

박 사 학 위 논 문

코스닥시장에서 비상장기업의
합병에 관한 연구

2006년 12월

한성대학교 대학원
경영학과 재무관리전공
김 종 원

박 사 학 위 논 문

지도교수 최 용 식

코스닥시장에서 비상장기업의 합병에 관한 연구

위 논문을 경영학 박사학위 논문으로 제출함

2006년 12월

한성대학교 대학원
경영학과 재무관리전공
김 종 원

김종원의 경영학 박사학위 논문을 인정함

2006년 12월 일

심사 위원장	인
심 사 위 원	인
심 사 위 원	인
심 사 위 원	인
심 사 위 원	인

목 차

제 1 장 서론	1
제 1 절 연구 목적	1
제 2 절 연구 동기	3
제 3 절 연구 범위와 방법	4
1. 초과수익률 분석	5
2. 초과수익률 영향요인 분석	6
제 4 절 논문의 구성	7
 제 2 장 합병에 관한 이론적 고찰	8
제 1 절 합병의 의의 및 유형	8
1. 합병 및 인수 정의	8
2. 합병 및 인수의 유형	8
제 2 절 합병 및 인수의 동기	11
1. 시너지 효과	11
2. 시장지배력	12
3. 과소평가이론	13
4. 대리인이론	13
5. 잉여현금이론	14
제 3 절 역합병의 의의	14
1. 역합병의 정의	14
2. 역합병의 특성	15

제 3 장	합병과 관련된 국내환경 분석	17
제 1 절	우리나라 합병시장의 현황	17
제 2 절	우리나라의 합병 관련 법규 및 절차	20
1.	합병 관련 법규	20
2.	합병 절차	25
제 4 장	선행연구	28
제 1 절	국내 연구	28
1.	김위생과 서점식의 연구	28
2.	김희석과 조경식의 연구	29
3.	조경식, 박준철, 김희석, 이장형의 연구	30
4.	조경식과 이원복의 연구	31
5.	김석태, 곽노성, 허노중의 연구	32
제 2 절	국외 연구	35
1.	Chang의 연구	35
2.	Gleason, Rosenthal, Wiggins III의 연구	37
3.	Kohers의 연구	37
제 5 장	실증분석	41
제 1 절	표본과 자료	41
1.	표본 선정	41
2.	자료의 수집	42
제 2 절	연구 방법	43
1.	합병공시효과의 측정	43
2.	합병공시효과의 영향요인 분석	46
제 3 절	실증분석 결과	50
1.	전체표본에 대한 합병제기업의 합병공시효과 분석	50
2.	합병대상기업이 상장기업과 비상장기업인 표본의 합병공시효과	

분석	57
3. 정상합병과 역합병 표본의 합병공시효과 분석	67
4. 합병공시효과의 영향요인 분석	76
 제 6 장 연구의 결론 및 한계	87
제 1 절 연구의 결론 및 시사점	87
1. 합병제의기업의 합병공시효과 분석	87
2. 합병공시효과의 영향요인	89
제 2 절 연구의 한계점 및 향후 연구 방향	89
 참고 문헌	91
 ABSTRACT	105

표 목 차

<표 1-1> 합병대상기업의 상장여부에 따른 표본 수	5
<표 1-2> 정상합병과 역합병에 따른 표본 수	5
<표 3-1> 기업결합 추이 (전체)	18
<표 3-2> 기업결합의 유형별 추이	18
<표 3-3> 외국기업에 의한 국내기업 결합 내역	19
<표 4-1> 합병공시효과에 관한 우리나라 선행연구 결과의 요약	33
<표 4-2> 합병제외기업 주주 부 변화의 결정요인 관련 우리나라 선행연구의 요약	34
<표 4-3> 합병공시효과에 관한 국외 선행연구의 요약	39
<표 4-4> 합병제외기업 주주 부 변화의 결정요인 관련 국외 선행연구의 요약	40
<표 5-1> 합병대상기업의 상장여부에 따른 표본 분류	41
<표 5-2> 정상합병과 역합병에 따른 표본 분류	42
<표 5-3> 초과수익률 영향요인의 분류와 변수의 정의	50
<표 5-4> 전체표본의 거래일별 AAR과 CAAR (N=109)	50
<표 5-5> 전체표본의 누적기간별 CAAR 요약 (N=109)	52
<표 5-6> 합병제외기업이 일반기업과 벤처기업인 경우의 CAAR 차이 분석	55
<표 5-7> 표본기간에 따른 합병제의 일반기업과 벤처기업의 CAAR 비교	56
<표 5-8> 합병대상기업이 상장기업인 표본의 거래일별 AAR과 CAAR (N=9)	57
<표 5-9> 합병대상기업이 상장기업인 표본의 누적기간별 CAAR 요약 (N=9)	59
<표 5-10> 합병대상기업이 비상장기업인 표본의 거래일별 AAR과 CAAR (N=100)	59

<표 5-11> 합병대상기업이 비상장기업인 표본의 누적기간별 CAAR 요약 (N=100)	62
<표 5-12> 합병대상기업이 상장기업과 비상장기업인 경우 CAAR 차이 비교	62
<표 5-13> 대상기업의 상장여부에 따른 CAAR에 대한 선행연구 비교 ..	63
<표 5-14> 합병대상기업 최대주주 지분율	65
<표 5-15> 합병기업 총자산에 기초한 상대적 규모 비교	66
<표 5-16> 정상합병 표본의 거래일별 AAR과 CAAR (N=64)	68
<표 5-17> 정상합병의 누적기간별 CAAR 요약 (N=64)	70
<표 5-18> 역합병 표본의 거래일별 AAR과 CAAR (N=36)	70
<표 5-19> 역합병의 표본의 누적기간별 CAAR 요약 (N=36)	72
<표 5-20> 정상합병과 역합병 CAAR 차이 비교	73
<표 5-21> 역합병에 대한 선행연구와 CAAR 차이 비교	74
<표 5-22> 합병제외기업의 자기자본이익률 비교	75
<표 5-23> 합병제외기업 분석과 관련된 기술통계량	78
<표 5-24> 합병제외기업과 관련된 변수들간의 상관관계 분석	79
<표 5-25> 대상기업이 비상장기업인 경우 제외기업의 누적초과수익률에 대한 회귀분석 결과 (N=100)	81
<표 5-26> 정상합병인 경우 제외기업 누적초과수익률에 대한 회귀분석 결과 (N=64)	82
<표 5-27> 역합병인 경우 제외기업 누적초과수익률에 대한 회귀분석 결 과 (N=36)	83
<표 5-28> 대상기업이 비상장기업인 경우 절편제외 제외기업의 누적초과 수익률에 대한 회귀분석 결과 (N=100)	84
<표 5-29> 정상합병인 경우 절편제외 제외기업 누적초과수익률에 대한 회귀분석 결과 (N=64)	85
<표 5-30> 역합병인 경우 절편제외 제외기업 누적초과수익률에 대한 회귀분석 결과 (N=36)	86

그림 목 차

<그림 5-1> 전체 표본의 거래일별 CAAR 추세	54
<그림 5-2> 합병대상기업이 상장기업과 비상장기업인 표본의 거래일별 CAAR 추세	67
<그림 5-3> 역합병과 정상합병 표본의 거래일별 CAAR 추세	76

제 1 장 서 론

제 1 절 연구 목적

코스닥시장은 1997년 7월1일 개장된 후 성장을 거듭하여, 2005년 12월말 현재 918개 기업이 상장되어 있는 주식시장으로 변모하였다. 그러나 급속한 양적 성장에 따라 부실기업이 많이 발생하는 부작용이 나타났으며, 이러한 부실기업의 구조조정과 코스닥기업의 경쟁력 제고를 위한 각종 제도의 개선이 진행되고 있다.

특히, 이 기간에 발생한 합병 중에는 「역합병」(reverse merger)이라는 기존의 합병과 다른 형태의 합병도 포함되어 있다. 이러한 역합병은 다음과 같이 다양하게 정의되고 있다.

Gleason, Rosenthal and Wiggins III(2002)의 연구는 역합병을 ‘상장기업의 지위를 얻기 위해 비상장기업이 상장기업에 의해 인수되어, 비상장기업이 궁극적으로 존속회사로 남는 기업지배권 관련 사건’으로 정하고, 실증 분석하였다.

우리나라의 김석태-곽노성-허노중(2005)은 미국의 선행연구인 Gleason, Rosenthal and Wiggins III(2002)에서 정의한 역합병의 개념을 그대로 도입하여, 우리나라의 코스닥시장 상장기업들을 대상으로 연구한 바 있다.

실무적으로 미국의 나스닥 규정¹⁾에서는 역합병을 「비나스닥기업과 나스닥기업과의 결합」, 「실질적인 기업지배권의 이전」 및 「상장기업으로서의 지위획득」을 목적으로 하는 합병으로 설명하고 있다.

이러한 관점들을 종합하여 본 연구에서는 역합병을 비상장기업에 의한 상장기업의 인수와 그에 따른 기업지배권의 실질적 이전으로 정의하고자 한다. 즉 비상장기업의 최대주주가 궁극적으로 상장기업의 최대주주가 되고, 그 과정에서 비상장기업의 최대주주가 보유하고 있던 비상장주식이 상장주식으로 전환되는 합병을 의미한다.

역합병이 종결되면 비상장기업은 정상적인 심사과정을 거치지 않고서도

1) The Nasdaq Stock Market, Inc., “Marketplace Rules 4330(f)”, 2004.

실질적으로 상장되는 효과를 누릴 수 있는데, 이런 효과 때문에 역합병을 우회상장(backdoor listing)이라고도 한다. 이러한 우회상장은 상장된 부실 기업이 퇴출되지 않고 계속 존재하는 문제점, 상장기준에 미치지 못하는 기업이 상장되는 문제점 등을 갖고 있다. 이에 금융감독위원회는 2006년 2월 코스닥시장의 ‘우회상장 실태점검’ 결과를 토대로, 코스닥시장의 우회상장과 관련된 제도개선 방안을 마련하는 등 주식시장의 원활한 운영을 위해 노력하고 있다.²⁾

이와 같이 코스닥시장에서 비상장기업과 관련한 합병이 빈번하게 일어나고 있으나, 학문적으로는 활발하게 연구되고 있지 않다. 특히 합병대상 기업을 상장기업과 비상장기업으로 구분하여 합병제외기업의 공시효과를 연구하거나, 정상합병과 역합병의 효과를 비교 분석한 연구는 아직 발표된 바 없다.

이러한 관점에서 본 연구의 목적은 다음과 같다.

첫째, 코스닥시장에서 합병제외기업의 일별 주가자료를 이용하여 합병공시효과를 측정한다. 이와 같이 측정된 결과를 유가증권시장에서의 합병공시효과에 관한 선행연구 결과와 비교 분석한다.

둘째, 코스닥시장에서의 합병을 합병대상기업이 상장기업인 경우와 비상장기업인 경우로 구분하여 합병제외기업의 합병공시효과를 비교 분석한다.

셋째, 코스닥시장의 합병 중 합병대상기업이 비상장기업인 경우를 역합병과 정상합병으로 구분하여 합병제외기업의 합병공시효과를 비교 분석한다.

넷째, 코스닥시장의 합병공시효과에 대한 영향변수를 실증적으로 조사·분석함으로써, 합병제외기업의 합병공시효과에 영향을 미치는 요인을 분석한다.

2) 금융감독원, “코스닥시장 우회상장 관련 제도개선”, 2006.5.10.

제 2 절 연구 동기

지금까지 합병에 관하여 국내외에서 많은 이론적 연구와 실증적 분석들이 진행되어 왔다. 그 중 합병공시에 따른 초과수익률(abnormal return)의 검정을 통하여, 주주 부 변화에 관한 연구와 횡단면 회귀분석을 통한 주주 부 변화의 원인을 규명하려는 연구가 많았다.³⁾ 특히 국내 선행연구는 증권선물거래소의 유가증권시장에 상장된 기업을 대상으로 한 연구가 대부분이며, 코스닥시장에 상장된 기업을 대상으로 한 연구는 많지 않았다.⁴⁾ 또한, 역합병에 대해서는 아직 심층적으로 연구된 바 없다.⁵⁾

따라서 본 연구의 동기는 구체적으로 다음과 같다.

첫째, 합병연구에 있어서 우리나라 합병시장의 환경변화를 고려하는 것이다. 우리나라에서는 1980년대 후반까지 합병시장에 대한 규제가 심해서, 합병활동이 경제적인 이유와 시장원리에 의해 이루어지지 못했다. 그러나 1990년 8월 1일 상장사에 대한 대량주식 취득허용, 1991년 3월 증권회사에 대한 매수 합병업무취급 허용, 여신관리제도의 개편, 1997년 3월 증권거래법상의 대량주식 소유제한제도 폐지, 1998년 3월 일부 기간산업을 제외한 외국인의 국내 기업에 대한 주식취득한도 폐지 등 일련의 정책으로 인하여 합병활동이 활발해지기 시작했다. 특히 1997년 IMF외환위기를 겪으면서 합병시장은 개방적이고 경쟁적으로 변했다. 이와 같은 경쟁적인 시장에

3) 합병공시에 따른 초과수익률의 검정에 관한 국외의 실증연구는 Dodd(1980), Asquith(1983), Asquith, Brunner and Mullins Jr.(1983), Malatesta(1983), Chang(1998), Eckbo(1983), Ghosh and Jain(2000), Leeth and Borg(2000), Gleason, Rosenthal and Wiggins III(2002), Kohers(2004) 등이 있다.

합병관련 기업 주주 부 변화의 결정요인에 관한 국외의 실증연구는 Jensen and Ruback(1983), Travlos(1987), Hayn(1989), Lang, Stulz and Walkling(1989), Hertz and Smith(1993), Loughran and Vijh(1997), Chang(1998), Ghosh and Jain(2000), Kohers(2004) 등이 있다.

4) 합병공시에 따른 초과수익률의 검정에 관한 국내의 실증연구는 장영광(1985), 이석규 (1989), 김희석(1990), 최상덕(1991), 나영호(1994), 윤평구-황인태(1995), 송영균-주상용(1997), 김위생-서점식(2000), 김희석-조경식(2002), 조경식-박준철-김희석-이장형(2003), 조경식-이원복(2004) 등이 있다.

합병관련 기업 주주 부 변화의 결정요인에 관한 국내의 실증연구는 장영광(1985), 김희석(1990), 김광남(1992), 송영균-주상용(1997), 김혜진(1998), 강준구(1998), 정형찬-박경희(1999,1999), 김위생-서점식(2000), 김희석-조경식(2002), 조경식-이원복(2004) 등이 있다.

5) 역합병에 대해서는 김석태-곽노성-허노중(2005)의 논문이 한국중소기업학회의 하계학술대회에서 발표된 바 있다.

서의 합병은 과거 상대적으로 비경쟁적이고 구매자중심적인 시장에서의 합병과는 다를 것이다.

둘째, 코스닥시장의 합병에 대한 종합적 연구가 필요하다는 점이다. 우리나라에서는 미국 나스닥시장을 벤치마킹하여, 1996년 7월 1일 코스닥시장이 최초로 개설되었다. 코스닥시장은 유가증권시장에 상장하기 어려운 벤처기업과 유망중소기업 등이 발행한 주식에 대해 환금성을 부여함으로써, 장기적이고 안정적인 자금을 조달할 수 있는 기회를 제공하는 것을 목적으로 하고 있다. 이와 같은 코스닥시장에서의 합병은 기존 자본시장인 유가증권시장과는 다른 특성을 가질 것이다. 따라서 코스닥시장과 유가증권시장에서의 합병공시효과를 비교 분석하고자 한다.

셋째, 코스닥시장에서 역합병과 정상합병에 대한 연구의 필요성이다. 코스닥시장에서의 합병의 특징 중 하나는 정상합병과는 다른 우회상장을 목적으로 하는 역합병이 많다는 점이다. 이러한 역합병은 상장된 부실기업이 퇴출되지 않고 계속 존재함으로써 발생하는 문제점, 상장기준에 미치지 못하는 기업이 상장되는 문제점 등을 갖고 있다. 따라서 이와 같은 역합병의 공시효과와 그 결정요인에 대해 분석하고자 한다.

제 3 절 연구 범위와 방법

본 논문의 연구기간은 2000년 1월 1일부터 2005년 12월31일까지로 하였다. 이 기간을 분석기간으로 정한 이유는 금융감독원 전자공시시스템 (<http://dart.fss.or.kr>) 공시자료가 2000년 1월부터 제공되었기 때문이다.

6년간의 연구대상기간 동안 금융감독원 전자공시시스템을 검색한 결과 총 126개의 합병신고서를 추출하였다. 그 중 상장폐지된 11개 기업, 동시에 2개의 기업과 합병한 5개 기업, 중복 신고한 1개기업을 제외한 109개 기업을 최종표본으로 선정하였다.⁶⁾

6) 상장폐지된 11개기업은 세화기술투자, 피코소프트, 아이텍스필, 텔슨전자, 디지털, 이론테크, 이지클럽, 테라, 3R, 코닉스, 타임 등이다. 두개의 기업과 합병을 한 5개 기업은 솔본, 모헨즈, 동부정보기술, 모티스, 팬텀 등이 있고, 중복신고 1개 기업은 모빌링크이다.

연구방법은 시장조정모형(market adjusted model)을 이용하여 개별주식의 초과수익률을 측정한 후, 표본의 평균초과수익률(AAR)과 누적평균초과수익률(CAAR)을 산정하여 다음과 같이 분석한다.

1. 초과수익률 분석

첫째, 표본업체 109개 업체의 평균초과수익률과 누적평균초과수익률을 측정한다. 이와 같이 측정된 결과를 유가증권시장에서의 선행연구 결과와 비교 분석한다.

둘째, 표본업체 109개 업체를 합병대상기업이 상장기업인 경우와 비상장기업인 경우로 구분하여 합병제외기업의 초과수익률을 분석한다.

<표 1-1> 합병대상기업의 상장여부에 따른 표본 수

구분	2000년	2001년	2002년	2003년	2004년	2005년	계
상장	4	1	3	0	0	1	9
비상장	13	11	10	14	21	31	100
계	17	12	13	14	21	32	109

셋째, 표본업체 중 합병대상기업이 비상장기업인 경우를 정상합병과 역합병으로 구분하여 합병제외기업의 초과수익률을 분석한다.

<표 1-2> 정상합병과 역합병에 따른 표본 수

구분	2000년	2001년	2002년	2003년	2004년	2005년	계
정상합병	12	9	7	7	11	18	64
역합병	1	2	3	7	10	13	36
계	13	11	10	14	21	31	100

2. 초과수익률 영향요인 분석

합병공시효과인 합병제외기업의 누적초과수익률에 영향을 미치는 요인을 알아보기 위하여 새로운 주식대량보유자 지분율, 상대적 규모, 합병대상기업의 경영성과, 합병대상기업의 부채비율 등을 독립변수로 회귀분석을 한다.

1) 합병에 따른 새로운 주식대량보유자 지분율

합병에 따른 새로운 주식대량보유자의 지분율이 합병제외기업의 누적초과수익률에 미치는 영향을 분석한다. 새로운 주식대량보유자 지분율의 대용변수로는 합병제외기업의 합병 전과 후의 발행주식수 변화율에 대상기업 최대주주 지분율을 곱한 비율을 사용하고자 한다.

2) 상대적 규모

합병당사기업간 상대적 규모가 합병제외기업의 누적초과수익률에 미치는 영향을 분석한다. 상대적 규모의 대용변수로 합병대상기업의 총자산을 합병제외기업의 총자산으로 나눈 비율을 사용한다.

3) 합병대상기업의 경영성과

합병대상기업의 합병 전 경영성과가 합병제외기업의 누적초과수익률에 영향을 미치는지를 분석한다. 합병대상기업의 경영성과 대용치로는 총자산이익률, 자기자본이익률 등이 사용되는데, 본 연구에서는 자기자본이익률을 사용하고자 한다.

4) 합병대상기업의 부채비율

합병대상기업의 합병 전 부채비율이 합병제외기업 누적초과수익률에 미치는 영향을 분석한다. 부채비율의 대용변수로는 합병대상기업의 부채를

자기자본으로 나눈 비율을 사용하고자 한다.

제 4 절 논문의 구성

본 논문은 다음과 같이 구성되어 있다.

제1장은 본 연구의 서론으로서 연구의 목적, 연구의 동기, 연구의 범위와 방법, 논문의 구성에 대하여 언급하였다.

제2장은 합병에 관한 이론적 고찰을 한다.

제3장은 우리나라 합병시장의 현황, 우리나라의 합병 관련 법규 및 절차 등 합병과 관련된 국내 환경에 대해 설명한다.

제4장은 합병공시효과 및 그 결정요인에 관한 국내외의 연구 결과에 대해 이론적 고찰을 한다.

제5장은 본 연구의 연구 방법 설계와 통계적 검증절차를 중심으로 실증 연구 결과를 제시한다.

제6장에서는 연구 결과를 요약하고, 연구의 한계점과 앞으로의 연구 방향을 제시하고자 한다.

제 2 장 합병에 관한 이론적 고찰

제 1 절 합병의 의의 및 유형

1. 합병 및 인수의 정의

기업은 급변하는 환경 속에서 생존하고 계속적으로 성장하기 위해 다양한 적응전략을 추구하고 있다. 일반적으로 성장초기에 있는 기업은 투자규모의 확대를 통하여 생산을 증대하고 매출액을 신장시키려고 한다. 이처럼 현재의 경영활동 범위를 확대시켜 기업의 규모와 영업범위를 늘리고, 경영합리화에 의한 이익의 축적을 통해 성장하는 전략을 내적 성장(internal growth)이라 한다.

이에 반해 외적 성장(external growth)이란 타회사의 일부 또는 전부를 획득하거나 타회사의 자산을 취득하는 방법으로 성장하는 전략을 의미한다. 그 대표적인 방법은 두 기업이 하나의 기업으로 합해지는 합병(merger)과 주식취득이나 자산취득과 같은 매수(acquisition), 즉M&A(merger and acquisition)이다. 합병과 매수가 이와 같이 그 형태는 다르지만, 대상기업의 경영진이 새로운 경영진으로 바뀐다는 점에서는 동일하다.

따라서 합병 및 매수(merger and acquisition)란 기업의 인적·물적 자원의 배분에 대한 기업지배권(corporate control)이 교체되는 것이라고 정의할 수 있다.

2. 합병 및 인수의 유형

1) 합병의 유형

합병이란 2개 이상의 회사가 하나의 기업으로 되는 가장 강력한 기업결합의 수단을 말한다. 법률적인 측면에서 합병은 흡수합병(merger)과 신설합병(consolidation)의 2가지 유형으로 분류된다.

흡수합병은 합병되는 기업 중에서 한 기업이 법률적으로 존속하여 다른 합병대상기업의 모든 자산과 채무 등을 인수함으로써 기존의 한 회사만 남게 되는 결합 형태이다.

반면에 신설합병은 합병대상 기업들이 모두 해산하고 새로운 기업을 설립하여, 이 신설기업에 소멸기업들의 자산과 채무 등을 이전시키는 결합 형태이다. 따라서 흡수합병과 신설합병의 구분은 기존의 기업 중에서 한 기업이 합병기업으로 되느냐 혹은 신설기업이 합병기업으로 되느냐에 따라 결정된다.

그리고 경제적인 측면에서 합병은 수직적 합병, 수평적 합병, 다각적 합병의 3가지 유형으로 분류된다.

수직적 합병(vertical merger)은 생산 및 유통과정의 전후단계에 있는 기업간에 이루어지는 합병 형태로써, 기업간의 상거래가 수요자와 공급자 관계에 있는 기업들의 합병을 의미한다.

수평적 합병(horizontal merger)은 동일업종에서 상호 경쟁관계에 있는 기업들이 하나의 기업으로 합병된 형태이다.

다각적 합병(conglomerate merger)은 사업상 수요·공급관계나 경쟁관계 등의 관련성이 없는 이종 기업간에 이루어지는 합병 형태이다.

2) 매수의 유형

매수(acquisition)는 대상기업 주식이나 자산의 일정 부분을 매입함으로써 경영권을 획득하는 주식매수와 자산매수로 나눌 수 있다. 즉 기업매수는 단순히 투자목적이 아니라 기업지배권을 취득하고자 함이 그 목적이다.

주식매수(stock acquisition)는 매수기업이 대상기업의 주식을 일정 지분 인수함으로써 경영지배권을 확보하는 방법이다. 이러한 주식매수가 합병과 다른 점은 대상기업이 매수된 후에도 법률적으로 독립성을 계속 유지하기 때문에, 주주총회의 승인을 필요로 하지 않는다는 점이다. 특히 주식분산이 잘 되어 있는 대상기업의 경우에는 50% 이하의 주식을 매입하더라도 대주주가 될 수 있으므로, 적은 비용으로 기업지배가 가능하다는 장점이 있다.

