

碩士學位論文
指導教授 閔聖基

企業合併의 成果에 관한 實證的 研究
(株主 富의 變化를 中心으로)
Effects of Mergers and Acquisitions
on Shareholder's Wealth

1998年2月日

漢城大學校 大學院

經營學科

財務管理 專攻

洪 青 熹

碩士學位論文
指導教授 閔聖基

企業合併의 成果에 관한 實證的 研究
(株主 富의 變化를 中心으로)

위 論文을 經營學 碩士學位論文으로 提出함

1998年2月日

漢城大學校 大學院

經營學科

財務管理 專攻

洪 青 熹

洪青憲의 經營學 碩士學位 論文을 認定함

1998年 2月 日

審査 委員長 印

審査 委員 印

審査 委員 印

목 차

제 1 장 서 론	1
제 1 절 연구의 배경 및 목적	1
제 2 절 연구의 방법 및 범위	2
제 3 절 논문의 구성	3
제 2 장 기업합병 및 매수에 관한 이론적 고찰	4
제 1 절 합병 및 매수의 개념	4
1. 합병 및 매수의 정의	4
2. 합병 및 매수의 전략적 의미	7
3. 합병 및 매수의 절차	8
제 2 절 합병 및 매수의 유형과 특징	11
1. 합병 및 매수의 유형	11
2. 합병 및 매수의 기법과 방어전략	19
3. 합병 및 매수 대상 기업의 특징	30
제 3 절 합병 및 매수의 동기와 효과	33
1. 가치극대화 가설	33
2. 비가치극대화 가설	35
3. 경영자주의 이론	37
4. 효율성 이론	38
제 3 장 국내 기업의 합병 및 매수 현황	44
제 1 절 국내 기업의 합병 및 매수의 환경과 현황	44
1. 합병 및 매수의 환경	44
2. 합병 및 매수의 현황	47
제 2 절 국내 합병 및 매수의 관련법규	53
1. 상법	53
2. 증권거래법	54
3. 독점규제 및 공정거래법	55
제 3 절 국내 합병 및 매수의 특징과 문제점	56
1. 합병 및 매수의 타율성	56

2. 계열기업간의 합병 및 매수	57
3. 합병 및 매수시장의 비경쟁성	58
4. 재무구조개선의 합병동기	59
5. 매수방법의 단순성	61
6. 투자자 보호제도의 미비	61
제 4 장 합병 및 매수에 관한 선행연구의 검토	62
제 1절 외국연구의 요약	62
1. Halpern의 연구	62
2. Mandelker의 연구	63
3. Dodd의 연구	64
4. Ellert와 Mandelker의 연구	64
5. Acquith의 연구	65
6. Acquith, Brunner, Mullins의 연구	65
7. Yagil의 연구	66
제 2 절 국내연구의 요약	67
1. 장영광의 연구	67
2. 이홍수의 연구	69
3. 이석규의 연구	69
4. 김재욱의 연구	70
5. 김희석의 연구	70
6. 서영륜의 연구	71
7. 김광남의 연구	71
제 5 장 합병기업의 초과수익에 관한 실증적 분석	74
제 1 절 가설의 설정	74
제 2 절 표본 및 자료의 선정	76
제 3 절 모형의 선정 및 비정상수익률의 추정	77
1. 비정상수익률의 측정모형	77
2. 개별주식 수익률(R_{jt})의 산출	79
3. 시장수익률의 산출	80
4. 비정상수익률의 산출 및 검증방법의 선정	80
제 4 절 실증결과의 분석	81

1. 가설 1의 검정	81
2. 가설 2의 검정	91
3. 가설 3의 검정	97
4. 가설 4의 검정	103
제 6 장 결 론	106
제 1 절 연구의 결과	106
제 2 절 연구의 한계 및 향후의 연구 방향	108
참 고 문 헌	110
ABSTRACT	114
부 록	117

표 목 차

<표 2-1> 직접설립, 합작투자, 합병·매수의 비교	8
<표 2-2> M&A의 방어기법 요약	29
<표 2-3> M&A의 방어기법 요약	30
<표 2-4> 합병대상기업의 특징 요약	32
<표 3-1> 계열구분에 의한 기업결합의 현황	48
<표 3-2> 형태별 결합의 현황	49
<표 3-3> 수단별 기업결합의 현황	50
<표 3-4> 업종별 기업결합	51
<표 3-5> 동기별 기업결합	52
<표 4-1> 외국문헌연구 요약	67
<표 4-2> 국내문헌연구 요약	73
<표 5-1> 자료의 표본	77
<표 5-2> 합병기업의 MAR과 CMAR(85.1~95.12)	84
<표 5-3> 합병기업의 MAR과 CMAR(85.1~90.12)	87
<표 5-4> 합병기업의 MAR과 CMAR(91.1~95.12)	90
<표 5-5> 피합병기업이 계열기업인 경우 MAR과 CMAR	93
<표 5-6> 피합병기업이 비계열기업인 경우 MAR과 CMAR	96
<표 5-7> 관련기업인 경우 MAR과 CMAR	99
<표 5-8> 비관련기업인 경우 MAR과 CMAR	102
<표 5-9> 피합병기업의 MAR과 CMAR	105

그림 목 차

<그림 2-1> 기업의 M&A 과정	9
<그림 2-2> 정크본드 발행을 통한 합병·매수의 과정	20
<그림 3-1> M&A활동수준과 특성에 영향을 미치는 요인들	45
<그림 5-2> 합병기업의 MAR과 CMAR(85.1~95.12)	82
<그림 5-3> 합병기업의 MAR과 CMAR(85.1~90.12)	85
<그림 5-4> 합병기업의 MAR과 CMAR(91.1~95.12)	88
<그림 5-5> 피합병기업이 계열기업인 경우 MAR과 CMAR	91
<그림 5-6> 피합병기업이 비계열기업인 경우 MAR과 CMAR	94
<그림 5-7> 관련기업인 경우 MAR과 CMAR	97
<그림 5-8> 비관련기업인 경우 MAR과 CMAR	100
<그림 5-9> 피합병기업의 MAR과 CMAR	103

제 1 장 서 론

제 1 절 연구의 배경 및 목적

기업합병 및 매수(M&A : merger & acquisition)란 두 개 이상의 기업이 경제적, 법률적으로 한 개의 기업으로 결합하는 것을 말한다. 특히 기업은 기업가치의 극대화를 통한 주주 부의 극대화라는 목적을 달성하기 위해 지속적인 성장이 요구된다. 따라서 합병은 합병기업에 있어서 외적 성장을 위한 생산, 판매 등의 능력을 확장하는 투자활동의 대안으로써 행하여지며, 이는 시장지배력의 강화, 규모의 경제, 경영의 효율화 등 시너지효과를 유발시켜 초과수익력을 얻으려는 동기가 내포되어 있다.

