

# 특수관계자 거래와 기업의 공시수준 - 재무제표 주석을 중심으로 -

김태동(주저자)  
차의과학대학교 글로벌경영학과 조교수  
(ktdong@cha.ac.kr)  
이윤아(교신저자)  
연세대학교 박사과정  
(pink9494@yonsei.ac.kr)  
배창현(공저자)  
연세대학교 박사과정  
(bae6015@yonsei.ac.kr)

본 연구에서는 특수관계자 거래에 대한 주석 공시제도의 현황을 검토하고 특수관계자 거래규모 및 기업 특성요인이 관련 공시수준에 미치는 영향을 실증적으로 분석하였다. 특수관계자 거래의 특성상 경영자의 재량이 개입될 가능성이 높다는 점을 고려할 때, 기업의 특수관계자 거래에 대한 주석 공시는 구체적인 거래내역을 명시하여 외부투자자에게 유용한 회계 정보를 제공하도록 해야 한다. 그러나 현재 특수관계자 거래 공시와 관련하여 명확한 규정이 없어 기업별로 주석 공시 방식에 차이가 발생한다는 점이 문제로 지적되어 왔다. 이처럼 개별 기업들 스스로 공시수준을 통한 재량적 회계선택이 가능하게 된다면, 공시주체 자신에게 유리한 정보만을 제공하려는 유인이 발생되어 회계정보의 투명성과 기업 간 비교가능성이 저하될 것이다. 아울러, 거래의 부당성에 대한 감시와 통제가 필요한 대규모 거래에 대한 정보가 숨겨질 경우, 외부 이해관계자와의 정보비대칭이 심화될 것이므로 적절한 공시수준에 대한 규제와 제도적 보완이 필요할 것이다. 따라서 본 연구는 특수관계자 거래 관련 구체적인 정보를 감추는 공시 형태에 초점을 맞추어 차별적 공시수준에 영향을 미치는 기업들의 특성 및 결정요인에 대해 검증하였다. 분석결과, 특수관계자 거래금액이 클수록 주석 공시수준이 감소하는 것으로 나타났다. 한편, 특수관계자 거래금액을 손익 기준에 따라 구분하여 분석한 결과, 거래를 통해 기업의 이익을 실현하는 경우(propping)에만 공시수준이 감소함을 발견하였다. 마지막으로 대규모기업집단 소속 여부에 따른 특수관계자 거래규모와 공시수준 간의 관련성 차이를 분석한 결과, 별도로 특수관계자 거래 관련 정부의 추가적인 규제정책이 적용되지 않는 대규모기업집단에 속하지 않은 기업에서만 유의한 상관관계가 존재하는 것으로 나타났다. 결과적으로 대규모기업집단에 속하지 않거나, 특수관계자 거래를 통해 자사에 유리한 이익을 실현하는 기업일수록 관련 공시 형태에 대한 자의적인 패턴 변경을 선택할 가능성이 높은 것으로 관찰되었다. 따라서 시장의 정보비대칭을 해소하고 회계정보의 품질을 개선하기 위하여, 정보 공개(information disclosure)에 대한 기업의 적극적인 공시 노력과 더불어 적정 공시수준을 유도하기 위한 감독당국의 제도적 보완 논의가 이루어져야 할 것이다.

주제어: 특수관계자 거래, 공시수준, 정보비대칭, 재량적 회계선택, 대규모기업집단

## 1. 서론

본 연구는 특수관계자 거래에 대한 주석 공시제도

의 현황을 살펴보고 특수관계자 거래와 공시수준 간의 관련성을 실증 분석하였다. 나아가 특수관계자 거래행태의 유형과 대규모기업집단 소속 여부에 따라 공시수준 관련성에 어떠한 차이가 존재하는지 추

가적으로 검증하였다. Jensen and Meckling(1976)이 제시한 대리인 이론에 의하면, 경영자 또는 지배주주는 정보비대칭 환경에서 자신의 사적이익을 추구하려는 기회주의적 유인에 따라 행동할 가능성이 있다. 이처럼 경영자가 자신의 효용을 위하여 기업가치의 극대화에 반하는 이기적인(self-interested) 의사결정을 내린다면 대리인 문제로 인한 경제의 비효율성을 초래할 수 있다. 특히 특수관계자와의 거래는 일반적인 거래에 비해 외부 투자자에 의한 직접적인 감시와 통제가 어렵다는 점에서 지배주주가 소액주주의 이익을 침해하는 부의 이전(wealth transfer) 수단으로 활용하기 용이한 거래환경으로 볼 수 있다. 한편, 경영자는 자신에게 불리한 정보이거나 사적이익 추구행태와 같은 내부정보가 시장에 공개되는 것을 회피하고자 관련 공시의 수준을 감소시키려는 경향이 있다(Verrecchia, 1983). 따라서 경영자의 재량이 개입될 수 있는 특수관계자 거래의 특성을 고려할 때, 기업의 특수관계자 거래에 대한 주식 공시는 정보이용자에게 유용한 회계정보를 제공할 수 있도록 공시정보의 양과 질적인 측면에서 충실하고 명확한 기재가 요구된다.

한국채택국제회계기준(K-IFRS) 제1024호에서는 특수관계자와의 거래에 대하여 거래금액, 채권·채무 잔액, 거래의 성격 등을 재무제표 주석에 공시하도록 규정하고 있다. 그러나 거래의 상대방 및 종류별로 어느 정도까지 상세히 구분하여 공시하여야 하는지에 대한 구체적인 명시가 없기 때문에 기업 간 공시충실도에 차이가 발생한다는 문제점이 제기되었

다.<sup>1)</sup> 예를 들어, 일부 기업들이 재무제표 주석사항인 특수관계자와의 거래내역 공시에서 개별 거래상대 특수관계자 회사명을 표시하지 않거나 거래금액을 유형별로 구분하지 않고 합계 금액만을 기재하는 경우에 재무제표 이용자가 관련 내용을 파악하기 어렵다는 단점이 있다. 이와 같이 중요한 투자정보와 관련한 공시수준을 임의로 선택할 수 있다면 경영자는 자신에게 유리한 정보만을 제공하려는 유인이 발생할 가능성이 있다. 나아가 기업의 재무적 회계선택은 회계정보의 기업 간 비교가능성이 감소함과 동시에 정보비대칭을 심화시켜 회계정보의 투명성도 저하될 수 있다.

한편, 재무제표 주석에서 특수관계자와의 회사별 세부 거래내역이 사라지는 현상을 원칙중심의 회계원칙인 K-IFRS 도입에 따른 영향으로 보는 일부 견해도 있다.<sup>2)</sup> 그러나 과거 기업회계기준(K-GAAP) 제20호와 현재 K-IFRS 제1024호 특수관계자 공시 문구를 비교해 보면, K-IFRS 도입 전후로 공시 관련 회계기준의 차이점이 없음을 알 수 있다. 따라서 본 논문은 보고 형식에 대한 기준의 변경이 없음에도 불구하고 특수관계자와의 구체적인 거래 정보를 감추는(hidden action) 공시패턴이 관찰된다는 점에 주목하여, 거래관련 특성요인에 따라 기업의 차별적 공시수준에 직접적인 영향을 주는지 규명하고자 한다.

이 외에도 특수관계자 거래에 대한 주식 공시와 연관성이 있는 정부 정책으로는 현재 '대규모내부거래 이사회 의결 및 공시', '기업집단 현황공시', '비상

1) 2013년 7월 금융감독원이 회계법인 및 정보이용자 등을 대상으로 개최한 'IFRS 적용 이슈사항 간담회'에서 종속기업 및 관계기업 등 특수관계자와의 거래 공시와 관련하여, 명확한 규정이 없어 기업별로 주식 공시 방식에 차이가 발생한다는 점이 문제로 지적되었다. 특히 특수관계자인 회사 간의 1:1 상세 거래내역에 대한 정보는 감추고 특수관계자 범주별(관계회사, 종속회사, 기타 특수관계자 등) 거래 총액만을 포괄적으로 묶어서 공시하는 경우를 대표적인 사례로 언급하였다.

2) "IFRS의 거꾸로 간 회계투명성-내부거래 감추기"(조세일보 2013. 6. 3)

장사 중요사항 공시가 있다.<sup>3)</sup> 우리나라는 공정거래 위원회를 중심으로 시장의 불공정한 거래행위를 규제하고 있으며, 특히 대기업 총수 일가의 사익추구 행위와 같은 부당내부거래를 사전에 예방하기 위한 목적으로 일정 규모 이상의 특수관계자 거래에 대한 세부 현황을 별도로 추가 공시하도록 요구하는 등 공시수준의 보안을 통한 규제와 감시체제를 구축하고 있다. 단, 공시주체는 상호출자제한기업집단<sup>4)</sup> 소속 계열회사만을 대상으로 하며 공시규모는 대규모내부거래 행위에 한하여 상세 거래내역의 공시형태 준수를 요구하고 있다. 이처럼 규제당국은 특수관계자 거래금액이 클수록 불합리한 경영행태가 반영될 여지가 있다는 판단 하에, 기업들이 특수관계자와의 대규모내부거래 관련 정보를 투명하게 공개하도록 하고 있다. 따라서 본 연구는 특수관계자 거래 정보에 대한 공시의 규제대상이 되는 대규모기업집단 소속 여부에 따른 공시수준 관련성의 차이에 대해 추가 분석하고자 한다.

본 연구에서는 2009년부터 2012년까지의 기간 동안 유가증권시장에 상장된 기업을 대상으로 특수관계자 거래규모를 중심으로 특수관계자 거래의 주석 공시수준 간의 관련성을 살펴보고 거래관련 특성에 따라 기업의 유형을 분류하여 관련성 차이에 대해 검증하였다. 기존의 선행연구들은 주로 특수관계자 거래 정보에 대한 공시제도의 허점은 간과하고 거래자체의 특성이 정보비대칭의 문제를 초래하고 있음을 전제로 논리를 전개하고 있다. 또한 실질적으로 특수관계자 거래의 공시수준을 직접적으로 다루고 요인을 분석한 연구는 전무하다는 점에서 기존

의 특수관계자 거래 및 공시제도 관련 연구들과 차별점이 있다. 본 논문은 특수관계자 거래행태와 관련 공시수준과의 관련성을 살펴봄으로써 특수관계자 거래자체에 대한 시장의 편향된 인식과 정보환경 측면의 한계를 공시수준의 보안을 통하여 환기시킬 수 있음을 제안하는 새로운 접근을 시도하고 있다. 나아가 특수관계자 거래에 대한 경영자의 기회주의적 의사결정을 통제하기 위한 효율적 모니터링 시스템에 대한 논의가 다양하게 이루어지는 시점에서, 관련 공시제도의 검토를 통하여 특수관계자 거래에 대한 시장 감독하고 향후 규제정책의 방향을 설정하는데 이론적 시사점을 제공한다는 공헌점이 있다.

본 논문의 구성은 다음과 같다. I 장 서론에 이어서 II 장에서는 특수관계자 거래에 대한 주석 공시제도의 현황을 살펴본 후, 특수관계자 거래 및 공시관련 선행연구를 정리하고 가설을 설정한다. III 장에서는 연구가설에 대한 모형을 언급한다. IV 장에서는 실증분석 결과를 제시하며, V 장에서는 추가분석 결과를 보고한다. 끝으로 VI 장에서는 본 연구의 결론 및 한계점을 논의한다.

## II. 선행연구 및 가설설정

### 2.1 특수관계자 거래 공시<sup>5)</sup>에 관한 회계기준

특수관계자 거래에 대한 주석 공시는 대규모의 계

3) '대규모내부거래 이사회 의결 및 공시'는 특수관계인과의 일정규모 이상의 대규모내부거래에 대한 수시공시를 의무화하고 있으며 경쟁 입찰 및 수의계약 여부 등 계약체결방식을 공시하도록 개정해 2000년 4월 1일부터 시행하고 있다(공정거래법 제11조 2). '기업집단 현황공시'는 상호출자제한기업집단 소속회사를 대상으로 기업집단의 일반현황, 임원·이사회현황, 주식소유현황, 특수관계인과의 거래 현황을 분기별 혹은 연 1회 공시하도록 한다(공정거래법 제11조 4 및 시행령 제17조의11).

4) 공정거래위원회는 매년 4월 1일 기업집단에 속한 계열회사들의 자산총액이 일정규모 이상인 기업집단을 상호출자제한기업집단(대규모 기업집단)으로 지정하고 상호출자, 채무보증 등의 규제를 가하고 있다.

5) 본 연구의 이해를 높이기 위해 실제 사례에 대해 본 연구의 부록에 제시하였다.

열사 간 내부거래나 기업의 복잡한 지배구조를 파악하고 모니터링할 수 있는 정보로 활용될 수 있다는 점에서 정보비대칭 문제를 해소할 수 있는 중요한 항목이다. 이에 특수관계자 거래현황을 재무제표 주석사항에 공시하도록 회계기준에서 규정하고 있다. 그러나 거래상대방 회사별 및 거래유형별로 어느 정도까지 상세히 분류하여 공시하여야 하는지에 대한 명확한 언급이 되어 있지 않아 기업마다 상이한 방법으로 공시하는 문제가 발생하고 있다. 현행 기업 회계기준에서 특수관계자 거래 공시와 관련된 사항은 크게 다음과 같다. 첫째, 지배기업과 그 종속기업 사이의 관계 및 명칭을 공시한다. 둘째, 기업은 정보이용자가 재무제표에 미치는 특수관계의 잠재적 영향을 파악하는 데 필요한 거래의 정보(거래금액 등) 뿐만 아니라 특수관계의 성격도 공시한다. 셋째, 거래상대방 회사는 범주로 분류<sup>6)</sup>하여 공시한다. 그리고 본 논문에서 주목하는 다음의 규정 내용이 있다.

