대규모 내부거래 관련 기업집단 공시현황 분석 및 향후 규제정책 방향에 대한 시사점[1)]

이윤아 | 한국기업지배구조원 부연구위원

Ⅰ. 서론

올해 공정거래위원회는 대규모기업집단의 일감몰아주기와 부당지원성격의 내부거래[2)] 행태를 집중 모니터링하고 관련 규제정책의 실효성을 점검하고자, 총수일가 사익편취 규제대상 외에도 규제 사각지대에 놓인 계열사들의 규제 회피의혹 실태에 대한 조사결과를 발표한 바 있다.[3)] 또한 최근 '공정거래법 전면개편 특별위원회'의 기업집단 법제 분과에서는 대기업집단의 지정기준 재설정을 비롯한 해외계열사 관련 정보 공시 포함, 대기업집단 소속 공익법인 규제, 사익편취 규제 적용대상 확대 등과 같이 일련의 그룹 내부거래 규제강화 방향에 대한 논의결과를 최종 보고서[4)]에 포함시켰다. 이와 같이 기업집단 및 소수 경제주체로의 경제력 집중에 따른 비효율성 즉, 오너일가의 사적 이익 추구행태에 대한 법적 감시체제의 보완이 필요하다는 사회적 공감대가 형성되면서 관련 논의가 활발히 이루어져야 할 필요성이 충분하다고 판단된다. 특히 재벌 총수의 경영권 승계시점과 맞물려 그룹 지배구조 개편 이슈가 급부상하고 있는 현 시점, 편법승계 수단으로 악용되는 내부거래를 금지하는 취지의 제도개선 논의도 탄력을 받을 것으로 기대된다.

1) 본 연구의 견해와 주장은 한국기업지배구조원의 공식적인 견해가 아님을 밝힙니다.

2) 전자인 '일감몰아주기'는 총수일가 사익편취행위 금지규제(공정거래법 제23조의2)의 대상이며 기업집단 내 계열사를 지원주체 및 객체(규제대상)로 제한하고 부당성에 대한 별도입증이 불필요하다. 반면, 후자인 '부당지원행위'는 지원객체의 계열회사 요건이 불필요하며 행위의 공정거래저해성 여부 입증이 필요하다(공정거래법 제23조 제1항 제7호, 제2항). 즉, 내부거래 행위를 지칭하는 두 용어는 규제관련 규정과 적용대상 및 내용에 있어 다소 차이점이 존재함을 밝힌다.

3) 공정거래위원회, "2014년 사익편취 규제 도입 이후 내부거래실태 변화 분석결과", 보도자료, 2018. 6. 25.

4) 공정거래위원회, "공정거래법제 개선 특별위원회 최종 보고서", 2018. 7.

현재 기업집단 내 계열사간 내부거래 및 공시 관련 규제제도는 크게 두 가지 유형으로 분류할 수 있다. 첫째, 사전적인(ex-ante) 규제성격으로 기업집단 대상의 공시제도(기업집단 현황 공시, 비상장회사의 중요사항 공시, 대규모 내부거래의 이사회 의결 및 공시)가 있다. 둘째, 총수일가 사익편취 금지, 부당지원행위 제재, 그리고 기업집단 및 내부거래 관련 공시위반 점검 및 제재와 같은 사후(ex-post)성격의 규제가 존재한다. 이러한 제도들은 공정거래법상 일정 자산규모 이상의 기업집단 소속 계열사에 적용되며 공시의 경우, 계열사의 소유지배구조 및 재무구조, 경영활동 변동사항 등에 대한 정보 공개를 의무화함으로써 기업이 스스로 투명성을 높이고 책임의식을 갖도록 유도하는 예방적 차원의 효과를 기대할 수 있다. 또한 부실공시나 사익추구 행위가 발생한 이후의 해당 건별에 대한 제재조치는 실태 점검을 통한 사후적 규제 성격이 보다 강하다고 볼 수 있다. 물론 이러한 규제를 일률적으로 적용할 경우, 개별 거래의 위법성·부당성 입증에 대한 판단기준이 모호하다는 한계[5]는 여전히 존재한다. 또한 계열사간 내부거래의 효율적 측면을 간과한 과도한 규제는 자칫 기업집단의 형성에 의해 누릴 수 있는 거래 효율성을 침해하고 정상적인 경영활동마저 위축시킬 수 있다는 점 역시 규제의 비용과 편익 관점에서 지속적으로 고민해야 할 부분이다.

본 연구에서는 현행 공정거래법상 다양한 기업집단 시책 중, 내부거래 관련 공시제도에 초점을 맞춰 계열회사간 상품·용역거래와 공시위반 현황을 검토하고 향후 일감몰아주기 관련 공시제도의 개선방향에 대한 정책적 시사점을 제시하고자 한다. 기존 다수의 기업집단 내부거래 관련 선행연구 및 보고서에서는 계열사간 거래에 대한 효율성 또는 터널링(tunneling), 프로핑(propping) 여부 입증에 대한 분석결과를 다루고 있다. 그러나 필자는 내부거래의 경제적 효과분석에서 나아가 최근 기업집단 관련 지배구조 공시에 대한 논의 중 규제 적용대상의 범위조정[6]에 대한 실익을 기업집단 공시위반 행태를 통해 분석을 시도했다는 점에서 연구의 차별점이 있다.

특수관계자 또는 계열사간 거래는 일반적인 거래와 비교하여 외부에 의한 직접적인 통제가 어렵다는 점에서 지배주주가 소액주주의 이익을 침해하는 부의 이전(wealth

5) 2016년 공정위는 대한항공이 한진그룹 계열사인 싸이버스카이와 유니컨버스에게 부당한 이익을 제공했다는 이유로 과징금을 부과하고 검찰에 고발했다(공정거래위원회 2017. 1. 10. 의결 제2017-9호(2016제감0883)). 그러나 고법 판결은 기업 측이 공정위를 상대로 제기한 시정명령 및 과징금 부과 처분 취소소송에서 부당한 이익제공에 대한 위법성을 단정하기 어렵다는 근거로 원고승소 판결을 내렸다(2017. 9. 1. 선고 2017누36153). 이 외에도 현대 사건이 있으나 이는 현대가 소송을 제기하지 않아 공정위 처분이 그대로 확정되었다(공정거래위원회 2016. 7. 7. 의결 제2016-189호(2014서감1689)).

6) 공정거래법 개선특위의 최종보고서와 기업집단법제 논의안건 관련 법안발의를 종합하면, 총수일가 사익편취 규제대상의 지분율 일원화(대상 확대), 해외계열사 및 소속 공익법인의 공시의무(대상 및 내용 확대)와 같이 규제강화 성격의 논의가 주를 이루고 있음을 파악할 수 있다.

transfer) 수단으로 활용하기 상대적으로 용이한 거래환경으로 볼 수 있다. 한편, 경영자는 공시 내용이 긍정적이고 유리한 정보(good news)일수록 공시수준이 높은 반면, 자신에게 불리한 정보(bad news)나 사적이익 추구행위와 같은 내부정보는 공개를 회피하거나 지연시키는 등 관련 공시수준을 감소시키려는 유인이 존재한다(Verrecchia, 1983; Rogers and Stocken, 2005; Kothari et al., 2009). 따라서 기업집단 내 공시위반 계열사 비중(Group-level)이 높다거나 위반 계열사(firm-level)에 해당할 경우, 그룹 총수 또는 경영진은 부당한 의도가 담긴 내부거래 정보에 대한 공시수준(미공시, 누락공시, 허위공시)과 타이밍(지연공시)을 재량적으로 선택할 가능성이 높다.

본 연구는 총수일가의 소유구조, 업종별 계열사간 내부거래 현황을 검토하고 관련 기업집단 공시위반 행태와 어떠한 연관성이 있는지 실증결과를 통해, 사익편취 목적의 부당내부거래가 발생할 가능성이 높은 조건을 유추하는 것이 핵심이다. 추가로 그룹 지배구조(Group-level governance)에 따라 이러한 공시위반 행태가 차별적으로 나타나는지 확인하였으며, 나아가 총수일가 사익편취 규제의 법 적용 대상 기준과 규제 사각지대에 대한 정책적 제언을 하고자 한다.

Ⅱ. 대규모 내부거래 관련 규제 및 선행연구

1. 기업집단 공시제도 및 주요 개정사항

대규모기업집단을 대상으로 한 의무공시제도로 3가지 기업집단 공시제도의 주요 내용과 연혁을 〈표 1〉에 정리하였다. 먼저, 대규모 내부거래의 이사회 의결 및 공시제도는 이사회 의결을 거치지 않거나 공시를 누락하는 행위, 공시할 주요내용을 누락하거나 허위로 공시하는 행위 등에 대한 결과를 위반사례로 보고하고 있다. 주목할 점은 대규모 내부거래 행위를 하기 전에 미리 개별 기업의 이사회 의결을 거치도록 과정을 명시하고 있다는 점이다. 대규모 내부거래와 같이 경영상의 중요한 사건(변동) 및 소유지분 현황에 대하여 공시의무를 부과한 목적은 시장 모니터링에 의해 부당한 사익편취 의도의 일감몰아주기 가능성을 사전적으로 차단하기 위함이다. 그러나 필자는 점검대상 그룹 계열사 중에서 '미의결'에 해당하는 공시위반 건수가 약 28.3%[7]에 해당함을 확인하였다. 이는 그룹 계열사의 이사회가 다소 형식적으로 이루어질 수 있다는 국내 현실을

7) 위반기간 기준 2010년부터 2016년까지의 대규모 내부거래의 이사회 의결 및 공시위반 건에 대하여 공시위반 유형별로 분류하여 '미의결/미공시, 미의결/지연공시, 미의결'에 해당하는 표본 비중을 제시하였다.

고려하더라도, 주요 경영의사결정인 내부거래 건에 대한 의결절차가 행위 발생 전부터 소홀히 처리되고 있다는 점에서 문제를 제기할 수 있다. 대규모 내부거래에 대한 사후 제재 성격의 규제정책은 지속적으로 논의되고 있는 반면, 그룹 또는 계열사 차원의 내부거래 관련 사전 의무절차 및 공시는 다소 소극적으로 임하고 있음을 통하여 해당 공시제도의 실익을 따져보아야 할 것으로 판단된다.

기업집단 현황 공시제도는 출자총액제한제도 폐지의 대체로 도입되었으며 국내 기업집단에 대한 구체적인 정보를 시장에 공개하고 있다는 점에서 연구자의 입장에서는 매우 중요한 공시자료라고 생각한다. 주요 누락 및 오기 사례는 이사회 운영현황 중 이사회 안건을 일부 누락하여 기재(이사회 운영현황), 유동성자산 란에 현금성자산 등을 제외하고 기재(재무현황), 영업외손익 란에 영업외비용을 상계하지 않고 영업외수익 만을 기재(손익현황)하는 사례를 들 수 있다. 특히 본 연구에서 중점적으로 다루고 있는 대규모 내부거래와 관련한 공시항목은 '계열회사간 상품·용역거래 현황'에 대한 위반유형이다. 비상장사의 중요사항 공시항목에는 직접적으로 내부거래와 관련된 공시사항은 없으나 일감몰아주기(tunneling)의 방향을 고려할 때, 주로 총수일가 지분율이 높은 비상장 계열사에서 매출의존도가 높게 발생한다는 점에서 총수일가의 소유구조가 해당 공시수준에 유의한 영향을 미치는지 확인해보고자 한다.

〈표 1〉 공정거래법상 기업집단 공시제도 요약

제도명	관련 법령	도입 시기
1. 대규모 내부거래의 이사회 의결 및 공시	공정거래법 제11조의2, 동법 시행령 제17조의8	2002. 4.

- 공시주체: 공시대상기업집단 소속 계열사
- 공시주기: 이사회 의결 후, 상장사 1일, 비상장사 7일 이내(수시공시)
- 공시내용: 대규모 내부거래(거래금액이 자본금(자본총계)의 5% 이상 또는 50억원 이상)
  - 계열회사(특수관계인)[8]와 일정규모 이상의 거래행위를 하려는 때에는 **미리 이사회 의결을 거친 후 공시**해야 함
  - 자금, 유가증권, 자산, **상품·용역거래**
  - 거래의 목적, 상대방, 금액 및 조건 등 주요내용 포함
- 주요 개정사항: 1) 시행령 개정(2007. 7. 25.)으로 2007. 4/4분기 거래행위부터 적용
  - **상품·용역의 대규모 내부거래 공시(매입·매출 합산)**
  - 총수일가 지분율 30% 이상인 계열사(상법상 자회사 포함)와 분기별로 자본금 (자본총계)의 10% 이상 또는 100억원 이상의 상품·용역거래

  2) 시행령 개정(2011. 12. 30.)으로 2012. 4. 1. 이후의 거래행위부터 적용
  - **경쟁입찰/수의계약 등 계약체결 방식의 공시 의무화**
  - 거래규모: 자본금(자본총계)의 10%이상 또는 10억원 이상 → 5%, 50억원 이상
  - 거래상대방 계열회사 범위: 총수일가 지분 30% 이상 → 20% 이상

제도명	관련 법령	도입 시기
2. 기업집단 현황 공시	공정거래법 제11조의4, 동법 시행령 제17조의11	2009. 3.
• 공시주체: 공시대상기업집단 소속 계열사 • 공시주기: 연1회(매년 5월31일 기한) 또는 분기1회(정기공시) • 공시내용: - 일반현황(회사개요, 재무, 손익현황, 해외계열회사 및 계열사 변동내역) - 임원·이사회 운영현황 - 주식소유 현황(소유지분, 국내 계열회사간 출자현황) - 특수관계인간 거래현황**(상품·용역거래 포함)** - 순환출자, 지주회사, 금융·보험사 의결권 행사 현황 • 주요 개정사항: 1) 시행령 개정(2016. 9. 27.) - 지주회사 체제 밖 계열사 현황(시행령 제17조의11②4의2호) - 금융·보험사 의결권행사 여부 추가(시행령 제17조의11②4의4호) 2) 공시대상기업집단 소속회사의 중요사항 공시 등에 관한 규정(2018. 3. 28.) - 계열회사와의 상표권 사용 거래내역 공시(2018. 4. 3. 시행)		
3. 비상장회사의 중요사항 공시	공정거래법 제11조의3, 동법 시행령 제17조의10	2005. 4.
• 공시주체: 공시대상기업집단 소속 계열사 중 비상장회사 • 공시주기: 사유발생일로부터 7일 이내(수시공시) • 공시내용: - 소유지배구조 현황(최대주주 주식 변동(1% 이상), 임원 변동 현황) - 재무구조 사항(자산 및 타법인 주식의 취득·처분, 증여, 담보제공 등) - 경영활동 사항(영업양도·양수, 합병·분할, 주식의 교환·이전 등)		

2. 기업집단 계열사간 내부거래 관련 규제정책

〈표 2〉는 공정거래법상 대규모 내부거래 관련 규제제도 두 가지에 대한 내용을 비교 제시하였다. 크게 두 제도의 차이점은 첫째, '부당지원행위 금지'는 지원주체 및 교사자, 지원객체(수혜자)가 기업집단 소속 계열사라는 조건이 없으나 '총수일가 사익편취 금지' 규정에서는 공시대상기업집단 중 총수가 자연인인 그룹 소속 계열사에 대한 규제임을 명시하고 있다. 둘째, 부당성에 대한 입증여부 요건의 필요성 차이이다. 공정거래법 5장에 규정된 '불공정거래행위'는 기본적으로 엄격하게 부당성 입증을 요구한다. 최근 경제력 집중효과 및 경쟁제한성에 대한 위법여부 판단에 있어 감독당국의 시선과 법원의 판결이 어긋나면서, 향후 공정위의 일감몰아주기 제재 시에도 행정소송 패소로 인한 입증부담을 떠안을 수밖에 없는 상황이다.[9)]

8) 본 조항에서의 계열회사 범주는 동일인이 단독 또는 동일인의 친족과 합하여 발행주식 총수의 20% 이상을 소유하는 계열회사 또는 그 계열회사의 상법상 자회사(50% 초과보유)인 계열회사까지 포함한다. 단, **지주회사의 자회사, 손자회사와 증손회사는 제외**한다.

