https://doi.org/10.14400/JDC.2017.15.1.209

거래 상대기업의 지배주주일가 지분율을 고려한 대규모기업집단의 내부거래가 이익조정에 미치는 영향

백정한*, 최종서**
동국대학교 경영계열(경주캠퍼스)*, 부산대학교 경영학과**

The Effect of Transaction to the Related-party on the Earnings Management by Considering Controlling Shareholders Ownership

Jeong-Han Baek*, Jong-Seo Choi**
School of Business, Dongguk University*
Dept. of Business Administration, Pusan National University**

요 약 우리나라 경제 발전의 핵심동력이라 할 수 있는 재벌구조의 공과는 오랫동안 사회 다양한 분야의 논쟁 대상이었다. 회계학분야에서는 소수의 지배주주에게 집중된 의사결정 구조로 인해 소액주주의 부가 지배주주에 의해 편취되는 이른바 터널링(tunneling) 현상에 주목하여 왔다. 본 연구는 기존 연구들이 터널링의 수단으로 이용될 것으로 의심되는 내부거래에 주목한 것과 같이 대규모기업집단의 내부거래에 주목하여 지배주주의 기회주의적 의사결정이 존재하는지 검증하고자 하였다. 그러나 본 연구는 기존의 연구가 내부거래 전체를 하나의 변수로 다루고 있어 그 함의를 분명하게 파악하지 못하는 편의(bias)가 있었을 것으로 판단하고, 내부거래 대상기업의 특징을 반영하여 내부거래를 세분화함으로써 기존의 연구를 확장하였다. 본 연구는 IMF와 금융위기를 거쳐 오늘날까지 이어지고 있는 재벌 혹은 대기업총수의 도덕적 해이에 대한 단서를 제공하는 한편, 이에 대한 보다 적극적인 대응이 필요함을 시사한다.

주제어 : 재벌, 대규모기업집단, 내부거래, 터널링, 이익조정

Abstract The merits and demerits of the chaebol in Korea has been subjected to considerable debate in recent years. In accounting research, many papers have been concentrating on tunneling that be designated as expropriation of minority shareholders by controlling shareholders. Although majority previous paper suggested related-party transaction has a negative effect to firm value, some research on related-party transaction argued it has a positive effect, also. We assume that they can't consider compositive meaning of related-party transaction and result of prior studies are mixed. In this setting, we investigate the relation between earnings management and related-party transaction which be known as strategy for tunneling by considering controlling shareholder's ownership.

Key Words : Chaebol, Affiliated firms, Related-party transaction, Tunneling, Earnings management

* 본 논문은 2015년 부산대학교 박사후연수과정 지원사업에 의하여 연구되었음.
Received 1 December 2016, Revised 2 January 2017
Accepted 20 January 2017, Published 28 January 2017
Corresponding Author: Jong-Seo Choi
(Pusan National University)
Email: jschoi@pusan.ac.kr

ISSN: 1738-1916

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

1. 서론

우리나라 경제의 발전은 '재벌(chaebol)'이라는 단어로 일컬어지는 대규모기업집단의 발전과 궤를 같이 하고 있다. 대규모기업집단은 강력한 통제력을 가진 지배주주를 중심으로 한 의사결정구조를 보유하고 있는데 이러한 의사결정구조는 경제적 환경 변화에 적극적이고 능동적으로 대처하여 민감하게 반응할 수 있다는 장점을 가지는 동시에 지배주주에 대한 올바른 견제장치가 제대로 갖추어지지 않는 경우 기업의 미래에 대한 중요의사결정이 지배주주일가의 이익을 위해 수행될 수 있으며, 때로는 지배주주일가의 부를 위해 기업의 자원을 오·남용하는 것을 묵인하게 할 수도 있다는 단점 역시 가지고 있다.

대규모기업집단의 지배구조 개선은 그동안 우리사회의 오랜 논쟁의 대상이 되어 왔다. 1990년대 후반의 IMF를 비롯한 경제적 위기, 대규모기업집단과 감사법인이 연루된 회계부정 사건들과 최근 우리나라에서 벌어지고 있는 정부와 재벌 사이의 부당한 관계에 대한 논란은 대규모기업집단 지배구조에 대한 논의의 필요성을 증가시키고 있다. 또한 오랜 기간 동안 코리아 디스카운트(korea discount)를 극복하기 위한 지배구조 개선 노력이 그 효과를 발휘하지 못하였으며 더욱 적극적이고 직접적인 정책·제도적 장치가 필요하다는 것을 보여준다.

