

企業引受와 과잉현금흐름으로 인한 代理人費用과의 관계

金 注 鉉*

Corporate Takeover and Agency Cost of Free Cash Flow

Joo Hyun Kim*

Abstract

This study examines shareholder wealth effects in tender offers and attempts to explain abnormal return variations of bidding and target firms at announcement of takeovers using the free cash flow hypothesis of Jensen. On average, bidders with large free cash flows pay higher premia (apparently more than fair market value) to targets than do other bidders with no free cash flows. Thereby, these bidders experience negative wealth effects on announcement of tender offers.

Cross-sectional regression analysis suggests that for the subsample of takeover bids where bidders have large free cash flows, the increase in the debt ratio resulting from takeover has a significant positive wealth effect for bidding firm shareholders, while it has no effect in other subsamples. The evidence is consistent with the free cash flow hypothesis.

* 고려종합경제연구소

1. 서론

企業支配權시장(market for corporate control) 혹은 企業引受시장(takeover market)은 서로 다른 경영진들이 기업의 자원을 운용할 수 있는 권리를 확보하기 위해서 경쟁하는 시장으로¹⁾, 1980年代 중반에 들어서면서 급격히 팽창하고 있다. 1988년 한해동안 미국내에서의 거래크기만도 약 \$282billion에 달하고 있다. 企業의 引受는 合併(merger), 公開買受(tender offer), 白紙위임장투쟁(proxy contest)등을 통해서 일어날수 있으며, 때로는 이들이 혼합된 형태를 통해서 일어나기도 한다.

白紙위임장투쟁이 주식의 매입을 통하지 않고, 주주총회에서의 투표권을 위임받아 이사회의 議席을 많이 확보하여 기업의 支配權을 장악하는 방법인데 비해서, 合併이나 公開買受의 경우에는 인수기업(Bidder)이 인수대상기업(Target)의 주식을 취득 하므로써 기업의 支配權을 장악한다. 다만 合併時에는 인수대상기업의 경영자가 협상의 첫 대상이며 경영자의 추천에 의해서 이사회와 주주총회의 승인을 받으나, 公開買受時에는 인수대상기업의 개인주주에게 직접적으로 주식의 양도가격이 제시되고, 개개주주의 동의에 의해서 買受

가 이루어지므로, 경영자의 의사가 공개매수과정에서 직접적으로 반영되지 않는게 특징이다.

기업인수(takeover)가 인수기업이나 인수대상기업의 주가가격에 미치는 영향에 대한 연구는 많지만, 아직도 진정한 기업인수의 동기나 초과수익의 근원에 대해선 상당한 견해차이가 있다. 연구결과를 보면, 인수대상기업이 최초 인수시도 발표시에 상당히 큰 초과수익을 얻는다는데는 일반적으로 일치하고 있지만²⁾, 인수기업에 대한 영향은 표본자료의 크기나 기간에 차이가 있긴 하지만 상이한 결과를 보여주고 있다.³⁾

이러한 서로 다른 연구결과를 설명해 보려는 노력으로 몇가지 연구를 들 수 있다. Travlos(1987)와 Varaiya(1987)은 기업인수시 사용된 상이한 지불수단을 가지고 인수기업들의 수익율의 차이를 설명하려고 했다. 연구결과에 의하면, 합병이나 공개매수 등에 관계없이 현금지급과 주식교환은 수익율에 있어 차이를 나타냈다. 이들 역시 현금지급하는 인수기업들 간의 수익율의 차이는 설명하지 못했다. Roll(1986)은 그의 'hubris'가정에서 말하기를 인수기업들은 자주 자기과신에 사로잡혀서 상대의 가격을 과대산출한다. 그래서 인수대상기업의 주주가 얻는 이익은 인수기업의 주주

1. Jensen and Ruback(1983) 참조

2. Dodd and Ruback(1977), Kummer and Hofmeister(1978), Bradley(1980), Dodd(1980), Asquith(1983) and Eckbo(1983)을 참조, Jensen and Ruback(1983)은 예전에 발표된 논문들을 잘 정리하여 보고하였는데, 기업인수 발표시에 평균적으로 인수대상기업은 상당히 큰 초과수익율을 얻는다고 한다: 공개매수시에는 약 30% 그리고 기업합병시에는 20%(모두 기업인수시로는 성공적인 것에 한정됨).

3. Dodd and Ruback(1977)와 Bradley(1980)의 연구결과에 의하면 인수기업은 기업인수 발표시에 상당한 초과수익율을 얻는다고(공개매수 표본을 이용함) 보고한 반면, Dodd(1980)와 Eger(1983)는 인수기업이 큰 초과손실을 얻는다고(기업합병 표본을 이용함) 보고함. Asquith(1983)와 Eckbo(1983)는 기업합병표본을 이용한 연구에서 인수기업이 얻는 인수발표시의 이익이나 손실은 통계학적으로 의미있는것이 아니라고, 종래의 연구논문과 상이한 결과를 보고함.

로 부터 富의 전가라고 주장한다. 최근에 Bradley, Desai and Kim(1988)은 제도적인 환경변화에 의한 인수기업간의 경쟁의 심화는 인수대상기업의 수익을 더 높이고 상대적으로 인수기업의 수익을 감소 시켰다고 보고했다.

위에서 살펴본 바와같이 여러 연구에도 불구하고, 기업인수로 인한 인수기업들간의 획적인 수익율의 차이를 성공적으로 설명하지 못하고 있다. Jensen(1986a, 1986b, 1988)은 여러가지 재무거래가 주주들의 富에 미치는 서로다른 영향을 설명키 위해 '과잉현금흐름(Free cash flow)'가정을 제시했다. 경영자와 투자가 사이에 정보의 불균형이나 경영자에 의한 代理人 비용이 존재하고, 자본시장이 정상적으로 움직이지 않을때에는, 현금흐름액이나 투자기회의 유무가 기업인수의 중요한 동기가 될수도 있다. 더 나아가서, 예상되는 과잉현금흐름에 따른 대리인 비용의 변동량으로 기업인수 발표시 인수기업간에 상이한 초과수익율을 설명하고자 한다.

