

특수관계자간 거래와 기업가치: 효율적 거래가설과 이해상충가설 검증

이상규¹, 김병곤¹, 김동욱^{2*}

¹창원대학교 경영학과, ²부산경제진흥원

Related Party Transactions and Corporate Value: Test of the Efficient Transaction and Conflict of Interests Hypothesis

Sang-Gyu Lee¹, Byoung-Gon Kim¹, Dong-Wook Kim^{2*}

¹Department of Business Administration, Changwon National University

²Busan Economic Promotion Agency

요 약 본 연구는 특수관계자간 거래가 기업가치에 미치는 영향을 패널자료회귀모형을 이용하여 분석하였다. 즉 한국기업의 특수관계자간 거래가 효율적 거래가설과 이해상충의 가설을 지지하는가를 검증하였다. 특수관계자간 거래의 유형은 장기공급계약, 자산 및 영업양수도, 대여금, 지분출자, 신용공여 등 다섯 가지를 고려하였다. 특수관계자간 거래가 기업의 효율성을 증가시키기 위한 목적으로 이루어진다면 특수관계자간 거래는 기업가치에 긍정적인 영향을 미치게 된다. 반면에 지배주주의 사익을 추구하기 위해 터널링 목적으로 이루어진다면 기업가치에 부정적인 영향을 나타내게 된다.

본 연구의 실증분석 결과를 요약하면 다음과 같다. 첫째, 다섯 가지 특수관계자간 거래 형태 중에서 대여금, 지분출자, 신용공여는 기업가치에 부정적인 영향을 미치는 것으로 나타나서 이해상충의 가설을 지지하는 결과를 보였다. 즉 대여금이나 지분출자, 신용공여 등과 같은 특수관계자와의 재무적 거래는 지배주주의 사익추구 목적으로 이루어질 가능성이 높은 것으로 이해되었다. 둘째, 장기공급계약과 자산 및 영업양수도 형태의 특수관계자간 거래는 기업가치와 유의한 영향관계를 확인할 수 없었다. 따라서 장기공급계약이나 자산 및 영업양수도 형태의 특수관계자간 거래는 효율적 거래 목적으로 이루어지는 것인지 혹은 지배주주의 사익추구 목적으로 이루어지는 것인지 명확하지 않았다.

Abstract This study analyzed the effect of related party transactions on the corporate value of Korean firms using panel data regression analysis. We tested the efficient transaction hypothesis and conflict of interests hypothesis which concern related party transactions. Five types of related party transactions were considered, including long term supply contracts, assets and business transfers, affiliate loans, equity investment, and credit offerings. If related party transactions were conducted for the purpose of enhancing corporate efficiency, results would have a positive effect on firm value. If related party transactions were conducted for the purpose of private profits of the controlling shareholders, the results would show a negative effect on firm value.

Results were as follows. Firstly, it is confirmed that affiliate loans, equity investment, and credit offerings had negative effects on firm value. This implies that these types of related party transactions used by controlling shareholders for the purpose of their private profit, which supports the conflict of interests hypothesis. Secondly, it was found that long term supply contracts and assets and business transfers had no effect on firm value.

Keywords : Related Party Transactions, Tunneling, Firm Value, Efficient Transaction Hypothesis, Conflict of Interests Hypothesis

*Corresponding Author : Dong-Wook Kim(Busan Economic Promotion Agency)

Tel: +82-10-2630-0428 email: kdw@bepa.kr

Received June 18, 2018

Revised (1st July 18, 2018, 2nd July 23, 2018)

Accepted September 7, 2018

Published September 30, 2018

1. 서론

현대의 기업들은 다수의 사업단위 집단으로 구성되어 있는 것이 일반적이다. 각 사업단위들은 기업외부의 다른 기업들과 거래를 하는 것은 물론이고, 기업 내부의 사업단위들끼리도 활발하게 거래를 하고 있다[1]. 이러한 거래과정에서 특수관계자와의 거래도 이루어지고 있다.

IASB는 하나의 거래 주체 및 그와 특수한 관계에 있는 다른 기업들과의 사이에서 자원, 서비스, 의무가 이전되는 것을 특수관계자간 거래라고 정의하고 있다[2]. Gordon 등[3]은 특수관계자간 거래를 한 기업과 그 회사와 특수한 관계에 있는 집단, 즉, 자회사, 계열사, 주주, 이사회 이사, 경영진 등과 같은 기업이나 사람들과 행해지는 거래라고 하였다.

이러한 특수관계자간 거래는 신흥시장에서만뿐만 아니라 유럽시장이나 미국시장에서도 이루어지고 있다[4]. Chen 등[5]은 특수관계자간 거래는 오래 전부터 지속적으로 실행되어온 비즈니스의 한 방편이라고 하였다. Gordon 등[3]은 특수관계자는 사업에 있어 자연스러운 하나의 요소이며, 기업은 성장을 추구하면서 특수관계자간 거래가 증가하는 경향이 있다고 하였다.

