

합병관련기업 주주부 변화의 결정요인

김희석* · 조경식**

〈요 약〉

본 연구는 우리나라에서 합병공시에 따른 주주부의 변화를 설명해 주는 요인을 실증적으로 규명하고자 하였다. 구체적으로 1981. 1~2000. 12 기간 동안 합병을 공시한 300개 기업 중 엄격한 표본 선정과정을 거쳐 73개 합병체의 기업과 30개 합병대상 기업을 대상으로 공시전 (-)10일부터 공시후 (+)1일까지의 누적초과수익률 $CAR_{(-10, 1)}$ 을 종속변수로, 합병상대방의 경영성과, 상대적 규모, 합병유형, 해당기업과 상대방 기업의 부채의존도, 주식교환비율, 두 기업간 기존관계, IMF사태 전후기간 구분, 그리고 시황 등을 독립변수로 한 회귀분석을 하였다.

분석결과 합병체의 기업보다는 합병대상 기업의 주주부 변화를 잘 설명해 주는 요인들이 더 많이 발견되었다. 합병체의 기업은 자신의 공시전 부채의존도가 높을수록, 30대 재벌 소속내 기업간 합병에서, 그리고 IMF사태 이후 기간에서 합병공시에 따라 주주부가 더 증가한 것으로 나타났다. 한편 합병대상 기업은 상대방 합병기업의 공시전 경영성과가 양호할수록, 자신의 공시전 부채의존도가 높을수록, 30대 재벌 소속내 기업간, 다각적 합병에서, IMF사태 이후기간에, 그리고 강세시장일 때 주주부가 더 많이 증가한 것으로 확인되었다.

I. 서 론

지금까지 합병·인수에 관해 이론적 연구와 실증적 연구들이 많이 행하여져 왔는 바, 그 중 합병·인수 공시에 따른 초과수익률(abnormal return ; 이하 AR)의 검정을 통하여 주주부 변화유무에 관한 연구와 횡단면 회귀분석을 통하여 주주부 변화차이의 원인을 규명하려는 연구가 많았다. 주주부 변화차이 원인에 대한 국외 선행연구에서는 많은 요인들이 주주부에 영향을 미치고 있음을 보고하고 있는데, 도입한 변수는 주로 인수방법, 지급수단, 방어전략(또는 저항 유무), 소유구조, 경영자보상, 참여기업 수, 경영성과, 규모차이, 인수유형 그리고 조세관련 변수 등이다. 국내 선행연구들에서는 우리나라 합

* 대구대학교 경영·회계·보험금융학부 교수

** 대구대학교 경제경영연구소 전임연구원

*** 본 논문은 2002년도 대구대학교 학술연구비 지원에 위한 논문이며, 유익한 지적과 조언을 해주신 익명의 심사위원들께 감사드립니다.

병·인수시장의 특성을 고려하여 국외 선행연구에서 도입한 변수 중 제한적으로 변수를 도입하여 실증분석을 행하였다. 도입한 변수들로는 경영성과, 상대적 규모, 합병비율, 인수유형, 시황, 계열유무, 그리고 합병대상 기업 상장 유무 등이다. 그러나 기업합병에 관한 국내 선행연구에서는 다음과 같은 미비점이 존재한다고 여겨진다. 첫째, 국내 많은 연구에서 표본선정시 엄격성이 결여되어 다른 사건의 오염 가능성을 배제할 수 없다. 둘째, 대부분의 연구에서 설명변수의 도입배경이나 설명변수와 주주부 변화의 관계에 대한 가설설정에 있어 이론적 근거를 구체적으로 제시하지 않고 바로 실증분석을 행하였다. 셋째, 설명변수로 도입한 변수 중 경영성과와 관련하여 합병제의 기업 경영성과와 합병대상 기업 초과이익률간의 관계를 규명한 연구는 없었다. 넷째, 설명변수로 부채비율 변수가 중요하나 국내 주요 선행연구에서는 부채비율 변수를 도입하지 않았거나(장영광, 1985; 김희석, 1990; 송영균, 주상룡, 1997; 정형찬, 박경희, 1999a, 1999b) 제한된 범위내에서만 분석하였다. 즉, 부채비율 변수를 도입했으나 합병대상 기업 부채비율과 합병제의 기업 주주부와와의 관계만을 분석하거나(임종옥, 1994), 합병제의 기업의 부채비율 의존도와 합병제의 기업의 주주부 변화와의 관계를 분석하거나(주상룡, 1997¹⁾; 김혜진, 1998), 합병제의 기업과 합병대상 기업 부채의존도의 상대적 비율만을 독립변수로 도입하였다(김위생과 서점식, 2000). 본 연구에서는 자기기업과 합병상대방기업 부채의존도 및 두 기업 부채의존도의 상대적 비율 등 부채의존도 변수에 대한 다양한 대응변수를 이용하여 주주부 변화와의 관계를 분석하고자 한다.

따라서 본 연구에서는 이러한 국내 선행연구들의 미비점을 보완하여 우리나라 기업을 대상으로 합병 공시에 따른 주주부 변화차이 원인을 결정하는 요인을 규명하고자 한다. 기존 국내 선행연구와의 차이점은 다음과 같다. 첫째, 본 연구에서는 가능한 한 다른 사건의 오염을 제거하기 위하여 엄격한 표본선정과정을 거쳐 표본을 선정한 점이다. 둘째, 설명변수의 도입배경과 가설설정에 대한 구체적인 이론적 근거를 제시함과 동시에 설명변수 중 국내외에서 이루어지지 않은 합병제의 기업 경영성과와 합병대상 기업 초과이익률간의 관계를 규명함과 동시에 경영성과에 대해서도 다양한 대응변수를 도입하여 분석한 점이다²⁾. 셋째, 우리나라에서 자기기업과 상대방기업의 부채의존도 및 두 기업 간

1) 주상룡(1997)의 연구에서는 부채구성비율(부채총계/자산총계)의 증가율과 순부채구성비율((부채총계 - 유동자산총계)/자산총계)의 증가율을 설명변수로 사용하였다.
2) 경영성과에 대한 대응변수로 김위생과 서점식(2000)의 연구에서는 납입자본이익률, 강준구(1998)의 연구에서는 과거 200일간 산업조정CAR, 정형찬, 박경희(1999b)의 연구에서는 자기자본순이익률(ROE)과 부실여부 더미변수(BAD), 주상룡(1997)의 연구에서는 총 자산현금수익률과 자기자본현금수익률을 사용하였으나, 본 연구에서는 총 자산순이익률(ROA), 자기자본순이익률(ROE), 매출액순이익률(ROS)

부채의존도의 상대적 비율을 주주부를 설명하는 중요한 변수의 하나로 분석한 점이다. 넷째, IMF 사태 전후의 기업합병들 모두 분석에 포함시켜 외환위기 사태를 주주부 변화 차이의 설명변수로 도입한 점이다.

II. 선행연구 검토와 가설설정

1. 선행연구 검토와 가설의 이론적 배경

국외 선행연구에서 도입한 변수들 중 본 연구에 도입하지 않는 이유는 다음과 같다. 그 이유를 변수별로 살펴보면 첫째, 인수방법은 제외하였는데 우리나라에서 공개매수제도를 도입한 역사가 짧고 표본수가 작기 때문에 인수방법을 설명변수로 도입하기에 무리가 있고, 본 실증연구는 합병만을 분석대상으로 하였기 때문이다. 둘째, 연구대상을 우리나라의 합병으로 한정할 경우 합병은 주식교환에 의해 거의 이루어지기 때문에 지급수단 변수 또한 제외하였다. 셋째, M&A에 따른 퇴출 경영자에 대한 보상제도와 관련하여 우리나라에서 도입한 사례가 희박하므로 경영자보상은 설명변수로 도입하지 않았다. 넷째, 참여기업의 수 같은 변수들은 인수방법 중 공개매수와 관련이 많고, 합병의 경우 IMF 사태 이전에 우리나라는 구매자중심 시장으로서 합병기업과 피합병기업이 1:1인 사례가 거의 대부분이고 IMF 이후 기간에서도 객관적으로 신뢰할 만한 자료입수가 매우 어려워 도입하지 않았다. 또한 소유구조와 조세관련 변수도 분석을 위한 개별기업의 정확한 자료를 입수할 수 없어 제외하였다. 참고로 <표 1>은 지금까지 국내에서 이루어진 선행연구들이 도입한 변수들을 요약한 표이다. 본 연구에 도입된 변수들에 대해 기존의 이론적·실증적 연구들을 검토하고 한국기업의 경영특성과 기업관행도 고려하여 가설들을 설정한다.

1) 경영 성과

무능력한 경영진에 의해 운영되어 경영성과가 나쁜 합병대상 기업을 경영효율성이 높은 기업이 인수하여 그 경영진으로 하여금 경영케 함으로써 시너지를 얻거나, 경우에 따라서는 합병제의 기업에서 경영진이 우수한 합병대상 기업을 찾아 합병제의 기업의 효율성을 얻을 수 있다(Weston *et al.*, 2001). Lang, Stulz and Walking(1989)의 공시전 경

을 번갈아가며 사용하였다.

<표 1> 국내 선행연구

연구자	대상기간	표본수	종속변수	도입 설명변수
장영광 (1985)	1979~1983	합 병 : 34 피 합 병 : 6 주식취득 : 31	CAR(-11월, 0월)	인수방법(지급수단), 규모 차이, 시황, 인수유형(다각화여부).
김희석 (1990)	1975~1988	합 병 : 64 피 합 병 : 17	CAR(-30,0)	상대적규모, 경영성과, 합병유형, 시황, 계열여부(기존관계).
김광남 (1992)	1980~1990	합 병 : 71	CAR(-41, +180)	계열여부, 피합병기업의 상장여부, 합병유형.
송영균, 주상룡 (1997)	1981~1990	합 병 : 52 피 합 병 : 34	CAR(-1, +1) CAR(0, +1)	현금흐름수익률.
주상룡 (1997)	1981~1990	합 병 : 34	CAR(-1, +1) CAR(-1, 0)	총자산현금수익률, 자기자본현금수익률, 부채구성비율과 순부채구성비율의 공시 -1년대비 증가율, 성장성(총자산증가율), 상대적 규모
김혜진 (1998)	1984~1996	합 병 : 61	CAR(0) CAR(-6, +2) CAR(-6, 0) CAR(+1, +2)	부채비율, 순현금흐름, 경영성과, 상대적규모, 합병의 자발성여부, 합병비율유·불리여부, 계열여부, 피합병기업의 상장여부.
강준구 (1998)	1981~1996	합 병 : 101 피 합 병 : 101	CAR(-10, +10) CAR(-1, +1) CAR(-5, +5)	경영성과, 30대 재벌소속유무, 계열여부, 합병유형, 상대적규모.
정형찬, 박경희 (1999a)	1980~1994	합 병 : 120	CAR (1월, 36월)	계열여부(기존관계), 피합병기업의 상장여부, 계열여부와 상장여부의 상호작용, 3년간 월평균수익률, 합병기업규모, 합병기업 PBR의 역수(장부가치/시장가치), 다각화여부.
정형찬, 박경희 (1999b)	1980~1997	피 합 병 : 34	CAR (공시일, 합병일)*	상대적규모, 계열여부, 합병유형, 시황, 경영성과, 경영부실여부, 피합병기업 주식프리미엄.
김위생, 서점식 (2000)	1980~1997	합 병 : 144 피 합 병 : 34	CAR(-30, +10)	경영성과, 상대적규모, 주식교환비율, 계열여부, 합병유형, 부채비율, 피합병 기업 상장여부, 업종.

