

# Sustainability, Fashion Brand, and Agency Costs

Kyung-Tae Gong\*

## <ABSTRACT>

Motivated by the recent cases of negligent social responsibility as manifested by foreign luxury fashion brands in Korea, this study investigates whether agency costs depend on the sustainability of different types of corporate governance. Agency costs refer either to vertical costs arising from the relationship between stockholders and managers, or to horizontal costs associated with the potential conflicts between majority and minority stockholders. The firms with luxury fashion brand could spend large sums of money on maintenance of magnificent brand image, thereby increasing the agency cost. On the contrary, the firms may hold down wasteful spending to report a gaudily financial achievement. This results in mitigation of the agency cost.

The Korean Corporate Governance Service (CGS) was established in 2002 to develop a sustainable growth path and enhance the corporate governance of the Korean business community. Since its founding, CGS has evaluated the governance system of Korean business enterprises listed in KRX and KOSDAQ and awarded prizes to firms with superior governance structures. In this study, we analyze the difference in the agency costs of selected firms designated as having luxury fashion brand, relative to control firms. We compare 32 firms representing the luxury fashion brand with 15,301 control firms in 2013 and also compare 76 representing the best brand firms with 15,257 control firms belonging to the fashion industry.

Agency costs are measured by the value of the principal component. First, three ratios are constructed: asset turnover, operating expense to sales, and earnings before interest, tax, and depreciation. Then, the scores of each of these ratios for individual firms in the sample are differenced from the ratios for the benchmark firm of S-OIL. S-OIL was designated as the best superior governance model firm for 2013 by CGS. We perform regression analysis of each agency cost index, luxury fashion brand dummy and a set of control variables. The regression results indicate that the agency costs of the firms with luxury fashion brand exceed those of control group in the fashion industry in the part of operating expenses, but the agency cost falls short of those of control group in the part of EBITD, thus the aggregate agency costs are not differential of those of the control group. These results are corroborated by an additional analysis comparing the group of the companies with the best brands with the control group. The results raise doubts about the effectiveness of management of the firms with luxury fashion brand. This study has a limitation that the research has performed only for 2013 and suggest that there is room for improvement in the current research methodology.

Key words: sustainability, corporate governance structure, Corporate Governance Service (CGS), luxury fashion brand, agency cost

---

\* Assistant professor of accounting and tax department, Jeonju University

## I. 서론

대리인 문제(Agency Problem)는 경영자 또는 대주주가 소액주주의 이익을 고려하지 않고 자신들의 목적을 위하여 기업자원을 사용하는 것을 의미한다( Hermalin, 2005; Gillan 2006; Tirole, 2006; Djankov et al, 2008). 대리인 문제는 두 가지의 형태로 나타나는데 첫째, 사적인 이해관계를 위하여 자원을 배분하게 되는 역 선택(Inefficient Investment Choices)과 둘째, 경영자가 개인적인 사생활 때문에 업무를 태만하게 하는 도덕적 해이(Inefficient or Insufficient Effort)가 있다. 이러한 비효율성은 대리인 비용(Agency Cost)를 발생시키게 된다(Tirole 2006). 경영자의 부적절한 투자결정과 같은 비효율적인 기업 자원 활용, 과도한 생산원가 발생, 경영자가 회사 경비로 고급차를 구입하고 기사를 고용하거나 업무 출장시 특급호텔을 이용하는 등 특권(Perks)을 행사하는 데 따른 과도한 비용 발생, 경영자가 사적인 생활에 집중하여 업무를 태만하게 한 결과로 나타나는 낮은 성과 등이 대리인 비용에 해당된다.

최근 국내에 진출한 다국적 기업들의 극명하게 대조되는 행태가 논란이 되고 있다. 한국다국적의약산업협회의 2014년 글로벌 제약사 사회공헌현황 자료에 의하면 26개 글로벌 제약사들이 지난해 기부 및 사회공헌활동으로 사용한 금액이 약 210억원으로 매출대비 0.44%나 된다. 이는 국내에 진출한 글로벌 제약사들이 나눔 활동에 대한 의지와 기여도가 매우 높다는 것을 의미하며, 이들의 사회공헌은 단순한 금전적 지원에 그치지 않고 의약품 공급 및 환자 지원, 장애우와 다문화 가정 등 소외계층에 대한 자원봉사, 국민대상 건강증진 캠페인 및 과학 진흥 지원등 다각적인 활동을 펼쳐오고 있는 것으로 나타났다. 이에 반해 프라다와 루이 비통, 오메가 등 소위 명품을 판매하는 다국적 기업들의 행태는 눈살을 찌푸리게 한다. 이들 해외 명품 패션 브랜드 기업들은 지난 2013년 모회사에 높은 배당금을 송금한 반면 기부금이나 사회공헌에는 지나칠 정도로 인색했다. 재벌닷컴이 매출 상위 14개 해외 브랜드 국내법인의 5년간 경영실적을 분석한 결과 매출 9조 7,257억원에 순이익 8,664억원을 기록한 것으로 드러났으나 이들이 그 기간 기부한 금액은 15억 9,000만원에 불과했다(출처: Economic Review, 2015년 4월 17일 기사).

