

## 특수관계인간 거래와 기업가치: 사익편취규제제도 시행의 영향 분석

이상규<sup>1</sup>, 김동욱<sup>2</sup>, 김병곤<sup>1\*</sup>  
<sup>1</sup>창원대학교 경영학과, <sup>2</sup>부산경제진흥원

### Related Party Transactions and Corporate Value: The Effect of Regulations against Controlling Shareholders' Expropriation in Korea

Sang-Gyu Lee<sup>1</sup>, Dong-Wook Kim<sup>2</sup>, Byoung-Gon Kim<sup>1\*</sup>

<sup>1</sup>Department of Business Administration, Changwon National University

<sup>2</sup>Busan Economic Promotion Agency

**요약** 본 연구에서 사익편취규제제도가 특수관계인간 거래와 기업가치간의 관계에 미치는 영향을 분석하였다. 이를 위해 제도가 시행된 2014년 전·후 5개년(2009년~2013년과 2014년~2018년)동안 상장사들의 특수관계인간 거래와 기업가치간의 관계 변화를 살펴보았다. 특수관계인간 거래형태는 장기공급계약, 대여금, 신용공여이다. 총 6,534개 연도-기업 표본을 패널자료 회귀분석방법으로 분석하였다. 분석결과는 다음과 같다. 첫째, 규제제도는 특수관계인간 거래와 기업가치간의 관계에 영향을 미치는 것으로 나타났다. 전체기업 대상 분석결과 제도시행 이전에는 특수관계인간 거래와 기업가치간에 유의미한 영향관계를 확인할 수 없었다. 그러나 제도시행 이후에는 장기공급계약이 기업가치에 정(+)<sup>1</sup>의 영향을 미치는 것으로 나타났다. 이는 제도시행으로 내부거래가 사익편취 목적이 완화되고 거래의 효율성과 투명성이 강화된 결과로 이해할 수 있었다. 둘째, 규제제도가 특수관계인간 거래와 기업가치간의 관계에 미치는 영향은 규제대상과 비규제대상 간에 차이가 있음을 알 수 있었다. 규제대상의 경우 제도시행 전에는 대여금과 신용공여가 기업가치에 유의미한 부(-)<sup>2</sup>의 관계로 나타났지만, 제도시행 이후에는 유의미한 영향관계가 사라졌다. 사익편취 목적으로 수행되던 이들 거래가 제도시행으로 감시와 통제기능이 강화되면서 부정적인 영향관계가 완화된 것으로 이해되었다. 비규제대상에서는 제도시행 이전과 달리 장기공급계약이 제도시행 이후 기간에서 기업가치와 정(+)<sup>3</sup>의 영향관계로 나타났다. 따라서 규제제도는 내부거래의 효율성과 투명성 강화 측면에서 규제대상보다 비규제대상에 더 크게 영향을 미친다는 것을 알 수 있었다.

**Abstract** This study relates to the effect from enforcement of regulations in 2014 against controlling shareholder expropriation in Korean corporations. The relationship change between related party transactions (RPTs) and the corporate values of listed Korean corporations is analyzed for the five-year period before and after enforcement of the regulations (2009-2013 and 2014-2018). Three types of RPTs regarding long-term supply contracts, loans, and credit were adopted for analysis. Following are the results of a regression analysis with panel data that consist of 6,534 firm-year observations. First shown is that the enforcement of regulations affects the relationship between RPTs and corporate value. Specifically, for all corporations, the result implies that the purpose of expropriation is weakened, and the efficiency and transparency of transactions in corporations are enhanced due to enforcement of the regulations. Secondly, the extent to which the regulations exert influence on designated and non-designated corporations differs. Regulation enforcement seems to be more influential on non-designated corporations than on designated ones for the efficiency and transparency of transactions in the long-term contract type of RPT.

**Keywords** : Related Party Transaction(RPT), Expropriation, Controlling Shareholder, Tunneling, Corporate Value

\*Corresponding Author : Byoung-Gon Kim(Changwon National Univ.)

email: bgkim@changwon.ac.kr

Received June 17, 2020

Accepted September 4, 2020

Revised August 13, 2020

Published September 30, 2020

## 1. 서론

지배주주는 자신의 영향력 하에 있는 기업들간의 내부거래 또는 일감몰아주기 등과 같은 특수관계인간 거래(RPT: Related Party Transaction, 이하 RPT)를 이용하여 사익을 추구하고자 하는 유인을 가질 수 있다. 이러한 사익추구 행위는 기업가치에 부정적인 영향을 미치게 된다.

2019년 10월 14일 공정거래위원회가 분석·공개한 공시대상기업집단 내부거래현황에 따르면 전체 공시대상기업집단의 내부거래 금액은 198조 6천억 원이고, 총매출액에서 차지하는 비중은 12.2 %에 달한다. 이 중 사익편취 규제대상인 상장사(지배주주 지분율 30 % 이상) 및 비상장사(지배주주 지분율 20 % 이상)의 내부거래 비중은 11.2 %, 금액은 9조 2천억 원에 달하고 있다[1].

공정거래위원회는 2014년부터 지배주주가 높은 지분율을 활용하여 부당하게 회사로부터 사익편취를 도모하는 유인을 억제하기 위하여 사익편취규제제도를 시행하고 있다. 이렇게 지정된 기업들에 대해 정부는 내부거래 등 특수관계인간 거래에 대해 모니터링을 강화하고, 과징금 부과 등 법적 제재 조치를 취하고 있다.

본 연구에서는 정부에서 시행하고 있는 사익편취규제제도가 특수관계인간 거래와 기업가치간의 관계에 미치는 영향을 분석하고자 한다. 즉 사익편취규제제도가 기업들의 특수관계인간 거래에 영향을 주어 기업가치 증가에 기여하는가를 밝히고자 하는 것이 본 연구의 목적이라고 할 수 있다.

이를 위해 공정거래위원회가 사익편취규제제도를 도입한 2014년을 기준으로 전·후 5개년(2009년~2013년과 2014년~2018년)동안 우리나라 상장사들의 특수관계인간 거래와 기업가치간의 관계 변화를 분석한다. 이러한 분석을 위해 특수관계인간 거래 대용변수로 장기공급계약, 대여금, 신용공여를 사용한다. 표본은 공정거래위원회가 지정한 사익편취 규제대상 기업 중에서 한국거래소 유가증권시장에 상장된 비금융업종의 12월 결산법인들로, 총 6,534개(연도-기업)이다.

## 2. 이론적 배경과 가설설정

특수관계인간 거래에 관한 이론으로써는 기업의 효율성을 증진시키기 위하여 실행된다는 효율적 거래가설과 지배주주의 사익편취 목적 때문에 실행된다는 이해상충

가설이 대립되고 있다[2].

효율적 거래가설은 특수관계인간 거래가 기업의 거래 과정에 수반되는 비용을 절감하는 등 효율성을 증진시킬 목적으로 이루어진다는 것이다. 기업들은 협상에 소모되는 거래 비용의 절감, 규모의 경제를 실현할 수 있는 새로운 시장의 창출, 기업집단 전체의 경쟁력 강화, 수직 및 수평 통합을 통한 운영 수익성 증대 등과 같은 다양한 목적으로 특수관계인간 거래를 할 수 있다. Bona-Sanchez 등은 이러한 관점에서 특수관계인간 거래는 주주에게 이익을 가져다주고 기업가치에 긍정적인 영향을 준다고 한다[3]. 따라서 효율적 거래가설에 따르면 특수관계인간 거래는 기업가치에 정(+)의 영향을 미치게 된다.

한편 이해상충가설은 특수관계인간 거래를 대리인 이론 관점에서 설명하고 있다. 대리인이론에 따르면 기업의 이해관계자들은 기업의 이익보다는 자신의 이익을 우선 시하여 의사결정을 할 수 있다는 것이다. 이러한 관점에서 보면 지배주주는 자신의 이해에 맞게 특수관계인간 거래를 활용할 수 있다. 즉 특수관계인간 거래가 지배주주의 사적이익을 추구하는 목적으로 이루어질 수 있다는 것이다. 이렇게 기회주의적 의도에 기인하여 특수관계인간 거래가 활용되면 지배주주에 의한 자산의 편취, 잠재력이 큰 부문에서 작은 부문으로의 자본 이전, 지배주주에 의한 소액주주 부(富)의 탈취 등과 같은 부정적인 현상이 나타날 수 있다.