주식매수의 가장 보편적인 방법은 증권거래소 시장 밖에서 대주주로부터 주식을 매수하거나, 불특정 다수의 일반 주주로부터 매도 청약을 권유하여 주식을 사 모으는 공개매수(takeover bid; TOB)가 있다.

자산매수(asset acquisition)는 매수기업의 주식 대신에 일부 자산 또는 사업부문을 매입함으로써 경영지배권을 확보하는 방법이다. 일반적으로 자산매수는 대상기업의 경영진과 협상을 통해 진행되므로, 소수 주주들의 주식매도 반대를 피하면서 경영권을 확보할 수 있는 방법으로 이용되고 있다. 그러나 자산소유권의 이전에 따른 법적 절차가 복잡하고 거래비용이 수반된다는 점이 주식매수와 다른 점이다.

3) 실무적 기업결합의 유형

미국의 반트러스트법을 집행하고 있는 연방통상위원회(FTC; Federal Trade Commission)에서는 합병제외기업과 합병대상기업에 대한 사업의 제품과 시장에 대한 관계를 기초로하여 합병 및 인수를 다음의 5개 유형으로 분류하고 있다.⁷⁾

- (1) 수평합병: 쌍방기업의 동일지역 시장에서 동일하거나 동종 제품에
제휴하고 있는 경우의 합병 및 인수
- (2) 수직합병: 쌍방의 기업이 잠재적으로 합병기업과 피합병기업의 관
계에 있는 경우의 합병 및 인수
- (3) 제품확장: 쌍방기업의 생산 혹은 판매의 기능면에서 관련성이 있으나
직접적으로 서로 경합하지 않는 제품을 판매하는 경우
- (4) 시장확대: 쌍방기업이 동일 제품을 생산하고 있으나 상이한 지역의
시장에서 판매하고 있는 경우의 합병 및 인수
- (5) 순수 다각적 합병: 쌍방기업의 제품-시장간에 아무런 관계가 없는
경우의 합병 및 인수

한편 우리나라의 공정거래위원회 고시인 기업결합심사기준에서는 거래

7) Federal Trade Commission, Statistical Report on Management and Acquisitions, available at www.ftc.gov.

분야를 기초로 하여 기업결합을 다음의 3개 유형으로 분류하고 있다.⁸⁾

- (1) 수평형 기업결합: 경쟁관계에 있는 회사간의 결합
- (2) 수직형 기업결합: 원재료의 생산에서 상품의 생산 및 판매에 이르는
생산과 유통과정에 있어서 인접하는 단계에 있
는 회사간의 결합
- (3) 혼합형 기업결합: 수평형 또는 수직형 기업결합 이외의 기업결합

제 2 절 합병 및 인수의 동기

1. 시너지 효과

시너지 효과(synergy effect)란 두 개의 기업이 결합할 경우, 두 기업간의 특별한 보완작용에 의해 개별기업 가치의 합 이상으로 가치가 창출되는 효과를 의미하며 ‘상승효과’라고도 한다. 이러한 시너지 효과는 영업시너지(operating synergy)와 재무시너지(financial synergy) 측면에서 그 원동력을 찾아볼 수 있다.

1) 영업시너지(operating synergy)

영업시너지는 구매, 생산, 마케팅, 유통, 회계, 인사 분야 등 경영의 전반적 관리에서 규모의 경제(economies of scale)나 범위의 경제(economies of scope)에 의해 이루어진다. 규모의 경제는 수평적 합병 등을 통해 기업 규모가 커지면서, 산출량이 증가할수록 생산단위당 비용이 감소하는 효과를 말한다.

범위의 경제는 기업결합을 통해 두 종류 이상의 제품생산이나 두 개 이상의 사업부가 생산시설, 유통망, 광고 활동, 연구 및 개발 등의 중복되는

8) 독점규제 및 공정거래에 관한 법률 제7조 제5항의 규정에 의한 “기업결합심사기준”, 공정거래위원회 고시 제1999-2호, 1999.4.15.

시설이나 인력을 공유함으로써 비용을 절감하는 것이다. 이처럼 규모의 경제와 범위의 경제에 의한 효율성의 증가를 영업시너지 효과라 한다.

2) 재무시너지(financial synergy)

재무시너지는 기업결합에 의해 자본비용의 감소나 자금조달상의 이익확대 등과 같은 효율성의 증가를 의미한다. 우선 합병 및 인수에 의한 기업결합 후에는 현금흐름의 변동성이 감소하는 위험분산 효과를 얻을 수 있다. 이 밖에도 기업규모가 커지면 대규모로 자금을 조달하게 되는데, 이때 자금조달 측면에서 규모의 경제가 발생하여 단위당 자본거래비용 또는 발행비용이 감소하는 시너지 효과를 기대할 수 있다.

2. 시장지배력

합병 및 인수는 기업규모를 확대하여 시장점유율을 높이거나 경쟁제한에 의한 독점적 이윤을 확보하고자 하는 동기에서 이루어진다는 주장이다. 특히 동종산업의 기업이 결합하는 수평적 합병의 경우 기업규모 및 시장점유율의 증대가 확실히 예상되므로, 다른 회사와의 경쟁에서 유리한 위치를 확보할 수 있다. 이는 기업의 시장지배력을 강화시켜 경쟁감소와 가격인상 등에 의한 이윤증가를 가능하게 한다. 즉 합병기업은 시장지배력의 행사를 통하여 가격과 이윤에 대한 독점적 경쟁력을 얻게 된다는 의미이다.

그러나 산업전체적인 측면에서는 기업집중에 의해 관련시장의 경쟁이 제한되고 그에 따라 독과점과 담합 등에 의한 사회적 비용이 초래되기 때문에 정부의 규제가 존재한다. 우리나라에서도 시장지배력이 확대되어 공정한 경쟁을 제한하거나 경쟁업체를 축출할 우려가 있는 기업합병은 ‘독점규제 및 공정거래에 관한 법률’에 의해 규제를 받고 있다.

3. 과소평가이론

합병 및 인수의 동기로 인수대상기업의 시장가치가 과소평가되어 있기 때문에 기업결합이 발생한다는 주장이다.

인수대상기업이 과소평가된 이유로는 우선 경영진의 비효율적 경영방식을 들 수 있다. 이는 경영자가 기업가치의 극대화보다는 자신의 경영능력만을 과시하기 위한 비효율적 의사결정을 하게 되어, 기업의 잠재력을 충분히 발휘하지 못한 경우이다. 또 다른 이유로는 정보의 비대칭(information asymmetry)을 들 수 있는데, 이는 인수기업이 대상기업에 대한 내부자 정보를 갖고 있는 경우이다.

4. 대리인이론

대리인 문제(agency problem)는 일반주주의 대리인(agent)으로서 기업을 운영하는 경영자가 주주의 부를 극대화시키기보다는 자신의 이익을 극대화시키기 위하여 행동하는 경우에 발생하는 문제를 말한다. 기업의 소유와 경영이 분리되어 있거나 또는 경영진의 지분율이 낮을 때, 주주의 목표와 경영자의 목표가 상충됨으로써 생기는 문제이다. 즉 경영진은 경영을 아무리 잘하더라도 추가적인 이익을 별로 얻을 수 없을 경우, 회사비용으로 값비싼 사무실, 자동차, 비행기, 회원권 등을 구입해 개인적 용도로 사용하게 된다.

이러한 기업의 주주들은 경영자가 자신의 이익과 관련된 경영활동을 하고 있는지 감시하게 되는데, 이러한 경영자의 도덕적 해이(moral hazard)와 관련된 모든 비용을 대리인 비용(agency cost)이라 한다.

이 이론에 의하면 합병 및 인수는 경영진의 효율적 경영을 통해 낭비요인인 대리인 비용을 감소시킴으로써, 그만큼의 기업가치를 증가시키고자 하는 동기에서 이루어진다는 주장이다.

5. 잉여현금이론

이 이론은 기업이 많은 잉여현금흐름(free cash flow)을 갖고 있으나 기업내부에 적당한 투자대상이 없을 때, 그 여유자금을 바탕으로 다른 기업을 인수하게 된다는 주장이다. 반대로 인수대상기업이 충분한 잉여현금흐름을 갖고 있는 경우, 그 기업을 인수함으로써 여유자금을 사용할 목적으로 합병 및 인수가 발생할 수도 있다는 이론이다.

이러한 주장은 현금흐름이 많으나 성장기회가 제한적인 업종의 기업들을 대상으로 발생하는 기업인수와 차입매수(LBO) 등을 설명하는데 유용한 이론이다.

제 3 절 역합병의 의의

1. 역합병의 정의

역합병의 개념에 대해 선행연구 및 미국의 나스닥시장에서는 다음과 같이 정의하고 있다.

Gleason, Rosenthal and Wiggins III(2002)는 역합병을 ‘상장기업의 지위를 얻기 위해 비상장기업이 상장기업에 의해 인수되어, 비상장기업이 궁극적으로 존속회사로 남는 기업지배권 관련 사건’이라 정의하고 있다.

실무적으로 미국의 나스닥 규정⁹⁾에서는 역합병을 「비나스닥기업과 나스닥기업과의 결합」, 「실질적인 기업지배권의 이전」 및 「상장기업으로서의 지위획득」을 목적으로 하는 합병으로 정의하고 있다.

이러한 관점들을 종합하여 본 연구에서는 역합병을 비상장기업에 의한 상장기업의 인수와 그에 따른 기업지배권의 실질적 이전으로 정의하고자 한다. 즉 비상장기업의 최대주주가 궁극적으로 상장기업의 최대주주가 되고, 그 과정에서 비상장기업의 최대주주가 보유하고 있던 비상장주식이 상

9) The Nasdaq Stock Market, Inc., “Marketplace Rules 4330(f)”, 2004.

장주식으로 전환되는 합병을 의미한다.

구체적으로 본 연구에서는 역합병을 합병을 공시한 기업 중에서, 합병으로 인한 신주발행에 따른 최대주주 변경을 공시한 기업으로 하였다.

역합병이 종결되면 비상장기업은 정상적인 심사과정을 거치지 않고서도 실질적으로 상장되는 효과를 누릴 수 있는데, 이런 효과 때문에 역합병을 우회상장 (backdoor listing) 이라고도 한다. 그러나 우회상장 중 최종적으로 비상장기업의 주주가 상장기업의 최대주주의 지위로 전환되지 않는다면 역합병의 범주에 포함시키지 않았다.

2. 역합병의 특성

역합병은 실무적으로 많이 발생하고 있으나, 학문적 연구는 상대적으로 활발하지 않은 상태이다. Gleason, Rosenthal and Wiggins III(2002)의 연구에서 역합병이 되는 상장기업은 합병공시전 수익성이 열악한 것으로 나타난 반면, 재무안정성과 유동성은 열악하지 않은 것으로 나타났다. 표본으로 선정된 기업의 규모는 자산규모 기준으로 상장기업은 평균 58.71백만 달러, 비상장기업은 34백만달러의 소규모기업이었으며, 산업평균에 비해 수익성이 저조한 기업들이 대부분인 것으로 나타났다. 역합병이 되는 상장기업의 총자산이익률은 -23.9% 자기자본이익률은 -30.88%, 매출액순이익률은 -26%였다. 그러나 현금보유비율 및 부채의존도는 시장평균이었다. 또한 이 연구는 역합병이후 존속 기업의 절반 이상이 합병후 18개월 이내에 상장취소, 파산, 피흡수합병의 운명을 맞이하는 것으로 분석하였다.

우리나라 코스닥시장을 대상으로 한 김석태-곽노성-허노중(2005)의 연구에서도 역합병이 되는 상장기업의 역합병이전 재무적 특성은 수익성은 열악한 반면, 재무구조는 우량한 것으로 나타났다. 이 연구는 열악한 수익성은 해당 코스닥기업이 합병시장에 나온 이유를 설명해 주고, 우량한 재무구조는 코스닥기업이 역합병의 대상으로 채택된 이유라고 보았다.

표본으로 선정된 역합병이 되는 코스닥기업의 총자산이익률은 -5.89%, 자기자본이익률은 -20.07%, 매출액순이익률은 -39.46%였다. 그러나 부채

의존도(부채/총자산)는 41.56%로 시장평균인 한국신용평가정보의 KIS산업 평균 대비 -13.42%로 나타났다. 이와 같이 역합병이 되는 코스닥기업은 수익성은 열악하나, 재무구조는 우량한 것으로 나타났다.

한편 이 연구는 코스닥시장의 역합병 동기는 코스닥기업과 비상장기업 모두 최대주주의 투자회수인 것으로 분석하였다. 코스닥기업의 경우 역합병으로 이미 최대주주의 지위를 양도한 것이므로 주식처분을 통한 투자회수라고 보았다. 또한 비상장기업의 최대주주도 역합병을 통해 경영권을 획득한 다음, 합병 이후 지속적으로 취득한 주식을 처분하여 투자를 회수한다고 분석하였다.

이러한 관점들을 종합하여 볼 때 역합병이 되는 상장기업의 역합병 이전 재무적 특성은 수익성은 열악한 반면, 재무안정성과 유동성은 우량한 것으로 보인다. 즉 열악한 수익성은 해당 코스닥기업이 합병시장에 나온 이유를 설명해 주고, 우량한 재무구조는 코스닥기업이 역합병의 실질적인 인수대상으로 채택된 이유를 설명하는 것으로 판단된다.

제 3 장 합병과 관련된 국내환경 분석

제 1 절 우리나라 합병시장의 현황

우리나라에서는 1980년대 후반까지 합병에 대한 각종 규제로 인해, 합병 활동이 경제적인 이유와 시장원리에 의해 이루어지지 못했다.¹⁰⁾ 그러나 1990년대초부터의 자본시장 개방정책의 실시와 1997년 IMF외환위기를 겪으면서 합병시장은 개방적이고 경쟁적으로 변했다.

1990년대 초부터 시작된 자본시장 개방정책은 다음과 같다.

- 1990년 8월1일 상장사에 대한 대량주식 취득 허용
- 1991년 3월 증권회사에 대한 매수 합병업무 취급 허용
- 1997년 3월 증권거래법상의 대량주식 소유제한제도 폐지
- 1998년 3월 일부 기간산업을 제외한 외국인의 국내 기업에 대한 주식취득한도 폐지

이와 같은 정책 시행에 따라, 기업의 합병 및 인수활동은 대기업 및 기업집단을 중심으로 더욱 활발해지고 있다.

<표 3-1>은 우리나라의 기업결합 추이를 나타내고 있다. 전체적으로 자본시장 개방정책 등의 영향으로 증가세를 보이고 있으며, 기업결합 수단별로는 주식취득, 임원겸임, 합병 및 영업양수, 회사신설 중 주식취득에 의한 합병의 비중이 가장 높았다. 한편, 기업결합의 유형별 추이는 <표 3-2>에 서와 같이 혼합결합이 가장 많은 비중을 차지하고 있다.

10) 상장당시의 대주주 이외의자는 전체지분의 10%이상의 주식을 구입할 수 없도록 한 구증권거래법 제200조 등의 제한이 있었다.

〈표 3-1〉 기업결합 추이(전체)

(단위: 건)

연도	주식취득	회사신설	합병	임원겸임	영업양수	계
1981-1990	851	516	314	191	131	2,003
1991-2000	1,043	915	351	229	360	2,898
2001-2005	1,222	411	418	861	330	3,242
2001	234	98	73	177	62	644
2002	215	101	65	143	78	602
2003	215	87	67	167	53	589
2004	263	83	103	236	64	749
2005	295	42	110	138	73	658
합계	3,116	1,842	1,083	1,281	821	8,143

주: 1) 자료:공정거래위원회, 2005년도 통계연보, 2006.

2) 2005년은 소규모 회사에 대한 기업결합신고 면제로 회사설립, 임원겸임 건수 감소

〈표 3-2〉 기업결합의 유형별 추이

(단위: 건)

연도	수평적	수직적	혼합	계
1981-1990	532	369	1,102	2,003
1991-2000	774	553	1,571	2,898
2001-2005	784	346	2,112	3,242
2001	92	65	487	644
2002	151	65	386	602
2003	151	79	359	589
2004	198	64	487	749
2005	192	73	393	658
합계	2,090	1,268	4,785	8,143

주) 자료: 공정거래위원회, 2005년 기업결합 동향 및 특징, 2006.6.5.

한편, 외환위기 이후 우리나라 합병시장의 특징은 외국기업에 의한 국내 기업결합의 증가라고 할 수 있다. 우리나라에서의 외국인 주식투자는 1991년 12월까지 외국인 전용수익증권, 코리아 펀드 등을 통한 간접증권투자만 허용되었다. 그러나 1992년 1월부터 제한적으로 한국주식에 대하여 외국인이 직접 투자할 수 있도록 허용 되었다. 이후 1998년 5월 외국인의 투자한도가 폐지되었다. 따라서 공공적 법인 및 통신 관련 특별법 등에 따라 외국인의 취득한도가 있는 경우를 제외하고는 투자에 제한이 없다.¹¹⁾ <표 3-3>은 외국기업에 의한 국내기업 결합 내역을 나타내고 있다.

<표 3-3> 외국기업에 의한 국내기업결합 내역

구분	외국기업에 의한 국내기업결합 건수와 비중			기업결합 금액
	외국기업(A)	전체건수(B)	비중(A/B,%)	
2001	102	644	15.8	1.6조원
2002	90	602	14.9	1.3조원
2003	103	589	17.5	3.5조원
2004	125	749	16.7	6.3조원
2005	84	658	12.8	5.5조원

주) 자료: 공정거래위원회, 2005년 기업결합 동향 및 특징, 2006.6.5.

11) 외국인의 주식취득한도에 관한 최근 내용은 증권예탁결제원의 홈페이지(www.ksd.or.kr) '외국인 주식의 관리'를 통하여 확인하였다.

제 2 절 우리나라의 합병 관련 법규 및 절차

1. 합병 관련 법규

우리나라의 합병에 대한 관계법규로는 상법, 독점규제 및 공정거래에 관한 법률, 증권거래법, 코스닥시장 상장규정 등이 있다. 각 관계법규의 합병에 관한 주요 내용을 정리하면 다음과 같다.

1) 상법

상법상 합병은 원칙적으로 자유이나 해당회사의 주주뿐만 아니라 채권자의 권리관계에도 지대한 영향을 미치는 사항이므로, 현행 상법에서는 합병의 절차에 관하여 엄격한 규제를 하고 있다.

회사가 합병을 하는 경우 합병당사회사의 대표기관에 의해 합병조건, 합병방식 등 합병에 필요한 사항이 합의되어야 한다. 합병계약은 특별한 방식을 요하지 아니하나, 주식회사나 유한회사가 합병할 때에는 법정사항을 기재한 합병계약서의 작성이 반드시 필요하다.

이외에도 상법은 10%를 신고제도, 양도제한주식, 제3자 배정, 자기주식 취득, 상호주 소유제한 등의 규정을 두고 있다.¹²⁾

2) 독점규제 및 공정거래에 관한 법률

독점규제 및 공정거래에 관한 법률은 자산총액 및 매출액의 규모가 일정기준에 달하는 경우, 다른 회사의 주식 취득 또는 소유, 다른 회사와의 합병 등을 제한하고 있다.

자산총액 또는 매출액의 규모가 대통령령이 정하는 기준에 해당하는 회사는 다음의 경우에 공정거래위원회에 신고하여야 한다. 첫째, 다른 회사의 발행주식총수(의결권 없는 주식 제외)의 20% 이상을 소유하게 되는 경우. 둘째, 임원겸임의 경우. 셋째, 회사가 다른 회사와의 합병 또는 영업의

12) 상법, 제522조, 제523조, 제524조, 제603조, 제342조의 3, 제335조 제1항, 제418조, 제1항, 제369조 제2항, 제369조 제3항.

양수를 하고자 하는 경우. 넷째, 새로 설립되는 회사 주식의 20% 이상을 인수하고자 하는 경우이다.¹³⁾

3) 증권거래법

상장법인을 그 주된 규율대상으로 하고 있는 증권거래법에서는 합병당사자 중 일방이 주권상장법인인 경우 합병가액의 적정성과 객관성을 보장하며, 그 합병절차에 있어 합병의 자세한 내용과 함께 합병당사회사의 기업내용에 대하여 충분한 공시를 하도록 하고 있다. 합병과 관련된 증권거래법의 주요 내용은 다음과 같다.¹⁴⁾

(1) 공개매수(tender offer)

주식의 공개매수란 회사의 지배권 획득 또는 강화를 목적으로 주식의 매수희망자가 매수기간, 가격, 수량 등을 공개적으로 제시하고, 유가증권시장 및 코스닥시장 외에서 불특정다수의 주주로부터 주식을 매수하는 방법이다.

공개매수자는 공개매수신고서를 제출하고 효력이 발생하기 전에는 대상증권을 매수할 수 없다. 현행 법상으로는 유가증권시장 및 코스닥시장 밖에서 6월 이내에 10명 이상으로부터 취득하여 본인과 특별관계자가 보유하게 되는 주식 등의 합계가 5% 이상이 되는 경우에 적용된다.

(2) 의결권 대리행사 권유제한

의결권 권유란 주주총회에서 다수의 의결권을 확보할 목적으로 주주에게 위임장 용지를 송부하여 자기 또는 타인에게 의결권을 위임해 줄 것을 권유하는 것이다. 권유자는 피권유자에게 주총목적 사항별로 찬부 표시를 할 수 있게 되어 있는 위임장 용지를 주주에게 송부하여 위임을 받아야 하며, 금융감독위원회가 정하는 참고서류를 제공해야 한다.

이 제도는 소액주주의 의결권 행사포기 경향에 따라 위임장 권유제도를 통해 일반 투자자에게 올바른 위임에 필요한 자료의 공시를 활성화시키자

13) 독점규제 및 공정거래에 관한 법률, 제7조, 제12조.

14) 증권거래법, 제21조, 제199조, 제200조의 2, 제190조의 2, 제189조의 4.

는 취지를 갖고 있다.

(3) 상장주식 등의 대량보유상황 공시

시장의 투명성을 제고하고 기존 대주주에 대한 적대적 매수 또는 매집의 방어조치로서, 통상 발행주식 총수의 5% 취득과 1% 정도의 변동은 공시하도록 되어 있다. 즉 상장법인의 의결권 있는 주식 등의 5% 이상을 보유하게 된 자는 5일 이내에 보유상황과 1%이상 지분변동시 금융감독위원회와 유가증권선물거래소에 보고하여야 한다.

(4) 상장법인의 합병 양수도 신고

상장법인과 비상장법인의 합병시에 합병요건·절차 등 합병기준에 따라 합병신고서를 제출하여야 하며, 상장법인이 주요 영업 양수도를 하고자 하는 경우에도 금융감독위원회와 유가증권선물거래소에 신고하여야 한다.

(5) 주식매수청구권

주주총회에서의 특별결의사항에 대하여 반대의견을 갖는 주주가 회사에 대하여 자기가 보유한 주식을 정당한 가격으로 매수해 줄 것을 청구하는 권리이다. 이 제도는 회사의 합병, 영업 양수도 등 존립에 관한 기본사항의 변경에 대하여는 다수의 의사대로 회사를 이끌어 나가되, 이에 반대하는 군소주주에 대하여는 금전상의 불이익이 없도록 회사가 공정한 가격으로 이들의 보유주식을 매수하도록 의무화한 제도이다.

(6) 주권상장법인 또는 코스닥상장법인과 합병

주권상장법인 또는 코스닥상장법인이 아닌 법인이 주권상장법인 또는 코스닥상장법인과 합병하고자 하는 경우에 상법 제522조의 규정에 의한 주주총회의 승인은 당해 법인이 제3조의 규정에 의하여 등록을 한 날로부터 2월이 경과한 후에 하지 아니하면 그 효력이 없다.

4) 코스닥시장상장규정¹⁵⁾

코스닥시장 상장기업이 비상장기업과 합병할 경우 합병비율의 적정성에 대해 외부기관의 평가를 받아야 하고, 비상장 법인은 자본상태, 경영성과, 부채비율, 자본금 변경, 감사인의 의견, 소송 및 부도발생, 최대주주 등의 소유주식비율 변동제한 등의 요건을 충족하여야 한다.

코스닥상장법인이 비공개법인과 합병을 하는 경우 비공개법인의 주식 등을 보유하고 있는 최대주주 등은 합병기일부터 2년간 주식의 매각이 제한된다.

코스닥상장법인이 비공개법인과 상법 제 360조의 2 제2항에서 규정하는 주식교환을 하는 경우, 비공개법인의 주식 등을 보유하고 있는 최대주주 등은 주식교환일로부터 2년간 주식 등을 계속 보유하여야 한다.

한편, 코스닥상장법인의 지배권이 변동되지 않는 경우에는 합병일 또는 주식교환일로부터 1년간 주식의 매각이 제한된다.