이와 같은 특수관계자간 거래는 연구자 사이에 주요한 관심사가 되고 있다. 특히 엔론, 아텔피아, 월드콤, 타이코 등과 같은 글로벌 대기업들의 회계부정 사건이 발생하면서 특수관계자간 거래가 회계부정이나 회사 자산의 편취 등을 위한 수단으로 활용되어 기업가치에 영향을 미칠 수 있다는 것을 인식하게 되었다. 따라서 연구자들은 특수관계자간 거래와 기업가치 간의 관계에 대해 더 많은 관심을 가지고 연구를 진행하고 있다.

Pizzo [6]는 기업에서 특수관계자간 거래가 이루어지는 논리적 근거로서 효율적 거래가설(efficient transaction hypothesis)과 이해상충가설(conflict of interest hypothesis)을 제시하였다.

효율적 거래 가설에 따르면 기업은 규모의 경제를 추구하고 협상 및 거래 비용을 줄이는 등 효율을 증진시키고자 하는 목적으로 특수관계자간 거래를 한다는 것이다. 즉 특수관계자간 거래는 외부 독립적인 기업과의 불필요한 거래비용을 줄여주고, 효율성을 제고시키려는 기업의 경제적인 요구를 충족시켜 줌으로써 기업가치에 긍정적인 영향을 미친다고 한다. Georgopoulos 등[7]은 기업의 내부에서 행해지는 특수관계자간 거래의 배경으로

써 규모의 경제 추구, 고정비 절감, 미회수 고정비의 최소화, 외부기업과의 협상 및 거래비용의 회피, 생산공정의 분할, 제품의 특수성, 보안, 절세, 역내무역협정(EU, NAFTA)의 활용 등을 제시하고 있다. 이해상충 가설에 따르면 특수관계자간 거래는 지배주주의 사익편취 목적으로 수행된다는 것이다. 즉 특수관계자간 거래는 지배주주, 이사회 이사 등 기업에 영향력을 행사할 수 있는 특수관계자가 사적이익을 추구하기 위하여 소액주주의 부를 탈취하는 수단으로 이루어지고, 이는 기업가치에 부정적인 영향을 미친다는 것이다. Tong과 Wang [8]은 지배주주들이 자신들의 이해를 추구하기 위해 지배권을 행사하는데, 그러한 목적을 달성하기 위해 특수관계자간 거래를 이용한다고 하였다.

본 연구에서는 우리나라 상장기업에서 수행되는 특수관계자간 거래가 기업가치에 미치는 영향을 분석하기 위하여 효율적 거래가설과 이해상충가설을 검증해 보고자 한다. 이를 위해 특수관계자간 거래 유형을 장기공급계약, 자산 및 영업양수도, 대여금, 지분출자, 신용공여 등 다섯 가지로 설정하여 분석한다.

이를 위해 기업가치를 종속변수로 하고, 특수관계자간 거래를 설명변수로 하는 패널자료회귀모형(panel data regression model)을 설정하여 분석한다. 표본기간은 2004년부터 2016년까지이다. 표본자료는 한국거래소 유가증권시장에 상장된 기업 중에서 계열사가 있는 총 7,512개 연도-기업자료를 사용한다.

2. 이론적 배경

2.1 효율적 거래가설과 특수관계자간 거래

효율적 거래가설에서는 특수관계자간 거래를 기업의 경제적인 요구를 충족시키는 효율적인 거래로 본다[9]. Sullivan과 Steven [10]은 경제적 효율성을 가용한 자원을 활용하여 최대한도의 재화와 서비스를 이끌어 내는 것이라고 하였다. 따라서 기업들은 협상 및 거래 비용의 절감, 집단의 이익에 기여할 수 있는 시장의 창출, 신흥시장에 대한 투자 등과 같은 다양한 목적으로 특수관계자간 거래를 할 수 있다.

따라서 선의의 의도에 의해 행해진 특수관계자간 거래는 다음과 같은 이점을 가져올 수 있다[5].

첫째, 수직 및 수평 통합을 통한 거래비용의 절감, 둘

제, 수직 및 수평 통합을 통한 순이익의 극대화 및 운영 수익성의 증대, 셋째, 기업집단 전체적인 경쟁력의 강화, 넷째, 자산 수익률의 증대, 다섯째, 시장의 국제화를 통한 규모의 경제 실현, 여섯째, 해외시장과 관련된 리스크의 축소, 일곱째, 특정 거래를 수행하는 데 소요되는 시간의 단축, 여덟째, 세무 책임의 경감 등이다. Bona-Sanchez 등[11]은 이러한 관점에서 특수관계자간 거래는 주주에게 이익을 가져다주고 기업가치에 긍정적인 영향을 준다고 하였다.