9) 일부에서는 일감몰아주기 규제를 3장의 경제력 집중 파트로 포함시켜야 경쟁제한성에 대한 입증책임에서 자유로워질

현 공정거래위원회가 거센 칼날을 겨누고 있는 경영권 승계와 관련된 일감몰아주기 행태의 경우, 일부 그룹에서는 사익편취 규제대상 계열사의 총수일가 지분을 해소하거나 내부거래를 중단하였으며 자발적 개혁안을 발표하기 위한 검토가 이루어지고 있다.[10] 이와 같은 재벌 스스로의 변화 및 지배구조 개선 노력은 사후규제의 긍정적인 환기효과(spillover)로 판단된다. 다만 규제의 실효성을 보완하기 위한 정책적 논의는 계속 이루어져야 할 것으로 생각한다. 따라서 본 연구에서는 계열사간 내부거래 규제의 사각지대에 대한 논제를 다루고자 하며, 현행 및 개정안에 따른 내부거래 행태에 대한 분석결과를 추가로 언급하고자 한다. 특히, 총수일가의 지분율 산정시 간접지분율을 포함하자는 주장에 대해 실제 과거 데이터를 통한 현금흐름권(cash-flow right)을 산출하여 구간별 내부거래 행태를 비교분석하였다. 또한 오너일가(owner-family) 구성원을 부모세대와 자녀세대, 또는 총수(owner)와 유력 후계자(heir)의 소유구조에 따른 내부거래 행태와 일감몰아주기 방향에 대한 논의를 이어가고자 한다.

〈표 2〉 공정거래법상 계열사간 내부거래 관련 규제 요약

제도명	관련 법령	도입 시기
1. 부당지원행위 금지 규제	공정거래법 제23조 제1항 제7호, 동법 시행령 제36조, 별표 1의2	1996. 12.
• 지원주체: 제한없음(모든 사업자) • 지원객체: 특수관계인 또는 다른 회사**(계열회사 요건 불필요)** • 금지행위 유형: - 부당한 자금지원 - 부당한 자산·상품 등 지원 - 부당한 인력지원 - 부당한 거래단계 추가 - 상당히 유리한 조건의 거래 - 거래상 실질적인 역할이 없는 회사를 매개로 거래하는 행위(통행세) • 부당성 판단기준: **공정거래저해성 여부 입증 필요** • 관련 규정: 「불공정거래행위의 금지」		
2. 총수일가 사익편취 규제[11]	공정거래법 제23조의2, 동법 시행령 제38조, 별표 1의3, 4	2014. 2. 14.
• 지원주체: 공시대상기업집단(동일인이 자연인인 기업집단) 소속 계열사 • 지원객체: 총수일가(동일인+친족) 지분율이 상장회사 30%, 비상장회사 20% 이상인 계열회사 • 금지행위 유형: - 상당히 유리한 조건의 거래(상품·용역 거래금액: 200억원 이상) - 상당한 이익이 될 사업기회 유용 - 합리적인 고려나 비교 없는 상당한 규모의 거래(일감몰아주기) (상품·용역거래: 거래총액이 거래상대방의 평균매출액의 12% 이상) • 적용예외: 효율성 증대, 보안성, 긴급성 등이 요구되는 거래(일감몰아주기 법 적용 時)		

수 있다고 주장하기도 한다.

10) '대림' 그룹은 총수일가가 100% 보유한 에이플러스디에 대한 지분을 처분할 계획임을 발표했고 총수일가 지분이 많은 (주)켐텍에 대한 신규 계열사 거래를 중단하고 기존 내부거래도 정리할 계획임을 경영쇄신 대책을 통해 밝힌 바 있다(공정거래위원회 보도자료, 2018. 2. 5.).

제도명	관련 법령	도입 시기
• 부당성 판단기준: **부당성에 대한 별도입증이 불필요** • 관련 규정: 「특수관계인에 대한 부당한 이익제공 등 금지」 • 개정방향: **상장, 비상장회사의 총수일가 지분율 요건 20% 일원화**(2018 공정거래법 전면개편안) – 규제 사각지대 회사들의 규제 회피행위 실태 분석결과(2018. 6. 25.) : 총수일가 지분율 20~30% 상장사, 규제 도입 이후 지분율 하락으로 규제대상에서 제외된 회사, 규제 대상 회사의 50% 초과 자회사		

3. 기업집단 공시제도의 이행 점검방식 현황

앞에서 살펴본 기업집단 대상 의무공시제도 3가지에 대하여 공정거래위원회는 매년 각 유형의 공시별로 표본을 선정하여 공시실태를 점검하고 결과를 공개해왔다. 그러나 시간과 인력의 한계, 또는 공시점검에 대한 비용과 편익 측면을 고려하여 일부 기업집단 및 회사만 선정한 후 과거 3~5년에 대한 공시내용을 사후에 점검하는 시스템을 유지해왔다. 필자가 이러한 기업집단 공시의 사후 점검체계에 대한 문제점을 인지하고 있던 중, 최근 공정위에서는 이러한 공시점검의 적시성, 형평성, 효율성을 제고하는 취지의 통합공시점검 추진을 공표하였다(2018. 6.). 특히, 2018년에 실시하는 집중 점검에서는 사익편취 규제대상 회사와 규제 사각지대 회사에 대한 내부거래, 주식소유(변동) 현황의 공시 충실도를 중점적으로 들여다볼 계획이다. 공시항목의 중요성과 경영권 승계시점의 일감몰아주기 이슈에 대한 시급성을 감안하여 모니터링의 허점을 보완하였다는 점에서 공시에 의한 사전규제의 실효성을 높일 것으로 기대한다.

이 외에도 공시실태에 대한 사후감독과 관련하여 '지정자료 허위 제출'[12]과 같은 점검방식도 있다. 계열회사 신고누락(미편입 또는 위장 계열사), 차명(명의신탁) 주식관련 공시 규정 위반 등의 허위 신고에 대한 제재가 과거 사례의 대부분이다.

〈표 3〉 기업집단 공시실태 점검방식의 개선 현황 요약

기업집단 공시 이행 점검방식 개선안	개선 시기
1. 기업집단 현황 공시, 비상장사의 중요사항 공시 이행 점검방식 개선	2015. 3., 2017. 4.
• 기업집단별 순차적 점검 → 전체 기업집단 대상으로 집단별 소속회사를 1/4씩 무작위 추출(단, 대표회사는 반드시 포함), 4년 주기 전수조사 실시(2014년 공시 점검대상 선정부터 적용) • 기업집단 전체를 대상으로 하되, 대상 회사는 계열회사 수, 최근 점검여부, 상장사·비상장사 안분 등을 고려하여 선정 • 원칙: 기업집단 대표회사는 매년, 사익편취 규제대상 회사는 2년 마다 점검	

11) 보다 자세한 규정의 해석은 "총수일가 사익편취 금지 규정 가이드라인"(공정거래위원회, 2016. 12.)을 참조한다.

12) 공정거래법 제14조(상호출자제한 기업집단 등의 지정 등) 제4항, 제11조의4(기업집단 현황 등에 관한 공시), 제13조(주식소유현황 등의 신고) 등을 적용하여 경고, 과태료, 또는 동일인 고발의 조치가 취해진다. 과거 사례를 간단히 언급하면 '효성, 부영, 롯데, 신세계, 현대' 그룹이 제재 대상이 된 바 있다. 최근 공정위는 삼성그룹을 대상으로 2014년 자료제출 시점에 차명으로 보유한 (주)삼우종합건축사사무소와 (주)서영엔지니어링 2개사를 고의로 누락한 행위를 적발하고 동일인 이건희 회장을 검찰고발 조치하였다(2018. 11. 14.).

기업집단 공시 이행 점검방식 개선안	개선 시기
2. 대규모 내부거래 공시의무 이행 점검방식 개선	2016. 2. 17.
• 상호출자제한 기업집단 대상 상위 기업집단부터 매년 6~7개씩 순차적 점검 → 기업집단 규모에 따라 상·중·하 3개 그룹으로 분류하여 매년 그룹별 3개씩 총 9개 기업집단을 점검 대상으로 선정(하위 기업집단의 장기간 점검대상 제외, 형평성 문제 해소)	
3. 3개 공시제도에 대한 통합점검표 발송	2018. 6. 21.
• 매년 3개 분야별 분리점검(기업집단 현황, 비상장사의 중요사항 공시: 기업집단과 / 대규모 내부거래 공시: 시장감시국) → 연 1회 통합점검 • 일부 집단 또는 일부 회사를 표본 추출하여 직전 3~5년간의 공시실태 점검 → 전체 공시대상기업집단 및 소속회사의 직전 1년간 공시내용을 매년 점검(적시성, 형평성) • 모든 공시항목에 대한 포괄적 점검 → 중요항목 집중점검[13] (공시항목의 중요성, 공시점검의 시급성 고려, 효율성 제고)	

4. 대규모 내부거래 및 공시수준 관련 선행연구

계열사간 내부거래의 동기 및 경제적 효과에 대한 기존 문헌의 결과는 첫째, 효율성 이론(efficiency theory)에 근거한 기업집단 형성의 순기능을 지지하는 입장과 둘째, 사적이익 추구 유인에 의한 소액주주의 이익침탈 측면에서 내부거래를 터널링(tunneling) 또는 프로핑(propping)으로 간주하는 두 가지 견해로 구분할 수 있다.

먼저 내부거래의 효율성을 설명하는 이론으로 거래비용절감 가설(transaction cost reduction)을 들 수 있다. 기업집단 소속 기업은 독립 기업에 비해 내부시장을 통한 자본조달이나 매출거래에 쉽게 접근할 수 있다는 점에서 거래비용을 절감할 수 있으며 사업다각화를 통해 위험을 공유할 수 있다는 점에서 긍정적이라는 연구결과가 있다(Alchian and Demsetz, 1972; Williamson, 1975; Khanna and Yafeh, 2005). Hyland and Diltz(2002)는 내부거래가 외부로의 정보유출을 방지하여 경영상 기밀과 노하우를 유지가 가능하므로 장기적인 성과를 보장받을 수 있음을 강조하였다. 한편, 수직적 계열화 수준이 높을수록 기업 내의 집중도가 높아져 경쟁력이 강화되고 비용절감에 따른 기업가치 향상에 영향을 줄 수 있다는 연구결과도 있다(Chang and Choi, 1988).

반면, 내부거래는 교차보조(cross subsidization) 수단으로 활용되거나 외부 투자자에 의한 감시가 상대적으로 어렵다는 점에서 사적이익을 추구하려는 지배주주가 의사결정의 비효율성을 초래할 가능성도 존재한다(Kreps and Wilson, 1982; Milgrom and Roberts, 1982). 국내에서 일감몰아주기로 지칭하는 부당내부거래의 유형으로는 터널링(tunneling)과 프로핑(propping)이 있다. 터널링은 지배주주 일가의 사익추구를 위해 자산과 수익을 외부로 유출시키는 등 소액주주의 부가 침해(wealth transfer)되는 거래행위를 말한다(Johnson et al., 2000; Bertrand et al., 2002; Jian and

13) 2018년의 경우 5개 분야(사익편취 규제대상 회사, 규제사각지대 회사, 비영리법인과 거래한 회사, 지주회사, 상표권 사용거래)의 내부거래에 대한 집중점검이 이루어졌다.

