

기업지배구조가 인수합병의 성과에 미치는 영향

조지호* · 전상경*

〈요 약〉

본 연구는 외환위기 전후의 기간을 포함하는 1992년~2002년의 기간 동안 행해진 한국기업의 인수합병결정의 성과를 측정하고 그 성과에 대한 횡단면분석을 통해 기업지배구조가 합병성
과를 설명할 수 있는지를 검토하였다. 실증분석을 통해 밝혀진 주요결과를 요약하면 다음과 같다.

첫째, 지분변수 중에서 대주주 1인 지분 및 임원 지분 등 내부 투자자 지분변수 보다는 지분
5% 이상 대량보유자의 지분과 기관투자자의 지분 등 외부 투자자의 지분이 상대적으로 강하게
합병성과에 긍정적으로 영향을 미친다.

둘째, 대량보유자 지분과 기관투자자 지분 이외에 중요한 외부 투자자로 인식되는 외국인 지
분의 경우 그 자체로서는 기업합병의 성과에 큰 영향을 미치지 못하고 있지만, 외국인 주식투
자가 본격화 된 1999년 이후에는 그 이전에 비해 외국인 지분이 기업합병의 성과에 미치는 영
향력이 증가되었다.

셋째, 대주주 1인 지분이나 임원 지분 등 내부 투자자들의 지분율은 합병의 성과를 설명하는
유의한 변수가 되지 못하였다.

이러한 실증분석 결과는 전체적으로 기업합병의 성과에 기업지배구조가 상당한 영향을 미치
고 있음을 시사하고 있다. 특히 경영권 보호를 중시하는 한국경영환경을 고려할 때 내부 투자
자의 지분보다는 외부 투자자의 지분이 기업합병의 성과를 잘 설명하고 있다는 분석결과는 대
량보유자나 기관투자자 등 외부 투자자들이 기업지배구조 개선에 일정한 역할을 하고 있음을
의미한다고 할 수 있다.

주제어 : 합병, 기업지배구조, 소유구조, 기업가치, 사건연구

I. 연구의 동기

재무금융 학계에서는 기업합병의 원인과 성과에 대해 활발한 연구가 있어 왔다. 하지

논문접수일 : 2004년 6월 9일 논문게재확정일 : 2004년 10월 18일

* 한양대학교 경영대학.

** 이 논문은 2001년 한양대 교내 연구비에 의해 연구되었음. 교신저자 : 전상경, Tel : 02-2290-1650,
E-mail : sjun@hanyang.ac.kr

만, 기업가치를 결정짓는 주된 요인으로서 기업지배구조를 인식하는 견해가 광범위한 지지를 얻고 있는 현 시점에서, 합병성과를 기업지배구조의 관점에서 파악할 필요가 생겨났다. 인수합병이라는 경영진의 투자결정은 기업가치에 큰 영향을 미치게 될 것이지만, 그것이 일률적으로 기업가치에 긍정적 혹은 부정적 영향을 미치는 것은 아니다. 기업합병은 개별 기업이 처한 경영상황이나 기업적합도 등의 여러 요인과 함께, 투자결정과 관련한 경영진의 판단에 직접적인 영향을 받아서 그 성과가 다르게 나타날 수 있다. 만약 기업지배구조가 기업가치에 심대한 영향을 미친다는 기존 연구결과를 수용한다면, 경영진의 주요한 투자결정인 인수합병의 성과는 기업지배구조에 의해 큰 영향을 받게 된다는 논리적 귀결이 성립한다. 하지만 지금까지 한국시장을 대상으로 합병시에 기업지배구조가 합병성과에 어떠한 영향을 미치는 지에 대한 연구는 상대적으로 미약하였다. 본 연구는 이러한 연구공백을 메우려는 동기에서 출발하였다.

본 연구는 1992년~2002년 동안의 11년간 합병 자료를 수집하여 전체 기업을 합병기업과 피합병기업, 30대 재벌과 비재벌, 다각적 합병과 비다각적 합병으로 표본을 분류하여 합병검토공시의 시장반응을 분석하여 합병의 성과를 검토하고, 기업의 지배구조와 합병성과와의 관계를 소유구조 등 기업지배구조를 나타낼 수 있는 변수들을 이용하여 분석하였다. 외환위기 전후의 기간을 함께 포함하는 장기간의 표본에 대해 분석함으로써 외환위기 동안 진행된 기업구조조정의 효과가 인수합병의 성과에 어떻게 반영되고 있는지를 분석할 수 있다는 점도 연구의 추가적인 공헌이라고 할 수 있다. 또한 선행연구에서는 합병의 시장반응을 측정함에 있어서 이사회 합병 결의일을 기준일로 삼았으나, 본 연구는 최초 합병검토 공시일을 기준일로 삼음으로써 합병의 시장반응을 좀 더 합리적으로 측정하였다고 할 것이다.

II. 선행연구

본 연구와 관련된 선행연구는 크게 두 부류로 분류할 수 있다. 첫 번째 부류는 기업합병시 기업가치의 변화 및 이에 대한 원인규명에 관한 연구로서 주상룡(1997), 강준구(1998), 김위생, 서점식(2000), 김희석, 조정식(2002), 조정식, 박준철, 김희석, 이장형(2003) 등을 들 수 있다.

두 번째 부류의 연구는 기업지배구조와 기업가치와의 관계를 분석한 김병호(2002), 황동섭(2003), 박경서, 백재승(2001) 등의 연구를 들 수 있다. 이들 연구들은 기업지배구조의 개선을 통해 경영진의 자기이익 추구욕구를 통제하고 기업투명성을 제고하려는

제반 노력이 기업가치에 미치는 영향을 검토하는 실증적 분석결과를 보이고 있다.

본 연구는 위의 두 부류의 각기 다른 연구방향을 서로 연결짓는 노력이라고 할 수 있다. 어느 특정한 기업이 타 기업을 인수합병하는 결정을 행할 때 경영주의 자기이익추구 유인과 그것을 통제하는 기업지배구조가 매우 중요한 역할을 할 것이라는 점을 인식한다면, 기업지배구조가 기업가치에 미치는 영향을 검토하기 위해 기업의 인수합병 결정을 중심으로 검토하는 것은 의미가 크다고 할 것이다.

이에 따라 본 연구는 지분구조 등의 기업지배구조가 기업합병의 성과를 예측하는 주요한 변수가 될 것인지를 검증하였다. 기업합병의 성과에 대한 기존의 연구들은 지배구조의 영향에 대해 관심이 약하였는데, 본 연구는 이러한 연구공백을 메우는 노력의 일환이라고 할 수 있을 것이다.

먼저 기업인수합병의 성과를 분석한 선행연구를 검토해보면 합병기업과 피합병기업의 합병성과에 대한 연구에서는 조사방법이나 분석기간에 따라 그 성과가 일률적이지 않은 결과를 보여주며, 국외 실증연구와 국내 실증연구의 결과에도 상당부분 차이가 존재함을 알 수 있다. 즉, 미국과 같은 다수 선진국 사례에서는 성숙된 합병시장이 경쟁 시장으로서 매도자 우위의 시장특성을 갖기 때문에 합병의 성공여부에 관계없이 피합병기업에게서 정(+)¹⁾의 초과수익률 효과가 발생하여 합병 이득이 주로 피합병기업에 돌아간다는 결과가 제시되고 있다.(Dodd, 1980 ; Firth, 1980 ; Asquith, 1983 ; Bradley et al., 1983 ; Eckbo, 1983 ; Eger, 1983 ; Malatesta, 1983 ; Wansley et al., 1983 ; Dennis and McConnell, 1986 ; Huang and Walkling, 1987 ; Ghosh and Jain, 2000 ; Leeth and Borg, 2000). 한편 합병기업의 성과에서는 추정모형이나 분석기간에 따라 일관되지 못한 결과를 보여주고 있다.¹⁾ 특히 합병기업의 장기성과 측정시 그 방향과 원인에 대해 상반된 결과가 제시되어 논란은 계속되고 있다.²⁾

다수의 국내 사례연구는 합병기업이 대체로 합병으로 정(+)¹⁾의 초과수익률을 올리는 것으로 보고하며(강준구, 1998 ; 김위생, 서점식, 2000), 피합병기업의 경우 연구초기에는 정(+)¹⁾의 수익률을 올리는 것으로 보고하였으나(장영광, 1985), 최근에는 오히려 부(-)¹⁾의

1) Asquith(1983), Dodd and Warner(1983), Dennis and McConnell(1986)의 연구는 합병발표시 합병기업이 유의적인 '양(+)¹⁾의 초과수익률을 나타내어 합병이 기업가치 극대화를 위한 효율적인 수단임을 보이는 증거를 제시하고 있고, 반면 Dodd(1980), Firth(1980) Bradley et al.(1983) 등은 합병기업이 유의적인 '음(-)¹⁾의 초과수익률을 보임을 보고하고 있다.