5) 합병 관련 법적 환경의 변화¹⁶⁾

(1) 상장주식 취득제한의 폐지

1994년 1월 개정 이전 증권거래법 200조는 주식이 상장된 이후 상장회사의 주식취득을 10% 이내로 제한함으로써, 기업공개 이후 창업주의 경영권을 완전히 보호하고 있었다. 법 개정 이후 3년간 경과규정을 두어 실질적으로는 1997년 4월 1일부터 폐지되었다. 이 규정의 폐지는 적대적 M&A가 한국에서 가능하도록 한 가장 중요한 제도전환이라고 할 수 있다.

(2) 의무공개매수제도의 폐지 및 공개매수제도 정비

1997년 1월 증권거래법 개정에서는 25% 이상 주식을 매수하고자 하는 자는 의무적으로 50%+1주까지 공개매수의 방법을 통해서만 주식을 매수하도록 하는 의무공개제도를 도입하였다. 이는 상장주식 취득제한이 1997

15) 코스닥시장상장규정, 제14조, 제18조, 제22조, 제22조의 2.

16) 이우성, "경영권 방어제도의 국제비교와 제도개선의 시사점", SK경영연구소, 2004.11.4

년 4월 폐지됨에 따라, 그에 대한 대체입법적 성격으로, 적대적 M&A의 비용을 상승시킴으로써 적대적 M&A를 어렵게 한 제도이다. 그러나, 동 제도가 증권시장의 M&A 기능을 위축시켜 기업구조조정을 저해한다는 지적과 함께 1998년 2월 폐지되었다. 이후 공개매수제도는 적대적 M&A를 용이하게 하는 방향으로 법 개정이 이루어졌다. 또한 2001년 3월 증권거래법은 공개매수제도를 공고 후 사후신고제로 전환하고 공개매수 개시를 위한 대기기간을 7일에서 3일로 단축하였다. 또한 반복공개매수의 제한기간을 기존의 1년에서 6개월로 단축하였다.

(3) 외국인의 주식취득한도 제한의 폐지

우리나라에서의 외국인 주식투자는 1991년 12월까지 외국인 전용수익증권, 코리아 펀드 등을 통한 간접증권투자만 허용되었다. 그러나 1992년 1월부터 제한적으로 한국주식에 대하여 외국인이 직접 투자할 수 있도록 허용하였다. 이후 1998년 5월 외국인의 투자한도가 폐지되었다. 따라서 공공적 법인 및 통신 관련 특별법 등에 따라 외국인의 취득한도가 있는 경우를 제외하고는 투자에 제한이 없다.

(4) 외국인의 주식취득 관련 규제

외국인의 국내주식취득에 대한 규제는 지분을 제한 뿐만 아니라, 해당 회사 이사회 의 동의를 거치도록 하였으나, 이러한 규정도 1998년 5월 폐지되었다. 또한, 외국인이 총자산 2조원 이상의 국내기업 주식을 취득하고자 할 경우 정부의 허가를 요건으로 하던 외국인투자법 시행령도 1998년 4월 삭제 되었다.

(5) 증권거래법상 특수관계인의 개념 도입

증권거래법상 적대적 M&A가 허용됨에 따라 주식을 분산 소유하거나 공동보조를 취함으로써 공개매수제도, 대량보유보고제도 등의 규제를 피하고자 하는 경우에 대한 제도적 보완으로 '공동보유자' 개념을 1997년 3월 도입하였다. 동 법에서는 공동보유자를 '본인과 합의 또는 계약 등에 의하

여 공동으로 주식 등을 취득 또는 처분하거나 의결권을 공동으로 행사할 것을 합의한 자'로 정의하였다.

2. 합병절차

우리나라에서 합병은 앞에서 설명한 각종 법규에 따라 다음과 같은 합병절차에 의해 이루어지고 있다.

1) 합병계약¹⁷⁾

합병당사회사의 대표자 사이에 합병계약이 체결되어야 한다. 합병계약은 원칙적으로 불요식계약이나, 존속회사 또는 신설회사가 물적회사인 경우에는 요식의 합병계약서를 작성하여야 한다.

주식회사의 흡수합병계약서의 기재사항은 다음과 같다.

- 존속회사의 수권주식 수가 증가하는 때에는 그 증가할 주식의 총수, 종류와 수.
- 존속회사의 증가할 자본과 준비금의 총액.
- 합병신주의 총수, 종류와 수, 배정에 관한 사항.
- 합병교부금을 정한 경우 그 사항.
- 각 당사회사의 합병주주총회의 기일.
- 합병기일.
- 존속회사의 정관변경사항.
- 합병으로 인한 이익배당 및 중간배당의 한도액.
- 존속회사에 새로이 취임하는 이사·감사·감사위원회 위원의 성명 및 주민등록번호 등.

2) 공시

합병의 당사회사는 합병주주총회 2주 전부터 합병일 후 6월이 경과하는

17) 상법, 제522조, 제522조 제3항, 제523조, 제524조, 제527조, 제527조의 제1항, 제527조의 3, 제598조, 제603조.

날까지 합병계약서, 합병신주 배정의 이유를 기재한 서면, 최종의 대차대조표와 손익계산서를 작성하여 본점에 비치하여야 한다. 이는 주주 및 채권자와 같은 이해관계인들로 하여금 사전에 당사회사의 재무구조를 파악하게 하여 이해관계인의 절차적 권리를 보호하는 의미를 지니는 것이므로, 주주 및 채권자는 언제든지 공시된 서류를 열람할 수 있다.

위와 같은 사전공시와는 별개로 사후공시으로써 합병기일로부터 6월이 경과하는 날까지 채권자보호절차의 경과, 합병기일, 소멸회사로부터 승계한 재산가액 및 채무액, 기타 합병에 관한 사항을 기재한 서면을 본점에 비치하도록 하고 있다.

3) 합병결의

물적회사가 합병을 하려는 경우 사원총회의 특별결의를 필요로 한다. 이는 합병절차 중에서 주주보호를 위한 가장 중요한 절차이므로, 이러한 절차에 하자가 있는 경우 주주는 합병무효의 소를 제기할 수 있다.

한편, 간이합병 및 소규모 합병에서는 주주총회의 승인을 이사회 승인으로 갈음할 수 있는 특례가 인정되고 있다.

4) 채권자보호절차

합병으로 인하여 소멸회사의 재산은 존속회사 및 신설회사에게로 흡수되므로, 소멸회사 및 존속회사의 채권자는 자신의 책임재산에 변동이 생기는 이해관계를 가지게 된다. 따라서 상법에서는 일정한 채권자 보호절차를 요구하고 있다.

5) 합병기일 및 보고절차

합병 당사회사는 합병계약서에 따라 합병기일에 재산 및 관계서류 일체를 인도하고, 소멸회사의 주주는 합병신주를 배정받게 된다.

6) 합병등기

합병절차가 완료되면 본점과 지점의 소재지에서 존속회사는 변경등기,

소멸회사는 해산등기, 신설회사는 설립등기를 하여야 한다. 이와 같은 합병등기는 합병의 효력발생 요건이 된다.

제 4 장 선행연구

제 1 절 국내 연구

1. 김위생과 서점식의 연구¹⁸⁾

이 연구는 1980년 1월 1일부터 1997년 6월 30일까지, 우리나라 유가증권 시장에서 합병을 공시한 144개 합병제외기업들을 대상으로, 합병대상기업이 상장기업인 경우(34건)와 비상장기업인 경우(110건)로 나누어 합병공시 효과와 그에 미치는 영향을 분석하였다. 합병공시효과는 합병공시일을 기준으로 -30일부터 +10일까지 일자별로 시장조정모형(market adjusted model)을 이용하여, 평균초과수익률(AAR)과 누적평균초과수익률(CAAR)을 분석하였다.

실증분석의 결과는 첫째, 합병대상기업의 상장여부를 구분하지 않은 경우 합병제외기업은 연구대상 전체기간 중에 3.9%의 CAAR이 발생하였고, 통계적으로 유의하였다. 증권시장개방 이전(1980. 1. 1~1991 12. 31)에는 4%의 CAAR이 발생하였으며, 역시 통계적으로 유의성이 있었다. 한편 증권시장개방 이후(1992. 1. 1~1997. 6. 30)에는 3.8%의 CAAR이 발생하였으나, 통계적으로 유의성을 보이지는 않았다. 전체기간과 증권시장개방 이전기간의 결과는 기존의 선행연구 결과와 유사하다.

둘째, 합병대상기업이 상장기업인 경우 연구대상 전체기간, 증권시장개방 이전, 증권시장개방 이후 기간에 각각 -4%, -2.7%, -5.2%의 부(-)의 누적평균초과수익률이 발생한 것으로 나타났으나, 모두 통계적 유의성은 없었다. 따라서 합병대상기업이 상장기업인 경우 합병제외기업에는 합병공시효과가 발생한다고 볼 수 없다는 결론을 내리고 있다. 이러한 결과는 합병공시효과가 통계적 유의성이 없다는 미국의 연구결과와 유사하나, 합병제외기업이 정(+)의 초과수익을 얻는다는 우리나라의 선행연구결과와는 다르다.

18) 김위생, 서점식, "증권시장 개방과 M&A 공시효과", 재무연구, 제13권 제2호, 2000.

셋째, 합병대상기업이 비상장기업인 경우에는 합병제외기업의 누적평균초과수익률이 상장기업의 경우보다 더 높게 나타났다. 공시전 -30일부터 공시후 +10일까지 합병제외기업의 누적평균초과수익률은 합병대상기업이 상장인 경우 -4.04%, 비상장기업인 경우 7.9%로 나타났다.

이 연구는 이러한 결과의 원인으로 첫째, 합병제외기업의 합병 협상능력과 관련이 있을 것으로 추정하였다. 일반적으로 상장기업이 비상장기업보다 규모가 상대적으로 크고, 우리나라 합병시장이 비경쟁적이기 때문에 합병 협상능력이 비상장기업보다 상장기업이 더 크게 나타날 수 있다는 것이다.

둘째, 합병공시 정보효과(information effect)가 상장기업보다 비상장기업이 더 크기 때문에, 누적초과수익률이 더 크게 발생하는 것으로 추정하였다. 이것은 합병대상기업이 상장기업인 경우에는 이미 많은 기업정보가 공개되어 있으나, 비상장기업인 경우에는 일반투자자들에게 기업정보가 공개되지 않은 상태에 있기 때문에 합병공시효과에 영향을 미칠 정보가 추가될 가능성이 높기 때문이라는 것이다.

합병제외기업의 공시효과로 볼 수 있는 누적초과수익률에 영향을 미치는 요인을 알아보기 위해 합병형태, 계열여부, 상장여부, 합병비율, 업종, 부채비율, 상대적 규모, 경영성과 등을 독립변수로 하여 회귀분석을 실시하였다. 그 결과 합병대상기업의 상장여부를 구분하지 않은 집단의 경우에는 상장여부가, 합병대상기업이 상장기업인 집단의 경우 합병형태가 영향을 미치는 것으로 나타났다.

2. 김희석과 조경식의 연구¹⁹⁾

이 연구는 1981년 1월부터 2000년 12월까지 유가증권시장에서 합병을 공시한 합병제외기업 73개, 합병대상기업 30개 기업을 대상으로 합병공시에 따른 주주 부의 변화를 설명해 주는 요인을 실증적으로 규명하였다. 시장모형을 사용하여 초과수익률을 구하였으며, 공시 전 -10일부터 공시 후

19) 김희석, 조경식, "합병관련기업 주주 부 변화의 결정요인", 재무관리연구, 제19권 제2호, 2002.

+1일까지 즉, 12일간의 누적초과수익률을 구한 후 t검정을 통하여 유의성을 검정하였다.

실증분석 결과, 합병제외기업의 공시 전 -10일부터 +1일까지의 누적평균초과수익률은 5.4%이고, 통계적으로 유의성이 있는 것으로 나타났다.

누적초과수익률을 종속변수로, 합병대상기업의 경영성과, 상대적 규모, 합병유형, 해당기업과 상대방 기업의 부채의존도, 주식교환비율, 두 기업간 기존관계, IMF사태 전후기간 구분, 그리고 시황 등을 독립변수로 한 회귀분석을 실시하였다. 분석결과 합병제외 기업보다는 합병대상 기업의 주주 부 변화를 잘 설명해 주는 요인들이 더 많이 발견되었다. 합병제외기업은 자신의 공시전 부채의존도가 높을수록, 30대 재벌 소속내 기업간 합병에서, 그리고 IMF사태 이후 기간에서 합병공시에 따라 주주 부가 더 증가한 것으로 나타났다. 그 외 요인들은 주주 부 변화의 적절한 설명변수가 되지 못하는 것으로 나타났다.

3. 조정식, 박준철, 김희석, 이장형의 연구²⁰⁾

이 연구는 2000년 1월부터 2002년 12월까지 우리나라 코스닥시장에서 합병을 공시한 45개 합병제외기업들을 대상으로, 합병공시가 주요 이해관계자인 주주 부를 증가시켰는지에 대해 시장모형(market model)을 이용하여 분석했다. 합병공시 전후 주가자료를 중심으로 분석하고, 추가적으로 합병제외기업들을 벤처기업과 일반기업으로 구분하여 두 집단 간 초과수익률의 평균차이도 t검정을 통하여 분석하였다.

실증분석 결과 첫째, 우리나라 코스닥시장에서 합병제외기업은 공시 전후에 주주 부가 증가함을 보이고 있다. 합병공시일(0)에 2.08%의 평균초과수익률을 얻는 것으로 나타났고, 통계적으로 유의성이 있는 것으로 나타났다. 합병공시 전 -1일부터 공시후 +1일 동안 2.90%, 공시전 -10일부터 공시후 +1일까지 4.44%의 누적평균초과수익률을 얻었고, 통계적으로 유의

20) 조정식, 박준철, 김희석, 이장형, "코스닥시장에서 합병공시가 주주 부에 미치는 효과", 경영학연구, 제32권 제3호, 2003.

성이 있는 것으로 나타났다.

둘째, 코스닥시장에서는 일반기업보다는 벤처기업 주주들이 더 높은 초과수익률을 얻는 것으로 나타났다. 합병공시일(0)에 벤처기업과 일반기업의 평균초과수익률 차이는 3.24%로 나타났고, 공시후 +1일에는 두 집단간 평균초과수익률 차이가 5.12%로 통계적으로 유의성이 있는 것으로 나타났다. 누적평균초과수익률에서는 공시전 -1일부터 +1일까지 두 집단간의 누적평균초과수익률 차이가 8.62%, 공시전 -10일부터 +1일까지 두 집단간의 누적평균초과수익률 차이가 10.72%로 나타났고 통계적으로 유의한 차이를 보이고 있다.

이와 같은 실증분석 결과는 유가증권시장 상장기업들을 대상으로 분석한 국내 대부분의 실증연구의 결과와도 일치한다.

4. 조정식과 이원복의 연구²¹⁾

이 연구는 2000년 1월부터 2002년 12월까지 우리나라 코스닥시장에서 합병을 공시한 35개 기업들을 대상으로, 합병공시 전·후 주주 부 변화 차이를 설명하는 요인들이 무엇인지를 실증분석하였다. 공시전 -10일부터 공시후 +1일까지의 누적초과수익률(CAR)을 종속변수로, 경영성과, 상대적 규모, 합병기업과 피합병기업의 부채비율, 기존관계, 합병기업과 피합병기업의 벤처기업 여부, 그리고 피합병기업의 코스닥시장 등록 여부 등을 독립변수로 한 회귀분석을 하였다.

변수들의 기술통계량은 총자산수익률(ROA)의 평균값이 -3%, 합병제기업 평균부채비율은 141%, 합병대상기업 부채비율은 167%로 나타나, 합병대상기업들의 평균 부채비율이 약간 높게 나타났다.

실증분석의 결과는 합병공시 전 -10일부터 공시 후 +1일까지의 누적평균초과수익률의 평균값이 6%로 나타났다. 또한 우리나라 코스닥시장에서는 공시전 합병대상기업의 경영성과(ROA)가 좋을수록, 합병제기업 자신의 부채비율이 낮을수록, 기존관계가 계열회사 관계가 아닌 경우, 그리고

21) 조정식, 이원복, "합병공시에 따른 주주 부 변화의 결정요인", 산업경제연구, 제17권 제1호, 2004.

합병제외기업이 벤처기업일 경우에 합병제외기업의 초과수익률이 증가하는 것으로 나타났다. 그러나 상대적 규모, 합병대상기업의 부채비율, 합병대상기업이 벤처기업, 합병대상기업이 코스닥시장 상장기업과 같은 요인들은 합병제외기업의 주주 부 변화차이를 잘 설명하지 못하는 것으로 나타났다.

5. 김석태, 광노성, 허노중의 연구²²⁾

이 연구는 2000년부터 2003년 말까지 코스닥시장에서 최대주주 또는 주요주주 변경을 공시한 사례를 모두 수집하였다. 이렇게 수집한 사례 중 변경 후 최대주주가 비상장기업의 최대주주로 바뀐 사례 36개를 대상으로 역합병 이전의 재무적 특성, 공시시점의 시장반응, 역합병 이후 기업가치의 변화 등을 분석하였다.

분석의 결과 우리나라 코스닥시장의 역합병 기업의 재무적 특성은 수익성은 열악한 반면 재무구조는 우량한 것으로 나타났다. 즉, 열악한 수익성으로 인해 해당기업이 합병시장에 나오게 되고, 우량한 재무구조로 인해 역합병의 대상이 되었다고 설명하였다. 또한 역합병의 시장반응 분석에서 공시시점을 전후하여 초과수익률이 나타났다. 즉, 공시 전 -1일부터 공시 후 +1일까지 14.95%, 공시전 -1일부터 0일까지 10.88%, 공시일에 6.08%의 누적평균초과수익률을 보였다.

이는 역합병이 시장에서 긍정적인 신호로 받아들여 지고 있으며, 역합병의 공시시점이 실질적으로 피인수되는 코스닥상장기업의 주주들에게 투자자금을 회수할 기회로 매우 유용하다는 것을 의미한다. 역합병이 기업가치에 미치는 영향은 장부가치 대비 시장가치 비율(Market value to Book value Ratio, MBR)의 변화를 통해 살펴보았는데, 역합병 직전년도 말부터 익년도말까지 MBR은 평균 0.1268 하락하였으나, 통계적 유의성은 없는 것으로 나타났다.

합병공시효과 및 합병관련기업 주주 부 결정요인에 관한 우리나라의 선

22) 김석태, 광노성, 허노중, "역인수합병 기업의 특성과 동기에 관한 연구", 한국중소기업학회, 하계 학술대회, 2005.

행연구 결과는 <표 4-1>과 <표 4-2>와 같다.

<표 4-1> 합병공시효과에 관한 우리나라 선행연구 결과의 요약

연구논문	연구대상기간	누적기간(일) (공시일기준)	합병제외기업		합병대상기업	
			표본수	CAAR	표본수	CAAR
장영광 (1985)	1979.1-1983.12	(-1월, 0월)	34	5.47%	6	17.45%
		(0)	34	4.21%	6	9.7%
이석규 (1989)	1980.1-1988.7	(-8주, 0주)	41	3.18%	15	4.29%
김희석 (1990)	1975.11-1988.10	(-30, 0)	85	2.75%	17	5.15%
최상덕 (1991)	1980.1-1991.3	(-5주, 0주)	48	2.03%	11	3.99%
나영호 (1994)	1980.1-1993.12	(-9, 0)	31	2.03%	12	8.79%
윤평구, 황인태 (1995)	1983.1-1993.12	(-52주, 0주)	55	-4.26%	16	26.67%
송영균, 주상용 (1997)	1981-1990	(-1, +1)	52	1.28%	34	2.32%
김위생 서점식 (2000)	1980.1-1997.6	(-30, +10)	144	-4% (합병대 상기업 이 상장 기업)	34	-2.4%
김희석, 조경식 (2002)	1981.1-2000.12	(-10, +1)	73	5.4%	30	5.7%
조경식, 박준철, 김희석, 이장형 (2003)	2000.1-2002.12	(-1, +1)	45	2.9%		
		(-10, +1)	45	4.44%		
조경식, 이원복 (2004)	2000-2002	(-10, +1)	35	6%		

<표 4-2> 합병제외기업 주주 부 변화의 결정요인 관련 우리나라 선행 연구의 요약

연구논문	대상기간	종속변수	도입 설명변수
장영광 (1985)	1979-1983	CAR(-11월, 0월)	인수 방법(지급수단), 규모 차이, 시황, 인수 유형(다각화 여부)
김희석 (1990)	1975-1988	CAR(-30, 0)	상대적 규모, 경영성과, 합병유형, 시황, 계열여부(기존관계)
김광남 (1992)	1980-1990	CAR(-41, +180)	계열여부, 피합병기업의 상장 여부, 합 병유형
송영균, 주상룡 (1997)	1881-1990	CAR(-1, +1) CAR(-1, 0)	현금흐름수익률
주상룡 (1997)	1981-1990	CAR(-1, +1) CAR(-1, 0)	총자산현금흐름수익률, 자기자본현금수 익률, 부채구성비율과 순부채 구성비율 의 공시 -1년대비 증가율, 성장성(총자 산증가율), 상대적 규모
김혜진 (1998)	1984-1996	CAR(0) CAR(-6, +2) CAR(-6, 0) CAR(+1, +2)	부채비율, 순현금흐름, 경영성과, 상대적 규모, 합병의 자발성 여부, 합병비율 유 불리 여부, 계열 여부, 피합병기업의 상 장여부
강준구 (1998)	1981-1996	CAR(-10, +10) CAR(-1, +1) CAR(-5, +5)	경영성과, 30대 재벌소속 유무, 계열 여 부, 합병유형, 상대적 규모
정형찬, 박경희 (1999a)	1980-1994	CAR(1월, 36월)	계열 여부(기존관계), 피합병기업의 상 장 여부, 계열 여부와 상장 여부의 상 호작용, 3년간 월평균수익률, 합병기업 규모, 합병기업PBR역수(장부가치/시장 가치), 다각화여부
정형찬, 박경희 (1999b)	1980-1997	CAR(공시일, 합병일)	상대적 규모, 계열 여부, 합병유형, 시황, 경영성과, 경영부실 여부, 피합병기업 주식프리미엄

<표 계속>

연구논문	대상기간	종속변수	도입 설명변수
김위생, 서점식 (2000)	1980-1997	CAR(-30, +10)	경영성과, 상대적 규모, 주식교환비율, 계열 여부, 합병유형, 부채비율, 피합병기업 상장 여부, 업종
김희석, 조경식 (2002)	1981-2000	CAR(-10, +1)	합병상대방의 경영성과, 상대적 규모, 합병유형, 해당기업과 상대방기업의 부채의존도, 주식교환비율, 두 기업간 기존관계, IMF사태 전후기간 구분, 시황
조경식, 이원복 (2004)	2000-2002	CAR(-10, +1)	경영성과, 상대적 규모, 합병기업과 피합병기업의 부채비율, 기존관계, 합병기업과 피합병기업의 벤처기업 여부, 피합병기업의 코스닥시장 등록 여부

제 2 절 국외 연구

1. Chang의 연구²³⁾

이 연구는 1981년부터 1992년까지 합병대상기업이 비상장기업인 281개의 표본, 1981년부터 1988년까지 합병대상기업이 상장기업인 255개 표본을 추출하여, 지급방법과 새로운 5%이상 주식대량보유자(blockholder)의 존재 유무에 따른 초과수익률의 발생 여부를 분석하였다.

합병대상기업이 비상장기업인 경우, 새로운 5%이상 주식대량보유자가 출현한 표본은 전체표본 281개중 41개이며, 합병대상기업이 상장기업인 경우는 전체 표본 255개중 12개로 나타났다. 즉 합병대상기업이 비상장기업인 경우에 새로운 5%이상 주식대량보유자가 출현하는 비율이 더 높았으며, 평균적인 대주주의 규모도 더 크게 나타났다.

23) S. Chang, "Takeovers of Privately-Held Targets, Methods of Payment, and Bidder Returns", Journal of Finance, 53, 1998.

시장모형을 사용하여 초과수익률을 구하였으며, 공시일 전 1일(-1) 과 공시일(0)의 초과수익률을 분석하고 t검정을 통하여 초과수익률의 유의성을 분석하였다.

실증분석의 결과 합병대상기업이 비상장기업인 경우 현금지불 합병제의 기업은 0.09%의 누적평균초과수익률을 얻었으나 통계적으로 유의하지 못하였으며, 주식지불 합병제의기업은 2.64%의 누적평균초과수익률을 얻었고 통계적으로 유의하였다.

합병대상기업이 상장기업인 경우 현금지불기업은 -0.02%의 누적평균초과수익률을 얻었고 통계적으로 유의하지 못하였으며, 주식지불기업은 -2.46%의 누적평균초과수익률을 얻었고 통계적으로 유의하였다.

요약하면, 합병대상기업이 비상장기업인 경우 지불방법이 현금지급이든 주식지급이든 모두 정(+)의 누적평균초과수익률을 보였으나, 합병대상기업이 상장기업인 경우 지급방법 모두에서 부(-)의 누적평균초과수익률을 보였는데 각각 주식 지급시에만 통계적 유의성이 있는 것으로 나타났다.

