

한국 재벌기업의 내부거래와 기업가치: 사익편취규제제도의 효과

이상규, 김병곤*
창원대학교 경영학과

The Effects of Regulation on Internal Transactions and Corporate Value in Korean Chaebol Companies

Sang-Gyu Lee, Byoung-Gon Kim*

Department of Business Administration, Changwon National University

요약 본 연구에서는 한국정부의 사익편취규제제도가 한국 재벌기업의 내부거래와 기업가치에 미치는 영향을 분석하였다. 먼저 사익편취규제대상기업지정이 기업가치에 미치는 영향을 분석하였다. 둘째, 사익편취규제대상과 사각지대 기업은 제도가 시행된 2014년을 기준으로 전기간(2008년~2013년)과 후기간(2014년~2019년)을 비교분석하였다. 대상은 한국거래소 유가증권시장에 상장된 재벌기업 총1,312개(연도-기업)이다. 사익편취 수단으로 상정한 내부거래 형태는 장기공급계약, 대여금, 신용공여이다. 실증분석 결과는 다음과 같다. 첫째, 한국 재벌기업에 있어 사익편취규제대상 지정여부가 기업가치에 영향을 미친다는 증거는 발견할 수 없었다. 지정된 당해 연도나 다음 연도에서도 지정상태가 기업가치에 영향을 미친다는 증거는 발견되지 않았다. 둘째, 규제대상 재벌기업에 대해 지정 전·후를 비교해 본 결과, 장기공급계약과 신용공여 형태의 내부거래에서 기업가치에 미치는 영향에 변화가 있는 것을 발견하였다. 장기공급계약의 경우 제도 시행 이전에는 기업가치와 정(+)의 영향관계로 나타났지만, 이후기간에서는 이러한 관계가 사라졌다. 이는 제도시행 이전에는 계열사 간 장기공급계약 내부거래가 거래효율성을 가져와 기업가치에 긍정적인 영향을 미쳤던 것에 비해, 제도시행 이후에는 규제 강화에도 불구하고 오히려 매출액 중 내부거래 비중이 증가하면서 긍정적인 영향관계가 약화된 것으로 이해되었다. 신용공여의 경우 제도시행 이전에는 기업가치와 유의한 영향 관계를 보이지 않았으나, 이후에는 부(-)의 영향 관계로 나타났다. 이는 규제기관의 감시가 강화되었음에도 불구하고, 재벌기업들이 신용공여 형태의 내부거래를 증가시켜 지배주주의 사익편취 수단으로 활용하였을 가능성을 보여주었다.

Abstract In this study, we examined the effects of the Korean government's regulation enacted in 2014 on the corporate values of 1,312 Korean listed companies (year-firm) that belonged to Chaebol groups. Long-term supply contracts, loans, and credit grants are assumed to be the preferred means of expropriation by controlling shareholders. Results were as follows. First, there was no evidence that regulatory designated status affected corporate value. No evidence was found that the designated status of a firm affected corporate value after regulation introduction. Second, a relationship change with corporate value was found for long-term supply contracts and credit grants. Long-term supply contracts pre-regulation introduction showed a positive relationship with corporate value, but after 2014 this relationship disappeared. This result suggests that before enforcement of the regulation, long-term supply contracts between related parties improved transaction efficiency and had a positive effect on corporate value. On the contrary, credit grants showed a negative relationship after 2014, which implies that Chaebol companies used those internal transactions as a means of expropriation despite increased monitoring by the regulatory agency.

Keywords : Regulation, Internal Transactions, Chaebol, Expropriation, Corporate Value

*Corresponding Author : Byoung-Gon Kim(Changwon National Univ.)
email: bgkim@changwon.ac.kr

Received June 14, 2021

Accepted October 1, 2021

Revised July 12, 2021

Published October 31, 2021

1. 서론

재벌기업의 지배주주는 자신의 영향력 아래에 있는 계열사 간의 특수관계인 거래(Related Party Transaction, 이하 내부거래)를 이용하여 사익을 추구하고자 하는 유인을 가질 수 있다. 이러한 유인을 실행하는 것을 터널링(tunneling)이라고 한다. 터널링은 기업가치에 부정적인 영향을 미치는 요인이 된다.

공정거래위원회는 2014년부터 대규모 기업집단(이하 재벌)의 지배주주에 의한 터널링 유인을 억제하기 위하여 사익편취규제제도를 시행하고 있다. 이 제도에 따라 공정거래위원회는 매년 상장기업이면서 지배주주지분율이 30% 이상인 기업을 사익편취규제대상으로 지정하고, 지배주주지분율이 20%~30% 미만인 기업을 사각지대기업이라고 하여 모니터링 대상으로 지정하여 공표하고 있다. 2021년부터는 공정거래법의 개정으로 사각지대기업도 법적 규제대상에 포함되게 되었다.

본 연구에서는 먼저 지배주주의 사익편취 유인이 강한 것으로 알려져 있는 한국 재벌기업을 대상으로 사익편취 규제대상 지정이 기업가치에 미치는 영향을 분석한다. 한국 재벌기업에서 지배주주에 의한 사익편취 유인이 강하고, 이를 규제하는 제도가 효과를 발휘한다면 규제대상기업 지정은 기업가치에 긍정적인 영향을 미칠 것으로 예상할 수 있다.

둘째, 사익편취규제제도 시행이 사익편취 수단과 기업가치의 관계에 어떤 변화를 가져오는가를 확인한다. 규제제도의 시행이 의도한 바대로 효과를 발휘한다면, 제도시행 이후에 기업가치에 대한 사익편취 수단들의 영향이 긍정적인 관계로 전환되거나 부정적인 관계가 사라질 것으로 예상할 수 있다. 이러한 분석을 위하여 본 연구에서는 규제대상으로 지정된 재벌기업을 대상으로, 제도시행 전·후 기간(2008년~2013년, 2014년~2019년)으로 나누어 사익편취 수단이 기업가치에 미치는 영향을 분석한다.

본 연구에서 지배주주의 사익편취 수단으로는 특수관계인 간 장기공급계약, 대여금, 신용공여를 사용한다.

2. 이론적 배경과 가설설정

기업에서의 내부거래에 관한 논리적 근거로 언급되는 이론으로써는 기업의 효율성 증진을 목적으로 한다는 효율성 이론(efficient transaction hypothesis)과 지배

주주의 사익편취가 목적이라는 이해상충 이론(conflict of interests hypothesis), 그리고 기업이 처한 상황에 따라 평가해야 한다는 상황이론(contingency theory)이 있다.

