

규제연구 제17권 제2호 2008년 12월

지주회사와 대기업집단 규제의 정책효과에 대한 연구

-대리인비용의 추정을 중심으로-

이 원 흠*

본 연구에서는 대리인비용(agency costs)의 크기를 추정함으로써 지주회사제도 및 대기업집단에 대한 규제정책의 효과를 평가하였다. 본 연구는 M&M모형(1958, 1961, 1963)을 확장하여, 법인세, 도산확률, 무형자산의 자본화, 성장기회 및 대리인비용이 존재한다는 가정하에서 개발된 기업가치평가모형과 가중평균자본비용모형을 이용하였다. 동 모형은 법인세, 도산확률, 무형자산의 자본화 및 성장기회뿐만 아니라, 대리인비용도 존재한다는 전제조건이 추가된 상황에서 기업가치 및 자본비용을 평가하는 모형이다. 동 모형은 기업의 내재가치는 실물자산가치, 무형자산가치, 성장기회가치 및 지급이자의 절세효과와 예상도산비용 및 대리인비용이 복합적으로 반영된 수익가치 등 모두 네 부분으로 구성되고, 또한, 세후 가중평균자본비용은 무부채기업의 자본비용, 지급이자의 절세효과 및 예상도산비용, 그리고 대리인비용의 조정항목 등 크게 4부분으로 구성된다는 것을 보여주고 있다.

대리인비용 추정모형을 통해 실증분석 결과는 다음과 같이 요약된다.

첫째, 지주회사의 대리인비용은 비지주회사에 비해 기업가치 대비 9% 가량 절감되는 효과가 있는 것으로 나타났다. 한편, 대기업집단 소속기업에서 지주회사로 전환한 기업의 대리인비용도 비전환회사에 비해 9% 가량 절감되는 것으로 추정된다.

둘째, 반면에, 대기업집단 소속기업의 대리인비용은 비집단 기업에 비해 기업가치 대비 약 10% 가량 더 큰 것으로 나타났다.

결론적으로, 대기업집단의 복잡한 순환출자 구조에 비해 단순화된 지주회사의 출자구조는 각종 대리인문제를 해소하고, 대리인비용을 낮추면서 기업가치를 상승시키는 것으로 해석된다. 따라서 현재 추진되고 있는 지주회사의 전환과 설립에 대한 규제완화정책은 기대했던 긍정적인 효과가 있는 것으로 추론할 수 있다.

핵심용어: 대리인비용, 기업가치평가모형, 지주회사, 대기업집단, 기업지배구조

* 홍익대학교 경영대학, 서울특별시 마포구 상수동 72-1(e-mail: whlee@hongik.ac.kr)

** 이 논문은 2008학년도 홍익대학교 학술연구진흥비에 의하여 지원되었음.

본 논문에 대해 유익한 논평을 해 주신 두 분의 심사자에게 감사드립니다.

접수일: 5/26, 게재확정일: 8/18

I. 서론: 지주회사

본 연구의 목적은 지주회사에 대한 규제완화정책이 소기의 목적을 달성하였는가 여부를 실증적으로 검증하는 데 있다. 본 연구에서는 대기업집단에 대한 정책당국의 규제정책 목적을 기업지배구조의 개선 및 그에 따른 대리인문제 해소에 두는 것으로 상정한다.

지주회사(holding company)는 일반적으로 주식소유를 통해 다른 회사의 사업내용을 지배하는 것을 주된 사업으로 하는 회사를 의미하지만,¹⁾ 협의로는 다른 회사의 지배를 주 사업으로 하되 공정거래법상의 요건을 충족하는 회사를 지주회사로 정의한다.²⁾

기업들이 지주회사를 설립 혹은 전환하여 기업집단의 출자구조를 수직적으로 단순화하는 데 탄력을 받고 있다. 지난 1986년 공정거래법 1차 개정 때에 경제력 집중을 우려하여 지주회사 설립을 금지한 바 있다. 그러나 1997년 IMF 외환위기 이후, 기업지배구조 개선 및 기업경쟁력 강화라는 정책목표를 달성키 위해 1999년 2월 공정거래법 7차 개정 때에 지주회사의 설립 및 전환이 허용되어 2000년부터 순수지주회사가 나타나기 시작하였다. 이후 지주회사의 장단점에 대한 논의가 무성한 반면, 지주회사의 설립이나

1) 지주회사의 사업내용에 따라 순수지주회사(pure holding company)와 사업지주회사(operating holding company)로 대별한다. 순수지주회사는 상품, 용역의 생산, 판매와 같은 일반사업을 전혀 하지 않고 순전히 타 회사의 주식지분을 지배하는 사업만을 영위하는 지주회사인 반면, 사업지주회사는 일반사업도 영위하는 지주회사를 의미한다.

2) 공정거래법상에서는 지주회사를 일반지주회사와 금융지주회사로 구분한다. 일반지주회사는 자산총액이 1,000억 원 이상이고, 당해 회사가 소유하는 자회사의 주식이액 합계액이 자산총액의 50% 이상이어야 하며(공정거래법 제2조 제1호의2, 시행령 제2조 제1, 2항), 금융 및 비금융회사의 주식을 동시에 소유할 수 없도록 규정하고 있다(공정거래법 제8조의2 제4, 5호). 금융지주회사는 공정거래법뿐만 아니라 금융지주회사법의 규제를 받고 있다(금융지주회사법 제15조). 그러나 본 연구에서는 금융지주회사는 논의에서 제외한다.

전환이 그다지 활성화되지 못하다가, 2006년 대규모기업집단 정책에 대한 로드맵이 발표되고, 2006년 11월에 공정거래위원회가 지주회사제도 개선책을 제시한 이후, 2007년 4월 공정거래법의 개정을 통해 법적으로 지주회사 설립요건과 유지요건을 완화함으로써 활발히 설립되는 현상이 나타나고 있다.³⁾

2007년 4월 현재, 공정거래법상 지주회사는 총 38개, 지주회사에 속해 있는 자회사⁴⁾ 249개, 손자회사⁵⁾ 93개 등 총 380개에 달한다.

지주회사가 정부나 학계의 관심을 끄는 이유는 우리나라의 경제사회적인 현실 때문이다. 우리나라의 대기업은 출자구조가 복잡하고, 대리인문제가 심각한 것으로 세계적으로 유명하다.⁶⁾ 따라서 정책당국은 대기업집단으로 대표되는 한국기업의 복잡한 환상형 순환출자구조를 정부가 법적, 제도적으로 규정하는 바대로 단순한 수직적 출자구조를 갖는 형태로 변화시킴으로써 투명성과 책임성을 증대하고자 한다.

그러나 거시조직이론 측면에서 기업구조, 특히 정부가 바라는 대로 지주회사화, 수직적 출자구조의 단순화를 통해 기업경영의 투명성과 책임성이 높아질 것인가에 대한 의문이 제기된다. 거시조직이론에서는 기업구조는 거래비용(transaction cost)과 대리인비용(agency cost)의 두 가지 측면에서 균형점을 찾아가는 과정에서 각 기업의 선택에 따라 결정된다는 것이 정설로 알려지고 있다.⁷⁾

과연 지주회사의 설립 혹은 전환을 지원하는 정책이나 관련규제 완화정책은 거래비용(transaction cost)과 대리인비용(agency cost) 측면에서 비용의 절감효과가 있는 정책인가에 대한 실증분석이 필요하다.

지주회사제도의 긍정적인 면을 강조하는 측에서는 다음과 같은 지주회사의 대리인비용 측면에서 특히 장점을 부각하여 강조한다.⁸⁾

3) 한철수(2007), 최충규(2006) 참조.

4) 자회사는 지주회사에 의하여 사업내용을 지배받는 국내회사를 말하며(공정거래법 제2조 제1호의3), 시행령에서 자회사가 되기 위한 요건으로서, 지주회사의 계열회사이고, 지주회사가 소유하는 주식의 최대 출자자가 소유하는 주식과 같거나 많아야 한다고 규정하고 있다(시행령 제2조 제3항).

5) 사업관련손자회사는 자회사에 의하여 사업내용을 지배받는 국내회사를 말하며(공정거래법 제2조 제1호의4), 시행령에서 자회사와 밀접한 관련이 있는 사업내용을 열거하고 있다(시행령 제2조의2).

6) Baek et al.(2004), Claessens et al.(2000), Johnson et al.(2000)

7) 기업을 계약의 집합체로 이해하는 법경제학에서는 거래비용과 대리인비용을 포괄적으로 계약비용(contract cost)라고도 부른다. Jensen-Meckling(1976), 신석훈(2007) 참조.

첫째, 지주회사제도하에서는 자회사, 손자회사 등 지주회사의 지배를 받는 각 개별기업의 독립경영이 강화되어 각사는 자체사업에 전념하고, 타 회사의 지배권 확보 등 불필요한 투자에 신경 쓸 필요가 없어지기 때문에 경쟁력 강화에도 도움이 된다.

둘째, 지주회사의 지배주주가 지주회사의 주식을 대량 보유하게 되면 자회사의 사업 기회 유용, 이익 빼돌리기 등과 같은 대주주-경영자 간의 대리인문제가 해소될 것이다.

셋째, 지주회사는 주사업의 성격상 수입원을 자회사의 배당금에 크게 의존하기 때문에 주주에 대한 배당정책이 합리화될 것이고, 이는 대주주-경영자 간의 대리인문제 해소에 기여할 것이다.

넷째, 지주회사제도하에서는 자회사, 손자회사 등 지주회사의 지배를 받는 각 개별기업의 독립경영이 강화되면 부실기업이 발생할 경우, 더욱 합리적이고 신속한 퇴출결정이 가능해지고, 따라서 부실기업에 대한 부당지원, 연쇄도산과 같은 불합리한 경영자-채권자 간의 대리인문제가 해소될 것이다.

