈표 10〉은 가설 3과 관련된 변수들의 상관관계를 나타낸다. 가설 3의 주요 관심변수인  $G\_HC$ 와 발생액조정의 대리변수  $adjDA$ ,  $adjDA^{PM}$  간의 상관계수는 -0.123과 -0.131로 1% 이하 수준에서 유의한 음(-)의 관계가 나타났다. 반면에 실물이익조정 부분에서는 가설 1, 2와 마찬가지로 세 가지 대리변수들 간에 일관된 결과가 나타나지 않았다.  $G\_HC$ 와  $Size$ ,  $Debt$ ,  $Big4$ 의 상관계수는 0.068, -0.160,

〈표 10〉 가설 3과 관련된 변수들의 상관관계

	$adjDA$	$adjDA^{PM}$	$(-1)abCFO$	$abProd$	$(-1)abSGA$	$Size$	$Debt$	$ROA$	$Big4$	$Loss$
$G\_HC$	-0.123 ***	-0.131 ***	-0.140 ***	0.062 *	-0.013	0.068 *	-0.160 ***	0.046	0.191 ***	0.006
$adjDA$		0.946 ***	0.305 ***	0.031	0.077 **	0.075 **	-0.092 ***	0.191 ***	-0.045	-0.154 ***
$adjDA^{PM}$			0.345 ***	0.034	0.058 *	0.063 *	-0.042	0.048	-0.061 *	-0.033
$(-1)abCFO$				-0.167 ***	0.112 ***	0.037	-0.257 ***	0.351 ***	0.021	-0.226 ***
$abProd$					0.445 ***	0.057 *	0.060 *	-0.120 ***	-0.038	0.012
$(-1)abSGA$						-0.031	0.012	-0.076 **	0.033	0.069 **
$Size$							-0.051	0.012	0.188 ***	-0.123 ***
$Debt$								-0.443 ***	-0.114 ***	0.349 ***
$ROA$									0.071 **	-0.652 ***
$Big4$										0.004

- 1) 상관계수는 Pearson 상관계수를 표시함
- 2)  $G\_HC$  = 재벌 계열회사 중 지주회사 체제 내 계열회사 여부를 나타내는 더미변수.  
나머지 변수의 정의는 〈표 4〉의 하단과 동일
- 3) \*\*\*, \*\*, \*는 각각 1%, 5%, 10% 수준에서 유의함(양측검증)



0.191로 10%, 1% 이하 수준에서 유의한 관계가 나타났다. 개별 변수들 간의 상관관계를 검토한 결과, 독립변수 간 다중공선성을 우려할만한 상관관계는 발견되지 않았다.

〈표 11〉은 지주회사 체제 내와 밖 계열회사 간에 주요 변수에 대한 평균 차이검증(t-test)을 실시한 결과이다. 상관관계분석의 결과와 동일하게 발생액 조정의 대리변수들에서는 체제 밖 계열회사가 더 큰 값을 가지는 반면, 실물이익조정의 대리변수들에서는 일관된 결과가 나타나지 않았다. 통제변수를 분석해 보면 지주회사가 어떠한 기준으로 지주회사 편입 여부를 결정하는지를 파악할 수 있다. 이를 위해 통제변수에 대하여 지주회사 전환 전 체제 내와 체제 밖 계열회사의 차이검증을 실시하였다. 분석 결과, *Size*, *Debt*과 *Big4*에서만 유의하게 나타났다. 표에는 제시하지 않았으나 표본을 상장회사와 비상장회사로 나누어 별도로 평균차이검증을 실시한 결과, *Size*는 상장회사 부분표본에서는 유의한 결과가 나타나지 않았으나 비상장회사 부분에서는 체제 내 계열회사가 체제 밖 계열회사에 비해 기업규모가 유의하게 더 크게 나타났다. 반면에 상장회사와 비상

장회사 모두 체제 내 계열회사가 체제 밖 계열회사에 비해 부채비율이 낮고, 대형 회계법인의 감사를 받는 것으로 확인되었다. 또한 본 논문에는 포함하지 않았으나 추가적으로 지주회사 전환 전 최대주주 지분율(*OWN*)은 체제 내 계열회사가 체제 밖 계열회사보다 유의하게 높은 것으로 나타났다. 지주회사 전환 전의 검증결과를 종합적으로 해석해 볼 때 수익성(*ROA*)은 지주회사 편입 여부의 결정에 이용되지 않으며, 부채비율(*Debt*)이 낮고 최대주주지분율(*OWN*)이 높아서 복잡한 상호출자 및 지배구조 연결고리를 끊기 쉬운 기업을 지주회사 자회사로 편입한 것으로 해석할 수 있다.<sup>34)</sup> 이를 통해 지주회사 체제 내 계열회사는 공정거래위원회의 부채비율에 대한 적절한 관리 감독을 받고 있으며, 지주회사가 매우 큰 비중으로 체제 내 계열회사의 지분을 소유하고 있음을 알 수 있다. 실제로 공정거래위원회의 OPNI에서 제공하는 지주회사 관련 자료를 살펴보면, 지주회사는 비상장기업이고 손자회사, 증손회사로 갈수록 지분율이 100%에 가깝게 높아지고 있는 것을 확인할 수 있다.

