

Problem Set 2

Due April 18 2015

1. (5 points) 들국화 주식회사는 발행주식수가 100,000,000 주이다. 현재주가는 25원이다. 부채는 없다. 현재 들국화 주식회사의 CEO인 최성원은 자신의 주가가 저평가 되어 있다고 생각하고 있다. 그의 계산에 따르면 30원이 적정주가이다. 최사장은 250,000,000원 어치의 주식을 재매입하려고 하고 있다. 최사장은 며칠 뒤 회사 실적에 대한 뉴스가 나오면 현재 주식수에서 주당가치가 30원으로 오를 것으로 예상하고 있으며 (즉 최사장은 자기 기업가치가 $30 \times 100,000,000$ 원이라고 생각하고 있는 것이다) 이러한 그의 예상은 정확한 것이라고 가정하자.

a) 만약 최사장이 시장에 뉴스가 나오기 전 주식을 재매입할 수 있다면 발행주식수는 얼마로 변하는가?

$250,000,000 / 25 = 10,000,000$ 주 매입계획

따라서 매입 후 주식수는 $100,000,000 - 10,000,000 = 90,000,000$ 주

b) 이때 재매입 이후 뉴스가 알려지고 나면 들국화 주식회사의 주가 (per share)는 얼마가 되는가?

원래 기업가치 2,500,000,000에서 재매입에 수용된 250,000,000을 빼주고 여기서 뉴스에 의한 가치 증가분 500,000,000을 더한 것이 기업의 총 가치. 이 총액을 90,000,000주로 나누어 주면 30.56원

c) 한국경제신문 김순신 기자 (2014-11-27) 기사의 일부이다.

'윌리엄 라조닉 매사추세츠로웰대 교수는.... "자사주 매입은 소득 불평등 심화 등의 부작용으로 경제 전반에 악영향을 미칠 것"이라고 주장했다.' 들국화 주식회사의 예에서 재매입으로 인해 이익을 본 사람은 누구인가? 또 손해를 본 사람은 누구인가? 이익액과 손해액의 크기는 상대적으로 어떤 것이 더 큰가?

이익을 본 사람은 재매입때 주식을 팔지 않은 사람들이다. 들국화 주식회사가 회사가 저평가 되어 있을 때 주식을 매입함으로써 궁극적으로 주당 0.56원의 이익을 보게 되었고 이 이익액에 주가 수 90,000,000을 곱하면 50,400,000원의 이익을 보았다. 이 액수는 주식의 원래가치인 30원보다 5원싸게 재매입에 응한 주주들은 입은 손해액 $5 \times 10,000,000 = 50,000,000$ 원과 같다고 볼 수 있다. (수업시간 강의노트의 예제의 경우에도 400,000원 차이는 반올림으로 무시하고 동일하다고 적고 있다. 하지만 400,000원의 차이 때문에 전자가 더 크다고 한 답이나 동일하다고 한 답이나 이번 연습문제 채점 시 모두 정답으로 처리할 것임. 실질적으로는 손해보는 사람의 손해분을 이익본 사람의 이익분으로 상쇄된다는 아이디어를 강조하고 있는 것임). 따라서 이 경우 재매입에 응한 uninformed로부터 재매입에 응하지 않은 informed로 부의 이전이 일어났다.

d) 김순신 기자의 기사에는 아래와 같은 내용도 나온다. "한편에선 자사주 매입이 기업 경쟁력을 떨어뜨리고 있다는 지적이 나온다. 래리 핑크 블랙록 회장은 "부채를 통한 자사주 매입은 투자재원을 줄이는 결과를 낳는다"며 "투자가 줄면 기업의 이익 창출 능력이 떨어질 수밖에 없다"고 지적했다." 당신은 래리 핑크 블랙록 회장의 의견에 반대하는 입장에서 서 있다고 하자. 수업시간에 배운 내용중 어떠한 근거를 들어 반박할 것인가?

이 기업이 만약 positive NPV를 가지는 투자기회를 가지고 있다면 투자재원 감소가 우려될 수 있다. 그러나 만일 positive NPV가 다 소진된 상태라면 free cashflow problem에 대해 신경써야 한다. 즉 현금을 회사에 쌓아놓을 경우 CEO가 자신의 사적인 이익 추구등의 동기로 주주의 부 증가와는 관련없는 투자를 할 수 있고 (even negative NPV project) 이는 주주의 이익에 부합하지 않는다.

그리고 payout policy와 관련된 outcome model의 예측에 의하면 (바인드된 노트의 41번째 슬라이드) 투자자 보호가 잘 되어 있는 나라의 경우 주주들이 무조건 배당이나 자사주 매입을 강하게 원하는 것은 아니다. 실증적으로 증명된 outcome model에 의하면 만약 좋은 투자기회가 있을 것으로 예측되는 경우 (positive NPV)에는 payout을 과도하게 요구하지 않기 때문에 투자자 보호가 잘되어 있는 미국과 같은 나라에서 래리 핑크 블랙록 회장의 주장을 액면 그대로 받아 들이기에는 문제가 있다.

