

# 계열사간 상품거래에서 거래상대기업의 특성에 따른 거래기업의 성과비교\*

김산월(제1저자)  
국민대학교 국제학부 조교수  
(svjin@kookmin.ac.kr)  
연강흠(교신저자)  
연세대학교 경영대학 교수  
(khyon@yonsei.ac.kr)

본 연구는 기업집단 내 계열사간 상품거래를 거래상대기업의 특성과 거래기업의 성과에 초점을 맞추어 분석함으로써 내부 거래의 효율성 여부를 검증하고자 한다. 선행연구 대부분이 대규모기업집단만을 분석대상으로 한데 비해 본 연구는 중견 기업집단으로 연구 범위를 확대하였고, 대기업집단과 중견기업집단 내 개별기업 간의 거래에 초점을 맞추어 내부 상품거래의 특성을 분석했다.

전체 기업집단을 대상으로 한 연구의 결과는 다음과 같다. 첫째, 기업집단 소속 거래기업과 거래상대기업의 산업연관성이 높을수록 기업집단 소속 기업의 성과가 높아 수직계열화된 계열사간 내부상품거래는 효율적으로 이용되는 것으로 나타났다. 둘째, 거래상대기업이 비상장회사면서 대주주지분율이 높은 경우와 시스템통합, 건설, 물류, 광고 등 집중산업에 속하는 경우 그리고 레버리지정도가 높을수록 기업집단 소속 기업의 성과에 유의한 음의 영향을 미쳐 이러한 특성을 가진 계열사와의 거래는 비효율적으로 이용된다는 것을 알 수 있다.

기업집단별로 구분한 연구결과를 살펴보면, 대규모기업집단은 거래상대기업이 집중산업에 속하는 경우와 레버리지가 높을수록 기업집단 소속 기업의 성과에 유의한 음의 영향을 미쳐 비효율적으로 거래가 이루어진 것으로 보인다. 중견기업집단은 산업연관성이 높은 수직계열화에서는 효율적인 거래가 이루어지지만, 거래상대기업이 대주주지분율이 높은 비상장회사인 경우와 레버리지비율이 높은 경우 기업집단 소속 기업의 성과에 부정적인 영향을 미쳐 계열사간 상품거래가 비효율적임을 보였다.

결과적으로 기업집단 내부의 거래는 효율적인 측면과 비효율적인 측면이 공존한다. 따라서 정책기관이 내부거래 관련 정책을 제정할 때 기업특성에 따른 거래의 성격에 따라 지배주주의 사적이익을 위해 악용되는 내부상품거래는 규제해야 하지만 경영의 효율성을 높이는 내부상품거래까지 규제해서는 안 됨을 시사하고 있다.

주제어: 내부상품거래, 경영효율성, 경영성과, 거래상대기업, 기업집단

## 1. 서론

계열사<sup>1)</sup>간 내부거래란 계열사간에 물건을 사주거나 인력을 지원하는 등 상품과 용역 거래행위와 자

금제공, 유가증권제공 및 채무보증 등 채권채무 거래행위를 포함한다. 그 동안 정부의 기초는 대기업과 중소기업의 상생정책의 일환으로 대규모기업집단의 내부거래를 제재해야 한다는 입장을 밝히고 있다. 이는 근본적으로 대규모기업집단의 지배주주가

최초투고일: 2014. 3. 31      수정일: (1차: 2014. 9. 7)      게재확정일: 2015. 1. 7

\* 이 논문은 2013학년도 연세대학교 박사후 연구원 (부분적인) 지원에 의하여 작성된 것임.

1) '독점 규제 및 공정거래에 관한 법률' 제2조에서 '계열사'는 형태 여하를 불문하고 2인 이상의 사업자가 공동 이익을 목적으로 조직한 결합체나 연합체라고 정의한다. 동일인이 또는 특수관계인과 합쳐서 2개 이상의 회사에 지배권을 행사할 때 이들 회사를 '계열관계'로 규정한다.

순환출자를 통해 현금흐름권(cash flow right)<sup>2)</sup>보다 많은 의결권(control right)을 행사하는 계열사간 거래를 편법증여의 수단이나 부당 지원행위로 이용할 가능성이 높다고 판단했기 때문이다. 또한 2013년 7월 2일에는 특수관계인(총수일가)에 대한 부당한 이익제공 금지규정을 신설하고 현행 부당지원금 규정 강화를 골자로 하는 독점규제 및 공정거래에 관한 일부 개정 법률안이 국회 본회의에서 의결되었다. 이는 법 개정을 통해 대기업집단 소속이 아닌 독립중소기업도 경쟁에 참여할 수 있는 기회가 증가할 수 있을 것으로 기대하고 이런 기회를 통해 중소기업의 혁신과 발전기회가 늘어나고 건전한 기업생태계를 조성하는데 기여한다는 취지에서 출발한 것이다.

하지만 계열사간 거래가 거래비용을 절감하고 자원을 효율적으로 재분배하며 위험을 분산하고 수익 투명성을 제고할 수 있는 수단이자 기업집단 형성의 본질이므로 계열사간 거래를 단순한 증여목적(물량 몰아주기)로 보는 단편적 시각은 배제되어야 한다는 관점도 제기되고 있다(김현중, 2011). 기업조직이 형성되는 이유는 기업조직 내의 내부적 거래가 시장에서 이루어지는 경우보다 상대적으로 비용이 적게 들어 효율적이기 때문이며(Coase, 1932) 특히 수직적 통합(vertical integration)된 조직 내에서의 거래는 외부시장의 단점을 극복할 수 있고 거래비용을 줄임으로써 기업성공을 제고한다(Alchian and Demsetz, 1972; Williamson, 1975; Kotler, 1984; Chang and Choi, 1988). 기업집단은 시장의 불완전성을 대체하기 위한 기업 내 조직으로(Leff, 1978) 개도국에서는 작동하지 않거나 존재하지 않는 경제기구(은행이나 외부노동시장)를 대체하기 위해 존재하기 때문에 기업집단의 성과가 보다

우수하다고 평가하고 있으며(Khanna and Palepu, 1997; Ghemawat and Khanna, 1998; Chang and Choi, 1988) 한국의 기업집단은 그렇지 않은 기업에 비해 보다 높은 이윤을 누린다는 선행연구들도 있다(박승록, 2001; 유승민, 이재형, 1994; 남주하 외, 2001; 장세진, 2003; Chang and Hong, 2000).

최근에 진행된 재벌집단의 내부거래의 동기에 관한 연구들을 살펴보면 대부분 효율성과 터널링(tunneling)이 공존한다는데 중점을 두고 있다. 즉 내부거래가 통제권 확보수단으로 이용되기도 하고 지배주주의 사적이익을 위한 부의 이전이라는 부정적 기능의 측면도 있으나, 동시에 계열사간에 시너지를 창출하고 기업집단의 전체적인 기업가치를 제고하는 긍정적인 기능도 존재한다는 것이다(Bae et al., 2002; 박경서, 정찬식, 2011). 따라서 효율성 증대를 위한 계열사간 내부거래는 정당거래로 간주하고 특수관계인에게 부당한 이익을 제공하는 부당한 일감몰아주기와 대표적인 특혜성거래만 제재하여야 한다.

기업특성에 따라 내부거래는 효율성을 증대하기도 하고, 기업이익에 부정적인 영향을 미치기도 할 것이다. 내부거래에 관련한 대다수의 선행연구는 하나의 거래기업과 관련 그룹전체의 내부거래를 연구대상으로 삼고 있기 때문에 거래상대기업의 기업특성이 거래기업의 성과에 미치는 영향을 볼 수가 없었다. 또한 거래상대기업의 특성에 따라 내부상품거래가 효율적인지 아니면 지배주주의 사적이익을 위한 것인지를 구분하지 못했다. 이에 본 연구는 개별 거래기업과 개별 거래상대기업간의 내부거래를 표본단위로 연구함으로써 이러한 문제점을 해결하고자

2) 일명 소유권이라고 하며 배당 등 기업의 현금흐름에 대해 지분에 따라 배분 받을 수 있는 권리를 말한다.

한다. 또한 계열사간 내부거래를 연구하는 대부분의 연구와 내부거래 관련 규제는 대규모기업집단의 계열사간 내부거래에만 초점을 맞추고 있다. 하지만 내부거래는 대규모기업집단뿐만 아니라 중견기업집단<sup>3)</sup>에서도 활발히 진행되고 있으며 상품 및 용역거래비율은 오히려 대규모기업집단을 초과한다. 따라서 대규모기업집단의 계열사간 거래가 아닌 중견기업집단을 포함한 전체 상장기업으로 연구범위를 넓히는 것은 보다 객관적인 관점에서 계열사간 내부거래를 판단할 수 있는 근거를 제공한다.

본 연구는 내부거래 중에서도 계열사간 거래로 긍정적인 시너지효과를 창출할 수 있으며 동시에 계열사 일감몰아주기와 그에 따른 회사기회의 유용 여부에 관한 우려가 가장 많은 계열사간 상품 또는 용역을 제공하거나 거래하는 행위(이하 “내부상품거래”)를 주 분석대상으로 하며 크게 매출&수익거래와 매입&비용거래로 나누어 분석하고자 한다.<sup>4)</sup>

실증분석 결과는 다음과 같다.

첫째, 전체 기업집단(대규모기업집단과 중견기업집단) 소속 상장회사 내부거래의 성과와 상대기업 특성의 상관관계를 살펴보면, 기업집단 소속 기업과 거래상대기업의 산업연관성이 높을수록 매출&수익거래와 매입&비용거래 모두에서 기업집단 소속 기업의 성과가 유의하게 높게 나타나 내부상품거래를 효율적으로 이용하고 있음을 보여준다. 또한 거래상대기업이 비상장회사이면서 대주주지분율이 높은 경우에 기업집단 소속 기업의 성과는 유의하게 낮게 나타남으로써 지배주주는 대주주지분율이 높은 소규

모 비상장회사와의 거래에서 손실을 보고 있으며 터널링이 존재할 가능성이 있음을 시사하고 있다. 동시에 거래상대기업이 시스템통합, 물류, 광고, 건설(이하 “집중산업<sup>5)</sup>”)에 속하는 경우, 거래기업은 매입&비용거래뿐만 아니라 매출&수익거래에서도 유의하게 기업성과가 낮은 것으로 나타나 지배주주의 사적이익 추구를 위한 수단으로 사용되고 있음을 보여준다. 거래상대기업의 레버리지비율이 높을수록 기업집단 소속 기업의 성과에 부정적인 영향을 미치는 것은 계열사간 거래가 곤경에 처해있는 재무구조가 상대적으로 취약한 계열사를 도와준다는 것을 보여준다.

둘째, 대규모기업집단 소속 상장회사의 내부거래 성과와 상대기업 특성의 상관관계를 살펴보면, 거래상대기업이 집중산업에 속하는 경우와 레버리지비율이 높을수록 대규모기업집단 소속 상장회사의 성과가 유의하게 낮아 대규모기업집단의 지배주주는 사적이익을 위하여 시스템통합, 물류, 광고, 건설 등 업종에 일감을 몰아주며 동시에 재무곤경에 처한 계열사에 도움을 준다는 것을 알 수 있다.

셋째, 중견기업집단 소속 상장회사 내부거래의 성과와 상대기업 특성의 상관관계를 살펴보면, 모든 내부상품거래에서 계열사간 산업연관성이 높을수록 중견기업집단 소속 기업의 성과가 유의하게 높게 나타나 산업연관성이 높은 기업 간에는 효율적인 내부거래를 진행한다는 증거를 제시하였다. 또한 거래상대기업이 비상장이면서 대주주지분율이 높을수록, 레버리지비율이 높을수록 중견기업집단 소속 상장회

3) 2개 이상의 계열사를 포함한 기업집단 중에서 공정거래위원회에서 제정한 “상호출자제한기업집단”에 속하는 대규모기업집단을 제외하고 나머지 기업집단을 중견기업집단이라고 칭한다.

4) 매출거래와 매입거래자료만을 사용하지 않은 이유는 기초자료의 특성상 매출거래에 수익이 포함되고 매입거래에 비용이 포함된 경우가 상당히 있기 때문에, 데이터의 일관성을 위하여 매출&수익자료와 매입&비용자료를 사용한다.

5) 공정거래위원회에서는 대규모기업집단 간 내부거래에서 시스템통합, 물류, 광고, 건설 등 4개 업종의 내부매출비율이 현저하게 높다고 판단하여 몰아몰아주기가 존재할 가능성이 있다고 보고하였다. 본 연구에서는 이 4개 업종을 “집중산업”이라고 칭한다.

사의 성과가 유의하게 낮게 나타나 대규모기업집단과 마찬가지로 지배주주가 '이익 빼돌리기'를 하거나 재무구조가 상대적으로 취약한 계열사를 도와준다는 것을 보여준다.

본 논문의 구성은 다음과 같다. II장에서 기업집단의 효율성과 특수관계자 거래에 관련한 선행연구를 살펴보고 가설을 설정한다. III장은 표본선정 및 변수설명과 모형을 중심으로 한 연구방법을 소개한다. IV장은 실증분석결과를 V장은 추가분석을 VI장은 결론을 제시한다.

## II. 선행연구 및 가설설정

기업집단 소속 계열사간 내부거래에 관련한 이론은 크게 계열사간 내부거래의 효율성을 강조한 효율성이론과 지배주주의 사적이익추구의 '터널링'(tunneling)행위 및 지배주주가 자신의 이익을 희생하면서 재무적 곤경에 처한 계열사에 자금 지원하는 '프로핑'(propping)행위를 대표로 하는 비효율성이론으로 나눌 수 있다.