효율성 이론은 내부거래가 거래과정에 수반되는 비용을 절감하는 등 기업내부의 효율성을 증진시킬 목적으로 이루어진다는 것이다. Jian과 Wong은 특수관계인과의 내부거래를 통하여 기업의 재산권을 지킬 수 있으며 또한 제반 계약 사항들을 집행하는 과정에서 마주하는 어려움을 극복할 수 있게 해 준다고 하였다. 그 결과 기업가치에는 긍정적인 영향을 미친다고 한다[1]. 이해상충 이론은 대리인 이론 관점에서 내부거래를 설명한다. 대리인 이론에 따르면 기업의 지배주주는 주주부의 최대화보다는 자신들의 이익을 우선시하여 의사결정을 하는데, 이때 내부거래를 활용한다는 것이다. Johnson 등은 지배주주가 터널링 수단으로 내부거래를 활용한다고 하였다[2]. Tong과 Wang은 지배주주가 지배권을 행사하여 자신들의 이익 추구를 하는 데 있어서 내부거래를 이용한다고 하였다[3]. 그 결과 지배주주에 의한 기업 자산의 편취, 잠재력이 큰 기업에서 작은 기업으로의 부(wealth) 이전, 소액주주 이익침해 등과 같은 부정적인 현상이 나타날 수 있다고 한다. 이는 기업가치에 부정적인 영향을 미치게 된다고 한다.

한편 Pizzo가 제시한 상황이론은 어떤 상황에서도 효과를 담보하는 단일 전략은 존재하지 않기 때문에 내부거래를 해석함에 있어서 앞서 언급한 두 가지 이론 중 어느 하나로 판단하기는 어렵다는 것이다. 기업이 직면한 특정한 상황이나 기업을 둘러싸고 있는 제도, 사회 및 환경 요인 등을 감안해야 한다는 것이다[4].

우리나라에서는 총수라고 불리는 지배주주가 운영하는 기업집단을 '재벌'이라고 부르고 있는데 기업집단 내에서 지배주주는 절대적인 영향력을 행사한다. 이때 지배주주는 기업집단 내의 여러 계열기업 사이에서 자신에게 유리한 방향으로 자원과 부를 이동시키고자 하는 유인을 갖는데 이를 실현시키는 방편으로 내부거래를 이용한다고 한다[5]. 이때 내부거래가 지배주주에 의한 터널링 수단으로 이용되면 기업가치는 감소하게 된다. 우리나라의 공정거래위원회는 기업집단 지배주주에 의한 부(wealth) 이전이 재벌 중심으로 행해지고 있으며 결과적으로 기업가치 감소로 이어질 수 있다는 부정적 관점에서 사익편취 규제제도를 시행하여 기업집단 내에서의 내부거래에 대한 모니터링과 함께 법 위반 시에는 법적인 제재를 하고 있다. 따라서 우리나라의 사익편취규제제도

는 재벌기업의 내부거래를 규제하는 것이 목적이므로 효율성 이론보다는 이해상충 이론에 근거하고 있다고 할 수 있다[6]. 이러한 사익편취규제제도가 효과적으로 작동한다면 한국 재벌기업에서 강하게 발생한다고 추정되고 있는 지배주주에 의한 사익편취는 감소할 것이고, 기업가치는 증가하게 될 것이다. 즉 한국 재벌기업에서 실제 지배주주에 의한 사익편취가 존재하고, 규제제도가 효과적이라면 사익편취규제대상으로의 지정은 기업가치의 증가를 가져올 수 있을 것이다. 이러한 영향관계가 존재하는가를 확인해 보기 위해 [가설1]을 설정하여 검증한다.

[가설1] 한국 재벌기업에 있어 사익편취규제대상 지정은 기업가치에 정(+)의 영향을 미친다.

한국 재벌기업에서 지배주주는 다양한 형태의 내부거래를 통해 사익편취를 추구할 수 있다. 예를 들어 계열사 간 상품과 서비스거래, 장기공급계약, 자산 및 영업의 양수도, 자금지원 및 신용공여, 지분출자 등 다양한 수단이 활용될 수 있다[7,8]. 이러한 사익편취 수단들이 지배주주의 사익 추구를 위해 활용되는 경우 외부주주의 부가탈취(expropriation)되는 터널링 현상이 발생하고, 기업가치는 감소하게 된다.

만약 지배주주의 사익편취 유인을 통제할 수 있는 제도가 효과적으로 작동할 수 있다면 이러한 현상은 감소될 수 있을 것이다. 사익편취규제대상기업 지정제도는 이와 같은 목적으로 시행되었다고 할 수 있다. 따라서 이 제도가 효과성을 발휘한다면, 지배주주의 사익편취는 감소하고, 기업가치는 증가하게 될 것이다. 즉 사익편취규제제도 시행은 지배주주의 사익편취 수단인 내부거래에 영향을 미쳐 기업가치에도 영향을 줄 것으로 예상할 수 있다. 따라서 사익편취규제제도의 시행이 한국 재벌기업의 내부거래와 기업가치 간의 관계에 영향을 미치는가를 확인해 보기 위하여 다음과 같이 [가설2]를 설정하여 검증한다.

[가설2] 사익편취규제제도의 시행은 한국 재벌기업의 내부거래와 기업가치 간의 관계에 영향을 미친다.

3. 실증분석방법 및 분석대상변수의 측정

3.1 분석대상 기간 및 표본의 선정

본 연구에서는 사익편취규제대상기업이 지정·공표되기 시작한 2014년을 기준으로 하여 이전·이후 기간 각 6개년씩 총 12개년(2008년~2019년)을 분석대상기간으로 한다. 분석대상 기업은 한국거래소 유가증권시장(KOSPI)에 상장된 재벌기업 총 1,312개 기업(연도-기업)이다. 이 중에서 공정거래위원회에 의해 사익편취규제대상과 사각지대 기업으로 분류된 기업은 232개(연도-기업)이다. 본 연구에서는 규제대상으로 지정된 232개(연도-기업)에 대해서는 규제가 시행된 2014년을 기준으로 이전기간 6개년, 이후기간 6개년을 비교분석한다.

분석에 필요한 자료는 NICE평가정보(주)의 KIS-VALUE와 금융감독원의 전자공시시스템(<http://dart.fss.or.kr>)에서 제공하는 각 기업의 사업보고서, FnGuide의 DataGuide 등에서 수집하였다. 통계패키지는 STATA 13.0을 사용하였다. 극단치(outlier)로 인한 실증결과와 왜곡을 최소화하기 위해 표본자료의 상·하 1%를 대상으로 윈저라이징(winsorizing)을 하였다.