#### 〈K-IFRS 제1024호〉 ‘특수관계자 공시’ 문단 24.

*기업의 재무제표에 미치는 특수관계자 거래의 영향을 파악하기 위하여 분리하여 공시할 필요가 있는 경우를 제외하고는 성격이 유사한 항목은 통합하여 공시할 것이다.*

위의 ‘분리하여 공시할 필요가 있는 경우’에 대한 기준이 명확히 언급되어 있지 않아 해석과 공시수준

선택에 다소 유연성(flexibility)을 가지고 있다. 따라서 현 공시 규정 하에서는 특수관계자 공시 형태를 기업의 자율적 판단에 맡기고 있음을 알 수 있으며, 이에 경영자는 자신에게 불리한 정보를 소극적으로 공시하려는 유인이 존재할 것으로 예측된다. 이처럼 새로운 규정의 도입이나 변경사항이 없었음에도 불구하고 규정 문구의 해석이 모호할 경우에는 공시수준을 통한 경영자의 재량권이 개입될 여지가 있다. 그 결과, 거래상대방 회사와의 개별 거래내역에 대한 정보를 감추는 방향으로 공시패턴을 변경하는 기업들을 관찰할 수 있었다. 다음의 사례는 금융감독원의 모범사례에서 2013년 11월 이전까지의 특수관계자 주식 공시 현황과 문제점을 다룬 것으로 크게 3가지의 유형으로 구분하였다. 먼저 (1)과 (2)의 유형은 기업 간 비교가능성이 저하되는 경우를 제시하고 있으며, (3)의 유형은 K-IFRS 도입과 그 영향에 의한 공시패턴의 변경을 언급하고 있다. 본 연구에서는 (1)의 유형에 초점을 맞추어 실증분석을 시도하였음을 밝힌다.<sup>7)</sup>

#### 2.2 특수관계자 거래에 대한 연구

특수관계자 거래는 거래특성상 경쟁적이고 자유로운 시장 환경이 아니기 때문에 거래 당사자 일방이 이익을 보거나 손해를 볼 수 있어 경영자의 사적이익 추구를 위해 악용될 여지가 있다. 또한 외부 투자자에 의한 직접적인 감시가 상대적으로 어렵다는 점

6) K-IFRS 제1024호 ‘특수관계자 공시’ 문단 19.

(1)지배기업, (2)당해 기업을 공동지배하거나 당해 기업에 유의적인 영향력을 행사하는 기업, (3)종속기업, (4)관계기업, (5)당해 기업이 참여자인 공동기업, (6)당해 기업이나 당해 기업의 지배기업의 주요 경영진, (7)그 밖의 특수관계자-이와 같이 7가지 범주를 제시하고 있으며 이는 개별 회사명을 나열할 때 범주로 구분하여 카테고리화함을 의미이다.

7) 그 이유는 재무제표 주석사항에서 명확한 기준으로 공시패턴의 변경을 구분하기 위해서이다. (1)의 개별회사명 공시여부의 경우, 변경 전후 객관적인 공시 형태의 구분이 가능했으며 1회 변경 후 거의 변경한 공시 형태를 유지하였다. 그러나 (2)의 거래유형별 공시여부는 변경 전후 공시 형태가 기업마다 다양하게 기재되고 있었으며 매기 변경되는 경우가 있어 객관적인 구분이 불가능하다고 판단하여 제외하였다. 참고로 (1)과 (2)의 공시패턴 변경 유형은 대부분 동일 시점에 이루어졌다.

〈참고 1〉 특수관계자 주식 공시 차이 사례<sup>8)</sup>

- (1) A사는 각 **특수관계자 거래를 대상 회사별**(a사, b사, c사, ...)로 구분하여 거래내역을 상세히 공시하는 반면, B는 개별 거래대상을 구분하지 않고 **특수관계자 범주별**(중속기업, 관계기업 등) **총액만을 공시**
- (2) C사는 거래내역을 **세부 거래유형별**(제품매출, 원재료 매입, 유형자산 취득, 수수료수입, 지급임차료 등)로 구분하여 공시하는 반면, D사는 거래를 유형별로 구분하지 않고 **합계 금액만을 공시**
- (3) E사는 종전에는 거래내역 중 **중요한 개별 특수관계자를 구분**하여 공시하였으나, **K-IFRS 적용 후에는** 특수관계자 거래 공시사항에 대하여 K-IFRS가 규정하는 내용이 종전 기업회계기준과 차이가 없음에도 **범주별 총액만을 공시**

에서 경영진의 재량권 행사에 의한 비효율적인 의사 결정이 이루어질 가능성이 높다. 다시 말해, 특수관계자와의 거래는 내부화(internalization)의 특성을 고려할 때 경영자가 자신의 이익을 충족시키기 위한 수단으로 이용하려는 유인이 작용하여 외부 이해관계자들과의 정보비대칭 현상이 심화되는 결과를 초래한다. 결국 경영자와 주주 또는 지배주주와 소액주주 사이의 이해 불일치와 정보비대칭 문제로 인해 기업의 대리인 문제가 발생한다(Jensen and Meckling, 1976).

기존 대부분의 선행연구들은 이러한 대리인 문제의 관점에서, 특수관계자 거래가 경영자의 재량적 의사 결정과 회계 및 재무정보에 미치는 영향에 대해 다루고 있다. Johnson et al.(2000)은 소액주주의 이익을 침해하고 지배주주에게 부가 이전되는 터널링 사례를 분석하여 특수관계자 거래가 지배주주의 잠재적 편취행위로 사용될 가능성이 높음을 보였다. Gordon and Henry(2005)는 특수관계자 거래가 재량적 발생액의 절대값과 양(+)의 상관관계가 있음을 입증하였으며 국내의 선행연구에서도 특수관계자와의 거래규모가 클수록 이익조정이 증가함을 확인하였다(김지홍·유용상, 2008; 최정호, 2011;

김영화, 2012). 이는 경영자의 재량적인 개입이 가능한 특수관계자 거래를 통해 이익을 상향조정하려는 시도가 용이하기 때문으로 판단된다. 최원욱 외(2011)는 특수관계자 거래금액이 클수록 조세회피 행위가 증가함을 검증하여 경영자가 특수관계자 거래를 조세회피의 수단으로 이용할 가능성이 있음을 제시하였으며, 김진태·배종일(2013)은 경영자가 쉽게 영향을 미칠 수 있는 특수관계자 간의 거래를 이용하여 적자보고를 회피하는 경향이 있다고 보고하였다. 즉, 일반적인 거래에 비해 경영자의 영향력을 쉽게 행사할 수 있는 특수관계자 거래는 거래상 대방과의 이해관계를 바탕으로 거래조건이나 보고이익을 유리하게 조작할 수 있음을 보여준다.

구체적으로 특수관계자 거래와 공시의 관련성에 대한 선행연구는 다음과 같다. Lo and Wong(2011)은 비정상 특수관계자 거래가 기업의 자발적 공시를 감소시킨다고 주장하였다. 이는 특수관계자 거래가 비정상일수록 이익조정과 관련성이 높으므로 경영자는 이에 대한 공시를 꺼리게 된다고 언급하였다. 또한 경영자가 자발적 공시의 내용과 시기를 전략적으로 이용하여 내부자거래<sup>9)</sup> 이익을 도모한다는 결과를 제시하는 연구도 있다(Rogers and Stocken,

8) 금융감독원 보도자료, “특수관계자 거래 주석 공시 모범사례 마련”(2013. 11. 11)

9) 이하 ‘내부자거래’ 관련 선행연구에서 다루고 있는 내부자거래(inside trading)는 기업의 특수관계자들이 행사하는 자사주 주식 관련 매수 및 매도거래를 의미하며 본 연구에서 논하고 있는 특수관계자인 회사 간 매출, 매입의 영업거래와는 차이가 있다.

2005; Cheng and Lo, 2006; Rogers, 2008). 김문철 외(2014)도 경영자가 내부자거래 이익을 얻기 위해 good news에 대한 자발적 공시만을 기회주의적으로 활용하고 있으며 이러한 공시행태는 정보비대칭이 높은 코스닥기업에서 보다 활발하게 나타난다고 보고하였다. 이는 거래의 실질적인 정보가 경영자에게 불리하거나 부정적인 내용을 포함하는 경우, 경영자의 기회주의적 동기가 강하게 작용하여 공시수준을 자의적으로 조정함을 의미한다. 한편, 배현정 · 김원신(2015)은 상호출자제한기업집단에 소속된 기업들만을 대상으로 대규모내부거래 공시제도의 실효성을 검증한 결과, 대리인비용을 감소시키는데 효과적임을 밝혔다. 이처럼 특수관계자와의 거래내역과 직접적인 관련이 있는 주식 공시에 대한 선행연구는 전무하며 전반적인 공시품질에 대한 논의도 부족한 실정임을 알 수 있다.

이상의 특수관계자 거래 관련 국내의 선행연구 결과를 종합해보면, 특수관계자 거래는 자신의 사적이익을 추구하는 수단으로 이용될 가능성이 높으며 시장에서도 이러한 점을 반영하여 부정적으로 평가하고 있음<sup>10)</sup>을 알 수 있다. 특히 경영자의 재량적 선택이 허용되는 환경에서 특수관계자 거래를 기회주의적으로 이용할 유인이 더욱 커지고 정보비대칭 문제도 심화되는 것으로 나타났다. 따라서 특수관계자 거래금액이 클수록 이러한 부정적인 영향이 확대될 것으로 예상되므로, 특수관계자 거래의 구체적인 정보에 대한 공시제도 검토와 사전적 통제 시스템의 구축이 필요하다. 본 연구는 기존 특수관계자 관련 연구에서 언급하지 않은 주식 공시제도와 공시품질

을 직접 다루고 있다는 점에서 의미가 있다.

### 2.3 공시수준에 대한 연구

공시는 기업 내부의 정보를 정보이용자에게 전달하는 과정이며, 공시수준은 실제 기업이 보유한 전체 정보 중에서 시장에 공표된 정보를 의미한다. 즉, 기업과 외부 투자자 간에 정보를 공유하고 있는 정도를 나타낸다고 볼 수 있다. 회계정보이용자들에게 공급되는 정보가 유용하기 위해서는 기업 공시정보의 신뢰성과 투명성에 대한 전제가 필요하다. 공시정보의 형식이나 내용이 정교할수록(precise) 투자자들은 보다 신뢰성 있는 정보로 인식하는 경향이 있다(Baginski et al., 1993). 기업들이 회계정보에 대한 적극적인 공시를 통해 재무정보가 적시에 공정하게 제공된다면, 이해관계자들로 하여금 자본시장에 대한 신뢰도가 높아지고 자원의 효율적인 배분이 가능하게 될 것이다. 따라서 공시수준은 공시정보의 양(quantity)적인 측면과 질(quality)적인 측면이 동시에 강조되어야 하며 합리적인 공시수준 유지에 대한 논의와 통제가 반드시 필요하다.

먼저, 공시수준에 영향을 미치는 경영자의 동기와 기업 특성요인에 대한 선행연구는 다음과 같다. 경영자는 공시 내용이 긍정적이고 자신에게 유리한 정보일수록 공시수준이 높은 반면, 불리한 정보는 소극적으로 공시하는 경향이 있음을 확인하였다(Verrecchia, 1983; Kothari et al., 2009). 즉, 경영자의 재량권과 영향력에 따라 기업별 공시수준이 차별적으로 나타날 것으로 예측할 수 있다. 특히

10) 여러 선행연구에서 내부거래 관련 공시정보가 주가에 부정적인 영향을 미친다고 보고(Claessens et al., 2002; Gordon et al., 2004; Cheung et al., 2006; Ryngaert and Thomas, 2012)하였다. 이 외에도 특수관계자 거래금액이 클수록 기업의 경영성과, 이익반응계수, 발생액의 질이 낮아지는 것으로 나타나 투자자들이 특수관계자 거래에 대해 부정적인 평가를 하고 있다고 해석하였다(김지홍 · 우용상, 2008, 2009; 최정호, 2009; 김진희, 2011).

Rogers and Stocken(2005)은 정보비대칭이 심해 공시정보의 신뢰성을 평가하기 어려운 경우에 경영자의 기회주의적 공시행태가 유의하게 나타난다고 주장하였다. Hope and Thomas(2008)는 경영자가 자신의 위치를 굳건히 하기 위해 제국 건설(empire building)의 경향을 가질 경우 기업의 공시수준이 감소한다고 보고하였다. 가족기업의 경우에도 자발적으로 이익예측치나 정보를 공시하는데 소극적임을 보였다(Chen et al., 2008). 국내연구에서는 공시의 형식과 내용이 강제 공시사항으로 규정되어 있더라도 경영자의 개입이 적용될 수 있는 경우에는 기업에 따라 주식 공시수준이 상이하게 나타남을 발견하였다(신현걸, 2003; 박재환 외, 2007).

같은 맥락으로 기업의 지배구조와 공시수준 간의 관련성을 분석한 실증연구도 다수 존재한다. 사외이사 비율, 감사위원회 도입여부, 외국인 및 기관 투자자 지분율 등의 소유구조 변수를 사용하여 지배구조가 취약할수록 내부 문제점을 외부에 알리는 것을 회피하려는 유인이 있으므로 공시수준이 낮음을 입증하였다(Chen and Jaggi, 2000; Ho and Wong, 2001; Eng and Mak, 2003; 이정화·손성규, 2005). 또한 지분을 괴리도가 커지게 되면 지배주주가 소액주주의 권리를 침해하여 자신의 사적이익을 추구할 가능성이 높으므로 기업은 이러한

사실을 숨기기 위해 공시수준을 감소시킨다고 보고하였다(Claessens et al., 2000; 선우혜정 외, 2010; 심호식 외, 2010). Mak(1991)은 내부소유주가 외부소유주보다 기업 내부정보에 대한 접근이 용이하여 정보비대칭 수준이 낮을 것이므로 내부소유주 지분율이 높을수록 공시압력이 감소하게 되어 공시수준이 낮아진다고 하였다. 이상의 공시관련 선행연구 결과를 요약해보면, 경영자의 재량적 회계선택이 허용되는 경우에는 사적이익 추구행태와 같은 내부정보가 시장에 공개되는 것을 회피하려는 유인이 강하게 발생하게 된다. 따라서 경영자의 기회주의적 동기<sup>11)</sup>와 기업의 지배구조 환경은 공시수준에 직접적인 영향을 주고 있음을 확인할 수 있다.