기업집단 효율성에 관련한 연구는 기업과 시장 사이의 효율적인 경계(efficient boundary)를 설명하는 Coase(1932)연구에서 시작된다. 즉, 기업의 생산활동은 경제적인 거래(economic transaction)의 연속으로 정의될 수 있으며, 결국 기업 조직이 시장으로부터 형성되는 이유는 일정한 범위의 거래가 기업조직 경계안의 내부적 거래로 이루어지는 것이 시장에서 이루어지는 경우보다 상대적으로 비용이 적게 들어 효율적인 경우가 발생하기 때문이라고 주장한다. 그의 주장에 따르면, 시장이 불완전하기 때문에 거래비용이 발생하고 거래비용을 줄이기 위하여

기업이 인수합병이나 자회사 설립을 통해 조직 내부에서 거래를 함으로써 점차 대형화 한다는 것이다.

이러한 기업집단의 비용절감에 관한 연구는 Alchian and Demsetz(1972), Williamson(1975) 등에 의해 발전되었고 Kotler(1984), Chang and Choi(1988)는 이들 연구에 기초하여 기업조직의 관점에서 효율성을 제시하였다. 즉, 수직적 통합(vertical integration)된 조직 내에서의 거래는 외부시장의 단점을 극복할 수 있고 거래비용을 줄임으로써 기업 성과를 제고한다는 것이다. 수직적 통합 기업이란 제품 생산에 필요한 원료 조달 및 판매, 애프터서비스 등의 과정과 관련된 계열기업을 말하는 것으로, 수직적 통합 정도가 높아질수록 특정 업종에 기업 내 집중도가 높아져 경쟁력이 강화될 수 있다. 즉, 여러 단계의 시장거래를 내부화함으로써 세금을 줄일 수도 있고, 생산비용이나 시장비용을 절감할 수 있고 품질통제가 가능해진다. 수직적 통합은 개념상 생산과정에서 긴밀히 연결된 산업 즉 산업간 관련성이 높은 부문에서 진행되기 때문에, 계열사간 산업연관성이 높으면 수직계열화 할 가능성이 높아지므로 기업성과에 긍정적인 영향을 미칠 것이다. 따라서 아래와 같은 가설 1을 설정하였다.

가설 1: 기업집단 소속 계열사간 산업연관성이 높을수록 기업집단 소속 기업의 성과가 높아진다.

비효율성 이론은 지배주주가 계열사간 거래를 통하여 사적이익을 극대화하기 때문에 결과적으로 소액주주의 이익이 침해된다는 점에서 부당내부거래의 부정적인 측면을 뒷받침한다. 이와 같은 주장은 주로 대리인 이론(agency theory)에 기초하여 설명되며(Berle and Means, 1932; Jensen and

Meckling, 1976), 이익상충가설(conflict of interest hypothesis)<sup>6)</sup> 또는 사적이익추구가설로 불리고 있다. 또한 다각화된 기업의 내부거래는 상호보조(cross subsidization)를 목적으로 활용되어, 한 기업의 손실이 다른 기업의 이윤에 의해 보전되는 경우도 있다(Kreps and Wilson, 1982; Milgrom and Roberts, 1982). 따라서 부당내부거래로 비판받는 사례유형은 크게 소액주주의 이익을 침탈하여 지배주주에게 부를 이전시키는 사적이익 추구의 '터널링'과 지배주주가 자신의 이익을 희생하면서 재무적 곤경에 처한 계열사를 자금 지원하는 '프로핑'으로 나눌 수 있다.

터널링(tunneling)은 지배주주의 이익을 위해 기업의 자산과 수익을 기업외부로 이전시키는 행위 등의 다양한 형태로 주로 재벌 가족들이 소유한 기업들에게 계약상 특혜, 즉 계약 물량을 몰아주는 것을 의미한다(Johnson et al., 2000). 또한, 계열사간 합병 시 지배주주가 이득을 취하는 경우나 소액주주에 대한 차별적인 신주발행으로 자신의 지분을 늘리는 경우도 제시할 수 있다. 이처럼 지배주주와 소액주주 사이의 이해관계가 불일치하는 경우 지배주주가 복잡한 교차 소유구조를 통해 진행한 내부거래로 인한 효율성의 저하 또는 기업가치의 훼손, 그리고 소액주주로부터 지배주주로의 부의 이전(wealth transfer)이 더욱 심각한 문제가 될 수 있다. 2000년대 초반부터 지배주주의 부의 이전행위로 인한 소액주주의 이익침탈에 관한 연구는 기업집단 소속 계열사간 거래 및 회사의 특수 관계인 사이의 거래에 주목하여 터널링의 존재유무(Riyanto et al., 2004; Bertrand et al., 2002; 강형철 외 2006)와

그 크기를 분석하는데 주력하였다(Gordon et al., 2004b; Friedman et al., 2003; Cheung et al., 2006; 진태홍, 2000; 윤기향, 박승록, 2002; Bae et al., 2004; 이원흠, 2005; 이원흠, 2006; 임경목, 조성빈, 2007; 최정호, 2009).

피라미드 소유구조 또는 계열사간 상호출자 및 순환출자 등에 의해 소유-지배의 괴리가 증가하면 지배주주가 사적이익을 극대화하는 의사결정을 내릴 가능성이 높아진다(Claessens et al., 2002; Lemmon and Lins, 2003). 즉 총수일가는 지배주주지분율이 높고 상대적으로 내부거래가 용이한 소규모 비상장사에 물량을 몰아줌으로써 재산 증식을 위한 수단으로 사용할 가능성이 높을 것이다.<sup>7)</sup> 따라서 거래상대기업이 대주주지분율이 높은 비상장회사일수록 기업성과에 부정적인 영향을 미칠 것이다.

가설 2: 거래상대기업이 대주주지분율이 높은 비상장회사일수록 기업집단 소속 기업의 성과는 낮을 것이다.

공정거래위원회에서 시스템통합, 물류, 광고, 건설 등 업종에 대한 규제를 할 필요성이 있다고 했던 이유는, 이들 업종의 내부매출비중이 타 업종에 비해 현저히 높았기 때문이다. 따라서 지배주주는 상기업종에 '물량 몰아주기'를 하여 관련 계열사가 이득을 취하게 함으로써 지배주주의 이익침탈의 도구로 사용될 가능성이 높다. 즉, 이 4가지 업종에 속한 계열사와 거래를 하는 거래기업(상장회사)은 손실을 입으면서도 거래를 진행할 소지가 높다는 것이다. 따라서 다음과 같은 가설을 세운다.

6) 최정호(2009)는 관계회사 간 내부거래 관련 두 가지 상반된 이론을 이익상충가설과 효율적 거래가설로 구분하고 있다.

7) 공정거래위원회(2011) 보도자료에서 밝혀하였다.

가설 3: 거래상대기업이 집중산업(시스템통합, 물류, 광고, 건설)에 속하는 경우에 그렇지 않은 경우에 비해 기업집단 소속 기업의 성과가 낮을 것이다.

프로핑(propping)은 계열사들이 회생이 힘든 계열사를 자금 지원하는 것을 의미하며 주로 피라미드 상위의 기업이 신생기업 또는 피라미드 하위의 기업을 지원하는 것을 말하며 (Riyanto et al., 2004), 지배주주가 소액주주에게 이득이 되도록 자신의 부를 재무적 곤경에 처한 기업을 위해 희생하는 경우를 의미하기도 한다(Friedman et al., 2003). 거래상대기업이 상대적으로 재무구조가 취약하고 부채비율이 높은 기업이면 지배주주는 계열사를 도와주기 위해 거래기업의 성과가 떨어져도 내부거래를 진행하여 계열사를 도와줄 것으로 판단된다. 즉, 거래상대기업의 부채비율이 높을수록 거래기업의 성과에는 부정적인 영향을 미칠 것이다.

가설 4: 거래상대기업의 부채비율이 높을수록 거래기업의 성과는 낮을 것이다.

### III. 연구방법

#### 3.1 자료 및 표본선정

본 연구는 2005년부터 2010년까지 전체 기업집단 소속 계열사간 내부상품 거래기업 및 거래상대기업을 표본으로 한다. 대부분의 선행연구가 거래기업의 특성만 고려한데 반해 본 연구는 거래상대기업의 특성을 주요변수로 연구하였다. 또한 계열사간 내부

거래에 대한 선행연구가 대규모기업집단에만 초점이 맞춰져 있었지만 본 연구는 전체 기업집단 즉 대규모기업집단과 중견기업집단으로 범위를 확장시켰다. 2005년도 이전 데이터를 포함하지 못한 이유는 중견기업집단 소속 데이터의 수집에 어려움이 있기 때문이다.

계열사간 거래자료는 한국상장회사협의회 데이터베이스 TS-2000을 이용하여 전체 상장기업별로 내부거래의 거래상대방과 거래유형 및 금액 등의 기초 자료를 수집하였다. 대규모기업집단과 중견기업집단의 분류는 공정거래위원회에서 발표하는 공정거래법 규제대상 기업집단(상호출자제한기업집단) 지정현황을 기준으로 하였다. 각 연도별 대규모기업집단 소속 계열사자료는 공정거래위원회 기업집단정보포털 OPNI에서 수집하였고, 중견기업집단 소속 계열사자료는 KIS-LINE을 중심으로 수집하였으며, 최종적으로 금융감독원 전자공시시스템(DART)의 사업보고서에 명시된 공시자료와 비교하여 분류의 정확성을 검토하였다. 분석에 필요한 재무자료는 KIS-VALUE를 통해 수집하였다. 산업연관표는 한국은행에서 제공받았으며 표본수집의 제약으로 기업집단 소속 기업은 상장회사만 포함하고 거래상대기업은 상장회사와 비상장회사 모두를 포함한다. 표본은 12월말 결산기업을 대상으로 금융업종 및 합병 또는 관리대상기업, 폐업기업은 제외시켰으며 변수산정에 필요한 재무제표의 이용이 가능한 기업만 포함시켰다.

〈표 1〉은 거래기업의 연도별 분포를 나타낸다. 연도별 표본분포를 보면, 매출&수익거래의 경우 전체 기업집단 소속 거래기업은 개별 기업과의 거래에서 2005년부터 2010년까지 12.39%에서 21.72%로 점진적으로 증가함을 보여준다. 그중 대규모기업집단이 14.57%에서 17.64% 증가한 반면, 중견기업

〈표 1〉 표본의 연도별 분포

2005년부터 2010년까지 내부상품거래를 진행한 전체 기업집단, 대규모기업집단, 중견기업집단 소속 전체 계열사와의 내부거래 상장회사 수, 개별 계열사와의 내부거래 상장회사 수 및 전체 표본에서 차지하는 비중이다. Panel A는 매출&수익거래, Panel B는 매입&비용거래를 나타낸다. 괄호 앞의 수치는 전체 계열사와의 내부거래기업수, 괄호 안의 수치는 개별 계열사의 내부거래기업수를 나타낸다.

Panel A: 매출&amp;수익거래

연도	전체 기업집단		대규모기업집단		중견기업집단	
	표본 수(개)	표본 비중(%)	표본 수(개)	표본 비중(%)	표본 수(개)	표본 비중(%)
2005	433 (1,250)	13.14 (12.39)	152 (752)	16.43 (14.57)	281 (498)	11.86 (10.12)
2006	478 (1,368)	14.51 (13.56)	149 (774)	16.11 (15.00)	329 (594)	13.88 (12.06)
2007	531 (1,664)	16.12 (16.50)	170 (935)	18.38 (18.12)	361 (729)	15.23 (14.81)
2008	568 (1,751)	17.24 (17.36)	183 (997)	19.78 (19.32)	385 (754)	16.24 (15.31)
2009	595 (1,862)	18.05 (18.46)	134 (792)	14.49 (15.35)	461 (1,070)	19.45 (21.73)
2010	690 (2,190)	20.94 (21.72)	137 (911)	14.81 (17.64)	553 (1,279)	23.34 (25.97)

Panel B. 매입&amp;비용거래

연도	전체 기업집단		대규모기업집단		중견기업집단	
	표본 수(개)	표본 비중(%)	표본 수(개)	표본 비중(%)	표본 수(개)	표본 비중(%)
2005	449 (1,264)	13.53 (12.77)	153 (755)	16.12 (14.71)	296 (509)	12.49 (10.67)
2006	465 (1,355)	14.01 (13.68)	149 (779)	15.70 (15.18)	316 (576)	13.34 (12.08)
2007	536 (1,623)	16.15 (16.39)	174 (933)	18.34 (18.18)	362 (690)	15.28 (14.47)
2008	581 (1,763)	17.51 (17.80)	189 (1,029)	19.92 (20.05)	392 (734)	16.55 (15.39)
2009	609 (1,796)	18.35 (18.14)	142 (770)	14.96 (15.00)	467 (1,026)	19.71 (21.51)
2010	678 (2,101)	20.43 (21.22)	142 (867)	14.96 (16.89)	536 (1,234)	22.63 (25.88)

집단은 10.12%에서 25.97%로 대규모기업집단에 비해 훨씬 많이 증가했음을 알 수 있다. 매입&비용거래도 마찬가지로 전체 기업집단의 경우에는 12.77%에서 21.22%로 증가한 반면, 대규모기업집단은 14.71%에서 16.89%, 중견기업집단은 10.67%에서 25.88%로 증가하였다.