주) * : 평균 109일간 누적수익률

영성과(Tobin's q 비율 이용)와 공시기간중 주주부 변화와의 관계에 대한 실증 연구결과, 경영성과가 좋은 합병제의 기업이 경영성과가 나쁜 합병대상 기업을 인수했을 때 합병제의 기업이나 합병대상 기업의 주주부 증가 및 총이익이 가장 컸다. 그러나 Hayn(1989)의 연구에서는 합병대상 기업의 공시전 경영성과와 합병대상 기업과 합병제의 기

업의 주주부 변화와는 모두 유의적인 관계가 발견되지 않았다. 한편 Servaes(1988)의 연구에서는 합병대상 기업은 공시전 경영성과가 나뉘수록 인수공시에 따라 주주부가 더 크게 증가하였으나, 합병제의 기업에서는 유의적인 관계가 발견되지 않았다. 주상룡(1997)의 연구에서는 합병제의 기업의 수익성과 합병제의 기업의 초과수익률간에 유의성이 발견되었으나, 분석년도에 따라 그 회귀계수의 부호가 달라 양자간 일관적인 관계는 파악하지 못하였다.

일반적으로 합병기업이든 피합병기업이든 합병 상대방 기업의 경영성과가 양호할수록 자기기업은 경영효율성이 증대될 것으로 기대되고(Weston *et al.*, 2001), 이점이 주가에 반영되어 합병공시에 따라 주주부가 증대될 것으로 예측된다.

2) 상대적 규모

합병거래에 참여하는 기업간 규모차이와 주주들의 부(富)의 변화와의 관계에 대해 규모극대화가설 외에는 이를 명쾌하게 설명해 주는 이론적 연구는 아직 없는 편이다. 실증연구들에 있어서는 규모차이가 합병공시에 따른 주주부 변화의 차이를 잘 설명해 주는 요인으로 제시되고 있다.

먼저 상대적 규모(합병대상 기업 / 합병제의 기업)(Asquith *et al.*(ln(자기자본 시장가치 상대비율)), 1983 ; Hayn(log(총 자산 상대비율)), 1989 ; 김희석(총 자산비율, 순자산비율, 주당순자산비율), 1990 ; 강준구(자본금/자기자본), 1998)와 합병제의 기업 초과수익률간에는 통계적으로 유의적인 정(+)의 관계가 성립하는 것으로 나타났다. 그리고 상대적 규모와 합병대상 기업 초과수익률과의 관계를 규명한 연구에서는 상반되는 분석결과가 나타나고 있다(Hayn, 1989, (+)유의 ; 김희석, 1990, (-)유의 ; 김위생, 서점식, 2000, 비유의).

우리나라 기업들의 과거 경영관행은 규모의 경제실현, 금융기관으로부터 차입능력 확대, 파산위험 감소(대마불사) 기대로 기업규모 극대화를 추구하였으며, 시장반응도 이를 수용하는 분위기가 이어져 왔다. 그리하여 기업규모 극대화를 통한 기업가치 증대의 수단으로 M&A를 추구하는 경향을 보여 왔는 바, 합병제의 기업은 규모가 큰 합병대상 기업을 인수할수록 주주부 증가에 유리해지는 반면, 규모가 큰 합병대상 기업은 상대적으로 규모가 작은 합병제의 기업에 인수될 때 주주부에 불리해 질 것으로 사료된다.

3) 합병유형(다각화 여부)

영업관련성이 없는 기업간 다각적 합병과 동업종 또는 생산·판매 등에서 상호관련성이 있는 기업간 비다각적 합병(수평적·수직적 합병) 중 어느 쪽이 주주부에 더 기여할

수 있는지에 대해서는 이론적으로나 실증적으로 상반된 주장이 제시되고 있다.

다각적 합병이 주주부에 미치는 부정적 견해로 먼저 Levy and Sarnat(1970)은 완전자본시장하에서 주주들은 분산투자를 통해 위험을 감소시킬 수 있기 때문에 다각적 합병이 주주에게 이득이 될 수 있다는 견해는 설득력이 없으며, 오히려 합병에 따른 경제적 시너지가 발생하지 않을 경우에는 현금흐름 안정화에 따른 채무불이행 위험감소로 주주로부터 채권자에게로 부의 이전현상이 나타나 자기자본가치는 하락한다고 하였다. Larcker(1983)와 Morck, Shleifer and Vishny(1990)도 실증분석을 통해 합병제의 기업의 경영자가 주주부의 희생하에 자신의 통제하에 있는 자산을 확대하거나 자신의 위험분산을 위해 다각적 합병을 추구한다는 결과를 제시하였다. 이에 반해 Diamond and Verrecchia(1982)는 정보불균형 하에서 주주들이 경영자의 노력을 관찰할 수 없는 경우 다각적 합병은 기업위험 감소에 따라 위험 회피적인 경영자에 대한 보상수준을 낮출 수가 있으므로 주주부에도 기여할 수 있으며, 따라서 감시비용이 많이 발생하는 경영자 지배기업(manager-controlled firm)의 주주와 경영자들은 다각적 합병을 더 선호한다고 하였다. Stoughton(1988)과 Ramakrishnan and Thakor(1988), Aron(1988) 등도 다각적 합병에 따른 기업고유위험 감소 또는 대리비용 감소로 합병관련 기업 주주 모두에게 이득이 된다고 하였다.

실증분석을 통해 Amihud, Dodd and Weinstein(1986)과 Lewellen, Loderer and Rosenfeld(1989)은 경영자들이 주주부의 희생하에 다각적 합병을 한다는 어떤 증거도 발견하지 못하였다. Elgers and Clark(1980)의 실증연구에서는 비다각적 합병보다 다각적 합병에서 합병제의 기업과 합병대상 기업 모두 주주이득이 상대적으로 더 크게 증가하였으나, Walking and Edmister(1985)의 실증연구에서는 오히려 비다각적 인수에서 합병대상 기업 주주부가 상대적으로 더 크게 증가하였다. 이처럼 기존의 이론적 연구와 실증분석에서 합병유형에 따른 주주부의 효과에 대해 일치된 결론이 제시되지 않고 있다. 특히 우리나라 기업인수시장이 동일 계열내 기업간 합병이 주류를 이루고 구매자중심의 특성을 지니고 있어 시너지 효과가 큰 기업을 대상으로 쉽게 선택할 수 있음을 감안할 때 합병관련기업은 다각적 합병보다는 수평·수직적 합병을 통해 주주부가 더 크게 증가할 수 있을 것으로 사료된다.

4) 부채의존도

합병후 부채의존도 증가와 관련하여 주주부가 증가하게 되는 이유에 대해 지금까지 논의된 내용을 요약하면 다음과 같다.

첫째, 부채조달능력가설(increasing debt capacity hypothesis)로서 Lewellen(1971)은 합병관련 기업들의 이익흐름이나 현금흐름간 상관계수가 1보다 작기 때문에 합병후 파산위험이 감소하므로 합병전 기업위험수준의 증가를 수반하지 않고도 기업의 부채조달능력을 향상시킬 수 있으며, 따라서 합병후 부채증가에 따른 이자비용의 법인세절감효과로 주주부가 증가한다고 하였다. Stapleton(1982)과 Brealey and Myers(1991)도 합병후 부채증가에 따른 주주부 증대가능성에 대해 언급하였다. 이 가설에 의할 때 합병관련 기업들은 합병후 부채조달능력이 커질수록 주주부가 더 증가하게 되므로 결국 합병기업이든 피합병기업이든 상대방의 합병전 부채비율이 낮을수록 합병후 부채증가 여지가 더 커지며, 또한 이러한 자기기업의 주주부 증대가능성은 합병전 자기기업의 부채의존도가 높아 자체로서는 부채증가여지가 없을수록 더 클 것이다. 따라서 합병기업이든 피합병기업이든 합병에 따른 자기기업의 주주부와 합병상대방기업의 합병전 부채의존도와는 (-)상관을, 자기기업의 합병전 부채의존도와는 (+)상관을 보일 것이다.

둘째, 채권자에게서 주주에게로의 부의 이전(expropriation wealth from bondholders) 가설로서 합병에 의한 공동보험효과(coinsurance effect)로 기존 채권자의 부채가 보다 안전해져 이익을 보기 때문에(Galai and Masulis, 1976), 합병후 기업은 부채의존도 증가를 통해 이러한 채권자의 이득의 전부 또는 일부를 그 주주들이 향유하도록 할 수 있다(Kim and McConnell, 1977 ; Shastri, 1990). 이 가설에 의할 경우 각 기업은 상대방기업의 합병前 부채의존도가 낮고 자신의 합병전 부채의존도가 높을 때 가장 큰 이익을 얻을 수 있는 반면, 상대방 기업의 합병전 부채의존도가 높고 자신의 합병전 부채의존도가 낮을수록 불리해진다.

셋째, 부채감시(debt-monitoring) 가설로서 부채가 경영자 감시역할을 통해 주주-경영자의 대리문제 해소에 기여할 수 있어 주주부에 긍정적인 영향을 미친다고 하였다. Jensen and Meckling(1976), Grossman and Hart(1982)는 부채는 경영자로 하여금 더 열심히 일을 하게 한다고 하였다. Jensen(1986)과 Stulz(1990)는 부채가 여유현금흐름을 줄이게 하고, 결국 부채비율이 높은 기업들은 수익성 없는 합병·인수에 대해 자원의 낭비를 줄이게 된다고 하였다. Harris and Raviv(1990)는 채무불이행 가능성을 경영자에 대한 감시도구로 사용할 수 있다고 하였다. 즉, 부채의 증가로 경영자들이 더욱 엄격하게 감시될 때, 경영자들은 더 열심히 일을 한다고 하였다. Maloney, McCormick and Mitchell(1993)은 이처럼 부채가 경영자로 하여금 보다 나은 의사결정을 하는지를 기업 M&A 경우에 대해 실증 분석한 결과, 합병기업의 공시 기간 중 수익률과 합병전 그 기업의 부채의존도와는 (+)상관을 보임을 발견하였다. 부채감시가설에 근거할 때 합병기

업이나 피합병기업은 합병전 자기기업의 부채의존도와 합병공시수익률간 (+)상관을 보일 것으로 기대된다.

5) 주식교환비율

합병비율(주식교환비율)과 합병당사 기업 주주부와의 관계에 대한 연구는 주로 국내 실증연구에서 행하여졌다. 합병기업이 피합병기업 주식 1주에 대해 교부하는 주식수가 많을수록 합병에 대해 큰 대가(비용)를 치루는 것이 되므로, 합병비율이 높을수록 합병기업의 주주들은 상대적으로 손해이다. 그러나 피합병기업 입장에서는 더 유리한 대가를 받는 것이므로 반대의 결과를 초래할 것이다. 김위생, 서점식(2000)의 실증연구에서는 합병제의 기업의 경우 통계적으로 유의적인 관계를 발견하지 못하였다.

6) 기존관계

기존관계가 전혀 없는 비계열 기업간의 합병보다는 기존관계가 밀접한 계열기업간 또는 모회사-자회사간의 합병을 통하여 재무적 곤경하에 있는 계열기업을 구제하거나 쉽게 지원을 할 수 있고, 절차면에서 간단하며, 불확실성을 줄일 수 있고, 큰 저항없이 합병이 가능할 뿐만 아니라 무엇보다도 기업내용을 잘 알고 있으므로 시너지가 극대화될 수 있는 기업과 쉽게 합병할 수 있는 장점이 있다. 기존관계에 관한 선행연구들을 요약하면, 전체적으로 볼 때 우리나라에서는 합병당사기업들의 계열·비계열 여부가 합병제의 기업이나 합병대상 기업의 주주부의 변화차이를 잘 설명해주는 변수가 됨을 발견하였다(김희석, 1990; 강준구, 1998; 등). Slovin and Sushka(1998)의 연구에서는 모회사와 자회사간에 합병한 경우 두 회사 모두에서 정(+의 초과수익률을 확인하였다.

2. 가설 설정

앞에서 살펴본 이론적 배경과 선행연구들을 기초로 한국기업들의 특성을 고려하여 다음과 같이 실증분석할 가설들을 설정한다.

1) 경영성과

가설 1(합병제의 기업) : 합병대상 기업의 합병전 경영성과가 좋을수록 합병제의 기업의 초과수익률은 커질 것이다 : (+) 관계.

가설 2(합병대상 기업) : 합병제의 기업의 합병전 경영성과가 좋을수록 합병대상 기업의 초과수익률은 커질 것이다 : (+) 관계.