1980년대 이후 우리 나라를 비롯한 선진국에서는 기업결합의 수단으로서 기업합병 및 매수가 크게 증가하고 있다. 이와같이 국내기업들의 기업합병 및 매수가 급증한 이유는 신규사업진출, 사업구조개편 등 경쟁력 강화 차원에서 경영환경의 변화에 대응하기 위해 사업다각화 및 구조고도화의 필요성이 높아지고 있다. 우리 나라에서는 정부의 경제정책운용의 방편으로 기업계열화, 부실기업정리 등을 위한 기업결합이 대부분이어서 전략적 차원의 합병 및 매수는 드물다.

그러나 국내·외 경영환경의 급격한 변화에 따라 기업구조의 재편성에 대한 필요성이 증가하고 있다. 기업합병 및 매수활동도 경영활동의 일환이므로 기본적으로 주주 부의 극대화라는 기업목표에 부합되어야 한다는 관점에서 이들 연구의 중심과제도 참여기업에 대한 주주 부의 영향에 관한 것이다. 뿐만 아니라 주주의 부에 미치는 영향에 관한 연구의 대부분이 합병공시일 전후로 주가의 움직임을 분석하는 사건연구(event study)

로서 초과수익률의 유무로 합병성과를 연구하는 것이었다. 그리고 대부분의 연구결과는 공시시점 전후로 하여 정(+)의 비정상초과수익(abnormal returns)이 얻어지는 것으로 나타나고 있다.

따라서 본 연구는 우리 나라 기업합병의 현황과 특성을 살펴보고, 최근에 본격화되고 있는 합병 및 매수가 기업 전략적 측면에서의 가치와 기업에 주는 이익의 원천이 무엇인지 기존의 국내·외 연구결과들을 요약·정리하고, 자본시장에서 중요한 사건이라 할 수 있는 기업합병으로 인한 합병기업의 주주 부에 미치는 영향을 분석하고, 더 나아가서 합병에 영향을 줄 것으로 생각되는 여러 합병변수들을 파악하여 이들이 합병기업의 주주 부에 어떠한 영향을 미치는가를 실증분석을 통해 몇 가지의 가설을 설정하여 이를 통계적 기법으로 실증해 봄으로써 살펴보고자 한다. 특히 본 연구에서는 합병공시일과 합병완료시점에서 전체표본의 주가 움직임을 관찰하고 합병당사 기업과 피합병기업들의 합병방식, 즉 전체(85년1월~95년12월), 1985년1월~90년12월, 1991년1월~1995년12월, 계열·비계열합병, 관련·비관련합병, 피합병기업의 상장으로 표본을 분류하고, 이에 대한 주가 움직임을 살펴보고자 한다.

제 2 절 연구의 방법 및 범위

본 연구에서는 기업합병 및 매수가 주주의 부에 미치는 영향을 분석하기 위하여 먼저 기업합병에 관한 연구문헌들을 중심으로 연구결과를 살펴보고, 한국증권시장을 대상으로 실증분석을 수행하였다. 실증연구는 1985년 1월부터 1995년 12월까지 최근 10년간 합병을 공시한 상장기업을 대상으로 합병공시일을 사건일로 하여 사건연구(event study)를 함으로써 합병 및 매수에 관한 공시정보가 주주의 부에 미치는 영향을 분석

하였다.

주가자료는 한국증권경제연구원의 KSRIDATABASE에서 제공하는 일별주가자료를 이용하였으며, 기업합병에 의한 초과수익률을 측정하기 위하여 수익률분석은 증권상장지에 공시한 합병공시일을 기준으로 (-)15일부터 (+)15일까지 총 31일의 주가자료를 이용하였으며, 초과수익률의 분석방법으로 사건기간의 수익률에서 당해시점의 시장수익률을 차감한 차이를 초과수익률로 하는 시장조정수익률모형을 사용하였다.

제 3 절 논문의 구성

본 논문은 6장으로 구성되어 있으며, 각 장의 연구 내용은 다음과 같다. 제 1장에서는 연구의 배경 및 목적과 연구방법 그리고 논문의 구성에 대하여 설명하였다.

제 2장에서는 본 연구의 이론적 배경에 대한 설명으로 합병의 개념과 유형 및 합병의 동기, 이론에 대하여 기존의 연구내용을 정리하였다.

제 3장에서는 우리 나라의 합병 및 매수와 관련된 환경 및 특징과 관련 법규 그리고 한국기업의 합병특징과 문제점에 대하여 기술하였다.

제 4장에서는 국내·외의 합병 및 매수와 관련된 사례 및 기존의 연구결과들에 대해 살펴보았다.

제 5장에서는 실증분석의 방법과 연구모형을 설정하고 표본기업의 선정 및 자료선택에 대해 설명하였으며, 설정된 가설에 대하여 실증적 연구를 실시하고 그 결과제시와 분석결과를 해석하였다.

제 6장에서는 연구결과를 요약하고 본 연구논문의 한계와 향후 연구를 위한 제언을 기술하였다.

제 2 장 기업합병 및 매수에 관한 이론적 고찰

제 1 절 합병 및 매수의 개념¹⁾

1. 합병 및 매수의 정의

기업합병은 합병당사회사들이 하나로 합쳐져 단일회사가 되는 합병(merger)과 한 기업이 다른 기업의 자산 또는 주식을 취득하여 경영권을 획득하는 기업매수(acquisition)를 포함하는 광의의 기업합병 및 매수(M & A)개념으로 사용된다. 합병 및 매수라 함은 기업의 지배권을 취득할 목적으로 하는 모든 형태의 거래를 총칭하는 것으로 개인 또는 단체, 회사가 다른 회사의 자산을 소유하거나 경영지배권(control of management)을 획득함으로써 그 회사의 자산에 대한 지배권을 직접 또는 간접으로 취득하는 하나 또는 수개 이상, 일련의 거래 전부를 말한다.²⁾

기업을 둘러싼 경제환경이 급격히 변화하는 상황에서 기업은 기업가치의 극대화라는 경영의 목표를 달성하기 위하여 성장이 요구되어 진다. 기업전략으로서의 기업이 성장을 실현해 가는 방법은 크게 내적 성장(internal growth)과 외적 성장(external growth)의 두 가지로 나눌 수 있다. 여기서 내적 성장이란 기업이이익을 유보하여 자본을 축적하는 것뿐만 아니라 외부로부터 자본을 조달하여 기업의 투자규모를 확대시키는 것을 뜻한다. 한편 외적 성장이란 기업이 타 기업과 연합하거나 결합하

1)Merger & Acquisition에 대한 한글번역에 있어서 'Merger'에 대해서는 '합병'으로 거의 통일되어 사용되고 있지만 'Acquisition'에 대해서는 인수, 취득, 매수, 흡수 등이 혼용되고 있다. 본 논문에서는 경영학적 측면에서 가장 비슷하게 생각되는 매수를 사용하기로 한다.

2)Weinberg, Blank and Greystoke, "Take-Over and Mergers", 1979. p.3.