2.2 이해상충가설과 특수관계자간 거래

이해상충가설은 특수관계자간 거래를 대리인이론 관점에서 설명한다. 대리인이론에 따르면 기업의 이해관계자들은 자신의 이해에 맞게 의사결정을 하고자 한다고 한다.

따라서 지배주주는 특수관계자간 거래를 자신의 이해에 맞게 활용할 수 있다. 예를 들어 지배주주가 특수관계자간 거래를 통해 자신의 지분율이 낮은 기업에서 자신의 지분율이 높은 기업으로 자원과 부(wealth)를 이전시키는 경우 자신의 이익을 증가시킬 수 있다. 이렇게 자원과 부를 이전시키게 되면 지배주주의 지분율이 낮은 기업의 소액주주들은 지배주주에 의해 부를 탈취 당하는 결과를 가져오게 된다.

이와 같이 기회주의적인 의도로 특수관계자간 거래가 활용되면, 지배주주에 의한 자산의 편취, 잠재력이 큰 부문에서 작은 부문으로의 자본 이전, 대주주에 의한 소액주주 부의 탈취 등과 같은 부정적인 현상이 나타날 수 있다.

이렇게 기회주의적인 의도로 행해지는 특수관계자간 거래는 통상적으로 다음과 같은 행위에 의해 이루어지고 있다. 시장가격과 현저하게 차이나는 이전가격의 설정, 지배주주의 이익을 위한 자산 및 영업 양수도, 어느 일방에 유리한 조건의 대출이나 지급보증, 허위 매출 계상 등이다. 이러한 기회주의적 의도로 행해지는 특수관계자간 거래는 기업가치에 부정적인 영향을 미치게 된다.

3. 실증분석의 설계

3.1 표본기업의 선정 및 분석대상 기간

본 연구는 2004년 1월부터 2016년 12월까지의 기간

을 분석대상기간으로 한다. 이 기간 동안 한국거래소 유가증권시장에 상장된 기업 중에서 계열사가 있는 비금융업종 기업으로서 12월 결산법인을 대상으로 한다. 총 표본기업수는 7,512개(연도-기업)이다.

실증분석에 필요한 자료는 한국신용평가(주)의 KIS-VALUE와 금융감독원 전자공시시스템(<http://dart.fss.or.kr>)에서 제공하는 사업보고서에서 수집하였다. 분석에서 극단치(outlier)에 의해 실증결과가 왜곡되는 것을 방지하기 위하여 각 변수에 대하여 상하 5%에서 윈저라이징(winsorizing)을 실시하였다.

3.2 가설설정

지배주주는 회사 전반적인 이익을 증대시키거나 혹은 자신들의 이익을 증가시키기 위해서 특수관계자간 거래를 실행할 수 있다고 하였다. 만약 어떤 기업에서 특수관계자간 거래로 인해 기업가치가 증가된다면 이는 기업 효율성을 증진시키기 위해 특수관계자간 거래가 이루어지는 것으로 해석할 수 있고, 효율적 거래가설이 지지되는 것으로 이해할 수 있다. 그렇지 않고 특수관계자간 거래가 기업가치에 부정적인 영향을 미치는 것으로 나타난다면, 특수관계자간 거래가 지배주주의 사적이익을 추구하기 위해 이루어지는 것으로 해석할 수 있고, 이는 이해상충가설을 뒷받침하는 것으로 이해할 수 있다.

이러한 관계를 반영하여 다음과 같은 가설을 설정하여 분석한다.

[가설1: 효율적 거래가설] 특수관계자간 거래는 기업가치에 정(+)의 영향을 미친다.

[가설2: 이해상충가설] 특수관계자간 거래는 기업가치에 부(-)의 영향을 미친다.

3.3 분석대상변수

3.3.1 기업가치

기업가치의 대용변수로서 기업의 시장가치 대 장부가치(market to book value, MB)비율을 사용한다. MB비율은 기업이 발행한 주식수에 현재의 주가를 반영한 자기자본의 시장가치(= 주가×발행주식수)와 부채의 장부가치를 더한 후 총자산의 장부가치로 나눈 것이다.

따라서 MB비율이 1이상이면 기업의 시장가치가 장부가치보다 높다는 것이고, 1미만이면 기업의 시장가치

가 장부가치에 미치지 못 한다는 것을 나타낸다.

3.3.2 특수관계자간 거래

본 연구에서 특수관계자간 거래는 각 기업이 특수관계자와 행한 장기공급계약, 자산 및 영업 양수도, 대여금, 지분출자, 신용공여 등 다섯 가지 유형을 고려한다.