2) 상대적 규모

가설 3(합병제의 기업) : 합병제의 기업에 대한 합병대상 기업의 상대적 규모가 클수록 합병제의 기업의 초과수익률은 커질 것이다 : (+) 관계.

가설 4(합병대상 기업) : 합병제의 기업에 대한 합병대상 기업의 상대적 규모가 클수록 합병대상 기업의 초과수익률은 작아질 것이다 : (-) 관계.

3) 합병유형(다각화 여부)

가설 5(합병제의 기업) : 비다각적(수평적·수직적) 합병일 때 합병제의 기업의 초과수익률이 더 클 것이다 : (+) 관계.

가설 6(합병대상 기업) : 비다각적(수평적·수직적) 합병일 때 합병대상 기업의 초과수익률이 더 클 것이다 : (+) 관계.

4) 부채의존도

가설 7(합병제의 기업) : 합병제의 기업의 합병 전 부채의존도가 높을수록 합병제의 기업의 초과수익률은 커질 것이다 : (+) 관계.

가설 8(합병제의 기업) : 합병대상 기업의 합병 전 부채의존도가 낮을수록 합병제의 기업의 초과수익률은 커질 것이다 : (-) 관계³⁾

가설 9(합병제의 기업) : 합병 전 합병제의 기업의 부채의존도가 합병대상 기업보다 상대적으로 높을수록 합병제의 기업의 초과수익률은 커질 것이다 : (+) 관계

가설 10(합병대상 기업) : 합병제의 기업의 합병 전 부채의존도가 낮을수록 합병대상기업의 초과수익률은 커질 것이다 : (-) 관계

가설 11(합병대상 기업) : 합병대상 기업의 합병 전 부채의존도가 높을수록 합병대상기업의 초과수익률은 커질 것이다 : (+) 관계⁴⁾

3) 가설 7과 가설 8은 논리적으로는 같은 맥락의 것으로 볼 수 있으나, 실증적인 측면에서 두 기업의 부채의존도 모두 합병제의 기업 주주부 변화의 적절한 설명변수가 되는지, 아니면 둘 중 어느 것이 더 적절한 설명변수가 되는지를 규명하고자 하므로 동시에 두 가설을 설정하였다.

가설 12(합병대상 기업) : 합병제의 기업의 부채의존도가 합병 전 합병대상 기업 보다 상대적으로 낮을수록 합병대상 기업의 초과수익률은 커질 것이다 : (-) 관계.

여기서 가설 9는 제의기업과 대상기업 각각의 부채의존도 변수를 사용한 가설 7과 가설 8에 대한 대체가설로서 설정되었으며, 가설 12 또한 가설 10과 가설 11에 대한 대체가설로 설정되었다.

5) 주식교환 비율

가설 13(합병제의 기업) : 주식교환비율이 높을수록 합병제의 기업의 초과수익률은 작아질 것이다 : (-) 관계.

가설 14(합병대상 기업) : 주식교환비율이 높을수록 합병대상 기업의 초과수익률은 커질 것이다 : (+) 관계.

6) 기존관계

가설 15(합병제의 기업) : 30대 계열내의 합병일 경우 합병제의 기업의 초과수익률은 더 클 것이다 : (+) 관계.

가설 16(합병대상 기업) : 30대 계열내의 합병일 경우 합병대상 기업의 초과수익률은 더 클 것이다 : (+) 관계.

7) IMF 사태

우리나라는 1997년 11월 22일 외환위기로 IMF에게 구제금융의 지원을 요청하면서 IMF의 요구조건을 상당부분 받아들여 정부는 조속한 구조조정 수단의 일환으로 유력한 수단인 합병·인수를 강력하게 추진하였는데, 이를 위해 정부에서는 여러 가지 합병과 관련되는 법과 제도를 정비·개선하려는 노력을 하였다. 예를 들면 첫째, 부실대기업을 인수하는 기업집단에 대하여 향후 2~3년간 출자총액 제한(기존 순자산의 25%)을 완화하거나 둘째, 종목당 외국인 주식투자한도를 55%로 늘리고, 외국기업의 부실 대기업에 대한 적대적 M&A를 원칙적으로 허용하여 강제 공개매수 의무요건(발행주식 25%이상을 취득할 때 전체의 '50% + 1주'를 매입)을 완화하여 부실 상장기업 등을 인수할 경우 33%

4) 가설 10과 가설 11은 논리적으로는 같은 맥락의 것으로 볼 수 있으나, 실증적인 측면에서 두 기업의 부채의존도 모두 합병대상 기업 주주부 변화의 적절한 설명변수가 되는지, 아니면 둘 중 어느 것이 더 적절한 설명변수가 되는지를 규명하고자 하므로 동시에 두 가설을 설정하였다.

이상을 취득할 때 '35%+1주'만 매입하면 되도록 한 점 셋째, 기업인수합병 또는 업종 전환 등도 '긴박한 경영상의 필요'에 해당하는 것으로 명시하고 정리해고제 시행시기도 앞당기며 넷째, 법정관리기업·부도유예협약적용기업·일정기준보다 부채가 많거나 수익성이 낮은 기업 등의 부실기업 인수에 대해 규제를 대폭 완화하고 다섯째, 합병으로 취득한 중복자산을 일정기간 안에 매각하는 경우 양도차익에 대한 특별부가세를 한시적으로 경감해 주기로 하는 점등이다(한국경제신문, 1997, 12, 1).

따라서 위와 같은 정부의 강력한 구조조정 의지와 합병인수 등의 제도적인 보완에 따라 기업의 부채관리와 투명성을 비롯한 경영전반에 대해 관리·감독이 한층 강화되어, IMF 사태 이후에 재무상태가 우량한 기업과 한계기업(부실기업)의 주가 차별화 현상이 심화되고, 기업의 투명성이 보다 제고되며 효율성 향상이 기대되었다. 이러한 측면은 기업합병의 경우에도 마찬가지로 나타나리라 예상되는 바, 이것이 주가에 정보로 전달되어 IMF 사태 이전보다 IMF 사태 이후에 전반적으로 합병에 따른 기업가치가 더 증가할 것으로 보인다.

가설 17(합병제의 기업) : IMF 사태 이전보다 IMF 사태 이후에 합병으로 인한 합병제의 기업 주주부가 더 증가할 것이다 : (+) 관계.

가설 18(합병대상 기업) : IMF 사태 이전보다 IMF 사태 이후에 합병으로 인한 합병대상 기업 주주부가 더 증가할 것이다 : (+) 관계.

8) 시 황

합병공시 시점의 주식시장 상황이 약세시장일 때보다는 강세시장일 때 미래 예측에 대한 투자자들의 판단이 낙관적이다.

가설 19(합병제의 기업) : 강세시장에서 합병제의 기업의 초과수익률은 더 클 것이다 : (+) 관계.

가설 20(합병대상 기업) : 강세시장에서 합병대상 기업의 초과수익률은 더 클 것이다 : (+)관계.

Ⅲ. 표본 및 실증방법

1. 회귀모형 설정

합병제의(대상) 기업 주주부 변화차이 원인에 대한 횡단면 다중회귀모형은 II장의 선

행연구 검토와 이론적 배경을 기초로 설정된 가설을 검증하기 위하여 아래와 같은 모형을 설정한다.

$$CAR_{b,t-10 \sim +1} = \beta_0 + \beta_1 MP + \beta_2 RESI + \beta_3 UCM + \beta_4 LV \\ + \beta_5 MR + \beta_6 RE + \beta_7 IMF + \beta_8 MKT$$

$CAR_{b,t-10 \sim +1}$: 합병제의(대상) 기업의 공시 전 (-)10일~공시 후 (+)1일까지의 누적 평균초과수익률

MP : 합병상대방 기업의 공시 직전년도 경영성과[자기자본순이익률($ROE_{b,t}$), 총 자산순이익률($ROA_{b,t}$), 매출액순이익률($ROS_{b,t}$) : 번갈아 가면서 사용]

$RESI$: 공시 직전년도 상대적 규모(합병대상 기업 주당순자산/합병제의 기업 주당순자산)

UCM : 더미(1 : 비다각적 합병, 0 : 다각적 합병)

LV : 공시 직전년도 합병제의 기업, 합병대상 기업, 그리고 상대적 부채비율(합병제의 기업의 부채비율(LV_b)(총 부채/자기자본), 합병대상 기업의 부채비율(LV_t)(총 부채/자기자본), 두 기업의 상대적 부채비율(합병제의 기업/합병대상 기업))

MR : 주식교환비율(합병대상 기업 1주에 대해 교부하는 합병제의 기업 주식수)

RE : 더미(1 : 30대 재벌소속, 0 : 비소속)

IMF : 더미(1 : IMF 이후(1998~2000), 0 : IMF 이전(1981~1997))

MKT : 더미(1 : 활황, 0 : 불황)

종속변수인 각 기업의 주주부 변화의 대응변수로는 합병공시일을 전후한 누적초과수익률을 측정하여 사용한다.

주주부 변화를 설명하는 독립변수로 경영성과(MP)의 대응변수로 자기자본순이익률($ROE_{t,b}$), 총 자산순이익률($ROA_{t,b}$) 그리고 매출액순이익률($ROS_{t,b}$)을 도입하여 번갈아 사용하였다. 각 이익률 계산시 세후순이익은 공시 직전년도 공인회계사(CPA)의 감사의견이 반영된 금액을 사용하였다. 상대적 규모($RESI_{t/b}$)의 대응변수로 대상기업 기말주당순자산을 제의기업 기말주당순자산으로 나누어 계산하였다. 왜냐하면 순자산 전체규모나 주당 총 자산 보다는 주당순자산이 현재 유용한 투자지표로서 의미가 있고 실무에서도 가장 많이 사용하고 있기 때문이다. 비다각적 합병(UCM)(더미변수 : 1)과 다각적 합병(더미변수 : 0)의 구분은 합병당사자 기업 중 상장기업은 한국표준산업 분류 중 실무에서 많이 사용하고 있는 중분류 기준으로 하여 합병대상 기업이 생산이나 판매면에서 관련성이 있거나, 업종이 유사한 기업인 경우를 비다각적 합병(수평적·수직적 합병)으로 구분하였다. 합병대상 기업 중 비상장기업이 여러 상품을 제조·판매시에는 매출비중이 가장 큰 제품을 기준으로 하였다. 부채의존도(LV)의 대응변수로 개별기업의 부채비율(LV_b , LV_t)과 상대적 부채비율($LV_{b/t}$)을 번갈아 도입하였는데, 공시 직전년도

합병제의 기업과 합병대상 기업 총 부채를 자기자본(장부가치 기준)으로 나누어 계산하였고, 상대적 부채비율은 합병제의 기업 부채비율을 합병대상 기업 부채비율로 나누어 계산하였다. 주식교환비율(MR)은 합병대상 기업 주식 1주에 대한 합병제의 기업 교부주식수를 사용하였다. 기존관계(RE)에서는 분석기간동안 '공정거래위원회'에서 발표한 각 연도별 30대 재벌 구분 자료를 기준으로 30대 재벌에 속한 동일계열 기업간 합병일 경우 더미변수 1로, 그렇지 않은 경우 더미변수 0으로 하여 분석하였다. 30대 재벌소속 기업간 여부로 구분한 이유는 우리나라에서 30대 재벌들의 매출액이나 총 자산 규모가 우리나라에서 전체 산업에 미치는 영향이 지대하고, 계열기업수가 2000년도말 기준으로 약 600개가 넘으며, 동일계열내 결속력이나 상호거래가 많으며 합병 또한 이들 계열사간에 많이 이루어졌기 때문이다. 정부는 외환위기로 인하여 1997년도 11월 22일에 국제통화기금(IMF)에 2백억 달러 이상의 구제금융을 공식 요청하였고, 본 연구의 표본에서는 1997년도 11월 20일 거평(합병)과 거평시그네틱스(피합병)가 합병을 공시하였으므로 1998년부터 2000년까지를 IMF 이후(IMF : 더미변수 1)로 구분하였다. 시황(MKT)에서, 시장의 활황(더미변수 : 1)과 불황(더미변수 : 0)의 구분은 분석기간중 장기간 종합주가 지수가 상승한 기간을 기준으로 하였다. 즉, 1985년 7월~1989년 8월, 1992년 7월~1994년 10월, 1998년 7월~1999년 11월의 기간 동안 합병을 공시한 경우 활황으로 간주하였다.