이 연구논문의 목적은 과잉현금흐름 가정을 가지고 인수기업과 인수대상기업의 초과수익율의 변이를 실증적으로 분석, 설명해 보려는 것이다. 분석결과에 의하면, 他인수기업에 비하여 과잉현금흐름이 많은 인수기업이 기업인수 의도를 발표했을때, 인수기업의 주가에 미치는 영향은 부정적이거나, 상대적으로 인수대상기업 주식은 더높은 수익율을 나타냈다. 더 나아가 과잉현금흐름이 많은 소집단에 대한 회귀분석결과를 보면 부채비용의 증가가 인수기업의 초과수익율에 미치는 영향은 긍정적이었다(他소집단에서는 발견하지 못함).

이 결과는, 과잉현금흐름이 많은 기업에 있어 부채의 증가는 경영자가 미래현금흐름의 사용에 대해서 자신을 속박함으로써 과잉현금흐름에 따른 代理人 비용을 줄인다는 Jensen의 과잉현금흐름 가정과 일치하는 것이다.

이 이후의 논문은 아래와 같이 전개된다. 2절에서 과잉현금흐름과 그에따른 대리인비용에 대해서 논하고, 3절에선 실증적 분석을 위한 가정들을 검토하고, 4절에선 이 연구에 사용된 표본에 대해서 설명하고, 5절에선 실증적분석방법, 분석결과, 그에따른 해설을 다루고, 결론으로 6절에선 논문을 전체적으로 요약해 보겠다.

2. 과잉현금흐름

2.1 과잉현금흐름에 따른 代理人 비용

Jensen(1986a, 1986b)은 과잉현금흐름에 대한 이론을 최초로 전개했다. '과잉현금흐름(free cash flow)'이란 순현재가치(net present value)가 零보다 큰 모든 사업에 필요한 자금을 충족시키고 남은 잉여현금흐름을 말하는 것으로 경영자와 주주사이의 불황의 근원이 되기도 한다. 원칙적으로, 기업에 순현재가치가 零보다 큰 사업이 더 이상 없을 경우 이 잉여현금흐름은 주주에게 지급되어 더높은 수익률을 위해서 투자되어야 한다. 그러나 많은 경우 전문경영인들은 자신의 지휘하에 가능하면 많은 현금자산을 두어 필요 이상의 유동성을 유지하거나, 때로는 자신의 自我 실현의 수단으로 회사의 크기를 키우기 위해서 자본비용이하의(순현재가치가 零보다 적은) 사업에

투자하는 성향이 있으므로, 경영자들이 잉여현금흐름을 사용함에 있어서 항상 주주의 富를 최대화하는 방향으로 결정을 내리지 않는다. 이와같이, 잉여현금흐름을 사용함에 있어 주주와 전문경영인간에 이해의 차이로 발생하는 富의 차액을 일컬어 '과잉현금흐름에 따른 代理人 비용'이라 한다. 기업이 더 많은 과잉현금흐름을 만들어 낼수록 배당정책에 대한 주주와 전문경영인간의 갈등은 더 심각해지며, 그에 따른 대리인 비용은 늘어난다.

이론적으로 과잉현금흐름이 있다고 해서 代理人 비용이 발생하는것이 아니고, 이것이 순現在 가치가 零보다 적은 사업에 투자될때 발생하는 것이지만 효율적인 자본시장에서의 기업의 가치는 과잉현금흐름으로부터 예상되는 대리인 비용까지도 반영한다고 본다.

2.2 부채와 과잉현금흐름에 따른 代理人 비용

상품시장이나 원자재 시장에서의 경쟁의 증가는 기업에 가능한 이윤의 폭을 줄어둘게 만들었으며, 경영자들에게 더욱더 효율적인 경영을 하도록 강요하게 되었다. 그러나 기업이 상당한 경제적 지대(economic rents)를 만들어 낼 경우에는 이러한 상품이나 원자재 시장에서의 경쟁이 경영자들을 효율적으로 되도록 자극하기에는 미흡하다. 이와같이 시장의 제재력이 작용하지 않는 경우에는 내부통제제도나 기업지배권 시장의 역할이 더욱더 중요하게 된다. Jensen(1986a)에 의하면, 과잉현금흐름이 많은 기업은 대체로 경제적 지대를 많

이 만든 기업에 속하며, 이들 기업의 경영자들에게 내부통제제도나 기업지배권 시장의 영향이 크다.

기업이 과잉현금흐름의 문제점을 안고 있을때 부채는 내부통제수단으로 사용될 수 있다. 代理人 비용을 줄이는데 있어서 부채의 중요한 역할은 Jensen에 의해서 처음으로 소개됐다.⁴⁾ 다른 모든조건이 동일하다면, 경영자가 유용할 수 있는 과잉현금흐름의 양을 줄이는 것은 과잉현금흐름에 따른 代理人 비용을 줄이는 역할을 하여, 결국 기업의 가치를 높이는 것이다. 배당지급⁵⁾이나 부채의 증가 둘다 과잉현금흐름을 줄일 수 있는 방법이지만, Jensen은 부채의 사용이 더욱더 효율적인 방법이라고 주장한다. 부채의 사용은 이자와 원금상환에 대한 계약상의 강제성 때문에 경영자가 미래의 현금흐름을 낭비하지 않겠다는 의지를 나타내는데 훨씬 더 효율적이기 때문이다.

기업이 많은 투자기회를 갖고 있고, 빠르게 성장하고 있을 때는 부채의 내부통제기능은 별 의미가 없다. 이런 종류의 기업은 과잉현금흐름의 문제가 거의 없으며, 더욱이 이러한 기업들은 외부의 자본시장에서 계속적 자본을 조달해야 하므로, 경영자의 능력이나 사업의 수익성등은 시장에서 평가받을 기회가 많아서 충분히 통제될 수 있다.

3. 실증적 분석을 위한 가정

과잉현금흐름 가정은 기업인수의 동기와 그 영

4. 전통적인 의미의 代理人 비용과 부채와의 관계는 Jensen and Meckling (1976)에 의해서 소개되었으며, Smith and Warner (1979)에서 깊게 논의되었다.

5. 代理人 비용과 배당금 지급과의 관계는 Rozeff (1982)와 Easterbrook (1984)에서 잘 설명되었음.

향을 설명해 보려는 여러가지 가정들 중의 하나이다. 이 가정을 실제로 시장에서 얻을 수 있는 자료를 가지고 실증적으로 분석하는데 문제점은 우리가 각 기업이 갖고 있는 투자 혹은 성장기회를 계량화하기 힘들고, 과잉현금흐름의 량을 측정하기가 용이하지 않다는 것이다.