Wong, 2010; Peng et al., 2011; Black et al., 2015). 프로핑(propping)은 기업집단 내 재무적 상태가 좋지 않은 피라미드 하위의 계열사를 그룹 차원에서 지원하는 행위를 지칭하며 부채가 많을수록 지원 가능성이 높음을 보고하고 있다(Friedman et al., 2003). 특히 Hwang and Kim(2016)의 연구는 그룹 후계자(heir)의 보유지분에 따른 영향력에 초점을 맞추어, 후계자의 지분이 증가한 계열사의 경우 내부거래가 더 심화되며 매출거래를 통한 이익을 더 취하는 결과를 입증하였다.[14)]

그렇다면 계열사간 또는 특수관계자 거래와 공시수준과의 관련성에 대한 선행연구의 결과를 살펴보고자 한다. 내부거래의 성격이 비정상적인 행위일수록 이익조정과 관련성이 높으며, 경영자는 이와 관련한 공시를 꺼리게 되고 공시의 타이밍을 전략적으로 조정하여 사적이익을 취할 수 있음을 주장하는 연구결과도 있다(Claessens et al., 2000; Lo and Wong, 2011; Rogers and Stocken, 2005, Rogers, 2008). Gordon et al.(2004)과 Cheung et al.(2006)은 내부거래 관련 공시정보가 주가에 부정적인 영향을 미친다고 보고하였다. 따라서 경영자 또는 지배주주 입장에서는 감추고 싶은 내부정보이자 시장에 공시되더라도 주가에 부정적으로 작용하는 내부거래 관련 공시수준을 임의적으로 낮추려는 유인이 발생할 가능성이 높다.[15)]

마지막으로 기업의 지배구조 수준과 공시 간의 연관성을 분석한 실증연구는 다음과 같다. 다수의 연구에서 사외이사의 비율, 감사위원회의 도입여부, 외국인지분율 등의 내·외부 지배구조 메커니즘이 취약할수록 내부의 문제성 정보를 외부에 공개하는 것을 회피하려는 유인이 있으므로 공시수준이 유의하게 낮을 수 있음을 입증하고 있다(Ho and Wong, 2001; Eng and Mak, 2003). 따라서 본 연구에서는 그룹의 지배구조 수준에 따라 공시위반 행태에 차별성을 보이는지 추가분석을 통해 확인하였다.

14) 해당 연구는 '내부거래'의 범위로 특수관계자와의 거래(related party transaction)를 다루고 있으며, 후계자의 지분율 변수는 총수(동일인)와 기타 친인척(other family members)의 지분율 대비 상대적 level을 변수로 사용하였다는 점 등이 본 연구와의 차이점이다.

15) 반면, Diamond and Verrecchia(1991)와 Healy and Palepu(1995)에 따르면 기업들이 사적 정보를 시장에 자발적으로 공시하여 스스로 대리인 문제를 해소하고 자본비용을 낮추려는 수단으로 이용할 수도 있다.

Ⅲ. 표본 및 변수의 정의

본 연구는 2010년부터 2016년까지의 '대규모기업집단 현황 공시(연1회 공시 및 1/4 분기용(대표회사)' 자료를 통하여 수집가능한 국내 기업집단의 상장·비상장 계열사에 대한 재무현황, 소유구조, 계열사간 주식소유 현황, 계열사간 상품·용역 거래에 대한 정보를 이용하여 변수화하였다. 한편, 분석대상 기업집단의 범주는 총수일가의 소유구조에 따른 내부거래 행태 및 공시위반 연관성을 분석하고자 총수(동일인 기준)가 법인이 아닌 기업집단으로 한정한다. 오너일가 구성원 개개인에 대한 인구통계학적 정보 및 부모세대와 자녀세대, 총수(owner)와 유력 후계자(heir)를 분류하는 기준은 공시자료를 포함한 언론보도 등을 통해 최대한 정보를 확보하여 수작업으로 정리하였다.[16] 총수는 그룹의 동일인 기준 최상위 지배주주 또는 그룹회장 1인을 의미하며, 유력 후계자는 총수의 자녀세대 중 주로 직계 장남이 해당되었으며 형제 또는 공동 경영체제의 경우에는 경영참여도, 직급수준, 그리고 지분 승계율 등을 포괄적으로 고려하여 가장 유력한 그룹 후계자 1인을 선택하였다. 기업집단 계열사의 관련 공시위반 현황에 대한 데이터는 공정거래위원회의 공시이행 점검관련 보도자료와 별첨자료에 담긴 정보(위반내용, 위반건수, 과태료 금액, 경고 여부 등)를 정리하여 해당 기간과 매칭하였다. 〈부록 2〉를 참고하면 대규모 내부거래 관련 점검연도는 공시위반이 적발된 시점을 의미하며 점검대상 기간은 공시위반 행위가 실제로 발생한 시점(기간)을 뜻한다. 따라서 본 연구에서는 사후 공시제재 시점이 아닌 실제 공시위반 행위가 발생한 시점[17]과 기타 변수들을 매칭하였다.

계열사간 내부거래에 대한 현황은 위의 표본기간을 따르며, firm-level의 일부 기업집단 공시위반 수준에 대한 회귀분석 시에는 2014년부터 2016년까지의 표본기간으로 적용한다. 그 이유는 '대규모 내부거래 공시'의 위반내역과 '부당지원행위 제재'의 경우에는 소속회사별 위반유형 및 조치현황에 대해 2010년부터 공개되어 있으나, '기업집단 현황 공시'와 '비상장사의 중요사항 공시'는 2011년부터 2013년까지 소속 개별 계

16) 과거 대한전선 그룹과 이랜드, 카카오, 한국투자금융 그룹은 현 시점(경영참여 또는 지분소유 구성원 기준)에서 부모세대와 자녀세대의 구분이 모호하므로 해당 변수에 대한 분석에서는 제외된다. 그룹 경영권의 후계자(Heir) 여부 역시 승계구도가 명확히 예상되지 않는 경우에는 자의적인 판단의 개입을 배제하고자 분석에 포함시키지 않았음을 밝힌다.

17) 실제 기업의 공시위반 행위는 보도자료 배포시기(release)가 아닌 '점검대상 기간' 내에 이루어졌다고 판단할 수 있다. 예를 들어, 제재시점으로부터 과거 3년의 기간이 공시실태 점검대상일 경우에는 해당 연도와 매칭하여 재무상태 및 소유구조 변수들과의 시차 괴리를 줄이는 조정이 필요했다. 단, 점검대상 기간(주로 과거 3~5년) 내에서도 실제 공시위반 사례가 없는 기간도 포함되었을 가능성이 있다. 그러나 모든 공시자료를 확인하였으나 실제 행위시점만을 명확히 구분하기에는 한계가 있었다. 필자는 공시위반 대상 기업에 대하여 해당 기간 동안의 내부거래 비중 변화를 확인한 결과, 크지 않은 것으로 확인되어 내부거래 행위의 특성을 분석함에는 무리가 없을 것으로 판단하였다.

열회사의 위반현황 내역에 대해 공개된 자료가 존재하지 않기 때문이다. 본 연구에서는 계열사간 상품·용역 거래 중 매출거래 비중을 중심으로 분석한다. 현금흐름권(cash-flow right)을 이용하여 지원성매입거래 비중 변수에 대한 회귀분석을 수행하였으나 별도로 보고하지는 않았다. 예를 들어, 총수일가의 사익편취 목적의 일감몰아주기는 주로 총수일가 또는 총수 2세의 지분율이 높은 비상장 계열사 A의 매출을 그룹 내 타 계열사 B가 거래상대방으로 지원성 매입을 해주는 방향으로 이루어지고 있다. 이러한 내부거래로 인하여 A사와 총수일가(지배주주)는 내부거래를 통한 이익을 취하는 반면, B사와 해당 기업의 소액주주는 그룹 차원의 부당한 지원성 거래로 인하여 손실을 보게 되는 것이다.

추가로 본 연구에서는 업종별 내부거래에 따른 공시위반 행태를 분석하였다. 현 공정거래위원장은 최근 총수일가 사익편취 논란과 관련하여 지배주주 일가가 그룹 핵심 계열사가 아닌 비주력회사나 비상장사 지분을 집중보유하고 있다면 처분할 것을 주문하였다.[18] 따라서 필자는 과거 공정위가 내부거래 비중이 높고 일감몰아주기 성격의 내부거래가 발생할 우려가 높다고 지적한 업종 4가지(시스템통합(SI), 광고, 물류, 부동산)에 대해서 규제산업 더미(Reg_IND)로 정의하였다. 마지막으로 그룹 지배구조 변수(GR_GOV)는 기업집단정보포털(OPNI)와 공정위에서 매년 발표하는 기업집단 지배구조 현황 정보(사외이사 비율, 초과 사외이사 보유, 사외이사 이사회참석률, 감사위원회·사외이사후보추천위원회·보상위원회·내부거래위원회의 설치여부 및 사외이사 비율, 총수일가 등기이사 재직 계열사 비율, 주주총회 및 의결권 관련제도 도입회사 비율[19])를 모두 정리하여 일정 기준 이상을 충족하는 기업집단 여부에 대한 더미변수를 설정하였다. 분석대상인 최종 표본은 8,328개사(firm-year)이다. 다음은 분석에 포함된 주요 변수에 대한 정의를 제시하였다.

〈표 4〉 주요 변수의 정의

변수명	정 의
1. 계열사간 내부거래	
RPT_D	국내 계열사 내부거래 비중(=국내 계열사와의 매출합/총매출)
RPT_D1	국내 계열사 내부거래 비중(=국내 계열사와의 매출합/국내 총매출)[20]
RPT_O	해외 계열사 내부거래 비중(=해외 계열사와의 매출합/총매출)
RPT_O1	해외 계열사 내부거래 비중(=해외 계열사와의 매출합/해외 총매출)
RPT	국내+해외 계열사 내부거래 비중
PROP	지원성 매입거래 비중

18) "김상조 공정위 '재벌 일감몰아주기' 정조준…30대 그룹 비주력 계열사 대해부", 매경이코노미, 2018. 6. 29.
19) 집중투표제, 서면투표제, 전자투표제의 도입여부를 말한다.

변수명	정 의		
2. 기업집단 공시제도 위반조치			
Vio1	대규모 내부거래의 이사회 의결 및 공시 위반 건수		
Vio_dum1	대규모 내부거래의 이사회 의결 및 공시 위반여부 dummy		
Penalty1	대규모 내부거래의 이사회 의결 및 공시 위반: 과태료 건수		
Fine1	대규모 내부거래의 이사회 의결 및 공시 위반: 과태료 금액		
Warning1	대규모 내부거래의 이사회 의결 및 공시 위반: 경고		
Vio_RPT1	대규모 내부거래의 이사회 의결 및 공시 위반여부: 상품·용역거래(위반항목)		
Vio2	기업집단 현황 공시 위반 건수		
Vio_dum2	기업집단 현황 공시 위반여부 dummy		
Penalty2	기업집단 현황 공시 위반: 과태료 건수		
Fine2	기업집단 현황 공시 위반: 과태료 금액		
Warning2	기업집단 현황 공시 위반: 경고		
Vio_RPT2	기업집단 현황 공시 위반여부: 상품·용역거래(위반항목)		
Vio3	비상장사 중요사항 공시 위반 건수		
Vio_dum3	비상장사 중요사항 공시 위반여부 dummy		
Penalty3	비상장사 중요사항 공시 위반: 과태료 건수		
Fine3	비상장사 중요사항 공시 위반: 과태료 금액		
Warning3	비상장사 중요사항 공시 위반: 경고		
Vio_sum	총 기업집단 관련 공시제재 및 위반 건수 (대규모 내부거래의 이사회 의결 및 공시+기업집단 현황 공시)		
Vio_dum	총 기업집단 관련 공시제재 및 위반여부 dummy		
Vio_RPT_dum	총 기업집단 관련 공시제재 및 위반여부: 상품·용역거래(위반항목)		
3. 소유구조(ownership)			
OWN_FAM	총수일가 보유지분율		
OWN_PN	부모세대 보유지분율	*OWN_CN*	자녀세대 보유지분율
OWN_Owner	총수(동일인 기준) 보유지분율	*OWN_Heir*	유력 후계자 보유지분율
CFR	현금흐름권(cash-flow right)[21]		
Wedge	소유-지배 괴리도(disparity)		
4. 그룹 지배구조(Group-level)			
GR_GOV1	사외이사 비율, 사외이사 이사회참석률, 법적기준 초과 사외이사 보유여부를 2개 이상 충족하면 1, 아니면 0		
GR_GOV2	감사위원회 설치 계열사 비율[22], 위원회 내 사외이사 비율이 중위수 이상 여부를 동시에 충족하면 1, 아니면 0		
GR_GOV3	사외이사후보추천위원회 설치 계열사 비율, 위원회 내 사외이사 비율이 중위수 이상 여부를 동시에 충족하면 1, 아니면 0		
GR_GOV4	보상위원회 설치 계열사 비율, 위원회 내 사외이사 비율이 중위수 이상 여부를 동시에 충족하면 1, 아니면 0		
GR_GOV5	내부거래위원회 설치 계열사 비율, 위원회 내 사외이사 비율이 중위수 이상 여부를 동시에 충족하면 1, 아니면 0		
GR_GOV6	집중투표제, 서면투표제, 전자투표제 도입 계열사 보유여부를 2개 이상 충족하면 1, 아니면 0		

변수명	정 의
GR_GOV	위 6가지 그룹 지배구조 dummy의 합이 4 이상인 경우 1, 아니면 0
5. 기타	
Reg_IND	규제산업 dummy(시스템통합(SI), 광고, 물류, 부동산 업종 해당여부)[23]
Reg	총수일가 사익편취 규제대상 기업 (현행 기준: 총수일가 지분율 상장 30%, 비상장 20% 이상 계열사)
Reg_New	총수일가 사익편취 규제대상 기업 (개정안 기준: 총수일가 지분율 상장, 비상장 20% 이상 계열사+50% 초과 자회사)
Fam_MGM	총수일가 겸직(등기이사 기준) 계열사 비중
ROA	EBIT 기준 산업조정 ROA

Ⅳ. 분석 결과

1. 총수일가 지분율 구간에 따른 내부거래 현황

본 연구에서는 총수일가 전체 지분율(OWN_FAM)에 따라 법적 규제가 적용된다는 점에서 현재의 지분율 기준에 대한 정책적 제언을 하고자 한다. 경영권 승계시점과 맞물려 최근 몇 년 동안은 승계목적의 지분이동이나 분할·합병 등의 그룹 차원의 구조개편, 그리고 자녀세대의 상속세 마련을 위한 일감몰아주기가 빈번하게 발생할 것으로 예상된다. 따라서 총수일가 사익편취(wealth transfer) 관점에서 내부거래를 주시하는 모니터링에서 나아가, 편법승계 취지의 내부거래 성격을 세대별로 구분하여 내부거래 방향을 분석할 필요가 있을 것이다.