기회주의적인 의도와 함께 진행되는 특수관계인간 거래에는 통상적으로 다음과 같은 내용이 수반된다. 즉, 현저한 차이가 있는 이전가격의 설정, 지배주주의 이익을 위한 자산 및 영업의 양수도, 어느 일방에 유리한 조건의 대출이나 지급보증, 허위 매출 계상 등이다. 이러한 특수관계인간 거래는 기업가치에 부정적인 영향을 미치게 된다[4].

Johnson 등은 지배주주가 자신의 지분율이 낮은 회사에서 지분율이 높은 회사로 자원과 부를 이동시키는 터널링 도구로써 특수관계인간 거래를 활용할 수 있다고 하였다[5]. Tong과 Wang은 지배주주가 자신들의 이익을 증가시키기 위해서 자신들의 지배권을 행사하고, 그러한 목적을 달성하기 위하여 특수관계인간 거래를 이용한다고 하였다[6].

우리나라 공정거래위원회에서는 특수관계인간 거래에 대해 효율적 거래가설보다는 이해상충가설에 근거하여 사익편취규제제도를 시행하고 있다. 지배주주가 자신의 지분율 이상의 영향력을 행사하여 특수관계인간 거래를 사익편취 목적으로 활용하고, 소액주주의 부(富)를 편취

(expropriation)하면서 기업가치에 부정적인 영향을 미치는 것으로 인식하고 있다.

따라서 공정거래위원회에서는 독점방지 및 공정거래에 관한 법률(공정거래법)을 통해 총수일가 지분율이 30% 이상인 상장기업과 그 계열사 간의 거래를 특수관계인간 일감몰아주기로 정의하고, 이들 기업을 사익편취규제대상기업으로 지정하여 모니터링을 강화하고 있다.

이와 같은 규제제도의 시행은 기업의 특수관계인간 거래에 영향을 미치고, 이는 기업가치에도 영향을 미칠 수 있다. 사익편취규제제도 도입의 전제가 된 이해상충가설이 특수관계인간 거래를 잘 설명할 수 있고, 사익편취규제제도가 효과성을 발휘한다면, 사익편취 목적의 특수관계인간 거래는 감소되고, 특수관계인간 거래의 투명성과 효율성이 증진될 것으로 예상할 수 있다.

이러한 제도 시행의 효과가 예상대로 나타난다면 특수관계인간 거래와 기업가치 간의 관계는 제도 도입 이후 기간에서는 제도 도입 이전 기간과는 달리 부(-)의 영향관계가 완화되거나 정(+)의 영향관계가 강화되어 나타날 것으로 예상해 볼 수 있다. 이러한 관계가 실제 나타나는가를 확인해 보기 위하여 다음과 같은 [가설]을 설정하여 검증한다.

[가설] 사익편취규제제도는 특수관계인간 거래와 기업가치 간의 관계에서 부(-)의 영향관계를 완화시키거나 정(+)의 영향관계를 강화시키는 효과가 있다.

### 3. 실증분석방법 및 분석대상변수측정

#### 3.1 표본분석대상 기간 및 기업의 선정

본 연구는 공정거래위원회에서 사익편취규제대상기업을 지정하여 공표하기 시작한 2014년을 기준 시점으로 하여 전·후 각 5개년씩 총 10개년(2009년~2018년)의 기간을 분석대상기간으로 한다. 분석대상기업은 2019년 현재 한국거래소 유가증권시장(KOSPI)에 상장된 기업 중에서 비금융업종으로 12월 결산법인이다.

실증 분석에 필요한 자료는 한국신용평가(주)의 KIS-VALUE와 금융감독원의 기업공시 사이트 (<http://dart.fss.or.kr>), 공정거래위원회의 기업집단포털 (<https://www.egroup.go.kr>) 등에서 수집하였다. 모형을 이용한 자료 분석을 위한 통계패키지는 STATA 13.0

이며, 극단치(outlier)로 인한 표본자료의 실증결과 왜곡을 최소화하기 위하여 상하 1% 기준으로 극단값 조정(winsorizing)을 실시하였다. 분석에 이용된 전체 표본 기업 수는 총 6,534개(연도-기업)이다.

#### 3.2 변수의 측정

##### 3.2.1 사익편취규제대상기업

공정거래위원회는 지배주주 지분율이 30% 이상인 기업을 사익편취규제대상기업으로 지정하고 있다. 본 연구에서는 2014년 이 제도가 시행된 이후 매년 공정거래위원회가 지정하여 발표하는 기업을 사익편취규제대상기업으로 분류한다.

##### 3.2.2 특수관계인간 거래

특수관계인간 거래에는 다양한 형태가 있다. 본 연구에서는 기업이 특수관계인과 거래한 상품 및 서비스 장기공급계약, 대여금, 신용공여 등 세 가지 형태를 고려한다.

상품과 서비스 장기공급계약 거래를 이용한 특수관계인간 거래(*RPT\_Ltc*)의 대응변수로는 특수관계인간 장기공급계약(=장기공급계약금액/매출액)을 사용한다. 기업에서는 특수관계인간 거래를 통해부를 이전시킬 수 있다. 예를 들어 계열사간의 상품과 서비스거래에서 이전가격을 조정함으로써 특정 계열사로 부를 집중시킬 수 있고, 지배주주에 유리하게 부를 이전시킬 수 있다.

대여금을 통한 특수관계인간 거래(*RPT\_Loan*)의 대응지표로는 특수관계인에 대한 대여금(=대여금/총자산)을, 채무보증 및 담보제공을 통한 특수관계인간 거래(*RPT\_Credit*)의 대응지표로는 특수관계인에 대한 신용공여(=채무보증 및 담보제공금액/총자산)를 사용한다. 특수관계인간 대여금이나 신용공여를 통해서도 부를 이전시킬 수 있다. 지배주주는 사적 이익을 충족시키기 위해 재무적 곤경에 처한 계열사에 대여금이나 신용공여(채무보증, 담보제공 등)를 제공하여 재무적 곤경 상황을 완화시켜 줄 수 있다. 이 경우 공여 기업은 가치의 하락이 발생하고, 당해 기업의 주주는 주주가치의 하락으로 손해를 입을 수 있다. 즉 지배주주는 사익편취 목적으로 이와 같은 특수관계인간 거래를 실행할 수 있다.

##### 3.2.3 기업가치

기업가치의 대응변수(*MB*)로는 기업의 시장가치 대 장부가치 비율(market to book value)을 사용한다.

$MB$ 는 기업이 발행한 주식수에 주가를 곱한 자기자본의 시장가치(시가총액)와 부채의 장부가치를 더한 후 총자산의 장부가치로 나눈 것 $[=(\text{자기자본의 시장가치}+\text{부채})/\text{총자산}]$ 이다.

### 3.2.4 통제변수

특수관계인간 거래와 기업가치간의 관계를 분석하는데 있어 이들 변수들에 영향을 미치는 요인들은 다양하게 존재할 수 있다. 본 연구에서는 지배주주지분율, 소유지배과리도, 수익성, 기업규모, 성장성, 레버리지비율, 외국인지분율, 금융비용부담률과 같은 요소들을 통제변수로 사용하여 분석한다.