대리인 비용은 대주주와 경영자와의 사이에서 발생하는 수직적 대리인 문제(Vertical Agency Problems)로 인하여 발생할 수 있고(Jensen and Meckling, 1976), 대주주와 소액주주의 사이에서 발생하는 수평적 대리인 문제(Horizontal Agency Problems)로 인하여 발생할 수도 있다(Shliefer and Vishny 1997; Gilson and Gordon, 2003). Sridhar et al(2012)은 영국과 아일랜드의 250,000개 비상장과 상장기업을 대상으로 1인 대주주가 직접 경영을 하는 기업(Single-owner and Single-manager firm)을 기준으로 수직적 구조와 수평적 구조의 복잡성<sup>1)</sup>에 따라 대리인 비용을 측정하였다. 실증 분석 결과 수직적, 수평적 구조가 복잡할 수록 대리인 비용이 높게 나타나고 있다는 것을 입증하였다.

한국기업지배구조원(Corporate Governance Service)은 2004년부터 지배구조 구성요소, 즉 환경(Environment), 사회(Society), 지배(Governance)별로 일정한 배점을 부여하여 해당 기업의 지배구조정도를 측정하고 ESG등급을 발표하고 있다. 2014년은 지배구조 우수기업 대상으로 S-Oil, 최우수기업으로 삼성전기와 다음커뮤니케이션, 우수기업으로 DGB금융지주

1) 수직적 구조는 소유경영자기업(Owner-manager firms)와 비소유경영자기업(Non Owner-manager firms)은 총 이사 중 주주비율을 대리변수로 사용하였고 수평적 구조는 1인 소유기업, 1 가족기업, 多 가족기업, 지주회사, 공개기업으로 구분하여 대리인 비용을 측정하였다.

롯데케미칼과 안랩이 수상하였다. 또한 2015년은 수상기업은 대상으로 신한금융지주, 최우수 기업으로 S-OIL과 안랩, 우수기업으로 LG이노텍과 CJ프레시웨이가 선정되었다(한국지배구조원 보도자료, 2015년 10월 13일).

본 연구는 (주)사람인에이치알<sup>2)</sup>에서 2013년 국내인기 패션브랜드 및 기업으로 선정된 기업<sup>2)</sup>과 그렇지 않은 기업의 대리인 비용의 차이를 실증분석하였다. 분석결과 인기 패션브랜드로 선정된 기업이 패션산업에 속하는 다른 기업에 비하여 판관비 분야에서 대리인 비용이 높게 나왔지만 수익성 분야에서는 대리인비용이 낮게 나와 전반적으로는 대리인 비용이 차이가 나지 않는 것으로 나타났다. 본 연구는 국내에서 최초로 패션브랜드 기업의 대리인 비용을 측정·비교한 실증적 증거를 제공하고 있다는 점에서 공헌점이 있을 것이다. 이하 논문의 구성은 다음과 같다. 제2장에서는 연구의 배경, 선행연구의 검토 및 가설을 제시한다. 제3장에서는 연구 설계를 제시하고 제4장에서 실증분석 결과를 요약한다. 제5장에서는 연구의 시사점에 대한 논의와 더불어 결론을 맺는다.

## II. 연구의 배경 및 가설의 설정

한국기업지배구조원은 비영리사단법인으로서 국내상장기업의 기업지배구조 및 사회적책임에 대한 평가와 조사·연구를 통해 기업의 지속가능한 방안을 제시하고 이를 통해 자본시장의 건전한 발전에 기여하고자 설립되어 2004년부터 매년 국내 상장기업을 대상으로 기업지배구조 등급(ESG<sup>3)</sup>)을 공표하고 있다. ESG 등급은 2010년까지는 지배구조항목만으로 평가가 이루어졌으나 2011년부터 환경과 사회부문이 평가항목에 추가되어 통합등급인 ESG등급이 공표되고 있다. 지배구조평가모형은 주주권리보호를 위한 제반장치들의 마련여부, 영업보고서 및 기타 기업관련 사항의 공시여부, 이사회 구성 및 활동내역, 감사기구의 설치 및 운영에 관한 사항 및 경영손익의 배분 5가지 부문으로 구성되어 있다.

2011년부터 개발된 신ESG평가모형을 사용하여 전체 상장법인을 대상으로 ESG수준을 평가하고, 그 결과를 바탕으로 ESG부문별 및 통합등급을 공표하고 매년 지배구조우수기업을 선정하여 발표하고 있으며, 우수점수를 받은 회사에게 대상을 포함하여 지배구조 우수기업 상을 시상하고 있으며, 2010년은 KT, 2011년은 POSCO, 2012년은 KB금융, 2013년은 두산중공업, 2014년은 S-OIL, 2015년은 신한금융지주가 대상을 수상하였다.

