

# 韓國에 있어서의 企業引受合併에 관한 實證研究 —株主利得을 中心으로—

尹 桂 燮\* · 金 熙 錫\*\*

《目 次》	
I. 서 론	IV. 실증분석
1. 문제의 제기	1. 가설의 설정
2. 연구의 범위 및 방법	2. 실증방법과 실증자료
II. 인수 및 합병의 동기	3. 실증결과 및 해석
III. 우리나라에 있어서의 인 수합병거래의 특성	V. 결 론

## I. 서 론

### 1. 문제의 제기

기업은 미래환경변화에 끊임없이 능동적으로 대처해야 계속적으로 발전할 수 있다. 이에 따라 기업조직이나 자산구조를 근본적이고 대폭적으로 再構成하는 것과 같은 적극적인 대응전략을 강구하게 된다. 특히 1970년대 이후 미국, 유럽, 일본의 기업들을 중심으로 기업 자산의 재구성을 통한 외적 성장의 수단으로 기업인수 및 합병(M&A) 활동이 활발하게 전개되어 왔다. 더욱이 이러한 경영환경변화와 함께 1980년대에는 미국을 중심으로 기업인수 시 소요될 막대한 자금조달에 유용한 다양한 금융수단의 개발, 연방법원이나 주정부 등의 독점금지 및 규제기관들의 규제활동후퇴로 항공·운수·금융기관·언론기관·석유 및 가스 산업을 비롯한 여러 분야에서 기업인수 및 합병활동이 현저히 증가하였다.<sup>(1)</sup>

구미의 학계에서는 이러한 기업인수합병활동을 대상으로, 거시적 관점에서는 국민경제에 미치는 영향(산업재편성 및 집중도), 규제강화 또는 완화 등의 정부정책에 대한 평가와 향후 방향제시·기업인수시장의 경쟁정도와 효율성에 대한 연구가 이루어졌으며, 미시적 관

\* 서울대학교 經營大 教授

\*\* 大邱대학교 經商大 副教授

이 연구는 수암장학재단의 연구지원에 의해 이루어진 것입니다.

(1) Jarrell, G.A., J.A. Brickley, and J.M. Netter(1988), "The Market for Corporate Control: The Empirical Evidence Since 1980," *Journal of Economic Perspectives*, 2(1):49-68.

점에서는 인수합병동기나 시너지의 원천, 주주를 비롯한 이해관계자의 경제적 이익에 미치는 영향에 대한 연구가 많이 행해져 왔다. 특히 최근에는 참여기업간 주주이득의 차이를 결정짓는 변수들에 대한 이론적·실증적 연구가 집중적으로 이루어져 인수방법·인수유형·지급수단·참여기업의 수와 규모차이·합병대상기업(target firm)의 경영성과정도·방어수단사용·내부자거래 등에 따른 대리문제 등의 인수합병 관련변수들과 주주이득과에 관계에 대한 논의가 활발하였다.

그러나 우리나라에 있어서는 국내기업·증권회사를 비롯한 증권유관기관·투자자들의 점증되는 관심에도 불구하고 지금까지 이분야에서는 주로 경제력 집중문제·법률관계·회계처리문제·세무문제 중심으로 논의가 진행되었고, 재무적인 측면에서도 거의 대부분 합병동기나 주주이득의 발생유무에 대한 분석에 국한되었다. 주주이득에 영향을 미치는 여러 요인들에 대한 실증분석은 거의 시도되지 않았다.<sup>(2)</sup>

그리하여 본연구에서는 합병동기와 우리나라 기업인수시장의 특징에 대한 고찰과 함께, 이를 고려하여 기업합병을 중심으로 합병이 참여기업의 주주이득에 미치는 영향을 주주이득의 발생유무와 참여기업간 주주이득의 차이를 적절히 설명해 줄 수 있는 요인규명이라는 두 가지 측면에서 실증분석을 하고자 한다.

## 2. 연구의 범위 및 방법

기업경영권을 대상으로 하는 전형적 인수방법으로 구미의 경우, 합병, 공개매수제(tender offer)에 의한 주식취득, 백지위임장경쟁(proxy fight)을 들 수 있음에 비해 우리나라에서는 합병과 대주주지분인수에 의한 주식취득을 들 수 있다.

본연구에서는 문헌연구와 함께 우리나라 상장기업의 합병활동을 대상으로 실증연구를 하고자 한다. 실증분석에서 연구범위를 기업합병으로 한정된 것은 그 외의 인수거래는 그 형태가 다양하고, 정부의 부실기업정리정책에 따른 금융·세계상의 혜택이 인수건별로 상이하게 주어진 경우가 많아 이에 대한 정확한 자료입수에 따른 조정이 없이는 분석상 여러가지 교란요인이 존재하기 때문이다.

주주이득의 발생유무에 대한 분석을 위해서는 사건연구(event-study)를 통해 합병결의공

(2) 지금까지 국내의 실증연구로는 다음과 같은 논문이 있다.

장영광, "기업합병과 주식취득이 株主의 富에 미치는 영향에 대한 研究," 고려대 대학원 박사학위논문, 1985. 6.  
김희서, "기업합병 및 인수가 株主富에 미치는 영향," 서울대 대학원 박사학위논문, 1990. 8.  
김재유, "기업결합을 위한 주식취득이 취득기업주주의 부에 끼치는 영향," 서울대 대학원 석사논문, 1989.  
조세현, "기업합병이 고려되는 의사결정기준에 관한 연구," 서울대 대학원 석사논문, 1986.  
김종률, "합병이 주주의 富에 미치는 영향에 관한 실증적연구," 서울대 대학원 석사논문, 1985.

시일을 기준으로 공시前 (-)30~공시后 (+)10일간에 걸쳐 평균초과수익률과 누적평균초과수익률을 합병제안기업군과 합병대상기업군별로 나누어 계산한 후, 이에 대해 t검정을 한다. 초과수익률을 구하기 위한 모형으로는 가장 널리 이용되고 있는 市場模型을 사용하였다.

그리고 어떤 요인들이 우리나라에서 참여기업간 주주이득의 차이를 잘 설명해 주는가를 규명하기 위해 중회귀 횡단면 분석을 하였다. 즉, 공시전 (-)30~공시일(0)까지의 누적초과수익률을 종속변수로 하고, 우리나라에서 분석의 의미가 있고 자료수집도 가능한 합병관련변수를 독립변수로 하여 양자간의 관계에 대한 실증분석을 합병제안군과 합병대상기업군별로 구분하여 행하였다.

## II. 인수합병의 동기

인수합병의 동기에 관한 기존의 다양한 연구결과들을 요약하면 다음과 같다.

첫째, 시장지배력확대를 위해서이다. 전통적인 인수합병동기의 하나로 거론되는 것으로, 시장점유율확대를 통해 경쟁배제와 독과점형성에 의한 독과점 이익의 향유를 목적으로 하고 있다. 그러나 이러한 동기에 따른 기업결합은 대부분의 국가에서 독점금지법 등을 통해 산업조직적 차원에서 규제를 가하고 있다.

둘째, 규모의 경제(economy of scale)를 통해 시너지효과를 얻기 위함이다. 이것은 독점금지법 제정을 통한 시장지배력확대동기의 현실적 설득력이 상당히 감소한 가운데, 합병이득의 원천으로서 가장 큰 설명력을 지니는 항목으로 부각되어 왔다. 즉, 생산규모나 시설의 대형화·대량구매·거액자금조달에 따른 이점, 연구개발이나 마케팅활동상에서의 중복설비와 유희인력의 제거 등의 시너지 효과가 실증연구에서 어떻게 나타나는가 하는 것이 주주이득이 증가한 분석결과를 설명하는데 가장 유용한 도구로서 주로 인용되고 있다.

이것은 특히 다각적 합병(conglomerate merger)보다 비다각적(수평·수직적) 합병의 주요동기로 거론되고 있는 합병이득의 원천이다.

셋째, 경영능률의 향상과 활용을 위해서이다. 기업간 경영능률상의 차이(differential efficiency)가 존재할 때, 경영능률이 높은 기업이 낮은 기업을 합병하여 합병회사의 능률수준까지 향상시킬 수 있다면 기업합병은 이와 같은 높은 경영능률을 활용할 수 있는 효과적인 수단이 되는 것이다. 이러한 경우의 합병은 참여기업에게는 물론 사회전체적으로도 이익이 되는 바람직한 기업활동이 된다.

네째, 세제상의 고려에서이다. 기업이 소속한 해당국가의 조세정책에 의거하여 세금부담이 많은 기업들은 다른나라 소속국가와의 합병을 통해 법인세절감효과를 얻기 위해서, 또는 자본이득세율과 배당소득세율간의 차이를 고려하여 주주들의 소득세경감을 위해서 합병을 추진한다. 그의 대주주나 소유경영자가 경영권을 이전하는데 있어서 증여세나 상속세 등을 회피하기 위한 수단으로 기업합병을 시도하기도 하는데, 우리나라의 경우에는 동일계열내에 속하는 기업간에 비정상적인 주식교환비율적용에 의한 합병이 흔히 이용된다.