〈표 2〉는 거래기업의 산업별 분포를 나타낸다. 개별 계열사와의 내부상품거래에 의한 거래기업의 산업별 분포를 살펴보면, 전체 산업 중 제조업이 매출&수익거래는 54%, 매입&비용거래는 58.68%로 제일 많았는데 이는 전체 상장기업 중 제조업의 구성비인 65%와 비슷하며 특정 산업에 내부거래가 집중되는 표본선정의 오류는 발견되지 않았다. 또한, 공정거래위원회에서 '일감몰아주기'로 비판을 받고 있는 시스템통합, 광고, 건설, 물류 등 산업은 표본에 모두 포함이 되었다.<sup>8)</sup> 이들 산업과 같은 경우, 계열사와의 평균 거래 횟수가 매출&수익거래는 14.33회, 매입&비용거래는 12.91회로 전체 산업평균인 11.39회와 9.37회보다 많다. 그중 대규모기업집단 소속 거래기업인 경우 25.60회(매출&수익거래)와 21.45회(매입&비용거래), 중견기업집단 소속 거래기업인 경우 7.65회(매출&수익거래)와 7.14회(매입&비용거래)이다.

### 3.2 연구모형

본 연구는 거래상대기업의 특성이 기업집단 소속 기업의 성과에 미치는 영향에 초점을 둔다. 내부상품거래 관련 기초자료의 특성상, 매출은 순수한 영업매출이 아닌 수익을 포함하고, 매입도 순수한 영업관련 매입이 아닌 비용을 포함한 점을 감안하여

기업성과의 대용치를 총자산이익률(ROA)로 선택하였다. 기업규모가 클수록 규모의 경제효과로 인하여 효율성이 증대되고 더 나은 기업성과를 보일 수 있다는 선행연구에 근거하여 거래기업의 규모를 통제하였다. 레버리지는 기업이 자산을 취득하기 위하여 조달한 자금 중 타인자본이 차지하는 비중을 의미하며 재무위험을 반영하는 지표이다. 레버리지가 높다는 것은 재무적으로 취약하다는 것을 의미하며 부도가능성을 높이고 투자를 위한 차입을 통한 자금조달능력을 제한시킨다(Froot et al., 1994). 따라서 레버리지가 높을수록 기업성과에 부정적인 영향을 미칠 것이다. 업력은 성장가능성을 나타내는 지표로 사용한다(Claessens et al., 2002; 강형철 외 2006; 윤성민, 2004). 존속연수가 짧은 신생기업일수록 성장가능성이 높고, 오래된 노후 기업일수록 성장가능성이 낮을 것이다. 따라서 기업업력은 기업성과와 음(-)의 상관관계를 보일 것으로 예상된다. 유동성은 현금화 능력을 평가하는 유동성지표로, 유동비율이 높을수록 단기채무에 대한 기업의 지급능력이 양호하다는 것을 의미한다. 따라서 현금유동성이 확보된 재무적 우량기업은 기업성과에도 긍정적인 영향을 미칠 것으로 예상된다. 기술자원이거나 브랜드 충성도와 같은 눈에 보이지 않는 무형자원은 지속 가능한 경쟁우위의 원천이며(Teece et al., 1997; Prahalad and Hamel, 1990; Kogut and Zander, 1992) 이러한 무형자원들은 연구개발비를 통해 파악할 수 있다(Sharma and Kesner, 1996; Caves, 1982; Chatterjee and Wernerfelt, 1991; Montgomery and Harivaran, 1991). 그러나 당해 연도의 연구개발비는 비용으로 처리되기 때문에 기업성과에 부정적인 영향을 미칠 것으로 예

8) 시스템통합(SI)은 출판, 영상, 방송통신 및 정보서비스업의 중분류, 광고업은 전문, 과학 및 기술서비스업의 소분류, 물류업은 운수업의 소분류에 포함되어 있다.

〈표 2〉 표본의 산업별 분포

한국표준산업 대분류기준에 따라 분류한 전체 기업집단, 대규모기업집단(LBG) 및 중견기업집단(SMBG) 소속 거래기업의 내부상품거래를 매출&수익거래와 매입&비용거래로 나누어 산업별 분포를 나타낸다. 괄호 앞의 수치는 전체 계열사와의 거래기업수이고, 괄호 안의 수치는 개별 계열사와의 거래기업수이다.

산업	매출&수익거래			매입&비용거래		
	전체 기업집단	LBG 소속 거래기업	SMBG 소속 거래기업	전체 기업집단	LBG 소속 거래기업	SMBG 소속 거래기업
농업, 임업 및 어업	6 (85)	0 (0)	6 (85)	6 (82)	0 (0)	6 (82)
광업	1 (3)	0 (0)	1 (3)	1 (5)	0 (0)	1 (5)
제조업	532 (5,434)	115 (2,224)	417 (3,210)	580 (5,810)	118 (2,522)	462 (3,280)
전기, 가스, 증기 및 수도사업	12 (123)	7 (88)	5 (35)	11 (154)	6 (124)	5 (30)
하수·폐기물처리, 원료재생 및 환경복원업	2 (6)	0 (0)	2 (6)	2 (4)	0 (0)	2 (4)
건설업	48 (715)	18 (523)	30 (192)	46 (655)	20 (486)	26 (169)
도매 및 소매업	68 (889)	23 (649)	45 (240)	67 (788)	22 (587)	45 (201)
운수업	24 (355)	11 (265)	13 (90)	23 (319)	11 (239)	12 (80)
숙박 및 음식점업	3 (56)	1 (54)	2 (2)	2 (44)	1 (43)	1 (1)
출판, 영상, 방송통신 및 정보서비스업	90 (890)	25 (503)	65 (387)	92 (897)	27 (515)	65 (382)
부동산업 및 임대업	3 (24)	0 (0)	3 (24)	2 (7)	0 (0)	2 (7)
전문, 과학 및 기술서비스업	75 (1,331)	27 (786)	48 (545)	71 (977)	27 (559)	44 (418)
사업시설관리 및 사업지원 서비스업	8 (73)	2 (38)	6 (35)	12 (75)	2 (31)	10 (44)
교육 서비스업	8 (75)	2 (31)	6 (44)	9 (67)	2 (27)	7 (40)
예술, 스포츠 및 여가관련 서비스업	5 (26)	0 (0)	5 (26)	4 (18)	0 (0)	4 (18)

상된다. 소유구조 측면에서 직접지분 외에 계열사를 통해 보유한 간접 소유지분까지 고려한다면 기업집단의 소유구조를 보다 정확하게 반영하는 현금흐름권(cashflow right)이라는 변수가 있으나, 전체 상장기업을 대상으로 추정하기 어려운 관계로 대주주지분율을 대용변수로 사용한다. 소유구조에 관한 선행 연구에서는 대주주와 소액주주간의 이해관계를 대리인이론(agency theory)으로 설명한다. 대주주지분율이 대리인비용 감소로 기업가치를 증대시킨다는 이해일치가설(convergence of interest hypothesis)(Berle and Means, 1932; Jensen and Meckling, 1976; Demsez and Lehn, 1985)과 대주주가 자신의 이익을 극대화하는 과정에서 소액주주의 이익을 침해하여 대리인 비용이 증가하고 기업가치를 감소한다는 이익침해가설(expropriation of minority shareholder hypothesis)이 있다. 또한 대주주지분율의 변화에 따라 대주주지분율과 기업가치는 비선형적인 곡선관계가 존재한다는 절충가설도 있다(Morch et al., 1988; McConnell and Servaes, 1990).

본 연구는 기업집단 소속 기업과 개별 계열사간 내부상품거래를 표본으로 삼으므로 개별 계열사가 달라짐에 따라 기업집단 소속 기업이 중복되는 문제점을 해결하기 위하여 각 기업의 거래상대기업수(Numaff)를 통제한다. 계열사와의 거래가 많은 기업이 효율적으로 내부상품거래를 이용한다면 기업성과에 긍정적인 영향을, 지배주주의 사적이익을 위한 수단으로 이용한다면 기업성과에 부정적인 영향을 미칠 것이다. 또한 기업집단 소속 기업의 특성변수가 기업성과(ROA)에 미치는 영향을 기존 연구와 비교하기 위하여 기업의 규모(Size), 부채비율(Lev), 업력(Age), 유동성비율(Liq), 연구개발비(RD), 소유지분율(Own)이 성과에 미치는 영향을 추정하는

식 (1)을 설정하였다. ROA는 당기순이익을 총자산으로 나눈 값, 기업의 규모는 총자산의 자연로그값, 부채비율은 총부채를 총자산으로 나눈 값, 업력은 존속기간의 자연로그값, 유동성비율은 유동자산에서 채고자산을 뺀 값을 총자산으로 계산한 값, 연구개발비는 연구개발비를 총자산으로 나눈 값, 소유지분율은 대주주지분율을 사용하였다.

$$ROA_{i,t} = \alpha_1 + \beta_1 Num\ aff_{i,t} + \beta_2 Size_{i,t} + \beta_3 Lev_{i,t} + \beta_4 Age_{i,t} + \beta_5 Liq_{i,t} + \beta_6 RD_{i,t} + \beta_7 Own_{i,t} + YD + ID + \epsilon_{i,t} \quad (1)$$

Kotler(1984), Chang and Choi(1988)는 기업조직의 관점에서 내부거래의 효율성을 제시하였다. 즉, 수직적 통합(vertical integration)된 조직 내에서의 거래는 외부시장의 단점을 극복할 수 있고 거래비용을 줄임으로써 기업성과를 제고한다는 것이다. 수직적 통합은 개념상 생산과정에서 긴밀히 연결된 산업 즉 산업간 관련성이 높은 부문에서 진행되기 때문에, 계열사간 산업연관성이 높으면 수직계열화 할 가능성이 높아지므로 기업성과에 긍정적인 영향을 미칠 것이다. 계열사간 산업연관성(Cor)이 거래기업의 성과에 미치는 영향을 식 (2)에서 고려하였다. 산업연관성은 한국은행에서 제공하는 산업간 투입-산출표의 비율을 사용하였다.

$$ROA_{i,t} = \alpha_1 + \beta_1 Cor_{cp,t} + \beta_2 Num\ aff_{i,t} + \beta_3 Size_{i,t} + \beta_4 Lev_{i,t} + \beta_5 Age_{i,t} + \beta_6 Liq_{i,t} + \beta_7 RD_{i,t} + \beta_8 Own_{i,t} + YD + ID + \epsilon_{i,t} \quad (2)$$

공정거래위원회(2010)는, 지배주주가 소규모의 비상장회사이면서 총수일가의 지분율이 높은 기업을 거래상대기업으로 삼아 부를 물려주기 위한 수단으

로 이용한다고 보도하였다. 이는 소규모의 비상장회사는 조사당국의 규제를 적게 받기 때문에 상대적으로 거래가 용이하기 때문이고 지배주주의 이러한 터널링행위는 기업집단 소속 기업의 성과가 감소할 것으로 예상할 수 있다. 식 (3)과 식(4)는 식(2)에 비상장기업더미(비상장인 경우 1, 아니면 0)와 대주주지분율을 각각 추가한 모형이다. Heitor et al (2009)에 의하면, 피라미드 상위에 위치한 규모가 큰 상장회사는 피라미드 하위에 있는 규모가 작은 비상장회사와의 거래를 이용하여 소액주주의 부를 침범하는 터널링행위를 발생시킨다. 본 연구의 데이터 특성상, 거래기업은 상장회사만 포함하고 있기 때문에 규모가 작은 비상장회사와 거래하는 기업은 상대적으로 피라미드 상위에 위치한 규모가 큰 상장회사일 가능성이 있다. 규모효과의 관점에서 본다면 이러한 거래기업은 규모가 크기 때문에 성과가 더 높게 나타날 가능성이 있다. 그러나 만약 터널링행위가 심각하여 거래기업의 성과에 부정적인 영향을 미친 경우라면 거래기업의 성과는 더 낮게 나타날 것이다. 거래상대기업의 대주주지분율도 상황에 따라 거래기업의 성과에 미치는 영향이 다를 것으로 판단된다. 즉, 거래상대기업이 비상장회사면서 대주주지분율이 높으면 내부거래에서 수혜기업일 가능성이 높기 때문에 거래기업의 성과는 하락하고, 반대로 거래상대기업이 상장회사면서 대주주지분율이 높으면 피라미드 구조상 상위에 위치한 규모가 큰 지원기업일 가능성이 높으므로 거래기업의 성과는 높을 것으로 판단된다. 따라서 식 (3)은 식 (1)에 거래상대기업이 비상장기업이면 1, 아니면 0인 비상장더미(List<sub>cp</sub>)를 추가하였고, 식 (4)는 식 (1)에 거래상대기업의 대주주지분율로 측정된 거래상대기업의 소유지분율(Own<sub>cp</sub>)을 추가하였다.

$$ROA_{i,t} = \alpha_1 + \beta_1 List_{cp,t} + \beta_2 Num\ aff_{i,t} + \beta_3 Size_{i,t} + \beta_4 Lev_{i,t} + \beta_5 Age_{i,t} + \beta_6 Liq_{i,t} + \beta_7 RD_{i,t} + \beta_8 Own_{i,t} + YD + ID + \epsilon_{i,t} \quad (3)$$

$$ROA_{i,t} = \alpha_1 + \beta_1 Own_{cp,t} + \beta_2 Num\ aff_{i,t} + \beta_3 Size_{i,t} + \beta_4 Lev_{i,t} + \beta_5 Age_{i,t} + \beta_6 Liq_{i,t} + \beta_7 RD_{i,t} + \beta_8 Own_{i,t} + YD + ID + \epsilon_{i,t} \quad (4)$$