다섯째, 지주회사제도하에서는 자회사, 손자회사 등 지주회사의 지배를 받는 각 개별기업의 출자구조가 단순화되고 독립경영이 강화되어 기업경영상 의사결정에 대한 법적 권리 및 책임소재가 명확하게 되면 투명성과 책임성이 제고되고, 대주주-경영자 간의 대리인문제가 해소될 것이다.

여섯째, 지주회사화는 복잡한 환상형 순환출자구조를 단순한 수직적 출자구조로 전환시키기 때문에 가공자본에 의한 무리한 기업확장을 방지할 수 있고, 계열사 간 출자 혹은 상호출자를 통해 소수지분만으로 소유권과 괴리된 다수의 의결권을 갖는, 소위 가공자본에 의한 폐해도 방지할 수 있으므로, 대주주-소액주주 간의 대리인문제가 해소될 것이다.

그러나 위와 같은 논거만으로는 거래비용과 대리인비용 측면에서 다음과 같은 이유 때문에 지주회사가 전능한 해결방안이 될 수 없다.

첫째, 지주회사화 및 그에 따른 각 개별기업의 독립경영 강화는 거시조직이론 측면에서는 기업조직의 외부화 현상으로 분류되고, 이는 독립적 거래상대방의 기회주의적 행동을 유발시켜 거래비용을 증대시킬 수도 있다. 따라서 당연히 계약비용 등을 포함하여

8) 권오승(2007), 김상근(2007), 전삼현(2004)

거래비용의 증가를 야기할 것이다.

둘째, 지주회사제도하에서는 자회사, 손자회사 등 지주회사의 지배를 받는 각 개별기업의 독립경영이 강화되면, 그동안 없었던 새로운 지주회사 주주와 자회사 주주 간의 대리인문제가 발생한다. 예를 들면, 지주회사의 주주 입장에서는 자회사의 사업 성과와 그에 따른 배당금 지급액이 이익의 주된 원천이 된다. 그러나 지주회사의 주주는 법적으로 자회사의 주주총회의 의결권에 영향력을 행사할 수 없다. 따라서 지주회사의 주주는 자신의 이익에 중대한 영향을 미치는 자회사의 영업양도, 합병, 해산결정, 정관변경 등 자회사의 주주총회 결의사항에 대한 의결권이 없다. 이는 주주-주주 간의 대리인문제가 야기될 소지가 많은 분야이다.⁹⁾ 또 다른 유형의 대리인문제도 야기된다. 지주회사-자회사-손자회사와 같은 출자구조에 의한 기업결합은 지배와 종속관계를 형성하게 됨으로써 지주회사 지배주주의 사익추구 혹은 권리남용에 의한 자회사 자신, 자회사의 소수주주 및 자회사의 채권자 이익이 침해될 가능성이 커진다.¹⁰⁾

셋째, 지주회사제도하에서는 자회사, 손자회사 등 지주회사의 지배를 받는 각 개별기업의 독립경영이 강화되면 지주회사 이사회와 자회사 이사회 사이에, 그동안 없었던 새로운 경영자-경영자 간의 대리인문제가 발생할 소지가 많다. 예를 들면, 자회사의 관리를 기본업무내용으로 하는 지주회사의 이사회와 독립경영을 하고자 하는 자회사의 이사회에 지주회사의 이사가 겸임하는 경우, 자기거래 혹은 배당액 결정 등에서 대리인문제가 유발될 소지가 많다.¹¹⁾

넷째, 한국의 실정상, 대부분의 지주회사 설립이나 전환은 자회사가 이미 상장된 이후에 추진되기 때문에 상장자회사에 대한 지주회사의 지분율이 낮을 수밖에 없다. 이는 앞에서 지주회사의 장점으로 열거된 논거들이 현실화되기 어려운 이유가 된다.

따라서 본 연구에서는 2000년도 이후 지주회사와 관련된 규제완화정책이 대리인비용의 절감효과가 있는가에 대한 실증분석을 시도하였다.

지주회사의 대리인비용 문제에 대한 본 연구의 가설은 다음과 같이 상정하고 실증분

9) 박경서(2007), 정준우(2006)

10) 예를 들면, 지주회사에 의한 자회사의 회사기회 유용이나 비자금 조성, 전환사채 및 신주인수권부사채의 제3자 배정, 편법상속 등이 이 유형에 속하는 사례이다[유진희(2006), 권영애(2006)].

11) 김상곤(2007), 이동원(2005), 정준우(2006)

석을 시도한다.

가설 1: “지주회사와 소속자회사의 대리인비용은 비지주회사에 비해 낮을 것이다.”

가설 2: “대기업집단 소속기업의 대리인비용은 비집단기업에 비해 높을 것이다.”

본 논문의 구성은 다음과 같다. 제2장에서는 법인세, 도산확률 및 대리인비용하에서의 기업가치평가모형과 가중평균자본비용모형을 소개하고, 이를 이용한 대리인비용의 추정방법론을 정리한다. 제3장에서는 2000년 이후 2007년 4월까지 설립 혹은 전환된 지주회사와 그 소속회사 및 출자총액제한기업으로 지정된 대기업집단에 소속된 기업을 대상으로 대리인비용을 추정하고, 대리인이론의 가설검정 결과를 보고한다.

II. 법인세, 도산확률, 대리인비용하의 기업가치평가모형과 세후가중평균자본비용

1. 모형 전개상 기본가정

기업가치평가와 가중평균자본비용에 대한 모형도출을 위해서 기본적으로 다음과 같은 두 가지 전제적인 가정이 필요하다.

첫째, 기업이 도산할 경우, 채권자는 자신의 채권금액에 대해 일정비율 γ 로 비례하여 도산비용을 감당하는 것으로 가정하였다. 도산확률은 대리인비용과 내재적으로 내생적인 관계가 없는 것으로 가정한다. 따라서 기업이 도산하는 경우, 채권자의 현금흐름에서 차감되는 도산비용이 발생하고, 그 도산비용의 크기는 부채잔액에 대해 외생적인 일정비율 γ 로 비례하여 발생하는 금액으로 가정한다.

둘째, 기업 내에 경영자, 주주, 채권자 등 다양한 경제주체가 존재하면 대리인문제가 발생하는 경우와 발생하지 않을 경우가 있는 것으로 상정한다. 따라서 대리인문제가 발생할 경우에는 대리인비용은 영업이익에 대한 외생적인 일정비율 η 로 비례하여 초래된

대리인비용이 영업이익에서 차감되는 것, 즉 기업의 부가가치 창출력이 훼손되는 것으로 가정하였다.

2. 현금흐름분석

도산하지 않을 경우와 도산할 경우에, 각 경우별 도산비용 및 대리인비용의 발생을 감안한 채권자와 주주의 예상현금흐름, 기업의 예상현금흐름으로 분석하면 다음과 같다.

첫째, 도산 여부에 따른 경우별 채권자의 현금흐름은 두 가지 경우로 구분한다. 우선, 도산하지 않은 경우, 시장실세금리로 지급받는 이자액 $K_d \times B$ 인 것으로 상정한다. 다음으로, 도산하는 경우, 기업이 도산하게 되면 주주는 현금흐름에 대한 청구권이 전혀 없어지고, 이때 채권자는 자신이 보유한 채권잔액에 비례하여 도산비용 $\gamma \times B$ 를 부담하고 난 이후에 기업의 현금흐름에 대해 청구권을 갖는 것으로 상정하였다. 이 경우에도 기업의 현금흐름은 대리인비용이 존재하면 영업이익에서 일정률 차감되어 $X(1 - \eta \times AG)$ 만큼 될 것이고, 그에 대한 법인세도 납부하는 것으로 가정한다.

[식 2-1] 채권자의 현금흐름

도산하는 경우: $\phi [X(1 - \eta \times AG)(1 - \tau) - \gamma B]$

도산하지 않은 경우: $(1 - \phi) (K_d B)$

여기서, ϕ : 도산확률

γ : 도산비용

B : 부채가치

K_d : 타인자본비용

X : 영업이익

η : 대리인비용

AG : 대리인비용 발생 여부에 대한 더미변수

(대리인문제가 발생하면 $AG = 1.0$, 발생하지 않으면 $AG = 0.0$)

τ : 법인세율

둘째, 도산 여부에 따른 경우별 주주의 현금흐름은 두 가지 경우로 구분한다. 우선, 도산한 경우, 주주는 기업의 현금흐름에 대해 청구권이 없는 것으로 상정하였고, 다음으로, 도산하지 않은 경우에는 기업의 현금흐름에서 대리인비용을 차감하고 $X(1 - \eta \times AG)$, 채권자에게 이자를 지급하고, 법인세도 납부한 이후의 잔여금액이 주주의 현금흐름이 될 것이다.

[식 2-2] 주주의 현금흐름

도산하는 경우: 0

도산하지 않은 경우: $(1 - \phi) [X(1 - \eta \times AG) - K_d B] (1 - \tau)$

여기서, X: 영업이익

η : 대리인비용

AG: 대리인비용 발생 여부에 대한 더미변수

(대리인문제가 발생하면 AG = 1.0, 발생하지 않으면 AG = 0.0)

τ : 법인세율

ϕ : 도산확률

B: 부채가치

K_d : 타인자본비용

셋째, 위와 같이 상정한 채권자의 현금흐름과 주주의 현금흐름으로부터 도산경우별 기대값을 구하여 합계하면 기업의 예상현금흐름(expected cash flow of the firm)이 다음과 같이 도출된다.