2. 표본선정 및 자료수집

먼저 실증분석을 위하여 1981년 1월부터 2000년 12월까지 합병을 공시한 각각 300개의 합병제의 기업과 합병대상 기업을 1차 대상으로 추출하였다. 그리고 초과수익률을 계산함에 있어 다른 사건(event)으로 인한 합병효과 측정의 오염가능성을 가능한 한 배제시키기 위해 <표 2>와 같은 엄격한 선정과정을 거쳤고, 회귀분석을 위하여 재무제표를 입수하지 못한 기업 등을 제외하여 합병제의 기업 73개, 합병대상 기업 30개를 최종 표본으로 결정하였다.

최종표본에서 제외된 기업의 사유는 <표 2>에 표시하였다. 먼저 합병제의 기업에서 살펴보면, 합병제의 기업이 모회사로서 자회사인 합병대상 기업의 지분을 100% 소유하고 있어 합병비율이 1 : 0인 기업(56개), 모수추정기간((-)249일~(-)100일)과 초과수익률 관찰기간((-)30일~(+10일) 뿐만 아니라 그 사이인 공시 전 (-)99일~(-)31일 동안 유·무상증자와 액면분할을 실시한 기업(32개)은 다른 사건으로 인한 오염가능성을 제거하여 가능한 한 합병 사건만으로 주주부 변화유무를 분석하기 위해서 제외하였다. 수익률자료를 입수하지 못한 기업(21개), 협회등록기업을 포함한 비상장기업(28개), 합병

<표 2> 표 본

구 분		합병기업	파합병기업
공 시 기 업 수		300	300
표본 제외	• 합병비율 1:0인 기업	56	-
	• 사건기간(공시전(-)249일~공시후(+10일)동안 유·무상증자 혹은 액면분할 기업	32	7
	• 수익률 자료 구하지 못한 기업	21	6
	• 비상장기업(협회등록기업 포함)	28	224
	• 합병공시 2번 이상 기업	12	-
	• 유·무상증자+합병공시 2번 이상 기업	2	-
	• 유·무상증자+합병비율 1:0 기업	4	-
	• 수익률 자료 비유의($\alpha = 10\%$) 혹은 부적절	13	2
	• 합병공시 2번 이상 기업+합병비율 1:0	2	-
	• 합병공시 2번 이상 + 유무상증자 + 합병비율 1:0	-	-
	• 재무제표 자료 입수불가능 기업	33	7
	• 금융기관	24	24
	소 계	227	270
최 종 표 본		73	30

공시를 2번 이상 실시한 기업(12개) 등은 표본에서 제외하였으나, 다만 분석기간 중 합병공시를 2번 이상 실시하였다 하더라도 사건창((-)249일~(+10일))에 해당되지 않으면 분석에 포함시켰다. 시장모형을 이용해 얻은 추정모수가 비유의적이거나 주가수익률 자료를 구하였으나 모수추정 기간 동안 수익률자료가 비유의적($\alpha = 10$ 기준) 또는 부적절한 기업(13개), 재무제표 자료를 입수하지 못한 기업(33개), 금융기관은 제조업 등과 재무제표 성격이 다르기 때문에 제외하였다(24개). 그 외 앞에서 설명한 두 가지 이상에 중복되는 기업(8개) 또한 제외하였다. 그리하여 227개의 표본이 제외되었고 합병제의 기업은 최종 73개의 표본이 선정되었다.

합병대상 기업의 최종표본에서 제외된 가장 큰 이유는 비상장기업인 때문이었고(224개), 모수추정기간((-)249일~(-)100일)과 초과수익률 관찰기간((-)30일~(+10일) 뿐만 아니라 그 사이인 공시 전 (-)99일~(-)31일 동안 유·무상증자와 액면분할을 실시한 합병대상 기업(7개), 수익률자료를 입수하지 못한 기업(6개), 주가수익률 자료를 구하였으나 모수추정기간 동안 수익률자료가 비유의($\alpha = 10$ 기준)하거나 부적절한 기업(2개), 재무제표 자료를 입수하지 못한 기업(7개), 금융기관은 제조업 등과 재무제표 성격이 다르기 때문에 제외하였다(24개). 그리하여 270개의 표본이 제외되어 합병대상 기업은 최종

30개의 표본이 선정되었다.

주가자료는 일별 주가수익률 자료 중 1981년 1월부터 1999년 12월까지의 자료는 한국증권연구원에서 계산한 수익률자료(KSRI-STOCK Database)를 사용하였다. 2000년도의 주가수익률 자료는 현대증권과 한국신용평가(주)에서 계산한 주가수익률 자료(KIS-SMAT)를 사용하였다. 그리고 매일경제신문사에서 발행한 '회사년감', 한국생산성본부의 '한국기업총람', 한국상장회사협의회 '상장기업총람', '상장회사사업보고서' 그리고 한국신용평가(주)의 재무제표자료(KIS-FAS)에서 각 재무제표의 자료를 이용하였다. 그리고 한국증권거래소에 소장하고 있는 합병기업 자료들을 또한 이용하였다.

3. 누적초과수익률 측정

본 연구에서는 각 합병관련기업의 주주부의 변화에 대한 대응변수로 각 기업의 합병공시일(0)을 전후한 누적초과수익률을 측정하여 사용하는데, 초과수익률 측정에 있어 Brown과 Warner(1980, 1985)는 시장모형을 이용한 방법이 가장 우수하다고 하였으며, 본 연구에서도 초과수익률을 구하기 위하여 시장모형을 사용하였다.

아래의 식은 시장모형을 이용한 초과수익률의 계산방식을 나타냈다.

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

여기서, $AR_{j,t}$: 초과수익률(잔차)

$R_{j,t}$: 실제수익률

$(\hat{\alpha}_j + \hat{\beta}_j \cdot R_{m,t})$: 정상수익률

사건일(0)은 합병제의 기업이 거래소에 합병결의를 공시한 날로 하였다. 회귀방정식의 종속변수로 이용한 누적초과수익률은 합병공시일 기준으로 공시 전 (-)10일~공시 후 (+)11일 즉, 11일간으로 하였다⁵⁾. 정상수익률의 모수 추정을 위하여 합병공시일 기준으로 합병 공시 전 (-)249일~(-)100일 즉, 150일간 일별 주가수익률과 종합주가지수 수익률 자료를 사용하였다. 초과수익률은 각각 합병제의 기업군과 합병대상 기업군으로 나누어 구하고, 누적초과수익률을 구한 후 t-값을 통하여 유의성을 검정하였다. 본 연구의 종속변수로 도입한 합병공시전 (-)10일부터 공시후 (+)11일의 합병제의 기업과 합

5) 사건창을 (-10, +1)로 한 것은 합병정보의 사전유출 가능성에 따라 CAR가 (-10)일부터 상승움직임을 보였고, 공시적후까지 공시효과가 관찰되었기 때문이다. 기존 국내연구의 사건창에 대해서는 <표 1> 참조.

<표 3> 평균초과수익률과 누적평균초과수익률

	합병제의 기업				합병대상 기업			
	AR	t-값	CAR	t-값	AR	t-값	CAR	t-값
-10	0.007	2.11 ^b	0.007	2.11 ^b	0.005	0.98	0.005	0.98
-9	-0.001	-0.13	0.007	1.27	0.017	2.07 ^b	0.022	2.03 ^b
-8	0.013	2.64 ^b	0.020	2.31 ^b	0.007	0.99	0.029	1.80 ^c
-7	0.003	0.72	0.024	2.11 ^b	-0.005	-0.77	0.024	1.34
-6	0.001	0.22	0.025	1.86 ^c	0.009	1.38	0.033	1.51
-5	0.009	2.03 ^b	0.034	2.40 ^b	0.014	1.89 ^c	0.047	2.13 ^b
-4	0.008	1.98 ^c	0.042	2.84 ^b	0.016	1.84 ^c	0.062	2.58 ^b
-3	0.000	0.09	0.043	2.86 ^b	0.001	0.20	0.064	2.47 ^b
-2	0.005	1.04	0.048	2.85 ^b	0.001	0.06	0.064	2.41 ^b
-1	0.010	1.70 ^c	0.058	3.01 ^a	0.007	0.79	0.071	2.50 ^b
0	0.001	0.13	0.058	3.07 ^a	0.012	1.27	0.082	2.62 ^b
+1	0.005	-0.75	0.054	2.85 ^b	-0.026	-2.65 ^b	0.057	2.13 ^b

- 주) 1. AR : 평균초과수익률, CAR : 누적평균초과수익률.
 2. a, b, c는 각각 $\alpha = 1\%, 5\%, 10\%$ 유의수준에서 유의함.
 3. (0)은 합병공시일을 의미함.

병대상 기업의 평균초과수익률(AR)과 누적평균초과수익률(CAR)을 <표 3>에 나타내었다.

합병제의 기업의 합병공시전 (-)10일부터 공시후 (+)1일의 누적평균초과수익률은 0.054 (5.4%)이고 t-값은 2.85로 나타나, 본 연구에서 도입한 합병기업의 종속변수는 $\alpha = 5\%$ 유의수준에서 유의성이 있는 것으로 나타났다. 또한 합병대상 기업의 합병공시전 (-)10일부터 공시후 (+)1일의 누적평균초과수익률은 0.057(5.7%)이고 t-값은 2.13으로 나타나, 본 연구에서 도입한 합병대상 기업의 종속변수는 $\alpha = 5\%$ 유의수준에서 또한 유의성이 있는 것으로 나타났다.

IV. 실증분석 결과 및 해석

1. 합병제의 기업

1) 변수들의 기술통계량과 상관관계

<표 4>는 합병제의 기업에서 주주부 변화차이분석을 위한 종속변수와 설명변수들의

기술통계량을 보여주고 있다. 상대적 규모비율(합병대상 기업 주당순자산/합병제의 기업 주당순자산, $RESI_{t/b}$)과 합병제의 기업이 인수하는 합병대상 기업의 부채의존도(LV_t)의 분산정도가 매우 심하게 나타났다.

<표 4> 합병제의 기업 분석과 관련된 기술통계량

변수명	최소값	최대값	중간값	평균	표준편차
$CAR_{b(-10, +1)}$	-0.248	0.606	0.018	0.054	0.161
ROE_t	-13.407	18.259	0.033	-0.495	3.569
ROA_t	-0.524	0.235	0.008	-0.003	0.090
ROS_t	-0.378	0.800	0.009	0.001	0.131
$RESI_{t/b}$	0.004	211.561	0.569	4.477	24.854
UCM	0.000	1.000	-	0.603	0.493
LV_b	0.325	94.456	3.516	6.791	12.692
LV_t	0.193	469.019	3.176	19.406	68.481
$LV_{b/t}$	0.003	23.971	1.033	2.900	5.181
MR	0.026	16.379	1.000	1.408	2.432
RE	0.000	1.000	-	0.616	0.490
IMF	0.000	1.000	-	0.410	0.500
MKT	0.000	1.000	-	0.452	0.501

주) $CAR_{b(-10, +1)}$: 합병공시전 (-)10일부터 (+)1일까지 합병제의 기업 누적평균초과수익률,
 ROE_t : 합병대상 기업 자기자본순이익률, ROA_t : 합병대상 기업 총 자산순이익률,
 ROS_t : 합병대상 기업 매출액순이익률,
 $RESI_{t/b}$: 합병대상 기업 주당순자산 / 합병제의 기업 주당순자산,
 UCM : (1 : 비다각적), LV_b : 합병제의 기업 공시전 부채비율,
 LV_t : 합병대상 기업 공시전 부채비율,
 $LV_{b/t}$: 합병대상 기업 부채비율 / 합병제의 기업 부채비율,
 MR : 주식교환비율, RE : (1 : 30대재벌소속기업간 합병),
 IMF : (1 : IMF 사태이후), MKT : (1 : 강세시황).