가설 2를 검증하기 위해 거래상대기업의 비상장기업더미와 대주주지분율의 교차항(List<sub>cp</sub>×Own<sub>cp</sub>)을 포함한 식(5)를 설정하였다.

$$ROA_{i,t} = \alpha_1 + \beta_1 List_{cp,t} + \beta_2 Own_{cp,t} + \beta_3 List_{cp,t} \times Own_{cp,t} + \beta_4 Num\ aff_{i,t} + \beta_5 Size_{i,t} + \beta_6 Lev_{i,t} + \beta_7 Age_{i,t} + \beta_8 Liq_{i,t} + \beta_9 RD_{i,t} + \beta_{10} Own_{i,t} + YD + ID + \epsilon_{i,t} \quad (5)$$

공정거래위원회(2010)는 시스템통합, 물류, 광고, 건설 이 네 가지 산업에 속하는 기업의 내부매출 비율이 현저하게 높기 때문에 지배주주가 “일감몰아주기”를 할 소지가 높다고 판단하였다. 만약 지배주주가 거래상대기업에 “일감 몰아주기”로 사적이익을 추구하려 했다면 이러한 계열사에 일감을 몰아준 기업집단 소속 기업의 성과는 하락할 것으로 예상된다. 거래상대기업이 이 네 가지 집중산업에 속하면 1, 아니면 0인 집중산업 더미변수(FI<sub>cp</sub>)를 설정하여 식 (6)을 만들었다.

$$ROA_{i,t} = \alpha_1 + \beta_1 FI_{cp,t} + \beta_2 Num\ aff_{i,t} + \beta_3 Size_{i,t} + \beta_4 Lev_{i,t} + \beta_5 Age_{i,t} + \beta_6 Liq_{i,t} + \beta_7 RD_{i,t} + \beta_8 Own_{i,t} + YD + ID + \epsilon_{i,t} \quad (6)$$

프로핑이론의 관점에서 본다면, 지배주주는 총수 일가의 사적이익을 추구하기 위해 내부거래를 이용 하기도 하지만 곤경에 처해있는 계열사를 지원하기 위해 내부거래를 이용하기도 한다. 따라서 거래상대 기업의 레버리지 정도가 높을수록 기업집단 소속 기업 자체의 성과에는 악영향을 미칠 것이다. 거래상대기업의 레버리지정도와 기업의 성과간의 관계를 측정하기 위하여 식 (7)을 고려하였다. 거래상대기업의 레버리지정도(Lev<sub>cp</sub>)는 거래상대기업의 총부채를 총자산으로 나눈 값으로 구했다.

$$ROA_{i,t} = \alpha_1 + \beta_1 Lev_{cp,t} + \beta_2 Num\ aff_{i,t} + \beta_3 Size_{i,t} + \beta_4 Lev_{i,t} + \beta_5 Age_{i,t} + \beta_6 Liq_{i,t} + \beta_7 RD_{i,t} + \beta_8 Own_{i,t} + YD + ID + \epsilon_{i,t} \quad (7)$$

거래상대기업의 기업특성이 기업집단 소속 기업의 성과에 미치는 영향을 전반적으로 알아보기 위하여 전체 변수를 포함한 식 (8)을 설정하였다.

$$ROA_{i,t} = \alpha_1 + \beta_1 Cor_{i,t} + \beta_2 List_{cp,t} + \beta_3 Own_{cp,t} + \beta_4 List_{cp,t} \times Own_{cp,t} + \beta_5 FI_{i,t} + \beta_6 Lev_{cp,t} + \beta_7 Num\ aff_{i,t} + \beta_8 Size + \beta_9 Lev_{i,t} + \beta_{10} Age_{i,t} + \beta_{11} Liq_{i,t} + \beta_{12} RD_{i,t} + \beta_{13} Own_{i,t} + YD + ID + \epsilon_{i,t} \quad (8)$$

본 연구의 표본인 패널 데이터의 특성상 잔차(residual) 간 상관성이 존재하여 자기상관(autocorrelation)과 이분산성(heteroscedasticity)에 따른 편의(bias)

가 발생할 수 있다. 이러한 문제점을 해소하기 위해 연도 및 산업(한국표준산업분류 대분류 기준)에 의한 고정효과모형(Fixed Effect Model)을 사용하였다.<sup>9)</sup> 주요변수들에 대한 정의는 <표 3>에 정리했다.

## IV. 실증분석결과

### 4.1 내부거래 유무에 따른 주요 변수간 차이성검증

거래상대기업의 범위는 전체 계열사 거래를 합산한 데이터가 아닌, 개별 계열사간 거래를 사용하였다. 이는 거래상대기업의 특성변수가 기업집단 소속 기업의 성과에 미치는 영향을 반영할 수 있기 때문이다. 본 연구의 표본이 최소한 한 건의 내부거래가 있는 기업만을 대상으로 하였으므로 내부거래가 없는 기업을 포함하지 않을 시, 표본편의성문제(sample selectivity bias)가 존재할 가능성을 우려하여 내부거래가 있는 기업과 내부거래가 없는 기업에 대한 각 연도별 통계를 통해 분석하였다. <표 4>에서 알 수 있듯이, 2005년부터 2010년까지 유가증권시장 및 코스닥시장에 상장된 12월말 결산법인인 비금융업 상장사 수는 연평균 1,308개, 그중 기업집단 소속이 아닌 상장사 수는 연평균 101개로 기업집단 소속 상장사 수는 연평균 1,207개이다. 기업집단 소속 상장사 중 대규모기업집단 소속 회사 수는 연평균 177개로 전체 표본의 14.66%, 중견기업집단

9) 패널데이터의 횡단면의존성(cross sectional dependancy)과 시계열의존성(time series serial dependency)을 해결하기 위해 다양한 통계기법들이 제시되어 왔다. Gow, et al.(2010)는 Newey and West(1987), Fama and MacBeth(1973) 등이 사용한 산업별, 연도별 군집화(clustering)방법보다 시계열과 횡단면 두가지 기준으로 군집화(clustering)하는 방법이 더 우월하다고 주장한다. 그 중 확률효과모형(random effect model)은 군집 간 상관관계(correlation)문제를 해소하지 못하는데 반해 고정효과모형(fixed effect model)은 통제 가능하다. 종속변수를 산업조정 ROA(=개별 기업의 t연도의 ROA-해당기업이 속한 산업의 t연도의 평균 ROA)로 대체한 연구에서도 통계적 유의성이 비슷한 결과를 보이고 있다.

〈표 3〉 변수의 정의

$$ROA_{i,t} = \alpha_1 + \beta_1 Cor_{i,t} + \beta_2 List_{cp,t} + \beta_3 Own_{cp,t} + \beta_4 List_{cp,t} \times Own_{cp,t} + \beta_5 FI_{i,t} + \beta_6 Lev_{cp,t} + \beta_7 Numaff_{i,t} + \beta_8 Size + \beta_9 Lev_{i,t} + \beta_{10} Age_{i,t} + \beta_{11} Liq_{i,t} + \beta_{12} RD_{i,t} + \beta_{13} Own_{i,t} + YD + ID + \epsilon_{i,t}$$

변수	정의
ROA	기업의 당기순이익을 총자산으로 나눈 값
Cor	기업과 거래상대기업의 산업연관성
List <sub>cp</sub>	거래상대기업이 비상장기업이면 1, 상장기업이면 0을 부여한 비상장더미변수
Own <sub>cp</sub>	거래상대기업의 대주주지분율
List <sub>cp</sub> ×Own <sub>cp</sub>	거래상대기업의 비상장더미×거래상대기업의 대주주지분율
FI <sub>cp</sub>	거래상대기업이 시스템통합, 물류, 건설, 광고산업에 속하면 1, 아니면 0을 부여한 집중산업더미
Lev <sub>cp</sub>	거래상대기업의 총부채를 총자산으로 나눈 값
Numaff	내부상품거래를 진행한 계열사(거래상대기업)수
Size	기업 총자산의 자연로그 값
Lev	기업의 총부채를 총자산으로 나눈 값
Age	존속기간의 자연로그 값
Liq	기업의 (유동자산-채고자산)/총자산으로 계산한 값
RD	기업의 연구개발비를 총자산으로 나눈 값
Own	기업의 대주주지분율
YD	연도더미
ID	산업더미

〈표 4〉 기업집단 지정에 따른 내부상품거래 관련 상장사 수

2005년부터 2010년까지 유가증권시장 및 코스닥시장에 상장한 결산월 12월인 비금융업 소속 상장회사 중 기업집단 소속이 아닌 상장사수와 함께 기업집단 소속 상장사를 내부상품거래가 있는 경우와 내부상품거래가 없는 경우에 대해 각각 대규모기업집단(LBG) 소속과 중견기업집단(SMBG)에 속한 기업수를 나타낸다.

연도	전체 상장사 수	기업집단 소속 아닌 상장사 수	기업집단 소속 상장사 수		내부상품거래 있음		내부상품거래가 없음	
			LBG 소속	SMBG 소속	LBG 소속	SMBG 소속	LBG 소속	SMBG 소속
2005년	1,163	90	155	918	154	882	1	36
2006년	1,221	95	158	968	156	932	2	36
2007년	1,297	65	193	1,039	191	1,000	2	39
2008년	1,342	107	221	1,013	216	976	5	37
2009년	1,392	120	167	1,105	165	1,067	2	38
2010년	1,430	129	168	1,133	164	1,103	4	30

소속은 연평균 85.34%를 차지한다. 이는 대규모기업집단은 그룹 당 계열사 수는 많지만 전체 그룹수가 중견기업집단에 비해 현저히 적기 때문이다. 대규모기업집단 소속 상장사 중 내부상품거래가 있는 기업은 연평균 174개로, 98.3%에 달하는 대규모기업집단 소속 상장사에서 내부거래를 진행함을 알 수 있다. 마찬가지로 중견기업집단 소속 상장사 중 내부상품거래가 있는 기업은 연평균 993개로, 96.4%에 달하는 대규모기업집단 소속 상장사에서 내부거래를 진행함을 알 수 있다. 즉, 절대 다수의 기업집단 소속 상장사에서 내부거래를 진행하며 내부거래를 진행하지 않는 상장사는 평균 3%미만으로 미미함을 알 수 있다. 따라서 내부거래를 하지 않는 상장사를 포함하지 않았지만, 그 수가 3%미만으로 미미

하기 때문에 표본편의성문제(sample selectivity bias)가 발생할 가능성이 거의 없으며, 있다고 해도 결과에 큰 영향을 주지 않을 것으로 보인다.

〈표 5〉는 내부상품거래가 있는 거래기업과 내부상품거래가 없는 거래기업간 주요 특성변수 차이검증 결과이다. 내부상품거래를 하지 않는 상장사는 내부상품거래를 하는 상장사에 비해 평균적으로 규모가 작고, 부채비율이 낮으며 유동성이 높고 영업이익률과 순이익률이 현저히 낮다는 것을 알 수 있다. 이것 또한 기업규모가 작은 기업이 갖고 있는 특징들이라고 할 수 있기 때문에 전체적으로 계열사 중에서 기업규모가 매우 작고 기업성고가 낮은 기업들이 내부상품거래에 참여하지 않는다는 것을 알 수 있다.<sup>10)</sup>

〈표 5〉 내부상품거래를 하는 상장사와 하지 않는 상장사간 주요 특성변수 간 차이검정

2005년부터 2010년까지 유가증권시장 및 코스닥시장에 상장한 결산월 12월인 비금융업 상장회사 가운데서 기업집단 소속 상장회사를 대상으로, 내부거래를 하는 기업과 내부거래를 하지 않는 기업으로 나누어 당해연도 규모(Size), 부채비율(Lev), 유동성(Liq), 업력(Age), 최대주주지분율(Own), 연구개발비(RD), 영업이익률(Op), 순이익률(Np), 매출액성장율(Sgr) 등 기업특성을 비교 분석하였다. 영업이익률(Op)은 당해연도 영업이익을 총자산으로 나눈 값이고, 순이익률(Np)은 당해 연도 당기순이익을 총자산으로 나눈 값이며, 매출액성장율(Sgr)은 (당해연도 매출액-전해연도 매출액)/전해연도 매출액이다. Mean은 평균을 나타낸다.

변수	내부거래를 하는 상장사 (N=6,907)	내부거래를 하지 않는 상장사 (N=230)	차이검증	
	Mean	Mean	t-value	p-value
Size	35.663	25.193	-5.99***	<0.0001
Lev	0.414	0.375	-2.85***	0.0048
Liq	0.374	0.423	3.98***	<0.0001
Age	3.110	3.050	-1.46	0.1465
Own	0.270	0.264	-0.63	0.5303
RD	0.004	0.003	-0.52	0.6032
Op	0.121	0.032	-4.36***	<0.0001
Np	0.092	0.011	-3.50***	0.0005
Sgr	0.2027	0.1790	-0.35	0.7257

10) 평균은 극단치에 민감하게 영향을 받을 수 있으므로 중위수를 이용하여 Wilcoxon signed rank test를 추가로 진행하였고 같은 결과를 보이고 있다.