지배주주지분율(*Owner*)은 지배주주가 직접적으로 소유하고 있는 지분으로써 지배주주 본인과 친인척 지분의 합으로 계산한다. 지배주주의 지분율이 높으면 외부주주와 이해가 일치되어 기업가치와 정(+의 관계가 예상된다. 소유지배과리도(*OCD*)는 지배주주의 지배권과 소유권의 차이로 계산한다. 여기서 소유권은 지배주주가 직접적으로 소유하고 있는 지분을 의미하고, 지배권은 지배주주가 직·간접적으로 영향력을 행사할 수 있는 지분을 말한다. 지배권에는 지배주주 본인 및 친·인척, 임원, 비영리법인, 계열회사 지분 등이 포함된다. 소유지배과리도가 큰 기업은 지배주주가 소유권을 초과하는 지배권의 행사가 가능하기 때문에 사익편취 가능성이 높아져서 기업가치가 하락할 수 있다. 수익성(*ROA*)은 총자산영업이익률 $[=\text{영업이익}/\text{총자산}]$ 을 사용한다. 수익성이 높은 기업은 시장으로부터 높은 평가를 받는 경향이 있기 때문에 기업가치와 정(+의 관계가 예상된다. 기업규모(*Size*)는 총자산에 자연로그를 취한 값 $[=\ln \text{총자산}]$ 을 사용한다. 기업규모가 크다는 것은 내부능력의 축적이 높은 것으로 볼 수 있고, 기업규모의 확대는 규모의 경제를 향유할 수 있기 때문에 기업가치에 긍정적인 영향을 미칠 수 있다. 그러나 기업규모가 커지면 대리인비용의 발생 가능성도 높아지고, 지배주주가 부를 이전시킬 수 있는 다양한 수단들을 활용할 수 있어 기업가치를 하락시킬 수도 있다. 성장성(*Growth*)은 매출액증가율 $[=(\text{당해년도 매출액}-\text{전년도 매출액})/\text{전년도 매출액}]$ 을 사용한다. 성장성이 높은 기업은 시장으로부터 미래 성장기회가 많은 것으로 평가되어 기업가치와 정(+의 영향관계가 예상된다. 레버리지비율(*Leverage*)은 총자산에서 부채가 차지하는 비율 $[=\text{부채}/\text{총자산}]$ 로 측정한다. 레버리지비율이 높으면 기업의 재무위험이 증가하여 재무적 곤경 가능성이 증가

한다. 이 경우 레버리지비율과 기업가치 간에는 부(-)의 영향관계가 예상된다. 그러나 부채가 경영진의 대리인문제를 감소시키는 규율효과를 발휘한다면 레버리지비율과 기업가치 간에는 정(+의 영향관계로 나타날 수도 있다. 외국인지분율(*Foreign*)은 기업의 발행주식 중에서 외국인투자자가 보유하고 있는 지분율 $[=(\text{외국인보유수}/\text{발행주식수})]$ 을 사용한다. 외국인투자자는 기업외부에서 경영진의 경영활동을 감시하는 주요한 주체가 될 수 있다. 외국인투자자의 경영감시가 강화된다면 경영자에 의한 대리인문제가 감소되고 기업가치는 높아질 수 있다. 금융비용부담률(*Fincost*)은 매출액 중에서 금융비용이 차지하는 비율 $[=\text{금융비용}/\text{매출액}]$ 로 계산한다. 기업이 부담하는 금융비용이 적정수준을 넘어서면 수익성뿐만 아니라 기업가치에도 영향을 미칠 수 있다. 금융비용부담률이 높은 기업은 가치가 하락할 것으로 예상할 수 있다.

### 3.3 실증분석 방법 및 모형

본 연구의 [가설]을 검증하기 위해서 종속변수로는 기업가치변수( $MB$ )를 사용하고, 설명변수로 특수관계인간 거래변수( $RPT$ )를 사용한다. 통제변수로는 지배주주 지분율, 소유지배 과리도, 수익성, 기업규모, 성장성, 레버리지비율, 외국인지분율, 금융비용부담률을 사용한다.

규제시행 전·후 5개년 기간 동안 특수관계인간 거래( $RPT$ )와 기업가치( $MB$ )간의 관계 변화를 분석하기 위해서 불균형패널자료(unbalanced panel data)를 사용하여 패널자료 회귀분석(regression analysis with panel data)을 실시한다. 회귀분석 결과 특수관계인간 거래변수( $RPT$ )의 회귀계수( $\beta_1$ )가 제도 시행 전·후 기간에 유의한 변화를 나타낸다면, 사익편취 규제제도가 기업의 특수관계인간 거래와 기업가치 간의 관계에 영향을 미친다고 해석할 수 있다.

[모형]

$$MB_{it} = \alpha + \beta_1 RPT_{it} + \beta_2 Owner_{it} + \beta_3 OCD_{it} + \beta_4 ROA_{it} + \beta_5 Size_{it} + \beta_6 Growth_{it} + \beta_7 Leverage_{it} + \beta_8 Foreign_{it} + \beta_9 Fincost_{it} + \eta_i + \lambda_t + \epsilon_{it}$$

여기서,

|                   |  |
|-------------------|--|
| <i>MB</i>         | : 기업가치(=자기자본의 시장가치+부채의 장부가치)/총자산       |
| <i>RPT</i>        | : 특수관계인간 거래                            |
| <i>RPT_Ltc</i>    | : 장기공급계약(=특수관계인에 대한 장기공급계약금액/매출액)      |
| <i>RPT_Loan</i>   | : 대여금(=특수관계인에 대한 대여금/총자산)              |
| <i>RPT_Credit</i> | : 신용공여(=특수관계인에 대한 채무보증 및 담보제공금액/총자산)   |
| <i>Owner</i>      | : 지배주주지분율                              |
| <i>OCD</i>        | : 소유지배과리도(=지배권-소유권)                    |
| <i>ROA</i>        | : 총자산영업이익률(=영업이익/총자산)                  |
| <i>Size</i>       | : 기업규모(=ln 총자산)                        |
| <i>Leverage</i>   | : 레버리지비율(=총부채/총자산)                     |
| <i>Growth</i>     | : 매출액증가율[(당해년도 매출액 - 전년도 매출액)/전년도 매출액] |
| <i>Foreign</i>    | : 외국인지분율(=외국인보유주식수/발행주식수)              |
| <i>Fincost</i>    | : 금융비용부담률(=금융비용/매출액)                   |
| $\eta_i$          | : <i>i</i> 기업특성효과                      |
| $\lambda_t$       | : <i>t</i> 기의 시간특성효과                   |
| $\epsilon_{it}$   | : 나머지 오차                               |

## 4. 실증분석결과

### 4.1 각 변수의 기술통계량

Table 1.은 전체표본에 대한 각 변수의 기술통계량을 요약한 것이다. Table 1.에서 기업가치(*MB*)는 최소 0.292배, 최대 4.8508배이며, 평균은 1.1337배이다. 특수관계인간 장기공급계약(*RPT\_Ltc*)은 매출액 대비 최소 0.00 %, 최대 94.71 %이고, 평균은 5.22 %이다. 특수관계인간 대여금(*RPT\_Loan*)은 총자산 대비 최소 0.00 %, 최대 15.47 %이고, 평균은 0.64 %이다. 특수관계인간 신용공여(*RPT\_Credit*)는 총자산 대비 최소 0.00%, 최대 105.25 %이고, 평균 5.08 %이다. 기업특성 통제변수인 지배주주지분율(*Owner*)은 최소 0.00 %, 최대 75.85 %이고, 평균 20.62 %이다. 소유지배과리도(*OCD*)는 최소 0.00 %, 최대 84.57 %이고, 평균 24.04 %이다. 총자산영업이익률(*ROA*)은 최소 -18.88 %, 최대 22.94 %이고, 평균 3.83 %이다. 기업규모(*Size*)는 최소 23.9228, 최대 31.0426이고, 평균 26.7761이다. 매출액증가율(*Growth*)은 최소 -74.63 %, 최대 141.09 %이고, 평균 5.57 %이다. 레버리지비율(*Leverage*)은 최소 2.12 %, 최대 94.01 %이고, 평균 41.99 %이다. 외국인지분율(*Foreign*)은 최소 0.00 %, 최대 60.10 %이고, 평균 9.30 %이다. 금융비용부담률(*Fincost*)은 최소 -1.67 %, 최대 11.17 %이고, 평균 0.44 %이다.

Table 1. Descriptive Statistics

| variable          | 6,534 observations |           |         |         |
|-------------------|--------------------|-----------|---------|---------|
|                   | mean               | Std. Dev. | min.    | max.    |
| <i>MB</i>         | 1.1337             | 0.7238    | 0.2920  | 4.8508  |
| <i>RPT_Ltc</i>    | 0.0522             | 0.1644    | 0.0000  | 0.9471  |
| <i>RPT_Loan</i>   | 0.0064             | 0.0237    | 0.0000  | 0.1547  |
| <i>RPT_Credit</i> | 0.0508             | 0.1450    | 0.0000  | 1.0525  |
| <i>Owner</i>      | 0.2062             | 0.2089    | 0.0000  | 0.7585  |
| <i>OCD</i>        | 0.2404             | 0.2305    | 0.0000  | 0.8457  |
| <i>ROA</i>        | 0.0383             | 0.0616    | -0.1888 | 0.2294  |
| <i>Size</i>       | 26.7761            | 1.4723    | 23.9228 | 31.0426 |
| <i>Growth</i>     | 0.0557             | 0.2711    | -0.7463 | 1.4109  |
| <i>Leverage</i>   | 0.4199             | 0.2106    | 0.0212  | 0.9401  |
| <i>Foreign</i>    | 0.0930             | 0.1272    | 0.0000  | 0.6010  |
| <i>Fincost</i>    | 0.0044             | 0.0160    | -0.0167 | 0.1117  |

Table 2.는 각 변수간의 상관관계를 나타낸 것이다. 여기서 장기공급계약(*RPT\_Ltc*)과 신용공여(*RPT\_Credit*) 형태의 특수관계인간 거래는 기업가치(*MB*)와 각각 유의미한 정(+)과 부(-)의 상관관계를 나타내고 있다. 이들 중 신용공여 형태의 부(-)의 상관관계는 신용공여가 지배주주에 의해 사익편취 목적으로 활용될 가능성을 보여주는 것으로 해석할 수 있다. 하지만 이들 변수 간 단순한 상관관계 결과만으로 의미 있는 해석을 하는 데는 한계가 있다.

