

기업지배구조와 내부거래 및 기업가치에 관한 연구

| 최 정 호 |
(홍익대학교 교수)

기업지배구조와 내부거래 및 기업가치에 관한 연구

1판1쇄 인쇄/ 2009년 1월 6일

1판1쇄 발행/ 2009년 1월 12일

발행처/ 한국경제연구원

발행인/ 김종석

편집인/ 김종석

등록번호/ 제318-1982-000003호

(150-705) 서울특별시 영등포구 여의도동 27-3 하나대투증권빌딩

전화 3771-0001(대표), 3771-0057(직통)/ 팩스 785-0270~1

<http://www.keri.org>

© 한국경제연구원, 2009

한국경제연구원에서 발간한 간행물은
전국 대형서점에서 구입하실 수 있습니다.

(구입문의) 3771-0057

값 4,000원 / ISBN 978-89-8031-522-2

Contents

요 약 / 7

I. 서 론 / 9

II. 이론적 배경과 연구가설 / 16

III. 연구설계 / 24

1. 기업지배구조와 내부거래 / 24

2. 기업지배구조에 기인한 초과내부거래와 미래의 기업가치 / 27

3. 표본기업의 선정 / 31

IV. 연구결과의 분석 / 34

1. 기업지배구조 점수현황 / 34

2. 내부거래 현황 / 36

3. 기업지배구조와 내부거래에 관한 회귀분석 결과 / 38

4. 기업지배구조에 기인한 초과내부거래와
미래 기업가치에 관한 회귀분석 결과 / 44

5. 기업지배구조에 기인한 초과내부거래와
미래 영업성과에 관한 회귀분석 결과 / 48

V. 요약 및 결론 / 54

참고문헌 / 58

<부록 1> / 62

<부록 2> / 69

영문초록 / 74

기업지배구조와 내부거래 및 기업가치에 관한 연구

ISSUE PAPER 09-04

* 저자는 성균관대학교 경영학과를 졸업하고 서울대학교 경영대학에서 경영학 석사학위를, 미국 휴스턴대학에서 회계학 석사와 경영학 박사학위를 취득하였다. 미국 La Salle University 조교수, 한국회계연구원 초빙교수, 한국투자증권 및 한국동서발전주식회사 비상임이사, 한국증권학회 감사, 한국회계학회 회계학연구 편집위원장을 역임하였고, 현재 홍익대학교 경영학과 교수로 재직하고 있다. 전문연구 분야는 자본시장회계이며, 『회계원리 이해』 등의 저서와 학술논문 80여 편을 저술하였다.

** 본 연구는 한국경제연구원의 연구비 지원으로 작성되었다.

최근 관계회사와의 내부거래를 통한 회계부정 사건이 빈번히 발생함에 따라 이에 대한 정부 당국, 회계실무 및 학계의 관심이 증대하고 있다. 관계회사와의 내부거래는 공정한 조건으로 이루어지지 않을 가능성이 높아 표현의 충실성 측면에서 회계정보의 신뢰성을 저하할 우려가 있다. 외부 정보이용자는 관계회사와의 내부거래의 내용을 잘 알 수 없기 때문에 거래 내용이 재무제표의 주석사항으로 공시되고 있으나 회계정보의 신뢰성에 미치는 영향을 정확히 파악하기는 어렵다.

본 연구에서는 상장기업을 대상으로 한국기업지배구조개선지원센터가 조사한 2003년부터 2005년도의 지배구조점수 자료를 이용하여 기업지배구조와 내부거래 및 기업가치의 관련성을 분석하였다.

연구결과, 다음과 같은 결과를 얻을 수 있었다. 첫째, 기업 지배구조와 내부거래의 관련성에 있어서는 주주의 권리보호가 강화되어 있는 기업일수록 계열기업 간의 매출, 매입, 매출채권 및 매입채무 등 상품의 내부거래와 관련 신용거래가 감소하는 것으로 관측되었다. 또한 상호출자제한기업집단에 소속되어 있는 대규모기업집단 소속 여부는 기업지배구조와 내부거래의 관련성에 별다른 영향을 미치지 않고 있어 대규모기업집단에 대한 과도한 내부거래 규제가 별다른 실효성이 없는 것으로 나타났다.

둘째, 기업지배구조와 관련된 과도한 내부매출채권의 경우

에는 기업가치의 평가에 긍정적인 요인으로 작용하고 있는 반면, 내부차입금의 경우에는 부정적인 요인으로 작용하여 상반되는 결과가 제시되었다. 또한 정부 당국에 의해서 상대적으로 규제를 많이 받고 있는 상호출자제한기업집단에 소속되어 있는 기업의 경우에는 일반 기업과는 달리 지배구조와 관련된 과도한 내부매출과 관련 신용거래가 주식시장에서 기업가치 평가에 부정적인 요인으로 작용하는 것으로 나타났다.

셋째, 대부분의 내부거래에 있어서 지배구조가 취약한 기업의 과도한 내부거래는 미래영업성파에 부정적인 영향을 미치지 않고 있으며, 이는 대규모기업집단 소속 여부에 따라서 달라지지 않았다. 본 연구는 대규모기업집단의 경우 기업지배구조에 기인한 과도한 내부 상품거래와 신용제공이 미래 영업성파에 부정적인 요인으로 작용하지 않고 있음에도 불구하고 주식시장에서 기업가치 평가에 부정적인 영향을 미치고 있다는 증거를 제시하고 있다. 이러한 증거는 대규모기업집단에 소속된 기업의 경우 이러한 현상을 막기 위해서 내부거래에 대한 적극적인 정보공시의 필요성이 있음을 시사한다.

I. 서론

최근 계열기업 간의 내부거래에 대한 규제가 강화되고 있다.¹⁾ 공정거래위원회는 2007년 8월 8일 「대규모 내부거래 이사회 의결 및 공시규정」을 개정하였다. 그 내용에 의하면, “2007년 10월부터 자산 10조 원 그룹에 속한 기업은 총수일가가 30% 이상의 지분을 갖고 있는 계열사나 해당 계열사가 지분 50% 이상을 가진 자회사와의 분기별 상품·용역거래 규모가 100억 원을 넘거나 자기자본의 10% 이상일 경우 대규모 거래로 분류되어 사전에 이사회 의결을 거쳐” 증권선물거래소의 공시제도를 통하여 즉시 공시하도록 규정하였다(한국경제신문 2007년 8월 9일자). 이러한 규제강화는 내부거래가 불공정거래로서 기업의 경영성과를 부풀리거나 또는 축소하기 위한 수단으로 악용될 가능성이 있기 때문에 이를 사전에 방지하기 위해서 계열사 간 내부거래에 대한 회사 내부감독기구의 통제를 강화하려는 취지로 마련되고 있다고 볼 수 있다.

관계회사와의 내부거래는 회계부정위험을 알리는 적색경보

1) 내부거래의 영문 명칭은 related 또는 connected party transaction이라고 한다. 국내 관련 법령과 공시기준에서는 이러한 거래를 특수관계인 거래라고 칭한다. 특수관계인은 대주주가 지분을 소유하여 지배하거나 또는 친인척 관계로 인하여 중대한 영향력을 행사할 수 있는 모든 주주, 임원 또는 관계회사가 포함된다. 특수관계인 거래는 계열기업 간의 거래 또는 관계회사 거래라고도 불린다. 본 연구에서는 관계회사 간의 거래를 연구대상으로 하며, 편의상 내부거래라 칭한다.

(red flag)의 하나로 인식되고 있다(AICPA, 2001). 실제로 최근 발생한 대형 회계부정 사건은 관계회사와의 내부거래를 통하여 발생한 바가 있다.²⁾ 관계회사와의 거래는 공정한 조건으로 이루어지지 않을 가능성이 높아 회계정보 표현의 충실성과 신뢰성 측면에서 문제가 될 소지가 많기 때문에(FASB, 1982) 회계기준에서는 그에 관한 상세한 공시를 요구하고 있다. 또한 회계감사기준에서는 그러한 거래에 대한 감사인의 책임과 감사절차에 대한 기본 원리 및 주요 절차를 규정하고 있으며, 그 내용을 감사보고서의 별도 문단으로 언급하도록 하여 정보이용자에게 주의를 환기하고 있다(한국공인회계사회 감사기준 550 특수관계인 2006).

관계회사와의 거래를 이용한 이익조정 행위는 실제적인 경제활동을 통해서 이루어진다는 점에서 단순히 회계기준의 선택 또는 회계추정의 변경에 의해서 회계이익을 기계적으로 조정하는 것과는 구별된다. 외부정보이용자는 관계회사와의 내부거래의 내용을 잘 알 수 없기 때문에 기업과 정보이용자 간에 정보불균형(information asymmetry)이 심하다. 따라서 그에 관한 내용이 재무제표의 주석사항으로 공시되고 있으나 회계정보의 신뢰성에 미치는 영향을 파악하기가 어렵다. 관계회사와의 내부거래는 기업지배구조에 의해서 영향을 받을 가능성이

2) Enron은 최고재무책임자(CFO)가 지배하는 특수목적회사(special purpose company)를 이용하여 이익을 조작하고 현금을 빼돌렸으며, Adelphia는 관계회사에 채무보증을 제공하였고, 임원에게 대규모로 자금을 대출하였다. Sarbanes Oxley 법은 이를 막기 위해서 임원에게 대출하는 것을 금지하고 있다(Kohlbeck and Mayhew, 2004). Erickson et al.(2000) 역시 Lincoln Savings and Loan이 규제당국의 자본제한 규정을 준수하기 위해서 관계회사 거래를 어떻게 이용하였는가를 상세히 밝히고 있다.

크기 때문에 그러한 거래와 기업가치의 관련성 분석에서도 이 점이 고려되어야 한다.

관계회사 간 내부거래에 관련해서는 두 가지 상반된 이론이 존재한다. 첫째는 이익상충가설(conflict of interest hypothesis)이다. 이 이론은 Berle and Means(1932)와 Jensen and Meckling(1976)이 주장한 대리인 이론(agency theory)에 기초하고 있다. 이는 기업을 소유하고 있는 지배주주가 자신들의 이익을 위해서 관계회사 간의 내부거래를 기업의 자산이나 이익을 다른 계열사에 이전하는 수단으로 활용함으로써 결과적으로 소액주주의 이익이 침해된다는 이론이다. 둘째는 효율적 거래가설(efficient transactions hypothesis)이다. 이는 계열기업 간의 내부거래는 외부거래의 비용을 절약하고 그룹 전체의 경제적인 효율성을 달성하기 위해서 발생한다는 이론이다. 내부거래에 관련된 여러 규제와 공시 요구는 이익상충가설에 근거한다고 볼 수 있다. 그러나 내부거래와 관련된 이러한 두 가지 가설 중 어느 가설이 현실적으로 타당한가는 실증적으로 규명될 문제이다. 여러 선행연구에서는 소유집중도가 높아 대주주의 영향력이 큰 기업 또는 대규모기업집단이 내부거래를 통하여 소액주주의 이익을 침해할 가능성이 높다는 증거를 제시함으로써 이익상충가설의 타당성을 지지하고 있다(임경복·조성빈, 2008; Chang and Hong, 2000; Bertrand et al., 2002). 우리나라의 공정거래위원회에서도 이러한 입장에 따라서 내부거래를 규제하기 위한 감독규정을 마련하고 있다. 그러나 지금까지 수행된 관련 연구에서는 주로 내부거래로 인하여 소액주주의 이익이 침해될 가능성이 제기되고 있을 뿐, 지배구조와 내부거래 및 기업가치의 관련성에 대한 체계적인 실증연구를 찾아보기 어렵다. 또한 현재 관계법령으로 제정되어 실시되

고 있는 내부거래에 관한 많은 규제도 실증연구 결과에 기초하지 않고 직관적인 판단에 의해서 마련된 경우가 많았다.

본 연구에서는 상장기업을 대상으로 한국기업지배구조개선지원센터가 조사한 지배구조점수 자료를 이용하여 기업지배구조와 내부거래 및 기업가치의 관련성을 분석하였다. 본 연구의 구체적인 목적은 다음과 같다. 첫째, 관계회사와의 내부거래 중 매출, 매입, 매출채권, 매입채무, 대여금 및 차입금을 대상으로 각각의 내부거래비율과 기업지배구조의 관련성을 조사하였고, 둘째, 기업지배구조에 기인한 각각의 초과내부거래비율과 기업가치의 관련성을 조사하였다. 셋째, 지배구조와 내부거래 및 기업가치의 관련성이 상호출자제한기업집단 소속 여부에 따라서 달라지는가를 조사하였다. 추가적으로는 기업지배구조에 기인한 과도한 내부거래와 미래 영업성과의 관련성에 대한 분석을 실시하였다. 기업지배구조와 관련된 초과내부거래와 기업가치의 관련성 분석은 선행연구(Core et al., 1999; Bowen et al., 2005)의 방법론을 원용하였다. 즉 제1단계에서 기업지배구조점수와 내부거래 모형을 검증하여 초과내부거래를 추정하였다. 다음 제2단계에서 이렇게 추정한 초과내부거래값을 내부거래와 기업가치의 회귀모형에 변수로 포함하여 기업가치와의 관련성을 분석하는 2단계 회귀분석(two-stage least square regression, 2SLS)을 실시하였다.

연구결과, 다음과 같은 결과를 얻을 수 있었다.

첫째, 기업지배구조와 내부거래의 관련성에 있어서는 주주의 권리보호가 강화되어 있는 기업일수록 계열기업 간의 매출, 매입, 매출채권 및 매입채무 등 상품의 내부거래와 관련된 신용거래가 감소하였다. 또한 상호출자제한기업집단을 의미하는

대규모기업집단 소속 여부는 그러한 연구결과에 별다른 영향을 미치지 않았다.

둘째, 기업지배구조와 관련된 과도한 내부매출채권의 경우에는 기업가치의 평가에 긍정적인 요인으로 작용하고 있는 반면, 내부차입금의 경우에는 부정적인 요인으로 작용하여 상반되는 결과가 제시되었다. 또한 정부 당국에 의해서 상대적으로 규제를 많이 받고 있는 상호출자제한기업집단 소속 기업의 경우에는 일반 기업과는 달리 지배구조와 관련된 과도한 내부매출과 관련 신용거래가 주식시장에서 기업가치 평가에 부정적인 요인으로 작용하는 것으로 나타났다.

셋째, 추가적인 분석 결과, 대부분의 내부거래에 있어서 지배구조가 취약한 기업의 과도한 내부거래와 미래영업성과는 관련성이 없는 것으로 나타났으며, 이는 대규모기업집단 소속 여부에 따라서 달라지지 않았다. 따라서 본 연구는 대규모기업집단의 경우 기업지배구조에 기인한 과도한 내부 상품거래와 신용제공이 미래 영업성과에 부정적인 요인으로 작용하지 않고 있음에도 불구하고 주식시장에서 기업가치 평가에 부정적인 영향을 미치고 있다는 증거를 제시하고 있어 내부거래에 대한 적극적인 정보공시의 필요성을 제기하고 있다.