〈표 5〉와 〈표 6〉에서는 각각 상장사와 비상장 계열사의 총수일가 전체 및 부모세대, 자녀세대 지분율 구간별로 내부거래와 공시위반, 기업성과(ROA), 규제산업 비중 등에 대한 평균값을 정리하였다. 총수일가 전체의 지분율이 아닌, 부모세대와 자녀세대 지분율은 5~10%, 10~20% 구간을 추가하여 현황을 제시하였다. 먼저 상장 계열사보다 비상장 계열사의 내부거래에 대한 의존도가 전체적으로 높다는 것을 확인할 수 있다.[24]

20) 내부거래 공시자료에서 해외 계열사와의 매출 정보는 2012년부터 구분하여 공시되고 있다. 따라서 해당 변수에 대한 분석 역시 2010, 2011년을 제외한 분석 결과임을 밝힌다.

21) 현금흐름권 변수는 계열사간 출자구조 matrix를 통해 산출하였으며 간접지분율을 반영한 실질소유권을 의미한다.

22) 감사위원회와 사외이사후보추천위원회 사외이사 비율의 경우, 자산총액 2조원 이상 상장법인에 대한 법적 설치의무가 존재하므로 설치의무가 없는 계열사의 설치비중을 고려하였다.

23) 한국표준산업분류 세분류 기준으로 업종성격이 관련 4가지 산업에 근접한지 여부를 판단하여 분류하였음을 밝힌다. 예를 들면, 중분류에 의해 분류할 경우 광고업 성격이 아닌 전문서비스업이나 지주회사 관련 업종이 포함되는 오류가 발생한다. 한편, 건설업종을 포함시켜 분석하여도 동일한 결과를 확인하였다.

특히, 표에는 구간을 나누지 않았지만 자녀세대의 경우 90% 이상의 지분을 소유하고 있는 비상장 계열사의 내부거래 비중이 평균 60%에 이르는 것으로 나타났다. 총수 2·3세들이 소유 집중도가 높은 비상장 계열사의 경우 대부분의 매출을 내부거래를 통해 실현하고 있는 것으로 해석된다. 따라서 자녀세대의 단독지배 성격이 강한 비상장 계열사에 대한 일감몰아주기 행태나 추후 IPO 및 인수합병 과정을 면밀히 들여다 볼 필요가 있다.

주목할 점은 지분율 구간에 따른 내부거래 비중과 성과변수(ROA)의 연관성이다. 총수일가 전체 지분율(OWN_FAM) 기준으로 보면 전반적으로 지분율이 높은 구간에서 내부거래를 많이 하고 이를 통한 이익을 실현하는 것으로 해석할 수 있다. 그러나 본 연구에서는 총수일가 구성원 전체(family)가 소유한 지분율을 세대별로 나누어 짚어볼 필요가 있음을 강조하고자 한다.

첫째, 부모세대의 직접지분율(OWN_PN)에 따른 내부거래 특성을 보면 상장 계열사에 대한 보유지분율이 높거나 계열사와의 내부거래 비중이 높을수록 기업성과가 상대적으로 저조한 것으로 나타났다. 한편 부모세대의 보유지분율이 30% 이상일 경우 내부거래를 통해 이익을 실현하는 반면, 20~30% 지분율 구간에서는 손실이 발생함을 확인할 수 있다.[25]

특히 기존의 총수일가 사익편취 규제의 지분율 기준이 상장사 30%, 비상장사 20% 이상인 점을 고려하면 다음과 같은 추가 논의가 가능하다. 기타 친인척을 포함한 모든 세대의 총수일가가 아닌, 부모세대만의 비상장 계열사에 대한 지분율이 30% 이상인 경우에는 일감몰아주기의 수혜 기업일 가능성이 있다. 그러나 비상장 계열사에 대한 부모세대 지분율이 20~30% 구간이거나 상장 계열사 지분율이 30% 이상이라면, 일감몰아주기를 통해 수혜를 받는 기업이라기보다는 오히려 지원 성격(낮은 가격에 공급)의 가능성이 있거나 혹은 내부거래의 비효율성으로 인한 손실로 해석할 수 있다. 즉, 사익편취 규제정책은 일감몰아주기라는 현실 거래관행을 고려할 때 소유구조 뿐 아니라 상장 여부와 세대별 지분구조에 따라 건별 거래특성[26]에 적합한 규제를 가할 필요가 있다고 판단된다.

24) 평균 t-test 결과, 내부거래 비중 변수 모두에서 1% 수준에서 유의하게 비상장 계열사의 내부거래 비중이 상장 계열사에 비해 높음을 확인하였다(RPT: 0.239(상장) 〈 0.381(비상장), t-value: 10.07).

25) 기업성과에 대한 변수로 EBITDA, ROA(산업조정 전), 그리고 재무적 제약(financial constraint) 관련 변수(K-Z index, K-score, Z-score, SA index) 모두 해당 구간에서만 저조한 성과를 뒷받침하는 일관된 결과를 확인할 수 있었다.

26) 필자는 계열사 또는 특수관계자 거래와 같은 내부거래 특성 유형을 크게 1) 총수일가의 사익편취 목적과 2) 경영권 승계 목적으로 구분하였다. 본 연구는 후자에 초점을 맞추어 정책적 제언을 제시하고자 한다. 경영권 승계 목적의 내부거래를 감독하기 위해서는 세대별 또는 총수(동일인)/유력후계자가 지배하는 계열사 내부거래에 대한 건별 규제가 보다 적합함을 강조하는 바이다.

둘째, 자녀세대의 지분율(OWN_CN) 기준에 따르면 모든 지분율 구간에서 상장 계열사보다 비상장 계열사에서의 매출 내부거래 비중이 매우 높게 나타나고 있다. 이는 비상장 계열사 지분율을 많이 보유한 총수 2·3세들이 계열사간 내부거래(매출)를 통해 사적이익을 부풀리는 것으로 해석할 수 있다. 또는 상장기업의 경우 가시성(visibility)을 고려한다면, 좋은 기업성과를 보여 잠재적 후계자들이 우수한 경영능력을 가지고 있음을 시장에 알리는 수단(signal)으로 활용하려는 그룹 차원의 전략일 가능성도 있다. 기업성과(ROA)와의 관련성을 보면 상장 계열사의 경우, 자녀세대 지분율이 50% 이상인 구간에서 계열사간 매출거래 비중이 높고 기업성과도 가장 높게 관찰된다. 비상장 계열사에 대한 자녀세대의 지분율은 30~70% 구간에서 매출 내부거래를 통한 회계상 이익을 평균적으로 취하는 것으로 나타났다.[27] 이를 통해 자녀세대가 지배주주로 있는 계열사는 편법승계 성격의 일감몰아주기 매출에 의존할 확률이 높다고 볼 수 있다.[28] 물론 내부거래를 통한 이익 실현은 산업 특성상 수직계열화 차원의 내부거래로 얻은 부당하지 않은 이익 즉, 효율성에 따른 결과로도 해석 가능하다. 따라서 추가로 내부거래 유형별 효율성 또는 터널링 유인을 유추하기 위해 다음과 같이 규제산업별 및 관련 공시수준 현황에 대해서도 살펴보고자 한다.

규제산업 해당여부(Reg_IND) 변수의 경우 상장 계열사보다 비상장 계열사에서 평균적으로 높은 비중을 보여주고 있다.[29] 비상장 계열사의 자녀세대 지분율이 70% 이상인 구간에서는 높은 계열사간 매출거래 비중으로 이익을 취하면서 규제산업에 해당할 확률도 높아지는 것으로 나타났다.[30] 이러한 결과는 최근 공정거래위원장이 지적한 비주력 계열사에 대한 지분 처분의 필요성이 비상장사의 자녀세대 보유지분율이 70% 이상

27) 표로 제시하지 않았지만, 부모세대/자녀세대 지분율과 내부거래와의 관계에 대한 회귀분석 결과는 다음과 같다. 부모세대 지분율(OWN_PN)의 경우, 상장 계열사는 17% 수준에서 변곡점을 이루는 2차 곡선관계를 보였으며 비상장 계열사는 9.9% 수준에서 내부거래가 상승하는 변곡점을 보였다. 자녀세대 지분율(OWN_CN)은 비상장 계열사에서만 9.94% 수준에서 변곡점을 확인할 수 있었다. 기업성과(ROA) 역시 지분율 구간별로 내부거래와 기업성과 간의 관련성을 확인한 결과, 위의 서술을 뒷받침하는 실증결과를 얻을 수 있었다.

28) 추가로 자녀세대 외의 부모세대 또는 기타 친인척 지분율 대비 상대적 수준을 비교하는 연구도 수행할 수 있을 것으로 보인다. Hwang and Kim(2016)은 후계자의 보유지분율에서 총수(동일인) 및 기타 친인척 지분율을 차감하여 계열사에 대한 후계자의 상대적 지배력(heir's relative ownership)을 measure하였다. 자녀세대(유력후계자)가 해당 계열사에 대한 지배력을 단독으로 행사하거나 다른 오너일가 세대보다 우위에 있는지 여부에 따른 분석도 흥미로울 것이다. 해당 논문은 현재 한국 대기업의 경영권 승계시점에서 중점적으로 다루어야 할, 후계자 지분구도의 변화(지분율 증감, 시점)에 따른 내부거래에 대한 분석을 다루고 있으므로 참고 바란다.

29) 평균 t-test 결과, 비상장 계열사가 규제산업에 해당하는 비율이 상장 계열사에 비해 1% 수준에서 유의하게 높음을 확인하였다(9.98%(상장) 〈 22.54%(비상장), t-value: 8.4). 또한 비상장 계열사 표본에서만 규제산업에 해당하는 계열사가 타 업종의 계열사에 비해 자녀세대 지분율이 유의하게 높게 나타났다(7.41%(규제산업) 〉 4.86%(非규제산업), t-value: 4.14). 종합해보면 자녀세대가 소유한 비상장 계열사는 일감몰아주기 우려가 높은 산업(시스템 통합(SI), 광고, 물류, 부동산)일 확률이 더 높다는 것을 의미한다.

30) 지분율 구간을 보다 세분화하여 분석한 결과, 비상장 계열사에 대한 자녀세대의 지분율이 90% 이상인 경우에서 더욱 뚜렷하게 상승하는 것으로 나타났다.

인 경우에 해당될 가능성이 있다는 점에서 그룹 총수일가 스스로도 장단기적으로 고민해야 할 이슈라고 판단된다.

〈표 5〉 총수일가 지분율 구간별 내부거래 특성: 상장 계열사 (N=1,334)

변수명	5~10%	10~20%	20% 이하	20~30%	30~50%	50~70%	70~100%
Panel A. 총수일가 전체 *(OWN_FAM)*							
RPT_D			14.43%	20.18%	23.80%	**37.86%**	**55.72%**
RPT_D1			22.03%	21.76%	28.08%	**37.46%**	**53.04%**
RPT			19.92%	21.23%	27.88%	**38.38%**	**55.73%**
ROA			1.11%	0.20%	0.29%	**2.24%**	**1.91%**
Reg_IND			9.54%	1.92%	12.92%	**13.79%**	0.00%
Vio_dum1			17.31%	29.79%	8.14%	0.00%	**100.00%**
Vio_dum2			10.47%	24.47%	10.24%	25.00%	**63.64%**
Vio_dum			17.21%	40.00%	14.46%	25.00%	**63.64%**
Panel B. 부모세대 *(OWN_PN)*							
RPT_D	22.54%	14.79%		24.28%	44.63%	**65.48%**	**76.47%**
RPT_D1	30.34%	23.76%		26.96%	42.39%	**62.72%**	**83.32%**
RPT	28.49%	19.70%		27.25%	44.72%	**65.48%**	**76.53%**
ROA	0.79%	1.75%		0.54%	***-0.03%***	***-0.30%***	***-0.14%***
Reg_IND	9.73%	7.59%		2.13%	12.20%	**14.29%**	0.00%
Vio_dum1	14.58%	24.29%		**31.71%**	13.33%	0.00%	0.00%
Vio_dum2	9.35%	15.49%		23.26%	26.32%	23.08%	**33.33%**
Vio_dum	14.02%	25.35%		**35.63%**	26.32%	23.08%	**33.33%**
Panel C. 자녀세대 *(OWN_CN)*							
RPT_D	20.91%	17.37%		22.04%	11.23%	**28.06%**	
RPT_D1	25.97%	22.80%		25.05%	14.58%	**35.27%**	
RPT	23.75%	19.75%		**26.37%**	15.48%	**28.35%**	
ROA	0.89%	0.58%		0.35%	-0.28%	**5.94%**	
Reg_IND	6.82%	11.43%		**13.70%**	**16.39%**	6.67%	
Vio_dum1	14.29%	9.09%		17.14%	18.18%	**33.33%**	
Vio_dum2	15.85%	7.58%		11.76%	**21.05%**	15.38%	
Vio_dum	20.73%	12.12%		**22.06%**	**28.07%**	15.38%	

〈표 6〉 총수일가 지분율 구간별 내부거래 특성: 비상장 계열사 (N=6,994)

변수명	5~10%	10~20%	20% 이하	20~30%	30~50%	50~70%	70~100%
Panel A. 총수일가 전체 *(OWN_FAM)*							
RPT_D			35.40%	30.56%	34.77%	32.36%	39.85%
RPT_D1			39.10%	33.73%	35.72%	31.91%	**42.03%**
RPT			37.09%	30.86%	36.65%	34.02%	**40.36%**
ROA			-1.91%	***-2.30%***	2.10%	-1.92%	**2.91%**
Reg_IND			21.72%	13.95%	24.67%	11.68%	**31.60%**
Vio_dum1			8.25%	**20.69%**	11.01%	16.92%	**17.07%**
Vio_dum2			8.68%	16.46%	16.50%	8.73%	**20.34%**
Vio_dum			14.64%	**34.18%**	19.42%	21.43%	**30.61%**
Panel B. 부모세대 *(OWN_PN)*							
RPT_D	31.87%	39.41%		30.87%	37.35%	**41.47%**	38.30%
RPT_D1	47.76%	40.57%		27.12%	38.79%	**43.40%**	41.63%
RPT	34.63%	40.06%		33.15%	37.70%	**42.02%**	38.84%
ROA	-3.42%	1.04%		***-6.77%***	5.00%	2.65%	0.98%
Reg_IND	5.00%	21.66%		23.44%	**33.33%**	23.13%	24.56%
Vio_dum1	13.64%	8.33%		**25.00%**	18.75%	11.59%	**28.24%**
Vio_dum2	18.92%	11.03%		10.34%	18.18%	16.81%	**18.54%**
Vio_dum	24.32%	15.33%		24.14%	24.55%	31.09%	**34.44%**
Panel C. 자녀세대 *(OWN_CN)*							
RPT_D	37.48%	30.39%		32.97%	**40.22%**	36.49%	**38.28%**
RPT_D1	38.05%	33.04%		31.34%	**46.35%**	38.11%	**38.66%**
RPT	**40.97%**	31.52%		34.78%	**42.40%**	37.41%	**38.75%**
ROA	***-2.68%***	***-2.70%***		***-3.85%***	**4.78%**	3.10%	**5.82%**
Reg_IND	26.32%	31.39%		20.21%	17.42%	19.82%	**39.17%**
Vio_dum1	**24.62%**	20.93%		8.49%	**32.56%**	22.81%	7.32%
Vio_dum2	**22.58%**	11.94%		14.63%	**22.73%**	16.35%	20.73%
Vio_dum	**30.65%**	28.36%		20.12%	**40.91%**	26.92%	26.42%