분석 모형의 다중공선성 문제 가능성을 확인하기 위해 분산팽창계수(VIF)를 측정한 결과 각 독립변수의 분산팽창계수값은 1.01~2.21로써 문제가 없는 것으로 나타났다.

### 4.2 실증분석결과

#### 4.2.1 가설에 대한 회귀분석결과

Table 3.은 전체기업을 대상으로 특수관계인간 거래와 기업가치 간의 관계를 분석한 결과이다. 사익편취규제 제도가 시행된 2014년을 기준으로 전·후 5개년씩 총 10개년(2009년~2018년)을 분석하였다.

Table 3.에서 전체기간을 대상으로 분석한 결과를 보면 장기공급계약 형태의 특수관계인간 거래(*RPT\_Ltc*) 변수의 회귀계수가 0.1787(*t*=3.80)로써 기업가치(*MB*)에 유의미한 정(+)의 영향을 미치는 것으로 나타났다. 한국기업에서 장기공급계약 형태의 내부거래는 거래효율성 측면에서 이루어지고 있는 것으로 이해할 수 있다.

Table 2. Correlation matrix

|                   | <i>MB</i>  | <i>RPT_Ltc</i> | <i>RPT_Loan</i> | <i>RPT_Credit</i> | <i>Owner</i> | <i>OCD</i> | <i>ROA</i> | <i>Size</i> | <i>Growth</i> |
|-------------------|------------|----------------|-----------------|-------------------|--------------|------------|------------|-------------|---------------|
| <i>MB</i>         | 1.0000     |                |                 |                   |              |            |            |             |               |
| <i>RPT_Ltc</i>    | 0.0343***  | 1.0000         |                 |                   |              |            |            |             |               |
| <i>RPT_Loan</i>   | -0.0134    | 0.0044         | 1.0000          |                   |              |            |            |             |               |
| <i>RPT_Credit</i> | -0.0593*** | 0.0580**       | 0.1548***       | 1.0000            |              |            |            |             |               |
| <i>Owner</i>      | -0.1237*** | -0.0840***     | -0.0795***      | 0.0051            | 1.0000       |            |            |             |               |
| <i>OCD</i>        | -0.0060    | 0.0790***      | 0.0053          | -0.0451***        | -0.6895***   | 1.0000     |            |             |               |
| <i>ROA</i>        | 0.1728***  | -0.0136        | -0.0946***      | -0.0645***        | -0.0403***   | 0.0682***  | 1.0000     |             |               |
| <i>Size</i>       | 0.0105     | 0.1239***      | -0.0662***      | 0.0637***         | -0.1737***   | 0.1064***  | 0.1462***  | 1.0000      |               |
| <i>Growth</i>     | 0.0878***  | -0.0227*       | -0.0100         | -0.0353***        | -0.0063      | 0.0403***  | 0.2353***  | -0.0050     | 1.0000        |
| <i>Leverage</i>   | -0.0229*   | -0.0306**      | -0.0907***      | 0.1093***         | -0.2537***   | 0.1692***  | -0.1851*** | 0.1455***   | 0.0079        |
| <i>Foreign</i>    | 0.2110***  | 0.0722***      | -0.0551***      | -0.0267**         | -0.1791***   | 0.0185     | 0.2317***  | 0.4925***   | 0.0026        |
| <i>Fincost</i>    | 0.0545***  | 0.0253**       | 0.1072***       | 0.0501***         | -0.0393***   | -0.0304**  | -0.2191*** | -0.0067     | -0.0811***    |

  

|                 | <i>Leverage</i> | <i>Foreign</i> | <i>Fincost</i> |
|-----------------|-----------------|----------------|----------------|
| <i>Leverage</i> | 1.0000          |                |                |
| <i>Foreign</i>  | -0.1729***      | 1.0000         |                |
| <i>Fincost</i>  | 0.1302***       | -0.0600***     | 1.0000         |

Note: \*\*\*, \*\*, and \* denote 1%, 5%, and 10% significance level respectively.

사익편취규제제도 시행 전 기간과 이후 기간을 비교해 보면, 장기공급계약 형태의 특수관계인간 거래 (*RPT\_Ltc*) 변수의 회귀계수가 각각 0.0666 ( $t=1.17$ )과 0.1144( $t=1.67$ )로 제도 시행 전에는 비유의적인 정(+)의 영향관계로 나타나지만, 제도시행 후에는 유의적인 정(+)의 영향관계로 유의성이 강화되어 나타나고 있다. 전체기간 분석에서 유의한 정(+)의 영향관계는 제도 시행이후의 영향이 크게 작용한 것으로 보인다.

그리고 제도시행 전 두 변수 간에 비유의적인 영향관계가 제도시행 후 유의적인 영향관계로 나타난 것은 사익편취규제제도의 시행이 장기공급형태의 특수관계인간 거래와 기업가치 간의 관계에 영향을 미치는 것으로 해석할 수 있는 결과이다. 특히 장기공급계약 형태의 특수관계인간 거래는 사익편취규제제도의 시행으로 거래의 투명성과 효율성이 증진되어 기업가치에 미치는 긍정적인 영향이 커진 것으로 이해할 수 있다.

한편 전체기간에 걸쳐 분석한 결과에서 대여금 형태의 특수관계인간 거래(*RPT\_Loan*) 변수의 회귀계수는 -1.0035( $t=-2.93$ )로 기업가치(*MB*)와 유의미한 부(-)의 관계로 나타났다. 특수관계인에 대한 대여금은 기업가치를 감소시키는 것으로 해석할 수 있다.

사익편취규제제도 시행 전 기간과 이후 기간을 비교해 보면, 대여금 형태의 특수관계인간 거래(*RPT\_Loan*)

변수의 회귀계수는 각각 0.3018( $t=0.81$ )과 -0.6550( $t=-1.19$ )으로 비유의적인 영향관계로 나타나고 있다. 제도 시행이 미치는 영향을 명확히 확인할 수 없는 결과이다.

신용공여 형태의 특수관계인간 거래(*RPT\_Credit*) 변수는 전체기간과, 제도 시행 전후 기간을 나누어 분석한 결과에서 유의적인 영향관계를 확인할 수 없다. 특수관계인에 대한 신용공여가 기업가치에 어떤 영향을 미치는가에 대해 확인할 수 없는 결과이다.

전체적으로 Table 3.의 분석결과를 종합해 보면, 장기공급계약 형태의 내부거래는 기업가치에 긍정적인 영향을 미치고, 이는 사익편취규제제도의 시행으로 그 효과가 강화된다는 것을 알 수 있다. 대여금 형태의 특수관계인간 거래는 기업가치에 부정적인 영향을 미치는 요소로 작용하는데, 사익편취규제제도의 시행이 이러한 관계에 어떠한 영향을 미치는가에 대해서는 명확하지 않다. 또한 신용공여 형태의 특수관계인간 거래가 기업가치에 미치는 영향에서도 사익편취규제제도의 시행 효과를 명확히 확인할 수 없다.

Table 4.는 사익편취규제대상기업을 대상으로 특수관계인간 거래와 기업가치 간의 관계를 분석한 결과이다. 사익편취규제제도가 시행된 2014년을 기준으로 전·후 5개년씩 총 10개년(2009년~2018년)을 분석하였다.