여 성장하는 것으로 기업내부의 경영활동에 의한 기업규모의 확대가 아니고, 타 기업을 매수하여 생산과 판매능력을 확장시켜 가는 것을 의미한다. 최근 기업성장의 방법으로 외적 성장방법이 많이 이용되고 있으며, 특히 외적 성장의 전형적인 예인 기업합병은 급격히 증가하고 있는 추세이다.

기업이 타 기업과의 결합을 통하여 성장하는 외적 성장의 가장 강한 형태가 합병(merger)인데, 합병의 의미를 법률적 의미와 실질적 의미로 구분하여 볼 수 있다. 법률적 의미의 합병이란 두개 이상의 회사가 상법상의 특별규정에 의하여 하나의 회사가 되며, 그 회사의 권리의무는 청산절차를 거치지 않고 포괄적으로 합병한 후에 존속하는 회사 또는 신설되는 회사에 이전되는 경우를 의미한다. 따라서 단순한 영업양도나 인수는 합병과 구별된다. 한편, 실질적 의미의 합병이란 두개 이상의 회사가 계약에 의하여 통합하는 것으로서 상법상의 합병절차와는 상관없이 회사가 결합되는 것을 합병이라 하므로 청산·영업양수 또는 매수 등에 의해 사실상 합병의 효과를 얻는 것도 합병에 포함된다.

위와 같은 구분으로 합병(merger)과 매수(acquisition)의 차이가 모호해지는 경향이 있다. 통상적으로 기업의 합병 및 매수는 둘 이상의 기업이 하나로 결합되어 단일기업이 되는 기업합병과 기업이 다른 기업의 자산 또는 주식취득을 통하여 경영권을 획득하는 기업매수가 결합된 개념으로 이해되고 있다. 즉, 합병의 경우에는 합병 이후에 합병대상기업이 존속하지 않게 되지만, 매수의 경우에는 그 이후에도 매수대상기업을 존속시키면서 주주권 혹은 경영권만 행사하게 된다. 이러한 M&A라는 용어는 학문적으로 정립된 용어가 아니라 실무적인 차원에서 형성된 용어이다. 따라서 광의로는 사업분할, 경영권참여 등 기업결합과 관련된 일체의 행위를 의미하기도 한다.

이러한 합병 및 매수가 이루어지는 기업매수시장은 다음과 같은 몇 가지 중요한 의의를 가지고 있다. 첫째, 시장에서의 경쟁도에 따라 합병기업과 피합병기업의 주주부가 재분배 또는 이전되는 결과를 가져온다. 둘째, 합병을 계기로 경영진이 교체되는 경우가 많은데 이는 인적자원시장의 수요·공급에 상당한 영향을 미칠 수 있다. 셋째, 합병은 결합되는 양기업의 보완관계와 시너지효과(synergy effect)에 따라 국민경제의 효율성과 생산성에 영향을 미치게 되며, 기업결합이 시장지배와 경쟁제한을 목적으로 할 경우에는 국민경제의 효율적 자원분배를 그르치게 하는 부정적 영향을 줄 수도 있다.

우리 나라에서 합병은 거의 대부분 매수를 통해 이미 경영권을 확보하고 있는 계열회사 또는 자회사를 모회사 내지는 다른 계열사와 통합시키는 매수의 후속절차로 이루어지거나, 경영합리화 측면에서 그룹계열사간의 구조조정을 위한 계열사간의 통합수단으로 인식되어 주로 부정적인 측면인 경제력집중의 관점에서 다루어진 게 사실이다. 외국에 비하여 상대적으로 성장속도가 빨랐던 우리 나라의 기업들은 대기업중심의 정부정책속에서 수 개 혹은 수십 개의 기업에 걸쳐 기업합병을 시도함으로써 기업집단, 즉 재벌그룹을 형성해 왔다. 이들 기업집단이 경제전반에 걸쳐 경제력을 형성하고 강화시킬 때 경제력집중 또는 기업집중현상의 결과를 가져오게 된다.³⁾

요컨대 합병 및 매수는 기업을 매수하는 측이 외적 성장의 목적에서 피매수회사의 지배권을 취득함으로써 현경영자의 교체를 통한 경영효율성의 증대 및 이윤극대화를 꾀하고자 함에 근본적인 동기가 있다고 할 수 있다. 또한 M&A가 이같은 점에서만 그 발전배경을 찾을 수 있는 것

3) 장영광, "기업합병과 주식취득이 주주의 부에 미치는 영향에 관한 실증적 연구", 고려대학교 대학원 박사학위논문, 1985. pp.9-11.

은 아니다. 단순히 경영자가 자신 또는 대주주의 이익만을 위하여나 현재의 지배권을 더욱 강화하기 위하여 행하는 경우도 있기 때문이다. 그러나 M&A가 각국에서 성행하고 있는 반면, 기업의 생산적 투자를 왜곡하고 경쟁을 제한함으로써 부의 집중을 초래하며 어느 경우에는 기업의 재무구조를 악화시키는 물론 금융의 불안을 야기한다는 점을 들어 규제를 강화해야 한다는 비판에도 불구하고 M&A가 국가의 경제적 부를 증가시킨다고 보는 것이 일반적이다.

2. 합병 및 매수의 전략적 의미

M&A는 기업이 외부자원을 활용함으로써 성장을 꾀하는 전략이다. 우리 나라의 기업은 동질성을 존중하고 이질적인 것을 잘 수용하지 않는 경영풍토에서 기업의 내부자원을 활용한 자기성장을 계속하여 왔다. 그러나 경제환경의 변화, 국제화의 진전, 첨단기술시대의 도래 등에 따른 전문인력의 부족, 기존시장의 성숙과 경쟁이 심화되는 경영환경에서는 외부자원의 활용을 통한 성장의 필요성이 강조되고 있다.

일반적으로 기업합병 및 매수의 전략적 의미는 다음과 같이 분류해 볼 수 있다. 기존시장에서 기존의 상품을 획득, 시장점유율의 증가와 경쟁의 감소, 중요한 경영진, 마케팅과 기술 우위성 확보, 새로운 유통과정에 참여하거나 새로운 고객층 확보, 원재료 등의 공급기반 확보에 근거한다.

우리 나라의 기업이 해외에 진출을 시도할 때는 기술, 노하우, 현지 판매망 등 경영요소상 비교 우위적인 면이 적은 상황이라 현재 기존 기업의 합병 및 매수와 같은 외부자원 활용을 통한 성장전략은 여러측면에서 전략적인 의미를 갖게 될 것으로 기대된다. 해외진출 방법에는 통상 라이선싱, 소수지분 참여, 합작투자, 기업 직접설립, 합병·매수 등이 있으며 기업직접설립, 합작투자, 합병·매수를 비교하면 다음과 같다.