Jensen and Meckling(1976)은 소유경영자의 지분율이 100%이하일 때, 소유경영자는 기업 자원으로 소비를 하더라도 소비액을 모두 자신이 부담하지 않으므로 과도한 소비를 하게 된다. 이러한 대리인 비용의 크기는 경영자의 지분율에 따라 다양하게 발생하며 대주주 경영 기업보다 전문경영인 기업에 크게 발생하게 되며 이것을 소유자와 경영자 사이의 대리인비용이라하여 수직적 대리인 비용(Vertical agency costs)라고 한다. 이러한 수직적 대리인 비

2) 취업전문기업 (주)사람인에이치알은 2014년 5월 30일 기준으로 하여 국내 패션브랜드 인기 순위 75위 기업명단을 공개하였다.

3) ESG는 환경(Environment), 사회(Social), 지배구조(Governance)를 일컫는 말로 투명한 지배구조로 기업의 건전성을 높이고 또한 환경, 사회에 미치는 기업의 영향을 분석하고 긍정적인 영향을 이끌어내, 기업이 장기적으로 지속가능한 성장을 이루도록 하는 지속가능경영을 의미한다. ESG 등급은 2010년까지는 지배구조항목만으로 평가가 이루어졌으나 2011년부터 환경과 사회부문이 평가항목에 추가되어 통합등급인 ESG등급이 공표되고 있다.

용은 대주주가 기업 경영을 상세히 파악하고 철저히 감시한다면 그 비용을 감소시킬 수 있지만 대주주가 경영의사결정을 독자적으로 행사할 수 있는 권한을 갖게 된다면 대주주 개인의 이익을 위하여 소액주주의 이익을 해칠 수 있다. 이것을 수평적 대리인 비용(Horizontal agency costs)라고 한다(Grossman and Hart, 1980; Dyck and Zingales, 2004; Gilson and Gordon, 2003; Roe, 2005).

시장에 참가하는 거래당사자간 보유한 정보의 불균형 현상이 나타나게 되는데, 이를 ‘정보의 비대칭성’이라고 한다. 정보의 비대칭성에 대한 분석으로 유명한 Akerlof(1970)는 거래당사자간 품질에 대한 정보의 불균형으로 인한 정보 비대칭성이 존재하므로 시장은 불투명할 수 밖에 없으며, 이로 인해 저품질 제품(lemons)만 시장에 남게 됨을 실증하였다. 즉 중고자동차의 품질에 대한 정보가 부족한 구매자는 평균적 품질 수준의 가격을 지불하려고 하기 때문에 평균보다 양질의 중고차는 시장에서 사라지고 평균이하의 저품질 자동차만 시장에 모이게 된다는 것을 보여 주었다. 이러한 논리를 브랜드 분야에 적용하면 시장 경쟁력이 상대적으로 열악하고 대리인비용이 높은 기업들이 재무정보의 저품질 현상에 대한 노출을 피하기 위해 즉, 정보 비대칭적 현상에 대한 기회주의적 브랜드 전략을 채택할 수 있다는 가설을 설정할 수 있을 것이다.

가설1: 패션브랜드 가치가 높은 기업일수록 대리인 비용이 크다.

### III. 연구 설계 및 표본선정

#### 3.1. 연구모형

본 연구의 모형은 Sridhar et al(2012)의 연구에서 사용한 연구모형을 준용하였다. 우선 표본 대상회사에 대하여 자산회전율(매출액/자산, AT), 판매비외일반관리비 대비 매출액 비율(OPEXP)와 감가상각비,지급이자,세금차감전이익 대비 총자산 비율(EBITD)을 산정하였다. 그리고 2014년 기업지배구조원으로부터 지배구조등급 대상을 수상한 기업<sup>4)</sup>과 표본기업의 비율차이를 아래의 식(1)을 이용하여 계산하였다.

$$\text{Agency cost proxy} = (\text{대상수상기업 비율} - \text{표본기업비율}^5) / \text{대상수상기업비율} \text{-----}(1)$$

위의 3종류의 변수로 측정된 Agency cost proxy는 각각의 변수의 특성이 있기 때문에 주성분분석(PCA, Principal Component Analysis)를 통하여 공통된 특성변수를 추출하였다. 주성분분석은 상관되어 있는 변수들 사이의 복잡한 관계를 단순화시키기 위해서 주로 사용되는 기법이며 주성분분석에서는 변수들을 종속변수와 독립변수로 구분하지 않으면 모든 변수들을 동일하게 취급하여 사용한다. 주성분 분석으로 추출된 공통된 변수를 대리인비용지수

4) 2013년은 지배구조등급 대상은 ‘두산중공업’, 2014년 대상은 ‘S-OIL’, 2015년 대상은 ‘신한금융지주’가 수상하였다. 연구분석대상기간이 2013년이므로 2013년을 심사평가하여 2014년에 대상으로 수상한 S-OIL을 bench model로 선정하여, 대리인 비용이 “0”인 업체로 간주하여 비율차이를 산정하였다.

