

정책연구시리즈 2007-05

우리나라 기업집단의 내부거래에 관한 연구

임 경 목 · 조 성 빈



KDI

발 간 사

우리나라 기업부문의 취약한 지배구조가 외환위기의 원인 중 하나로 인식되면서 기업지배구조를 투명하게 하여 투자자를 보호하고 비효율적인 기업경영행태를 규율하기 위해 사외이사제도, 소액주주권리 강화, 기관투자자 의결권 확대, 기업경영권시장의 활성화 및 회계공시의 투명성 증대 등의 제도들을 도입하여 시행하고 있다. 이러한 기업통제장치들은 분산된 소유구조에서 주주와 경영진 간 이해관계 불일치에 의해 발생하는 대리인 비용을 효과적으로 통제하는 수단으로, 미국 등 기업 지배구조 선진국을 기준으로 도입된 것이다.

그런데 우리나라의 경우 기업집단이라는 특유의 기업경영 및 조직형태의 존재로 인하여 분산된 소유구조와는 달리 소유가 상대적으로 집중되어 있는 특성이 있다. 이에 따라 지배주주에 의한 소액주주의 이익침탈이라는 문제가 발생할 수 있는데, 동일 기업집단 소속 계열사 사이에 이루어지는 내부거래는 지배주주를 위한 부의 이전수단으로 이용될 수 있다.

이 같은 내부거래에 대하여 최근 규제당국 외에도 일반의 관심이 점증하고 있으나 이에 대한 체계적이고 엄밀한 분석은 상대적으로 부족한 것이 현실이다.

본 보고서는 이러한 배경하에 1999~2005년 기간 동안 우리나라 기업집단의 내부거래와 그에 따른 부의 이전에 대하여 분석하고 있다. 본 연구가 내부거래에 대한 이해를 높이고 향후 관련 규율방안을 정비하는데 있어 유용한 자료가 될 것으로 기대한다.

저자들은 연구의 기획부터 최종세미나에 이르기까지 여러 단계에서 귀중한 조언과 건설적 비판을 아끼지 않은 본원의 여러 동료 박사들에게 깊은 감사를 표하고 있다. 또한 보고서를 개선하는 데 많은 도움을 준 두 분의 검토자들, 통계자료 수집에 도움을 준 김정연 연구원과 허수경 연구원, 그리고 원고를 마무리하는 데 도움을 준 김현애 연구행정원

에게도 감사를 표하고 있다.

끝으로 본 보고서에 제시된 의견은 저자들의 개인적인 의견이며 본
원의 공식견해가 아님을 밝혀둔다.

2007년 12월
한국개발연구원 원장
현 정 택

목 차

발 간 사	
요 약	1
제1장 서 론	4
제2장 내부거래에 관한 논의 및 선행연구	8
제1절 내부거래의 동기와 효과	8
제2절 선행연구	11
제3장 우리나라의 내부거래 관련 규제 및 감독	16
제4장 분석자료 및 실증분석	21
제1절 분석자료	21
1. 기업 소유구조 자료 및 현금흐름권의 도출	21
2. 내부거래 자료	24
3. 재무제표	26
제2절 실증분석	27
1. 내부거래의 특성	27
2. 정상 수익성에 대한 괴리도	32
3. 수익성, 현금흐름권 및 내부거래 간의 관계	36
제5장 분석의 종합 및 결론	40
참고문헌	42

표 목 차

<표 2-1> 대규모 기업집단 소속 IT 기업의 내부거래 비중	10
<표 3-1> 부당내부거래 조사결과 및 내역	19
<표 4-1> 상호출자제한 기업집단 계열사 현금흐름권 기초통계량(2005년) ..	30
<표 4-2> 수익률 편차 분석의 통제변수	33
<표 4-3> 수익률 편차 계산을 위한 회귀분석: 고정효과패널	35
<표 4-4> 가설 1과 2에 대한 분석결과	37

그 림 목 차

[그림 4-1] 삼성 계열사들의 주요 출자관계	23
[그림 4-2] 기존 연구에서의 내부거래 측정방식	26
[그림 4-3] 본 연구에서의 내부거래 측정방식	26
[그림 4-4] 삼성전자와 연결대상 자회사 간의 거래내역(2005년)	28
[그림 4-5] 현대자동차와 연결대상 자회사 간의 거래내역(2005년)	28
[그림 4-6] 내부거래와 현금흐름권 격차	31

요 약

시장에 의한 감시·감독이 불충분하여 소액주주의 이익을 보호할 장치가 미비한 환경에서 지배주주와 소액주주 사이에 이해관계가 불일치하는 경우 소액주주로부터 지배주주로 부의 이전이 일어나고 기업가치에 부정적인 영향을 미칠 수 있다. 즉, 지배주주의 사적이익을 극대화하는 의사결정을 소액주주가 통제할 수 없는 경우, 지배주주는 기업가치를 제고하기보다는 사적이익을 극대화할 유인을 가질 수 있다. 이러한 경향은 기업집단체제하에서 피라미드식 출자 및 계열사 간 순환출자 등 통제력 강화기제(control enhancing mechanism: CEM)를 통해 지배주주가 현금흐름권을 초과하는 통제권을 보유하는 경우 더욱 심각한 문제가 될 수 있다.

소액주주의 이익을 침탈하여 지배주주의 사적이익을 극대화하기 위한 부의 이전행위를 ‘터널링(tunneling)’이라 하는데, 선행연구들은 내부거래, 즉 기업집단 소속 계열사 간 거래 및 회사와 특수 관계인 사이의 거래에 주목하여 터널링의 존재 유무와 그 크기에 대한 분석을 시도하고 있다. 학문적 연구뿐만 아니라 규제당국, 투자자, 그리고 기타 이해관계자들(stakeholder)도 이러한 내부거래가 기업가치에 부정적인 영향을 미칠 수 있음에 주목하고 있다.

이러한 배경하에 본 연구는 내부거래에 의한 터널링 그리고 지배주주의 현금흐름권과의 관계에 대한 분석을 목적으로 한다.

본 연구의 주요 내용 및 특징은 다음과 같다. 첫째, 본 연구에서는 우리나라 회계제도의 특유성을 활용하여 기존 연구보다 한걸음 나아간 분석을 시도하였다. 본 연구는 연결재무제표의 각주를 통해 기업집단

내 계열사 간 거래내역을 1999~2005년까지 수집하였으며, 이를 분석에 활용하였다. 기존 연구에서는 내부거래의 분석단위를 한 계열사와 여타 관계회사 전부와와의 거래로 삼고 있다. 이 경우 거래 상대방의 특성에 따른 거래 동기의 차이가 정확하게 반영되지 않을 수 있다는 단점을 지닌다. 즉, 어떤 회사와 계열사 간의 다양한 거래 중 일부 내부거래는 부정적인 효과를, 일부 내부거래는 긍정적인 효과를 낼 수 있으며, 이러한 차이가 적절히 고려되지 않을 경우 분석이 정확하게 수행되지 않을 우려가 존재한다. 본 연구에서는 계열사 간 거래를 쪼개어 분석단위로 삼았기 때문에 이러한 문제와 관계없이 자유롭게 연구를 수행할 수 있다.

둘째, 본 연구에서는 기존 연구에 비해 보다 정확하고 엄밀한 현금흐름권을 사용하였다. 비효율적인 기업집단 내 계열사 간 내부거래의 발생은 지배주주의 계열사에 대한 현금흐름권의 격차에 따른 현상일 가능성이 높다. 만약 지배주주 일가의 직접지분만을 고려한다면 우리나라 기업집단의 계열사 간 복잡한 출자구조로 인해 지배주주의 현금흐름권이 정확하게 계산될 수 없다. 따라서 실증분석을 위해서는 순환출자 및 계열사의 여타 계열사에 대한 주식보유 등을 고려하여 기업집단 계열사별 지배주주의 현금흐름권을 엄밀하게 계산할 필요가 있다. 본 연구에서는 공정거래위원회에서 수집한 기업집단의 소유구조 자료를 활용하여 기존 연구보다 개선된 현금흐름권을 사용하였다.

분석의 결과, 지배주주의 현금흐름권의 차이와 수익률의 차이 사이에 통계적으로 유의한 정의 관계가 확인되어 기업집단의 계열사 간 내부거래를 통해 부가 이전되었음을 확인하였다. 이러한 경향은 분석기간 중 후반부(2003~2005년) 기간 동안 더욱 강화된 것으로 관찰되었다. 나아가, 총매출 중 내부거래의 매출이 높을수록 수익률의 차이가 큰 것으로 확인되어 내부거래가 수익성에 영향을 미침을 시사한다.

기업집단에 대한 규제 강화 및 시장규율의 강화로 인해 터널링의 강도가 약화되었을 것이라는 기대와는 달리 최근 기간에 오히려 매출과 매입 두 가지 방식 모두 부의 이전에 기여하고 있다는 결과는 규제당국에 의한 감독의 필요성을 시사한다. 또한 감독만으로 불충분할 수 있으므로 궁극적으로는 내부거래에 대한 시장의 감시 및 규율이 이루어질

수 있는 제도적 기반의 확립과 시행이 요구된다. 즉, 내부거래를 통해 지배주주가 소액주주의 이익을 침탈하는 경우 시장에서 감독이 적절하게 이루어질 수 있는 환경의 조성이 필요한 것으로 생각된다.

제1장

서론

Berle and Means(1932) 그리고 이후 Jensen and Meckling(1976) 등의 연구 이래 기업지배구조에 관한 연구는 분산된 소유구조에서 주주와 경영진 간 이해관계 불일치에 의해 발생하는 대리인 비용을 효과적으로 통제하여 기업가치를 극대화하는 데 초점을 두어 왔다. 그런데 1997년 한국을 비롯한 동아시아의 경제위기와 Enron, WorldCom 등을 비롯한 기업 부정사건(corporate scandal)은 기업지배구조에 관한 전통적인 연구에 더하여 지배주주에 의한 소액주주의 이익침탈(expropriation of minority shareholders by controlling shareholders)이 중요한 문제임을 인식하게 하였다.¹⁾

시장에 의한 감시·감독이 불충분하여 소액주주의 이익을 보호할 장치가 미비한 환경에서 지배주주와 소액주주 사이에 이해관계가 불일치하는 경우 소액주주로부터 지배주주로 부의 이전이 일어나고 기업가치에 부정적인 영향을 미칠 수 있다. 즉, 지배주주의 사적이익을 극대화하는 의사결정을 소액주주가 통제할 수 없는 경우, 지배주주는 기업가치를 제고하기보다는 사적이익을 극대화할 유인을 가질 수 있다. 이러한 경향은 기업집단체제하에서 피라미드식 출자 및 계열사 간 순환출자 등 통제력 강화기제(control enhancing mechanism: CEM)를 통해 지배주주가 현금흐름권을 초과하는 통제권을 보유하는 경우 더욱 심각한 문제가 될

1) La Porta, Lopez-de-Silanes, Shleifer, and Vishny(1999)는 이와 관련하여 다음과 같이 주장한다. “the central agency problem in large corporation around the world is that of restricting expropriation of minority shareholders by controlling shareholders.”

수 있다.

Johnson, La Porta, Lopez-de-Silanes, and Shleifer(2000)가 지배주주의 자기거래(self-dealing) 등 부의 이전행위를 ‘터널링(tunneling)’이라 지칭한 후 지배주주에 의한 소액주주의 이익침탈에 관한 연구가 이루어지고 있다. 이러한 연구들은 내부거래, 즉 기업집단 소속 계열사 간 거래 및 회사와 특수 관계인 사이의 거래에 주목하여 터널링의 존재 유무와 그 크기에 대한 분석을 시도하고 있다.

학문적 연구뿐만 아니라 규제당국, 투자자, 그리고 기타 이해관계자들(stakeholder)도 이러한 내부거래가 기업가치에 부정적인 영향을 미칠 수 있음에 주목하고 있다.²⁾ 아래의 기사는 기업집단의 지배주주가 내부거래를 통해 사적이익을 추구하는 모습을 보여준다.

“범한판토스, M.M, 글로비스는 3자 물류 업체다. 화주(貨主)에게 운송 의뢰를 받아 전문 운송업체에 용역을 주는 형식이다. 따라서 화주만 장기간 안정적으로 확보할 수 있다면 선박이나 항공기를 직접 소유할 필요가 없어 손쉽게 사업을 할 수 있다. 업계 관계자는 “특수관계에 있는 재벌 그룹의 일감 몰아주기를 통해 땅 짚고 헤엄치기식 장사를 하는 업체들”이라고 말했다. … (중략) … 업계 관계자는 “**물류는 해당 그룹이 존속하는 한 계속 사업을 할 수 있는 분야인 만큼 물류회사를 운영하는 재벌그룹 오너의 친족 처지에서는 누워 떡먹기식 사업에 불과하다**”면서 “이런 상황에서는 경영 합리화에 대한 압박도 전혀 받을 필요가 없으니 한국은 재벌그룹 오너 일가가 ‘기업 하기 좋은 나라’임이 틀림없다”고 비꼬았다.”

- “재벌 일가, 물류회사로 ‘누워 돈 먹기,’” 『주간동아』, 제579호, 2007.