2) Agrawal et al.,(1992)이 1955년에서 1987년 사이에 이루어진 합병에서 5년에 걸쳐 10% 정도의 '합병기업 저성과(underperformance)'를 보고한 반면 합병기업에 유의적인 부(-)¹⁾의 손실이 발생하지 않음을 보고하는 Langetieg(1978)의 연구도 존재한다.

수익률을 보고하여, 국외 선행연구결과와 상이한 모습을 보이고 있다(김위생, 서점식, 2000). 이는 선진국에 비해 우리나라 합병시장이 성숙되지 못하여 구매자 중심의 비경쟁적 혹은 타율적 합병이 다수 이루어지기 때문이라고 사료된다. 그리고 이러한 결과들은 분석기간에 따라서도 비일률적인 결과가 도출된다.

이와 같이 합병의 성과와 그 원인규명에 대한 선행연구들은 경영진의 의사결정의 효율성을 분석하는 과정에서 기업가치의 중요한 결정요인인 기업지배구조를 간과한 측면을 확인할 수 있다. 현대 재무금융이론에 의하면 기업지배구조 개선정도는 기업의 투자 결정, 자본조달 결정, 배당 결정 등 기업의 주요한 의사결정 전반에 큰 영향을 미치게 되고, 궁극적으로 기업가치를 변화시키게 될 것이다.

본 연구의 논지와 같이 합병기업의 지배구조에 관심을 가진 연구들은 상대적으로 미비한 실정이며, 단지 Sudi Sudarsanam, Peter Holl(1996)의 연구가 경영자의 지분율이 클 경우 합병기업과 피합병기업 모두 주주의 부가 감소하였으며, 합병기업이 피합병기업에 대하여 미리 지분을 소유하는 경우에는 피합병기업 주주의 부가 감소함을 보고하고 있다.

Ⅲ. 합병성과의 결정요인

본 연구는 선행연구와는 차별적으로 소유구조 등 기업지배구조를 중심으로 합병 성과를 규명한다. 기업지배구조가 합병성과에 미치는 영향을 분석하기 위해 선행연구에서 제시된 합병성과 결정요인의 효과를 통제하고자 하였다.

1. 소유구조

기업지배구조의 주요한 변수로 기업의 소유구조가 합병성과에 영향을 미치리라는 추론은 타당하다고 할 것이다. 기업지배구조와 관련하여 중요성을 갖는 지분율은 이사회 구성 임원의 지분율, 대주주 1인의 지분율, 대량주식보유주주의 지분율, 기관투자자 지분율, 그리고 외국인 지분율 등을 들 수 있을 것이다.

이사진의 임원 지분율과 대주주 1인의 지분율은 경영자의 지분율을 대변하는 변수로 선정되었다. 자본주의의 발전에 따라 소유와 경영의 분리가 강화되므로 기업의사결정을 담당하는 경영자는 자기이익 추구욕구와 기업가치 극대화 목표 사이에 이해상충관계가 나타나게 된다(Jensen and Meckling, 1976). 소유와 경영의 분리가 강화되어 경영자의 지분이 작아질수록 경영자는 기업가치 극대화를 희생하면서까지 자신의 이익추구를 달

성하려는 유인이 높아지는 것이 일반적이다. 경영자의 감시체계(monitoring system)가 효율적이지 못할 경우, 이를 틈타서 기업가치를 희생시키면서 자신의 사적이익을 “성공적으로” 추구한다면, 사적이익에 따른 혜택은 100% 향유할 수 있지만(full benefit) 기업가치의 하락으로 인해 자신에게 귀착되는 손실은 지분비율 만큼으로 한정되기 때문이다(partial cost). 그러므로 경영주의 지분율이 높을수록 그 경영주가 기업가치를 극대화하는 의사결정을 할 개연성이 더 높아진다는 일반적 추론이 가능하다.

하지만 경영자 지분율이 상승할수록 경영자가 기업가치극대화를 추구할 유인이 증가한다는 추론은 항상 성립하지는 않을 것이다. 그 이유는 경영자 지분율의 증가는 경영자의 재량권을 강화시키는 측면도 존재하기 때문이다. Morck, Shleifer and Vishny(1988), McConnell and Servaes(1990) 와 Stulz(1990)의 논의에서 알 수 있듯이 경영자 지분율이 일정수준을 상회하면 경영자는 자신의 강한 영향력을 이용하여 기업지배구조의 영향에서 벗어나서(entrenched management) 자신의 재량권을 자유롭게 행사할 수 있는 개연성이 증가된다. 경영자가 자신의 강화된 재량권을 확보한다면 기업인수합병과 같은 의사결정과정에서 기업가치극대화의 목표를 희생하고 자신의 사적이익을 추구할 유인이 오히려 증가하게 된다.

그러므로 경영자 지분율이 기업가치에 영향을 미치는 경영의사결정에 어떠한 형태로 영향을 미치는가 하는 문제는 긍정적 효과와 부정적 효과의 상대적 크기에 달려있다고 할 것이다. Morck, Shleifer and Vishny(1988) 등 과거의 연구결과에 의하면 경영자 지분율과 기업가치 사이의 두 상반된 효과에 의해 두 개의 변곡점이 존재하여 이들 간에는 비선형의 관계가 존재한다. 즉 경영자 지분율이 하위 일정수준 이하와 상위 일정수준 이상에서는 긍정적 효과가 부정적 효과를 압도하여 경영자 지분율과 기업가치 사이에는 정(+)의 상관관계가 나타나지만 중간 정도 수준의 지분율에서는 부정적 효과가 긍정적 효과를 압도하여 부(-)의 상관관계가 나타난다는 것이다.

한국의 경우 기업합병이라는 경영의사결정에 대한 시장반응과 경영자 지분 사이에 비선형적인 상관관계가 존재하는지의 문제는 실증적 분석을 요하는 과제라고 할 것이다. 특히 미국과 달리 대규모기업집단의 구조가 강한 한국의 경영현실을 감안하면 경영자 지분율이 기업가치에 영향을 미치는 경영의사결정에 어떤 형태로 영향을 미칠지 쉽게 예단하기 어렵다.

우리나라의 기업의 소유구조가 기업가치에 미치는 영향에 대한 실증적 연구로는 김주현(1992), 김병호(2002)등의 연구가 있다. 김주현(1992)은 상장기업의 최대주주와 기타 주주 지분의 합이 40% 이하에서는 지분이 적을수록 기업가치는 높게 나타나 대주주지

분과 기업가치 사이에는 부(-)의 상관관계를 보임을 보고하고 있다. 김병호(2002)는 우리나라 기업에서의 지분소유구조와 기업에 대한 시장의 가치평가의 관계를 토빈의 Q, 회계학적 수익률, 주식수익률이 어떻게 변화하는가를 횡단면적으로 분석하였는데 1999년과 2000년도에 지분소유구조와 토빈의 Q 사이에 임원지분율이 5%이하에서는 상승하고 5-30% 사이에서는 감소하고 30%이상에서는 다시 상승하는 관계를 발견하였으나 5%이하와 30%이상의 결과는 통계적으로 유의하지 않았다.

소유와 경영의 분리가 강한 미국의 경우 경영자의 지분을 대변하는 변수로 대표이사 지분율이 많이 사용되고 있으나, 재벌구조의 성격이 강한 한국적 상황에서 경영자의 지분을 정의하기 위해서는 경영자의 범위를 좀 더 포괄적으로 정의할 필요가 있다. 그러므로 본 연구에서는 경영자의 지분율을 대변하는 변수로 이사회 임원의 지분율과 대주주 1인 및 특수관계인 지분율을 사용하였다.

경영자 지분율 이외에 경영의사결정에 영향을 미치리라고 예상되는 지분율로 외부투자자 지분율을 들 수 있다. 외부투자자의 결집력이 강하다면 기업 내부 경영자의 행위에 대해 적절한 통제를 할 수 있고, 이는 기업지배구조 개선에 큰 역할을 할 것이다. Shleifer and Vishny(1997) 등 기존 연구들은 기업지배구조에 영향을 미치는 주요한 변수로 주식대량보유자 지분(Block shareholdings)과 기관투자자 지분율을 들고 있으며, 한국의 경우에는 외국인 지분율에 주목하고 있다. 본 연구에서는 기존 연구결과를 수용하여 이들 세 변수를 주요한 외부투자자 지분율로 간주하고 있다.