Table 4.에서 전체기간을 대상으로 분석한 결과를 보

면 장기공급계약 형태의 특수관계인간 거래(*RPT\_Ltc*) 변수의 회귀계수가 1.1384( $t=3.55$ )로써 기업가치(*MB*)에 유의미한 정(+)의 영향을 미치는 것으로 나타났다. 이는 앞서 전체기업에 대한 분석에서 나타난 결과와 일치한다. 사익편취규제제도 시행 전 기간과 이후 기간을 비교해 보면, 장기공급계약 형태의 특수관계인간 거래(*RPT\_Ltc*) 변수의 회귀계수가 각각 0.3476( $t=1.52$ )과  $-0.2691$ ( $t=-0.82$ )로 유의미한 영향관계를 확인할 수 없다. 사익편취규제제도의 시행이 장기공급계약 형태의 특수관계인간 거래에 영향을 미친다는 증거는 확인할 수 없는 결과이다.

한편 Table 4.에서 대여금(*RPT\_Loan*)과 신용공여(*RPT\_Credit*) 형태의 특수관계인간 거래는 전체 기간 분석에서 기업가치(*MB*)와 유의미한 영향관계를 확인할 수 없다. 그렇지만 사익편취규제제도의 시행 전·후기간을 비교한 분석에서는 제도 시행 전에는 유의미한 부(-)의 영향관계를 확인할 수 있고, 제도 시행 후에는 유의미한 영향관계를 확인할 수 없는 결과가 제시되고 있다. 사익편취규제제도 시행 전에 특수관계인에 대한 대여금과 신용공여가 기업가치에 부정적으로 영향을 미치던 것이 제도의 시행으로 부정적인 영향이 완화된 것으로 이해할 수 있다.

Table 4.의 분석결과를 종합해 보면, 장기공급계약 형태의 내부거래는 기업가치에 긍정적인 영향을 미치지만, 이는 사익편취규제제도의 시행과는 큰 상관이 없다는 것을 알 수 있다. 대여금과 신용공여 형태의 특수관계인간 거래는 기업가치에 부정적인 영향 요소로 작용하는데, 사익편취규제제도의 시행으로 인하여 기업에 대한 규제기관의 감시와 모니터링이 강화되고, 기업 내부에서도 이를 의식한 내부 통제가 강화되므로 지배주주의 터널링 유인에 의한 부정적인 영향이 완화된 것으로 이해할 수 있다.

Table 5.는 사익편취규제제도 대상이 아닌 기업을 분석한 결과이다. 여기서도 사익편취규제제도가 시행된 2014년을 기준으로 전·후 5개년씩 총 10개년(2009년~2018년)을 분석하였다.

Table 5.에서 전체기간을 대상으로 분석한 결과를 보면 장기공급계약 형태의 특수관계인간 거래(*RPT\_Ltc*) 변수의 회귀계수가 0.1500( $t=3.15$ )으로써 기업가치(*MB*)에 유의미한 정(+)의 영향을 미치는 것으로 나타났다. 이는 앞서 전체기업 및 사익편취규제 대상기업에 대한 분석에서 나타난 결과와 동일하다. 사익편취규제제도 시행 전·후 기간을 비교해 보면, 장기공급계약 형태의 특

수관계인간 거래(*RPT\_Ltc*) 변수의 회귀계수가 각각 0.0483( $t=0.82$ )과 0.1164 ( $t=1.68$ )로 제도 시행 전에는 비유의적인 정(+)의 영향관계로 나타나지만, 제도시행 후에는 유의적인 정(+)의 영향관계로 나타난다. 제도 시행으로 정(+)의 영향관계가 더 강하게 나타난 것으로 해석된다. 비규제대상 기업은 지정기업에 비해 상대적으로 규제기관인 공정거래위원회의 통제와 모니터링에서 자유스러울 수 있다. 법령에 의해 직접적으로 행정조치를 받거나 과징금 부과 등의 대상에서 제외되므로 기업 내·외부의 통제를 고려하기 보다는 거래 효율성과 투명성을 바탕으로 외부기업 대신 특수관계인과의 장기공급계약 거래를 수행함으로써 그 결과 기업가치에 정(+)의 영향을 미치는 것으로 해석할 수 있다. 즉 사익편취규제제도의 시행은 비대상기업에게도 영향을 미쳐서 내부거래의 효율성과 투명성을 제고시키는 것으로 이해할 수 있다. 이러한 결과는 이상규·김동욱·김병곤(2019)의 연구결과와도 일치한다[7].

한편 Table 5.에서 대여금 형태의 특수관계인간 거래(*RPT\_Loan*)에 대한 전체기간 분석결과를 보면, 대여금 형태의 특수관계인간 거래변수의 회귀계수가  $-0.9863$ ( $t=-2.85$ )으로 기업가치(*MB*)와 유의미한 부(-)의 영향관계를 보이고 있다. 사익편취규제제도 비대상기업들의 경우 특수관계인에 대한 대여금은 기업가치를 감소시키는 요인으로 작용한다는 것을 알 수 있다. 그런데 사익편취규제제도 시행 전·후 기간을 비교한 결과를 보면, 대여금 형태의 특수관계인간 거래(*RPT\_Loan*) 변수의 회귀계수가 각각 0.4344( $t=1.13$ )와  $-0.6261$ ( $t=-1.10$ )로 비유의적으로 나타나고 있다. 사익편취제도의 시행이 비대상기업의 특수관계인간 대여금 거래에 유의미하게 영향을 미친다는 증거는 발견할 수 없는 결과이다.

Table 5.에서 신용공여 형태의 특수관계인간 거래(*RPT\_Credit*) 변수는 전체기간과, 제도 시행 전·후 기간을 나누어 분석한 결과 모두에서 유의적인 계수는 확인할 수 없다. 사익편취제도의 시행이 비대상기업의 특수관계인간 신용공여에 유의미하게 영향을 미친다는 증거는 발견할 수 없는 결과이다.

Table 5.의 결과를 종합해 보면, 사익편취규제제도의 시행은 규제대상이 아닌 기업들에게 장기공급계약 형태의 내부거래에서는 거래효율성을 증진시키는 효과를 가져 오지만, 특수관계인에 대한 대여금이나 신용공여에는 별다른 영향을 미치지 않는 것으로 이해할 수 있다.

Table 3. Results of regression analysis with the unbalanced panel data about the effect of regulations on the relationship between RPT and corporate value(incl. all corporations)