기업의 의사결정이 소수의 지배주주를 위해 수행되는 경우 그 과정에서 지배력이나 견제능력 능력을 갖추지 못한 다수의 소액주주들의 부가 지배주주에게로 이전되는 현상이 발생할 수 있다. 이러한 현상에 대해 Johnson et al. (2000)은 지배주주는 자기거래(self - dealing)와 같은 방법으로 기업의 부를 이전할 수 있으며 이를 '터널링(tunneling)'이라 명명하였다[1]. 그는 지배주주에 의한 소액주주 이익편취(expropriation of minority shareholders by controlling shareholders)가 전 세계적에서 자행되고 있다고 주장하였다. 이후 다수의 선행연구들은 터널링의 존재 유무와 수단에 대한 분석을 시도하였으며, 이 중 가장 대표적인 것으로 기업집단 소속계열 회사 간의 내부거래, 즉 특수관계자 거래가 주목받아 왔다. 특수관계자는 대주주가 지분을 소유하여 지배하거나 친인척관계로 인하여 중대한 영향력을 행사할 수 있는 모든 주주, 임원 또는 관계회사를 말한다.

최정호(2010)는 특수관계자 거래에 대해 효율적 거래가설(efficient transaction hypothesis)과 이익상충가설(conflict of interest hypothesis)의 상반되는 두 가지 이론을 제시하였다[2]. 효율적 거래가설은 재화나 용역의 거래 시장에서 정보의 비대칭성이나 거래비용이 큰 경우 내부거래는 기업의 자원을 효율적으로 활용할 수 있게 하고, 계열사 간 위험을 공유(risk-sharing)하는 긍정적인 수단이 될 수 있다는 주장이다. 반면, 이익상충가설은 내부거래가 소액주주로부터 지배주주로 부의 이전을 유발하고 나아가 기업가치에 부정적인 영향을 미칠 수 있다는 입장이다.

이에 대한 실증분석을 실시한 다수의 선행연구들은 대규모집단 소속 기업들이 내부거래를 통해 소액주주의 이익을 침해할 가능성이 존재한다는 증거들을 제시하며 이익상충가설을 지지하고 있다(임경묵과 조성빈, 2008; Chang and Hong, 2000; Bertrand et al., 2002)[3,4,5]. 그러나 일부 연구들에서는 투자자 입장에서 관계회사 간 내부거래가 기업가치를 오히려 제고시키고 있다는 결과를 보고한 바 있다(박종일 등, 2015; 최정호 2011)[6,7]. 본 연구는 선행연구에서 내부거래에 대해 상반된 연구결과를 보여주고 있는 것이 내부거래효과가 거래상대기업의 특성에 따라 차별적으로 나타날 수 있음을 고려하지 못한 데에서 기인하고 있다고 판단하였다. 대부분의 선행연구들이 내부거래총액을 변수로 이용함으로써 거래상대기업에 대한 특성을 반영하지 못한데서 오는 편의(bias)를 포함할 수 있다는 것이다.

개별 기업에서 발생한 내부거래의 함의를 파악하기 위해서는 거래상대와의 관계에서 파악하는 것이 필요하다. 이는 기업의 내부거래에 두 가지 관점이 존재하는 것과 같이 내부거래 전체가 지배주주의 사적이익을 증가시키기 위해 자행되거나 기업 수익성을 증가시키기 위한 방안으로 이루어지지 않을 수 있음을 의미하는 것이다. 다시 말해, 대규모기업집단의 내부거래가 지배주주가 소액주주의 부를 편취하는 형태로 이루어진다면 거래당사자인 두 기업 사이에는 소유구조 등을 통해 지배주주에 유·불리를 관찰할 수 있을 것으로 판단된다. 두 거래당사자 중 일방은 계열기업에게 혜택을 제공하는 시혜기업이 될 수 있으며, 다른 일방은 수혜기업이 될 수 있다. 다시 말해, 수혜기업의 지배주주일가의 지분율이 상대적으로 높아 그들에게 유리한 거래조건이 형성될 가능성이 있다는 것이다. 이러한 거래가 수행된 경우 지배주주는 시혜

기업의 불리한 거래조건으로 인한 손실을 감추기 위하여 이익조정을 실시할 유인이 존재한다.