마지막으로 본 논문의 주제와 연관성 있는 공시의 정보효과를 다룬 선행연구는 다음과 같다. Kinney (1971)는 기업 전체이익(consolidated earnings)과 부문별 세분화이익(segment earnings)데이터를 구분하여 이익예측 정확성을 비교한 결과, 부문별 세분화 이익정보를 반영한 예측모형의 정확성이 더 높은 것으로 나타났다. 허경선 외(2015)는 감사보고서 주식 상 매출액 정보의 세분화 수준을 공시수준의 대용치<sup>12)</sup>로 사용하여 매출관련 영업부문 정보의 공시수준이 재무분석가의 이익예측 정확성에 미치는 영향을 분석하였다. 분석결과, 매출관련 성격

11) 반면, 자발적 공시의 동기에 대한 일부 선행연구에서는 기업들이 사적 정보를 시장에 공개하여 스스로 대리인 문제를 해소하려는 유인이 존재한다고 주장한다. 자발적 공시를 통하여 정보비대칭을 줄여 자본비용을 낮추고자 한다는 견해(Diamond and Verrecchia, 1991; Healy and Palepu, 1995)와 경영자가 자신의 능력을 알리기 위한 신호로 자발적 공시를 선택한다는 연구(Milgrom, 1981; Verrecchia, 1983; Trueman, 1986; Lev and Penman, 1990)가 있다.

12) 공시수준을 측정함에 있어서 일부 정보에만 국한되거나 또는 관측가능한 정보만 사용할 경우 기업의 실제 정보의 양을 무시하여 측정 오차가 있을 수 있다(손성규 외, 2010). 기업공시는 다양한 경로와 유형으로 수행되기 때문에 공시수준을 계량화하는 것은 많은 제약이 따른다. 해외연구에서는 공시수준의 대용치로 미국의 재무분석가들이 평가하는 AIMR(Association for Investment Management and Research) 공시점수를 사용하고 있다(Welker, 1995; Sengupta, 1998; Healy et al., 1999; Botosan and Plumlee, 2002). 국내연구에서는 객관적인 공시평가 점수가 없기 때문에 양적 측면에서 공시의 빈도를 사용하거나 공시의 질을 측정하는 대용치(Zhang, 2005; Lee et al., 2006)를 분석에 적용하고 있다. 그러나 공시자체의 정성적 특성까지 측정하기에는 한계가 있다는 점에서 검증 결과의 타당성에 문제가 제기된다. 본 연구에서는 공시수준의 대용치가 아닌, 공시 내용자체의 패턴(hidden action)을 직접 공시수준의 측정치로 활용하였다는 점에서 차별점이 있다.

별·기능별 세분화 정보의 공시수준이 높을수록 개별 재무분석가들 사이의 정보비대칭 정도를 감소시켜 이익예측 정확성이 높음을 확인하였다. 이 외의 다수 선행연구에서도 기업이 공시를 적극적으로 수행하거나 공시품질이 높을수록 정보비대칭을 줄인다는 일관된 결과를 보이고 있다.<sup>13)</sup> 따라서 기업 공시의 내용이 구체적일수록 정보이용자들이 현재 회계정보를 이해하고 미래를 예측하는데 유용한 정보로 활용될 것이며, 투자자들 간의 정보비대칭을 해소하여 정보유용성에 긍정적인 영향을 줄 것으로 판단된다.

## 2.4 가설설정

공시이론에 따르면 경영자는 기업의 회계정보를 자발적으로 이해관계자들에게 충분히 제공하고 정보의 신뢰성을 높이려는 유인을 갖게 된다. 충분한 회계정보가 없을 때 기업가치에 대한 판단의 불확실성이 증가하고 자본조달비용이 높아지기 때문이다. 대리인 이론에 대한 선행연구에서도 대리인 문제가 심화되면 기업들이 정보비대칭 문제를 해소하기 위해 행동할 유인이 존재한다고 보고하고 있다(Watts and Zimmerman, 1983, 1990; Hope et al., 2012). 그러나 경영자는 기업의 내부기밀의 유출과 불이익을 고려하여 회계정보의 자발적 공시를 유보하거나, 자신에게 유리한 정보만을 선별하여 공시하고 중요한 내부정보를 은폐하려는 시도를 할 수도 있다. 자신에게 불리한 사적정보의 자발적 공시를 회피하는 유인은 지배주주 또는 경영자의 사적이익 추구행태가 시장에 공개되는 것을 두려워하기 때문이며, 이

러한 상황 하에서는 공시정보의 양이나 질을 감소시킨다고 예측할 수 있다. Hope and Thomas(2008)는 경영자가 제국 건설(empire building)의 경향을 가질 경우 경영자에 대한 견제 장치가 제 기능을 발휘하지 못하기 때문에 공시수준이 감소한다고 보고하였다. 특히, 다국적기업이 구체적인 지역별 이익정보를 공시하지 않을 경우 공시하지 않은 해외사업부분의 수익성이 악화됨을 확인하였다. 이는 상대적으로 감시하기 어려운 해외사업부분을 통한 경영자의 전횡을 숨기기 위해 공시하지 않는 것으로 판단된다. 이와 같이 외부 이해관계자들에 의한 직접적인 통제와 감시가 이루어지기 어려운 정보환경 하에서는 경영자가 사적이익을 취하려는 자신의 행위를 감추려는 유인이 존재함을 알 수 있다. 따라서 본 연구에서는 기업과 외부투자자 간의 정보비대칭이 내재되어 있는 특수관계자 거래환경을 토대로 다음과 같은 가설을 검증하고자 한다.

가설 1: 특수관계자 거래금액이 클수록 특수관계자 거래의 공시수준이 감소할 것이다.

기업의 공시수준에 영향을 미치는 결정요인으로 공시 내용과 관련된 정보가 호재인지 악재인지에 따라서 시장에 제공되는 정보의 양과 질이 차이가 있음을 보고하는 연구결과도 존재한다. Verrecchia(1983)에 따르면 기업의 공시 내용이 유리할수록 기업의 공시수준이 증가함을 보고하였다. Lang and Lundholm(1993)의 연구에서는 성과가 높은 기업이 그렇지 않은 기업에 비해 더 많은 정보를 제공하

13) 일반적인 공시의 정보효과에 대한 실증결과를 요약하면, 공시수준이 높을수록 역선택 비용이 감소되어 자본시장의 유동성을 증가시키며, 재무분석가 이익예측치가 보다 정확해져 투자자의 예측위험을 낮추고, 기업의 자본비용을 낮추는 효과가 있음을 주장하고 있다(Diamond and Verrecchia, 1991; Lang and Lundholm, 1996; Botosan, 1997; Sengupta, 1998; Botosan and Plumlee, 2002; 이아영 외, 2008; 김연화·손성규, 2009; 양동훈 외, 2011; 이상철, 2011; 황국재·김기범, 2013).



기 때문에 정보비대칭으로 인한 불확실성이 더 낮음을 보였으며, Kothari et al.(2009)은 나쁜 정보(bad news)의 공표는 지연되는 경향이 있음을 주장하였다. 한편, 특수관계자 거래금액이 클수록 재정적발생액이 증가한다는 결과(Gordon and Henry, 2005; 김지홍·우용상, 2008)를 고려한다면, 특수관계자와의 거래를 통해 기업의 이익을 상향으로 높이는 경우에 경영자의 기회주의적인 재량이 개입될 가능성이 높다고 볼 수 있다. 따라서 경영자는 기업 성과에 관한 좋은 정보(good news)일지라도, 특수관계자 거래 관련 손실을 보고하는 것보다 오히려 이익에 대한 보고를 가급적 숨기고 싶은 유인이 있을 수 있다. 이를 토대로 본 연구에서는 기업이 특수관계자 영업거래를 통하여 실현한 손익(profit/loss) 기준에 따라, 특수관계자 거래와 관련된 공시정보의 내용을 구분하였다. 즉, 특수관계자 거래의 유형을 유리한 이익을 실현시킨 내부거래는 프로핑(propping)으로, 불리한 손실을 부담한 내부거래는 터널링(tunneling)으로 분류하였다.<sup>14)</sup> 따라서 특수관계자와의 영업관련 손익거래(매출·매입)를 통해 기업이 손실 또는 이익을 실현하는지에 따라, 특수관계자 거래규모에 대한 특수관계자 거래의 공시수준은 차별적인 반응을 보일 것으로 예측된다.

가설 2: 특수관계자 거래로부터 발생한 손익 여부에 따라, 특수관계자 거래금액과 특수관계자 거래의 공시수준 간의 관련성에 차이가 있을 것이다.

기업의 공시수준과 기업규모 간의 연관성을 분석한 연구는 다음과 같다. Lang and Lundholm (1993)은 기업규모와 기업성과는 공시수준과 양의 관련성을 가진다고 보고하였으며 최순재·황국재 (2001)는 인터넷 재무정보 공시에 영향을 미치는 기업의 특성을 실증 분석한 결과 기업의 규모가 크고 수익성이 높을수록 인터넷 재무공시를 하는 경향이 높음을 확인하였다. 한편, Wang(2006)의 연구는 대규모 기업들 중 기업집단에 속한 기업일수록 이익의 질이 높으며 시장에서 기업집단에 속한 기업들을 상대적으로 덜 신뢰하는 만큼 이들 기업들이 자신의 가치를 시장에 알릴 유인이 더 크다고 보고하였다. 그러나 현재 우리나라는 공정거래위원회에서 대규모기업집단을 대상으로 대규모내부거래에 대한 추가적인 규제정책을 시행하고 있으며 특수관계자 거래에 대한 세부현황을 별도로 공시하도록 요구하고 있다. 따라서 대규모기업집단에 속한 기업의 경우 경영자의 선택에 의해 특수관계자 거래의 구체적인 내용을 재무제표 주석사항에서 감추었더라도, 별도의 '기업집단 현황공시' 보고서에서 공시패턴 변경 전과 동일하게 특수관계자 거래내역을 확인할 수 있다. 즉, 대규모기업집단 소속기업은 주식 공시 외에도 추가적인 정보를 시장에 공개함에 따라 공시수준의 보완이 이루어지고 있음을 알 수 있다. 이에 규제대상인 대규모기업집단 소속기업은 특수관계자 관련 공시항목이 중복된다는 점을 인지하고 거래자체의 성격과 무관하게 재무제표 주석사항의 경우에는 포괄적 기재방식을 선택할 수 있다. 그러나 대규모

14) Cheung et al.(2006)은 특수관계자와의 내부거래가 거래 당사자 일방이 이익(수혜기업)을 보거나 손해(지원기업)를 입을 수 있는 거래구조라는 점에서 거래유형을 다음과 같이 분류하였다. 부의 이전(tunneling)은 이익을 희생하면서 지배주주 또는 특수관계인에게 유리한 조건의 지원을 제공하여 자신에게 손해가 되는 거래를 말하며, 상호지원(propping)은 특수관계인으로부터 유리한 조건의 지원을 제공받아 자신에게 이익이 되는 거래로 해석할 수 있다. 따라서 본 연구에서는 손익의 실현 여부에 따라 특수관계자 거래 공시 내용의 성격(good/bad news) 및 거래유형을 구분하고자, 특수관계자 거래의 매출수익과 매입비용 금액의 차이를 이용하였다 (박종일 외, 2015).

기업집단에 속하지 않은 기업은 규제대상이 아니므로 구체적인 거래내역을 재무제표 주석사항에서 감출 경우 공시패턴 변경 전후 공시의 양과 질이 낮아지며, 정책적 요인이 아닌 경영자의 재량권이 개입된 결과일 가능성이 존재한다. 이를 토대로 대규모 기업집단 소속 여부에 따라 특수관계자 거래규모와 관련 공시수준 사이의 연관성은 다르게 나타날 것으로 예상된다.

가설 3: 대규모기업집단 소속 여부에 따라 특수관계자 거래금액과 특수관계자 거래의 공시수준 간의 관련성에 차이가 있을 것이다.

### III. 연구모형과 표본선정

#### 3.1 연구모형

본 연구의 목적은 특수관계자 거래 금액(규모)과 주석 공시수준 간의 관련성을 검증하는데 있다. 기업이 특수관계자 거래에 대해 이해관계자들에게 공시하는 정보의 양과 질은 해당 기업의 특성과 관련 제도적용 여부 등에 따라 차별적으로 나타날 것이다. 본 연구의 종속변수(*Pattern*)는 특수관계자 거래에 대한 주석 공시수준을 나타내는 변수로 재무제표 주석사항에 특수관계자 영업거래(매출·매입) 내역에 대해 거래상대 회사별 상세내역을 구체적으로 공시한 기업의 경우 0, 아니면 1의 값을 갖는 더미 변수이다. 즉, 기중 거래내역 보고 시 거래상대방의 개별 회사명을 감추고 특수관계자 범주별 합계 금액만을 기재하는 공시형태(*Hidden*)를 선택한 기업의 특성요인을 검토하고자 아래의 회귀모형을 설정하였

다. 식(1)의 주된 관심변수는 특수관계자 거래(*RPT*) 변수이며 본 연구에서는 매출, 매입 등과 같은 상품·용역 거래유형을 대상으로 분석하였다. 특수관계자와의 영업거래는 매출, 매입, 수익, 비용의 합계액으로 정의하고, 이를 손익계산서 계정과목과 관련된 당기 총매출액으로 나누어 매출액 대비 특수관계자와의 거래금액 비중으로 산출하였다(김지홍·우용상, 2008, 2009; 김진희, 2011). 통제변수는 기업특성 변수로 기업규모, 부채비율, 유동비율, 당기순손실 여부를 포함시켰으며, 기업의 지배구조 변수로 외국인지분율과 최대주주지분율 변수를 포함시켰다. 이러한 기업특성 외에도 감사인 규모, 산업 및 연도 더미를 사용하였다.

$$\begin{aligned} Pattern_t = & \beta_0 + \beta_1 RPT_t + \beta_2 SIZE_t + \beta_3 LEV_t \\ & + \beta_4 CR_t + \beta_5 BIG4_t + \beta_6 LOSS_t \\ & + \beta_7 FOR_t + \beta_8 OWN_t \\ & + \beta_9 HIGHTECH_t + YEAR + \varepsilon \quad (1) \end{aligned}$$

*Pattern* : 특수관계자 거래의 공시 형태가 *Hidden*이면 1(그렇지 않으면 0);  
*RPT* : 특수관계자 거래(매출+매입+기타수익+기타비용)/총매출;  
*SIZE* : 총자산의 자연로그 값;  
*LEV* : 부채비율(기말총부채/기말총자산);  
*CR* : 유동비율(기말유동자산/기말유동부채);  
*BIG4* : 외부감사인이 *BIG4*에 속하는 경우 1(그렇지 않으면 0);  
*LOSS* : 당기순손실인 경우 1(그렇지 않으면 0);  
*FOR* : 외국인지분율;  
*OWN* : 최대주주지분율;  
*HIGHTECH* : 첨단산업이면 1(아니면 0);  
*YEAR* : 연도더미.