|                       | 2009-2018(all corporations) |                          |                          | 2009-2013(all corporations) |                          |                          | 2014-2018(all corporations) |                          |                          |
|-----------------------|-----------------------------|--------------------------|--------------------------|-----------------------------|--------------------------|--------------------------|-----------------------------|--------------------------|--------------------------|
|                       | coefficient<br>(t value)    | coefficient<br>(t value) | coefficient<br>(t value) | coefficient<br>(t value)    | coefficient<br>(t value) | coefficient<br>(t value) | coefficient<br>(t value)    | coefficient<br>(t value) | coefficient<br>(t value) |
| <i>RPT_Ltc</i>        | 0.1787***<br>(3.80)         |                          |                          | 0.0666<br>(1.17)            |                          |                          | 0.1144*<br>(1.67)           |                          |                          |
| <i>RPT_Loan</i>       |                             | -1.0035***<br>(-2.93)    |                          |                             | 0.3018<br>(0.81)         |                          |                             | -0.6550<br>(-1.19)       |                          |
| <i>RPT_Credit</i>     |                             |                          | 0.0069<br>(0.14)         |                             |                          | 0.0026<br>(0.04)         |                             |                          | 0.0316<br>(0.47)         |
| <i>Owner</i>          | -0.5108***<br>(-5.17)       | -0.5278***<br>(-5.34)    | -0.5171***<br>(-5.23)    | -0.2695**<br>(-2.13)        | -0.2675**<br>(-2.11)     | -0.2713**<br>(-2.14)     | -1.2755***<br>(-6.29)       | -1.2803***<br>(-6.31)    | -1.2761***<br>(-6.28)    |
| <i>OCD</i>            | -0.4527***<br>(-5.45)       | -0.4645***<br>(-5.58)    | -0.4553***<br>(-5.46)    | -0.3583***<br>(-3.20)       | -0.3573***<br>(-3.18)    | -0.3609***<br>(-3.21)    | -0.8410***<br>(-5.52)       | -0.8484***<br>(-5.56)    | -0.8428***<br>(-5.52)    |
| <i>ROA</i>            | 1.2753***<br>(8.75)         | 1.2502***<br>(8.58)      | 1.2589***<br>(8.63)      | 0.6228***<br>(3.84)         | 0.6124***<br>(3.78)      | 0.6125***<br>(3.78)      | 1.9453***<br>(7.44)         | 1.9324***<br>(7.39)      | 1.9378***<br>(7.41)      |
| <i>Size</i>           | 0.0289<br>(1.36)            | 0.0286<br>(1.35)         | 0.0300<br>(1.41)         | -0.1277***<br>(-4.11)       | -0.1270***<br>(-4.08)    | -0.1268***<br>(-4.07)    | -0.2171***<br>(-4.63)       | -0.2183***<br>(-4.66)    | -0.2184***<br>(-4.65)    |
| <i>Growth</i>         | 0.0488**<br>(2.09)          | 0.0469**<br>(2.00)       | 0.0461**<br>(1.97)       | 0.0742***<br>(3.01)         | 0.0727***<br>(2.96)      | 0.0725***<br>(2.95)      | -0.0102<br>(-0.29)          | -0.0096<br>(-0.27)       | -0.0101<br>(-0.29)       |
| <i>Leverage</i>       | 0.0724<br>(1.08)            | 0.0690<br>(1.03)         | 0.0653<br>(0.97)         | 0.2547***<br>(2.71)         | 0.2497***<br>(2.66)      | 0.2540***<br>(2.70)      | 0.0451<br>(0.38)            | 0.0372<br>(0.31)         | 0.0392<br>(0.33)         |
| <i>Foreigner</i>      | 1.1480***<br>(8.67)         | 1.1534***<br>(8.70)      | 1.1570***<br>(8.72)      | 1.9726***<br>(10.55)        | 1.9787***<br>(10.58)     | 1.9767***<br>(10.57)     | 1.2201***<br>(4.74)         | 1.2268***<br>(4.77)      | 1.2208***<br>(4.75)      |
| <i>Financial cost</i> | 1.1945**<br>(2.39)          | 1.2288**<br>(2.45)       | 1.1933**<br>(2.38)       | 0.2701<br>(0.40)            | 0.2779<br>(0.41)         | 0.2768<br>(0.41)         | 0.4926<br>(0.74)            | 0.4876<br>(0.73)         | 0.5063<br>(0.76)         |
| Constant              | 0.3691<br>(0.65)            | 0.4004<br>(0.70)         | 0.3537<br>(0.62)         | 4.2852***<br>(5.19)         | 4.2698***<br>(5.17)      | 4.2665***<br>(5.15)      | 7.2927***<br>(5.75)         | 7.3428***<br>(5.79)      | 7.3363***<br>(5.79)      |
| <i>g statistics</i>   | 8456.59***                  | 8447.15***               | 8359.47***               | 2768.14***                  | 2792.61***               | 2777.32***               | 2962.82***                  | 2947.97***               | 2937.27***               |
| <i>m statistics</i>   | 144.32***                   | 147.51***                | 208.04***                | 61.01***                    | 55.91***                 | 59.57***                 | 66.87***                    | 70.14***                 | 77.82***                 |
| Model                 | fixed effects               | fixed effects            | fixed effects            | fixed effects               | fixed effects            | fixed effects            | fixed effects               | fixed effects            | fixed effects            |
| <i>N</i> : total obs. | 6,534                       | 6,534                    | 6,534                    | 3,228                       | 3,228                    | 3,228                    | 3,306                       | 3,306                    | 3,306                    |
| <i>F</i> -value       | 28.29***                    | 27.62***                 | 26.63***                 | 18.82***                    | 18.74***                 | 18.66***                 | 16.87***                    | 16.71***                 | 16.57***                 |
| <i>R</i> <sup>2</sup> | 0.0416                      | 0.0407                   | 0.0393                   | 0.0619                      | 0.0617                   | 0.0614                   | 0.0545                      | 0.0540                   | 0.0536                   |

Note: \*\*\*, \*\*, and \* denote 1%, 5%, and 10% significance level respectively.



Table 4. Results of regression analysis with the balanced panel data about the effect of regulations on the relationship between RPT and corporate value(designated corporations)

|                       | 2009-2018(designated corporations only) |                          |                          | 2009-2013(designated corporations only) |                          |                          | 2014-2018(designated corporations only) |                          |                          |
|-----------------------|---|--------------------------|--------------------------|---|--------------------------|--------------------------|---|--------------------------|--------------------------|
|                       | coefficient<br>(z value)                | coefficient<br>(z value) | coefficient<br>(z value) | coefficient<br>(t value)                | coefficient<br>(t value) | coefficient<br>(t value) | coefficient<br>(t value)                | coefficient<br>(t value) | coefficient<br>(t value) |
| <i>RPT_Ltc</i>        | 1.1384***<br>(3.55)                     |                          |                          | 0.3476<br>(1.52)                        |                          |                          | -0.2691<br>(-0.82)                      |                          |                          |
| <i>RPT_Loan</i>       |   | -1.8611<br>(-0.78)       |                          |   | -3.5985*<br>(-1.82)      |                          |   | -0.8448<br>(-0.36)       |                          |
| <i>RPT_Credit</i>     |   |                          | 0.0679<br>(0.35)         |   |                          | -0.3414**<br>(-2.56)     |   |                          | -0.0109<br>(-0.05)       |
| <i>Owner</i>          | 0.7384<br>(1.27)                        | 0.7430<br>(1.25)         | 0.7954<br>(1.33)         | -2.7227***<br>(-3.96)                   | -2.8956***<br>(-4.30)    | -3.3999***<br>(-4.93)    | -2.6037<br>(-1.50)                      | -2.4779<br>(-1.41)       | -2.5592<br>(-1.46)       |
| <i>OCD</i>            | 0.7191<br>(0.51)                        | 0.3671<br>(0.25)         | 0.5240<br>(0.37)         | -0.6681<br>(-0.62)                      | -0.9271<br>(-0.86)       | -0.9588<br>(-0.91)       | -1.3346<br>(-0.37)                      | -1.0463<br>(-0.29)       | -0.9258<br>(-0.26)       |
| <i>ROA</i>            | 1.7513<br>(1.12)                        | 2.0440<br>(1.27)         | 1.9924<br>(1.23)         | 0.7081<br>(0.70)                        | 0.5420<br>(0.53)         | 0.2494<br>(0.25)         | 4.1616**<br>(2.11)                      | 4.4436**<br>(2.15)       | 4.2235**<br>(2.13)       |
| <i>Size</i>           | -0.0914<br>(-1.02)                      | -0.1049<br>(-1.15)       | -0.0987<br>(-1.08)       | 0.2049<br>(1.19)                        | 0.1897<br>(1.10)         | 0.2058<br>(1.24)         | -1.0661***<br>(-4.93)                   | -1.0295***<br>(-4.72)    | -1.0447***<br>(-4.76)    |
| <i>Growth</i>         | 0.0665<br>(0.71)                        | 0.0266<br>(0.28)         | 0.0298<br>(0.31)         | 0.0553<br>(1.03)                        | 0.0547<br>(1.03)         | 0.0400<br>(0.77)         | 0.0034<br>(0.03)                        | 0.0110<br>(0.08)         | 0.0152<br>(0.11)         |
| <i>Leverage</i>       | 0.5370<br>(1.31)                        | 0.5815<br>(1.39)         | 0.5654<br>(1.35)         | -0.5896<br>(-1.00)                      | -0.7797<br>(-1.36)       | -0.8006<br>(-1.42)       | 2.2913***<br>(3.89)                     | 2.2377***<br>(3.82)      | 2.2317***<br>(3.80)      |
| <i>Foreigner</i>      | 2.0488**<br>(2.03)                      | 2.2320**<br>(2.15)       | 2.2990**<br>(2.23)       | 0.5368<br>(0.66)                        | 0.3008<br>(0.37)         | 0.2216<br>(0.28)         | -3.2375<br>(-1.40)                      | -3.2829<br>(-1.41)       | -3.1866<br>(-1.37)       |
| <i>Financial cost</i> | -1.7730<br>(-1.14)                      | -1.0256<br>(-0.65)       | -0.9117<br>(-0.57)       | 0.8701<br>(0.85)                        | 1.0512<br>(1.04)         | 0.9386<br>(0.94)         | 2.9462<br>(1.39)                        | 2.4482<br>(1.18)         | 2.5230<br>(1.22)         |
| Constant              | 2.8112<br>(1.11)                        | 3.2314<br>(1.25)         | 3.0080<br>(1.17)         | -3.5505<br>(-0.76)                      | -2.9023<br>(-0.62)       | -3.1088<br>(-0.69)       | 32.1503***<br>(4.91)                    | 31.0477***<br>(4.70)     | 31.5002***<br>(4.74)     |
| <i>g statistics</i>   | 199.62***                               | 200.32***                | 195.24***                | 62.98***                                | 61.86***                 | 58.50***                 | 98.61***                                | 121.65***                | 121.22***                |
| <i>m statistics</i>   | 2.50                                    | 3.33                     | 4.42                     | 18.10**                                 | 23.50***                 | 30.69***                 | 118.48***                               | 70.13***                 | 75.76***                 |
| Model                 | random effects                          | random effects           | random effects           | fixed effects                           | fixed effects            | fixed effects            | fixed effects                           | fixed effects            | fixed effects            |
| <i>N</i> , total obs. | 230                                     | 230                      | 230                      | 115                                     | 115                      | 115                      | 115                                     | 115                      | 115                      |
| <i>F</i> -value       |   |                          |                          | 5.79***                                 | 5.96***                  | 6.53***                  | 6.70***                                 | 6.59***                  | 6.57***                  |
| wald $\chi^2$ value   | 23.84***                                | 11.27                    | 10.87                    |   |                          |                          |   |                          |                          |
| <i>R</i> <sup>2</sup> | 0.0916                                  | 0.0429                   | 0.0410                   | 0.3856                                  | 0.3927                   | 0.4146                   | 0.4206                                  | 0.4168                   | 0.4159                   |