반면, 소유구조를 통해 지배주주의 이익에 유리하거나 불리한 관계가 존재하지 않는 두 계열회사의 내부거래는 지배주주의 사적효용을 증가시키는 의도가 내포되어 있지 않을 수 있다. 즉, 이러한 내부거래는 지배주주의 이익을 증가시키기 보다는 일반거래에서 발생할 것으로 예상되는 거래비용 등과 같은 제약효과를 고려한 합리적인 선택일 가능성이 있다. 이 경우 지배주주는 이익조정을 통해 기업의 재무제표를 포장할 어떠한 유인도 존재하지 않아 이익조정의 가능성이 상대적으로 낮을 수 있다.

본 연구는 이러한 관점에서 내부거래 당사자인 두 기업의 지배주주일가의 상대적 지분율 차이를 이용하여 기업의 내부거래를 세분화 한 후, 각각의 내부거래가 이익조정에 미치는 영향을 분석하는 것을 목적으로 한다. 대규모기업집단의 오너 일가 자녀들이 지분을 많이 갖고 있는 회사들의 내부거래비중이 그렇지 않은 회사들에 비해 2배 이상 높게 나타나고 있다는 최근의 조사결과는 본 연구에서 채택하고 있는 연구방법의 필요성을 더욱 견고하게 해준다[8]. 따라서 본 연구의 접근방법은 선행연구들이 기업의 내부거래전체를 하나의 변수로 이용함으로써 거래의 상대기업과의 관계에 따라 차별적인 효과를 발휘할 수 있다는 점을 고려하지 못한 한계를 극복하게 해줄 것으로 기대된다.

2. 이론적 배경과 선행연구

내부거래는 독립적인 기업들 사이에 이루어지는 일반 시장거래와는 달리 기업 내부에서 일어나는 거래를 의미하며, 우리나라의 경우 대규모 기업집단의 계열사 사이에 이루어지는 거래를 시장거래와 구분하여 지칭할 때 주로 사용된다.

효율적 거래가설은 내부거래가 일반 시장에서 발생하는 탐색, 협상, 계약 및 이행과정 등에서 발생할 수 있는 거래 비용을 절감하게 한다고 주장한다. 특히 수직계열화와 같은 구조 하에서 계열사 사이의 내부거래는 생산에서 유통까지 체계적으로 관리되어 기업의 수익성을 증가시킬 수 있다는 사실이 널리 알려져 있다. 그러나 내부거래를 부정적으로 바라보는 견해는 안정적인 매출처가 확보되는 경우 기업집단에 소속된 기업은 효율성 증진을 위한 노력을 기울일 유인이 감소하게 되며 궁극적으로 기업가치를 훼손시킬 수 있다고 주장한다. 또한, 기업의 의사결정구조가 지배주주에게 과도하게 집중되어 있는 경우 지배주주와 소액주주 사이에 이해관계 불일치가 발생할 수 있다. 이는 지배주주가 사적 이익을 극대화하는 의사결정을 견인할 가능성을 증가시키며 결국에는 소액주주로부터 지배주주로의 부의 이전이 심각하게 나타날 수 있다.

Baek et al.(2004)은 지배주주가 소액주주의 이익을 침탈할 수 있다는 가정 하에 IMF 기간 동안 상장기업의 주가 흐름을 분석하였는데, 소유가 집중된 기업일수록 주식가격의 하락폭이 큼을 확인하였다[9]. Mitton(2002)은 외환위기 기간 동안 소유구조의 차이가 주식시장에서 왜곡된 반응을 발생시키고 있다고 주장하였다[10]. 이들 연구는 소유구조에 따른 주식시장의 차별적인 반응을 분석하였다는데 의의가 있으나 터널링에 대해 직접적인 분석을 실시하지 않았다는 한계를 가지고 있다. 한편, Kahle and Shastri(2003)은 기업이 시장의 평균보다 낮은 이자율로 임원에게 자금을 대여하고 있다는 결과를 제시하며, 구체적인 내부거래를 통해 부가 특수관계자에게 이전되고 있음을 보고한 바 있다[11]. 또 다른 연구로 Cheung et al.(2006)과 Claessens et al.(2000)은 동아시아 기업들을 대상으로 내부거래가 기업가치에 음(-)의 영향을 미친다고 주장하였다[12,13].