## 4.2 기술통계량 및 변수간 상관관계

〈표 6〉의 Panel A와 Panel B는 2005년부터 2010년까지 전체 기업집단에 소속된 기업과 거래상대기업의 기술통계량을 보여준다. 이상치가 분석 결과에 미칠 수 있는 효과를 최소화하기 위해 본 연구는 각 변수들의 상, 하위 1%를 기준으로 이상치를 조정(윈저라이제이션)한 후 최종적으로 매출&수익 거래기업 표본 10,085개와 매입&비용거래기업의 표본 9,902개를 선정하였다. 거래기업과 거래상대기업의 산업연관성은 매출거래 및 매입거래에서 평균 0.0704과 0.0668로 중간값을 상회하는 수준이고 거래상대기업이 비상장기업이면 1, 상장기업이면 0인 더미변수의 평균은 0.5673 및 0.5721로 거래상대기업은 비상장기업이 상장기업보다 다소 많다는 것을 알 수 있다. 거래상대기업의 대주주지분율은 평균 50% 수준이고 집중산업(시스템통합, 광고, 물류, 건설)이면 1, 아니면 0인 더미변수의 평균은 0.1229 및 0.139로 집중산업에 속한 기업보다 속하지 않은 기업이 훨씬 많다는 것을 알 수 있다. 또한 내부거래를 진행하는 거래상대기업의 레버리지수준은 평균 53%로 다소 높다는 것을 알 수 있다.

〈표 7〉은 변수간 상관관계를 보여준다. 기업집단 소속 기업과 거래상대기업의 산업연관성은 매출&수익거래와 매입&비용거래에서 모두 기업성과와 양의 계수값을 가지는데 이는 산업연관성이 높은 기업끼리 진행하는 내부상품거래는 효율적일 수 있음을 보여준다. 거래상대기업이 비상장기업인 경우와 대주주지분율이 높은 경우는 기업성과와 비유의하게 상관관계를 가지는데 회귀분석에서 비상장회사이면서 대주주지분율이 높은 거래상대기업이 기업집단 소속기업의 성과에 미치는 영향을 자세히 분석하고자 한다. 거래상대기업이 집중산업에 속하는 경우 유의하

게 기업성과에 음의 영향을 미치는 것으로 보아 집중산업에 일감을 몰아주고 기업집단 소속 기업은 오히려 성과가 하락하는 터널링 현상이 존재한다는 것을 알 수 있다. 마찬가지로 거래상대기업의 레버리지가 높을수록 유의하게 기업성과에 음의 영향을 미쳐 기업집단 소속 기업은 성과 하락에도 불구하고 부채가 많은 계열사를 도와준다는 것을 알 수 있다.

기업집단 소속 기업의 특성변수와 성과와의 상관관계를 보면, 내부거래 계열사수, 기업규모, 유동성은 기업성과와 유의한 양의 상관관계를 가지고 매입&비용거래에서 대주주지분율은 유의한 양의 상관관계, 연구개발비는 유의한 음의 상관관계를 보인다. 기업업력과 성과의 상관관계는 비유의적이다. 거래상대기업의 비상장더미변수와 대주주지분율이 서로 상관관계가 높아 다중공선성 문제가 의심될 수 있으나, 전체 변수를 모두 고려한 회귀분석모형에서 분산확대인자(VIF, Variance Influence Factor)가 3 미만으로 나타나 다중공선성 문제가 심각하지 않은 것으로 판단된다.

## 4.3 거래상대기업의 특성에 따른 기업성과

〈표 8〉의 패널 A와 패널 B는 내부거래(매출&수익거래와 매입&비용거래)시 거래상대기업의 특성이 기업집단 소속 기업의 성과에 미치는 영향을 보여준다. 모형 (1)은 기업집단 소속 상장기업의 통제변수가 성과에 미치는 영향을 보여준다. 모형 (2), 모형 (6) 및 모형 (7)은 거래상대기업의 특성인 계열사간 산업연관성, 집중산업더미, 레버리지가 기업집단 소속 기업의 성과에 미치는 영향을 고려한 모형이다. 모형 (3)과 모형 (4)는 모형 (5)의 교차항과 종속변수의 상관관계를 보기에 앞서 각각의 변수가 종속변수에 미치는 영향을 보기 위하여 설정한

〈표 6〉 전체 기업집단 소속 거래기업과 거래상대기업의 기초통계량

전체 기업집단 소속 거래기업의 총자산이익률(ROA), 거래기업과 거래상대기업의 산업연관성(Cor), 거래상대기업의 비상장더미(List<sub>cp</sub>), 대주주지분율(Own<sub>cp</sub>), 집중산업더미(FI<sub>cp</sub>), 부채비율(Lev<sub>cp</sub>), 내부상품거래를 진행한 거래상대기업수(Numaff), 거래기업의 규모(Size), 부채비율(Lev), 업력(Age), 유동성(Liq), 연구개발비(RD), 대주주지분율(Own)의 기초통계량을 나타낸다. Panel A는 매출&수익거래, Panel B는 매입&비용거래를 나타낸다.

Panel A: 매출&수익거래 (N=10,085)

변수	Mean	STD	Median	P25	P75	Min	Max
ROA	0.0400	0.1081	0.0440	0.0140	0.0784	-3.4778	0.4355
Cor	0.0704	0.1045	0.0241	0.0029	0.0894	-0.0003	0.4392
List <sub>cp</sub>	0.5673	0.4955	1.0000	0.0000	1.0000	0.0000	1.0000
Own <sub>cp</sub>	0.5079	0.3078	0.4577	0.2617	0.7116	0.0010	1.0000
FI <sub>cp</sub>	0.1229	0.3283	0.0000	0.0000	0.0000	0.0000	1.0000
Lev <sub>cp</sub>	0.5303	0.2681	0.5275	0.3551	0.6709	0.0000	3.8754
Numaff	28.1398	23.7551	20.0000	11.0000	41.0000	1.0000	106.0000
Size (Billion)	2863.1904	7653.6632	418.1080	142.2821	1743.1122	7.9434	72519.2200
Lev	0.4456	0.1932	0.4520	0.2995	0.5953	0.0040	1.1761
Age	3.3023	0.7204	3.5264	3.0445	3.7612	0.6931	4.7449
Liq	0.3079	0.1814	0.2722	0.1766	0.4182	0.0017	0.8986
RD	0.0010	0.0057	0.0000	0.0000	0.0000	0.0000	0.2454
Own	0.2857	0.1667	0.2487	0.1576	0.3739	0.0195	1.0000

Panel B: 매입&비용거래 (N=9,902)

변수	Mean	STD	Median	P25	P75	Min	Max
ROA	0.0385	0.1196	0.0446	0.0138	0.0793	-3.4778	0.4355
Cor	0.0668	0.1019	0.0213	0.0027	0.0894	-0.0003	0.4392
List <sub>cp</sub>	0.5721	0.4948	1.0000	0.0000	1.0000	0.0000	1.0000
Own <sub>cp</sub>	0.5018	0.2921	0.4498	0.2587	0.7013	0.0010	1.0000
FI <sub>cp</sub>	0.1422	0.3493	0.0000	0.0000	0.0000	0.0000	1.0000
Lev <sub>cp</sub>	0.5323	0.2931	0.5275	0.3539	0.6738	0.0007	3.8713
Numaff	25.6606	20.3452	19.0000	10.0000	37.0000	1.0000	97.0000
Size (Billion)	2925.0328	7913.8380	387.9700	136.2274	1743.1122	10.2968	72519.2200
Lev	0.4535	0.1866	0.4583	0.3147	0.5967	0.0040	1.1761
Age	3.3014	0.7104	3.5264	2.9957	3.7612	0.6931	4.7449
Liq	0.3140	0.1793	0.2814	0.1816	0.4274	0.0017	0.8986
RD	0.0011	0.0054	0.0000	0.0000	0.0000	0.0000	0.0894
Own	0.2925	0.1664	0.2607	0.1636	0.3887	0.0195	1.0000

〈표 7〉 주요 변수간 상관관계

유의성 검증을 위한 피어슨(Pearson) 상관관계 검증이다. 전체 기업집단 소속 기업의 총자산이익률(ROA), 내부상품거래를 진행한 거래상대기업 수(Numaff), 기업집단 소속 기업과 거래상대기업의 산업연관성(Cor), 거래상대기업의 비상장대미(List<sub>cp</sub>), 대주주지분율(Own<sub>cp</sub>), 집중산업더미(FI<sub>cp</sub>), 부채비율(Lev<sub>cp</sub>), 기업집단 소속 기업의 규모(Size), 부채비율(Lev), 업력(Age), 유동성(Liq), 연구개발비(RD), 대주주지분율(Own)의 상관관계를 나타낸다. Panel A는 매출&수익거래, Panel B는 매입&비용거래를 나타낸다. \*\*\*, \*\*, \*는 양측검정으로 각각 유의수준 1%, 5%, 10%에서 통계적으로 유의함을 의미한다.

Panel A: 매출&수익거래기업(N=10,085)

	ROA	Numaff	Cor	List <sub>cp</sub>	Own <sub>cp</sub>	FI <sub>cp</sub>	Lev <sub>cp</sub>	Size	Lev	Age	Liq	RD	Own
ROA	1.000												
Numaff	0.107 (0.00)***	1.000											
Cor	0.014 (0.18)	-0.196 (0.00)***	1.000										
List <sub>cp</sub>	-0.014 (0.20)	-0.023 (0.04)**	-0.041 (0.00)***	1.000									
Own <sub>cp</sub>	0.017 (0.12)	-0.009 (0.41)	-0.001 (0.95)	0.559 (0.00)***	1.000								
FI <sub>cp</sub>	-0.039 (0.00)***	0.038 (0.00)***	-0.195 (0.00)***	0.048 (0.00)***	0.030 (0.00)***	1.000							
Lev <sub>cp</sub>	-0.084 (0.00)***	-0.022 (0.04)**	-0.066 (0.00)***	0.217 (0.00)***	0.141 (0.00)***	0.085 (0.00)***	1.000						
Size	0.068 (0.00)***	0.358 (0.00)***	-0.011 (0.31)	0.003 (0.80)	0.03 (0.01)***	0.024 (0.03)**	-0.018 (0.10)*	1.000					
Lev	-0.122 (0.00)***	0.029 (0.01)***	-0.064 (0.00)***	-0.024 (0.03)**	-0.028 (0.01)***	0.108 (0.00)***	0.255 (0.00)***	-0.015 (0.16)	1.000				
Age	-0.001 (0.91)	0.177 (0.00)***	0.000 (0.97)	0.038 (0.00)***	0.000 (0.99)	0.059 (0.00)***	0.028 (0.01)***	0.124 (0.00)***	0.039 (0.00)***	1.000			
Liq	0.045 (0.00)***	-0.256 (0.00)***	-0.030 (0.01)***	-0.002 (0.89)	-0.035 (0.00)***	-0.006 (0.59)	-0.007 (0.53)	-0.166 (0.00)***	0.073 (0.00)***	-0.191 (0.00)***	1.000		
RD	-0.008 (0.44)	-0.090 (0.00)***	0.024 (0.02)**	-0.011 (0.29)	0.000 (0.97)	0.002 (0.84)	-0.019 (0.07)*	-0.030 (0.01)***	-0.050 (0.00)***	-0.079 (0.00)***	0.064 (0.00)***	1.000	
Own	0.012 (0.24)	-0.174 (0.00)***	0.027 (0.01)***	-0.033 (0.00)***	0.078 (0.00)***	-0.010 (0.35)	-0.033 (0.00)***	-0.172 (0.00)***	0.012 (0.28)	-0.219 (0.00)***	0.151 (0.00)***	0.019 (0.07)*	1.000

〈표 7〉 주요 변수간 상관관계 (계속)

Panel B: 매입&비용거래기업(N=9,902)

	ROA	Numaff	Cor	List <sub>cp</sub>	Own <sub>cp</sub>	FI <sub>cp</sub>	Lev <sub>cp</sub>	Size	Lev	Age	Liq	RD	Own
ROA	1.000												
Numaff	0.138 (0.00)***	1.000											
Cor	0.020 (0.07)*	-0.116 (0.00)***	1.000										
List <sub>cp</sub>	0.000 (0.99)	-0.033 (0.00)***	-0.071 (0.00)***	1.000									
Own <sub>cp</sub>	0.021 (0.05)**	-0.044 (0.00)***	-0.031 (0.00)***	0.583 (0.00)***	1.000								
FI <sub>cp</sub>	-0.021 (0.05)**	0.062 (0.00)***	-0.179 (0.00)***	0.040 (0.00)***	0.027 (0.01)***	1.000							
Lev <sub>cp</sub>	-0.099 (0.00)***	0.021 (0.05)**	-0.074 (0.00)***	0.205 (0.00)***	0.121 (0.00)***	0.070 (0.00)***	1.000						
Size	0.059 (0.00)***	0.439 (0.00)***	-0.002 (0.86)	0.002 (0.86)	0.041 (0.00)***	0.026 (0.02)**	-0.014 (0.19)	1.000					
Lev	-0.118 (0.00)***	0.049 (0.00)***	-0.093 (0.00)***	-0.044 (0.00)***	-0.021 (0.06)*	0.095 (0.00)***	0.246 (0.00)***	-0.029 (0.01)***	1.000				
Age	0.015 (0.17)	0.208 (0.00)***	-0.011 (0.31)	0.039 (0.00)***	-0.005 (0.64)	0.074 (0.00)***	0.027 (0.01)***	0.128 (0.00)***	0.016 (0.14)	1.000			
Liq	0.030 (0.01)***	-0.228 (0.00)***	-0.071 (0.00)***	-0.012 (0.25)	-0.031 (0.00)***	-0.042 (0.00)***	-0.029 (0.01)***	-0.173 (0.00)***	0.048 (0.00)***	-0.203 (0.00)***	1.000		
RD	-0.040 (0.00)***	-0.095 (0.00)***	0.016 (0.15)	0.021 (0.05)**	-0.003 (0.76)	-0.007 (0.49)	0.002 (0.89)	-0.037 (0.00)***	-0.044 (0.00)***	-0.076 (0.00)***	0.052 (0.00)***	1.000	
Own	0.028 (0.01)***	-0.152 (0.00)***	0.019 (0.08)*	-0.039 (0.00)***	0.083 (0.00)***	-0.020 (0.06)*	-0.058 (0.00)***	-0.179 (0.00)***	-0.018 (0.10)*	-0.256 (0.00)***	0.121 (0.00)***	-0.008 (0.47)	1.000