<표 2-1> 직접설립, 합작투자, 합병·매수의 비교

구분	기업직접설립	합작투자	합병·매수
장점	<ul style="list-style-type: none"> · 모기업의 정책에 맞는 회사의 조기설립 가능 · 현지인과 조화용이 · 투자금액 결정의 융통성 · 기업통제가 용이 · 현지정부의 재정적 지원용이 	<ul style="list-style-type: none"> · 생산/판매의 신속성 · 합작파트너의 경험 활용 · 경영리스크 감소 · 마케팅능력 강화 	<ul style="list-style-type: none"> · 사업 착수까지의 시간단축 · “시간을 사는 전략” · 인력, 기술, 경영 노하우 흡수 · 상품, 브랜드, 영업망 확보 · 시너지효과 추구
단점	<ul style="list-style-type: none"> · 브랜드 및 영업기반 구축에 상당시간 소요 · 투자에 안정성 결여 · 기존업체와의 마찰야기 	<ul style="list-style-type: none"> · 의사결정 수행의 신속성 결여 · 청산시 어려움 · 조직통합의 어려움 	<ul style="list-style-type: none"> · 막대한 매수자금 필요 · 이질적 문화에 조기적용 · 매수가격산정의 어려움 · 절차의 복잡성

3. 합병 및 매수의 절차

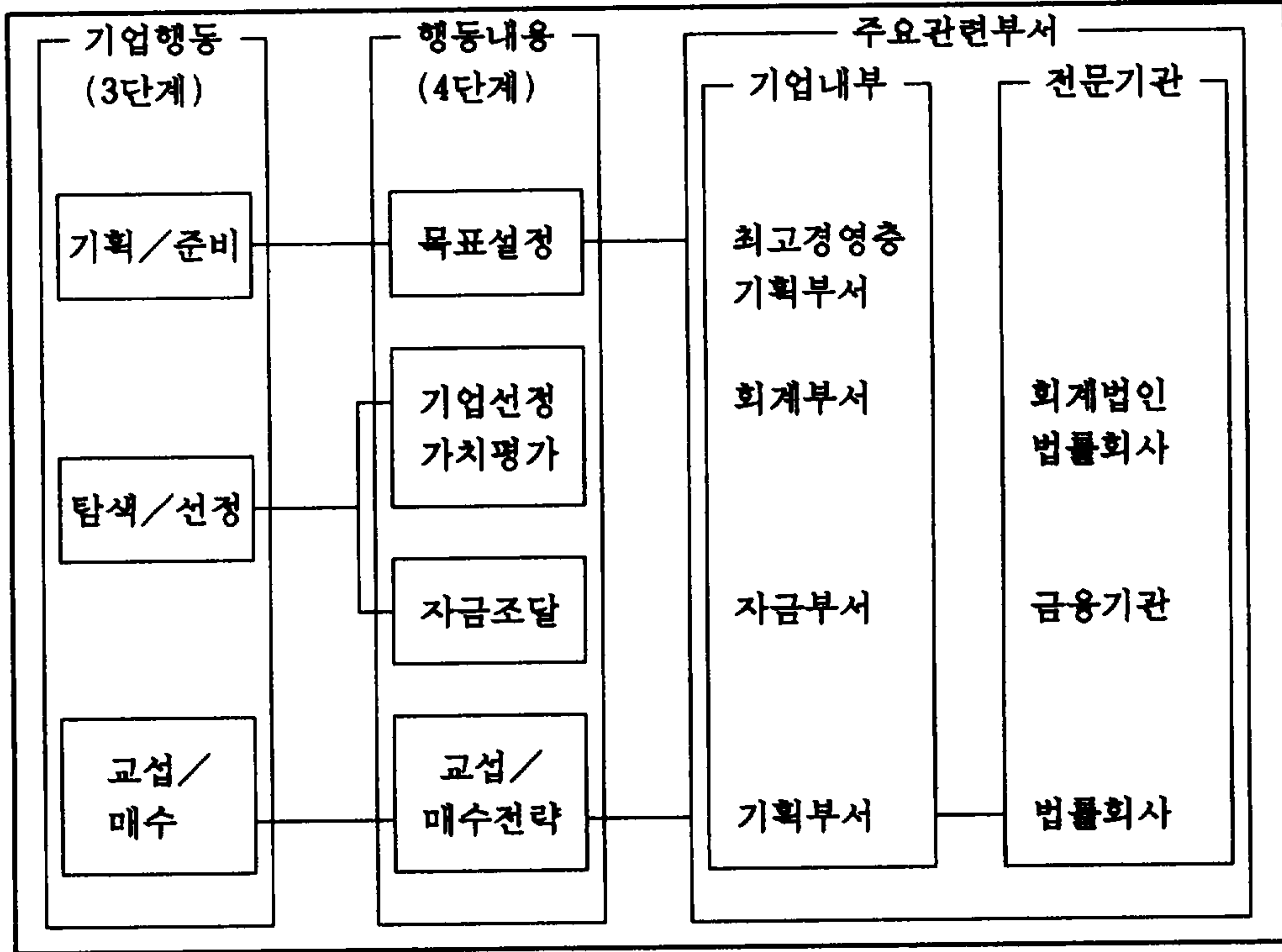
합병 및 매수를 실행하기 위해서는 많은 과정을 거쳐야 하는데 M&A 실행에 대한 전략적 검토에서부터 최종적으로 매수를 하기까지 여러 단계가 도입되고 있다. 매수기업이 이러한 과정의 성공을 위해서는 경영환경에 대한 총체적인 이해와 고도의 경영기법 뿐 아니라, 법률, 조세, 회계 등의 제반사항에 대한 정보가 필수적이다. 따라서 M&A 추진절차는 어떤 형태의 M&A를 추진하는가에 따라 그 구체적 절차가 달라지며 또한 동일한 M&A 거래형태라 하더라도 그 거래만의 특성으로 인해 절차는 달라질 수 있다.

M&A 과정은 매수기업의 행동양식이라는 측면에서 보면 3단계로 구

분할 수 있다.

<그림 2-1>

기업의 M&A과정



제1단계는 M&A의 기획과 준비단계로 기업은 경영전략의 일환으로 M&A를 설정하고 이를 위하여 사전정비를 실시하는 단계이지만 아직 본격적인 기업행동이 나타나지 않는다. 제2단계는 탐색과 선정단계로 매수기업이 M&A를 전략으로 설정한 후 기업내부에서 대상기업과 매수방법을 결정하고 자금조달을 확보하는데 아직까지 M&A가 공개적으로 이루어지지 않는다. 제3단계는 매수기업이 구체적으로 피매수기업과 교섭하고 매수를 실행하는 단계로서 본격적으로 M&A가 기업외부 차원에서 전개되기 시작한다. 이를 더욱 세분하여 보면 매수기업의 활동내용을 기준으로 하여 4단계로 구분할 수 있는데 각 단계별 내용과 특징은 다음과 같다.

1) 제1단계(목표설정)

이 단계는 기업이 M&A를 경영전략의 목표로 설정하는 단계이다. 여기서는 다양한 기업의 성장전략 중에서 기업은 환경요인 등을 고려하여 경영전략으로서 M&A를 결정하게 된다. 따라서 기업의 전략적 목표를 분명히 한다는데 중요성이 있으며 만일 이 단계에서 기업의 주체적인 전략목표가 불분명하게 설정되는 경우에는 이후의 과정에서 일관성 없는 행동을 하게 될 가능성이 많다.