국내 연구로는 김지홍과 우용상(2008)의 연구에서 특수관계자 거래가 클수록 재량적 발생액이 증가하고 있다는 결과를 보고한 바 있다. 또한 다수의 연구들에서 내부거래가 많은 기업에서 이익조정도 높은 수준으로 관찰된다고 보고한 바 있다(김문철 등, 2010; 손성규 등, 2011; 최정호, 2011)[15,16,7]. 그러나 최근의 연구에서 관계회사간 내부거래는 외부거래에 비해 거래비용이 낮고 이를 통해 계열사 전체의 수익성을 증가시켜 궁극적으로 기업가치를 증가시킨다는 결과를 보고하기도 하였다(박종일 외, 2015)[6]. 또 김정옥과 신유진(2016)은 관계회사간 내부거래가 기업특성에 따라 회계정보의 가치관련성에 차별적인 영향을 미치고 있다는 결과를 제시하기도 하였다. 그러나 상술한 선행연구들은 기업에서 수행되는 내부거래를 하나의 변수로 이용함으로써 거래상대기업과의 관계에 따라 차별적인 함의를 가질 수 있음을 간과하고 있

으며 이로 인해 상반된 분석 결과를 제시할 가능성이 존재한다.

따라서 본 연구는 선행연구의 결과에 편의가 내재되어 있을 가능성을 완화하고자 내부거래를 상대기업의 특성에 따라 세분화하여 분석을 실시하고자 한다. 임경묵과 조성빈(2007)에서 거래 상대기업과의 현금흐름권을 고려하여 분석을 실시한 바 있으나 이들의 연구는 기업수준의 분석이 아닌 개별 거래가 수익성에 미치는 영향을 분석하였다는 한계가 있으며[3], 본 연구는 이러한 점에서 선행연구와 차별성을 가진다.

3. 가설설정과 연구모형

3.1 가설설정

본 연구는 대규모기업집단 소속 상장기업의 내부거래를 거래상대기업의 특성을 기준으로 세분화하고 세분화된 내부거래가 기업의 이익조정에 차별적인 영향을 미치는지 분석하는 것을 목적으로 하고 있다.

지속적으로 언급하고 있는 것과 같이 내부거래에 대한 선행연구 결과들은 긍정적인 것과 부정적인 것으로 혼재되어 나타나고 있다. 이는 내부거래의 가질 수 있는 두 가지 측면을 고려하지 않고 전체 내부거래 금액을 하나의 변수로 사용하고 있기 때문이다. 기업의 지배주주가 내부거래를 자신의 효용을 증가시키기 위한 수단으로 이용하는 경우 내부거래를 통해 본인 혹은 본인과 특수관계에 있는 이해관계자들의 부를 증진시키는 방향으로 수행할 것이다. 이러한 내부거래의 경우 양측 거래당사기업 중 한 쪽에는 긍정적인 영향을, 다른 한 쪽에는 부정적인 영향을 미치게 될 것으로 기대할 수 있다. 따라서 부정적인 영향을 받게 되는 기업의 경우 이러한 내부거래로 인한 부정적 효과를 감추기 위해 사후적인 이익조정을 실시할 가능성이 있다.

본 연구는 지배주주 일가의 지분율이 높은 기업일수록 내부거래를 통해 긍정적인 영향을 받을 가능성이 높을 것이라고 가정하였다. 이는 전술한 조사결과와 같이 대규모기업집단에 소속되어 있는 상장기업의 내부거래 상대기업이 지배주주의 자녀지분이 높은 기업에 집중되어 있어 부당한 일감몰아주기가 존재한다는 견해와 일관된 것으로 판단할 수 있다. 이러한 상황인식하에서 본 연구는 표본기업에서 발생한 전체 내부거래 중 표본기업보다 지배주주일가의 직접지분율이 더 높은 기업을 상대로 한 내부거래가 차지하는 비중이 높을수록 표본기업에 부정적인 영향을 미칠 가능성이 증가하며 지배주주를 제외한 이해관계자들에게 부당한 내부거래를 통한 효과를 완화하여 보고하려는 유인으로 인해 더 많은 이익조정이 수행될 것으로 예측하였다. 이러한 논의를 검증하기 위해 본 연구는 다음과 같은 가설을 설정하였다.

연구가설 : 지배주주일가의 지분율이 더 높은 기업과의 내부거래는 이익조정과 양(+)의 관계에 있을 것이다.

3.2 연구모형

3.2.1 가설검증모형

본 연구는 대규모기업집단의 내부거래와 이익조정과의 관계를 분석하여 지배주주지분율이 상대적으로 높은 기업과의 내부거래가 부당하게 이용되고 있을 가능성을 제시하고자 한다.