기업이 갖고 있는 현금흐름의 정도가 적정량인지 과잉인지의 여부는 기업의 현금흐름액과 기업이 갖고있는 수익성 있는 투자기회 사이의 상호관계에 달려 있으며 투자기회에 비하여 상대적으로 현금흐름이 많은 기업은 과잉현금흐름의 상태에 있기 쉽다. 대개의 전문경영인들이 이런 필요이상의 현금흐름액을 주주들에게 지급하기 보다는 수익율이 낮은(자본비용 이하 혹은 순현재가치가 썩보다 적은) 유동자산에 투자하여 높은 유동성을 유지하고 싶어한다. 그러므로 과잉현금흐름 가정에 의하면, 투자기회가 적은 기업이 높은 유동성을 갖고 있는 것은 바람직 하지 못하며 기업의 가치에 미치는 영향은 부정적이다. 왜냐하면 이런 기업은 과잉현금흐름을 기업가치의 극대화를 위해서 투자(혹은 배당)하지 않을 뿐만 아니라, 外部자본시장에 의해서 통제(monitoring) 받을 수 있는 기회가 적기 때문이다.

과잉현금흐름 가정을 검증해보기 위해서 기업인수에 있어 시장의 반응에 대하여 몇가지 가정을 세워본다. 상대적으로 과잉현금흐름을 많이 갖고 있는 기업이 기업인수를 시도할 때 인수기업의 주식가격(주주의 富)에 미치는 영향은 부정적이다. 왜냐하면 과잉현금흐름을 갖고 있는 기업의 경영자는 이것을 주주에게 배당지급하기보다는 수익율

이 낮은 사업이라도 투자하려는 경향이 크기 때문에 기업인수도 이런 유형의 투자일 가능성이 있기 때문이다. 반면에 인수대상기업의 주주는 인수기업이 과잉현금흐름을 많이 가지고 있을수록 더 큰 초과수익율을 얻는다. 과잉현금흐름이 많은 인수기업일수록 外部자본시장에 의해서 통제를 적게 받으므로 인수대상기업을 인수함에 있어 더 높은 가격을 지급할 가능성이 크기 때문이다.

더 나아가서, 다른 모든 조건이 동일하다면 과잉현금흐름의 문제가 있는 기업에 부채의 증가는 인수기업의 주가에 긍정적인 영향을 미친다. 이때 부채는 내부통제수단으로써의 역할을 한다. 즉 추가적인 부채의 발행을 통해서 인수기업의 경영자가 사용할 수 있는 미래의 과잉현금흐름의 양을 줄여서 예상되는 대리인 비용을 줄이는데 기여를 하기 때문이다. 한편 다른 모든 조건이 동일하다면 기업인수를 통한 현금이나 단기투자액의 감소는 인수기업의 주가에 긍정적인 영향을 미친다. 과잉현금흐름이 많은 기업의 경영자는 이것을 유동자산에 투자하여 높은 유동성을 유지하고 싶어한다. 그러므로 경영을 위해서 필요한 이상의 유동자산을 없애는 것은 일시적이지만 과잉현금흐름에 따른 代理人 비용의 근원을 없애는 것이므로 기업의 가치를 증가시킨다.

4. 표 본

4.1 자료출처

이 논문에서 사용된 자료는 'TENDERBASE'에 들어있는 것 들이다. 이 TENDERBASE 자료는

Douglas Austin & Associates社가 만든 것으로 1980부터 1986사이의 827개의 기업인수 시도 사례를 담고 있다. 이 전체 자료에서 최종표본으로 추출된 것은 아래의 조건들을 만족시킨 것이었다: 1) 인수기업이나 인수대상기업 양쪽 다 Center for Research in Security Price (CRSP) daily return file에 자료가 있어야 하고, 2) 인수기업과 인수대상기업 모두 COMPUSTAT file에 자료가 있어야 하고, 3) 최초 인수시도 시기를 Wall Street Journal Index 나 Dow-Jones News Wire(The Broadtape)에서 찾을 수 있어야 한다. 최초 기업인수 발표일은 Wall Street Journal 이나 Broadtape 에 발표

된 최초의 공식적인 언급일로 한다. 이러한 선별 기준은 전체 827개의 기업인수시도 사례를 최종 194개의 인수기업과 인수대상기업 쌍으로 줄였다.

4.2 자료분석

[표-1]은 이 논문에서 사용된 기업인수 표본의 연도별 분포를 보여주고 있다. 전체표본중에서 72%는 성공적인 기업인수시도이고 28%는 실패한 인수시도 였다. 공개매수의 경우 조건부공개매수와 무조건부 공개매수로 나눌 수 있는데, 조건부의 경우는 인수기업이 제시한 필요한 주식수보다 더 양도가 됐을때만 성공적인 것으로 간주하고,

표-1 기업인수표본의 연도별 분포^a

	기업인수 시도 건수 ^b		
	전체건수	성공적인 인수시도 ^c	실패로 끝난 인수시도
1980	14	13	1
1981	15	9	6
1982	24	14	10
1983	21	14	7
1984	40	30	10
1985	28	22	6
1986	52	37	15
합계	194	139	55

- 각 표본은 인수기업과 인수대상기업의 짝으로 구성되었다. 원래 'TENDERBASE'에 수록된 기업인수 시도 사례는 827에 달했으나, 표본추출과정에서 194개의 짝으로 줄어들었다.
- 인수협상과정에서 제시가격이 수정된 경우는 새로운 건수로 계산되지 않았으나, 他기업에 의한 새로운 가격제시는 새로운 인수시도로 계산되었음.
- 무조건부 공개매수의 경우 인수기업이 조금이라도 인수대상기업의 주식을 취득하게 되면 성공적인 경우로 간주되었으며, 조건부 공개매수의 경우는 인수기업이 제시한 필요한 주식수보다 더 양도가 되었을때만 성공적인 것으로 분류됨.

무조건부의 경우는 인수기업이 조금이라도 인수대상기업의 주식을 취득하게되면 성공적인 것으로 분류됐다.⁶⁾ 전체자료에 비해서 본 표본이 최근연도에 좀 치중된 경향은 있다.