다섯째, 파산비용의 감소나 향후 부채조달능력향상이 주요동기의 하나로 논의되고 있다. Levy/Sarnat(1970),<sup>(3)</sup> Lewellen(1971)은<sup>(4)</sup> 무능력한 경영진교체, 규모의 경제, 시장지배력 확대 등의 경제적 이득이 발생되지 않는 경우에도 두 기업간 이익흐름이나 현금흐름의 상관관계가 완전한 正(+)의 상관관계가 되지 않으면 기업합병으로 파산가능성이 감소하고 부채조달능력이 향상되는 등의 재무적 시너지효과(financial synergy)가 창출된다고 하였다. 이들은 경제적 시너지창출여지가 적은 다각적 합병이 기업간에 이루어지는 현상을 이러한 분산투자의 효과를 통해 설명하고자 하였다. 그러나 이에 대해 Higgins/Schall(1975)<sup>(5)</sup> Galai/Masulis(1976),<sup>(6)</sup> Kim/Mc Connell(1977)<sup>(7)</sup> 등은 주주이득에는 기여하지 못하고, 경영자가 자신의 효용극대화를 위해 합병을 시도하는 것으로(managerialism), 합병후 파산비용감소나 부채조달능력향상은 합병기업 주주이득의 원천에 대한 적절한 설명이 되지 못한다고 비판하였다. 이들은 두 기업간 영업내용의 상관계수가 1.0이 아닐 경우에는 채무불이행위험감소로 합병후 부채조달능력이 증가하게 되는 바, 만약 합병에 따른 경제적 시너지가 없을 때에는 부채가치 증가에 따라 자기자본의 시장가치는 하락한다고 하였다. 따라서 합병기업이 부채의존도를 합병이전수준까지 높이지 않으면 주주로부터 채권자에게로 富의 이전현상이 일어서 스스로 분산투자가 가능한 합병기업주주로서는 합병으로 오히려 손실을 보게 되는 것이다. 결과적으로 다각적 합병은 파산가능성의 감소에 의한 경영진의 자기효용극대화를 위해서, 또는 기업규모확대에 의한 경영능력과시를 통해 보상증가나 경영자노동시장에서의 좋은 평판을 얻기 위해서 추구될 뿐이라는 것이다. Lloyd/Hand/Modani

(3) Levy, H., and M. Sarnat(1970), "Diversification, Portfolio Analysis and the Uneasy Case for Conglomerate Mergers," *Journal of Business*, 25:795-802.

(4) Lewellen, W.O.(1971), "A Pure Financial Rationale for the Conglomerate Mergers," *Journal of Finance*, 26:521-537.

(5) Higgins, R.C., and L.D. Schall(1975), "Corporate Bankruptcy and Corporate Mergers," *Journal of Finance*, 30:93-113.

(6) Galai, D., and R.W. Masulis(1976), "The Option Pricing Model and the Risk Factor of Stock," *JFE* 3:53-81.

(7) Kim, E.H., and J.J. McConnell(1977), "Corporate Mergers and the Coinsurance of Corporate Debt," *JF* 32:349-365.

(1987),<sup>(8)</sup> Amihud/Lev(1981) 등은<sup>(9)</sup> 실증연구를 통해 주주들의 지분율이 널리 분산되어 있는 경영자지배기업(manager-controlled firm)의 경영자가 특정 주주층의 지분율이 매우 높은 소유자지배기업(owner-controlled firm)의 경영자에 비해 합병에 관여한 확률이 높을 뿐만 아니라, 자신의 효용극대화를 위해 고용위험의 감소수단으로 다각적 합병을 더 선호함을 확인하였다.

한편 Stoughton(1988)은 이론적 모형을 통해 前者의 견해를 지지하는 연구결과를 제시하였다.<sup>(10)</sup> 즉, 그는 비록 경제적 시너지가 발생하지 않는다 해도, 비체계적 위험을 감소시킬 수 있다면 기업결합은 두 기업의 주주 모두에게 이익이 될 수 있음을 보여주었다. 이처럼 정보불균형과 경제적 시너지가 존재하지 않는 상황에서 제안기업이 대상기업에게 제공하는 인수프리미엄에 대한 이론적 근거제시와 함께, 합병시와 비합병시 위험분산불가능의 기회비용에 대한 대비를 통해 제안기업이 제공할 수 있는 합병프리미엄의 상한선을 계량적으로 도출하였다. 나아가 그는 많은 실증연구들에서 합병과 공개매수제의시의 주주이익의 상대적인 차이발생이라는 보고결과에 대해, 이는 바로 인수방법에 따른 인수위험부담의 상대적인 비용격차때문임을 보여주었다.

여섯째, 대리비용(agency cost)을 감소시킬 수 있기 때문이다. Aron(1988),<sup>(11)</sup> Ramakrishnan/Thakor(1988) 등은<sup>(12)</sup> 경영자의 노력정도에 대해 주주와 경영자간에 정보불균형이 존재하는 상황에서, 다각적 합병은 주주들이 경영자의 행동을 보다 정확하게 관찰할 수 있기 때문에 대리비용을 감소시킬 수 있음을 이론적 모형을 통해 보여주고 있다. 이와 같이 주주-경영자간의 갈등관계에서 파생되는 대리비용에 분석초점을 둔 연구외에, John(1986)은 경영자는 주주를 위해 노력한다는 가정하에서 주주-채권자간의 갈등 관계에서 파생되는 대리비용을 다각적인 합병을 통해 감소시킬 수 있음을 보여주고 있다.<sup>(13)</sup> 즉, 그는 부채가 존재할 때 발생하는 수익성사업포기유인(investment incentives)이라는 대리비용을 다각적 합병을 통해 감소시킬 수 있음을 이론적 연구를 통해 제시하였다.

(8) Lloyd, W.P., J.H. Hand, and M.K. Modani(1987), "The Effect of Degree of Ownership Control on Firm Diversification, Market Value, and Merger Activity," *Journal of Business Research*, 15:303-312.

(9) Amihud, Y., and B. Lev(1981), "Risk Aversion as a Managerial Motive for Conglomerate Mergers," *Bell Journal of Economics*, 12(3):605-617.

(10) Stougton, N.M.(1988), "The Information Content of Corporate Merger and Acquisition Offers," *Journal of Financial and Quantitative Analysis*, 23(2):175-197.

(11) Aron, D.J.(1988), "Ability, Moral Hazard, Firm Size, and Diversification," *Rand Journal of Economics*, 19(1):72-87.

(12) Ramakrishnan, R.T.S., and A.V. Thakor(1988), "Incentive Problem, Diversification, and Corporate Mergers," Working Paper, Indiana Univ.

(13) John, T.A.(1986), "Mergers and Investment Incentives," *JFQA* 21(4):393-414.

일꾼째, 여유현금흐름(free cash flow)의 효율적 활용을 위해서이다.

여유현금흐름이란 기업이 (+)순현가의 투자안에 충당하고도 남는 잉여자금을 말하는데, 이러한 현금흐름을 기업인수에 활용함으로써 주주이득을 얻을 수가 있다. Jensen(1986)은 경영자가 여유자금을 배당 등을 통해 주주에게 귀속시키기 보다 기업인수 등에 활용함으로써 보다 많은 기업자원에 대한 경영권행사의 욕구를 지니고 있는 바, 인수기업이 현금지급제안을 하는 배경에는 경영권의 영역을 확대하고자 하는 경영진의 의도가 숨어있다고 하였다.<sup>(14)</sup> 이 경우 인수대상기업주주는 여유현금흐름에 대한 인수기업의 기회자본비용이 매우 저렴하므로 높은 프리미엄을 받을 수가 있게 된다. 또한 인수제안기업의 경우 경영자가 자신의 통제하에 있는 자원의 감소할 이유로 여유현금흐름을 주주에게 귀속시키지 않고 순현가가 낮은 투자안에 지출할 유인을 가지고 있으나, 주주들은 이를 투자수익이 높은 다른 기업인수에 활용케 함으로써 최소한 순현가가 낮은 사업에 대한 투자로부터 파생될 주주이득의 감소를 회피할 수가 있는 것이다. Jensen의 여유현금흐름이론은 現金支給提案의 공시에 대해 합병대상기업의 주주 모두에게 (+)초과수익률이 발생한 많은 실증분석결과를 뒷받침하고 있다. Wansley/Fayez(1986)의 실증연구에서는 현금인수가 인수제안기업의 여유현금흐름을 효율적으로 사용할 수 있도록 동기부여를 하고 있음을 확인하였다.<sup>(15)</sup>

### III. 우리나라에 있어서의 인수합병거래의 특성

우리나라에 있어서 그동안 진행된 인수합병거래의 특징과 문제점을 살펴보면 다음과 같다.<sup>(16)</sup>

첫째, 우리나라에서 합병참여기업은 대부분 동일계열 기업군내의 회사들이며, 그 외의 인수기업들도 정부주도하의 부실기업정리정책에 따라 인수기업으로 강력히 권유받거나, 지정된 대기업이다. 따라서 합병제안이 공개적으로 이루어지지 않으므로 인수제의 기업이 인수경쟁에 참여할 여지가 없어 우리나라 기업인수시장은 비경쟁적 성격을 지니게 되었으며, 이러한 상황에서 인수협상의 주도권은 인수기업측이 일방적으로 가지게 되었다. 따라서 피

(14) Jensen, M.C.(1986), "Agency Costs of Free Cash Flow, Corporate Finance and Takeover," *American Economic Review*, 76:323-329.

(15) Wansley, J.W. and A. Fayez(1986), "Determinants of Returns to Security Holders from Mergers," Working Paper, Louisiana State Univ.

(16) 金熙錫, "企業合併 및 引受가 株主富에 미치는 영향", 서울대 대학원 박사학위논문, pp.146-148, 1990. 8.

李愚澤, "우리나라 合併會計의 기준설정을 위한 실증적 연구," 한양대학교 대학원 박사학위논문, pp.123-124, 1985. 12.

합병기업으로서의 합병계약이 매우 불리하게 진행되는 경우를 생각해 볼 수 있다.

둘째, 국내의 환경변화에 적극적으로 대응하기 위한 기업의 독자적 의사결정에 따라 이루어진 인수거래가 일부 있기는 하나, 상당부분이 정부나 주거래은행의 정책과 의사에 의해 이루어졌으며, 가장 최근에도 정부의 재벌에 대한 정책에 따라 주력업체 결정과 관련하여 재벌소속기업군간에 합병이 진행되고 있음은 그 좋은 예이다. 이밖에도 각종 여신관리 규정이나 상법, 증권관계법 등의 관련법규가 합병을 강제하는 경우가 많다.

