

주식 재매입과 대리인 비용

Share Repurchase and Agency Cost

임 광 수*
(Lim, Kwang-soo)

논문접수일 : 97. 12

게재확정일 : 97. 12

목 차	
I 서 론	IV 분석 결과
II 가설도출	
III 표본 및 검증설계	V 결 론

I. 서 론

1997년 말 한국의 주식시장은 급락을 거듭하여 과거와 비교해 볼 때 상당히 낮은 수준에서 가격이 형성되어 있고, 원화도 연초 대비 50%가량 평가 절하되었다. 외국인의 국내 주식 취득 제한도 거의 폐지되어, 외국 자본의 국내 우량 기업 인수가 눈앞의 현실로 다가왔다. 이에 대한 국내 기업들의 반응은 우선 경영권 방어를 위한 자사 주식 재매입을 추진하고 있다. 주식 재매입은 주식시장을 통한 수시 매입, 공개 매수, 또는 사적 매입을 통해 이루어진다. 주식 재매입이라는 기업정책의 본질에 대한 이해를 높이기 위해 본 연구는 주식 재매입을 통한 현금분배와 대리인 비용의 관계를 살펴보았다.

자본시장의 완전을 가정할 때의 배당무관성이론(Miller and Modigliani, 1958, 1961)에 따르면 현금 분배는 기업의 가치에 영향을 미치지 않는다. 또한 현금 배당 및 주식 재매입을 통한 주주에의 현금분배는 대부분의 기업들이 이행하고 있다. 그-

* 한림대학교 경영학과 전임강사

러나, 현금 배당 및 주식 재매입에 수반되는 비용은 상당하나 그 혜택은 별로 알려져 있지 않은 사실은 많은 학자들로 하여금 의문을 품게 하기에 충분하다.

본 논문의 목적은 대리인 비용의 관점에서 주식 재매입을 통한 현금 분배 정책을 검토하고자 한다. 기업의 현금 분배 정책에 관한 논문은 수없이 많이 발표되었지만, Easterbrook(1984)은 대리인 비용이라는 관점에서 문제를 접근한다. 그의 대리인 비용통제가설에 의하면 현금 배당 및 주식 재매입은 기업의 대리인 비용을 줄이는데 기여를 한다는 것이다. 즉, 대리인 비용이 기업의 현금 분배 정책을 결정한다는 의미가 내포되어 있다. 적정 수준 이하로 감시/감독 받고 과도하게 위험 회피적인 경영자들을 견제하는 수단으로 현금 배당이나 주식 재매입이 널리 이용된다고 대리인비용통제가설은 가정하고 있다. 대리인 비용의 측정 문제에 기인하여 대리인비용통제가설은 실증적으로 검증된 바가 거의 없다. Rozeff(1982)와 Land and Litzenberger(1989)가 간접적으로 검증한 정도이다. 본 연구는 대리인비용통제가설을 실증적으로 검증하여 주식 재매입의 역할을 규명하는데 있다.

현금 배당 및 주식 재매입을 통한 현금 분배 정책에 수반되는 비용에는 여러 가지가 있다. 첫 번째로 배당 수익과 자본이득에 대해 차등적인 소득세율이 적용되는 것이다. 이로 인해 주주들에게 현금 배당은 상대적으로 부대비용이 많이 발생하는 투자 수익의 형태인 것이다. 두 번째 경우는 현금 분배가 없었다면 회피할 수 있는 자본시장에서의 자금 조달시 발생하는, 기업과 자본 시장간의 정보의 비대칭에 기인해 발생하는 비용이다(Myers and Majuluf, 1984). 세 번째 비용은, 주식 재매입이 발표되었을 때 목격할 수 있는 매도호가와 매수호가의 차이가 급증해 발생하는 거래 비용인 것이다(Barclay and Smith, 1988). 이와 같이 현금 분배에 수반되는 비용은 상당하나 그 혜택은 모호하다.

정보신호이론은 기업 가치 평가와 관련된 정보를 자본시장에 시의 적절하게 전달하는 수단으로 주식 재매입을 설명한다. 다른 기업이 모방하기 힘든 정보전달 수단이므로 신뢰성이 있는 것이다. 주식 재매입 시의 큰 주식 초과수익을 잘 설명하는 이론이라 할 수 있으며, Dann(1981)과 Vermaelen(1981)의 실증적 연구와 일관성을 보이고 있다. 그 밖에도 개인소득세절감가설(Dann, 1981, Vermaelen, 1981, Masulis, 1980), 부채비율가설(Vermaelen,1981, Masulis,1980), 사채소유자이용가설(Dann, 1981, Vermaelen, 1981), 기업인수저지가설(Bagwell, 1991, 1992), 현금배당대체가설(Bagwell and Shoven, 1989) 등이 주식 재매입의 역할을 설명하고 있으나 대부분의 경우 실증 자료와 일치하지 않거나 주식 재매입의 비용을 정당화하는데는 실패하고 있다.