장기공급계약은 특수관계자간의 상품 및 서비스거래의 효과를 분석하기 위한 대용지표이다. 장기공급계약을 통하여 특수관계자들은 매년 거래 시의 거래비용과 계약을 이행하는 과정에서 계약변경 등에 수반되는 비용절감을 고려하므로 장기적으로 부의 이진이 일어날 수 있다. 장기공급계약변수(RPT_Ltc)는 매출액 대비 특수관계자간 장기공급계약규모(=장기공급계약금액/매출액)로 측정한다. 자산 및 영업양수도는 특수관계자간에 발생하는 자산 및 영업양수도의 효과를 분석하기 위한 대용지표이다. 자산 및 영업양수도를 통해 특수관계자가 부의 이진을 시도한다면 가격을 시장가격보다 현저히 낮게 하거나 높임으로써 그러한 목적을 달성할 수 있을 것이다. 자산 및 영업양수도변수(RPT_Abt)는 총자산 대비 자산 및 영업양수도규모(=자산 및 영업양수도금액/총자산)로 측정한다. 대여금, 지분출자, 신용공여는 특수관계자를 대상으로 자금지원이나 신용을 제공한 경우 그 효과를 분석하기 위한 대용지표이다. 특수관계자는 대여금을 통해 특수관계에 있는 회사의 재무적 곤경상황을 완화시켜 줄 수 있으며, 지분출자를 통해 배당금을 확보함으로써 부의 이진을 용이하게 할 수 있다. 또한 특수관계에 있는 회사가 대출을 용이하게 받을 수 있도록 채무보증이나 담보제공을 해 줌으로써 재무적 도움을 제공할 수도 있다. 그 결과로써 특수관계자는 수익을 확보할 수 있게 되므로 이러한 수단들을 특수관계자간 거래에 이용되는 주요 수단으로 보았다. 대여금변수(RPT_Loan)는 총자산 대비 대여금규모(=대여금/총자산)로 측정한다. 지분출자변수(RPT_Equity)는 총자산 대비 출자금액(=출자금액/총자산)으로 측정한다. 신용공여변수(RPT_Credit)는 총자산 대비 채무보증 및 담보제공규모(=채무보증 및 담보제공금액/총자산)로 측정한다.

이러한 특수관계자간 거래가 기업의 효율성 증진 목적으로 이루어진다면 기업가치에 정(+의 영향)을 나타내게 된다. 만약 특수관계자간 거래가 지배주주의 이익권취 목적으로 이루어진다면 기업가치에 부(-의 영향)을 나타내게 된다.

3.3.3 통제변수

기업가치에 영향을 미치는 요인으로는 특수관계자간 거래 외에도 여러 가지가 있을 수 있다. 본 연구에서는 선행연구들에서 영향요인으로 제시된 지배주주지분율, 총자산영업이익률, 기업규모, 매출액증가율, 레버리지비율 등을 통제변수로 사용한다.

지배주주지분율($Owner$)은 지배주주가 직접적으로 소유하고 있는 소유지분율(지배주주 본인 및 친인척 지분율)로 측정한다. 총자산영업이익률(Roa)은 수익성의 대용지표로서 총자산 대비 영업이익 비중(=영업이익/총자산)으로 측정한다. 기업규모($Size$)는 총자산에 자연로그를 취한 값(=ln 총자산)으로 측정한다. 매출액증가율($Grow$)은 기업 성장성의 대용지표로서 전년대비 당해년도 매출액 증가분을 전년도 매출액으로 나눈 값(=(당해년도 매출액-전년도 매출액)/전년도 매출액)으로 계산한다. 레버리지비율(Lev)은 기업 안정성의 대용지표로서 총자산에서 부채가 차지하는 비율(=부채/총자산)로 측정한다. 더불어 글로벌금융위기 기간이 분석결과에 미치는 영향을 통제하기 위하여 2008년과 2009년에 금융위기 더미변수(Fcd)를 추가하여 분석한다.

3.4 실증분석 방법 및 모형

본 연구에 사용되는 자료는 횡단면자료를 시계열적으로 연결한 것이므로 횡단면·시계열 특성을 동시에 가질 수 있다. 따라서 본 연구에서는 패널자료회귀분석 방법을 사용하여 분석한다.