세째, 증권시장을 통한 공개매수제의(tender offer)에 의한 기업인수사태가 전무하다는 사실이다. 1976년 증권거래법을 개정하면서 처음으로 이 제도를 도입하였으나, 이를 이용한 주식취득은 단 한건도 발생하지 않았다. 이는 아직 소유와 경영의 분리가 많이 이루어지지 않고 주식의 위장분산과 상당수준까지의 상호출자가 실질적으로 가능한 데 기인하는 것이다. 또한 기업경영권에 대한 경쟁원리에 익숙하지 않은 우리나라의 기업풍토의 특성에도 원인이 있다고 하겠다.

이처럼 비경쟁·타율적 성격과 공개매수제의의不在로 인해 참여기업간 인수로부터의 이득이 공평하게 배분되지 못하는 문제점을 안고 있다. 피인수기업이 비록 경영부실상태라 하더라도 인수제안기업이 많아서 서로 경쟁하는 경우에는 인수가격이 비싸지므로 피인수기업 주주는 인수 이전에 입은 상당한 투자손실을 인수거래를 통하여 어느 정도 만회하는 것이 가능하다. 그러나 다른 인수제안기업이 경쟁적으로 존재할 수 없는 우리나라 여건에서 인수조건은 제안기업의 주도하에 결정되어 외국에 비해 우리나라의 피인수기업 주주는 상대적으로 불리하게 채우될 수가 있다.

네째, 기존에 관련을 맺고 있는 기업간 인수거래비중이 매우 높다는 점이다. 우리나라에서는 사전에 참여기업들이 이미 동일계열기업군내에 속해 있거나, 하청관계를 유지하고 있는 경우가 거의 대부분이다. 1975~1990년 동안의 합병거래만 보더라도 동일계열에 의한 기업합병의 비중이 80%를 넘었다.

다섯째, 합병조건은 1:1주식교환이 대부분이었다. 이러한 합병조건 특징은 상당부분 기업인수거래에 관한 우리나라 세계와 가족주의적인 소유구조에 기인한 것이다. 예를 들어, 상당한 부실자산을 가지고 있는 피합병기업을 흑자기업이 1:1로 합병한 후, 해당자산을 損費로 처리하여 법인세를 절감하거나, 재무상태 및 경영성파가 불량한 기업의 대주주가 子會社이고 양호한 기업의 대주주가 母會社인 경우, 실질적 기업내용에 따른 합병비율대신 1:1합병을 통해 증여세나 상속세 등을 회피할 수가 있는 것이다. 또한 모회사가 상장기업이고, 자회사가 비상장인 경우에 자본이득도 획득하게 된다.

이에 따라 세계당국에서는 합병조건을 검토하여 증여세나 상속세를 부과하기도 하고, 증권감독원은 합병조건을 외부평가기관에서 평가하여 결정하도록 고사하였다.

여섯째, 우리나라에서는 세금절감목적의 합병비중이 많고, 대상기업의 재무상태와 경영성과가 불량한 경우가 상당비율을 차지하고 있다는 점을 들 수 있다.

일곱째, 투자자 보호제도가 상당히 미비되어 있다는 점이다. 특히 상장법인의 소액주주들은 합병에 불만이 있어도 주식매수청구권행사가 어렵거나, 상장기업주주들도 대상기업이 비상장기업이면 정확한 회계정보에 근거한 의사결정을 내리기가 불가능하다. 이에 따라 최근 투자신탁회사가 합병조건이 불리한 것을 감안하여 합병제안기업에게 주식매수청구권을 행사할 것을 요구하며 합병을 거부한 것은 좋은 사례라고 할 수 있다.

#### IV. 實證分析

##### 1. 가설의 설정

우리나라에서 기업합병이 참여기업주주의 경제적 이익에 미치는 영향에 대해 두 가지 측면에서 실증분석을 한다. 먼저 합병에 의해 참여기업 주주들에게 경제적 이익변화가 발생하였는지를 살펴보기 위해 다음과 같은 가설을 설정한다.

$H_1^A$  : 합병제안기업의 주주는 합병공시에 따라 (+)이득을 얻는다.

$H_1^T$  : 합병대상기업의 주주는 합병공시에 따라 (+)이득을 얻는다.

다음으로 합병에 따라 발생하는 각 참여기업의 주주들의 경제적 이익의 차이를 어떤 합병관련변수들이 적절하게 잘 설명해 주는가를 살펴보기 위해 우리나라에서 주요설명변수로 합병제안기업과 합병대상기업간 규모차이, 합병대상기업의 합병공시전 경영성과정도, 합병유형, 계열그룹내 합병여부, 증권시장 상황 등을 선정하여 아래와 같은 가설을 설정한다.

$H_2^A$  : 합병제안기업에 대한 합병대상기업의 상대적 규모가 클수록 합병제안기업의 주주이득은 크다.

$H_2^T$  : 합병제안기업에 대한 합병대상기업의 상대적 규모가 클수록 합병대상기업의 주주이득은 작다.

$H_3^A$  : 합병대상기업의 과거 경영성과가 나쁠수록 합병제안기업의 주주이득은 작다.

$H_3^T$  : 합병대상기업의 과거 경영성과가 나쁠수록 합병대상기업의 주주이득은 크다.

$H_4$  : 다각적 합병보다 비다각적(수평·수직) 합병일 때 두 참여기업의 주주이득이 더



크다.

$H_5$  : 강제시장에서 주주이득은 더 크게 나타난다.

$H_6^A$  : 합병제안기업의 주주이득은 동일계열내 기업간 합병의 경우에 더 작다.

$H_6^T$  : 합병대상기업의 주주이득은 동일계열내 기업간 합병의 경우에 더 크다.

각 참여기업의 주주이득의 차이를 설명하기 위해 외국에서의 수많은 기존실증연구에서 도입된 주요변수중 인수방법·지급수단·경영자의 방어유무·소유구조·인수시 대상기업경영자에 대한 보상 등은 우리나라 기업인수시장의 특성에 따른 여러가지 제약으로 설명변수에서 제외시켰다.

실증분석의 범위를 합병의 경우로 한정하여 주주이득의 차이를 설명해 주는 변수에서 인수방법을 제외시킨 이유는 우리나라에서 합병을 제외한 인수거래는 그 형태가 다양하고 여러가지 분석상의 교란요인이 존재할 가능성이 크기 때문이다. 특히 정부의 부실기업 정리에 따른 인수거래가 상당비율을 차지하고 있는데, 이 경우 대부분 금융 및 세제상의 혜택이 주어졌을 뿐만 아니라, 그 내용도 일정한 원칙이 없이 그때 그때 정부의 방침과 주거래은행의 의사에 좌우되어 각 인수거래별로 상이하였다. 그리하여 상대적으로 교란요인이 적은 합병의 경우만을 분석대상으로 하였고, 결과적으로 인수방법은 설명변수에서 제외되었다. 또한 지급수단을 설명변수에서 제외시킨 이유는 우리나라의 기업합병은 주식교환비율을 조정하기 위한 合併交付金の 지급을 일부 병행하는 경우를 제외하고는 모두 주식교환을 통해 이루어지기 때문이다.

그리고 우리나라에서는 아직까지 소유와 경영이 분리되지 않은 상태에서 대부분 대주주와 그 특수관계인이 소유경영자로서 경영권을 행사하고 있고, 부분적으로 고용경영자가 경영에 참여하는 양상이 주류를 이루어 있어, 인수거래시 대상기업 경영자의 저항이 나타날 가능성이 거의 없다. 더우기 제도적으로 구미에서와 같은 다양한 방어수단이 마련되어 있지도 않다. 이러한 점들을 고려하여 대상기업 경영자의 저항유무나 방어수단 변수는 제외시킨다.

극소수의 주주총에게만 지분율이 집중되어 주식분산이 널리 이루어지지 않고, 실질적으로 상당한 수준까지 相互出資와 偽裝分散이 가능하므로 소유구조 변수의 도입도 불가능하다. 아울러 앞에서 언급한 것처럼 합병제안기업이 하나인 경우가 대부분이라 인수경쟁이 유발되는 경우도 거의 없었다. 따라서 본 실증분석에서는 소유구조와 참여기업의 수도 설명변수에서 배제하였다.

## 2. 實證方法과 實證資料

### 1) 실증방법

#### (1) 주주이득의 발생유무에 대한 검정

먼저 합병공시와 관련하여 참여기업의 주주에게 경제적 이득이 발생하였는지를 살펴보기 위해, 공시일을 전후하여 초과수익률을 구하여 분석하는 사건연구(event-study)를 한다.

표본기업의 초과수익률은 다음과 같이 실제 수익률에서 시장모형을 이용하여<sup>(17)</sup> 합병공시가 없었을 경우에 형성되었을 것으로 추정되는 정상수익률을 차감하여 구한다.

$$ER_{j,t} = R_{j,t} - \hat{R}_{j,t} \\ = R_{j,t} - (\hat{\alpha}_j + \hat{\beta}_j \cdot R_{m,t})$$

$ER_{j,t}$  :  $j$ 기업의  $t$ 기의 초과수익률

$R_{j,t}$  :  $j$ 기업의  $t$ 기의 실제수익률

$\hat{R}_{j,t}$  :  $j$ 기업의  $t$ 기의 합병공시가 없었을 경우에 예측되는 정상수익률

$R_{m,t}$  : 종합주가지수의  $t$ 기의 변화율

여기서  $\hat{\alpha}_j$ ,  $\hat{\beta}_j$ 는 시장모형을 이용하여 공시전 (-)249~(-)50일의 200일간의 매일의 개별주식수익률과 종합주가지수 변화율자료로써 추정한 것이다.