Note: \*\*\*, \*\*, and \* denote 1%, 5%, and 10% significance level respectively.

Table 5. Results of regression analysis with the unbalanced panel data about the effect of regulations on the relationship between RPT and corporate value(non-designated corporations)

|                       | 2009-2018(non-designated corporations) |                                  |                                  | 2009-2013(non-designated corporations) |                                  |                                  | 2014-2018(non-designated corporations) |                                  |                                  |
|-----------------------|--|----------------------------------|----------------------------------|--|----------------------------------|----------------------------------|--|----------------------------------|----------------------------------|
|                       | coefficient<br>( <i>t</i> value)       | coefficient<br>( <i>t</i> value) | coefficient<br>( <i>t</i> value) | coefficient<br>( <i>t</i> value)       | coefficient<br>( <i>t</i> value) | coefficient<br>( <i>t</i> value) | coefficient<br>( <i>t</i> value)       | coefficient<br>( <i>t</i> value) | coefficient<br>( <i>t</i> value) |
| <i>RPT_Ltc</i>        | 0.1500***<br>(3.15)                    |                                  |                                  | 0.0483<br>(0.82)                       |                                  |                                  | 0.1164*<br>(1.68)                      |                                  |                                  |
| <i>RPT_Loan</i>       |  | -0.9863***<br>(-2.85)            |                                  |  | 0.4344<br>(1.13)                 |                                  |  | -0.6261<br>(-1.10)               |                                  |
| <i>RPT_Credit</i>     |  |                                  | -0.0022<br>(-0.04)               |  |                                  | 0.0148<br>(0.19)                 |  |                                  | 0.0240<br>(0.34)                 |
| <i>Owner</i>          | -0.5429***<br>(-5.40)                  | -0.5581***<br>(-5.55)            | -0.5486***<br>(-5.45)            | -0.2112<br>(-1.62)                     | -0.2060<br>(-1.58)               | -0.2115<br>(-1.63)               | -1.2722***<br>(-6.15)                  | -1.2773***<br>(-6.18)            | -1.2745***<br>(-6.15)            |
| <i>OCD</i>            | -0.4706***<br>(-5.65)                  | -0.4814***<br>(-5.77)            | -0.4737***<br>(-5.67)            | -0.3262***<br>(-2.86)                  | -0.3221***<br>(-2.82)            | -0.3267***<br>(-2.86)            | -0.8402***<br>(-5.47)                  | -0.8477***<br>(-5.52)            | -0.8433***<br>(-5.48)            |
| <i>ROA</i>            | 1.2537***<br>(8.60)                    | 1.2291***<br>(8.43)              | 1.2376***<br>(8.49)              | 0.5811***<br>(3.51)                    | 0.5716***<br>(3.46)              | 0.5735***<br>(3.47)              | 1.8771***<br>(7.12)                    | 1.8595***<br>(7.05)              | 1.8673***<br>(7.08)              |
| <i>Size</i>           | 0.0386*<br>(1.79)                      | 0.0388*<br>(1.79)                | 0.0398*<br>(1.84)                | -0.1297***<br>(-4.09)                  | -0.1298***<br>(-4.09)            | -0.1288***<br>(-4.05)            | -0.1508***<br>(-3.10)                  | -0.1522***<br>(-3.13)            | -0.1521***<br>(-3.13)            |
| <i>Growth</i>         | 0.0465*<br>(1.93)                      | 0.0456*<br>(1.89)                | 0.0445*<br>(1.84)                | 0.0758***<br>(2.91)                    | 0.0750***<br>(2.89)              | 0.0747***<br>(2.87)              | -0.0153<br>(-0.43)                     | -0.0141<br>(-0.39)               | -0.0149<br>(-0.42)               |
| <i>Leverage</i>       | 0.0506<br>(0.75)                       | 0.0481<br>(0.71)                 | 0.0444<br>(0.65)                 | 0.2614***<br>(2.73)                    | 0.2537***<br>(2.64)              | 0.2600***<br>(2.71)              | -0.0415<br>(-0.34)                     | -0.0509<br>(-0.42)               | -0.0482<br>(-0.39)               |
| <i>Foreigner</i>      | 1.1341***<br>(8.52)                    | 1.1383***<br>(8.55)              | 1.1413***<br>(8.56)              | 1.9679***<br>(10.16)                   | 1.9685***<br>(10.17)             | 1.9686***<br>(10.16)             | 1.2399***<br>(4.83)                    | 1.2470***<br>(4.86)              | 1.2416***<br>(4.84)              |
| <i>Financial cost</i> | 1.2947**<br>(2.45)                     | 1.3149***<br>(2.49)              | 1.2733***<br>(2.41)              | 0.2328<br>(0.33)                       | 0.2315<br>(0.32)                 | 0.2279<br>(0.32)                 | 0.4566<br>(0.66)                       | 0.4374<br>(0.63)                 | 0.4468<br>(0.64)                 |
| Constant              | 0.1346<br>(0.23)                       | 0.1530<br>(0.26)                 | 0.1168<br>(0.20)                 | 4.3159***<br>(5.13)                    | 4.3193***<br>(5.13)              | 4.2939***<br>(5.09)              | 5.5355***<br>(4.23)                    | 5.5890***<br>(4.27)              | 5.5797***<br>(4.26)              |
| <i>g</i> statistics   | 8107.48***                             | 8100.47***                       | 8021.90***                       | 2655.02***                             | 2678.29***                       | 2662.37***                       | 2782.21***                             | 2766.55***                       | 2760.60***                       |
| <i>m</i> statistics   | 187.91***                              | 198.98***                        | 328.18***                        | 64.42***                               | 59.37***                         | 62.85***                         | 51.73***                               | 54.31***                         | 58.85***                         |
| Model                 | fixed effects                          | fixed effects                    | fixed effects                    | fixed effects                          | fixed effects                    | fixed effects                    | fixed effects                          | fixed effects                    | fixed effects                    |
| <i>N</i> , total obs. | 6,304                                  | 6,304                            | 6,304                            | 3,113                                  | 3,113                            | 3,113                            | 3,191                                  | 3,191                            | 3,191                            |
| <i>F</i> -value       | 27.33***                               | 27.12***                         | 26.18***                         | 16.88***                               | 16.95***                         | 16.80***                         | 15.91***                               | 15.72***                         | 15.59***                         |
| <i>R</i> <sup>2</sup> | 0.0417                                 | 0.0414                           | 0.0400                           | 0.0578                                 | 0.0580                           | 0.0576                           | 0.0533                                 | 0.0527                           | 0.0523                           |

Note: \*\*\*, \*\*, and \* denote 1%, 5%, and 10% significance level respectively.