전체적으로 기존의 연구들은 미래현금흐름에 관한 호의적인 정보를 자본시장에 전달하는 신호로서의 주식 재매입을 설명하는 정보신호이론과 합치하고 있다. 그럼에도 불구하고 여러 가지 의문은 남아있다. 주식 재매입이 전달하는 정보는 무엇인가? 기업이 더 이상 수익성 있는 투자기회를 가지고 있지 않을 때 주식 재매입을 하는 것은 아닌가? 기업 결산보고서, 순이익 예측, 또는 기업분석가와와의 대화 등의

저렴한 정보 전달 수단이 있음에도 불구하고 왜 비용이 많이 드는 주식 재매입을 통해 정보를 전달하는가?

대리인비용통제가설은 주식 재매입이 기업의 대리인 비용을 절감하는데 기여한다고 가정한다. 적정 수준 이하의 감시/감독을 받는 경영자로 하여금 자본 시장의 감시/감독을 받게하고 대리인 문제에 특히 취약한 잉여 현금(Jensen, 1986)을 제거하며, 또한 경영자의 과도한 위험회피로 인한 적정 수준이하의 부채비율을 회복시키는 기능을 주식 재매입이 한다. 대리인비용통제가설이 함의하듯이, 기업의 대리인 비용의 크기에 따라서, 주식 재매입에 대한 자본시장의 차별적 반응을 실증적으로 측정하여 가설을 검증하였다. 대리인 비용의 대리변수로 기관 투자자 지분 및 토빈의 Q를 사용하여 가설이 예측한 방향의 차별적 주식시장반응을 관찰하였으나, 경영자 지분 및 주주 평균 지분의 경우 가설과 상반된 결과를 얻었다.

II. 가설도출

배당 제한 조항이나 사채 계약에 의해 법적 및 계약적으로 제약을 받기는 하지만, 주식 재매입을 통한 현금의 사외 유출의 의사결정은 주로 경영자의 의사에 달려 있다. 주식 재매입을 통해 주주에 대해 현금 분배가 이루어지지 않았다면 그 현금은 재투자되거나 부채를 줄이는데 이용되었을 것이다. 경영자가 항상 기업의 주인인 주주의 이해를 위해 의사결정을 내린다면, 현금이 주식 재매입을 통하여 분배되거나 기업 내에 유보되거나 주주들은 두 선택안 간에 무차별한 선호도를 가질 것이다. Modigliani and Miller(1958, 1961)의 배당무관론성이론의 함의로 볼 수 있다. 하지만 경영자들은 주주의 이해보다는 자신의 이해를 우선하는 의사결정을 내리고, 수익성이 양호한 투자기회가 없음에도 불구하고 현금을 주주에게 분배하기보다 기업 내에 유보할 동기가 있으며, 또한 잉여현금이론(Jensen, 1986)이 시사하듯이 현금은 다른 형태의 자산에 비해 대리인 문제로 인해 낭비될 소지가 크다.

경영자들이 현금을 기업 내에 유보할 동기에는 여러 가지가 있다. 우선, 경영자들의 통제하의 현금을 최대한 늘려 그로 인한 자신들에게 주어지는 권력과 위신을 유지하는 것이다. 통상 기업의 규모가 클수록 경영자들이 누리는 권력과 위신은 크다. 또한 경영자들의 보상체계는 기업 가치보다 매출액이나 순이익 같은 것에 밀접하게 연관되어 있다면, 현금을 유보하여 기업가치 극대화 원칙에 어긋나는 투자일지라도 기업의 외형적 규모를 부풀려 더 많은 보상을 받을 수 있다. 기업가치 극대화 원칙에 상반되는 투자 행태를 보이는 무능한 경영자들의 경우, 현금의 사내 유보를 통하여 투자 재원을 조달하면 자본시장의 감시/감독을 피할 수 있다.

대리인비용통제가설은 다음의 세 가지 기능을 통하여 주식 재매입이 기업의 대리인비용을 줄이는데 기여한다고 가정한다. 첫 번째 기능은 자본시장의 감시/감독이다(Easterbrook, 1984). 기업의 투자계획은 확정되어 주식 재매입 여부에 영향을 받

지 않는다면, 주식 재매입을 통한 현금의 유출은 기업으로 하여금 자본시장에서 필요한 투자재원을 구하게 될 가능성을 증가시킨다. 기업이 자본시장에서 자본을 구하게 되면 시장은 대상기업의 모든 면을 면밀히 검토한다. 기업의 대리인 비용도 검토되어 자본비용의 결정요소로서 작용하게 된다. 기업의 대리인 비용이 클수록 그에 비례해 자본비용도 커질 것이다. 자본시장은 대리인 비용을 차감한 미래의 현금흐름에 대해서 편이성 없이 할인하여 공정한 가격 산정을 할 것이다. 경영자는 자본조달 비용은 최소화하려면 그들의 재량 하에 있는 대리인 비용을 줄일 수밖에 없다. 고양이 목에 누가 방울을 달 것인가의 집단선택문제에 봉착하여 효과적인 감시기능을 수행하지 못하는 주주들에 반하여 자본시장은 경영자에 대한 효율적이며 효과적인 감시기능을 제공해 주는 것이다.