[식 2-3] 기업의 예상현금흐름

기업의 예상현금흐름

= 주주의 예상현금흐름 + 채권자의 예상현금흐름

$$= X(1 - \eta \times AG)(1 - \tau) + [(1 - \phi)K_d - \phi \frac{\gamma}{\tau}] B\tau$$

3. 기업가치평가모형

M&M(1958, 1963)의 “기업가치 평가원리”를 앞 절에서 도출한 기업의 예상현금흐름에 적용하면 기업의 내재가치를 평가하는 모형이 도출된다.¹²⁾

기업의 내재가치를 평가하는 [식 2-4]를 살펴보면, 기업가치는 법인세가 있는 경우의 무부채기업의 수익가치 - 대리인비용 발생액 + 예상절세효과 - 예상도산비용 등 네 가지 요소로 구성되는 것을 알 수 있다.

[식 2-4] 법인세, 도산확률 및 대리인비용하의 기업의 내재가치

$$\begin{aligned}
 V &= \frac{X(1-\eta \times AG)(1-\tau)}{\rho} + \frac{(1-\phi)K_d B\tau - \phi \frac{\gamma}{\tau} D \tau}{K_d} \\
 &= V_U(1-\eta \times AG) + (1-\phi) B\tau - \phi \frac{\gamma}{K_d \tau} B\tau \\
 &= V_U(1-\eta \times AG) + [(1-\phi) - \phi\theta] B\tau
 \end{aligned}$$

여기서, $\theta = \frac{\gamma}{K_d \tau}$

$\phi\theta$: 예상도산비용

η : 대리인비용

AG: 대리인비용 발생 여부에 대한 더미변수

(대리인문제가 발생하면 AG = 1.0, 발생하지 않으면 AG = 0.0)

τ : 법인세율

ρ : 무부채기업의 총자본비용

V_U : 무부채기업의 기업가치

12) M&M(1958, 1963)의 가치평가원리에 의거하여 도출된 기업의 내재가치는 기본적으로 영업이익을 기업의 현금흐름으로 상정하고 가치평가를 하는 전체 기업가치 접근법에 의해 도출된 기업의 수익가치에 해당한다[이원흠(2006) 참조].

위의 [식 2-4]와 같이 도출된 법인세, 도산확률 및 대리인비용하에서의 기업의 내재가치 공식을 이원흠·최수미(2004)의 가중평균 기업가치평가모형(WAV) 도출방법을 적용하여 다시 풀어쓰면, 기업가치는 자산가치와 대리인비용을 차감한 수익가치, 예상 절세효과와 예상 도산비용으로 구성된다는 것을 나타내주는 세후 가중평균 기업가치평가모형이 도출된다.

한편, M&M(1963) 모형의 정리 1에 의하면, 기업의 내재가치는 세후 영업이익을 세후 가중평균자본비용으로 할인하여 $V = \frac{X(1-\tau)}{K_o}$ 와 같이 정의되므로, 다음의 [식

2-5]와 같은 등식이 성립한다.

[식 2-5] 세후 가중평균 기업가치 평가모형의 등식

$$\begin{aligned}
 V_t^* &= (1-h) \left[A_t + \frac{\alpha}{\delta} Z_t \right] + h \left[\frac{1+\rho}{\rho} X_t (1-\eta \times AG) (1-\tau) \right. \\
 &\quad \left. + [(1-\phi) - \phi\theta] B_t \tau \right] \\
 &= (1-h) \left[A_t + \frac{\alpha}{\delta} Z_t \right] + h \frac{1+K_o^*}{K_o^*} [X_t (1-\tau)]
 \end{aligned}$$

여기서, K_o^* : 법인세, 도산확률, 대리인비용하의 세후 가중평균자본비용

ρ : 무부채기업의 총자본비용

ϕ : 도산확률

$\phi\theta$: 예상도산비용

η : 대리인비용

AG: 대리인비용 발생 여부에 대한 더미변수

(대리인문제가 발생하면 AG = 1.0, 발생하지 않으면 AG = 0.0)

h: 기업가치에서 차지하는 수익가치비중

(1-h): 기업가치에서 차지하는 자산가치비중

A: 자산총액

Z: 무형자산축적에 기여하는 당기비용(예, 판매관리비 등)

X: 영업이익

B : 부채가치

τ : 법인세율

다음으로, 기업의 내재가치와 기업의 성장기회 간의 관계를 밝힌 M&M(1961)의 성장 기회 평가모형에 따라, [식 2-5]를 재정리하면, [식 2-6]이 도출된다.¹³⁾

이 식을 법인세, 도산확률, 대리인비용 및 성장기회하의 세후 가중평균 기업가치평가 모형(TAXY-AGENCY-WAV; after-tax-bankruptcy-agency-costs-weighted average valuation model)이라고 부른다.

[식 2-6] 세후 가중평균 기업가치평가모형(TAXY-AGENCY-WAV)

$$V_t^* = (1-h) \left[A_t + \frac{\alpha}{\delta} Z_t \right] + h \frac{1+K_o^*}{K_o^*} [X_t (1-\tau)] + \frac{1}{K_o^*} \frac{[\rho^* - K_o^*]}{K_o^*} \Delta IC_t$$

여기서, K_o^* : 법인세, 도산확률, 대리인비용 및 성장기회하의
세후 가중평균자본비용

h : 기업가치에서 차지하는 수익가치비중

($1-h$): 기업가치에서 차지하는 자산가치비중

A : 자산총액

Z : 무형자산축적에 기여하는 당기비용(예, 판매관리비 등)

X : 영업이익

τ : 법인세율

ρ^* : 미래 투자증가액에 대한 예상수익률

ΔIC : 미래 투자증가액

3. 가중평균자본비용모형

기업의 내재가치와 기업의 자본비용 간의 관계를 밝힌 M&M(1963) 정리 2에 따라, 앞 절의 [식 2-5]에 나타난 2개 공식의 등가 관계에서 ρ 와 K_o^* 간의 관계를 정리하면, 법인세, 도산확률, 대리인비용 및 성장기회하의 세후 가중평균 자본비용모형(TAXY-AGENCY-WACC; after-tax-bankruptcy-agency-costs-weighted average cost of capital model)인 [식

13) Copeland-Weston(1983), pp.480-482; 이원흠(2007a, b) 참조.

2-7]이 도출된다.

[식 2-7]에서 법인세, 도산확률, 대리인비용 및 성장기회가 존재하는 경우를 상정한 경우 기업가치평가에 사용된 세후 가중평균자본비용 K_o^* 는 무부채기업의 총자본비용, 대리인비용(자본비용에 + 효과가 있음), 절세효과(자본비용에 - 효과가 있음) 및 도산효과(자본비용에 + 효과가 있음)의 복합효과 등 네 가지 요인으로 구성된다는 것을 알 수 있다.

[식 2-7] 세후 가중평균 자본비용모형(TAXY-AGENCY-WACC)

$$K_o^* = \frac{\rho}{1 - \eta \times AG} [1 - (1 - \psi)\tau \frac{B}{V}]$$

여기서, K_o^* : 법인세, 도산확률, 대리인비용하의 세후 가중평균자본비용

ρ : 무부채기업의 총자본비용

ϕ : 도산확률

$\psi = \phi + \phi \theta$: 예상도산비용

η : 대리인비용

AG: 대리인비용 발생 여부에 대한 더미변수

τ : 법인세율

B/V: 기업의 부채비율

[식 2-7]을 살펴보면, 대리인비용이 세후 가중평균자본비용을 높인다는 점을 확인할 수 있다. 법인세, 도산확률 및 대리인비용하에서의 기업의 세후가중평균자본비용 K_o^* 는 기업의 부채비율이 커질수록 작아지지만, 자본비용의 하락폭은 전적으로 부채비율에만 의존하는 것이 아니라, 예상도산비용에 의한 자본비용 상승효과에 의해 상쇄되어 결정되고, 또한 대리인비용이 클수록 자본비용도 커지게 된다는 것을 알 수 있다.

4. 대리인비용의 크기 추정통계량

법인세, 도산확률, 대리인비용 및 성장기회가 존재한다는 가정하에서 세후 가중평균자본비용을 계산하는 [식 2-7] TAXY-AGENCY-WACC모형을 분해하여, 대리인비용의 존재가 자본비용에 미치는 영향만을 추출해 내면 다음 [식 2-8]과 같이 대리인비용의 존

재만을 고려한 자본비용 계산식이 도출된다.

[식 2-8] 대리인비용만을 감안한 기업의 자본비용

$$\rho_{AG} = \frac{\rho}{1 - \eta \times AG}$$

여기서, ρ_{AG} : 대리인문제가 있는 경우, $AG=1.0$, 대리인비용을 고려한 자본비용

ρ : 무부채기업의 총자본비용

η : 대리인비용

AG : 대리인비용 발생 여부에 대한 더미변수

[식 2-8]을 살펴보면, 대리인비용이 발생한다는 것은 $\eta > 0$ 이고, $AG = 1.0$ 인 경우가 기 때문에 무부채기업의 총자본비용보다 자본비용이 상승한다는 점을 쉽게 알 수 있다. 따라서 대리인비용의 존재 여부는 [식 2-7] Taxy-Agency-WACC모형의 추정과정에서 대리인비용계수 η 추정값이 양(+)의 값을 가지면 대리인문제가 있는 것으로 검정할 수 있다.¹⁴⁾

대리인비용이 존재하면 기업의 자본비용이 상승하고, 기업가치가 하락하므로, 대리인 문제가 없는 경우의 기업가치와 비교하여 그 차이를 구하면 대리인문제 때문에 훼손되는 기업가치의 크기를 측정할 수 있고, 그에 차이에 의거하여 대리인비용의 크기를 추정할 수 있다.¹⁵⁾ 다음의 [식 2-9]에 의해 추정된 대리인비용 크기는 자산총액으로 표준화되었기 때문에 토빈 Q 혹은 내재가치 Q와 절대값 크기의 비교가 가능한 통계량이 될 것이다.