이러한 분석을 위해 기업의 이익조정수준을 측정하는 것이 필요하다. 본 연구에서는 기업의 이익조정을 측정하기 위해 Kothari et al.(2005)의 성과조정 재량적발생액 추정모형을 이용하였다[17]. 구체적인 모형은 다음과 같다.

$$\frac{TAC_{i,t}}{Asset_{i,t-1}} = \alpha_0 + \alpha_1 \frac{1}{Asset_{i,t-1}} + \alpha_2 \frac{(\triangle REV_{i,t} - \triangle REC_{i,t})}{Asset_{i,t-1}} + \alpha_3 \frac{PPE_{i,t}}{Asset_{i,t-1}} + \alpha_4 ROA_{i,t-1} + \epsilon_{i,t}$$

where,

$TAC_{i,t}$: t기의 총발생액 = 당기순이익 -영업현금흐름
$Asset_{i,t-1}$: t-1기말의 자산총계
$\triangle REV_{i,t}$: t기의 매출액변화
$\triangle REC_{i,t}$: t기의 매출채권변화
$PPE_{i,t}$: t기의 유형자산
$ROA_{i,t-1}$: t-1기의 총자산수익률

구체적으로 산업-연도별 관측치가 20개 이상인 표본을 이용하여 횡단면 회귀분석을 실시한다. 회귀분석을 통해 추정된 회귀계수를 대규모기업집단 소속기업의 실

제 데이터를 이용하여 정상발생액의 기댓값을 추정한다. 끝으로 실제 총발생액과 정상발생액의 기댓값 차이를 재량적발생액으로 분석에 이용한다.

다음으로 기업의 내부거래를 지배주주의 사적효익이 직접적으로 증가되는 거래와 그 외의 내부거래로 구분한다. 기업의 내부거래를 통해 터널링에 대한 분석을 시도한 연구들은 여러 가지 방법론을 적용하였다. 그러나 대부분 간접적인 대용치(proxy)를 활용하는데 그쳤던 것도 사실이다. 본 연구는 보다 직접적인 터널링을 측정하기 위해 기업집단 내에서 발생하는 내부거래 정보와 거래상대기업에 대한 지분구조를 이용하였다.

먼저 본 연구는 지배주주가 존재하는 대규모기업집단의 내부거래를 주요한 분석대상으로 하고 있으므로 이에 대한 식별이 요구된다. 이를 위해 공정거래위원회의 기업집단정보포털(groupopni.ftc.go.kr)을 통해 대규모기업집단 표본을 추출하였다. 공정거래위원회는 기업집단을 '동일인이 사실상 사업내용을 지배하는 회사의 집단'으로 정의하고 2002년부터 대규모기업집단을 지정하여 지분구조와 일부 재무정보를 공시하고 있다. 또한, 내부지분율 정보 역시 동 포털에서 추출하였는데 공정거래위원회는 대규모기업집단에 대해 지배주주 및 친인척의 주식보유내역을 매년 발표하고 있다.

다음으로 기업내부거래에 대한 정보는 금융감독원전자공시시스템(DART)을 통해 직접 추출하였다. 이 때, 전체 내부거래를 거래상대기업의 지배주주일가 지분율이 상대적으로 높은 경우(upward)와 그렇지 않은 경우(downward)로 구분하였다. 지배주주지분율은 동일인(지배주주)와 친족 지분의 합계를 이용한다. 예를 들어 표본기업 A와 동일한 기업집단에 소속된 계열회사 B와 C가 있다. 만약 A의 지배주주일가 지분율은 20%이고 B의 지배주주일가 지분율이 40%, C의 지배주주일가 지분율은 10%라고 할 때, A가 B를 거래대상으로 실시한 내부거래는 지배주주의 부를 증가시킬 가능성이 높은 내부거래로 판단하여 upward 변수로 이용한다. 또, A가 C를 거래대상으로 내부거래를 실시하였을 경우 지배주주일가의 지분율이 낮은 기업과의 내부거래이므로 일감몰아주기의 대상이 되었을 가능성이 상대적으로 낮다. 이러한 내부거래는 지배주주일가의 이익편취와 관련성이 상대적으로 낮은 downward변수로 이용한다.

전술한 내부거래의 유형을 기준으로 가설을 검증하기 위한 모형은 아래와 같이 재량적발생액을 종속변수로 하고 upward와 downward를 주요 검증변수로 하고 있다.

$$DACC = \beta_0 + \beta_1 Upward + \beta_2 Downward + \beta_3 SIZE + \beta_4 LEV + \beta_5 GRW + \beta_6 BIG4 + \epsilon$$

where,

DACC	:	Kothari et al.(2005)로 측정된 재량적 발생액
Upward	:	표본기업보다 지배주주지분율이 높은 상대기업에 대한 매출/총매출액
Downward	:	표본기업보다 지배주주지분율이 낮은 상대기업에 대한 매출/총매출액
SIZE	:	ln(자산총계)
LEV	:	부채비율 = 부채총계/자산총계
GRW	:	매출액성장률
BIG4	:	대규모감사법인 더미변수