〈표 8〉 전체 기업집단 거래상대기업의 기업특성과 거래기업의 성과간 회귀분석 결과

$$ROA_{i,t} = \alpha_1 + \beta_1 Cor_{i,t} + \beta_2 List_{cp,t} + \beta_3 Own_{cp,t} + \beta_4 List_{cp,t} \times Own_{cp,t} + \beta_5 FI_{i,t} + \beta_6 Lev_{cp,t} + \beta_7 Numaff_{i,t} + \beta_8 Size + \beta_9 Lev_{i,t} + \beta_{10} Age_{i,t} + \beta_{11} Liq_{i,t} + \beta_{12} RD_{i,t} + \beta_{13} Own_{i,t} + YD + ID + \epsilon_{i,t}$$

2005년부터 2010년까지 전체 기업집단에 소속되면서 내부상품거래를 진행한 상장회사의 기업성과와 거래상대기업의 특성에 관한 회귀분석을 진행하였다. Panel A는 매출&수익거래, Panel B는 매입&비용거래를 나타낸다. 종속변수는 총자산이익률(ROA)을 사용하고, 독립변수는 계열시간 산업연관성(Cor), 거래상대기업의 비상장더미(List<sub>cp</sub>), 대주주지분율(Own<sub>cp</sub>), 비상장더미와 대주주지분율의 교차항(List<sub>cp</sub>×Own<sub>cp</sub>), 집중산업더미(FI<sub>cp</sub>), 부채비율을 사용(Lev<sub>cp</sub>)하였으며, 통제변수는 내부상품거래를 진행한 거래상대기업수(Numaff), 기업집단 소속 기업의 규모(Size), 부채비율(Lev), 업력(Age), 유동성(Liq), 연구개발비(RD), 대주주지분율(Own), 연도더미와 산업더미(Year&Ind. dummy)를 사용하였다. 모형 (1)은 통제변수가 종속변수에 미치는 영향, 모형 (2)~모형 (7)은 각각의 독립변수가 종속변수에 미치는 영향, 모형 (8)은 전체 설명변수가 종속변수에 미치는 영향을 보기 위해 설정한 것이다. \*\*\*, \*\*, \*는 양측검정으로 각각 유의수준 1%, 5%, 10%에서 통계적으로 유의함을 의미한다.

Panel A: 매출&수익거래

변수	예상 부호	기업성과:ROA							
		(1)	(2)	(3)	(4)	(5)	(6)	(7)	(8)
Constant		-0.232*** (-7.29)	-0.236*** (-7.40)	-0.231*** (-7.22)	-0.234*** (-7.35)	-0.239*** (-7.46)	-0.240*** (-7.53)	-0.211*** (-6.54)	-0.231*** (-7.09)
Cor	+		0.034*** (2.94)						0.023* (1.95)
List <sub>cp</sub>	+ or -			-0.001 (-0.48)		0.010** (1.98)			0.012** (2.46)
Own <sub>cp</sub>	+ or -				0.007* (1.87)	0.042*** (4.44)			0.041*** (4.40)
List <sub>cp</sub> × Own <sub>cp</sub>	+					-0.038*** (-3.64)			-0.038*** (-3.60)
FI <sub>cp</sub>	-						-0.013*** (-3.83)		-0.011*** (-3.12)
Lev <sub>cp</sub>	-							-0.017*** (-3.98)	-0.017*** (-3.79)
Numaff	+ or -	0.001*** (4.72)	0.001*** (5.02)	0.001*** (4.71)	0.001*** (4.78)	0.001*** (4.88)	0.001*** (4.58)	0.001*** (4.73)	0.001*** (4.97)
Size	+	0.011*** (12.60)	0.011*** (12.67)	0.011*** (12.58)	0.011*** (12.52)	0.011*** (12.30)	0.011*** (12.89)	0.011*** (12.31)	0.011*** (12.30)
Lev	-	-0.090*** (-14.57)	-0.090*** (-14.45)	-0.090*** (-14.57)	-0.090*** (-14.49)	-0.090*** (-14.45)	-0.089*** (-14.33)	-0.084*** (-13.11)	-0.082*** (-12.72)
Age	-	-0.005*** (-3.04)	-0.005*** (-3.05)	-0.005*** (-3.02)	-0.005*** (-3.05)	-0.005*** (-2.81)	-0.005*** (-2.88)	-0.005*** (-2.96)	-0.005*** (-2.65)
Liq	+	0.075*** (10.19)	0.076*** (10.35)	0.075*** (10.18)	0.075*** (10.26)	0.076*** (10.37)	0.074*** (10.10)	0.074*** (10.03)	0.075*** (10.25)
RD	-	-0.078 (-0.39)	-0.071 (-0.36)	-0.080 (-0.40)	-0.078 (-0.39)	-0.105 (-0.53)	-0.060 (-0.30)	-0.085 (-0.43)	-0.088 (-0.44)
Own	+	0.030*** (4.15)	0.030*** (4.13)	0.030*** (4.13)	0.029*** (4.00)	0.028*** (3.85)	0.031*** (4.26)	0.028*** (3.95)	0.027*** (3.76)
Year&Ind. dummy		Yes							
No. of Obs.		10,085	10,085	10,085	10,085	10,085	10,085	10,085	10,085
Adj. R <sup>2</sup>		0.073	0.069	0.068	0.069	0.070	0.070	0.070	0.073

〈표 8〉 전체 기업집단 거래상대기업의 기업특성과 거래기업의 성과간 회귀분석 결과 (계속)

Panel B: 매입&비용거래기업

변수	예상 부호	기업성과:ROA							
		(1)	(2)	(3)	(4)	(5)	(6)	(7)	(8)
Constant		-0.157*** (-3.95)	-0.159*** (-4.02)	-0.159*** (-4.00)	-0.159*** (-4.01)	-0.167*** (-4.20)	-0.162*** (-4.09)	-0.119*** (-2.97)	-0.138*** (-3.44)
Cor	+		0.036*** (2.77)						0.028** (2.09)
List <sub>cp</sub>	+ or -			0.002 (0.79)		0.014** (2.40)			0.019*** (3.28)
Own <sub>cp</sub>	+ or -				0.012*** (2.73)	0.047*** (4.49)			0.049*** (4.64)
List <sub>cp</sub> ×Own <sub>cp</sub>	-					-0.043*** (-3.55)			-0.045*** (-3.71)
FI <sub>cp</sub>	-						-0.008** (-2.30)		-0.007* (-1.76)
Lev <sub>cp</sub>	-							-0.028*** (-6.37)	-0.030*** (-6.64)
Numaff	+ or -	0.001*** (7.31)	0.001*** (2.77)	0.001*** (7.33)	0.001*** (7.49)	0.001*** (7.48)	0.001*** (7.24)	0.001*** (7.58)	0.001*** (7.91)
Size	+	0.008*** (8.45)	0.008*** (8.46)	0.008*** (8.46)	0.008*** (8.27)	0.008*** (8.19)	0.009*** (8.61)	0.008*** (8.02)	0.008*** (7.89)
Lev	-	-0.096*** (-13.51)	-0.095*** (-13.32)	-0.096*** (-13.47)	-0.095*** (-13.41)	-0.096*** (-13.45)	-0.095*** (-13.37)	-0.085*** (-11.56)	-0.081*** (-11.07)
Age	-	-0.003 (-1.43)	-0.003 (-1.46)	-0.003 (-1.46)	-0.003 (-1.43)	-0.003 (-1.32)	-0.003 (-1.33)	-0.003 (-1.33)	-0.002 (-1.21)
Liq	+	0.066*** (8.11)	0.067*** (8.23)	0.066*** (8.12)	0.067*** (8.24)	0.067*** (8.26)	0.065*** (7.98)	0.064*** (7.92)	0.066*** (8.09)
RD	-	-0.733*** (-3.12)	-0.72*** (-3.06)	-0.736*** (-3.13)	-0.732*** (-3.11)	-0.753*** (-3.20)	-0.723*** (-3.07)	-0.710*** (-3.02)	-0.717*** (-3.06)
Own	+	0.044*** (5.40)	0.044*** (5.41)	0.044*** (5.43)	0.042*** (5.16)	0.042*** (5.11)	0.044*** (5.47)	0.041*** (5.05)	0.040*** (4.85)
Year&Ind. dummy		Yes							
No. of Obs.		9,902	9,902	9,902	9,902	9,902	9,902	9,902	9,902
Adj. R <sup>2</sup>		0.061	0.061	0.061	0.061	0.063	0.061	0.065	0.068

것이다. 모형 (3)은 거래상대기업의 비상장더미(비상장기업은 1, 상장기업은 0), 모형 (4)는 거래상대기업의 대주주지분율을 고려하였고 모형 (5)는 거래상대기업이 비상장회사이면서 대주주지분율이 높은 경우를 고려하였다. 모형 (8)은 본 연구에서 검증하고자 하는 모든 설명변수와 종속변수를 하나의 회귀식에 넣어 분석한 모형이다.

회귀분석 결과, 모형 (1)에서 보듯이 거래기업의 특성이 기업성과에 미치는 영향은 대체적으로 선행연구와 일치하다. 즉, 매출&수익거래와 매입&비용거래 모두에서 기업집단 소속 기업의 계열사 수가 많을수록, 규모가 클수록, 대주주지분율이 높을수록 성과와 유의한 양(+)의 상관관계를 보이고 레버리지정도가 높을수록, 업력이 길수록 성과에 유의한 음(-)의 영향을 미친다.

모형(2)와 모형(8)을 살펴보면, 계열사간 산업연관성은 기업집단 소속 기업의 성과에 유의한 양(+)의 영향을 미친다. 즉, 기업집단 소속 기업이 산업연관성이 높은 계열사에 매출을 하거나 매입을 하는 등 내부상품거래를 할 때 단기적 성과가 제고된다는 것이다. 이는 기업집단 소속 기업들이 수직통합된 계열사와의 내부상품거래를 통하여 비용을 절감하고 궁극적으로 단기적 성과에 긍정적인 영향을 미친 것으로 판단된다. 선행연구 대부분이 내부거래의 비효율성 특히는 지배주주의 터널링행위를 증명하는데 주력하였다면, 본 연구는 산업연관성이 높은 계열사끼리의 내부상품거래는 효율적으로 진행될 수 있다는 증거를 제시하였다.<sup>11)</sup>

모형(5)와 모형(8)은 거래상대기업이 대주주지분율이 높은 비상장회사인 경우에 기업집단 소속 기업의 성과가 낮아질 것이라는 가설 2를 검증하기 위한

모형이다. 회귀분석 결과, 예상했던 대로 매입&비용거래의 경우 대주주지분율이 높고 비상장인 상대기업과의 거래에서 기업집단 소속 기업의 성과에 유의한 음(-)의 영향을 미친다. 이는 공정거래위원회에서 보도 했던바와 같이 지배주주가 부의 대물림수단으로 대주주지분율이 높고 상대적으로 내부거래가 용이한 규모가 작은 비상장회사에 물량을 몰아주고 있다는 증거를 제시한다. 더 흥미로운 결과는, 매출&수익거래인 경우에서도 마찬가지로 거래기업의 성과에 부정적인 영향을 미친다는 점이다. 즉, 기업집단 소속 기업은 대주주지분율이 높으면서 동시에 비상장회사인 계열사에 매출하면 타 계열사에 매출하는 것보다 손해를 본다는 뜻이다. 이 결과는 지배주주가 사적이익을 추구하기 위하여 매출&수익거래시 일부러 낮은 가격을 책정하여 대주주지분율이 높은 비상장인 거래상대기업의 이익을 극대화하고 있다고 판단된다. 결론적으로, 대주주지분율이 높은 비상장 계열사와의 매출과 매입 거래 모두 기업성과가 유의하게 낮다는 것은 지배주주가 '물량 몰아주기'나 '낮은 내부매출가격 책정' 등 수단을 통하여 자신의 부를 극대화 하는 불공정거래를 진행한다고 의심 불만한 증거를 제시하고 있다.

모형(6)과 모형(8)의 회귀분석 결과, 거래상대기업이 집중산업(시스템통합, 건설, 물류, 광고)에 속하는 경우에 아닌 경우보다 기업성과에 유의한 음(-)을 영향을 미친다는 것을 알 수 있다. 이 역시도 공정거래위원회의 보도와 같이 지배주주의 터널링행위를 증명할 수 있는 부분이며 지배주주는 "물량몰아주기"를 할 때 주로 이와 같은 집중산업에 중점을 두어 이익탈취의 도구로 사용한다는 것을 실증적으로 입증하였다.