주식 재매입의 두 번째 기능은 자동적으로 기업의 부채비율을 증가시키는 것이고, 이것은 대리인 비용의 절감에 도움이 된다(Easterbrook, 1984). 주주들이 사채의 계약조항이 허용하는 한 부채비율을 통하여 사채소유자들을 이용할 것을 예상하여, 사채의 가격은 공정하게 형성된 것이다. 다른 조건이 동일하다고 가정할 때, 주주들에 대한 현금분배의 유보는 부채비율의 감소를 유발할 것이며 이는 주주들로부터 사채소유자들로의 富의 이전을 의미한다. 이렇게 이전된 富는 대리인 비용의 일부로 볼 수 있다. 왜냐하면 주주들은 부채비율의 감소를 저지할 것이나 대리인인 경영자는 부채비율의 감소를 용인할 동기가 있기 때문이다. 경영자들은 그들의 인적자원이 기업과 결부되어 있기 때문에 상당히 분산되지 않은 포트폴리오를 가지고 있다. 그 결과 경영자들은 재무적 위험 및 투자위험의 관점에서 위험회피적인 성향을 보일 수밖에 없는데 이는 주주의 이해에 상반되는 행태인 것이다. 주식 재매입이나 현금 배당의 증가를 통한 현금 분배는 부채비율을 회복하여 사채소유주들로의 富의 이전을 막을뿐 아니라, 기업의 재무적 위험을 적정하게 증가시킨다. 따라서 기업의 미래 상태를 부정확하게 예측하는 사채 계약 조항의 불완전성을 수정/보완하는 기능을 주식 재매입은 수행하는 것이다.

대리인 비용 절감에 대한 주식 재매입의 세 번째 기능은 조세과정에 비견된다. 대리인/경영자는 조세당국으로, 현금흐름에 대한 대리인 비용의 비율은 세율로 비유할 수 있다. 기업가치극대화원칙에 어긋나는 기업확장주의나 경영권보호 등을 위하여 경영자가 순현금유입의 $\alpha\%$ 를 유용한다고 알려져 있다고 가정할 때, 주식 시장은 경영자의 이러한 행태를 주식 가격에 정확히 반영할 것이다. 만일 기업이 예상치 않았던 주식 재매입을 선언하면, 주식 재매입에 소요되는 현금의 $\alpha\%$ 만큼의 대리인 비용 과세에서 제외될 것이며, 주식 재매입 대금의 $\alpha\%$ 는 주주의 비예측 수익으로 간주할 수 있다. α 를 예측된 대리인 비용의 크기를 나타내는 척도로 볼 때, 주주의 비예측수익은 α 에 정비례한다.

대리인비용통제가설의 주요 함축적 의미는 주주에의 현금 분배의 혜택은 대리인 비용의 양의 함수라는 것이다. 따라서 주식 재매입에 대한 주식시장의 반응은 대리인 비용의 함수일 것이다. 이러한 가능성을 다음의 가설을 설정하여 실증적으로 검

증하여 검토하고자 한다.

H_a : 대리인 비용이 큰 기업의 주식 재매입 발표는 대리인 비용이 작은 기업의 그것보다 우호적인 주식시장의 반응을 받는다.

III. 표본 및 검증설계

1 표본 및 자료

가설 검증을 위한 표본은 다음의 세 가지 조건을 충족시켜주는 기업들을 선정하였다. (1) 공개 매수를 통한 주식 재매입이 주간잡지 Investment Dealers' Digest, 혹은 단행본 Corporation in Conflict: The Tender Offer (1970)에 보고된 기업, (2) 주식 자료가 CRSP 테이프에 수록된 기업, (3) 기업재무제표에 관한 자료가 Compustat이나 Moody's Manual에 수록된 기업. 주식 재매입 표본의 크기는 190개이다. 표본 선정 과정은 검증설계를 논의하는 부분에서 자세히 논의될 것이다.

2 대리인 비용의 측정

Jensen and Meckling(1976)의 연구에서와 같이 기업의 대리인 비용을 V^*-V 로 정의하였다. V^* 는 경영자가 기업의 지분을 100% 소유했을 경우의 가상적인 기업가치이다. V 는 대리인인 경영자에 의해 경영되는 기업의 가치이므로 주식시장에서 쉽게 관찰될 수 있다. 하지만 V^* 는 상장기업의 경우 절대로 관찰될 수 없는 문제점이 있다. 따라서 대리인 비용과 관련이 있다고 알려진 요소들을 선택하여 대리인 비용을 경험적으로 측정하고자 한다. 대리인 비용의 대리변수로 (1)경영자 지분, (2)기관투자자 지분, (3)주주 평균 지분, (4)토빈의 Q를 선택하였다.