본 연구에서는 선행연구에서 공시수준에 영향을 미칠 것으로 예측되는 변수들을 선정하여 통제변수로 포함시켰으며 근거는 다음과 같다. 먼저 기업규모(*SIZE*)는 총자산의 자연로그 값으로 추정했으며 기업규모가 클수록 내부의 정보량이 많을 가능성이

높고, 정보이해관계자들도 많을 것이므로 공시수준과 관련성이 있다(Lang and Lundholm, 1993; Botosan, 1997; 최순재 · 황국재, 2001). 부채비율(LEV)과 유동비율(CR)은 기업의 재무구조 지표로 외부 투자자에게는 투자 의사결정에 중요한 기준으로 활용된다. 따라서 부채비율 수준은 기업의 공시정책에도 영향을 줄 것이며 부정적인 정보에 대한 공시를 회피하려는 유인도 동시에 존재한다(Hope and Thomas, 2008). 대형회계법인(BIG4)의 경우 감사법인의 규모가 클수록 감사인의 전문성과 독립성 등 감사품질이 높아, 경영자가 이익의 질 또는 지배구조 등이 좋다는 사실을 시장에 전달하기 위해 BIG4 회계법인을 지정하거나 자발적 공시를 수행할 유인이 있다(Ahmed and Courtis, 1999; Choi and Wong, 2007). 반면, 대형회계법인의 경우 오히려 실제이익조정이 높게 나타나 경영자의 재량권이 발휘될 가능성이 있다(고운성 · 최현정, 2014). 당기순손실 여부(LOSS)는 기업의 수익성 지표로 수익성이 양호하면 유리한 회계정보를 적극적으로 공시할 유인이 있어 공시수준이 증가할 것이다(Verrecchia, 1983; Lang and Lundholm, 1993). 외국인지분율(FOR)은 투명한 경영활동에 대한 감시기능을 가지고 있으므로 공시압력이 높을 것으로 판단된다(허영빈 · 심상규, 2003; 이정화 · 손성규, 2005). 반면, 외국인지분율이 높을지라도 경영자의 이익조정 행위를 적절하게 견제하지 못하고 있으며, 특수

관계자와의 거래규모가 증가함에 따라 이익의 질이 낮아짐을 보고하는 결과도 있다(백원선 · 조현우, 2006; 김지홍 · 우용상, 2008; 박종일 외, 2009). 기업의 소유구조와 관련하여 최대주주지분율(OWN)이 높을수록 대리인 문제가 심화되어 공시수준이 낮아진다는 다수의 선행연구 결과에 의해 변수로 포함시켰다(Eng and Mak, 2003; 박종일, 2003; 백원선 · 조현우, 2006; 장지영 · 권선국, 2009). 마지막으로 산업별 특성 및 연도의 고정효과를 통제하기 위해 산업더미와 연도더미를 추가하였다.<sup>15)</sup>

### 3.2 표본선정

본 연구는 2009년부터 2012년까지의 기간<sup>16)</sup> 동안 한국거래소 유가증권시장에 상장되어 있는 기업 중에서 아래의 조건을 만족하는 기업을 표본으로 선정하였다.

- ① 결산월이 12월인 기업
- ② 비금융업 기업
- ③ TS2000 데이터베이스에서 특수관계자 거래 자료가 수집 가능한 기업
- ④ 사업보고서에서 특수관계자 공시패턴 수집 가능한 기업
- ⑤ 한국신용평가정보(주)의 Kis-Value에서 재무 자료가 수집 가능한 기업

15) 본 연구에서는 횡단면적 변동요인의 경우 첨단산업 더미로 통제하였으며 시계열적 변동요인을 연도더미로 통제하였다. 첨단산업(high-tech industry)일수록 감사실수에 대한 소송이 제기될 위험성이 높아 고위험이 증가하고 신중한 감사절차를 진행한다는 연구결과가 있다(Kaszniak and Lev, 1995; 나종길 · 최기호, 2004; 손성규 외, 2013). 본 연구에서는 산업명에 기계, 전자, 자동차 제조업이 포함된 산업군을 첨단산업으로 정의하여 첨단산업에 속한 기업이면 1, 아니면 0의 값을 나타내는 더미변수를 통제변수로 포함시켰다.

16) 2013년에 금융감독원이 '특수관계자 거래 주석 공시의 모범사례'를 발표함에 따라 그 이후 기간에는 거래내역을 상세하게 기재하였을 것으로 예측되므로 2012년까지의 기간을 선정하였다. 실제로 공시패턴을 추적한 결과, 2014년까지 표본대상 기업의 99.21%가 금융원의 지침에 따라 공시수준을 높이는 행태를 보였다. 또한, 대규모기업집단 소속 여부에 따른 공시수준의 차이를 분석하기 위해 '기업집단 현황공시'가 시행된 2009년 7월 이후 공시 시점을 표본기간으로 최종 선정하였음을 밝힌다.

〈표 1〉 표본의 구성

항 목		기업-년
최초	유가증권 상장기업(2009년-2012년)	2,625
(제외)	결산월이 12월이 아닌 기업 연도	(77)
	재무자료 결측기업	(98)
	특수관계자 공시 패턴 현황이 없거나 금액이 0인 기업	(342)
최종	표본	2,108

본 연구는 표본기업의 비교가능성을 높이기 위해 결산월이 12월이 아닌 기업 및 금융업 기업은 표본에서 제외하였다. 또한, 특수관계자 거래 및 재무자료와 관련된 자료는 각각 TS2000 데이터베이스와 Kis-Value 데이터베이스에서 수집하였다. 아울러, 특수관계자 거래 공시패턴과 관련해서는 금융감독원 전자공시시스템(<http://dart.fss.or.kr>)을 이용하여 재무제표 주석사항에 기재되어 있는 특수관계자 거래 공시 현황을 수작업으로 확인하였다. 최종적으로 2,108개의 기업-연도 자료를 확보하였으며, 마지막으로 극단치가 분석결과에 미치는 영향을 배제하기 위해 모든 변수의 상·하위 1%를 초과하는 관측치는 각 1%에 해당하는 값으로 조정(winsorization)하였다.

## IV. 실증분석 결과

### 4.1 기술통계량

다음의 〈표 2〉에서는 본 연구에서 사용된 변수들의 기초통계량을 제시하였다. 본 연구의 종속변수인 특수관계자 거래내역 공시 형태(Pattern)의 평균은 0.141의 값을 나타냈는데, 이는 표본기업 중에서

대략 298개(=2,108\*0.141) 샘플이 특수관계자 거래내역을 특수관계자 거래상대방의 개별 회사명을 감추고 포괄적으로 공시(Hidden)하고 있음을 의미한다. 본 연구의 검증변수에 해당하는 특수관계자 거래(RPT) 변수의 평균(중위수)은 각각 0.315(0.192)의 값을 나타냈는데, 이는 표본에 해당하는 기업의 특수관계자 거래금액이 평균적으로 총매출액의 약 31% 정도인 것으로 살펴볼 수 있다. 또한 극단치를 최소화했음에도 불구하고 특수관계자 거래의 평균값이 중간값을 크게 상회하고 있으며, 이는 소수 상장기업의 높은 특수관계자 간 거래비중에 기인한 것으로 보인다. 대규모기업집단 변수(GROUP)의 평균값은 0.272으로 표본에 해당하는 상장기업의 대략 27% 정도가 대규모기업집단에 소속함을 의미한다. 통제변수를 살펴보면 다음과 같다. 기업규모(SIZE)의 평균(중위수)은 26.801(26.536)으로 나타났으며, 부채비율(LEV)의 평균(중위수)은 0.434(0.440)으로 타인자본에 비해 자기자본 비중이 조금 더 높은 것으로 나타났다. 유동비율(CR)의 평균과 중위수는 2.233과 1.300으로 유동부채 대비 유동자산의 비중이 높은 것으로 나타났다. 대형회계법인(BIG4)의 평균은 0.722으로 표본의 상장기업 중에서 BIG4 제휴법인에서 감사받은 기업은 대략 72% 정도 되는 것으로 나타났다. 당기순손실 여부(LOSS)의 평균은 0.191으로 손실을 경험한 기업의 비중은 약

〈표 2〉 기술통계량 (N=2,108)

변수	평균값	표준편차	최소값	중위수	최대값
<i>Pattern</i>	0.141	0.348	0	0	1
<i>RPT</i>	0.315	0.325	0.001	0.192	1.450
<i>GROUP</i>	0.272	0.445	0	0	1
<i>SIZE</i>	26.801	1.520	23.914	26.536	30.908
<i>LEV</i>	0.434	0.199	0.031	0.440	0.910
<i>CR</i>	2.223	4.165	0.172	1.300	35.868
<i>BIG4</i>	0.722	0.448	0	1	1
<i>LOSS</i>	0.191	0.393	0	0	1
<i>FOR</i>	0.099	0.135	0	0.036	0.598
<i>OWN</i>	0.094	0.133	0	0.006	0.536
<i>HIGHTECH</i>	0.210	0.407	0	0	1

주) 변수정의: *Pattern* = 특수관계자 거래의 공시 형태가 *Hidden*이면 1(그렇지 않으면 0); *RPT* = 특수관계자 거래(매출+매입+기타수익+기타비용)/총매출; *GROUP* = 대규모기업집단에 속한 기업이면 1(그렇지 않으면 0); *SIZE* = 총 자산의 자연로그 값; *LEV* = 부채비율(기말총부채/기말총자산); *CR* = 유동비율(기말유동자산/기말유동부채); *BIG4* = 외부감사인인 *BIG4*에 속하는 경우 1(그렇지 않으면 0); *LOSS* = 당기순손실인 경우 1(그렇지 않으면 0); *FOR* = 외국인지분율; *OWN* = 최대주주지분율; *HIGHTECH* = 첨단산업이면 1(아니면 0).

19% 정도인 것으로 나타났다. 외국인지분율(*FOR*)의 평균(중위수)은 0.099(0.036)으로 평균과 중위수가 큰 차이를 보이는 것에 비추어 볼 때 외국인투자자들은 일부 기업에 집중해서 투자하고 있음을 알 수 있다. 최대주주지분율(*OWN*)의 평균은 0.094의 값을 나타냈다.

〈표 3〉은 본 연구의 표본기간에 해당하는 특수관계자 거래의 주식 공시 형태 및 특수관계자 거래금액(평균)의 연도별 추이를 보여주고 있다. Panel A) 특수관계자 거래에 대한 공시 형태를 살펴보면, *Show*에서 *Hidden*<sup>17)</sup>으로 공시수준이 감소한 기

업이 점차 증가하는 추세를 확인할 수 있다. 특히 2010년에서 2011년으로 넘어가는 시점에서 공시패턴의 변경이 집중적으로 이루어졌다(53개 기업, 10.77%). 2011년이 원칙중심의 IFRS가 의무 도입된 시점이면서 관련 공시 규정의 변화가 없었다는 점을 고려할 때, 공시수준의 감소를 선택한 기업이 전년도에 비해 큰 폭으로 증가한 현상은 IFRS 도입에 의한 간접적인 영향으로 경영자의 재량적 해석(interpretation)이 이루어졌을 가능성이 존재한다(최관 외, 2013).<sup>18)</sup> 아울러, Panel B) 특수관계자 거래금액의 경우도 점차 증가하는 추세를 보이는 것

17) *Show*는 특수관계자 거래 상대방의 개별 회사명을 구체적으로 상세히 공시함을 말하며, *Hidden*은 특수관계자 거래 상대방의 개별 회사명을 감추고 포괄적으로 묶어서 범주별(예를 들어, 종속회사, 관계회사, 기타 특수관계자 등으로 분류) 총액만을 공시함을 말한다. 즉, *Show*에서 *Hidden*으로 공시패턴이 변경이 이루어지면 공시수준이 감소한 것이라고 간주한다.

18) 심사자의 제안을 바탕으로 IFRS의 도입 전후를 구분하는 더미변수를 통제변수로 포함하여 분석을 재실시하였으나 주요 검증변수의 결과에는 질적으로 차이가 없는 것으로 나타났다. 단, 대규모기업집단 소속 기업의 경우에서만 IFRS 더미변수의 회귀계수가 통계적으로 유의한 양(+)의 값으로 관측되어 IFRS 도입에 의한 간접적인 영향이 존재함을 확인할 수 있었다.

〈표 3〉 연도별 공시 형태 및 거래금액 추이

Panel A) 특수관계자 거래 공시 형태(표본 수)				
	2009	2010	2011	2012
<i>Show</i> (a)	492	491	413	414
<i>Hidden</i> (b)	36	46	99	117
b/(a+b) (%)	6.82	8.57	19.34	22.03
Panel B) 특수관계자 거래금액(평균)				
	2009	2010	2011	2012
<i>RPT</i>	0.290	0.296	0.377	0.335

주) 변수정의: *Show* = 특수관계자 거래 상대방의 개별 회사명을 구체적으로 상세히 공시한 경우; *Hidden* = 특수관계자 거래 상대방의 개별 회사명을 감추고 포괄적으로 묶어서 공시한 경우; *RPT* = 특수관계자 거래(매출+매입+기타수익+기타비용)/총매출.

으로 나타났다.