5) 판매비외일반관리비(OPEXP)은 (표본기업비율-대상수상기업비율)/대상수상기업비율로 산정하였다.

(Agency cost index, ACI)로서 종속변수로 사용하며 ACI 값이 클수록 대리인 비용이 크다는 것을 의미한다. 본 연구에서는 ACI값을 종속변수로 하여 브랜드가치가 높은 기업으로 선정된 기업의 대리인 비용이 그렇지 않은 기업보다 낮은가를 확인하는 가설을 검증하기 위하여 사용한 실증모형을 표기하면 다음과 같다.

$$ACI_{i,t} = \beta_0 + \beta_1 BRAND + \beta_2 SIZE + \beta_3 LEV_{i,t} + \beta_4 CFO_{i,t} + \beta_5 BIG4 + YD + \Sigma IND + \epsilon - (2)$$

여기서,

|              |                                        |
|--------------|----------------------------------------|
| ACI          | : 대리인비용 지수                             |
| BRAND        | : 패션브랜드가치가 높은 기업이면 1, 아니면 0인 더미변수      |
| SIZE         | : LN(총자산)                              |
| LEV          | : 부채비율(총부채/기말총자산)                      |
| CFO          | : 영업활동현금흐름/기초총자산                       |
| BIG4         | : 감사인이 삼일, 안진, 삼정, 한영이면 1, 아니면 0인 더미변수 |
| YD           | : 연도더미                                 |
| $\Sigma IND$ | ; 산업더미                                 |

위 실증모형에서 주요 검증변수는 BRAND 변수로서 패션브랜드가치가 높은 기업으로 선정여부에 따라 대리인 비용이 차이가 나는 가를 확인하기 위하여 도입되었다. 기업의 규모는 대리인 비용에 영향을 미친다. 규모의 경제(economy of scale)는 자원의 효율적 활용에 영향을 미칠 수 있지만 규모의 확대에 의하여 통제기능이 약화되어 효율성이 하락할 수도 있으므로 총자산에 자연로그 취한 값을 변수로 투입하였다(Williamson, 1967, 1985). 대리인 문제의 감시역할로서 은행의 역할은 중요하다. 은행은 기업에 대출금액이 클수록 적극적으로 기업의 경영을 감시하려고 할 것이다(Diamond 1991; Tirole 2006). 따라서 통제변수로 부채비율(LEV)를 투입하였다. 그리고 외부감사인이 BIG4 여부에 대한 더미변수와 연도더미, 산업더미를 추가하였다.

추가분석으로 패션브랜드에 국한하지 않고 전 산업에 걸쳐 브랜드가치가 높은 기업들의 대리인비용의 차이를 확인하고자 하였다. 한국능률협회컨설팅은 ‘2016년 한국산업의 브랜드 파워(Korea Brand Power Index, 이하 K-BPI)조사 결과를 발표하였다. 소비재부문, 내구재부문, Special Issue 부문으로 나누어 총 211개 산업군에서 1위 브랜드를 선정하였다(출처: 조선일보 2016년 3월 10일 기사). K-BPI조사에서 211개 산업군에서 1위로 선정된 브랜드를 가진 기업들의 대리인비용의 차이를 통제집단과 비교하였다.

$$ACI_{i,t} = \beta_0 + \beta_1 K-BPI + \beta_2 SIZE + \beta_3 LEV_{i,t} + \beta_4 CFO_{i,t} + \beta_5 BIG4 + YD + \sum IND + \epsilon - (3)$$

여기서,

K-BPI : 2016년 한국산업의 브랜드파워조사 1위브랜드 기업이면 1, 아니면 0인 더미변수  
기타변수: 연구모형(2)와 동일함.

### 3.2 표본의 선정

본 연구는 패션브랜드 가치가 높은 기업의 대리인 비용이 그렇지 않은 기업과 차이가 있는가를 확인하는 데 목적이 있다. 연구대상기간은 2013년<sup>6)</sup>이며 표본대상은 외부감사기업을 대상으로 하였으며, 구체적으로 본 연구에서 표본선정기준은 다음과 같다.

- (1) 12월 결산법인일 것
- (2) 금융업에 속하지 않는 기업
- (3) KIS VALUE 데이터베이스와 FnGuide 데이터베이스로부터 자료추출이 가능한 기업

패션브랜드우수기업을 대상으로 한 본 분석과 K-BPI선정 우수브랜드기업으로 구성된 추가분석에서 각 표본수는 <표 3>에 나타나 있다. 총표본수 15,333개이고 연구모형(2)에서는 패션브랜드 우수기업은 32개와 기타 통제집단 15,301개의 대리인비용의 차이를 비교하고 연구모형 (3)에서는 K-BPI 1위 브랜드 기업 76개와 기타 통제집단 15,257개의 차이를 비교하였다.