본 연구에서는 재무제표자료를 이용하여 지배구조와 내부거래 및 기업가치의 관련성을 실증적으로 분석함으로써 실무나 학계에 다음과 같이 공헌할 수 있으리라 기대된다.³⁾

3) 이러한 점 외에도 본 연구에서는 재무제표의 본문이 아닌 주석으로 공시되고 있는 계열기업 간의 내부거래와 기업가치의 관련성이 분석되기 때문에 연구결과는 회계정책을 수립하는 데도 매우 유용한 자료로 활용될 수 있다. 재무제표의 주석사항의 정보효과에 대한 기존 연구결과는 서로 상반되고 있어 본 연구결과는 이에 관한 또 다른 증거를 제시

첫째, 본 연구는 현재 정부 당국이 대기업의 내부거래가 부당거래가 되는 것을 방지할 목적으로 일정 규모 이상의 내부거래에 대해 사전에 이사회 의결을 거치고, 그 내용을 공시하도록 하고 있는 규제정책의 타당성을 평가하는 데 매우 유용한 자료를 제공할 것이다.

둘째, 우리나라 기업의 지배구조를 개선하는 데 지원하기 위해 설립된 한국기업지배구조개선지원센터가 실시하는 기업지배구조평가결과의 또 다른 활용방안을 모색하는 연구로서 의미가 있다. 최근 기업지배구조가 경영투명성의 핵심요인으로 등장하면서 이를 개선하기 위한 여러 가지 제도적 장치가 마련되고 있다. 본 연구결과는 지배구조센터가 평가하고 있는 조사항목의 타당성을 분석하는 데 도움이 되며, 평가항목의 개선 등 평가지표개발에 유용한 정보를 제공할 수 있을 것이다.

셋째, 본 연구에서 실시되는 내부거래와 기업가치의 관련성 분석은 우리나라 주식시장에서 투자자들이 내부거래에 대해서 어떠한 평가를 하고 있는가에 관한 이해를 높일 것이다. 만일 내부거래가 기업가치 평가에 부정적인 영향을 미친다면 그러한 거래를 많이 하고 있는 기업의 가치는 감소하고, 자본조달비용이 증가할 것이다. 따라서 투자자들이 투자수익을 높이기 위해서는 관계회사 간의 내부거래를 많이 하고 있는 기업에 대한 투자를 지양해야 할 것이다. 이와 같은 관점에서 본 연구결과는 투자자들의 투자결정에 유용한 정보를 제공할 수 있을 것이다.

넷째, 본 연구에서는 재무제표에 주석으로 공시된 자료를 이

할 수 있다.

용하여 내부거래와 기업가치의 관련성을 실증적으로 분석하였다. 따라서 본 연구는 그동안 주로 재무학에서 주로 이론적으로만 제기되었던 대주주의 터널링 행위를 회계자료를 이용하여 구체적으로 분석하였다는 점에서 관련 연구의 활성화에 기여할 뿐만 아니라, 인접학문 분야를 통합하는(interdisciplinary) 연구로서 의미가 있다.

본 연구의 구성은 다음과 같다. 제II장에서는 본 연구와 관련된 이론과 선행연구를 검토하고, 이를 토대로 연구가설을 설정한다. 제III장은 연구설계에 관한 내용으로서, 연구가설을 검증하기 위한 2단계 회귀분석모형과 변수측정에 대해서 기술하고, 표본선정기준을 설명한다. 제IV장에서는 연구결과에 대한 분석을 기술하고, 마지막으로 제V장에서는 본 연구결과의 요약과 결론을 제시한다.

II. 이론적 배경과 연구가설

내부거래는 독립적인 기업과의 거래와는 달리 기업 내부에서 이루어지는 거래를 의미한다. 그러나 흔히 우리나라에서는 대규모기업집단에 속하는 계열기업 간의 거래를 내부거래로 칭하고 있다.⁴⁾ 계열기업 간의 거래 동기를 설명하는 이론은 다음과 같이 상반된 두 가지가 제시되고 있다.⁵⁾ 첫째는 이익상충가설이다. 이는 대리인 이론에 기초하여, 지배주주가 계열기업 간의 내부거래를 통해서 사적이익을 극대화하기 때문에 결과적으로 소액주주의 이익이 침해된다는 이론이다. 이러한 가설에서는 다각화된 계열기업 간의 내부거래가 교차보조(cross subsidization)를 목적으로 손실이 나거나 수익성이 저조한 경우 또는 전략적으로 중요성이 큰 다른 기업을 보조함으로써 존립을 가능하게 하거나 수명을 연장하기 위해서 이루어진다는 주

4) 그러나 내부거래는 기업 내의 거래를 의미하기 때문에 계열기업 간의 거래는 내부거래가 아니고 계열기업 간의 거래라고 하는 것이 정확한 표현이다. 기업집단 소속 계열사 사이에 이루어지는 내부거래는 본 연구의 조사대상인 상품의 매입, 매출, 자금대여 및 차입 외에도 지급보증, 인력제공, 지분인수 및 기술공여 등 매우 다양한 형태로 이루어지고 있다.

5) 내부거래에 관한 이론으로는 이러한 두 가지 외에도 현금 또는 스톡옵션 외에 경영자에 대한 추가적인 보상책으로 이루어질 수 있다는 이론이 제기되고 있다(Kohlbeck and Mayhew, 2004; Gordon et al., 2004). 그러나 이러한 내부거래는 대부분 계열기업 간의 거래가 아니라 기업과 임원 또는 대주주 개인 간의 거래를 의미하며, 본 연구대상인 계열기업 간의 거래에는 해당되지 않는다.

장이 제기된다(Kreps and Wilson, 1982; Milgrom and Roberts, 1982). 둘째는 효율적 거래가설이다. 이러한 가설은 회사 내부거래 비용이 시장가격구조에서 발생하는 외부거래 비용보다 적을 때 기업이 형성된다는 이론(Coase, 1937)을 기업집단에 그대로 적용하고 있다. 이 가설은 외부시장이 발달되지 않은 경우에는 내부의 자금시장과 중간재시장에서의 거래비용이 외부시장의 거래비용보다 상대적으로 저렴하기 때문에 내부거래를 통하여 경제적인 효율성을 높일 수 있다는 이론에 근거한다(Williamson, 1975).⁶⁾

이상과 같은 상반된 두 이론을 실증적으로 검증한 대부분의 연구에서는 이익상충가설이 지지되고 있다. 주요 선행연구는 다음과 같다. Bertrand et al.(2002)은 인도의 기업집단에 소속된 기업의 수익성은 산업 전체의 수익성 변화보다는 다른 계열기업의 수익성에 의해서 영향을 받고 있으며, 그러한 영향은 기업이 소유구조 피라미드의 어느 계층에 속하느냐에 따라서 달라지고 있음을 발견하였다. 이 연구에서는 이익이 소유구조 피라미드의 가장 낮은 단계로부터 가장 높은 단계로 상위 계층을 따라서 이전되고 있다는 증거가 제시되었다. Cheung et al.(2006)은 홍콩의 상장기업을 대상으로 지배주주의 지분율이 높거나 정보공시가 많이 이루어질수록 계열기업 간에 발생하는 내부거래의 초과수익률이 낮게 나타나고 있다는 증거를 제

6) 이 이론은 거래비용가설(transaction cost hypothesis)로도 불리고 있다. 이는 내부거래가 외부거래에서 발생하는 거래비용을 줄이기 위해서 이루어지기 때문에 결과적으로 기업의 효율성 증대에 기여한다는 이론이다. Coase(1937)는 시장거래와 관련된 거래비용을 적절한 가격을 찾기 위한 조사비용, 계약을 유지하기 위한 계약비용 및 장기계약을 이용하는 시장거래계약과 관련된 경직성 비용의 세 가지 비용으로 구분하고 있다.

시하여 소유구조나 정보공시의 정도에 따라서 내부거래가 기업가치에 미치는 영향이 달라지고 있음을 밝히고 있다.⁷⁾

한국기업과 관련해서 Bae et al.(2002)은 경영자의 소유비용이 집중된 재벌기업이 수익성이 악화된 계열기업을 인수하는 경우 주식수익률이 감소하고 있으나 다른 계열기업의 주식수익률은 증가하고 있다는 증거를 제시하고 있다. 저자들은 이러한 증거에 기초하여 인수합병 결정에서도 개별기업보다는 지배주주의 이익 극대화가 목표로 작용하고 있으며, 대주주의 터널링 행위가 이루어지고 있다고 주장하였다. Chang and Hong(2000)은 IMF 경제위기가 발생하기 이전인 1985년부터 1996년까지의 한국 기업집단을 대상으로 채무보증, 출자 및 상품거래에 대해서 분석하여 내부거래가 교차보조를 위한 수단으로 이용되고 있다는 연구결과를 제시하였다. 박종국·최정호(2006)는 한국기업의 재벌그룹 소속 기업이 내부매출 시 외부매출보다 낮은 이전가격을 책정하여 소득을 이전하고 있다는 증거를 제시하였다.

임경목·조성빈(2007)은 1999년부터 2005년도까지의 한국 기업집단 소속 계열사 간 상품의 매출과 매입거래내역과 지배주주의 현금흐름권(cash flow right)에 대한 자료를 이용하여 내부거래와 터널링 및 지배주주의 현금흐름권의 관련성을 조사하였다. 연구결과, 지배주주의 현금흐름권의 파괴와 수익률 차

7) Kohlbeck and Mayhew(2004)와 Gordon et al.(2004)은 지배구조가 취약한 기업일수록 내부거래가 많다는 증거를 제시하여 지배구조가 취약한 경우에는 대주주가 내부거래를 통하여 소액주주의 이익을 침탈할 가능성이 높다고 주장하고 있다. 그러나 이 연구에서는 계열기업 간의 내부거래가 아니고 기업과 최대주주 또는 임원 등 개인과의 거래가 조사 대상이 되고 있다는 점에서 본 연구와 다르다.

이가 통계적으로 유의한 양의 관련성을 보여 계열사 간 내부 거래를 통해서 부가 이전되고 있는 현상이 나타났다. 이러한 현상은 분석기간의 후반부(2003~2005년)에 더욱 강하게 나타났으며, 내부거래의 비중이 클수록 수익성에 미치는 영향도 크게 나타났다. 이러한 연구들은 지배주주가 내부거래를 부의 이전수단으로 악용하여 결과적으로 소액주주의 이익이 침탈되는 터널링이 내부거래를 통해서 발생하고 있다는 증거를 제시하고 있다. 대주주의 이러한 행위는 지배구조가 취약하여 대주주를 감시하기 어려운 기업일수록 많이 발생할 것으로 예상된다.

그러나 이상과 같은 연구결과와는 달리 박승록(2001)은 기업 집단의 내부거래가 개별기업의 기술적 효율성 증대에 기여하고 있다는 증거를 제시하고 있다. 이 연구에서는 계열기업 간의 매출과 매입은 기업의 기술적 비효율성을 낮추는 요인으로 작용하고 있으며, 지급보증과 지급보증을 받는 것은 모두 기술적 효율성을 증대시키는 요인으로 작용하고 있다는 증거가 제시되었다. 이러한 연구결과는 내부거래가 외부거래비용의 절감을 통하여 효율성 증대에 기여하고 있어 거래비용가설의 타당성을 입증하고 있다고 볼 수 있다. 내부거래가 외부거래비용을 감소시켜 기업의 효율성을 높인다면 대주주에 대한 감독을 강화하여 내부거래를 억제할 필요가 없기 때문에 내부거래와 기업지배구조는 관련성이 없을 것으로 예상된다. 또한 내부거래가 많을수록 기업가치에 부정적인 영향을 미치고 있다면 이러한 가치하락에 따른 손실은 결국 주주가 부담하기 때문에 대주주는 이러한 부정적인 영향을 제거하기 위해서 투자자들에게 기업지배구조를 오히려 강화하여 긍정적인 신호를

보내려고 할 것이다(Kohlbeck and Mayhew, 2004). 이러한 이론이 타당하다면 내부거래가 많을수록 지배구조가 강화되기 때문에 내부거래와 지배구조는 오히려 양(+)의 관련성이 있을 것으로 예상된다. 본 연구에서는 이상과 같이 기업지배구조와 내부거래의 관련성에 대한 다양한 예측이 가능하기 때문에 다음과 같은 귀무가설을 설정하였다.

가설 1: 기업지배구조와 내부거래는 관련성이 없다.

내부거래는 특히 소액주주의 권리보호가 취약하고 소유집중도가 높은 동아시아 기업에서 많이 발생하고 있다는 연구결과가 제시되고 있다. Claessens et al.(2002)은 9개 동아시아 국가 상장기업의 약 70%가 그룹에 소속되어 있으며, 이러한 기업은 독립적인 기업에 비해서 내부거래를 더 많이 하고 있음을 보고하고 있다. 이러한 내부거래는 그룹 내에서는 거래비용의 감소를 통하여 경제적 효율성 제고에 기여할 수 있지만 복잡한 소유와 지배구조로 형성된 내부시장에서 발생하는 대리인 문제로 인해서 자원배분을 왜곡할 가능성이 있다(Claessens and Fan, 2002). Claessens et al.(2000)은 소유와 경영의 분리와 기업가치의 관련성을 분석한 결과, 동아시아 기업의 가치가 저평가되는 원인이 소액주주의 이익이 침해될 가능성이 높다는 점에 있다고 주장하였다. 지배주주가 소액주주의 이익을 침해할 가능성은 소유가 집중된 기업일수록 더 높게 나타난다(La Porta et al., 2002; Claessens et al., 2000). Ming and Jian(2003)은 기업집단에 속하는 기업이 더 많은 관계회사거래를 하고 있으며, 자금조달을 위해 신주인수권을 발행할 계획이 있거나 상장폐지의 위기에 처한 기업은 이익을 부풀리기 위해서 내부매출을 많이 한

다는 증거를 제시하였다. 또한 Bae et al.(2002)은 한국의 IMF 금융위기 이후 소액주주의 이익이 침해될 가능성이 높은 소유가 집중된 재벌기업의 가치가 더 크게 하락하였다는 증거를 제시하였다. 그러나 우리나라 경우 공정거래위원회는 매년 일정 규모 이상의 대규모기업집단에 대해서 상호출자제한기업집단 지정하여 내부거래에 대해서 별도로 규제하고 있으며 이에 대한 감독을 강화하고 있다. 따라서 대규모기업집단의 경우 이러한 강력한 규제정책으로 인하여 지배구조와 내부거래의 관련성이 없을 가능성이 있다. 따라서 다음과 같은 가설 1에 대한 보조가설을 설정하였다. 이는 기업지배구조와 내부거래의 관련성이 대규모기업집단 소속 계열사인지 아닌지에 따라 달라지는가를 조사하기 위한 것이다.

가설 1-1: 기업지배구조와 내부거래의 관련성은 대규모기업집단 소속 여부에 의해서 달라지지 않는다.

윤기향·박승록(2002)은 한국기업집단의 내부거래와 주가의 관련성을 분석한 결과, 담보제공은 주가에 부정적인 요인으로 작용하고 있으나 지급보증, 자금지원 및 상품의 매출과 매입에 대해서는 그러한 결과를 발견하지 못하였다. Kohlbeck and Mayhew(2004)는 지배구조가 취약할수록 내부거래가 많이 발생하고 있으며, 임원이나 대주주와의 단순한 내부거래가 공시된 후에 주식수익률이 하락하는 것으로 나타나 시장에서 내부거래에 대해서 부정적으로 평가하고 있음을 밝히고 있다. 이러한 결과는 내부거래가 대주주의 사적이익을 위해서 부를 이전하는 수단으로 이용되고 있음을 의미한다. Gordon et al.(2004)은 기업지배구조와 대주주 및 임원과의 다양한 형태의 내부거

래의 관련성을 분석하였다. 그 결과 기업지배구조가 취약할수록 더 많은 금액의 내부거래가 이루어지고 있으며, 그에 따른 주식수익률의 하락이 초래되어 이익상충가설의 타당성이 입증되고 있다. 그러나 이상과 같은 연구는 계열기업 간의 내부거래가 아니라 최대주주나 임원과의 거래가 분석대상이라는 점에서 본 연구와 차이가 있다.