<표 5>에서 도입한 변수들의 다중공선성 문제를 살펴보기 위하여 변수들간 상관관계와 분산팽창요인(VIF)을 함께 살펴보았다. 상관관계에서 같은 성격의 변수들($ROE_t \sim ROS_t$)은 한 개씩 번갈아 가면서 교대로 이용하기 때문에 별 문제가 없으며, 그 외에는 상관계수 값이 높지 않았고, 분산팽창요인(VIF)도 거의 1.0수준으로 낮게 나타났으므로 다중공선상의 문제는 없는 것으로 여겨진다.

<표 5> 합병제의 기업과 관련된 변수들간의 상관관계분석

	CAR	ROE _t	ROA _t	ROS _t	RESI _{t/b}	UCM	LV _b	LV _t	LV _{b/t}	MR	REL	IMF	MKT
CAR _{b(-10, +1)}	1.00												
ROE _t	-0.08	1.00											
ROA _t	0.01	0.36	1.00										
ROS _t	-0.04	0.24	0.68	1.00									
RESI _{t/b}	-0.08	0.02	-0.01	-0.04	1.00								
UCM	0.23	-0.02	-0.06	-0.20	-0.14	1.00							
LV _b	0.31	-0.13	-0.12	-0.07	0.21	0.09	1.00						
LV _t	-0.07	0.10	-0.07	0.06	-0.05	0.12	-0.03	1.00					
LV _{b/t}	-0.01	0.07	-0.21	-0.07	0.46	-0.04	0.60	-0.14	1.00				
MR	-0.07	0.05	0.28	0.15	-0.01	-0.00	-0.08	0.09	0.04	1.00			
RE	0.17	-0.06	-0.09	-0.11	0.09	-0.07	0.08	-0.07	0.07	-0.08	1.00		
IMF	0.24	0.05	0.07	-0.08	-0.09	0.28	-0.10	0.08	-0.14	0.17	-0.14	1.00	
MKT	0.07	-0.17	-0.05	-0.09	-0.12	0.01	-0.09	-0.09	-0.15	-0.06	0.15	0.19	1.00

주) 1. 변수 정의

- CAR_{b(-10, +1)} : 합병공시전 (-)10일부터 (+)1일까지 합병제의 기업 누적평균초과수익률,
- ROE_t : 합병대상 기업 자기자본순이익률, ROA_t : 합병대상 기업 총 자산순이익률,
- ROS_t : 합병대상 기업 매출액순이익률,
- RESI_{t/b} : 합병대상 기업 주당순자산 / 합병제의 기업 주당순자산,
- UCM : (1 : 비다각적), LV_b : 합병제의 기업 공시전 부채비율,
- LV_t : 합병대상 기업 공시전 부채비율,
- LV_{b/t} : 합병대상 기업 부채비율 / 합병제의 기업 부채비율,
- MR : 주식교환비율, RE : (1 : 30대재벌소속기업간 합병),
- IMF : (1 : IMF 사태이후), MKT : (1 : 강세시황).

2. 분산팽창 요인(VIF)

변수명	모델 1	모델 2	모델 3	모델 4	모델 5	모델 6
ROE _t	1.069	1.044	-	-	-	-
ROA _t	-	-	1.122	1.175	-	-
ROS _t	-	-	-	-	1.101	1.101
RESI _{t/b}	1.100	1.307	1.098	1.320	1.103	1.308
UCM	1.146	1.114	1.148	1.116	1.184	1.155
LV _b	1.115	-	1.103	-	1.095	-
LV _t	1.043	-	1.049	-	1.041	-
LV _{b/t}	-	1.310	-	1.396	-	1.313
MR	1.051	1.047	1.134	1.142	1.076	1.071
RE	1.073	1.070	1.077	1.072	1.085	1.081
IMF	1.219	1.223	1.214	1.213	1.216	1.218
MKT	1.152	1.146	1.118	1.116	1.121	1.117

2) 회귀분석 결과 및 해석

<표 6>은 합병제의 기업의 회귀분석 결과를 보여주고 있다. 전체적인 회귀분석 결과를 살펴보면 6개 모델 중 모델 1, 모델 3, 모델 5는 F 값이 유의적인 반면, 모델 2, 모델 4, 모델 6은 유의적이지 않은 것으로 나타났는데, 이는 합병제의 기업 자신의 부채의존도 변수(LV_b)의 포함여부 차이 때문이다. 실제로 모델 1, 모델 3, 모델 5에서 모두 부채의존도 변수에 대한 t값이 가장 크게 나타났는데, 합병공시에 따른 합병제의 기업의 주주부 변화를 설명해 주는 변수로 공시직전 합병제의 기업의 부채의존도가 매우 중요한 변수임을 확인하였다. 전체적으로 합병제의 기업은 공시전 자신의 부채의존도가 높을수록, 30대 재벌내 기업간 합병에서, 그리고 IMF 사태 이후 기간에서 주주부가 더 증가한 것으로 나타났으며, 그 외 요인들은 주주부 변화의 적절한 설명변수가 되지 못하는 것으로 확인되었다.

먼저 합병대상 기업 경영성과(ROE_t~ROS_t)와 합병제의 기업 주주부와는 정(+)의 관계가 성립할 것이라고 가설을 설정하였으나, 분석 결과 자기자본순이익률(ROE_t), 총자산순이익률(ROA_t), 매출액순이익률(ROS_t)에서 모두 통계적으로 유의적인 결과를 얻지 못하였다(가설 1 : 기각)⁶⁾. 결국 본 연구에서 대상기업 경영성과는 제의기업 주주부 변화차이를 잘 설명해 줄 수 없는 것으로 나타나 합병제의 기업 입장에서 합병대상 기업의 양호한 경영효율의 이용은 주요 합병동기가 아님을 알 수 있다. 이는 합병대상 기업의 경영진은 합병후 거의 대부분 합병제의 기업의 경영진으로 교체되기 때문에 합병전 대상기업의 양호한 경영성과를 실현한 경영진의 존재에 대해 시장이 반응하지 않은 것이라 해석된다.

상대적 규모의 대용변수로 주당순자산비율(대상/제의, RESI_{t/b})을 사용하여 합병제의 기업은 상대적으로 규모가 큰 기업을 합병할수록 주주부가 더 증가할 것으로 가설을 세웠다. 분석 결과, 기대와는 달리 통계적으로 유의적이지 않았다(가설 3 : 기각)⁷⁾. 합병제

6) 이러한 결과는 국의 선행연구인 Hayn(1989)과 국내 선행연구인 김위생과 서점식(2000)의 연구결과와 일치한다. Hayn(1989)은 합병대상 기업의 경영성과의 대용변수로 공시 전 (-)289일~(-)40일 즉, 250일간의 평균초과수익률을 사용하였고, 김위생, 서점식(2000)은 납입자본이익률을 대용변수로 사용하였다. 한편 Tobin의 Q 비율을 대용변수로 도입하여 두 변수간 (-)관계를 발견한 Lang et al.(1989)의 연구결과와는 다르게 나타난 것이다. 또한 합병대상 기업의 납입자본이익률과 합병제의 기업의 주주부 증가간에 유의적인 (+)관계를 확인한 김희석(1990)의 연구결과(+, 유의)와 상반되는 것이다.

7) 이것은 선행 연구 Asquith et al.(1983), James and Wier(1987), Hayn(1989), 김희석(1990), 그리고 강준구(1998) 등의 관련설 견해와는 상반되는 것이나, Travlos(1987), 그리고 김위생, 서점식(2000)의 분석 결과와는 일치하는 것이다.

<표 6> 합병제의 기업(n=73) 회귀분석 결과

변수명	기대부호	모델 1	모델 2	모델 3	모델 4	모델 5	모델 6
ROE_t	+	-0.001 (-0.26)	-0.004 (-0.70)				
ROA_t	+			0.138 (0.66)	0.133 (0.59)		
ROS_t	+					0.071 (0.51)	0.070 (0.47)
$RESI_{t/b}$	+	-0.001 (-1.07)	-0.001 (-0.58)	-0.001 (-1.09)	-0.001 (-0.63)	-0.001 (-1.05)	-0.001 (-0.56)
UCM	+	0.043 (1.11)	0.054 (1.36)	0.044 (1.15)	0.057 (1.43)	0.046 (1.19)	0.059 (1.46)
LV_b	+	0.004 (2.76)^b		0.004 (2.88)^a		0.004 (2.85)^a	
LV_t	-	-0.000 (-0.72)		-0.000 (-0.67)		-0.000 (-0.71)	
$LV_{b/t}$	+		0.002 (0.45)		0.002 (0.55)		0.002 (0.45)
MR	-	-0.005 (-0.63)	-0.006 (-0.82)	-0.006 (-0.79)	-0.008 (-0.97)	-0.005 (-0.71)	-0.007 (-0.89)
RE	+	0.063 (1.67)^c	0.069 (1.76)^c	0.064 (1.72)^c	0.071 (1.80)^c	0.065 (1.72)^c	0.071 (1.81)^c
IMF	+	0.089 (2.25)^b	0.081 (1.96)^c	0.087 (2.22)^b	0.078 (1.89)^c	0.089 (2.27)^b	0.080 (1.92)^c
MKT	+	-0.005 (-0.13)	-0.010 (-0.26)	-0.002 (-0.06)	-0.004 (-0.10)	-0.002 (-0.05)	-0.004 (-0.11)
R^2 (adj. R^2)		0.25 (0.14)	0.15 (0.04)	0.25 (0.14)	0.15 (0.04)	0.25 (0.14)	0.15 (0.04)
F (Sig.)		2.28 (0.03)	1.41 (0.21)	2.33 (0.02)	1.39 (0.22)	2.31 (0.03)	1.37 (0.23)

주) 1. ()는 t 값. a, b, c는 각각 $\alpha = 1\%, 5\%, 10\%$ 유의수준에서 유의함.
 2. $CAR_{b(-10, +1)}$: 합병공시전 (-)10일부터 (+)1일까지 합병제의 기업 누적평균초과수익률,
 ROE_t : 합병대상 기업 자기자본순이익률, ROA_t : 합병대상 기업 총 자산순이익률,
 ROS_t : 합병대상 기업 매출액순이익률,
 $RESI_{t/b}$: 합병대상 기업 주당순자산 / 합병제의 기업 주당순자산,
 UCM : (1 : 비다각적), LV_b : 합병제의 기업 공시전 부채비율,
 LV_t : 합병대상 기업 공시전 부채비율,
 $LV_{b/t}$: 합병대상 기업 부채비율 / 합병제의 기업 부채비율,
 MR : 주식교환비율, RE : (1 : 30대재벌소속기업간 합병),
 IMF : (1 : IMF 사태이후), MKT : (1 : 강세시황).

의 기업이 상대적으로 규모가 큰 기업을 합병함으로써 규모의 경제 실현이라는 시너지 효과로 주주부가 증가될 가능성은 없는 것으로 즉, M&A에 의해 기업규모 확대를 통한 기업가치증대 가능성은 없는 것으로 시장이 판단하고 있음을 확인하였다.

인수유형(UCM)에서 살펴보면, 비다각적(수평적·수직적) 합병시 합병제의 기업 초과수익률과 정(+)의 관계로 나타났으나, 통계적으로 유의하지는 않았다(가설 5 : 기각)⁸⁾. 우리나라에서는 합병당사 자기업들이 비다각적 합병을 통하여 시장지배력(market power) 증대, 생산·유통·광고 그리고 연구개발(R&D) 등에서 규모의 경제 실현, 비용 절감, 안정성 확보 등에 따른 영업시너지가 창출되지 않을 것으로 시장이 반응한 것으로 보인다.

부채의존도에서 살펴보면, 합병제의 기업 주주부와 제의기업 부채의존도(LV_b)와는 기대부호와 동일하게 정(+)의 관계로 $\alpha = 1\% \sim 5\%$ 유의수준에서 유의하였다(가설 7 : 채택)⁹⁾. 국내 주요 연구들이 부채의존도 변수를 설명변수로 도입하지 않았거나(장영광, 1985 ; 김희석, 1990 ; 송영균, 주상룡, 1997 ; 정형찬, 박경희, 1999a, 1999b), 도입한 경우에도(주상룡, 1997 ; 김위생, 서점식, 2000) 거의 대부분 유의적인 관계가 확인되지 않은 점에 비하여 본 연구의 큰 발견점이라 여겨진다¹⁰⁾.