3.2 변수의 측정

3.2.1 기업가치

기업가치의 대응변수(MB)로는 기업의 시장가치 대비 장부가치비율(market to book value, MB)을 사용한다. MB는 기업이 발행한 주식수에 주가를 곱한 자기자본의 시장가치(시가총액)와 부채의 장부가치를 더한 후 총자산의 장부가치로 나눈 것=(자기자본의 시장가치+부채)/총자산으로 측정한다.

3.2.2 사익편취규제대상기업 여부

공정거래위원회에서는 지배주주지분율이 30% 이상인 상장기업을 사익편취규제대상기업으로 지정한다. 그리고 지배주주지분율이 20~30%인 기업은 사각지대기업으로 분류한다. 본 연구에서는 2021년 이후 사각지대기업도 사익편취규제대상으로 지정되는 것을 감안하여 사익편취규제대상기업과 사각지대기업 모두를 규제대상기업으로 분류한다. 규제대상에 해당하는 경우 규제대상기업 더미변수(X_d)에 1의 값을 부여한다.

3.2.3 내부거래

내부거래는 장기공급계약, 대여금, 신용공여, 자산 및 영업양수도, 지분출자 등 다양한 형태로 이루어진다. 본 연구에서는 재벌소속 특정 기업이 특수관계인과 거래한 상품 및 서비스의 장기공급계약, 대여금, 신용공여 등 세

가지 형태를 내부거래로 정의한다.

상품과 서비스 장기공급계약에 의한 내부거래를 대응하는 변수(RPT_Ltc)는 당해기업이 특수관계인과 장기공급계약을 한 금액을 매출액으로 나눈 비율(=장기공급계약금액/매출액)로 측정한다. 대여금변수(RPT_Loan)는 당해기업이 특수관계인에게 대여한 금액을 총자산으로 나눈 비율(=대여금/총자산)로 측정한다. 채무보증이나 담보제공과 같은 신용공여에 의한 내부거래변수(RPT_Credit)는 기업이 특수관계인에게 제공한 신용공여금액을 총자산으로 나눈 비율(=채무보증 및 담보제공금액/총자산)로 측정한다.

3.2.4 통제변수

내부거래와 기업가치 간의 관계를 분석하는데 있어 기업가치에 영향을 미치는 요인들은 다양하게 존재할 수 있다. 본 연구에서는 지배주주지분율, 수익성, 기업규모, 안정성, 성장성, 레버리지비율, 외국인지분율 등과 같은 요인들을 통제변수로 사용하여 분석한다.

지배주주지분율($Owner$)은 지배주주가 직접적으로 소유하고 있는 지분으로써 지배주주 본인과 친인척 지분의 합으로 계산한다. 지배주주지분율이 높을 경우 외부주주와 이해가 일치되어 기업가치와 정(+)의 관계가 예상된다.

수익성(ROA)은 총자산영업이익률(=영업이익/총자산)로 측정한다. 수익률이 높은 기업은 시장으로부터 높은 평가를 받는 경향이 있기 때문에 기업가치와 정(+)의 관계가 예상된다. 그런데 터널링 관점에서 보면 수익성이 높은 기업은 사업 경쟁력이 높기 때문일 수도 있지만, 특수관계에 있는 계열사와의 내부거래 과정에서 당해기업에 유리하도록 거래조건을 설정함으로써 다른 기업의 부가 이전된 결과일 수도 있다.

기업규모($Size$)는 총자산에 자연로그를 취한 값(=ln 총자산)을 사용한다. 기업규모가 크다는 것은 내부능력의 축적이 높은 것으로 볼 수 있고, 기업규모의 확대는 규모의 경제를 누릴 수 있기 때문에 기업가치에 긍정적인 영향을 미칠 수 있다. 그러나 기업규모가 커지면 대리인비용의 발생 가능성도 높아지고, 지배주주가 부를 이전시킬 수 있는 다양한 수단들을 활용할 수 있어 기업가치를 하락시킬 수도 있다.

안정성의 대응변수로는 레버리지비율($Leverage$)을 사용한다. 레버리지비율은 총자산 중에서 부채가 차지하는 비율(=부채/총자산)로 계산한다. 이 비율이 높으면 기

업의 재무위험이 증가하게 되어 재무적 곤경이 발생할 가능성이 높아진다. 이 경우 레버리지비율과 기업가치 간에는 부(-)의 영향관계가 예상된다. 그러나 부채가 경영진의 대리인문제를 감소시키는 규율효과를 발휘하고, 재무레버리지효과를 가져온다면 레버리지비율과 기업가치 간에는 정(+)의 영향관계로 나타날 수도 있다.

성장성의 대응변수($Growth$)로는 매출액증가율(=(당해년도 매출액-전년도 매출액)/전년도 매출액)을 사용한다. 기업의 성장성이 높다는 것은 그만큼 수익을 창출할 기회가 많다는 것을 뜻하기 때문에 기업가치에는 긍정적인 영향을 미친다. 그러나 성장성이 높은 기업은 지배주주에 의한 부의 이전 기회 또한 증가할 수 있다.

외국인지분율($Foreign$)은 기업이 발행한 보통주식 중에서 외국인투자자가 보유하고 있는 비율(=외국인 보유주식수/발행주식수)을 사용한다. 외국인투자자는 기업의 외부에서 경영진의 경영활동과 그에 따른 성과를 감시하는 주요한 주체 중의 하나라고 할 수 있다. 외국인투자자의 지분율이 높으면 효율적 감시 기제가 작동하여 경영자에 의한 대리인 문제가 축소될 수 있다. 따라서 외국인지분율이 높으면 기업가치에 긍정적인 영향을 미칠 수 있다.

3.3 실증분석 방법 및 모형

본 연구에서는 사익편취규제제도의 시행이 내부거래와 기업가치 간의 관계에 미치는 영향을 분석하기 위해 패널자료를 이용한 회귀분석방법을 사용한다. 먼저 [가설1]을 검증하기 위해서는 [모형1]을 설정하여 분석한다. 2014년 이후 재벌기업 표본을 대상으로 규제대상기업으로 지정되는 경우에 기업가치에 영향을 미치는가를 분석한다. 규제대상기업으로의 지정이 기업가치에 영향을 미친다면 규제제도가 유의미하게 영향을 미친다고 의미를 부여할 수 있을 것이다.