## 5. 결론

본 연구에서는 사익편취규제제도 시행이 특수관계인간 거래와 기업가치 간의 관계에 미치는 영향을 분석하였다. 이를 위해 공정거래위원회가 사익편취규제제도를 도입한 2014년을 기준으로 전·후 5개년(2009년~2013년과 2014년~2018년)동안 우리나라 상장기업들의 특수관계인간 거래와 기업가치 간의 관계 변화를 살펴보았다. 분석을 위해 특수관계인간 거래형태로 장기공급계약, 대여금, 신용공여 등 세 가지를 사용하였다. 표본은 총 6,534개의 연도-기업자료이다. 분석방법은 패널자료 회귀분석방법을 사용하였다.

분석결과는 다음과 같다.

첫째, 사익편취규제제도는 특수관계인간 거래와 기업가치 간의 관계에 영향을 미치는 것으로 나타났다. 전체 표본 기업을 대상으로 분석한 결과에 의하면 제도시행 이전 기간에는 특수관계인간 거래와 기업가치 간에 유의미한 영향관계를 확인할 수 없었다. 그러나 제도시행 이후 기간에서는 장기공급계약에 의한 특수관계인간 거래가 기업가치에 긍정적으로 영향을 미치는 것으로 나타났다. 이는 사익편취규제제도가 시행됨으로써 기업집단내부 특수관계인간 거래에서 사익편취 목적이 완화되고 거래의 효율성과 투명성이 강화된 결과로 이해할 수 있었다.

둘째, 사익편취규제제도가 특수관계인간 거래와 기업가치 간의 관계에 미치는 영향은 사익편취규제대상 기업과 비규제대상기업 간에 차이가 있음을 알 수 있었다. 먼저 사익편취규제 대상기업의 경우, 사익편취규제제도 시행 전에는 대여금과 신용공여 형태의 특수관계인간 거래가 기업가치에 유의미한 부(-)의 관계로 나타났지만, 제도 시행 이후에는 유의미한 영향관계가 사라졌다. 사익편취 목적으로 이루어지던 특수관계인에 대한 대여와 신용공여가 사익편취규제제도의 시행으로 감시와 통제기능이 강화되면서 이러한 부정적인 영향관계가 완화된 것으로 이해되었다.

사익편취규제대상으로 지정되지 않은 기업군에서는 제도 시행 전에 유의미한 영향관계를 보이지 않던 특수관계인간의 장기공급계약이 제도 시행 이후 기간에서는 기업가치와 정(+)의 영향관계로 나타났다. 사익편취규제제도의 시행은 내부거래의 효율성과 투명성 강화 측면에서는 규제대상기업보다 비대상기업에 더 크게 영향을 미치는 것으로 이해되었다.

이러한 분석결과를 보면, 우리나라 상장기업들에 대해 공정거래위원회가 도입한 사익편취규제제도는 전반적으

로 기업의 특수관계인간 거래에 대해 자율적인 통제 기제를 작동케 함으로써 기업가치를 향상시키는데 기여하고 있다고 볼 수 있다. 따라서 사익편취규제제도를 유지하고, 목적에 맞게 확대 적용하거나 강화시키는 것은 바람직한 방향이라고 할 수 있다.

다만 특수관계인간 거래라 하더라도 기업이 효율성을 증진시킬 목적으로 실행하고 있는 거래와 사익추구 목적의 거래를 구분하여 차별적으로 제도를 적용하는 것이 바람직해 보인다. 예를 들어 기업가치에 긍정적인 영향을 미치는 것으로 분석되는 장기공급계약 형태의 특수관계인간 거래는 규제적용을 완화해주고, 사익추구 목적이 강한 것으로 분석되는 대여금이나 신용공여 형태의 특수관계인간 거래에 대해서는 보다 강한 규제를 적용하는 것도 고려해 볼 수 있을 것이다.

이러한 분석결과에도 불구하고, 사익편취규제제도가 2014년부터 시행되어 분석대상에 포함시킨 규제대상 기업의 수가 제한되고, 자료수집의 한계로 인해 다양한 형태의 특수관계인간 거래를 분석하지 못한 연구의 한계가 있다. 다만 자산 및 영업양수도과 지분출자에 의한 특수관계인간 거래는 분석과정에 포함시켜 살펴보았으나 분석결과에 유의미한 시사점을 얻을 수 없어 지면 제약상 본 논문에 기술하지 않았다는 것을 밝혀 둔다. 또한 KOPSPI 기업 외에 KOSDAQ 상장기업과 지배주주 지분을 20% 이상인 비상장기업도 표본에 포함시켜 분석한다면 연구결과의 해석에 좀 더 현실성이 반영될 수 있었음에도 표본자료 수집에 대한 시간적, 물리적 제약으로 인하여 금번 분석대상에서 제외한 점은 연구의 한계라고 할 수 있다. 따라서 분석결과에 해석에 다소 제약이 있음을 밝혀둔다.

## References

- [1] Korea Fair Trade Commission. The Status of 2019 RTPs in the Corporate Groups of which Total Assets are over 4.2 Billion Dollars in Korea [Internet]. Korea Fair Trade Commission, c2019 [cited 2019 Oct. 14]. Available From: [http://www.ftc.go.kr/www/selectReportUserView.do?key=10&rpttype=1&report\\_data\\_no=8324](http://www.ftc.go.kr/www/selectReportUserView.do?key=10&rpttype=1&report_data_no=8324) (accessed Nov. 20, 2019)
- [2] M. Pizzo, "Related Party Transactions under A Contingency Perspective," *Journal of Management Governance*, Vol.17, No.2, pp.309-330, June 2013. DOI: <https://doi.org/10.1007/s10997-011-9178-1>
- [3] C. Bona-Sanchez, C. L. Fernandez-Sena, J.

Perez-Aleman, "Related Party Transactions, Dominant Owners and Firm Value", Business Research Quarterly, Vol.20, No.1, pp.4-17, Jan.-Mar. 2017.

DOI: <https://doi.org/10.1016/j.brq.2016.07.002>

- [4] G. H. Jiang, C. M. C. Lee, H. Hue, "Tunneling through Inter-corporate Loans: The China Experience", Journal of Financial Economics, Vol.98, No.1, pp.1-20, Oct. 2010.  
DOI: <http://dx.doi.org/10.1016/j.jfineco.2010.05.002>
- [5] S. Johnson, R. La Porta, F. Lopez de-Silanes, A. Shleifer, "Tunneling", American Economic Review, Vol.90, No.2, pp.22-27, May 2000.  
DOI: <http://dx.doi.org/10.1257/aer.90.2.22>
- [6] Y. Tong, H. Wang, "Related Party Transactions, Benefits of Control and Earnings Quality", Frontiers of Business Research in China, Vol.2, No.2, pp.187-203, May 2008.  
DOI: <https://doi.org/10.1007/s11782-008-0011-x>
- [7] S. G. Lee, D. W. Kim, B. G. Kim, "Effect of Regulation on Controlling Shareholders' Tunneling", Journal of Industrial Economics and Business, Vol.32, No.3, pp.1111-1131, June 2019.  
DOI: <http://dx.doi.org/10.22558/ijeb.2019.06.32.3.1111>

이 상 규(Sang-Gyu Lee)

[정회원]



- 2018년 2월 : 창원대학교 경영대학원 경영학과 (경영학석사)
- 2016년 3월 ~ 2020년 2월 : 연암공대 기계공학부 겸임교수
- 2018년 3월 ~ 현재 : 창원대학교 대학원 경영학과 박사과정

<관심분야>

재무관리, 기업가치

김 동 욱(Dong-Wook Kim)

[정회원]



- 2004년 2월 : 부산대학교 대학원 경영학과 (경영학석사)
- 2007년 8월 : 창원대학교 대학원 경영학과 (경영학박사)
- 2004년 4월 ~ 2008년 5월 : 부산발전연구원 전문위원
- 2008년 6월 ~ 현재 : 부산 경제진흥원 글로벌사업팀 팀장

<관심분야>

재무관리, 기업가치

김 병 곤(Byoung-Gon Kim)

[정회원]



- 1989년 2월 : 부산대학교 대학원 경영학과 (경영학석사)
- 1999년 8월 : 부산대학교 대학원 경영학과 (경영학박사)
- 1989년 6월 ~ 1996년 2월 : LG경제연구원 책임연구원
- 2004년 9월 ~ 현재 : 창원대학교 경영학과 교수

<관심분야>

재무관리, 기업가치