이와 같이 계산된 개별주식의  $t$ 기의 초과수익률을 매기마다 합병제안기업과 합병대상기업군별로 구분하여 평균(AR)한 후, 공시전 30일~공시후 (+)10일간에 걸쳐  $t$ -검정을 통해 주주이득의 발생유무에 대한 통계적 유의성을 분석하였다. 또한 평균초과수익률을 공시전 30일전부터 시작하여 누적시킨 누적평균초과수익률(CAR)도 분석하였다.

$$AR_t = \frac{\sum_{j=1}^N ER_{j,t}}{N_t}$$

$AR_t$  :  $t$ 기의 평균초과수익률

$N_t$  :  $t$ 기의 표본기업수

$$t = \frac{AR_t}{\hat{\sigma}_t / \sqrt{N_t}}$$

$$CAR_{(-30,t)} = \sum_{t=-30}^t AR_t$$

(17) Brown/Warner(1980, 1985), Klein/Rosenfeld(1987)는 event study에서 초과 수익률을 추정하는데 이용되는 여러 모형 중 시장모형이 가장 우수하다고 하였다. Brown, S.J., and J.B. Warner (1980), "Measuring Security Price Performance," *JFE* 8:205-258.  
Brown, S.J., and J.B. Warner(1985), "Using Daily Stock Returns: The Case of Event Studies," *JFE* 14:3-31.  
Klein, A., and J. Rosenfeld(1987), "The Influence of Market Conditions on Event-Study Residuals," *JFQA* 22(3):345-351.

(2) 주주이득과 합병관련변수와의 관계에 대한 분석

우리나라에서는 어떤 변수들이 각 참여기업간에 발생하는 주주이득의 차이를 잘 설명해 주는가를 알아보기 위해 다음과 같은 중회귀 횡단면분석을 통해 가설검정을 하였다.

$$CER_{(-30,0)} = \beta_0 + \beta_1 \cdot RSIZE_j + \beta_2 \cdot TPERF_j + \beta_3 \cdot DTYPE_j + \beta_4 \cdot DMKT_j + \beta_5 \cdot DREL_j$$

$CER_{(-30,0)}$  :  $j$ 기업의 공시전 (-)30일~공시일 (0)까지의 누적초과수익률

$$(\equiv \sum_{t=-30}^0 ER_{j,t})$$

$RSIZE_j$  : 상대적 규모

$TPERF_j$  : 합병대상기업의 공시전 경영성과

$DTYPE_j$  : 더미변수(합병유형)

(1 : 다각적 합병, 0 : 비다각적 합병)

$DMKT_j$  : 더미변수(市況)

(1 : 강세시장, 0 : 약세시장)

$DREL_j$  : 더미변수(기존관계)

(1 : 동일계열기업간 합병, 0 : 비계열기업간 합병)

相對的 規模는 공시직전년도의 합병제안기업에 대한 합병대상기업의 총자산, 순자산, 주당순자산의 장부가치비율을 바꾸어 가면서 적용하였다. 순자산은 (자기자본-무형고정자산-이연자산-사외유출금+이연부채)로 측정하였다.

합병대상기업의 경영성과는 공시직전년도의 총자본이익률(ROI), 자기자본이익률(ROE), 남입자본이익률을 번갈아 적용하였다.

그리고 합병유형의 파악은 산업분류와 함께, 상장기업 합병사례, 기업연감을 기초로 하였다. 또한 동일계열 여부의 파악은 상장기업 합병사례와 기업합병형태에 대한 증권회사 분석자료를 이용하였다.

앞에서 설정한 가설을 중회귀모형과 연결시켜 합병제안기업과 합병대상기업으로 구분하여 요약하면 다음 표와 같다.

<表 1> 회귀계수의 기대부호(가설)

	합병제안기업	합병대상기업		합병제안기업	합병대상기업
$\beta_1$	(+)	(-)	$\beta_4$	(+)	(+)
$\beta_2$	(+)	(-)	$\beta_5$	(-)	(+)
$\beta_3$	(-)	(-)			

## 2) 實證資料

실증분석을 위한 표본기업으로서는 상장기업으로서 1975년 11월~1990년 12월에 합병결의가 공시된 108개 합병제안기업, 22개 합병대상기업 중에서 다음과 같은 기업을 제외시킨 나머지 기업으로 선정하였다. 합병제안기업으로서는 ① 지주회사, ② 계속적인 매매가 이루어지지 않아 연속적인 주가자료가 없는 기업, ③ 분석기간중 다른 event가 있는 기업, ④ 시장모형을 이용한 회귀분석에서 추정된  $\hat{\alpha}$ ,  $\hat{\beta}$ 값이 統計的 有意性을 지니지 않은 기업들이 제외되었다.

합병대상기업 중에서는 ① 지주회사, ② 장기간 거래가 형성되지 않고 評價도 없어 연속적인 주가자료를 얻기 어려운 기업이 제외되었다.<sup>(18)</sup>

그리하여 주주이득의 발생유무진정에 이용된 표본기업은 합병제안기업 85개, 합병대상기업 17개 기업이다.

그리고 중회귀분석에 이용된 표본기업은 이 중에서 합병대상기업이 복수이거나 또는 회계자료가 미비된 소규모의 일반기업인 관계로 독립변수의 완벽한 파악이 불가능하거나 다소 기간이 오래된 21개 합병제안기업을 제외한 합병제안기업 64개, 합병대상기업 17개 기업이다. 수익률자료는 공시일을 기준으로 (-)249~(+10)일간의 日別收益率이다.

## 3. 實證結果 및 解釋

### 1) 주주이득의 발생유무에 대한 검정

#### (1) 합병제안기업의 주주이득

합병제안기업의 주주는 공시직전일에는 (+)0.41%의 초과수익률, 공시직후인 (+)1일에는 (+)0.72%, (+)2일에는 (+)0.51%의 각각 유의적인 초과수익률을 얻어 주주이득이 증가하는 것으로 나타났다. 그러나 공시일에는 비록 (+)초과수익률을 보였으나 통계적 유의성이 없었다.

한편 (-)30~(0)일까지의 누적초과수익률은 (+)2.75%로서, 공시일까지의 1개월 동안 주주이득이 약간 증가한 것으로 나타났다. 공시직후에도 2일동안 주가가 다소 상승하였고, 8일째는 하락을 보였으나, 이를 제외하고는 공시이후 전체적으로 큰 폭의 비정상적인 주주이득의 변화움직임은 없었다.

공시일을 전후한 합병제안기업의 (-)30~(+10)일까지의 평균초과수익률(AR),  $t$ 값, 누

(18) 김희석, 前掲論文의 데이터베이스를 그대로 이용하여 합병대상기업은 합병제안기업과 동일한 기종에서 다소 미비점이 있더라도  $\hat{\alpha}$ ,  $\hat{\beta}$  추정기간을 조정하여 표본기업으로 선정하였다. 합병대상기업이 합병제안기업에 비하여 훨씬 적은 이유는 대부분 비상장기업으로서 주가자료가 없기 때문이다.

〈表 2〉 합병제한기업의 초과수익률

인	AR	t-VALUE	CAR	인	AR	t-VALUE	CAR
-30	-0.1007	-0.3190	-0.1007	-9	-0.3077	-1.0243	0.4263
-29	0.0856	0.1851	-0.0151	-8	0.3571	1.4266 <sup>c</sup>	0.7835
-28	0.0791	0.1963	0.0639	-7	0.1445	0.4167	0.9280
-27	-0.0847	-0.2379	-0.0207	-6	0.1581	0.5193	1.0862
-26	0.4330	1.0812	0.4122	-5	0.6126	2.0156 <sup>b</sup>	1.6988
-25	0.3251	0.7002	0.7374	-4	0.2684	0.9091	1.9673
-24	0.4741	1.8414 <sup>b</sup>	1.2115	-3	0.3015	1.1151	2.2688
-23	0.0480	0.2029	1.2595	-2	-0.1869	-0.8842	2.0818
-22	-0.0999	-0.3866	1.1596	-1	0.4123	1.3791 <sup>c</sup>	2.4941
-21	-0.0059	-0.0191	1.1537	0	0.2606	0.6187	2.7548
-20	0.4065	1.6200 <sup>c</sup>	1.5602	1	0.7210	1.7462 <sup>b</sup>	3.4758
-19	-0.2343	-1.0745	1.3259	2	0.5090	1.7046 <sup>b</sup>	3.9849
-18	-0.1722	-0.6446	1.1537	3	-0.1612	-0.4370	3.8236
-17	-0.3292	-1.4110 <sup>c</sup>	0.8244	4	0.0826	0.2974	3.9062
-16	-0.4144	-1.6141 <sup>c</sup>	0.4100	5	-0.0335	-0.0966	3.8726
-15	0.2656	0.6312	0.6756	6	0.2740	0.9617	4.1467
-14	-0.2201	-0.8009	0.4554	7	-0.2158	-0.7118	3.9309
-13	0.0506	0.2051	0.5060	8	-0.7339	-2.8457 <sup>a</sup>	3.1969
-12	0.0789	0.2624	0.5850	9	-0.0360	-0.1461	3.1608
-11	0.2148	0.7731	0.7999	10	-0.0705	-0.2661	3.0902
-10	-0.0658	-0.2883	0.7341				

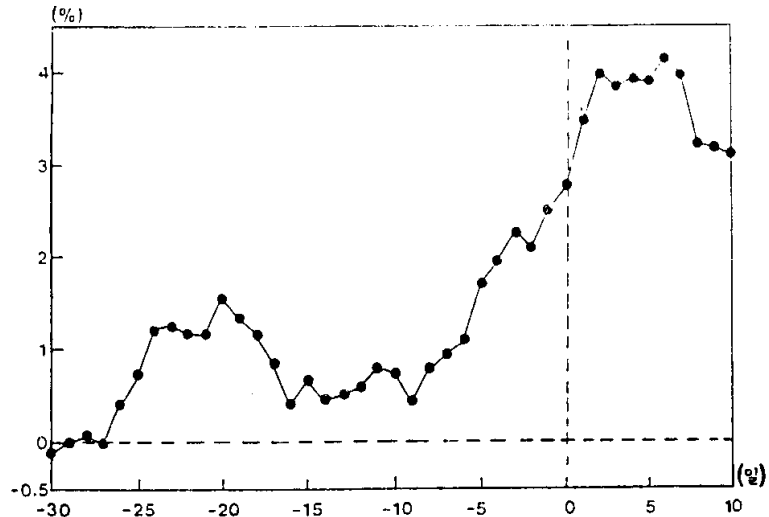
a:  $\alpha=1\%$ 에서 유의적임, b:  $\alpha=5\%$ 에서 유의적임, c:  $\alpha=10\%$ 에서 유의적임.