본 연구의 분석대상인 계열기업 간의 거래가 기업가치에 부정적인 영향을 미칠 것인가는 실증적으로 규명될 문제이다. 만일 앞에서 언급한 바와 같이 계열기업 간의 내부거래 동기가 대리인이론에 기초한 이익상충가설로 설명된다면 내부거래는 지배구조가 취약하여 대주주에 대한 감독이 어려운 기업에 많이 발생할 것으로 예상된다. 또한 그러한 기업의 과도한 내부거래는 미래의 기업가치에 부정적인 요인으로 작용할 것이다. 그러나 정반대로 내부거래가 위험의 분담과 외부거래비용을 줄이기 위한 수단으로 활용되어 결과적으로 기업의 경제성 효율성 증대에 기여한다면 지배구조에 기인한 초과내부거래는 오히려 기업가치의 평가에 긍정적인 요인으로 작용할 것이다. 본 연구에서는 이러한 논의를 바탕으로 다음과 같은 가설을 설정하였다.

가설 2: 기업지배구조에 기인한 초과내부거래는 미래의 기업가치와 관련성이 없다.

가설 2-1은 지배구조에 관련된 초과내부거래와 기업가치의 관련성이 대규모기업집단 소속 여부에 따라서 달라지는가를 검증하기 위한 것이다. 앞에서 논의한 것처럼, 내부거래에 관해서 이익상충가설이 타당하다면 대규모기업집단 소속 기업의

경우 내부거래가 더 많이 발생하고, 터널링 효과로 인하여 기업가치 평가에 부정적인 요인으로 작용할 것이다. 그러나 대규모기업집단 소속 기업의 경우 상대적으로 더 많은 규제로 인하여 감시가 강화되고 있다면 그러한 결과는 관측되지 않을 것이다. 따라서 다음과 같은 가설을 설정하였다.

가설 2-1: 지배구조에 기인한 초과내부거래와 미래의 기업가치 관련성은 대규모기업집단 소속 여부에 의해서 달라지지 않는다.

III. 연구설계

기업지배구조와 관련된 초과내부거래와 기업가치의 관련성 분석은 선행연구의 방법론을 이용한 2단계 회귀분석(two-stage least square regression, 2SLS)에 의해서 실시되었다. 여기에서는 먼저, 제1단계에서 기업지배구조 점수와 내부거래 모형을 검증하여 기업지배구조에 기인한 초과내부거래를 추정하였다. 제2단계에서는 이렇게 추정한 값을 내부거래와 기업가치의 회귀 모형에 변수로 포함하여 통계적인 검증을 실시하였다. 상세한 과정은 다음과 같다.

1. 기업지배구조와 내부거래

본 연구에서 가설 1을 검증하기 위해서 다음과 같은 모형을 설정하였다. 모형 (1)에 포함된 종속변수는 내부거래를 의미하며, 이는 관계회사에 대한 매출, 매출채권, 매입채무, 대여금 및 차입금의 비율로 계산하였다. 독립변수에 포함되어 있는 SCORE는 지배구조점수를 의미한다. 지배구조점수는 각각 한국기업지배구조개선지원센터가 조사하는 지배구조의 세부항목인 주주의 권리보호, 이사회 운영, 공시(경영투명성) 및 경영의 과실배분을 의미한다.⁸⁾ 만일 계열기업 간의 내부거래가 지

8) 한국기업지배구조개선지원센터는 지배구조의 세부평가항목으로서 감

배주주와 소액주의의 이익상충가설로 설명된다면 지배구조가 취약한 기업일수록 내부거래가 많이 발생하기 때문에 지배구조점수(SCORE)의 회귀계수는 모두 통계적으로 유의한 음의 값을 보일 것이다. 그러나 반대로 내부거래가 계열기업의 경제적인 효율성을 높이기 위해서 발생한다면 내부거래의 설명변수로서 경제적 요인에 관한 변수가 모형에 포함되었기 때문에 지배구조점수의 추정계수는 통계적으로 유의하지 않을 것으로 예상된다.

$$\begin{aligned}
 RPT = & \alpha_0 + \alpha_1 SCORE1 + \alpha_2 SCORE2 + \alpha_3 SCORE3 + \alpha_4 SCORE4 \\
 & + \alpha_5 SIZE + \alpha_6 OWN + \alpha_7 LEV + \alpha_8 EBIT + \alpha_9 RD \\
 & + \sum_{i=10}^{i=24} \alpha_i ICODE + \sum_{i=25}^{i=26} \alpha_i YEAR + e
 \end{aligned}
 \quad \text{모형 (1)}$$

모형 (1)에서 변수의 의미는 다음과 같다.

RPT: 내부거래비율(내부매출/매출, 내부매입/매입, 내부매출채권/매출채권, 내부매입채무/매입채무, 내부대여금/대여금, 내부차입금/차입금)

SCORE1: 주주의 권리보호에 관한 지배구조점수

SCORE2: 이사회 특징에 관한 지배구조점수

SCORE3: 공시에 관한 지배구조점수

SCORE4: 경영의 과실배분에 관한 지배구조점수

SIZE: 총자산의 자연로그값

OWN: 최대주주지분율

사기구도 포함하고 있으나 상당수의 조사항목이 감사위원회와 관련된 것이다. 감사위원회는 총자산 2조 원 이상의 대기업에만 도입되어 있기 때문에 분석대상에서 제외하였다.

LEV: 차입금의존도(부채/자산)

EBIT: 영업이익/자산

RD: 연구개발비/매출

ICODE: 산업더미

YEAR: 연도더미

e: 잔차항

독립변수에는 선행연구에서 내부거래와 관련성이 있는 것으로 보고된 변수가 통제변수로 포함되었다. SIZE는 기업규모에 따른 위험 효과를 제거하기 위해서 포함되었으며(Kohlbeck and Mayhew, 2004; Gordon et al., 2004), 총자산의 자연로그 값으로 측정되었다. 최대주주지분율(OWN)은 특수관계인을 포함한 대주주지분율을 의미하며, 내부거래가 소유집중도에 의해서 영향을 받는다는 선행연구 결과에 기초하여 포함되었다. 차입금의존도(LEV)는 채권자가 수행하고 있는 모니터링 역할을 감안하여 포함되었다(Watts and Zimmerman, 1986). EBIT 및 RD는 각각 기업의 수익성과 성장성을 통제하기 위한 대용변수로서 추가되었다. 선행연구에서 수익성이 높은 기업은 세금을 절약할 목적으로 이익을 다른 계열사에 이전하기 위해서 내부매출을 많이 하고 있으며(박종국·최정호, 2006; Jung et al., 2005), 성장가능성이 높은 기업은 소요되는 투자자금을 계열사로부터 더 많이 지원받을 것이라는 주장이 제기되었다(강형철 외, 2006). 그 외에 ICODE와 YEAR는 각각 산업별 특성 및 연도별 효과를 통제하기 위해서 포함되었으며, 더미변수로 측정되었다.

모형 (1-1)은 기업지배구조와 내부거래의 관련성이 대규모기업집단에 속하는 기업인지 여부에 따라서 달라지는가 하는 가

설 (1-1)을 검증하기 위한 것이다. GROUP은 상호출자제한기업 집단 소속 기업 여부를 의미하는 더미변수이며, 이 변수와 지배구조와의 상호작용 효과를 조사하기 위한 변수가 추가로 포함되었다. 나머지는 모형 (1)과 동일하다.

$$\begin{aligned}
 RPT = & \alpha_1 + \alpha_2 SCORE1 + \alpha_3 SCORE2 + \alpha_4 SCORE3 + \\
 & \alpha_5 SCORE4 + \alpha_6 GROUP + \alpha_7 SCORE1 \times GROUP \\
 & + \alpha_8 SCORE2 \times GROUP + \alpha_9 SCORE3 \times GROUP \\
 & + \alpha_{10} SCORE4 \times GROUP + \alpha_{11} SIZE + \alpha_{12} OWN \quad \text{모형 (1-1)} \\
 & + \alpha_{13} LEV + \alpha_{14} EBIT + \alpha_{15} RD + \sum_{i=16}^{i=30} \alpha_i ICODE \\
 & + \sum_{i=31}^{i=32} \alpha_i YEAR + e
 \end{aligned}$$

모형 (1-1)에서 변수의 의미는 다음과 같다.

GROUP: 상호출자제한기업집단에 속하는 기업 여부
(해당하면 1, 그렇지 않으면 0)

나머지 변수의 정의는 모형 (1)과 동일

2. 기업지배구조에 기인한 초과내부거래와 미래의 기업가치

기업지배구조에 기인한 초과내부거래와 미래 기업가치의 관련성(가설 2)을 검증하기 위해서 다음과 같은 모형을 설정하였다. 모형 (2)에서 종속변수는 기업가치의 대용치인 토빈 Q를 의미한다. 토빈 Q는 본래 기업의 시장가치를 자산의 대체원가 로 나눈 비율을 의미한다. 그러나 본 연구에서는 측정상 어려움이 있어 다음과 같은 비율로 계산하였다.

$$Q = (\text{보통주식 수} \times \text{연도 말 주가} + \text{우선주 자본금} + \text{부채의 장부가액}) / \text{총자산}$$

Q는 투입된 경제적 자원에 대한 시장에서의 성과측정치라 할 수 있기 때문에 많은 소액주주의 이익침해가설을 검증하는 연구(Morck et al., 1988; McConnel and Servaes, 1990; Claessens et al., 1999)에서 기업가치의 대용변수로 이용되고 있다.

$$Q_{t+1} = \beta_1 + \beta_2 EXRPT_t + \beta_3 SIZE_t + \beta_4 LEV_t + \beta_5 ROA_t + \sum_{i=6}^{i=20} \alpha_i ICODE_t + \sum_{i=21}^{i=22} \alpha_i YEAR_t + \eta \quad \text{모형 (2)}$$

모형 (2)에서 변수의 의미는 다음과 같다.

Q: 토빈 Q[(보통주식 수×연도 말 주가+우선주 자본금+부채의 장부가액)/총자산]

EXRPT: 모형 (1)에 의해서 추정된 초과내부거래비율

SIZE: 기업규모(총자산의 자연로그 값)

LEV: 차입금의존도(부채/자산)

ROA: 총자산이익률(당기순이익/자산)

ICODE: 산업더미

YEAR: 연도더미

η : 잔차항

모형 (2)의 독립변수인 EXRPT는 기업지배구조에 기인한 초과내부거래를 의미하며, 그 값은 식 (1)에서와 같이 모형 (1)에서 추정한 각 지배구조변수의 계수 값(α_i)에 SCORE1에서부터

SCORE4까지의 지배구조점수를 곱한 값을 합하여 계산하였다. 이 값은 모형 (1)에서 지배구조점수에 의해서 예측된 초과내부거래비율을 나타낸다.⁹⁾ 이 값은 모형 (1)에서 경제적으로 설명되지 않은 지배구조에 기인한 초과내부거래를 의미한다(Core et al., 1999; Bowen et al., 2005). 모형 (2)에서 내부거래가 이익상충가설로 설명된다면 지배구조가 취약한 기업일수록 내부거래가 많이 이루어지며, 과도한 내부거래는 기업가치에 부정적인 요인으로 작용할 것이다. 따라서 이러한 상황에서는 β_2 는 음의 값을 보일 것으로 예상된다. 그러나 반대로 내부거래의 동기를 설명하기 위한 이론으로 효율적 거래가설이 타당하다면 β_2 는 영 또는 양의 값을 보일 것이다.

$$EXRPT = \sum_{i=1}^{i=4} \alpha_i SCORE_i \quad \text{식 (1)}$$

모형 (2)에는 선행연구에서 기업가치에 영향을 미치는 것으로 보고된 변수가 통제변수로 포함되었다. SIZE는 기업규모 효과를 통제하기 위함이며, 총자산의 자연대수 값으로 측정하였다. LEV가 통제변수로 포함된 이유는 이 변수가 절세효과(tax shield)로 인하여 기업가치에 긍정적인 영향을 미치기 때문이다.¹⁰⁾ ROA는

9) 모형 (2)에 이러한 종합적인 측정치가 아닌 각각의 지배구조점수별 초과내부거래 금액을 포함하여 미래 기업가치와 회귀분석하는 방법도 생각할 수 있다. 그러나 이러한 종합적인 측정치는 모형 (1)에서 내부거래의 결정요인을 가중평균하여 반영하기 때문에 더 많은 정보를 포함하고 있으며, 선행의 복합적인 측정치이기 때문에 변수 측정오류를 최소화할 수 있는 이점이 있다(Core et al. 1999; Bowen et al. 2005).

10) 이와 같은 이론과는 반대로 자금조달순위이론(pecking order theory)에

기업의 수익성을 통제하기 위한 것이며, ICODE와 YEAR는 각각 산업별 특성 및 연도의 고정효과를 통제하기 위해서 포함되었다.

기업지배구조에 기인한 초과내부거래와 미래의 기업가치 관련성이 대규모기업집단 소속 여부에 의해서 달라지는가(가설 2-1)를 검증하기 위한 모형은 다음과 같다. 모형 (2-1)에서 GROUP은 대규모기업집단 소속 여부를 의미하며 나머지 변수는 모형 (2)와 동일하다. 만일 초과내부거래가 기업가치에 부정적인 요인으로 작용하는 효과가 상호출자제한기업집단 소속 기업에 더욱 크게 나타난다면 β_3 는 음의 값을 보일 것이다.

$$Q_{t+1} = \beta_0 + \beta_1 EXRPT_t + \beta_2 GROUP_t + \beta_3 EXRPT_t \times GROUP_t + \beta_4 SIZE_t + \beta_5 LEV_t + \beta_6 ROA_t + \sum_{i=7}^{i=21} \beta_i ICODE_t + \sum_{i=22}^{i=23} \beta_i YEAR_t + \eta \quad \text{모형 (2-1)}$$

모형 (2-1)에서 변수의 의미는 다음과 같다.

GROUP: 상호출자제한기업집단에 속하는 기업 여부

(해당하면 1, 그렇지 않으면 0)

나머지 변수의 정의는 모형 (2)와 동일

의하면, 부채는 기업의 수익성에 부정적인 영향을 미치기 때문에 기업가치와 음의 상관관계가 있다는 주장이 제기되고 있다(Morck et al. 1988).

3. 표본기업의 선정

본 연구에서는 한국증권선물거래소에 상장된 기업이 표본기업으로 선정되었다. 관계회사거래 자료는 재무제표의 주식과 감사보고서를 통해서 수집되었다. 구체적인 표본선정기준은 다음과 같다.