한편, 합병대상기업으로부터 새로운 5%이상 주식대량보유자가 출현하는지 여부에 따른 합병제의기업의 공시효과를 2일 평균초과수익률로 측정하였다. 합병을 통하여 5%이상 새로운 주식대량보유자가 출현하는 건수는 합병대상기업이 비상장기업인 경우가 41건으로, 상장기업인 경우의 12건에 비해 많았다. 반면에, 합병대상기업이 비상장기업일 경우 새로운 5%이상 주식대량보유자가 출현하는 경우 4.96%, 출현하지 않는 경우 1.77%의 누적평균초과수익률을 보였다. 합병대상기업이 상장기업인 경우 새로운 5% 이상 주식대량보유자가 출현하는 경우 -1.24%, 출현하지 않는 경우 -2.56%의 누적평균초과수익률을 보였다.

합병대상기업이 비상장기업일 때 주식지불로 인한 합병시 합병제의기업의 초과수익률이 높은 원인에 대해, 주식교환을 통해 생성된 새로운 대주주에 의한 감시효과로 설명하였다. 즉 새로운 대주주에 의한 감시효과로 주주와 경영자간의 대리인 문제, 정보의 비대칭 문제를 완화시킨다고 추정하였다.

2. Gleason, Rosenthal, Wiggins III의 연구²⁴⁾

이 연구는 1987년부터 2001년 사이에 미국의 NYSE, AMEX, NASDAQ에서 발생한 합병 사례 중 121개의 역합병(reverse merger)을 표본으로 선정하여 장단기 성과를 분석하였다. 합병공시시점을 전후한 누적평균초과 수익률 분석과 회계상의 재무비율을 분석한 결과, 역합병의 상장기업은 합병공시전 수익성이 열악한 것으로 나타난 반면, 재무안정성과 유동성은 열악하지 않은 것으로 나타났다.

합병공시효과는 합병공시일(t)을 기준으로 (-1, +1), (-1, 0), (0, 0)의 누적평균초과수익률이 각각 25.1%, 15.6%, 10.8%로 정(+)의 누적평균초과수익률을 기록하는 것으로 나타났다. 그리고 역합병 이후 존속기업의 절반 이상이 합병후 18개월 이내에 상장취소, 파산, 피흡수합병의 운명을 맞이한 것으로 나타났다.

표본으로 선정된 기업의 규모는 자산규모 기준으로 상장기업은 평균 58.71백만 달러, 비상장기업은 34백만 달러의 소규모기업이었으며, 산업평균에 비해 수익성이 저조한 기업들이 대부분인 것으로 나타났다. 상장기업의 총자산이익률은 -23.9%, 자기자본이익률은 -30.88%, 매출액순이익률은 -26%였다. 그러나 현금보유비율 및 부채의존도는 시장평균수준이었다. 비상장기업의 경우에도 시장평균치에 비해 실적이 저조하였으나, 상장기업보다는 약간 양호한 것으로 나타났다.

3. Kohers의 연구²⁵⁾

이 연구는 1984년 1월부터 1997년 12월까지 미국에서 합병을 공시한 합병제외기업들을 대상으로 합병대상기업이 상장기업인 경우(1,075건)와 비상장기업인 경우(1,811건)로 나누어 합병공시 효과와 그에 미치는 영향을

24) K. C. Gleason, Leonard Rosenthal and Roy A. Wiggins III, "Reverse Mergers: Alternative For Obtaining an Exchange Listing, or Mechanism for Wealth Expropriation?", Working Paper, Bentley College, 2002.

25) N. Kohers, "Acquisitions of Private Targets: The Unique Shareholder Wealth Implications", Applied Financial Economics, 14, 2004.

분석하였다.

합병공시효과는 합병공시일(t)을 기준으로 0일부터 +1일까지 합병제외기업의 2일 누적평균초과수익률을 분석하였다. 실증분석 결과는 합병제외기업의 2일 누적평균초과수익률은 합병대상기업이 비상장기업인 경우 1.297%, 상장기업인 경우 -0.532%였으며, 모두 통계적으로 유의하였다.

한편 지불수단에 따른 비교에서는 합병대상기업이 비상장기업인 경우 현금지불(735건) 1.049%, 혼합지불(509건) 2.074%, 주식지불(567건) 0.921%의 누적평균초과수익률을 보였으며, 통계적으로 유의하였다. 합병대상기업이 상장기업인 경우 현금지불(386건) 0.461%, 혼합지불(266건) -0.119%, 주식지불(423건) -1.698%의 누적평균초과수익률을 보였으며, 현금지불과 주식지불은 통계적으로 유의하였다.

이 연구에서 합병제외기업 주주의 부는 합병대상기업이 비상장기업인 경우가 상장기업인 경우에 비해 높았으며, 그 원인은 합병대상기업의 소유구조, 상대적 규모에 있다고 결론을 내리고 있다. 즉 합병대상기업인 비상장기업의 규모가 클수록, 대상기업의 소유가 집중되어 있을수록 합병제외기업의 초과수익률이 높았다.

합병공시효과 및 합병관련기업 주주 부 결정요인에 관한 국외 선행연구의 결과는 <표 4-3>과 <표 4-4>와 같이 요약할 수 있다.

<표 4-3> 합병공시효과에 관한 국외 선행연구의 요약

연구논문	연구대상기간	누적기간(일) (공시일기준)	합병제외기업		합병대상기업	
			표본수	CAAR	표본수	CAAR
Dodd (1980)	1970- 1977	(-1, 0)	60	-1.09%	71	13.1%
		(-20, 0)	60	0.8%	71	21.78%
Asquith (1983)	1962- 1976	(-1, 0)	196	0.2%	211	6.2%
		(-19, 0)	196	0.2%	211	-13.3%
Eckbo (1983)	1963- 1978	(-1, +1)	102	0.07%	57	6.24%
		(-20, +10)	102	1.58%	57	14.08%
Asquith, Brunner, Mullins Jr. (1983)	1963- 1979	(-20, 0)	170	3.48%	35	20.5%
Malatesta (1983)	1969- 1974	공시당월	256	0.9%	83	16.8%
Chang(1998)	1981- 1992	(-1, 0)	281	2.64% 주식지불	비상장기업	
	1981- 1988	(-1, 0)	255	-2.46% 주식지불	상장기업	
Ghosh, Jain(2000)	1978- 1987	(-10, +5)	239	-0.7%	239	24.8%
Leeth, Borg(2000)	1919- 1930		466	0%	72	15.57%
Gleason, Rosenthal, WigginsⅢ (2002)	1987- 2001	(-1, +1)	121	25.1%	역합병	
Kohers (2004)	1984- 1997	(0, +1)	1,811	1.297%	비상장기업	
			1,075	-0.532%	상장기업	

<표 4-4> 합병제외기업 주주 부 변화의 결정요인 관련 국외 선행연구
의 요약

연구논문	도입 설명변수
Jensen-Ruback(1983)	인수방법, 인수결과
Travlos(1987)	인수방법, 지급수단, 규모차이, 인수제의 프리미엄
Hayn(1989)	경영성과, 인수방법, 방어수단, 참여기업의 수, 규모차이, 조세관련 변수
Lang-Stulz-Walkling(1989)	경영성과, 인수방법, 지급수단, 방어수단
Hertzel-Smith(1993)	소유구조
Loughran-Vijh(1997)	상대적 크기
Chang(1998)	지급방법, 합병대상기업 상장여부, 소유구조
Ghosh-Jain(2000)	부채비율
Kohers(2004)	합병대상기업의 상장여부, 상대적 규모, 지불수단, 업종, 소유구조, 기관투자가 지분율

제 5 장 실증분석

제 1 절 표본과 자료

1. 표본 선정

본 연구는 연구대상기간을 2000년 1월 1일부터 2005년 12월 31일까지로 하였다. 이 기간을 분석기간으로 정한 이유는 금융감독원 전자공시시스템 공시자료가 2000년 1월부터 제공되었기 때문이다.

이 기간 중 코스닥시장에서 합병을 공시한 기업은 총 126개로 나타났다. 이 표본에서 상장폐지된 기업 11개, 동시에 2개의 기업과 합병을 한 기업 5개, 합병공시를 중복으로 실시한 기업 1개 등 총 17개 기업을 제외하였다. 따라서 126개의 최초 표본에서 약 86.5%에 해당하는 109개 기업이 최종 표본으로 선정되었다.²⁶⁾

최종 표본 중 합병대상기업의 상장여부에 따른 연도별 분포는 <표 5-1>과 같으며, 상장기업 9건과 비상장기업 100건으로 구성되어 있다.

<표 5-1> 합병대상기업의 상장여부에 따른 표본 분류

구분	2000년	2001년	2002년	2003년	2004년	2005년	계
상장	4	1	3	0	0	1	9
비상장	13	11	10	14	21	31	100
계	17	12	13	14	21	32	109

역합병의 표본은 합병대상기업이 비상장기업인 100건 중, 다음과 같은 조건에 모두 부합하는 36건으로 선정하였다.

26) 상장폐지된 기업 11개는 세화기술투자, 피코소프트, 아이텍스필, 텔슨전자, 디지털, 이론테크, 이지클럽, 테라, 3R, 코닉스, 타임 등이다. 두개의 기업과 합병을 한 5개 기업은 솔본, 모헨즈, 동부정보기술, 모티스, 팬텀 등이고, 동일 내용을 두번 신고한 기업은 모빌링크이다.

- 비상장기업에 의한 상장기업의 인수와 그에 따른 기업지배권의 실질적 이전
- 비상장기업의 최대주주가 궁극적으로 상장기업의 최대주주가 되는 경우
- 비상장기업의 최대주주가 보유한 비상장주식이 상장주식으로 전환된 경우

이와 같이 확인된 역합병 36개 기업과 정상합병 64개 기업의 연도별 분포를 살펴 보면, 다음 <표 5-2>와 같다. 즉, 정상합병은 매년 안정적으로 발생하고 있는데 반해, 역합병은 2000년에 1건을 시작으로 2005년 13건까지 증가 추세에 있는 것으로 나타났다.

<표 5-2> 정상합병과 역합병에 따른 표본 분류

구분	2000년	2001년	2002년	2003년	2004년	2005년	계
정상합병	12	9	7	7	11	18	64
역합병	1	2	3	7	10	13	36
계	13	11	10	14	21	31	100

2. 자료의 수집

첫째, 본 연구는 금융감독원 전자공시시스템(<http://dart.fss.or.kr>)에서 공개된 코스닥시장의 합병기업을 대상으로 하였다. 전자공시시스템이란 ‘상장법인 등이 공시서류를 인터넷으로 제출하고, 투자자 등 이용자는 제출 즉시 인터넷을 통해 조회할 수 있는 종합적 기업공시시스템’이다. 코스닥시장 상장기업은 기업내용공시제도²⁷⁾에 의거 합병계약을 체결하거나 이사

27) 기업내용공시제도(Corporate Disclosure System)란 증권거래법에 근거하여 기업으로 하여금 자

회 결의시 사유발생 당일 공시를 하도록 되어 있으며, 이 내용은 전자공시 시스템을 통해 검색이 가능하다.

둘째, 코스닥 상장기업의 주가수익률 자료는 대우증권 데이터베이스를 이용하여 구했다. 표본기업에 대해 2000년 1월부터 2005년 12월까지의 일별 주가수익률을 추출하고, 코스닥지수를 이용하여 초과수익률을 계산하였다. 대우증권의 일별 주가수익률 자료는 배당락, 유무상 증자, 액면분할 등을 감안한 수정 주가수익률 자료이다.

셋째, 재무자료는 전자공시시스템에 공시된 합병신고서를 활용하였다. 코스닥기업은 공시제도에 따라 경영과 관련하여 주가에 미칠 수 있는 주요 내용을 신속 정확하게 투자자에게 공개하여야 한다. 합병결정의 경우 계약체결 또는 이사회 결의를 한 사유발생 당일에 공시를 하여야 한다. 한편 특수공시에 해당하는 합병신고서는 합병승인 주주총회를 위한 주주명부 폐쇄 또는 기준일을 공고하고자 하는 날의 전일까지 제출하여야 한다. 실무적으로 합병결정 공시와 합병신고서 제출은 같은 날에 이루어지는 경우가 많다. 합병신고서에는 합병의 개요와 합병당사기업의 개황 등에 관한 내용이 포함되어 있다. 특히 개황에 관한 내용 중 합병제외기업과 대상기업의 재무제표는 합병시 최근의 자료가 반영되었기 때문에 이를 사용하고 자 한다.²⁸⁾

제 2 절 연구 방법

1. 합병공시효과의 측정

본 연구는 공시일의 효과를 분석하기 위하여, 사건연구 방법을 이용하고자 한다. 시장조정모형(market adjusted model)을 이용하여 개별주식의 초

사주식의 투자판단에 필요한 기업 내용 즉, 경영실적, 재무상태, 합병, 증자 등 주가에 상당한 영향을 미칠 수 있는 중요한 기업내용의 정보를 완전히 공시하도록 하는 제도임

28) 법적 공시는 상법상의 공시와 증권거래법 등에 의한 공시가 있으며, 공시제도에 대한 구체적인 내용은 코스닥시장본부의 홈페이지(<http://km.krx.co.kr>) 공시제도 내용을 통하여 확인하였다.

과수익률을 측정한 후, 표본의 평균초과수익률(AAR), 누적초과수익률(CAR), 누적평균초과수익률(CAAR)을 산정한다.

본 연구가 시장조정모형을 채택한 이유는 우리나라 사건연구 방법론의 적합성 여부에 관한 김경원과 김찬웅(1997), 정형찬(1992) 등의 선행연구에서 시장조정모형과 시장모형이 모두 우수하고 검정력도 유사한 것으로 나타났기 때문이다. 또한 유가증권시장의 합병을 연구한 김위생과 서점식(2000)의 연구 결과와의 비교를 용이하게 하기 위해, 동 연구에서 채택한 바 있는 시장조정모형을 사용하였다.

본 연구의 표본으로 사용하는 기업의 사건일은 합병기업이 코스닥시장에 합병결의를 공시한 날로 하였다. 기업내용공시제도에 따라 합병계약을 체결하거나 이사회 결의를 하는 경우 지체없이 금융감독위원회와 유가증권선물거래소에 공시하도록 되어 있다. 따라서 공시일은 합병정보가 처음으로 증권시장에 공개되어 합병당사기업들의 주식가격에 영향을 주는 날이라고 추정된다.

합병공시효과는 합병공시일(t)을 기준으로 -30일부터 +10일까지 합병제 의기업의 누적평균초과수익률(CAAR)을 분석하였다. 누적기간을 합병공시일 기준 -30일부터 +10일까지로 정한 이유는 유가증권시장을 대상으로 연구한 김위생과 서점식(2000)의 연구 결과와의 비교를 하기 위해서이다.

각각의 수익률은 다음과 같이 산정한다.

1) 초과수익률(AR: abnormal rerurn)

$$AR_{it} = R_{it} - R_{mt} \quad (\text{식 5-1})$$

여기서 AR_{it} : i기업 t시점의 초과수익률

$$R_{it} = \frac{P_t - P_{i(t-1)}}{P_{i(t-1)}} : i\text{기업 } t\text{시점의 수익률}$$

$$R_{mt} = \frac{K_t - K_{(t-1)}}{K_{(t-1)}} : t\text{시점의 시장수익률(코스닥지수)}$$

2) 누적초과수익률(CAR: cumulative abnormal return)

(식 5-1)에 의해 산정된 초과수익률을 이용하여, 합병공시일을 기준으로 t_1 시점부터 t_2 시점까지의 누적초과수익률을 다음과 같이 산정하였다

$$CAR_{(t_1, t_2)} = \sum_{t=t_1}^{t_2} AR_{it} \quad (\text{식 5-2})$$

여기서 $CAR_{(t_1, t_2)}$: 기업 t_1 시점부터 t_2 시점까지의 누적초과수익률

AR_{it} : 기업 t 시점의 초과수익률

3) 평균초과수익률(AAR: average abnormal return)

(식 5-1)에 의해 산정된 초과수익률을 이용하여, 표본의 일별 평균초과수익률을 다음과 같이 구하였다.

$$AAR_t = \frac{1}{N} \sum_{i=1}^N AR_{it} \quad (\text{식 5-3})$$

여기서 AAR_t : t시점 표본의 평균초과수익률

N : t시점의 표본 수

AR_{it} : i기업 t시점의 초과수익률

4) 누적평균초과수익률(CAAR: cumulative average abnormal return)

(식 5-3)에 의해 산정된 평균초과수익률을 이용하여, t_1 시점부터 t_2 시점까지의 누적평균초과수익률을 다음과 같이 산정하였다.

$$CAAR_{(t_1, t_2)} = \sum_{t=t_1}^{t_2} AAR_t \quad (\text{식 5-4})$$

여기서 AAR_t : t시점 표본의 평균초과수익률

$CAAR_{(t_1, t_2)}$: t_1 시점부터 t_2 시점까지 표본의 누적평균초과수익률

2. 합병공시효과의 영향요인 분석

1) 가설 설정

앞에서 살펴 본 이론적 배경과 선행연구들을 기초로, 코스닥시장에서 합병제외기업의 합병공시효과에 영향을 미치는 요인들을 다음과 같이 분석하고자 한다.

(1) 합병에 따른 새로운 주식대량보유자 지분을

기업의 소유구조(ownership structure)란 기업소유주의 구성내역 - 즉 대주주, 경영자, 기관투자자, 종업원, 일반투자자 등의 지분내역 - 을 의미한다. 주식소유자의 소유지분의 문제로서 누가 얼마만큼의 주식을 점유하고 있는가를 나타내는 것이다.

Chang(1998)은 합병대상기업이 비상장기업인 경우 새로운 주식대량보유자(blockholder)의 출현비율이 상장기업인 경우에 비해 상대적으로 높고, 새로운 주식대량보유자가 출현하는 경우 누적평균초과수익률이 높다는 것을 발견하였다.

Kohers(2004)는 합병제외기업 주주의 부는 합병대상기업이 비상장기업인 경우가 상장기업인 경우에 비해 높았으며, 대상기업의 소유가 집중되어 있을수록 합병제외기업의 누적평균초과수익률이 높다는 것을 발견하였다.

합병대상기업이 소수에 의해 소유되고 있고 합병시 주식교환으로 인해 새로운 주식대량보유자(blockholder)가 출현하게 되면, 새로운 대주주에 의한 감시효과로 주주와 경영자간의 대리인문제와 정보의 비대칭문제를 완화시켜, 다음 가설과 같이 합병기업의 가치는 상승될 것으로 기대된다. 본 연구에서는 합병에 따른 새로운 주식대량보유자 지분율의 대용변수로 다음 (식 5-5)에 의해 산출된 새로운 주식대량보유자 지분을 사용하고자 한다.

새로운 주식대량보유자 지분율 =

$$\frac{(\text{합병 후 발행주식 수} - \text{합병 전 발행주식 수})}{\text{합병 후 발행주식 수}} \times \text{대상기업 최대주주 지분율} \quad (\text{식 5-5})$$

(가설 1) 합병으로 출현하는 새로운 주식대량보유자의 지분율이 높을수록, 합병제외기업의 누적초과수익률은 높다.

(2) 상대적 규모

합병당사기업간 상대적 규모(합병대상기업/합병제외기업) 차이는 합병제외기업의 공시효과에 영향을 미칠 것이다.

Asquith, Brunner and Mullins(1983)는 합병제외기업과 합병대상기업 지분의 시장가치로 측정한 상대적 규모(합병대상기업/합병제외기업)는 합병제외기업의 초과수익률과 정(+)의 관계에 있다는 결과를 제시하였다.

국내연구에서도 김희석(1990)의 연구는 상대적 규모(합병대상기업/합병제외기업)의 대용변수로 총자산 비율, 순자산 비율, 주당 순자산 비율을 사용하였는데 합병제외기업 초과수익률과 상대적규모 간에는 정(+)의 관계가 성립하고, 통계적으로도 유의한 것으로 나타났다.

일반적으로 우리나라 기업들은 기업규모 극대화를 통한 기업가치 증대수단의 하나로 합병을 추구하는 경향을 보여 왔는 바, 합병제외기업은 규모가 큰 합병대상 기업을 인수할수록 주주 부 증가에 유리할 것이다. 따라서 본 연구에서는 상대적 규모의 대용변수로 합병당사기업의 총자산 규모 비율을 사용하여 다음과 같은 가설을 설정하였다.

$$\text{상대적 규모} = \frac{\text{합병대상기업의 총자산}}{\text{합병제외기업의 총자산}} \quad (\text{식 5-6})$$

(가설 2) 합병당사기업간 상대적 규모가 클수록, 합병제외기업의 누적초과수익률은 높다.

(3) 합병대상기업의 경영성과

Hayn(1989)는 경영성과의 대용변수로 대상기업의 -289일부터 -40일까지의 초과수익률을 사용하여, 합병제외기업 주주 부와의 관계를 분석한 결과 정(+)의 관계를 제시하였으나, 통계적 유의성은 없는 것으로 보고하였다.

김희석(1990)은 대상기업의 총자산이익률(ROA), 자기자본이익률(ROE), 납입자본이익률을 사용하여, 합병제외기업 주주 부의 관계를 분석한 결과 통계적으로 유의한 정(+)의 관계가 있다는 것을 제시하였다.

조경식과 이원복(2004)의 연구에서도 합병대상기업의 경영성과(ROA)가 높을수록, 합병제외기업의 초과수익률이 높은 것으로 나타났고, 통계적으로도 유의한 것으로 밝혀졌다.

본 연구에서는 이러한 선행연구의 분석결과를 근거로, 우리나라 코스닥 시장에서도 동일한 결과가 나타날 것으로 예상하였다. 그리고 경영성과의 대용치로 자기자본이익률을 사용하여, 다음과 같은 가설을 설정하였다.

$$\text{자기자본이익률} = \frac{\text{직전기말의 당기순이익}}{(\text{직전기말의 자기자본} + \text{직전기초 자기자본})/2} \quad (\text{식 5-7})$$

(가설 3) 합병대상기업의 합병 전 경영성과가 좋을수록, 합병제외기업의 누적초과수익률은 높다.

(4) 합병대상기업의 부채비율

합병대상기업의 부채비율이 변함에 따라 합병제외기업 주주의 이익은 영향을 받을 것이다. 합병대상기업의 부채비율이 높으면 비록 합병조건이 산정시 높은 부채비율이 고려되어 계산된다고 하지만, 투자자의 입장에서는 재무상태가 악화되는 것이기 때문에 바람직하지 않는 것으로 보일 수 있다.

합병제외기업 입장에서도 부채의존도가 낮은 합병대상기업과 합병시 현금흐름의 변동성 감소로 위험이 감소함에 따라, 자본비용이 하락하여 기업

가치가 상승할 것이다. 그러므로 본 연구에서는 합병대상기업 부채비율의 대용변수로 합병대상기업의 부채를 자기자본으로 나눈 비율을 사용하여 다음과 같은 가설을 설정하였다.

$$\text{부채비율} = \frac{\text{합병대상기업의 부채}}{\text{합병대상기업의 자기자본}} \quad (\text{식 5-8})$$

(가설 4) 합병대상기업의 합병 전 부채비율이 낮을수록, 합병제외기업의 누적초과수익률은 높다.

2) 초과수익률의 영향요인 회귀분석 모형

앞에서 제시된 합병제외기업의 초과수익률에 미치는 영향요인을 분석하기 위한 가설을, 다음과 같은 횡단면 회귀모형을 통해 분석하고자 한다.

$$CAR_i = \beta_0 + \beta_1 X_{1i} + \beta_2 X_{2i} + \beta_3 X_{3i} + \beta_4 X_{4i} \quad (\text{식 5-9})$$

여기서, $CAR_i = \sum_{t=t_1}^{t_2} AR$: 개별기업 i 의 공시일 t_1 시점부터 t_2 시점까지의

누적초과수익률

X_1 : 합병에 따른 새로운 주식대량보유자 지분을

X_2 : 상대적 규모

X_3 : 합병대상기업의 합병 전 경영성과

X_4 : 합병대상기업의 부채비율

<표 5-3> 초과수익률 영향요인의 분류와 변수의 정의

구분	영향요인	변수의 정의	예상부호
X_1	새로운 주식대량 보유자 지분율	합병에 따른 새로운 주식대량보유자 지분율	+
X_2	상대적 규모	합병대상기업 총자산/합병제외기업 총자산	+
X_3	합병대상기업 경영성과	합병대상기업의 자기자본이익률	+
X_4	합병대상기업 부채비율	합병대상기업의 부채/ 자기자본	-

제 3 절 실증분석 결과

1. 전체표본에 대한 합병제외기업의 공시효과 분석

본 연구에서의 전체 표본은 109개이며, <표 5-4>는 합병제외기업의 공시일을 전후한 -30일부터 +10일까지의 평균초과수익률(AAR), t값, 그리고 누적평균초과수익률(CAAR)을 보여 주고 있다.