2. 소유구조 이외 지배구조 관련 변수들

소유구조 이외에 인수합병의 성과에 영향을 미칠 수 있는 기업지배구조 관련 변수를 분석에 추가하였다. 기업인수합병과 관련하여 기업지배구조 측면에서 중요한 변수로 들 수 있는 것은 기업집단의 성격을 강화하는 합병인지의 여부와 사업다각화를 강화하는 합병인지의 여부일 것이다. 이와 관련하여 국내외 경영학계에서는 기업집단형성의 손익 분석에 유용한 이론적 토대를 제공할 수 있는 연구들을 다양하게 제시하여 왔다. 기업집단 형성의 장점을 주장하는 견해에 따르면, 기업집단의 구성기업 상호간의 원활한 자원의 이동은 외부시장에서의 거래에 비해 거래비용을 감소시키는 장점이 있다고 주장한다. 특히 정보불균형과 대리인비용 등의 시장마찰이 심한 상황에서 외부자본시장을 통한 자본조달이 어려운 경우, 기업집단의 구성기업 상호간에 존재하는 내부자본시장이 자본을 효율적으로 배분하는 긍정적 역할을 할 수도 있을 것이다(Stein, 1997).

그러나 또 다른 측면에서 보면 기업집단 형성의 부정적 효과가 엄존하는데, 기업집단의 형성은 필연적으로 의결권(voting rights) 과 현금흐름 분배권(cash-flow rights) 사이에 괴리를 형성하게 되어 기업가치를 극대화시키는 방향으로 현금흐름의 분배가 이루어지지 못한다는 점을 지적하고 있다. Claessens, et al.(2000)과 La Porta, et al.(2002) 등은 기업집단의 형성으로 의결권과 현금흐름 분배권 간의 괴리가 심해져서, 지배경영주가 일반투자자의 이익에 반하여 행동할 유인이 강화되므로 이에 대한 적절한 통제가 필요함을 역설하고 있다.

특히 기업집단의 형성은 불가피하게 사업다각화를 진전시키게 하는데, 이에 대해 Berger and Ofek(1995), Servaes(1996), Lins and Servaes(1999) 등 선진 자본시장을 대상으로 한 다수의 연구들은 대체적으로 사업다각화는 기업가치에 부정적 영향을 미친다는 결론을 보고하고 있다. 사업다각화는 경영주로 하여금 자신의 특화된 능력을 발휘할 고유영역(focus)을 벗어나게 함으로써, 자신의 경영능력을 제대로 발휘하지 못하게 하여 사업다각화가 기업가치에 부정적인 영향을 미친다는 것이다. 또한 사업다각화의 혜택이라고 주장하는 내부자본시장도 실제로는 효율적으로 작동하지 않는다는 증거를 제시하는 다수의 연구도 행해졌다(Lamont, 1997 ; Houston, et al., 1997 ; Shin and Stulz, 1998 ; Scharfstein, 1998 ; Rajan, et al., 2000 ; Bae, et. al., 2002).

한국의 기업집단이나 개별기업의 사업다각화에 초점을 맞춘 실증연구도 다수 존재하지만, 이들 실증연구들은 아직 통일된 결론을 내리지 못하고 있다.³⁾ 다만 전상경(2003), 박상수, 우수명(2003), 김희석, 조경식(2002) 등 최근 연구들은 외환위기 이후 구조조정 의 진전과 기업지배구조 개선의 상대적 차이에 따라 한국기업들이 정도의 차이는 있지만 이전과는 다른 특성들을 지니고 있음을 보여주고 있다. 즉 외환위기 이전에는 한국의 기업집단들 간에 동질성이 높았으나, 외환위기 이후의 구조조정과정을 통해 기업집단 상호간에 이질성이 강화되고 있다는 것이다.

소유구조 이외의 기업지배구조의 개선 여부에 의해 기업인수합병의 성과가 상이하게 나타날 수 있는지를 검토하기 위해 본 연구에서는 재벌집단에 의한 합병 여부, 이종산업간 합병 여부, 계열기업합병 여부, 외환위기 이후의 합병 여부 등 더미변수를 분석에 포함하였다. 또한 이들 더미변수간의 상호관계를 나타내는 변수를 추가함으로써 외환위기 이후 이들 변수들의 영향력에 차이가 있는지도 분석하였다.

3) 이에 관한 기존연구로는 조일홍, 이성규(1987), 홍재범, 황규승(1997), 윤영섭, 김성표(1999), 구맹희 외 2인(2001) 등을 참조하기 바람.

3. 합병의 성격을 대변하는 통제변수

기업지배구조 이외에 기업인수합병의 성과에 영향을 미칠 수 있는 변수들의 영향력을 통제하기 위해 주요한 통제변수를 추가하였다. 기존연구결과에서 기업인수합병의 성과에 영향을 미치는 것으로 인식된 변수들 중에서 중요성이 높은 것으로 알려진 변수들은 합병회사의 수익성, 합병기업의 규모, 상장기업합병 여부 등을 들 수 있다.⁴⁾

영업수익성이 높은 기업이 타 기업을 인수합병하는 경우 두 가지 상반된 예측이 가능하다. 먼저 현재의 사업부문에서 높은 수익성을 지속하는 회사가 지속적 성장을 이루기 위해 타 기업을 인수하는 것이 '양'(+)의 순현재가치사업(positive NPV project)으로 인식되어 인수합병을 단행한다면 이는 시장에서 긍정적 평가를 받게 되므로, 이 경우에는 인수합병의 성과가 긍정적으로 나타날 것이다. 한편 다른 측면에서는 상이한 해석도 가능하다. 만약 높은 수익성을 가진 회사는 경영자의 영향력이 강화되기 쉬운데, 이 경우 경영자가 기업가치극대화 이외의 목적(예를 들어 타 회사로의 가치이전을 통한 사적이익의 추구)을 추구하기 위해 인수합병을 행한다는 인식이 시장투자자에 의해 강하게 형성된다면 인수합병의 성과가 도리어 부정적으로 나타나게 될 것이다.

합병이전에 기존관계가 강했던 기업들 사이의 합병은 그렇지 못한 기업들 사이의 합병과는 다른 성과를 보일 것이라는 추론이 가능하다. 하지만, 기업 상호간 기존관계의 강약정도는 합병성과에 긍정적 효과뿐 아니라 부정적 효과도 미치게 되므로 전반적 성과는 두 효과의 상대적 크기에 의해 결정될 수 있음을 인지해야 한다. 기존관계가 밀접한 계열사간 혹은 모자회사간의 합병은 합병에 대한 기업내부구성원의 저항이 적고, 합병회사간 정보불균형의 정도가 약해서 기존관계가 약한 기업간의 합병에 비해 합병으로 인한 거래비용(transaction costs)이 작다는 이점이 있다. 하지만 계열기업의 합병이 주로 재무적 곤경을 겪는 계열사를 구제하기 위한 목적으로 행해진다면 계열사간의 합병은 그 성과에 부정적 영향을 미칠 것이다(강준구, 1998).

합병의 특성을 통제하기 위해 추가로 도입한 변수로는 피합병기업의 상장/등록 여부, 합병기업의 규모, 그리고 파산 계열사 구제를 위한 합병 여부 등이 있다. 피합병기업이

4) 이들 요인외에도 기업인수합병결정의 성과에 영향을 미치는 변수로 합병기업의 자본구조가 지적되고 있다. Grossman and Hart(1982), Jensen(1986), Stulz(1990) 등에 의하면, 기업이 부채사용을 증가시키면 기업내 잉여현금흐름(free cash flow)이 감소하고, 이는 경영자의 사적추구유인을 통제하는 역할을 한다는 점에 기초한다. 본 연구에서도 이에 따라 합병기업의 자본구조를 포함하여 분석을 행하여 보았으나, 자본구조는 아무런 유의성을 갖지 못함을 알 수 있었는데, 이는 한국의 경우 소유권 유지의 측면이 자본구조 형성의 주 요인이 됨에 따라 부채사용으로 인해 지배구조가 개선된다는 일반적 추론이 성립하기 어렵다는 점을 의미한다.

상장/등록법인의 경우 사적기업인 경우에 비해 절차상 요건이 더 강할 것으로 예상되는 등 합병성과에 차이가 존재할 수 있다는 추론이 가능하다. 합병기업의 규모는 일반적으로 기업규모가 기업재무의 제반 연구에서 통제변수로 사용하는 것이 합당하다는 이유에서 추가되었다.⁵⁾ 또한 기업합병이 기업가치 증대 보다는 파산한 계열기업의 구제를 위해 단행된 경우 합병기업의 시장가치에 부정적인 영향을 미칠 것이므로 그 효과를 통제하는 더미변수를 통제변수로 추가하였다.