4. 4. -

이 같은 내부거래는 소액주주로부터 지배주주로 부의 이전을 유발하고 나아가 기업가치에 부정적인 영향을 미칠 수 있다. 이는 우리나라만의 문제는 아니며, 다음에 인용된 *Wall Street Journal*의 기사에서 보듯이, 비교적 지배구조가 잘 정비되어 있는 미국의 경우에도 심각한 문제로

2) 최근 공정거래위원회는 삼성, SK, 롯데 그룹에 대해 물량 몰아주기에 대한 조사를 실시하였으며, 국제청도 과세방안을 검토하고 있다.

인식되고 있다.

“The dollar amounts of related-party transactions may be small, but “each of these little things is a piece of mosaic and pretty soon they form a picture,” said Julie Fox Gorte, director of social research at Calvert. At Oracle, that picture is a company where the values of shareholders and executives aren’t aligned, she said. Other investors aren’t alarmed by the transactions because they are publicly disclosed, and the amount of money involved is relatively small, said Bhasin, the hedge fund analyst. But most would prefer to see the practice end because of the risk that bad publicity over the deals could hurt a company’s stock price.”

- “Even Good Insider Deals Raise Doubts,” *Wall Street Journal*, 7 May 2003, B.6. -

물론 내부거래가 부정적인 효과만을 낳는 것은 아니다. 정보의 비대칭성이나 거래비용이 클 경우 내부거래의 적절한 활용은 효율성을 증진시킬 수 있다. 또한 이러한 내부거래는 동일 기업집단 내의 계열기업 사이에서 위험을 공유(risk-sharing)하는 효과를 창출할 수 있다. 즉, 기업집단 내의 내부거래가 잘 활용될 경우 전략적·경제적으로 기업집단 전체의 성과를 높일 수 있다. 따라서 이론적으로 내부거래의 효과를 일의적으로 예측할 수 없으며, 내부거래가 효율성을 증진시키고 기업가치를 제고하는 데 기여하는가 아니면 부정적인 영향을 미치는가는 실증적으로 검증되어야 할 문제이다. 그러나 자료의 제약 등으로 인해 이에 대한 체계적인 연구는 희소한 것이 사실이다.

본 연구는 내부거래에 의한 터널링 그리고 지배주주의 현금흐름권과의 관계에 대한 분석을 목적으로 한다. 본 연구의 주요 내용 및 특징은 다음과 같다. 첫째, 본 연구에서는 우리나라 회계제도의 특유성을 활용하여 기존 연구보다 한걸음 나아간 분석을 시도하였다. 본 연구는 연결 재무제표의 각주를 통해 기업집단 내 계열사 간 거래내역을 1999~2005년까지 수집하였으며, 이를 분석에 활용하였다. 기존 연구에서는 내부거래의 분석단위를 한 계열사와 여타 관계회사 전부와와의 거래로 삼고 있다. 이 경우 거래 상대방의 특성에 따른 거래 동기의 차이가 정확하게

반영되지 않을 수 있다는 단점을 지닌다. 즉, 어떤 회사와 계열사 간의 다양한 거래 중 일부 내부거래는 부정적인 효과를, 일부 내부거래는 긍정적인 효과를 낼 수 있으며, 이러한 차이가 적절히 고려되지 않을 경우 분석이 정확하게 수행되지 않을 우려가 존재한다. 본 연구에서는 계열사 간 거래를 쪼개어 분석단위로 삼았기 때문에 이러한 문제와 관계 없이 자유롭게 연구를 수행할 수 있다.

둘째, 본 연구에서는 기존 연구에 비해 보다 정확하고 엄밀한 현금흐름권을 사용하였다. 비효율적인 기업집단 내 계열사 간 내부거래의 발생은 지배주주의 계열사에 대한 현금흐름권의 격차에 따른 현상일 가능성이 높다. 만약 지배주주 일가의 직접지분만을 고려한다면 우리나라 기업집단의 계열사 간 복잡한 출자구조로 인해 지배주주의 현금흐름권이 정확하게 계산될 수 없다. 따라서 실증분석을 위해서는 순환출자 및 계열사의 여타 계열사에 대한 주식보유 등을 고려하여 기업집단 계열사별 지배주주의 현금흐름권을 엄밀하게 계산할 필요가 있다. 본 연구에서는 공정거래위원회에서 수집한 기업집단의 소유구조 자료를 활용하여 기존 연구보다 개선된 현금흐름권을 사용하였다.

본고의 구성은 다음과 같다. 제2장에서는 내부거래와 관련된 논의를 개관하고 선행연구를 살펴본다. 제3장에서는 우리나라의 내부거래 관련 규율 및 감독 등 제도적 측면을 정리한다. 제4장에서는 실증분석을 수행하는데, 내부거래와 터널링 그리고 지배주주의 현금흐름권과의 관계에 대해 살펴본다. 마지막으로 제5장에서는 분석결과를 정리하고 정책적 시사점을 논의한다.

제2장

내부거래에 관한 논의 및 선행연구

제1절 내부거래의 동기와 효과

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.³⁾

내부거래를 좁게 해석하면 기업집단 소속 계열사 사이에 이루어지는 상품의 매입·매출로 정의할 수 있다.⁴⁾ 내부거래의 동기와 그 효과에 대한 논의는 두 가지로 분류할 수 있다. 하나는 정보의 비대칭성이 존재하는 경우 내부자들이 외부자들에 비해 우월한 정보를 보유하고 있으므로 시장거래보다 내부시장에서의 거래가 효율성을 증진한다는 견해이고, 다른 하나는 지배주주와 소액주주의 이해관계 불일치로 인해 내부거래가 기업의 가치를 극대화하기보다는 지배주주의 이익을 극대화하는 수단으로 사용된다는 견해이다.

3) 공정거래위원회의 규율도 동일 기업집단 소속 기업들 사이의 거래를 그 대상으로 한다.

4) 물론 상품의 매입·매출 외에 계열사 사이의 출자, 담보 및 채무보증 등 재무적 거래 및 인력 등을 제공하거나 거래하는 행위도 내부거래로 보다 넓게 정의할 수 있다. 본 연구에서는 기업집단 계열사 간 상품의 매입·매출에 초점을 두고 분석을 수행한다. 내부자본시장거래의 동기와 효과도 본문의 논의와 유사하다. 내부자본시장에 대한 논의는 Gertner, Scharfstein, and Stein(1994), Hoshi, Kashyap, and Scharfstein (1991) 등을 참조하라.

내부거래는 시장거래에서 발생하는 탐색, 협상, 계약 및 이행과정에 대한 감시 등의 거래비용을 절감하는 효과가 있을 수 있다. 또한 계열사들이 지리적으로 근접한 곳에 위치한 경우 운송비용을 절감할 수 있고, 한 기업에서 발생한 혁신 등 효율성을 제고하는 기술의 이전이 쉽게 이루어질 수 있다. 특히 생산의 효율화를 위해 관계특수적 투자(relation-specific investment)가 요구되는 경우 계열사 간 거래는 기회주의적 행동(opportunistic behavior)에 노출될 위험이 감소하여 효율성이 증진될 수 있다.

그러나 계열사 간 내부거래에 의해 안정적인 매출처가 확보되는 경우 중간재를 공급하는 기업은 효율성 증진을 위한 유인이 부족해질 수 있다. 또한 구매기업의 기업가치를 제고하기 위해서는 기업의 생산비용을 절감하기 위해 지속적으로 새로운 원료의 공급자를 탐색하여 비용절감을 위한 행동을 해야 하는데, 내부거래의 비중이 높은 경우 효율성이 저해될 수 있다.

나아가 지배주주와 소액주주 사이의 이해관계가 불일치하는 경우 내부거래로 인한 효율성의 저하 또는 기업가치의 훼손, 그리고 소액주주로부터 지배주주로의 부의 이전이 더욱 심각한 문제가 될 수 있다. 지배주주와 소액주주 사이의 이해관계가 불일치하고 지배주주가 현금흐름권을 초월하는 통제권을 바탕으로 사적이익을 극대화하는 경우, 보다 효율적인 기업과의 시장거래보다 비효율적이나 지배주주에게는 도움이 되는 계열사 간 거래에 의존할 가능성이 존재한다.⁵⁾

계열사에 대한 지배주주 지분에 차이가 존재하는 경우, 지배주주는 사적 이익을 극대화하기 위하여 내부거래를 통해 부를 이전할 가능성이 존재한다. 경제개혁연대(2007)는 대규모 기업집단 소속 IT 기업들의 지원성 거래현황 분석을 통해 이러한 가능성을 지적하였다.⁶⁾ 경제개혁연대(2007)에 따르면, 대규모 기업집단 소속 IT 기업들의 경우 <표 2-1>과 같이 총매출 중 동일 기업집단 소속 계열사에 대한 매출의 비중은

5) 내부거래가 기업집단의 경영권을 상속하는 수단으로 이용되는 경우도 있다. 이에 대해서는 장세진(2003)을 참조하라.

6) 대규모 기업집단 소속 IT 기업들의 현황에 대한 자세한 내용은 경제개혁연대(2007)를 참조하라.

〈표 2-1〉 대규모 기업집단 소속 IT 기업의 내부거래 비중

(단위: %)

연 도	2002년	2003년	2004년	2005년	2006년	5년 평균
내부거래 비중	57.11	59.57	64.08	66.89	68.90	64.97

주: 각 연도의 해당기업 수는 다음과 같음. 2002년 19개사, 2003년 20개사, 2004년 21개사, 2005년 25개사, 2006년 24개사.

자료: 경제개혁연대(2007).

평균적으로 64.97%이며, 이 비중은 2002~2006년 기간 동안 증가추세를 보이고 있다. 그런데 이러한 IT 기업들의 소유구조를 살펴보면 2006년을 기준으로 지배주주 일가는 평균적으로 34.33%의 지분을 보유하고 있으며, 계열사는 46.18%의 지분을 보유하고 있다.⁷⁾ IT 기업을 보유한 기업집단 중 공정거래위원회의 자료가 존재하는 23개 기업집단에 대한 지배주주 일가의 평균적인 지분율이 6.01%임을 고려하면 지배주주의 지분율이 상당히 높은 수준이다. 이러한 소유구조와 높은 내부거래 비중은 상품거래를 통해 지배주주의 지분율이 높은 기업으로 부의 이전이 일어날 가능성을 시사한다.⁸⁾

물론 기업집단 소속 계열 기업들 간의 거래가 모두 비효율적이거나 지배주주의 이익을 극대화하기 위한 수단으로만 사용되는 것은 아닐 것이다. 그러나 “외부시장보다 내부시장이 보다 효율적이므로 상품의 거래는 수익성(효율성)에 긍정적인 효과가 있을 것이다.” 또는 “소수 지배주주는 내부거래를 통해 소액주주 및 채권자 등 이해관계자의 이익을 침탈하려는 유인을 가지고 있어 대리인 비용이 발생하고 그 결과 기업 가치의 극대화가 이루어지지 않는다.” 등은 이론적으로 그리고 사전적으로 일의적인 예측이 가능하지 않고 실증적으로 검증되어야 할 문제일 것이다.

7) 지배주주가 직접 지분을 소유하지 않는 경우에도 계열사 지분이 높으면 지배주주는 상당한 정도의 현금흐름권을 보유할 수 있다. 이에 대해서는 제4장의 논의를 참조하라.

8) 물론 지배주주의 지분율이 IT 회사들의 내부거래 비중을 결정하는 유일한 요인은 아닐 것이다. 본문의 논의는 터널링과 소유구조 사이에 관계가 존재할 가능성을 지적하는 것으로, 이에 대한 엄밀한 분석은 이하의 실증분석을 참조하라.

제2절 선행연구

집중된 소유구조는,⁹⁾ Johnson, Boone, Breach, and Friedman(2000)이 지적한 바와 같이, 환율 절하와 같은 거시경제적 효과를 유발하는 것과 동시에 개별 기업의 성과에도 상당한 영향을 미친다. 특히 지배주주가 존재하는 경우 내부거래를 통해 기업가치를 극대화하기보다는 자신의 이익을 극대화하기 위해 소액주주의 이익을 침탈하려는 유인이 존재한다. Baek, Kang, and Park(2004)은 지배주주가 소액주주의 이익을 침탈할 수 있다는 가정하에 1997년 외환위기 기간 동안 상장기업의 주가흐름을 분석하였는데, 소유가 집중된 기업일수록 주식가격의 하락폭이 큼을 확인하였다. Mitton(2002)은 외환위기 기간 동안 정보공시(information disclosure) 및 소유구조의 차이가 국가 간 주식시장의 차이와 연관이 있음을 확인하였다. 이상의 연구는 신흥시장에서 소유의 집중과 그에 따른 시장의 반응을 분석하여 소유구조에 따른 왜곡을 분석한 데 의의가 있으나, 지배주주에 의한 소액주주 이익의 침탈이라는 문제를 직접적으로 분석하지는 않았다.

내부거래를 통해 사적이익을 극대화하는 행동에 대한 분석은 자료의 제약 등으로 인해 제한적으로만 수행되었다. 최근 내부거래를 통한 부의 이전 그리고 그 결과 지배주주에 의한 소액주주 이익침탈에 대한 연구가 증가하고 있는데, 선행연구들은 크게 두 가지로 나누어 볼 수 있다. 하나는 지배주주에 의한 이익침탈의 가능성에 대해 대응변수(proxy variable)를 사용하여 간접적으로 추론하는 것이고, 다른 하나는 내부거래 자료를 직접적으로 이용하여 분석하는 것이다.