대체가설로 도입한 부채의존도의 상대적 비율(합병제의 기업 부채비율/합병대상 기업 부채비율, LV_{b/t})과 합병제의 기업 주주부와는 (+)관계를 기대했었는데, 각 연구모형별로 모두 통계적으로 유의하지 않았다(가설 9 : 기각)¹¹⁾. 결국 우리나라 증권시장에서 합병제의 기업 주가는 합병제의 기업과 대상기업의 상대적 부채의존도나 합병대상 기업의 부채의존도가 아니라 바로 자기기업의 부채의존도에 가장 민감하게 반응함을 발견한 점에서 의의가 있다고 여겨진다.

8) 이러한 연구결과는 김위생, 서점식(2000)의 실증분석결과와 대체로 일치하는 것이다. 이들의 연구에서는 상대방 합병대상 기업이 상장기업인 합병기업 II의 국내 증권시장 개방이전 기간(1980~1991)에서만 수평·수직적 합병의 경우가 다각적 합병의 경우보다 유의적으로 주주부가 더 증가하였을 뿐, 전체분석기간과 증시개방 이후기간은 물론 상대방 합병대상 기업이 상장기업이 아닌 경우에도(합병기업 I) 비다각적 합병에서 더 큰 수익률이 나타났으나 유의적이지는 않았다. 그러나 국외 선행연구 Morck *et al.*(1990), Kaplan and Weisbach(1992), 그리고 Maquieira *et al.*(1998)의 유의적으로 (+)로 나타난 연구결과와는 일치하지 않는 것이다.

9) 이러한 결과는 Maloney *et al.*(1993)의 분석 결과와 일치한다.

10) 주상룡(1997)의 연구에서는 공시 전 (-)5년에서 공시 후 (+)5년 동안 각 년도의 분석에서 극히 일부 연도에서만 유의적인 (+)상관을 보였을 뿐, 거의 대부분의 기간에서 유의적인 관계가 발견되지 않았다. 김위생, 서점식(2000)의 연구에서는 합병기업의 주주부 변화와 두 기업의 상대적 부채비율간에는 유의적인 관계가 없는 것으로 나타났다.

11) 이것은 국내 김위생, 서점식(2000)의 연구결과와 동일한 부호가 나타난 점과 통계적으로 유의성이 없는 점에서 완전히 일치한다.

합병대상 기업 주식 1주에 대해 합병제의 기업이 합병대가는 교부하는 자기회사 주식 수(주식교환비율, MR)와 합병제의 기업 주주부와는 통계적으로 유의적인 관계가 발견되지 않았다¹²⁾(가설 13 : 기각). 주식교환비율이 합병제의 기업 주주부 변화의 적절한 설명변수가 되지 못한 것으로 나타난 이유는 아마도 우리나라 인수·합병시장의 특성중 하나인 합병비율이 1:1인 경우가 대부분이고, 계열내 기업간 합병이 많고 기업합병시장이 비경쟁적인 특징을 지니고 있어 합병조건 협상이 공정하게 이루어지지 못한 것에 기인한다고 추측된다.

합병당사기업들의 기존관계(RE)에서 살펴보면, 합병당사기업이 30대 재벌에 속하는 동일계열 기업 간 합병할 경우 합병제의 기업의 초과수익률은 더 클 것으로 예상되어 가설을 설정하여 분석한 결과, 기대대로 통계적으로 유의적인 (+)관계가 나타났다(가설 15 : 채택)¹³⁾. 이는 동일계열 기업수가 많은 30대 재벌 소속 기업간 끼리 더 큰 시너지효과를 기업을 쉽게 물색하여 저항없이 쉽게 합병하여 합병에 따른 혜택을 확실히 향유할 수 있기 때문인 것으로 여겨진다(t 값 : 1.67~1.81).

IMF 사태 이전 기간보다 이후 기간(IMF)에서 합병제의 기업 주주부가 더 증가한 것으로 나타났다(가설 17 : 채택). 이것은 IMF 사태 이후에는 시너지를 얻을 가능성이 있는 합병대상 기업의 수가 많이 늘어나 자신에게 유리한 기업을 선택할 수 있는 여지가 많아지고, 또한 기업규모극대화를 지향한 IMF 사태 이전과는 달리 수익성과 성장성 등 합병의 득실을 보다 엄정하게 평가한 것에 기인한다고 보여진다.

마지막으로 시황(MKT)을 살펴보면, 시황변수는 강세시장에서 주주부가 더 증가할 것으로 기대하였으나 통계적으로 유의하지는 않았다(가설 19 : 기각)¹⁴⁾.

2. 합병대상 기업

1) 변수들의 기술통계량과 상관관계

<표 7>은 합병대상 기업의 기술통계량을 보여 주고 있다.

-
- 12) 이것은 국내 선행연구인 김위생, 서점식(2000)의 연구결과(-)와 통계적으로 유의하지 않는 점에서 일치하는 것이다.
- 13) 이러한 결과는 김희석(1990), 김위생, 서점식(2000)의 연구 결과(+, 비유의) 및 강준구(1998)의 결과(계열, -)와는 상반되는 결과이다. 또한 비재벌 인수기업의 경우 합병은 기업가치를 증가시키는 반면 재벌 인수기업의 합병은 기업가치를 감소시킨다는 강준구, 김진모, 배기홍(2001)의 기업집단내 합병시 대리 문제의 심각성을 지적한 연구결과와도 상반되는 것이다.
- 14) 시황이 합병제의 기업 주주부 변화의 결정요인이 되지 못하는 것으로 확인된 이같은 결과는 김희석(1990)의 연구결과(+)와 일치한다.

<표 7> 합병대상 기업 분석과 관련된 기술통계량

변수명	최소값	최대값	중간값	평균	표준편차
$CAR_{t(-10, +1)}$	-0.269	0.365	0.057	0.057	0.146
ROE_b	-6.898	0.437	0.028	-0.207	1.277
ROA_b	-0.124	0.077	0.005	0.003	0.038
ROS_b	-0.260	0.071	0.006	-0.011	0.073
$RESI_{t/b}$	0.004	23.874	0.843	2.165	5.130
UCM	0.000	1.000	-	0.733	0.450
LV_b	1.209	94.456	3.944	7.997	17.619
LV_t	0.006	336.969	3.313	22.392	65.429
$LV_{b/t}$	0.006	702.910	1.084	25.398	128.032
MR	0.150	12.716	0.948	1.508	2.380
RE	0.000	1.000	-	0.600	0.498
IMF	0.000	1.000	-	0.270	0.450
MKT	0.000	1.000	-	0.467	0.507

주) $CAR_{t(-10, +1)}$: 합병공시전 (-)10일부터 (+)1일까지 합병대상 기업 누적평균초과수익률,
 ROE_b : 합병체의 기업 자기자본순이익률, ROA_b : 합병체의 기업 총자산순이익률,
 ROS_b : 합병체의 기업 매출액순이익률,
 $RESI_{t/b}$: 합병대상 기업 주당순자산 / 합병체의 기업 주당순자산,
 UCM : (1 : 비다각적), LV_b : 합병체의 기업 공시전 부채비율,
 LV_t : 합병대상 기업 공시전 부채비율, $LV_{b/t}$: 합병대상 기업 부채비율/합병체의 기업 부채비율,
 MR : 주식교환비율, RE : (1 : 30대재벌소속기업간 합병),
 IMF : (1 : IMF 사태 이후), MKT : (1 : 강세시황).

<표 8>은 합병대상 기업을 대상으로 한 회귀분석 이전에 먼저 다중공선성 문제를 살펴보기 위하여 변수간 상관관계를 분석한 표이다. 상관관계를 살펴보면 경영성파로 도입한 대용변수들은 번갈아 사용하였으므로 상관계수 값이 높지만 문제는 되지 않는다고 사료된다. 그러나 제의기업 자기자본순이익률(ROE_b)과 제의기업 부채의존도(LV_b)에서 상관계수 값이 -0.91로서 두 변수간에 매우 높은 상관관계를 나타냄을 알 수 있다. 모델 1에서 제의기업 자기자본순이익률(ROE_b)은 $VIF = 8.673$ 의 값을 보였고, 제의기업 부채의존도(LV_b)에서는 $VIF = 7.327$ 의 값을 보여 두 변수간에 다중공선성의 문제가 발생한다고 하겠다. 그러나 본 연구에서는 제의기업의 자기자본순이익률(ROE_b)와 부채비율(LV_b) 두 변수가 동시에 설명변수로 이용되는 회귀방정식은 전체 6개중 모델 1 하나뿐이다. 다른 모델 (2~6)에서는 상관계수 값이나 분산팽창요인의 값들이 대체로 낮으므로, 전체적으로 볼 때 도입한 설명변수들간의 다중공선성은 큰 문제가 되지 않는다고 사료된다.

<표 8> 합병대상 기업과 관련된 변수들간의 상관관계분석

	CAR	ROE _b	ROA _b	ROS _b	RESI	UCM	LV _b	LV _t	LV _{b/t}	MR	RE	IMF	MKT
CAR _{t(-10, +1)}	1.00												
ROE _b	0.32	1.00											
ROA _b	0.22	0.48	1.00										
ROS _b	0.35	0.70	0.91	1.00									
RESI _{t/b}	-0.28	-0.76	-0.10	-0.41	1.00								
UCM	-0.43	-0.04	0.44	0.31	0.15	1.00							
LV _b	-0.27	-0.91	-0.35	-0.58	0.73	0.12	1.00						
LV _t	0.26	0.06	0.06	0.08	-0.13	0.03	0.01	1.00					
LV _{b/t}	-0.14	0.02	0.12	0.04	-0.02	0.12	-0.01	-0.07	1.00				
MR	0.35	0.08	0.11	0.11	-0.06	-0.21	-0.10	0.18	-0.04	1.00			
RE	0.33	-0.17	-0.02	-0.03	-0.05	-0.19	0.07	0.16	0.15	0.20	1.00		
IMF	0.32	0.18	-0.07	0.01	-0.24	-0.15	-0.09	-0.03	-0.18	0.01	0.08	1.00	
MKT	-0.43	-0.04	0.44	0.31	0.15	-0.04	0.12	0.03	0.12	-0.21	-0.19	-0.04	1.00

주) 1. 변수 정의

- CAR_{t(-10, +1)} : 합병공시전 (-)10일부터 (+)1일까지 합병대상 기업 누적평균초과수익률,
- ROE_b : 합병체의 기업 자기자본순이익률, ROA_b : 합병체의 기업 총 자산순이익률,
- ROS_b : 합병체의 기업 매출액순이익률,
- RESI_{t/b} : 합병대상 기업 주당순자산 / 합병체의 기업 주당순자산,
- UCM : (1 : 비다각적), LV_b : 합병체의 기업 공시전 부채비율,
- LV_t : 합병대상 기업 공시전 부채비율,
- LV_{b/t} : 합병대상 기업 부채비율 / 합병체의 기업 부채비율,
- MR : 주식교환비율, RE : (1 : 30대재벌소속기업간 합병),
- IMF : (1 : IMF 사태 이후), MKT : (1 : 강세시황).