- 1) 2003년부터 2005년까지 관계회사거래 자료가 재무제표에 공시되고 한국기업지배구조개선지원센터가 조사한 지배구조점수자료가 있는 기업
- 2) 12월 말 결산기업
- 3) 금융업종은 제외
- 4) 합병 또는 관리기업 제외
- 5) 회계자료 및 주가자료의 이용이 가능한 기업

연구에 필요한 회계자료는 (주)FnGuide에 의하여 추출되었다. 이상과 같은 기준에 의해서 선정된 산업별 표본기업현황은 <표 1>과 같다. 산업의 구분은 (주)FnGuide의 분류에 기초하였다. 이 표를 보면, 내부거래 중에서 매출이 961업체·연도로 제일 많고 차입금이 62업체·연도로 가장 적다. 산업별 현황을 보면, 모든 내부거래 분석 대상 중 화학제품 제조업체가 가장 많이 포함되어 있고 전기, 전자업종에 속한 기업이 그 다음을 차지하고 있다.

전체 산업에 대한 비율에 있어서는 내부매출의 경우 화학제품이 183업체·연도로써 전체 산업의 19%를 차지하고 있다. 이는 전체 상장기업 중 화학제품 산업의 구성비인 15.2%보다 약간 높아 화학제품의 표본이 약간 더 많이 포함되어 있는 것을

알 수 있다. 또한 전기, 전자업종의 경우에는 전체 산업의 12.6%이며, 이는 전체 상장기업 중 전기, 전자 업종 비율 12.2%와 비슷하다. 따라서 표본기업은 대체로 전체 산업에 골고루 포함되어 있기 때문에 전체 상장기업과 비교하여 특정 산업에 집중되어 있는 현상은 관측되지 않고 있다.

<표 1> 표본기업의 산업별 현황

산 업	내부 매출	내부 매입	내부 매출채권	내부 매입채무	내 부 대여금	내 부 차입금	전체 상장기업
음식료품	60	26	52	47	54	6	105
섬유, 의복	59	32	51	46	36	5	105
종이, 목재	33	12	31	34	31	0	75
화학	183	74	158	132	120	12	261
의약품	44	27	43	37	17	3	111
비금속광물	39	25	34	36	22	3	66
철강 및 금속	77	21	71	55	39	0	126
기계	74	20	67	44	45	4	123
전기, 전자	121	59	107	91	69	8	207
의료정밀	9	8	10	7	7	0	15
운수장비	63	25	62	58	37	5	141
유통	95	76	77	55	56	7	156
전기가스	17	13	12	15	24	1	33
건설	61	1	44	37	54	6	117
운수창고	23	2	20	18	25	2	66
통신	3	0	6	6	7	0	15
합계	961	421	845	718	643	62	1,722

<표 2>에는 표본기업과 전체기업의 주요 재무비율의 평균값이 제시되어 있다. 총자산이나 매출액으로 비교한 표본기업과 전체기업의 평균값이 큰 차이를 보이지 않고 있어 기업규모가 비슷함을 알 수 있다. 또한 자기자본과 차입금의존도의 경우 자기자본은 차이가 없으나 차입금의존도는 표본기업이 약간 낮은 것으로 나타났다. 총자산순이익률의 경우에는 표본기업이 전체기업보다 훨씬 높아 수익성이 더 양호한 것으로 나타났다.

<표 2> 표본기업과 전체 상장기업의 주요 재무비율 평균

변 수 명	표본기업	전체기업
총자산(억 원)	10,593	10,736
매출(억 원)	10,382	9,376
자기자본(억 원)	5,433	5,431
차입금의존도(%)	48.71	49.76
총자산순이익률(%)	3.00	0.62

IV. 연구결과의 분석

1. 기업지배구조 점수현황

<표 3>에는 표본기업에 대해서 한국기업지배구조개선지원센터가 조사한 2005년 산업별 지배구조점수의 평균이 나타나 있다. 환산점수는 실제 평균점수를 최대획득가능점으로 환산하여 100점을 기준으로 계산한 점수를 의미한다. 먼저, 100점 만점으로 환산한 항목별 점수를 보면, 주주의 권리보호(SCORE1)에 관한 점수가 평균 54.22로 가장 높고, 이사회 특징에 관한 점수가 24.62로 가장 낮다. 한편, 산업별로 보면 통신업의 환산 점수가 66.60으로 가장 높으며, 종이, 목재 제조업이 33.26으로 가장 낮다. 모든 기업의 합계 평균 환산점수는 36.78로 매우 낮은 수준을 보여 기업지배구조가 앞으로 많이 개선될 필요가 있음을 알 수 있다.

<표 4>에는 한국기업지배구조개선지원센터가 조사한 2005년도 기업규모별 지배구조의 평균점수가 나타나 있다. 이 표를 보면, 비록 통계적인 차이를 검증하지는 않았지만 주주의 권리보호를 제외하고는 모든 세부항목에서 상호출자제한기업집단 소속 기업의 점수가 더 높은 것을 알 수 있다. 따라서 주주의 권리보호를 제외하고는 상호출자제한기업집단 소속 기업의 지배구조가 더욱 양호한 것으로 관측되었다.

<표 3> 2005년도 지배구조점수 항목별·산업별 평균 획득 점수 현황

산 업	표본 수	SCORE1	SCORE2	SCORE3	SCORE4	합 계	환산 점수*
음식료품	33	50.24	21.64	17.12	2.00	91.00	36.40
섬유·의복	27	51.37	17.89	13.89	2.48	85.63	34.25
종이·목재	21	49.00	18.86	11.90	3.38	83.14	33.26
화학	75	49.29	22.91	17.03	3.60	92.83	37.13
의약품	25	52.12	20.32	18.92	2.08	93.44	37.38
비금속광물	21	46.14	20.38	13.57	3.62	83.71	33.48
철강 및 금속	36	49.14	22.31	18.08	3.25	92.78	37.11
기계	36	48.47	20.75	16.89	2.75	88.86	35.54
전기·전자	60	46.23	21.78	18.03	2.00	88.05	35.22
의료정밀	5	46.00	28.60	21.40	2.20	98.20	39.28
운수장비	35	46.51	23.03	20.86	2.26	93.06	37.22
유통	44	47.73	24.03	20.16	2.18	94.09	37.64
전기가스	10	53.70	22.40	22.20	4.80	103.10	41.24
건설	36	50.61	23.97	23.17	3.06	100.81	40.32
운수창고	15	46.20	18.80	17.27	1.60	83.87	33.55
통신	4	57.25	56.50	47.25	5.50	166.50	66.60
전체산업	483	48.80	22.16	18.21	2.78	91.95	36.78
최대점수		90	90	60	10	250	
환산점수*		54.22	24.62	30.35	27.80	36.78	

주: 1) *는 세부항목별 또는 산업별 합계점수/최대획득가능점수×100

2) SCORE1은 주주의 권리보호에 관한 지배구조점수, SCORE2는 이사회 특징에 관한 지배구조점수, SCORE3은 공시에 관한 지배구조점수, SCORE4는 경영의 과실배분에 관한 지배구조점수임.

<표 4> 기업규모별 2005년도 지배구조 평균점수 현황

대기업 집단별	표본 수	SCORE1	SCORE2	SCORE3	SCORE4	합 계	환산 점수*
대규모기업 집단	103	47.44	29.84	26.27	3.10	106.65	42.66
일반기업	380	49.16	20.38	16.02	2.69	87.86	35.14

주: 1) *는 합계점수/최대획득가능점수×100

2) SCORE1은 주주의 권리보호에 관한 지배구조점수, SCORE2는 이사회 특징에 관한 지배구조점수, SCORE3은 공시에 관한 지배구조점수, SCORE4는 경영의 과실배분에 관한 지배구조점수임.

2. 내부거래 현황

<표 5>에는 표본기업의 내부거래 평균비율이 제시되어 있다. 먼저 내부매출과 내부매입의 평균비율은 각각 12.6%와 33%를 보이고 있어 내부 상품거래의 비중이 비교적 높은 것을 알 수 있다. 또한 내부매출채권과 내부매입채무의 평균비율은 각각 17%와 23.1%를 보이고 있어 계열기업 간의 내부매출과 내부매입의 상당 부분이 신용거래로 이루어지고 있는 것으로 관측되었다. 상품의 내부거래에서 발생하는 신용거래의 경우 상대적으로 매출보다는 매입 시에 계열기업 간의 신용거래 비중이 더 높은 것으로 나타났다. 또한 내부매출의 경우 매출채권비율이 매출비율보다 높아 대금회수를 늦게 하고 있는 반면에, 내부매입의 경우 매입채무의 비율이 매입비율보다 낮아 대금결제를 빨리하고 있는 것으로 관측되었다. 이는 계열기업 간의 상품거래에 있어서 계열기업에 대한 신용제공을 통하여

간접적으로 자금을 지원하고 있는 것으로 해석된다.

계열사 간의 자금거래를 보면, 내부대여금의 평균 비율은 72.2%인 데 반해, 내부대여금은 31.2%에 불과해 내부 금융거래에서는 자금대여 비율이 훨씬 높은 것을 알 수 있다. 특히 내부대여금은 전체 대여금의 대부분을 차지하고 있지만 그 조건이 공시되지 않기 때문에 기업가치에 미치는 영향을 명확히 파악하기가 어렵다.

<표 5> 내부거래비율의 기술적 통계

내부거래항목	표본 수	평균	표준편차	중위값	25%	75%
내부매출	968	0.126	0.180	0.056	0.015	0.160
내부매입	425	0.330	0.304	0.232	0.056	0.556
내부매출채권	851	0.170	0.219	0.072	0.023	0.222
내부매입채무	722	0.231	0.251	0.123	0.024	0.388
내부대여금	643	0.722	0.376	0.997	0.393	1.000
내부차입금	62	0.312	0.362	0.130	0.032	0.514

주: 내부매출은 내부매출/매출, 내부매입은 내부매입/매입, 내부매출채권은 내부매출채권/매출채권, 내부매입채무는 내부매입채무/매입채무, 내부대여금은 내부대여금/대여금, 내부차입금은 내부차입금/차입금임.

<표 6>에는 내부거래비율의 평균값을 상호출자제한기업집단에 소속되어 있는 대규모기업집단들과 일반 기업 간에 비교한 결과가 나타나 있다. 먼저 내부매출의 경우, 대규모기업집단과 일반기업의 평균비율이 각각 0.163과 0.117로서 대규모기업집단의 내부매출비율이 더 높고 그 차이가 1% 수준에서 유의한 것으로 나타났다. 따라서 대규모기업집단이 공정거래위원회 등 규제당국으로부터 내부거래에 관한 더 많은 규제를 받고 있음

에도 불구하고 계열기업 간의 내부매출을 더 많이 하고 있는 것으로 관측되었다. 한편, 내부매입, 내부매출채권 및 내부매입채무의 평균 비율은 대규모기업집단이 더 높은 것으로 관측되고 있으나 일반기업과 큰 차이를 보이지 않는다. 그러나 내부대여금의 경우에는 상품거래와는 대조적으로 일반기업의 평균비율이 0.740으로 대규모기업집단의 평균비율 0.639보다 더 높아 상대적으로 계열기업 간 자금대출 행위는 일반기업에서 더 빈번하게 일어나고 있는 것으로 나타났다.

<표 6> 기업규모별 내부거래비율의 평균 비교

내부거래항목	대규모기업집단		일반기업		차이 검증	
	표본 수	평균	표본 수	평균	t 값	p 값
내부매출	198	0.163	770	0.117	3.20	0.01
내부매입	69	0.351	356	0.326	0.62	0.53
내부매출채권	171	0.194	680	0.164	1.60	0.10
내부매입채무	163	0.244	559	0.227	0.76	0.44
내부대여금	115	0.639	528	0.740	-2.45	0.02
내부차입금	6	0.300	56	0.314	-0.09	0.94

주: 내부매출은 내부매출/매출, 내부매입은 내부매입/매입, 내부매출채권은 내부매출채권/매출채권, 내부매입채무는 내부매입채무/매입채무, 내부대여금은 내부대여금/대여금, 내부차입금은 내부차입금/차입금임.

3. 기업지배구조와 내부거래에 관한 회귀분석 결과

<표 7>에는 기업지배구조와 내부거래의 관련성에 관한 가설 1을 검증하기 위한 모형 (1)의 추정결과가 나타나 있다. 먼저,

모형의 F 값은 모두 1% 수준에서 유의하며, 수정결정계수도 10%를 상회하고 있다. 지배구조변수(SCORE)의 추정계수를 보면, 주주의 권리보호를 의미하는 SCORE1의 경우 내부거래 중 매출, 매입, 매출채권 및 매입채무 등 상품의 거래와 관련 신용거래에 있어서 일관되게 모두 음의 값을 갖고 있으며, 통계적으로 유의하다(1% 수준). 그러나 다른 지배구조 관련 점수의 계수 값은 일부 내부거래에 있어서 통계적으로 유의한 양 또는 음의 값을 갖고 있어 뚜렷한 방향을 보이지 않고 있다. 본 연구 결과, 기업지배구조의 여러 측면 중 주주의 권리보호가 강화되어 있는 기업일수록 내부거래가 더 적게 발생하고 있다는 증거가 제시되어 가설 1이 기각되었다. 따라서 주주의 권리 보호가 취약한 기업의 경우 내부거래가 지배주주의 사적인 이익을 도모하기 위한 수단으로 활용되고 있을 가능성이 있음을 알 수 있다.

이러한 연구결과는 대부분 지배구조가 취약한 경우 더 많은 내부거래가 발생한다는 외국의 자료를 통한 분석에서의 연구 결과(Kohlbeck and Mayhew, 2004; Gordon, 2004)와 동일하다. 또한 주주의 권한이 잘 보장되어 있는 기업일수록 수익성이 좋다는 Gompers et al.(2003)과 회계정보의 신뢰성이 높게 인식되고 기업가치도 더 높게 평가된다는 최정호·박상연(2007)의 연구결과를 간접적으로 뒷받침하고 있다.

한편, 외국에서 대주주나 경영자를 감시하는 데 있어서 매우 중요시되는 이사회와 운영(Fama and Jensen, 1983)을 의미하는 SCORE2의 추정계수는 내부매출과 내부매출채권의 경우 유의하지 않은 것으로 나타났다. 이러한 결과는 국내에서 이사회가 내부감독기구로서 실효성이 있는가에 대한 의문을 제기

한다. 이는 이사회 독립성을 제고하기 위해서 우리나라에서 사외이사제도가 도입되었지만 대부분의 사외이사가 경영자 또는 대주주의 추천에 의해서 선임되고 있기 때문에 독립성을 확보하지 못하고 있는 현실을 반영한다고 볼 수 있다.

통제변수로 포함된 SIZE의 추정 값은 일관성 있는 부호를 갖지 않아 대기업일수록 내부거래가 이루어질 가능성이 더 높다는 Kohlbeck and Mayhew(2004)의 연구결과와 일치하지 않는다. 나머지 통제변수들의 추정 값도 통계적으로 일관성 있는 부호를 갖지 않아 내부거래와 관련성이 없는 것으로 관측되었다.