[표-2]에서는 인수기업과 인수대상기업의 산업별 분포를 전체 CRSP기업의 산업별 분포와 비

교해 보았다. 기업의 분류는 CRSP에 기록된 내차리 SIC 번호를 사용했다. 인수기업의 65.5%와 인수대상기업의 56.7%가 제조업에 집중되어 있다. Chi-Square 테스트가 보여주듯이 이 연구에 사용된 표본기업은 전체 CRSP기업의 분포에 비해서 고르게 분포되어 있지 않다. 은행이나 보험회

표-2 기업인수표본의 산업별 분포^a

산업별	회사수 (%)		
	CRSP	인수기업 ^b	인수대상기업 ^c
1. 농업, 임업 및 수산업	14 (0.3)	1 (0.5)	0 (0)
2. 광업	350 (6.6)	14 (7.2)	20(10.3)
3. 건설업	83 (1.6)	0 (0)	2 (1.0)
4. 제조업	2504(47.5)	127(65.5)	110(56.7)
5. 운수업, 통신업, 전기, 가스 및 위생서비스업	426 (8.1)	20(10.3)	18 (9.3)
6. 도매업	167 (3.2)	1 (0.5)	9 (4.6)
7. 소매업	392 (7.4)	13 (6.7)	16 (8.2)
8. 금융업, 보험업 및 부동산업	969(18.4)	10 (5.2)	7 (3.6)
9. 서비스업	359 (6.9)	8 (4.0)	12 (6.3)
합계	5264(100.0)	194(100.0)	194(100.0)

a. 자료출처 : *Standard Industrial Classification Manual*, 1972, Office of Management and Budget.

b. 인수기업 표본의 산업별균등분포정도를 CRSP분포와 비교해서 검증해 보았다(Chi-Square 검증 이용
함 : $X^2 = \sum \{ (f_o - f_e)^2 / f_e \}$). 균등분포의 귀무(null) 가설은 $\alpha = 0.01$ 수준에서 기각됐다.

$$(X^2 = 42.3 > X^2(8, 0.01) = 20.09)$$

c. 인수대상기업의 산업별 균등분포 귀무가설은 $\alpha = 0.01$ 수준에서 기각됐다.

$$(X^2 = 3.31 > X^2(8, 0.01) = 20.09).$$

6. 무조건부 공개매수의 경우, 성공적인 공개매수의 정의로서 주관적인 분기점을 사용하지 않는다(Bradley, Desai and Kim (1988) 참조)

사는 재무구조가 특이한 관계로 본연구의 표본에서 제외시킨 결과, 표본의 분포에 영향을 미치고 있다.

[표-3]은 인수기업과 그에 상응하는 인수대상 기업에 대한 서술적인 통계자료를 보여준다. 평균적으로 말하면 인수기업은 자산의 장부가격으로 보나 주식의 시장 가격으로 보나 인수대상 기업보다 크다. 기업인수 시도전 자산기준으로 볼때, 인수기업은 median (mean) 이 \$1,645million (\$4,433million)인 반면 인수대상기업은 \$396million (\$1,789million)밖에 안된다. 기업인수발표 20

일전기준으로 전체주식의 시장가치를 비교해 보면 인수대상기업은 인수기업의 39.3% (median)에 달한다. 기업인수시 인수프리미엄을 최초발표 20일전 주식이격 기준으로 계산하면 36.4% (median)에 달한다; mean은 37.7%이다.

과잉현금흐름가정을 검증하기 위해서 기업의 현금흐름액과 그 기업이 갖고 있는 상대적인 투자기회를 비교하여 인수기업의 과잉현금흐름의 상태를 분류해본다. 현금흐름액을 측정하는 방법은 여러 가지가 있지만 대용(proxy) 변수로 영업이익을⁷⁾ 사용하되, 크기가 서로 다른 기업을 비교하기

표-3 기업인수표본에 대한 서술적 통계자료^{a, b}

구 분	Mean	Median	Minimum	Maximum
(1) 자산의 장부가격 :				
인수기업	4433	1645	26	48117
인수대상기업	1789	396	9	22169
(2) (부채총액/자산총액) :				
인수기업	27.0	23.6	0.6	70.3
인수대상기업	24.0	22.2	0.1	128.9
(3) 전체주식의 상대적 시장가치 :				
(인수대상기업/인수기업)	0.879	0.393	0.004	8.940
(4) (영업이익/자산총액) :				
인수대상기업	15.4	14.5	(73.0)	52.8
(5) (주당순이익/주가) :				
인수대상기업	0.023	0.085	(10.000)	0.227
(6) 인수총액 ^c	685	214	1	10787
(7) 인수프리미엄 (%)	37.7	36.4	(7.8)	106.9

- a. 자료는 Industrial and Research COMPUSTAT 에서 구한 것이며 인수발표 직전의 회계년도 말 자료에 기준한 것임.
 - b. (1)과 (6)의 단위는 millions of dollar 임.
 - c. 인수총액; (인수 제시가격) × (희망 인수주식수)
7. 현금흐름액의 대용변수로 영업이익과 감가상각비를 합한 금액도 사용해 보았다. 결과는 영업이익을 사용한 것과 비슷하였다.

위해서 자산의 장부가격으로 표준화한 영업이익 (o/a)을 이용한다. 기업이 가지고 있는 투자기회를 측정하기 위해서는 주당순이익(earning per share) 대비 주식가격(인수발표 20일전 가격)의 비율(e/p)을 대응변수로⁸⁾ 사용한다. 다른 모든 조건이 동일하다면, 이 비율(e/p)은 주식가격중에서 현 이익과 미래기대이익과의 상대적인 중요성을 나타낸다. 현재 이익은 많이 내고 있으나 미래에 투자기회가 적어서 기대수익이 적은 기업은 e/p 비율이 크게되고, 상대적으로 현재 이익은 적게 내고 있으나, 미래에 투자기회가 많고, 기대수익이 많은 기업은 e/p비율이 작게된다.