2. 분산팽창 요인(VIF)

변수명	모델 1	모델 2	모델 3	모델 4	모델 5	모델 6
ROE _b	8.673	3.061	-	-	-	-
ROA _b	-	-	1.853	1.521	-	-
ROS _b	-	-	-	-	2.172	1.780
RESI _{t/b}	3.343	3.174	2.980	1.253	2.998	1.720
UCM	1.226	1.194	1.788	1.663	1.657	1.581
LV _b	7.327	-	3.114	-	3.132	-
LV _t	1.310	-	1.279	-	1.277	-
LV _{b/t}	-	1.107	-	1.104	-	1.102
MR	1.982	1.672	2.112	1.780	2.051	1.735
RE	1.259	1.219	1.124	1.090	1.108	1.086
IMF	1.726	1.670	1.677	1.566	1.711	1.636
MKT	1.264	1.199	1.259	1.244	1.267	1.266

2) 회귀분석 결과 및 해석

<표 9>는 합병대상 기업의 주주부 변화차이 원인을 분석하기 위하여 회귀분석을 실시한 결과를 요약한 표인데, 합병대상 기업에서는 합병제의 기업보다 더 많은 요인들이 합병에 대한 주주부 변화의 설명변수로 확인되었다. 요약하면, 상대방 합병제의 기업의 경영성과가 양호할수록, 자신의 공시전 부채의존도가 높을수록, 30대 재벌 소속기업간 합병될 때, IMF사태 이후에, 그리고 강세시황일 때 합병대상 기업 주주부가 더 증가한 것으로 나타났다. 또한 전체적으로 볼 때 합병제의 기업에서와 마찬가지로 합병대상 기업의 경우에서도 자기기업의 공시전 부채의존도 변수가 포함된 모델 1, 모델 3, 모델 5가 부채의존도의 다른 대응변수가 포함된 모델인 모델 2, 모델 4, 모델 6보다 회귀방정식의 적합도가 더 양호한 것으로 나타났다.

합병제의 기업 경영성과($ROE_b \sim ROS_b$)와 합병대상 기업 누적초과수익률과의 관계를 규명한 국내·외 선행연구는 거의 없었는데, 본 연구에서 경영성적으로 도입한 거의 모든 변수에서 기대부호와 동일한 유의적인 (+)상관의 결과를 얻었다(가설 2: 채택). 이것은 합병제의 기업의 경영성과가 좋으면 효율성이 높다고 볼 수 있으며, 높은 경영효율성을 가지는 기업에게 인수됨으로써 새로운 가치가 창출될 것이라는 기대가 합병대상 기업 주가에 반영된 결과이다. 이것은 앞에서 분석한 합병제의 기업과는 달리 합병대상 기업의 경우 그 경영진이 대부분 합병제의 기업의 경영진으로 교체되고, 양호한 경영효율을 이룬 합병제의 기업일수록 그들의 우수한 경영진에 의해 합병대상 기업의 경영성과가 개선될 가능성이 더 클 것으로 시장이 반응한 것으로 여겨진다.

합병제의 기업에 대한 합병대상 기업의 상대적 규모($RESI_{i/b}$)와 합병대상 기업의 초과수익률과는 (-)관계일 것이라는 가설을 세웠으나 통계적으로 유의적인 결과를 얻지 못하였다(가설 4: 기각)¹⁵⁾. 따라서 본 연구에서 상대적 규모 변수는 합병제의 기업은 물론 합병대상 기업의 주주부 변화차이도 잘 설명하지 못하는 것으로 나타나, 우리나라에서 두 기업 모두 합병에 의한 기업규모 극대화는 기업가치 극대화에 기여하지 못하는 것으로 시장이 반응하였음을 알 수 있다.

합병유형(UCM)에서는, 비다각적(수직적·수평적) 합병과 합병대상 기업과의 주주부와의 관계가 부(-)의 관계로 나타났고, 또한 모든 모델에서 통계적으로 유의하였다(가설

15) 이러한 결과는 Hayn(1989)의 결과와 일치하는 것이고, 김희석(1990)의 연구결과와는 대조되는 것이다. Hayn(1989)은 합병대상 기업 주주부와 상대적 규모간에는 유의적인 상관관계가 없음을 발견하였다.

<표 9> 합병대상 기업(n=30) 회귀분석 결과

변수명	기대부호	모델 1	모델 2	모델 3	모델 4	모델 5	모델 6
ROE_b	+	0.059 (1.30)	0.029 (1.04)				
ROA_b	+			1.960 (3.24) ^a	1.626 (2.69) ^b		
ROS_b	+					1.074 (3.15) ^a	0.889 (2.62) ^b
$RESI_{t/b}$	-	0.000 (0.01)	-0.001 (-0.16)	-0.005 (-0.94)	-0.004 (-0.98)	-0.001 (-0.10)	0.000 (0.01)
UCM	+	-0.114 (-2.35) ^b	-0.090 (-1.78) ^c	-0.195 (-3.95) ^a	-0.160 (-3.04) ^a	-0.183 (-3.82) ^a	-0.152 (-2.93) ^a
LV_b	-	0.002 (0.77)		0.001 (0.84)		0.001 (0.83)	
LV_t	+	0.001 (1.54)		0.001 (2.21) ^b		0.001 (2.09) ^b	
$LV_{b/t}$	-		-0.000 (-0.61)		-0.000 (-0.75)		-0.000 (-0.50)
MR	+	-0.007 (-0.57)	0.001 (0.05)	-0.015 (-1.48)	-0.006 (-0.55)	-0.013 (-1.25)	-0.004 (-0.40)
RE	+	0.082 (1.85) ^c	0.092 (2.01) ^c	0.042 (1.19)	0.069 (1.79) ^c	0.048 (1.35)	0.071 (1.84) ^c
IMF	+	0.149 (2.59) ^b	0.128 (2.15) ^b	0.165 (3.44) ^a	0.133 (2.60) ^b	0.140 (2.87) ^a	0.114 (2.16) ^b
MKT	+	0.046 (1.06)	0.039 (0.88)	0.073 (1.99) ^c	0.058 (1.44)	0.075 (2.02) ^c	0.062 (1.51)
R^2 (adj. R^2)		0.64 (0.47)	0.58 (0.42)	0.74 (0.63)	0.67 (0.54)	0.74 (0.62)	0.67 (0.54)
F (Sig.)		3.91 (0.01)	3.59 (0.01)	6.40 (0.00)	5.32 (0.00)	6.24 (0.00)	5.21 (0.00)

주) 1. ()는 t 값. a, b, c는 각각 $\alpha = 1\%, 5\%, 10\%$ 유의수준에서 유의함.

2. $CAR_{(t-10, t)}$: 합병공시전 (-)10일부터 (+)1일까지 합병대상 기업 누적평균초과수익률,
 ROE_b : 합병체의 기업 자기자본순이익률, ROA_b : 합병체의 기업 총 자산순이익률,
 ROS_b : 합병체의 기업 매출액순이익률,
 $RESI_{t/b}$: 합병대상 기업 주당순자산 / 합병체의 기업 주당순자산,
 UCM : (1 : 비다각적), LV_b : 합병체의 기업 공시전 부채비율,
 LV_t : 합병대상 기업 공시전 부채비율,
 $LV_{b/t}$: 합병대상 기업 부채비율 / 합병체의 기업 부채비율,
 MR : 주식교환비율, RE : (1 : 30대재벌소속기업간 합병),
 IMF : (1 : IMF 사태 이후), MKT : (1 : 강세시황).

6 : 기각). 합병제의 기업의 경우와는 달리, 부실기업이 많은 합병대상 기업에서는 두 기업간 영업내용의 상관관계가 없거나 매우 낮은 다각적합병을 통해 위험분산 효과 등을 이룰 수가 있다는 기대감이 주식시장에 반영된 것으로, 합병대상 기업 입장에서는 위험분산이 합병의 주요 동기가 됨을 확인하였다¹⁶⁾.

합병대상 기업 부채의존도(LV_i)와 합병대상 기업 초과수익률과는 기대대로 통계적으로 유의적인 (+)관계가 나타났다(가설 11 : 채택). 반면에 상대적 부채의존도($LV_{b/i}$)와 합병대상 기업 초과수익률과는 통계적으로 유의적인 관계가 확인되지 않았다(가설 12 : 기각)¹⁷⁾. 합병대상 기업에서도 합병제의 기업에서와 같이 합병 상대방인 제의기업의 부채의존도나 두 기업의 상대적 부채비율($LV_{b/i}$)보다는 자기기업의 공시전 부채의존도가 합병공시에 따른 주주부 변화의 적절한 설명변수로 나타났다. 이로써 M&A 공시에 우리나라 투자자들은 부채의존도에 있어서는 합병당사기업의 부채의존도 상태에 더 민감하게 반응함을 알 수 있다.

주식교환비율(MR)과 주주부 변화와는 통계적으로 유의적인 관계가 발견되지 않았다(가설 14 : 기각). 이것은 합병제의 기업의 결과분석에서 언급한 것처럼 우리나라의 합병조건 협상에 있어서의 불공정성에 기인한다고 하겠다.

그리고 합병제의 기업의 경우와 마찬가지로 30대 재벌에 속하는 기업(RE)들끼리 합병시 합병대상 기업 주주들은 기대대로 더 큰 초과수익률을 얻는 것으로 확인되었다(가설 16 : 채택). 이것은 사전에 서로 잘 알고, 합병후 통합과정도 매우 순조로와 합병에 따른 시너지를 많이 얻을 수 있는 계열기업끼리 합병을 추진할 것이기 때문에 기업가치가 더 크게 증가하리라는 기대가 반영된 것으로 여겨진다.

IMF 사태 이전보다 이후 기간(IMF)에서 합병대상 기업 주주들의 부가 더 증가한 것으로 확인되었다(가설 18 : 채택). 이것은 IMF 사태 이후기간에서는 그 이전 기간보다 합병대상 기업의 수익성, 재무구조, 유동성이 더 악화되어 있는 상황에서 합병을 통해 경영개선이 될 수 있으리라는 기대가 반영된 때문으로 보인다.

시황(MKT)에서 보면 모델 3과 모델 5에서 기대대로 주주들은 강세 시장에서 더 높은 초과수익률을 얻었고, 통계적으로 유의하였다(가설 20 : 채택)¹⁸⁾.

16) 이같은 결과는 통계적 유의성이 발견되지 않은 김위생, 서점식(2000)의 연구결과와는 일치하지 않지만, 국내 김희석(1990)의 연구결과와 일치하고, 국외 선행연구들 중 다각적 합병의 긍정적 견해(Elgers and Clark, 1980 ; Wansley *et al.*, 1983 등)와도 일치한다.

17) 이같은 결과는 똑같이 상대적 부채비율을 사용한 김위생, 서점식(2000) 연구와 통계적으로 비유의적인 (-)관계가 확인된 점에서 일치한다.

18) 이 같은 결과는 국내 김희석(1990)의 연구 결과와 동일하나 정형찬, 박경희(1996b)의 결과(비유의적)와는 일치하지 않는 것이다.

합병제의 기업의 경우와 비교해 볼 때 합병대상 기업의 경우에는 주주부의 변화를 설명해 줄 수 있는 적절한 설명변수가 더 많이 발견되었으며, 대부분의 국내 선행연구에서와 마찬가지로 회귀모형의 적합성도 합병제의 기업 경우($R^2 : 0.15 \sim 0.25$, F-value : 1.37~2.33)에서보다 더 양호한 것으로 나타났다($R^2 : 0.58 \sim 0.74$, F-value : 3.59~6.40).

V. 결 론

본 연구는 합병·인수에 관하여 지금까지 이루어진 국내 선행연구들의 미비점을 보완하여, 우리나라 기업을 대상으로 합병 공시때 가장 중요한 이해관계자인 주주부 변화차이를 결정하는 요인을 규명하고자 하였다. 기존 국내 선행연구와의 차이점은 다음과 같다. 첫째, 본 연구에서는 가능한 한 다른 사건의 오염을 제거하기 위하여 엄격한 표본선정과정을 거쳐 표본을 선정함 점이다. 둘째, 설명변수의 도입배경과 가설 설정에 대한 구체적인 이론적 근거를 제시함과 동시에 설명변수 중 국내외에서 이루어지지 않은 합병제의 기업 경영성과와 합병대상 기업 초과수익률간의 관계를 규명함과 동시에 경영성과에 대해서도 다양한 대응변수를 도입하여 분석한 점이다. 셋째, 우리나라에서 자기기업과 상대방기업의 부채의존도 및 두 기업 간 부채의존도의 상대적 비율을 주주부를 설명하는 중요한 변수의 하나로 분석한 점이다. 넷째, IMF 사태 이후의 기업합병들 모두 분석에 포함시켜 기존연구에서 분석되지 못한 외환위기 사태를 주주부 변화차이의 중요한 설명변수로 도입한 점이다.