내부거래 관련 국내 기존 문헌은 시장의 반응, 기업의 수익성 및 가치 등의 지표를 이용하여 내부거래의 효율성과 이익침탈 가능성을 간접적으로 논의하고 있다. 김상권(1999), 이원흠(2005, 2006), 그리고 윤기향·박승록(2002)은 내부거래와 주가 사이의 관계를 분석하였다. 김상권

9) Morck, Wolfenzon, and Yeung(2005)에 따르면, 소유의 집중은 신흥시장에서만 관찰되는 특징은 아니며, 영국 및 미국을 제외하고 전 세계적으로 관찰되는 현상이다.

(1999)은 1997년 12월의 부당내부거래의 조사 및 판정이 지원기업의 가치에 부정적인 영향을 미침을 사건연구(event study)를 통해 보였으나 지원기업의 가치하락 요인을 규명하지는 않았다. 이원흠(2005, 2006)은 2001년부터 2003년까지 최대주주와의 내부거래가 공시된 후 주가반응에 대한 사건연구 및 회귀분석을 통해 실증연구를 수행하였다. 동 연구는, 최대주주와 상장기업 간 거래에 대해 시장이 부정적으로 반응하며, 토빈 Q로 측정된 기업가치에도 부정적인 영향을 미치는 것을 확인하고, 이러한 결과는 최대주주가 사적이익을 극대화하여 기업가치를 훼손하는 터널링 가설을 지지하는 것으로 해석하였다. 동 연구는 최대주주와의 거래에 대한 분석에 초점을 두어 계열사 간 상품거래를 분석대상으로 하지 않았다는 측면에서 본 연구와 차별성이 있다. 윤기향·박승록(2002)은 1991년부터 2000년까지 상품, 담보 및 지급보증 등의 내부거래와 주가 간의 상관관계를 분석한 결과 상품거래 및 담보의 경우 주가에 부정적인 영향을 미치는 것을 확인하였다. 이같이 내부거래에 대해 시장의 반응이 부정적인 것은 내부거래가 기업가치의 제고보다는 지배주주의 이익을 극대화하는 수단임을 시사하는 것으로 생각된다.

내부거래와 효율성 사이의 관계에 대한 연구로는 남주하·진태홍·이석준(2001)이 있다. 동 연구는 내부자본시장의 구성요소로 현금흐름 외에 상호지급보증을 포함하여 투자방정식의 추정을 통해 효율성에 대한 분석을 시도하였는데, 분석결과 내부자본시장이 효율적으로 작동한다는 가설을 지지하기 어려움을 확인하였다. 한편 박승록(2001)은 확률변경생산함수(stochastic frontier production function)에 대한 추정을 통해 내부거래와 효율성 사이의 관계에 대한 효과를 분석한 결과, 상품거래 및 지급보증은 효율성 증진에 기여한 반면 담보는 효율성을 저해하는 것으로 나타났다. 장세진(2003)은 수직적 계열화의 비용구조와 성과에 대한 분석을 통해 수직적 계열화가 기업집단 소속기업들에게 있어 비효율적임을 확인하였다.

강형철·박경서·장하성(2006)은 위의 연구들과는 달리 내부거래의 결정요인에 대해 분석하였다. 이들은 1997년부터 2003년까지의 채무보증 관련 자료와 공정거래위원회의 부당내부거래 심결자료를 이용하여 채무보증은 propping 가설을 지지하나 부당내부거래는 tunneling과

propping이 공존함을 확인하였다.

이 외에 윤창호·최운동(2007)은 내부거래 관련 공정거래위원회의 심결과 대법원의 판례 분석을 통해 초기 내부거래 집행과정에서의 문제점을 지적하고 규제범위와 목적의 객관성을 제고시킬 수 있는 사법부 판단의 중요성을 강조하였다.

이상의 국내 선행연구들은 공시자료 또는 부당내부거래 자료를 이용하여 시장의 반응과 기업가치에의 영향에 대한 분석을 통해 지배주주에 의한 소액주주 이익침탈에 대한 분석을 시도하였다. 본 연구는 부당내부거래에 한정하지 않고 연결대상 회사 사이의 상품거래에 관한 자료를 이용한다는 점에서 차별성이 있다. 그리고 선행연구는 주로 외환위기 이전 또는 2003년 이전의 기간 등 비교적 짧은 시계열 자료를 이용하여 분석하였는데, 본 연구는 외환위기 이후 1999년부터 2005년까지 7년의 기간을 대상으로 한다.

한편 해외연구의 경우 La Porta, Lopez-de-Silanes, Shleifer, and Vishny (1998)가 법적 환경의 중요성을 지적한 이후 Johnson, La Porta, Lopez-de-Silanes, and Shleifer(2000)는 서유럽 국가들에서의 소액주주로부터 지배주주로의 부의 이전(tunneling) 사례를 고찰하였는데, 이들은 터널링이 특정 법적 체계에서만 발생하는 것은 아님을 확인하였다. 나아가 이들은 법체계에 따라 지배주주에 의한 소액주주의 이익침탈이 합법적인 경우가 존재하며 특정 형태의 터널링이 법적으로 허용됨을 지적하였다. 이 같은 결과는 지배주주의 전횡이 신흥시장 및 개발도상국에서만 발생하는 것이 아님을 지적한 것이다.¹⁰⁾

그럼에도 불구하고 지배주주에 의한 소액주주의 이익침탈은 지배구조가 상대적으로 취약한 신흥시장에서 쉽게 관찰된다. Claessens, Djankov, Fan, and Lang(2002)과 Lemmon and Lins(2003)는 현금흐름권과 통제권 간의 괴리 정도를 이익침탈의 가능성을 측정하는 대리변수로 사용하였다. 이들은 시장가치와 장부가치의 비율(market-to-book ratio)로 측정되는 기업가치는 지배주주의 현금흐름권과 정의 관계를 가지지만 소

10) 미국, 스웨덴, 이탈리아 등에서 소액주주 피해에 대한 연구로는 Barclay and Holderness(1989), Bergstrom and Rydqvist(1990), Zingales(1994) 등이 있다.

유-통제의 괴리와는 부의 관계를 가짐을 확인하였다. 이 같은 결과는 피라미드 소유구조 또는 계열사 간 상호출자 및 순환출자 등에 의해 소유-통제의 괴리가 증가하면 지배주주가 사적이익을 극대화하는 의사결정을 내릴 가능성이 높아지며, 시장은 이러한 기업들에 대해 부정적으로 반응함을 시사한다.

배당성향을 이익침탈의 가능성을 지표로 채택한 연구들은 상반된 결과를 확인하고 있다. La Porta, Lopez-de-Silanes, Shleifer, and Vishny(2000)는 투자자 보호와 배당 수준이 정의 관계를 가짐을 확인한 데 반해 Faccio, Lang, and Young(2001)은 투자자들이 이익침탈을 예상하는 경우 높은 수준의 배당금을 요구할 것이므로 투자자 보호와 배당 수준은 음의 관계를 가질 것이라고 주장하였다.

이 외에 Bae, Kang, and Kim(2002)은 구제결합(rescue merger)의 경우 평균적으로 지배주주에게는 이익이 되는 데 반해 소액주주에게는 손해가 발생함을 확인하였다. 그러나 Buyschaert, Deloof, and Jegers(2004)는 불가리아 기업집단의 경우 계열사 간 출자가 소액주주의 이익을 침탈한다는 가설이 지지되기 어렵다고 지적하였다.

이상의 연구들은 내부거래에 대한 자료를 이용한 것이 아니라 여러 가지 대리변수들을 채택하여 지배주주에 의한 소액주주 이익침탈 정도를 추론하였다. 이 같은 연구들은 지배주주에 의한 이익침탈에 대한 유용한 정보를 제공하지만 내부거래로 인해 소액주주의 이익이 어느 정도 침해되는가에 대해서는 직접적인 정보를 제공하지 못하는 한계가 있다.

내부거래에 관한 자료를 이용하여 지배주주에 의한 소수 지배주주의 이익침탈 여부에 대해 분석한 연구들로는 다음과 같은 것이 있다. Kahle and Shastri(2003)는 내부거래 중 기업의 임원과 회사 사이의 거래 중 대여금을 분석하였는데, 평균적으로 임원들에 대한 대여금 이자율이 시장 이자율보다 낮음을 확인하였다. Gordon, Henry, and Palia(2004a, 2004b)는 내부거래와 기업지배구조 및 기업가치 사이의 관계에 대해 실증분석을 수행하였다. 이들은 지배구조가 좋지 않은 기업일수록 경영진과 회사 사이의 내부거래 규모가 크며, 이는 주식시장에서 낮은 기업가치로 귀결됨을 확인하였다. 이러한 결과는 내부거래가 주주들의 이익을 제고하지 못함을 시사한다.

Bertrand, Mehta, and Mullainathan(2002), Cheung, Rau, and Stouraitis (2006), Chang and Hong(2000)은 각각 인도, 홍콩 그리고 한국의 기업집단 계열사 간 내부거래 자료를 이용하여 지배주주의 이익침탈 가능성을 연구하였다. Bertrand, Mehta, and Mullainathan(2002)은 기업집단 소속 계열사에 충격이 발생할 때의 전달경로를 추적하여 터널링의 존재 유무를 고찰하였는데, 이들은 지배주주의 현금흐름권이 낮은 기업으로부터 높은 기업으로 현금이 이동함을 확인하였다. 이 같은 자금의 이동은 일회성 비용 또는 손실, 기타 항목 등 비영업이익의 이전을 통해 이루어짐을 보였다. Cheung, Rau, and Stouraitis(2006)는 홍콩의 상장기업을 대상으로 지배주주의 지분율이 높을수록 그리고 정보 공시의 정도가 높을수록 계열사 간 내부거래의 초과수익률이 낮음을 확인하였다. 이러한 결과는 소유구조와 내부거래 사이에 유의한 관계가 존재함을 시사한다. 한편 Chang and Hong(2000)은 1985~96년 기간 동안 한국의 기업집단을 대상으로 채무보증, 출자 및 상품거래에 대해 분석한 결과 내부거래가 교차보조를 위해 이용되었음을 확인하였다.

해외 선행연구는 소유구조와 내부거래 그리고 그로 인한 지배주주의 이익침탈의 존재를 확인한 데 의의가 있다. 그러나 대부분의 연구가 소유구조를 반영함에 있어 최대주주지분 또는 내부자지분만을 고려하고 있어, 우리나라 기업집단의 경우 피라미드식 소유구조 그리고 계열사 간 출자구조 등으로 인해 최대주주지분만을 고려하는 경우 내부거래를 분석하는 데 한계가 있을 수 있다. 이 같은 점을 고려하여 본 연구는 계열사 간 출자구조를 반영한 최대주주의 현금흐름권을 고려한다.

또한 내부거래의 총량이 가지는 의미도 있지만 거래 상대방에 따라 내부거래가 가지는 속성이 다를 수 있음을 고려하는 것도 본 연구와 선행연구의 차이이다. 예를 들어, 기업집단에 3개의 기업 A, B, C가 존재하는 경우 선행연구는 A와 B의 거래, A와 C의 거래가 있는 경우 그 거래금액을 합하여 A기업의 내부거래로 고려하였다. 이 같은 방식은 내부거래의 전체적인 모습을 이해하는 데 도움을 주지만 거래 상대방에 따른 정보가 반영되지 못할 수 있다. 이를 고려하여 본 연구는 계열사와의 거래총량을 분석대상으로 하지 않고 거래 상대방에 따른 세분화된 자료를 이용하여 분석한다.

제3장

우리나라의 내부거래 관련 규제 및 감독

내부거래와 관련된 규제의 역사는 공정거래법의 역사에 비하여 비교적 짧은 편이다. 외환위기 이전 내부거래 관련 규율은 계열회사 간 보조를 통해 경쟁자에 비해 시장에서 우월적 지위를 획득하거나 수직적 봉쇄(vertical foreclosure)로 인해 경쟁자 배제의 효과를 초래하는 반경쟁적 효과를 방지하는 데 초점을 두어 왔다. 「독점규제및공정거래에관한법률」 제23조 1항에 불공정 거래행위를 금지하는 조항을 적용하여 내부거래에 대한 규율을 행사할 수 있었으나 1980년대에는 이의 적극적인 적용이 제한적이였다.

1990년대에 들어서면서 기업집단에 속한 계열기업 사이의 거래가 공정거래위원회의 주요 관심이 되었다. 이를 반영하여 1992년 7월 「대규모기업집단의불공정거래행위에대한심사기준」을 제정하여 1993년부터 실시하고 있다. 동 기준은 「독점규제및공정거래에관한법률」 제14조 1항에 의해 지정된 상호출자제한 기업집단 소속 계열회사들에 대해 적용되었는데, 이는 불공정 거래행위 중 기업집단 소속 계열회사들이 마치 거대기업의 한 부서와 같이 행동하여 상품 및 용역 거래에 의한 부당지원 행위를 계열회사를 위한 차별적 취급으로 간주하여 심사하기 위한 것이었다.¹¹⁾

11) 동 심사기준에서 열거하는 행위유형에는 개별 기업 차원에서의 불공정거래행위가 포함되지 않으며, 이러한 개별 기업 차원의 행위에 대해서는 대규모 기업집단 소속 계열회사에 해당하는지 여부와 관계없이 「불공정거래행위의유형및기준」에 의해 판단한다.