[식 2-9] 대리인비용의 크기: 자산총액의 크기로 표준화

$$ACost = \left[\frac{1}{\rho_{AG}} - \frac{1}{\rho} \right] [h \times X (1 - \tau)] / A$$

여기서, ACost: 대리인비용의 크기

14) Taxy-Agency-WAV모형의 횡단면 비선형회귀분석에서 추정된 대리인비용계수가 양수(+)로 나타나면 대리인비용이 존재하는 것을 의미하고, 음수(-)는 대리인비용이 감소되는 것을 의미한다.

15) 대리인비용 크기는 대리인비용계수를 감안하여 도출한 기업의 자본비용의 변화가 초래하는 기업가치의 변화액을 자산총액으로 나누어 줌으로써 계산된다. 대리인비용은 기업가치를 하락시키는 크기로 측정되기 때문에 음수(-)값을 가진다. 그러나 대리인비용이 갖는 비용이라는 성격을 잘 표현하기 위해 양수(+)값으로 표기한다.

- ρ_{AG} : 대리인문제가 있는 경우 대리인비용을 고려한 자본비용
- ρ : 무부채기업의 총자본비용
- h : 기업가치에서 차지하는 수익가치비중
- X : 영업이익
- τ : 법인세율
- A : 자산총액

M&M(1958, 1961, 1963)을 기초 모형으로 상정하여 도출한 “법인세, 도산확률, 대리인비용 및 성장기회하의 기업가치평가모형(TAXY-AGENCY- WAV)”에 따라 가치평가모형의 모형계수값을 추정하고, 개별기업의 가치변수에 대한 추정치를 대입하면, 각 개별기업의 내재가치를 추정할 수 있다. 이 내재가치 추정값을 자산총액으로 표준화하면 “내재가치 Q”값을 계산할 수 있다.¹⁶⁾

한편, 부채잔액과 주식의 시가총액을 자본시장에서 관찰하여 합산한 값을 기업의 시장가치로 상정하기도 한다. 이 시장가치를 자산총액으로 표준화하면 “토빈 Q”값을 계산할 수 있다.¹⁷⁾

내재가치 Q와 토빈 Q값은 모두 자산총액으로 표준화하여 계산한 추정치이기 때문에, 앞 절에서 소개한 대리인비용 및 절세/도산효과 크기와 절대값의 차이를 비교할 수 있는 통계량이 될 것이다.

[식 2-10] 내재가치 Q와 토빈 Q

$$\begin{aligned} \text{내재가치 } Q &= \frac{IV}{A} \\ \text{토빈 } Q &= \frac{MV}{A} \end{aligned}$$

여기서, IV: 기업의 내재가치 = TAXY-AGENCY-WAV모형의 추정값

MV: 기업의 시장가치 = 부채 장부가총액 + 주식의 시가총액

A: 자산총액

16) 내재가치 Q의 도출과정에 대한 설명은 이원흠(2007a, b) 참조.

17) 토빈 Q의 계산방식과 유용성에 대한 논의는 Chung-Pruitt(1991) 참조.

5. 모형의 계수 추정방법론

개별기업의 법인세, 도산확률 및 대리인비용 및 성장기회하의 가중평균자본비용 $K_{o,i}^*$ 는 가중평균 기업가치 평가모형(TAXY-AGENCY-WAV)의 추정계수를 가중평균 자본비용모형(TAXY-AGENCY-WACC)에 적용하면, 다음과 같은 순서로 추정할 수 있다.¹⁸⁾

첫째, TAXY-AGENCY-WAV의 모형계수인 무부채기업의 자본비용 ρ , 도산효과계수 ψ 및 대리인비용계수 η 를 횡단면 비선형회귀분석을 통해 우선 추정하고, 둘째, 추정된 ρ 값에 예상도산효과의 추정계수값, 대리인비용의 추정계수값과 개별기업의 부채비율을 적용하면 개별 기업별 법인세, 도산확률, 대리인비용 및 성장기회하의 가중평균자본비용 $K_{o,i}^*$ 를 계산할 수 있다.

즉 기업별 세후 가중평균자본비용 $K_{o,i}^*$ 는 모델 파라미터 ρ , ψ , η 및 개별 기업의 부채비율 $(\frac{B}{V})_i$ 를 이용하여 추정할 수 있다.

이와 같이 개별기업의 대리인비용을 감안한 자본비용의 추정이 가능하다는 것은 새로 개발된 기업가치평가모형을 대리인문제에 관련한 다양한 실증적 연구에 적용할 수 있다는 것을 시사한다.

다음으로, 기업별 세후 가중평균자본비용 $K_{o,i}^*$ 가 도출되면, 성장기회가치를 평가하기 위해 요구되는 신규투자의 요구수익률 ρ^* 를 횡단면 회귀분석을 통해 추정할 수 있다. 앞 절의 [식 2-6]에서 첫째 항의 실물자산가치와 둘째 항의 수익가치에 해당하는 값을 차감한 잔차를 종속변수로 하고, 신규투자액 ΔIC_i 를 독립변수로 하는 회귀분석을 통해 신규투자의 요구수익률 ρ^* 를 추정한다.

즉 다음의 [식 2-11]과 같은 횡단면 회귀분석식을 통해 성장기회가치(V_{GO})를 창출하는 원천인 신규투자수익률(ρ^*)을 추정하게 된다. [식 2-11]을 살펴보면 MV , V_{AIP} , K_o^* , ΔI 등의 정보는 모두 개별회사별로 관찰되거나 추정이 가능한 변수이므로 신규투자로부터의 신규투자수익률(성장기회 투자수익률) ρ^* 를 추정할 수 있다는 것을 알 수 있다.

18) 이원흠(2007a, b) 참조

[식 2-11] 성장기회가치와 신규투자수익률 추정식

$$MV - V_{AIP} = V_{GO} + V_{MS}$$

$$MV - V_{AIP} = \frac{1}{K_o^*} \frac{(\rho^* - K_o^*)}{K_o^*} \Delta IC + \epsilon$$

여기서, MV: 기업의 시장가치 = 부채 장부가총액+ 주식의 시가총액

V_{AIP} : 기존투자의 내재가치

= 실물자산가치 + 수익가치(상기 [식 2-6]에서 추정)

V_{GO} : 신규투자의 성장기회가치

$V_{MS} = \epsilon$: 시장의 평가오류(고평가 혹은 저평가 정도)

ρ^* : 신규투자수익률(성장기회 투자수익률)

K_o^* : 세후 가중평균자본비용(상기 [식 2-7]에서 추정)

ΔIC : 미래 투자증가액

III. 분석대상과 가설검증의 결과

1. 표본의 선정

본 연구에서는 표본기업을 (1) 2000년에서 2006년까지 12월 말에 결산기인 거래소 상장기업, (2) 광업, 금융업을 제외한 상장기업, (3) FnGuide로부터 회계자료와 주가자료를 입수할 수 있는 상장기업, (4) 영업이익이 양수(+)인 기업 등의 기준으로 선정하였다.

광업, 금융업의 경우 그 영업의 성격 및 정부규제의 정도가 타 산업과 구분되기 때문에 실증분석에서 제외하였다.

영업이익이 음수(-)인 기업은 기술적 도산기업으로 간주할 수 있으므로, 절세효과 및 도산비용, 대리인비용의 추정에 문제가 있다. 그러므로 영업이익이 양수(+)인 기업만을 대상으로 대리인비용, 도산비용 및 절세효과를 추정한다.

본 연구의 초점인 지주회사와 대기업집단 소속기업은 다음과 같은 기준에 의해 선정하였다.

2000년 이후, 기업의 지배구조 개혁 및 대기업집단 규제정책의 개선을 위한 시책의 일환으로 규제완화가 계속된 지주회사는 매년 4월 말 기준으로 공정거래위원회가 지정한 지주회사 및 소속 자회사, 손자회사를 지주회사로 정의하였다. 한편, 대기업집단 소속기업은 매년 4월 말 기준으로 공정거래위원회가 지정한 출자총액제한 기업 및 상호출자/채무보증제한 기업집단으로 선정하였다. 연도별 지주회사 및 대기업집단 소속기업과 그중 분석대상이 되는 샘플 수의 변화 추이는 다음 <표 1>과 같다.

<표 1> 연도별 지주회사 및 대기업집단 소속기업의 변화 추이

연도	2000	2001	2002	2003	2004	2005	2006	전체
지주회사 (일반지주)	6 (6)	13 (11)	17 (13)	19 (15)	24 (19)	25 (22)	31 (27)	40 (36)
분석 대상회사	3	8	8	13	18	22	32	104
대기업집단	30	17	19	17	18	11	14	
상호출자/ 채무보증 제한	30	30	43	49	51	55	59	
분석 대상회사	111	104	110	124	127	127	111	814

주: 1) 지주회사는 금융지주회사 제외함. 일반지주회사로 분류되는 지주회사, 자회사 및 손자회사의 수효임. 매년 8월 말 기준으로 공정거래위원회에서 발표함. 분석대상회사는 그중 거래소상장, 12월 결산법인 기준으로 선정함.
 2) 대기업집단은 매년 4월 말 기준으로 공정거래위원회에서 발표함. 2000년까지는 30대 대기업집단을 지정하였음. 2001년 이후의 대기업집단은 상호출자/출자총액제한 기업군을 의미함. 분석대상회사는 상호 출자/출자총액/채무보증제한 기업군에 소속한 기업 중 거래소 상장, 12월 결산법인 기준으로 선정함.

2. 검정가설

지주회사는 출자구조가 단순화되고, 투명성이 높아지기 때문에 기업지배구조가 개선되어 일반적으로 대리인비용이 낮아질 것으로 예상된다. 반면에 대기업집단 소속기업은 출자구조가 복잡하고 지배주주의 과도한 지배력 행사에 따라 기업지배구조가 열악하므로 대리인비용이 높아질 것으로 예상된다. 따라서 본 연구의 가설은 다음 <표 2>와 같이 구성하였다.