인수기업들을 위의 두 변수(o/a와 e/p)에 의해서 각각 높고, 낮은 두부류로 나눈 다음에, 두 변수 분류방법에 의해서 네개의 소그룹으로 나눈다(그림 1 참조). 기업이 많은 현금흐름액을 가지고 있으면서 상대적으로 투자기회가 적으면(즉, 높은 o/a와 높은 e/p), 이런기업은 과잉현금흐름의 상태에 있기 쉬우며, 나아가 과잉현금흐름에 따른 代理人비용을 많이 발생시키기 쉽다(그룹 1). 다른 한편으로, 기업이 적은 현금흐름액을 가지고 있으면서 상대적으로 많은 투자기회를 갖고 있으면(즉 낮은 o/a와 낮은 e/p), 이런 기업은 항상 새로운 투자를 위해서 자금이 필요한 형편이므로

그림-1 과잉현금흐름 상태에 의한 인수기업의 분류^{a, b}

		구 분
인수기업	높은 현금흐름액 낮은 성장가능성	그 룹 1 (높은 과잉현금흐름 상태)
	높은 현금흐름액 높은 성장가능성	그 룹 2
	낮은 현금흐름액 낮은 성장가능성	그 룹 3
	낮은 현금흐름액 높은 성장가능성	그 룹 4 (과잉현금흐름이 없는 상태)

a. 현금흐름액의 대응(proxy) 변수로 영업이익을 자산의 장부가격으로 표준화 하여 사용한다(o/a). 성장가능성의 대응변수로 주당순이익을 주당시장가격으로 나눈 비율을 사용한다(e/p).

b. 위의 두변수, o/a, e/p를 각각 높고 낮은 두부류로 나눈 다음 두변수 분류방법에 의해서 네개의 소그룹으로 나눈다.

8. 투자기회(성장가능성)의 대응변수로 연구개발비와 광고비를 합친 금액도 시도해 보았다. 그러나 이 변수들이 COMPUSTAT에 누락된 회사가 너무 많은 관계로 이 연구를 위한 대응변수로는 적합치 않음.

과잉현금흐름의 문제는 없게된다 (그룹 4). 나머지 두 그룹은, 기업이 많은 현금흐름액을 갖고 있으면서 투자기회로 많은 경우(그룹 2)와 기업이 적은 현금흐름액을 가지고 있으면서 투자기회도 적은 경우(그룹 3)에 해당한다. 이 두 그룹은 과잉현금흐름의 상태로 보면 그룹 1과 4의 중간상태라 할 수 있겠다.⁹⁾

[표-4]는 과잉현금흐름상태가 다른 소그룹간의 서술적인 통계자료를 비교하여 보여준다. 그룹

1의 인수회사는 다른 그룹에 있는 회사에 비해서 자산의 장부가격으로 보면 굉장히 크다;mean을 비교해 보면 t-값은 2.30(그룹 1 對 그룹 2와 3)와 2.38(그룹 1 對 그룹 4). 그러나 인수대상기업의 인수기업에 대한 상대적인 크기는 그룹간에 큰 차이가 없다;mean은 0.398(그룹 1), 0.392(그룹 2와 3), 그리고 0.398(그룹 4)이다. 그룹 1의 인수기업의 부채비율은 그룹 2와 3의 인수기업에 비해 낮다(t-값=-2.74), 그리고 그룹 4의 인수

표-4 소그룹별 기업인수표본에 대한 서술적 통계자료^{a, b}

구 분	그 룽 1		그 룽 2와 3		그 룽 4	
	Mean	Median	Mean	Median	Mean	Median
(1) 자산의 장부가격 :						
인수기업	6818	3210	3600	1692	3024	1129
인수대상기업	2632	523	1563	545	1316	309
(2) (부채총액/자산총액) :						
인수기업	20.2	19.2	26.8	24.3	34.1	34.5
인수대상기업	23.2	21.9	24.2	22.3	24.5	22.5
(3) 전체주식의 상대적 시장가치 (인수대상기업/인수기업)	0.635	0.398	0.813	0.392	1.16	0.398
(4) (영업이익/자산총액) :						
인수대상기업	17.0	16.8	15.1	13.5	14.4	14.7
(5) (주당순이익/주가) 인수대상기업	0.091	0.099	0.077	0.085	(0.087)	0.073
(6) 인수총액 ^c	1113	300	546	255	458	157
(7) 인수프리미엄 (%)	41.6	40.8	38.3	38.8	33.8	30.1

a. 자료는 Industrial and Research COMPUSTAT에서 구한 것이며, 인수발표직전의 회계년도말 자료에 기준한 것임.

b. (1)과 (6)의 단위는 millions of dollar 임.

c. 인수총액: (인수제시가격) × (희망 인수주식수)

9. 두 변수에 의한 과잉현금흐름상태의 분류는 절대적인 것은 아니며, 예를 들면, 그룹 1에 있는 인수기업은 그룹 2에 있는 인수기업에 비해서 상대적으로 많은 과잉현금흐름을 가질 가능성이 높다고 설명할 수 있다.

기업에 비해서도 낮다(t -값=-5.67). 인수프리미엄을 보면 그룹 1의 인수기업이 그룹 4의 기업에 비해 훨씬 많이 지급하고 있다. 위의 자료를 요약해보면, 일반적으로 과잉현금흐름이 많은 인수기업(그룹1)은 他 인수기업에 비해서 자산으로 볼 때 크고, 부채비율이 낮고, 많은 인수프리미엄을 지급한다.

5. 실증적 분석과 그 결과

5.1 초과수익율의 측정

기업인수가 인수기업이나 인수대상기업의 주주의 富에 끼치는 영향을 관찰하기 위해서, 'market adjusted returns model'을 이용하여 기업인수 발표시에 인수기업과 인수대상기업의 주식의 초과 수익율 변동을 측정한다. 비교목적을 위하여 'market model'을 이용해서도 주식의 초과수익율을 측정해 봤지만, 두개의 방법이 서로 비슷한 결과를 보여주는 고로 이 논문에서는 전자의 결과 만을 보고 한다. Brown and Warner (1985)가 증명한 것처럼 'market adjusted returns model'과 'market model'은 큰 차이를 보이지 않았다.

Market adjusted returns model은 주식 i 의 예상수익율이 기간 t 동안 시장포트폴리오 (market portfolio)의 예상수익율과 같다고 가정한다. 그러므로 기간 t 동안에 주식 i 의 초과 수익율(AR_{it})은 주식 i 의 수익율(R_{it})와 시장 포트폴리오의 수익율(R_{mt})의 차이와 같다;

$$AR_{it} = R_{it} - R_{mt}$$

시장포트폴리오의 대응변수로는 'CRSP equal

weight market index'를 사용한다. 인수기업과 인수대상기업의 초과수익율의 변화를 기업인수 발표일 전후로 60일씩, 총 122일(2일수익율로 계산하여 61개)에 걸쳐 관찰했다. 기업인수 발표일은 최초로 *Wall Street Journal* 이나 *Dow-Jones News Wire* 에 발표된 당일과 발표하루전일의 양일로 정했다. 위와 같은 방법으로 측정된 인수발표일의 초과수익율은 소 그룹별로 평균치를 구했으며, 각각의 평균초과수익율은 't-검증'을 이용하여 통계학적인 의미가 있는지를 점검해 본다.