『대규모기업집단의불공정거래행위에대한심사기준』은 상품과 용역의 거래에 있어 기업집단 소속 계열회사들의 다음과 같은 행위에 대해 불공정거래행위 여부를 판단한다.

- 계열회사 간 내부거래를 위하여 비계열회사의 거래요청을 부당하게 거절하는 경우
- 비계열회사에 비해 계열회사를 부당하게 우대하는 등 차별취급하는 경우
- 계열회사의 경쟁사업자 배제를 위하여 같은 계열회사들이 보조 지원하는 경우
- 비계열회사에 대하여 자기 계열회사와 거래하도록 부당하게 강제하는 경우
- 경쟁사업자 배제를 위하여 부당하게 거래상대방을 구속하는 경우
- 거래기업 임직원 등에 대한 강제판매

위 심사기준은 상품 및 용역의 거래에 국한하여 적용되었는데, 계열회사 간 거래가 상품 및 용역의 거래 외에 자금·자산·인력 지원을 통해 이루어질 수 있음을 고려하여 1996년 12월 『독점규제및공정거래에관한법률』 제23조 1항 7호를 도입하여 1997년 4월부터 부당한 지원행위를 규제하기 시작하였다. 또한 1997년 7월에 『부당한 자금·자산·인력심사지침』을 제정하고 이후 1999년 동 심사지침을 『부당한 지원행위의 심사지침』으로 개정하여 가지급금 또는 대여금 등 자금 거래, 유가증권·부동산·무체재산권 등 자산 거래, 부동산 임대차, 인력 지원 등의 부당성에 대한 기준을 제시하였다.

계열사 간 거래의 부당성을 판단하는 심사지침을 제정하여 적용함과 동시에 시장에 정보를 제공하여 지배주주에 의한 소액주주의 이익침탈 가능성을 감소시키기 위해 내부거래에 대한 공시 및 이사회 의결에 관한 규정을 1999년 12월 28일 『독점규제및공정거래에관한법률』 제11조 2항에 도입하여 상호출자제한기업집단 소속 기업들에 대해 적용하고 있다. 동 규정은 2000년에 10대 기업집단에 대해 적용되었으며, 2001년에는 30대 기업집단으로, 2002년에는 자산규모 2조원 이상 회사로 그 적용범위를 확대하였다.

이사회 의결 및 공시의무사항은 자금, 자산 및 유가증권의 거래였다. 최초 규정에는 자본금의 100분의 10 이상이거나 100억원 이상인 거래행위에 대하여 이사회 의결 및 공시의무를 부과하였으나 비상장업체들의 공시부담을 경감하기 위하여 2005년 자본총계 또는 자본금 중 큰 금액의 100분의 10 이상이거나 100억원 이상인 거래로 그 대상을 축소하였다.¹²⁾

그러나 내부거래에 대한 이사회 의결 및 공시에 대한 규정은 상품 및 용역 등의 내부거래에 대해서는 의무를 부과하지 않았다. 최근 글로벌비스, 범한판토스 등 대규모 기업집단 소속 물류회사 등의 거래비중이 높아짐에 주목하여 2007년 7월 공정거래법 및 시행령 개정 내용에 따라 분기별로 매입 및 매출을 합산하여 자본총계 또는 자본금 중 큰 금액의 100분의 10 이상이거나 100억원 이상인 상품 및 용역 거래를 수행할 경우 이사회 의결 및 공시의무를 부과하였다.

외환위기 이전 대규모 기업집단이 계열 금융기관을 통하여 계열사에 대해 우회적인 자금지원 등을 통한 부당내부거래가 부정적 효과를 유발함에 주목하여 위반행위 조사를 위해 1999년에 한시적으로 금융거래정보요구권을 도입하였다. 이후 2001년과 2004년에 각각 3년 연장되어 현재에 이르고 있다. 나아가 내부거래에 대한 정보 공개를 위해 30개 기업집단에 대해 연결재무제표의 작성을 1999년부터 의무화하였다.

또한 기업집단의 무분별한 확장과 동반부실화의 위험을 방지하기 위해 기업집단 계열회사에 대한 채무보증제한을 1992년 「독점규제및공정거래에관한법률」 제10조 2항에 규정하고 채무보증한도를 자기자본의 200%로 제한하였다. 이후 1996년 채무보증한도를 자기자본의 100%로 축소하고 외환위기 발생 이후 1998년 30대 기업집단의 계열회사에 대한 신규 채무보증을 전면 금지하고 기존 채무보증은 2003년 3월까지 해소하도록 규제하고 있다.

이상에서 살펴본 바와 같이 외환위기 이후 내부거래 관련 규율이 강화되었으며, 이와 동시에 그 집행에 있어서도 외환위기 이후 기업집단에 대한 조사를 강화하고 있다. 1998년부터 2003년까지는 <표 3-1>에

12) 자본총계는 자본금, 자본잉여금, 이익잉여금 그리고 자본조정액의 합으로 정의된다.

〈표 3-1〉 부당내부거래 조사결과 및 내역

(단위: 억원)

	조사기간	지원 주체	지원 객체	지원성 거래규모	지원 금액	과징금
1차 5대	1998. 5. 8~6. 20 (44일)	80개사	35개사	40,263	2,244	704
2차 5대	1998. 6. 29~7. 24 (26일)	30개사	18개사	14,927	546	209
3차 5대	1999. 5. 6~7. 3 (59일)	53개사	38개사	123,327	2,500	790
4차 4대	2000. 8. 16~10. 14 (53일)	32개사	20개사	24,638	1,262	442
1차 6대 이하	1998. 10. 19~12. 2 (45일)	35개사	45개사	24,837	693	142
2차 6대 이하	2000. 5. 9~6. 30 (53일)	26개사	34개사	39,577	499	161
3차 6대 이하	2001. 7. 16~9. 8 (55일)	17개사	24개사	2,718	132	71
계열분리회사	1999. 11. 2~12. 4 (33일)	23개사	23개사	10,786	124	75
6개 기업집단	2003. 6. 9~7. 31 (53일)	22개사	22개사	6,844	901	326
계		318	259	287,917	8,901	2,920

주: 1) 5대 기업집단은 현대, 삼성, 대우, LG, SK임.

2) 4대 기업집단은 현대, 삼성, LG, SK임.

자료: 공정거래위원회.

나타난 바와 같이 그룹규모에 따른 순위별 일제조사를 실시하였다. 일제조사 기간 동안 지원성 거래로 적발된 거래규모는 약 13조원에 달하였으며, 4,531억원이 지원금액으로 추정되어 2,920억원의 과징금이 부과되었다.

시장개혁로드맵이 발표된 후 2004년부터는 기업투명성 제고, 대외적 신인도 향상 및 Korean Discount 해소를 위해 부당내부거래 조사 및 공시점검을 강화하였으며, 이전의 기업집단에 대한 일제조사보다는 혐의가 있는 기업에 대한 선별적 조사를 실시하고 있다.

전술한 바와 같이 (부당)내부거래에 대한 규제는 경쟁촉진과 과도한 경제력 집중의 억제에 그 목적이 있었으나,¹³⁾ 최근 외환위기 이후 기업의 비효율성이 외환위기의 중요한 요인으로 지적되면서 투명한 지배구조를 위해 대규모 기업집단의 내부거래에 대한 규율이 강화되고 있다고 판단된다.

특히 우리나라와 같이 순환출자 및 피라미드식 출자구조로 인해 소유와 통제의 괴리가 존재하는 경우 내부거래는 지배주주 일가의 이익을 극대화하는 수단으로 이용될 가능성이 높으므로 경쟁촉진 측면과 동시에 지배구조의 측면에 주목한 것은 투자자 보호를 위한 제도 개선이라고 생각된다.

다만 공정거래위원회와는 달리 사법적 판단에 있어서는 지배주주에 의한 이익침탈의 측면이 상대적으로 적게 고려되고 있는 것으로 보인다. 즉, 2003년 내부거래와 관련된 공정거래위원회의 조치에 대한 합헌 결정 이후 축적되기 시작한 법원의 판례는 내부거래를 통한 소액주주의 이익침탈보다 경쟁촉진의 측면을 강조하고 있는 것으로 보인다. 물론 ‘이사의 충실의무’ 위반에 대하여 대표소송 등을 통해 소액주주의 권리가 보호될 여지는 존재하나, 부당내부거래 관련 판결에 지배주주의 사적이익 추구하고 그로 인한 소액주주의 이익침탈을 고려할 필요가 있다고 생각된다.

13) 윤창호·최윤동(2007)도 공정거래위원회의 심결례 분석을 통해 내부거래 관련 규제의 입법취지가 공정거래법 제1조의 취지인 공정하고 자유로운 경쟁을 촉진하고 과도한 경제력집중을 억제하는 데 있다고 지적한다.

제 4 장

분석자료 및 실증분석

제 1 절 분석자료

본 연구는 우리나라 기업집단의 내부거래 과정에서 터널링(tunnelling)을 지지하는 실증적 증거의 존재 여부를 확인하는 것을 목적으로 한다. 터널링과 관련된 기존의 연구들은 터널링의 존재 여부 및 그 크기를 확인하기 위해 다양한 방법론을 적용하여 왔다. 그러나 대부분의 연구에서는 터널링의 존재 여부를 직접적으로 측정하기보다는 다양한 대용변수(proxies)를 활용하는 데 그쳐 왔다.

본 연구에서는 기업의 소유구조와 기업 간 내부거래에 대한 보다 상세한 자료를 활용하여 터널링의 존재 여부를 직접적으로 검증하였다. 터널링의 존재 여부를 직접적으로 검증하기 위해서는 기업집단 내에서 발생하는 거래에 대한 정보, 거래 쌍방에 대한 현금흐름권 등 소유구조 자료 및 재무 관련 자료가 필요하다. 아래에서는 본 연구에 사용된 자료를 살펴보도록 한다.

1. 기업 소유구조 자료 및 현금흐름권의 도출

분석에 사용된 소유구조 자료는 기본적으로 공정거래위원회가 상호출자제한 대상 기업에 대하여 그동안 조사해 온 자료이다. 분석대상 기간은 1995~2005년이며, 본 자료에는 지배주주 및 친인척의 주식보유내

역 및 특수관계인 등에 대한 주식보유 내역도 포함되어 있다. 상호출자 제한 규제 대상 기업의 경우에는 계열사 간 주식을 교차 보유하는 것이 금지되어 있다. 2002년 3월까지의 이러한 규제가 상위 30대 기업집단에 대하여 적용되어 왔으며, 2002년 4월 이후에는 총자산이 2조원을 넘는 기업집단의 모든 계열사에 규제가 적용되어 왔다. 이와 같은 제도적 변화 이외에도 외환위기 이후의 기업구조조정으로 인한 기업집단의 흥망 및 기업분할 등으로 연도별로 상호출자제한 규제 대상 기업집단의 범위에 차이가 존재한다. 따라서 본 연구에서 사용한 공정거래위원회의 소유구조 자료에 포함된 기업집단은 연도별로 차이가 존재한다. 원자료는 공정거래위원회에서 제공받았으나, 혹시 존재할 수 있는 오류를 방지하기 위해 금융감독원의 전자공시시스템인 DART에서 제공되는 사업 보고서 등을 활용하여 자료의 정확성을 확인하였다.

앞서 논의한 바와 같이, 비효율적인 기업집단 내 계열사 간 내부거래의 발생은 지배주주의 계열사에 대한 현금흐름권의 격차에 따른 현상일 가능성이 높다. 만약 지배주주 일가의 직접지분만을 고려한다면 우리나라 기업집단의 계열사 간 복잡한 출자구조로 인해 지배주주의 현금흐름권을 적절하게 반영하지 못한다. 예를 들어, [그림 4-1]은 삼성 계열사의 소유구조를 보여주고 있는데, 단순 합으로 지배주주의 현금흐름권을 계산하는 것이 불가능함을 잘 보여주고 있다. 따라서 이에 대한 실증분석을 위해서는 순환출자 및 계열사의 여타 계열사에 대한 주식보유 등을 고려하여 기업집단 계열사별 지배주주의 현금흐름권을 엄밀하게 계산할 필요가 있다.

현금흐름권의 계산방식을 간략하게 설명하면 다음과 같다.¹⁴⁾

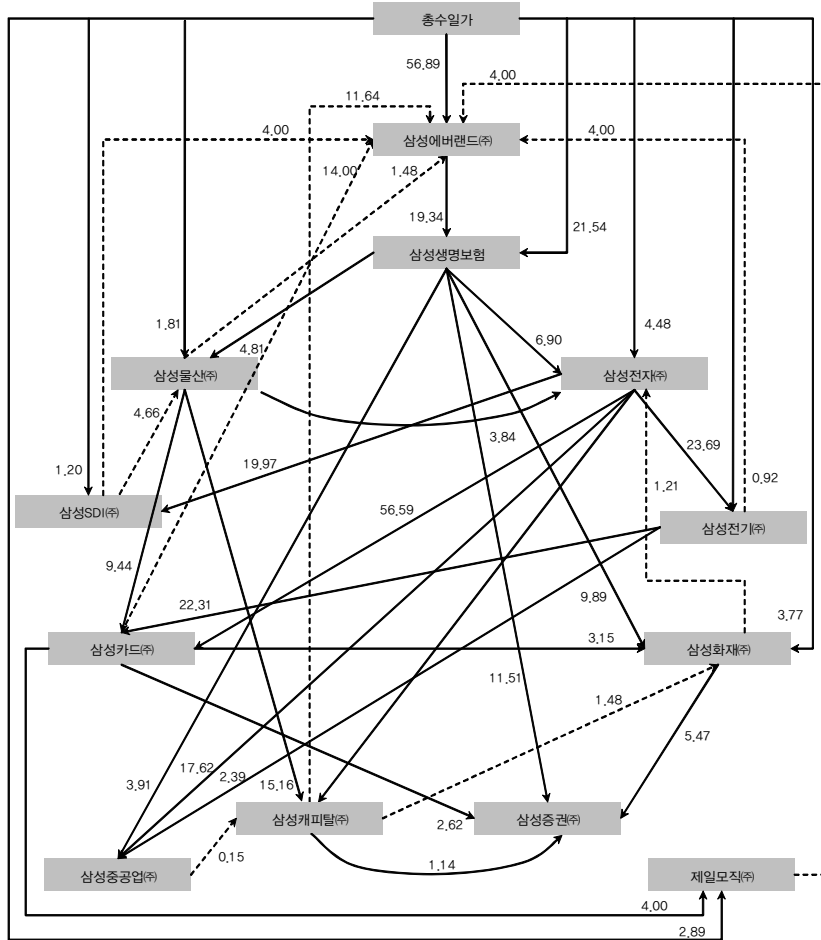
먼저 보통주에 대하여 다음을 정의하자.