적평균초과수익률(CAR)은 〈표 2〉와 같으며, 누적초과수익률을 그림으로 나타낸 것이 〈圖 1〉이다. <sup>(19)</sup>

우리나라에서 합병제한기업의 주주가 얻는 경제적 이득을 외국에서의 합병에 대한 실증 연구결과와 비교해 보면, 미미하기는 하지만 상대적으로 약간 높은 수준이다. 즉, 외국에서의 기존의 개별실증분석에서 합병대상기업의 주주들은 유의적으로 상당한 (+)초과수익률을 얻지만, 합병제한기업의 주주들은 유의적인 (-)초과수익률을 얻거나, (+)값이지만 통계적 유의성이 없는 초과수익률을 얻을 뿐이었다. Jensen/Ruback(1983)이 그 이전까지의 실증연구결과들을 동일한 계산기준에 의해 종합한 연구에서도 합병이 성공한 경우 합병대상기업의 주주는 평균적으로 (+)20%의 초과수익률을 얻었지만, 합병제한기업의 주주는 초과수익률을 얻지 못한 것으로 나타났다(평균 0%). <sup>(20)</sup>

(19) 위의논문, p. 167.

(20) Jensen, M.C., and R.S. Ruback(1983), "The Market for Corporate Control: The Scientific Evidence," *JFE* 11:7-8.



〈圖 1〉 합병제안기업의 누적초과수익률

합병제안기업의 주주들이 제안기업간 인수경쟁이 常存하는 외국에서보다 상대적으로 약간 높은 수익률을 얻는 것으로 나타난 이러한 실증결과는 구태여 설명하자면 합병할 때 비경쟁적 타율적으로 합병이 이루어지고 있는 우리나라의 기업인수시장의 특징에 기인한 것으로 생각된다. 그러나 수치상으로 낮은 초과수익률에 대해서 해석하는 사람에 따라서는 구미논문과 유사하다고 할 수 있다.

(2) 합병대상기업의 주주이득 합병대상기업의 주주는 공시직전에는  $\alpha=10\%$  수준에서 유의적인 (+)2.81%의 초과수익률을 얻어 주주이득이 증가하였으며, 공시일에는 비록 (+)0.79%의 초과수익률을 얻는 것으로 나타났으나 주주이득의 증가에 대한 통계적 유의성이 없었다.

그리고 공시직후에는 오히려 합병제안기업과는 대조적으로 주주이득이 계속 감소하였다. 즉, 공시후 (+)2日에는 유의적인 (-)3.79%의 초과수익률, (+)4日에도 유의적인 (-)1.74%의 초과수익률을 보여주었으며, 그 외에도 공시이후 (+)9日까지 비록 유의적이지는 않으나 계속적인 주가하락으로 주주이득이 감소하였다. 공시일 이후 9日동안 약 12% 정도의 주주손실이 있었다.

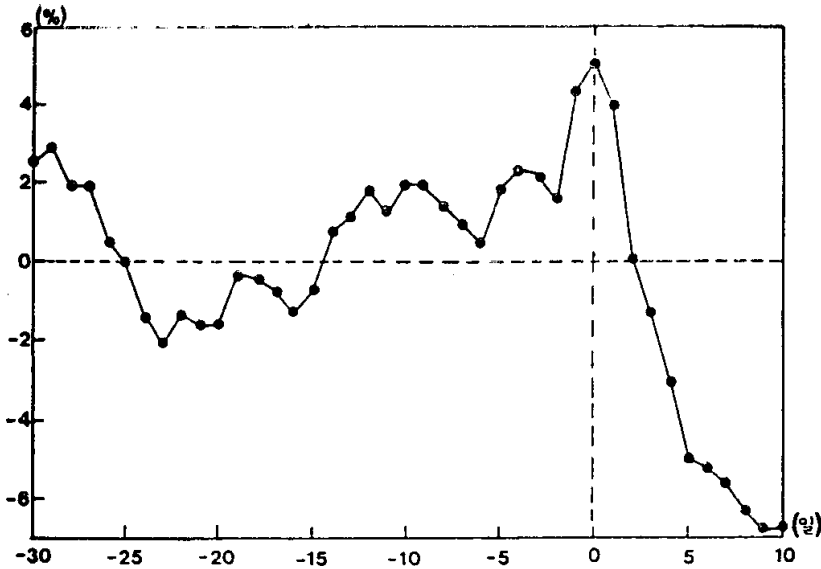
한편 공시일까지의 약 1개월동안 합병대상기업의 누적초과수익률(-30, 0)은 (+)5.15%로 합병제안기업의 (+)2.75%보다는 높은 수준이다. 따라서 공시일까지는 합병대상기업의 주주가 상대적으로 더 큰 경제적 이득을 얻는다고 볼 수 있다. 그러나 그 정도는 상대적으

로 극히 미미한 것으로, 구미에서 양기업 주주간의 상당한 주주이득격차와는 매우 대조적이다. 즉, 우리나라에서 합병대상기업의 주주는 구미에서 보다 상대적으로 낮은 초과수익률을 얻는 반면, 합병제안기업의 주주는 상대적으로 높은 초과수익률을 얻고 있다. 이러한 현상의 이유는 우리나라의 경우 제안기업이 거의 경쟁이 없고, 정부정책에 의해 비경쟁적·타율적으로 합병이 이루어지거나, 동일 그룹내 기업간 합병이 많아 합병협상의 주도권을 합병제안기업이 가질 뿐만 아니라, 또한 적자기업의 합병에 의한 법인세절감을 비롯한 각종 합병이득을 제안기업이 특히 많이 향유할 수 있기 때문으로 여겨진다. 이는 바로 우리나라에서 합병에 의해 발생하는 利得이 두 기업 주주간에 공평하게 분배되지 못하고 있다는 사실을 나타내는 것이다. 합병대상기업이 비록 경영부실상태라 하더라도 제안기업이 다수여서 이들간 인수경쟁이 유발되면 합병대상기업은 지금까지 제안기업이 주로 향유해 온 세금절감, 규모의 경제, 시장지배력 확대를 비롯한 각종의 합병이득 중에서 더 많은 부분을 배분받을 수 있는 여지가 생기나, 인수경쟁이 유발되지 않는 상황에서 이러한 기대는 거의 불

〈表 3〉 합병대상기업의 초과수익률

일	AR	t-VALUE	CAR	일	AR	t-VALUE	CAR
-30	2.4771	1.3528 <sup>c</sup>	2.4771	-9	-0.0957	-0.1141	1.8782
-29	0.4124	0.3039	2.8895	-8	-0.4423	-0.4646	1.4358
-28	-1.0095	-1.6505 <sup>c</sup>	1.8800	-7	-0.4854	-0.7572	0.9503
-27	-0.0021	-0.0031	1.8779	-6	-0.4949	-0.7377	0.4553
-26	-1.3769	-1.9706 <sup>b</sup>	0.5010	-5	1.3729	1.6462 <sup>c</sup>	1.8283
-25	-0.5674	-0.5927	-0.0664	-4	0.5081	0.4115	2.3364
-24	-1.3233	-1.0641 <sup>c</sup>	-1.3897	-3	-0.1367	-0.2430	2.1997
-23	-0.7274	-0.7226	-2.1172	-2	-0.6490	-0.8544	1.5506
-22	0.7826	1.1956	-1.3345	-1	2.8091	1.5769 <sup>c</sup>	4.3598
-21	-0.2784	-0.4161	-1.6129	0	0.7912	0.4356	5.1510
-20	0.0512	0.0616	-1.5617	1	-1.2242	-0.8127	3.9268
-19	1.2841	1.2406	-0.2776	2	-3.7859	-2.3162 <sup>b</sup>	0.1408
-18	-0.1389	-0.1811	-0.4166	3	-1.4106	-0.9714	-1.2697
-17	-0.3365	-0.7936	-0.7531	4	-1.7415	-1.9951 <sup>b</sup>	-3.0113
-16	-0.5599	-0.9690	-1.3131	5	-1.9559	-1.2833	-4.9673
-15	0.5941	0.6066	-0.7189	6	-0.2488	-0.4768	-5.2161
-14	1.4469	1.9240 <sup>b</sup>	0.7280	7	-0.4066	-0.5382	-5.6228
-13	0.3506	0.2852	1.0786	8	-0.7045	-1.1268	-6.3274
-12	0.7376	0.8755	1.8163	9	-0.4793	-0.5610	-6.8068
-11	-0.6543	-0.9770	1.1619	10	0.0715	0.0847	-6.7352
-10	0.8119	1.1537	1.9739				

a:  $\alpha=1\%$ 에서 유의적임, b:  $\alpha=5\%$ 에서 유의적임, c:  $\alpha=10\%$ 에서 유의적임.