5.2 기업인수 발표가 주가에 미치는 영향

기업에 대한 새로운 정보는 주가의 변화를 가져오며, 이는 곧 株主의 富의 변화를 의미한다. 기업인수발표시에 인수기업 및 인수대상기업의 주가의 반응은 기업인수가 관련주주의 富에 미치는 영향을 분석하는 기초가 된다

[표-5]는 소그룹별 인수기업과 인수대상기업의 평균초과 수익율을 비교하여 보여준다. 표본전체로 보면 인수기업의 평균 2일(-1, 0) 초과수익율은 -0.308% 이지만 통계학적으로 유의도가 없다. 반면 인수대상기업은 최초발표일(-1, 0)에 15.71%의 높은 평균초과수익율을 얻는 것으로 집계됐다. 인수기업도 과잉현금흐름의 상태에 따라 분류해보면, 소그룹간에 상당히 큰 초과수익율이 차이를 보인다. 그룹1(과잉현금흐름이 많은 그룹)인수기업들은 통계적으로 유의한 負(-)의 평균초과수익율을 나타낸 반면, 그룹4(과잉현금 흐름이 없는 그룹)인수기업들은 正(+)의 평균초과수익율을 보인다. 이들 평균초과 수익율을 '평균비교테스트'를 해보면 $t = -2.502$ 로서 통계적으로 유의한

표-5 소 그룹별 초과수익율의 비교

분 류	전 체 표 본		그 룹 1		그 룹 2와 3		그 룹 4	
표 본 크 기	194		58		68		58	
	Mean	t-값	Mean	t-값	Mean	t-값	Mean	t-값
인 수 기 업								
CAR2(-1.0)	-0.308	-1.546	-1.487	-3.570	-0.325	-0.888	0.696	1.995
CAR6(-5.0)	0.250		-1.000		0.060		1.490	
인수대상기업								
CAR2(-1.0)	15.710	7.550	17.213	7.529	16.419	7.489	13.829	7.177
CAR6(-5.0)	20.960		21.310		20.790		20.820	

* 평균비교 테스트(그룹 1 對 그룹 4)

인수기업의 CAR2 비교: $t = -2.502$

인수대상기업의 CAR2 비교: $t = 1.392$

것임을 보여준다. 즉 인수기업이 과잉현금흐름이 많은 경우에 기업인수발표는 인수기업의 주주에게 부정적 영향을 미치며, 과잉현금흐름이 없는 인수기업이 인수발표를 한것과 비교하면 많은 負(-)의 수익율을 겪게된다. 상대적으로, 인수대상기업의 주주는 인수기업이 그룹 1(과잉현금흐름이 많은 그룹)에 있으면 인수기업이 그룹 4(과잉현금흐름이 없는 그룹)에 있을때에 비하여 더높은 초과수익율을 얻게된다; 평균 2일(-1, 0) 초과수익율은 17.213%(그룹 1)과 13.829%(그룹 4)이다. 이 결과는 [표-4]에서 그룹 1 인수기업이 他그룹의 인수기업에 비하여 더 많은 인수프리미엄을 지급한다는 것과 일치하며, 나아가 과잉현금흐름 가정을 뒷받침해 준다.

5.3 횡단면 분석(cross-sectional analysis)

인수기업의 주주들이 얻는 초과수익율의 횡적인 차이점을 설명해 보기위해서 서로 다른 기간을 이용하여 측정된 두개의 누적초과수익율을 모두 사용해 봤다: CAR2는 2일(-1, 0) 누적초과수익율이고, CAR6는 6일(-5, 0) 누적초과수익율이다. 분석결과가 큰 차이점을 보이지 않으므로, 이후에 선 CAR2를 이용한 결과만 보고한다.

횡단면 분석을 위해서 인수기업의 수익율에 영향을 끼칠 수 있는 여러 변수들을 사용한다. 즉 인수기업 간의 부채비율의 변동이나 단기투자 비율의 변동, 인수프리미엄, 인수기업이 갖고있는 인수대상기업의 지분, 인수기업이 제시하는 지불수단, 그리고 인수대상기업의 현금흐름액의 정도

등의 차이점을 가지고 인수기업간 누적초과수익율의 상이점을 설명해 보고자 한다. 다음의 '횡단면 회귀분석'모형을 이용한다.

$$CAR_i = \alpha_0 + \alpha_1 \cdot PREM_i + \alpha_2 \cdot HELD_i + \alpha_3 \cdot MEDIUM_i + \alpha_4 \cdot D_i + \alpha_5 \cdot DCTD_i + \alpha_6 \cdot DCSTI_i + \alpha_7 \cdot TOPI_i + e_i$$

누적초과수익율, CAR_2 은 종속변수로 하며, 독립변수로 PREM은 인수프리미엄 총액을 인수기업주식의 시장가격총액으로 나눈것이다. 인수프리미엄은 인수발표 20일전의 주가와 인수가격의 차이이다. HELD는 인수기업이 인수발표 이전에 가지고 있던 인수대상기업의 주식의 지분을 가리키고, MEDIUM은 지불수단에 대한 假(dummy) 변수다. 1은 주식이나 주식과 현금의 지불경우이며 0은 현금지불의 경우다. D는 기업인수시도의 결과에 대한 假변수다. 1은 결과가 성공적인 시도이며 0은 결과가 실패로 끝난 인수시도이다. CTD는 기업인수로 인한 인수기업의 부채비율(부채/자산)의 변동을 나타내며, CSTI는 인수기업의 단기투자비율(단기투자액/자산)의 변동을 나타낸다. DCTD와 DCSTI는 각각 D(인수시도결과)와 혼합변수로 성공적인 경우에 한해서 이들 변수의 영향을 살펴본다. 마지막 변수 TOPI는 인수대상기업의 영업이익을 인수기업 주식의 시장가격총액으로 나눈것으로, 인수대상기업의 현금흐름액의 정도를 측정키위한 대응변수로 사용한다.