- m_i : 기업 i 에 대한 지배주주 및 친족(지배주주 일가) 지분
- S_{ij} : 기업 i 에 대한 기업 j 의 지분

기업집단의 지배주주 일가가 각 계열사에 대해 가지는 현금흐름권은 다음과 같이 표현할 수 있다.¹⁵⁾

14) 현금흐름권은 한국개발연구원(2003), 김선구 외(2003), 김진방(2000), 김경수 외(1998)와 동일한 방식으로 계산한다.

[그림 4-1] 삼성 계열사들의 주요 출자관계



15) 식에서 알 수 있듯이 자사주 펀드를 포함한 자사주에 대한 배당은 이루어지지 않는 점을 고려하여 현금흐름권의 계산에 있어 자사주를 포함하지 않는다. 자사주의 비율을 현금흐름권의 계산 시 제외하였으므로 총배당금에서 보통주가 가지는 권리의 비율을 조정할 필요가 있다. 예를 들어, 지배주주 일가가 30%의 지분을 가지고 있고 자사주 비율이 20%인 경우 지배주주 일가의 배당에 대한 권리는 $37.5\% (=30/0.8)$ 가 되므로 본문에서 구한 현금흐름권을 자사주의 비율을 제외한 비율로 나누어 주어야 한다. 물론 자사주의 포함 여부는 현금흐름권의 계산에서는 차이를 유발하지 않는다. 즉, 자사주를 포함하여 현금흐름권을 계산한 경우와 자사주를 제외하고 자사주 비율만큼 조정하여 현금흐름권을 계산한 경우 동일한 결과를 얻는다. 이에 대한 논의는 김선구 외(2003)를 참조하라.

$$CFR_i = m_i + \sum_{j \neq i} S_{ij} CFR_j \quad (1)$$

위 식에서 알 수 있듯이 기업집단의 지배주주의 현금흐름권은 직접 소유한 지분 외에 계열사를 통해 보유한 간접적인 소유지분의 합으로 구성된다.

위 식을 정리하여 행렬의 형태로 나타내면 현금흐름권은 다음과 같이 표현된다.

$$CFR = (I_n - [S_{ij}])^{-1}m \quad (2)$$

여기서 $[S_{ij}]$ 는 계열사 간 상호주식보유를 나타내는 출자행렬로 자사주에 대한 원소인 대각원소가 모두 0인 행렬이다.

2. 내부거래 자료

본 연구의 핵심인 내부거래 자료는 체계적인 분석이 가능한 형태로 가공되어 있지 않다. 사실 내부거래에 대한 기존 연구가 몇몇 사례에 대한 분석이나 대응변수를 사용하는 데 그쳐 온 것도 분석 가능한 형태로 정리된 계열사 간 내부거래 자료가 존재하지 않았던 데 일부 기인하였을 것으로 추론된다.

본 연구에서는 우리나라 회계제도의 특유성을 활용하여 기존 연구보다 한걸음 나아간 분석을 시도하였다. 현재까지 우리나라 기업회계는 개별재무제표를 기준으로 삼아왔으나, 자회사 등의 실적을 반영하여 기업의 실적을 보다 정확하게 나타낼 수 있는 연결재무제표로 이행되어 가는 과정에 있다.¹⁶⁾ 기본재무제표가 완전히 연결재무제표로 개정되는 기간 동안에 상장사의 경우에는 분기, 반기 및 연간으로 개별재무제표를 작성하되 연간으로 연결재무제표도 작성하도록 되어 있다. 연결재무제표에서는 연결대상 기업을 하나의 기업으로 간주하고 재무제표를 작성하기 때문에 매출의 이중계상을 막기 위해 연결대상 기업 간 거래를

16) 자산총액이 2조원 이상인 기업에 대해서는 연결재무제표가 2008년 3월부터 기본재무제표가 될 예정이다.

상계하고 있다.

예를 들어, A라는 기업이 B라는 자회사를 소유하고 있다고 가정해 보자. A의 연결재무제표에서는 A의 매출뿐 아니라 B의 매출도 반영되게 된다. 이때 A와 B 사이에 거래가 존재하였다면 A의 연결재무제표에는 매출이 이중 계상되게 된다. 이를 제거하기 위해 상계가 이루어지며 연결재무제표에서는 주요 거래를 연결재무제표의 각주에 보고하고 있다. 다만, 모든 연결대상 계열사와의 거래를 보고하지 않는 기업들도 존재하므로 수집된 자료에 일정한 한계는 존재한다.

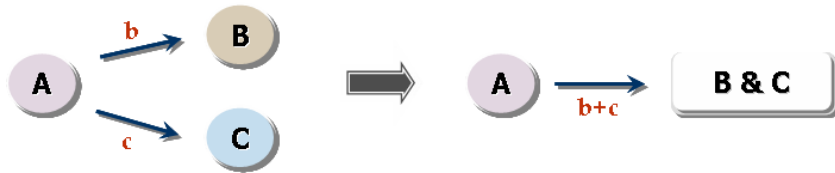
본 연구에서 사용된 내부거래 자료는 연결재무제표의 각주에 제시된 연결대상 계열사와의 거래내역을 수작업으로 모은 것이다. 거래내역에는 매출·매입, 수익·비용, 부채에 대한 지급보증 등 다양한 내용을 담고 있다. 상품이나 서비스에 대한 매출·매입이 기업집단의 사업구조와 가장 면밀한 연관성을 지니고 있으며 개별 기업의 영업이익에 직접적인 영향을 미친다는 점을 감안하여 본 연구에서는 매출·매입 자료에 초점을 맞추었다.¹⁷⁾

수집된 자료는 계열사 간의 거래자료를 거래별로 분류하였으므로, 기존 연구에 비해 내부거래가 수익성에 미치는 영향을 보다 엄밀하게 분석할 수 있다. 예를 들어, 한 기업집단 내에 A, B, C 세 계열사가 존재하고 B, C가 A의 연결대상 회사라고 가정하자. 또한 A와 B 사이에 b원만큼의 내부거래가 있었으며, A와 C 사이에도 c원만큼의 내부거래가 있었다고 가정하자. 기존 연구¹⁸⁾에서는 [그림 4-2]에 나타난 바와 같이 A와 B 사이의 거래와 A와 C 사이의 거래를 구분하지 않고 A와 연결대상 회사인 B와 C 사이의 거래 $b+c$ 를 기준으로 분석을 실시하였다. 이 경우 A와 B 사이의 거래와 A와 C 사이의 거래가 다른 유인구조를 가지고 진행되었을 가능성이 있으므로 내부거래가 각 기업의 수익성에 미치는 영향을 정확하게 판별하지 못할 가능성이 있다. 따라서 본 연구에서는

17) 물론 여타 거래들에 대한 분석도 의미가 있을 것이며, 과거 연구에서는 오히려 지급 보증에 초점을 맞춘 사례가 더 많다. 다만, 공정거래위원회가 외환위기 이후 30대 기업집단에 대하여 신규 지급보증을 금지하였으므로, 지급보증은 축소되는 추세에 있다.

18) 예를 들어, Chang and Hong(2000)을 들 수 있다.

[그림 4-2] 기존 연구에서의 내부거래 측정방식



[그림 4-3] 본 연구에서의 내부거래 측정방식



[그림 4-3]에서와 같이 두 거래를 독립적인 거래로 간주하고 분석을 실시하였다.

3. 재무제표

최종 분석에서는 앞서 소개한 현금흐름권과 계열사 간의 내부거래가 각 계열사의 수익성에 미치는 영향을 살펴보게 될 것이므로 기업의 수익성을 측정하는 데 필요한 재무항목과 수익성에 대한 분석에서 기존 연구에서 사용되었던 재무 및 비재무 항목에 대한 정보가 필요하다. 이러한 정보들은 한국신용평가정보에서 제공하는 데이터베이스를 활용하여 구축하였다. 한국신용평가정보의 데이터베이스에서 분석대상 기업은 재무제표의 정확성이 상대적으로 높은 것으로 평가되는 외부감사 대상 기업¹⁹⁾으로 한정하였으며, 금융업의 경우 비금융업과 다른 분석방법이 요구되므로 제외하였다.

19) 외부감사 대상 기업은 자산이 70억원 이상이거나 상장 및 코스닥 등록 기업으로 규정되어 있다.

제2절 실증분석

1. 내부거래의 특성

내부거래는 계열사들 간의 자산, 자본, 상품, 서비스 등의 거래를 총칭한다. 정보의 비대칭성이나 거래비용이 클 경우 이러한 거래의 적절한 활용은 효율성을 증진시킬 수 있다. 또한 이러한 내부거래는 동일 기업집단 내의 계열기업 사이에서 위험을 공유(risk-sharing)하는 효과를 창출할 수 있다. 즉, 기업집단 내의 내부거래가 잘 활용될 경우 전략적·경제적으로 기업집단 전체의 성과를 높일 수 있다. 사실 우리나라 기업집단의 계열사가 다각화되어 있기 때문에 내부거래 및 자원의 공유를 통해 다각화의 장점을 잘 활용할 수 있었다는 평가도 존재한다.²⁰⁾

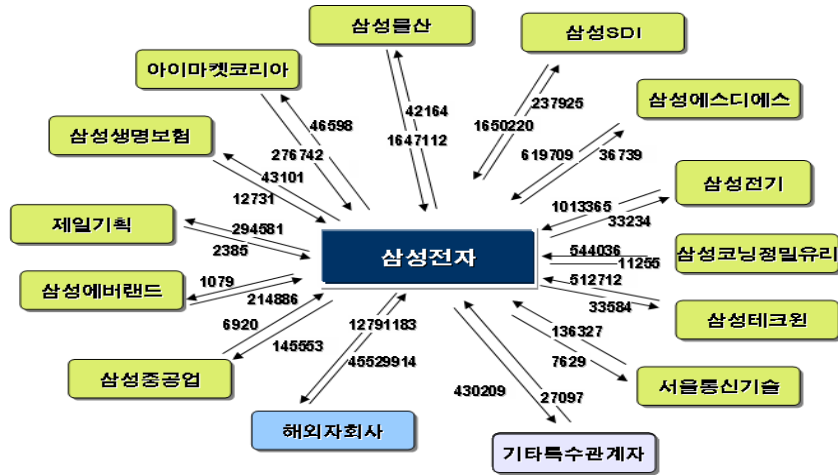
기업집단 내 내부거래가 어떠한 형태를 나타내고 있는지를 살펴보기 위해 2005년 당시 삼성전자와 계열사 간의 거래 및 현대자동차와 계열사 간의 거래를 [그림 4-4]와 [그림 4-5]로 도식화하였다.

그림에서 나타난 바와 같이 삼성전자는 계열사와 매우 활발한 내부거래를 실시하고 있다. 반도체, 가전기기, LCD 패널, 휴대폰 등을 생산하는 삼성전자는 삼성SDI로부터는 PDP 패널 및 CRT 브라운관을, 삼성테크윈으로부터는 핸드폰에 필요한 카메라 모듈을, 삼성전기로부터는 다양한 전자 부품품을 제공받고 있다. 이러한 상품거래 외에도 제일기획으로부터는 광고 및 PR 서비스를 구매하고 있으며, 삼성 SDS로부터는 IT 아웃소싱 서비스를 구매하고 있다. 반대로 많은 계열기업들도 삼성전자가 제공하는 상품 및 서비스를 구매하고 있다. 그림이 지나치게 복잡해지는 것을 막기 위해 포함하지는 않았으나 그림에서 삼성전자를 둘러싸고 있는 계열사 간에도 매우 활발한 내부거래가 이루어지고 있다.