<표 3> 표본수

| 연구모형 | 패션브랜드 우수기업 | K-BPI 1위 브랜드 | 기타     | 총표본수   |
|------|------------|--------------|--------|--------|
| (2)  | 32         |              | 15,301 | 15,333 |
| (3)  |            | 76           | 15,257 | 15,333 |

## IV. 실증 분석 결과

### 4.1 기술통계량 및 상관계수

주요 검증모형에 포함된 모든 변수는 극단치의 영향을 완화시키기 위해 상하위 1%를 초과하는 값은 1% 및 99%의 값으로 조정(winsorize)하였다. <표 4>에서는 주요변수의 기술통계량이 나타나 있다. 총표본의 대리인비용지수변수(ACI)의 평균은 0.2987로서 양(+)의 값을 가지고 자산규모변수(SIZE)의 평균은 24.3296이고 부채비율변수(LEV)의 평균은 0.5601, 영업현금흐름변수(CFO)의 평균은 0.0516으로 나타났다.

6) 연구대상기간을 2013년까지 선정한 이유는 ㈜사람인에서 패션브랜드 가치를 평가한 기간이 2013년이기 때문에 동일한 연도를 연구대상기간으로 하였다.

<표 4> 기술통계량

|              | 평균      | 표준편차   | 25%     | 50%     | 75%     |
|--------------|---------|--------|---------|---------|---------|
| <i>ACI</i>   | 0.2987  | 1.0915 | 0.2433  | 0.6326  | 0.8327  |
| <i>BRAND</i> | 0.0021  | 0.0456 | 0       | 0       | 0       |
| <i>KBPI</i>  | 0.0049  | 0.0702 | 0       | 0       | 0       |
| <i>SIZE</i>  | 24.3296 | 1.1209 | 24.5436 | 24.0392 | 24.8345 |
| <i>LEV</i>   | 0.5601  | 0.2555 | 0.3656  | 0.5907  | 0.7635  |
| <i>CFO</i>   | 0.0516  | 0.1336 | -0.0044 | 0.0427  | 0.1055  |
| <i>BIG4</i>  | 0.2368  | 0.4251 | 0       | 0       | 0       |

주1) 변수의 정의: ACI=대리인 비용지수; BRAND=패션브랜드 우수 기업이면 1 아니면 0인 더미변수; KBPI=브랜드파워 1위기업이면 1 아니면 0인 더미변수; SIZE=LN(기말총자산); LEV=부채비율(기말총부채÷기말총자산); CFO=영업현금흐름÷기말총자산; BIG4=외부감사인인 삼일, 안진, 삼정, 한영이면 1, 아니면 0인 더미변수

한편 <표 5>에서는 주요변수간의 상관계수를 보여주고 있다. 패션브랜드우수기업변수(BRAND)와 브랜드파워1위변수(KBPI)는 대리인 비용 지수(ACI)와 의미있는 값이 나타나지 않았다. 그러나 ACI변수는 SIZE변수와 상관계수는 0.019로서 유의한 양(+)의 값을 가지나 LEV변수의 상관계수는 -0.117로서 유의한 음(-)의 값을 가지는 것으로 나타났다. BRAND변수는 SIZE변수와 유의한 양의 상관관계를 가지고 LEV변수와는 유의한 음의 상관관계 값을 가지는 것으로 나타났으며, KBPI변수는 SIZE변수와 유의한 양의 상관관계 값을 가지고 LEV변수와는 유의한 음의 상관관계를 가지나 CFO변수와는 유의한 양의 상관관계를 가지는 것으로 나타났다.

〈표 5〉 주요변수간의 상관계수

|              | <i>ACI</i> | <i>BRAND</i>    | <i>KBPI</i>     | <i>SIZE</i>     | <i>LEV</i>       | <i>CFO</i>       | <i>BIG4</i>      |
|--------------|------------|-----------------|-----------------|-----------------|------------------|------------------|------------------|
| <i>ACI</i>   |            | 0.011<br>(0.17) | 0.007<br>(0.33) | 0.019<br>(0.01) | -0.117<br>(<.00) | -0.331<br>(<.00) | 0.012<br>(0.11)  |
| <i>BRAND</i> |            |                 | 0.578<br>(<.00) | 0.062<br>(<.00) | -0.021<br>(0.00) | 0.000<br>(0.96)  | 0.024<br>(0.00)  |
| <i>KBPI</i>  |            |                 |                 | 0.162<br>(<.00) | -0.032<br>(<.00) | 0.013<br>(0.09)  | 0.091<br>(<.00)  |
| <i>SIZE</i>  |            |                 |                 |                 | -109<br>(<.00)   | 0.002<br>(0.78)  | 0.423<br>(<.00)  |
| <i>LEV</i>   |            |                 |                 |                 |                  | -0.159<br>(<.00) | -0.165<br>(<.00) |
| <i>CFO</i>   |            |                 |                 |                 |                  |                  | -0.037<br>(<.00) |

(주1) 표(괄호 속)에 제시된 수치는 각각 Pearson의 적률상관계수(p-값)을 나타냄.