가설 1: “지주회사는 비지주 회사에 비해 상대적으로 대리인비용이 작고, 따라서 지주회사의 자본비용이 더 낮고, 기업가치가 더 크다.”

가설 2: “대기업집단은 비집단기업에 비해 상대적으로 대리인비용이 크고, 따라서 대기업집단의 자본비용이 더 높고, 기업가치가 더 낮다.”

<표 2> 샘플구분 기준과 대리인비용에 관한 가설

샘플구분 기준	제도적, 법적 기준	대리인비용에 관한 가설
지주회사, 자회사	공정거래법에 의거, 지주회사로 전환, 설립한 지주회사 및 자회사: 공정거래법상 자산총액 1,000억 원 이상, 소유 자회사 주식가액이 당해 회사 자산총액의 50% 이상인 회사를 지주회사로 정의함(제2조 제1호의2, 시행령 제2조 제1항, 제2항).	단순한 수직적 출자구조는 투명성이 제고되고, 부실 자회사에 대한 부당지원이 배제되며, 지주회사 주식지분율이 높은 지배주주에 의한 자회사의 사업기회 편취, 이익 빼돌리기 등 Tunnelling 의 소지가 감소되어 대리인문제의 발생소지가 억제되는 것을 상정함. 가설 1: 지주회사는 비지주회사 기업에 비해 대리인비용이 작다.
대기업집단 소속기업	공정거래법에 의거, 자산규모 2조~6조 원 이상인 기업은 상호출자(제9조), 출자총액(제10조), 채무보증(제10조의2), 내부거래의 이사회의결 및 공시(제11조의2) 등에 있어 규제가 더 강화됨.	대기업집단 소속기업은 여타 상장기업에 비해 기업지배구조에 대한 규제가 강화되어 대리인문제의 발생소지가 억제되는 것을 상정함. 가설 2: 대기업집단은 비집단 소속기업에 비해 대리인비용이 크다.

3. 기초통계량

실증분석에 사용되는 전체 샘플 및 각 구분 샘플별 주요 변수에 대한 기초통계량은 <표 3>에 제시하였다.

기업지배구조가 우수한 것으로 상정한 지주회사의 특징과 기업지배구조가 열악한 것으로 상정한 대기업집단 소속기업의 특징을 비교하여 보면 다음과 같다.¹⁹⁾

19) 기초통계량을 평균값 이외에 중앙값으로 비교분석한 결과, 질적으로 큰 차이가 없었기 때문에, 본문에서는 편의상 평균값의 특징만을 논의한다.

〈표 3〉 샘플 기업의 기초통계량 비교

(상단: 평균값, 하단: 중앙값)

기업특성 변수	분석기간: 2000~2006년			
	전체 샘플	지주회사, 대기업집단 제외한 샘플	지주회사	대기업 집단
	2955	2115	104	814
기업규모(조 원)	1.20	0.33	1.67	3.49
	0.22	0.15	0.54	1.25
ROIC(%)	10.39	10.20	12.62	10.89
	9.21	9.00	11.83	9.88
매출액회전율(배)	1.32	1.26	1.59	1.50
	1.08	1.09	1.59	1.06
부채비율(%)	173	158	95	215
	90	82	74	122
이자보상비율(배)	10.54	10.49	12.80	10.56
	3.28	3.39	7.90	2.98
배당성향(%)	28.19	27.50	31.04	30.06
	18.18	17.66	26.57	19.27
투자자산증가율(%)	6.96	7.21	8.08	6.08
	3.97	4.07	4.51	3.88
시설투자증가율(%)	9.47	11.78	5.11	3.42
	-0.07	-0.08	1.43	-0.05
매출액증가율(%)	13.89	14.74	22.20	11.40
	6.86	6.79	7.93	7.07

주: 1) 변수의 정의 및 계산방식은 다음과 같음.

ROIC = (세후영업이익+감가상각비)/투자자산

투자자산 = 순운전자금 + 유형고정자산 + 출자자산

매출액회전율 = 매출액/투자자산, 부채비율 = 이자성부채/자기자본

이자보상비율 = 영업이익/지급이자, 배당성향 = 배당금/당기순이익

기업규모 = 총자산 장부가

투자자산증가율 = 투자자산 증가액/ 전년도 투자자산

시설투자증가율 = 유형고정자산 증가액/전년도 유형고정자산

매출액증가율 = 매출액 증가액/전년도 매출

2) 전체 샘플은 다음과 같은 기준을 적용하여 구분함.

지주회사 = 공정거래법상 자산규모 1,000억 원 이상, 자회사 주식가액이 당해 회사 자산 총액의 50% 이상인 회사임.

대기업집단 = 공정거래법상 자산규모 2조 원 이상인 계열기업군. 상호출자, 출자총액, 채무보증 등에서 제한 받음.

첫째, 지주회사와 그 소속 자회사는 기업규모가 크고 수익성, 활동성 및 배당성향값이 전체 평균을 상회하는 모습이고, 특히 부채비율에 대한 규제 때문에 부채비율이 낮은 것으로 나타났다. 한편, 투하자산의 증가율은 전체 평균을 상회하는 데 비해 시설투자의 증가율이 전체 평균을 하회한다.

둘째, 대기업집단 소속회사는 기업규모가 크고 수익성, 활동성 및 배당성향값이 전체 평균을 상회하는 모습이지만, 특히 부채비율이 높은 것으로 나타났다. 한편, 투하자산이나 시설투자의 증가율은 전체 평균을 하회한다. 한편, 지주회사와 비교해 보면, 기업규모가 2배가량 크고 수익성, 활동성 및 배당성향은 유사한 값을 보이지만, 특히 부채비율이 높은 것으로 나타났다.

4. 기업가치평가모형의 추정결과

전체 샘플 및 각 구분 샘플별 세후 가중평균 기업가치평가모형(TAXY- AGENCY-WAV)에 대한 모형계수의 추정값은 <표 4>에 제시하였다. 추정계수의 특징을 살펴보면 다음과 같다.

첫째, 기업지배구조가 우수한 것으로 상정한 지주회사(즉 대리인비용의 존재를 상징하는 더미변수 AG를 지주회사이면 $AG = 0.0$ 으로 상징함)에 대한 대리인비용계수의 추정결과는 비지주회사의 대리인비용계수값이 양(+)인 것으로 나타났다.²⁰⁾ 이는, 검정가설에서 예상하는 바와 같이, 비지주회사의 자본비용이 지주회사에 비해 더 크다는 가설 1을 지지하는 검정결과이다.

둘째, 기업지배구조가 열악한 것으로 상정한 대기업집단 소속회사(즉 대리인비용의 존재를 상징하는 더미변수 AG를 대기업집단이면 $AG = 1.0$ 으로 상징함)에 대한 대리인비용계수의 추정결과는, 예상한 바와 같이, $AG = 1.0$ 으로 상정한 대기업집단에서 양수(+)값을 나타냈다. 이는 검정가설에서 예상과 같이 비집단 소속회사가 대기업집단 소속회사에 비해 대리인문제가 더 작다는 것을 의미한다. 이 결과는 가설 2를 지지하는 검정결과이다.

20) 추정계수의 t값이 통계적으로 유의하고, 전체 샘플의 추정계수값과 지주회사의 대리인비용을 고려한 모형의 추정계수값이 일치한다는 귀무가설에 대한 χ^2 검정결과는 1% 유의수준에서 통계적으로 유의하게 기각되었기 때문에 동 추정계수값을 차후 분석에 이용한다.

〈표 4〉 기업가치평가모형의 가치관련성 계수 추정결과

샘플 구분	샘플수 (구분 샘플수)	수익 가치 계수 h	투자 요구 수익률 ρ	지식자산 전환계수 $\frac{\alpha}{\delta}$	도산효과 계수 ψ	대리인 비용 계수 η	설명 계수 R ²	가중평균 자본비용 Ko(%)	
								AG = 0.0인 경우	AG = 1.0인 경우
전체	2955	0.330 (2.59)	0.061 (2.43)	2.501 (5.07)	3.330 (0.90)	해당 없음	0.941	7.87	
지주회사: AG = 0.0 으로 상정	2955 (104)	0.323 (2.54)	0.044 (2.26)	2.447 (4.94)	3.568 (0.93)	0.252 (2.03)	0.941	5.66	7.77
LR test	Ho: 전체 샘플의 추정계수 = 지주회사 샘플의 추정계수 $\chi^2(1) = 10.18, p\text{-value} = 0.001$								
대기업집단: AG = 1.0 으로 상정	2955 (814)	0.315 (2.47)	0.043 (2.25)	2.498 (5.19)	3.854 (0.95)	0.266 (2.18)	0.942	5.75	8.19
LR test	Ho: 전체 샘플의 추정계수 = 대기업집단 샘플의 추정계수 $\chi^2(1) = 18.68, p\text{-value} = 0.001$								
대기업집단 + 지주회사 (전환회사) AG = 0.0 으로 상정	295 (77)	0.323 (2.54)	0.044 (2.25)	2.446 (4.94)	3.574 (0.93)	0.255 (2.06)	0.941	5.73	7.76
LR test	Ho: 전체 샘플의 추정계수 = 대기업집단 샘플의 추정계수 $\chi^2(1) = 10.48, p\text{-value} = 0.001$								

주: 1) 파라미터 추정값은 [식 2-6] Taxy-AGENCY-WAV모형에 대한 횡단면 회귀분석 결과임.
가중평균자본비용은 [식 2-7] Taxy-AGENCY-WACC모형에 의거하여 추정된 값의 횡단면 평균임.
횡단면 회귀분석에는 비선형회귀분석 기법인 RATS의 NLLS를 사용함.
LR test = log likelihood test; 두 샘플 간의 추정계수가 동일하다는 귀무가설을 검정하는 자유도 1의 χ^2 검정을 의미함.
2) () 안의 수치는 추정값의 White's heteroscedasticity-adjusted t값임.
유의수준 10%, 5%, 1%의 t값은 각각 1.65, 1.96, 2.57임.
3) 샘플 구분은 다음과 같은 기준을 적용하였음.
지주회사 = 공정거래법상 자산규모 1,000억 원 이상, 자회사 주가가액이 당해 회사 자산총액의 50% 이상인 회사 및 그 자회사
대기업집단 = 공정거래법상 자산규모 2조 원 이상인 계열기업군. 상호출자, 출자총액, 채무보증 등에서 제한받음.
전환회사 = 대기업집단 소속회사 중 지주회사로 전환한 샘플을 의미함.