앞에서 제시한 [가설1]과 [가설2]를 검증하기 위해서 아래식과 같은 패널자료회귀모형을 설정한다. 종속변수는 기업가치(MB)이고, 설명변수는 특수관계자간 거래(RPT)이다. 이 모형에서 특수관계자간 거래변수(RPT)의 회귀계수가 정(+의 값을 나타내면, 효율적 거래가설을 지지하는 것으로 해석할 수 있다. 반면에 특수관계자간 거래변수(RPT)의 회귀계수가 부(-의 값을 나타내면, 이는 이해상충가설을 지지하는 것으로 해석할 수 있다.

$$MB_{it} = \alpha + \beta_1 RPT_{it} + \beta_2 Owner_{it} + \beta_3 Roa_{it} + \beta_4 Size_{it} + \beta_5 Grow_{it} + \beta_6 Lev_{it} + \beta_7 Fcd_{it} + \eta_i + \lambda_t + \epsilon_{it}$$

단, $RPT = (RPT_Ltc, RPT_Abt, RPT_Loan, RPT_Equity, RPT_Credit)$

RPT_Ltc : 장기공급계약(=장기공급계약금액/매출액)

RPT_Abt : 자산 및 영업양수도(자산 및 영업양수도금액/총자산)

RPT_Loan : 대여금(=대여금/총자산)

RPT_Equity: 지분출자(=지분출자/총자산)
RPT_Credit: 신용공여(=채무보증 및 담보제공금액/총자산)
Owner_{it}: *i*기업의 *t*기 지배주주지분율
Roa_{it}: *i*기업의 *t*기 총자산영업이익률(=영업이익/총자산)
Size_{it}: *i*기업의 *t*기 기업규모(=ln총자산)
Grow_{it}: *i*기업의 *t*기 매출액증가율(=(당해년도 매출액-전년도 매출액)/전년도매출액)
Lev_{it}: *i*기업의 *t*기 레버리지비율(=총부채/총자산)
Fcd_{it}: 글로벌 금융위기 기간더미(2008년, 2009년의 경우 더미 변수 값 1부여)
 η_i : *i*기업의 특성효과 λ_t : *t*기의 시간특성효과 ϵ_{it} : 나머지 오차

(*RPT_Equity*)는 최소 0.00%, 최대 27.69%이고, 평균은 3.67%이다. 신용공여 형태의 특수관계자간 거래 (*RPT_Credit*)는 최소 0.00%, 최대 26.65%이고, 평균은 3.77%이다. 지배주주지분율(*Owner*)은 평균 21.05%이고, 총자산영업이익률(*Roa*)은 평균 4.21%이다. 기업규모(*Size*)는 평균 26.6239이고, 매출액증가율(*Grow*)은 평균 5.93%이다. 레버리지비율(*Lev*)은 평균 42.62%이다. 글로벌 금융위기 기간 더미변수(*Fcd*)는 평균 0.1449로 표본의 14.49%가 금융위기 기간에 해당한다.

4. 실증분석결과

4.1 각 변수의 기술통계량

Table 1은 각 변수의 기술통계량을 요약한 것이다. 기업가치(*MB*)는 최소 0.5357배이고, 최대 2.4406배이다. 평균은 1.0852배이다. 장기공급계약 형태의 특수관계자간 거래(*RPT_Ltc*)는 최소 0.00%에서 최대 39.28%이고, 평균은 3.88%이다. 자산 및 영업양수도 형태의 특수관계자간 거래(*RPT_Abt*)는 최소 0.00%이고, 최대 0.48%이다. 평균은 0.02%이다. 대여금 형태의 특수관계자간 거래(*RPT_Loan*)는 최소 0.00%에서 최대 9.04%이고, 평균은 0.80%이다. 지분출자 형태의 특수관계자간 거래

Table 1. Descriptive statistics

Variable	Mean	Std. Dev.	Min	Max
<i>MB</i>	1.0852	0.4829	0.5357	2.4406
<i>RPT_Ltc</i>	0.0388	0.1026	0.0000	0.3928
<i>RPT_Abt</i>	0.0002	0.0010	0.0000	0.0048
<i>RPT_Loan</i>	0.0080	0.0225	0.0000	0.0904
<i>RPT_Equity</i>	0.0367	0.0761	0.0000	0.2769
<i>RPT_Credit</i>	0.0377	0.0734	0.0000	0.2665
<i>Owner</i>	0.2105	0.1951	0.0000	0.5817
<i>Roa</i>	0.0421	0.0508	-0.0625	0.1472
<i>Size</i>	26.6239	1.3779	24.5631	29.6086
<i>Grow</i>	0.0593	0.1817	-0.2769	0.4936
<i>Lev</i>	0.4262	0.1910	0.1060	0.7694
<i>Fcd</i>	0.1449	0.3520	0.0000	1.0000

Note: total number of observation=7,512.