[모형1]에서 내부거래가 기업가치에 미치는 직접적인 영향은 β_2 에 의해 설명될 수 있다. 규제제도의 시행에 따른 내부거래와 기업가치의 관계는 $\beta_1 + \beta_3$ 에 의해 설명될 수 있다. $\beta_1 + \beta_3$ 의 계수값이 통계적으로 유의미하게 나타난다면 내부거래와 기업가치 간의 관계에 규제제도가 조절효과를 하는 것으로 해석할 수 있다.

[모형1]

$$\begin{aligned}
 MB_{it} = & \alpha + \beta_1 Xd_{it} + \beta_2 RPT_{it} + \beta_3 (Xd_{it} \times RPT_{it}) \\
 & + \beta_4 Owner_{it} + \beta_5 ROA_{it} + \beta_6 Size_{it} \\
 & + \beta_7 Growth_{it} + \beta_8 Leverage_{it} + \beta_9 Foreign_{it} \\
 & + \eta_i + \lambda_t + \varepsilon_{it} \quad (1)
 \end{aligned}$$

단,

- MB : 기업가치=(자기자본의 시장가치 + 부채의 장부가치) / 총자산
- Xd : 사익편취규제대상기업 지정여부(지정 기업=1, 미지정 기업=0)
- RPT : 내부거래 (RPT_Ltc , RPT_Loan , RPT_Credit)
- $_Ltc$: 장기공급계약(=특수관계인과의 장기공급 계약 금액 / 매출액)
- $_Loan$: 대여금(=특수관계인에 대한 대여금/총자산)
- $_Credit$: 신용공여(=특수관계인에 대한 채무보증 및 담보 제공 금액/총자산)
- $Xd \times RPT$: 규제대상지정과 내부거래의 상호작용

- $Owner$: 지배주주지분율
- ROA : 총자산영업이익률(=영업이익/총자산)
- $Size$: 기업규모(=ln총자산)
- $Growth$: 매출액증가율(=(당해년도 매출액 - 전년도 매출액) / 전년도 매출액)
- $Leverage$: 레버리지비율(=총부채/총자산)
- $Foreign$: 외국인지분율(=외국인 보유 주식수/보통주 발행 주식수)
- η_i : i 기업특성효과
- λ_t : t 기의 시간특성효과
- ε_{it} : 나머지 오차

그리고 [가설2]를 검증하기 위해서 [모형2]와 같은 회귀모형을 설정한다. 지배주주지분율($Owner$), 수익성(ROA), 기업규모($Size$), 성장성($Growth$), 안정성($Leverage$), 외국인지분율($Foreign$)을 통제된 상황에서 내부거래(RPT)와 기업가치(MB)간의 관계를 분석하는 모형이다. 사익편취규제대상으로 지정된 재벌기업을 대상으로 규제시행 전·후 기간을 비교했을 때 내부거래변수(RPT)의 회귀계수가 유의미하게 차이가 있다면 규제제도의 시행으로 내부거래가 기업가치에 미치는 영향이 달라진 것으로 해석할 수 있다. 즉 내부거래와 기업가치 간의 관계에 규제제도가 영향을 미쳐 규제효과가 존재하는 것으로

이해할 수 있다.

[모형2]

$$MB_{it} = \alpha + \beta_1 RPT_{it} + \beta_2 Owner_{it} + \beta_3 ROA_{it} + \beta_4 Size_{it} + \beta_5 Leverage_{it} + \beta_6 Growth_{it} + \beta_7 Foreign_{it} + \eta_i + \lambda_t + \varepsilon_{it} \quad (2)$$

4. 기술통계량 및 실증분석결과

4.1 각 변수의 기술통계량

Table 1은 2008년부터 2019년까지의 표본에 대한 각 변수의 기술통계량을 요약한 것이다. Table 1에서 재벌기업 전체표본을 보면, 기업가치(MB)는 최소 0.3268배에서 최대 5.6508배이며, 평균은 1.1620배이다. 규제대상지정 더미변수(Xd)는 평균 0.2222로, 재벌기업 전체표본의 22.22%가 규제대상임을 알 수 있다. 장기공급계약(RPT_Ltc)은 매출액 대비 최소 0.00%에서 최대 114.85%이고, 평균은 9.80%이다. 대여금(RPT_Loan)은 총자산 대비 최소 0.00%에서 최대 10.77%이고, 평균은 0.46%이다. 신용공여(RPT_Credit)는 총자산 대비 최소 0.00%에서 최대 124.85%이고, 평균은 4.43%이다.

규제대상 재벌기업의 표본을 사익편취규제제도 시행 이전과 이후기간으로 나누어 사익편취 수단변수의 평균값을 보면, 장기공급계약(RPT_Ltc), 대여금(RPT_Loan), 신용공여(RPT_Credit) 모두에서 제도 시행 이후가 더 높게 나타나고 있다. 내부거래를 억제하는 사익편취규제

Table 1. Descriptive Statistics

variable	All samples of Chaebol companies				Samples of designated Chaebol companies				Samples of Chaebol companies corresponding period before enforcement of regulation			
	(2014~2019, 1,080 observations)				(2014~2019, 232 observations)				(2008~2013, 232 observations)			
	mean	Std.Dev	min.	max.	mean	Std.Dev	min.	max.	mean	Std.Dev	min.	max.
MB	1.1620	0.7694	0.3268	5.6508	1.0679	0.6676	0.2866	4.7646	1.0328	0.5093	0.3552	2.8226
Xd	0.2222	0.4159	0.0000	1.0000	-	-	-	-	-	-	-	-
RPT_Ltc	0.0980	0.2255	0.0000	1.1485	0.1029	0.2525	0.0000	1.5323	0.0592	0.1700	0.0000	0.9753
RPT_Loan	0.0046	0.0159	0.0000	0.1077	0.0049	0.0148	0.0000	0.0748	0.0034	0.0149	0.0000	0.0916
RPT_Credit	0.0443	0.1673	0.0000	1.2485	0.0399	0.1394	0.0000	0.9441	0.0366	0.1160	0.0000	0.7580
$Owner$	0.1202	0.1822	0.0000	0.8498	0.3780	0.1414	0.0000	0.8498	0.3512	0.1617	0.0000	0.7898
ROA	0.0391	0.0452	-0.1021	0.1995	0.0358	0.0290	-0.3268	0.1205	0.0475	0.0446	-0.0761	0.1918
$Size$	28.3856	1.5240	24.9170	31.8814	28.3279	1.2730	25.4587	31.1993	28.1232	1.2525	24.7867	30.0142
$Growth$	0.0558	0.3242	-0.6246	2.2277	0.0446	0.3321	-0.9426	1.6827	0.1175	0.4973	-0.9578	2.9031
$Leverage$	0.4342	0.2118	0.0249	0.9490	0.3632	0.2086	0.0262	0.7815	0.4163	0.2044	0.3193	0.7260
$Foreign$	0.1555	0.1403	0.0000	0.7896	0.1332	0.1004	0.0002	0.5483	0.1365	0.1286	0.0000	0.5601

제도가 시행되는 경우 특수관계인과의 내부거래비중이 감소할 것이라는 예상과 다르게 나타나고 있다.