과잉현금흐름 가정에 의하면, 인수기업의 과잉현금흐름 상태에 따라서 변수 DCTD와 DCSTI가 수익율에 미치는 영향이 소그룹별로 각각 다를 것으로 예상된다. HELD는 인수기업이 인수발표전 보유하고 있는 인수대상기업에 대한 주식지분의

크기가 미치는 영향을 측정한다.

假변수 D는 최초인수발표일에 미래의 인수 시도결과가 수익율에 반영되는지를 측정한다. 假변수 MEDIUM은 지불수단의 차이가 수익율에 미치는 영향을 보기위한 것으로 정보효과를 측정한다. 정보가설에 의하면, 인수기업은 자신의 주식이 과대평가 됐을 때 주식지분의 형태를 취하므로 주식지불 정보는 인수기업의 주가에 부정적인 영향을 끼친다고 가정한다. PREM은 인수대상기업에 지급하는 인수프리미엄이 수익율에 끼치는 영향을 보기위한 것으로 많은 프리미엄을 지급할 수록 수익율에 끼치는 영향은 부정적이라 예상된다. TOPI는 인수대상기업의 현금흐름상태를 나타내는 변수로서, 인수기업과의 상호보완적인 성격을 감안한다면 기과잉현금흐름상태에 있는 그룹 1과의 결합보다는 자금이 항상모자라는 상태가 발생하는 그룹 4와의 결합시에 더 큰 正(+)의 영향을 미치리라 예상된다.

[표-6]은 그룹 1 인수기업에 대한 일반회귀분석 결과를 보여준다. 회귀모형(1)에 있는 변수들은 Travlos(1987)와 Bradley, Desai and Kim(1988)의 연구에서 사용된 것들을 골라보았다. Travlos(1987)가 발견했던 지불수단의 영향을 그룹 1(인수기업이 과잉현금흐름의 상태에 있을때)에선 찾지를 못했음. 회귀모형(2)는 과잉현금흐름 가정을 점검하기 위한 모형으로, F값이 2.14이며 수정 R^2 이 0.1071로 이모형의 설명력도 꽤 높은 편이다. 부채비율의 증감을 나타내는 변수, DCTD의 회귀계수 추정치는 0.002이며 t값은 2.427로 통계적으로 유의한 수치이다. 단기투자비율의 변화를 나타내는 변수, DCSTI의 회귀계수

표-6 그룹 1 인수기업에 대한 일반회귀분석 결과 회귀계수 추정치 (t값)^{a, b}

	Intercept	PREM	HELD	MEDIUM	D	DCTD	DCST1	TOP1	N	F (Sig. Level)	Adj-R ²
(1) CAR2	-0.022 * (-1.707)	-0.000 (-0.011)	0.070 * (1.834)	0.006 (0.311)	-0.002 (-0.129)				58	0.873 (0.486)	0.009
(2) CAR2	-0.027 ** (-2.87)		0.066 * (1.740)	0.002 (0.116)	0.013 (0.871)	0.002 ** (2.427)	-0.002 (-1.511)	0.017 (0.962)	58	2.140 (0.065)	0.1071

a. CAR2 : 최초 인수발표일(-1, 0) 초과수익률

PREM; 인수프리미엄 총액을 인수기업의 주식시장가격 총액으로 나눈것이다.

프리이염은 인수발표 20일전의 인수대상기업의 주가를 기준으로 한 것이다.

HELD; 인수기업이 인수발표이전에 가지고 있던 인수대상기업의 지분.

MEDIUM; 지불수단에 대한 假(dummy) 변수다.

'1'은 주식이나 주식과 현금의 혼합형태며, '0'은 현금지불의 경우다.

D ;인수시도 결과에 대한 假(dummy) 변수다.

'1'은 성공적인 시도이며, '0'은 실패한 경우다.

DCTD; D와 CTD의 혼합변수다. CTD는 기업인수를 전후한 인수기업의 부채비율(부채/자산)의 변동을 나타낸다.

DCSTI; D와 CSTI의 혼합변수다. CSTI는 기업인수를 전후한 인수기업의 단기투자비율(단기투자액/자산)의 변동을 나타낸다.

TOP1; 인수대상기업의 영업이익을 인수기업의 주식시장가격 총액으로 나눈 것이다.

b. * ; 통계적인 유의도 0.10 수준(양측검증)

** ; 통계적인 유의도 0.05 수준(양측검증)

추정치는 예상한대로 負(-)의 수치이나 통계학적으로 유의하지 않다. [표-7]은 그룹 4 인수기업에 대한 일반회귀 분석결과로 [표-6]의 그룹 1 결과와 비교하여 봄으로서 과잉현금흐름 가정을 검증할 수 있다. 그룹 1에서 발견된 DCTD변수의 유의한 正(+)의 영향을 그룹 4에서는 더이상 발견할 수 없었다(유의하지 않은 負(-)의 영향임).

변수 DCSTI는 그룹 1과 그룹4에서 유의하지는 않지만 예상한대로 서로 반대의 부호를 나타낸다. 즉 인수기업이 과잉현금흐름의 상태에 있을때, 부채증가를 통한 기업인수는 인수기업의 주가에 正(+)의 영향을 끼치나, 인수기업이 과잉현금흐름의 문제가 없을 때는 부채증가는 별다른 영향이 없다. 이는 기업이 과잉현금흐름의 상태에 있을

표-7 그룹 4 인수기업에 대한 일반회귀분석 결과 : 회귀계수 추정치 (t값)^{a, b}

	Intercept	PREM	HELD	MEDIUM	D	DCTD	DCSTI	TOPI	N	F (Sig. Level)	Adj-R ²
(1)CAR2	0.026 * (1.865)	-0.001 (-0.423)	-0.038 (-1.169)	-0.053 ** (-2.140)	-0.011 (-0.685)				58	1.418 (0.238)	0.024
(2)CAR2	-0.027 ** (-2.87)		-0.025 (-0.741)	-0.036 (-1.341)	-0.028 (-1.647)	-0.001 (-1.042)	0.001 (1.209)	0.007 (1.316)	58	2.002 (0.081)	0.090

a. CAR2 : 최초 인수발표일 (-1, 0) 초과수익율

PREM; 인수프리미엄 총액을 인수기업의 주식시장가격 총액으로 나눈것이다.

프리미엄은 인수발표 20일전의 인수대상기업의 주가를 기준으로 한 것이다.

HELD; 인수기업이 인수발표이전에 가지고 있던 인수대상기업의 지분

MEDIUM; 지불수단에 대한 假(dummy) 변수다.