Table 2. Correlation matrix

	<i>MB</i>	<i>RPT_Ltc</i>	<i>RPT_Abt</i>	<i>RPT_Loan</i>	<i>RPT_Equity</i>	<i>RPT_Credit</i>	<i>Owner</i>	<i>Roa</i>	<i>Size</i>	<i>Grow</i>
<i>MB</i>	1.0000									
<i>RPT_Ltc</i>	0.0246***	1.0000								
<i>RPT_Abt</i>	0.0384***	0.0830	1.0000							
<i>RPT_Loan</i>	-0.0198	0.0014	0.0114	1.0000						
<i>RPT_Equity</i>	-0.0692***	0.0664***	-0.0021	0.0938***	1.0000					
<i>RPT_Credit</i>	-0.0829***	0.0602***	0.0418***	0.2183***	0.2799***	1.0000				
<i>Owner</i>	-0.1558***	-0.1119***	-0.0568***	-0.0963***	0.0744***	0.0108	1.0000			
<i>Roa</i>	0.2351***	-0.0085	-0.0042	-0.0951***	-0.0182*	-0.0491***	0.0276**	1.0000		
<i>Size</i>	0.0813***	0.1509***	0.1151***	-0.0649***	0.0464***	0.0584***	-0.1888***	0.1481***	1.0000	
<i>Grow</i>	0.1116***	0.0055	0.0005	-0.0310**	0.0129	-0.0172	-0.0218**	0.3081***	0.0358***	1.0000
<i>Lev</i>	0.0582***	0.0088	0.0164	0.1191***	0.0205	0.1347***	-0.2377***	-0.1975***	0.1644***	0.0522***
<i>Fcd</i>	-0.0842***	0.0017	-0.0324***	0.0164	0.0646***	0.0349***	0.0217*	0.0472***	-0.0207*	0.0542***
		<i>Lev</i>	<i>Fcd</i>							
<i>Lev</i>		1.0000								
<i>Fcd</i>		0.0189	1.0000							

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

전체표본기간(2004년~2016년)의 자료를 이용한 각 변수들 간의 상관관계는 Table 2와 같다. Table 2에서 다섯 가지 형태의 특수관계자간 거래 중에서 장기공급계약(*RPT_Ltc*)과 자산 및 영업양수도(*RPT_Abt*)는 기업가치(*MB*)와 정(+)의 상관관계를 보이고, 대여금(*RPT_Loan*), 지분출자(*RPT_Equity*), 신용공여(*RPT_Credit*)는 부(-)의 상관관계를 보이고 있다.

다중 공선성 존재 여부를 확인하기 위하여 분산팽창계수(variance inflating factor, VIF)를 측정한 결과 각 독립변수의 VIF값은 1.01~1.21로써 통계적으로 허용되는 범위 내에 분포하였다.

4.2 특수관계자간 거래가 기업가치에 미치는 영향 분석결과

Table 3은 다섯 가지 유형의 특수관계자간 거래가 기업가치에 미치는 영향을 패널자료회귀모형을 이용하여 분석한 결과이다. Table 3에서 각 분석모형의 라그랑지 승수 검증결과인 *g*통계량을 보면 11122.52 ~ 11319.41로 패널특성이 존재함을 알 수 있다. 모형의 적합성을 판단하는 하우스만 검증결과를 보면 각 모형의 *m*통계량이 105.28 ~ 277.23으로 고정효과 모형으로 분석하는 것이 타당한 것으로 나타났다.

Table 3. Results of panel data regression analysis for the effect of related party transactions on corporate value

	(1)	(2)	(3)	(4)	(5)	(6)
<i>RPT_Ltc</i>	0.0015 (0.03)	0.0018 (0.04)				
<i>RPT_Abt</i>	-0.1282 (-0.03)		-0.5703 (-0.15)			
<i>RPT_Loan</i>	-1.0236*** (-4.44)			-1.0842*** (-4.73)		
<i>RPT_Equity</i>	-0.2031*** (-2.92)				-0.2235*** (-3.22)	
<i>RPT_Credit</i>	-0.1376* (-1.89)					-0.1896*** (-2.62)
<i>Owner</i>	-0.2205*** (-4.37)	-0.2220*** (-4.40)	-0.2222*** (-4.40)	-0.2254*** (-4.47)	-0.2192*** (-4.34)	-0.2192*** (-4.34)
<i>Roa</i>	1.7231*** (15.98)	1.7438*** (16.16)	1.7435*** (16.16)	1.7258*** (16.02)	1.7472*** (16.21)	1.7341*** (16.07)
<i>Size</i>	-0.0122 (-1.09)	-0.0066 (-0.60)	-0.0066 (-0.60)	-0.0054 (0.49)	-0.0132 (-1.18)	-0.0076 (-0.69)
<i>Grow</i>	0.2048 (0.93)	0.0216 (0.98)	0.0216 (0.98)	0.0204 (0.93)	0.0225 (1.02)	0.0205 (0.93)
<i>Lev</i>	0.2048*** (4.92)	0.1813*** (4.38)	0.1811*** (4.37)	0.1875*** (4.53)	0.1928*** (4.64)	0.1911*** (4.60)
<i>Fcd</i>	-0.1127*** (-11.03)	-0.1167*** (-11.43)	-0.1168*** (-11.43)	-0.1155*** (-11.32)	-0.1145*** (-11.20)	-0.1156*** (-11.32)
Constant	1.3331*** (4.45)	1.1735*** (3.98)	1.1737*** (3.98)	1.1484*** (3.90)	1.3517*** (4.51)	1.2034*** (4.08)
<i>g</i> statistic	11122.52***	11,288.24***	11,240.00***	11,319.41***	11,289.14***	11,165.13***
<i>m</i> statistic	277.23***	106.61***	120.82***	128.25***	105.28***	152.26***
Model	fixed effects	fixed effects	fixed effects	fixed effects	fixed effects	fixed effects
<i>N</i> , total samples	7,512	7,512	7,512	7,512	7,512	7,512
<i>F</i> -value	44.59***	64.67***	64.68***	68.08***	66.26***	65.72***
<i>R</i> ²	0.0670	0.0621	0.0621	0.0652	0.0635	0.0631