한편 기업특성 통제변수의 경우 지배주주지분율(*Owner*)은 최소 0.00 %, 최대 84.98 %이고, 평균 12.02 %이다. 수익성을 보여주는 총자산영업이익률(*ROA*)은 최소 -10.21%, 최대 19.95 %이고, 평균 3.91 %이다. 기업규모(*Size*)는 최소 24.9170, 최대 31.8814이고, 평균 28.3856이다. 성장성을 보여주는 매출액증가율(*Growth*)은 최소 -62.46 %, 최대 222.77 %이고, 평균 5.58 %이다. 안정성을 보여주는 레버리지비율(*Leverage*)은 최소 2.49 %, 최대 94.90 %이고, 평균 43.42 %이다. 외국인지분율(*Foreign*)은 최소 0.00 %, 최대 78.96 %이고, 평균 15.55 %이다.

Table 2는 2014년~2019년 기간의 재벌기업 전체표본에 대하여 각 변수 간의 상관관계를 나타낸 것이다. 여기서 사익편취규제대상지정 더미변수(*Xd*)와 기업가치(*MB*) 간에는 유의미한 부(-)의 관계를 보이고 있다. 장기공급계약 형태(*RPT_Ltc*)의 내부거래는 기업가치(*MB*)와 유의한 정(+)의 상관관계를 보이고 있다.

대여금(*RPT_Loan*)과 신용공여(*RPT_Credit*) 형태의 내부거래는 각각 유의미한 부(-)의 상관관계를 나타내고 있다. 대여금과 신용공여 형태의 내부거래가 기업가치와 부(-)의 상관관계로 나타난 것은 대여금이나, 채무보증 및 담보제공과 같은 신용공여는 지배주주의 사익편취 수단으로 활용될 개연성이 있는 것으로 이해할 수 있다. 그렇지만 이들 변수간의 단순 상관관계만으로 의미 있게 해석하는 데에는 한계가 있다.

분석모형의 다중공선성 가능성을 확인하기 위한 각 독립변수의 분산팽창계수(VIF)를 측정해 본 결과 VIF가 1.03~2.64로써 통계적으로 허용되는 범위 내에 있는 것

으로 나타났다.

4.2 실증분석결과

4.2.1 [가설1]에 대한 패널자료 회귀분석결과

Table 3은 [가설1]을 검증하기 위하여 재벌기업을 대상으로 [모형1]을 사용하여 규제대상기업 지정이 기업가치에 미치는 영향을 분석한 결과이다. 분석기간은 2014년~2019년까지의 6개년을 대상으로 하였다. Table 3에서 모형(1), (3), (5)는 규제대상 지정 당해 연도의 효과를 분석한 결과이고, 모형(2), (4), (6)은 규제대상 지정 다음 연도에 미치는 영향을 분석한 결과이다.

규제대상기업지정이 기업가치에 미치는 직접적인 영향을 나타내는 규제대상지정 더미변수(*Xd*)의 회귀계수(β_1)를 보면, (1)~(6)모형 모두에서 비유의적인 값을 보이고 있다. 규제대상지정이 기업가치에 유의하게 영향을 미친다는 증거를 확인할 수 없는 결과이다. 내부거래와 기업가치 간의 관계에 규제대상지정 여부가 조절효과가 존재하는가를 나타내는 $\beta_1 + \beta_3$ 에서도 모두 비유의적으로 나타나서 유의한 영향관계를 확인할 수 없다. 이는 한국 재벌기업에서 사익편취규제대상기업 지정이 기업가치에 정(+)의 영향을 미칠 것이라는 [가설1]이 지지되는 증거는 확인할 수 없는 결과이다. 한편 Table 3에서 내부거래와 기업가치 간의 관계를 살펴보면, 장기공급계약 형태의 내부거래(*RPT_Ltc*)는 기업가치에 정(+)의 영향을 미치는 것으로 나타나고 있다. 이러한 관계는 모형(1)과 (2)에서 공통적으로 나타나는 것으로, 장기공급계약 형태의 내부거래는 지배주주에 의한 사익편취 수단으로 이용되기 보다는 거래 효율성 측면에서 활용됨으로써 기업가치 상승에 기여하는 것으로 이해할 수 있다.

Table 2. Pearson Correlation Coefficients

	<i>MB</i>	<i>Xd</i>	<i>RPT_Ltc</i>	<i>RPT_Loan</i>	<i>RPT_Credit</i>	<i>Owner</i>	<i>ROA</i>	<i>Size</i>	<i>Growth</i>	<i>Leverage</i>	<i>Foreign</i>
<i>MB</i>	1.0000										
<i>Xd</i>	-0.0608**	1.0000									
<i>RPT_Ltc</i>	0.0529*	-0.0080	1.0000								
<i>RPT_Loan</i>	-0.0669**	0.0103	0.0191	1.0000							
<i>RPT_Credit</i>	-0.0723**	0.0041	0.0061	0.1726***	1.0000						
<i>Owner</i>	-0.0488	0.7293***	-0.0285	0.0044	-0.0224	1.0000					
<i>ROA</i>	0.3343***	-0.0327	-0.0094	-0.0366	-0.0981***	0.0731**	1.0000				
<i>Size</i>	-0.0539*	-0.0185	0.0257	-0.0153	0.0695***	-0.0302	0.0546*	1.0000			
<i>Growth</i>	0.0900***	0.0118	-0.0041	-0.0506*	-0.0630**	-0.0566*	0.1283***	-0.0195	1.0000		
<i>Leverage</i>	-0.1055***	-0.1656***	-0.0867***	-0.1209***	0.0933***	-0.2180***	-0.2525***	0.1768**	-0.0655**	1.0000	
<i>Foreign</i>	0.1689***	-0.0858***	0.0679**	-0.0445	0.0042	-0.1373***	0.3586***	0.6422***	0.0068	-0.2196***	1.0000

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

Table 3에서 대여금(*RPT_Loan*)이나 신용공여(*RPT_Credit*)형태의 내부거래는 기업가치와 유의미한 영향관계를 확인할 수 없다. 이는 특수관계인에 대한 대여금이나 신용공여가 기업가치에 어떤 영향을 미치는지 확인할 수 없는 결과로, 이들이 지배주주에 의해 사익편취 수단으로 활용되는지 명확하지 않다.