<표 5-4> 전체표본의 거래일별 AAR과 CAAR (N=109)

거래일	AAR	t값	유의성	CAAR
-30	-0.0018	-0.37	0.7157	-0.0018
-29	-0.0015	-0.32	0.7481	-0.0033
-28	-0.0067	-1.47	0.1438	-0.0100
-27	0.0009	0.20	0.8404	-0.0091
-26	0.0039	0.83	0.4079	-0.0052
-25	0.0043	0.88	0.3803	-0.0009

-24	0.0005	0.11	0.9088	-0.0004
-23	0.0036	0.75	0.4559	0.0032
-22	-0.0010	-0.21	0.8357	0.0022
-21	0.0018	0.39	0.7004	0.0040
-20	0.0030	0.55	0.5857	0.0070
-19	-0.0039	-0.73	0.4690	0.0031
-18	-0.0042	-0.82	0.4157	-0.0011
-17	0.0015	0.31	0.7552	0.0004
-16	0.0051	1.07	0.2852	0.0055
-15	0.0026	0.53	0.5997	0.0081
-14	0.0074	1.59	0.1137	0.0155
-13	0.0039	0.76	0.4488	0.0194
-12	0.0023	0.53	0.5980	0.0217
-11	0.0061	1.26	0.2101	0.0278
-10	0.0057	1.19	0.2357	0.0335
-9	0.0081	1.60	0.1133	0.0416
-8	0.0133 ***	2.64	0.0096	0.0549
-7	-0.0047	-0.94	0.3494	0.0502
-6	0.0142 ***	3.04	0.0029	0.0644
-5	0.0010	0.22	0.8296	0.0654
-4	0.0166 ***	3.07	0.0027	0.082
-3	0.0162 ***	2.89	0.0046	0.0982
-2	0.0106 *	1.81	0.0736	0.1088
-1	0.0242 ***	4.11	0.0000	0.133
0	0.0232 ***	3.49	0.0007	0.1562
1	-0.0123 *	-1.90	0.0603	0.1439
2	-0.0197 ***	-3.84	0.0002	0.1242
3	-0.0051	-1.02	0.3091	0.1191
4	-0.0008	-0.17	0.8661	0.1183
5	0.0020	0.42	0.6763	0.1203
6	-0.0006	-0.13	0.8979	0.1197

7	0.0066	1.48	0.1410	0.1263
8	-0.0030	-0.78	0.4376	0.1233
9	0.0061	1.53	0.1294	0.1294
+ 1 0	-0.0027	-0.60	0.5528	0.1267

주: 1) AAR: 평균초과수익률(average abnormal return)

2) CAAR: 누적평균초과수익률(cumulative average abnormal return)

3) 유의수준: ***는 1% 유의수준, **는 5% 유의수준, *는 10% 유의수준

분석 결과를 요약하면, <표 5-5>와 같이 합병제외기업의 누적기간 (-30, +10), (-10, 0), (-1, 0)의 CAAR은 각각 12.67%, 12.84%, 4.73%이며, 이는 모두 1% 유의수준에서 통계적으로 유의한 정(+)의 초과수익률을 갖는 것으로 나타났다.

<표 5-5> 전체표본의 누적기간별 CAAR 요약 (N=109)

누적기간	CAAR	t값	유의도
(-30, +10)	0.1267***	3.57	0.0005
(-10, 0)	0.1284***	6.37	0.0000
(-1, 0)	0.0473***	4.77	0.0000

주) ***는 1% 통계적 유의수준

이와 같은 결과는 유가증권시장 상장기업을 대상으로 합병대상기업을 상장기업과 비상장기업으로 구분하여 분석한 김위생과 서점식(2000)의 연구 결과와 유사하다. 이 연구는 1980년 1월 1일부터 1997년 6월 30일까지, 우리나라 유가증권시장에서 합병을 공시한 144개 합병제외기업들을 대상으로, 합병대상기업이 상장기업인 경우(34건)와 비상장기업인 경우(110건)로 나누어 합병공시 효과와 그에 미치는 영향을 분석하였다. 분석방법은 본 연구와 마찬가지로 시장조정모형(market adjusted model)을 이용하여, 평균초과수익률(AAR)과 누적평균초과수익률(CAAR)을 분석하였다. 실증

분석의 결과는 합병대상기업의 상장여부를 구분하지 않은 경우 누적기간 (-30, +10)에서 3.9%의 CAAR이 발생하였고, 통계적으로도 유의하였다. 이 연구에서는 미국의 CAAR 보다 우리나라의 CAAR이 높게 나타난 이유로 합병의 경제성을 들었다. 즉 합병비용 측면에서는 우리나라의 합병시장이 구매자가 중심이 되는 시장이기 때문에, 합병제외기업은 대상기업의 본질적 가치 보다 낮게 합병하게 되어 그 차액만큼 합병비용이 적게 발생하는 효과를 얻게 된다는 것이다. 한편 합병대상기업의 가치 측면에서는 우리나라의 합병시장의 특성 중 정부주도하에 타율적으로 이루어진 점과 관련이 있는 것으로 추정하였다.

또한, 대부분의 선행연구에서도 연구자에 따라서 사건기간 설정에 차이가 있음에도 불구하고, 합병제외기업은 합병공시일을 전후하여 약 2%에서 6%정도의 CAAR을 보였다.²⁹⁾

그러나 코스닥시장에서 합병제외기업의 CAAR은 유가증권시장에서의 선행연구 결과 보다 높다. <표 5-5>에서 보는 바와 같이 코스닥시장에서는 누적기간 (-30, +10)에서 12.67%의 CAAR이 발생하였다. 반면, 유가증권시장을 대상으로 한 김위생과 서점식(2000)의 연구에서는 동일한 누적기간에서 3.9%의 CAAR이 발생하였다. 코스닥시장에서 CAAR이 높게 나타나는 이유는 유가증권시장이 성숙시장인데 반해, 코스닥시장이 성장 가능성이 높은 기업을 대상으로 하는 성장시장이라는 특성을 반영한 것으로 해석할 수 있다.

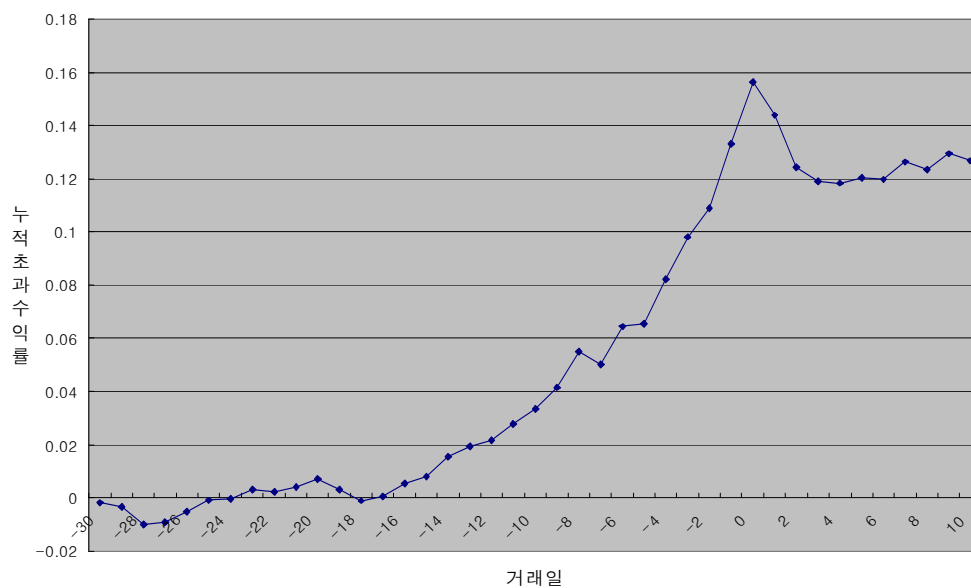
한편, 코스닥시장에서의 평균초과수익률은 합병공시전 8일부터 통계적 유의성을 보이기 시작했다. 이것은 합병이 이루어지는 경우 합병관련기업 간 교섭이 합병공시일 약 3주전부터 이루어지고, 대략 공시일 10일 전후에 결정되는 경우가 많은 상황을 반영하는 것이라고 추정된다.

<그림 5-1>은 합병 공시 -30일부터 +10일까지 전체 표본의 CAAR 추세를 정리한 그림이다. 합병공시전 -8일부터 0일까지 평균초과수익률이

29) 유가증권시장 상장기업의 합병공시에 따른 초과수익률의 검정에 관한 국내의 실증연구는 장영광(1985), 이석규(1989), 김희석(1990), 최상덕(1991), 나영호(1994), 윤평구-황인태(1995), 송영균-주상용(1997), 김위생-서점식(2000), 김희석-조경식(2002)의 연구 등이 있으며, 코스닥시장 상장기업을 대상으로 한 연구로, 조경식-박준철-김희석-이장형(2003), 조경식-이원복(2004) 등이 있다.

급격히 증가하는 것을 보여주고 있고, 합병공시 전 -1일과 합병공시일에 가장 높은 초과수익률을 보이고 있다. 합병공시후에는 누적평균초과수익률이 2, 3일간 급격히 하락하다가 안정적인 모습을 보이고 있다. 이것은 코스닥시장에서 합병과 관련된 모든 정보가 발표일까지 모두 반영되고, 그 이후에는 더 이상의 정보효과가 없다는 것을 보여준다. 즉 이러한 결과는 우리나라 코스닥시장에서도 선진국 시장과 마찬가지로 중강형 효율적 시장가설이 입증된 것으로 해석된다.

<그림 5-1> 전체표본의 거래일별 CAAR의 추세



한편, 본 연구는 합병제의 벤처기업과 합병제의 일반기업의 CAAR을 분석하였다. 벤처기업은 벤처캐피탈 투자기업, 신기술 개발기업, 연구개발 투자기업 등의 지정사유로 지정되는데, 수익성과 성장성 등에서 일반기업과는 다를 것이다. 또한 코스닥시장의 벤처기업에 대해 투자자는 일반기업과는 다른 인식을 가질 것이라고 보이기 때문이다.

전체 표본 109개 중 일반기업 51개, 벤처기업 58개의 CAAR 차이를 분

석하면, <표 5-6>과 같다. 누적기간 (-10, 0)에서 일반기업과 벤처기업의 CAAR 차이는 -3.98%, 누적기간 (-1, 0)에서 일반기업과 벤처기업의 CAAR 차이는 2.74%로 나타났으며, 그 차이는 모두 모두 통계적으로 유의하지 않은 것으로 나타났다.

<표 5-6> 합병제의기업이 일반기업과 벤처기업인 경우의 CAAR 차이 분석

누적기간	합병제의 일반기업 CAAR(N=51)	합병제의 벤처기업 CAAR(N=58)	t값	차이
(-10, 0)	0.1072	0.1470	-0.99	-0.0398
(-1, 0)	0.0619	0.0345	1.38	0.0274

주) 유의수준 : ***는 1% 유의수준, **는 5% 유의수준

이와 같은 분석 결과는 합병제의 벤처기업이 합병제의 일반기업 보다 더 높은 CAAR을 발견한 조경식-박준철-김희석-이장형(2003)의 연구와는 다른 결과이다. 이들의 연구는 2000년 1월부터 2002년 12월까지 우리나라 코스닥시장에서 합병을 공시한 45개 합병제의기업들을 대상으로, 시장모형 (market model)을 이용하여 일반기업과 벤처기업의 CAAR을 분석했다. 분석 결과 코스닥시장에서는 합병제의 일반기업보다는 합병제의 벤처기업 주주들이 더 높은 초과수익률을 얻는 것으로 나타났다. 누적기간 (-1, +1)에서 두 집단간의 CAAR 차이가 8.62%로 나타났고, 1% 유의수준에서 통계적으로 유의하였다. 누적기간 (-10, +1)에서 두 집단간의 CAAR 차이가 10.72%로 나타났고, 5% 유의수준에서 통계적으로 유의하였다.

본 연구의 결과가 선행연구 결과와 다른 것은 표본기간의 차이에 기인한 것으로 추정되어 표본기간을 <표 5-7>과 같이 2000년부터 2002까지, 2003년부터 2005년까지로 구분하여 분석하였다. 표본기간이 2000-2002인 경우 누적기간 (-10, 0)에서 일반기업과 벤처기업의 CAAR 차이가 -2.92%, (-1, 0)에서 일반기업과 벤처기업의 CAAR 차이가 0.15%로 나타

났으나, 모두 통계적으로 유의하지 않았다. 이와 같이 선행연구 결과와 다르게 나타난 것은 일반기업과 벤처기업의 분류를 2005년말 발표자료에 기준하였기 때문인 것으로 해석된다. 즉 2002년 말 현재 벤처기업이었던 기업이 2005년말 현재 일반기업으로 전환된 기업이 9개로 확인되었다.³⁰⁾

한편, 표본기간이 2003-2005인 경우 누적기간 (-10, 0)에서 일반기업과 벤처기업의 CAAR 차이가 -3.18%, (-1, 0)에서 일반기업과 벤처기업의 CAAR 차이가 4.78%로 나타났다. 이와 같이 본 연구와 선행연구 간에 합병제의 일반기업과 벤처기업의 CAAR 차이가 다른 것은 다음과 같은 이유로 설명할 수 있다. 우리나라 벤처산업은 1986년 중소기업창업지원법의 제정으로 시작하여 1997년부터 2001년 사이에 IT산업의 급성장과 맞물려 폭발적으로 성장하였다. 그러나 2000년 초반 절정을 이루었던 벤처붐은 IT버블이 붕괴되면서 최근까지 조정기를 거치고 있다. 즉 일반기업과 벤처기업간에 CAAR차이가 보이지 않은 이유는 과거 벤처라는 이유만으로 주식시장에서 프리미엄을 받던 때도 있었으나, 버블붕괴와 벤처비리 등으로 이와 같은 프리미엄이 줄어들었기 때문인 것으로 추정된다.

<표 5-7> 표본기간에 따른 합병제의 일반기업과 벤처기업의 CAAR 비교

표본기간	누적기간	합병제의 일반기업 CAAR	합병제의 벤처기업 CAAR	t값	차이
2000-2002 (N=42)	(-10, 0)	0.0782	0.1074	-0.57	-0.0292
	(-1, 0)	0.0417	0.0402	0.06	0.0015
2003-2005 (N=67)	(-10, 0)	0.1330	0.1648	-0.54	-0.0318
	(-1, 0)	0.0798	0.0320	1.75	0.0478

주) 유의수준 : ***는 1% 유의수준, **는 5% 유의수준

30) 벤처기업에서 일반기업으로 전환된 기업은 새롬기술,한성에코넷,로커스,중앙소프트웨어,도원텔레콤,쓰리알,한국아스텐엔지니어링,넷시큐어테크놀로지,코닉스 등 9개 기업이다.

2. 합병대상기업이 상장기업과 비상장기업인 표본의 합병공시효과 분석

전체 표본 109개를 합병대상기업이 상장기업인 9개의 표본과 비상장기업인 100개의 표본으로 구분하였다.

1) 합병대상기업이 상장기업인 표본의 공시효과 분석

<표 5-8>은 합병대상기업이 상장기업인 9개 표본에 대해, 합병제외기업의 공시일을 전후한 -30일부터 +10일까지 합병제외기업의 AAR, t값, 그리고 CAAR을 나타내고 있다.

<표 5-8> 합병대상기업이 상장기업인 표본의 거래일별 AAR과 CAAR
(N=9)

거래일	AAR	t값	유의성	CAAR
-30	0.0106	0.55	0.5948	0.0106
-29	-0.0163	-1.38	0.2039	-0.0057
-28	-0.0061	-0.83	0.4322	-0.0118
-27	0.0188	1.28	0.2351	0.0070
-26	0.0066	0.67	0.5316	0.0136
-25	0.0126	0.61	0.5610	0.0262
-24	0.0050	0.24	0.8131	0.0312
-23	-0.0116	-1.08	0.3104	0.0196
-22	-0.0029	-0.16	0.8791	0.0167
-21	0.0001	0.01	0.9938	0.0168
-20	0.0060	0.52	0.6155	0.0228
-19	0.0064	0.34	0.7437	0.0292
-18	-0.0259 ***	-4.09	0.0035	0.0033
-17	-0.0165	-0.98	0.3566	-0.0132
-16	0.0027	0.34	0.7437	-0.0105

-15	-0.0169	-1.73	0.1225	-0.0274
-14	0.0066	0.93	0.3818	-0.0208
-13	-0.0030	-0.30	0.7743	-0.0238
-12	0.0060	0.38	0.7161	-0.0178
-11	-0.0204	-1.84	0.1023	-0.0382
-10	0.0034	0.19	0.8540	-0.0348
-9	0.0095	0.61	0.5614	-0.0253
-8	-0.0083 *	-2.13	0.0654	-0.0336
-7	0.0009	0.08	0.9357	-0.0327
-6	0.0125	0.64	0.5407	-0.0202
-5	0.0174	0.93	0.3789	-0.0028
-4	0.0071	0.34	0.7415	0.0043
-3	-0.0002	-0.02	0.9835	0.0041
-2	0.0134	0.67	0.5194	0.0175
-1	0.0192	1.17	0.2749	0.0367
0	0.0333	1.18	0.2724	0.0700
1	-0.0229	-2.20	0.0594	0.0471
2	-0.0227 *	-2.26	0.0541	0.0244
3	-0.0114	-1.24	0.2515	0.0130
4	-0.0062	-0.40	0.6978	0.0068
5	0.0076	0.61	0.5584	0.0144
6	-0.0208 **	-2.80	0.0233	-0.0064
7	-0.0074	-0.84	0.4266	-0.0138
8	0.0031	0.22	0.8342	-0.0107
9	-0.0143 *	-2.10	0.0691	-0.0250
10	-0.0004	-0.02	0.9851	-0.0254

주: 1) AAR: 평균초과수익률(average abnormal return)

2) CAAR: 누적평균초과수익률(cumulative average abnormal return)

3) 유의수준: ***는 1% 유의수준, **는 5% 유의수준, *는 10% 유의수준

합병대상기업이 상장기업인 경우 <표 5-9>와 같이 합병제외기업의 누적기간 (-30, +10), (-10, 0), (-1, 0)의 CAAR은 각각 -2.54%, 10.81%, 5.25%로 나타났다. 특히 누적기간 (-10, 0)의 CAAR은 10% 유의수준에서 통계적으로 유의한 정의 초과수익률을 보였다. 반면 누적기간 (-30, +10), (-1, 0)의 CAAR은 통계적으로 유의성이 없는 것으로 나타났다.

그러나 본 연구에서는 합병대상기업이 상장기업인 사례가 9건에 불과하여, 분석 결과에 의미를 부여하기는 어려울 것으로 보인다.

<표 5-9> 합병대상기업이 상장기업인 표본의 누적기간별 CAAR 요약
(N=9)

누적기간	CAAR	t값	유의도
(-30, +10)	-0.0254	-0.42	0.6837
(-10, 0)	0.1081	2.28	0.0518
(-1, 0)	0.0525	1.41	0.1952

주) 유의수준: ***는 1% 유의수준, **는 5% 유의수준

2) 합병대상기업이 비상장기업인 표본의 공시효과 분석

<표 5-10>은 합병대상기업이 상장기업인 100개의 표본에 대해, 공시일을 전후한 -30일부터 +10일까지 합병제외기업의 AAR, t값, 그리고 CAAR을 정리한 표이다.

<표 5-10> 합병대상기업이 비상장기업인 표본의 거래일별 AAR과 CAAR (N=100)

거래일	AAR	t값	유의성	CAAR
-30	-0.0029	-0.58	0.5652	-0.0029
-29	-0.0002	-0.03	0.9751	-0.0031

-28	-0.0068	-1.37	0.1732	-0.0099
-27	-0.0007	-0.16	0.8639	-0.0106
-26	0.0036	0.72	0.4708	-0.007
-25	0.0035	0.71	0.4804	-0.0035
-24	0.0002	0.04	0.9716	-0.0033
-23	0.0049	0.97	0.3354	0.0016
-22	-0.0008	-0.16	0.8695	0.0008
-21	0.0019	0.40	0.6910	0.0027
-20	0.0027	0.46	0.6447	0.0054
-19	-0.0048	-0.86	0.3913	0.0006
-18	-0.0022	-0.40	0.6872	-0.0016
-17	0.0031	0.62	0.5373	0.0015
-16	0.0053	1.04	0.3026	0.0068
-15	0.0044	0.83	0.4113	0.0112
-14	0.0075	1.49	0.1401	0.0187
-13	0.0045	0.82	0.4152	0.0232
-12	0.0020	0.43	0.6650	0.0252
-11	0.0085	1.65	0.1015	0.0337
-10	0.0059	1.18	0.2389	0.0396
-9	0.0080	1.49	0.1406	0.0476
-8	0.0152 ***	2.80	0.0062	0.0628
-7	-0.0051	-0.97	0.3351	0.0577
-6	0.0143 ***	2.99	0.0036	0.072
-5	-0.0004	-0.09	0.9316	0.0716
-4	0.0175 ***	3.11	0.0025	0.0891
-3	0.0177 ***	2.93	0.0042	0.1068

-2	0.0103 *	1.68	0.0967	0.1171
-1	0.0246 ***	3.94	0.0002	0.1417
0	0.0223 ***	3.27	0.0015	0.164
1	-0.0113	-1.62	0.1084	0.1527
2	-0.0194 ***	-3.51	0.0007	0.1333
3	-0.0045	-0.84	0.4015	0.1288
4	-0.0003	-0.06	0.9504	0.1285
5	0.0015	0.29	0.7699	0.13
6	0.0012	0.24	0.8077	0.1312
7	0.0078	1.65	0.1027	0.139
8	-0.0036	-0.88	0.3785	0.1354
9	0.0079 *	1.86	0.0655	0.1433
10	-0.0029	-0.63	0.5330	0.1404

주: 1) AAR: 평균초과수익률(average abnormal return)

2) CAAR: 누적평균초과수익률(cumulative average abnormal return)

3) 유의수준: ***는 1% 유의수준, **는 5% 유의수준, *는 10% 유의수준

<표 5-11>은 앞에서 제시된 거래일별 CAAR을 누적기간 (-30, +10), (-10, 0), (-1, 0)에 따라 정리한 표이다. 각각의 누적기간별 CAAR은 각각 14.04%, 13.02%, 4.69%로 나타났으며, 모두 1% 유의수준에서 통계적으로 정(+)의 초과수익률을 보이고 있다.

<표 5-11> 합병대상기업이 비상장기업인 표본의 누적기간별 CAAR 요약 (N=100)

누적기간	CAAR	t값	유의도
(-30, +10)	0.1404***	3.69	0.0004
(-10, 0)	0.1302***	6.03	0.0000
(-1, 0)	0.0469***	4.54	0.0000

주) ***는 1% 통계적 유의수준

3) 합병대상기업이 상장기업과 비상장기업인 표본의 CAAR 비교 분석
코스닥시장에서 합병제외기업 주주들은 누적기간 (-30, +10) 동안 합병 대상기업이 상장기업인 경우 CAAR은 -2.54%, 비상장기업인 경우 CAAR은 14.04%로 나타났다. <표 5-12>와 같이 두 집단 간 CAAR의 차이는 16.58%로 나타났고, 이는 5% 유의 수준에서 통계적으로 유의한 결과이다.

<표 5-12> 합병대상기업이 상장기업과 비상장기업인 표본의 CAAR 차이 비교

합병대상기업	표본 수(N)	합병제외기업 CAAR	t값	차이
상장기업	9	-0.0254	-0.42	0.1658** t값=2.30
비상장기업	100	0.1404***	3.69	

주 : 1) CAAR은 합병공시 전 -30일부터 +10일까지의 누적평균초과수익률임

2) ***는 1% 유의수준, **는 5% 유의수준

이러한 결과는 <표 5-13>에 정리한 바와 같이 미국과 우리나라의 선행 연구 결과와 유사하다. 미국의 선행연구인 Chang(1998)의 연구에서 합병

제외기업 주주들은 합병대상기업이 상장기업인 경우 보다 비상장기업인 경우 더 높은 초과수익률을 얻는 것으로 나타났다. 주식교환의 경우 누적기간 (-1, 0)에서 대상기업이 상장기업인 경우와 비상장기업인 경우의 두 집단 간 CAAR 차이가 5.1%로 나타났으나, 통계적 유의성에 대해서는 검증하지 않았다.

또 다른 미국의 선행연구인 Kohers(2004)의 연구에서도 합병제외기업 주주들은 합병대상기업이 상장기업인 경우 보다 비상장기업인 경우 더 높은 초과수익률을 얻는 것으로 나타났다. 주식교환의 경우 누적기간 (-1, 0)에서 대상기업이 상장기업인 경우와 비상장기업인 경우의 두 집단 간 CAAR 차이가 2.619%로 나타났고, 1% 유의수준에서 통계적으로 유의한 차이를 보였다.