2) 제2단계(대상기업 선정 및 가치평가)

M&A가 기업목표로서 설정된 이후에 기업은 매수기업의 선정과 가치평가 작업에 착수하여야 한다. 이를 위해서는 무엇보다도 매수대상기업, 해당산업부문, 그리고 주변환경에 대한 정보의 획득이 선행되어야 한다. 기업은 각종 정보의 수집을 통하여 매수대상기업을 선정하여야 하며 나아가서는 매수가격을 결정하는 기준을 마련한다는 점에 해당기업에 대한 가치평가를 실시해야 한다. 특히 정보의 내용이 전문적인 것이 많으며, 대상기업의 내부정보가 중요한 판단근거가 될 수 있다는 점에서 매수기업은 관련전문기관의 도움을 본격적으로 받아야 한다.

3) 제3단계(자금조달)

3단계는 매수자금을 조달하고 구체적인 지불계획을 수립하는 단계로써 현재와 같은 신속하고도 대규모의 자금조달이 요구되는 M&A 거래에서 매우 중요한 단계라고 할 수 있다. 매수기업은 구체적인 매수방법을 결정하고 그에 상응하는 지불방식과 자금조달방식을 확보해야 하므로 본격적으로 금융기관과의 협의가 이루어진다.

4) 제4단계(구체적 교섭과 매수)

공개적으로 매수가 진행되는 단계로 매수기업은 매수전략을 구체적으로 수립, 시행하고 상대 기업의 반응에 따라 적절한 대응조치를 취해야

한다. 이 과정이 신속하게 이루어지기 위해서는 이전 단계에서의 준비가 충분히 이루어져야 한다. 특히 매수절차 및 피매수기업의 방어전략에 따라 법률적인 문제가 대두되는 경우가 많으므로 법률전문기관 등과의 긴밀한 협조가 필요한 단계라고 할 수 있다.

제 2 절 합병 및 매수의 유형과 특징

1. 합병 및 매수의 유형

(1) 결합형태에 의한 분류⁴⁾

수평적 합병(horizontal merger)은 동종산업을 영위하는 두 기업간의 합병을 말한다. 경제적으로 수평적 합병은 동종업종의 회사간에 이루어지므로 생산설비의 효율적 활용, 제품생산의 적정화, 중복·노후시설의 폐쇄, 재고량의 감축, 시장판로의 중복회피, 관리회계·조직·인사·교육 훈련·연구개발 등에서 비용절감효과를 통한 규모의 경제를 실현할 목적으로 이루어진다. 또한 시장지배를 목적으로 경쟁회사를 매입하여 규모의 경제에서 오는 이익을 얻을 수 있다. 그러나 이것은 결과적으로 사업에 있어서 경쟁회사의 수를 감소시키고 시장경쟁을 약화시켜 국민경제에 미치는 부정적 효과 때문에 독점규제법에 의한 규제를 받는 수가 있다. 따라서 합병이 규모의 경제성을 실현하기 위하여 이루어진다는 주장은 설득력이 약하다. 특히 대기업에 의해 이루어질 때는 시장에서 가격을 마음대로 할 수 있는 독과점기업의 발생을 가져온다. 이러한 종류의 합병은 1910년대 미국에서 성행하였다.

수직적 합병(vertical merger)은 서로 다른 생산활동을 하는 기업간의

4) J. F. Weston., K. S. Chung., "Mergers, Restructuring and Corporate Control", 1990. pp.82-86.

합병을 말한다. 즉 원료의 구입, 제품의 생산 및 판매활동과 같이 모든 단계를 장악하려는 의도에서 이루어지는 합병이라고 할 수 있다. 서로 다른 다수의 기업들이 수직적으로 통합하는 이유는 원료의 이전이 외부 시장거래의 이용으로부터 내부거래로 이전되면 구매 및 판매과정에서 경쟁에 수반되는 협상, 조정, 커뮤니케이션비용과 광고비, 포장비 등이 절감될 수 있다. 그러나, 어떤 단계에서 통합된 기업의 시장점유율이 크다면 다른 단계에서 통합되지 아니한 기업은 고객 또는 공급자로부터 배제될 수 있다. 따라서 독점력이 특정단계에서 존재할 때 수직적 합병은 경쟁 제한적 효과를 가질 수 있다. 수직적 매수합병은 1930년대에 미국에서 성행하였다.

다각적 합병(conglomerate merger)은 서로 관련이 없는 형태의 사업 활동을 수행하는 기업간의 합병을 말한다. 다각적 합병을 통하여 관리, 연구, 기술, 인력 등을 공동으로 이용할 수 있고, 광고비 등의 비용을 절감시킬 수 있다. 다각적 합병은 기업의 제품계열을 확대시키는 제품확장(product extension)합병과 시장지역확장합병(geographic market extension merger), 서로 관련이 없는 사업활동을 하는 기업의 합병, 즉 상기의 어느 것에도 속하지 아니하는 순수 다각적 합병(pure conglomerate merger)으로 구분할 수 있다. 그러나 실제로는 이러한 순수 다각적 합병은 드물고 하나이상의 요소에서 공통성을 갖은 회사간의 기업합병·매수가 이루어지고 있다. 그리고 다각적 합병은 수평적·수직적 합병보다 더 많이 이루어지는데 그 이유는 경영합리화 및 경쟁력 강화를 위한 목적 이외에 수평적·수직적 합병이 독점규제법을 위한 규제가능성이 큰 반면, 다각적 합병은 매수회사가 시장지배력을 남용하는 경우가 아닌 한 독점금지의 문제가 없기 때문이다.

한편 다각적 합병은 피매수회사에 대한 지배의 목적이 무엇인가에 따

라 결합기업의 형성, 금융의 지배, 사업의 다각화 등 세 가지 유형으로 나누어 볼 수 있다. 첫째, 지배의 목적이 결합기업의 형성에 있는 경우에는 매수회사가 피매수회사를 자회사로 하여 전문경영자로 하여금 집중된 지배권을 행사토록 하고 금융자원의 집중배분 및 핵심인력의 선정을 통하여 자회사에 경영자문을 공유함으로써 건전한 재무구조를 갖는 기업그룹을 만들고자 하는 것이다.