〈표 4〉는 회귀분석에서 설명변수로 포함되는 개별 변수 간의 통계량 차이를 t-test를 통해 살펴본 결과이다. 특수관계자 거래 공시를 상세히 하는 기업의 경우 *Show*로 분류하였으며, 특수관계자 거래 상대방의 개별 회사명을 감추고 포괄적으로 묶어서 공시한 기업의 경우 *Hidden*으로 구분하였다. 특수관계

자 거래(*RPT*), 대규모기업집단(*GROUP*), 기업규모(*SIZE*), 부채비율(*LEV*), 대형회계법인(*BIG4*), 외국인지분율(*FOR*)의 경우에는 *Hidden* 기업의 평균이 *Show* 기업의 평균보다 통계적으로 유의하게 높게 나타났다. 한편, 당기순손실 여부(*LOSS*)의 경우 집단 간에 차이가 없는 것으로 나타났다. 변수 간 상관관계의 경우 지면 관계상 생략한다.

〈표 4〉 공시 형태별 집단 간 주요 변수 차이검증(t-test)

	<i>Show</i> [N=1,810]	<i>Hidden</i> [N=298]	t-value	p-value
<i>RPT</i>	0.298	0.414	-0.116	<.0001
<i>GROUP</i>	0.232	0.520	-0.289	<.0001
<i>SIZE</i>	26.634	27.818	-1.184	<.0001
<i>LEV</i>	0.428	0.467	-0.039	0.002
<i>CR</i>	2.309	1.699	0.610	0.019
<i>BIG4</i>	0.687	0.936	-0.249	<.0001
<i>LOSS</i>	0.186	0.222	-0.036	0.145
<i>FOR</i>	0.086	0.175	-0.089	<.0001
<i>OWN</i>	0.098	0.070	0.028	0.001
<i>HIGHTECH</i>	0.201	0.262	-0.061	0.017

주) 변수정의: *RPT* = 특수관계자 거래(매출+매입+기타수익+기타비용)/총매출; *GROUP* = 대규모기업집단에 속한 기업이면 1(그렇지 않으면 0); *SIZE* = 총자산의 자연로그 값; *LEV* = 부채비율(기말총부채/기말총자산); *CR* = 유동비율(기말유동자산/기말유동부채); *BIG4* = 외부감사인이 *BIG4*에 속하는 경우 1(그렇지 않으면 0); *LOSS* = 당기순손실인 경우 1(그렇지 않으면 0); *FOR* = 외국인지분율; *OWN* = 최대주주지분율; *HIGHTECH* = 첨단산업이면 1(아니면 0).

#### 4.2 회귀분석 결과

〈표 5〉는 본 연구의 〈가설 1〉을 검증하기 위한 로짓(logit) 회귀분석 결과로 특수관계자 거래금액의 규모가 관련 주식 공시수준에 어떠한 영향을 미치는지 보여주고 있다. 분석결과, 특수관계자 거래(*RPT*)의 계수 값은 0.659로 1% 수준에서 통계적으로 유의한 값을 나타냈다. 이는 특수관계자 거래금액이 커질수록 관련 내용에 대해 가급적 포괄적으로 공시하고 있음을 의미한다. 즉, 특수관계자 거래가 많을수록 경영자 또는 지배주주는 자신의 사적이익을 추구하는 기회주의적 행동을 취할 가능성이 높는데, 이를 숨기기 위해 가급적 특수관계자 거래에 대한

구체적인 정보 공개를 꺼리고 관련 주식 공시수준을 축소시킨 것으로 예측된다. 이러한 결과는 특수관계자 거래의 많고 적음에 따라 기업의 공시충실도에 차이가 있음을 의미하며, 이는 기업 간 비교가능성을 저해하고 나아가 외부 이해관계자와의 정보비대칭 문제를 심화시킬 것으로 보인다. 특히, 거래의 부당성에 대한 감시 장치와 규제가 필요한 대규모 거래(특수관계자 거래)에 대한 정보가 공시주체의 자의적 선택에 의해 감춰진다는 점에서 적절한 공시수준에 대한 논의와 제도의 보완이 필요할 것으로 판단된다. 한편, 통제변수의 경우 기업규모(*SIZE*), 대형회계법인 여부(*BIGA*), 외국인지분율(*FOR*) 변수가 통계적으로 유의한 양(+ )의 값을 보였다. 이는

〈표 5〉 특수관계자 거래규모가 공시 형태에 미치는 영향

$$Pattern_t = \beta_0 + \beta_1 RPT_t + \beta_2 SIZE_t + \beta_3 LEV_t + \beta_4 CR_t + \beta_5 BIGA_t + \beta_6 LOSS_t + \beta_7 FOR_t + \beta_8 OWN_t + \beta_9 HIGHTECH_t + YEAR$$

변수	종속변수 : <i>Pattern</i> ( <i>Hidden</i> = 1, <i>Show</i> = 0)		
	추정치	Wald	p-value
<i>Intercept</i>	-9.925	54.441	<.0001
<i>RPT</i>	0.659	10.930	0.001
<i>SIZE</i>	0.245	22.202	<.0001
<i>LEV</i>	0.645	2.250	0.134
<i>CR</i>	-0.026	1.062	0.303
<i>BIGA</i>	1.309	25.852	<.0001
<i>LOSS</i>	0.303	2.658	0.103
<i>FOR</i>	2.497	23.727	<.0001
<i>OWN</i>	0.582	0.928	0.336
<i>HIGHTECH</i>	0.161	0.963	0.326
<i>YEAR</i>	포 함		
N	2,108		
Pseudo R <sup>2</sup>	0.172		

1) 변수에 대한 설명은 〈표 2〉 참조.

기업규모가 클수록, 감사인이 대형회계법인일수록,<sup>19)</sup> 외국인지분율이 높을수록,<sup>20)</sup> 특수관계자 거래에 대한 관련 공시수준이 감소하는 것으로 나타났다.

본 연구의 목적은 재무제표 주석사항에 기재되는 특수관계자 거래와 관련하여 주석 공시 현황과 특수관계자 거래규모와의 관련성을 검토하는데 있다. 즉, 특수관계자 거래에 따른 기업 간 비교가능성과 공시충실도의 차이를 살펴보는 데 근본적인 목적이 있다. 그 결과, 특수관계자 거래금액이 클수록 공시

수준이 감소함을 확인하였다. 이러한 기초적인 결과를 토대로 다양한 기업 특성요인의 영향 등을 추가적으로 살펴보고자 한다.

〈표 6〉은 본 연구의 〈가설 2〉를 검증한 결과이며 선행연구(Cheung et al., 2006; 박종일 외, 2015<sup>21)</sup>)를 참조하여, 특수관계자 거래금액을 손익 기준에 따라 구분하여 분석을 실시하였다. 본 연구의 가설 검증에 사용된 전체 표본을 터널링(tunneling)과 프로핑(propping)으로 분류하여 살펴보고자 한

〈표 6〉 tunneling and propping

$$Pattern_t = \beta_0 + \beta_1 RPT_t + \beta_2 SIZE_t + \beta_3 LEV_t + \beta_4 CR_t + \beta_5 BIGA_t + \beta_6 LOSS_t + \beta_7 FOR_t + \beta_8 OWN_t + \beta_9 HIGHTECH_t + YEAR$$

	(1) tunneling		(2) propping	
	추정치	p-value	추정치	p-value
<i>Intercept</i>	-6.124	0.004	-12.046	<.0001
<i>RPT</i>	-0.038	0.910	1.007	0.000
<i>SIZE</i>	0.182	0.022	0.293	<.0001
<i>LEV</i>	-2.302	0.003	1.930	0.001
<i>CR</i>	-0.448	0.001	-0.008	0.727
<i>BIGA</i>	1.545	<.0001	1.239	0.001
<i>LOSS</i>	0.397	0.149	0.270	0.304
<i>FOR</i>	2.175	0.004	3.159	<.0001
<i>OWN</i>	-2.602	0.017	2.298	0.003
<i>HIGHTECH</i>	0.317	0.188	0.049	0.838
<i>YEAR</i>	포 함		포 함	
N	1,095		1,013	
Pseudo R <sup>2</sup>	0.165		0.226	

1) 변수에 대한 설명은 〈표 2〉 참조.

- 19) 고윤성 · 최현정(2014)의 연구결과에 따르면, 대형회계법인의 경우 실제이익조정이 오히려 더 높을 수 있다. 즉, 감사인의 규모가 크더라도 항상 우수한 감사품질을 제공하는 것은 아니며 경영자의 채량권이 수행될 가능성이 있는데, 이러한 요인이 특수관계자 거래에 대한 공시 형태에 영향을 주었을 것으로 예측된다.
- 20) 선행연구(백원선 · 조현우, 2006; 김지홍 · 우용상, 2008; 박종일 외, 2009)에 따르면, 외국인지분율이 높을수록 경영자의 이익조정 행위를 고려하지 못하거나 오히려 이익을 높이는 방향으로 이익조정을 행하는 것으로 나타났다. 즉, 특수관계자 거래에 대한 외국인투자자의 모니터링이 제대로 이루어지지 않아 공시수준이 낮아진 것으로 해석할 수 있다.
- 21) 박종일 외(2015)는 Cheung et al.,(2006)의 연구를 참고하여 특수관계자 거래에 대해 기존의 총액접근법에서 벗어나 순액접근법에 따라, 손익을 기점으로 자사에 손실을 입힌 경우(특수관계자와의 매입+기타비용)매출+기타수익)와 이익을 실현시킨 경우(특수관계자와의 매출+기타수익)매입+기타비용)를 각각 터널링(tunneling)과 프로핑(propping)으로 분류하여 측정하였다.



다. 분석 결과, 검증변수인 특수관계자 거래(*RPT*)는 (1) tunneling의 경우 통계적인 유의성을 발견할 수 없었으나, (2) propping의 경우 유의한 양(+)의 값을 나타냈다. 이는 특수관계자 거래로부터 자사에 이익을 실현시키는 propping의 경우, 특수관계자 거래규모가 커질수록 이에 대한 정보를 가급적 숨기는 경향이 높은 것으로 해석된다. 특수관계자로부터 지원(propping) 성격의 거래를 통해 기업의 이익을 상향으로 높이는 경우, 경쟁적인 외부 시장에서의 일반적인 거래에 비해 상대적으로 유리한 조건 하에 거래가 이루어졌을 가능성이 높다. 아울러, 특수관계자와의 거래로부터 얻은 이익은 경영자의 기회주의적인 재량이 개입될 가능성이 높다. 따

라서 기업은 이익 정보일지라도 특수관계자 거래 관련 정보의 공개를 회피하려는 유인이 존재하는 것으로 해석된다. 특수관계자 거래에 대해 총액으로 접근하여 살펴본 <표 5>의 결과에서 특수관계자 거래 금액이 커질수록 관련 거래에 대한 공시수준이 감소하는 것으로 나타났는데, 이에 추가적으로 <표 6>의 결과로부터 전체 특수관계자 거래 중에서 거래를 통해 기업의 이익을 실현시키는 경우에만 공시의 양이 감소함을 발견하였다. 이러한 실증 결과를 토대로, 손익분기점에 따른 기업의 특수관계자 거래에 대한 차별적인 공시수준 선택을 살펴볼 수 있다는 점에서 추가적인 공헌점이 있다.

아래의 <표 7>은 본 연구의 전체 표본을 대규모기

<표 7> 대규모기업집단 소속 여부<sup>22)</sup>

$$Pattern_t = \beta_0 + \beta_1 RPT_t + \beta_2 SIZE_t + \beta_3 LEV_t + \beta_4 CR_t + \beta_5 BIGA_t + \beta_6 LOSS_t + \beta_7 FOR_t + \beta_8 OWN_t + \beta_9 HIGHTECH_t + YEAR$$

	(1) GROUP=1		(2) GROUP=0	
	추정치	p-value	추정치	p-value
<i>Intercept</i>	-5.361	0.048	-6.884	0.012
<i>RPT</i>	0.505	0.110	0.802	0.003
<i>SIZE</i>	0.053	0.592	0.161	0.126
<i>LEV</i>	2.845	0.000	-1.102	0.063
<i>CR</i>	-0.125	0.289	-0.035	0.200
<i>BIGA</i>	0.889	0.295	1.270	<.0001
<i>LOSS</i>	0.236	0.427	0.270	0.293
<i>FOR</i>	3.752	<.0001	2.458	0.000
<i>OWN</i>	5.042	<.0001	-0.636	0.394
<i>HIGHTECH</i>	0.987	0.000	-0.346	0.159
<i>YEAR</i>	포 함		포 함	
N	574		1,534	
Pseudo R <sup>2</sup>	0.190		0.133	

1) 변수에 대한 설명은 <표 2> 참조.

22) 전체 표본에서 설명변수로 특수관계자 거래와 대규모기업집단의 상호작용 변수를 추가하여 분석한 경우, 통계적인 유의성은 발견할 수 없었다. 이에 대규모기업집단에 속한 기업과 그렇지 않은 기업으로 나눠 분석을 실시하였다. 아울러, 심사자님의 제안대로 2010년부터 2012년까지의 기간을 대상으로 추가 분석을 실시하였으며 주요 검증변수 결과에는 질적으로 차이가 없음을 확인하였다.

업집단 소속 여부에 따라 두 개의 그룹으로 나눠 특수관계자 거래규모와 공시수준 간의 관련성에 차이가 있는지를 분석한 결과이다. 분석 결과를 살펴보면, (1)  $GROUP=1$ 의 경우 통계적인 유의성을 발견할 수 없었으나, (2)  $GROUP=0$ 의 경우 특수관계자 거래( $RPT$ )의 계수 값은 0.802로 1%수준에서 유의한 값을 나타냈다. 즉, 대규모기업집단에 속한 상장기업의 특수관계자 거래에 대한 주식 공시수준과 대규모기업집단에 속하지 않은 상장기업의 공시수준이 차이가 있음을 의미한다. 이는 대규모기업집단 소속 여부에 따라 정부의 추가적인 규제정책이 다르게 적용되기 때문으로 추정된다. 대규모기업집단에 속한 기업들의 경우 공정거래법에 의한 규제 및 감시가 지속적으로 이루어지고 있으며, '기업집단 현황공시'와 '대규모내부거래 이사회 의결 및 공시' 등을 통하여 별도로 특수관계자 거래의 세부내역을 보고하고 있다. 따라서 특수관계자 거래의 주식 공시수준이 감소되었다하더라도, 실질적으로 외부 이해관계자들에게 공개되는 정보의 양과 질은 공시패턴의 변경 전과 다르지 않음을 알 수 있다. 대규모기업집단에 속한 기업은 외부에 의한 규제에 의해 강제적 공시를 요구받고 있으므로, 거래규모에 따라 공시수준을 낮추려는 유인은 상대적으로 적을 것으로 보인다. 하지만, 대규모기업집단에 속하지 않은 기업은 이러한 감시(*monitoring*)에서 보다 자유롭기 때문에 경영자는 공시 형태에 대해 보다 기회주의적인 선택을 할 가능성이 높을 것으로 예상할 수 있다. 따라서 대규모기업집단 소속기업은 특수관계자 거래규

모와 공시수준에 유의한 상관관계가 없는 반면, 대규모기업집단에 속하지 않은 기업은 특수관계자의 거래금액이 클수록 주식 공시수준이 감소하는 것으로 나타났다.