우리나라의 유가증권시장을 대상으로 한 선행연구인 김위생과 서점식(2000)의 연구는 합병제외기업 주주들은 합병대상기업이 상장기업인 경우 보다 비상장기업인 경우 더 높은 초과수익률을 얻는 것으로 나타났다. 누적기간 (-30, +10)에서 대상기업이 상장기업인 경우와 비상장기업인 경우의 두 집단 간 CAAR 차이가 11.94%로 나타났고, 5% 유의수준에서 통계적으로 유의한 차이를 보였다.

따라서 본 연구의 결과는 미국의 선행연구 결과와 유가증권시장을 대상으로 한 우리나라의 선행연구 결과와 유사하다고 할 수 있다.

<표 5-13> 대상기업의 상장여부에 따른 CAAR에 대한 선행 연구 비교

구분	누적기간	CAAR 차이	표본기간	대상시장
본 연구	(-30, +10) (-1, 0)	0.1658** 0.0056	2000.1-2005.12	코스닥시장
김위생· 서점식(2000)	(-30, +10)	0.1194**	1992.1-1997.6	유가증권시장
Chang(1998)	(-1, 0)	0.051	1981-1992	NYSE, AMEX, NASDAQ
Kohers(2004)	(-1, 0)	0.02619***	1984.1-1997.12	NYSE, AMEX

주: 1) ***는 1% 유의수준, **는 5% 유의수준

- 2) Chang(1998)의 연구는 동일 대상기업에서 현금지불과 주식교환에 따른 CAAR의 차이에 대해서는 t검정을 하였으나, 다른 대상기업 간에 주식교환인 경우의 대상기업 간 CAAR 차이에 대해서는 t검정을 실시하지 않음

이러한 결과는 다음과 같은 4가지 관점에서 설명할 수 있다.

첫째, 합병공시에 대한 제의기업의 정보효과는 합병대상기업이 상장기업인 경우 보다 비상장기업인 경우에 더 강한 것으로 해석된다. 즉 합병대상기업이 상장기업인 경우에는 이미 많은 기업정보가 공개되어 있으나, 비상장기업인 경우에는 일반투자자들에게 기업정보가 공개되지 않은 상태에 있기 때문에, CAAR에 영향을 미칠 다른 정보가 추가될 가능성이 높을 것으로 추정된다³¹⁾.

둘째, 합병대상기업이 비상장기업일 경우 비상장기업 최대주주 등이 보유한 주식의 매각이 제한되는 것과 관련이 있을 것으로 보인다. 즉 코스닥상장법인이 비공개법인과 합병을 하거나, 상법 제360조의 2 제2항에서 규정하는 주식교환을 하는 경우, 비공개법인의 주식 등을 보유하고 있는 최대주주 등은 합병기일 또는 주식교환기일부터 일정기간 동안 주식의 매각이 제한된다. 그러나 합병대상기업이 상장기업인 경우의 대상기업 최대주주 등은 합병 후 자유롭게 주식을 매각할 수 있다. 다시 말해 합병대상기업이 비상장기업인 경우 대상기업 최대주주 등이 취득한 합병기업 주식은 합병대상기업이 상장기업인 경우에 비해 매각이 제한된다. 따라서 주식의 매물이 감소되어 주식 가격이 상승된 것으로 추정된다.

셋째, 합병대상기업의 소유구조와 관련이 있을 것으로 추정된다. 합병대상기업의 소유가 집중되어 있으면, 합병으로 새로운 주식 대량 보유자가 출현하고 그에 따른 감시효과가 나타날 것이다.³²⁾ 본 연구에서는 이와 같은 내용을 실증적으로 검증하기 위해 <표 5-14>와 같이 두 집단에 대해 합병신고서상 합병대상기업의 최대주주 지분율을 살펴 보았다. 최대주주란

31) 김위생-서점식(2000)은 합병대상기업의 상장 여부에 따른 공시효과의 차이를 설명하는 이유 중의 하나로 정보효과를 들고 있음

32) Chang(1998)과 Kohers(2004)은 합병대상기업의 상장 여부에 따른 공시효과의 차이를 설명하는 이유로 합병대상기업의 소유구조를 들고 있음

본인 및 그 특수관계인이 소유하는 주식의 수가 가장 많은 자와 그 자의 특수관계인을 말한다.³³⁾ 코스닥시장에서 최대주주지분율은 합병대상기업이 상장기업인 경우 보다 비상장기업인 경우 19.96%가 더 높은 것으로 나타났다으며, 1% 유의 수준에서 통계적으로 유의한 차이를 보이고 있다. 이러한 최대주주지분율의 차이가 주가에 반영된 것으로 해석할 수 있다. 다시 말해 비상장기업의 최대주주가 합병기업에서 주식대량보유자로 출현함으로써 주가가 상승된 것으로 추정된다.

<표 5-14> 합병대상기업 최대주주 지분율

합병대상기업	표본수	최대주주 지분율	차이
상장기업	9	0.2572	0.1996*** t값=3.77
비상장기업	100	0.4568	

주) ***는 1% 통계적 유의수준

넷째, 합병제외기업의 협상능력과 관련이 있을 것으로 해석된다. 즉 상장기업이 비상장기업보다 규모가 상대적으로 크다면, 비상장기업보다는 합병협상 능력이 더 클 것으로 예상된다.³⁴⁾ 본 연구에서는 상대적 규모를 실증적으로 검증하기 위해, 합병신고서상에 나타난 합병제외기업과 대상기업 재무제표 내용에 기초하여 <표 5-15>와 같이 상대적 규모를 산정하였다. 각 합병표본에 대해 합병제외기업 총자산을 대상기업의 총자산으로 나누어, 각각의 상대적 규모를 우선 구하였다. 대상기업이 상장기업인 경우 상대적 규모의 평균은 5.61인데 반해, 비상장기업인 경우 9.52로 나타났다.

33) 증권거래법 시행령, 제10조의 3 제2항에서 규정하는 특수관계인은 본인이 개인인 경우 본인의 배우자, 일정한 범위에 속한 본인의 부계 혈족과 그 배우자 및 자녀, 일정한 범위에 속한 본인 모계혈족과 그 배우자 및 자녀, 본인의 배우자 및 그 일정 범위내의 그 배우자의 친인척 등이다. 본인이 법인 기타 단체인 경우는 임원, 계열회사 및 그 임원, 본인인 법인에게 일정범위 이상을 출자한 자 및 그 임원 등이다.

34) 김위생-서점식(2000)은 합병대상기업의 상장 여부에 따른 공시효과의 차이를 설명하는 이유 중의 하나로 합병제외기업의 협상능력을 들고 있음

즉 합병대상기업이 비상장기업인 경우에 합병제외기업의 규모가 훨씬 더 크다는 것을 알 수 있다.

이와 같이 합병대상기업이 비상장기업인 경우, 제외기업의 상대적 규모가 크기 때문에 합병협상이 유리하여, 합병제외기업에 유리한 조건으로 합병이 이루어진 것으로 추정된다.

<표 5-15> 합병기업 총자산에 기초한 상대적 규모 비교

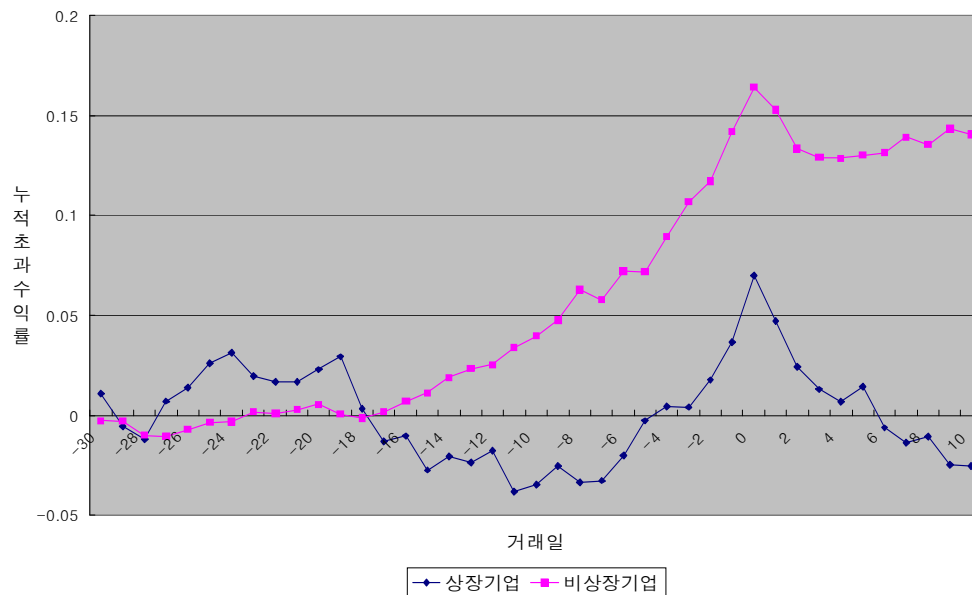
합병대상기업	표본 수	상대적 규모	t값	차이
상장기업	9	5.04	2.81	4.47 t값=1.50
비상장기업	100	9.51	4.00	

주: 1) ***는 1% 유의수준, **는 5% 유의수준

2) 상대적 규모는 합병제외기업 총자산을 대상기업의 총자산으로 나눈 값이며, 개별기업의 상대적 규모를 우선 구한 후 그 값을 평균하였음

<그림 5-2>는 합병대상기업이 상장기업과 비상장기업인 경우의 합병공시 -30일부터 +10일까지의 CAAR 추세를 보여주고 있다. 합병대상기업이 상장기업인 경우는 누적초과수익률이 최고 6% 수준에 그치고 있다. 반면, 합병대상기업이 비상장기업인 경우 공시전 -17일부터 공시일까지 누적초과수익률이 증가하고 있음을 보여준다. 공시전 -8일부터 평균초과수익률이 통계적으로 유의한 정의 초과수익률을 보이기 시작했다. 합병공시 후에는 누적평균초과수익률이 2, 3일간 급격히 하락하다가 안정적인 모습을 보이고 있는데, 이는 앞의 <그림 5-2>에서와 같이 중강형 효율적 시장가설이 입증된 것으로 해석된다.

<그림 5-2> 합병대상기업이 상장기업과 비상장기업인 표본의 거래일별 CAAR 추세



3. 정상합병과 역합병 표본의 합병공시효과 분석

본 연구의 전체표본 109개 중 합병대상기업이 상장기업인 표본은 9개, 비상장기업인 표본은 100개였다. 여기서 합병대상기업이 비상장기업인 표본 100개를, 다시 정상합병과 역합병 표본으로 구분하여 분석하고자 한다.

역합병이란 비상장기업에 의한 상장기업의 인수와 그에 따른 기업지배권의 실질적 이전, 비상장기업의 최대주주가 궁극적으로 상장기업의 최대주주가 되는 경우, 비상장기업의 최대주주가 보유한 비상장주식이 상장주식으로 전환된 경우의 조건을 모두 충족하는 것으로 정의하였다. 이러한 정의에 따라 합병대상기업이 비상장기업이고, 합병으로 인한 신주발행에 따른 최대주주 변경을 공시한 36개 기업을 역합병 표본으로 선정하였다. 따라서 합병대상기업이 비상장기업인 표본 중 나머지 64개 기업을 정상합병 표본으로 분류하였다.

1) 정상합병 표본의 공시효과 분석

<표 5-16>은 정상합병 표본 64개에 대해, 합병제외기업의 공시일을 전후한 -30일부터 +10일까지 합병제외기업의 AAR, t값, 그리고 CAAR을 정리한 표이다.

<표 5-16> 정상합병 표본의 거래일별 AAR과 CAAR (N=64)

거래일	AAR	t-VALUE	유의성	CAAR
-30	-0.0047	-0.80	0.4283	-0.0047
-29	0.0052	0.92	0.3618	0.0005
-28	-0.0083	-1.47	0.1457	-0.0078
-27	-0.0017	-0.31	0.7541	-0.0095
-26	0.0017	0.27	0.7879	-0.0078
-25	0.0028	0.50	0.6206	-0.005
-24	0.0016	0.27	0.7895	-0.0034
-23	0.0002	0.04	0.9686	-0.0032
-22	-0.0049	-0.81	0.4213	-0.0081
-21	0.0022	0.37	0.7143	-0.0059
-20	0.0026	0.34	0.7358	-0.0033
-19	-0.0029	-0.47	0.6394	-0.0062
-18	-0.0050	-0.74	0.4619	-0.0112
-17	-0.0008	-0.12	0.9088	-0.0120
-16	-0.0006	-0.11	0.9114	-0.0126
-15	0.0021	0.36	0.7233	-0.0105
-14	0.0048	0.80	0.4259	-0.0057
-13	0.0054	0.84	0.4033	-0.0003
-12	-0.0036	-0.70	0.4857	-0.0039
-11	0.0021	0.40	0.6896	-0.0018
-10	-0.0080	-1.39	0.1687	-0.0098

-9	0.0010	0.16	0.8749	-0.0088
-8	0.0201 ***	3.15	0.0025	0.0113
-7	-0.0130 **	-2.32	0.0237	-0.0017
-6	0.0141 ***	2.69	0.0091	0.0124
-5	-0.0036	-0.63	0.5280	0.0088
-4	0.0123 *	1.84	0.0702	0.0211
-3	0.0067	1.03	0.3057	0.0278
-2	-0.0013	-0.21	0.8370	0.0265
-1	0.0068	1.13	0.2643	0.0333
0	0.0220 ***	3.53	0.0008	0.0553
1	-0.0069	-0.94	0.3530	0.0484
2	-0.0176 ***	-2.71	0.0086	0.0308
3	0.0065	1.05	0.2983	0.0373
4	0.0038	0.60	0.5478	0.0411
5	-0.0026	-0.45	0.6564	0.0385
6	-0.0018	-0.39	0.6996	0.0367
7	-0.0026	-0.50	0.6180	0.0341
8	-0.0092 **	-2.23	0.0290	0.0249
9	0.0074	1.40	0.1660	0.0323
+ 1 0	-0.0079	-1.52	0.1346	0.0244

주: 1) AAR: 평균초과수익률(average abnormal return)

2) CAAR: 누적평균초과수익률(cumulative average abnormal return)

3) 유의수준: ***는 1% 유의수준, **는 5%유의수준, *는 10% 유의수준

정상합병인 경우 합병제외기업은 <표 5-17>과 같이 누적기간 (-30, +10)에서 CAAR은 2.44%가 발생하는 것으로 나타났으나, 통계적으로 유의성은 없었다. 누적기간 (-10, 0)에서 CAAR이 5.71%로 나타났고, 1% 유의수준에서 통계적으로 유의하였다. 누적기간 (-1, 0)에서 CAAR이 2.88%로 나타났고, 1% 유의수준에서 통계적으로 유의성이 발견되었다.

< 표 5-17> 정상합병의 누적기간별 CAAR 요약 (N=64)

누적기간	CAAR	t값	유의도
(-30, +10)	0.0244	0.68	0.4994
(-10, 0)	0.0571***	2.85	0.0059
(-1, 0)	0.0288***	2.82	0.0064

주) 유의수준: ***는 1% 유의수준, **는 5% 유의수준

2) 역합병 표본의 공시효과 분석

<표 5-18>은 역합병 표본 36개에 대해 합병제외기업의 공시일을 전후한 -30일부터 +10일까지 합병제외기업의 AAR, t값, 그리고 CAAR을 나타내고 있다.

<표 5-18> 역합병 표본의 거래일별 AAR과 CAAR (N=36)

거래일	AAR	t값	유의성	CAAR
-30	0.0004	0.04	0.9650	0.0004
-29	-0.0096	-1.04	0.3033	-0.0092
-28	-0.0039	-0.42	0.6769	-0.0131
-27	0.0009	0.11	0.9157	-0.0122
-26	0.0070	0.86	0.3942	-0.0052
-25	0.0048	0.50	0.6208	-0.0004
-24	-0.0024	-0.30	0.7696	-0.0028
-23	0.0132	1.51	0.1393	0.0104
-22	0.0066	0.84	0.4074	0.017
-21	0.0014	0.17	0.8753	0.0184

-20	0.0030	0.32	0.7516	0.0214
-19	-0.0083	-0.74	0.4668	0.0131
-18	0.0027	0.29	0.7754	0.0158
-17	0.0101	1.41	0.1672	0.0259
-16	0.0158	1.50	0.1425	0.0417
-15	0.0083	0.81	0.4210	0.05
-14	0.0124	1.34	0.1897	0.0624
-13	0.0029	0.28	0.7821	0.0653
-12	0.0119	1.32	0.1946	0.0772
-11	0.0199 *	1.87	0.0704	0.0971
-10	0.0306 ***	3.91	0.0004	0.1277
-9	0.0204 **	2.17	0.0365	0.1481
-8	0.0067	0.67	0.5081	0.1548
-7	0.0088	0.83	0.4131	0.1636
-6	0.0147	1.52	0.1365	0.1783
-5	0.0052	0.54	0.5898	0.1835
-4	0.0267 **	2.64	0.0124	0.2102
-3	0.0372 ***	3.21	0.0028	0.2474
-2	0.0310 **	2.57	0.0145	0.2784
-1	0.0563 ***	4.66	0.0000	0.3347
0	0.0226	1.46	0.1531	0.3573
1	-0.0191	-1.33	0.1906	0.3382
2	-0.0227 **	-2.21	0.0334	0.3155
3	-0.0241 **	-2.57	0.0145	0.2914
4	-0.0075	-0.91	0.3690	0.2839
5	0.0088	0.91	0.3687	0.2927
6	0.0067	0.60	0.5504	0.2994
7	0.0264 ***	2.97	0.0054	0.3258
8	0.0065	0.77	0.4440	0.3323
9	0.0087	1.22	0.2313	0.3410

+ 1 0	0.0058	0.64	0.5286	0.3468
-------	--------	------	--------	--------

주: 1) AAR: 평균초과수익률(average abnormal return)

2) CAAR: 누적평균초과수익률(cumulative average abnormal return)

3) 유의수준: ***는 1% 유의수준, **는 5%유의수준, *는 10% 유의수준

역합병인 경우 합병제외기업은 <표 5-19>와 같이 누적기간 (-30, +10)에서 CAAR은 34.68%로 나타났고, 1% 유의수준에서 통계적으로 유의하였다. 누적기간 (-10, 0)에서 CAAR은 26.02%로 나타났고, 1% 유의수준에서 통계적으로 유의하였다. 누적기간 (-1, 0)에서 CAAR은 7.89%로 나타났고, 1% 유의수준에서 통계적으로 유의성이 발견되었다.

<표 5-19> 역합병 표본의 누적기간별 CAAR 요약 (N=36)

누적기간	CAAR	t값	유의도
(-30,+10)	0.3468***	4.76	0.0000
(-10, 0)	0.2602***	6.45	0.0000
(-1, 0)	0.0789***	3.68	0.0008

주) 유의수준: ***는 1% 유의수준, **는 5% 유의수준

3) 정상합병과 역합병 표본의 CAAR 비교 분석

코스닥시장에서 합병제외기업 주주들은 정상합병인 경우, 누적기간(-30, +10) 동안 CAAR은 2.44%로 통계적 유의성이 없는 것으로 나타났다. 반면에 역합병인 경우 CAAR은 34.68%로, 통계적으로도 유의한 것으로 나타났다. 누적기간(-30, +10)에서 <표 5-20>과 같이 두 집단 간 CAAR 차이가 32.24%로 나타났고, 이는 1% 유의수준에서 통계적으로 유의한 결과이다.

<표 5-20> 정상합병과 역합병 CAAR 차이 비교

구분	표본수	합병제의기업 CAAR	t값	차이
정상합병	64	0.0244	0.68	0.3224*** t값=3.96
역합병	36	0.3468***	4.76	

주 : 1) CAAR은 합병공시 전 -30일부터 +10일까지의 누적평균초과수익률임

2) ***는 1% 유의수준, **는 5% 유의수준

본 연구의 실증분석 결과는 <표 5-21>에서 보는 바와 같이 선행연구의 결과와 큰 차이가 없는 것으로 보인다. Gleason, Rosenthal and Wiggins III(2002)의 연구에서 역합병 기업은 (-1, +1), (-1, 0), (0, 0)의 CAAR이 각각 25.1%, 15.6%, 10.84%로 나타났고, 모두 1% 유의수준에서 통계적으로 유의하였다. 반면, 정상합병을 대상으로 한 미국의 선행연구에서는 대부분 합병제의기업이 부 또는 0에 가까운 CAAR을 보였다.

김석태-곽노성-허노중(2005)의 연구에서 역합병 기업은 (-1, +1), (-1, 0), (0, 0)의 CAAR이 각각 14.95%, 10.88%, 6.08%로 나타났고, 1% 유의수준에서 통계적으로 유의하였다. 그리고 정상합병을 대상으로 한 우리나라의 선행연구에서는 합병제의기업이 합병공시일을 전후하여 약 2%에서 6%정도의 CAAR을 보였다.

<표 5-21> 역합병에 대한 선행 연구와 CAAR 차이 비교

구분	누적기간	CAAR	표본기간	대상시장
본 연구	(-1, 0)	0.0789***	2000-2005	코스닥시장
	(0, 0)	0.0266		
김석태-곽노상- 허노중(2005)	(-1, 0)	0.1088***	2000-2003	코스닥시장
	(0, 0)	0.0608***		
Gleason, Rosenthal and Wiggins III(2002)	(-1, 0)	0.1560***	1987-2001	NYSE, AMEX, NASDAQ
	(0, 0)	0.1084***		

주) 유의수준: ***는 1% 유의수준, **는 5% 유의수준

이러한 결과에 대해서는 다음과 같은 2가지의 설명이 가능하다.

첫째, 역합병의 경우 합병제외기업은 실질적으로 피인수 기업이 된다는 것과 관련이 있을 것이다. 본 연구는 역합병을 비상장기업에 의한 상장기업의 인수와 그에 따른 기업지배권의 실질적인 이전으로 정의하였다. 따라서 역합병의 경우, 합병제외기업의 비효율적인 경영진이 교체됨으로써 경영효율성 제고에 대한 기대감이 주식가격에 반영된 결과라고 보여진다.

실제로 합병제외기업은 한계기업으로 코스닥시장에서 퇴출위험성이 큰 기업으로 투자자에게 인식되고 있는 것과도 관련이 있을 것으로 보인다. 코스닥시장 상장규정에 의거 코스닥 상장기업은 최종부도, 자본전액 잠식, 감사의견 부적절 또는 의견거절 등의 사유로 즉시 퇴출된다. 이와 같은 퇴출 위험은 주식가격에 영향을 미칠 것이다. 따라서 퇴출 가능성이 있던 기업이 역합병으로 인해 퇴출되지 않고, 능력있는 경영진에 의해 새로운 기업으로 바뀐다는 기대가 주식가격에 반영된 것으로 추정된다.

본 연구에서는 역합병이 되는 기업의 한계기업 가능성을 실증적으로 검증하기 위해 합병신고서상 합병제외기업과 대상기업 제무제표를 기준으로 <표 5-22>와 같이 자기자본이익률을 정리하였다. 정상합병의 합병제외기

업 자기자본이익률 중간값은 0.0039이고, 역합병의 합병제외기업 자기자본이익률 중간값은 -0.1231이었다. 이는 역합병의 합병제외기업이 경영성과 면에서 상대적으로 더 나쁘다는 것을 나타내고 있다.