둘째, 금융의 지배에 목적이 있는 경우에는 매수회사가 피매수회사에 대하여 경영지배권을 행사하지는 않으나, 금융에 대한 지배권만이 매수회사에 집중된다. 통상 이 방법은 매수회사가 피매수회사인 대상회사의 발행주식을 자기회사의 발행주식과 교환하는 방법에 의하여 취득함으로써 행하여진다. 셋째, 지배의 목적이 사업의 다각화에 있는 경우는 가장 보편적인 형태인데, 서로 다른 업종간의 사업분산을 통하여 수익의 안정성을 기하고, 유희자본과 인력의 활용도를 제고하며, 특히 인력·광고·회계·금융 등의 측면에서 규모의 경제이득을 획득하고자 하는 동기가 있다. 이 유형의 매수합병은 미국에서 1965년이래 가장 많이 성행하고 있으며, 이러한 형태의 결합이 미국에서 생겨난 것은 동종 또는 유사기업간의 수평적이거나 수직적인 결합을 금지한 미국의 공정거래법을 피하기 위해서였다. 우리 나라에서도 1970년 이후 재벌의 문어발식 기업확장이 주로 이와 같은 단말적 합병 및 매수의 형태로 이루어졌다.⁵⁾

(2) 매수수단에 의한 분류

현금합병 및 매수는 합병 및 매수의 대가로 현금을 지불하는 방식인데 비교적 절차가 간단하며 합병 및 매수가격의 변동에도 용이하게 대처할 수 있기 때문에 널리 활용하고 있다. 반면 주식합병 및 매수는 매수대상기업의 주식을 매수회사의 주식과 일정비율로 교환하여 매수하는 방식으

5) 한국산업은행, “경영지도시리즈”, 한국산업은행, 1982. pp.65-69.

로 합병 및 매수의 실행 전에 주식발행의 결의가 있어야 하므로 현금매수에 비해 매수절차가 복잡하다.

LBO(leveraged buy out)는 부채에 의한 기업매수로 Buy-out의 한 형태이다.⁶⁾매수자가 매수대상기업의 자산을 담보로 자금을 차입하여 대상기업을 매수한 후 동기업의 이익금이나 자산의 매각대금으로 차입금을 상환해 나가는 기업 매수방식이다. 80년대는 미국의 대규모 M&A는 이 방식이 많이 사용되었으며, 고도로 발달된 자금조달기법이다. LBO중 자사의 경영자가 자사주식을 매수하는 경우를 특히 MBO (management buy out)라고 하는데, 그 목적은 주로 외부의 비우호적인 매수공세에 대응하기 위한 것과 자금차입을 통해 조세효과를 얻으려는 데에 있다. 복합매수는 위의 세 가지 방법을 혼용하는 방식이다. MBO에 의한 기업매수는 상장기업의 비상장화를 촉진하게 되어 자본시장에 악영향을 미친다는 비난이 있으며, 또한 LBO는 대개 등급이 낮은 채권인 Junk Bond의 발행을 통해 이루어지므로 피매수기업을 매수한 후 재무구조가 악화된다.

(3) 피합병기업 경영진 거래의사 여부에 의한 분류⁷⁾

M&A는 매수하고자 하는 대상회사의 대응태도가 우호적인가, 적대적인가에 따라 우호적 M&A와 적대적 M&A로 나눌 수 있다.

1) 우호적 M&A

우호적 M&A(friendly M&A)는 피매수회사의 경영진이 M&A에 동의하거나, 당해 주주에게 기업매수에 적극적으로 응할 것을 권유하는 관계에 있는 M&A를 말한다. 이 경우 피매수회사의 경영진은 매수회사에 대하여 매수에 필요한 정보를 적극적으로 제공함은 물론 기업매수의 성공

6)J. F. Weston., K. S. Chung. and S. E. Hoag., op. cit., pp. 393-394.

7)J. F. Weston., K. S. Chung. and S. E. Hoag., ibid., pp. 707.

을 위하여 협력관계에 있다. 통상 우호적인 M&A는 성공확률이 높고 비우호적인 M&A에 비하여 비용과 노력 면에서 유리한 입장에 있는 것이 보통이다.

① 사례

- 해태그룹의 인켈이 나우정밀 매수
- 한솔그룹의 한국마벨(한솔전자)이 옥소리, 한화통신 매수
- 한솔그룹의 영우화학(한솔화학) 매수

② 특징

- 과거에 부실기업을 헐값에 매수하려던 경향과는 달리 지명도가 높고 정상적으로 경영되고 있는 기업을 프리미엄을 지급하고 매수(기업의 무형자산을 거래)
- 기업의 경쟁력 확보와 지속적 성장을 위해 대규모 추가 투자가 필요한 기업들에 대해 적절한 시기에 M&A가 이루어진다.
(기업의 자금력 유무가 중요한 변수로 작용)
- 미래 유망사업으로 꼽히는 정보통신분야로의 진출을 위한 대기업들의 경쟁적 기업매수라는 점에서 70년대 대기업들의 중화학공업 선점경쟁과 유사한 성격을 보이고 있으나, 70년대 정부에 의한 인위적 산업정리와는 달리 자율적인 시장경제의 원리에 의해 신규사업 진출이 이루어지고 있음.

2) 적대적 M&A

적대적 M&A(hostile M&A)는 피매수회사의 경영진이 기업매수에 반대하거나, 개별주주에 대하여는 매수에 응하지 아니할 것을 권유하는 관계에 있는 경우를 말한다. 적대적 M&A는 피매수회사의 의사에 반하여 행하여지므로 피매수회사는 매수회사의 기업매수를 저지 또는 지연시키기 위하여 다양한 방어적 수단을 강구하는 것이 일반적이며, 우호적인

제3자로 하여금 매수회사와 경쟁토록 하여 적대적인 기업매수를 저지하고 새로운 기업매수를 성공시키는 방법을 채용할 수도 있다.

적대적 M&A에 해당하는 법적 형식으로는 위임장쟁탈이 대표적이며, 주식취득의 방법 중에 주식의 양수를 위해 시장매수, 공개매수, 전환사채 등의 취득이 피매수회사의 의사에 반하여 행하여 질 수 있다. 이 중에서 공개매수에 의한 M&A가 적대적인 관계에서 행하여지는 빈도가 가장 높다. 최근 들어 기업의 소유와 경영에 대한 분리현상의 진전과 함께 기업의 경영권 과보호장치에 대한 규제가 완화되는 가운데 기업의 경영권은 시장경제원리에 입각하여 대주주 스스로 보호하여야 한다는 의식이 확산되면서 '94년 들어 증시사상 최초의 공개매수가 발생한데 이어 '96. 10 현재까지 6건의 공개매수가 기록되고 있다.

① 사례

- 나이키사의 삼나스포츠주권에 대한 공개매수
- 동부그룹의 한농 매수
- 원진의 경남에너지 공개매수 시도
- 한국제지의 동해펄프 공개매수
- 한솔그룹의 동해종금(한솔종금) 공개매수
- 쌍용그룹의 인천투금 공개매수

② 특징

- 미국의 적대적 M&A가 주로 단기매매차익을 노린 Financial Acquisition인 것과는 달리 Strategic Acquisition의 성격을 갖고 있음.
- 미국의 경우 소유분산이 잘 이루어져 있어 뚜렷한 지배주주가 없는 기업이 일반적으로 적대적 M&A의 대상이 되고 있으나 국내의 경우 지배주주는 있으나 지분이 50%에 현저히 미달되는 기업

이 주요 대상이 되고 있음.