〈표 11〉 지주회사 체제 내 계열회사와 체제 밖 계열회사 간의 평균차이검증(T-test)

변수	체제 내 계열회사	체제 밖 계열회사	t 값	변수	체제 내 계열회사	체제 밖 계열회사	t 값
<i>adjDA</i>	-0.005	0.021	-3.55***	<i>Size</i>	25.720	25.457	1.95*
<i>adjDA<sup>PM</sup></i>	-0.006	0.021	-3.79***	<i>Debt</i>	0.520	0.602	-4.66***
<i>(-1)abCFO</i>	-0.020	0.018	-4.06***	<i>ROA</i>	0.055	0.047	1.32
<i>abProd</i>	-0.048	-0.076	1.80*	<i>Big4</i>	0.844	0.676	5.57***
<i>(-1)abSGA</i>	-0.0270	-0.0218	-0.40	<i>Loss</i>	0.158	0.153	0.18

- 1) 변수의 정의는 〈표 4〉의 하단과 동일  
 2) \*\*\*, \*\*, \*는 각각 1%, 5%, 10% 수준에서 유의함(양측검증)

34) 지주회사는 지주회사 편입을 위한 자회사의 지분율 요건의 충족해야하는 강행규정(독점규제 및 공정거래에 관한 법률 [법률 제 11937호] 제8조의2 제2항)에 의해 지주회사 체제 내에 편입을 위해서 소유구조(*Own*)를 중요하게 고려하는 것을 확인할 수 있다.

4.4.1 전체표본 대상 분석결과

〈표 12〉는 본 연구의 주요 가설인 지주회사 전환 후 지주회사 체제 내와 체제 밖 계열회사 간의 회계이익의 질에 대한 가설 3의 회귀결과이다. 분석 결과, 발생액조정의 대리변수인  $adjDA$ 와  $adjDA^{PM}$ 에 대한  $G\_HC$ 의 계수추정치(t값)는 -0.024(-2.57),

-0.024(-2.67)로 1%, 5% 이하 수준에서 유의한 음(-)의 값을 보였다. 반면에 실물이익조정 대리변수는 일관된 결과를 얻지 못하였다.<sup>35)</sup> 이와 같은 결과는 지주회사 체제 내 계열회사는 체제 밖 계열회사에 비해 다수가 외부감사인으로 대형 회계법인을 선임하고, 지주회사의 사업내용 보고의무(공정거래법 제8조의2 제3항)<sup>36)</sup> 적용을 받기 때문에 재량적

〈표 12〉 지주회사 체제 내와 체제 밖 계열회사 간 회계이익의 질에 대한 회귀분석 결과

$$DA_{it} = \beta_0 + \beta_1 G\_HC_{it} + \beta_2 Size_{it} + \beta_3 Debt_{it} + \beta_4 ROA + \beta_5 Big4_{it} + \beta_6 Loss_{it} + YD + IND + \epsilon_{it}$$

변수	$adjDA$	$adjDA^{PM}$	$(-1)abCFO$	$abProd$	$(-1)abSGA$
절편	0.003 (0.05)	-0.015 (-0.22)	-0.192 (-2.29)**	-0.235 (-1.90)*	0.484 (3.93)***
$G\_HC$	-0.024 (-2.57)**	-0.024 (-2.67)***	-0.027 (-2.46)**	0.065 (4.01)***	0.011 (0.72)
$Size$	0.001 (0.59)	0.002 (0.82)	0.006 (2.00)**	0.010 (2.38)**	-0.016 (-3.75)***
$Debt$	-0.021 (-1.09)	-0.028 (-1.45)	-0.035 (-1.51)	0.036 (1.05)	-0.101 (-2.94)***
$ROA$	0.235 (3.71)***	0.103 (1.66)*	0.450 (6.02)***	-0.566 (-5.14)***	-0.158 (-1.44)
$Big4$	-0.000 (-0.04)	-0.004 (-0.43)	<i>N/A</i>	<i>N/A</i>	<i>N/A</i>
$Loss$	-0.011 (-0.83)	0.010 (0.72)	-0.002 (-0.15)	-0.093 (-3.77)***	0.019 (0.78)
$YD$	<i>Included</i>				
$IND$	<i>Included</i>				
수정 $R^2$	0.0829	0.0527	0.1761	0.3200	0.3503
$F$ 값	2.35***	1.83***	4.24***	8.14***	9.18***
$N$	820	787	820		

- 1) 변수의 정의는 〈표 4〉의 하단과 동일
- 2) \*\*\*, \*\*, \*는 각각 1%, 5%, 10% 수준에서 유의함(양측검증)

35) 본 논문에는 제시하지 않았지만, 지주회사 전환 전 지주회사 체제 내와 체제 밖 계열회사 간의 회계이익의 질 분석결과는 발생액조정 부분에서는 모두 유의하지 않은 결과가 나타났고 실물이익조정 부분에서는 일관된 결과가 나타나지 않았다. 따라서 지주회사 전환 전에는 계열회사 간 회계이익의 질 차이가 존재하지 않았으나, 지주회사 전환 후 체제 내 계열회사는 체제 밖 계열회사보다 회계이익의 질이 상승하였고, 체제 밖 계열회사는 체제 내 계열회사보다 회계이익의 질이 하락한 것으로 설명 가능하다.