<표 5-22> 합병제외기업의 자기자본이익률 비교

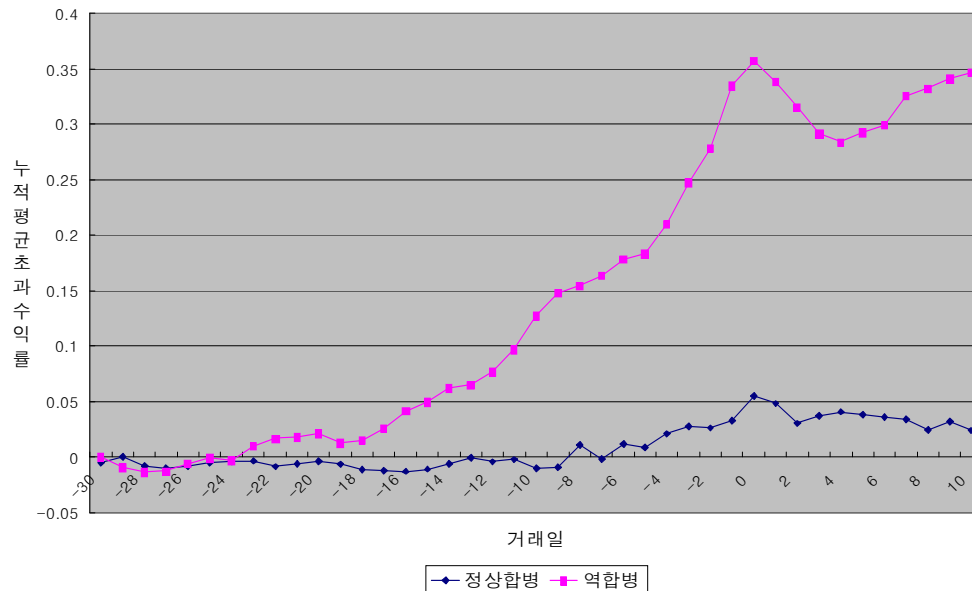
구분		최소값	최대값	중간값	평균	표준편차
합병제외 기업	정상합병 (N=64)	-8.8607	1.6747	0.0039	-0.3075	1.3097
	역합병 (N=36)	-1.3498	0.3839	-0.1231	-0.2251	0.4053

둘째, 코스닥상장법인이 비상장기업과 합병할 경우 코스닥기업의 최대주주 변경 여부에 따라 주식 매각 제한 기간에 차이가 있는 것과 관련이 있을 것으로 해석된다. 코스닥시장에서 추가급락으로 인한 소액투자자 보호를 위한 규정에 의해, 최대주주가 변경되는 합병의 경우 최대주주 등 특정인은 자신이 보유하는 주식을 2년 동안 의무적으로 보유하여야 한다. 그러나 정상합병과 같이 코스닥기업의 최대주주가 변경되지 않으면 매각제한기간이 1년으로 단축된다. 이와 같은 매각제한 기간의 차이가 주식가격에 영향을 줄 것으로 판단된다. 이처럼 2년간 매각이 제한되는 비상장기업의 최대주주는 단기적인 투자보다는, 경영진으로 2년간 활동하면서 기업의 가치를 제고시킨다는 정보가 반영된 것으로 보인다.

<그림 5-3>은 합병공시 -30일부터 +10일까지 정상합병과 역합병의 CAAR의 추세를 보여 주고 있다. 정상합병의 경우 기간 중 CAAR이 6%를 초과하지 않는 것을 보여 준다. 반면, 역합병의 경우 공시전 -11일부터 통계적으로 유의한 정의 평균초과수익률을 보이기 시작했다. 합병공시후에는 누적평균초과수익률이 2, 3일간 급격히 하락하다가 안정적인 모습을 보이고 있다. 이것은 역합병의 경우 합병과 관련된 모든 정보가 발표일까지 모두 반영되고, 그 이후에는 더 이상의 정보효과가 없다는 것을 보여준다. 즉 이러한 결과는 역합병 표본의 경우에도 중강형 효율적 시장가설이 입

증된 것으로 해석된다.

<그림 5-3> 역합병과 정상합병 표본의 거래일별 CAAR 추세



4. 합병공시효과의 영향요인 분석

1) 변수들의 기술통계량

본 연구는 각 표본에 대해 합병공시전 -10일을 전후하여 통계적 유의성이 있는 초과수익률을 발견하였으며, 공시일 이후에는 더 이상의 공시효과를 찾지 못하였다. 따라서 종속변수로 합병공시전 -10일부터 공시일까지의 누적초과수익률(CAR)을 사용한다. <표 5-23>은 합병제외기업의 공시효과로 볼 수 있는 누적초과수익률에 영향을 미치는 요인을 알아 보기 위한 종속변수와 설명변수들의 기술통계량을 나타낸 표이다.

종속변수인 각 기업의 합병공시효과의 대응변수로는 합병공시전 -10일부터 공시일까지의 개별기업의 초과수익률의 합인 누적초과수익률을 사용한다.

합병공시효과의 요인을 설명하는 설명변수는 앞의 제5장 제2절의 가설에서 4개를 제시한 바 있으며, 각 설명변수에 대한 실증자료는 다음과 같다.

첫째, 새로운 주식대량보유자 지분율의 대응변수로 합병 신주 발행에 의해 전환된 주식 중에서 최대주주 보유지분 해당비율을 (식 6-1)과 같이 계산하여 사용하였다. 새로운 주식대량보유자 지분율의 최소값은 0%, 최대값은 42.07%이며, 평균은 8.94%로 나타났다.

새로운 주식대량보유자 지분율 =

$$\frac{(\text{합병 후 발행주식 수} - \text{합병 전 발행주식 수})}{\text{합병 후 발행주식 수}} \times \text{대상기업 최대주주 지분율 (식 6-1)}$$

둘째, 상대적 규모의 대응변수는 (식 6-2)와 같이 제의기업 직전년도 총자산을 대상기업 직전년도 총자산으로 나누어 계산하였다. 전체 표본 109개 중 흡수합병, 소규모합병 등의 사유로 합병신고서에 제의기업 또는 대상기업의 총자산 자료가 없는 7개 기업을 제외한 총 102개 기업을 표본으로 하였다.

$$\text{상대적 규모} = \frac{\text{합병대상기업의 총자산}}{\text{합병제의기업의 총자산}} \quad (\text{식 6-2})$$

셋째, 합병대상기업 경영성과에 대한 대응변수로 (식 6-3)과 같이 자기자본이익률을 계산하였다. 전체 표본 109개 중 흡수합병, 소규모합병 등의 사유로 합병신고서에 제의기업 또는 대상기업의 경영성과 자료가 없는 6개 기업을 제외한 총 103개 기업을 표본으로 하였다.

$$\text{자기자본이익률} = \frac{\text{직전기말 당기순이익}}{(\text{직전기말 자기자본} + \text{직전기초 자기자본})/2} \quad (\text{식 6-3})$$

넷째, 합병대상기업 부채비율의 대응변수로 (식 6-4)와 같이 직전년도

합병대상기업 총부채를 자기자본으로 나누어 계산하였다. 전체 표본 109개 중 흡수합병, 소규모합병, 자본잠식 등의 사유로 합병신고서에 제외기업 또는 대상기업의 경영성과 자료가 없는 10개 기업을 제외한 총 99개 기업을 표본으로 하였다. 부채비율의 최소값은 0.0741, 최대값 36.4139, 중간값 0.9514, 평균 2.1621로 나타났다.

$$\text{부채비율} = \frac{\text{합병대상기업 총부채}}{\text{합병대상기업 자기자본}} \quad (\text{식 6-4})$$

<표 5-23> 합병제외기업 분석과 관련된 기술통계량

변수명	최소값	최대값	중간값	평균	표준편차
CAR(-10, 0)	-0.2928	0.9170	0.0908	0.1284	0.2105
새로운주식대량 보유자지분율 (N=109)	0.0000	0.4207	0.0599	0.0894	0.0904
상대적 규모 (N=102)	0.0065	6.4876	0.4541	0.7932	1.0924
경영성과(N=103)	-21.810	4.5382	0.1398	-0.0156	2.3081
부채비율(N=99)	0.0741	36.4139	0.9514	2.1621	5.1370

주) 상대적 규모 등의 요인에서 표본의 수가 감소한 것은 자본잠식이나 흡수합병의 경우 합병신고서상 대상기업 재무자료가 없기 때문이다

<표 5-24>는 이러한 변수들간의 상관관계를 분석한 표이다. 분석 결과 합병대상기업의 경영성과 변수와 합병대상기업의 부채비율 변수는 1% 유의수준에서 유의하게 나타났다. 그러나 다른 변수들간에는 통계적으로 유의한 관계를 보여주지 못하고 있다.

<표 5-24> 합병제외기업과 관련된 변수들간의 상관관계 분석

구분	누적초과 수익률 (-10, 0)	새로운주식 대량보유자 지분율	상대적 규모	경영성과	부채 비율
누적초과 수익률 (-10, 0)	1.0000	0.2948***	0.1254	0.0993	-0.1087
새로운주식 대량보유자 지분율		1.0000	0.1826	0.1213	-0.0955
상대적 규모			1.0000	0.0442	-0.0891
경영성과				1.0000	-0.5792***
부채비율					1.0000

주) 유의수준: ***는 1% 유의수준, **는 5% 유의수준

2) 실증분석 결과

합병제외기업의 합병공시효과로 볼 수 있는 누적초과수익률에 영향을 미치는 요인을 알아 보기 위하여 합병제외기업의 누적초과수익률을 종속 변수로 하고, 새로운 주식 대량보유자 지분율, 상대적 규모, 합병대상기업의 경영성과, 합병대상기업의 부채비율을 독립변수로 하여 회귀분석을 하였다.

<표 5-25>부터 <표 5-27>은 각각 합병대상기업이 비상장기업, 정상합병, 역합병 표본에 대한 회귀분석 결과이다.

첫째, 합병으로 출현하는 새로운 주식대량보유자의 지분율이 높을수록 합병제외기업의 초과수익률은 높다는 가설을 설정하였으며, 비상장기업 전체 표본에 대한 분석 결과는 1% 유의수준에서 통계적으로 유의한 정(+)의 결과가 나타났다. 이는 합병대상기업이 소수에 의해 소유되고 있고 합병시 주식교환으로 인해 새로운 주식대량보유자(blockholder)가 출현하게 되면, 새로운 대주주에 의한 감시효과로 주주와 경영자간의 대리인 문제와 정보의 비대칭 문제를 완화시켜 합병기업의 가치를 상승시킨 것으로 추정된다.

그러나 정상합병과 역합병으로 나눈 표본의 회귀분석 결과는 새로운 주식 대량보유자 지분율이라는 변수가 설명력이 없는 것으로 나타났다.

둘째, 합병당사기업간 상대적 규모(합병대상기업 총자산/합병제외기업 총자산)가 클수록, 합병제외기업의 누적초과수익률은 높다는 가설을 설정하였다. 그러나 어떠한 표본 그룹에서도 통계적으로 유의적인 결과를 얻지 못하였다. 이 변수의 설명력을 추가적으로 분석하기 위해 절편을 제외한 모형을 다시 분석할 것이다.

셋째, 경영성과에 대한 대용변수로 자기자본이익률을 사용하여, 합병대상기업의 합병 전 경영성과가 좋을수록 합병제외기업의 초과수익률은 높다는 가설을 설정하였다. 그러나 상대적 규모의 변수와 마찬가지로 비상장기업, 정상합병, 역합병 표본 모두에서 통계적으로 유의적인 결과를 얻지 못하였다. 결국 본 연구에서 합병대상기업의 합병 전 경영성과는 합병제외기업의 초과수익률 변화 차이를 잘 설명해 줄 수 없는 것으로 나타났다. 이는 합병제외기업 입장에서 합병대상기업의 양호한 경영성과가 주요 합병동기가 아니었음을 나타낸다. 합병대상기업의 경영진은 합병 후 거의 대부분 합병제외기업의 경영진으로 교체될 것이기 때문에, 합병 전 대상기업의 양호한 경영성과가 중요변수가 되지 못했다는 것을 암시한다.

넷째, 합병대상기업의 합병 전 부채비율이 낮을수록 합병제외기업의 초과수익률은 크다는 가설을 설정하였으나, 분석 결과 통계적으로 유의적인 결과를 얻지 못하였다. 결국 본 연구에서 합병대상기업의 합병 전 부채비율은 합병제외기업의 초과수익률 변화 차이를 잘 설명해 줄 수 없는 것으로 나타나, 합병제외기업 입장에서 합병대상기업의 부채비율은 합병 가격산정과정에서 이를 충분히 반영하고 있는 것으로 보인다.

<표 5-25> 대상기업이 비상장기업인 경우 제의기업 누적초과수익률에
대한 회귀분석 결과 (N=100)

변수명	기대 부호	모델1	모델2	모델3	모델4	모델5	모델6	모델7
절편		0.0685**	0.1213***	0.1360***	0.1423***	0.0615**	0.0770**	0.0659
NB	+	0.6462***				0.5955***	0.5236**	0.5409**
RS	+		0.0260			0.0193	0.0164	0.0170
ROE	+			0.0079			0.0040	0.0099
DER	-				-0.0036			0.0050
R^2		0.1028	0.0184	0.0116	0.0049	0.1231	0.1003	0.1033

주: 1) 종속변수는 합병공시전 -10일부터 0일까지의 누적초과수익률임

2) ***는 1% 유의수준, **는 5% 유의수준

3) NB : 새로운 주식대량 보유자

RS : 상대적 규모

ROE : 경영성과

DER : 부채비율

4) 모델1: 설명변수가 새로운 주식대량보유자

모델2: 설명변수가 상대적 규모

모델3: 설명변수가 경영성과

모델4: 설명변수가 부채비율

모델5: 설명변수가 새로운 주식대량보유자, 상대적 규모

모델6: 설명변수가 새로운 주식대량보유자, 상대적 규모, 경영성과

모델7: 설명변수가 새로운 주식대량보유자, 상대적 규모, 경영성과, 부채비율

한편, 정상합병과 역합병의 제의기업 누적초과수익률에 대한 회귀분석
결과는 <표 5-26> 및 <표 5-27>과 같다.

<표 5-26> 정상합병인 경우 제의기업 누적초과수익률에 대한 회귀분석
결과 (N=64)

변수명	기대 부호	모델1	모델2	모델3	모델4	모델5	모델6	모델7
절편		0.0537	0.0414	0.0796***	0.0799***	0.0398	0.0583	0.0369
NB	+	0.3003				0.2233	0.1023	0.1626
RS	+		0.0345			0.0300	0.0269	0.0278
ROE	+			0.0055			0.0033	0.0136
DER	-				-0.0005			0.0086
R^2		0.0147	0.0647	0.0126	0.0003	0.0782	0.0625	0.0807

주: 1) 종속변수는 합병공시전 -10일부터 0일까지의 누적초과수익률임

2) ***는 1% 유의수준, **는 5% 유의수준

3) NB : 새로운 주식대량 보유자

RS : 상대적 규모

ROE : 경영성과

DER : 부채비율

4) 모델1: 설명변수가 새로운 주식대량보유자

모델2: 설명변수가 상대적 규모

모델3: 설명변수가 경영성과

모델4: 설명변수가 부채비율

모델5: 설명변수가 새로운 주식대량보유자, 상대적 규모

모델6: 설명변수가 새로운 주식대량보유자, 상대적 규모, 경영성과

모델7: 설명변수가 새로운 주식대량보유자, 상대적 규모, 경영성과, 부채비율

<표 5-27> 역합병인 경우 제의기업 누적초과수익률에 대한 회귀분석 결과 (N=36)

변수명	기대부호	모델1	모델2	모델3	모델4	모델5	모델6	모델7
절편		0.1781**	0.2867***	0.2325***	0.2341***	0.1863**	0.1916**	0.1969**
NB	+	0.2995				0.2974	0.2915	0.2933
RS	+		-0.0215			-0.0042	-0.0049	-0.0049
ROE	+			-0.0134			-0.0104	-0.0093
DER	-				-0.0058			-0.0056
R^2		0.0243	0.0095	0.0022	0.0007	0.0245	0.0258	0.0264

주: 1) 종속변수는 합병공시전 -10일부터 0일까지의 누적초과수익률임

2) ***는 1% 유의수준, **는 5% 유의수준

3) NB : 새로운 주식대량 보유자

RS : 상대적 규모

ROE : 경영성과

DER : 부채비율

4) 모델1: 설명변수가 새로운 주식대량보유자

모델2: 설명변수가 상대적 규모

모델3: 설명변수가 경영성과

모델4: 설명변수가 부채비율

모델5: 설명변수가 새로운 주식대량보유자, 상대적 규모

모델6: 설명변수가 새로운 주식대량보유자, 상대적 규모, 경영성과

모델7: 설명변수가 새로운 주식대량보유자, 상대적 규모, 경영성과, 부채비율

<표 5-28>부터 <표 5-30>은 앞의 절편이 포함된 모형에서 많은 변수가 통계적 유의성을 보이지 못하였기 때문에, 변수들의 추가적인 설명력을 분석하기 위해 절편을 제외하고 회귀분석한 결과이다.

첫째, 새로운 주식대량보유자 지분율의 경우 정상합병과 역합병의 표본에서도 1% 유의수준에서 통계적으로 유의한 것으로 나타났다. 이는 새로운 주식대량보유자의 출현이 합병제의기업의 초과수익률을 높인다는 것을

보여 주는 결과이다.

둘째, 합병당사기업간 상대적 규모의 변수는 상대적 규모 1개만 사용한 모델2에서 비상장·정상합병·역합병 표본 모두에서 통계적으로 유의한 정(+)의 결과가 나타났다. 이것은 우리나라 코스닥시장에서 합병제외기업이 상대적으로 규모가 큰 기업을 합병함으로써, 규모의 경제에 따른 시너지 효과로 주주 부가 증가될 가능성이 있다는 것을 의미한다. 즉 합병에 의한 기업규모 확대를 통한 기업가치 증대 가능성은 있는 것으로 시장이 판단한다는 의미이다.

마지막으로 경영성과와 부채비율 변수에 대한 회귀분석 결과는 절편을 포함한 모형의 실증분석 결과와 마찬가지로 설명력이 없는 것으로 나타났다.

<표 5-28> 대상기업이 비상장기업인 경우 절편제외 제외기업 누적초과 수익률에 대한 회귀분석 결과 (N=100)

변수명	기대 부호	모델1	모델2	모델3	모델4	모델5	모델6	모델7
NB	+	1.2251***				1.1120***	1.1093***	0.7524***
RS	+		0.0780***			0.0234	0.0233	0.0266
ROE	+			0.0060			0.0014	0.0235
DER	-				0.0119			0.0163
R^2		0.3537	0.1759	0.0085	0.0419	0.4081	0.4100	0.4334

주: 1) 종속변수는 합병공시전 -10일부터 0일까지의 누적초과수익률임

2) ***는 1% 유의수준, **는 5% 유의수준

3) NB : 새로운 주식대량 보유자

RS : 상대적 규모

ROE : 경영성과

DER : 부채비율

4) 모델1: 설명변수가 새로운 주식대량보유자

모델2: 설명변수가 상대적 규모

모델3: 설명변수가 경영성과

모델4: 설명변수가 부채비율

모델5: 설명변수가 새로운 주식대량보유자, 상대적 규모

모델6: 설명변수가 새로운 주식대량보유자, 상대적 규모, 경영성과

모델7: 설명변수가 새로운 주식대량보유자, 상대적 규모, 경영성과, 부채비율

한편, 정상합병과 역합병의 절편제외 제외기업 누적초과수익률에 대한 회귀분석 결과는 <표 5-29> 및 <표 5-30>과 같다.

<표 5-29> 정상합병인 경우 절편제외 제외기업 누적초과수익률에 대한 회귀분석 결과 (N=64)

변수명	기대 부호	모델1	모델2	모델3	모델4	모델5	모델6	모델7
NB	+	0.7541***				0.5268	0.5132	0.3388
RS	+		0.0514***			0.0336	0.0356	0.0320
ROE	+			0.0039			0.0031	0.0229
DER	-				0.0063			0.0157
R^2		0.1294	0.1651	0.0056	0.0319	0.2385	0.2421	0.2941

주: 1) 종속변수는 합병공시전 -10일부터 0일까지의 누적초과수익률임

2) ***는 1% 유의수준, **는 5% 유의수준

3) NB : 새로운 주식대량 보유자

RS : 상대적 규모

ROE : 경영성과

DER : 부채비율

4) 모델1: 설명변수가 새로운 주식대량보유자

모델2: 설명변수가 상대적 규모

모델3: 설명변수가 경영성과

모델4: 설명변수가 부채비율

모델5: 설명변수가 새로운 주식대량보유자, 상대적 규모

모델6: 설명변수가 새로운 주식대량보유자, 상대적 규모, 경영성과

모델7: 설명변수가 새로운 주식대량보유자, 상대적 규모, 경영성과, 부채비율

<표 5-30> 역합병인 경우 절편제외 제의기업 누적초과수익률에 대한 회귀분석 결과 (N=36)

변수명	기대부호	모델1	모델2	모델3	모델4	모델5	모델6	모델7
NB	+	1.3763***				1.3005***	1.3287***	0.8026**
RS	+		0.1102***			0.0166	0.0168	0.0227
ROE	+			0.0572			-0.0289	0.0215
DER	-				0.1295***			0.0377
R^2		0.4939	0.2133	0.1086	0.3484	0.5083	0.5160	0.5302

주: 1) 종속변수는 합병공시전 -10일부터 0일까지의 누적초과수익률임

2) ***는 1% 유의수준, **는 5% 유의수준

3) NB : 새로운 주식대량 보유자

RS : 상대적 규모

ROE : 경영성과

DER : 부채비율

4) 모델1: 설명변수가 새로운 주식대량보유자

모델2: 설명변수가 상대적 규모

모델3: 설명변수가 경영성과

모델4: 설명변수가 부채비율

모델5: 설명변수가 새로운 주식대량보유자, 상대적 규모

모델6: 설명변수가 새로운 주식대량보유자, 상대적 규모, 경영성과

모델7: 설명변수가 새로운 주식대량보유자, 상대적 규모, 경영성과, 부채비율

제 6 장 연구의 결론 및 한계

제 1 절 연구의 결론 및 시사점

본 연구는 2000년 1월 1일부터 2005년 12월 31일까지 코스닥시장에서 합병을 공시한 기업을 대상으로 합병제외기업의 합병공시효과를 분석하고, 합병공시효과에 미치는 요인을 분석하였다.

1. 합병제외기업의 합병공시효과 분석

첫째, 코스닥시장에서 합병제외기업의 주주들은 유가증권시장에서의 합병제외기업 주주들 보다 더 높은 초과수익률을 얻는 것으로 나타났다. 분석 결과 코스닥시장에서 합병제외기업의 주주들은 누적기간 (-30, +10)에서 12.67%의 누적평균초과수익률을 보였으며, 1% 유의수준에서 통계적으로도 유의성이 있는 것으로 나타났다.

한편, 유가증권시장을 대상으로 한 김위생과 서점식(2000)의 연구에서는 누적기간 (-30, +10)에서 3.9%의 누적평균초과수익률이 발생하였다. 그리고 유가증권시장을 대상으로 한 대부분의 선행연구에서 연구자에 따라서 사건기간 설정에 차이가 있음에도 불구하고 합병제외기업은 합병공시일을 전후하여 약 2%에서 6%정도의 누적평균초과수익률을 보였다.

코스닥시장에서 초과수익률이 상대적으로 더 높게 나타난 이유는 유가증권시장이 성숙시장인데 반해, 코스닥시장이 성장 가능성이 높은 기업을 대상으로 하는 성장시장이라는 특성을 반영한 것으로 해석할 수 있다.

둘째, 코스닥시장에서 합병제외기업 주주들은 합병대상기업이 상장기업인 경우 보다 비상장기업인 경우 더 높은 초과수익률을 얻는 것으로 나타났다. 누적기간 (-30, +10)에서 두 집단 간 누적평균초과수익률 차이가 16.58%로 나타났고, 5% 유의 수준에서 통계적으로 유의한 차이를 보이고 있다. 이러한 결과는 미국과 우리나라의 선행 연구 결과와 유사하며, 다음

과 같이 설명할 수 있다.

① 합병공시 정보효과가 상장기업 보다 비상장기업이 더 크기 때문인 것으로 해석된다. 즉 합병대상기업이 상장기업인 경우에는 이미 많은 기업 정보가 공개되어 있으나, 비상장기업인 경우에는 일반투자자들에게 기업 정보가 공개되지 않은 상태에 있기 때문에 누적평균초과수익률에 영향을 미칠 다른 정보가 추가될 가능성이 높기 때문이다.

② 합병대상기업이 비상장기업일 경우 비상장기업 최대주주 등이 보유한 주식이 합병 후 매각이 제한됨에 따라 주식의 매물이 감소되어 주식 가격이 상승된 것으로 추정된다.

③ 합병대상기업의 소유가 집중되어 있으면, 합병으로 새로운 주식 대량 보유자가 출현할 가능성이 높고, 그에 따라 감시효과가 나타날 것으로 해석된다.

④ 합병제외기업의 협상능력과 관련이 있을 것으로 해석된다. 즉 합병대상기업이 비상장기업인 경우, 제외기업의 상대적 규모가 크기 때문에 합병 협상이 유리하여, 합병제외기업에 유리한 조건으로 합병이 이루어진 것으로 추정된다.

셋째, 코스닥시장에서 합병제외기업 주주들은 정상합병인 경우 보다 역합병인 경우 더 높은 초과수익률을 얻는 것으로 나타났다. 누적기간 (-30, +10)에서 두 집단 간 누적평균초과수익률 차이가 32.24%로 나타났고, 1% 유의 수준에서 통계적으로 유의한 차이를 보이고 있다. 이러한 결과는 미국과 우리나라의 선행 연구 결과와 유사하며, 다음과 같이 설명할 수 있다.

① 역합병의 경우 합병제외기업은 실질적으로 피인수 기업이 되기 때문에 비효율적인 경영진이 교체됨으로써 경영효율성 제고에 대한 기대감이 주식가격에 반영된 결과라고 보여진다.