IV. 표본선정

1. 표본의 선정

본 연구의 표본은 1992년부터 2002년까지 최근 11년간 발생한 합병 중 합병기업이 상장회사인 경우를 대상으로 하였다. 증권거래소 전자공시시스템의 공시를 이용하여 비금융업체의 기업합병 표본을 산출한 결과, 총 155개의 합병기업 표본을 추출할 수 있었다. 이 중 한국신용평가(주)에서 제공하는 KIS-SMAT와 한국상장회사협의회에서 발행한 상장회사 DataBase에서 기업코드를 찾을 수 없거나 자료가 빠져있는 기업 16개를 제외하여 총 139개 기업을 분석표본으로 추출하였다

지금까지 국내의 합병에 관한 선행연구들은 모두 합병결의공시일을 사건일로 하고 있다. 하지만 합병결의공시일을 사건일로 사용하는 것은 합병결의공시 전에 이미 합병에 관한 정보가 발표되어 있을 경우 그 정보효과를 충분히 반영하지 못할 가능성을 내포하게 된다. 우리나라의 경우 합병에 대한 정보가 합병결의공시 전에 이미 주식시장에 알려지고 여기에 대해 해당 기업이 합병을 검토 중이라는 합병검토공시(조회공시)를 발표한 경우가 상당수 있었다. 자본시장이 효율적이라면 합병결의공시 전에 합병검토공시가 있는 경우 합병결의 시점에서는 합병과 관련된 정보가 주가에 이미 반영되어 있을 가능성이 높다. 특히 우리나라의 경우 계열사간의 합병이 전체 표본의 절반 정도임을 고려한다면 합병결의공시 전에 합병관련 주요 정보가 주가에 반영될 가능성이 상당히 크다고 볼 수 있다. 따라서 합병관련정보가 기업가치에 미치는 영향분석에 있어 합병결의 일을 사건일로 사용할 경우 그 영향이 과소평가될 문제점을 지니게 된다. 이러한 문제점을 최대한 줄이기 위해 본 연구는 사건 발생일인 합병발표일을 합병검토일(합병검토공시가 없는 경우 합병결의공시일)로 선정하였다. 또한 본 연구는 합병공시가 주식시장

5) Queen and Roll(1987)은 기업규모가 기업의 장기적 신용등급에 가장 영향력이 큰 변수임을 보여주고 있다.

이 마감된 후에 이루어진 경우는 그 다음 거래일을 사건일로 하였다.⁶⁾

합병기업의 주가수익률은 한국신용평가사에서 발행한 KIS-SMAT에서 구하였으며 지분율은 한국상장회사협의회에서 발행한 상장회사 DataBase를 이용하였다.

2. 표본의 특성

<표 1>은 분석표본에 포함된 합병기업과 피합병기업의 연도별 분포를 나타내고 있다. 총 139개의 피합병기업 중 17개 기업은 상장기업이었으며, 나머지 122개 기업은 비상장기업이었다.⁷⁾ 기업합병 추이를 연도별로 살펴보면 외환위기 이전에는 년 5건 내외의 합병이 이루어지고 있었으나, 외환위기 이후 기업구조조정이 활발하게 진행되면서 기업합병이 빈발해졌음을 알 수 있다. 1999년 총 33건의 합병이 이루어짐으로써 기업합병 활동이 정점에 달한 후 그 이후에는 연간 20건 내외의 합병이 이루어지고 있다.

<표 1> 합병공시의 연도별 분포

	합병기업	피합병기업	
		상장기업	비상장기업
1992	3	0	3
1993	0	0	0
1994	5	0	5
1995	8	0	8
1996	4	0	4
1997	6	0	6
1998	19	9	10
1999	33	5	28
2000	19	3	16
2001	22	0	22
2002	20	0	20
합 계	139	17	122

6) Jensen and Ruback(1983)은 기업인수의 정보전달효과를 측정하기 위한 사건일로서 피합병기업 주주의 최종 합병승인일을 사용한 것은 적절하지 못하다고 지적하고 주가의 정보반영효과를 정확하게 측정하기 위해서는 기업인수의사가 최초로 알려진 날을 사용하여야 한다고 주장한다. 본 연구는 합병검토공시를 행한 후 실제 합병이 이루어지지 않은 경우는 표본에서 제외하였다.

7) 대부분의 피합병기업들이 비상장사이므로 합병 이후 수 년이 경과한 현 시점에서 피합병기업에 대한 기본적인 자료(지배구조, 재무구조 등) 획득이 불가능하였다. 피합병기업의 지배구조도 합병성공에 일정한 영향을 미칠 것으로 추론되지만, 본 연구에서는 피합병기업에 대한 자료획득이 불가능하여 이에 대한 분석이 행해지지 못한 한계가 있다.

<표 2> 30대재벌 소속여부와 합병특성에 따른 합병분류

합병분류	30대 재벌		비재벌		소 계
	계열사	비계열사	계열사	비계열사	
집중화	23	12	20	26	81
다각화	18	10	13	17	58
합계	41	22	33	43	139

<표 3> 요약 통계량

변 수	표본수	평균	중간값	표준편차	최소값	최대값
합병 CAR (-10,2)	139	1.572	1.375	11.790	-26.877	48.809
합병 CAR (-5,5)	139	0.201	-0.212	12.834	-29.521	53.478
합병 CAR (-10,10)	139	1.796	-0.058	19.662	-57.191	88.509
피합병 CAR (-10,10)	17	0.073	0.070	0.255	-0.389	0.828
대주주	139	32.856	30.060	16.555	1.390	86.970
임원	139	10.927	5.421	13.210	0.000	50.946
대량 보유자	139	7.068	0.000	10.524	0.000	45.390
기관	139	2.269	0.580	3.609	0.000	17.510
외국인	139	6.519	1.480	11.208	0.000	60.400
수익성	139	5.238	6.081	7.752	-39.915	31.071
기업규모	139	18.280	18.289	2.034	8.072	23.244

주) 1. 단위는 기업규모 이외는 모두 %임.

2. 각 변수의 정의를 요약하면 아래와 같다.

CAR : 합병일 전후기간에 대해 시장모형에 의해 측정된 누적초과수익률 ;

대주주 = 대주주 1인 및 특수관계인 지분(이하 모든 지분율은 합병직전 회계연도말 기준임) ;

임원 = 이사회 임원의 지분율 ;

대량보유자 = 5% 이상 지분소유자들의 보유지분의 합 ;

기관 = 기관투자자의 보유지분율 ;

외국인 = 외국인 투자자의 보유지분 ;

기업규모 = Ln(자본의 시장가치/1000) ;

수익성 = 자산수익률 ;

<표 2>와 <표 3>은 분석에 사용된 표본의 특성을 보여주고 있다. <표 2>는 합병기업의 30대 대규모기업집단 소속여부와 합병기업과 피합병기업의 산업의 연관성 유무에 따라 합병을 분류한 표이고, <표 3>은 분석에 사용된 변수들의 요약통계량을 보여주고 있다. 30대 대규모기업집단 소속여부를 알아보기 위하여 1992년부터 2003년까지 공정거래위원회에서 발행하는 매해의 공정거래연보와 공정거래백서를 참조하였다. 총 139개

합병기업 중 63개 기업이 30대 대규모기업집단에 속하는 것으로 집계되었다. 계열사 여부에 상관없이 동종산업에 속해 있는 기업을 인수한 경우가 81건(58.3%), 상이한 산업에 속해 있는 기업을 인수한 경우가 58건(41.7%)으로 보고 되었으며, 합병기업이 합병을 통해 얻을 수 있는 이점을 상대적으로 잘 알고 있다고 생각되는 계열사 간의 합병은 30대기업에서 41건(29.5%) 비재벌기업군에서는 33건(23.7%)으로 보고 되고 있다.