## V. 추가분석

추가적으로 특수관계자 거래에 대한 주식 공시수준이 신용평점과 주식시장에 어떠한 영향을 미치는지 살펴보고자 한다. 본 논문은 특수관계자 거래 관련 공시수준이 낮을 경우 내부 정보를 보유한 투자자와 정보를 보유하지 않은 외부투자자 간의 정보비대칭(*information asymmetry between informed and uninformed investors*) 문제가 악화됨을 전제로 논의하고 있다. 따라서 실제로 정보비대칭으로 인한 비효율성이 발생하였는지 또는 시장에서 과연 기업의 특수관계자 공시수준을 효과적으로 모니터링하여 적절히 평가(반영)하는지에 대한 후속 검토가 필요하다. 첫째, 한국신용평가(주)<sup>23)</sup>에서 개발한 신용평가모형을 통해 점수화한 KIS 신용평점<sup>24)</sup>을 이용하여 검증을 수행하였으며, 종속변수인 신용등급은  $t$ 시점이 아니라  $t+1$ 시점의 값으로 분석을 실시하였다. 회귀분석 결과, 특수관계자 거래의 주식 공시수준( $Pattern$ )은 통계적인 유의성을 발견할 수 없었는데, 이는 특수관계자 거래와 관련해서 정보의 충실성이 낮음에도 불구하고 시장에서 이에 대한 차

23) 신용평가기관은 정량적 자료뿐만 아니라 기업의 공시 정책 및 회계정보의 질과 같은 정성적 자료를 바탕으로 기업위험을 평가하여 측정된 신용등급을 제공하고 있다. 이는 타인자본비용의 척도로도 사용되며, 외부 이해관계자와의 정보비대칭이 커질수록 해당 기업의 위험을 높게 평가하는 것으로 알려져 있다(황국재·김기범, 2013).

24) 한국신용평가(주)는 KIS 재무평점에 부실예측모형을 더하여 KIS 신용평점이라는 신용평가 점수를 제공하고 있는데, KIS 신용평점은 1점에서 10점으로 이루어져 있으며 양호(부실)한 기업일수록 1점(10점)에 가까운 점수를 받는다.

〈표 8〉 신용평점에 미치는 영향

$$\begin{aligned} \tilde{K}is_{t+1} = & \beta_0 + \beta_1 Pattern_t + \beta_2 RPT + \beta_3 SIZE_t + \beta_4 LEV_t + \beta_5 CR_t + \beta_6 BIGA_t \\ & + \beta_7 LOSS_t + \beta_8 FOR_t + \beta_9 OWN_t + \beta_{10} HIGHTECH_t + YEAR \end{aligned}$$

	추정치	p-value
<i>Intercept</i>	1.753	0.003
<i>Pattern</i>	0.047	0.564
<i>RPT</i>	0.509	<.0001
<i>SIZE</i>	0.016	0.475
<i>LEV</i>	6.428	<.0001
<i>CR</i>	0.010	0.160
<i>BIGA</i>	-0.129	0.049
<i>LOSS</i>	1.288	<.0001
<i>FOR</i>	-2.240	<.0001
<i>OWN</i>	0.271	0.203
<i>HIGHTECH</i>	-0.122	0.066
<i>YEAR</i>	포 함	
N	2,108	
Adj R <sup>2</sup>	0.624	
F-value	269.58***	

1) 변수에 대한 설명은 〈표 2〉 참조.

별적인 평가가 이루어지지 않고 있음을 의미한다. 즉, 특수관계자 거래에 대한 충분하고 적합한 정보의 제공 여부에 따라 차별적인 평가를 하지 않는 것으로 해석<sup>25)</sup> 할 수 있으며, 신용평가기관들이 특수관계자 거래의 주식 공시수준 현황에 대한 검토와 경영자의 기회주의적 의사결정이 초래하는 시장의 불확실성을 간과하는 건 아닌지 의문이 제기된다.

둘째, 특수관계자 공시 형태에 따른 주식시장의 반응

을 살펴보기 위해 당기 4월에서 차기 3월까지 누적하여 계산된 누적비정상초과수익률(CAR: Cumulative Abnormal Return)을 종속변수로 하여 분석을 수행하였으며, 지면 관계상 주된 결과만 보고하고자 한다. 분석결과, 검증변수인 특수관계자 거래의 주식 공시수준은 통계적인 유의성을 발견할 수 없었다.

25) 이에 대해 추론하는 해석은 다음과 같다. 첫째, 특수관계자 거래에 대한 규모와 금액이 중요하다고 인식했을 수 있으나 한편으로 이에 대한 공시품질 관련 평가가 간과되었을 가능성이 있다. 둘째, 특수관계자 거래자체가 이미 해당 기업의 정보위험으로 인식되어 이와 관련된 공시수준은 기업 평가에 추가적인 영향을 미치지 않았을 가능성이 있다. 본 연구에서는 특수관계자 거래에 대한 이익상충가설에 기반하여 이에 대한 경영자의 공시 유인에 초점을 맞추어 연구를 진행하였다. 즉, 기업의 특수관계자와의 거래가 계열기업에 대한 물량 몰아주기, 지배주주에 대한 저가의 신주배정 등 더 적은 비용으로 더 많은 수익을 창출할 수 있는 기회를 상실시키는 거래로서 사업기회의 유용정도(김진희, 2011)를 나타낸다면 기업의 경영자는 가급적 이를 숨기고자 하는 유인이 있을 것이다.

〈표 9〉 특수관계자 거래 행태에 대한 시장반응<sup>26)</sup>

$$CAR_t = \beta_1 Pattern_t + Control$$

	(1) EWI		(2) VWI	
	추정치	p-value	추정치	p-value
<i>Pattern</i>	-0.076	0.474	-0.028	0.798
N	2,091		2,091	
Adj R <sup>2</sup>	0.009		0.013	
F-value	4.73***		6.37***	

## VI. 결론

본 연구는 특수관계자 거래의 주식 공시제도의 현황을 통하여 특수관계자의 거래규모 및 기업의 특성요인이 관련 공시수준에 어떠한 영향을 미치는지를 검토하였다. 공시수준 선택의 유연성(flexibility)이 존재하는 상황에서 경영자의 의사결정이 효율적으로 이루어지는지, 특수관계자 거래와 관련하여 검증하는 것이 본 연구의 주된 목적이다. 특수관계자와의 거래는 경쟁적인 외부 시장에서의 거래에 비해 내부화(internalization)된 시장에서 발생되기 때문에 경영자의 재량권이 개입될 여지가 많다. 이에 특수관계자 거래의 비효율성에 대한 입증을 위한 학문적 연구가 지속되어 왔으며 정부에서도 이러한 거래행태에 대한 규제를 확대하고 있는 실정이다. 만약 경영자 스스로 특수관계자 거래가 부당하지 않음을 알고자 한다면, 관련 정보를 적극적으로 공시하는 노력을 통하여 외부 이해관계자들과의 이해상충 문제를 해소하려는 유인이 있을 것이다. 반대로, 경영자가 사적이익을 추구하기 위한 수단으로 특수관계자

거래를 이용한다면 정보를 소극적으로 공시할 것으로 예측된다. 따라서 본 연구에서는 특수관계자 거래 관련 구체적인 정보를 감추는 공시패턴의 변경 사건(hidden action)에 초점을 맞추어, 공시수준을 낮추는 선택을 한 기업들의 특성에 대해 실증 분석하였다.

실증분석 결과, 특수관계자 거래규모가 클수록 주식 공시수준은 감소하는 것으로 나타났다. 이를 통해 기업이 특수관계자와의 거래비중을 높일수록 상세한 거래내역을 숨기고자 하는 유인이 높음을 확인할 수 있다. 대규모의 내부거래는 감독당국이나 외부 투자자들에게 기업의 중요한 정보로 간주된다는 점을 고려할 때, 이와 같은 공시 형태의 재량적 변경은 대리인 문제를 심화시키는 요인이 될 것이다. 특히, 특수관계자 거래행태의 유형을 손익 기준에 따라 구분하여 분석한 결과, 특수관계자 거래를 통하여 이익을 실현하는 경우에만 이러한 연관성이 뚜렷하게 관찰되었다. 본 연구에서는 특수관계자 매출·매입관련 영업거래를 통하여 유리한 이익을 실현시키는 프로핑(propping)과 불리한 손실을 부담하는 터널링(tunneling)으로 분류하였으며, 손익 여부에 따

26) 개별기업의 월별 주식수익률에서 벤치마크 수익률을 차감한 뒤 t년 4월부터 t+1년 3월까지 누적하여 계산하였다. 모형 (1)에서는 벤치마크수익률을 EWI(동일가중지수)를 사용하였으며, 모형 (2)에서는 VWI(가치가중지수)를 사용하여 분석을 수행하였다. 한편, 추가반응에 영향을 미치는 통제변수로는 기업규모와 부채비율, 당기순손실여부, ROA변수가 포함되었다.

라 특수관계자 거래의 공시수준이 차별적으로 나타남을 확인하였다. 한편, 현재 정부는 공정거래위원회를 중심으로 대규모기업집단에 속한 기업의 대규모내부거래에 대한 다양한 규제정책을 시행하고 있다. 따라서 대규모기업집단 소속여부에 따라 구분하여 분석한 결과, 공시관련 추가적인 규제의 적용대상인 대규모기업집단 소속기업은 중복 공시를 피하고자 공시패턴을 변경하면서 별도의 보고서를 통하여 공시수준을 보완하고 있지만 대규모기업집단에 속하지 않은 기업은 추가 정보의 제공 없이 특수관계자 거래규모와 공시수준 간의 유의한 음의 상관관계가 관측되었다.

본 연구는 특수관계자 거래의 주식 공시제도에 대해 논의하였으며 경영자의 재량적 선택에 의해 공시 형태와 정보가 축소된 기업들의 특성을 살펴본 최초의 논문이라는 점에서 분석 결과가 제공하는 실무적 의의가 크며, 규제당국<sup>27)</sup>과 회계정보이용자에게 합리적인 공시수준에 대한 많은 시사점을 제공하고 있다. 현재 특수관계자 거래에 대한 주식 공시의 보고 형태는 사실상 기업이 자율적으로 결정하도록 되어 있어 경영자의 선택에 따라 기업마다 상이한 방법으로 기재되고 있다. 이에 금융감독원은 기업 간 비교가능성이 저하되는 문제를 해소하고자 관련 모범 사례를 제시하여 충실한 정보 공개를 권고하고 있지만, 여전히 대규모기업집단에 속하지 않은 기업의 경영자는 공시 형태에 대해 유리한 선택을 할 여지가 남아 있다. 한편, 특수관계자 거래에 대한 주식 공시와 관련하여 공시 형태를 선택하는 행태가 일중

의 외부감사 관행에 따른 현상이라는 일부 의견이 제기되기도 하였다. 하지만 기업의 재무제표 작성의 최종 책임자는 최고 경영자이기 때문에 회계처리나 공시 방법에도 직접적인 영향을 미치는 핵심 주체임을 가정 하에 본 연구가 수행되었음을 밝힌다. 기업의 정보 공개(information disclosure)는 재무제표 신뢰성 및 회계정보의 품질을 제고하는 방향으로 정보환경의 지속적 개선이 수반되어야 한다. 이와 동시에 불필요한 공시는 축소하고 공시항목 중 감사 보고서 등과 일부 중복되는 문제는 해결되어야 할 것이다. 따라서 기업의 경영자는 특수관계자 거래 관련 투명한 정보를 적극적으로 공시하여 시장의 정보비대칭을 해소하려는 노력을 수행해야 하며, 감독당국도 기업의 적정 공시수준을 유도하기 위한 공시제도의 구체적인 보완이 요구된다. 추후, 공시의 패턴을 임의적으로 변경하여 공시수준을 감소한 기업을 대상으로 숨겨진 정보가 실질적으로 특수관계자 거래의 부당성을 포함하는지에 대한 입증과 공시품질 향상을 위한 후속 연구가 계속 수행될 수 있을 것으로 기대된다.

## 참고문헌

- 고윤성·최현정(2014), “감사인 규모에 따른 감사품질의 재고찰,” **세무와 회계저널**, 15(2), 143-177.  
 김문철·이정엽·우민철·황문호(2014), “내부자거래가 경

27) 2013년 11월 금융감독원은 정보의 유용성 및 기업 간 비교가능성을 제고할 목적으로 개별 특수관계자와의 거래 내용 및 성격과 특수관계자 거래 주식 공시의 모범사례를 제시하고, 향후 기업들이 재무제표 작성시 관련 주석을 충실히 기재하는지 모니터링을 실시하겠다는 방침을 발표하였다. 이러한 감독 당국의 대응은 특수관계자 거래와 관련한 현재 공시규정에서 기업의 자율적인 판단에 따라 공시수준의 감소를 선택할 수 있도록 해석이 열려있기 때문에 초래되는 경영자의 재량적 회계선택권을 제한하기 위한 사후적 조치로 볼 수 있다. 따라서 특수관계자 거래에 관한 숨겨진 정보(hidden information)가 회계정보이용자와 규제기관에 미치는 영향을 검토하고 추후 제도적 보완을 통하여 합리적인 공시수준에 대한 명확한 기준이 필요하다.