Jensen and Meckling(1976)은 기업가치(V)는 경영자 지분의 양의 함수라고 주장하고 있다. 그들의 이론에 의하면 기업가치는 경영자의 자원의 사적소비에 따라 영향을 받는다. 경영자의 지분이 증가함에 따라 경영자의 이해와 소유주의 이해가 점점 일치하게 되어가고 따라서 경영자의 자원의 사적소비로부터의 혜택은 점점 감소한다. 따라서 기업가치는 경영자 지분에 영향을 받게 되며 대리인 비용(V^*-V)은 경영자 지분의 음의 함수일 것이다. Jensen and Meckling(1976)은 자원의 사적소비를 대리인 갈등의 원천으로 지적하였지만 기업확장주의나 경영권의 과도한 방어(managerial entrenchment)같은 기업정책도 같은 맥락에서 이해될 수 있다. 경영자 지분에 관한 자료는 Value Line Investment Survey에서 수집되었다. Value Line은 경영자의 범위를 임원 및 이사들로 국한하였다.

기관투자자 지분과 대리인 비용이 상관관계가 있으리라고 추정할 근거는 기관투자자의 감독 기능 때문이다. 주주들이 경영자에 대한 감독을 하는 경우는 감독으로

인한 사적 혜택이 감독 비용보다 큰 경우일 것이다. 과도한 비용으로 인해 소액 주주들은 경영자를 감독하지 못 할 것이나 기관투자자는 지분율이 크므로 감독으로부터의 혜택이 비용을 능가할 수도 있다. Pound(1988)의 효율적감독가설의 경우처럼 기관투자자는 경영자 감독에 대한 비결을 가지고 있고, 또한 경영자 감독에 필요한 자원도 가지고 있다. 따라서 기업의 대리인 비용은 기관투자자 지분의 음의 함수일 것으로 추정된다. 기관투자자 지분에 관한 자료는 Value Line Investment Survey에서 수집되었다. Value Line은 기관투자자를 미국 Security Exchange Commission의 규정에 따라 1억 달러이상의 소유주 지분을 소유한 기관으로 정의하였다. 은행, 신탁기금, 보험회사, 연금관리기관, 투자자문회사, 재단 등이 포함된다.

주주 평균 지분은 주주의 지분율의 산술적 평균으로 정의하였다. 이는 주주의 수효의 역수와 동일한 값을 가지게 된다. 주주 평균 지분은 기업의 소유 구조가 얼마나 분산되어 있는가를 측정한다. 기업 소유구조의 분산정도가 주주들의 경영자에 대한 감독의 정도에 영향을 미칠 것이다. 소유가 분산된 기업의 주주들은 소유가 집중된 기업의 주주들보다 약한 강도의 감독 기능을 수행할 것이다. 이는 소유가 집중된 기업의 경우, 대주주(blockholder)가 존재할 가능성이 많거나 주주와 경영자 사이의 의사전달이 용이할 것으로 사료되기 때문이다. 따라서 대리인 비용은 주주 평균 지분의 음의 함수일 것으로 추정된다. 주주 평균 지분에 관한 자료는 Compustat Annual Industrial Tape에서 추출하였다.

대리인 비용에 대한 마지막 대리변수는 토빈의 Q이다. 토빈의 Q는 기업의 시장 가치와 자산의 대체원가의 비율로 정의된다. 토빈의 Q는 기업의 한계투자기회의 질(Lang and Litzenberger, 1989)이나 기업가치의 상대적 척도(McConnell and Servaes, 1990)를 측정하는데 사용되었지만 대리인 비용의 척도로는 거의 사용된 바가 없다. 하지만 주어진 자산에 대해 기업가치와 대리인 비용의 상호관계로 미루어 볼 때, 대리인 비용과 토빈의 Q는 음의 상관관계를 가짐을 유추할 수 있다.

청산비용을 무시하고 자산의 대체원가와 퇴출원가(exit price)가 같다고 가정하면, 경영자가 100% 지분을 가지고 있는 기업의 가치는 자산의 대체원가보다 같거나 커야만 한다. 경영자, 즉 소유자는 기업의 가치가 대체원가보다 작아지면 기업을 자산의 대체원가로 청산을 할 수 있기 때문이다. 즉, 자산의 대체원가는 V^* 의 하방한계를 의미한다. 이 주장을 지지하는 증거는 open-end mutual fund의 경우를 들 수가 있다. open-end mutual fund의 순자산가액은 절대로 open-end mutual fund의 시장가치보다 크지 않다. (두 자료는 매일 Wall Street Journal에 보고된다.) 다시 말해서 open-end mutual fund의 토빈의 Q는 항상 1과 같거나 크다.

또한 모든 종류의 자산에 대해 완전시장과 기업진출의 진입장벽이 없다고 가정을 하면, V^* 는 자산의 대체원가보다 커서는 안된다. 그렇지 않을 경우 재정기회가 창조되기 때문이다. 자산의 완전시장의 의미는 장부의 자산을 포함한 모든 유형 및 무형의 자산이 쉽게 시장에서 거래가 될 수 있다는 것이다. 적대적 기업인수의 본질은 자산의 중계역할이라는 Bhagat, Shleifer, and Vishny(1990)의 연구에 비추어 볼

때, 이 가정은 크게 현실과 떨어져 있다고 볼 수 없다. 그럴 경우, 자산의 대체원가는 V^* 의 상방한계를 의미한다. 완전시장의 가정을 완화하여도 자산의 대체원가는 V^* 와 양의 상관관계를 가질 것으로 추정된다.