11) 다만 종속변수를 Tobin's q-ratio로 사용한 분석결과에서는 산업연관성이 높은 계열사끼리의 내부상품거래가 단기적인 성과를 높이지만 장기적인 성과를 높이는 데는 한계가 있는 것으로 나타났다.

모형(7)과 모형(8)은 거래상대기업의 레버리지비율이 거래기업의 성과에 유의한 음(-)의 영향을 미친다는 것을 보여준다. 거래기업이 내부상품거래를 이용해 기업성과에 부정적인 영향을 미치면서도 상대적으로 자본구조가 취약하고 부채가 많은 계열사를 지원하고 있다는 사실을 알 수 있는 것이다. 이는 지배주주의 비효율성이론 중에서 지배주주는 자신의 이익에 손해를 보면서도 곤경에 처한 계열사를 지원한다는 프로핑행위로 해석할 수 있다.

모형 (1)부터 모형 (8)까지 모든 상수항들은 유의하게 음(-)으로 나타났다. 이는 거래상대기업의 특성에 따라 내부거래를 효율적으로 이용하여 성과를 내는 측면과 내부거래를 터널링의 수단으로 이용함으로써 인하여 손실을 보는 측면이 공존하지만 그 중 부정적인 영향이 성과에 미치는 영향이 더 컸다는 것을 알 수 있다.

## V. 기업집단 규모에 따른 거래기업의 성과

거래상대기업의 특성이 기업집단 소속 상장회사의 기업성과에 미치는 영향을 기업집단 규모별로 차이가 있는지를 알아보기 위해 대규모기업집단과 중견기업집단으로 나누어 분석하였다. 그 결과를 정리한 <표 9>에서 Panel A는 대규모기업집단 소속 상장사, Panel B는 중견기업집단 소속 상장사의 내부상품거래가 기업성과에 미치는 영향을 보여준다.

대규모기업집단에서는 거래상대기업이 집중산업에 속할 때 두 가지 유형의 내부상품거래 시 모두 기업성과가 유의하게 낮다는 것을 알 수 있다. 이는 개별그룹들이 집중산업에 속한 기업과 매입거래를 할 때는 비싼 가격에 사들이고 매출거래를 할 때는 싼

가격에 판다는 것으로 해석할 수 있으며 전형적인 지배주주의 터널링행위를 엿볼 수 있는 부분이라고 판단된다. 또한 거래상대기업의 레버리지도 기업의 성과에 유의한 음(-)의 영향을 미쳐 개별그룹 내에서 부채비율이 높고 재무상태가 취약한 계열사를 도와주는 프로핑행위가 존재한다고 볼 수 있다. 계열사간 산업연관성은 기업성과에 비유의하게 영향을 미쳐 대규모그룹집단에서 내부거래를 효율적으로 이용한다는 증거는 찾아보기 힘들다. 동시에 거래상대기업이 비상장이면서 대주주지분율이 높은 경우 기업의 성과에 비유의하게 영향을 준다. 이는 공정거래위원회에서 지배주주가 소규모이면서 총수일가의 지분율이 높은 계열사에 “일감몰아주기”를 한다고 판단했던 것은, 일부 대규모소속 계열사에서 발생하는 현상이고 대규모기업집단 전반에 걸친 현상은 아님을 알 수 있다. 전반적으로 대규모기업의 내부상품거래는 비효율적으로 진행이 되는 부분이 많으며 규제가 필요하다고 보여 진다.

중견기업집단에서는 계열사간 산업연관성이 높을수록 기업성과에 유의한 양(+ )의 영향을 미쳐 대기업집단과는 달리 내부상품거래를 효율적으로 진행하는 부분이 있다는 것을 알 수 있다. 또한 거래상대기업이 비상장회사이면서 동시에 대주주지분율이 높을수록, 레버리지가 높을수록 기업성과에 유의한 음(-)의 영향을 미쳐 이러한 기업특성을 가진 계열사간 거래는 지배주주의 사적이익을 추구하는 터널링이나 계열사간 지원을 위한 프로핑으로 이용되고 있다는 것을 보여준다. 즉, 중견기업집단 소속 상장회사 및 그 계열사간 내부거래는 효율적으로 이용되는 부분도 있고 대규모기업집단처럼 비효율적으로 이용되는 부분이 동시에 존재한다는 흥미로운 결과를 보여준다.

<표 9> 기업집단별 거래상대기업의 기업특성과 거래기업의 성과간 회귀분석 결과

$$ROA_{i,t} = \alpha_1 + \beta_1 Cor_{i,t} + \beta_2 List_{cp,t} + \beta_3 Own_{cp,t} + \beta_4 List_{cp,t} \times Own_{cp,t} + \beta_5 FI_{i,t} + \beta_6 Lev_{cp,t} + \beta_7 Num\ aff_{i,t} + \beta_8 Size + \beta_9 Lev_{i,t} + \beta_{10} Age_{i,t} + \beta_{11} Liq_{i,t} + \beta_{12} RD_{i,t} + \beta_{13} Own_{i,t} + YD + ID + \epsilon_{i,t}$$

2005년부터 2010년까지 기업집단별 내부상품거래를 진행한 상장회사의 기업성과와 거래상대기업의 특성에 관한 고정효과 패널회귀분석의 결과이다. Panel A는 대규모기업집단 소속 계열시간 내부상품거래, Panel B는 중견기업집단 소속 계열시간 내부상품거래를 나타낸다. 종속변수는 총자산이익률(ROA)을 사용하고, 독립변수는 계열시간 산업연관성(Cor), 거래상대기업의 비상장더미(List<sub>cp</sub>), 대주주지분율(Own<sub>cp</sub>), 비상장더미와 대주주지분율의 교차항(List<sub>cp</sub>×Own<sub>cp</sub>), 집중산업더미(FI<sub>cp</sub>), 부채비율을 사용(Lev<sub>cp</sub>)하였으며, 통제변수는 내부상품거래를 진행한 거래상대기업수(Numaff), 기업집단 소속 기업의 규모(Size), 부채비율(Lev), 업력(Age), 유동성(Liq), 연구개발비(RD), 대주주지분율(Own), 연도더미와 산업더미(Year&Ind. dummy)를 사용하였다. 모형 (2), 모형(5), 모형(6)과 모형(7)은 각각의 독립변수가 종속변수에 미치는 영향, 모형 (8)은 전체 설명변수가 종속변수가 미치는 영향을 보기 위해 설정한 것이다. \*\*\*, \*\*, \*는 양측검정으로 각각 유의수준 1%, 5%, 10%에서 통계적으로 유의함을 의미한다.

Panel A: 대규모기업집단 소속 상장사의 내부상품거래

변수	매출&수익거래					매입&비용거래				
	(2)	(5)	(6)	(7)	(8)	(2)	(5)	(6)	(7)	(8)
Constant	-0.071* (-1.81)	-0.074* (-1.89)	-0.070* (-1.79)	-0.062 (-1.57)	-0.065* (-1.65)	0.008 (0.18)	0.010 (0.23)	0.009 (0.21)	0.014 (0.31)	0.017 (0.36)
Cor	0.007 (0.39)				-0.014 (-0.73)	0.004 (0.20)				-0.012 (-0.54)
List <sub>cp</sub>					0.004 (0.55)		-0.001 (-0.15)			0.002 (0.24)
Own <sub>cp</sub>					0.028** (2.31)		0.031** (2.28)			0.033** (2.41)
List <sub>cp</sub> × Own <sub>cp</sub>		-0.017 (-1.15)			-0.016 (-1.13)		-0.012 (-0.75)			-0.016 (-0.96)
FI <sub>cp</sub>			-0.019*** (-4.26)		-0.018*** (-4.08)			-0.014*** (-3.08)		-0.014*** (-3.00)
Lev <sub>cp</sub>				-0.017** (-2.26)	-0.016** (-2.13)				-0.092*** (-8.70)	-0.011 (-1.38)
Num aff	0.001*** (2.74)	0.001*** (2.81)	0.001** (2.52)	0.001*** (2.69)	0.001** (2.41)	0.001*** (6.62)	0.001*** (6.81)	0.001*** (6.51)	0.001*** (6.71)	0.001*** (6.65)
Size	0.007*** (6.26)	0.007*** (6.14)	0.008*** (6.400)	0.007*** (6.20)	0.007*** (6.18)	0.004*** (2.89)	0.003*** (2.61)	0.004*** (2.97)	0.004*** (2.85)	0.003*** (2.60)
Lev	-0.099*** (-10.83)	-0.099*** (-10.79)	-0.096*** (-10.47)	-0.096*** (-10.33)	-0.092*** (-9.88)	-0.094*** (-9.05)	-0.094*** (-9.09)	-0.091*** (-8.79)	-0.092*** (-8.70)	-0.089*** (-8.41)
Age	-0.015*** (-5.83)	-0.015*** (-5.71)	-0.015*** (-5.72)	-0.015*** (-5.77)	-0.014*** (-5.54)	-0.014*** (-4.83)	-0.014*** (-4.73)	-0.014*** (-4.76)	-0.014*** (-4.82)	-0.014*** (-4.64)
Liq	0.067*** (6.40)	0.068*** (6.53)	0.064*** (6.13)	0.065*** (6.25)	0.064*** (6.11)	0.061*** (5.22)	0.062*** (5.34)	0.057*** (4.87)	0.06*** (5.16)	0.058*** (4.95)
RD	0.119 (0.19)	0.063 (0.10)	0.191 (0.31)	0.112 (0.18)	0.121 (0.19)	-0.114 (-0.18)	-0.145 (-0.23)	-0.066 (-0.10)	-0.113 (-0.18)	-0.099 (-0.16)
Own	-0.009 (-0.87)	-0.011 (-1.06)	-0.008 (-0.77)	-0.009 (-0.85)	-0.01 (-0.94)	-0.001 (-0.04)	-0.004 (-0.35)	0.001 (0.05)	-0.001 (-0.03)	-0.003 (-0.23)
Year&Ind. dummy	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes
No. of Obs.	5,161	5,161	5,161	5,161	5,161	5,133	5,133	5,133	5,133	5,133
Adj. R <sup>2</sup>	0.066	0.067	0.070	0.067	0.071	0.062	0.063	0.064	0.062	0.065

〈표 9〉 기업집단별 거래상대기업의 기업특성과 거래기업의 성과간 회귀분석 결과 (계속)

Panel B: 중견기업집단 소속 상장사의 내부상품거래

변수	매출&수익거래					매입&비용거래				
	(2)	(5)	(6)	(7)	(8)	(2)	(5)	(6)	(7)	(8)
Constant	-0.501*** (-9.42)	-0.493*** (-9.26)	-0.482*** (-9.03)	-0.459*** (-8.54)	-0.488*** (-8.94)	-0.566*** (-9.49)	-0.566*** (-9.50)	-0.542*** (-9.07)	-0.498*** (-8.32)	-0.522*** (-8.66)
Cor	0.062*** (4.14)				0.060*** (4.00)	0.066*** (4.04)				0.066*** (3.96)
List <sub>cp</sub>		0.014* (1.95)			0.017** (2.44)		0.032*** (3.91)			0.039*** (4.74)
Own <sub>cp</sub>		0.048*** (3.22)			0.051*** (3.36)		0.061*** (3.76)			0.063*** (3.92)
List <sub>cp</sub> ×Own <sub>cp</sub>		-0.057*** (-3.54)			-0.059*** (-3.69)		-0.083*** (-4.64)			-0.084*** (-4.70)
FI <sub>cp</sub>			0.001 (0.02)		0.005 (0.88)			0.006 (0.96)		0.011 (1.70)
Lev <sub>cp</sub>				-0.071*** (-7.99)	-0.011* (-1.93)				-0.032*** (-6.21)	-0.034*** (-6.26)
Num aff	0.001*** (4.94)	0.001*** (4.77)	0.001*** (4.81)	0.001*** (4.81)	0.001*** (4.92)	0.001*** (4.67)	0.001*** (4.71)		0.001*** (4.31)	0.001*** (4.56)
Size	0.019*** (10.20)	0.018*** (9.79)	0.018*** (9.86)	0.018*** (9.64)	0.018*** (9.59)	0.022*** (11.03)	0.021*** (10.69)	0.021*** (10.62)	0.021*** (10.39)	0.02*** (10.16)
Lev	-0.077*** (-9.02)	-0.077*** (-9.10)	-0.079*** (-9.25)	-0.071*** (-7.99)	-0.071*** (-7.91)	-0.085*** (-8.66)	-0.089*** (-9.08)	-0.088*** (-9.01)	-0.069*** (-6.75)	-0.067*** (-6.50)
Age	0.003 (1.16)	0.003 (1.52)	0.003 (1.19)	0.003 (1.26)	0.003 (1.44)	0.005* (1.95)	0.006** (2.18)	0.005** (2.04)	0.006** (2.27)	0.005** (2.05)
Liq	0.104*** (10.04)	0.102*** (9.87)	0.101*** (9.71)	0.100*** (9.56)	0.105*** (10.11)	0.095*** (8.14)	0.091*** (7.83)	0.091*** (7.83)	0.089*** (7.67)	0.092*** (7.94)
RD	0.130 (0.63)	0.087 (0.42)	0.132 (0.64)	0.127 (0.62)	0.079 (0.38)	-0.626** (-2.54)	-0.698*** (-2.82)	-0.643*** (-2.60)	-0.600** (-2.44)	-0.657*** (-2.68)
Own	0.053*** (4.91)	0.049*** (4.52)	0.051*** (4.78)	0.049*** (4.53)	0.048*** (4.41)	0.076*** (6.20)	0.074*** (6.02)	0.074*** (6.04)	0.067*** (5.48)	0.068*** (5.54)
Year&Ind. dummy	Yes									
No. of Obs.	4,924	4,924	4,924	4,924	4,924	4,769	4,769	4,769	4,769	4,769
Adj. R <sup>2</sup>	0.110	0.113	0.110	0.11	0.117	0.105	0.106	0.102	0.110	0.118

## VI. 결론

대규모내부거래는 재벌총수들이 “부의 대물림 수단”이나 “재산증식”의 수단으로 악용될 수도 있고 외부거래에 비해 비용을 절감할 수 있는 내부거래를 이용하면 기업에 긍정적인 영향을 미칠 수도 있다. 그 동안 내부거래에 관련한 선행연구 대부분은 그룹내 내부거래를 비효율적이라고 가정하고 비효율성을 입증하는데 주력하였다. 또한 이슈가 되고 있는 대규모기업집단만을 대상으로 연구하고 대규모기업집단보다 내부거래비율이 더 높은 중견기업집단에 대한 연구는 거의 없었다. 특히, 어떤 특성을 가진 기업과의 거래가 효율적인지, 또 어떤 특성을 가진 기업과의 거래가 비효율적인지를 구체적으로 실증분석을 한 연구는 없었다. 본 연구는 대규모기업집단뿐만 아니라 중견기업집단을 포함한 전체 기업집단의 내부거래상황 및 기업특성에 따른 거래실태를 파악한 점에서 차별화된다.