- 영자의 자발적 공시에 미치는 영향.” **세무와 회계저널**, 15(3), 145-173.
- 김연화 · 손성규(2009), “공시품질의 효과에 관한 연구,” **회계정보연구**, 27(2), 145-175.
- 김영화(2012), “특수관계자 거래와 기업가치,” **국제회계연구**, 44, 205-222.
- 김지홍 · 우용상(2008), “특수관계자와의 거래가 이익조정 및 이익반응계수에 미치는 영향,” **회계학연구**, 33(3), 25-59.
- 김지홍 · 우용상(2009), “특수관계자와의 거래가 발생액의 질에 미치는 영향,” **회계정보연구**, 27(1), 133-156.
- 김진태 · 배종일(2013), “적자회피와 특수관계자 거래의 관련성에 관한 연구,” **회계정보연구**, 31(3), 33-56.
- 김진희(2011), “특수관계자와의 거래가 기업의 경영성과에 미치는 영향,” **대한경영학회지**, 24(1), 569-585.
- 나종길 · 최기호(2004), “회계발생의 수준이 감사사차에 미치는 영향,” **회계학연구**, 29(1), 179-205.
- 박재환 · 정석우 · 권혜숙(2007), “지정감사인, 감사인 유형 및 비감사서비스의 제공과 기업의 주식공시수준-이연법인세와 금융비용자본화를 중심으로-,” **회계저널**, 16(4), 189-212.
- 박종일(2003), “기업지배구조와 이익조정: 최대주주 지분율을 중심으로,” **회계학연구**, 28(2), 135-172.
- 박종일 · 진규안 · 최종학 · 박찬웅(2009), “대주주 및 외국인 주주의 이익조정과 대형 감사인의 역할,” **회계정보연구**, 27(1), 201-229.
- 박종일 · 백혜원 · 진홍민(2015), “관계회사 내부거래가 감사보수에 미치는 영향: 관계회사 상호간 이익실현과 손실발생 기업에 대한 감사인의 차별적 반응,” **회계학연구**, 40(3), 203-255.
- 배현정 · 김원신(2015), “대규모내부거래 공시제도의 실효성에 관한 연구,” **회계정보연구**, 33(2), 71-89.
- 백원선 · 조현우(2006), “2대 주주의 소유지분과 이익조정,” **증권학회지**, 5(6), 103-139.
- 선우혜정 · 최종학 · 이병희(2010), “지분율 괴리도가 재무분석가의 이익예측치오차에 미치는 영향,” **회계학연구**, 35(2), 1-34.
- 손성규 · 김연화 · 광지영(2010), “공시수준의 측정치에 관한 비교연구,” **세무와 회계저널**, 11(3), 9-35.
- 손성규 · 정기위 · 배창현(2013), “회계오류에 대한 외부감사의 역할,” **회계저널**, 22(3), 71-99.
- 신현걸(2003), “금융비용 자본화가 재무제표에 미치는 영향,” **회계저널**, 12(4), 39-63.
- 심호식 · 이문영 · 최종학(2010), “지분율 괴리도와 공시 정보의 빈도 사이의 관계,” **회계학연구**, 35(4), 39-74.
- 양동훈 · 이상철 · 윤종철(2011), “공시의 질이 부채조달비용에 미치는 영향,” **경영학연구**, 40(3), 803-830.
- 이상철(2011), “공시품질과 타인자본비용의 관련성에 대한 연구,” **회계저널**, 20(4), 1-34.
- 이아영 · 전성빈 · 박상수(2008), “불성실공시가 타인자본비용에 미치는 영향,” **회계학연구**, 33(1), 127-158.
- 이정화 · 손성규(2005), “기업지배구조와 회계정보공시와의 관계에 대한 실증연구,” **회계학연구**, 30(3), 33-69.
- 장지영 · 권선국(2009), “기업의 소유구조가 인터넷 재무정보 공시수준에 미치는 영향,” **회계저널**, 18(2), 343-368.
- 최관 · 박종일 · 최성호(2013), “IFRS 도입이 회계의 질에 미친 영향과 경제적 효과: 문헌 검토와 미래연구에 대한 제안,” **회계학연구**, 38(2), 525-591.
- 최순재 · 황국재(2001), “인터넷을 통한 자발적 재무공시기업의 특성 분석,” **회계저널**, 10(3), 1-21.
- 최원욱 · 고윤성 · 조정은(2011), “특수관계자 거래가 조세 회피행위에 미치는 영향,” **세무학연구**, 28(3), 9-35.
- 최정호(2009), “관계회사거래와 발생액의 질,” **회계정보연구**, 27(3), 273-300.
- 최정호(2011), “관계회사매출과 이익조정: 실물활동을 중심으로,” **재무와 회계정보저널**, 11(1), 53-81.
- 황국재 · 김기범(2013), “자발적 공시의 질이 타인자본비용에 미치는 영향,” **회계저널**, 22(3), 369-397.
- 허경선 · 두서영 · 윤지웅 · 유승원(2015), “감사보고서 매출 공시 수준과 재무분석가 이익예측,” **회계정보연구**, 33(2), 111-140.

- 허영빈 · 심상규(2003), "기업 소유구조가 회계정보 공시수준에 미치는 영향," *대한경영학회지*, 39, 1287-1311.
- Ahmed, K., and J. K. Courtis(1999), "Associations between Corporate Characteristics and Disclosure Levels in Annual Reports: A Meta-analysis," *The British Accounting Review*, 31(1), 35-61.
- Baginski, S., E. Conrad, and J. Hassell(1993), "The Effects of Management Forecast Precision on Equity Pricing and on the Assessment of Earnings Uncertainty," *The Accounting Review*, 68(4), 913-927.
- Botosan, C.(1997), "Disclosure Level and the Cost of Equity Capital," *The Accounting Review*, 72(3), 323-349.
- Botosan, C., and M. Plumlee(2002), "A Re-examination of Disclosure Level and the Expected Cost of Equity Capital," *Journal of Accounting Research*, 40(1), 21-40.
- Chen, C., and B. Jaggi(2000), "Association between Independent Non-executive Directors, Family Control and Financial Disclosures in Hong Kong," *Journal of Accounting and Public Policy*, 19(4), 285-310.
- Chen, S., X. Chen, and Q. Cheng(2008), "Do Family Firms Provide More or Less Voluntary Disclosure?," *Journal of Accounting Research*, 46(3), 499-536.
- Cheng, Q., and K. Lo(2006), "Insider Trading and Voluntary Disclosures," *Journal of Accounting Research*, 44(5), 815-848.
- Cheung, Y., P. 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.
- Choi, J., and T. J. Wong(2007), "Auditors' Governance Functions and Legal Environments: An International Investigation," *Contemporary Accounting Research*, 24(1), 13-46.
- Claessens, S., S. Djankov, and L. Lang(2000), "The Separation of Ownership and Control in East Asian Corporations," *Journal of Financial Economics*, 58(1), 81-112.
- 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.
- Diamond, D., and R. Verrecchia(1991), "Disclosure, Liquidity, and the Cost of Capital," *Journal of Finance*, 46(4), 1325-1359.
- Eng, L. L., and Y. T. Mak(2003), "Corporate Governance and Voluntary Disclosure," *Journal of Accounting and Public Policy*, 22(4), 325-345.
- Gordon, E., and E. Henry(2005), "Related Party Transactions and Earnings Management," *Working Paper*.
- 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.
- Healy, P., A. Hutton, and K. Palepu(1999), "Stock Performance and Intermediation Changes Surrounding Sustained Increases in Disclosure," *Contemporary Accounting Research*, 16(3), 485-520.
- 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.
- Hope, O., and W. B. Thomas(2008), "Managerial Empire Building and Firm Disclosure," *Journal of Accounting Research*, 46(3), 591-626.
- Hope, O., J. C. Langli, and W. B. Thomas(2012), "Agency Conflicts and Auditing in Private firms," *Accounting, Organizations and Society*, 37(7), 500-517.
- Jensen, M. C., and W. H. Meckling(1976), "Theory of the Firm: Managerial behavior, Agency Costs and Ownership Structure," *Journal of Financial Economics*, 3(4), 305-360.
- Johnson, S., R. La Porta, F. Lopez-de-Silanes, and A. Shleifer(2000), "Tunneling," *The American Economic Review*, 90(2), 22-27.
- Kaszniak, R., and B. Lev(1995), "To Warn or Not to Warn: Management Disclosures in the Face of an Earnings Surprise," *The Accounting Review*, 70(1), 113-134.
- Kinney, W. R.(1971), "Predicting Earnings: Entity Versus Subentity Data," *Journal of Accounting Research*, 9(1), 127-136.
- Kothari, S. P., S. Shu, and P. D. Wysocki(2009), "Do Managers withhold Bad News?," *Journal of Accounting Research*, 47(1), 241-276.
- Lang, M. H., and R. J. Lundholm(1993), "Cross-sectional Determinants of Analysts Ratings of Corporate Disclosures," *Journal of Accounting Research*, 31(2), 246-271.
- Lang, M. H., and R. J. Lundholm(1996), "Corporate Disclosure Policy and Analyst Behavior," *The Accounting Review*, 71(4), 467-492.
- Lee, Y., K. R. Petroni, and M. Shen(2006), "Cherry Picking, Disclosure Quality, and Comprehensive Income Reporting Choices: The Case of Property-liability Insurers," *Contemporary Accounting Research*, 23(3), 655-692.
- Lev, B., and S. H. Penman(1990), "Voluntary Forecast Disclosure, nondisclosure, and Stock Prices," *Journal of Accounting Research*, 28(1), 49-76.
- 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.
- Mak, Y. T.(1991), "Corporate Characteristics and the Voluntary Disclosure of Forecast Information," *The British Accounting Review*, 23(4), 305-327.
- Milgrom, P. R.(1981), "Good News and Bad News: Representation Theorems and Applications," *The Bell Journal of Economics*, 12(2), 380-391.
- Rogers, J. L.(2008), "Disclosure Quality and Management Trading Incentives," *Journal of Accounting Research*, 46(5), 1265-1296.
- Rogers, J. L., and P. C. Stocken(2005), "Credibility of Management Forecasts," *The Accounting Review*, 80(4), 1233-1260.
- Ryngaert, M., and S. Thomas(2012), "Not all Related Party Transactions(RPTs) are the Same: Ex Ante Versus ex Post RPTs," *Journal of Accounting Research*, 50(3), 845-882.
- Sengupta, P.(1998), "Corporate Disclosure Quality and the Cost of Debt," *The Accounting Review*, 73(4), 459-474.
- Trueman, B.(1986), "Why do Managers Voluntarily Release Earnings Forecasts?," *Journal of Accounting and Economics*, 8(1), 53-71.
- Verrecchia, R.(1983), "Discretionary Disclosure," *Journal of Accounting and Economics*, 5, 179-194.
- Wang, D.(2006), "Founding Family Ownership and



- Earnings Quality," *Journal of Accounting Research*, 44(3), 619-656.
- Watts, R. L., and J. L. Zimmerman(1983), "Agency Problems, Auditing, and the Theory of the Firms: Some Evidence," *Journal of Law and Economics*, 26(3), 613-633.
- Watts, R. L., and J. L. Zimmerman(1990), "Positive Accounting Theory: A Ten Year Perspective," *The Accounting Review*, 65(1), 131-156.
- Welker, M.(1995), "Disclosure Policy, Information Asymmetry and Liquidity in Equity Markets," *Contemporary Accounting Research*, 11(2), 801-827.
- Zhang, M. H.(2005), "The Differential of Proprietary Cost on the Quality versus Quantity of Voluntary Corporate Disclosures," *Dissertation Paper*, University of Texas at Austin.

## 〈부록 1〉

2013년 11월 금융감독원에서 제시한 특수관계자 거래 주식 공시의 모범사례는 아래의 〈참고 2〉와 같다. 모범사례의 주요 내용은 (1) 지배·종속기업 등 현황, (2) 주요 경영진에 대한 보상, (3) 특수관계자와의 매출·매입 등 거래내역, (4) 자금거래 내역, (5) 채권·채무 내역, (6) 지급보증 및 담보의 내역으로 구성되어 있다. 이 중 본 연구의 논의 대상인 일반 영업거래의 '특수관계자와의 매출·매입 등 거래내역'만을 다음과 같이 제시한다. 모범사례는 기업의 주식 공시 작성의 편의를 위해 참고 목적으로 제시하는 것으로 기업의 실정에 맞게 사례를 가감 또는 변경하여 사용할 수 있다.<sup>28)</sup> 개별 특수관계자는 범주별 구분과 동시에 회사명과 거래내역이 별도로 구분될 수 있도록 하였으며, 세부 거래유형별로 중요한 거래는 구분하여 공시하도록 권고하고 있음을 확인할 수 있다.

### 〈참고 2〉 [주식 공시 모범사례 2013-1] 특수관계자 거래 공시

(3) 당기와 전기 중 특수관계자와의 매출·매입 등 거래내역은 다음과 같습니다.

1) 당기

(단위: 천원)						
특수관계 구분	회사명	매출	원재료 매입	유형자산 취득	...	기타
지배기업						
종속기업						
관계기업						
기타						
합 계						

2) 전기(생략)

28) 금융감독원 보도자료, "특수관계자 거래 주식 공시 모범사례 마련"(2013.11.11)

## 〈부록 2〉

〈참고 3-1〉의 경우, 롯데푸드(주)(구, 롯데삼강)의 재무제표 주석사항에 기재된 특수관계자 거래와 관련된 공시 현황이다. 2010년의 경우 거래상대 회사별 내역을 특수관계자 구분과 특수관계자명, 매출과 매입의 거래유형으로 상세히 기록되어 있는 것을 확인할 수 있다. 하지만, 2011년의 경우 종속회사, 기타 특수관계자만으로 범주별 구분하여 기록하였으며 관련 거래상대 개별 회사명을 감추고 거래금액의 총액만을 공시하였다. 〈참고 3-2〉는 농심(주)의 재무제표 주석사항에 기재된 특수관계자 거래 공시 현황이다. 2010년의 경우 거래상대 회사별 상세내역을 1:1로 모두 제시하였지만, 2011년에는 종속회사와 기타 특수관계자에 해당되는 개별 거래대상을 구분하지 않고 포괄적으로 합계 금액으로 보고하고 있다. 또한 2010년에는 세부 거래유형별로 분류하여 매출, 기타, 기타거래내역으로 기록하고 있지만 2011년에는 유형별로 구분하지 않고 총액만을 제시하였다. 즉, 개별 특수관계자를 표시하지 않거나 거래금액을 거래 종류별로 구분하지 않고 총 합계액만을 기재하는 등 공시패턴의 임의적 변경으로 공시의 질과 양이 현저히 감소되었다고 할 수 있다. 〈참고 3-3〉은 비교목적상 2010년도 동국제강(주)의 특수관계자 공시에 대한 내용을 나타내고 있으며, 특수관계자 거래내역에 대한 구분이 생략되어 제시되었음을 확인할 수 있다.