(주2) \*\*\*, \*\*, \*은 각각 1%, 5%, 10% 수준에서 유의적(양측검정).

(주3) 변수정의는 〈표 4〉를 참조

## 4.2 회귀분석

패션브랜드 우수기업의 대리인 비용의 차이를 확인하기 위한 회귀분석 결과는 <표6>에 나타나 있다. 대리인비용지수(ACI)를 추출하기 위한 3개 재무비율 중 자산회전율(AT)의 준거기업의 재무비율의 차이 값을 종속변수로 하여 모형 1을 구성하고, 판매비일반관리비 대비 매출액비용(OPEXP)의 차이 값을 사용하여 모형 2, EBITD대비 총자산비용(EBITD)의 차이 값을 종속변수로 하여 모형 3, 이들 차이 값을 주성분분석(PCA)를 통하여 추출한 대리인비용지수를 종속변수로 하여 모형 4를 구성하여 실증분석을 하였다.

모형 1과 모형 4에서는 BRAND변수는 의미있는 값이 나타나지 아니하였다. 그러나 모형2에 BRAND변수의 값은 11.355로서 0.01%수준에서 유의한 양(+)의 값이 나타나지만 모형3에서 BRAND변수의 값은 -0.529로서 0.05%수준에서 유의한 음(-)의 값을 가졌다. 이러한 결과는 패션 브랜드 가치가 높은 기업들이 판매비와관리비 부문에서 대리인비용이 높지만 수익성부문에서는 높은 성과로 인하여 대리인비용이 낮은 것으로 나타났고 이러한 양방향의 효과가 서로 상쇄되어 주성분분석에 의한 대리인비용은 다른 일반기업과 차이가 나지 않는 것으로 해석할 수 있다.

통제변수로 투입된 부채비율변수(LEV)는 모든 모형에서 통계적으로 유의한 음(-)의 값을 보이고 있으므로 차입금이 클수록 금융기관에 의한 감사기능이 강화되어 대리인 비용이 줄어든다는 선행연구를 지지하는 것으로 나타났다. 그러나 영업현금흐름이 클수록 대리인비용이 클 것이라는 선행연구와 달리 CFO변수가 음(-)의 유의한 값을 나타내고 있는 이유는 주성분분석으로 ACI산정시 수익성비용(EBITD)이 포함되었기 때문인 것으로 해석된다. 다중공선성(Multicollinearity)를 확인하기 위한 VIF계수는 모두 1.3~2.4사이의 값을 나타내어 다중공선성 문제가 없음을 확인하였다.

<표 6> 회귀분석 결과

| $ACI_{i,t} = \beta_0 + \beta_1 BRAND + \beta_2 SIZE + \beta_3 LEV_{i,t} + \beta_4 CFO_{i,t} + \beta_5 BIG4 + YD + \sum IND + \epsilon$ |          |           |          |           |          |           |          |           |          |
|----------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------|----------|-----------|----------|-----------|----------|-----------|----------|-----------|----------|
| 변수                                                                                                                                     | 회귀<br>계수 | 모형1       |          | 모형2       |          | 모형3       |          | 모형4(ACI)  |          |
|                                                                                                                                        |          | 계수값       | t값       | 계수값       | t값       | 계수값       | t값       | 계수값       | t값       |
| <i>Intercept</i>                                                                                                                       |          | -1.020    | -5.37*** | 57.162    | 17.1***  | -2.091    | -9.04*** | 0.659     | 3.21***  |
| <i>BRAND</i>                                                                                                                           | (+)      | -0.216    | -1.26    | 11.355    | 3.78***  | -0.529    | -2.53**  | 0.177     | 0.95     |
| <i>SIZE</i>                                                                                                                            | (+)      | 0.104     | 13.28*** | -1.68     | -12.1*** | 0.071     | 7.48***  | -0.002    | -0.22    |
| <i>LEV</i>                                                                                                                             | (-)      | -2.028    | -63.0*** | -7.439    | -13.2*** | 0.642     | 16.4***  | -0.792    | -22.7*** |
| <i>CFO</i>                                                                                                                             | (+)      | -0.592    | -9.50*** | -22.592   | -20.7*** | -4.893    | -64.4*** | -3.175    | -47.0*** |
| <i>BIG4</i>                                                                                                                            | (-)      | -0.189    | -9.14*** | 2.077     | 5.72***  | -0.039    | -1.57    | 0.000     | 0.03     |
| <i>YD</i>                                                                                                                              |          | Included  |          | Included  |          | Included  |          | Included  |          |
| <i>ΣIND</i>                                                                                                                            |          | Included  |          | Included  |          | Included  |          | Included  |          |
| <i>Obs.</i>                                                                                                                            |          | 15,040    |          | 15,040    |          | 15,040    |          | 15,040    |          |
| <i>F-statistics</i>                                                                                                                    |          | 859.48*** |          | 133.23*** |          | 995.96*** |          | 492.15*** |          |
| <i>Adj-R<sup>2</sup></i>                                                                                                               |          | 0.222     |          | 0.042     |          | 0.248     |          | 0.140     |          |