36) 지주회사의 사업내용 보고의무(공정거래법 제8조의2 제3항)에서는 지주회사는 당해 지주회사·자회사·사업관련손회사의 주식 소유현황·재무상황 등 사업내용에 관한 보고서를 매 사업연도 종료 후 4개월 이내에 공정거래위원회에 제출하여야 한다.

발생액이 유의하게 낮은 것으로 판단된다. 그러나 가설 1, 2의 실물이익조정 결과와 마찬가지로 가설 3의 체제 내와 체제 밖 계열회사는 외부감시주체에 의해 적발되기 어려운 실물이익조정을 이용하여 부의 이전을 하는 것으로 의심된다.

#### 4.4.2 상장회사와 비상장회사의 구분

〈표 13〉은 지주회사 체제 내와 체제 밖 계열회사 간의 회계이익의 질에 관한 회귀분석 결과를 상장회사와 비상장회사로 나누어 분석한 것이다. 본 분석과 마찬가지로 상장과 비상장회사 모두에서 지주회사 체제 내 계열회사는 체제 밖 계열회사에 비해 이익의 질이 높은 것을 확인 할 수 있다. 반면에 실물 이익조정에서 일관적인 결과가 나오지 않는 것은 앞

서 가설 1과 2에서와 마찬가지로 지주회사 전환은 실물이익조정에는 영향을 미치지 못한다. 따라서 규제당국은 내부거래 및 실물이익조정에 해당하는 항목에 대한 규제를 추가할 필요가 있다.

#### 4.5 추가분석

##### 4.5.1 가설2의 PSM(propensity score matching) 대응표본 선정

본 연구의 추가분석에서는 가설2의 대응표본 선정에 대한 표본 선택 편익(selection bias) 존재를 해결하기 위하여 PSM(propensity score matching: 이하 PSM)를 이용한 강건성 분석을 실시하였다.<sup>37)</sup>

PSM 방법은 Rosenbaum and Rubin(1983)에

〈표 13〉 지주회사 체제 내와 체제 밖 계열회사 간의 회계이익의 질에 관한 회귀분석 결과

변수	패널 A: 상장회사					패널 B: 비상장회사				
	<i>adjDA</i>	<i>adjDA<sup>PM</sup></i>	<i>(-1)abCFO</i>	<i>abProd</i>	<i>(-1)abSGA</i>	<i>adjDA</i>	<i>adjDA<sup>PM</sup></i>	<i>(-1)abCFO</i>	<i>abProd</i>	<i>(-1)abSGA</i>
절편	0.225	0.219	-0.735***	-0.94***	-0.229	-0.123	-0.137	-0.405***	-0.106	0.564***
<i>G_HC</i>	-0.013*	-0.018**	-0.070***	0.074**	-0.025	-0.032***	-0.031***	-0.018	0.082***	0.023
<i>Size</i>	-0.007	-0.006	0.027***	0.019*	0.028***	0.006*	0.007*	0.014***	0.004	-0.019***
<i>Debt</i>	-0.042	-0.032	-0.099	-0.236**	-0.079	-0.023	-0.032	-0.028	0.059	-0.102***
<i>ROA</i>	0.303**	0.173	-0.191	-1.095***	-0.563***	0.236***	0.101	0.497***	-0.508**	-0.164
<i>Big4</i>	-0.022	-0.023	<i>N/A</i>	<i>N/A</i>	<i>N/A</i>	0.004	-0.001	<i>N/A</i>	<i>N/A</i>	<i>N/A</i>
<i>Loss</i>	0.007	0.040*	-0.036	-0.035	-0.071**	-0.012	0.007	-0.002	-0.110***	0.025
<i>YD</i>	<i>Included</i>					<i>Included</i>				
<i>IND</i>	<i>Included</i>					<i>Included</i>				
수정 <i>R</i> <sup>2</sup>	0.0787	0.0684	0.1725	0.1277	0.3847	0.0981	0.0632	0.2325	0.3569	0.3837
<i>F</i> 값	1.49*	1.42*	2.23***	1.86***	4.69***	2.30***	1.81***	4.70***	7.77***	8.60***
<i>N</i>	172	169	172			648	618	648		

- 1) 변수의 정의는 〈표 4〉의 하단과 동일
- 2) \*\*\*, \*\*, \*는 각각 1%, 5%, 10% 수준에서 유의함(양측검증)

37) PSM은 익명의 심사자님의 의견을 반영하여 수정·보완한 것이다.