〈圖 2〉 模型 I 에 의한 合併對象企業의 累積平均超過收益率(CAR)

가능하다 하겠다. 또한 인수경쟁이 존재할 경우에 동일그룹에의 인수합병이 공개시장에서 이루어질지도 의문이다.

합병대상기업의 공시일을 전후한 평균초과수익률(AR),  $t$ 값, 누적평균초과수익률(CAR)이 〈表 3〉에 표시되어 있으며, 누적초과수익률을 그림으로 나타낸 것이 〈圖 2〉이다. <sup>(21)</sup>

## 2) 주주이득과 합병관련변수와의 관계분석

### (1) 합병제안기업

합병제안기업들간의 주주이득의 차이를 설명해 줄 수 있는 변수를 찾아보기 위한 증회귀 분석의 결과가 다음 〈표 4〉에 나타나 있다. 상대적 규모의 3가지 代用變數인 총자산의 상대적 비율, 순자산의 상대적 비율, 주당순자산의 상대적 비율과, 합병대상기업 경영성과의 3가지 대용변수인 총자본이익률(ROI), 자기자본이익률(ROE), 남입자본이익률은 각각 하나씩 번갈아 가면서 적용시켰는데, 각 변수들간의 상관계수와 회귀계수가 각각 〈表 4〉와 〈表 5〉에 표시되어 있다.

각 합병제안기업간 주주이득의 차이를 잘 설명해 줄 수 있는 요인중 규모변수로는 두 기업간 순자산의 상대적 비율이 가장 적절한 대용변수로 나타났다. 즉, 합병대상기업의 순자산규모가 상대적으로 클수록 합병제안기업의 주주가 더 많은 경제적 이득을 얻는 것으로 나타났다( $H_2^A$  수락). 총자산, 주당순자산도 유의수준 10%에서 적절한 설명변수로 보여진

(21) 위의 논문, pp. 172-173.



〈表 4〉 合併提案企業 變數들간의 相關係數

	CER <sub>(-30,0)</sub>	RSIZE			TPERF			DTYPE	DMKT	DREL
		I	X <sub>1</sub>	X <sub>2</sub>	X <sub>3</sub>	X <sub>4</sub>	X <sub>5</sub>			
CER <sub>(-30,0)</sub>	1.000									
RSIZE	X <sub>1</sub>	0.166	1.000							
	X <sub>2</sub>	0.536	0.286	1.000						
	X <sub>3</sub>	0.170	0.212	0.334	1.000					
TPERF	X <sub>4</sub>	0.194	-0.034	0.059	0.039	1.000				
	X <sub>5</sub>	0.118	0.041	0.033	0.072	0.342	1.000			
	X <sub>6</sub>	0.259	-0.025	0.013	0.098	0.636	0.568	1.000		
DTYPE	-0.001	0.026	-0.054	0.184	-0.006	0.011	0.034	1.000		
DMKT	0.175	-0.014	0.065	0.013	0.240	0.339	0.331	0.026	1.000	
DREL	-0.005	-0.202	0.103	0.126	0.058	0.215	0.060	0.169	0.099	1.000

CER<sub>(-30,0)</sub> : 공시前 (-)30日—공시일 (0)까지의 누적초과수익률.

- X<sub>1</sub> : 총자산의 상대적 비율(합병대상기업의 총자산의 장부가치 합병제안기업의 총자산의 장부가치)
- X<sub>2</sub> : 순자산의 상대적 비율
- X<sub>3</sub> : 주당순자산의 상대적 비율
- X<sub>4</sub> : 합병대상기업의 公示直前年度의 총자산이익률(ROI)
- X<sub>5</sub> : 합병대상기업의 公示直前年度의 자기자본이익률(ROE)
- X<sub>6</sub> : 합병대상기업의 公示直前年度의 남입자본이익률

다. 우리나라에서는 합병대상기업중에서 부채수준이 높고, 이월결손금이 있는 기업이 상당 비율을 차지하고 있는 바, 합병제안기업 입장에서는 대상기업의 규모를 고려할 때 의미있는 자산은 총자산이 아니라, 순자산 또는 주당 순자산의 크기이다. 결과적으로 이들 변수가 주주이득에 대한 적절한 설명변수로 파악된 사실은 내재가치나 회계자료를 도외시한다면 우리나라 투자자들의 투자정보 분석형태에 관한 지금까지의 실무계나 학계의 부정적인 시각에 시사하는 바가 크다고 할 것이다. 이에 대해서는 오히려 동일그룹내의 합병이 많은 나라에서, 경제당국이나 은행이 제안해서 행하는 합병제안 기업이 합병대상기업의 재무정보를 잘 알고 있기 때문이라고 생각할 수 있다.

합병대상기업의 경영성과의 대응변수로서는 공시직전년도에 총자산이익률(ROI), 자기자본이익률(ROE)보다 남입자본이익률이 보다 적절한 설명변수로 나타났다. 즉, 규모차이를 측정하는 대응변수로 어느 것이 적용되었던 간에 상관없이 합병대상기업의 남입자본이익률이 클수록, 합병제안기업의 주주이득은 커지는 것으로 판명되었다(H<sub>3</sub><sup>A</sup> 수락). 이는 대상기업의 공시전 경영성과가 제안기업간 주주이득의 차이를 제대로 설명해 주지 못한다는 Hayn(1989)의 실증분석결과와는 대조적인 것이다.<sup>(22)</sup> Hayn의 실증연구에서는 경영성과의

(22) Hayn, C.(1989), "Tax Attributes as Determinants of Shareholder Gains in Corporate Acquisitions," *JFE* 23:121-153.

〈表 5〉 合併提案企業에 대한 回歸分析結果 (n=64)

$\beta_1$ (RSIZE)			$\beta_2$ (TPERF)			$\beta_3$	$\beta_4$	$\beta_5$	$R^2$	F-value
$X_1$	$X_2$	$X_3$	$X_4$	$X_5$	$X_6$	(DTYPE)	(DMKT)	(DREL)		
0.0481 <sup>c</sup> (1.37)	—	—	0.2991 <sup>c</sup> (1.29)	—	—	-0.3057 (-0.08)	6.6422 (1.06)	0.4182 (0.06)	0.0858	1.088
0.0457 (1.28)	—	—	—	0.0058 (0.41)	—	-0.4189 (-0.08)	7.6741 (1.18)	0.1099 (0.02)	0.0623	0.771
0.0482 <sup>c</sup> (1.39)	—	—	—	—	0.0681 <sup>b</sup> (1.75)	-0.7039 (-0.14)	4.9022 (0.77)	0.4621 (0.07)	0.1067	1.386
—	0.0126 <sup>a</sup> (4.91)	—	0.2523 (1.27)	—	—	1.5863 (0.37)	5.5474 (1.04)	-4.3314 (-0.79)	0.3331	5.793 <sup>a</sup>
—	0.0127 <sup>a</sup> (4.92)	—	—	0.0082 (0.67)	—	1.5947 (0.37)	5.9141 (1.06)	-4.8401 (-0.86)	0.3198	5.454 <sup>a</sup>
—	0.0128 <sup>a</sup> (5.10)	—	—	—	0.0688 <sup>b</sup> (2.09)	1.3080 (0.31)	3.4482 (0.64)	-4.3844 (-0.82)	0.3627	6.600 <sup>a</sup>
—	—	0.0052 <sup>c</sup> (1.35)	0.2801 <sup>c</sup> (1.21)	—	—	-1.1073 (-0.22)	6.8201 (1.09)	-2.2816 (-0.36)	0.0849	1.076
—	—	0.0052 <sup>c</sup> (1.35)	—	0.0065 (0.46)	—	-1.1633 (-0.23)	7.6298 (1.17)	-2.5873 (-0.39)	0.0654	0.811
—	—	0.0048 (1.25)	—	—	0.0625 <sup>c</sup> (1.59)	-1.3131 (-0.26)	5.2563 (0.82)	-2.1709 (-0.34)	0.1014	1.308

• a :  $\alpha=1\%$ 에서 유의적임. b :  $\alpha=5\%$ 에서 유의적임. c :  $\alpha=10\%$ 에서 유의적임.  
 $X_1$  : 총자산의 상대적 비율(합병대상기업의 총자산의 장부가치, 합병제안기업의 총자산의 장부가치)  
 $X_2$  : 순자산의 상대적 비율  
 $X_3$  : 주당순자산의 상대적 비율  
 $X_4$  : 합병대상기업의 공시직전년도의 총자산 이익률(ROI)  
 $X_5$  : 합병대상기업의 공시직전년도의 자기자본 이익률(ROE)  
 $X_6$  : 합병대상기업의 공시직전년도의 납입자본 이익률  
 • ( ) 안의 수치는 t-value임.

대용변수로서 회귀변수 대신 공시전 (-)289~(-)40일의 250일 간의 日平均超過收益率을 사용했는데, 회귀계수가 예상과 동일한 (+)값을 보였으나 통계적 유의성이 없었다.

합병유형은 회귀방정식의 통계적 유의성이 있는 회귀모형(규모차이변수로 순자산의 상대적 비율이 대용변수로 된 모형)에서는 가설과 반대되는 (+)값을 보였으나, 유의성이 없었다. 또한 규모차이변수로 총자산이나 주당순자산을 이용한 경우에는 가설에서와 같은 다각적 합병의 경우에 주주이득과 (-)상관을 보였으나 이것 역시 유의적이지 못하였다. 결과적으로 합병유형은 주주이득의 걸정을 잘 설명해 주는 변수가 되지 못하는 것으로 판명되었다( $H_4^A$  기각).