V. 실증분석 및 그 해석

1. 합병성과 측정

합병의 경제적 성과는 식 (1)과 같은 주가수익률 생성과정을 가정하는 시장모형을 이용한 사건연구(event study) 기법을 통하여, 합병발표의 비기대초과수익률을 산출하여 측정하였다.

$$R_{it} = \alpha_i + \beta_i \cdot R_{mt} + \epsilon_{it} \quad (1)$$

여기서, R_{mt} : t일의 시장포트폴리오의 수익률

R_{it} : 개별 주식의 t일의 수익률

ϵ_{it} : 잔차

이 모형의 상수항 α_i 과 베타계수 β_i 를 추정하기 위하여 공시일 사건 전 250일에서 사건 전 11일까지 240일의 일별 주가수익률과 일별 종합주가지수 수익률 자료를 이용하여 회귀분석을 행하였다. 합병의 성과를 합리적으로 추정하기 위해 합병기업에 의해 타 기업 합병이 확인된 최초의 시점을 사건기준일로 정하였다. 합병기업이 조회공시를 통해 합병을 확인한 시점을 기준일로 하고, 조회공시가 없는 경우에는 기업이 합병공시를 행한 시점을 기준일로 정하였다. 이 시점을 기준으로 회귀분석으로 추정된 시장모형을 이용하여 식 (2)와 같이 기대정상수익률을 구하고, 식 (3)을 이용하여 초과수익률을 산출하였다:

$$E(R_{it}) = \hat{\alpha}_i + \hat{\beta}_i R_{mt} \quad (2)$$

$$AR_{it} = R_{it} - E(R_{it}) \quad (3)$$

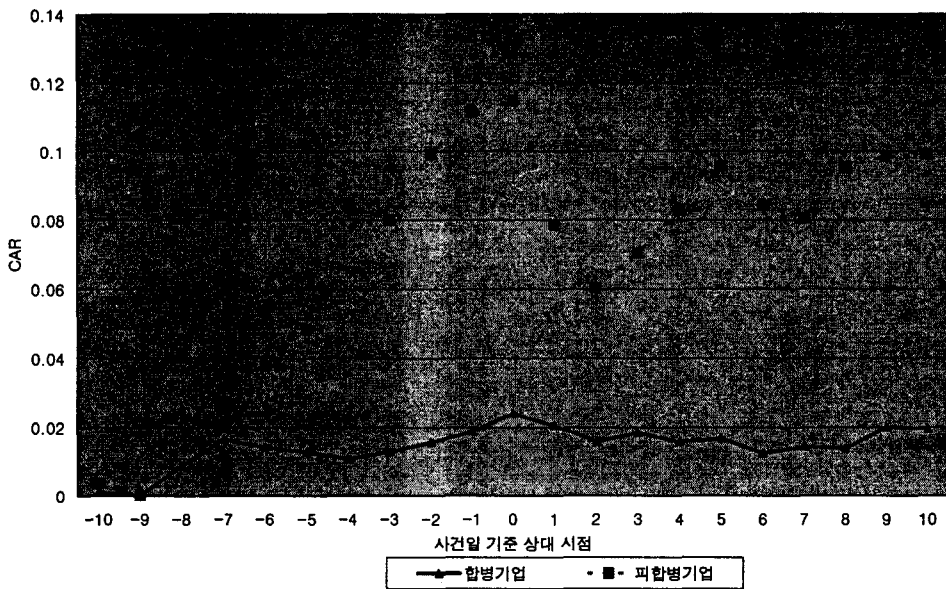
이 모델에서 R_{it} 와 R_{mt} 는 각각 t일의 기업 i의 주가수익률과 종합주가지수의 수익률

이다. t 일에서의 기대수익률을 계산한 후 사건일 전후 각 시점에 관찰된 실제수익률에서 기대수익률을 차감함으로써 개별 증권 i 의 초과수익률 AR_{it} 를 계산하였다. 그리고 식 (4)와 같이 t 일에서의 합병기업들의 포트폴리오를 구성하여 포트폴리오 전체의 평균 초과수익률인 AAR(Average Abnormal Return)을 산출한 후, 식 (5)와 같이 AAR를 누적한 누적평균초과수익률 CAR(Cumulative Average Abnormal Return)을 구하였다 :

$$AAR_t = \frac{1}{N} \sum_{i=0}^N AR_{it} \quad (4)$$

$$CAR_t = \frac{1}{T} \sum_{t=t_0}^{t=t_1} AAR_t \quad (5)$$

[그림 1] 합병기업과 피합병기업의 CAR



주) 합병기업의 표본 수는 139개 이고, 피합병기업의 표본 수는 17개임.

[그림 1]은 합병 공시일 전 10일(-10일)에서 공시일 후 10일(+10일)까지의 합병기업과 피합병기업의 누적평균초과수익률을 보여주고 있다. 그림을 통해 알 수 있듯이 합병기업과 피합병기업 모두 -8일 정도부터 합병에 대한 시장반응이 시작되고 있으며, 그 효과는 합병공시 이후에도 비교적 안정적으로 유지되고 있다. 합병공시 10일 이후에도 합병기업은 약 2%, 그리고 피합병기업은 약 10% 정도의 누적초과수익률을 가지게 된다.

이러한 결과는 한국의 경우 기업합병으로 인해 합병기업의 주주가치가 대체로 상승한다는 결과는 기존 연구결과와 일치하는 것이며(김희석, 1990 ; 강준구, 1998 ; 김위생, 서점식, 2000 ; 김희석, 조경식, 2002), 합병의 성과가 주로 피합병기업에게 더 강하게 작용한다는 미국의 연구결과와도 일치하고 있다(Jensen과 Ruback, 1983).

하지만 [그림 1]은 표본에 포함된 기업들의 평균적인 시장반응을 보여줄 뿐이다. 합병 전 10일에서 합병 후 10일 동안 측정된 누적평균초과수익률은 최소 -0.57에서 +0.20까지 개별 기업별로 다양하게 나타나고 있는데(<표 3> 참조), 이러한 기업별 횡단면적 차이가 기업지배구조에 의해 설명될 수 있는지를 다음 절에서 검토하기로 한다.

2. 합병성과에 대한 다중회귀분석

합병기업의 소유구조를 비롯한 기업지배구조가 인수합병의 성과를 설명하는 설명력을 가지는지를 검토하기 위해 다중회귀분석을 행하였다. 분석을 위한 기본 모형은 아래 식 (6)과 같이 설정하였다 :

$$\begin{aligned} \text{CAR} = & \beta_0 + \beta_1(\text{대주주}) + \beta_2(\text{대주주 제공}) + \beta_3(\text{임원}) + \beta_4(\text{대량보유자}) \\ & + \beta_5(\text{기관}) + \beta_6(\text{외국인}) + \beta_7(\text{기업규모}) + \beta_8(\text{수익성}) + \beta_9(\text{상장기업더미}) \\ & + \beta_{10}(\text{구제더미}) + \beta_{11}(\text{재벌더미}) + \beta_{12}(\text{이종산업더미}) + \beta_{13}(\text{계열사더미}) \\ & + \beta_{14}(\text{기간더미}) \end{aligned} \quad (6)$$

여기서 각 변수들은 아래와 같이 정의되었다 :

CAR : 합병일 전후기간에 대해 시장모형에 의해 측정된 합병기업의 누적초과수익률 ; 대주주 = 대주주 1인 및 특수관계인 지분(이하 모든 지분율은 합병직전 회계연도말 기준임) ;

대주주 제공 = 대주주 변수의 제공 ;

임원 = 이사회 임원의 지분율 ;

대량보유자 = 5% 이상 지분소유자들의 보유지분의 합 ;

기관 = 기관투자자의 보유지분율 ;

외국인 = 외국인 투자자의 보유지분 ;

기업규모 = Ln(자본의 시장가치/1000) ;

수익성 = 자산수익률 ;

상장기업더미 = 상장기업을 합병할 경우 1, 그 외는 0 ;

‘구제’(rescue merger) 더미 : ‘양’(+)의 순자산 가치를 가진 기업이 ‘음’(-)의 순자산 가치를 가진 기업을 합병하는 경우 1, 그 외는 0;

재벌더미 = 30대 기업집단 소속기업의 경우 1, 그 외는 0;

이종산업더미 = 이종산업간 다각화합병의 경우 1, 그 외는 0;

계열사더미 = 기업집단 소속기업을 합병하는 경우 1, 그 외는 0;

기간더미 = 기업구조조정이 진척된 기간인 1999년과 그 이후의 기간에 단행된 합병의 경우 1, 그 외는 0

첫 여섯 변수들은 기업소유구조가 합병의 성과에 어떤 영향을 미치는지 검토하는 지분 변수들이고, 소유구조 이외의 지배구조 관련 변수로 재벌기업 여부, 이종산업간 합병 여부, 계열사 합병 여부, 외환위기 기간 구분 등을 나타낼 수 있는 더미변수를 이용하였다. 통제변수로는 합병기업의 규모, 합병회사의 수익성, 상장기업합병 여부, 계열사 구제를 위한 합병 여부 등을 사용하였다. 또한 실제 분석에서는 변수 상호작용(interaction)의 영향을 검토하기 위해 더미 상호작용 변수도 추가하였다.