공시위반 관련 변수는 대규모 내부거래의 이사회 의결 및 공시 위반(제재)여부 더미(Vio_dum1)와 기업집단 현황 공시 위반 더미(Vio_dum2), 관련 총 기업집단 공시제재 및 위반 여부 더미(Vio_dum)의 지분율 구간에 따른 평균 현황만을 제시하였다. 총수일가 지분율 전체 기준으로 보면, 70% 이상 구간에서 매출 내부거래 비중도 높고 공시위반 비율도 높은 것으로 관찰된다. 세대별로 나누어 보면, 부모세대의 보유지분율이 높거나 손실을 보는 구간에서 그룹 차원의 공시에 소홀하게 임하는 것으로 나타났다. 반면, 자녀세대의 경우 높은 내부거래 의존도와 동시에 이익을 실현하는 구간에서 관련 공시위반 확률이 상대적으로 높음을 확인할 수 있다(상장: 50% 이상, 비상장: 30~50%).[31]

이는 경영자의 입장에서 내부거래를 통한 이익 실현이 긍정적인 정보(good news)임에도 불구하고 이를 감추려는 유인(미공시/지연공시)이 존재하는 것으로 유추할 수 있다. 본 연구에서 핵심으로 입증하고자 하는 공시위반 유인은 단순 분포에 의한 판단으로는 관련성에 대한 해석에 무리가 있으므로 회귀분석 결과를 통해 설명하고자 한다.

마지막으로 비상장 계열사에 대한 자녀세대 지분율이 낮은 구간에서도 높은 내부거래 비중이 나타남과 동시에 높은 공시위반이 발생하는 것으로 나타났다. 5~10%의 지분율을 보유하면서도 총수의 자녀로 지배력을 행사할 경우, 내부거래에 의존하면서도 오히려 손실을 얻고 관련 공시도 회피할 여지가 있는 것으로 판단된다. 따라서 총수일가의 간접지분율을 반영한 실질소유권 개념인 현금흐름권(CFR)과 소유-지배 괴리도(Wedge)에 대한 추가분석을 다루고자 한다.

2. 간접지분율을 포함한 현금흐름권(CFR)에 따른 내부거래 현황

〈표 7〉에서는 현금흐름권(CFR) 구간별로 내부거래 및 주요 변수들의 평균을 제시하였다. 최근 공정거래법 전면개편안에서도 총수일가 사익편취 지분율 기준 요건에 계열사를 통해 지배하는 간접지분율을 포함해야 한다는 의견이 논의되었으나 최종보고서에는 담기지 않았다. 따라서 이에 대한 분석결과를 보고하여 추후 개선방향 논의에 정책적 시사점을 주고자 한다. 앞의 결과와 유사하게 총수일가의 현금흐름권(CFR)이 높은 구간에서 내부거래 비중이 높으며 매출거래로 인한 이익을 취하는 것으로 나타났다. 또한 총수일가의 현금흐름권이 70% 이상인 계열사의 내부거래(매출) 의존도가 클수록, 관련 공시위반 확률이 뚜렷하게 상승함을 확인할 수 있다.

특히 〈그림 1〉과 〈그림 2〉를 보면 총수일가의 실질소유권인 현금흐름권(CFR)과 계열사간 내부거래 비중이 J-curve shaped relation을 보이는 것으로 나타났다.[32] 상장 계열사는 30%~50%, 비상장 계열사는 50~70% 구간에서 변곡점을 보이는 것으로 관측된다. 추가로 지배주주의 소유구조와 내부거래 관련성에 대한 선행연구에서 효율성과 터널링을 지지하는 실증결과가 혼재되어 있고 구간별 평균에 따른 내부거래 비중 분포를 고려하여, 총수일가의 현금흐름권과 내부거래 변수 간의 비선형적인 2차 곡선관계

31) 총수(OWN_Owner)와 유력후계자(OWN_Heir) 개인 1인에 대한 비교분석에서도 유사한 지분율 구간에서 같은 결과를 확인하였다.

32) Morck et al.(1988)은 경영진 지분율과 기업가치의 관련성을 분석하여 본 연구의 비상장 계열사(〈그림 2〉)와 유사한 곡선(non-monotonic) 관계를 확인하였다. 최근 소유구조 연구에서는 지분율 구간별로 이해일치 효과(interest alignment effect)와 경영자안주 효과(managerial entrenchment effect)가 혼합된 절충가설을 지지하는 결과들을 보고하고 있다. 따라서 지분율 기준의 규제정책을 보완하고자 한다면 Morck et al.(1988)의 구간별 회귀모형(piecewise regression model) 분석이 이루어져야 할 것으로 보인다.

(quadratic relationship)를 가정한 회귀분석을 수행하였다. McConnell and Servaes(1990)의 방법론에 따라 2차 지분율을 포함한 다차 회귀모형을 설정하였으며 1차 현금흐름권(CFR) 변수의 회귀계수는 유의한 음(-)의 값 2차 현금흐름권(CFR^2)의 회귀계수는 유의한 양(+)의 값으로 도출되었다. 회귀분석 결과에 의한 변곡점 수준은 상장 계열사는 31.97%, 비상장 계열사는 55.01%로 확인되었다.

대리인이론 관점에서 음(-)의 상관관계를 보이는 상대적으로 낮은 현금흐름권 구간에서는 실질소유권이 증가하면서 주주 부의 극대화를 추구하는 소액주주와 이해관계가 일치하는 가설을 지지하는 반면(이해일치 가설(Berle and Means, 1932; Jensen and Meckling, 1976)), 일정수준 이상의 현금흐름권 구간에서는 간접 소유를 통한 총수일가의 통제권이 강화되어 자신의 사적이익을 취하려는 유인이 발생하며, 기업가치를 훼손하는 내부거래를 선택하는 것으로 해석된다(경영자안주·이익침해 가설(Fama, 1980; Demsetz, 1983)).[33] 총수일가가 계열사간 내부거래를 통해 사적 부를 극대화하고자 한다면 그룹의 피라미드 하위에서 상위로 터널링(tunneling)이 이루어질 가능성이 높다(Almeida and Wolfenzon, 2006; Riyanto and Toolsema, 2004).

따라서 간접지분율을 포함한 총수일가 지분율에 대한 규제를 고려한다면, 해당 구간을 기준점으로 삼는 것이 바람직할 것으로 예상한다. 나아가 비상장 계열사의 경우, 현금흐름권 70% 수준에서 계열사간 매출거래를 통한 이익 실현이 반전(손실→이익)된다는 점에서 총수일가가 복잡한 소유구조를 통해 간접 지배하는 비상장 계열사의 내부거래에 대한 감시감독이 면밀하게 이루어져야 할 것이다.

한편 앞서 지적한 바와 같이, 〈표 6〉에서 비상장 계열사의 자녀세대 직접지분율이 5~10% 수준으로 낮은 구간에서도 높은 내부거래 의존도를 확인할 수 있다. 소유-지배 괴리도(Wedge)를 구간별로 살펴본 결과, 5~10%의 직접지분율 구간에서 50%를 넘는 괴리도를 보이는 것으로 나타났다. 따라서 간접소유를 통해 지배권을 행사하는 비상장 계열사에 대한 사익편취 행위를 통제하기 위해서는 총수일가 지분율 기준에 간접지분율을 반영하는 방안도 검토되어야 할 것으로 판단한다.

추가로 〈그림 3〉에서는 지원성 매입(PROP)거래에 대한 현금흐름권 구간별 현황을 그래프로 제시하였다. 일반적으로 총수일가가 지분을 직·간접적으로 확보한 비상장사의 경우 매출을 통한 부의 이전(wealth transfer) 통로로 활용한다는 비판이 주를 이루고 있다. 그러나 지원성 매입비율에 대해 기업성과를 비교해 본 결과, 상장사에서는 뚜

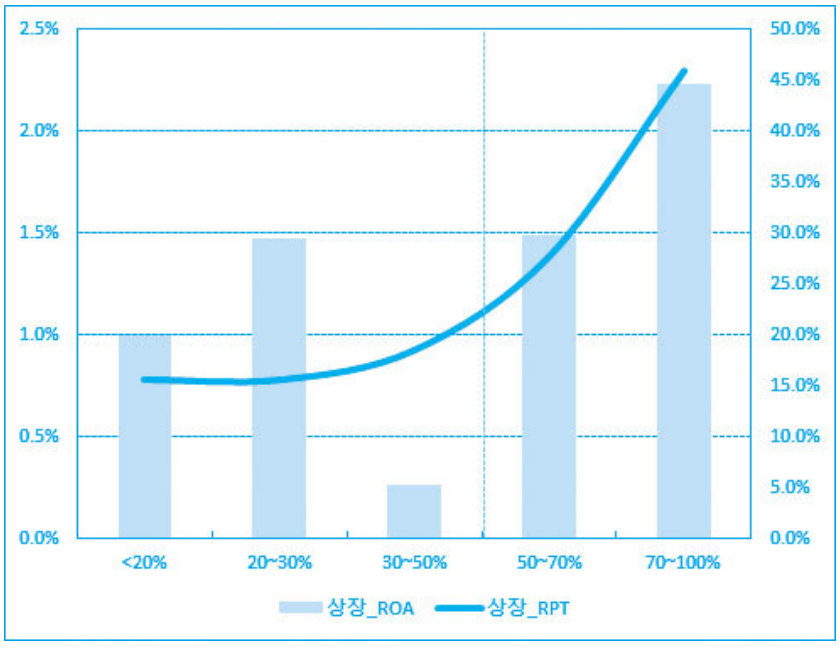
33) 후자의 경우 총수일가 구성원이 직접 보유한 계열사 지분율은 낮더라도 간접지분율을 통한 통제력이 클수록 사적이익 추구에 대한 유인이 더욱 심화될 것으로 예상한다. 따라서 현금흐름권(cash-flow right)과 지배권(voting right)의 차이인 소유-지배 괴리도(Wedge) 변수를 사용한 회귀분석을 병행하였다. 그 결과, 모든 현금흐름권 구간에서 계열사의 내부거래 비중(RPT) 변수는 소유-지배 괴리도(Wedge)와 유의한 양(+)의 관련성을 보이는 것으로 나타났다.

렷한 방향이 관측되지 않았으나 오히려 비상장사에 대한 실질소유지분이 낮은 구간에서 타 계열사를 지원(propping)하기 위한 매입거래가 많이 발생하여 손실을 얻는 것으로 나타났다. 이는 그룹 차원에서 비상장 계열사를 매출과 매입의 방향과 무관하게 부당내부거래의 도구로 삼고 있을 가능성이 높다는 점에서 향후 비상장사의 매입거래에 대한 추가분석이 필요할 것으로 보인다.

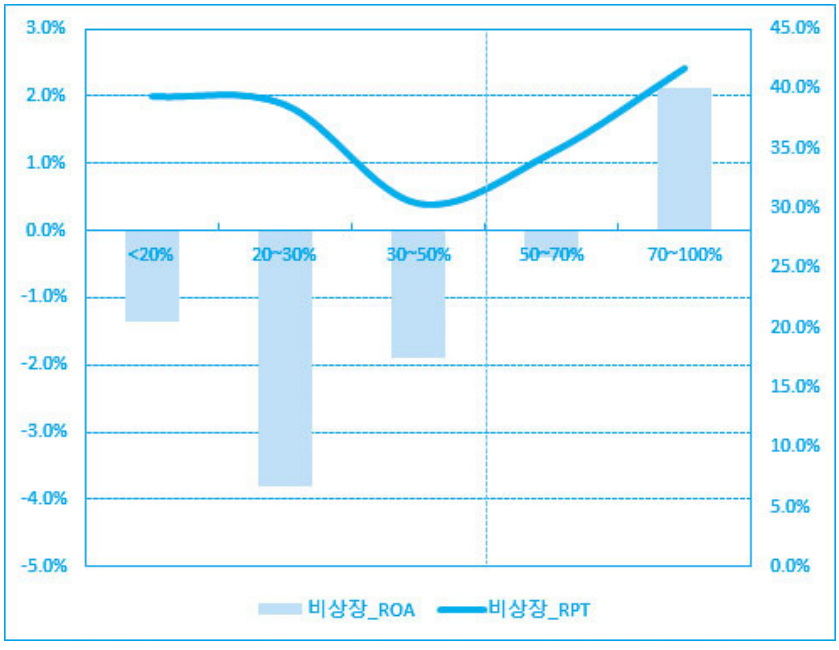
〈표 7〉 현금흐름권(CFR) 구간별 내부거래 특성 비교

변수명	20% 이하	20~30%	30~50%	50~70%	70~100%
Panel A. 상장 계열사					
RPT_D	15.58%	15.55%	18.46%	27.66%	**45.85%**
RPT_D1	23.32%	21.33%	22.60%	27.99%	**42.75%**
RPT	21.51%	17.35%	22.19%	29.81%	**45.86%**
ROA	1.00%	1.47%	0.26%	1.49%	**2.23%**
Reg_IND	9.70%	10.49%	7.17%	13.11%	0.00%
Vio_dum1	15.33%	25.35%	13.86%	28.00%	**100.00%**
Vio_dum2	10.09%	16.45%	14.29%	16.07%	**50.00%**
Vio_dum	16.78%	25.66%	19.27%	28.57%	**50.00%**
Panel B. 비상장 계열사					
RPT_D	37.48%	37.39%	29.17%	32.25%	**39.24%**
RPT_D1	42.73%	40.63%	31.21%	35.04%	**42.47%**
RPT	39.38%	38.66%	30.42%	34.64%	**41.71%**
ROA	***-1.36%***	***-3.80%***	***-1.89%***	***-0.41%***	**2.12%**
Reg_IND	22.65%	21.65%	21.38%	14.47%	**25.09%**
Vio_dum1	6.93%	9.27%	10.45%	6.37%	**21.94%**
Vio_dum2	7.63%	11.28%	12.28%	7.51%	**18.17%**
Vio_dum	13.52%	16.55%	17.95%	14.41%	**29.90%**