이상의 논의를 종합하면, 자산의 대체원가는 V^* 의 좋은 대리변수로 사료된다. 대리인 비용이 $(V^*-V)/V^*$ 로 정의되므로, V^* 를 대체원가(RC)로 대체하면 $(RC-V)/RC$ 로 표현할 수 있다. 토빈의 Q 는 V/RC 이므로 대리인 비용은 $1-Q$ 로 표시할 수 있고 Q 와의 음의 상관관계를 보여주고 있다. 토빈의 Q 는 Compustat Annual Industrial Tape의 자료를 McConnell and Servaes(1990)의 알고리즘을 이용하여 계산하였다.

3 연구 모형

대리인 비용이 상대적으로 큰 기업의 공개 매수를 통한 주식 재매입의 발표는 주식 시장으로부터 호의적인 반응을 받는다는 연구가설을 실증적으로 조사하기 위하여 다음의 연구 모형을 설정하였다.

$$AR_i = \beta_0 + \beta_1 PRM_i + \beta_2 AGC_i + \beta_3 SIZE_i + e_i$$

주식 재매입의 발표일이 0일로 정했을 때, AR_i 는 시장모형으로부터 산출한 기업 i 의 사흘(-1, 0, +1일) 간의 누적된 초과수익률이다. PRM_i 은 기업 i 의 주식 공개 매수의 프리미엄이다. AGC_i 는 연구변수로서 기업 i 의 대리인 비용을 의미하며 기업 i 의 경영자 지분(INSD), 기관투자자 지분(INST), 주주 평균지분(AOPS), 그리고 토빈의 Q (TOBQ)로 대체된다. $SIZE_i$ 는 기업 i 의 자산의 장부가액의 로그값으로 기업의 규모영향(Banz, 1981)을 제어하기 위해 첨가한 제어변수이다. AGC_i 와 $SIZE_i$ 의 측정 시점은 주식 재매입을 발표하기 직전의 회계연도의 기말을 기준으로 하였다.

공개 매수를 통하여 주식 재매입을 할 때, 두 가지 중요한 변수가 있다. 그 하나는 프리미엄인데 본 연구에서 공개 매수 가격과 공개 매수 발표 5일전의 주식 가격의 차이로 정하였다. 기업간의 주식 가격의 차이를 보정하기 위해 차이를 공개 매수 발표 5일전의 주식 가격으로 나누어 비율로서 나타내었다. 다른 하나는 기업이 매입하기를 희망하는 주식의 수로서 통상 목표 매입율(target fraction)이라 하여 총유통 주식수로 나누어 표현한다. 변수 PRM_i 가 의미하는 것은 공개 매수를 통한 주당 비예측 현금 지급의 크기이므로 프리미엄에 목표 매입율을 곱하는 것으로 정의하였다. 그 근거는 주주들이 합리적이라면 누구나 시가보다 높은 가격의 공개 매수에 응할 것이므로 실제로 매수되는 주식의 수는 목표 매입율 만큼이기 때문이다. (매도를 희망한 주식수가 목표매입율보다 크면 비례에 따라 매입하는 것이 통상적이다.)

연구가설의 예측에 따르면 상기의 회귀분석에서 연구변수 AGC_i 는 음의 계수를 가질 것으로 예상된다. PRM_i 가 주식 재매입에 포함된 정보를 대체하는 변수이라면

정보신호이론이 예측하듯이 β_1 은 양의 부호를 가질 것이다. 즉, 주식 재매입에 대한 주식 시장의 반응은 공개 매수 프리미엄에 비례할 것이다. Banz(1981)의 연구에 따르면 SIZE 변수의 계수는 음의 부호를 가질 것으로 예상된다.

IV. 분석 결과

주식 재매입과 대리인 비용의 관계를 검증하기 위한 연구 모형에 포함된 변수에 대한 기술 통계를 <표 1>에 제시하였다. 주식 재매입의 발표를 전후한 사흘간의 평균 초과수익률은 14.8%로 Masulis(1980)의 16.9%, Dann(1981)의 16.8%, 그리고 Vermaelen(1981)의 15.2%와 크게 다르지 않았다. 목표 매입율을 고려한 공개 매수 프리미엄의 평균은 4%, 토빈의 Q의 평균은 0.89, 표본 기업의 평균 주주의 수는 19,980, 경영자 지분의 평균은 16.7%, 그리고 기관 투자자의 평균 지분은 15.0%이었다. 각 변수간의 상관관계계수 매트릭스는 <표 2>에 제시되었다. 대리인 비용의 대체변수 중 INST와 TOBQ는 AR과 음의 상관관계를 보여 대리인비용통제가설과 일관된 관계를 보였으나 INSD와 AOPS는 양의 상관관계를 보이고 있다.