의해 소개된 표본 선택 방법으로 과거 생물학과 의학 분야에서 주로 사용되어 오다 최근 행정학과 경영학 전반의 여러 분야에 걸쳐 다양한 연구주제로 적용되어 발전되어 오고 있다. 회계학 분야에서 국외 선행연구로는 Armstrong *et al.*(2010)과 Lawrence *et al.*(2011)이 PSM을 이용하여 연구하였고, 국내 선행연구로는 김정애와 최중서(2014)의 연구가 있다.<sup>38)</sup> PSM은 선택편의를 줄이기 위해 Heckman 2단계 분석 방법이 제안하는 *MILLS* 변수를 추정하는 것과 같은 간접적인 절차를 거치지 않고 직접적인 방법으로 표본집단과 대응집단을 비교할 수 있고, 또한 OLS 분석시 발생하는 비선형성(nonlinearities)에 따른 잠재적 영향을 완화시킬 수 있다는 장점이 있다. PSM을 적용한 분석을 위한 첫 번째 단계는 성향

점수(Propensity Score)를 추정하는 것이다. 성향 점수는 종속변수가 이변량인 변수를 이용하여 로지스틱 회귀분석을 이용하는 것이 일반적이다. 따라서 본 연구에서는 로지스틱 회귀분석 모형을 통해 얻은 확률(성향점수)를 추출하기 위해 식(15)를 이용한다.

$$HC(NHC)_i = \gamma_0 + \gamma_1 Size_i + \gamma_2 Debt_i + \gamma_3 ROA_{it} + \gamma_4 Aturn + IND + \epsilon_{it} \quad (15)$$

여기서,

$HC(NHC)$  = 지주회사 체제 내(밖) 계열회사 여부에 대한 더미변수. 지주회사 체제 내(밖) 계열회사이면 1, 일반회사이면 0을 부여하여 측정

〈표 14〉 PSM의 회계이익의 질 회귀분석 결과(가설2)

변수	패널 A: 가설 2-1					패널 B: 가설 2-2				
	<i>adjDA</i>	<i>adjDA<sup>PM</sup></i>	(-1) <i>abCFO</i>	<i>abProd</i>	(-1) <i>abSGA</i>	<i>adjDA</i>	<i>adjDA<sup>PM</sup></i>	(-1) <i>abCFO</i>	<i>abProd</i>	(-1) <i>abSGA</i>
절편	-0.0323	0.0085	-0.0880*	-0.1841***	-0.1768	-0.0934	-0.1106	0.1213	0.0991	0.3928*
<i>HC</i>	-0.0172***	-0.0148***	-0.0131**	0.0104	-0.0240*					
<i>NHC</i>						0.0261**	0.0292**	0.0265**	0.0442	-0.0827***
<i>Size</i>	0.0020	0.0005	0.0060***	0.0024	0.0068	0.0065*	0.0068*	-0.0032	-0.0022	-0.0123*
<i>Debt</i>	-0.0003	-0.0268**	-0.0591***	0.1154***	0.0200	-0.0340	-0.0334	-0.0121	0.0253	0.2314**
<i>ROA</i>	0.3735***	0.0372	0.2033***	-0.3630***	-0.2907***	0.1546**	0.0472	-0.3766***	-0.4331***	-0.0533
<i>Big4</i>	-0.0003	-0.0102	<i>N/A</i>	<i>N/A</i>	<i>N/A</i>	-0.0236*	-0.02268*	<i>N/A</i>	<i>N/A</i>	<i>N/A</i>
<i>Loss</i>	-0.0130	-0.0058	-0.0324***	-0.0257*	-0.0663***	-0.0559***	-0.0200	-0.0093	-0.0249***	0.0575*
<i>YD</i>	<i>Included</i>					<i>Included</i>				
<i>IND</i>	<i>Included</i>					<i>Included</i>				
<i>F값</i>	6.39***	2.53***	6.12***	5.56***	4.26***	2.02***	1.64***	5.92***	5.37***	2.54***
수정 <i>R</i> <sup>2</sup>	0.1485	0.0783	0.1415	0.1364	0.1624	0.0913	0.0507	0.3019	0.2682	0.1242
<i>N</i>	1146	1110	1146			494	464	494		

- 1) 변수의 정의는 〈표 4〉의 하단과 동일
- 2) \*\*\*, \*\*, \*는 각각 1%, 5%, 10% 수준에서 유의함(양측검증)

38) 회계학과 관련한 PSM에 대한 자세한 연구방법과 적용 방법은 Armstrong *et al.* (2010), Lawrence *et al.* (2011), Lennox *et al.*(2012)과 김정애와 최중서(2014) 등을 참고 바란다.

〈표 15〉 지주회사 전환 후 상장계열회사 및 비상장계열회사와 PSM의 회계이익의 질 회귀분석 결과(가설2)