본 연구의 실증분석 결과를 요약하면 다음과 같다. 합병제의 기업은 공시전 자신의 부채의존도가 높을수록, 30대 재벌내 기업간 합병에서, 그리고 IMF 사태 이후 기간에서 주주부가 더 증가한 것으로 나타났으며, 그 외 요인들은 주주부 변화의 적절한 설명변수가 되지 못하는 것으로 확인되었다. 합병대상 기업에서는 합병제의 기업보다 더 많은 요인들이 합병에 대한 주주부 변화의 설명변수로 확인되었는데, 상대방 합병제의 기업의 경영성과가 양호할수록, 자신들의 공시전 부채의존도가 높을수록, 30대 재벌 소속기업간 합병될 때, IMF 사태 이후에, 그리고 강세시황일 때, 다각적 합병의 경우에 주주부가 더 증가한 것으로 나타났다. 합병제의 기업과 합병대상 기업의 주주부 변화를 동시에 설명해 주는 변수로는 자기기업의 공시전 부채의존도, 30대 계열 소속여부, IMF 기간 구분 등이었다.

따라서 본 연구는 다음과 같은 점에서 의의가 있다고 하겠다. 첫째, 기존의 국내연구에서 발견하지 못한 합병관련기업의 주주부 변화와 부채의존도와 유의적인 상관관계를

발견하였고, 더우기 합병제의 기업과 합병대상 기업 모두 공시전 상대편기업의 부채의존도나 두 기업간 상대적 부채의존도가 아닌 자기기업의 부채의존도와 밀접한 상관관계를 발견한 점이다. 둘째, 특히 합병제의 기업의 경우에는 자기기업의 부채의존도가 주주부 변화의 가장 중요한 설명변수임을 확인한 점이다. 셋째 국내·외 선행연구에서 거의 이루어지지 않은 합병대상 기업 누적초과수익률과 합병제의 기업의 경영성과의 관계 규명에서 두 변수간에 통계적으로 유의적인 정(+)의 관계를 발견한 점에 의의가 있다. 반면에 합병전 대상기업의 경영진은 합병후 제의기업의 경영진으로 대부분 교체되기 때문에 합병대상 기업의 양호한 경영성과를 실현시킨 경영진의 존재는 합병제의 기업의 주주부 변화에 영향을 미치지 못함을 확인한 점도 본 연구의 성과로 여겨진다. 넷째, IMF 사태가 합병제의 기업과 합병대상 기업의 주주부 변화를 잘 설명해 주며, IMF 사태 이후에는 규모극대화 추구보다는 M&A 추진시 수익성·재무구조 등 내실위주의 엄정한 평가를 한다는 점을 발견한 점이다. 다섯째, 합병형태 중 다각적 합병(수평적, 수직적 합병)이 합병대상 기업 주주부 변화차이를 잘 설명하는 변수로 나타나 합병대상 기업의 경우에는 다각적 합병을 통한 위험분산이 중요한 합병동기가 됨을 발견한 점이다.

이러한 실증결과는 국내기업의 합병시 자기기업의 어떤 상황에서 상대방 기업은 어떤 상황과 재무적 특성을 지닌 기업으로 하여 합병할 때 기업가치가 극대화될 수 있는가를 보여줌으로써 향후 국내기업의 합병의사결정에 중요한 시사점을 제공해주고 있다. 그러나 본 연구는 표본수 부족과 합병대상 기업의 자료수집상의 어려움으로 인하여 도입하지 않은 인수방법(특히, 공개매수), 소유구조, 영업현금흐름(1985년 이전의 자료입수 불가), 그리고 조세관련 등의 변수들을 분석에 포함하지 못하였다. 향후 이들 변수들을 분석에 포함하여 주주부 변화차이 원인을 분석하여야 할 것이다.

참 고 문 헌

- 강준구, “기업합병과 인수의 경제적 동기와 기업가치 증대요인”, 한국금융연구원, 1998.
- 강준구, 김진모, 배기홍, “기업집단과 대리인문제 : 재벌 및 비재벌 인수기업의 합병성과 비교연구”, 재무연구, 제14권, (2001), 49-88.
- 김광남, “기업합병성과 재무적 특성”, 충남대학교 대학원 박사학위논문, 1992.
- 김규영, 조현상, “한국에서의 기업합병 효과에 관한 실증적 연구”, 증권학회지, 19, (1996), 1-26.
- 김위생, 서점식, “증권시장개방과 M&A 공시효과”, 재무연구, 13, (2000), 245-275.
- 김희석, “기업합병 및 인수가 주주부에 미치는 영향”, 서울대학교 대학원 박사학위논문, 1990.
- 김혜진, “합병공시의 정보효과에 영향을 미치는 요인”, 계명대학교 대학원 박사학위논문, 1998.
- 송영균, 주상룡, “한국에서의 기업합병의 성과에 관한 연구 : Cashflow를 중심으로”, 증권학회지, 20, (1997), 71-103.
- 임관택, 임석필, “피합병기업의 재무적특성과 합병대상 기업 예측에 관한 연구”, 재무관리연구, 11, (1996), 41-64.
- 임종옥, “합병동기에 의한 합병효과분석의 실증적 연구”, 원광대학교 대학원 박사학위논문, 1994.
- 장영광, “기업합병과 주식취득이 주주의 부에 미치는 영향에 관한 실증적 연구”, 고려대학교 대학원 박사학위논문, 1985.
- 정형찬, 박경희, “합병일 이후 합병기업 주가의 장기성과”, 재무관리연구, 16, (1999a), 83-114.
- 정형찬, 박경희, “한국기업지배권시장에서 합병이 새로운 부를 창출하는가?”, 재무관리연구, 제16권, (1999b), 119-156.
- 주상룡, “국내합병·피합병기업 특성 비교”, 재무관리연구, 제14권 제1호, (1997), 269-299.
- Amihud, Y., P. Dodd and M. Weinstein, “Conglomerate Mergers, Managerial Motives and Stockholder Wealth,” *Journal of Banking and Finance*, 10, (1986), 401-410.
- Aron, D. J., “Ability, Moral Hazard, Firm Size, and Diversification,” *Rand Journal of Economics*, 19, (1988), 72-87.
- Asquith, Paul., R. F. Bruner and D. W. Mullins Jr., “The Gains to Bidding Firms

- from Merger," *Journal of Financial Economics*, 11, (1983), 121-139.
- Brealey, R. A. and Myers, S. C., *Principles of Corporate Finance*, McGraw-Hill, New York, NY.
- Brown, S. J. and Jerold B. Warner., "Measuring Security Price Performance," *Journal of Financial Economics*, 8, (1980), 205-258.
- Brown, S. J., and Jerold B. Warner., "Using Daily Stock Returns," *Journal of Financial Economics*, 14, (1985), 3-31.
- Diamond, D. and R. Verrecchia., "Optimal Managerial Contracts and Equilibrium Security Prices," *Journal of Finance*, 37, (1982), 275-287.
- Elgers, P. and J. Clark., "Merger Types and Shareholder Returns : Additional Evidence," *Financial Management*, 9, (1980), 66-72.
- Galai, J. M. and R. W. Masulis., "The Option Pricing Model and the Risk Factor of Stock," *Journal of Financial Economics*, 3, (1976), 53-81.
- Ghosh A. and Jain P. C., "Financial Leverage Changes Associated with Corporate Mergers," *Journal of Corporate Finance*, 6, (2000), 377-402.
- Grossman, S. and Hart, O., *Corporate Financial Structure and Managerial Incentives*, In : McCall, J. J. (Ed.), *The Economics of Information and Uncertainty*, Univ. of Chicago Press, Chicago, IL.
- Harris, M. and A. Raviv., "Capital Structure and the Informational Role of Debt," *Journal of Finance*, 45, (1990), 321-349.
- Hayn, C., "Tax Attributes as Determinants of Shareholder Gains in Corporate Acquisitions," *Journal of Financial Economics*, 23, (1989), 121-153.
- James, C. M. and P. Wier., "Returns to Acquirers and Competition in the Acquisition Market : The case of Banking," *Journal of Political Economy*, 95, (1987), 355-370.
- Jensen, Michael C., "Agency Costs of Free Cash Flow, Corporate Finance, and Takeovers," *American Economic Review*, 76, (1986), 323-329.
- Jensen, Michael C. and Meckling, W. H., "Theory of the Firms : Managerial Behavior, Agency Costs and Ownership Structure," *Journal of Financial Economics*, 3, (1976), 305-360.
- Kaplan, Steven N. and Michael Weisbach., "The Success of Acquisitions : Evidence from Divestitures," *Journal of Finance*, 47, (1992), 107-138.

- Kim, H. E. and McConnell, J. J., "Conglomerate Mergers and the Co-insurance of Corporate debt," *Journal of Finance*, 32, (1977), 349-363.
- Lang, Larry H. P., Rene M. Stulz, and Ralph A. Walking, "Managerial Performance, Tobin's Q, and the Gains from Successful Tender Offers," *Journal of Financial Economics*, 24, (1989), 137-154.
- Larcker, D., "Managerial Incentives in Mergers and Their Effects on Shareholder Wealth," *Midland Corporate Finance Journal*, 1, (1983), 29-35.
- Leeth, J. D., and J. Rody Borg., "The Impact of Takeovers on Shareholder Wealth during the 1920s Merger Wave," *Journal of Financial and Quantitative Analysis*, 35, (2000), 217-238.
- Levy, H., and M. Sarnat., "Diversification, Portfolio Analysis and the Uneasy Case for Conglomerate Mergers," *Journal of Business*, 25, (1970), 795-802.
- Lewellen W. G., "A Pure Financial Rationale for the Conglomerate Mergers," *Journal of Finance*, 26, (1971), 521-537.
- Lewellen, W. O., C. Loderer, and A. Rosenfeld., "Mergers, Executive Risk Aversion and Stockholder Wealth," *Journal of Financial and Quantitative Analysis*, 24, (1989), 459-472.
- Maloney, M. T., Robert E. McCormick, and Mark L. Mitchell., "Managerial Decision Making and Capital Structure," *Journal of Business*, 66, (1993), 189-217.
- Maquieira, C. P., William L. Megginson, and Lance Nail., "Wealth Creation versus Wealth Redistributions in Pure Stock-for-stock Mergers," *Journal of Financial Economics*, 48, (1998), 3-33.
- Morck, R., Shleifer, A., and Vishny, R. W., "Do Managerial Objectives Drive Bad Acquisitions," *Journal of Finance*, 45, (1990), 31-48.
- Ramakrishnan, R. T. S., and A. V. Thakor, "Incentive Problems, Diversification, and Corporate Mergers," *Working Paper*, Indiana University, 1988.
- Servaes, H., "Tobin's q, Agency Costs and Corporate Control : An Empirical Analysis of Firm-specific parameters," *Working Paper*, Purdue University, 1988.
- Shastri, K., "The Differential Effects of Mergers on Corporate Security Values," *Research in Finance*, 8, (1990), 179-201.
- Slovin, M. B. and Marie E. Sushka., "The Economics of Parent-subsidary Mergers :

- an Empirical Analysis," *Journal of Financial Economics*, 49, (1998), 255-279.
- Stapleton, R. C., *Mergers, debt capacity, and valuation of corporate loans*, In : Keenan, M., White, L.(Eds.), *Merger and Acquisitions*, Lexington Books, Lexington, MA.
- Stoughton, N. M., "The Information Content of Corporate Mergers and Acquisition Offers," *Journal of Financial and Quantitative Analysis*, 23, 1988, 175-197.
- Stulz, R. M., "Managerial Discretion and Optimal Financial Policies," *Journal of Financial Economics*, 26, (1990), 3-28.
- Travlos, N., "Corporate Takeover Bids, Method of Payment and Bidding Firm's Stock Returns," *Journal of Finance*, 45, (1987), 943-964.
- Wansley, J., W. Lane and H. Yang., "Abnormal Returns to Acquired Firms by Types of Acquisitions and Method of Payment," *Financial Management*, 38, (1983), 16-22.
- Weston, J. Fred, Juan A. Siu and Brian A. Johnson, *Takeovers, Restructuring & Corporate Governance*, Prentice Hall, Inc., 2001.