가설에 의거하면, 지주회사는 출자구조의 단순화 때문에 기업지배구조가 개선되고, 따라서 대리인비용도 하락할 것으로 예상된다. 그러므로 대기업집단 중 지주회사로 전환한 샘플은 기업지배구조가 우수한 것으로 상정할 수 있다(즉 대리인비용의 존재를 상정하는 더미변수 AG를 지주회사로 전환한 회사이면 $AG = 0.0$ 으로 상정함). 이에 대한 대리인비용계수의 추정결과는 비전환회사의 대리인비용계수값이 양(+)인 것으로 나타났다. 이는, 검정가설에서 예상하는 바와 같이, 비전환회사의 자본비용이 지주회사에 비해 더 크다는 가설 1을 지지하는 검정결과이다.

위의 검정결과를 종합해 보면, 대기업집단에는 대리인비용이 존재하여 자본비용이 더 크고, 지주회사는 대리인비용이 존재하지 않는 것으로 나타난 것으로 해석된다.

5. 가설 검증결과

기업지배구조에 대한 구분샘플별 세후 가중평균 기업가치평가모형(TAXY-AGENCY-WAV)의 추정계수값에 각 개별기업의 기업가치 결정변수값을 적용하여 계산한 대리인비용 및 내재가치 Q의 추정값은 <표 5>에 제시하였다. 추정결과의 특징을 살펴보면 다음과 같다.

첫째, 기업지배구조가 우수한 것으로 상정한 지주회사(즉 대리인비용의 존재를 상정하는 더미변수 AG를 지주회사이면 $AG = 0.0$ 으로 상정함)의 대리인비용은 0.0으로 주어진 것이고, 이에 비해 $AG = 1.0$ 으로 상정한 비지주회사에서 대리인비용은 양수(+)값인 0.091로 추정된다. 이는 가설에서 예상한 것과 같이 비지주회사가 지주회사에 비해 대리인비용의 크기가 더 크다는 것을 의미한다. 대리인비용의 크기가 0.091이라는 것은 비지주회사 샘플의 대리인비용 크기가 지주회사 샘플에 비해 약 9% 가량 더 큰 것으로 해석한다.²¹⁾ 또한 내재가치 Q값도 지주회사가 비지주회사에 비해 통계적으로 유의하게 높게 나타났다. 이 결과들은 모두 가설 1을 지지하는 검정결과이다.²²⁾

21) 내재가치 Q 혹은 토빈 Q값은 1.0을 기본값으로 하기 때문에 대리인비용 0.090은 내재가치 Q 혹은 토빈 Q값의 약 9%에 해당되는 것으로 해석한다.

22) 지주회사와 비지주회사의 대리인비용 및 내재가치 Q에 대한 차이분석에서 t값이 1% 이하 수준에서 통계적으로 유의하게 나타났다.

〈표 5〉 대리인비용 크기의 추정결과

샘플구분 기준 (샘플 수)		대리인비용 크기 ACost	내재가치 Q = IV/A	토빈 Q = MV/A
지주회사: AG = 0.0 으로 상정 (104)	지주	0.0	1.397	1.091
	비지주	0.091	1.067	0.870
지주 - 비지주 차이분석 t값		-75.45	2.10	5.36
대기업집단: AG = 1.0 으로 상정 (814)	집단	0.100	1.031	0.973
	비집단	0.0	1.388	0.842
집단 - 비집단 차이분석 t값		44.00	-13.00	8.25
대기업집단 + 지주회사 (전환회사): AG = 0.0 으로 상정 (77)	전환회사	0.0	1.451	1.126
	비전환회사	0.093	1.068	0.871
전환 - 비전환 차이분석 t값		-75.89	3.37	5.15

- 주: 1) 대리인비용 크기는 대리인비용계수를 적용하여 도출한 기업의 자본비용의 변화가 초래하는 기업가치의 하락액을 자산총액으로 나눈 결과임. 양수(+)는 대리인비용이 존재하는 것을 의미함.
- 2) 샘플 구분은 다음과 같은 기준을 적용하였음.
 지주회사 = 공정거래법상 자산규모 1,000억 원 이상, 자회사 주식가액이 당해 회사 자산총액의 50% 이상인 회사 및 그 자회사
 대기업집단 = 공정거래법상 자산규모 2조 원 이상인 계열기업군, 상호출자, 출자총액, 채무보증 등 제한받음.
 전환회사 = 대기업집단 소속회사 중 지주회사로 전환한 샘플을 의미함.
- 3) 차이분석 통계량은 평균차이분석 t-test값임. 유의수준 10%, 5%, 1%의 t값은 각각 1.65, 1.96, 2.57임.

둘째, 기업지배구조가 열악한 것으로 상정한 대기업집단 소속회사(즉 대리인비용의 존재를 상징하는 더미변수 AG를 대기업집단이면 AG = 1.0으로 상징함)의 대리인비용은, 예상한 바와 같이, AG = 1.0으로 상정한 대기업집단에서 양수(+)값인 0.100을 나타냈다. 이는 예상과 같이 대기업집단 소속회사의 대리인문제가 더 크다는 것을 의미한다. 대리인비용의 크기가 0.100이라는 것은 대기업집단 샘플의 대리인비용 크기가 비집단 샘플에 비해 약 10% 가량 더 큰 것으로 해석된다. 또한 내재가치 Q값도 대기업집단 소속회사가 비집단 회사에 비해 통계적으로 유의하게 낮게 나타났다. 이 결과들은 모두 가설 2를 지지하는 검증결과이다.

셋째, 대기업집단 중 지주회사로 전환한 샘플은 기업지배구조가 개선될 것으로 예상된다. 따라서 대리인비용의 존재를 상징하는 더미변수 AG를 대기업집단에서 지주회사로 전환한 회사이면 AG = 0.0으로 상징한다. 이 경우, 지주회사로 전환한 샘플 이외의 샘플에 대한 대리인비용은, 예상한 바와 같이, 양수(+)값인 0.093으로 추정된다. 즉 지주회사 전환샘플에 비해 대리인비용이 약 9% 더 높은 것으로 해석된다. 또한 내재가치 Q값도 전환회사가 비전환회사에 비해 통계적으로 유의하게 높게 나타났다. 이 결과들은 모두 가설 1을 지지하는 검증결과이다.

연도별로 각 샘플별 대리인비용의 변화 추이를 <표 6>에서 살펴보면, 전체적으로 큰 변화는 없는 것으로 보이지만, 최근 들어서 대리인비용의 크기가 전 기간 평균보다 약간 작아지는 경향을 보인다.

첫째, 지주회사의 경우, 지주회사 설립과 전환이 시작된 2000년부터 2002년까지 초기보다 2002년 이후에 대리인비용이 점차 작아지는 모습이 나타났다.

둘째, 대기업집단의 경우, 2002~2004년까지 전 기간 평균보다 높은 대리인비용이 나타났으나 2004년 이후에는 평균보다 작아지는 모습이 보인다.

셋째, 전환회사는 지주회사와 거의 유사한 연도별 대리인비용의 변화모습을 보였다. 따라서 지주회사 및 대기업집단에서 지주회사로 전환한 기업의 대리인비용이 비지주회사 혹은 비전환회사에 비해 상대적으로 더 낮은 것으로 나타났다. 이와 같은 대리인비용의 변화는 IMF 외환위기 이후 시행된 기업지배구조의 개선과 관련된 법규 및 제도변화가 2001년도 이후에 본격적으로 효과를 나타냈다는 학계의 보고와 성격을 같이 하는 것으로 해석된다.²³⁾

〈표 6〉 대리인비용 크기의 연도별 변화

구 분	대리인비용	전체	2000	2001	2002	2003	2004	2005	2006
지주회사: AG = 0.0 으로 상정	비지주회사	0.090	0.091	0.093	0.100	0.088	0.092	0.088	0.084
대기업집단: AG = 1.0 으로 상정	대기업집단	0.100	0.095	0.096	0.107	0.102	0.106	0.099	0.096
대기업집단+ 지주회사 (전환회사): AG = 0.0 으로 상정	비전환회사	0.093	0.093	0.095	0.102	0.090	0.094	0.089	0.086

- 주: 1) 대리인비용 크기는 대리인비용계수를 적용하여 도출한 기업의 자본비용의 변화가 초래하는 기업가치의 하락액을 자산총액으로 나눈 결과임. 양수(+)는 대리인비용이 존재하는 것을 의미함.
- 2) 지주회사 = 공정거래법상 자산규모 1,000억 원 이상, 자회사 주식가액이 당해 회사 자산총액의 50% 이상인 회사 및 그 자회사
 대기업집단 = 공정거래법상 자산규모 2조 원 이상인 계열기업군, 상호출자, 출자총액, 채무보증 등 제한받음.
 전환회사 = 대기업집단 소속회사 중 지주회사로 전환한 샘플을 의미함.

6. 회귀분석을 통한 가설 검증: 종속변수 ACost

앞 절에서 추정한 대리인비용의 추정치에 대한 강건성 분석이 필요하다.