Table 3의 결과를 종합적으로 보면, 한국 재벌기업에 있어 사익편취규제대상기업 지정여부가 내부거래와 기업가치 간의 관계에 영향을 미친다는 증거는 발견할 수 없다는 것이다. 즉 사익편취규제제도가 한국 재벌기업에 대해 규율효과를 발휘한다는 증거는 확인할 수 없는 결과이다.

Table 3. Results of regression analysis about the effect of regulations on the relationship between designation status and corporate value

	(1)	(2)	(3)	(4)	(5)	(6)
Xd_t	-0.1046 (-1.33)		-0.1074 (-1.45)		-0.0981 (-1.31)	
Xd_{t-1}		0.0363 (0.45)		0.0239 (0.29)		0.0229 (0.28)
<i>RPT_Ltc</i>	0.2134*** (2.36)	0.2717*** (2.71)				
<i>RPT_Loan</i>			-1.0293 (-0.88)	-0.7926 (-0.60)		
<i>RPT_Credit</i>					-0.0247 (-0.24)	-0.0304 (-0.21)
$Xd_t \times RPT_Ltc$	-0.0884 (-0.45)					
$Xd_{t-1} \times RPT_Ltc$		-0.2258 (-1.09)				
$Xd_t \times RPT_Loan$			0.7950 (0.23)			
$Xd_{t-1} \times RPT_Loan$				0.3567 (0.09)		
$Xd_t \times RPT_Credit$					-0.0413 (-0.10)	
$Xd_{t-1} \times RPT_Credit$						-0.1654 (-0.41)
<i>Owner</i>	0.4371* (1.90)	0.0750 (0.28)	0.4166* (1.81)	0.0383 (0.14)	0.4149* (1.80)	0.0415 (0.15)
<i>ROA</i>	2.9870*** (6.08)	2.4564*** (4.45)	3.0224*** (6.11)	2.5451*** (4.58)	2.9882*** (6.06)	2.5161*** (4.53)
<i>Size</i>	-0.2626*** (-3.82)	-0.2434*** (-2.67)	-0.2681*** (-3.88)	-0.2531*** (-2.76)	-0.2679*** (-3.88)	-0.2519*** (-2.75)
<i>Growth</i>	-0.1637*** (-3.66)	-0.1439*** (-3.06)	-0.1645*** (-3.66)	-0.1432*** (-3.02)	-0.1641*** (-3.66)	-0.1434*** (-3.03)
<i>Leverage</i>	0.6967*** (3.72)	0.4924** (2.18)	0.6986*** (3.73)	0.5074** (2.24)	0.6974*** (3.72)	0.4990** (2.20)
<i>Foreign</i>	0.5718* (1.84)	0.5985* (1.70)	0.5639* (1.80)	0.5647 (1.59)	0.5576* (1.78)	0.5623 (1.58)
constant	8.0695*** (4.17)	7.6389*** (3.00)	8.2504*** (4.25)	7.9421*** (3.10)	8.2449*** (4.25)	7.9105*** (3.09)
<i>g</i> statistics	1,246.84***	948.43***	1,250.34***	947.12***	1,244.26***	944.24***
<i>m</i> statistics	32.97***	19.44**	32.17***	19.35**	32.59***	18.94**
Model	fixed effects	fixed effects	fixed effects	fixed effects	fixed effects	fixed effects
No. of observations	1,080	905	1,080	905	1,080	905
<i>F</i> -value	9.56***	5.80***	8.91***	4.96***	8.83***	4.96***
<i>R</i> ²	0.0930	0.0727	0.0872	0.0629	0.0865	0.0629

Note: ***, **, and * denote 1%, 5%, and 10% significance level respectively. Numbers in () denote t-value.

4.2.2 [가설2]에 대한 패널자료 회귀분석결과

Table 4는 [가설2]를 검증하기 위하여, [모형2]를 사용하여 제도시행 이전과 이후 기간 동안 내부거래와 기업가치 간의 영향관계 변화 여부를 분석한 결과이다. 이러한 분석은 사익편취규제대상으로 지정된 재벌기업을 대상으로 하였다. Table 4에서 (1)~(3)모형은 2008년~2019년(12개년)기간을 분석한 결과이고, (4)~(6)모형은 제도 시행이전 기간인 2008년~2013년(6개년)을 분석한 결과이다. (7)~(9)모형은 2014년~2019년(6개년)의 제도 시행 이후기간을 분석한 결과이다. 동일한 기업 표본을 대상으로 분석한 결과에서 내부거래와 기업가치 간의 관계가 제도 시행으로 변화가 생긴다면, 그것은 규제제도 시행의 효과라고 해석할 수 있다.

Table 4에서 먼저 장기공급계약 형태의 내부거래

(*RPT_Ltc*)를 보면, 전체기간을 분석한 모형(1)에서 회귀계수가 0.3935($z=3.60$)로 기업가치와 유의한 정(+)의 관계로 나타나고 있다. 한국 재벌기업에서 특수관계인과의 장기공급계약 형태의 내부거래는 사익편취 수단으로 활용되기보다는 기업가치를 증가시키는 수단이 된다는 것을 알 수 있다.

규제제도 전·후 기간을 분석한 모형(4)와 모형(7)을 보면, 회귀계수가 각각 0.2884($z=2.02$)와 0.0087($t=0.08$)로 나타나고 있다. 한국 재벌기업에서 사익편취규제제도 시행 이전에는 장기공급계약 형태의 내부거래가 기업가치를 증가시키는 요인으로 작용하였지만, 제도 시행 이후에는 이러한 관계가 사라진 것을 알 수 있다. 이는 사익편취규제제도 시행 이전에는 계열사 간 장기공급계약 형태의 내부거래가 거래효율성을 가져와 기업가치에 긍

Table 4. Results of regression analysis: the comparison of relationship change between internal trade and corporate value before/after enforcement of the regulations on the designated Chaebol companies.