네 개의 대리인 비용 대리변수를 초과 수익률(AR)에 대해 회귀 분석한 결과는 <표 3>에 제시되었다. 대리인 비용의 대리변수에 관계없이 프리미엄 변수(PRM)의 회귀계수는 통계적으로 유의한 양의 값을 갖는다. 이 결과는 Vermaelen(1981, 1984)의 결과와도 일치하며 주식 재매입의 프리미엄이 주식시장에 정보신호로서의 작용한다는 정보이론과도 부합한다. INST와 TOBQ의 회귀계수는 통계적으로 유의한 음의 값을 가지므로 대리인 비용 통제 가설과 일치하는 결과를 보이고 있다. 기관투자자 지분(INST)이 작을수록, 토빈의 Q가 작을수록, 주식 재매입에 대한 주식시장의 반응은 크다. 이는 주식시장이 대리인 비용이 상대적으로 큰 기업의 주식 재매입에 더 우호적으로 반응한다고 말할 수 있다. 기업의 규모를 제어하는 변수(SIZE)를 삽입한 회귀분석모형에 대한 추정 결과는 <표 4>에 제시하였으며 그 결과는 <표 3>과 유사하나 INST의 부호가 바뀌었다. 이는 SIZE와 INST의 강한 양의 상관관계($r=0.553$)에 기인한다고 볼 수 있다.

주주 평균 지분(AOPS)과 경영자 지분(INSD)의 회귀계수는 통계적으로 유의한 양의 부호를 가져 대리인 비용 통제 가설에 배치되는 결과를 보이고 있다. 이러한 현상에 대한 설명으로 주식 재매입은 현금 배당만큼 효과적인 현금분배 수단이 아닌 것으로 사료된다. 현금 배당은 암묵적으로 장기적이며 계약적인 성격을 띠는 현금 분배 수단인데 반해 주식 재매입은 경영자의 자의적인 판단에 좌우되는 일과성 현금 분배 수단이다. 따라서 주식 재매입에 대한 초과 수익률과 대리인 비용 변수간의 관계가 약할 것으로 추측된다. 또한 소유가 집중되어 있는 기업(즉, 높은 INSD, AOPS)의 경영자들이 공개매수에 응하지 않는 주주들로부터 자신들을 포함한 공개매수에 응하는 주주들로 부를 이전하는 수단으로 주식 재매입을 이용한다면 양의 회귀계수를 관측할 수 있다. 이 이론은 Copeland 와 Weston(1988)의 주식 재매입을

설명하는 것인데 본 연구의 결과가 그들의 가설을 부분적으로 지지하고 있다. 하지만 실제로 경영자들이 주식 재매입에 자신의 소유주식을 응하는 경우는 거의 찾아볼 수 없다.

<표 - 1> 회귀분석에 사용된 변수의 기술통계치

	표본수	최소값	평균	중간값	최대값	표준편차	3차모멘트	4차모멘트
AR	190	-0.029	0.148	0.102	0.921	0.144	2.020	5.823
PRM	190	0.0005	0.042	0.023	0.475	0.058	3.885	20.885
TOBQ	134	0.129	0.890	0.793	3.151	0.430	2.699	9.528
NOSH	183	0.077	19.98	7.50	578.4	47.93	9.047	102.0
INSD	106	0.000	16.74	11.25	71.0	16.57	0.816	-0.150
INST	106	0.000	0.150	0.081	0.601	0.162	1.001	-0.225
SIZE	190	0.581	2.284	2.234	4.248	0.736	0.243	-0.305

- AR = 공개매수 발표 시점의 사흘 간의 초과수익률
- PRM = 목표매입량(%) x 공개매수 프리미엄(%)
- TOBQ = 토빈의 Q
- NOSH = 보통주주의 숫자(1,000)
- INSD = 경영자의 지분률(%)
- INST = 기관 투자자의 지분
- SIZE = 자산의 장부가(\$1,000,000)의 로그값

<표 - 2> 회귀분석에 사용된 변수의 피어슨 상관계수

	PRM	TOBQ	AOPS	INSD	INST	SIZE
AR	0.473	-0.248	0.377	0.154 [#]	-0.262	-0.499
PRM		-0.205	0.072 [#]	-0.074 [#]	-0.207	-0.298
TOBQ			-0.059 [#]	-0.090 [#]	-0.170	-0.047 [#]
AOPS				0.434	-0.232	-0.236
INSD					-0.245	-0.325
INST						0.553

#상관계수가 10% 수준에서 통계적 유의성이 없음

- AR = 공개매수 발표 시점의 사흘 간의 초과수익률
- PRM = 목표매입량(%) x 공개매수 프리미엄(%)
- TOBQ = 토빈의 Q
- AOPS = 주주의 평균지분 (NOSH의 역수)
- INSD = 경영자의 지분률(%)
- INST = 기관 투자자의 지분
- SIZE = 자산의 장부가(\$1,000,000)의 로그값