주1) \*\*\*, \*\*, \* 는 각각 1%, 5%, 10%수준에서 유의함을 나타냄(양측검증)

주2) 변수의 정의:ACI=대리인비용 지수; BRAND=패션브랜드우수기업이면 1 아니면 0인 더미변수; SIZE: LN(총 자산); LEV=부채비율(기말총부채÷기말총자산); CFO=영업현금흐름÷기말총자산; BIG4=감사인이 삼일, 안진, 한영, 삼정이면 1 아니면 0인 더미변수

추가분석으로 한국능률협회컨설팅에서 2016년 한국산업의 브랜드파워조사에서 211개 산업부문에서 1위로 선정된 기업의 대리인 비용의 차이를 분석하기 위한 연구모형(3)의 회귀분석 결과가 <표 7>에 나타나 있다. 브랜드파워1위변수(K-BPI)의 회귀계수값이 모형1에서 약한 양(+)의 값이 나타나지만 모형2에서 0.01%수준에서 유의한 양의 값을 가지고 모형3에서 0.05%수준에서 유의한 음의 값을 가지고 이러한 양방향의 상쇄효과로 인하여 대리인비용지수(ACI)를 투입한 모형4에서는 의미있는 값이 나타나지 않았다. 이러한 결과는 본 분석의 결과와 대동소이하다.

<표 7> 추가분석 결과-브랜드파워1위표본

| $ACI_{i,t} = \beta_0 + \beta_1 K - BPI + \beta_2 SIZE + \beta_3 LEV_{i,t} + \beta_4 CFO_{i,t} + \beta_5 BIG4 + YD + \sum IND + \epsilon$ |          |           |          |           |         |           |          |           |         |
|------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------|----------|-----------|----------|-----------|---------|-----------|----------|-----------|---------|
| 변수                                                                                                                                       | 회귀<br>계수 | 모형1       |          | 모형2       |         | 모형3       |          | 모형4(ACI)  |         |
|                                                                                                                                          |          | 계수값       | t값       | 계수값       | t 값     | 계수값       | t 값      | 계수값       | t 값     |
| <i>Intercept</i>                                                                                                                         |          | -1.053    | -5.50*** | 58.122    | 17.3*** | -2.122    | -9.10*** | 0.674     | 3.26*** |
| <i>K-BPI</i>                                                                                                                             | (+)      | -0.199    | -1.76*   | 7.117     | 3.60*** | -0.271    | -1.97**  | 0.113     | 0.952   |
| <i>CONTROLS</i>                                                                                                                          |          | Included  |          | Included  |         | Included  |          | Included  |         |
| <i>YD</i>                                                                                                                                |          | Included  |          | Included  |         | Included  |          | Included  |         |
| <i>ΣIND</i>                                                                                                                              |          | Included  |          | Included  |         | Included  |          | Included  |         |
| <i>Obs.</i>                                                                                                                              |          | 15,040    |          | 15,040    |         | 15,040    |          | 15,040    |         |
| <i>F-statistics</i>                                                                                                                      |          | 859.87*** |          | 132.96*** |         | 995.28*** |          | 492.13*** |         |
| <i>Adj-R<sup>2</sup></i>                                                                                                                 |          | 0.222     |          | 0.042     |         | 0.248     |          | 0.140     |         |

주1) \*\*\*, \*\*, \* 는 각각 1%, 5%, 10%수준에서 유의함을 나타냄(양측검증)

주2) 변수의 정의: K-BPI=브랜드파워1위기업이면 1 아니면 0인 더미변수 기타 변수는 <표 6>과 동일

## V. 결 론

본 연구는 최근에 해외 명품 브랜드 기업들이 높은 본국 배당 송금에 비하여 사회 기부활동 등 사회공헌도가 낮다는 언론 보도에 의하여 패션브랜드가치가 높은 기업들의 대리인 비용을 살펴보고자 하였다. 대리인 문제는 주주와 경영자의 사이에서 발생하는 수직적 대리인 비용과 대주주와 소액주주의 사이에서 발생하는 수평적 대리인 비용이 있다. 소위 시장의 ‘레몬효과’에 의하여 시장에서 경쟁력이 열악하고 대리인비용이 높은 기업들이 낮은 재무성과의 시장 노출을 회피하기 위하여 브랜드 전략을 적극적으로 선호할 수 있다고 볼 수 있다는 측면에서, 브랜드 가치가 높은 기업들의 대리인 비용을 다른 기업들과 비교하는 것이 본 연구의 목적이다.