- 미국의 공개매수는 주로 주식전체(100%)에 대해 이루어지나 국내에서는 경영권 확보에 필요한 최소지분에 대해서만 공개매수가 이루어짐.
- 초보적인 단계에서 경제적 실익보다는 경제 외적 우려와 갈등으로 인해 적대적 형태의 M&A가 발생하는 경우가 적지 않음.
- 미국의 경우는 금융기관에 대한 적대적 M&A에서는 일반적으로 매수자는 금융기관이고 대금지급을 주식으로 하는 합병의 형태를 취하고 있으나 국내에서는 제조업체가 현금지급을 통해 금융기관 주식을 매수하는 유형을 보이고 있음.
- 공개매수가 일어나는 경우 이에 대한 기존경영진의 공식적 반발이 없는 경우가 대부분임.

3) 중립적 M&A

중립적 M&A(neutral M&A)라 함은 피매수회사의 경영자가 주주에 대하여 기업매수의 승낙여부에 관한 찬성 또는 반대의 조언이나 권유를 하지 않는 경우를 말한다. 이것은 피매수회사가 우호적이지 않으면 성립될 수 없는 M&A를 제외한 모든 법적 형식, 즉 시장매수, 공개매수, 전환사채 등의 취득, 위임장쟁탈에 있어서는 언제든지 가능하다.

(4) 매입대상에 따른 분류

자산(asset)매입은 피매수회사의 자산만 매입하거나 자산과 영업권(good will)을 같이 매입하는 것을 말하며, 특정자산이나 법적의무를 제외한 사업이나 사업의 일부를 매입하는 경우도 포함된다. 한편 주식(stock)매입은 피매수회사의 자산, 법적책임, 계약사항, 종업원, 현직 및 전직 종업원의 연금 등 회사의 모든 것을 매입하는 것으로 대부분의 국가에서 널리 사용되고 있는 방법이다.

(5) 교섭방법에 의한 분류

개별교섭이 피매수회사에 대해 개별적인 매수교섭을 통해 합의 계약하는 방법으로 대부분 우호적 합병·매수에서 이용되는데 반해, 공개매수는 증시의부에서 일정한 기간동안 일정한 가격으로 주식을 매수할 것을 신문지상 등에 공표한 후 주식을 대량 매수하는 방법으로 미국에서는 효과적인 합병·매수 수단으로 여겨지고 있다.

(6) 법률적 종속관계에 따른 분류

우리 나라 상법에서는 흡수합병과 신설합병만을 명시하고 있으며 우리나라 합병회계준칙 및 미국의 재무회계기준심의위원회(FASB)에서도 합병을 흡수합병과 신설합병만으로 분류하고 있다. 흡수합병(merger)은 한 기업이 다른 기업의 모든 영업을 포괄적으로 양도받아 존속하고, 양도된 기업은 소멸하는 것을 말한다. 즉, 흡수합병에서는 흡수기업이 피합병기업의 자산이나, 주식, 또는 채무를 취득하여 자기회사 명의로 통제권을 행사함에 따라 피합병기업은 이에 따라 반듯이 해산한다. 일반적으로 자본력이 좋고 상대적으로 신뢰도가 높은 회사가 합병회사가 되고 자본력이 약하고 상대적 신뢰도가 낮은 회사가 피합병회사로 되는 것이 상례이지만 반드시 그렇지만은 않다. 신설합병(consolidation)은 두 개 이상의 독립된 기업이 완전히 해산하여 하나의 새로운 기업으로 신설되는 것을 말한다. 그러나, 실제에 있어서 회사의 합병은 주로 그 절차가 간단한 흡수합병의 방법이 이용된다. 흡수합병 함과 동시에 또는 그 이후에 존속회사의 상호를 변경하여 사실상 신설합병이면서 간단하고 유리한 흡수합병의 방법을 택하기도 한다.

2. 합병 및 매수의 기법과 방어전략

(1) 합병 및 매수의 기법

1980년대 「M&A붐」의 가장 주목할 만한 특징 중의 하나로는 기업 매수기법의 고도화 및 자금조달수단의 다양화를 지적할 수 있다. 이는 “M&A붐”의 원동력이었을 뿐만 아니라, 1980년대 이전의 M&A와 이후의 M&A를 구분하는 결정적인 차이점으로 지적되고 있다. 여기에서는 미국에서 커다란 관심을 불러모았던 정크본드(junk bond), LBO(leveraged buy out), TOB(take over bid) 및 적대적 매수에 대한 방어책 등에 대한 기본적인 메카니즘을 살펴보고자 한다.

1) 정크본드(junk bond)

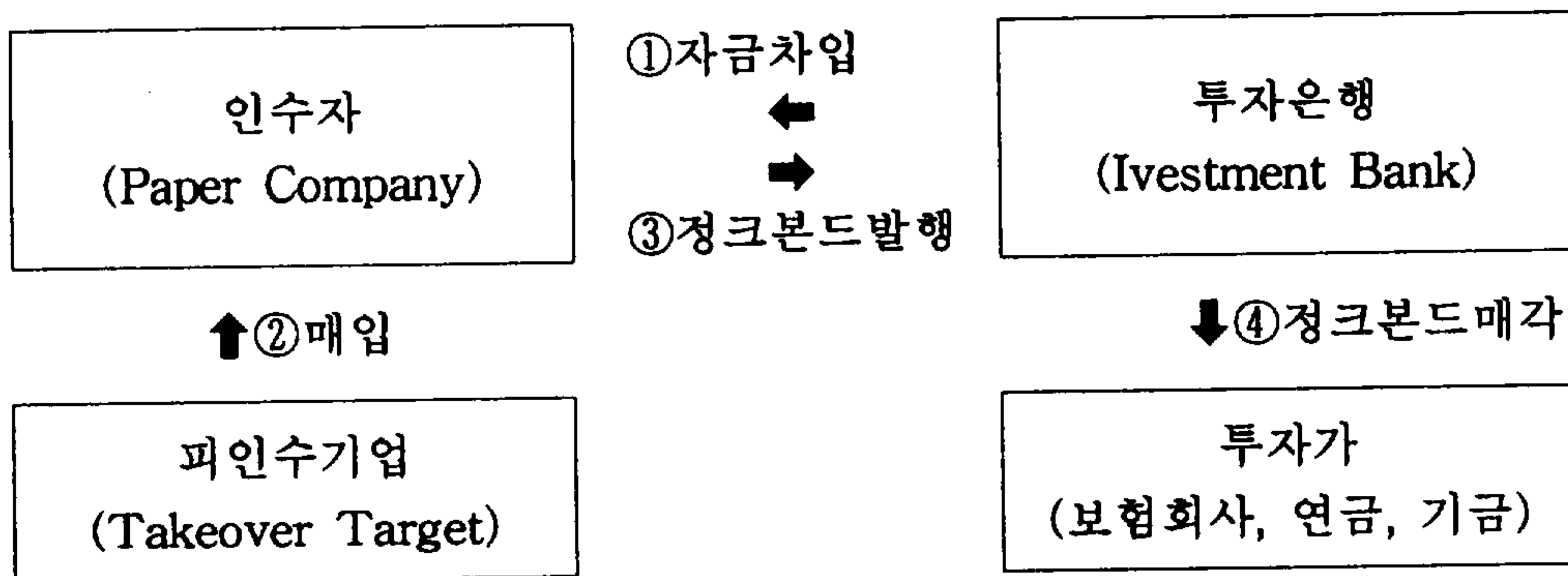
기업 합병·매수 거래에 있어 투자은행(investment bank)은 과거에 “기업의 동반자로서 자문역할을 제공하는 기능”에서 그치지 않고 기업이나 투자가와 함께 딜메이커(deal maker)로서 참가하여 투자수익을 올리기 위하여 강제적 매수거래도 서슴지 않고 참가하게 되었는데, 그 이면에는 어떠한 기업매수를 시도하더라도 자금면에서 쉽게 뒷받침해 줄 수 있는 힘을 갖게 되었기 때문이다. 이 자금면에서의 해결을 가능하게 해 준 것이 소위 정크본드의 출현이다.