<표 4>는 기업지배구조가 합병성과의 횡단면적 차이를 설명할 수 있는지를 분석한 다중회귀분석의 결과를 보고하고 있다. CAR의 측정기간을 [-10,+2], [-5,+5], [-10,+10]의 세 방법으로 하여 각각 분석에 이용하였다. [-5,+5]동안의 CAR를 이용한 분석과 [-10,+10]동안의 CAR를 이용한 분석의 경우 회귀변수의 유의성에 약간의 차이를 보여 줄 뿐 질적 해석에 있어서는 동일하였다. 다만, [-10,+2]동안의 CAR를 이용한 분석의 경우 대체로 회귀계수 값의 부호는 동일하였으나, 유의수준이 상당히 감소하는 경향을 보여 주었다. 본 논문의 분석기간 동안 한국 주식시장은 주가변동율의 상하한 폭이 좁아서 사건일 이후를 좀더 넓게 측정하는 것이 합리적이라는 기존연구의 주장에 따라, CAR[-10,10]을 종속변수로 이용한 분석결과를 중심으로 그 해석을 행하고자 한다.⁸⁾

우선 지배구조를 대변하는 변수들 중 더미변수를 제외한 모형과 이들을 포함 시킨 모형 등 두 회귀모형을 이용하여 분석을 행하였다. 한편 기업집단에 의한 합병의 경우 기업집단에 대해 금융, 세제 및 투자에 대한 정부의 차별적 규제가 존재함을 감안할 때, 비재벌사에 의한 합병과는 다른 성격을 지닐 것이라는 예측이 가능하다. 따라서 전체표본에 대한 분석을 행한 후 재벌기업에 의한 합병과 비재벌기업에 의한 합병으로 구분하여 각각 추가 분석을 행하였다.

8) 30대 기업집단 소속기업과 여타기업의 합병성과를 분석한 Bae, Kang and Kim(2002)에서는 이와 유사한 이유에 따라 CAR[-5,+5]를 분석대상으로 삼았다.

<표 4> 기업지배구조와 기업가치와의 관계

	전체표본		30대 재벌		비재벌	
	Model 1	Model 2	Model 3	Model 4	Model 5	Model 6
C	-3.289 (-0.21)	10.723 (0.64)	-9.184 (-0.33)	2.650 (0.08)	-15.905 (-0.87)	-19.044 (-1.05)
대주주	0.015 (0.04)	0.063 (0.18)	-0.255 (-0.48)	-0.566 (-1.05)	0.586 (1.19)	0.922* (1.85)
대주주 제공	0.130 (0.30)	0.076 (0.18)	0.691 (1.10)	0.739 (1.23)	-0.711 (-1.13)	-1.009* (-1.64)
임원	0.106 (0.80)	0.175 (1.29)	0.018 (0.07)	0.189 (0.81)	0.193 (1.24)	0.304* (1.86)
대량보유자	0.261* (1.67)	0.251* (1.65)	0.798*** (2.69)	0.611** (2.14)	-0.040 (-0.19)	0.011 (0.06)
기관	0.183** (2.17)	0.198** (2.21)	0.112 (0.66)	0.212 (1.23)	0.201* (1.86)	0.185* (1.80)
외국인	0.009 (0.06)	-0.258 (-0.94)	-0.245 (-0.76)	-0.933 (-1.19)	0.202 (1.25)	-0.092 (-0.33)
기업규모	-0.284 (-0.36)	-0.215 (-0.27)	0.487 (0.32)	0.637 (0.38)	-0.119 (-0.14)	0.488 (0.58)
수익성	-0.194 (-0.89)	-0.305 (-1.38)	-0.920** (-1.77)	-1.148** (-2.22)	0.029 (0.12)	-0.176 (-0.74)
상장더미	14.104*** (2.88)	14.169*** (2.74)	9.512 (1.28)	15.654** (2.05)	22.807*** (3.39)	20.097*** (2.80)
구제더미	-8.546** (-2.27)	-10.836*** (-2.84)	-7.377 (-1.07)	-13.201* (-1.89)	-9.918** (-2.24)	-12.105*** (-2.79)
재벌더미		-9.463* (-1.64)				
이종산업더미		-3.897 (-0.67)		-2.255 (-0.26)		-9.345 (-1.06)
계열사더미		-5.461 (-0.94)		-9.512 (-0.97)		4.597 (0.61)
외환위기이후		-17.754*** (-2.71)		6.763 (0.65)		-20.252** (-2.59)
외환위기x외국인		0.488 (1.51)		1.009 (1.17)		0.448 (1.33)
외환위기x재벌		15.127** (2.20)				
외환위기x이종산업		1.956 (0.27)		-1.777 (-0.15)		9.989 (0.96)
외환위기x계열사		-1.897 (-0.27)		-12.320 (-1.03)		-4.524 (-0.51)
Adj - R sq.	0.13	0.19	0.16	0.25	0.15	0.28
F - stat.	3.06***	2.78***	2.16**	2.28**	2.36**	2.78***

주) 1. "x"를 포함한 변수는 상호작용 항(interaction terms)을 의미함. ***, **, *는 각각 1%, 5%, 10%유의수준에서 통계적으로 유의함.

2. 검증에 사용된 표본은 1992년~2002년 사이에 기업합병을 단행한 139개 기업임.

분석결과를 검토해 보면 지분변수 등 기업지배구조 변수들이 합병성과의 횡단면 차이에 대해 상당한 설명력을 지니고 있음을 알 수 있다. 가장 두드러지게 나타나는 시사점은 지분변수 중에서 대주주 1인 지분 및 임원 지분 등 내부 투자자 지분변수 보다는 지분 5% 이상 대량보유자의 지분과 기관투자자의 지분 등 외부 투자자의 지분이 상대적으로 강하게 합병성과에 긍정적으로 영향을 미친다는 점이다. 경영권 보호를 중시하는 한국경영환경을 고려할 때 내부 투자자의 지분보다는 외부 투자자의 지분이 기업합병의 성과를 잘 설명하고 있다는 분석결과는 대량보유자나 기관투자자 등 외부 투자자들이 기업지배구조 개선에 일정한 역할을 하고 있음을 의미한다고 할 수 있다. 즉 결집된 형태로 외부 투자자들의 지분이 형성되어 있는 기업의 경우 기업지배구조가 개선될 가능성이 높아져서 기업합병과 같은 대규모 투자가 기업가치를 훼손하는 방향으로 결정되기 어렵다는 점을 의미한다고 하겠다.

또한 30대 재벌표본과 비재벌표본으로 구분하여 분석한 Model 3~6의 분석결과를 검토하면 대량보유자 지분과 기관투자자 지분의 설명력이 두 표본에 대해 상대적으로 다르게 나타남을 알 수 있다. 즉 재벌표본에서는 5% 이상 대량보유자 지분이 기업합병의 성과를 강하게 설명하고 있음에 비해, 비재벌표본에서는 기관투자자 지분의 설명력이 더 강하다는 것이다. 이는 기업규모가 큰 재벌기업의 경우 기관투자자의 지분이 분산되기 쉽고 이에 따라 기관투자자의 의사결집이 어려워져 비재벌기업에 비해 기관투자자들이 기업의 의사결정에 그 영향력을 발휘하기가 어렵기 때문일 것이다. 기관투자자 지분율은 특히 비재벌표본에서 기업합병의 성과와 유의한 ‘양’(+)의 상관관계를 보이고 있다. 이러한 결과는 대량보유자 지분과 기관투자자 지분 등 결집된 외부 투자자의 지분이 높은 기업이 합병을 단행할 경우 시장은 전반적으로 긍정적 반응을 보임을 의미하며, 또한 시장효율성을 가정한다면 이 결과는 결집된 외부 투자자 지분이 높은 기업일수록 ‘양’(+)의 순현재가(positive NPV)를 가진 합병을 단행할 가능성이 높음을 의미한다.

대량보유자 지분과 기관투자자 지분 이외에 중요한 외부 투자자로 인식되는 외국인 지분의 경우 그 자체로서는 기업합병의 성과에 큰 영향을 미치지 못하고 있다. 하지만 상호작용 변수(interaction term)인 ‘외환위기×외국인’ 변수가 ‘양’(+)의 회귀계수 값을 가짐을 감안할 때 외국인 주식투자가 본격화 된 1999년 이후에는 그 이전에 비해 외국인 지분이 기업합병의 성과에 미치는 영향력이 증가되었음을 알 수 있다.⁹⁾

대주주 1인 지분이나 임원 지분 등 내부 투자자들의 지분율은 합병의 성과를 설명하

9) CAR(10, +2)와 CAR(-5, +5)를 종속변수로 분석한 경우에는 외환위기×외국인 변수의 유의성이 10% 이내로 나타났다.