현대자동차의 경우에도 활발한 내부거래를 실시하고 있다. 완성차 제조를 주로 담당하는 현대자동차는 현대하이스코 및 현대제철로부터 철강재를 공급받고 있으며, 현대모비스 및 현대오토넷으로부터는 자동차

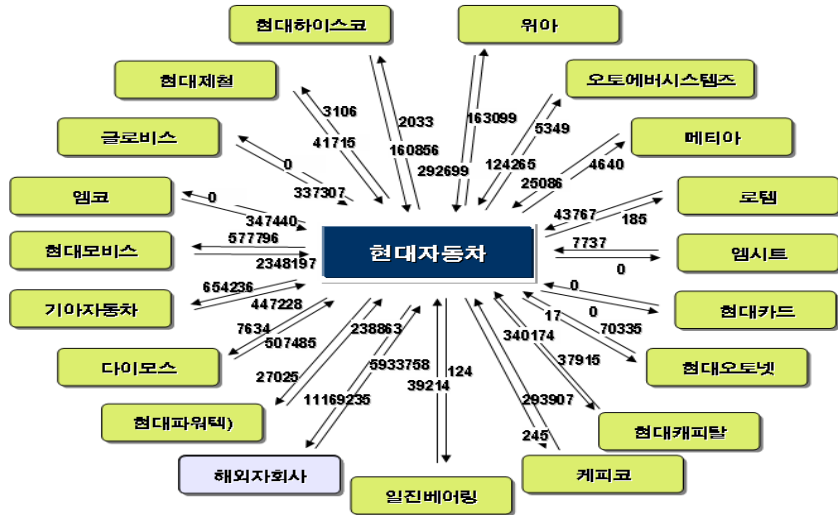
20) Chang and Hong(2000) 등을 참조하라.

[그림 4-4] 삼성전자와 연결대상 자회사 간의 거래내역(2005년)



주: 1) 단위는 백만원.
 2) 연결대상 회사 및 특수관계자 포함.
 자료: 삼성전자 연결재무제표.

[그림 4-5] 현대자동차와 연결대상 자회사 간의 거래내역(2005년)



주: 1) 단위는 백만원.
 2) 연결대상 회사 및 특수관계자 포함.
 자료: 현대자동차 연결재무제표.

부품을 공급받고 있다. 또한 엠코는 현대자동차의 건설 관련 업무를 수행하고 있으며, 글로비스는 완성차 운송업무를 제공하고 있다.

이러한 내부거래에 불공정한 지원 등이 포함되어 있을 경우 경쟁기업의 진입을 억제하는 등 시장의 경쟁을 저해할 수 있을 뿐만 아니라 부실기업에 대한 지원과정에서 일부 계열사의 부실이 여타 계열사로 전염되도록 할 가능성도 존재한다. 이에 더하여 지배주주가 계열사 간 내부거래를 통해 소액주주의 권리를 침탈할 가능성이 있다. 이러한 내부거래는 경제 전체의 효율성을 저해하고 재산권을 침해하는 등 사회적인 문제를 일으킬 수 있다.

우리나라의 경우 기업집단 내의 계열회사들에 대한 지배주주의 현금흐름권에 큰 격차가 존재한다. <표 4-1>은 우리나라의 주요 기업집단별 계열사에 대한 기초통계량을 보여주고 있다. 예를 들어, 삼성의 경우 지배주주의 현금흐름권은 0~57%까지 넓게 퍼져 있다.

이와 같이 지배주주의 계열사별 현금흐름권 격차가 존재하면 지배주주는 기업집단 소속 기업들 사이의 거래를 통해 현금흐름권이 낮은 계열사로부터 현금흐름권이 높은 계열사로 부를 이전할 유인이 존재할 수 있다. 이러한 부의 이전은 지배주주의 여타 주주에 대한 재산권의 침해를 의미한다.

[그림 4-6]에 제시되어 있는 가상의 그룹 계열사 A와 B 간의 거래 및 현금흐름권을 살펴보면 내부거래를 통한 부의 이전유인을 쉽게 이해할 수 있다. 지배주주의 계열사 A와 B에 대한 현금흐름권은 각각 5%와 50%라고 가정하자. 현금흐름권에 이와 같은 격차가 존재하는 경우 지배주주가 얻게 되는 편익에는 큰 차이가 발생하고, 지배주주는 부를 이전할 유인을 가질 수 있다. 예를 들어, A기업과 B기업이 동일한 100원의 이익을 창출할 때, 지배주주가 얻게 되는 편익은 각각 5원과 50원으로 현금흐름권의 차이와 동일한 10배의 차이가 나타나게 된다. 따라서 지배주주는 A회사의 이익을 B회사로 옮기기 위해 내부거래를 활용할 수 있다.

보다 구체적으로 내부거래의 비중과 현금흐름권의 차이 사이의 관계는 다음과 같이 설명할 수 있다. A회사와 B회사가 생산하는 상품이나 서비스에 대하여 서로 수요가 존재한다고 가정하자. 또한 A회사의 매출 중

〈표 4-1〉 상호출자제한 기업집단 계열사 현금흐름권 기초통계량(2005년)

기업집단명	계열사 수	평균	표준편차	최솟값	최댓값
KCC	7	60.14	16.5	40	88
금호	18	29	14.9	0	58
대림	12	40.25	32.4	8	100
대성	41	75	27.77	0	100
대한	12	66.08	28.93	21	100
동국	8	21.63	6.95	9	31
동부	21	28.52	11.64	12	55
동양	16	27.69	15.99	0	70
동양제철화학	18	30.5	18.39	10	75
두산	18	29.83	27.26	7	100
롯데	41	22.76	18.54	0	59
삼성	62	8.23	11.99	0	57
삼양	10	23.1	11.37	0	42
세아	28	74.54	19.66	30	100
신세계	13	26	13.56	8	55
SK	50	8.98	14.51	1	70
LG	38	15.18	10.1	0	36
영풍	19	26.68	14.55	0	49
CJ	48	18.54	17.77	4	100
코오롱	28	16.82	9.14	3	36
태광	44	44.48	33.73	0	100
하이트	11	46.82	26.29	35	100
한국타이어	8	39.75	25.58	19	100
한솔	10	8.5	7.74	1	28
한진	23	21.78	22.3	7	100
한화	30	19.2	13.92	0	56
현대	7	7.57	9.47	1	28
효성	16	47.13	25.16	17	100
현대백화점	20	26.95	15.81	11	78
농심	12	62.75	24.05	13	100
이랜드	12	52.92	22.6	13	77
현대산업개발	12	23.67	16.58	8	64
부영	6	23.83	9.81	12	35
현대자동차	28	16	20.29	2	75
현대중공업	7	9.86	3.85	5	14
LS	17	29.59	12.87	14	64
STX	14	30.14	30.88	8	90
GS	50	60.42	33.4	8	100

[그림 4-6] 내부거래와 현금흐름권 격차



- 주: 1) () 안의 수치는 지배주주의 현금흐름권을 의미함.
 2) 화살표 안의 수치는 화살표의 출발점에 해당하는 회사의 매출액 중 화살표가 향하는 업체로부터 발생하는 매출의 비중을 의미함.

에서 B회사로의 매출이 차지하는 비중은 10% 이고, B회사의 매출 중에서 A회사로의 매출이 차지하는 비중은 50% 라고 하자. 이 경우 A회사로부터 B회사로의 부의 이전은 두 가지 경로로 발생할 수 있다. 첫째, A회사가 B회사의 상품이나 서비스를 시장가격보다 높은 가격에 구매해주는 것이다. 이 경우 시장가격보다 높은 가격에 상품이나 서비스를 판매하면 B회사는 추가적인 이익을 누리게 되며, A회사는 손실을 입게 된다. 둘째, A회사가 B회사에 시장가격보다 낮은 가격에 상품이나 서비스를 공급해 주는 것이다. 이 경우 역시 A회사의 피해를 통해 B회사는 추가적인 이익을 누리게 된다. 전체 매출에서 상대방 회사로의 매출이 클수록 이러한 상품거래를 통한 이익이전의 규모가 클 수 있으며, 따라서 전체 매출에서 상대방으로의 매출 비중이 터널링과 어떠한 관계를 갖는지를 살펴볼 필요가 있다. 이상에서 살펴본 가상의 사례에서도 B회사의 경우 전체 매출에서 A회사로의 매출이 50%에 달하기 때문에 이 거래에서 초과 이익을 남긴다면 회사 전체의 수익성이 쉽게 개선될 수 있으며, 동일 산업의 평균적인 기업과 비교하여 초과이익률을 시현할 수 있다.²¹⁾ 나아가 이러한 부의 이전이 장기간에 걸쳐 반복적으로 이루어진다면 개별 기업의 문제뿐만 아니라 경제전체의 효율성에도 영향을 미칠 가능성이 존재한다.

21) 물론 제2장에서 논의한 바와 같이, 이 같은 이익률의 차이가 터널링 외에도 수직적 계열화를 통한 효율성 증진효과에 기인한 것일 수도 있다. 본문의 논의는 내부거래의 효율성 증진효과가 존재할 수 있음을 부정하는 것이 아니라 지배주주 일가의 현금흐름권과 영업이익률 사이에 존재할 수 있는 관계에 대한 논의로 국한하여 해석하는 것이 타당할 것이다.

2. 정상 수익성에 대한 괴리도

계열사 간 거래가 기업성과에 미치는 영향과 지배주주의 이익을 위한 터널링이 존재하는가를 분석하기 위해서는 각 산업에서 평균적인 기업들의 성과와의 비교가 필요하다. 산업의 평균적인 기업과 비교하기 위하여 Bertrand, Mehta, and Mullainathan(2002)과 유사하게 기업집단 소속계열사의 평균적인 기업으로부터의 편차를 계산한다.

Bertrand, Mehta, and Mullainathan(2002)은 내부거래를 실시한 기업들이 그 과정에서 초과 이익 또는 손실을 입었는지를 살펴보기 위해 개별 기업이 속해 있는 산업의 평균 이익률²²⁾과 내부거래를 실시한 기업의 이익 간의 괴리도를 측정하는 바 있다. 즉, 내부거래 과정에서 어떤 기업이 ‘비정상적’인 이익을 취했다면, 이 기업의 수익성은 같은 산업의 일반적인 기업에 비해 높게 나타날 것이라는 데 착안한 것이다.

이들은 이러한 편차를 구하는 데 있어 기업의 성과에 영향을 미치는 변수들을 통제하지 않고 기업 수익성의 회계적 지표를 직접적으로 사용하였다. 그러나 기업규모, 부채비율 등의 기업특성과 기업집단의 특성 등이 회계적 성과에 영향을 미칠 수 있으므로 이러한 변수들을 통제하는 것이 필요하다.

본 연구는 기본적으로는 Bertrand, Mehta, and Mullainathan(2002)의 방법론을 따르되, 기존 문헌에서 기업 수익성에 영향을 미치는 것으로 알려진 기업의 연령, 규모, 레버리지 등을 감안하여 평균수익성과의 차이를 측정하였다. 즉, 기업 수익성에 영향을 미치는 것으로 알려진 변수를 독립변수로 삼아 기업 수익성에 대한 고정효과(fixed effect) 회귀분석을 실시한 후 예측치(fitted value)를 계산하고 실제 수익성과의 격차를 구하여 분석에 사용하였다. 수식으로는 다음과 같이 나타낼 수 있다.

$$devi_i = ROS_i - \widehat{ROS}_i$$

기업의 수익성 지표로는 매출액영업이익률(return on sales: ROS)을 사용하였다. 매출액 영업이익률은 기업집단 내 내부거래 중 매출과 매입에

22) 평균 이익률(정상 수익성)로는 산업별 가중평균 이익률을 사용하였다.

〈표 4-2〉 수익률 편차 분석의 통제변수

변수	정의
<기업특성 변수>	
광고 및 R&D	광고비와 연구개발투자(연구비+경상개발비)의 자산에 대한 비율
유동성	현금 및 현금등가물의 자산에 대한 비율
부채비율	부채의 자산에 대한 비율
기업규모	자산총계의 로그값
영업연수	설립일로부터의 연수
<기업집단 특성 변수>	
기업집단 광고 및 R&D	계열사별 광고 및 R&D 합이 기업집단 자산에 대한 비율
기업집단 유동성	계열사별 현금 및 현금등가물 합이 기업집단 자산에 대한 비율
기업집단 부채비율	계열사별 부채의 합이 기업집단 자산에 대한 비율
기업집단 규모	기업집단 자산총계의 로그값
관련 다각화	산업 내 엔트로피지수
비관련 다각화	산업 간 엔트로피지수

가장 직접적으로 연계되어 있으므로 본 연구에 가장 적합할 뿐 아니라, 일반적인 수익성 관련 연구에서도 대표적으로 사용되는 변수이다.

예측치를 계산하기 위한 고정효과 회귀분석에서 고려된 기업특성 변수들은 다음과 같다. 첫째, 광고비와 연구개발비의 합을 통제 가능성(control potential)의 대용변수로 포함하였다. 많은 경우 외부투자자는 광고 및 R&D 투자비용에 대한 직접적인 정보를 획득하기 어렵고 경영진(또는 지배주주)의 통제하에 놓여 있는 경우가 많아 정보의 비대칭성과 경영진의 사적이익을 극대화하는 통제 가능성을 반영하는 변수로 사용된다.²³⁾ 유동성과 부채비율을 통제변수로 포함하여 기업의 현금흐름

23) 광고비와 R&D 비용에 대한 해석에 대해서는 Yafeh and Yosha(2003)를 참조하라.

(cash flow)과 자본구조를 반영하였다. 또한 규모와 시간에 따른 효과를 통제하기 위하여 기업규모와 영업연수를 통제변수로 포함하였다.