Panel A: 체제 내 상장계열회사와 일반회사						Panel C: 체제 밖 상장계열회사와 일반회사					
변수	<i>adjDA</i>	<i>adjDA<sup>PM</sup></i>	<i>(-1)abCFO</i>	<i>abProd</i>	<i>(-1)abSGA</i>	변수	<i>adjDA</i>	<i>adjDA<sup>PM</sup></i>	<i>(-1)abCFO</i>	<i>abProd</i>	<i>(-1)abSGA</i>
절편	0.2021	0.2247***	0.1867*	-0.0082	0.2350	절편	0.0071	0.0837	0.9698	1.2567	0.3830
<i>Post_HC</i>	-0.0157	-0.0046	-0.0079	0.0087	-0.0114	<i>Post_NHC</i>	0.0076	0.0097	0.0795	0.0454	0.0312
<i>Size</i>	-0.0081***	-0.0075***	-0.0045	-0.0010	0.0001	<i>Size</i>	0.0002	-0.0015	0.0274	-0.0739	0.0110
<i>Debt</i>	-0.0170	-0.0632**	-0.0526*	0.0916***	-0.0347	<i>Debt</i>	0.0101	0.0151	0.3951**	0.5653	-0.0578
<i>ROA</i>	0.1206**	-0.0852	-0.5746***	-0.5424***	0.0552	<i>ROA</i>	0.0455	-0.0888	0.3946	-0.2410	-0.0150
<i>Big4</i>	0.0075	0.0030	<i>N/A</i>	<i>N/A</i>	<i>N/A</i>	<i>Big4</i>	0.0160	0.0005	<i>N/A</i>	<i>N/A</i>	<i>N/A</i>
<i>Loss</i>	-0.0012	0.0167	-0.0106	-0.0503*	-0.0017	<i>Loss</i>	-0.0366	-0.0052	0.0195	-0.0149	0.0165
<i>YD &amp; IND</i>	<i>Included</i>					<i>YD &amp; IND</i>	<i>Included</i>				
<i>F값</i>	1.79	2.54***	4.48***	3.97***	2.08***	<i>F값</i>	1.29	1.51*	1.65*	1.99**	1.64*
수정 <i>R</i> <sup>2</sup>	0.0665	0.1077	0.2140	0.2410	0.1795	수정 <i>R</i> <sup>2</sup>	0.0673	0.1132	0.0697	0.1541	0.1736
<i>N</i>	234	232	234			<i>N</i>	110	106	110		
Panel B: 체제 내 비상장계열회사와 일반회사						Panel D: 체제 밖 비상장계열회사와 일반회사					
절편	-0.1171	-0.0590	0.1896**	-0.0270	-0.0218	절편	-0.2312	-0.2754*	0.2876	0.0257	-0.0552
<i>Post_HC</i>	-0.0216***	-0.0191***	-0.0234***	0.0058	-0.0251	<i>Post_NHC</i>	0.0339**	0.0378***	0.0217**	0.0436**	0.0826***
<i>Size</i>	0.0035	0.0008	-0.0090***	-0.0051	0.0012	<i>Size</i>	0.0112*	0.0123**	-0.0102	0.0039	-0.0011
<i>Debt</i>	0.0399**	0.0399***	0.0904***	0.1517***	0.0328	<i>Debt</i>	-0.0175	-0.0169	-0.0125	-0.0263	-0.2169*
<i>ROA</i>	0.3125***	0.2667***	-0.4517***	-0.2544***	-0.3629***	<i>ROA</i>	0.2074**	0.0936	-0.3893***	-0.7670***	0.0574
<i>Big4</i>	-0.0010	-0.0036	<i>N/A</i>	<i>N/A</i>	<i>N/A</i>	<i>Big4</i>	-0.0260	-0.0281*	<i>N/A</i>	<i>N/A</i>	<i>N/A</i>
<i>Loss</i>	0.0035	0.0366***	-0.0262**	-0.0155	-0.0961***	<i>Loss</i>	-0.0642**	-0.0254	0.0170	-0.1467***	-0.0692*
<i>YD &amp; IND</i>	<i>Included</i>					<i>YD &amp; IND</i>	<i>Included</i>				
<i>F값</i>	4.60***	4.64***	7.36***	5.22***	3.66***	<i>F값</i>	2.16***	1.95***	2.59***	2.86***	2.18***
수정 <i>R</i> <sup>2</sup>	0.1262	0.1274	0.2016	0.1654	0.1742	수정 <i>R</i> <sup>2</sup>	0.1056	0.0620	0.1497	0.1719	0.1325
<i>N</i>	912	878	912			<i>N</i>	384	358	384		

1) 변수의 정의는 〈표 4〉의 하단과 동일

2) \*\*\*, \*\*, \*는 각각 1%, 5%, 10% 수준에서 유의함(양측검증)

<i>Size</i>	= t기말 총자산의 자연대수
<i>Debt</i>	= 총부채/ 총자산
<i>ROA</i>	= 당기순이익/ 총자산
<i>Aturn</i>	= 매출액/ 총자산
<i>IND</i>	= 산업더미

두 번째 단계에서는 연도별로 식(15)를 통해서 얻은 확률을 이용하여  $HC(NHC)$ 의 확률 값과 가장 근접한 확률 값을 가지는 기업을 대응표본(통계표본)으로 선정한다. 이와 같은 PSM을 적용하여 본 연구에서는 가설2의 대응표본의 선택편의를 줄이는 강건성 분석을 실시하였다.

〈표 14〉와 〈표 15〉는 PMS대응표본에 대한 가설 2의 강건성 분석결과이다. 분석 결과, 본 분석의 가설2 결과와 유사하게 나타났다. PSM을 적용한 분석 결과가 본 분석의 결과와 유사함을 바탕으로 본 분석에 대응표본 구성이 적절하였으며, 지주회사 체제 내 계열사는 일반회사에 비해 이익의 질이 높고, 지주회사 체제 밖 계열사는 일반회사에 비해 이익의 질이 낮음을 알 수 있다. 또한 이와 같은 결과는 체제 밖 비상장기업을 이용한 총수일가의 사익편취가 있음을 증명하는데 근거를 마련하는 결과이다.