대리인문제에 대한 선행연구들이 보편적으로 사용하는 대리인비용의 대용변수를 독립변수로 선정하고, 대리인비용의 추정치를 종속변수로 하는 회귀분석을 시행함으로써 강건성 분석을 시도하였다.

대리인비용(이하 “ACost”로 표기함)을 종속변수로 하는 횡단면 다중 회귀분석식은 다음의 [식 3-1]과 같은 횡단면 회귀식으로 표현된다.

23) IMF 외환위기 시기에 정부 주도로 “5+3원칙”하에 추진된 재무구조, 기업지배구조, 공시제도, 회계제도 등 개혁조치들이 2001년도 이후에 본격적으로 가시화되었다는 학계의 연구결과를 신동령(2003), 정근화(2004), 진태홍(2003) 등에서 참고하였다.

$$Acost = a + \sum_{i=1}^5 b_i Character_i + \sum_{j=1}^4 c_j Ownership_j + \sum_{k=1}^2 d_k Dummy_k + \epsilon$$

[식 3-1]

여기서, 종속변수 대리인비용 “ACost”는 <표 5>에서 대리인문제가 있을 것으로 상정하고 추정한 “비지주회사” 샘플의 대리인비용 추정치 사용함.

독립변수 중 기업특성변수 “Character”는 각각 잉여현금흐름(FCF), 기업규모(SIZE), 판매비관리비(ZOA), 부채비율(DER), 배당성향(DIV) 등 5개 변수를 의미함.

독립변수 중 지분을 “Ownership”은 각각 기관투자자, 외국인투자자, 대주주, 소액주주 등 4개 변수를 의미함.²⁴⁾

통제변수 “Dummy”는 연도별, 업종별 차이를 분석하기 위하여 각 연도별, 각 업종별 더미변수를 선정하였음. 업종별 더미변수의 구분은 한국은행 기업경영분석상의 업종분류를 기준으로 저기술, 중기술, 고기술제조업 및 서비스유통업 등 4개로 구분함.

다음과 같은 대리인이론의 검정가설에 의거하여 상기 다중 회귀분석식의 추정계수 b, c에 대한 부호를 각각 예상할 수 있다.²⁵⁾

- 가설 1: 잉여현금흐름이 많을수록 대리인비용이 크다(경영자참호 가설): +부호
- 가설 2: 기업규모가 클수록 대리인비용이 크다(경영자참호 가설): +부호
- 가설 3: 판매관리비가 클수록 대리인비용이 크다(경영자참호 가설): +부호
- 가설 4: 부채비율이 높을수록 대리인비용이 작다(채권자감시 가설): -부호
- 가설 5: 배당성향이 높을수록 대리인비용이 작다(주주감시 가설): -부호
- 가설 6: 기관투자자지분율이 높을수록 대리인비용이 작다(주주감시 가설): -부호
- 가설 7: 외국인지분율이 높을수록 대리인비용이 작다(주주감시 가설): -부호
- 가설 8: 대주주지분율이 높을수록 대리인비용이 작다(주주감시 가설): -부호
- 가설 9: 소액주주지분율이 높을수록 대리인비용이 작다(주주감시 가설): -부호

24) 각 변수들의 정의 및 계산방식은 <표 7>의 각주에 명기함. 독립변수 간의 다중공선성(multicollinearity) 존재 여부를 검증하기 위하여 VIF(variance inflation factor)을 계산하였는데 모든 변수에 대해 VIF값이 약 1.0으로 작게 나타남으로써 다중공선성의 문제는 없는 것으로 판단함.

25) 대리인비용의 대용변수 선정 및 예상부호에 관한 선행연구 내용은 Jensen-Meckling(1976), Jensen (1986, 2005), Myers(1983) 등 참조.

<표 7> 대리인비용에 대한 회귀분석 결과; 대용변수의 강건성 분석

설명변수	추정계수 예상부호	다중회귀 분석	단순 회귀분석								
			FCF	SIZE	ZOA	DER	DIV	기관 투자자 지분율	외국인 지분율	대주주 지분율	소액 주주 지분율
FCF	+	0.055 (4.65)	0.069 (5.64)								
SIZE	+	-0.002 (-1.63)		0.003 (2.97)							
ZOA	+	0.143 (12.19)			0.143 (9.95)						
DER	-	-0.003 (-1.85)				-0.004 (-2.51)					
DIV	-	-0.003 (-1.96)					-0.002 (-1.92)				
기관투자자 지분율	-	-0.002 (-0.24)						-0.006 (-0.69)			
외국인 지분율	-	0.117 (10.21)							0.125 (11.53)		
대주주 지분율	-	-0.013 (-1.74)								-0.007 (-0.99)	
소액주주 지분율	-	-0.027 (-3.10)									-0.022 (-3.00)
상수항		포함									
연도더미		포함; 2003, 2004, 2005, 2006년도에 유의한 - 추정계수값									
업종더미		포함; 중기술 제조업에서 유의한 + 추정계수값									
샘플 수		2468	2846	2852	2851	2852	2852	2474	2474	2474	2474
설명계수		0.183	0.040	0.013	0.085	0.011	0.012	0.010	0.093	0.010	0.013

주: 1) 파라미터 추정값은 [식 3-1] 모형에 대한 횡단면 다중 혹은 단순회귀분석 결과임.

종속변수는 <표 5>의 비지주회사 샘플의 대리인비용(ACost) 추정치임.

2) () 안의 수치는 추정값의 White's heteroscedasticity-adjusted t값임.

유의수준 10%, 5%, 1%의 t 값은 각각 1.65, 1.96, 2.57임.

3) 설명변수의 정의와 계산방법은 다음과 같음.

FCF(잉여현금흐름) = (세후영업이익+감가상각비-투자자산증가액)/총자산

SIZE(기업규모) = 총자산

ZOA(판매비와관리비 비중) = 판매비와 관리비/총자산

DER(부채비율) = 총부채/자기자본

DIV(배당성향) = 배당금/당기순이익

기관투자자 지분율 = 정부기관, 금융기관 주식소유 비중

외국인 지분율 = 외국인 개인 및 법인 주식소유 비중

대주주 지분율 = 최대주주 주식소유 비중

소액주주 지분율 = 소액주주 개인 및 법인 주식소유 비중

〈표 8〉 대리인이론의 가설에 대한 검정결과 종합

설명 변수	대리인비용을 종속변수로 하는 회귀분석 추정계수			대리인이론 가설의 지지 여부에 대한 해석
	예상부호	다중회귀분석	단순회귀분석	
FCF	+	+	+	경영자참호 가설 지지
SIZE	+	유의하지 않음	+	경영자참호 가설 지지하지 않음
ZOA	+	+	+	경영자참호 가설 지지
DER	-	-	-	채권자감시 가설 지지
DIV	-	-	-	주주감시 가설 지지
기관투자자 지분율	-	유의하지 않음	유의하지 않음	주주감시 가설 지지하지 않음
외국인 지분율	-	+	+	주주감시 가설 지지하지 않음
대주주 지분율	-	-	유의하지 않음	주주감시 가설 지지하지 않음
소액주주 지분율	-	-	-	주주감시 가설 지지

그러므로 대응변수 중 FCF, SIZE, ZOA의 추정계수값은 양수(+)로 예상되며, DER, DIV의 추정계수값은 음수(-)로 예상된다. 한편, 지분율 변수들은 모두 음수(-)의 추정계수값을 나타낼 것으로 예상된다.

<표 7>에는 회귀분석 결과를 정리하였고, 다음 <표 8>에는 대리인비용에 대한 검정 가설에 대한 분석결과를 정리하였다. 회귀분석 결과의 특징을 요약한다.

첫째, 경영자참호 가설을 대변하는 대응변수 FCF, ZOA와 관련된 대리인비용의 다중 및 단순 회귀분석 추정계수값은 모두 검정가설을 지지하는 결과가 나타났다. 그러나 SIZE는 검정가설을 지지하지 않는 엇갈리는 결과를 보였다.

둘째, 채권자감시 가설을 대변하는 대응변수 DER 및 주주감시 가설을 대변하는 대응 변수 DIV와 관련된 대리인비용의 단순 및 다중 회귀분석 추정계수값은 모두 가설을 지지하는 결과가 나타났다.

셋째, 주주감시 가설을 대변하는 지분율 변수 중 기관투자자지분율의 추정계수값은 통계적으로 유의하지 않은 결과를 보이고, 대주주지분율은 엇갈리는 추정계수를 보임으로써 검정가설을 지지하는 결과가 나타나지 않았다. 특히 외국인지분율의 회귀분석 추정계수는 가설과 반대의 부호, 통계적으로 유의한 양(+)의 추정값을 나타냈다. 이는 대리인문제에 대한 외국인 주주의 감시기능을 의심하게 하는 검정결과이다.

넷째, 그러나 주주감시 가설을 대변하는 소액주주 지분율과 관련된 대리인비용의 회귀분석 추정계수값은 가설을 지지하는 결과가 나타났다. 이는 소액주주의 지분율이 증가할수록 소액주주에 의한 경영자감시 기능이 작동하는 것으로 해석된다.

다섯째, 2003년 이후 연도더미 변수가 통계적으로 유의한 음(-)의 추정계수로 나타났다. 이는 앞 절의 연도별 대리인비용 변화 추이와 일치하는 현상이다.

여섯째, 업종별로는 중기술 제조업종이 통계적으로 유의한 양(+)의 추정계수로 나타났다. 이는 저기술, 고기술 제조업종 및 서비스유통업종에 비해 대리인비용이 더 크다는 것을 의미한다.

IV. 결론 및 시사점

본 연구에서는 대리인비용하의 기업가치평가 모형과 세후 가중평균자본비용의 추정모형을 적용하여, 지주회사, 대기업집단 및 대기업집단에서 지주회사로 전환한 전환회사의 대리인비용의 크기를 추정하였다.