패션브랜드가치가 높은 기업은 ㈜사람인에이치알에서 패션브랜드가치를 측정하여 상위순위 75위 기업으로 발표한 기업을 패션브랜드가치가 높은 기업으로 선정하였다. 한편 기업지배구조원 국내기업의 지배구조제도를 개선하기 위하여 상장기업의 지배구조제도를 평가하여 기업별로 지배구조등급을 평가하고 매년 우수기업에 대하여는 수상을 하고 있다. 이러한 배경으로 2013년 기업지배구조원의 지배구조 대상을 S-OIL이 수상하였다. 브랜드 가치가 높은 기업 32개와 기타업체 15,301업체의 대리인 비용의 크기를 비교하였다.

대리인 비용은 매출액 자산비율(AT), 영업비용 대비 매출액(OPEXP), EBITD 대비 총자산(EBITD)비율을 표본기업별로 구한 값과 2014년 지배구조등급으로 대상을 받은 S-OIL의 비율 차이를 각각 구하여 3가지 차이비율의 공통된 속성을 변수를 산정하기 위하여 주성분분석(PCA)으로 공통변수를 추출하고 이 변수를 대리인 비용의 지수변수(ACI)로 선정하였다. 패션

브랜드우수기업을 관심변수로 하고 대리인비용지수(ACI)를 종속변수로 하는 회귀분석을 실시하였다. 분석결과 패션브랜드우수기업은 판매비와관리비 분야에서 대리인비용이 높게 나타나고 수익성 분야에서 대리인비용이 낮게 나타나서 전체적인 대리인비용은 일반기업과 차이 나지 않는 것으로 나타났다. 추가 분석으로 패션브랜드에 국한 하지 않고 211개 산업군에서 브랜드파워 1위로 선정된 기업을 대상으로 대리인비용을 차이를 확인한 결과 본 분석의 결과와 동일한 것으로 나타났다. 본 연구의 결과는 주성분분석으로 추출한 대리인 비용 지수와 Doukas et al(2000)의 대리인비용지수 모형에 의존하고 있으나 기타 다양한 대리인비용지수가 존재하고 있으므로 다른 대리인 비용 지수를 사용하면 결과가 달리 나올 수도 있는 점과 국내에서 브랜드 가치정보에 대한 공시자료가 부족하여 연구기간이 2013에 국한되어 있다는 연구의 한계점을 가지고 있다.

## [참 고 문 헌]

- Akerlof, George A, 1970. "The Markets for Lemons: Quality Uncertainty and the Market Mechanism" *Quarterly Journal of Economics* Vol. 84 No. 3. 488-500
- Diamond, D.W., 1991, "Monitoring and reputation: The choice between bank loans and directly placed debt", *The Journal of Political Economy* 99, 689-721.
- Djankov, S., La Porta, R., Lopez - de - Silanes, R., Shleifer, A., 2008, " The law and economics of self - dealing". *Journal of Financial Economics*, 88, 430 - 65.
- Doukas, J., Kim, C., & Pantzalis, C. 2000. "Security analysts, agency costs, and company characteristics". *Financial Analysts Journal*, 56(6), 54 - -63.
- Dyck, A. and Zingales, L., 2004, "Private Benefits of control, an international comparison", *Journal of Finance*, 59, 537-600.
- Gillan, S., 2006, "Recent developments in corporate governance: An overview", *Journal of Corporate Finance*, 12, 381-402.
- Gilson, R. J., and Gordon, J., 2003, "Controlling shareholders", Columbia Law and Economics Working Paper No. 228.
- Grossman, S., and Hart, O., 1980, "Takeover bids, the free-rider problem and the theory of the corporation" , *Bell Journal of Economics*, 11, 42-64.
- Hermalin, B., 2005, "Trends in corporate governance", *Journal of Finance* 60, 2351 - 2384.
- Jensen, M., and W. Meckling, 1976, "Theory of the firm: managerial behavior, agency costs and ownership structure", *Journal of Financial Economics*, 3, 305-360.
- Roe, M. J., 2005, The institutions of corporate governance in *Handbook of New Institutional Economics* 371
- Shleifer, A., and Vishny, R.W., 1997, A survey of corporate governance, *Journal of Finance*, 52, 737-789.
- Sridhar Gogineni, Scott C. Linn, Pradeep K. Yadav, 2012, "Ownership Structure, Managment Control and Agency Cost: Direct Empirical Evidence", Working Paper
- Tirole, J., 2006, *The theory of corporate finance*, Princeton. NJ: Princeton University Press.
- Williamson, O.E., 1967, Hierarchical control and optimum firm size. *Journal of Political Economy*, 75, 123 - 138.
- Williamson, O.E., 1985, *The Economic Institutions of Capitalism: Firms, Markets, Relational Contracting*. New York: The Free Press.