세 번째 설명은 기업의 크기(SIZE)와 주식 초과 수익률(AR) 사이의 강한 음의 상관관계이다($r=-0.499$). 일반적으로 소규모 기업들의 경우, 경영자 지분(INSD)이나 주주 평균 지분(AOPS)의 값은 높다고 할 수 있다. 그럴 경우, INSD와 AOPS의 양의 회귀계수는 기업규모효과의 표출이라고 볼 수 있다. 주식 재매입의 표본의 경우, 기업규모효과가 왜 큰지에 대해서는 의문이 남는다. 주식 가격이 내재가치에 비해 저평가되어 있기 때문에 경영자들이 주식 재매입을 시도하는 경우, 소규모 기업의 주식이 대규모 기업의 주식보다 시장가격형성에 오류가 있을 가능성이 많고, 따라서 소규모 기업의 주식 재매입은 큰 초과 수익률을 유발하게 될 것이다. 또는 기업 규모에 따른 차등적 정보 흐름에 의해, 시장이 소규모 기업의 주식 재매입은 예상하기 어려운데 반해 대규모 기업의 그 것은 쉽게 예상할 수 있다면 기업 규모 효과의 표출은 지극히 논리적 결과이다. 물론, 대리인 비용을 측정할 때의 측정오류와 작은 표본 크기가 일관되지 않은 결과에 대해 대부분의 책임이 있다.

<표 - 3>회귀분석결과

- (1) $AR_i = \beta_0 + \beta_1 PRM_i + \beta_2 INSD_i + e_i$
- (2) $AR_i = \beta_0 + \beta_1 PRM_i + \beta_2 INST_i + e_i$
- (3) $AR_i = \beta_0 + \beta_1 PRM_i + \beta_2 AOPS_i + e_i$
- (4) $AR_i = \beta_0 + \beta_1 PRM_i + \beta_2 TOBQ_i + e_i$

	표본숫자	b ₀	b ₁	b ₂	F 값	Adj R ²
예상 부호			+	-		
(1)	106	0.05 (4.62)	0.87 (5.67)	0.001 (2.23)	17.73	0.241
(2)	106	0.09 (7.27)	0.78 (4.96)	-0.09 (-1.97)	17.04	0.234
(3)	183	0.09 (8.94)	0.87 (6.14)	0.04 (5.54)	36.98	0.283
(4)	134	0.12 (5.11)	1.22 (6.27)	-0.04 (-1.99)	25.32	0.267

- AR = 공개매수 발표 시점의 사흘 간의 초과수익률
- PRM = 목표매입량(%) x 공개매수 프리미엄(%)
- TOBQ = 토빈의 Q
- AOPS = 주주의 평균지분 (NOSH의 역수)
- INSD = 경영자의 지분률(%)
- INST = 기관 투자자의 지분

결론적으로 주식 재매입 시점의 주식 초과 수익률은 기관 투자자 지분 및 토빈의 Q의 음의 함수이므로 대리인비용통제가설과 일치하나, 대리인 비용의 대리변수로 경영자 지분 및 주주 평균 지분을 사용하면 상반된 결과를 얻었다. 보다 큰 표본 수집과 더욱 정교한 대리변수를 이용하면 보다 명확한 결과를 얻을 수 있으리라 생각된다.

<표 - 4> 기업 규모 변수를 첨가한 회귀분석

- (1) $AR_i = \beta_0 + \beta_1 PRM_i + \beta_2 INSD_i + \beta_3 SIZE_i + e_i$
- (2) $AR_i = \beta_0 + \beta_1 PRM_i + \beta_2 INST_i + \beta_3 SIZE_i + e_i$
- (3) $AR_i = \beta_0 + \beta_1 PRM_i + \beta_2 AOPS_i + \beta_3 SIZE_i + e_i$
- (4) $AR_i = \beta_0 + \beta_1 PRM_i + \beta_2 TOBQ_i + \beta_3 SIZE_i + e_i$

	표본숫자	b ₀	b ₁	b ₂	b ₃	F 값	Adj R ²
예상부호			+	-	-		
(1)	106	0.18 (4.96)	0.72 (4.77)	0.0004 (0.93) [#]	-0.04 (-3.59)	17.50	0.320
(2)	106	0.20 (6.18)	0.69 (4.65)	0.008 (0.15) ^{##}	-0.04 (-3.62)	17.07	0.314
(3)	183	0.23 (8.29)	0.67 (4.90)	0.03 (4.59)	-0.05 (-5.43)	38.40	0.381
(4)	134	0.28 (7.66)	0.99 (5.45)	-0.04 (-2.21)	-0.06 (-5.38)	30.13	0.396

p값은 0.35

p값은 0.87

- AR = 공개매수 발표 시점의 사흘 간의 초과수익률
- PRM = 목표매입량(%) x 공개매수 프리미엄(%)
- TOBQ = 토빈의 Q
- NOSH = 보통주주의 숫자(1,000)
- INSD = 경영자의 지분률(%)
- INST = 기관 투자자의 지분
- SIZE = 자산의 장부가(\$1,000,000)의 로그값