그리고 증권시장의 강세시황과 합병제안기업의 주주이득간의 관계는 가설에서와 같이 모든 회귀모형에서 비록 (+)상관을 보였으나, 통계적 유의성이 없었다( $H_5^A$  기각). 뿐만 아니라 동일계열내 기업간 합병도 합병제안기업의 주주이득과 순자산이나 주당순자산을 규모변수에 이용한 회귀모형에서는 가설과 동일한 (-)회귀계수 값을 보이기는 했으나, 이것

역시 통계적 유의성이 없었다( $H_0^A$  기각). 합병제안기업의 경우 두 기업간 기준관계여부가 주주이득에 대한 적합한 설명요인이 되지 못한다는 이러한 실증결과는 위에서 언급할 합병대상기업의 경우와는 대조적이다.

(2) 합병대상기업

합병제안기업에서와 동일한 회귀모형으로써 합병대상기업의 주주이득과 합병관련변수와 의 관계를 분석하였다. 도입된 각 변수들간의 상관계수가 <表 6>에, 회귀계수를 비롯한 회귀분석결과가 <表 7>에 표시되어 있다.

먼저 규모변수의 경우 합병제안기업에서와는 달리 총자산이나 순자산, 또는 주당순자산의 상대적 차이가 주주이득격차의 적합한 설명변수가 되지 못하는 것으로 판명되었다( $H_0^T$  기각). 즉, 합병대상기업의 공시일까지의 누적초과이익률과 규모차이간에는 비록 가설에서와 같은 (-)상관관계를 거의 대부분의 회귀모형에서 보여주었으나, 통계적 유의성이 없었다. 이러한 실증결과는 구미의 실증연구중 대표적으로 규모차이와 대상기업주주의 富와의 관계를 분석한 Hayn(1989)의 결과와는 일치하지 않는 것이다. (23)

Hayn의 연구에서는 총자산(장부가치기준)의 상대적 비율의 로그값과 주주이득간에 유의적인 상관관계가 발견되지 않았다.

<表 6> 合併對象企業, 變數들간의 相關係數

	CER <sub>(-30,0)</sub>	RSIZE			TPERF			DTYPE	DMKT	DREL
		X <sub>1</sub>	X <sub>2</sub>	X <sub>3</sub>	X <sub>4</sub>	X <sub>5</sub>	X <sub>6</sub>			
CER <sub>(-30,0)</sub>	1.000									
RSIZE	X <sub>1</sub>	-0.228	1.000							
	X <sub>2</sub>	0.168	0.332	1.000						
	X <sub>3</sub>	0.069	0.255	0.941	1.000					
TPERF	X <sub>4</sub>	-0.369	0.131	-0.078	0.047	1.000				
	X <sub>5</sub>	0.299	0.099	-0.041	0.001	0.446	1.000			
	X <sub>6</sub>	-0.184	0.087	-0.396	-0.288	0.765	0.777	1.000		
DTYPE	0.486	0.159	0.157	0.136	-0.226	0.165	-0.055	1.000		
DMKT	0.305	0.161	-0.055	-0.078	0.409	0.712	0.639	0.306	1.000	
DREL	0.606	-0.192	0.249	0.212	0.090	0.375	0.112	0.540	0.566	1.000

CER<sub>(-30,0)</sub> : 공시前 (-)30日~공시일 (0)까지의 누적초과이익률

X<sub>1</sub> : 총자산의 상대적 비율(합병대상기업의 총자산의 장부가치, 합병제안기업의 총자산의 장부가치)

X<sub>2</sub> : 순자산의 상대적 비율

X<sub>3</sub> : 주당순자산의 상대적 비율

X<sub>4</sub> : 합병대상기업의 公示直前年度의 총자산이익률(ROI)

X<sub>5</sub> : 합병대상기업의 公示直前年度의 자기자본이익률(ROE)

X<sub>6</sub> : 합병대상기업의 公示直前年度의 남입자본이익률

(23) Ibid., p.140.

〈表 7〉 合併對象企業에 대한 回歸分析結果 (n=17)

$\beta_1$ (RSIZE)			$\beta_2$ (TPERF)			$\beta_3$	$\beta_4$	$\beta_5$	$R^2$	F-value
$X_1$	$X_2$	$X_3$	$X_4$	$X_5$	$X_6$	(DTYPE)	(DMKT)	(DREL)		
-0.0399 (-0.61)	-	-	-1.3897 <sup>b</sup> (-2.00)	-	-	5.0065 (0.35)	20.2076 (0.89)	25.3009 <sup>c</sup> (1.45)	0.5873	3.131 <sup>c</sup>
-0.0580 (-0.79)	-	-	-	0.0181 (0.68)	-	16.7009 (1.10)	-11.2697 (-0.37)	23.1766 (1.16)	0.4600	1.874
0.0720 (-1.04)	-	-	-	-	-0.1814 <sup>c</sup> (-1.46)	13.1648 (0.92)	34.1799 (1.10)	14.1264 (0.72)	0.5288	2.469 <sup>c</sup>
-	0.0007 (0.03)	-	1.4530 <sup>b</sup> (-2.08)	-	-	1.7923 (0.13)	16.7923 (0.74)	30.0951 <sup>b</sup> (1.83)	0.5732	2.955 <sup>c</sup>
-	-0.0002 (-0.01)	-	-	0.0185 (0.68)	-	12.7121 (0.87)	-18.2112 (-0.59)	30.4318 <sup>c</sup> (1.60)	0.4295	1.657
-	-0.0132 (-0.51)	-	-	-	-0.1947 <sup>c</sup> (1.41)	8.1399 (0.50)	25.0653 (0.82)	25.6708 <sup>c</sup> (1.49)	0.4964	2.169
-	-	-0.0018 (-0.04)	-1.4479 <sup>b</sup> (-2.04)	-	-	1.8524 (0.14)	16.3685 (0.70)	30.4166 <sup>b</sup> (1.86)	0.5732	2.955 <sup>c</sup>
-	-	-0.0229 (-0.43)	-	0.0197 (0.73)	-	12.9165 (0.89)	-21.4666 (-0.70)	32.5410 <sup>c</sup> (1.73)	0.4388	1.720
-	-	-0.0345 (-0.67)	-	-	-0.1837 <sup>c</sup> (-1.42)	8.3948 (0.60)	22.7356 (0.75)	26.2180 <sup>c</sup> (1.45)	0.5031	2.227

• a :  $\alpha=1\%$ 에서 유의적임. b :  $\alpha=5\%$ 에서 유의적임. c :  $\alpha=10\%$ 에서 유의적임.

$X_1$  : 총자산의 상대적 비율(합병대상기업의 총자산의 장부가치, 합병제안기업의 총자산의 장부가치)

$X_2$  : 순자산의 상대적 비율

$X_3$  : 주당순자산의 상대적 비율

$X_4$  : 합병대상기업의 공시직전년도의 총자산 이익률(ROI)

$X_5$  : 합병대상기업의 공시직전년도의 자기자본 이익률(ROE)

$X_6$  : 합병대상기업의 공시직전년도의 남입자본 이익률

• ( ) 안의 수치는 t-value임.

합병대상기업의 공시와 경영성과는 합병제안기업에서와 같이 합병대상기업에서도 주주이득에 대한 적절한 설명변수로 밝혀졌다( $H_3^T$  수락). 즉, 공시전 경영성과가 양호한 대상기업일수록 합병에 직면하여 상대적으로 주가가 더 크게 하락하는 것으로 나타났다. 따라서 투자신탁이 주가의 하락을 의식하여 합병기업에 대해서 주식매수청구권을 행사할 것을 요구하여 합병을 저지하려는 행동은 타당하다고 생각된다. 경영성과의 대응변수로는 투자이익율이 가장 적합하며, 남입자본이익률도 유의수준 10%에서 좋은 설명요인이 되는 것으로 나타났다. 대상기업의 경영성과가 그 주주이득격차를 적절히 설명해주는 요인의 하나로서 양자간에는 (-)상관이 존재한다는 이러한 결과는 Lang/Stulz/Walking(1989)과<sup>(24)</sup> Servaes(1988)의<sup>(25)</sup> 실증연구와 일치하는 것이다. 그런데 이들은 경영성과 변수로서 Tobin의  $q$ 비

(24) Lang, L.H.P., R.M. Stulz, and R.A. Walking(1989), "Managerial Performance, Tobin's Q, and the Gains from Successful Tender Offers," *JFE* 24:137-154.

(25) Servaes, H.(1988), "Tobin's Q, Agency Costs and Corporate Control: An Empirical Analysis of Firm-Specific Parameters," Working Paper, Purdue Univ.

율을 이용하였다. 대용변수로 주가성과(stock price performance)인 공시전 (-)289~(-)40일의 250일간 日平均 초과수익률을 사용한 Hayn(1989)의 연구에서는 양자간에 유의적인 상관관계가 발견되지 않았다.<sup>(26)</sup>

합병유형은 제안기업의 경우와 같이 대상기업에 있어서도 주주이득에 대한 적절한 설명요인이 되지 못하는 것으로 판명되었다( $H_4^T$  기각). 이와 같이 합병유형에 따른 합병대상기업의 주주이득차이는 존재하지 않는다는 실증결과는 Wansley/Lane/Yang(1983)의 실증연구와는 일치하나,<sup>(27)</sup> 양자간에 유의적인 상관관계가 존재한다는 Walking/Edmister(1985)의 실증연구와는 상반된다.<sup>(28)</sup> 또한 증권시장 市況도 제안기업에서와 마찬가지로 유의적인 상관관계가 발견되지 않았다( $H_5^T$  기각).