## V. 결론

지주회사 설립 및 전환이 허용된 지 10여년이 지난 현재, 공정거래위원회의 지속적인 감시와 법률을 통한 행위규제에도 불구하고 지주회사의 회계투명성에 대한 논란은 아직 최종적인 결론을 맺지 못하고 있다. 최근 공정거래위원회는 지주회사 체제 밖 회사의 경우 총수일가 지분율이 높을수록 내부거래 비

중이 높아지는 것으로 나타났다고 보도하면서 총수일가 지분율이 높은 체제 밖 계열회사의 부의 이전(tunneling) 가능성을 제기하였다. 따라서 본 연구는 지주회사 체제 밖 계열회사에 대한 부당지원행위 등 사익 추구 행위에 지속적으로 감시할 필요가 있다는 공정거래위원회의 문제 제기에 착안하여, 재벌의 지주회사 체제 전환으로 인한 기업투명성 개선효과를 검증하기 위하여 체제 전환을 전후로 한 재벌의 지주회사 체제 내 기업과 밖의 기업 간 이익의 질의 차이를 조사하였다.

본 연구에서는 선행연구에서 관심 있게 다루지 않았던 지주회사 체제 밖의 기업을 연구대상에 포함시켜 선행연구의 미비점을 개선하여 재벌의 지주회사 체제로의 전환이 체제 내 계열회사와 체제 밖 계열회사의 이익의 질에 차별적으로 미치는 영향을 분석하였다. 구체적으로 첫째, 재벌기업의 지주회사 전환으로 인해 지주회사 체제 내 계열회사는 지주회사 체제로의 전환을 전후로 발생액조정이 감소하여 이익의 질이 개선되었다. 반면에 지주회사 체제 밖의 계열회사는 지주회사 체제로의 전환을 전후로 발생액조정이 증가하여 이익의 질이 악화되었다. 주 분석에서 사용한 전체표본을 상장회사와 비상장회사로 구분하여 분석한 결과, 지주회사 체제 전환으로 인해 체제 내 계열회사는 상장회사보다는 비상장회사에서 이익의 질이 개선된 반면에, 체제 밖의 계열회사는 비상장회사보다는 상장회사에서 이익의 질이 악화된 것으로 나타났다. 둘째, 지주회사 체제 전환 후 체제 내 계열회사는 대응되는 일반회사보다 이익의 질 수준이 높은 반면에, 지주회사 체제 밖의 계열회사는 대응되는 일반회사보다 이익의 질 수준이 낮게 나타났다. 전체표본을 상장회사와 비상장회사로 구분하여 분석한 결과, 지주회사 체제 전환 후 체제 내 계열회사와 체제 밖 계열회사는 일반회사에 비해

상장회사보다는 비상장회사에서 이익의 질 차이가 나타났다. 셋째, 지주회사 체제로의 전환 후 체제 내 계열회사는 체제 밖의 계열회사에 비해 이익의 질이 높게 나타났다. 반면에 실물이익조정은 대리변수에 따라 유의한 반대 영향이 나타났다. 전체표본을 상장회사와 비상장회사로 구분하여 분석한 결과, 지주회사 체제 전환 후 체제 내 계열회사는 상장회사와 비상장회사 모두 체제 밖 계열회사보다 이익의 질이 높았다.

이와 같은 다각도의 분석을 통해 지주회사의 설립과 계열회사의 이익의 질의 종합적인 특징 및 시사점은 다음과 같다. 첫째, 지주회사 전환으로 인해 체제 내 계열회사는 체제 밖 계열회사에 비해 감사인과 정부규제의 적발이 용이한 발생액으로 표시되는 이익의 질이 높으며, 상장회사보다는 비상장회사에서 좀 더 투명한 회계이익의 질의 개선을 가져왔다. 둘째, 발생액 관련 이익조정은 개선되었으나 실물이익조정의 개선에는 일관된 결과를 얻지 못하였다. 이러한 결과는 공정거래위원회가 체제 밖 계열사의 내부거래 뿐만 아니라 체제 내 계열사에서도 내부거래가 존재함을 지적한 것과 일맥상통한다. 따라서 지주회사 전환이 실물활동을 이용한 이익조정의 개선을 위해 규제당국의 좀 더 세밀한 조사가 착수되어야 할 것이다. 셋째, 체제 밖 계열회사의 경우 일반회사보다 발생액조정 및 실물이익조정이 상당히 높은 것으로 나타났다. 따라서 규제당국은 체제 밖 계열회사의 총수일가 지분을 체제 내로 편입하는 것을 유도하여 재벌그룹 내에 존재하는 복잡한 출자구조를 통한 부의 이전현상을 개선할 필요가 있다. 또한 2014년 상호출자제한 기업집단 소속회사의 중요사항 공시에 관한 규정에 개정 사항에 반영된 총수일가 사익편취 규율(공정거래법 제23의2조) 대상회사(지원객체)에 해당하는 지주회사 체제 밖 계열

사에 대한 관리·감독이 시급하다.