<표 7> 지배구조와 내부거래의 회귀분석 결과

$$RPT = \alpha_0 + \alpha_1 SCORE1 + \alpha_2 SCORE2 + \alpha_3 SCORE3 + \alpha_4 SCORE4 + \alpha_5 SIZE + \alpha_6 OWN + \alpha_7 LEV + \alpha_8 EBIT + \alpha_9 RD + \sum_{i=10}^{i=24} \alpha_i ICODE + \sum_{i=25}^{i=26} \alpha_i YEAR + e \quad \text{모형 (1)}$$

변수명	내부매출	내부매입	내부매출 채권	내부매입 채무	내부 대여금	내부 차입금
SCORE1	-0.001a (-11.21)	-0.008a (-3.80)	-0.010a (-9.16)	-0.001a (-5.82)	-0.000 (-0.06)	-0.001 (-0.13)
SCORE2	0.001 (0.65)	0.010a (2.47)	0.002 (0.78)	0.008a (2.99)	-0.001 (-0.32)	0.016 (0.94)
SCORE3	0.003b (2.31)	-0.004 (-1.33)	0.002 (1.47)	-0.003c (-1.80)	-0.007a (-2.61)	0.003 (0.32)
SCORE4	0.004c (1.86)	0.006 (1.06)	-0.001 (-0.27)	0.008b (2.10)	0.010c (1.75)	0.038c (1.84)
SIZE	-0.005 (-0.87)	0.027c (1.90)	-0.10 (-1.42)	0.002 (0.21)	-0.015 (-0.10)	-0.109c (-1.80)
OWN	-0.000 (-0.04)	0.000 (0.13)	0.000 (0.28)	-0.000 (-0.36)	0.000 (0.12)	0.006b (2.02)
LEV	0.024 (0.80)	-0.191a (-2.57)	0.070b (1.94)	-0.138a (-2.80)	-0.062 (-0.87)	-0.224 (-1.08)
EBIT	0.049 (0.62)	-0.156 (-0.90)	0.115 (1.18)	-0.169 (-1.28)	0.391c (1.86)	-0.427 (-0.65)
RD	0.990b (2.36)	-0.927 (-0.77)	1.087b (2.01)	-0.557 (-0.66)	-0.129 (-0.10)	6.784c (1.83)
ICODE	포함	포함	포함	포함	포함	포함
YEAR	포함	포함	포함	포함	포함	포함
F 값 (p 값)	7.72 (<0.01)	4.50 (<0.01)	7.83 (<0.01)	3.95 (<0.01)	8.39 (<0.01)	3.15 (<0.01)
수정결정계수	0.16	0.17	0.17	0.10	0.23	0.44
표본 수	961	421	845	718	640	61

주: 1) SCORE1은 주주의 권리보호에 관한 지배구조점수, SCORE2는 이사회 특징에 관한 지배구조점수, SCORE3은 공시에 관한 지배구조점수, SCORE4는 경영의 과실배분에 관한 지배구조점수, SIZE는 총자산의 자연로그값, OWN은 최대주주지분율, LEV는 차입금의존도(부채/자산), EBIT는 영업이익/자산, RD는 연구개발비/매출, ICODE는 산업 더미, YEAR는 연도더미를 의미함.

2) () 안의 값은 t 값을 의미하며, a, b 및 c는 각각 1%, 5%와 10% 수준에서 유의함을 의미함(양측검증).

<표 8>은 기업지배구조와 내부거래의 관련성이 대규모기업 집단 소속 기업 여부에 따라서 달라지는가[가설 (1-1)]를 검증하기 위한 모형 (1-1)을 추정한 결과를 나타낸다. 지배구조에 관련된 변수 추정결과를 보면, 주주의 권리보호를 표시하는 SCORE1의 경우 내부 상품거래와 관련 신용거래에 있어서는 모두 통계적으로 유의한 음의 값을 갖고 있다. 그러나 다른 지배구조점수들은 일부 내부거래에 있어서 통계적으로 유의한 양 또는 음의 값을 갖고 있어 뚜렷한 방향을 보이지 않고 있다. 이는 대규모기업집단 소속 여부를 고려하지 않은 앞의 <표 7>과 동일하다.

상호출자제한기업집단 소속 기업 여부를 의미하는 GROUP의 추정계수가 내부매출을 제외한 모든 내부거래에 있어서 통계적으로 유의하지 않아서 대규모기업집단 소속 여부는 지배구조와 내부거래의 관련성에 별다른 영향을 미치지 않는 것으로 관측되었다. 또한 각 지배구조점수와 GROUP과의 상호작용 변수도 대부분 통계적으로 유의하지 않아 기업지배구조와 내부거래의 관련성이 대규모기업집단 소속 기업 여부에 따라서 달라지지 않는다는 가설 (1-1)이 기각되지 않는다. 이와 같은 결과는 상대적으로 정부 당국의 규제를 더 많이 받고 있는 대규모기업집단 소속 기업의 경우에도 지배구조와 내부거래의 관련성이 일반기업과 차이가 없음을 의미하여 내부거래에 대한 정부 당국의 규제가 실효성이 없음을 시사한다.

<표 8> 지배구조와 내부거래 및 기업집단의 회귀분석 결과

$$\begin{aligned}
 RPT = & \alpha_1 + \alpha_2 SCORE1 + \alpha_3 SCORE2 + \alpha_4 SCORE3 \\
 & + \alpha_5 SCORE4 + \alpha_6 GROUP + \alpha_7 SCORE1 \\
 & \times GROUP + \alpha_8 SCORE2 \times GROUP \\
 & + \alpha_9 SCORE3 \times GROUP + \alpha_{10} SCORE4 \\
 & \times GROUP + \alpha_{11} SIZE + \alpha_{12} OWN + \alpha_{13} LEV \\
 & + \alpha_{14} EBIT + \alpha_{15} RD + \sum_{i=16}^{i=30} \alpha_i ICODE + \sum_{i=31}^{i=32} \alpha_i YEAR + e
 \end{aligned}$$

모형 (1-1)

변수명	내부매출	내부매입	내부 매출채권	내부 매입채무	내부 대여금	내부 차입금
SCORE1	-0.010a (-10.51)	-0.007a (-2.72)	-0.010a (-8.60)	-0.009a (-5.40)	-0.001 (-0.55)	-0.001 (-0.14)
SCORE2	0.001 (0.60)	0.010a (2.52)	0.003 (1.11)	0.008a (2.86)	-0.001 (-0.22)	0.010 (0.49)
SCORE3	0.001 (0.91)	-0.004 (-1.35)	0.002 (1.07)	-0.005b (-2.34)	-0.007b (-2.37)	0.002 (0.20)
SCORE4	0.003 (1.36)	0.002 (0.38)	-0.000 (-0.13)	0.010b (2.43)	0.012b (1.98)	0.040c (1.80)
GROUP	-0.123c (-1.75)	0.153 (0.79)	-0.065 (-0.70)	-0.062 (-0.50)	-0.237 (-1.31)	-1.944 (-1.26)
SCORE1*GROUP	0.001 (0.71)	-0.005 (-1.03)	0.003 (1.03)	0.001 (0.20)	0.007 (1.44)	0.030 (0.64)
SCORE2*GROUP	-0.001 (-0.71)	-0.003 (-0.42)	-0.005c (-1.67)	-0.001 (-0.48)	-0.003 (-0.70)	0.013 (0.59)
SCORE3*GROUP	0.005b (2.30)	0.001 (0.18)	0.002 (0.69)	0.006 (1.61)	0.001 (0.19)	-0.004 (-0.07)
SCORE4*GROUP	0.004 (0.79)	0.024 (1.54)	-0.000 (-0.05)	-0.009 (-1.12)	-0.015 (-0.11)	0.228 (0.44)
SIZE	-0.006 (-1.12)	0.024 (1.55)	-0.011 (-1.45)	-0.001 (-0.06)	-0.011 (-0.79)	-0.103 (-1.38)
OWN	-0.000 (-0.04)	0.000 (0.14)	0.000 (0.16)	-0.000 (-0.40)	0.000 (0.09)	0.006c (1.83)
LEV	0.023 (0.75)	-0.120a (-2.67)	0.070b (1.93)	-0.140a (-2.82)	-0.049 (-0.69)	-0.215 (-0.97)
EBIT	0.057 (0.72)	-0.156 (-0.90)	0.119 (1.21)	-0.178 (-1.34)	0.365c (1.73)	-0.408 (-0.58)

<표 8. 계속>

변수명	내부매출	내부매입	내부 매출채권	내부 매입채무	내부 대여금	내부 차입금
RD	0.987 (a2.35)	-0.927 (-0.77)	1.081b (2.00)	-0.467 (-0.55)	-0.218 (-0.17)	7.007c (1.76)
ICODE	포함	포함	포함	포함	포함	포함
YEAR	포함	포함	포함	포함	포함	포함
F 값 (p 값)	6.82 (<0.01)	3.91 (<0.01)	6.65 (<0.01)	3.44 (<0.01)	7.12 (<0.01)	2.47 (<0.01)
수정결정계수	0.16	0.17	0.17	0.10	0.23	0.39
표본 수	961	421	845	718	640	61

주: 1) GROUP은 상호출자제한기업집단에 속하는 기업 여부(해당하면 1, 그렇지 않으면 0)를 의미하며, 나머지 변수의 정의는 <표 7>과 동일함.

2) () 안의 값은 t 값을 의미하며, a, b 및 c는 각각 1%, 5%와 10% 수준에서 유의함을 의미함(양측검증).

4. 기업지배구조에 기인한 초과내부거래와

미래 기업가치에 관한 회귀분석 결과

<표 9>에는 기업지배구조에 기인한 초과내부거래와 미래 기업가치의 관련성에 대한 가설 (2)를 검증하기 위한 모형의 추정결과가 제시되어 있다. <표 9>의 패널 A에는 초과내부거래와 기업가치에 관한 모형 (2)의 추정결과가 나타나 있다. 패널 B에는 두 변수의 관련성이 대규모기업집단에 속하는 기업인지 아닌지에 따라 달라지는가를 검증하기 위한 모형 (2-1)의 추정결과가 제시되어 있다. 먼저 패널 A를 보면, 내부매출채권의 경우 EXRPT의 추정계수가 통계적으로 유의한 양의 값을 갖는 반면, 내부대여금의 경우에는 음의 값을 갖는 것으로 나타났

다. 따라서 기업지배구조에 기인한 초과매출채권이 시장에서 호의적으로 평가되고 있어 가설 2가 기각되며, 효율적 거래가 설의 타당성이 입증되고 있다. 그러나 내부대여금의 경우에는 주식시장에서 지배구조가 취약한 기업의 과도한 계열사 자금 공급을 기업가치 평가에 부정적인 요인으로 해석하고 있는 것으로 나타났다.

한편 패널 B를 보면, EXRPT의 경우 내부매출채권과 내부대여금의 추정계수가 각각 통계적으로 유의한 양 또는 음의 값을 갖고 있어 패널 A와 동일한 결과가 나타나 있다. 대규모기업집단 소속 여부를 나타내는 GROUP의 추정계수는 모든 내부거래에 있어서 통계적인 유의성이 없어 기업가치 평가에 별다른 영향을 미치지 못하는 것으로 관측되었다. 그러나 지배구조에 기인한 초과내부거래와 GROUP의 상호작용변수는 내부매출과 내부매출채권의 경우 모두 음의 값을 갖고 있어 가설 (2-1)이 기각되었다. 이와 같은 결과는 정부 당국에 의해서 상대적으로 규제를 많이 받고 있는 상호출자제한 기업집단의 경우 취약한 지배구조와 관련한 과도한 내부매출과 관련 신용거래를 주식시장에서 기업가치 평가에 부정적으로 해석하고 있음을 의미한다. 이와 같은 증거는 국내의 실증연구에서 대규모기업집단의 계열기업 간 내부 상품거래를 시장에서 부정적으로 평가하고 있다는 연구결과와 동일하다고 볼 수 있다. 통제변수로 포함된 LEV는 대부분의 내부거래에서 추정 계수가 양의 값을 보이고 있어 차입금의존도가 높은 기업일수록 기업가치가 더 높게 평가되고 있는 것으로 관측되었다.

<표 9> 초과내부거래와 기업가치 회귀분석 결과

A: 초과내부거래와 토빈 q의 회귀분석 결과

$$Q_{t+1} = \beta_1 + \beta_2 EXRPT_t + \beta_3 SIZE_t + \beta_4 LEV_t + \beta_5 ROA_t + \sum_{i=6}^{i=20} \alpha_i ICODE_t + \sum_{i=21}^{i=22} \alpha_i YEAR_t + \eta \quad \text{모형 (2)}$$

변수명	내부매출	내부매입	내부 매출채권	내부 매입채무	내부 대여금	내부 차입금
EXRPT	0.324 (1.24)	-0.257 (-0.85)	0.532b (2.09)	0.350 (1.16)	-1.922a (-4.02)	-0.896 (-0.10)
SIZE	0.018 (1.36)	0.025 (1.54)	0.014 (1.05)	0.024 (1.50)	-0.064 (-3.35)	-0.123 (-1.30)
LEV	0.413a (4.70)	0.483a (4.80)	0.262a (3.01)	0.253a (2.47)	0.088 (0.79)	-0.305 (-0.69)
ROA	0.009 (0.22)	0.033 (1.09)	0.033 (1.09)	-0.426a (-2.59)	-0.017 (-0.39)	-1.410a (-3.34)
ICODE	포함	포함	포함	포함	포함	포함
YEAR	포함	포함	포함	포함	포함	포함
F 값(p 값)	6.82 (<0.01)	9.31 (<0.01)	7.59 (<0.01)	6.47 (<0.01)	5.25 (<0.01)	5.65 (<0.01)
수정결정계수	0.11	0.29	0.23	0.24	0.12	0.57
표본 수	957	418	840	717	637	60

B: 초과내부거래와 토빈 q 및 기업규모의 회귀분석 결과

$$Q_{t+1} = \beta_0 + \beta_1 EXRPT_t + \beta_2 GROUP_t + \beta_3 EXRPT_t \times GROUP_t + \beta_4 SIZE_t + \beta_5 LEV_t + \beta_6 ROA_t + \sum_{i=7}^{i=21} \beta_i ICODE_t + \sum_{i=22}^{i=23} \beta_i YEAR_t + \eta$$

모형 (2-1)

변수명	내부매출	내부매입	내부 매출채권	내부 매입채무	내부 대여금	내부 차입금
EXRPT	0.407 (1.44)	-0.204 (-0.63)	0.568b (2.06)	0.425 (1.29)	-1.792a (-3.24)	-0.784 (-0.93)
EXRPT× GROUP	-1.118b (-1.95)	-0.816 (-1.25)	-0.946c (-1.64)	-0.738 (-1.14)	0.207 (0.24)	-1.703 (-0.87)
SIZE	-0.003 (-0.24)	-0.001 (-0.08)	-0.0016 (-0.97)	-0.002 (-0.09)	-0.080a (-3.84)	-0.126 (-1.11)
LEV	0.402a (4.58)	0.465a (4.66)	0.242a (2.80)	0.232b (2.26)	0.072 (0.64)	-0.335 (-0.75)
ROA	0.008 (0.20)	0.034 (1.13)	-0.475a (-3.27)	-0.414a (-2.52)	-0.017 (-0.39)	-1.415a (-3.24)
ICODE	포함	포함	포함	포함	포함	포함
YEAR	포함	포함	포함	포함	포함	포함
F 값(p 값)	6.91 (<0.01)	9.23 (<0.01)	7.77 (<0.01)	6.39 (<0.01)	4.99 (<0.01)	4.96 (<0.01)
수정결정계수	0.12	0.30	0.16	0.15	0.13	0.56
표본 수	957	418	840	717	637	60
GROUP	-0.175 (-0.99)	0.009 (0.05)	-0.115 (-0.59)	-0.028 (-0.16)	0.163 (1.31)	0.698 (0.83)

주: 1) Q는 토빈 Q[(보통주식 수×연도 말 추가+우선주 자본금+부채의 장부가액)/총자산], EXRPT는 모형 (1)에 의해서 추정된 초과내부거래 비율, GROUP은 상호출자제한기업집단에 속하는 기업 여부(해당하면 1, 그렇지 않으면 0), SIZE는 기업규모(총자산의 자연로그 값), LEV는 차입금의존도(부채/자산), ROA는 총자산이익률(당기순이익/자산), ICODE는 산업더미, YEAR는 연도더미를 의미함.