는 유의한 변수가 되지 못하였다. 이들 변수들은 경영자 지분을 대변하는 변수로 볼 수 있는데, 이론적인 면에서는 경영자 지분이 증가하면 기업지배구조의 개선이 이루어지는 측면뿐 아니라 지배구조의 악화가 이루어지는 측면도 있다. 경영자 지분이 증가함에 따라 Jensen and Meckling(1976)의 경영자 대리인비용은 감소할 수 있지만, 경영자 지분이 일정수준 이상을 초과하게 되면 기업의 통제구조로부터 자유로워진 경영진의 자기안주경향(managerial entrenchment)이 나타나기 때문에 지배구조의 악화가 나타날 수 있기 때문이다(Morck, Shleifer and Vishney, 1988). 그러므로 경영자 지분이 기업지배구조에 미치는 영향은 긍정적 효과와 부정적 효과가 현시되는 함수형태에 의존한다고 할 수 있으므로, 이를 검증하기 위해 대주주 1인 지분의 제곱을 추가하여 경영자 지분이 비선형으로 기업지배구조에 영향을 미치는 지를 검토하여 보았으나 그 영향은 크지 않았다.

지배구조와 관련된 더미변수들의 영향을 살펴보면 기간더미(1999년 이후 1을 취함)가 ‘음’(-)의 추정치를 보이고 있는데, 이는 외환위기 이후에 단행된 합병이 그 이전에 단행된 합병에 비해 합병의 성과가 낮음을 의미한다. 이 결과는 1997년과 1998년 사이의 외환위기를 겪으면서 한국 투자자들이 기업규모의 확대로 귀결되는 합병에 대해 대체로 부정적 평가를 내리고 있음을 보여주고 있다고 해석될 수 있다. 하지만 기간더미와 재벌더미의 상호작용변수(interaction term)는 ‘양’(+)의 추정계수 값을 지니고 있는데, 이는 외환위기 과정 중 30대 기업집단이 상대적으로 더 강한 기업구조조정을 거친 결과로 해석될 수 있을 것이다. 즉 구조조정 과정을 거친 이후 기업집단이 합병을 단행할 경우 시장참여자들은 그 합병이 기업규모의 확대를 통한 경영자의 사적이익추구라는 측면보다는 해당기업의 향후 수익성에 긍정적으로 작용할 합병으로 해석한다는 것이다. 기간 더미변수와 재벌 더미변수와의 여타 지배구조관련 더미변수들은 유의한 관계를 보여주지 않고 있다.

통제변수 중 기업규모나 수익성은 유의하게 합병의 성과에 영향을 미치지 못하고 있지만, 피합병기업이 상장기업인지의 여부를 나타내는 ‘상장기업’더미와 피합병기업의 순자산 가치가 ‘음’(-)인 경우를 나타내는 ‘구제’(rescue merger)더미가 유의한 회귀계수 값을 보이고 있다. 상장기업 더미에 대한 계수 값이 ‘양’(+)인 점을 감안할 때 이미 상장되어 있는 기업을 인수하는 경우 비상장기업(private firm)을 인수하는 경우에 비해 합병의 성과가 더 높았음을 의미하는데, 이는 비상장기업의 합병에 대해 상대적으로 외부통제가 약해서 기업가치극대화 이외의 동기에 의한 합병이 좀 더 용이하게 이루어졌기 때문으로 해석된다. 예를 들면 재벌 기업의 입장에서는 소속계열사가 파산위험에 직면

할 경우, 비록 그 기업을 합병하는 것이 기업가치극대화에 반하는 경우라 하더라도 그 계열사를 구제하기 위한 합병을 시도할 유인이 존재한다. 이 경우 피합병기업이 상장기업(public firm)인 경우에는 피합병기업의 가치에 대한 정보가 합병기업 주주 등 시장참여자들에게 잘 알려져 있어서, 합병기업의 경영진이 기업가치를 훼손하는 합병을 시도할 경우 외부통제가 강해지므로 그러한 합병을 시도하기가 어려웠기 때문이라고 해석된다.

‘구제’(rescue merger) 더미변수는 ‘양’(+)의 순자산 가치를 가지는 기업이 ‘음’(-)의 순자산 가치를 가지는 기업을 합병하는 경우 1을 취하고, 그 외는 0을 취하는 더미변수로 정의되었다.¹⁰⁾ ‘구제’ 더미변수가 1을 취하는 경우는 합병기업이 기업가치 중대 보다는 계열기업 구제 등의 목적에 의해 합병을 단행하였을 개연성이 상대적으로 더 높을 것이므로 시장가치에 부정적인 영향을 미칠 가능성이 더 높을 것이다. 분석결과는 ‘구제’ 더미변수가 유의한 ‘음’(-)의 회귀계수 값을 가지고 있음에 따라 이러한 추론을 지지하고 있다.

VI. 요약 및 결론

본 연구는 외환위기 전후의 기간을 포함하는 1992년~2002년의 기간동안 행해진 한국기업의 인수합병결정의 성과를 측정하고 그 성과에 대한 횡단면분석을 통해 기업지배구조가 합병성적을 설명할 수 있는지를 검토하였다. 본 연구를 통해 지분변수 등 기업지배구조 변수들이 합병성과의 횡단면 차이에 대해 상당한 설명력을 지니고 있음을 알 수 있었고, 그 설명력은 재벌기업 여부에 따라 다소 상이하게 나타나고 있음을 알 수 있었다. 본 연구의 시사점을 좀더 구체적으로 서술하면 아래와 같다.

첫째, 지분변수 중에서 대주주 1인 지분 및 임원 지분 등 내부 투자자 지분변수 보다는 지분 5% 이상 대량보유자의 지분과 기관투자자의 지분 등 외부 투자자의 지분이 상대적으로 강하게 합병성적에 긍정적으로 영향을 미친다. 특히 재벌표본에서는 5% 이상 대량보유자 지분이 기업합병의 성과를 강하게 설명하고 있음에 비해, 비재벌표본에서는

10) 매수금액과 합병비율의 비교를 통해 ‘합병 premium의 크기’를 합리적으로 측정할 수 있다면, 이 변수는 합병의 성과에 영향을 미치는 주요한 변수로 작용할 것이다. 하지만 한국의 경우 비상장기업에 대한 합병이 많고, 상장기업에 대한 합병의 경우에도 매수금액과 합병비율을 동시에 제공하는 경우가 거의 없어서 합병 premium을 합리적으로 측정하기 어렵다. 그러므로 한국의 상황에서는 ‘구제’ 더미변수가 합병 premium의 존재여부를 대변한다고 가정할 수 있을 것이다. 이를 인식하는데 도움을 주신 익명의 심사위원에게 감사드린다.

기관투자자 지분의 설명력이 더 강하게 나타나고 있다.

둘째, 대량보유자 지분과 기관투자자 지분 이외에 중요한 외부 투자자로 인식되는 외국인 지분의 경우 그 자체로서는 기업합병의 성과에 큰 영향을 미치지 못하고 있지만, 외국인 주식투자가 본격화 된 1999년 이후에는 그 이전에 비해 외국인 지분이 기업합병의 성과에 미치는 영향력이 증가되었음을 알 수 있다.

셋째, 대주주 1인 지분이나 임원 지분 등 내부 투자자들의 지분율은 합병의 성과를 설명하는 유의한 변수가 되지 못하였다.

넷째, 외환위기 이후에 단행된 합병이 그 이전에 단행된 합병에 비해 합병의 성과가 낮은 것으로 나타났는데, 이 결과는 1997년과 1998년 사이의 외환위기를 겪으면서 한국 투자자들이 기업규모의 확대에 귀결되는 합병에 대해 대체로 부정적 평가를 내리고 있음을 보여주고 있다고 해석될 수 있다. 또한 외환위기 과정 중 30대 기업집단이 상대적으로 더 강한 기업구조조정을 거친 결과로 해석할 수 있는 증거를 발견하였다.

본 연구의 실증분석 결과는 전체적으로 기업합병의 성과에 기업지배구조가 상당한 영향을 미치고 있음을 시사하고 있다. 특히 경영권 보호를 중시하는 한국경영환경을 고려할 때 내부 투자자의 지분보다는 외부 투자자의 지분이 기업합병의 성과를 잘 설명하고 있다는 분석결과는 대량보유자나 기관투자자 등 외부 투자자들이 기업지배구조 개선에 중요한 역할을 하고 있음을 의미한다고 할 수 있다.