기업특성 외에 기업집단 소속 계열사는 기업집단의 특성에 영향을 받을 수 있다. 예를 들어, 내부거래에 있어 독립된 기업일지라도 기업집단 전체의 이익을 극대화하기 위하여 또는 지배주주의 이익을 극대화하기 위하여 마치 대규모 기업의 특정 부서와 같이 행동할 수 있으므로 기업집단의 특성이 개별 기업의 수익성에 미치는 영향을 통제할 필요가 있다. 이를 위해 기업집단 수준의 광고 및 R&D, 부채비율, 유동성 그리고 기업집단의 규모 등을 통제변수로 고려하였다.

이 외에 Amit and Livant(1988), Palepu(1985) 그리고 Chang and Hong (2000) 등의 연구에서 기업집단의 다각화(diversification) 정도를 측정하는 지표로 사용된 엔트로피지수(entropy index)를 고려하였다. Palepu (1985)에 따르면, 엔트로피지수는 동일 산업 내 매출액의 분포에 따른 관련 다각화지수와 산업별 판매액의 분포를 고려한 비관련 다각화의 두 부분으로 나눌 수 있는데, 본 연구에서는 한국표준산업분류(Korean Standard Industry Classification: KSIC)의 2자리(2-digit) 분류에 따라 관련 다각화와 비관련 다각화지수를 통제변수로 고려하였다.

<표 4-3>은 수익성의 편차(deviation)를 구하기 위한 회귀분석 결과이다. (1)과 (2)는 기업특성 변수만을 고려한 것이고, (3)과 (4)는 기업 변수와 기업집단 변수를 동시에 고려한 것이다. 회귀분석 결과는 정성적으로 유사하다. 먼저 광고 및 R&D의 경우 (1)~(4)에서 모두 통계적으로 유의한 음의 계수를 가지는 것으로 확인되었다. 또한 (3)과 (4)의 경우 기업집단 수준에서의 광고 및 R&D 비용도 수익성과 유의한 음의 관계를 가지는 결과를 얻었다. 관련 다각화의 경우 통계적으로 유의한 양의 계수가 추정되었는데, 이는 다각화가 동일 산업에서 이루어지는 경우 시너지효과가 존재함을 시사한다.

회귀분석은 고정효과패널모형이므로 산업효과와 기업집단효과가 통제되었다. 따라서 산업 평균으로부터의 편차만을 고려한 Bertrand, Mehta, and Mullainathan(2002)과는 달리 산업효과와 개별효과를 통제하였다는 점에서 차별성이 있다. 이하에서 수익률의 편차는 회귀분석모형 (4)를 기준으로 계산한 결과를 이용한다.

〈표 4-3〉 수익률 편차 계산을 위한 회귀분석: 고정효과패널

	Dependent Variable: ROS			
	(1)	(2)	(3)	(4)
<기업 변수>				
광고 및 R&D	-0.431** (0.20)	-0.431** (0.20)	-0.404** (0.19)	-0.385* (0.20)
유동성	0.0285 (0.034)	0.0289 (0.034)	0.0258 (0.034)	0.0345 (0.034)
기업규모	0.0411*** (0.0099)	0.0422*** (0.0099)	0.0420*** (0.0098)	0.0468*** (0.0099)
부채비율	-0.0000215 (0.000083)	-0.0000153 (0.000083)	0.0000235 (0.000085)	0.0000675 (0.000085)
영업연수	0.0210 (0.014)	0.0227* (0.014)	0.0215 (0.014)	0.0801*** (0.017)
상장더미		-0.0529*** (0.017)	-0.0541*** (0.017)	-0.0541*** (0.017)
<그룹 변수>				
기업집단 규모			-0.0101 (0.0064)	-0.00408 (0.0065)
기업집단 광고 및 R&D			-0.810** (0.36)	-0.653* (0.37)
기업집단 부채비율			-0.0456 (0.043)	-0.0681 (0.044)
기업집단 유동성			0.0224 (0.055)	0.0343 (0.054)
관련 다각화			0.0258** (0.012)	0.0333*** (0.011)
비관련 다각화			0.0158 (0.013)	0.0100 (0.013)
상수항	-0.761*** (0.16)	-0.773*** (0.16)	-0.548*** (0.19)	-0.939*** (0.21)
연도 더미	No	No	No	Yes
관측치 수	11742	11742	11742	11742
R-squared	0.02	0.02	0.02	0.03

주: () 안은 표준오차를 나타내며, *, ** 및 ***는 각각 추정계수가 10%, 5% 및 1% 수준에서 유의함을 의미함.

3. 수익성, 현금흐름권 및 내부거래 간의 관계

앞서 설명한 바와 같이 내부거래 건별로 내부거래 실시 기업들의 수익성의 괴리도 및 현금흐름권에 대한 정보를 구축하였다. 내부거래 건별로 지배주주의 현금흐름권이 높은 기업을 선호기업(H)으로 정의하고, 지배주주의 현금흐름권이 낮은 기업을 비선호기업(L)으로 정의하였다. 이러한 정의하에서 먼저 검증하려는 가설은 다음과 같다.

가설 1: 선호기업(현금흐름권이 높은 기업)과 비선호기업(현금흐름권이 낮은 기업)의 현금흐름권 차이가 클수록 선호기업의 수익성 괴리도가 비선호기업의 수익성 괴리도보다 높게 나타난다.

만일 이 가설이 입증된다면, 기업집단의 계열사 간 내부거래를 통해 비선호기업으로부터 선호기업으로 부가 이전되었고 이에 따라 선호기업의 정상 수익성으로부터의 괴리도가 크게 나타난 것이라고 해석할 수 있다. 이 가설을 실증적으로 검토하기 위해 다음의 두 가지 변수를 정의하도록 한다. $Disp$ 는 선호기업과 비선호기업 간의 수익성 괴리도 격차를 의미하며, $Dicash$ 는 선호기업과 비선호기업 간의 현금흐름권의 격차를 의미한다. 가설 1에 대한 검증을 위해 다음과 같은 회귀방정식을 설정하였다.

$$Disp_i = \beta_0 + \beta_1 Dicash_i + \varepsilon_i$$

회귀식에서 $Disp_i = dev_i^H - dev_i^L$ 이며 $Dicash_i = cash_i^H - cash_i^L$ 이다. i 는 두 계열사 간의 거래로 정의되었다.

β_1 의 계수가 양의 값으로 나타나게 되면 선호기업과 비선호기업의 현금흐름권 격차가 클수록 선호기업과 비선호기업의 수익성 괴리도에 격차가 크게 나타났다고 해석될 수 있다. 보다 엄밀하게는 분석대상이 내부거래가 일어났던 기업들만을 대상으로 한 것이므로 내부거래를 실시한 기업들 간의 수익성 격차와 현금흐름권의 격차 간에 강한 상관관계가 있는 것으로 볼 수 있다. <표 4-4>의 첫 번째 열에 보고된 바와 같이 β_1 의 계수가 통계적으로 유의한 양의 값을 나타내고 있어, 가설 1을

〈표 4-4〉 가설 1과 2에 대한 분석결과

분석기간	(1) <i>Disp</i> 전 기간	(2) <i>Disp</i> 전 기간	(3) <i>Disp</i> 1999~2002년	(4) <i>Disp</i> 2003~2005년
<i>Dicash</i>	0.191*** (0.059)	0.169*** (0.059)	0.109 (0.068)	0.208** (0.089)
<i>withinsale</i>		0.323*** (0.030)	0.353*** (0.047)	0.303*** (0.038)
<i>withinbuy</i>		0.0124 (0.040)	-0.0305 (0.028)	0.131** (0.052)
상수항	-0.0593** (0.024)	-0.0728*** (0.024)	-0.0674*** (0.019)	-0.0655*** (0.024)
연도 더미	Yes	Yes	Yes	Yes
관측치 수	1965	1965	816	1149
R-squared	0.01	0.04	0.04	0.04

주: () 안은 표준오차를 나타내며, *, ** 및 ***는 각각 추정계수가 10%, 5% 및 1% 수준에서 유의함을 의미함.

지지하고 있다.²⁴⁾

다음으로 내부거래가 많을수록 이러한 선호회사와 비선호회사 간의 수익성 괴리도의 격차가 커지는지를 검토해 보았다. 이를 검증하기 위해 다음과 같은 두 가지 변수를 정의하였다. *withinsale*은 비선호회사에 대한 선호회사의 매출을 선호회사의 총매출로 나눈 값으로, 선호회사의 매출이 얼마나 비선호회사에 의존하고 있는지를 측정하는 지표이다. *withinbuy*는 선호회사가 비선호회사로부터 매입한 금액을 선호회사의 총매출로 나눈 값으로 선호회사가 총매출 과정에서 비선호회사로부터 얼마나 많은 매입을 실시하였는지를 보여주는 지표이다.

24) 가설 1의 회귀분석 결과에 대해서 익명의 검토자는 수익성이 높은 기업에 대해서 경영권 안정 차원에서 지분율을 높게 가져간 것으로도 해석될 수 있음을 지적하였다. 이는 인과관계에 있어 수익성이 높을수록 현금흐름권을 높일 유인이 존재한다는 것을 의미하는데, 이에 대한 연구는 향후 연구과제로 남겨둔다.

$$withinsale_i = \frac{\text{비선호회사에 대한 매출}}{\text{선호회사의 총매출}}$$

$$withinbuy_i = \frac{\text{비선호회사로부터의 매입}}{\text{선호회사의 총매출}}$$

가설 2: 선호기업의 전체 매출에서 내부거래가 차지하는 비중이 높을수록 선호기업의 수익성 괴리도가 비선호기업의 수익성 괴리도보다 높게 나타난다.

가설 2를 검증하기 위해 다음과 같은 회귀식을 설정하였다.

$$Disp_i = \beta_0 + \beta_1 Dicash_i + \beta_2 withinsale_i + \beta_3 withinbuy_i + \varepsilon_i$$

β_2 의 계수가 양의 값을 가지게 되면 비선호회사로의 매출이 선호회사의 총매출에서 차지하는 비중이 높을수록 수익성 괴리도의 격차가 크게 나타난다고 해석될 수 있다. 즉, 이 경우 비선호회사가 선호회사의 상품이나 서비스를 높은 가격에 구매해 주었을 가능성이 높음을 시사한다. β_3 의 계수가 양의 값을 가지게 되면 비선호회사로부터의 매입이 선호회사의 총매출에서 차지하는 비중이 클수록 수익성 괴리도의 격차가 크게 나타난다고 해석될 수 있다. 즉, 이 경우 비선호회사가 선호회사에 상품이나 서비스를 저가에 제공해 주었을 가능성이 높음을 의미한다.

분석결과는 <표 4-4>의 두 번째 열에 제시되어 있다. β_2 의 계수가 통계적으로 유의한 양의 값을 나타내고 있어, 비선호회사에 대한 선호회사의 매출비중이 높을수록 수익성 괴리도의 격차가 크게 나타남을 의미한다. 즉, 비선호회사가 선호회사의 상품이나 서비스를 고가에 구매함으로써 부의 이전이 발생하였을 가능성을 시사하고 있다. 한편, β_3 에 대한 추정계수는 양의 값을 가지지만 통계적인 유의성이 낮은 수준으로 나타나고 있어 비선호회사가 저가에 상품이나 서비스를 공급하는 방식으로 터널링이 나타나지는 않은 것으로 판단된다.²⁵⁾

한편, 외환위기 이후 기업집단에 대한 규제 및 감시가 강화되었다는

25) *withinsale*과 *withinbuy* 변수를 각각 고려하여 회귀분석을 실시한 결과 <부표 1>에 나타난 바와 같이 정성적으로 동일한 결과를 확인하였다.

점을 감안하여 분석기간을 두 기간으로 분리하여 분석을 실시하여 보았다. 이는 기업집단에 대한 규제 및 감시가 강화될 경우 터널링의 강도가 완화되었을 가능성을 검증하기 위한 시도이다. <표 4-4>의 세 번째 열에는 1999~2002년에 대한 회귀분석 결과가 보고되어 있으며, 네 번째 열에는 2003~2005년에 대한 회귀분석 결과가 보고되어 있다.

기업집단에 대한 규제 강화 및 시장규율의 강화로 인해 터널링의 강도가 약화되었을 것이라는 기대와는 달리 최근 기간에 오히려 현금흐름권의 격차(*Dicash*)와 수익성 괴리도의 격차(*Disp*) 간의 관계가 더욱 강하게 나타나고 있다. 또한 β_2 뿐 아니라 β_3 에 대한 계수도 통계적으로 유의한 값을 나타내고 있어서 매출과 매입 두 가지 방식 모두 부의 이전에 기여하고 있을 가능성이 높아 보인다. 이와 같이 예기치 못한 결과가 도출된 원인에 대한 연구는 추후 보다 엄밀한 분석이 요구된다.²⁶⁾ 다만, 터널링의 강도가 최근 전혀 완화되지 않았다는 점을 감안하여 규제 당국의 보다 치밀한 감독이 요구되는 상황이다. 나아가 시장의 감독이 이루어지기 위해서는 정확한 정보의 제공이 필수적이므로 공시강화가 요구된다.