2) () 안의 값은 t 값을 의미하며, a, b 및 c는 각각 1%, 5%와 10% 수준에서 유의함을 의미함(양측검증).

5. 기업지배구조에 기인한 초과내부거래와 미래 영업성과에 관한 회귀분석 결과

앞에서 기업지배구조에 기인한 초과내부거래와 미래 기업가치의 관련성을 분석하였다. 기본적으로 기업가치의 평가지표인 토빈 q 는 보통주의 시가에 의해서 결정된다. 보통주의 시가는 기업과 관련된 정보를 적시에 반영할 수 있는 반면, 주식시장의 효율성을 비롯한 많은 요인에 의해서 결정된다. 따라서 주가는 기업지배구조에 기인한 초과내부거래 정보를 정확히 반영할 수 없을 가능성이 있다. 따라서 계열기업 간의 내부거래가 지배주주의 이익을 추구하기 위한 거래인지 또는 계열기업의 효율성을 위한 거래인지를 주식가격에 의해서만 검증하는 것은 한계가 있다.

본 연구에서는 이를 보완하기 위해서 지배구조에 기인한 초과내부거래와 미래 영업성과의 관련성을 추가로 분석하였다. 미래 영업성과는 회계 측정치인 영업현금흐름(CFO)을 대용변수로 사용하여 측정되었다. 영업현금흐름은 경영성과 측정치로서 시의성(timeliness)이 없다는 단점이 있다(Dechow, 1994). 그러나 영업현금흐름은 기업의 인수합병이나 기업가치 평가에 있어서 매우 중요한 회계정보로 인식되고 있으며, 회계이익에 관련된 발생항목이 포함되지 않은 경영성과 측정치로서 많이 활용되고 있다.¹¹⁾

11) 회계이익에는 경영성과와는 아무 관련이 없는 경영자의 재량에 의해서 결정되는 발생항목이 포함되어 있기 때문에 경영자의 기회주의적인 행동에 의해서 조작될 가능성이 있다는 많은 실증적 연구결과가 제시되고 있다.

모형 (3)은 기업지배구조와 관련된 초과내부거래와 영업현금흐름으로 측정된 영업성과의 관련성을 나타낸다. 모형 (3)에 포함된 종속변수인 CFO는 미래 영업현금흐름비율을 의미하고, 독립변수에 포함되어 있는 EXRPT는 모형 (1)에 의하여 추정된 기업지배구조에 기인한 초과내부거래를 의미한다. 모형 (3)에는 미래영업현금흐름에 영향을 주는 과거영업현금흐름의 표준편차(StdCFO)와 매출액의 자연대수 값이 각각 위험 및 기업규모 효과를 통제하기 위한 변수로 포함되었다. Minton et al.(2002)의 연구에서는 위험과 미래 영업성과는 음의 관련성이 있다는 증거를 제시하고 있으며, Core et al.(1999)은 대기업의 미래 영업성과가 더 좋다는 연구결과를 제시하고 있다. 현재 영업성과의 회계측정치(CFO_t)는 평균회귀(mean-reversion) 성향이 있다는 주장(Barber and Lyon, 1969)에 의거하여 통제변수에 포함되었다. 또한 산업특성과 연도더미가 통제변수에 추가되었다.

기업지배구조에 기인한 과도한 내부거래가 지배주주의 사적인 이익추구를 위한 터널링 행위의 일환으로 발생한다면 미래 영업성과에 부정적인 요인으로 작용하여 β_2 는 통계적으로 유의한 음의 값을 보일 것이다. 그러나 반대로 내부거래가 계열기업의 효율성을 제고하기 위한 것이라면 β_2 는 영 또는 양의 값을 가질 것으로 예상된다.

$$CFO_{t+1} = \beta_1 + \beta_2 EXRPT_t + \beta_3 StdCFO_t + \beta_4 CFO_t + \beta_5 \ln SALES_t + \sum_{i=6}^{i=20} \alpha_i ICODE_t + \sum_{i=21}^{i=22} \alpha_i YEAR_t + \eta \quad \text{모형 (3)}$$

모형 (3)에서 변수의 의미는 다음과 같다.

CFO_{t+1}: 미래 영업현금비율(영업현금흐름/총자산)

EXRPT: 모형 (1)에서 추정한 기업지배구조에 기인한 초과내부거래

StdCFO: (영업현금흐름/총자산) 비율의 표준편차

CFO_t: 현재 영업현금비율(영업현금흐름/총자산)

LnSALES: 매출액의 자연대수 값

ICODE: 산업더미

YEAR: 연도더미

η : 잔차항

기업지배구조에 기인한 초과내부거래와 미래의 영업성과의 관련성이 대규모기업집단 소속 여부에 의해서 달라지는가를 조사하기 위해서 모형 (3-1)이 설정되었다. 모형 (3-1)에서 GROUP은 대규모기업집단 소속 여부를 의미하며 나머지 변수는 모형 (3)과 동일하다. 만일 초과내부거래가 미래 영업성과에 부정적인 요인으로 작용하는 효과가 대규모상호출자제한기업집단 소속 기업에 더욱 크게 나타난다면 β_4 는 음의 값을 보일 것이다.

$$\begin{aligned} CFO_{t+1} = & \beta_1 + \beta_2 EXRPT_t + \beta_3 GROUP_t + \beta_4 EXRPT_t \\ & \times GROUP_t + \beta_5 StdCFO_t + \beta_6 CFO_t \\ & + \beta_7 LnSALES_t + \sum_{i=8}^{i=22} \alpha_i ICODE_i \\ & + \sum_{i=23}^{i=24} \alpha_i YEAR_t + \eta \end{aligned} \quad \text{모형 (3-1)}$$

모형 (3-1)에서 변수의 의미는 다음과 같다.

GROUP: 상호출자제한기업집단에 속하는 기업 여부
(해당하면 1, 그렇지 않으면 0)

나머지 변수의 정의는 모형 (4)와 동일

<표 10>의 패널 A와 B에는 각각 모형 (3)과 모형 (3-1)의 추정결과가 제시되어 있다. 먼저, 기업지배구조에 기인한 과도한 내부거래와 미래영업성과의 관련성에 관한 분석 결과가 제시된 패널 A를 보면, EXRPT의 추정계수가 내부매입의 경우에만 통계적으로 유의한 음의 값을 보이고, 내부대여금의 경우에는 오히려 양의 값을 갖고 있다. 또한 대부분의 내부거래에서 EXRPT는 통계적으로 유의하지 않아 이익상충가설의 타당성이 입증되지 않고 있다.

한편, 기업지배구조에 기인한 과도한 내부거래와 미래영업성의 관련성이 대규모기업집단 소속 여부에 따라서 달라지는가를 검증한 결과가 제시된 패널 B를 보면, EXRPT의 추정계수가 패널 A의 분석 결과와 동일하게 나타났다. 또한 초과내부거래와 대규모기업집단 소속 여부의 상호작용 변수의 추정계수인 β_4 는 모든 내부거래에서 통계적으로 유의한 값을 보이지 않고 있다. 이러한 결과는 앞의 <표 8>의 패널 B에서 대규모기업집단 소속 기업의 경우 내부매출과 매출채권이 기업가치 평가에 부정적인 요인으로 작용한 결과와 대조된다. 이와 같은 대조적인 결과는 대규모기업집단 소속 기업의 경우 지배구조에 기인한 초과 내부 상품거래와 신용제공이 미래 영업성장에 부정적인 요인으로 작용하지 않고 있음에도 불구하고 주식시장에서 기업가치 평가에 부정적인 영향을 미치고 있음을 의미한다. 따라서 대규모기업집단 소속 기업은 초과내부매출과 신용제공이 시장에서 부정적으로 평가되는 것을 막기 위해서 그러한 거래에 대해서 적극적으로 정보를 공개할 필요가 있다.

<표 10> 초과내부거래와 미래 영업성과 회귀분석 결과

A: 초과내부거래와 미래 영업현금흐름(CFO) 회귀분석 결과

$$CFO_{t+1} = \beta_1 + \beta_2 EXRPT_t + \beta_3 StdCFO_t + \beta_4 CFO_t + \beta_5 \ln SALES_t + \sum_{i=6}^{i=20} \alpha_i ICODE_t + \sum_{i=21}^{i=22} \alpha_i YEAR_t + \eta$$

모형 (3)

변수명	내부매출	내부매입	내부 매출채권	내부 매입채무	내부 대여금	내부 차입금
EXRPT	-0.045 (-0.88)	-0.113c (-1.86)	-0.068 (-1.34)	-0.054 (-0.91)	0.239a (2.90)	-0.293 (-1.15)
StdCFO	0.032 (0.70)	-0.050 (-1.21)	0.056 (1.00)	0.081 (1.43)	-0.040 (-1.01)	0.110 (0.43)
CFO	0.125a (5.12)	0.093a (4.18)	0.121a (4.75)	0.147a (5.51)	0.179a (4.27)	-0.404c (-1.70)
LnSALES	0.018a (7.04)	0.017a (4.96)	0.016a (5.68)	0.018a (6.01)	0.033a (9.81)	0.075a (4.14)
ICODE	포함	포함	포함	포함	포함	포함
YEAR	포함	포함	포함	포함	포함	포함
F(p 값)	7.61 (<0.01)	5.18 (<0.01)	6.80 (<0.01)	7.44 (<0.01)	10.39 (<0.01)	2.91 (<0.01)
수정결정계수	0.14	0.18	0.14	0.17	0.26	0.40
표본 수	853	379	743	648	570	47

B: 초과내부거래와 미래 영업현금흐름(CFO) 및 기업규모 회귀분석 결과

$$\begin{aligned} CFO_{t+1} = & \beta_1 + \beta_2 EXRPT_t + \beta_3 GROUP_t + \beta_4 EXRPT \\ & \times GROUP_t + \beta_5 StdCFO_t + \beta_6 CFO_t + \beta_7 LnSALES_t \\ & + \sum_{i=22} \alpha_i ICODE_t + \sum_{i=23}^{i=24} \alpha_i YEAR_t + \eta \end{aligned} \quad \text{모형 (3-1)}$$

변수명	내부매출	내부매입	내부 매출채권	내부 매입채무	내부 대여금	내부 차입금
EXRPT	-0.040 (-0.70)	-0.129b (-1.94)	-0.096 (-1.71)	-0.060 (-0.91)	0.254a (2.70)	-0.328 (-1.25)
GROUP	-0.005 (-0.13)	0.022 (0.64)	0.046 (1.14)	0.007 (0.20)	-0.026 (-1.18)	-0.176 (-0.83)
EXRPT×GROUP	0.041 (0.12)	0.030 (0.21)	0.121 (1.02)	0.034 (0.26)	-0.124 (-0.78)	0.194 (0.38)
StdCFO	0.031 (0.68)	-0.049 (-1.18)	0.051 (0.91)	0.081 (1.44)	-0.042 (-1.06)	0.135 (0.52)
CFOt	0.125a (5.08)	0.094a (4.22)	0.121a (4.75)	0.148a (5.50)	0.178a (4.24)	-0.393 (-1.62)
LnSALES	0.019a (6.58)	0.015a (4.00)	0.014a (4.40)	0.019a (5.28)	0.034a (9.41)	0.082a (3.92)
ICODE	포함	포함	포함	포함	포함	포함
YEAR	포함	포함	포함	포함	포함	포함
F(p 값)	6.98 (<0.01)	4.77 (<0.01)	6.26 (<0.01)	6.78 (<0.01)	9.54 (<0.01)	2.54 (<0.01)
수정결정계수	0.14	0.18	0.14	0.17	0.26	0.38
표본 수	853	379	743	648	570	47

주: 1) CFO_{t+1}은 미래 영업현금비율(영업현금흐름/총자산), EXRPT는 모형 (1)에서 추정된 기업지배구조에 기인한 초과내부거래, GROUP은 상호출자제한기업집단에 속하는 기업 여부(해당하면 1, 그렇지 않으면 0), StdCFO는 (영업현금흐름/총자산) 비율의 표준편차, CFO_t는 현재 영업현금흐름비율(영업현금흐름/총자산), LnSALES는 매출액의 자연대수 값, ICODE는 산업더미, YEAR는 연도더미, η 는 잔차항을 의미함.

2) () 안의 값은 t 값을 의미하며, a, b 및 c는 각각 1%, 5%와 10% 수준에서 유의함을 의미함(양측검증).

V. 요약 및 결론

최근 발생한 대형회계부정 사건이 관계회사와의 내부거래를 통하여 발생함에 따라서 이에 대한 정부 당국, 회계실무 및 학계의 관심이 증대하고 있다. 관계회사와의 내부거래는 공정한 조건으로 이루어지지 않을 가능성이 높아 표현의 충실성 측면에서 회계정보의 신뢰성을 저하시킬 가능성이 제기된다. 따라서 회계기준에서도 이에 관한 상세한 공시를 요구하고 있으며, 회계감사기준에서도 내부거래에 대한 감사인의 책임과 감사절차에 대한 기본 원리와 주요 절차를 규정하고 있다.

관계회사와의 거래를 통한 이익조정 행위는 실제적인 경제 활동을 통해서 이루어진다는 점에서 단순히 회계기준의 선택 또는 회계추정에 의한 기계적인 이익조정행위와는 구별된다. 외부정보이용자는 관계회사와의 내부거래 내용을 잘 알 수 없기 때문에 거래내용이 재무제표의 주식사항으로 공시되고 있으나 회계정보의 신뢰성에 미치는 영향을 정확히 파악하기는 어렵다. 관계회사와의 내부거래는 기업지배구조에 의해서 영향을 받을 가능성이 크기 때문에 기업가치에 미치는 영향의 분석에서도 이 점이 고려되어야 한다.

내부거래의 동기를 설명하기 위한 이론은 이익상충가설과 효율적 거래가설로 상반된다. 내부거래에 관한 많은 규제와 공시요구는 이익상충가설에 근거한다고 볼 수 있다. 여러 선행연구에서는 이익상충가설의 타당성을 지지하고 있다. 우리

나라의 공정거래위원회에서도 이러한 입장에 따라서 내부거래를 규제하기 위한 감독규정을 마련하고 있다. 그러나 지금까지 수행된 관련연구에서는 내부거래가 소액주주의 이익을 침해할 가능성이 크다는 주장을 제기하고 있을 뿐 그러한 증거를 구체적으로 제시하지 못하고 있다.