V. 결론

우리는 기업이 왜 주식 재매입을 하는지에 대해 만족스러운 답을 가지고 있지 않다. 주식 재매입에 수반되는 비용은 상당하나 그 혜택은 분명하지 않다. 본 연구는 주식 재매입이 기업의 대리인 비용을 줄이는데 기여한다는 가설을 검토하고 실증적으로 검증하였다. 주식 재매입을 통한 잉여 현금의 분배는 적정 수준 이하로 감시받는 경영자로 하여금 감시기능을 효율적으로 수행할 수 있는 자본시장의 감시하에 둘 수 있다. 주식 재매입을 통한 잉여 현금의 분배는 경영자의 위험회피 성향에 기인한 적정 수준 이하의 부채 비율을 회복시키는 기능을 한다.

대리인 비용의 대리변수로서 경영자 지분, 기관 투자자 지분, 주주 평균 지분, 그리고 토빈의 Q를 채택하였다. 대리인 비용을 주식 재매입 시점의 주식 초과 수익률에 대해 회귀분석하여 연구가설을 검증하였다. 주식 재매입 사건의 표본은 주로 Investment Dealers' Digest에서 구했으며 표본 크기는 199개이다. 주식 재매입 발표시의 주식 초과 수익률은 기관 투자자 지분 및 토빈의 Q와 음의 상관관계를 가지고 있어 대리인비용통제가설과 일치된 결과를 보였으나, 대리인 비용을 경영자 지분 및 주주 평균 지분으로 측정했을 때는 연구 가설과 상반된 결과를 얻었다. 상반된 결과에 대한 여러 가지 설명중에서 주식 재매입은 일과성 현금 분배 수단이어서 잉여현금을 줄이는데 덜 효과적이라는 설명이 가장 설득력이 있다.

참 고 문 헌

- Austin, D. V. Corporation in Conflict: The Tender Offer. Masterco Press, Ann Arbor, MI, 1970
- Bagwell, L. S. "Share Repurchase and Takeover Deterrence." RAND Journal of Economics (Spring 1991)
- Bagwell, L. S. "Dutch Auction Repurchases: An Analysis of Shareholder Heterogeneity." Journal of Finance (March 1992)
- Bagwell, L.S., and J.B. Shoven. "Cash Distributions to Shareholders." Journal of Economic Perspectives (Summer 1989)
- Banz, R. "The Relationship between Return and Market Value of Common Stocks." Journal of Financial Economics (1981)
- Barclay, M. J., and C. W. Smith. "Corporate Payout Policy: Cash Dividends versus Open Market Repurchases." Journal of Financial Economics (1988)
- Black, F. "The Dividend Puzzle." Journal of Portfolio Management (1976)
- Copeland, T. E., and J. F. Weston. Financial Theory and Corporate Policy, 3rd Edition Addison-Wesley Publishing Company. 1988
- Dann, L. Y. "Common Stock Repurchase; An Analysis of Returns to Bondholders and Shareholders." Journal of Financial Economics (September 1981)
- Easterbrook, F. H., "Two Agency-Cost Explanation of Dividends." American Economic Review (September 1984)
- Jensen, M. C. "Agency Costs of Free Cash Flow, Corporate Finance, and Takeovers." American Economic Review (1986)
- Jensen, M. C., and W. Meckling. "Theory of the Firm: Managerial Behavior, Agency Costs and Ownership Structure." Journal of Financial Economics (1976)
- Lang, L.H.P., and R.H. Litzenberger. "Dividend Announcements: Cash Flow Signaling vs. Free Cash Flow Hypothesis?" Journal of Financial Economics (1989)
- Masulis, R. "Stock Repurchase by Tender Offer: An Analysis of Common Stock Price Change." Journal of Finance (1980)
- McConnell, J.J., and H. Servaes. "Additional Evidence on Equity Ownership

- and Corporate Value." Journal of Financial Economics (1990)
- Miller, M.H., and F. Modigliani. "Dividend Policy, Growth, and the Valuation of Shares." Journal of Business (1961)
- Modigliani, F., and M.H. Miller. "The Cost of Capital, Corporation Finance, and the Theory of Investment." American Economic Review (1958)
- Myers, S.C., and N.S. Majluf. "Corporate Financing and Investment Decisions When Firms Have Information That Investors Do Not Have." Journal of Financial Economics (1984)
- Pound, J. "Proxy Contests and the Efficiency of Shareholder Oversight." Journal of Financial Economics (1988)
- Rozeff, M.S. "Growth, Beta and Agency Costs as Determinants of Dividend Payout Ratios." Journal of Financial Research (1982)
- Vermaelen, T. "Common Stock Repurchase and Market Signaling: An Empirical Study." Journal of Financial Economics (June 1981)
- Vermaelen, T. "Repurchase Tender Offers, Signaling, and Managerial Incentives." Journal of Financial and Quantitative Analysis (June 1984)