	Duration (2008~2019)			Before enforcement of regulation (2008~2013)			After enforcement of regulation (2014~2019)		
	(1)	(2)	(3)	(4)	(5)	(6)	(7)	(8)	(9)
<i>RPT_Ltc</i>	0.3935*** (3.60)			0.2884** (2.02)			0.0087 (0.08)		
<i>RPT_Loan</i>		0.0836 (0.05)			-0.8632 (-0.50)			-0.4055 (-0.20)	
<i>RPT_Credit</i>			0.1137 (0.65)			-0.3560 (-1.13)			-0.3463* (-1.88)
<i>Owner</i>	0.8076*** (3.36)	1.1517*** (4.35)	1.1623*** (4.39)	0.4944** (2.13)	0.5124** (2.17)	0.4903** (2.07)	-0.7548 (-1.52)	-0.7592 (-1.53)	-0.8365* (-1.70)
<i>ROA</i>	2.5118*** (4.15)	2.1798*** (3.42)	2.1631*** (3.39)	2.6249*** (4.92)	2.5957*** (4.80)	2.6124*** (4.89)	3.3834*** (3.48)	3.4116*** (3.47)	3.4866*** (3.62)
<i>Size</i>	-0.0352 (-0.98)	-0.0536 (-1.01)	-0.0524 (-0.99)	0.0431 (1.06)	0.0429 (1.02)	0.0418 (1.00)	-0.9001*** (-10.55)	-0.9001*** (-10.57)	-0.9359*** (-10.84)
<i>Growth</i>	-0.0097 (-0.23)	-0.0268 (-0.60)	-0.0249 (-0.56)	-0.0227 (-0.55)	-0.0306 (-0.74)	-0.0361 (-0.86)	-0.0310 (-0.51)	-0.0325 (-0.54)	-0.0453 (-0.75)
<i>Leverage</i>	0.3274* (1.89)	0.3891* (1.80)	0.3818* (1.76)	0.2401 (1.13)	0.2217 (1.01)	0.2293 (1.05)	2.5850*** (9.42)	2.5890*** (9.46)	2.6195*** (9.66)
<i>Foreign</i>	1.4951*** (4.96)	1.8315*** (5.26)	1.8156*** (5.27)	1.2349*** (3.85)	1.3228*** (4.05)	1.3448*** (4.19)	-0.5304* (-1.14)	-0.5319 (-1.15)	-0.4865 (-1.06)
constant	1.2708 (1.29)	1.6474 (1.12)	1.6130 (1.09)	-0.7631 (-0.69)	-0.7426 (-0.65)	-0.7002 (-0.61)	25.8633*** (10.59)	25.8655*** (10.62)	26.9023*** (10.88)
<i>g</i> statistics	439.77***	432.37***	425.10***	195.92***	211.89***	212.16***	208.75***	213.13***	208.18***
<i>m</i> statistics	11.05	13.39**	13.41***	10.99	9.33	10.79	70.41***	72.31***	93.07***
Model	random effects	fixed effects	fixed effects	random effects	random effects	random effects	fixed effects	fixed effects	fixed effects
No. of Obs.	464	464	464	232	232	232	232	232	232
<i>F</i> -value		8.02***	8.09***				24.69***	24.70***	25.70***
Wald χ^2	74.11***			72.29***	66.86***	68.10***			
<i>R</i> ²	0.1441	0.1220	0.1229	0.2148	0.2147	0.2235	0.5012	0.5013	0.5112

Note: ***, **, and * denote 1%, 5%, and 10% significance level respectively. Numbers in () denote t-value in case of the fixed effects model, and z-value in case of the random effects model.

정적으로 영향을 미쳤지만, 제도의 시행 이후에는 내부거래에 대해서 규제 제도 시행 시기에 맞춰 마련된 내부통제 절차를 거치게 됨으로써 이러한 효과가 약화된 것으로 이해할 수 있다. 이와 같은 현상은 Table 1의 기술 통계량에서 보았듯이 규제제도의 시행으로 내부거래에 대한 정부의 규제가 강화되었음에도 불구하고 오히려 매출액에서 차지하는 내부거래비중이 증가(평균 5.92% → 10.29%)하면서 긍정적인 영향관계가 사라진 것으로 보인다.

대여금 형태의 내부거래(*RPT_Loan*)를 보면, 전체기간(모형(2)) 및 규제제도 시행 이전기간(모형(8))과 이후기간(모형(5)) 모두에서 기업가치와 유의한 영향관계를 확인할 수 없다. 사익편취규제제도의 시행이 내부거래와 기업가치 간의 관계에 영향을 미친다는 증거는 확인할 수 없는 결과이다.

신용공여 형태의 내부거래(*RPT_Credit*)를 보면, 전체기간을 분석한 모형(3)과 규제제도 시행 이전기간(모형(6))에서 회귀계수가 각각 0.1137 ($t=0.65$)과 $-0.3560(z=-1.13)$ 으로 기업가치와 유의한 영향관계를 확인할 수 없다. 그러나 규제제도 시행 이후기간(모형(9))에서는 회귀계수가 -0.3463 ($t=-1.88$)으로 부(-)의 영향관계로 나타나고 있다. 이는 사익편취규제제도 시행으로 규제기관의 감시가 강화되었음에도 불구하고 기업들이 신용공여 형태의 내부거래를 증가시켜 지배주주의 사익편취 수단으로 활용하였을 가능성을 보여주는 결과이다.

Table 4의 결과를 종합해 보면, 정부에서 시행하고 있는 사익편취규제제도가 한국 재벌기업의 내부거래와 기업가치 간의 관계에 영향을 미친다는 증거는 발견되지 않는다. 즉 [가설2]를 지지하는 증거를 발견할 수 없다. 기업가치에 미치는 영향이 장기공급계약과 신용공여 형태의 내부거래에서 제도 시행 이후에 유의한 변화를 나타내지만, 이는 규제제도 시행의 효과라기보다는 내부거래를 통제하고 억제하는 제도 시행에도 불구하고 이전기간에 비해 장기공급계약과 신용공여 비중이 증가되어 나타나는 현상으로 이해할 수 있다.

이러한 결과는 한국의 재벌기업들이 규제제도의 시행에도 불구하고 거래 효율성 측면에서 제3자 보다는 특수관계인과의 장기공급계약 거래를 우선시하며, 재벌기업의 지배주주는 신용공여 거래를 특수관계인에 대한 재무적 지원 수단으로 활용함으로써 자신의 지배권을 강화하는 한편 이 거래를 사익편취수단으로 활용할 수 있음을 시사한다.