본 연구의 공헌점은 다음과 같다. 첫째, 지주회사 체제 내와 체제 밖 계열회사를 직접 비교함으로써 재벌이 지주회사 체제 전환 이후에도 체제 밖 계열회사를 이용하여 이익조정을 지속적으로 수행한다는 비판을 뒷받침하는 증거를 제시하였다. 둘째, 기존 선행연구들이 주로 상장기업만을 대상으로 하여 그 결과가 일치하지 않은 점을 보완하기 위해서 비상장기업을 표본에 포함하여 분석의 정교성을 높였다. 셋째, 계열회사들의 이익조정에 대해 발생액조정 및 실물이익조정을 함께 분석함으로써 기존 선행연구 결과의 재검증과 그 행태를 조사하였다. 이와 같은 분석결과는 시장 감시를 통한 자발적 소유구조 개선 유도 및 사익편취행위 차단을 위해 입법예고 중인 대기업집단 소속 지주회사의 체제 밖 계열회사 현황 공시 도입 뿐 만 아니라 체제 밖 계열회사를 체제 내로 편입하는 규제당국의 강제적 편입 규정 지침의 법안 발의가 시급하다는 것에 추가적인 증거를 제시한다.

본 연구의 미비점 및 개선과제는 다음과 같다. 첫째, 공정거래위원회의 자료 제공이 2006년 이후로 제한되어 있어 그 전에 지주회사로 전환하였다가 지주회사 지속을 포기한 재벌그룹을 구분하지 못하였다. 둘째, 재무자료의 부족으로 다수의 상장폐지회사를 표본에 포함하지 못하였다. 셋째, 본 연구는 재벌 지주회사 계열회사만을 포함하였으나 지주회사 전체의 전환 및 설립의 특징을 보기 위해서 공정거래위원회의 모든 지주회사를 대상으로 추가분석할 필요가 있다. 넷째, 지주회사의 계열사를 이용한 부의 이전현상을 간접적인 방법인 이익조정을 통해서 분석했다는 점에 한계가 있고 추후 연구에서는 보다 직접적인 부의 이전현상 탐지 방법으로 계열사 내 내부거래 자료를 이용하여 실증분석 결과를 제시할 필요가 있다.

## 참고문헌

- 공정거래위원회(2013). 2013년 공정거래법상 지주회사 현황 분석결과 발표.
- 공정거래위원회(2014). 2014년 공정거래법상 지주회사 현황 분석결과 발표.
- 권택호, 최수미(2013), "대규모기업집단 중 지주회사에 속한 기업의 소유지배과외도와 이익조정," **금융공학연구**, 12(2), 97-122.
- 김상일, 최원욱(2013), "재벌의 지주회사 전환이 소유집중과 이익조정에 미치는 영향," **회계학연구**, 38(4), 369-401.
- 김정애, 최종서(2014), "비상장기업의 자발적 K-IFRS 채택행위와 이익조정과의 관련성," **회계학연구**, 39(4), 77-129.
- 김지홍, 고윤성(2006), "외환위기 이후 부채비율의 감소와 이익조정행위에 관한 연구," **회계저널**, 15(2), 119-144.
- 김지홍, 신현한, 고재민(2009), "지주회사 전환이 이익조정에 미치는 영향," **회계정보연구**, 27(4), 147-180.
- 김창수, 최효선(2012), "대기업 집단의 지주회사 전환이 회계투명성에 미친 영향," **회계정보연구**, 30(3), 301-327.
- 노준화, 배길수(2013), "대규모기업집단의 주력회사와 계열회사의 동일감사인 선임이 감사품질에 미치는 영향," **회계학연구**, 8(2), 247-282.
- 박종국, 김은호, 홍영은(2011), "지주회사 전환과 회계투명성," **대한경영학회지**, 24(4), 2141-2162.
- 박종일(2003), "기업지배구조와 이익조정: 최대주주 지분을 중심으로," **회계학연구**, 28(2), 135-172.
- 신호영, 박화윤(2008), "지주회사 전환기업의 이익조정과 지배구조 개선," **국제회계연구**, 23, 77-98.
- 안홍복(2004), "지배주주의 지배-소유권 차이와 이익조정과의 관련성 분석," **회계학연구**, 29(4), 117-154.
- 이아영, 전성빈, 김성혜(2012), "지배주주의 지분구조와 실제이익조정-소유권과 소유지배과외도를 중심으로-," **회계학연구**, 37(1), 157-189.
- 정도진(2008), "지주회사전환기업집단과 상호출자제한기업집단의 경영성과와 기업가치 및 지배구조 투명성 비교," **대한경영학회지**, 21(2), 767-789.
- 지현미, 박홍조, 이영한(2008), "지주회사 전환이 이익조정과 가치관형성에 미치는 영향," **회계정보연구**, 26(3), 89-111.
- 최수미, 임묘경(2009), "지주회사의 지배구조와 이익의 질," **회계저널**, 18(4), 207-239.
- 황인학(2012), "국제비교로 본 지주회사 행위규제의 문제점-공정거래법상 일반지주회사 제도를 중심으로-," **기업소송연구**, 257-281.
- Armstrong, C., A. Jagolinzer, and D. Larcker(2010), "Chief Executive Officer Equity Incentives and Accounting Irregularities," *Journal of Accounting Research* 48(2), 225-271.
- Lawrence, A., M. Minutti-Meza, and P. Zhang(2011), "Can Big 4 Versus non-Big 4 Differences in Audit Quality Proxies be Attributed to Client Characteristics?" *The Accounting Review* 86 (1), 259-286.
- Becker, C. L., M. L. Defond., J. Jiambalvo., and K. R. Subramanyam(1998), "The Effect of Audit Quality on Earnings Management," *Contemporary Accounting Research*. 15(1), 1-24.
- Dechow. P. M., R. G. Sloan. and A. P. Sweeny (1995), "Detecting Earnings Management," *The Accounting Review*, 70(2), 193-225.
- Fan, J. P. H., and T. J. Wong(2002), "Corporate Ownership Structure and the Informativeness of Accounting Earnings," *Journal of Accounting and Economics*, 33(3), 401-415.
- Guay, W., S. P. Kothari, and R. L. Watts(1996), "A Market-Based Evaluation of Discretionary Accrual Models," *Journal of Accounting Research*, 34, 83-105.