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

2. Number in () means *t*-value.

먼저 Table 3의 모형 (1)을 보면 장기공급계약 형태의 특수관계자간 거래변수(RPT_Ltc)와 자산 및 영업양수도 형태의 특수관계자간 거래 변수(RPT_Abt)의 회귀계수는 각각 0.0015($t=0.03$)와 -0.1282($t=-0.03$)로써 기업가치(MB)와의 유의미한 영향관계를 확인할 수 없다. 이는 특수관계자간 장기공급계약이나 자산 및 영업양수도가 효율적 거래 목적인지 혹은 지배주주의 사익추구 목적인지를 판단할 수 없는 결과이다. 대여금 형태의 특수관계자간 거래변수(RPT_Loan)의 회귀계수는 -0.1236($t=-4.44$)으로써 1% 유의수준에서 통계적으로 유의미한 부(-)의 영향관계를 보이고 있다. 이는 특수관계자에 대한 대여금이 증가하면 기업가치가 감소한다는 의미로 [가설2]의 이해상충가설을 지지하는 결과로 해석할 수 있다.

또한 지분출자 형태의 특수관계자간 거래변수(RPT_Equity)와 신용공여 형태의 특수관계자간 거래변수(RPT_Credit)들의 회귀계수는 각각 -0.2031($t=-2.92$) 및 -0.1376($t=-1.89$)로 기업가치와 통계적으로 유의미한 부(-)의 영향관계를 보이고 있다. 이는 특수관계자에 대한 지분출자나 신용공여가 증가하면 기업가치가 감소한다는 의미로 [가설2]의 이해상충가설을 지지하는 결과로 해석할 수 있다. 모형 (1)의 결과를 보면 각각의 특수관계자간 거래 유형과 기업가치 간의 영향관계를 분석한 모형 (2),(3),(4),(5), 및(6)의 결과와 별다른 차이가 없다.

Table 3에 나타난 분석결과를 종합해 보면, 한국기업에 있어 장기공급계약이나 자산 및 영업양수도형태의 특수관계자간 거래는 효율적 거래 목적인지 혹은 지배주주의 사익추구 목적인지를 명확히 알 수 없다. 그렇지만 대여금이나 지분출자, 신용공여 등과 같은 특수관계자와의 재무적 거래는 지배주주의 사익추구 목적으로 이루어질 가능성이 높은 것으로 이해할 수 있다.

5. 결론

본 연구에서는 패널자료회귀모형을 이용하여 특수관계자간 거래가 기업가치에 미치는 영향을 분석하였다. 즉 한국기업에 있어 특수관계자간 거래가 효율적 거래가설과 이해상충의 가설을 지지하는가를 검증하였다. 특수관계자간 거래의 유형으로는 장기공급계약, 자산 및 영업양수도, 대여금, 지분출자, 신용공여 등 다섯 가지 형태를 고려하였다.

분석기간은 2004년 1월부터 2016년 12월까지이고, 분석자료는 한국거래소 유가증권시장에 상장된 기업 중에서 계열사가 있는 비금융업종 기업 총7,512개(연도-기업)를 사용하였다.

본 연구의 실증분석 결과를 요약하면 다음과 같다. 첫째, 다섯 가지 특수관계자간 거래에서 대여금, 지분출자, 신용공여는 기업가치에 부정적인 영향을 미치는 것으로 나타났다. 즉 특수관계자에 대한 대여금, 지분출자, 신용공여 등과 같은 재무적 거래는 지배주주의 사익추구 목적으로 이뤄질 가능성이 높은 것으로 이해되었다.