5. 결론

본 연구에서는 한국 정부에서 시행하고 있는 사익편취규제제도가 '재벌'이라는 기업집단을 이끄는 지배주주에 의한 터널링을 규제하기 위한 것이라는 관점에서 이 제도가 한국 재벌기업의 내부거래와 기업가치에 미치는 영향을 분석하였다. 먼저 사익편취규제대상기업 지정이 기업가치에 미치는 영향을 분석하여 사익편취규제제도의 효과를 분석하였다. 둘째, 공정거래위원회에 의해 사익편취규제대상과 사각지대 기업으로 분류된 재벌기업의 경우는 사익편취규제제도가 시행된 2014년을 기준으로 전기간(2008년~2013년)과 후기간(2014년~2019년) 각각 6개년을 비교하여 규제제도의 효과를 분석하였다. 분석대상은 2008년~2019년 기간 동안 한국거래소 유가증권시장에 상장된 재벌기업 총 1,312개 기업(연도-기업)이다. 지배주주에 의한 사익편취 수단으로 활용되는 내부거래 형태로는 특수관계인 간 장기공급계약, 대여금, 신용공여를 상정하여 분석하였다.

실증분석 결과를 요약하면 다음과 같다.

첫째, 한국 재벌기업에 있어 사익편취규제대상으로의 지정여부가 기업가치에 영향을 미친다는 증거는 발견할 수 없었다. 사익편취규제대상으로 지정된 당해 연도나 다음 연도에서도 규제대상으로의 지정이 기업가치에 영향을 미친다는 증거는 발견되지 않았다.

둘째, 사익편취규제대상으로 지정된 재벌기업을 대상으로 사익편취규제제도 시행 이전과 이후를 비교해 본 결과, 장기공급계약과 신용공여 형태의 내부거래에서 기업가치에 미치는 영향에 변화가 있는 것을 발견하였다. 장기공급계약 형태의 내부거래는 제도 시행 이전기간에서는 기업가치와 정(+)의 영향관계로 나타났지만, 제도 시행 이후 기간에서는 이러한 관계가 사라졌다. 이는 사익편취규제제도 시행 이전에는 계열사 간 장기공급계약 형태의 내부거래가 거래효율성을 가져와 기업가치에 긍정적인 영향을 미쳤던 것에 비해, 규제제도 시행 이후 기간에서는 내부거래에 대한 정부의 규제가 강화되었음에도 불구하고 오히려 매출액에서 차지하는 내부거래비중이 증가하면서 긍정적인 영향관계가 약화된 것으로 이해되었다.

신용공여 형태의 내부거래는 사익편취규제제도 시행 전에는 기업가치와 유의한 영향 관계가 나타나지 않았으나, 제도 시행 이후에는 부(-)의 영향 관계로 나타났다. 사익편취규제제도의 시행으로 규제기관의 감시가 강화되었음에도 불구하고, 재벌기업들이 신용공여 형태의 내부

거래를 증가시켜 지배주주의 사익편취 수단으로 활용하였을 가능성을 보여주었다. 이러한 결과는 한국의 재벌 기업들이 사익편취 규제제도의 시행에도 불구하고 거래 효율성 측면에서 그룹 외부의 제3자 보다는 특수관계인과의 장기공급계약 거래를 우선시하며, 재벌기업의 지배주주는 신용공여 거래를 특수관계인에 대한 재무적 지원 수단으로 활용함으로써 자신의 지배권을 강화하는 한편 사익편취수단으로도 활용할 수 있음을 시사한다.

이상의 분석결과에서 한국의 재벌기업에서는 사익편취규제제도가 내부거래와 기업가치 간의 관계에 큰 영향을 미치지 못하는 것으로 이해할 수 있었다. 즉 한국 재벌기업에 대한 사익편취규제제도의 시행은 제도 본래의 목적인 사익편취 억제효과를 크게 나타내지 못하는 것으로 평가할 수 있다. 다만 이러한 연구결과는 분석대상 기간이 길지 않고, 내부거래 정보에 대한 제한된 접근성으로 인해 일반화시켜 이해하는 데는 다소 한계가 있을 수 있다.

References

- [1] M. Jian, T. J. Wong, "Propping through Related Party Transactions," *Review of Accounting Studies*, Vol. 15, No. 1, pp70-105, Mar. 2010.
DOI: <https://doi.org/10.1007/s11142-008-9081-4>
- [2] S. Johnson, R. La Porta, F. Lopez de-Silanes, A. Shleifer, "Tunneling", *American Economic Review*, Vol.90, No.2, pp22-27, May 2000.
DOI: <http://dx.doi.org/10.1257/aer.90.2.22>
- [3] Y. Tong, H. Wang, "Related Party Transactions, Benefits of Control and Earnings Quality," *Frontiers of Business Research in China*, Vol. 2, No. 2, pp187-203, Jul. 2008.
DOI: <https://doi.org/10.1007/s11782-008-0011-x>
- [4] M. Pizzo, "Related Party Transactions under A Contingency Perspective," *Journal of Management Governance*, Vol. 17, No. 2, pp309-330, Jun. 2013.
DOI: <https://doi.org/10.1007/s10997-011-9178-1>
- [5] A. C. H. Lei, F. M. Song, "Connected Transactions and Firm Value: Evidence from China Affiliated Companies," *Pacific-Basin Finance Journal*, Vol. 19, No. 5, pp470-490, Nov. 2011.
DOI: <https://doi.org/10.1016/i.pacfin.2011.07.002>
- [6] K. S. Yoon, Y. S. Jin, "Regulation on Related Party Transactions in the Monopoly Regulation and Fair Trade Act," *Korean Journal of Law and Economics*, Vol. 16, No. 2, pp261-291, Aug. 2019.
DOI: <https://doi.org/10.46758/kile.2019.08.16.2.261>
- [7] R. La Porta, F. Lopez de-Silanes, G. Zamarippa,

"Related Lending," *Quarterly Journal of Economics*, Vol. 118, No. 1, pp231-268, Feb. 2003.
<https://www.istor.org/stable/25053903>

- [8] Y. L. Cheung, P. R. Rau, A. Stouraitis, "Tunneling, Propping, and Expropriation: Evidence from Connected Party Transactions in Hong Kong," *Journal of Financial Economics*, Vol. 82, No. 2, pp343-386, Nov. 2006.
DOI: <https://doi.org/10.1016/j.jfineco.2004.08.012>

이 상 규(Sang-Gyu Lee)

[정회원]



- 2018년 2월 : 창원대학교 경영대학원 경영학과 (경영학석사)
- 2021년 2월 : 창원대학교 대학원 경영학과 (경영학박사)
- 2016년 3월 ~ 2020년 2월 : 연암공대 기계공학부 겸임교수
- 2021년 3월 ~ 현재 : 창원대학교 대학원 경영학과

<관심분야>

재무관리, 기업가치

김 병 곤(Byoung-Gon Kim)

[정회원]



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

<관심분야>

재무관리, 기업가치