위의 가설검정모형에서 관심변수인 upward의 회귀계수인 α_1은 지배주주지분율이 상대적으로 높은 계열회사와의 내부거래가 기업의 이익조정에 미치는 영향을 나타낸다. 만약 α_1이 통계적으로 유의한 양(+)의 값을 가진다면 대규모기업집단 소속기업의 내부거래 중 지배주주의 지분율이 상대적으로 높은 기업과의 내부거래가 많은 기업일수록 더 많은 이익조정에 참여하고 있음을 보여주는 결과로 해석할 수 있다. 한편 α_2가 유의한 양(+)의 값을 가질 경우 내부거래가 많은 기업일수록 이익조정 수준이 높다는 선행연구 결과와 일관된 것으로 해석할 수 있으며, α_2가 통계적으로 유의한 값을 가지지 않는다면 기업의 내부거래에 대한 선행연구들이 내부거래 상대기업의 특성을 반영하지 못하여 분석결과에 편의가 내포되었을 가능성을 보여주는 것이다.

3.2.2 표본의 선정

아래의 <Table 1>은 표본의 선정과정을 나타내고 있다. 본 연구는 대규모기업집단 정보포털을 통해 2006년부터 2015년까지 대규모기업집단으로 선정되어 지분율 정보가 공시되고 있는 기업집단 중 지배주주(동일인)이 존재하는 44개 기업집단에 속한 상장기업 2,110개 기업-연도를 최초 표본으로 선정하였다. 공정거래위원회는 기업집단의 총자산규모가 2조원을 초과하는 기업을 대규모기업집단을 지정하여 공시하는데 이 중에는 공기업들도 다수 포함되어 있다. 그러나 이러한 기업들의 경우 지배

주주가 존재하지 않기 때문에 분석 대상에서 제외하였다.

이후, 분석에 필요한 재량적 발생액을 추정하기 위해 요구되는 동종산업에 속한 기업-연도 표본의 수가 20개에 미달하는 380개 기업-연도 표본을 제외하였으며, 분석에 필요한 재무정보를 추출할 수 없는 기업 127개 기업-연도가 분석대상에 제외되었다. 끝으로 이상치(outlier)가 분석결과에 초래할 수 있는 편의를 고려하여 종속변수를 기준으로 ±3σ를 초과하는 94개 기업-연도를 추가적으로 제외하였으며 최종적으로 1,509개의 기업-연도가 최종표본으로 선정되어 분석에 이용되었다.

<Table 1> sample selection

initial sample	2,110
less firm-years without samples for measuring discretionary accruals	(280)
less firm-years without financial data	(127)
less outlier	(94)
final samples	1,509

4. 실증분석결과

아래의 <Table 2>는 분석에 이용되는 주요변수에 대한 기술통계치를 산출하여 제시하였다. 대부분의 변수들에서 평균과 중위수가 큰 차이를 보이지 않고 있으며 표준편차 또한 상대적으로 값이 작은 것으로 관찰되어 변수의 극단치가 분석결과에 미칠 영향이 크지 않으며 각 변수들이 정규분포에 근접한 분포를 이루고 있음을 알 수 있다. 전체 매출액 중 지배주주일가의 지분율이 더 높은 기업으로의 내부거래 비중이 15.6%에 달하고 있어 대규모기업집단 내 친족지분이 있는 기업으로의 일감몰아주기 현상이 매우 드문 현상이 아님을 알 수 있게 한다.

<Table 2> descriptive statistics

var	no.	mean	med.	std.
DACC	1,509	0.003	0.002	0.013
Upward	1,509	0.056	0.044	0.358
Downward	1,509	0.179	0.253	0.260
SIZE	1,509	19.651	19.395	1.146
LEV	1,509	0.435	0.441	0.113
GRW	1,509	0.256	0.203	0.322
BIG4	1,509	0.631	0.000	0.577

한편 아래의 <Table 3>은 지배주주일가의 지분율 차이를 반영한 대규모기업집단 계열사 간의 내부거래가 이익조정에 미치는 영향을 분석한 결과를 제시하고 있다. <Table 4>의 column A는 지분율의 상대적 크기에 관계없이 거래상대기업에 지배주주일가의 지분율 유무에 따라 내부거래를 분류하여 분석을 실시한 결과를 나타내고 있으며 column B는 상대적 크기를 고려하여 대규모기업집단 소속기업의 내부거래가 이익조정에 미치는 영향을 분석한 결과를 보여주고 있다.