전체 기업집단을 대상으로 한 연구의 결과는 다음과 같다. 첫째, 계열시간 산업연관성이 높을수록 기업집단 소속 기업의 성과가 높아 수직계열화된 계열시간 내부상품거래는 효율적으로 이용된다는 것을 알 수 있다. 둘째, 거래상대기업이 비상장회사면서 대주주지분율이 높을수록, 시스템통합, 건설, 물류, 광고 등 집중산업에 속하는 경우, 레버리지정도가 높을수록 기업성과에 유의한 음(-)의 영향을 미쳐 이러한 특성을 가진 계열사와의 거래는 비효율적으로 이용된다는 것을 알 수 있다.

기업집단별로 구분해 회귀분석한 결과를 살펴보면, 대규모기업집단은 거래상대기업이 집중산업에 속하는 경우와 레버리지가 높을수록 기업성과에 유의한 음(-)의 영향을 미쳐 비효율적으로 거래가 이

루어졌다. 중견기업집단과 같은 경우에는 산업연관성이 높은 수직계열화에서는 효율적인 거래가, 거래상대기업이 대주주지분율이 높은 비상장회사인 경우 그리고 레버리지비율이 높은 경우 비효율적인 거래로 기업성과에 부정적인 영향을 미쳤다.

이러한 결과는 기업집단 내부의 거래는 궁극적으로 효율적인 측면과 비효율적인 측면이 공존하므로 내부거래에 대해 일괄적으로 “무조건 때리기”를 해야 한다는 인식을 개선할 필요가 있음을 보여준다. 또한 공정거래위원회에서 내부거래 관련 정책을 제정할 때 기업특성에 따라 구체적으로 분석을 하여 지배주주의 사적이익을 위해 악용되는 사례는 근절해야 하지만 효율적으로 이용되는 부분도 감안해서 종합적으로 검토할 필요가 있음을 시사한다.

## 참고문헌

- 강형철, 박경서, 장하성(2006), “기업집단의 계열시간 거래의 결정요인,” **경영학연구**, 19, 77-118
- 김현중(2011), 기업집단 계열시간 거래의 효율성과 시사점, 서울, 한국경제연구원.
- 남주하, 진태홍, 이석준(2001), “상호지급보증과 재벌의 내부자본시장,” **금융학회지**, 6(2), 53-74
- 박경서, 정찬식(2011), “기업집단의 분리를 통한 기업집단의 순기능과 역기능에 관한 연구,” **한국증권학회지**, 40(3), 461-499
- 박승록(2001), 기업집단의 내부거래와 효율성에 관한 연구, 서울, 한국경제연구원.
- 유승민, 이재형(1994), “대사업체와 재벌사업체의 성장과 생산성,” **한국개발연구**, 16(3), 97-123
- 윤기향, 박승록(2002), 기업집단의 내부거래가 주가에 미치는 영향, 서울, 한국경제연구원.
- 윤성민(2004), “재벌 내부자본시장에서의 자금거래 동기

- 및 지원방향.” **한국증권학회지**, 33(2), 45-82
- 이원홍(2005), “상장기업과 대주주와의 내부거래가 주가에 미치는 영향에 관한 실증연구,” **증권학회지**, 34(4), 111-148
- 이원홍(2006), “대주주 소유구조 및 연계거래 여부가 기업 가치에 미치는 영향에 관한 실증연구,” **재무관리연구**, 23(1), 69-100
- 임경묵, 조성빈(2007), 우리나라 기업집단의 내부거래에 관한 연구, 서울, 한국개발연구원.
- 장세진(2003), 외환위기와 한국 기업집단의 변화: 재벌의 흥망, 서울, 박영사.
- 진태홍(2000), “재벌의 지배구조와 상호지급보증,” **재무관리연구**, 17(1), 1-12
- 최정호(2009), 기업지배구조와 내부거래 및 기업가치에 관한 연구, 서울, 한국경제연구원.
- Alchian, A. A. and H. Demsetz(1972), “Production, Information Cost and Economic Organization,” *American Economic Review*, 62(5), 777-795
- Almeida, H., S. Y. Park, M. Subrahmanyam, and D. Wolfenzon(2011), “The Structure and Formation of Business Groups: Evidence from Korean Chaebols,” *Journal of Financial Economics*, 99(2), 447-475
- Bae, K. H., J. Kang, and J. Kim(2002), “Tunneling or Value Added? Evidence from Mergers by Korean Business Groups,” *Journal of Finance*, 57(6), 2695-2740
- Baek, J. S., J. Kang, and K. Park(2004), “Corporate Governance and Firm Value: Evidence from the Korean Financial Crisis,” *Journal of Financial Economics*, 71, 265-313
- Berle, A. and G. Means(1932), *The Modern Corporation and Private Property*, New York, Commerce Clearing House, Loose Leaf Service Division of the Corporation Trust Company.
- Bertrand, M., P. Mehta and S. Mullainathan(2002), “Ferretting Out Tunneling: An Application to Indian Business Groups,” *Quarterly Journal of Economics*, 117(1), 121-148
- Caves, R. E.(1982), *Multinational Enterprise and Economic Analysis*, Cambridge, Harvard University Press.
- Chang, S. J. and J. Hong(2000), “Economic Performance of Group-Affiliated Companies in Korea: Intragroup Resource Sharing and Internal Business Transactions,” *Academy of Management Journal*, 43(3), 429-448
- Chang S. J. and U. Choi(1988), “Strategy, Structure and Performance of Korean Business Groups: A Transaction Cost Approach,” *Journal of Industrial Economics*, 37, 141-158
- Chatterjee S. and B. Wernerfelt(1991), “The Link Between Resources and Type of Diversification: Theory and Evidence,” *Strategic Management Journal*, (12), 33-48
- Cheung, Y. L., P. R. Rau and A. Stouraitis(2006), “Tunneling, Propping and Expropriation: Evidence from Connected Party Transactions in Hong Kong,” *Journal of Financial Economics*, 82(2), 343-386
- Claessens, S., S. Djankov, J. P. H. Fan and L. H. P. Lang(2002), “Disentangling the Incentive and Entrenchment Effects of Large Shareholdings,” *Journal of Finance*, 57, 2741-2771
- Coase, R.(1932), *The Nature of the Firm*, *Economica*, 386-405, reprinted in Stiegler G. and Boulding, K.(eds.), *Reading in Price Theory*, Richard D. Irwin Inc.
- Demsetz, H. and K. Lehn(1985), “The Structure of Corporate Ownership: Causes and Consequences,” *Journal of Political Economy*, 93(6), 1155-1177
- Friedman, E., S. Johnson and T. Mitton(2003),

- "Propping and Tunneling," *Journal of Comparative Economics*, 31(4), 732-750
- Froot, K. A., D. S. Scharfstein and J. C. Stein (1994), "A Framework for Risk Management," *Journal of Applied Corporate Finance*, 7(3), 22-33
- Ghemawat, P. and T. Khanna(1998), "The Nature of Diversified Business Groups: A Research Design and Two Case Studies," *Journal of Industrial Economics*, 46, 35-61
- Jensen, M. C. and W. H. Meckling(1976), "Theory of the Firm: Managerial Behavior, Agency Costs and Ownership Structure," *Journal of Financial Economics*, 3, 305-360
- Johnson, S., R. La Porta, F. Lopez-de-Silanes and A. Shleifer(2000), "Tunneling," *American Economic Review*, 90, 22-27
- Kogut, B. and U. Zander(1992), "Knowledge of the Firm, Combinative Capabilities, and the Replication of Technology," *Organizational Science*, 3(3), 383-397
- Kotler, P.(1984), *Marketing Management*, 4th edition, New Jersey, Prentice-Hall.
- Kreps, D. M. and R. Wilson(1982), "Reputation and Imperfect Information," *Journal of Economic Theory*, 27, 253-279
- Leff, N. H.(1978), "Industrial Organization and Entrepreneurship in the Developing Countries: The Economic Groups," *Economic Development and Cultural Change*, 27, 661-675
- Lemmon, M. L. and Karlv. Lins(2003), "Ownership Structure, Corporate Governance, and Firm Value: Evidence from the East Asian Financial Crisis," *Journal of Finance*, 58, 1445-1468
- McConnell, J. and H. Servaes(1990), "Additional Evidence on Equity Ownership and Corporate Value," *Journal of Financial Economics*, 27(2), 595-612
- Milgrom, P. and J. Roberts(1982), "Predation, Reputation and Entry Deterrence," *Journal of Economic Theory*, 27, 280-312
- Montgomery, C. A. and S. Hariharan(1991), "Diversified Entry by Large Firms," *Journal of Economic Behavior and Organization*, 15, 71-89
- Morck, R., A. Shleifer, and R. W. Vishny(1988), "Management Ownership and Market Valuation: An Empirical Analysis," *Journal of Financial Economics*, 20(1), 293-315
- Prahalad, C. K. and G. Hamel(1990), "The Core Competence of the Corporation," Boston, *Harvard Business Review*, 68(3), 79-91
- Riyanto, Y. E. and L. A. Toolsema(2004), "Tunneling and Propping: A Justification for Pyramidal Ownership," Working paper.
- Sharma, A. and I. F. Kesner(1996), "Diversifying Entry: Some Ex Ante Explanations for Post-entry Survival and Growth," *Academy of Management Journal*, 39(3), 635-677
- Teece, D. J., G. Pisano and A. Shuen(1997), "Firm Capabilities, Resources, and Concept of Strategy," *Strategic Management Journal*, 18, 509-533
- Williamson, O. E.(1975), *Market and Hierarchies: Analysis and Antitrust Implications*, New York, The Free Press.

## Comparing Company Performance by Counterparty Characteristics in Internal Product Transactions of the Business Group\*

Shanyue Jin\*\* · Kang Heum Yon\*\*\*

### Abstract

The purpose of this study is to investigate the effectiveness of intra-group transactions among business groups, which has been an issue in recent years. Specifically, we analyzed the characteristics of intra-group transactions focusing on transactions between individual companies in both large business groups and small and medium business groups.

The results for all types of business groups are as follows. First, if the industry relationship between a company belonging to the business groups and its counterparty is high, then the performance of the company is high as well; thus, internal product transactions are efficient between vertically integrated affiliates. Second, the performance of a company belonging to the business groups is significantly negatively affected if the counterparty is a non-listed company with high large shareholder ownership as well if it falls into a focused industry (e.g., systems integration, construction, logistics or advertisement). The analysis shows that controlling shareholders use tunneling activities as a means of passing down their wealth or pursuing their private gains through “unfair cross-subsidization practices.” It also shows the existence of propping activities in which companies help their affiliates in a relatively distressed financial situation; however, the performance of a company was significantly negatively affected when the leverage rate of the business partners was high. We therefore conclude that a transaction with affiliates having such characteristics is inefficient.

---

\* This work was supported (in part) by the Yonsei University Research Fund of 2013.

\*\* Assistant Professor, School of International and Area Studies, Kookmin University, The First Author

\*\*\* Professor, School of Business, Yonsei University, Corresponding Author

The results by business group are as follows. In large business groups, transactions are inefficiently carried out because the performance of a company which is belonging to the business groups is significantly negatively affected if the counterparty belongs to a focused industry or its leverage level is high. In small and medium business groups, transactions are efficiently conducted in vertically integrated industries with a high industry relationship. On the other hand, transactions are inefficiently carried out if the counterparty is a non-listed company with high large shareholder ownership or a high leverage ratio, as both negatively affect corporate performance.

The results show that both efficient and inefficient aspects exist in the intra-group transactions of business groups. Therefore, when policy-makers establish intra-group transaction policies, they must root out cases in which the policies are misused for the private benefit of controlling shareholders by specifically analyzing them according to the characteristics of affiliates, while also considering that intra-group transactions could be used efficiently.

Key words: intra-group transaction, management efficiency, corporate performance, transaction counterparty, business groups