26) 보다 엄밀한 분석이 필요하지만 원인에 대한 두 가지 추론이 가능하다. 첫째, 외환 위기 이후 이루어진 규제 강화가 오히려 기업 간 매출·매입을 통한 터널링을 유도 하였을 가능성이 있다. 기존 연구에서 지적된 바와 같이, 과거 계열사에 대한 지원 또는 터널링은 주로 낮은 이자율로의 대출 등 자금지원이나 지급보증 등을 통해 이루어졌다. 이러한 지원이 규제로 인해 계약을 받으면서 규제가 상대적으로 낮은 수준에 머물러 온 매출·매입에 초점이 맞추어졌을 수 있다. 둘째, 기업집단의 지배주주의 세대 간 상속이 가속화된 데 영향 받았을 수 있다. 엄밀한 분석을 위해서는 추가적인 자료를 확보해야 하겠으나, 기업집단에 대한 지배권을 상속하는 데에는 막대한 비용이 요구되며 이를 손쉽게 확보하는 방안이 기업집단 내 매출·매입을 통한 터널링이 될 수 있다는 점이다. 즉, 지배주주의 자녀가 대주주로 설정된 자회사를 설립하고 이 회사에 물량을 고가에 몰아주어서 회사의 가치를 급격하게 키운 후 이 회사의 지분을 활용하여 기업집단에 대한 지배권을 상속하는 데 필요한 자금으로 활용하는 것이다.

제5장

분석의 종합 및 결론

우리나라 기업집단체제에서 계열사는 독립적인 기업의 측면과 기업 집단의 일원으로 행동하는 두 가지 측면을 가지고 있다. 만약 모기업이 자기업의 지분을 100% 소유하는 지주회사인 경우 계열사 간 거래가 이해관계의 상충을 유발하지 않고 외부시장에 비해 내부시장이 효율적인 경우 내부거래를 통해 기업가치를 제고할 수 있다. 그러나 우리나라와 같이 지배주주가 존재하고 지배주주의 현금흐름권이 계열사에 따라 다른 경우 지배주주는 개별 기업의 가치를 극대화하기보다는 사적이익을 극대화할 유인을 가지게 된다. 이 경우 소액주주의 이익이 침해될 수 있으므로 계열사 간 거래의 특성과 결과를 분석하는 것은 학문적으로뿐만 아니라 정책적으로도 매우 중요한 문제이다.

본 연구는 1999~2005년까지의 기업집단 소속 계열사 간 거래내역과 지배주주의 현금흐름권에 대한 자료를 이용하여 내부거래에 의한 터널링 그리고 지배주주의 현금흐름권과의 관계를 분석하였다. 분석의 결과, 지배주주의 현금흐름권의 차이와 수익률의 차이 사이에 통계적으로 유의한 정의 관계가 확인되어 기업집단의 계열사 간 내부거래를 통해 부가 이전되었음을 확인하였다. 이러한 경향은 분석기간 중 후반부(2003~2005년) 기간 동안 더욱 강화된 것으로 관찰되었다. 나아가, 총매출 중 내부거래의 매출이 높을수록 수익률의 차이가 큰 것으로 확인되어 내부거래가 수익성에 영향을 미침을 시사한다.

기업집단에 대한 규제 강화 및 시장규율의 강화로 인해 터널링의 강

도가 약화되었을 것이라는 기대와는 달리 최근 기간에 오히려 매출과 매입 두 가지 방식 모두 부의 이전에 기여하고 있다는 결과는 규제당국에 의한 감독의 필요성을 시사한다. 또한 감독만으로 불충분할 수 있으므로 궁극적으로는 내부거래에 대한 시장의 감시 및 규율이 이루어질 수 있는 제도적 기반의 확립과 시행이 요구된다. 즉, 내부거래를 통해 지배주주가 소액주주의 이익을 침탈하는 경우 시장에서 감독이 적절하게 이루어질 수 있는 공시강화 등 환경의 조성이 필요한 것으로 생각된다.

본 연구는 내부거래 중 상품의 매출 및 매입에 한정하여 분석을 수행하였다. 내부거래를 구성하는 다른 요소들, 예를 들어 출자, 담보 등의 재무적 거래 또는 최대주주 및 경영진과의 거래 등을 고려하여 추가적인 분석이 이루어진다면 내부거래의 동기와 효과에 대한 이해가 증진될 것이다.

참 고 문 헌

- 강형철 · 박경서 · 장하성, 「기업집단의 계열사간 거래의 결정요인」, 『재무연구』, 제19권 제1호, 2006, pp.77~118.
- 경제개혁연대, 「왜 재벌 총수일가는 IT회사를 선호하는가— IT회사를 통한 재벌 총수일가 지원거래현황 분석」, 『경제개혁리포트 2007-5』, 2007.
- 김경수 · 김우택 · 박상수 · 장대홍, 「상호주식보유와 기업재무정책」, 『경제학연구』, 제46집 제4호, 1998, pp.221~258.
- 김상권, 「부당내부거래와 기업가치」, 『규제연구』, 제8권 제2호, 1999, pp.99~115.
- 김선구 · 류근관 · 이상승 · 빈기범, 『바람직한 출자총액제한제도의 개선방안』, 재정경제부 용역보고서, 서울대학교 기업경쟁력연구센터, 2003.
- 김진방, 「재벌의 소유구조: 통계, 개념, 분석」, 『경제학연구』, 제48집 제2호, 2000, pp.57~93.
- 남주하 · 진태홍 · 이석준, 「상호지급보증과 재벌의 내부자본시장」, 『금융학회지』, 제6권 제2호, 2001, pp.53~74.
- 박승록, 『기업집단의 내부거래와 효율성에 관한 연구』, 연구보고서 01-10, 한국경제연구원, 2001.
- 윤기향 · 박승록, 『기업집단의 내부거래가 주가에 미치는 영향』, 연구보고서 02-20, 한국경제연구원, 2002.
- 윤창호 · 최윤동, 「대기업집단 내부거래 규제에 대한 연구」, 『산업조직연구』, 제15권 제1호, 2007, pp.1~54.
- 이원흠, 「상장기업과 대주주와의 내부거래가 주가에 미치는 영향에 관한 실증 연구」, 『증권학회지』, 제34권 제4호, 2005, pp.111~148.
- 이원흠, 「대주주 소유구조 및 연계거래 여부가 기업가치에 미치는 영향에 관한 실증연구」, 『재무관리연구』, 제23권 제1호, 2006, pp.69~100.
- 장세진, 『외환위기와 한국 기업집단의 변화: 재벌의 흥망』, 박영사, 2003.
- 한국개발연구원, 『시장개혁 추진을 위한 평가지표 개발 및 측정』, 공정거래위원회 용역보고서, 2003
- Amit, Raphael and Joshua Livant, “Diversification Strategies, Business Cycles and Economic Performance,” *Strategic Management Journal* 9, 1988, pp.99~110.
- Bae, Kee-Hong, Jun-Koo Kang, and Jin-Mo Kim, “Tunneling or Value Added?”

- Evidence from Mergers by Korean Business Groups,” *Journal of Finance* 57(6), 2002, pp.2695~2740.
- Baek, Jae-Seung, Jun-Koo Kang, and Kyung Suh Park, “Corporate Governance and Firm Value: Evidence from the Korean Financial Crisis,” *Journal of Financial Economics* 71, 2004, pp.265~313.
- Barclay, Michael and Clifford Holderness, “Private Benefits from Control of Public Corporations,” *Journal of Financial Economics*, Vol. 25, No. 2, 1989, pp.371~395.
- Bergstrom, Clas and Kristian Rydqvist, “Ownership of Equity in Dual-Class Firms,” *Journal of Banking and Finance*, Vol. 14, 1990, pp.244~269.
- Berle, A.A. and G.C. Means, *The Modern Corporation and Private Property*, New York, Commerce Clearing House, Loose leaf service division of the Corporation Trust Company, 1932.
- Bertrand, Marianne, Paras Mehta, and Sendhil Mullainathan, “Ferretting Out Tunneling: An Application to Indian Business Groups,” *Quarterly Journal of Economics* 117(1), 2002, pp.121~148.
- Buysschaert, A., M. Deloof, and M. Jegers, “Equity Sales in Belgian Corporate Groups: Expropriation of Minority Shareholders? A Clinical Study,” *Journal of Corporate Finance*, Vol. 10, 2004, pp.81~103.
- Chang, Sea Jin and Jaebum Hong, “Economic Performance of Group-Affiliated Companies in Korea: Intragroup Resource Sharing and Internal Business Transactions,” *Academy of Management Journal* 43(3), 2000, pp.429~448.
- Cheung, Yan-Leung, P. Raghavendra Rau, and Aris 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, J.P.H. Fan, and J.P.H. Lang, “Disentangling the Incentive and Entrenchment Effects of Large Shareholdings,” *Journal of Finance* 57, 2002, pp.2741~2771.
- Faccio, M., J.P.H. Lang, and L. Young, “Dividends and Expropriation,” *American Economic Review* 91, 2001, pp.54~78.
- Friedman, Eric, Simon Johnson, and Todd Mitton, “Propping and Tunneling,” *Journal of Comparative Economics* 31(4), 2003, pp.732~750.
- Gertner, R.H., D.S. Scharfstein, and J.C. Stein, “Internal vs External Capital Markets,” *Quarterly Journal of Economics*, 1994, pp.1211~1230.
- Gordon, Elizabeth A., Elaine Henry, and Darius Palia, “Related Party Transactions: Associations with Corporate Governance and Firm Value,” 2004a.

- Gordon, Elizabeth A., Elaine Henry, and Darius Palia, "Related Party Transactions and Corporate Governance and Firm Value," *Advances in Financial Economics* 9, 2004b, pp.1~27.
- Hoshi, T., A. Kashyap, and D. Scharfstein, "Corporate Structure, Liquidity, and Investment: Evidence from Japanese Industrial Groups," *Quarterly Journal of Economics*, 1991, pp.33~60.
- Jensen, Michael C. and William H. Meckling, "Theory of the Firm: Managerial Behavior, Agency Costs and Ownership Structure," *Journal of Financial Economics* 3, 1976, pp.305~360.
- Johnson, Simon, Peter Boone, Alasdair Breach, and Eric Friedman, "Corporate Governance in the Asian Financial Crisis," *Journal of Financial Economics* 58, 2000, pp.141~186.
- Johnson, Simon, Rafael La Porta, Florencio Lopez-de-Silanes, and Andrei Shleifer, "Tunneling," *American Economic Review* 90, 2000, pp.22~27.
- Kahle, Kathleen M. and Kuldeep Shastri, "Executive Loans," Working paper, University of Pittsburgh, 2003.
- La Porta, Rafael, Florencio Lopez-de-Silanes, Andrei Shleifer, and Robert W. Vishny, "Law and Finance," *Journal of Political Economy* 106, 1998, pp.1113~1155.
- La Porta, Rafael, Florencio Lopez-de-Silanes, Andrei Shleifer, and Robert W. Vishny, "Corporate ownership around the World," *Journal of Finance* 54(2), 1999, pp.471~518.
- La Porta, Rafael, Florencio Lopez-de-Silanes, Andrei Shleifer, and Robert W. Vishny, "Agency Problems and Dividend Policies Around the World," *Journal of Finance* 55, 2000, pp.1~33.
- Lemmon, M.L. and K.V. Lins, "Ownership Structure, Corporate Governance, and Firm Value: Evidence from the East Asian Financial crisis," *Journal of Finance* 58, 2003, pp.1445~1468.
- Mitton, Todd, "A Cross-firm Analysis of the Impact of Corporate Governance on the East Asian Financial Crisis," *Journal of Financial Economics* 64, 2002, 215.241.
- Morck, Randall, Daniel Wolfenzon, and Bernard Yeung, "Corporate Governance, Economic Entrenchment, and Growth," *Journal of Economic Literature*, 2005, pp.655~720.
- Palepu, Krishna, "Diversification Strategy, Profit Performance and the Entropy Measure," *Strategic Management Journal* 6, 1985, pp.239~255.

- Stein, J., C., "Internal Capital Markets and the Competition for Corporate Resources," *Journal of Finance*, 1997, pp.263~292.
- Yafeh, Yishay and Oved Yosha, "Large Shareholders and Banks: Who monitors and How?" *Economic Journal*, 113, 2003, pp.128~146.
- Zingales, Luigi, "The Value of the Voting Right: A Study of the Milan Stock Exchange Experience," *Review of Financial Studies*, Vol. 7. No. 1, 1994, pp. 125~148.

【부 록】

〈부표 1〉 가설 2에 대한 분석결과

분석기간	(1) <i>Disp</i> 전 기간	(2) <i>Disp</i> 1999~2002년	(3) <i>Disp</i> 2003~2005년	(4) <i>Disp</i> 전 기간	(5) <i>Disp</i> 1999~2002년	(6) <i>Disp</i> 2003~2005년
<i>Dicash</i>	0.168*** (0.058)	0.112* (0.065)	0.208** (0.089)	0.189*** (0.058)	0.148** (0.064)	0.218** (0.089)
<i>withinsale</i>	0.324*** (0.031)	0.351*** (0.049)	0.312*** (0.038)			
<i>withinbuy</i>				0.0335 (0.051)	-0.0162 (0.034)	0.172*** (0.041)
상수항	-0.0755*** (0.018)	-0.0708*** (0.019)	-0.0619*** (0.024)	-0.0679*** (0.019)	-0.0621*** (0.019)	-0.0471* (0.024)
연도 더미	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes
관측치 수	1965	816	1149	1965	816	1149
R-squared	0.04	0.04	0.03	0.01	0.01	0.01

주: () 안은 표준오차를 나타내며, *, ** 및 ***는 각각 추정계수가 10%, 5% 및 1% 수준에서 유의함을 의미함.