② 코스닥시장에서 최대주주가 변경되는 합병의 경우 최대주주 등 특정인은 자신이 보유하는 주식을 2년 동안 의무적으로 보유하여야 한다. 그러나 정상합병과 같이 코스닥기업의 최대주주가 변경되지 않으면 매각제한

기간이 1년으로 단축된다. 이와 같은 매각제한 기간의 차이가 주식가격에 영향을 줄 것으로 판단된다.

2. 합병공시효과의 영향요인

합병에 따른 새로운 주식대량보유자 지분율이 높을수록, 합병제외기업의 누적초과수익률이 더 큰 것으로 나타났다. 합병대상기업이 소수에 의해 소유되고 있고 합병시 주식교환으로 인해 새로운 주식대량보유자(blockholder)가 출현하게 되면, 새로운 대주주에 의한 감시효과로 주주와 경영자간의 대리인 문제와 정보의 비대칭 문제를 완화시켜 합병기업의 가치를 상승시킨 것으로 해석된다.

그러나 나머지 변수들은 합병공시효과에 통계적으로 유의한 영향을 미치지 못하는 것으로 나타났다. 다만, 회귀분석 모형에서 절편을 제외할 경우 합병기업간 상대적 규모의 변수는 통계적으로 유의한 결과를 나타냈다. 이는 우리나라 코스닥시장에서 합병제외기업이 상대적으로 규모가 큰 기업을 합병함으로써, 규모의 경제에 따른 시너지 효과가 반영된 것으로 해석된다.

제 2 절 연구의 한계점 및 향후 연구방향

본 연구의 한계점 및 향후 연구방향은 다음과 같다

첫째, 본 연구의 실증분석에는 109개의 최종 표본을 사용하였는데, 합병대상기업이 상장기업인 경우의 표본은 9개에 불과했다. 따라서 향후 합병대상기업이 상장기업인 경우에 대해서는 표본기업의 수를 확대하여 연구할 필요가 있다.

둘째, 본 연구에서는 상장기업과 비상장기업의 합병, 정상합병과 역합병에 대해 합병공시전 -30일부터 +10일까지의 합병효과를 분석하였다. 추가

로 이러한 합병효과에 대한 장기적 성과에 대한 연구가 필요할 것이다.

셋째, 본 연구의 경우 보통주만을 분석대상으로 하였는데, 우선주, 전환사채, 신주인수권부사채 등을 고려한 연구가 필요할 것이다.

넷째, 향후 연구는 역합병과 우회상장의 프리미엄에 대한 심층적 분석이 필요할 것이다.

참고 문헌

1. 국내 문헌

- 김광남, “기업합병 성과와 재무적 특성”, 박사학위논문, 충남대학교 대학원, 1992.
- 김석태 · 광노성 · 허노중, “역인수합병 기업의 특성과 동기에 관한 연구”, 한국중소기업학회, 하계학술대회, 2005.
- 김위생 · 서점식, “증권시장개방과 M&A 공시효과”, 재무연구, 제13권 제2호, 2000.
- 김찬웅 · 김경원, “사건연구에서의 주식성과 측정”, 증권학회지 제20집, 1997.
- 김혜진, “합병공시의 정보효과에 영향을 미치는 요인”, 박사학위논문, 계명대학교 대학원, 1998.
- 김희석, “기업합병 및 인수가 주주 부에 미치는 영향”, 박사학위논문, 서울대학교 대학원, 1990.
- 김희석 · 조경식, “합병관련기업 주주 부 변화의 결정요인”, 재무관리연구, 제19권 제2호, 2002.
- 나영호, “기업합병의 시너지효과와 부의 이전효과에 관한 실증적 연구”, 박사학위논문, 홍익대학교 대학원, 1994.
- 송영균 · 주상용, “한국에서의 기업합병의 성과에 관한 연구: Cashflow 분석을 중심으로”, 증권학회지 제20집, 1997.
- 윤평구 · 황인태, “기업합병이 주주의 부에 미치는 영향에 관한 실증적 연구”, 산업경영연구(한남대학교) 제7집, 1995.
- 이석규, “한국기업합병의 동기와 성과에 관한 실증적 연구”, 박사학위논문, 연세대학교 대학원, 1989.
- 장영광, “기업합병과 주식취득이 주주의 부에 미치는 영향에 관한 실증적 연구”, 박사학위논문, 고려대학교 대학원, 1985.
- 정형찬, “한국 주식시장에 적합한 사건연구 방법론의 고안”, 재무관리연구, 제14권 제2호, 1997.

- 정형찬 · 박경희, “한국 기업지배권 시장에서 합병이 새로운 부를 창출하는가?”, 재무관리연구, 제16권 제2호, 1999.
- 정형찬 · 박경희, “합병일 이후 합병기업 주가의 장기성과”, 재무관리연구, 제16권 제1호, 1999.
- 조경식 · 박준철 · 김희석 · 이장형, “코스닥시장에서 합병공시가 주주 부에 미치는 효과”, 경영학연구, 제32권 제3호, 2003.
- 조경식 · 이원복, “합병공시에 따른 주주부 변화의 결정요인”, 산업경제연구, 제17권 제1호, 2004.
- 주상룡, “국내 합병 · 피합병기업 특성 비교”, 재무관리연구, 제14권 제7호, 1997.
- 최상덕, “기업합병의 성과 및 성과요인 변수에 관한 실증 연구”, 박사학위 논문, 세종대학교 대학원, 1991.
- 허남수 · 정진호 · 김동삼, “코스닥 등록기업의 M&A가 기업가치에 미치는 영향”, 금융공학연구, 제2권 제1호, 2003.

2. 외국 문헌

- Asquith, P., “Merger Bids, Uncertainty and Stockholder Returns”, Journal of Financial Economics, 11, 1983.
- Asquith, P., R. F. Brunner and D. W. Mullins Jr., “The Gains to Bidding Firms from Merger,” Journal of Financial Economics, 11, 1983.
- Chang, S., “Takeovers of Privately-Held Targets, Methods of Payment, and Bidder Returns”, Journal of Finance, 53, 1998.
- Dodd, P., “Mergers Proposals, Management Discretion, and Stockholder Wealth,” Journal of Financial Economics, 8, 1980.
- Eckbo, E., “Horizontal Mergers, Collusion and Stockholder Wealth,” Journal of Financial Economics, 11, 1983.
- Ghosh, A. and C. P. Jain, “Financial Leverage Changes Associated with Corporate Mergers,” Journal of Corporate Finance, 6, 2000.

- Gleason, K. C., Leonard Rosenthal and Roy A. Wiggins III, "Reverse Mergers: Alternative for Obtaining an Exchange Listing, or Mechanism for Wealth Expropriation?", Working Paper, Bentley College, 2002.
- Hayn, C., "Tax Attributes as Determinants of Shareholder Gains in Corporate Acquisitions," *Journal of Financial Economics*, 23, 1989.
- Hertzel, M. and R. L. Smith, "Market Discounts and Shareholder Gains for Placing Equity Privately", *Journal of Finance*, 48, 1993.
- Jensen, M. C. and R. S. Ruback(1983), "The Market for Corporate Control: The Scientific Evidence", *Journal of Financial Economics*, 11, 1983.
- Kohers, N. "Acquisitions of Private Targets: The Unique Shareholder Wealth Implications", *Applied Financial Economics*, 14, 2004.
- Lang, L., R. M. Stulz and R. A. Walkling, "Managerial Performance, Tobin's Q, and the Gains from Successful Tender Offers", *Journal of Financial Economics*, 24, 1989.
- Leeth, J. D. and J. R. Borg, "The Impact of Takeovers on Shareholder Wealth during the 1920s Merger Wave," *Journal of Financial and Quantitative Analysis*, 35, 2000.
- Loughran, T. and A. Vijh, "Do Long-Term Shareholders Benefit from Corporate Acquisitions?", *Journal of Finance*, 52, 1997.
- Malatesta, P. H., "The Wealth Effect of Merger Activity and the Objective Functions of Merging Firms", *Journal of Financial Economics*, 11, 1983.
- Travlos, N. C., "Corporate Take over Bids, Methods of Payment, and Bidding Firms' Stock Returns", *Journal of Finance*, 42, 1987.

3. 기타 자료

장준구, “기업합병과 인수의 경제적 동기와 기업가치 증대요인”, 한국금융연구원, 1998.

공정거래위원회, “기업결합심사기준”, 고시 제1999-2호, 1999.4.5.

공정거래위원회, “2005년 기업결합 동향 및 특징”, 2006.6.5.

금융감독원, “코스닥시장 우회상장 관련 제도개선”, 2006.5.10.

한국증권선물거래소, “코스닥 상장기업 분할·합병 현황 및 추이”, 2006.9.7.

Federal Trade Commission, “Statistical Report on Management and Acquisitions”, available at www.ftc.gov.

The Nasdaq Stock Market, Inc., “Marketplace Rules 4330(f)”, 2004.

<별첨 자료1> 코스닥시장의 합병현황

번호	신고일	종목명	합병제외기업	합병대상기업
1	2000-05-03	호성케맥스	호성케맥스	동성자원개발
2	2000-05-22	세화기술투자	웰컴기술금융	이캐피탈
3	2000-05-22	이수유비케어	메디다스	의학연구사
4	2000-06-26	리드코프	동특	타이거오일
5	2000-07-07	에스인포텍	지이티	P&K시스템
6	2000-07-12	테크노세미캠	테크노세미캠	케이와이휴텍
7	2000-08-21	주성엔지니어링	주성엔지니어링	아팩스
8	2000-08-23	유니슨	유니슨산업	유니슨정밀공업
9	2000-08-28	한글과컴퓨터	한글과컴퓨터	하늘사랑
10	2000-09-05	솔본	새롬기술	소프트
11	2000-09-19	유니와이드	유니와이드테크놀로지	유니크테크놀로지
12	2000-10-10	대양이앤씨	대양이앤씨	진두네트웍
13	2000-10-11	텔슨정보통신	텔슨정보통신	텔슨통신기술
14	2000-10-16	피코소프트	피코소프트	아이비즈넷
15	2000-10-17	한성에코넷	한성에코넷	한전
16	2000-10-19	인성정보	인성정보	휴먼벨트닷컴
17	2000-10-20	로커스	로커스	휴코
18	2000-10-21	한글과컴퓨터	한글과컴퓨터	한컴정보기술
19	2000-11-07	KTF	한국통신프리텔	한국통신엠닷컴
20	2000-11-24	솔본	새롬기술	한솔월드폰, 아이텍스
21	2000-12-18	아이텍스필	아이텍스필	크라이언소프트
22	2000-12-27	넥사이언	유일반도체	슈퍼넷

23	2001-01-16	YNK코리아	씨-니상사	와이엔케이
24	2001-01-19	텔슨전자	텔슨전자	텔슨정보통신
25	2001-03-20	유니씨엔티	유니씨엔티	코리아인터넷정보통신
26	2001-04-03	디지털	디지털	루미텔
27	2001-05-14	이론테크	중앙소프트웨어	큐애텔
28	2001-05-17	이지클럽	태창메텍	이지클럽
29	2001-05-18	유젠텍	도원텔레콤	에이씨엔테크
30	2001-06-27	테라	테라	테라텍인터네셔널
31	2001-07-19	3R	쓰리알	브렌스테크놀로지
32	2001-08-06	모헨즈	모헨즈	미디어플레넷, 세호정보통신
33	2001-08-16	CJ인터넷	로커스 홀딩스	손노리
34	2001-08-20	모빌링크	삼일인포마인	아이에스에이
35	2001-08-31	조이토토	한국아스텐엔지니어링	타이거폴스아이
36	2001-09-17	넷시큐어테크	넷시큐어테크놀로지(경산)	넷시큐어테크놀로지(서울)
37	2001-10-05	텔슨정보통신	텔슨정보통신	디엑스오텔레콤
38	2001-10-08	동양매직	동양매직	토탈유통
39	2001-10-18	넥스트코드	아이엔티텔레콤	세넥스테크놀로지
40	2001-11-26	유비다임	호스텍글로벌	인터넷제국
41	2001-12-05	코닉스	코닉스	알파텔레콤
42	2001-12-07	타임	타임아이엔씨	마인에스에이
43	2001-12-28	에스엠	에스엠엔터테인먼트	포엠이
44	2002-02-07	그로웰텔레콤	재스컴	이소텔레콤
45	2002-02-25	한국창투	한국창업투자	밀레니엄벤처투자
46	2002-03-04	CJ인터넷	로커스 홀딩스	시네마서비스
47	2002-03-08	경남리스	한국캐피탈	경남리스금융

48	2002-03-11	스타맥스	가오닉스	스타맥스
49	2002-05-20	큐엔에스	에스아이테크	큐엔에스
50	2002-05-28	씨엔텔	씨엔텔	씨엔텔휘트니스
51	2002-06-24	인크루트	더존디지털웨어	뉴소프트기술
52	2002-06-27	와이즈콘트롤	와이즈콘트롤	건화이엔아이
53	2002-07-16	무한투자	무한투자	세화기술투자
54	2002-08-27	아이엠아이티	아이엠아이티	넥솔아이티
55	2002-09-17	유비다임	호스텍글로벌	디지엠시스
56	2002-12-14	KTF	케이티프리텔	케이티아이컴
57	2003-03-03	자이링크	인테크	자이링크
58	2003-03-24	가드텍	가드텍	에드컴인포메이션
59	2003-03-26	JS픽처스	룸엔테코	양진석디자인
60	2003-04-14	에이스침대	에이스침대	아트레
61	2003-05-06	서울음반	와이비엠서울음반	국제음반
62	2003-05-26	CJ인터넷	플레너스 엔터테인먼트	넷마블
63	2003-06-30	동부정보기술	동부정보기술	동부디아이에스
64	2003-07-14	싸이더스	씨큐리콥	노스텍
65	2003-07-28	오브제	오브제	오즈세컨
66	2003-08-11	티아니텍	인프론테크놀로지	다이알로직코리아
67	2003-09-08	STS반도체	에스티에스반도체	디게이트반도체
68	2003-09-17	코닉시스템	엔콤정보시스템	코닉시스템
69	2003-10-13	네패스	크린크리에티브	씨큐브디지털
70	2003-10-27	젠네트웍스	젠네트웍스	이셀피아
71	2003-12-16	지엔텍	지엔텍	공영엔지니어링
72	2004-02-17	아이필넷	브레인컨설팅	아이필넷

73	2004-03-15	비아이엔텍	케이티티텔레콤	셀레콤
74	2004-04-20	피텔릭스	씨엔아이	피텔릭스
75	2004-05-03	메디프론	명진아트	미디어플래닛
76	2004-05-18	엑사이엔씨	이림테크	예림인터넷서널
77	2004-05-25	모티스	가산전자	엠텍, 회성엔지니어링
78	2004-05-25	유비스타	엑세스텔레콤	인텔링스
79	2004-05-31	오디코프	진두네트웍	메가라운드
80	2004-06-09	선양디엔티	선양테크	선양디지털이미지
81	2004-06-14	승일제관	승일제관	대동물산
82	2004-06-29	한빛아이엔비	한빛아이엔비	한빛유선방송
83	2004-07-15	아시아니항공	아시아니항공	아시아나지원시설
84	2004-08-16	이앤이시스템	이앤이시스템	에이에프테크놀로지
85	2004-08-17	넥스트코드	세넥스테크놀로지	테스타나
86	2004-08-23	에스인포텍	에스인포텍	성우프린텍
87	2004-08-23	SNH	위자드소프트	레텍커뮤니케이션스
88	2004-09-06	CURON	하이컴텍	인터정보
89	2004-10-05	제일	제일	제일정보기술
90	2004-10-05	모빌링크	삼일인포마인	모빌링크텔레콤
91	2004-11-03	위지트	금호미터텍	원일시스템
92	2004-12-13	인크루트	뉴소프트기술	인크루트
93	2004-12-24	넥사이언	넥사이언	한얼
94	2005-02-23	텍셀네트콤	텍셀네트콤	네트콤
95	2005-03-04	유비프리시전	세안아이티	솔트론
96	2005-03-07	야호	야호커뮤니케이션	오픈포유
97	2005-03-16	이오리스	이오리스	넷브레인

98	2005-04-08	큐로컴	큐로컴	에프엔에스닷컴
99	2005-04-18	튜브픽처스	두리정보통신	메가트렌드
100	2005-05-06	알토닉스	국제통신	화음소
101	2005-05-23	현원	한국와콤전자	현원
102	2005-06-08	한성에코넷	한성에코넷	유티엔
103	2005-06-27	3SOFT	쓰리소프트	브라이트텔레콤
104	2005-08-08	이모션	이모션	프리스톤
105	2005-08-11	팬텀	팬텀	이가엔터테인먼트, 우성엔터테인먼트
106	2005-08-16	블루코드	블루코드테크놀로지	뮤직시티
107	2005-08-16	하이셀	하이셀	엔투에이
108	2005-08-26	가로수닷컴	가로수닷컴	구로가로수
109	2005-08-29	텔로드	텔로드	엑사텔레콤
110	2005-09-09	에스피컴텍	에스피컴텍	세광에너지
111	2005-09-13	부방테크론	부방테크론	부방
112	2005-09-14	하나로텔레콤	하나로텔레콤	두루넷
113	2005-09-14	큐로컴	큐로컴	상승정보통신
114	2005-09-23	넷시큐어테크	넷시큐어테크	인터컴소프트웨어
115	2005-09-23	유진기업	유진기업	유진종합개발
116	2005-10-04	이큐스팜	한송하이테크	아이디알
117	2005-10-17	소프트포럼	소프트포럼	두레테크
118	2005-10-19	티엔터테인먼트	나코엔터테인먼트	나코인터랙티브
119	2005-10-31	피텔릭스	피텔릭스	코아매직
120	2005-11-10	시스네트	시스네트	한국사이버페이먼트
121	2005-11-15	굿이엠지	이스턴테크놀로지	굿엔터테인먼트
122	2005-11-17	C&S디펜스	씨엔에스디펜스	씨엔에스코퍼레이션

123	2005-12-06	디에스피	호신섬유	디에스피엔터테인먼트
124	2005-12-14	여리	여리인터네셔널	아이스타시네마
125	2005-12-15	유비다임	호스텍글로벌	이김프로덕션
126	2005-12-26	팬텀	팬텀	내추럴포스

< 별첨 자료2> 누적기간 (-1, 0)에 대한 회귀 분석 결과

1. 전체표본

변수명	기 대 부 호	모 델1	모 델2	모 델3	모 델4	모 델5	모 델6	모 델7
절편		0.0335**	0.0510***	0.0568***	0.0520***	0.0373**	0.0393	0.0340
NB	+	0.2328				0.2257	0.2255	0.2287
RS	+		0.0044			0.0019	0.0014	0.0019
ROE	+			-0.0034			-0.0046	-0.0021
DER	-				0.0022			0.0020
R^2		0.0397	0.0021	0.0063	0.0114	0.0397	0.0444	0.0509

주: 1) 종속변수는 합병공시전 -1일부터 0일까지의 누적초과수익률임

2) ***는 1% 유의수준, **는 5% 유의수준

3) NB : 새로운 주식대량 보유자

RS : 상대적 규모

ROE : 경영성과

DER : 부채비율

4) 모델1: 설명변수가 새로운 주식대량보유자

모델2: 설명변수가 상대적 규모

모델3: 설명변수가 경영성과

모델4: 설명변수가 부채비율

모델5: 설명변수가 새로운 주식대량보유자, 상대적 규모

모델6: 설명변수가 새로운 주식대량보유자, 상대적 규모, 경영성과

모델7: 설명변수가 새로운 주식대량보유자, 상대적 규모, 경영성과, 부채비율

2. 대상기업비상장

변수명	기 대 부 호	모 델1	모 델2	모 델3	모 델4	모 델5	모 델6	모 델7
절편		0.0307	0.0496***	0.0561**	0.0554***	0.0344	0.0363	0.0467
NB	+	0.2503				0.2419	0.2423	0.2261
RS	+		0.0042			0.0015	0.0011	0.0005
ROE	+			-0.0036			-0.0048	-0.0103
DER	-				0.0003			-0.0047
R^2		0.0485	0.0020	0.0078	0.0002	0.0475	0.0536	0.0609

주: 1) 종속변수는 합병공시전 -1일부터 0일까지의 누적초과수익률임

2) ***는 1% 유의수준, **는 5% 유의수준

3) NB : 새로운 주식대량 보유자

RS : 상대적 규모

ROE : 경영성과

DER : 부채비율

4) 모델1: 설명변수가 새로운 주식대량보유자

모델2: 설명변수가 상대적 규모

모델3: 설명변수가 경영성과

모델4: 설명변수가 부채비율

모델5: 설명변수가 새로운 주식대량보유자, 상대적 규모

모델6: 설명변수가 새로운 주식대량보유자, 상대적 규모, 경영성과

모델7: 설명변수가 새로운 주식대량보유자, 상대적 규모, 경영성과, 부채비율

3. 정상합병

변수명	기대 부호	모 델1	모 델2	모 델3	모 델4	모 델5	모 델6	모 델7
절편		0.0305	0.1213	0.0329***	0.0305**	0.0242	0.0243	0.0329
NB	+	0.0548				-0.0128	-0.0021	-0.0264
RS	+		0.0190			0.0195	0.0192	0.0189
ROE	+			-0.0039			-0.0043	-0.0085
DER	-				0.0014			-0.0034
R^2		0.0017	0.0644	0.0208	0.0056	0.0704	0.0931	0.1014

주: 1) 종속변수는 합병공시전 -1일부터 0일까지의 누적초과수익률임

2) ***는 1% 유의수준, **는 5% 유의수준

3) NB : 새로운 주식대량 보유자

RS : 상대적 규모

ROE : 경영성과

DER: 부채비율

4) 모델1: 설명변수가 새로운 주식대량보유자

모델2: 설명변수가 상대적 규모

모델3: 설명변수가 경영성과

모델4: 설명변수가 부채비율

모델5: 설명변수가 새로운 주식대량보유자, 상대적 규모

모델6: 설명변수가 새로운 주식대량보유자, 상대적 규모, 경영성과

모델7: 설명변수가 새로운 주식대량보유자, 상대적 규모, 경영성과, 부채비율

4. 역합병

변수명	기대 부호	모 델1	모 델2	모 델3	모 델4	모 델5	모 델6	모 델7
절편		0.0578	0.1120***	0.1051***	0.0862**	0.0900	0.1118**	0.1030
NB	+	0.1931				0.2022	0.1777	0.1746
RS	+		-0.0288			-0.0280	-0.0311	-0.0311
ROE	+			-0.0392			-0.0434	-0.0452
DER	-				0.0052			0.0094
R^2		0.0237	0.0608	0.0442	0.0013	0.0900	0.1430	0.1472

주: 1) 종속변수는 합병공시전 -1일부터 0일까지의 누적초과수익률임

2) ***는 1% 유의수준, **는 5% 유의수준

3) NB : 새로운 주식대량 보유자

RS : 상대적 규모

ROE : 경영성과

DER : 부채비율

4) 모델1: 설명변수가 새로운 주식대량보유자

모델2: 설명변수가 상대적 규모

모델3: 설명변수가 경영성과

모델4: 설명변수가 부채비율

모델5: 설명변수가 새로운 주식대량보유자, 상대적 규모

모델6: 설명변수가 새로운 주식대량보유자, 상대적 규모, 경영성과

모델7: 설명변수가 새로운 주식대량보유자, 상대적 규모, 경영성과, 부채비율

ABSTRACT

A Study on the Merger of non-listing Firms in KOSDAQ

Kim, Jong Weon
Major in Finance
Department of Business Administration
The Graduate School of Hansung University
Hansung University

The purpose of this paper is to analyze the announcement effect of merger related with non-listing firms in KOSDAQ. This study examines empirically abnormal returns of the 109 merger cases for the period 2000–2005. This sample is further analyzed for the reverse merger sample and the other. The reverse merger is defined as following.

- the merger between listing firms and non-listing firms
- the transfer of corporate ownership
- the change of non-listing firms into listing firms

This research applies the market adjusted model to find the abnormal returns, using the daily returns of sample stocks. Next, these abnormal returns are calculated for each of 30 days before merger and 10 days after merger.

The empirical results are as follows. First, the abnormal returns for KOSDAQ's mergers are found to be higher than those for Security Market's mergers. This may be examined by the growth possibility of KOSDAQ firms.

Second, the announcement effect for non-listing firms' merger is shown to be higher than that for listing firms' merger in this

sample. This result can be argued in terms of information effect, ownership difference, bargaining power, etc.

Third, the abnormal returns for reverse mergers are higher than those for regular mergers in the sample. The difference of the cumulative average abnormal returns for the period $(-10,0)$ is statistically significant at the 1% level. This result may be related with the change of managers, because bidding firms in reverse merger are actually target firms. In other words, inefficient managers of bidding firms are replaced by efficient managers, and it generates higher abnormal returns for announcement period of reverse mergers.

Finally, this study examines the causal factors of announcement effect, such as new blockholders, relative size, earning performance and financial leverage. The regression results present that the change of new blockholders is the only significant explanatory variable.