둘째, 장기공급계약과 자산 및 영업양수도 형태의 특수관계자간 거래는 기업가치와 유의미한 영향관계를 확인할 수 없었다. 즉 장기공급계약이나 자산 및 영업양수도 형태의 특수관계자간 거래는 효율적 거래 목적으로 이루어지는 것인지 혹은 지배주주의 사익추구 목적으로 이루어지는 것인지 명확하지 않았다.

이러한 결과를 종합해 볼 때, 기업의 특수관계자간 거래를 관리·감독하고자 하는 정책당국은 장기공급계약이나 자산 및 영업양수도 같은 사업수행 목적의 거래보다는 대여금이나 지분출자, 신용공여 등과 같은 재무적 목적의 특수관계자간 거래를 통제·관리하는 것이 보다 효과적일 수 있다는 것을 시사한다.

본 연구의 한계는 다음과 같다. 첫째, 본 연구결과와 강건성을 확인하기 위하여 특수관계자간 거래를 행하지 않은 기업표본을 통제 그룹으로 설정하여 비교분석하는 것도 바람직하였으나, 통제 그룹 표본선정의 어려움으로 인해 본 연구에서는 반영하지 못한 한계가 있다. 둘째, 특수관계자간 거래변수 간에는 상호작용하여 기업가치에 영향을 미칠 수 있고, 특수관계자간 거래 변수와 기업가치 간에 비선형적 관계가 존재할 수 있음에도 불구하고 본 연구에서는 그러한 부분을 반영하여 분석하지 못한 한계가 있다.

References

- [1] B. Golub, R. P. McAfee, "Firms, Queues, and Coffee Breaks: A Flow Model of Corporate Activity with Delays," *Review of Economic Design*, vol. 15, no. 1, pp. 59-89, 2011.
DOI: <https://doi.org/10.1007/s10058-009-0089-4>
- [2] International Accounting Standards Board. IAS24, "Related Party Disclosures," Nov. 2009. Available From: <https://www.iasplus.com/en/standards/ias/ias24>

[3] E. A. Gordon, E. Henry, J. T. Louwers, J. B. Reed, "Auditing Related Party Transactions: A Literature Overview and Research Synthesis," *Accounting Horizons*, vol. 21, no. 1, pp. 81-102, 2007.
DOI: <https://doi.org/10.2308/acch.2007.21.1.81>

[4] M. Faccio, L. H. P. Lang, "The Ultimate Ownership of Western European Corporations," *Journal of Financial Economics*, vol. 65, no. 3, pp. 365-395, 2002.
DOI: [https://doi.org/10.1016/S0304-405X\(02\)00146-0](https://doi.org/10.1016/S0304-405X(02)00146-0)

[5] Y. Chen, C. H. Chen, W. Chen, "The Impact of Related Party Transactions on the Operational Performance of Listed Companies in China," *Journal of Economic Policy Reform*, vol. 12, no. 4, pp. 285-297, 2009.
DOI: <https://doi.org/10.1080/17487870903314575>

[6] M. Pizzo, "Related Party Transactions under A Contingency Perspective," *Journal of Management Governance*, vol. 17, no. 2, pp. 309-330, 2013.
DOI: <https://doi.org/10.1007/s10997-011-9178-1>

[7] A. Georgopoulos, E. Koumanakos, "Intra-firm Organization and Profitability: Evidence from Transnational Corporations," *Journal of Accounting & Organizational Change*, vol. 3, no. 1, pp. 44-67, 2007.
DOI: <https://doi.org/10.1108/18325910710732858>

[8] 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, 2008.
DOI: <https://doi.org/10.1007/s11782-008-0011-x>

[9] R. H. Coase, "The Nature of the Firm," *Economica*, vol. 4, no. 16, pp. 386-405, 1937.
DOI: <https://doi.org/10.2307/2626876>

[10] A. Sullivan, M. S. Steven, *Economics: Principles in Action*, Upper Saddle River, New Jersey, Pearson Prentice Hall, pp. 147-166, 2003.

[11] 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, 2017.
DOI: <https://doi.org/10.1016/j.brq.2016.07.002>

김 병 곤(Byoung-Gon Kim)

[정회원]



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

<관심분야>

재무관리, 기업가치

김 동 욱(Dong-Wook Kim)

[정회원]



- 2004년 2월 : 부산대학교 경영학과 (경영학석사)
- 2007년 8월 : 창원대학교 경영학과 재무론 (경영학박사)
- 2004년 4월 ~ 2008년 5월 : 부산발전연구원 전문위원
- 2008년 6월 ~ 현재 : 부산경제진흥원 경제동향분석센터 연구위원

<관심분야>

재무관리, 기업가치

이 상 규(Sang-Gyu Lee)

[정회원]



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

<관심분야>

재무관리, 기업가치