- Haw, I. M., B. Hu, L. S. Hwang, and W. Wu(2004), "Ultimate Ownership, Income Management, and Legal and Extra Legal Institutions," *Journal of Accounting Research*, 42(May), 423-462.
- Jones, J(1991). "Earnings Management During Import Relief Investigations," *Journal of Accounting Research*, 29, 193-228.
- Kothari, S. P., A. J. Leone, and C. E. Wasley (2005), "Performance Matched Discretionary Accrual Measures," *Journal of Accounting and Economics*, 39, 163-197.
- La Porta, R., Lopez-de-Silanes, A. Shleifer, and R. Vishny(1999), "Corporate Ownership Around the World," *Journal of Finance*, 54(2), 471-518.
- Roychowdhury, S(2006), "Earnings Management Through Real Activities Manipulation," *Journal of Accounting and Economics*, 42, 335-370.
- Warfield, T .D., J. J. Wild., and K. L. Wild(1995), "Managerial Ownership, Accounting Choices, and Informativeness of Earnings," *Journal of Accounting and Economics*, 20(1), 61-91.

## Earnings Management of Chaebol through Affiliated firms Outside Holding Company System

Jeong Kyo Kim\* · Hye Ri Kim\*\* · Jeong Ho Kim\*\*\*

### Abstract

Based on that Korean Fair Trade Commission(KFTC) point out probability of tunneling using chaebol's affiliated firms outside holding company system, the objective of this paper is to investigate the difference of earnings quality between affiliated firms inside holding company system and affiliated firms outside holding company system before and after of holding company system transformation, and firms' transparency improvement effectiveness resulting from chaebol's holding company system transformation using a sample of chaebol's affiliated firms subject to external audit. from 1996 to 2009.

The results are as follows. First, resulting from accruals and real earning management of before and after of holding company system transformation, accruals earning quality of affiliated firms inside holding company system is improved, while earning quality of affiliated firms outside holding company system is worsened. To result of hypothesis 1, listed firms have higher levels of earning quality than unlisted firms in affiliated firms inside holding company system, unlisted firms have lower levels of earning quality than listed firms in affiliated firms inside holding company system by resulting from holding company system transformation. Second, after holding company system transformation, affiliated firms inside holding company system have higher levels of earning quality than the matching general company, while affiliated firms outside holding company system have lower levels of earning quality than the matching general company. To result of hypothesis 2, both affiliated firms inside and outside holding company system have bigger the difference the difference of earnings quality than the matching general company to

---

\* Professor, School of Business, Pusan National University, Primary author

\*\* Ph D. Student, School of Business, Pusan National University, Corresponding author

\*\*\* Assistant Professor, Department of taxation and accounting, Silla University, Co-author

unlisted firm. Third, after holding company system transformation, affiliated firms inside holding company system have higher levels of earning quality than affiliated firms outside holding company system by reducing accruals earning management. To result of hypothesis 3, after holding company system transformation, affiliated firms inside holding company system have higher levels of earning quality than affiliated firms outside holding company system to both listed and unlisted firms. While real earning management shows significantly opposite influence depending on proxies. These result is equal to as pointed out KFTC on existence of internal trading of affiliated firms inside holding company system as well as affiliated firms outside holding company system. Consequently KFTC must add management and supervision about real earning management to the restriction of act on the Monopoly Regulation and Fair Trade Act.

Additional analysis examines that we perform propensity score matching (PSM) as a way to reduce sample-selection bias in our study. The results equate to hypothesis 2's result.

This paper contributes to in the existing research in relation to the holding company. Because it examines overall analysis on earning quality of affiliated firms inside and outside holding company system and consider both accruals and real earning management proxy. Also it supplements result of non-identity because of that previous researches analyzed almost using only listed firms and has high preciseness by including both listed and unlisted firms.

Key words: Holding company, Affiliated firms, Earnings quality, Accruals earning management, Real earning management