새롭게 개발한 법인세, 도산확률, 대리인비용 및 성장기회하의 세후 가중평균 기업가치평가모형의 모형 파라미터 추정 및 대리인비용의 추정결과, 정책당국의 대기업집단 규제정책과 지주회사 전환에 대한 지원정책의 정책적 효과를 대리인비용의 변화를 통해 평가해 볼 수 있다.

본 연구에서 개발한 세후 기업가치 가중평균 평가모형과 세후 가중평균자본비용 추정모형의 추정결과에 의하면 대기업집단 규제정책의 효과는 다음과 같이 정리된다.

첫째, 지주회사는 출자구조의 단순화와 투명성 제고를 통해 대리인비용의 저하가 기대된다. 가설에서 예상하는 바와 같이, 지주회사의 대리인비용은 비지주회사에 비해 낮

은 것(약 9%)으로 나타났다.

둘째, 대기업집단의 대리인비용은 가설에서 예상한 바대로 비집단기업에 비해 높은 것(약 10%)으로 나타났다.

셋째, 대기업집단 소속기업 중에서 지주회사로 전환된 회사는 대리인비용, 자본비용 및 기업가치 측면에서 대기업집단 샘플의 성격보다는 지주회사 성격에 더 가까운 것으로 나타났다. 지주회사로 전환된 기업의 대리인비용이 비전환회사에 비해 더 낮은 것(약 9%)으로 나타난 결과는 지주회사화가 대리인문제의 해소에 도움이 된다는 것을 뒷받침해 주는 것으로 해석된다.

넷째, 연도별로 살펴보면 기업지배구조 개선정책이 본격적으로 시행되고, 정착되는 시기인 2003년도 이후에 추정된 대리인비용이 작아지는 경향을 보였다.

결론적으로, 대리인비용 측면에서 평가해 본 지주회사 전환을 지원하는 대기업정책은 지주회사의 대리인비용 크기가 작아진 것으로 비추어 보면, 대기업집단에 대한 규제정책 중에서 어느 정도 긍정적인 효과가 있는 것으로 평가된다.

참고문헌

- 강효석·이원흠·조장연, 『기업가치평가론』, 제4판, 홍문사, 2005.
- 공정거래위원회, 「지주회사제도 안내」, 2006. 4.
- _____, 「2006년 지주회사 현황분석」, 2006. 7.
- 권영애, 「기업지배구조의 변환과정과 지주회사 이사 책임의 문제점」, 『상사판례연구』, 제19집 제3권, 2006. 9, pp.287-313.
- 권오승, 「지주회사에 대한 정책방향」, 공정거래위원회 위원장 강연자료, 2007. 6.
- 김상근, 「지주회사의 운영상의 법적 문제」, 『상장협연구』, 2007년 추계호, pp.56-73.
- 김영용·박경석, 『재산권, 주식회사, 대규모기업집단』, 한국경제연구원 정책연구 2006-08, 2006. 10.
- 김용열, 「기업그룹의 형성과 분사화」, 『경영교육연구』, 제11권 제1호, 2007, pp.125-143.
- 김현중, 『순환출자금지에 대한 최근 논의와 대안적 검토』, 한국경제연구원 정책연구 2006-01, 2006. 1.
- 노혁준, 「지주회사 설립과 전환의 법적 문제」, 『상장협연구』, 2007년 추계호, pp.33-55.
- 박경서, 「해외의 지주회사제도 현황과 국내 지주회사제도의 개선방향」, 『상장협연구』, 2007년 추계호, pp.95-116.
- 백재승, 「기업지배구조와 주주의 부」, 『경영교육연구』, 제10권 제1호, 2006, pp.121-144.
- 신동령, 「기업지배구조 관련제도와 그 변화에 관한 고찰」, 『재무관리논총』, 제9권 제1호, 2003.
- 신석훈, 「회사법의 범경제학적 접근을 위한 방법론적 소고」, 연세대학교 법학연구소 법학연구, 2007, pp.169-207.
- 유진희, 「지주회사 규제의 정책방향: 일반지주회사의 규제를 중심으로」, 『상사법연구』, 제25권 제2호, 2006. 8, pp.409-432.
- 이동원, 「지주회사에 있어서의 여러 법적 분쟁의 해결방안에 관한 연구-지주회사 주주의 법적 이익을 중심으로」, 한국경영법률학회 경영법률, 2005, pp.131-163.
- 이원흠, 「출자총액제한제도와 타법인출자의 장기효과에 관한 실증연구: 내재가치를 이용한 사건연구기법을 중심으로」, 『규제연구』, 제16권 제2호, 2007a, pp.37-79.

- _____, 「내재가치를 이용한 사건연구방법론의 개발에 관한 연구: 기업합병의 장기효과 측정 중심적으로」, 『재무연구』, 제20권 제1호, 2007b, pp.143-183.
- _____, 「기업가치 평가모형과 세후 가중평균자본비용 추정모형에 관한 연구: 법인세, 도산확률, 이익조정하에서의 모형도출」, 『재무관리논총』, 제12권 제1호, 2006, pp.63-88.
- 이원흠·최수미, 「가중평균 가치평가모형과 본질가치 산정에 있어서 수익가치와 자산가치의 가중치 추정에 관한 연구」, 『재무연구』, 제17권 제2호, 2004.
- _____, 「지식자산가치 평가모형과 지식자산가치의 기여도에 관한 실증연구」, 『증권학회지』, 제30집, 2002, pp.327-361.
- 전삼현, 「순환출자금지 법안에 관한 법리 검토」, 『규제연구』, 제15권 제2호, 2006. 12, pp.63-86.
- _____, 「지주회사의 주식소유 규제」, 『규제연구』, 제13권 제2호, 2004. 12, pp.3-32.
- 정근화, 「과다차입과 과잉투자가 우리나라 경제위기의 주범인가」, 『재무관리논총』, 제10권 제1호, 2004.
- 정준우, 「사업자회사에 대한 지주회사 주주의 법적 지위-주식교환, 이전에 의한 순수지주회사의 주주보호방안을 중심으로」, 한국법정책학회 법과 정책연구, 2006, pp.705-731.
- 진태홍, 「사외이사제도와 기업성과」, 『재무관리논총』, 제9권 제1호, 2003.
- 최충규, 『대규모기업집단 시책의 개편논의 검토와 바람직한 정책방향』, 한국경제연구원 정책연구 2006-06, 2006. 10.
- 한철수, 「지주회사에 대한 정책방향」, 『상장협연구』, 2007년 추계호, pp.15-32.

Baek, J. S., J. K. Kang and K. S. Park, "Corporate Governance and Firm Value: Evidence from Korean Financial Crisis," *Journal of Financial Economics* 71, 2004, pp.265-313.

Claessens, S., S. Djankov and L. Lang, The Separation of Ownership and Control in East Asian Corporations, *Journal of Financial Economics* 58, 2000, pp.81-112.

Copeland, T. and F. Weston, *Financial Theory and Corporate Policy*, 2nd ed., Addison

- Wesley, 1983.
- Jensen, M., "Agency Costs of Free cash Flows, Corporate Finance and Takeovers," *American Economic Review* 76, 1986, pp.323-329.
- Jensen, M. and W. Meckling, "Theory of the Firm: Managerial Behavior, Agency Costs and Ownership Structure," *Journal of Financial Economics* 3, 1976, pp.305-360.
- Khanna, T. and Y. Yafeh, "Business Groups and Risk Sharing around the World," *Journal of Business* 78, 2005.
- Johnson, S., P. Boone, A. Breach and E. Friedman, "Corporate Governance in the Asian Financial Crisis," *Journal of Financial Economics* 58, 2000, pp.141-186.
- La Porta, R., L. Florencio and A. Shleifer, "Corporate Ownership around the World," *Journal of Finance* 54, 1999, pp.471-517.
- La Porta, R., F. Lopez-de-Silanes, A. Shleifer and R. Vishny, "Agency Problems and Dividend Policy Around the World," *Journal of Finance* 55, 2000, pp.1-33.
- Modigliani, F. and M. Miller, "The Cost of Capital, Corporation Finance and the Theory of Investment," *American Economic Review*, Jun 1958, pp.261-297.
- _____, "Corporate Income Taxes and the Cost of Capital," *American Economic Review*, Jun 1963, pp.433-443.
- _____, "Dividend Policy, Growth and the Valuation of Shares," *Journal of Business*, Oct. 1961, pp.411-433.
- Myers, S., "Determinants of Corporate Borrowing," *Journal of Financial Economics* 4, 1977, pp.147-176.
- Williamson, O., *Markets and Hierarchies: Analysis and Antitrust Implications*, Free Press, 1975.

A Study on the Agency Costs of Holding Companies and Big Business Groups

Won Heum Lee

We examine the effects of the corporate governance regulations by estimating the size of the agency costs of the firm. To test the effects, first of all, we develop a firm valuation model under the assumptions of the existence of corporate taxes, bankruptcy costs, and agency costs. The model is an extension of M&M models (1958, 1961, 1963).

The model shows that the intrinsic firm values are sum of the four components such as the value of assets-in-place, the value of intangible assets, the value of growth opportunities and the compounding effects of tax benefits, bankruptcy costs and agency costs on the firm value.

And also the model naturally tells us that the after-tax weighted average cost of capital is determined by the four components such as the unlevered cost of capital, the expected tax-benefits, bankruptcy costs and agency costs on the cost of capital.

The empirical results in this study can be summarized as follows.

First, the agency costs of holding companies are about 9% less than non-holding companies.

Second, the agency costs of big business groups are about 10% higher than non-business groups.

In sum, the simplified ownership structure of holding companies helps to eliminate

some agency problems, and, it contributes, in turn, to reduce the size of agency costs and then to increase the intrinsic values of holding companies.

Key words: Agency Costs, Valuation Model, Holding Companies, Big Business Groups, Corporate Governance