본 연구에서는 상장기업을 대상으로 한국기업지배구조개선지원센터가 조사한 2003년부터 2005년까지의 지배구조점수 자료를 이용하여 기업지배구조와 내부거래 및 기업가치의 관련성을 분석하였다. 본 연구에서는 첫째, 관제회사와의 내부거래 중 내부 상품거래와 금융거래를 조사대상으로 하여 각각의 내부거래비율과 기업지배구조의 관련성을 조사하였고, 둘째, 기업지배구조와 관련된 각각의 초과내부거래비율과 기업가치의 관련성을 분석하였다. 또한 부수적으로, 지배구조와 내부거래 및 기업가치의 관련성이 대규모기업집단 소속 여부에 따라서 달라지는가를 조사하였다. 마지막으로, 지배구조에 기인한 초과내부거래와 미래 영업성과의 관련성을 추가로 분석하였다.

연구결과, 다음과 같은 결과를 얻을 수 있었다. 첫째, 기업지배구조와 내부거래의 관련성 분석 결과, 주주의 권리보호가 강화되어 있는 기업일수록 계열기업 간의 매출, 매입, 매출채권 및 매입채무 등 상품의 내부거래와 관련 신용거래가 감소하는 것으로 관측되었다. 또한 상호출자제한기업집단으로 정의한 대규모기업집단 소속 여부는 그러한 관련성에 별다른 영향을 미치지 않고 있는 것으로 나타났다. 이와 같은 증거는 상대적으로 정부 당국의 규제를 더 많이 받고 있는 대규모기업집단 소속 기업의 경우에도 지배구조와 내부거래의 관련성이 일반기업과 차이가 없음을 의미하여 내부거래에 대한 규제가

실효성이 없음을 시사한다.

둘째, 내부매출채권과 내부대여금의 경우에는 기업지배구조가 취약한 기업의 과도한 내부매출채권이 기업가치의 평가에 긍정적인 요인으로 작용하고 있는 반면, 과도한 내부차입금의 경우에는 부정적인 요인으로 작용하는 것으로 나타났다. 또한 정부 당국에 의해서 상대적으로 규제를 많이 받는 상호출자제한기업집단 소속 기업의 경우 일반 기업과는 달리 지배구조와 관련된 과도한 내부매출과 관련 신용제공이 주식시장에서 부정적인 평가를 받고 있다는 증거가 제시되었다.

셋째, 대부분의 내부거래에 있어서 지배구조가 취약한 기업의 과도한 내부거래는 미래영업성과에 부정적인 영향을 미치지 않으며, 이는 대규모기업집단 소속 여부에 따라서도 달라지지 않았다. 본 연구는 대규모기업집단의 경우 기업지배구조에 기인한 초과 내부 상품거래와 신용제공이 미래 영업성과에 부정적인 요인으로 작용하지 않고 있음에도 불구하고 주식시장의 기업가치 평가에 있어서 부정적인 영향을 미치고 있다는 증거를 제시하고 있다. 이러한 증거는 대규모기업집단 소속 기업의 경우 이러한 현상을 막기 위해서는 내부거래에 대한 적극적인 정보공시를 통한 투명한 경영활동이 요구되고 있음을 시사한다.

본 연구에서는 전체 상장기업 중 내부거래가 있는 기업을 조사대상으로 선정하여 결과를 분석하였다. 따라서 본 연구결과를 전체 상장기업에 적용할 수 없는 한계점이 있다. 또한 본 연구에서는 관계회사와의 내부거래 중 일부 거래만을 분석하였다. 앞으로의 연구에서는 인력제공, 기술제휴 및 지분취득과 같은 다양한 형태의 내부거래를 분석할 필요가 있다. 또한 내

부거래와 관련된 이론을 정확히 검증하기 위해서는 내부거래가 이루어진 관계회사가 상장기업인지 또는 비상장기업인지와 같은 내부거래의 방향을 조사할 필요가 있고, 소유와 통제 간의 괴뢰도와 같은 내부거래와 관련된 변수를 추가로 고려할 필요가 있다.¹²⁾

마지막으로, 관계회사와의 거래를 통한 이익조정 행위는 실제적인 경제활동을 통해서 이루어진다는 점에서 회계기준의 선택 또는 회계추정에 의한 기계적인 조정행위와는 구별되기 때문에 이에 관한 연구도 필요하다. 관계회사를 통하여 이익을 부풀리거나 또는 축소한 기업이 그러한 사실을 은폐하기 위해서 발생항목의 보고를 통하여 회계상으로 이익조정을 할 것인가는 매우 흥미 있는 연구주제가 될 것이다.

12) 이와 관련하여 최근에 발표된 임경묵·조성빈(2007)의 연구에서는 우리나라 대규모기업집단 소속 계열사 간 상품거래에 있어서 지배주주의 현금흐름권을 고려하여 내부거래를 분석한 결과 내부거래가 지배주주의 터널링 수단으로 이용되고 있다는 증거가 제시된 바 있다.

참고문헌 |

- 강형철·박경서·장하성, 「기업집단의 계열사 간 내부거래의 결정요인」, 『재무연구』 제19권 제1호, 2006, pp.78-117.
- 박승록, 『기업집단의 내부거래와 효율성에 대한 연구』, 한국경제연구원, 2001.
- 박종국·최정호, 『대규모기업집단의 소득이전과 외국인투자자의 모니터링』, 한국회계학회동계학술발표논문집, 2006.
- 윤기향·박승록, 『기업집단의 내부거래가 주가에 미치는 영향』, 2002.
- 임경목·조성빈, 『우리나라 기업집단의 내부거래에 관한 연구』, 한국개발연구원 정책연구시리즈 2007-05, 2007.
- 최정호·박상연, 『기업지배구조와 이익의 질 및 기업가치에 관한 실증적 연구』, 하계회계학회 학술대회발표논문집, 2007.
- 한국경제신문, 2007년 8월 8일자.
- 한국공인회계사회, 『감사기준』, 2006.

American Institute of Certified Public Accountants, *Accounting and Auditing for Related Parties and Related Party Transactions*, New York: AICPA, 2001.

Bae, K., J. Kang, and J. Kim, "Tunneling or Value-added: Evidence from Mergers by Korean Business Groups," *Journal of Finance* 57 (6), 2002, pp.2695-2740.

Barber B. and J. Lyon, "Detecting Abnormal Operating Performance: The Empirical Power and Specification of Test Statistics," *Journal of Financial Economics* 33, 1996, pp.173-204.

Berle, A. and G. Means, *The Modern Corporation and Private Property*, New York: Commerce Clearing House, 1932.

- Bertrand, M., P. Metha, and S. Mullainathan, "Ferretting Out Tunneling: An Application to Indian Business Groups," *The Quarterly Journal of Economics* 117 (1), 2002, pp.121-148.
- Bowen, R., S. Rajgopal, and M. Venkatachalam, "Accounting Discretion, Corporate Governance and Firm Performance," Working Paper, University of Washington/Duke University, 2005.
- Chang, S. and J. Hong, "Economic Performance of Group-Affiliated Companies in Korea: Intergroup Resource Sharing and Internal Business Transactions," *Academy of Management Journal* 43 (3), 2000, pp.429-448.
- Cheung, Y., P. Rau., and A. Stouraitis, "Tunneling, Propping and Expropriation: Evidence from Connected Party Transactions in Hong Kong," *Journal of Financial Economics* 82 (2), 2006, pp.343-386.
- Claessens, S., S. Djankov, and L. Lang, "The Benefits and Costs of Group Affiliation: Evidence from East Asia," Working Paper, 2002.
- , "The Separation of Ownership and Control of East Asia Corporations," *Journal of Financial Economics* 58 (1-2), 2000, pp.81-112.
- Claessens, S. and J. Fan, "Corporate Governance in Asia: A Survey," *International Review of Finance* 3, 2002, pp.71-103.
- Claessens, S., S. Djankov, and J. Fan, and L. Larry, "On Expropriation of Minority Shareholders in East Asia," Working Paper, 1999.
- Coase, R, "The Nature of the Firm," *Economica* 4, 1937, pp.386-405.
- Core, J., R. Holthausen and D. Larcker, "Corporate Governance, Chief Executive Officer Compensation, and Firm Performance," *Journal of Financial Economics* 51, 1999, pp.371-406.
- Dechow, P, "Accounting Earnings and Cash Flows as Measure of Firm Performance: The Role of Accounting Accruals," *Journal of Accounting and Economics*, 1994, pp.3-42.

- Fama, E. and M. Jensen, "Separation of Ownership and Control," *Journal of Law and Economics* 26 (June), 1983, pp.301-325.
- Financial Accounting Standards Board, *Statement of Financial Accounting Standard No.57, Related Party Disclosures*, 1982.
- Gompers, P., L. Ishii, and A. Metrick, "Corporate Governance and Equity Prices," *Quarterly Journal of Economics* Vol.118 No.1, 2003, pp.107-155.
- Gordon, E. and E. Henry, and D. Palia, "Related Party Transactions: Associations with Corporate Governance and Firm Value," Working Paper, 2004.
- Jensen, M. and W. Meckling, "Theory of the Firm: Managerial Behavior, Agency Costs and Ownership Structure," *Journal of Financial Economics* 3, 1976, pp.305-360.
- Jian, M. and T. Wong, "Earnings Management and Tunneling through Related Party Transactions: Evidence from Chinese Corporate Groups," Working Paper, 2003.
- Jung, K., B. Kim, and B. Kim, "Tax Motivated Income Shifting and Korean Business Group," Working paper, 2005.
- Kohlbeck, M. and B. Mayhew, "Agency Costs, Contracting, and Related Party Transactions," Working Paper, 2004.
- Kreps, D. and R. Wilson, "Reputation and Imperfect Information," *Journal of Economic Theory* 27, 1982, pp.253-279.
- La Porta, R., F. Lopez-de-Silanes, A. Shleifer, and R. Vishny, "Investor Protection and Corporate Valuation," *Journal of Finance* 57, 2002, pp.1147-1170.
- McConnell, J. and H. Servaes, "Additional Evidence on Equity Ownership and Corporate Value," *Journal of Financial Economics* 27 (2), 1990, pp.595-612.
- Milgrom, P. and R. Roberts, "Predation, Reputation and Entry Deterrence," *Journal of Economic Theory* 27, 1982, pp.290-312.
- Morck, R., A. Shleifer, and R. Vishny, "Management Ownership and

- Market Valuation: An Empirical Analysis," *Journal of Financial Economics* 20 (1-2), 1988, pp.293-315.
- Minton, B., C. Schrand and B. Walther, "The Role of Volatility in Forecasting," *Review of Accounting Studies* 7 (2-3), 2002, pp.195-215.
- Watts and Zimmerman, *Positive Accounting Theory*; Prentice-Hall, 1986.
- Williamson, O, *Market and Hierachies: Analysis and Antitrust Implications*, New York: Free Press, 1975.

<부록 1> 관계회사거래에 대한 법령과 공시기준

본 연구와 관련하여 관계회사거래에 대한 각종 법령 및 공시기준은 다음과 같다. 이들 내용은 관계회사거래가 부당한 내부거래가 되지 않도록 하며, 또한 이로 인해서 회계정보가 왜곡되지 않도록 비교적 상세한 공시를 요구하고 있다.

1. 독점규제 및 공정거래법에 관한 법률 및 시행령

독점규제 및 공정거래법에 관한 법률 및 시행령(이하 공정거래법 및 시행령)에서는 관계회사거래에 관하여 다음과 같이 대규모내부거래를 규제하고 있으며, 차별적인 관계회사 거래를 불공정행위의 하나로 규정하고 이를 금지하고 있다.

(1) 대규모내부거래의 이사회 승인 및 공시

상호출자제한기업집단은 특수관계인을 상대방으로 하거나 특수관계인을 위하여 회사의 자본총계 또는 자본금 중 큰 금액의 100분의 10 이상이거나 100억 원 이상의 다음의 거래행위(대규모내부거래)를 하고자 할 때는 미리 이사회의 의결을 거친 후 이를 공시하여야 한다. 그러나 당해 회사의 일상적인 거래분야에서의 거래행위는 이사회의 의결을 거치지 않고 행할 수 있다(법 제11조의2 및 시행령 제17조의8).

1) 거래종류

- ① 가지급금 또는 대여금 등의 자금을 제공 또는 거래하는 행위
- ② 주식 또는 회사채 등의 유가증권을 제공 또는 거래하는 행위
- ③ 부동산 또는 무체재산권 등의 자산을 제공 또는 거래하는 행위
- ④ 계열회사를 상대방으로 하거나 동 계열회사를 위하여 상품 또는 용역을 제공 또는 거래하는 행위

2) 공시내용

- ① 거래의 목적 및 대상
- ② 거래의 상대방(특수관계인이 직접적인 거래상대방이 아니더라도 특수관계인을 위한 거래인 경우에는 당해 특수관계인을 포함한다)
- ③ 거래의 금액 및 조건
- ④ 거래상대방과의 동일 거래유형의 총거래잔액

(2) 불공정거래행위의 금지

사업자는 다음과 같은 불공정거래행위를 하거나, 계열회사 또는 다른 사업자로 하여금 이를 행하도록 하여서는 아니 된다(법 제23조).

- ① 부당하게 거래를 거절하거나 거래의 상대방을 차별하여 취급하는 행위
- ② 부당하게 경쟁자를 배제하는 행위

- ③ 부당하게 경쟁자의 고객을 자기와 거래하도록 유인하거나 강제하는 행위
- ④ 자기의 거래상의 지위를 부당하게 이용하여 상대방과 거래하는 행위
- ⑤ 거래의 상대방의 사업활동을 부당하게 구속하는 조건으로 거래하거나 다른 사업자의 사업활동을 방해하는 행위
- ⑥ 부당하게 특수관계인 또는 다른 회사에 대하여 가지급금·대여금·인력·부동산·유가증권·상품·용역·무체재산권 등을 제공하거나 현저히 유리한 조건으로 거래하여 특수관계인 또는 다른 회사를 지원하는 행위 등
- ⑦ 기타 공정한 거래를 저해할 우려가 있는 행위

(3) 법시행령(별표1)의 불공정거래행위의 유형

1) 계열회사를 위한 차별적 취급

정당한 이유 없이 자기의 계열회사를 유리하게 하기 위하여 가격·수량·품질 등의 거래조건이나 거래내용에 관하여 현저하게 유리하거나 불리하게 하는 행위

2) 부당한 자금지원

부당하게 특수관계인 또는 다른 회사에 대하여 가지급금·대여금 등 자금을 현저히 낮거나 높은 대가로 제공 또는 거래하거나 현저한 규모로 제공 또는 거래하여 과다한 경제상 이익을 제공함으로써 특수관계인 또는 다른 회사를 지원하는 행위

3) 부당한 자산지원

부당하게 특수관계인 또는 다른 회사에 대하여 부동산·유가증권·무체재산권 등 자산을 현저히 낮거나 높은 대가로 제공 또는 거래하거나 현저한 규모로 제공 또는 거래하여 과도한 경제상 이익을 제공함으로써 특수관계인 또는 다른 회사를 지원하는 행위

4) 부당한 인력지원

부당하게 특수관계인 또는 다른 회사에 대하여 인력을 현저히 낮거나 높은 대가로 제공하거나 현저한 규모로 제공하여 과도한 경제상 이익을 제공함으로써 특수관계인 또는 다른 회사를 지원하는 행위

2. 기업회계기준서 제20호 특수관계인 공시

회계기준원이 제정한 회계기준서 제20호는 2005년 12월 31일부터 시행하고 있으며, 다음과 같이 규정하고 있다.¹³⁾

13) 본 연구의 일부 조사대상기간인 2003년부터 2005년까지 적용된 기업회계기준에서는 특수관계인을 다음의 1에 해당하는 회사 또는 개인으로 정의하였다(제9조 제2호).