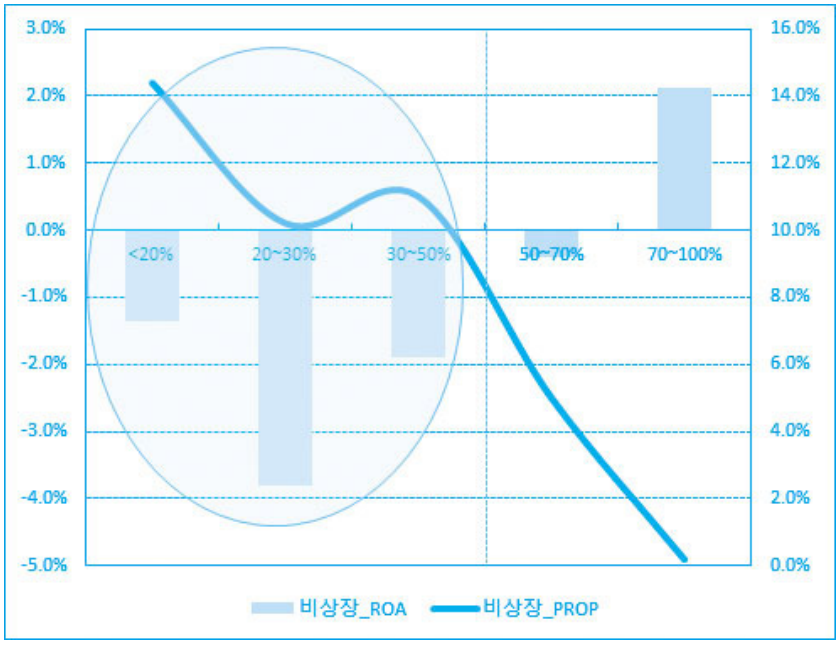
〈그림 1〉 현금흐름권(CFR) 구간별 내부거래 및 기업성과: 상장 계열사



〈그림 2〉 현금흐름권(CFR) 구간별 내부거래 및 기업성과: 비상장 계열사



〈그림 3〉 현금흐름권(CFR) 구간별 지원성 매입비율 및 기업성과: 비상장 계열사



3. 연도별 국내 및 해외 계열사간 내부거래 비율 추이

〈표 8〉과 〈표 9〉에서는 계열사간 내부거래 비율을 국내와 해외 계열사로 거래상대방을 구분하여 연도별 추이를 살펴보았다. 2012년부터 해외 계열사에 대한 매출거래와 해외 매출액에 대한 정보를 구분하여 공시하고 있으므로 2012년 이후의 내부거래 비율 현황을 제시하였음을 밝힌다. 국내 계열사간 내부거래 비율은 상장사에 비해 비상장사의 비중이 뚜렷하게 높은 것으로 나타났으며 일정한 추세를 보이진 않는 것으로 보인다. 그러나 해외 계열사와의 내부거래 비율은 두 변수 모두 상장, 비상장사에서 증가하는 추세를 확인할 수 있다. 최근 롯데 그룹에 대한 공정위 조사결과를 계기로 해외 계열회사의 출자현황 및 내부거래에 대한 관심이 높아지고 있다. 해외 계열사를 통한 총수일가의 편법적 내부거래가 확대되고 있는 현실을 반영하여, 최근 공정위는 공시대상 기업집단에 대해 해외 계열사와의 내부거래 정보에 대한 공시를 포함할 것을 요구한 바 있다(2018. 5. 29.).[34] 해외 계열사와의 내부거래가 주는 경제적 효익에 대한 분석은 추후 이루어져야 할 것으로 판단되며, 모든 해외 계열사와의 내부거래 자체를 부당한 성격으로 규정짓는 왜곡은 피해야 할 것이다.

34) 공정위가 유권해석을 통해 기존 '특수관계인'의 범주에 해외 계열사가 이미 포함되어 있음을 밝혀 일부 공시 실무자에게 혼란을 주었으나, 해외 계열사에 대한 정보는 국내 계열사처럼 투명하게 공시하도록 의무를 부과할 필요성이 있다고 보여진다.

〈표 8〉 연도별 국내 계열사와의 내부거래 현황

연도		2012	2013	2014	2015	2016
상장	*RPT_D*	17.22%	16.77%	16.53%	16.39%	16.57%
	RPT_D1	24.35%	24.52%	22.87%	22.09%	23.23%
비상장	*RPT_D*	35.20%	38.31%	36.18%	34.97%	33.94%
	RPT_D1	38.15%	41.13%	39.24%	38.65%	37.92%

〈표 9〉 연도별 해외 계열사와의 내부거래 현황

연도		2012	2013	2014	2015	2016
상장	*RPT_O*	4.63%	5.42%	6.32%	6.35%	7.04%
	RPT_O1	21.61%	23.54%	25.74%	27.29%	29.53%
비상장	*RPT_O*	1.27%	1.53%	1.82%	1.80%	2.36%
	RPT_O1	25.20%	27.72%	28.66%	29.54%	33.82%

4. 회귀분석 결과

〈표 10〉은 '대규모 내부거래의 이사회 의결 및 공시'와 '기업집단 현황 공시'의 위반 건수 규모 합(Vio_sum)[35]을 종속변수로 회귀분석한 실증결과를 요약하여 제시하였다.[36] 계열사 firm-level에 대한 분석을 수행하였으며 계열사간 내부거래 비중은 중위수 이상 더미(High_RPT)를 사용하여 교차항과의 상호작용을 모형식에 추가하였다. 먼저, 앞의 내부거래 특성을 분석한 결과 상장여부에 따라 내부거래로 인한 이익 또는 손실 실현 여부, 그리고 세대별 내부거래 활용 목적이 다소 차이가 있음을 유추할 수 있었다. 따라서 상장/비상장 계열사를 구분하여 세대별 소유구조와 내부거래 비중의 상호작용이 기업집단 관련 공시수준에 어떠한 영향을 미치는지 확인하였다.

상장 계열사(Panel A.)의 경우, 부모세대와 자녀세대 모두 해당 계열사에 대한 지분율이 높으면서 대규모 내부거래가 발생하는 경우 내부거래 관련 정보에 대한 구체적인 공시를 회피하려는 경향이 있음을 확인할 수 있다. 앞서 〈표 5〉에서 상장 계열사에 대한 부모세대 지분율이 높을 경우에는 내부거래를 통해 손실을 얻는 반면, 자녀세대의

35) '대규모 내부거래의 이사회 의결 및 공시' 위반 건수와 '기업집단 현황 공시' 위반 건수 각각 모두 회귀분석을 동일하게 수행하였으나 표에 포함하지는 않았다. 간단히 언급하면 대규모내부거래 공시 위반 변수(Vio1)의 경우 모든 분석에서 유의하게 동일한 결과를 확인하였으며, 기업집단 현황 공시 위반 변수(Vio2)는 부모세대의 지분율이 높을수록 관련 결과만 유의하게 나타났다. 총수의 소유지분율이 높은 계열사에서 그룹차원 또는 내부거래 관련 공시가 미흡하다는 점은 추후 구체적으로 다루어야할 부분이라고 판단한다.

36) 기업집단 현황 공시의 공시항목은 1) 일반현황(재무현황, 손익현황, 계열회사 변동내역), 2) 임원·이사회 운영현황, 3) 소유지분 현황(주식소유 현황, 계열회사간 주식소유 현황), 3) 내부거래 현황(계열회사와의 자금거래, 유가증권거래, **상품·용역거래**, 기타자산거래, 채권·채무 잔액, 담보제공 현황), 4) 기타(지연 또는 미공시 사항)의 유형으로 구분할 수 있다. 따라서 계열회사와의 상품·용역 거래관련 전체 공시위반에 대한 추가분석도 진행할 예정이다.

지분율이 일정 수준 이상 높아지면 내부거래를 통해 큰 이익을 실현함을 확인하였다. 이는 자녀세대로의 일감몰아주기 행위 방향을 추정해 볼 수 있는 결과로 판단된다. 따라서 전자의 경우 내부거래로 인한 손실 정보를 포함한 그룹 차원의 정보 공개에 취약할 여지가 있으며, 후자의 경우 역시 해당 계열사의 매출이 내부거래에 의존하고 있다는 점에서 관련 정보 공시수준이 낮아진 것으로 해석할 수 있다. 즉, 내부거래를 통해 이익을 실현하더라도 해당 계열사 스스로 혹은 그룹 차원에서 이를 총수일가에 불리한 정보(bad news)로 판단하여 공시의 질을 임의적으로 감소시켰을 가능성이 있다.

Panel B. 에서는 비상장 계열사에 대한 결과로, 자녀세대에서만 해당 계열사에 대한 지분율이 높고 내부거래 규모가 클수록 공시위반에 적발될 가능성이 유의하게 높음을 확인할 수 있다. 자녀세대가 소유하는 비상장 계열사는 내부거래 의한 매출이 터널링(tunneling) 성격일 확률이 높음을 보여주는 근거이다. 총수일가 전체 구성원이 보유한 지분율의 합에 의한 현행 사익편취 규제기준보다 세대별 구분이 필요하다는 점을 뒷받침하는 실증결과이다. 상장 계열사의 결과와 종합해보면, 부모세대의 지분율이 상대적으로 높은 상장 계열사는 지원 성격의 매출을 할 가능성이 높고, 자녀세대의 지분율이 높은 계열사는 상장/비상장 모두에서 그룹 차원의 일감몰아주기로 인한 수혜를 받고 있는 것으로 볼 수 있다. 참고로 보다 정확한 계열사간 거래의 방향과 터널링 성격을 분석하기 위해서는 추후 매입거래(propping)에 대한 논의를 추가하여 살펴볼 필요가 있을 것이다.

Panel C. 는 현금흐름권(CFR)에 대한 분석 결과이며 총수일가의 간접지분율을 반영한 실질소유권이 높은 계열사의 내부거래는 부정적인 정보를 내포하고 있을 가능성이 있음을 보여준다. 따라서 총수일가의 직접지분율보다 간접지분율을 포함한 구간별 분석도 정책적 근거를 제시하기 위해 추후 필요할 것으로 생각한다. 특히 표에 보고하지 않았지만 소유-지배 괴리도(Wedge)는 매출 내부거래가 클수록 공시위반 가능성이 유의하게 높음을 확인할 수 있었다. 흥미로운 점은 비상장 계열사에 대해서만 1% 수준에서 유의한 결과를 얻을 수 있었다. 실질소유권을 고려하더라도 비상장 계열사의 경우 낮은 지분율로 지배주주(총수일가)로서의 통제력을 행사할 수 있는 환경에서는 내부거래가 비효율적으로 발생할 여지가 있는 것으로 해석된다.

Panel D. 는 시스템통합(SI), 광고, 물류, 부동산과 같이 일감몰아주기로 성장할 유인이 높은 비주력 계열사 즉, 규제업종(Reg_IND)에 대한 분석결과이다. 이들 업종에 해당하는 계열사의 경우 거래상대방인 타 계열사에 대한 매출 의존도가 높을수록 공시수준이 감소하는 것으로 나타났다. 즉, 부당한 사익편취의 목적으로 발생하는 내부거래는 지배주주의 입장에서 내부거래를 통하여 이익을 실현했는지 여부와 무관하게 감추고

(hidden) 싶은 정보일 가능성이 높다. 왜냐하면 높은 내부거래 비중이 시장에 공개되면 실현한 이익(성과)에 대한 정당성이 침해될 여지가 있으며 대규모 내부거래를 수행하였다는 점으로 부정적인 주가반응으로 이어질 수 있기 때문이다. 즉, 우수한 비재무적 성과[37]를 보이는 기업은 그들의 성과를 효과적으로 알리기 위해 관련 정보에 대한 공시의 질(disclosure quality)을 높게 선택한다는 Hummel and Schlick(2016)의 주장과도 일맥상통한 결과이다.

마지막으로 그룹 지배구조(GR_GOV) 수준에 따라 계열사간 내부거래 유형과 공시위반 행태의 상관관계가 차별적으로 나타나는지 추가 분석하였다(Panel E.). 계열사간 내부거래 관련 공시내용을 부정적인 정보(bad news)로 시장에서 받아들일 가능성이 높다고 판단되는 경우, 그룹 차원에서 해당 계열사의 공시의 양과 질, 타이밍에 대한 통제를 가할 여지가 존재한다. 따라서 Group-level 관점에서 소수의 오너일가에 의해 계열사 경영 의사결정이 좌지우지 되거나 내·외부 모니터링 시스템이 제대로 작동되기 어려운 즉, 취약한 그룹 지배구조라면 대규모 내부거래 행위와 기업집단 차원에서 부여된 공시의무에 대한 회피 유인이 더욱 강한 연관성을 보일 것이다. 본 연구에서도 자녀세대가 높은 지분율을 보유하고 있는 계열사의 매출의존도가 높을수록 공시를 회피하려는 유인이 높아지는 결과는 그룹 지배구조가 취약한 GR_GOV=0인 subsample에서만 유의하게 관측되었다.[38] 표에 보고하지 않았지만 업종(Reg_IND)에 대한 분석도 동일한 결과를 얻을 수 있었다.