한편, 동일계열내의 제안기업에게 합병될 경우 대상기업 주주이득은 증가하는 것으로 나타났다( $H_6^T$  수락). 이것은 우리나라에서 기업합병의 특징을 잘 보여주는 실증분석결과라고 할 수 있다. 즉, 經營收支나 資金調達面에서 큰 어려움을 겪고 있는 기업이 동일계열군내의 다른 기업에게 합병됨으로써 경영개선 기초를 제공받을 수 있다는 기대감이 반영된 것으로 보여진다. 대개 합병후 과거부터 피합병기업의 사정에 비교적 정통한 합병기업은 原價節減이나 經營合理化를 위한 적절한 조치 및 투자계획을 강구하고, 필요한 긴급자금지원과 함께 향후의 원활한 자금조달방법을 모색하며 경영능력이 부족한 경영진의 교체를 효과적으로 할 수 있을 것으로 예상되는 것이다. 특히 동일계열 기업군내에서는 대상기업의 합병의 효과를 가장 크게 얻을 수 있는 제안기업을 용이하게 물색할 수 있으므로 이것이 대상기업의 주주이득에 매우 유리하게 작용할 것으로 투자자들이 받아들인 때문으로 생각된다.

## V. 結 論

지금까지 인수합병의 동기, 우리나라 기업인수시장의 특징과 문제점에 대해 살펴본 후, 합병거래를 대상으로 합병이 주주이득에 미치는 영향에 대해 실증분석을 하였다. 우리나라의 합병대상기업은 합병공시까지 1개월간 다소의 주주이득증가가 있었으며, 합병제안기업은 공시일까지 약 1개월간 주주이득의 극히 미미한 증가만 존재하였다. 그러나 이러한 두

(26) Hayn, C.(1989), *op. cit.*, p. 140.

(27) Wansley, J., W. Lane, and H. Yang(1983), "Abnormal Returns to Acquired Firms by Type of Acquisition and the Method of Payment," *Financial Management*, 16-22.

(28) Walking, R.A., and R.O. Edmister(1985), "Determinants of Tender Offer Premiums," *Financial Analysts Journal*, 27-37.

참여기업간 주주이득의 격차는 외국의 경우에 비해 상대적으로 극히 미미한 것으로, 이는 제안기업간 경쟁이 거의 없는 상황에서 합병조건이 제안기업에게 유리한 방향으로 결정되어 주주이득이 양기업의 주주에게 공평하게 배분되지 못하는 우리나라 기업인수시장의 특징에 기인한 것이다.

그리고 합병대상기업군과 합병제안기업군별로 구분하여, 각 참여기업간 주주이득의 차이를 설명해 줄 수 있는 要因을 찾아본 바, 적절한 설명변수로서 합병대상기업의 경우 공시된 합병대상기업의 경영성과(주주이득과 -상관)·제안기업과의 기존관계여부(동일계열내기업일 때 +상관)였으며, 합병제안기업의 경우에는 상대적 규모차이(합병대상기업의 규모클수록 +상관)·공시된 합병대상기업의 경영성과(주주이득과 +상관) 등으로 밝혀졌다. 그의 합병유형, 시황 등은 주주이득에 대한 적합한 설명요인이 되지 못하는 것으로 나타났다.

본 논문과 관련하여 향후의 보다 나은 연구를 위해서 다음과 같은 심층연구가 필요할 것이다.

첫째, 우리나라에서 인수합병거래에 따른 주주이득의 영향에 대해 좀더 정확하고 포괄적인 결론을 얻기 위해서는 株式所有構造에 대한 연구가 병행되어야 할 것이다.

둘째, 피합병기업을 대상으로 본논문에서 얻은 결론은 표본수가 부족하고, 피합병기업의 대부분이 비상장기업이기 때문에 전체 피합병기업에 대해 일반화시키기에는 한계가 있다.

세째, 우리나라의 경우 조세절감목적의 합병사례가 상당비율을 차지하는 바, 주주이득에 대한 피설명변수로 조세관련변수가 도입되어야 할 것이다.

네째, 합병공시이후부터 합병시점까지, 또는 합병이후의 장기간을 분석대상으로 합병기업의 주주이득에 미친 영향에 대한 분석이 요청된다.

다섯째, 향후 국내자본시장 개방이 가속화할 것에 대비하여 국내기업의 경영권보호, 소액주주이익보호, 시장교란예방 등을 위해 외국자본의 국내기업 M&A에 대한 다양한 방어수단 개발과 그 유효성에 대한 실무계 및 학계의 연구활성화가 요망된다.

## 참 고 문 헌

1. 김희석, "기업합병 및 인수가 株主富에 미치는 영향", 서울대 대학원 박사학위논문 1990. 8.
2. 장영광, "기업합병과 주식취득이 주주의 富에 미치는 영향에 대한 연구", 고려대 대학원 석사학위논문 1990. 8.

원 박사학위논문, 1985. 6.

3. 이우택, “우리나라 합병회계의 기준설정을 위한 실증적 연구”, 한양대 대학원 박사학위논문, 1985.
4. 증권감독원 조사부, 기업의 합병매수제도, 1989. 12.
5. 김종률, “합병의 주주의富有에 미치는 영향에 관한 실증적 연구”, 서울대 대학원 석사논문, 1985.
6. 조세현, “기업합병이 고려되는 의사결정기준에 관한 연구”, 서울대 대학원 석사논문, 1986.
7. 김재욱, “기업결정을 위한 주식취득이 취득기업주주의 부에 끼치는 영향”, 서울대 대학원 석사논문, 1989.

#### 구미문헌

1. Amihud, Y., and B. Lev(1981), “Risk Reduction as a Managerial Motive for Conglomerate Mergers,” *Bell Journal of Economics*, 12(3):605-617.
2. Aron, D.J.(1988), “Ability, Moral Hazard, Firm Size, and Diversification”, *Rand Journal of Economics*, 19(1):72-87.
3. Asquith, P., R.F. Bruner, and D.W. Mullins(1983), “The Gains to Bidding Firms from Merger,” *Journal of Financial Economics*, 11:121-139.
4. Brown, S.J., and J.B. Warner(1980), “Measuring Security Price Performance,” *JFE* 8:205-258.
5. Brown, S.T., and J.B. Warner(1985), “Using Daily Stock Returns: The Case of Event Studies”, *JFE* 14:3-31.
6. Choi, D.(1991), “Toehold Acquisitions, Shareholder Wealth, and the Market for Corporate Control,” *JFQA* 26(3):391-407.
7. Dennis, D.K., and J.J. McConnell(1986), “Corporate Mergers and Security Returns,” *JFE* 16:143-187.
8. Frank, J., R. Harris, and S. Titman(1991) “The Postmerger Share Price Performance of Acquiring Firms,” *JFE* 29:81-96.
9. Galai, D., and R.W. Masulis(1976), “The Option Pricing Model and the Risk Factor of Stock,” *JFE* 3:53-81.

10. Hayn, C.(1989), "Tax Attributes as Determinants of Shareholder Gains in Corporate Acquisitions," *JFE* 23:121-153.
11. Higgins, R.C., and L.D. Schall(1975), "Corporate Bankruptcy and Conglomerate Mergers," *JF* 30:93-113.
12. Jarrell, G.A., J.A. Brickley, and J.M. Netter(1988), "The Market for Corporate Control: The Empirical Evidence Since 1980," *Journal of Economic Perspective*, 2(1): 49-68.
13. Jensen, M.C.(1986), "Agency Costs of Free Cash Flow, Corporate Finance and Takeover," *AER* 76:323-329.
14. Jensen, M.C., and R.S. Ruback(1983), "The Market for Corporate Control: The Scientific Evidence," *JFE* 11:5-50.
15. John, T.A.(1986), "Mergers and Investment Incentives," *JFQA* 21(4):393-414.
16. Kim, E.H., and J.J. McConnell(1977), "Corporate Mergers and the Coinsurance of Corporate Debt," *JF* 32:349-365.
17. Klein, A., and J. Rosenfeld(1987), "The Influence of Market Conditions on Event- Study Residuals," *JFQA*22(3):345-351.
18. Lang, L.H.P., R.M. Stulz, and R.A. Walking(1989), "Managerial Performance, Tobin's Q, and the Gains from Successful Tender Offers," *JFE* 24:137-154.
19. Lang, L.H.P., R.M. Stulz, and R.A. Walking(1991), "A Test of the Free Cash Elow Hypothesis," *JFE* 29:315-335.
20. Levy, H., and M. Sarnat(1970), "Diversification, Portfolio Analysis and the Uneasy Case for Conglomerate Mergers," *Journal of Business*, 25:795-802.
21. Lewellen, W.O.(1971), A Pure Financial Rationale for the Conglomerate Mergers," *JF* 26:521-537.
22. Lloyd, W.P., J.H. Hand, and N.K. Modani(1987), "The Effect of Degree of Ownership Control on Firm Diversification, Market Value, and Merger Activity, *Journal of Business Research*, 15:303-312.
23. Pettway, R.H., and T. Yamada(1986), "Mergers in Japan and the their Impacts upon Stockholders Wealth," *Financial Management*, 41(4):43-52.
24. Ramakrishnan, R.T.S., and A.V. Thakor(1988), "Incentive Problem, Diversification,



- and Corporate Mergers," Working Paper, Indiana Univ.
25. Roll, R. (1986), "The Hurbris Hypothesis of Corporate Takeover," *JB* 59(2):197-216.
  26. Servaes, H. (1988), "Tobin's Q, Agency Costs and Corporate Control: An Empirical Analysis of Firm-specific Parameters," Working Paper, Purdue Univ.
  27. Stoughton, N.M. (1988), "The Information Content of Corporate Merger and Acquisition Offers," *JFQA* 23(2):175-197.
  28. Walking, R.A., and R.O. Edmister (1985), "Determinants of Tender Offer Premiums," *Financial Analysts Journal*, 27-37.
  29. Wansley, J., W. Lane, and H. Yang (1983), "Abnormal Returns to Acquired Firms by Type of Acquisition and the Method of Payment," *Financial Management*, 38(3): 16-22.
  30. Wansley, J., and A. Fayez (1986), "Determinants of Returns to Security Holders from Mergers," Working Paper, Louisiana State Univ.