가. 지배·종속관계에 있는 회사

나. 당해 회사가 중대한 영향력을 행사할 수 있는 지분법평가대상 피투자회사

다. 직·간접적인 의결권행사를 통하여 당해 회사에 대하여 중대한 영향력을 행사할 수 있는 개인 및 그 개인의 친인척

(1) 특수관계인의 정의

- ① 직접적으로 또는 하나 이상의 중개자를 통하여 간접적으로,
 - ㉠ 당사자가 당해 기업을 지배하거나, 당해 기업에 의하여 지배를 받거나, 당해 기업과 동일지배하에 있는 경우(당사자는 지배회사, 종속회사 및 동일지배하에 있는 다른 종속회사를 포함한다)
 - ㉡ 당사자가 당해 기업에 중대한 영향력을 행사할 수 있는 지분을 소유하는 경우
 - ㉢ 당사자가 당해 기업을 공동지배하는 경우
- ② 당사자가 당해 기업의 지분법피투자회사인 경우(지분법에 관한 기업회계기준에서 정의하고 있는 지분법피투자회사)
- ③ 당사자가 조인트벤처이며 당해 기업이 참여자인 경우(조인트벤처 투자에 관한 기업회계기준에서 정의하고 있는 참여자)

라. 당해 회사의 기업활동에 대한 권한과 책임을 가지고 있는 주요 경영진 및 그 경영진의 친인척

마. 위 '다' 또는 '라'의 개인 또는 경영진 등이 중대한 영향력을 행사할 수 있는 회사

또한 보충적 주식사항으로 특수관계인의 명칭과 다음의 주요 거래내용의 공시를 요구한 바 있다(제87조 제3호).

가. 매출·매입거래 및 기타거래

나. 장단기 채권·채무

다. 특수관계인이 발행한 주식(출자금을 포함한다)의 회사명, 주식 수, 주식소유비율, 취득원가, 시가 또는 순자산가액 및 장부가액과 특수관계인이 발행한 채권의 장부가액

라. 제공하고 있거나 제공받고 있는 담보 및 보증내용(여신금융기관, 여신금액, 여신발생일자 등을 함께 기재한다)

- ④ 당사자가 당해 기업 또는 당해 기업의 지배회사의 주요경영진의 일원인 경우
- ⑤ 당사자가 (1) 또는 (4)에 해당하는 개인의 친인척인 경우
- ⑥ 당사자가 (4) 또는 (5)에 해당하는 개인에 의하여 지배를 받거나 공동지배를 받는 기업인 경우
- ⑦ 당사자가 (4) 또는 (5)에 해당하는 개인이 중대한 영향력을 행사할 수 있거나 직·간접적으로 중대한 의결권을 행사할 수 있는 기업인 경우
- ⑧ 당사자가 당해 기업 또는 당해 기업과 특수관계가 있는 기업의 종업원을 위한 퇴직후급여제도인 경우

(2) 주식공시사항

특수관계인거래가 있는 경우, 재무제표에 미치는 특수관계의 잠재적 영향을 이해하는 데 필요한 거래 및 채권·채무 잔액에 대한 정보뿐만 아니라 특수관계의 성격도 주식으로 기재한다. 주식공시사항은 최소한 다음 내용을 포함한다.

- ① 거래 금액
- ② 채권·채무 잔액 및
 - ㉠ 그 채권·채무에 대한 보증 여부 및 결제 시 제공될 대가의 성격을 포함한 계약 조건
 - ㉡ 그 채권·채무에 대하여 제공하거나 제공받은 보증의 상세 내역
- ③ 채권잔액에 대하여 설정된 대손충당금
- ④ 채권에 대하여 당해 기간 중 인식된 대손상각비
- ⑤ 주식으로 기재하는 거래의 예는 다음과 같다.

- ㉠ 매출·매입거래
- ㉡ 유형자산 등의 구입·처분
- ㉢ 용역거래
- ㉣ 리스거래
- ㉤ 연구개발의 이전
- ㉥ 라이선스계약하의 이전
- ㉦ 대여와 현금 또는 현물의 출자를 포함하는 금융약정
상의 이전
- ㉧ 담보 또는 보증의 제공
- ㉨ 기업이 특수관계인의 부채를 대신하여 상환한 거래
또는 특수관계인이 기업의 부채를 대신하여 상환한
거래
- ㉩ 기업이 특수관계인에 투자한 주식(출자금을 포함한다)
의 수, 주식소유비율, 취득원가, 시가 또는 순자산가
액 및 장부금액과 특수관계인에 투자한 채권의 장
부금액

**<부록 2> 2005년도 대상 한국기업지배구조개선지원센터의
지배구조 세부항목 평가문항**

구분	세부항목	평가문항
주 주 의 권 리 보 호 (90점)	주주 권리의 보호 및 행사 편의성 (40점)	1. 기업지배구조헌장(또는 원칙) 공시 여부
		2. 임직원 윤리규정 공시 여부
		3. 집중투표제 도입 여부
		4. 서면에 의한 의결권행사 제도 도입 여부
		5. 정관에 전환사채 발행한도 명시 여부
		6. 정관에 신주인수권부사채 발행한도 명시 여부
		7. 지난 1년간 최대주주 및 특수관계인 제3자 배정 또는 사 모방식으로 유상증자를 실시하는지 여부
		8. 지난 1년간 최대주주 및 특수관계인에게 CB 또는 BW 사 모발행을 했는지 여부
		9. 유상증자 시 신주인수권 증서의 매매 허용 여부
		10. 정관에 임원 해임요건 가중 여부
		11. 정관에 합병특별결의 요건의 가중규정 도입 여부
		12. 정관에 발행 즉시 전환 가능한 사모 전환우선주의 발행 규정 여부
		13. 이사 시차임기제 도입 여부
		14. 경영권 이전 시 경영진에게 과도한 퇴직보상금을 지급하 는 규정 도입 여부
		15. 주주총회(임시주주총회 포함)에서 주주제안의 사례 여부
		16. 주주제안에 의한 사외이사 선임 사례 여부
		17. 직전연도 주주총회 시 장소, 안전 등에 관한 사항을 사전 에 통지한 기일 수

구분	세부항목	평가문항
주 주 의 권 리 보 호 (90 점)	소유 구조 (25점)	18. 최대주주 및 친인척을 제외한 등기임원의 지분을 합계
		19. 사외이사 지분을 합계
		20. 계열회사의 지분을 합계
		21. 개인 최대주주 및 개인 특수관계인의 지분을 합계
		22. 최대주주 및 특수관계인을 제외한 5% 이상 지분보유자의 지분을 합계
	특수 관계인과의 거래 등 (25점)	23. 자기자본 대비 회사와 최대주주 및 특수관계인(계열회사 제외) 간의 거래금액
		24. 자기자본 대비 계열회사에 대한 출자총액
		25. 자기자본 대비 계열회사에 대한 지급보증 또는 담보 제공액의 총계
		26. 자기자본 대비 계열회사와의 거래금액(공시규정상 거래 내역)
		27. 총매출액 대비 계열회사에 대한 매출액
		28. 총매입액 대비 계열회사로부터의 매입액
	이 사 회 구성(35점)	1. 사외이사의 수가 법적 최소기준을 몇 명 초과하고 있는가
		2. 사외이사의 수가 전년에 비해 증가했는지 여부
		3. 대표이사와 이사회회장의 분리 여부
		4. 외국인 이사의 수가 전체 이사의 수에 비해 얼마나 되는가
		5. 사외이사가 연속하여 재임할 수 있는 기간 규정 여부
		6. 추천위원회 설치 여부
		7. 보상위원회 설치 여부
		8. 추천위원회의 사외이사 구성비율
		9. 보상위원회의 사외이사 구성비율
		10. 추천위원회의 위원장의 사외이사 구성 여부

구분	세부항목	평가문항
이 사 회 (90점)	이사회 의 운 영, 평 가 및 보 상 (55점)	11. 보상위원회의 위원장이 사외이사 구성 여부
		12. 사외이사후보추천 자문단 운영 여부
		13. 이사회에의 권한과 책임, 운영절차 등을 구체적으로 규정한 이사회 운영규정 여부
		14. 각종 위원회의 역할과 운영절차에 관한 구체적인 내용이 명시된 규정 공시 여부
		15. 이사의 역할 효율화를 위한 이사의 외부교육 참가 여부
		16. 지난 1년간 이사회에의 개최 횟수
		17. 정기이사회를 정관 등에서 규정하고 있는지의 여부
		18. 회사의 비용으로 이사의 손해배상 책임보험에 가입했는 지 여부
		19. 임원에게 성과 연동형 스톡옵션을 부여하는지 여부
		20. 임원에게 성과급으로 주식(스톡옵션 제외) 여부
		21. 추천위원회, 보상위원회의 활동보고서를 매년 공시하는가
		22. 사외이사의 보상액은 주주총회에서 별도안건으로 결정되 는가
		23. 이사회에 대하여 자체평가를 실시하고 그 평가결과를 공 시하는가
		24. 사외이사의 이사회 참석률
		25. 사외이사가 안건에 대하여 반대 또는 수정의견을 제시한 적이 있는가
		26. 지난 1년 동안 최대주주 및 특수관계인에게 실권주의가 부여되었는지 여부
		27. 이사의 개인별 연간 보수총액을 사업보고서에 공시하고 있는가
		28. 사외이사의 활동내용 및 평가결과가 사업보고서에 공시 되는가
		29. 사외이사의 경영진으로부터의 독립성 규정 위배 확인 및 공시 여부
		30. 이사회후보 추천현황을 사내이사 및 사외이사별로 구분하 여 공시하는지 여부

구분	세부항목	평가문항
공시 (영 투 명 성) (60점)	공 시 일 반 (40점)	1. 심사대상 연도 중 IR(기업설명회) 횟수
		2. 심사대상 연도 중 자진공시 건수
		3. 심사대상 연도 중 조회공시 건수
		4. 심사대상 연도 중 정정공시 건수
		5. 월별 손익정보 공시 여부
		6. 예측정보 공시 여부
		7. 장래 사업계획, 경영계획 등의 공시 여부
		8. 감사보고서 또는 중요한 수시공시 사항의 영문 공시 여부
		9. 국제적으로 인정받는 회계기준으로 재무제표를 작성하여 공표하는가
		10. 사외이사의 겸직 및 겸업 내역 공시 여부
		11. 실적 발표예정일의 사전 공시 여부
		12. IR 예정일을 사전에 거래소, 코스닥 시장에 신고하는가
	홈 페 이 지 공 시 (20점)	13. 이사회 구성현황의 홈페이지 공시 여부
		14. 인터넷 홈페이지에 영업보고서, 반기보고서, 수시공시사항 등을 공시하고 있는가
		15. 인터넷 홈페이지가 영문으로도 제공되고 있는가
		16. 기업지배구조 모범규범과의 차이를 사업보고서 또는 홈페이지에 공시하고 있는가
		17. 주주총회 개최 시 귀사의 홈페이지에 장소, 안건 등을 공시하였는가
		18. 지배구조평가등급에 관한 정보를 홈페이지에 공시하는가
		19. 집중투표제 및 서면투표제 도입 여부를 홈페이지에 공시하고 있는가
		20. 이사회 운영현황을 홈페이지에 공시하고 있는가
		21. 이사회 내의 위원회 설치 현황을 홈페이지에 공시하고 있는가
		22. 감사기구현황을 홈페이지에 공시하고 있는가
		23. 외부감사인의 법인명, 선임일, 계약기간, 최근 감사의견을 홈페이지에 공시하고 있는가
		24. 최근 정기주주총회의 의결권 행사 현황을 홈페이지에 공시하고 있는가
		25. 이사회 운영에 관한 내부규정을 홈페이지에 공시하고 있는가
		26. 최근 사업연도의 재무지표를 홈페이지에 공시하고 있는가

구분	평가문항
감사기구 (50점)	1. 감사기구형태
	2. 감사위원회의 사외이사 비율
	3. 감사위원회(감사)의 권한, 책임 및 감사업무에 관한 사항의 공시 여부
	4. 감사위원회(감사)의 업무를 지원할 수 있는 독립된 감사업 무 부서가 있는가
	5. 감사 또는 감사위원회 위원은 전문기관에서 감사와 관련된 교육을 받았는가
	6. 감사위원회의 개최 횟수
	7. 감사위원회 또는 감사의 주요 활동내역을 사업보고서에 공 시하고 있는가
	8. 외부감사인으로부터 컨설팅을 받은 적이 있는가
	9. 동일한 회계법인에 비감사용역보수가 감사용역보수에 대하 여 몇 배인가
	10. 감사위원회 위원 중 회계 또는 재무관련 전문지식을 갖춘 인사가 있는가
	11. 감사위원회 위원장이 사외이사인가
	12. 감사 또는 감사위원회 위원의 추천 등 선임 절차에 관한 규 정의 공시 여부
경영의 과실배분 (10점)	1. 배당수익률(배당+자사주소각금액/주가)
	2. 지난 3년간 평균 배당성향
	3. 중간배당 실적 여부

Abstract |

A Study on the Relationship between Corporate Governance, Internal Business Transactions, and Firm Value

Jung Ho Choi

Recent accounting scandals have raised considerable concern among regulators, accounting community and scholars about related party transactions (RPTs). RP dealings among affiliates could impact the reliability of financial information both in terms of representational faithfulness and reliability of reported amounts. Although RPTs are formally disclosed in the footnotes of financial statements, outside information users have not access to the details and have difficulty in fully understanding their impact on the reliability of accounting information. This study examines the relationship between corporate governance quality, level of RPTs, and firm value. Corporate governance quality is operationalized as the governance scores annually compiled by the Korea Corporate Governance Service from 2003 to 2005. This study examines the relationship between corporate governance quality, the ratio of RPTs such as sale of goods, credit offering, and loans engaging among the affiliates of listed companies, and firm value.

We generally find that firms with stronger shareholder rights engage in less RPTs such as sale of goods and credit offering, and that whether the large Chaebol firms have been closely regulated by the Korea Fair Trade Commission (FTC) or not does not affect such results. In addition, we find that while excess RPTs such as offering of credit (accounts receivables) to the affiliates associated with poor governance quality have unexpected positive effect on the firm value, excess lending of funds to the affiliates have negative effect. We also report that the large Chaebol group firms monitored strongly by the Korea FTC suffer from the decline of firm value attributed to the excess sale of goods and offering of credit associated with poor governance quality. Lastly, we provide some evidence that all of the predicted excess RPTs attributable to poor governance quality is not negatively associated with future operating cash flows. This study report that the large Chaebol group firms suffer from the decline of firm value owing to the excess sale of goods and offering of credit associated with poor governance quality even if such RPTs do not decrease the future operating performance. This results imply that the Chaebol group firms need to disclose more information about RPTs positively to prevent such RPTs negative impact on the firm value.

Key words: corporate governance, internal transactions, large business group company, firm value