37) 계열사간 내부거래가 사익편취의 목적임이 명백하거나 계열사에 대한 매출의존도가 과도하게 높다면, 공정한 거래관행을 무시하고 시장경쟁을 저해한다는 측면에서 그룹 차원의 사회적 책임경영을 다하지 못한 것으로 해석이 가능하다. 내부거래를 통해 실현한 경제적 이익 외에 내부거래 행위 자체는 Group-level의 책임경영 철학이 어느정도 반영되었을 것으로 생각한다. 따라서 필자는 계열사간 내부거래를 해석함에 있어 행위로 인한 경제적 효익은 재무적 성과지표와 밀접한 관련이 있으나, 행위 발생에 대한 유인은 비재무적 성과의 카테고리에 포함되어야 한다고 생각하는 바이다.

38) Black et al.(2015)은 개별 상장 계열사의 지배구조 점수를 이용하여 양호한 지배구조(이사회 항목)를 가진 계열사에서는 특수관계자 거래를 통한 기업가치 훼손이 상대적으로 완화됨을 보여주고 있다. 따라서 본 연구에서도 상장 계열사 표본에 대해 지배구조 점수(공시 항목 제외)의 중위수 기준으로 상·하위를 구분하여 subsample에 각각 동일한 분석을 수행한 결과, 이사회 항목의 지배구조 점수가 높은 계열기업 군에서 관련 공시위반은 감소하는 효과를 발견할 수 있었으며 기업가치(Tobin's Q)는 비유의한 결과를 얻었다. 이는 자녀세대가 소유한 비상장 계열사의 매출거래가 터널링 성격으로 발생할 가능성이 높다는 점을 비추어 볼 때, 지배구조(governance)의 moderating effect는 터널링 유인이 큰 비상장 계열사 표본에서 보다 유의미하게 관찰될 것으로 예상되기 때문으로 해석 가능하다.

〈표 10〉 계열사간 내부거래 유형이 관련 공시위반 행태에 미치는 영향 (회귀분석 결과)

$$Vio_sum = \beta_0 + \beta_1\ OWN_PN(CN) + \beta_2\ High_RPT + \beta_3\ OWN_PN(CN) \times High_RPT + \beta_4\ SIZE + \beta_5\ LEV + \beta_6\ ROA + \beta_7\ SGR + \beta_8\ AGE + \beta_9\ Year/Ind + \varepsilon$$

회귀분석 모형의 종속변수는 총 기업집단 관련 공시위반 건수(Vio_sum)이며 대규모 내부거래의 이사회 의결 및 공시위반 건수와 기업집단 현황 공시위반 건수의 합을 자연로그 취한 값이다. High RPT는 국내, 해외 계열사와의 내부거래 비중 합(RPT)의 중위수 이상 더미변수이며, CFR은 현금흐름권, Reg_IND는 시스템통합(SI), 광고, 물류, 부동산 4가지 규제산업 업종 해당여부 더미변수이다. GR_GOV는 그룹 지배구조를 의미하며 6가지 요소 중 4가지 이상을 충족하면 1을 부여한 더미변수이다. 통제변수는 기업규모(SIZE), 부채비율(LEV), 산업조정 ROA, 매출성장률(SGR), 설립연수(AGE), 연도-산업 더미를 적용하였다. t-value는 이분산(heteroskedasticity)이 조정된 표준오차(standard errors)로 계산된 값이다.

Dependent Variable: 총 기업집단 관련 공시위반 건수(Vio_sum)					
	회귀계수	t-value		회귀계수	t-value
Panel A. 상장 계열사					
	부모세대			*자녀세대*	
OWN_PN	1.375	2.43**	*OWN_CN*	-0.638	-1.39
High_RPT	0.075	0.82	*High_RPT*	-0.279	-3.11***
OWN_PN×High_RPT	**1.649**	**2.73*** **	*OWN_CN×High_RPT*	**1.084**	**1.7***
Panel B. 비상장 계열사					
	부모세대			*자녀세대*	
OWN_PN	2.145	1.48	*OWN_CN*	-0.801	-1.69*
High_RPT	-0.108	-1.05	*High_RPT*	-0.342	-3.48***
OWN_PN×High_RPT	-2.213	-1.47	*OWN_CN×High_RPT*	**1.549**	**2.36****
Panel C. 현금흐름권					
CFR	-0.189	0.67			
High_RPT	-0.387	-2.49**			
CFR×High_RPT	**1.147**	**2.06****			
Panel D. 규제업종					
Reg_IND	-1.472	-3.25***			
High_RPT	-1.032	-2.15**			
*Reg_IND*High_RPT*	**2.132**	**2.69*****			
Panel E. 그룹 지배구조					
	GR_GOV=1			*GR_GOV=0*	
OWN_CN	-0.999	-2.67***	*OWN_CN*	-0.056	-0.09
High_RPT	-0.422	-3.43***	*High_RPT*	-0.391	1.8*
*OWN_CN*High_RPT*	1.663	1.36	*OWN_CN*High_RPT*	**4.843**	**3.94****

V. 결론 및 시사점

본 연구는 2010년부터 2016년까지의 총수 있는 기업집단을 대상으로 소속 상장, 비상장 계열사에 대한 계열사간 내부거래 현황을 점검하였다. 또한 개별 기업의 기업집단 공시의무 위반 및 제재 현황이 공개된 2014년 이후 시점부터 2016년까지의 계열사간 내부거래가 관련 공시수준에 어떠한 영향을 미치는지 회귀분석 결과를 제시하였다. 주요 결과에 대한 요약은 다음과 같다.

계열사간 매출거래는 총수일가 구성원을 부모세대와 자녀세대로 구분하여 비교분석한 결과, 자녀세대의 지분율이 높을수록 계열사를 통한 매출의존도가 높은 경향을 보였으며 이러한 내부거래를 통해 이익을 실현하는 것으로 나타났다. 또한 간접지분율을 포함한 현금흐름권(cash-flow right)은 내부거래 비중과 J-curve shaped relation을 보여주고 있다는 점에서, 향후 규제 적용기준 중 지분율 요건 논의시 실질소유권에 대한 변곡점 및 중점관리 구간을 판단하는데 도움이 될 것으로 보인다. 총수일가 중 자녀세대의 지분율이 높은 계열사가 내부거래 비중이 큰 경우, 일감몰아주기 성격의 부당한 행위일 가능성이 높으며 그룹 차원에서는 이러한 정보를 시장에 투명하게 공개하는 것을 꺼려하기 때문에 선택적 공시를 할 가능성이 높다. 한편, 내부거래 비중이 높으며 사익편취 수단으로 이용될 수 있는 4가지 규제업종에 대한 분석에서도 비주력 업종의 계열사에서 발생하는 내부거래(매출)는 관련 공시수준을 낮출 유인이 존재함을 확인할 수 있다. 또한 그룹 차원의 전략적 의사결정으로 내부거래가 발생할 여지가 있는 만큼, 그룹의 지배구조 수준이 취약할수록 계열사간 내부거래가 비효율적으로 활용될 수 있다는 실증결과는 Group-level에서의 지배구조 개선 노력이 동시에 이루어져야 함을 보여준다.

본 연구에서는 해당 정보를 공개(release)함에 있어 자신에게 유리한 정보(good news)는 공시를 충실하게 하는 반면, 불리한 사적 정보(bad news)는 되도록 감추고 공시 타이밍을 지연시키려는 경영자(지배주주)의 선택적 공시 유인에 주목하였다. 특히, 기업집단의 내부거래 관련 공시위반 행태를 통하여 계열사간 내부거래의 부당성에 대한 해석을 처음으로 시도했다는 점에서 기존 선행연구와의 차별점이 있다고 판단한다. 단, 기업집단의 계열사간 거래 규모와 공시행태 관련 변수는 총수일가 지분율 및 기업특성 변수들이 동기요인으로 상호작용해 내생성(endogeneity) 문제가 발생할 가능성이 있다. 본 연구에서는 별도로 보고하지 않았지만 종속변수와 설명변수 간 인과관계 문제(simultaneous causality bias)를 해소하기 위해서는 도구변수(instrumental variable)를 사용한 2SLS 추정방법의 결과로 강건성(robustness)을 확인하거나 시차변수(lagged

variable)를 사용하여 역의 인과관계로 인한 내생성을 통제할 수 있다.

최근 경영권 승계시점과 맞물려 편법적 부의 이전 수단으로 내부거래를 이용하려는 행태에 대한 감독당국의 고민이 깊어져가고 있다. 국내 재벌 그룹 스스로 경제력 집중과 불공정한 거래관행을 해소하고자 하는 개선 의지가 어느 때보다 강력히 요구되는 시점이다. 특히 앞에서 언급한 3개의 공시제도에 대한 이행점검 결과, 2018년 기준 적발된 위반행위 중 74.7%가 사익편취 규제대상이거나 규제 사각지대에 속한 기업으로 나타났다.[39] 따라서 사익편취 규제대상 기업 선정관련 총수일가 지분율에 대한 실증적 근거를 세분하여 제공하였다는 점에서 본 연구의 주요 공헌을 찾을 수 있다. 필자는 본 연구의 실증결과를 근거로 이와 관련한 몇 가지 정책적 제언을 하고자 한다.

첫째, 계열사간 내부거래 규제의 사각지대에 대한 보완이 필요하다. 자녀세대 또는 후계자의 지분율이 높은 비상장 기업의 매출거래에 대한 감시를 집중해야 하며, 간접지분율을 반영한 지분율 요건 개정을 검토해야 할 것이다. 본 연구에서는 세대별 지분율 수준에 따른 상장/비상장 계열사의 내부거래 특성을 분석하였으며 이익 실현 여부 및 공시 회피에 대한 유인을 실증결과로 제시하고 있다. 현재 사익편취 규제대상을 논의함에 있어 핵심은 지분율 요건의 단순 일원화보다, 세대별 지분구조에 따라 승계 목적 또는 사익편취 목적의 내부거래가 발생하는지를 먼저 검토할 때라고 보여진다. 전반적으로 자녀세대 또는 유력 후계자의 소유지분율이 높은 계열사에서 이익을 실현하고 있음에도 오히려 관련 정보 공개에 인색하다는 결과를 근거로 기존 일감몰아주기 규제 접근방식에 보완이 필요함을 주장하고자 한다.

또한 규제 사각지대와 관련하여 간접지분율 포함 여부에 대한 논의가 이루어지고 있으나 그에 대한 실증 근거는 미비했던 것으로 판단된다. 따라서 본 연구에서는 한국 기업집단의 계열사 지배방식에 적합한 간접지분율을 반영한 현금흐름권에 대한 분석을 수행하였다. 그 결과 비상장 계열사의 현금흐름권 70% 수준에서 계열사간 매출을 통한 이익 실현이 역전된다는 점, 특히 비상장 계열사의 자녀세대 직접지분율이 5~10%의 낮은 구간에서 가장 높은 소유-지배 괴리도를 보여주고 내부거래 관련 공시에도 미흡한 점 등을 확인할 수 있었다. 따라서 총수일가에게 우회적으로 이익이 제공될 가능성이 있는 사각지대 성격의 거래행태 감시는 총수일가 지분율 산정시 간접지분율을 고려하는 방안으로 보완 가능할 것으로 보인다.

둘째, 규제의 형평성을 높이기 위하여 자산 또는 지분율에 근거한 규제 기준보다 업종별, 행위 건별에 대한 거래 적정성(부당성, 위법성) 여부를 판단하는 맞춤 규제가 필요하다. 먼저 본 연구에서는 일감몰아주기 우려가 높은 업종에 대한 분석을 별도로 수

39) 공정거래위원회, "2018년 대기업집단 공시이행 점검 결과", 보도자료, 2018. 12. 20.

행하여 이들 계열사에서 발생하는 매출 내부거래의 부당성을 확인할 수 있었다. 또한 상장 여부, 세대별 소유구조에 따라 이익 실현이나 공시위반 행태에 대한 실증 분석을 통하여 해당 내부거래의 성격을 유추할 수 있었다. 즉, 모든 계열사간 내부거래를 부당지원 또는 일감몰아주기의 성격으로 단정하기 어려우며, 특히 일정수준 이상의 총수일가 지분율 기준에 따라 일괄 규제를 가할 경우 일부 내부거래를 통한 효율성이나 불가피한 거래를 차단하는 역효과를 불러올 수도 있다. 따라서 내부거래의 부당성 여부를 판단하기 위하여 현재 기업집단 공시이행 점검방식처럼 수시 및 중요사항에 대한 집중점검을 고려하는 것도 제언하고자 한다.

셋째, 대규모 내부거래에 대한 이사회 의결 절차가 형식적으로 이루어지고 있다는 현실을 고려하여 그룹 차원에서의 내부통제 메커니즘을 보다 강화할 필요가 있다. 넷째, 편법적 승계목적의 일감몰아주기를 해소하기 위한 근본적인 해결책으로 CEO succession planning과 같은 장기적인 승계 계획과 절차를 명문화하고 이에 대한 진행과정과 정보를 투명하게 공유할 수 있는 시스템에 대한 논의가 이루어져야 할 것이다.