- e) 들국화 회사 최사장의 경우 자사주 매입행위가 불법행위는 아니다. 그런데 자사주 매입행위가 불법행위로 간주되는 경우도 있다. 아래의 기사를 보자 (YTN 조임정 기자, 2014-05-15). 아래의 기사중 밑줄 친 부분을 읽고 증선위가 조사를 들어가게 된 이유에 대해 간단히 설명해 보라. 왜 이 경우 자사주 매입이 문제가 되었는지 signaling model에서 설명하는 자사주 구입 효과와 비교하면서 설명해 보라.

서울중앙지방법검찰청은 자사주를 매입해 주가를 조작한 혐의로 서정진 셀트리온 회장을 약식기소했습니다. 이와 함께 셀트리온 수석부사장 김 모 씨와 주주동호회 회장 이 모 씨, 셀트리온 관련 법인 4 곳에 대해서도 약식재판을 청구했습니다. 서 회장 등은 지난 2012년 5월부터 지난해 1월까지 지주회사와 계열사, 우리사주조합, 주주동호회 등의 계좌를 동원해 시세조종 주문을 내고 셀트리온 주가를 인위적으로 움직인 혐의를 받고 있습니다. 셀트리온은 142거래일 동안 2천억 원을 투입해 주가 하락을 막았던 것으로 조사됐습니다. 검찰은 통상의 주가조작과 달리 시세차익을 노리지 않았고, 공매도 세력에 대한 회사 차원의 대응이 불가피했다는 점

을 고려해 약식기소했다고 설명했습니다. 셸트리온은 자사주를 매입한 뒤 되팔지 않아 부당이득을 얻지는 않은 것으로 확인됐습니다. 앞서 증권선물 위원회는 지난 4 월 서 회장이 공모도 세력에 시달렸다면 보유지분을 다 국적 제약회사에 매각하겠다고 선언하자 조사에 들어갔습니다. 위원회는 공모도 세력이 조직적으로 움직인 사실을 확인하지 못했으며, 주가조작 혐의로 셸트리온 회장 등을 검찰에 고발했습니다. 조임정 [ljcho@ytn.co.kr]

자사주 매입행위 자체가 불법은 아니다. 자사주 매입 후 파는 행위자체도 불법이 아니다. 기사의 핵심 키워드는 주가조작이다. 즉, 자사주 매입을 하면서 동시에 다른 방식으로 시세조작을 하는 행위가 의심되는 경우이다. 자사주 매입을 하는 입장에서는 이후의 가격상승을 자사주 매입의 signaling 효과라고 주장할 수 있다. 하지만 시장을 감독하는 주체의 입장에서는 자사주매입이 다른 불법적인 시세조작행위에 기인한 가격상승을 포장하기 위한 수단으로 사용되었는지 아닌지에 대한 검증을 요구하는 것이다. 양자의 주장은 법정공방을 통해 실질적으로 주가조작 행위가 있었는지 없었는지를 밝혀내는 것으로 진행될 것이다.

3. (2 points) Lintner가 연구한 바에 의하면 일반적으로 회사들은 배당액을 다음과 같이 결정하게 된다 (노트의 모형참고).

백두산 주식회사의 target payout ratio=0.25이다. 작년 이 회사는 EPS (earnings per share)가 1000원이었다고 하자. 따라서 250원을 배당으로 지급했다. 금년 이회사의 EPS가 2배로 상승해서 2000원이 되었다고 하자. 이 회사는 목표치와 실적치에 차이가 있을 경우 그 차이의 50%만을 금년도 배당액에 반영한다. 이 경우 배당액은 얼마가 되는가? 그다음해에도 EPS가 2000원이 되었다고 하자. 그 다음해의 배당액은 얼마가 되는가?

375 (왜냐하면 조정액은 $0.5 \cdot (500 - 250) = 125$. 따라서 $250 + 125 = 375$)

437.5 (왜냐하면 조정액은 $0.5 \cdot (500 - 375) = 62.5$. 따라서 $375 + 62.5 = 437.5$)

4. (2 points) 미국, 영국의 기업에서 나타나는 agency problem과 다른 나라에서 나타나는 agency problem의 본질적인 차이는 어디에 있는가?

미국과 영국의 경우 분산된 개별 소유자와 경영진의 이해상충 문제. 피라미드 구조를 가지고 있는 다른 나라들의 경우 controlling share holder (지배주주, 창업자) 와 minority shareholder (소액주주)간의 문제이다. 따라서 이런 나라들의 경우 minority shareholder들의 이해를 보호해 줄 수 있는 장치 마련이 corporate governance문제의 핵심이다.

5. (1 points) 지배주주의 Cashflow right과 voting right의 차이가 피라미드 밑으로 내려 갈수록 커진다는 것이 왜 소액주주에게는 불리하게 작용하는지 간단히 설명하시오.

예를 들어 피라미드 하위층 기업에서 큰 이익이 발생하고 상위계층에서 큰 손해가 발행할 경우 지배주주는 하위층기업의 부를 상위층 기업으로 터널링할 유인이 있다. 이 경우 하위층 기업에 투자하고 있는 소액주주들은 큰 손해를 보게 된다.