<Table 3> Results of regression analysis

$$DACC = \beta_0 + \beta_1 Upward + \beta_2 Downward + \beta_3 SIZE + \beta_4 LEV + \beta_5 GRW + \beta_6 BIG4 + \epsilon$$

vari	column A		column B	
	coef.	t-stat	coef	t-stat
intercept	-0.167	-1.53	-0.175	-1.41
Upward	0.196	3.32**	0.270	2.80**
Downward	0.123	2.11*	0.098	1.93*
SIZE	-0.023	-2.71**	-0.015	-2.05*
LEV	0.051	2.56**	0.078	2.21*
GRW	0.112	1.95*	0.165	1.86*
BIG4	-0.039	-0.91	-0.040	-1.01
No.	1,509		1,509	
adj_R^2	0.286		0.274	
F-stat	45.66**		37.21**	

note) *, ** represent significance levles at 5%, 1% respectively.

분석결과를 살펴보면 검증변수인 β_1이 모든 분석에서 1% 수준에서 유의한 양(+)의 값을 나타내고 있어 본 연구의 가설을 지지하는 모습을 관찰할 수 있다. 또한 지배주주일가의 내부지분이 존재하거나 표본기업에 비해 지배주주일가의 내부지분율이 높은 기업과의 내부거래가 그렇지 않은 내부거래에 비해 이익조정에 더 큰 영향을 미치고 있음을 알 수 있다. 이러한 관계는 지배주주지분율의 상대적 크기를 반영하여 내부거래를 분류한 comlumn B에서 더욱 강하게 나타나고 있다. 이러한 결과는 대규모기업집단에 소속된 계열회사 간 내부거래 중 지배주주일가의 지분율이 상대적으로 높은 기업과 이루어지는 내부거래가 공정한 조건으로 이루어지지 않고 있을 가능성을 암시하는 것으로 해석할 수 있다. 한편, β_2 역시 각각 1%, 5% 수준에서 유의한 양(+)의 값을 보여주고 있는데 이는 선행연구와 일관된 결과이다. 즉, 기업의 내부거래가 많을수록 이익조정 현상이 두드러지게 나타나고 있음을 보여주고 있다.

5. 결론

본 연구 기업의 내부거래 효과를 분석한 선행연구의 결과가 혼재되어 있는 원인이 내부거래의 당사자인 상대기업의 특성을 고려하지 못한 부분에 있다는 가정 하에 지배주주일가의 지분율 크기를 고려하여 내부거래를 세분화 한 뒤 거래상대기업의 특성이 반영된 내부거래가 이익조정에 각각 상이한 영향을 미치는지 분석하는 것을 목적으로 한다. 실증분석을 실시한 결과 대규모기업집단에 속한 상장사들은 내부거래가 많을수록 더 많은 이익조정을 실시하고 있음이 관찰되었으며 특히 지배주주일가의 지분율이 높은 기업과의 내부거래가 많을수록 이익조정 수준은 더 높아지는 것으로 조사되었다. 이러한 결과는 대규모기업집단의 내부거래가 지배주주의 사적 효용을 증가시키는 방향으로 악용되어 소액주주의 부를 침탈하고 있을 가능성을 보여주는 것이다.

본 연구의 분석결과는 학계와 실무계, 그리고 경제와 관련된 입법기관에 종사하는 전문가들에게 다양한 시사점을 제공할 것으로 기대된다. 우리나라 자본주의 발전과정에서 '재벌'은 경제성장의 주요 동력으로 국가발전에 이바지해 온 것이 사실이나 구축된 부의 세습을 위해 다양한 위법 혹은 편법을 저질러 온 것은 주지하고 있는 사실이다. 본 연구는 이러한 상황하에서 지배주주들이 부의 이전 수단으로 가장 빈번하게 사용하고 있는 내부거래에 대해 선행연구들이 다루지 못한 직관을 제시하였다는 점에서 그 공헌이 있다고 하겠다. 다만 계량경제학적 분석이 가질 수 있는 편의로부터 자유롭지 못하다는 것은 본 연구의 한계점이 될 수 있다.

ACKNOWLEDGEMENT

This study was financially supported by the 2015 Post-Doc. Development Program of Pusan National University.

REFERENCES

[1] S. Johnson, R. La Porta, F. Lopez-De-Silanes and A. Shleifer, "Tunneling." The American Economic Review, Vol.2, No.90, pp. 22-27, 2000.

[2] J. H. Choi, "Information Value of Affiliates Transaction." Korean Accounting Journal, Vol.1 No.19, pp. 77-105, 2010.