Ⅵ. 부록

〈부록 1〉 기업집단 관련 공시제도의 점검결과 및 제재 현황 [40]

점검 연도	기업집단 현황 공시	비상장사의 중요사항 공시
2011년	• 45개 그룹(2년 연속 지정) 대표회사만 • 2010. 5. 연 공시 및 1/4분기 공시사항 • 22개 기업집단 대표회사 37건 공시위반 • 대한전선, 한국가스공사 • 일괄 경고처분(제도시행 이후 첫 점검)	• 상위 7개 그룹 소속 비상장사 233개사 • 2007. 4.~2010. 3. 기간 공시사항(과거 3년) • 7개 기업집단 소속 54개사 75건 공시위반 • 삼성, 에스케이, 현대자동차, 롯데 • 과태료 1억3,198만원(34건), 경고(41건)
2012년	• 9개 그룹(자산순위 8~18위 중) 284개사 • 2011. 5. 연 공시 및 1/4분기 공시사항 • 119개사 195건 공시위반 • 지에스, 포스코 • 과태료 1억4,900만원(68건), 경고(127건)	• 9개 그룹 소속 비상장사 238개사 • 2009~2012년 기간 공시사항(과거 4년) • 47개사 60건 공시위반 • 한진, 한국철도공사, 금호아시아나 • 과태료 8,900만원(39건), 경고(21건)
2013년	• 7개 그룹 311개사 • 2010. 5.~2012. 5. 연1회(분기) 공시사항 • 148개사 261건 공시위반 • 대우조선해양, 에스티엑스, 한화 • 과태료 3억5,700만원(152건), 경고(109건)	• 7개 그룹 소속 비상장사 248개사 • 2007. 4.~2012. 5 기간 수시공시 사항 • 54개사 76건 공시위반 • 대우조선해양, 엘에스, 씨제이 • 과태료 1억7,779만원(55건), 경고(21건)
2014년	• 19개 그룹 소속 367개사[41] • 2010. 5.~2013. 5. 기간 공시사항 • 18개 그룹 181개사 353건 공시위반 • 효성, 코오롱, 세아 • 과태료 3억4,000만원(190건), 경고(163건)	• 19개 그룹 소속 비상장사 274개사 • 2009. 1.~2013. 5. 기간 공시사항 • 18개 그룹 114개사 224건 공시위반 • 코오롱, 효성, 세아 • 과태료 4억4,000만원(153건), 경고(71건)
2015년	• 58개 그룹(2년 연속 지정) 424개사(1/4) • 종전 점검종료 시점~2014. 5. 공시사항 • 37개 그룹 179개사 352건 공시위반 • 롯데, 대성, 에스케이 • 과태료 4억3,800만원(185건), 경고(167건)	• 58개 그룹 소속 비상장사 330개사 • 2013. 5.~2014. 5. 기간 공시사항 • 37개 그룹 74개사 123건 공시위반 • 롯데, 포스코, 서울특별시도시철도공사 • 과태료 1억9,322만원(81건), 경고(42건)
2016년	• 60개 그룹(2년 연속 지정) 397개사(1/4) • 2011. 5~2015. 5 기간 공시사항 • 44개 그룹 143개사 316건 공시위반 • 롯데[42], 엘지, 지에스 • 과태료 6억1,100만원(212건), 경고(104건)	• 60개 그룹 소속 비상장사 284개사 • 2011. 5~2015. 5 기간 공시사항 • 29개 그룹 66개사 97건 공시위반 • 롯데, 에스케이, 포스코 • 과태료 2억400만원(67건), 경고(30건)
2017년	• 27개 그룹 소속 155개사 • 2013. 6. 1.~2016. 5. 31.(과거 3년) • 20개 그룹 41개사 65건 공시위반 • 오씨아이, 케이티, 롯데 • 과태료 1억6,865만원(47건), 경고(18건)	• 27개 그룹 소속 75개사 • 2013. 6. 1.~2016. 5. 31.(과거 3년) • 14개 그룹 16개사 34건 공시위반 • 에스케이, 오씨아이, 케이티 • 과태료 5,028만원(27건), 경고(7건)

40) 부록은 해당 공시제도의 점검결과에 대한 보도자료를 모두 수작업으로 재정리한 것임

41) 2013년 기준 과거 3년간 공시점검을 받지 않은 '대림', '현대', '신세계' 그룹 및 2010년 자산순위 29~45위의 19개 기업집단 소속회사를 대상으로 공시 이행여부를 점검하였다.

42) 공정위는 '롯데'그룹의 16개 해외 계열사가 출자한 11개 국내 계열사의 공시위반 혐의(주식소유 현황 허위 신고 및 허위 공시 건)에 대해서는 별도로 검토하여 '해외 계열사 소유 현황 공개(2016. 2. 1.)'과 '지정자료 허위자료 제출 및 허위 공시 제재(2016. 9, 21.)'를 한 바 있다.

〈부록 2〉 대규모 내부거래 관련 공시제도의 점검결과 및 제재 현황

점검 연도	대규모 내부거래 이사회 의결 및 공시
2011년 (2011. 9. 30.)[43]	• 점검대상 그룹: **현대자동차, 에스티엑스, 씨제이** • 점검대상 기간: 2008. 1. 1. ~ 2010. 12. 31. (과거 3년) • 위반현황: 19개사 31건 공시위반 적발 • 기업집단별 적발 순위: 현대자동차(15건), 에스티엑스(12건), 씨제이(4건) • 조치내용: 과태료 총 8억 4,494만원 부과 • 2007년 도입된 상품·용역거래의 공시위반 사실 최초 적발
2012년 (2012. 2. 9.)	• 점검대상 그룹: **엘에스, 한화, 두산** • 점검대상 기간: 2008. 1. 1. ~ 2010. 12. 31. (과거 3년) • 위반현황: 20개사 47건 공시위반 적발 • 기업집단별 적발 순위: 엘에스(22건), 한화(18건), 두산(7건) • 조치내용: 과태료 총 9억 1,577만원 부과
2013년 (2013. 3. 5.)	• 점검대상 그룹: **삼성, 현대자동차, 에스케이, 엘지** • 점검대상 기간: 2009. 10. 1. ~ 2012. 9. 30. (과거 3년) • 위반현황: 20개사 29건 공시위반 적발 • 기업집단별 적발 순위: 삼성(13건), 현대자동차(8건), 엘지(2건) • 조치내용: 과태료 총 6억 7,298만원 부과 • 시행령 개정(대상 확대)[44] 이후 첫 점검으로 상위 기업집단부터 순차적 점검
2013년 (2013. 9. 5.)	• 점검대상 그룹: **롯데, 포스코, 현대중공업** • 점검대상 기간: 2010. 4. 1. ~ 2013. 3. 31. (과거 3년) • 위반현황: 17개사 25건 공시위반 적발 • 기업집단별 적발 순위: 롯데(11건), 현대중공업(8건), 포스코(6건) • 조치내용: 과태료 총 6억 6,523만원 부과
2014년 (2014. 3. 10.)	• 점검대상 그룹: **지에스, 한화, 한진** • 점검대상 기간: 2010. 10. 1. ~ 2013. 9. 30. (과거 3년) • 위반현황: 24개사 41건 공시위반 적발 • 기업집단별 적발 순위: 지에스(25건), 한화(11건), 한진(5건) • 조치내용: 과태료 총 5억 8,607만원 부과
2015년 (2015. 1. 8.)	• 점검대상 그룹: **케이티, 두산, 신세계** • 점검대상 기간: 2011. 4. 1. ~ 2014. 3. 31. (과거 3년) • 위반현황: 13개사 16건 공시위반 적발 • 기업집단별 적발 순위: 케이티(8건), 두산(6건), 신세계(2건) • 조치내용: 과태료 총 5억 4,192만원 부과
2015년 (2015. 4. 16.)	• 점검대상 그룹: **대우조선해양, 씨제이, 엘에스** • 점검대상 기간: 2011. 7. 1. ~ 2014. 6. 30. (과거 3년) • 위반현황: 19개사 36건 공시위반 적발 • 기업집단별 적발 순위: 대우조선해양(9건), 씨제이(5건), 엘에스(22건) • 조치내용: 과태료 총 6억 1,601만원 부과
2015년 (2015. 12. 22.)	• 점검대상 그룹: **오씨아이, 동부, 금호아시아나, 효성, 대림, 영풍** • 점검대상 기간: 2012. 4. 1. ~ 2015. 3. 31. (과거 3년) • 위반현황: 28개사 58건 공시위반 적발 • 기업집단별 적발 순위: 오씨아이(23건), 동부(10건), 금호아시아나(10건), 효성(9건), 대림(4건), 영풍(2건) • 조치내용: 과태료 총 15억 4,101만원 부과
2016년 (2016. 3. 30.)	• 점검대상 그룹: **세아, 현대산업개발, 태광** • 점검대상 기간: 2012. 7. 1. ~ 2015. 6. 30. (과거 3년) • 위반현황: 13개사 30건 공시위반 적발

점검 연도	대규모 내부거래 이사회 의결 및 공시
	• 기업집단별 적발 순위: 세아(20건), 현대산업개발(7건), 태광(3건) • 조치내용: 과태료 총 9억 3,827만원 부과
2016년 (2016. 10. 19.)	• 점검대상 그룹: **부영, 현대, 현대백화점** • 점검대상 기간: 2011. 4. 1. ~ 2016. 3. 31. (과거 5년) • 위반현황: 14개사 211건 공시위반 적발 • 기업집단별 적발 순위: 부영(203건), 현대(6건), 현대백화점(2건) • 조치내용: 과태료 총 12억 5,130만원 부과
2017년 (2017. 4. 19.)	• 점검대상 그룹: **미래에셋, 대우건설, 에쓰-오일** • 점검대상 기간: 2011. 10. 1. ~ 2016. 9. 30. (과거 5년) • 위반현황: 9개사 22건 공시위반 적발 • 기업집단별 적발 순위: 미래에셋(13건), 대우건설(9건), 에쓰-오일(0건) • 조치내용: 과태료 총 7억 8,258만원 부과

43) 공정위 보도자료 보도가능일시 기준

44) 공정거래법 시행령 개정(2012. 4. 1.) 이전의 거래에 대해서는 자본금(자본총계)의 10% 및 100억 원의 기준을 적용하여 점검하였다.

〈참고문헌〉

Alchian, A. and H. Demsetz(1972), Production, Information Cost and Economic Organization, *American Economic Review*, 62, 777-795.

Almeida, H. and D. Wolfenzon(2006), A Theory of Pyramidal Ownership and Family Business Groups, *Journal of Finance,* 61(6), 2637-2680.

Berle, A. and G. Means, *The Modern Corporation and Private Property,* McMillan Company, New York, 1932.

Betrand, M., P. Mehta, and S. Mullainathan(2002), Ferreting Out Tunneling: An Application to Indian Business Groups, *Quarterly Journal of Economics*, 117, 121-148.

Black, B., W. Kim, H. Jang, and K. Park(2015), How corporate governance affect firm value? Evidence on a self-dealing channel from a natural experiment in Korea, *Journal of Banking and Finance*, 51, 131-150.

Chang, S. and U. Choi(1988), Strategy, Structure and Performance of Korean Business Groups: A Transaction Cost Approach, *Journal of Industrial Economics*, 37, 141-158.

Cheung, Y.-L., P. Rau, and A. Stouraitis(2006), Tunneling, Propping and Expropriation: Evidence from Connected Party Transactions in Hong Kong, *Journal of Financial Economics,* 82(6), 343-386.

Claessens, S., S. Djankov, J. Fan, and L. Lang(2002), Disentangling the Incentive and Entrenchment Effects of Large Shareholdings, *Journal of Finance*, 57(6), 2741-2771.

Demsetz, H.(1983), The Structure of Ownership and the Theory of the Firm, *Journal of Law and Economics*, 26(2), 375-390.

Diamond, D. and R. Verrecchia(1991), Disclosure, Liquidity, and the Cost of Capital, *Journal of Finance,* 46(4), 1325-1359.

Eng, L. and Y. Mak(2003), Corporate Governance and Voluntary Disclosure, *Journal of Accounting and Public Policy*, 22(4), 325- 345.

Fama, E.(1980), Agency Problems and the Theory of the Firm, *Journal of Political Economy*, 88(2), 288-307.

Friedman, E., S. Johnson, and T. Mitton(2003), Propping and Tunneling, *Journal of Comparative Economics,* 31(4), 732-750.

Gordon, E., E. Henry, and D. Palia(2004), Related Party Transactions and Corporate Governance, *Advances in Financial Economics*, 9, 1-27.

Healy, P. and K. Palepu(1995), The Challenges of Investor Communications: The Case of CUC International, Inc., *Journal of Financial Economics,* 38(2), 111-140.

Ho, S. and K. S. Wong(2001), A Study of the Relationship between Corporate Governance Structures and the Extent of Voluntary Disclosure, *Journal of International Accounting, Auditing and Taxation,* 10(2), 139-156.

Hummel, K. and C. Schlick(2016), The Relationship between Sustainability Performance and Sustainability Disclosure-Reconciling voluntary disclosure theory and legitimacy theory, *Journal of Accounting and Public Policy*, 35(3), 455-476.

Hwang, S. and W. Kim(2016), When heirs become major shareholders: Evidence on pyramiding financed by related-party sales, *Journal of Corporate Finance*, 41, 23-42.

Hyland, D. and J. Diltz(2002), Why Firms Diversify: An Empirical Examination, *Financial Management*, 31(1), 51-81.

Jensen, M. and W. Meckling(1976), Theory of the Firm: Managerial Behavior, Agency Costs and Ownership Structure, *Journal of Financial Economics*, 3(4), 305-360.

Jian, M. and T. Wong(2010), Propping through Related Party Transactions, *Review Accounting Studies*, 15, 70-105.

Johnson, S., R. La Porta, F. Lopez-de-Silanes, and A. Shleifer(2000), Tunneling, *American Economic Review*, 90(2), 22-27.

Khanna, T. and Y. Yafeh(2005), Business Groups and Risk Sharing around the World, *Journal of Business*, 78(1), 301-340.

Kothari, S., S. Shu, and P. Wysocki(2009), Do Managers withhold Bad News?, *Journal of Accounting Research*, 47(1), 241-276.

Kreps, D. and R. Wilson(1982), Reputation and Imperfect Information, *Journal of Economic Theory*, 27(2), 253-279.

Lo, A. and R. Wong(2011), An Empirical Study of Voluntary Transfer Pricing Disclosures in China, *Journal of Accounting and Public Policy*, 30(6), 607-628.

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(2), 280-312.

Morck, R., A. Shleifer, and R. Vishny(1988), Management Ownership and Market Valuation: An Empirical Analysis, *Journal of Financial Economics*, 20, 293-315.

Peng, W., K. Wei, and Z. Yang(2011), Tunneling and Propping: Evidence from Connected Transactions in China, *Journal of Corporate Finance,* 17, 306-325.

Riyanto, Y. and L. Toolsema(2004), Tunneling and Propping: A Justification for Pyramidal Ownership, *Journal of Banking and Finance*, 32(10), 2178-2187.

Rogers, J.(2008), Disclosure Quality and Management Trading Incentives, *Journal of Accounting Research*, 46(5), 1265-1296.

Rogers, J. and P. Stocken(2005), Credibility of Management Forecasts, *The Accounting Review*, 80(4), 1233 - 1260.

Verrecchia, R.(1983), Discretionary Disclosure, *Journal of Accounting and Economics*, 5, 179-194.

Williamson, O., *Markets and Hierarchies: Analysis and Antitrust Implications*, Free Press, New York, 1975.