'1'은 주식이나 주식과 현금의 혼합형태며, '0'은 현금지분의 경우다.

D ; 인수시도 결과에 대한 假(dummy) 변수나.

'1'은 성공적인 시도이며, '0'은 실패한 경우다.

DCTD; D와 CTD의 혼합변수다. CTD는 기업인수를 전후한 인수기업의 부채비율(부채/자산)의 변동을 나타낸다.

DCSTI; D와 CSTI의 혼합변수다. CSTI는 기업인수를 전후한 인수기업의 단기투자비율(단기투자액/자산)의 변동을 나타낸다.

TOPI; 인수대상기업의 영업이익을 인수기업의 주식시장가격 총액으로 나눈 것이다.

b. * ; 통계적인 유의도 0.10 수준(양측검증)

** ; 통계적인 유의도 0.05 수준(양측검증)

때, 부채의 내부통제기능으로 인하여 예상 代理人 비용이 감소하고 기업의 가치가 증대한다는 가설과 일치한다. 또한 단기투자액의 감소가 그룹 1에서 수익율에 正(+)의 영향을 미치는데 이는 과잉현금흐름의 상태에 있을 때, 代理人 비용발생의 원천인 과잉현금흐름 자체를 줄이는 것도 기업의 가치를 증대시킨다는 가설의 다른면

을 보여준다. 위와같이 [표-6]과 [표-7]의 결과는 과잉현금흐름 가정과 일치한다.

인수대상기업의 현금흐름상태를 나타내는 변수인 TOPI는 항상 자금이 필요한 상태에 있기 쉬운 그룹4와 결합시에 더 큰 正(+)의 영향이 예상되었으나, t값이 1.316로 통계적으로 유의하지 못하였다.

6. 결 론

이 논문은 기업인수에 있어서, 기업인수 발표가 인수기업과 인수대상 기업의 주주의 富에 미치는 영향을 조사하고, 최초 인수 발표시 인수기업들간의 초과수익율의 차이를 과잉현금흐름 가정을 가지고 설명해 보려고 한다. 인수기업이 과잉현금흐름의 문제점을 갖고 있을때, 기업인수를 통해서 얼마나 예상되던 代理人 비용을 줄일 수 있는가가 발표일의 초과 수익율의 차이를 설명한다고 가정 함.

연구결과가 보여주듯 대체로 과잉현금흐름을

가진 인수기업은 과잉현금흐름이 없는 기업에 비해서 인수대상기업에게 더 많은 인수 프리미엄을 지급하며, 결국 인수기업 주주는 최초 인수발표일에 負(-)의 수익율을 경험한다.

횡단면 회귀분석 결과에 의하면, 인수기업이 과잉현금흐름 상태에 있을때, 기업인수를 통한 부채비율의 증가는 인수기업의 주주의 富에 正(+)의 영향을 끼치는 반면, 다른 과잉현금흐름 문제가 없는 인수기업의 그룹에는 전혀 영향이 없는 것으로 나타남. 이는 과잉현금흐름 가정과 일치하는 결과이다.

참고문헌

1. Asquith, P., 1983, "Merger Bids, Uncertainty, and Stockholder Returns," *Journal of Financial Economics II*, pp. 51~83.
2. Bradley, M., 1980, "Interfirm Tender Offers and the Market for Corporate Control," *Journal of Business* 53, pp. 345~376.
3. Bradley, M., A. Desai and E. Kim, 1988, "Synergistic Gains from Corporate Acquisitions and their Division Between the Stockholders of Target and Acquiring Firms," *Journal of financial Economics* 21, pp. 3~40.
4. Brown, S. and J. Warner, 1985, "Using Daily Stock Returns : The case of event studies," *Journal of Financial Economics* 14, pp. 3~31.
5. Dodd, P., 1980, "Merger Proposals, Management Discretion and Stockholder Wealth," *Journal of Financial Economics* 8, pp. 105~138.
6. Dodd, P., and R. Ruback, 1977, "Tender Offers and Stockholder Returns : An Empirical Analysis," *Journal of Financial Economics* 11, pp. 401~438.
7. Easterbrook, F. H., 1984, "Two Agency-Cost Explanations of Dividends," *American Economic Review* V. 74 pp. 650~659.
8. Eckbo, B. E. 1983, "Horizontal Mergers, Collusion, and Stockholder Wealth," *Journal of Financial Economics* 11, pp. 241~273.

9. Eger, C., 1983, "An Empirical Test of the Redistribution Effect in Pure Exchange Mergers," *Journal of Financial and Quantitative Analysis* 18, pp. 547~573.
10. Jensen, M., 1986a, "Agency Costs of Free Cash Flow, Corporate Finance and Takeovers," *American Economic Review* 76, pp. 323~329.
11. Jensen, M., 1986b, "The Takeover Controversy: Analysis and Evidence," Managerial Economics Research Center, Working Paper, No. 86-01, University of Rochester.
12. Jensen, M., 1988, "Takeovers: Their Causes and Consequences," *Journal of Economic Perspectives* 2, pp. 21~48.
13. Jensen, M. and W. Meckling, 1976, "Theory of the Firm: Managerial Behavior, Agency Costs, and Ownership Structure," *Journal of Financial Economics* 3, pp. 305~60.
14. Jensen M. and R. Ruback, 1983, "The Market for Corporate Control: The Scientific Evidence," *Journal of Financial Economics* 11, pp. 5~50.
15. Kummer, D., and R. Hoffmeister, 1978, "Valuation consequences of cash tender offers," *Journal of Finance* 33, pp. 505~516.
16. Roll, R., 1986, "The Hubris Hypothesis of Corporate Takeover," *Journal of Business* 59, pp. 197~216.
17. Rozeff, M., 1982, "Growth, Beta and Agency Costs as Determinants of Dividend Payout Ratios," *Journal of Financial Research* 5, pp. 249~59.
18. Smith, C. and J. Warner, 1979, "On Financial Contracting: An Analysis of Bond Covenants," *Journal of Financial Economics* 7, pp. 117~161.
19. Travlos, N., 1987, "Corporate Takeover Bids, Methods of Payment, and Bidding Firms, Stock Returns," *The Journal of Finance* 42, pp. 943~963.
20. Varaiya, N., 1987, "The Medium of Payment and the Returns to Acquiring Firms in Corporate Takeover," Southern Methodist University, Working Paper, presented in FMA annual meeting.