〈참고 3-1〉 롯데푸드(주) 2010, 2011년도 감사보고서 특수관계자 공시 비교

구분	기준 거래내역			
	매출 등		매입 등	
	당기	전기	당기	전기
주요주주				
롯데제과(주)	57,499,462	39,318,727	3,965,349	2,177,672
롯데칠성음료(주)	30,657,890	9,721,186	90,053	6,361,428
(주)호림롯데	98,295	25,673	584	142,274
(주)부산롯데호텔	-	9,572	-	-
(주)롯데미도마	18,502	47,206	-	-
종속회사				
(주)월가	12,895,043	14,394,632	9,699,019	6,274,974
마스퇴르유업(주)	-	-	369,184	-
기타 관계사				
롯데역사(주)	158,138	118,510	-	-
롯데정보통신(주)	32,227	1,164	3,174,596	3,379,213

↓

구분	2011년	
	매출 등	매입 등
종속회사	6,690,873	7,982,918
기타 특수관계자	228,331,300	251,826,941
합계	235,022,173	259,809,859

〈참고 3-2〉 농심(주) 2010, 2011년도 감사보고서 특수관계자 공시 비교<sup>29)</sup>

2010	특수관계자 구분	특수관계지명	매출 등		
			매출	기타	기타거래내역
	지배회사	(주)농심홀딩스	4,306,890	1,720,000	교육비
	종속회사	NongShim Holdings USA, Inc.	-	117,098,371	용역비
	종속회사	NongShim America, Inc.	24,725,178,432	2,783,188,939	사용료등
	종속회사	NongShim Japan, Inc.	24,825,985,909	30,708,595	용역비
	종속회사	상해농심식품유한공사	1,059,635,377	692,507,158	사용료등
	종속회사	청도농심식품유한공사	6,954,519	172,790,708	기술지도료등
	종속회사	심양농심식품유한공사	1,781,279,532	647,236,313	사용료등
	기타	(주)메가마트	15,719,271,493	1,149,699,400	임대료
기타	윙촌화학(주)	57,747,010	31,749,900	교육비등	
기타	태경농산(주)	649,113,800	571,298,534	임대료	
2011	특수관계자 구분	특수관계지명	당기		
			매출 등	매입 등	
	유외적인 영향력을 행사하는 회사	(주)농심홀딩스	6,958,030	-	
	종속회사	NongShim Holdings USA, Inc. 외 5개사	62,254,110,740	13,809,547,105	
	관계기업	(주)복베기	79,988,460	3,674,036	
	기타특수관계자	태경농산(주) 외 4개사	2,409,546,038	261,512,352,894	
계		64,749,983,268	275,325,574,035		

〈참고 3-3〉 동국제강(주) 2010년 감사보고서 특수관계자 공시 내역

구분	매출 등	매입 등	채권(+)	채무
종속회사	74,051	143,722	8,169	720,641
지분법적용피투자회사	182	55,388	21	15,972
기타특수관계자	86	22,292	19	5,273
제57기 계	74,319	221,402	8,209	741,886
제56기 계	43,681	273,808	459	557,794

29) 지면 관계상 매입 거래내역과 전체 거래대상 회사별 거래내역의 일부는 생략하였다. 참고로 롯데푸드(주)는 대규모기업집단에 속한 계열회사이고, 농심(주)는 대규모기업집단에 속하지 않은 계열회사이다.

### 〈부록 3〉

공정거래위원회는 '독점규제 및 공정거래에 관한 법률'에 따라 경제력집중을 억제하는 목적으로 일정 규모 이상의 내부 거래에 대하여 별도 공시제도를 적용하고 있으며 공시정보를 통해 시장 감시체제를 구축하고 있다. 특수관계자 거래 및 대규모내부거래를 감시하는 공시제도는 '기업집단 현황공시', '대규모내부거래 이사회 의결 및 공시', '비상장사 중요사항 공시'가 있다. 이는 공시를 통해 이해관계인에 의한 감시를 가능하게 함으로써 부당내부거래를 사전에 예방하기 위함이다. 앞의 금융감독원이 제시한 모범사례가 사후적 성격의 권고라고 한다면, 이들 공시제도는 사후적 규제의 성격을 지니고 있다. 본 연구의 표본이 상장기업임을 고려하여 '기업집단 현황공시'와 '대규모내부거래 이사회 의결 및 공시'에 대한 운영현황과 주요 내용을 다음과 같이 정리하였다.

	기업집단 현황공시	대규모내부거래 이사회 의결 및 공시
관련 법령	공정거래법 제11조의4 시행령 제 17조의11	공정거래법 제11조의2 시행령 제 17조의8
도입 시기	2009년 7월 8일	2000년 4월 1일
대상 기업 (공시주체)	상호출자제한기업집단 소속회사	상호출자제한기업집단 소속회사
공시 내용	- 규모 : 기간내 발생현황 또는 기간별 잔액 전체  - 내용 : 회사의 일반현황, 임원·이사회 등 운영현황, 주식소유현황, 특수관계인과의 거래현황(자금차입·대여, 유가증권 매입·매도, 상품용역거래, 자산 매입·매도, 채권·채무잔액, 담보제공)	- 규모 : 회사의 자본총계 또는 자본금 중 큰 금액의 100분의 5 이상 또는 50억원 이상인 대규모내부거래 행위  - 내용 : 특수관계인과의 자금, 유가증권, 자산거래, 동일인 및 동일인 친족 출자 계열회사와의 상품·용역거래
특징	분기별(또는 연 1회) 정기적으로 공시	일정규모 이상의 특수한 거래에 대해 이사회 의결을 거친 후, 수시공시

앞에서 특수관계자 공시패턴 변경 사례로 살펴본 롯데푸드(주)(구, 롯데삼강)는 대규모기업집단 소속기업(기업집단: 롯데)이므로 2가지 공시제도의 대상에 해당된다. 첫째, '기업집단 현황공시'에 의해 재무제표 주석사항에서 감추어진 2011년도의 특수관계자 거래의 상세한 내역이 <참고 4-1>과 같이 분기별로 추가 보고되고 있음을 확인할 수 있다. 둘째, '대규모내부거래 이사회 의결 및 공시'는 <참고 4-2>와 같이 보고되고 있다. 해당 제도는 추가로 경쟁입찰 및 수익계약 여부 등 계약체결방식을 공시하도록 개정해 2012년 4월 1일부터 시행하고 있다. 따라서 2012년 6월 수시공시로 보고된 '동일인 등 출자 계열회사와의 상품·용역거래'를 제시했으며 계열회사인 롯데쇼핑(주)와의 대규모 매출·매입거래에 대한 내용을 이사회 의결을 거쳐 공시함을 확인할 수 있다.

〈참고 4-1〉 롯데푸드(주)의 2011년도 1/4분기 기업집단 현황공시

(직전 사업연도 개시일 ~ 종료일 기준, 단위 : 백만원)

매입회사 \\ 매출회사	계열회사																
	비금융회사																
	롯데 쇼핑	호 텔 롯데	롯데 제과	롯데 칠성 음료	롯데 건설	롯데 알미 늄	롯데 햄	롯데 상사	롯데 자이 언츠	롯데 리아	롯데 역사	롯데 로지 스틱스	롯데 정보 통신	코리 아 세븐	롯데 후레 쉬델 리카	롯데 브랑 제리	롯데 아사 히주 류
비 금 용 회 사  (주) 롯데삼강	14,771	98	57,499	30,658	27	11	5,507	1,503	3	49,945	158	440	32	3,008	3,649	3,688	1

매입회사 \\ 매출회사	계열회사													소계
	비금융회사													
	롯데 제약	롯데 미도 파	월가	우리 홈쇼 핑	롯데 제이 티비	롯데 주류 비지	씨에 이치 음료	기린 식품	바이 더웨 이	롯데스 케어	롯데 디에 프글 로벌	롯데 디에 프리 테일		
비 금 용 회 사  (주) 롯데삼강	488	17	12,895	970	5	719	67	3,861	1,539	43	13	6	191,621	

매입회사 \\ 매출회사	계열회사				계열사합 (매출액)	기타 합계 (매출액)	총계 (매출금액)
	금융회사			소계			
	롯데 카드	롯데 캐피 탈	롯데 손해 보험				
비 금 용 회 사  (주) 롯데삼강	6	31	25	62	191,683	482,373	674,056

〈참고 4-2〉 롯데푸드(주)의 2012년도 대규모내부거래 이사회 의결 및 공시

기업집단명	롯데	회사명	(주)롯데삼강	공시일자	2012.06.29	관련법규	공정거래법 11조의2
-------	----	-----	---------	------	------------	------	-------------

(단위 : 백만원)

1. 당해회사의 직전사업연도매출액(A)		714,884			2. 거래기간		2012.07.01~2012.09.30			
3. 이사회 의결일	2012.06.29	사외이사 참석여부	참석(명)		1		감사(감사위원)	참석		
			불참(명)		-		참석여부			
4. 동일인 등 출자 계열회사와의 상품·용역 거래금액										
거래상대방 (동일인 등 출자계열회사)			매출액(B)		매입액(C)		합계액 (D=B+C)	매출액대비 (D/A, %)		
롯데쇼핑(주)			4,800		700		5,500	0.77%		
5. 상품·용역 거래내역										
상품·용역 계약명	거래금액									
	매출					매입				
	거래대상	거래조건	거래목적	거래금액	계약 체결 방식	거래대상	거래조건	거래목적	거래금액	계약 체결 방식
상품 판매 등	롯데쇼핑(주)	현금	상품판매등	4,800	수의 계약	-	-	-	-	-
상품 매입 등	-	-	-	-	-	롯데쇼핑(주)	현금	상품매입 등	700	수의 계약
6. 계약체결방식 유형별 일괄공시(대규모 내부거래 공시규정 제9조의2 제4항 관련)										
계약체결방식	매출				매입					
	주요거래대상			거래금액		주요거래대상			거래금액	
경쟁입찰	-			-		-			-	
제한경쟁입찰	-			-		-			-	

## A Study on the Relationship between Related-Party Transactions and Footnote Disclosure Level

Tae-Dong Kim\* · Yoona Lee\*\* · Chang-Hyun Bae\*\*\*

### Abstract

This research focuses on the disclosure patterns of related-party transactions and analyzes the relationship between these transactions and characteristics of companies in terms of disclosure. Because managers often exercise their discretionary powers through related-party transactions, disclosure of these transactions may include useful information for external investors in the form of specific transaction details. However, because the current accounting standards are unclear regarding footnote disclosures in reports containing information about related-party transactions, many users of accounting information have identified differences in disclosure methods in between individual firms. If discretionary accounting choices are allowed, then some managers may disclose only good news favorable to themselves; thus, the transparency and comparability of accounting information will deteriorate. In such cases, it is necessary to monitor and control large transactions between related parties to prevent corrupt practices. However, when this transaction information is arbitrarily hidden, this lack of disclosure increases information asymmetry among interested parties.

This study focuses on disclosure patterns and hidden actions that conceal specific information about related-party transactions. We analyze firms' corporate characteristics and identify factors affecting disclosure about related-party transactions. The empirical findings are as follows. First, we find that disclosure(footnote) quality decreases as the trade volume of related-party transactions increases. Second, in cases of propping, we confirm a significant decrease in the number of disclosures of related-party transactions. Lastly, according to the results of an analysis

---

\* Assistant Professor, Dept. of Global Business, CHA University, First Author

\*\* Ph. D Student, School of Business, Yonsei University, Corresponding Author

\*\*\* Ph. D Student, School of Business, Yonsei University, Co-Author



on differences in disclosure behavior by business groups, a decrease in disclosure associated with related-party transactions is observed in non-large business groups. In conclusion, firms that belong to large business groups and those that engage in propping tend to change their patterns of disclosure according to the manager's discretionary decision-making. Therefore, in order to reduce information asymmetry in the stock market and improve the quality of accounting information, supervisory authorities must discuss institutional regulations to ensure adequate disclosure levels(quality) and encourage active disclosure.

Most former research studies develop their arguments assuming that the nature of transactions causes information asymmetry while ignoring the loophole in the disclosure system of related-party transactions. Also, considering that studies on the disclosure standards associated with related-party transactions and the factors influencing disclosure are practically non-existent, this paper provides valuable information about related-party transactions and how the disclosure system fails to address issues related to them. By examining these issues, suggest that the problems related to the market's biased perception of related-party transactions and the limitations of the information environment can be alleviated by taking complementary measures to improve disclosure standards. Furthermore, while discussion is ongoing about establishment of an effective monitoring system to prevent managers' opportunistic decision-making during disclosure of related-party transactions, this thesis provides a suggested configuration and theoretical implications on the direction of future regulatory policy and oversight of related-party transactions through revision of the involved disclosure system.

Key words: Related-party transactions, Disclosure patterns, Information asymmetry, Discretionary accounting choices, Large business groups

- 
- 저자 김태동은 현재 차의과학대학교 융합과학대학 글로벌경영학과에서 회계 전공 조교수로 재직 중이다. 연세대학교 경영학과에서 학사/석사/박사 학위를 취득하였으며, 주요 관심분야는 재무분석가 예측, 특수관계자 거래, 공시 등이다.
  - 저자 이윤아는 현재 연세대학교 경영대학 재무 전공 박사과정에 재학 중이다. 주요 관심분야는 기업 지배구조, 대리인 문제, 자본구조, 특수관계자 거래, 공시 등이다.
  - 저자 배창현은 현재 연세대학교 경영대학 회계학 전공 박사과정에 재학 중이다. 주요 관심분야는 대리인 문제, 특수관계자 거래, 재무보고 적시성, 자본비용, 공시 등이며, 회계학연구, 회계저널, 회계·세무와 감사연구 등에 다수의 논문을 게재하였다.