[3] K. M. Lim, and S. B. Cho, "Study on related-party transaction in Korean Affiliated firm" Research paper, KDI 2007-05.

[4] S. Chang, and J. Hong, "Economic Performance of Group-affiliated Companies in Korea: Intergroup Resource Sharing and Internal Business Transaction." Academy of Management Journal, Vol. 3, No. 43, pp. 429-448. 2000,

[5] M. Bertrand, P. Metha, and S. Mullainathan, "Ferreting out Tunneling: An Application to Indian Business Groups." The Quarterly Journal of Economics, Vol.1, No. 117, pp. 121-148. 2002.

[6] J. I. Park, H.W, Paik, and H. M. Chun, "The Effect of Related Party Transaction on Audit Fee: Evidence from Auditor's Differentiated Response on Profit or Loss Firms with Related Party Transaction." The Korean Accounting Review, No.3, Vol. 40, pp. 203-255. 2015.

[7] J. H. Choi, "Affiliates Sales and Earnings Management through Real Activities Manipulation." Journal of Finance and Accounting Information, Vol.1, No.11, pp. 53-81. 2011.

[8] The ratio of related-party transaction of firm owned by junior is twice the ratio of fims owned by parents, The CEO Score Daily. www.ceoscoredaily.com , 2016. 10.26.

[9] J. S. Baek, J. K. Kang, and K. S. Park, "Corporate Governance and Firm Value: Evidence from the Korean Fianancial Crisis." Journal of Financial Economics, No. 71, pp. 265-313. 2004.

[10] T. Mitton, "A Cross-Firm Analysis of the Impact of Corporate Governance on the East Asian Financial Crisis." Journal of Financial Economics, No.64. pp. 215-241. 2002.

[11] K. M. Kahle, and K. Shastri, Executive Loans, Working paper, University of Pittsburgh. 2003.

[12] Y. Cheung, P. Rau and A. Stouraitis, "Tunneling, Propping and Expropriation: Evidence form Connected

Party Transactions in Hong Kong." Journal of Financial Economics, Vol.2, No.82, pp. 343-386. 2006.

[13] S. Claessens, S. Djankov, and L. Lang, "The Separation of Ownership and Control in East Asian Corporations." Journal of Financial Economics Vol 1-2, No. 58, pp. 81-112. 2000.

[14] J. H. Kim, and Y. S. Woo, "The Effect of Transaction to the Related-party on the Earnings Management and the Earnings Response Coefficient." Korean Accounting Review, Vol.3, No.33, pp. 25-59. 2008.

[15] M. C. Kim, Y. S. Cheon, and J. Y. Lee, "Insider Trading and Earnings Management." Korean Accounting Review, Vol.4, No.35, pp. 1-37. 2010.

[16] S. K. Sohn, J. M. Koh, and K. W. Chung, "Do Insiders Have Long-term Perspective in Choosing Earnings Management Method?" Korean Journal of Financial Studies, Vol. 4, No. 40. pp. 579-607. 2011.

[17] S. P. Kothari, A. J. Leone, and C. E. Wasley, "Performance Matched Discretionary Accrual Measures." Journal of Accounting and Economics, No. 39. pp. 163-197. 2005.

[18] L. S. Kim, "Convergence of Information Technology and Corporate Strategy", Journal of the Korea Convergence Society, Vol. 6, No, 6, pp. 17-26. 2015.

[19] M. J. Lee, and K. I, Khoe, "Development Method od Digital Content Finance-Focused on by Technical Value Evaluation", Journal of the Korea Convergence Society, Vol.6, No. 6, pp. 111-117, 2015.

백 정 한(Baek, Jeong han)

・2008년 8월 : 부산대학교 경영학부 (경영학사)
・2011년 8월 : 부산대학교 경영학과 (경영학석사)
・2015년 2월 : 부산대학교 경영학과 (경영학박사)
・2016년 9월 ~ 현재 : 동국대학교 경주캠퍼스 경영계열 조교수

・관심분야 : 경영학, 회계학
・E-Mail : jhbaek@dongguk.ac.kr

최 종 서(Choi Jong Seo)

・1981년 2월 : 부산대학교 회계학과 (회계학사)
・1983년 2월 : 서울대학교 경영학과 (경영학석사)
・1990년 8월 : 부산대학교 경영학과 (경영학박사)
・1988년 9월 ~ 현재 : 부산대학교 경영학과 교수

・관심분야 : 경영학, 회계학
・E-Mail : jschoi@pusan.ac.kr