참 고 문 헌

- 강준구, 『연구보고서』, 한국금융연구원, (1998).
- 김병호, “기업의 소유구조와 기업가치 및 수익률에 대한 연구 : 임원지분율을 중심으로”, 증권학회지, 제30집, (2002), 391-434.
- 김위생, 서점식, “증권시장개방과 M&A 공시효과”, 재무연구, 제13권, (2000), 245-275.
- 김주현, “기업의 소유구조와 기업가치의 관계성에 관한 연구”, 재무연구, 제5집, (1992), 129-154.
- 김희석, 조경식, “합병기업관련 주주부 변화의 결정요인”, 재무관리연구, 제19권 2호, (2002), 77-109.
- 박경서, 백재승, “재벌기업의 경영자는 비재벌기업의 경영자와 얼마나 다른가? : 한국상장기업의 소유구조, 자본구조 및 기업가치에 관한 실증연구”, 재무연구, 제14권 2호, (2001), 89-130.
- 박상수·우수명, “IMF 경제위기 이후 기업집단의 구조조정성과와 소속기업의 독립성”, working paper, 한국증권학회, (2003).
- 윤영섭, 김성표, “기본적 변수, 거시경제요인, 기업특성적 위험과 주식수익률”, 재무관리연구, 16권 2호, (1999), 179-214.
- 장영광, “기업합병과 주식취득이 주주 부에 미치는 영향에 관한 실증연구”, 고려대학교 대학원 박사학위 논문, (1985).
- 전상경, “규모의 확대와 사업다각화에 따른 기업가치의 변화 : 구조조정의 영향을 중심으로”, 증권학회지, 제32집 1호, (2003), 219-254.
- 조일흠, 이성규, “한국기업그룹의 다각화 전략 연구”, 연구총서, Vol.-No.1, (1987), 1-32.
- 조경식, 박준철, 김희석, 이장형, “코스닥시장에서 합병공시가 주주부에 미치는 효과”, 경영학연구, 제32권 3호, (2003), 737-732.
- 주상룡, “국내합병·피합병기업의 특성 비교”, 재무관리연구, 제14권 1호, (1997), 269-299.
- 황동섭, “상장제조기업의 소유구조와 기업가치”, 경영학논총, 제30집, (2003), 409-419.
- 홍재범, 황규승, “한국기업의 다각화와 경제적 성과에 대한 연구”, 경영학연구, (1997), 493-511
- Agrawal, A., Jaffe, J. F. and Mandelker, G. N., “The Post-Merger Performance of Acquiring Firms : A Re-Examination of an Anomaly,” *Journal of Finance*, 47, (1992), 1605-1671.

- Asquith, P., Bruner, R. F. and Mullins, D. W., "The Gains to Bidding Firms From Merger," *Journal of Financial Economics*, (1983), 121-139.
- Bae, K., Kang, J. and Kim, J., "Tunneling or Value Added? Evidence from Mergers by Korean Business Groups," *Journal of Financial Economics*, (2002), 2695-2740.
- Berger, P. and Ofek, E., "Diversification's Effect on Firm Value," *Journal of Financial Economics*, 37, (1995), 39-65.
- Bradley, M., Desai, A. and Kim, E. H., "The rationale behind interfirm tender offers : Information or Synergy?," *Journal of Financial Economics*, 11, (1983), 183-206.
- Claessens, S., Djanjov, S., Fan, S. J. and Lang, L., "The separation of ownership and control in East Asian corporations," *Journal of Financial Economics*, 58, (2000), 81-112
- Dennis, D. K. and McConnell, J. J., "Corporate mergers and security returns," *Journal of Financial Economics*, 16, (1986), 143-187.
- Dodd, P., "Merger Proposals, Management Discretion and Stockholder Wealth," *Journal of Financial Economics*, 8, (1980), 105-137.
- Dodd, P. and Warner, J. B., "On corporate governance : A study of proxy contests," *Journal of Financial Economics*, 11, (1983), 401-438.
- Eckbo, E., Horizontal Mergers, "Collusions, and stockholder wealth," *Journal of Financial Economics*, 11, (1983), 241-273.
- Eger, C. E., "An empirical test of the redistribution effect in pure exchange mergers," *Journal of Financial and Quantitative Analysis*, 18, (1983), 547-572.
- Firth, M., Takeovers, "shareholder returns, and the theory of the firm," *Quarterly Journal of Economics*, (1980), 235-260.
- 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., "An analysis of the principal-agent problem," *Econometrica*, 51, (1983), 7-45.
- Houston, J., James, C. and Marcus, D., "Capital market frictions and the role of internal capital markets in banking," *Journal of Financial Economics*, 46, (1997), 83-109
- Huang, R. and Walkling, R., "Target abnormal returns associate with acquisitions

- announcements : Payment, Acquisitions form and Managerial resistance,” *Journal of Financial Economics*, 19, (1987), 329-350.
- Jensen, M. C., “The Takeover Controversy : Analysis and Evidence,” *The Midland Corporate Finance Journal*, (Summer, 1986), 3-43.
- Jensen, M. and Ruback, R., “The Market for Corporate Control : The Scientific Evidence,” *Journal of Financial Economics*, 11, (April 1983), 5-50.
- Jensen, M. C. and Meckling, W. H., “Theory of Firm : Managerial Behavior Agency Costs and Ownership structure,” *Journal of Financial Economics*, 3, (1976), 305-360.
- Lamont, O., “Cashflow and Investment : Evidence from Internal Capital Markets,” *Journal of Finance*, 52, (1997), 83-109.
- La Porta, R., Lopez-de-Silanes, F., Shieifer, A. and Vishny, R. W., “Investor protection and corporate governance, 2002,” *Journal of Financial Economics*, 58, (2002), 3-27
- Langetieg, T. C., “An Application of a Three-Factor performance Index to Measure Stockholder Gains form Merger,” *Journal of Financial Economics*, 6, (1978), 365-384.
- Leeth, J. D. and Borg, J. R., “The Impact of Takeovers on Shareholder Wealth during the 1920s Merger Wave,” *Journal of Financial and Quantitative Analysis*, 35, (2000), 217-238.
- Lins, K. V. and Servaes, H., “International Evidence on the Value of Corporate Diversification,” *Journal of Finance*, 54, (1999), 2215-2239.
- Malatesta, P. H., “The effect of merger activity and the objective functions of merging firms,” *Journal of Financial Economics*, 11, (1983), 155-181.
- McConnell, J. and Servaes, H., “Additional Evidence on Equity Ownership and Corporate Value,” *Journal of Financial Economics*, 27, (1990), 595-612.
- Morck, R., A. Shleifer, A. and Vishny, R. W., “Management ownership and Market Valuation : An Empirical Analysis,” *Journal of Financial Economics*, 20, (Jan/ March 1988), 293-315.
- Queen, M. and Roll, R., “Firm mortality : Using Market Indicators to predict survival,” *Financial Analyst Journal*, 43, (1987), 9-26.

- Rajan R., Servaes, H. and Zingales, L., "The cost of diversity : The diversification discount and inefficient investment," *Journal of Finance*, 55, (2000), 35-80.
- Scharfstein, D. S., "The dark side of internal capital markets : Evidence from dividend conglomerates, MIT Sloan school of Management working paper," (1998).
- Servaes, H., "The value of diversification during the conglomerate merger wave," *Journal of Finance*, 51, (1996), 12101-1255.
- Shin H. H. and Stulz, R. M., "Are International capital markets efficient?," *Quarterly Journal of Economics*, 113, (1998), 531-553.
- Shleifer, A. and Vishny, R. W., "A survey of corporate governanc," *Journal of Finance*, 52, (1997), 737-781.
- Stein, J. C., "Inernal capital markets and the competition for corporate resources," *Journal of Finance*, 52, (1997), 111-153.
- Stulz, R. M., "Managerial Discretion and Optimal Financial Policies," *Journal of Financial Economics*, 26, (1990), 3-28.
- Sudarsanam, S. and Peter, H., "Shareholder Wealth Gains in Mergers : Effect of Synergy and Ownership Structure," *Journal of Business Finance and Accounting*, 23, (1996), 673-698.
- Wansley, J., Lane, W. and Yang, H., "Abnormal returns to acquired firms by types of acquisitions and method of payment," *Financial management*, 38, (1983), 16-22.

THE KOREAN JOURNAL OF FINANCIAL MANAGEMENT
Volume 21, Number 2, Dec. 2004

The Effect of Corporate Governance on Performance of Mergers and Acquisitions

Jiho Cho* · Sang-gyung Jun*

<abstract>

From the perspective of corporate governance, we examine the acquirers' performance of mergers and acquisitions. The empirical results of our study show that outside active shareholders, such as block shareholders or institutional shareholders, affect acquirers' performance in M&A's: the ownership of outside active shareholders is positively correlated with the performance of acquirers. However, the ownership of insiders, such as that of incumbent managers or major shareholders, does not have any significant effect on the performance of M&A's. We also found that the ownership of foreign investors increased its explanatory power after the financial crisis of Asia.

Since the current literature concludes that the improvement of corporate governance would enhance the shareholders' wealth, the results of our study implies that outside active investors, rather than insiders, are playing an important role in the corporate governance.

Keywords : Mergers and Acquisitions, Corporate Governance, Ownership Structure, Firm Value, Event Study

* Hanyang University, School of Business