일반적으로 정크본드란 최소한 1개 이상의 신용평가 전문기관으로부터 투자부적절 판정을 받은 신용도가 낮은 채권을 가리키는 것으로 구체적으로는 미국의 신용평가전문기관인 Moody사의 기준으로 Baa이하, 또는 Standar & Poors의 기준으로 BB 이하의 신용등급평가를 받은 채권이 여기에 해당된다. 정크본드는 이처럼 신용도가 낮은 대신에 수익률은 높아 동채권에 대한 이율은 미국의 재무성 단기증권보다 통상적으로 3~5%포인트가 높게 형성되고 있다.

처음 정크본드가 나타난 것은 1921년 Dillon & Read Co.라는 금융회사를 경영하던 딜론(Clarence Dillon)이 당시 재무상태가 형편없이 악화된 Goodyear Tire & Rubber Co.로 하여금 당시 5% 내외이던 회사채 이자율을 8%로 올려 발행하여 자금을 조달함으로써 회사를 기사희생하게 만들었던 데서 비롯하였다. 이러한 고수의 채권(High Yield Bond)을 현재와 같이 광범위하게 사용할 수 있도록 새롭게 등장시킨 것은 Drexel Burner사에 근무하던 밀켄(Michael Miken)이었다.

한편, 미국의 경우 1981년 중 20억 달러 내외에 불과하였던 정크본드의 연간발행액은 1984년 140억 달러로 증가한 후, 1986년에는 300억 달러로 사상 최대규모의 발행실적을 기록하였으며, 총발행잔고도 1988년 말 1,800억 달러에 달하는 것으로 나타났다. 특히 1987년~1988년에는 세계적인 주가 폭락 사태의 여파로 일반사채의 발행이 크게 감소한 것과는 대조적으로 정크본드의 발행액은 각각 290억 달러, 280억 달러 내외로 안정세를 유지하고 있는데 이는 최근 들어 대형 합병·매수에 자주 이용되고 있는 LBO(leveraged buy out)에서 자금조달 수단으로 정크본드의 활용이 크게 증가하였기 때문인 것으로 보인다.

<그림 2-2> 정크본드 발행을 통한 합병·매수과정



자료 : “주요국의 기업합병 매수 현황과 은행의 역할”, 산업은행 경제브리프스, 1989.

그리고, 미국의 우수한 기업들이 정크본드를 발행한데 이어 1988년 이후부터는 유럽·캐나다·호주 등지의 기업들이 미국에서 정크본드를 발행하기 시작하고 1992년 예정인 유럽 통합에 대응한 합병 및 매수 열풍으로 유럽에서도 정크본드시장이 개설되려는 움직임이 있어 정크본드는 이제 세계적인 기업금융의 주요한 수단이 되었다.⁸⁾

결국 정크본드가 출현하게 된 배경은 기업의 구조재편과 합병 및 매수에 따르는 차입요구의 증대, 투자자들의 고수익상품 수요, 투자은행들의 다양한 금융상품 개발을 통한 수익성 제고 노력 등으로 정리할 수 있다.

2) LBO(leveraged buy out)

채무에 의한 기업매수란 매수자가 매수대상기업의 자산을 담보로 매수자금을 차입하여 동 대상기업을 매수한 후, 동기업의 자산 매각대금으로 차입금을 상환해나가는 기업매수방식이다. 이때 차입을 통하여 조달되는 매수자금은 통상적으로 총매수자금의 70~90%를 차지하게 된다.⁹⁾ LBO에 의한 기업매수과정을 보다 구체적으로 살펴보면, 우선 매수자는 매수를 위한 매수회사를 설립하고, 이 매수회사는 매수대상기업의 자산을 담보로 한 은행차입과 정크본드의 발행 등을 통하여 매수자금을 조달하게 된다. 이렇게 조달된 매수자금을 이용하여 매수가 완료된 후, 매수회사와 매수대상기업이 합쳐져 새로운 기업을 발족시키게 되는데, 통상적으로 이 신기업은 매수회사가 매수자금으로 조달한 은행차입금과 각종 채무 등을 자신의 사채로 떠 안게 된다.

비공개 신회사는 동 부채를 매수대상기업의 이익금 및 일부 사업부분의 매각 등을 통하여 상환한다. 이러한 과정을 거쳐 신회사의 수익성이 제고되면, 재차 매각 또는 기업공개를 실시하는 경우가 많은데 이 과정에

8)Moody's Bond Record, 1983.

9)Fortune., "How the Workers Run Avis Better", Fortune, 1988. pp.73-78.

서 매수자는 자본이득을 획득하게 된다.

LBO를 통하여 기업매수를 추진하는 그룹은 크게 세 그룹으로 대별할 수 있다.

첫째, LBO를 전문적으로 행하는 LBO기업자의 대표적인 예로는 최근 RJR NABISCO를 사상 최대금액인 250억 달러로 매수한 KKR를 들 수 있다.

둘째, 매수대상기업의 경영진을 들 수 있는데 이들에 의한 LBO를 특히 MBO(management buy out)라고 한다. 이러한 MBO의 경우에는 적대적 매수를 사전에 방지하고 주주의 단기적 이익에 대한 고려를 최소화하기 위하여 MBO에 따른 신기업을 비공개화 하게 된다. 이렇게 함으로써 경영자는 장기적인 경영전략하에 자신의 소신대로 기업을 경영하는 것이 가능하게 된다.

셋째, 매수대상기업의 종업원들을 들 수 있다. 종업원들에 의한 기업매수(employee stock ownership plan)는 주로 기업이 부실해지거나 대주주가 자주 바뀜으로서 경영에 안정성이 없어질 때 종업원이 단결하여 주식을 매수, 경영권을 양도받음으로써 일어난다. 종업원에 의한 기업매수는 회사가 부실해졌을 때 구체적으로 채택되기도 하며 다른 기업 혹은 투자자들이 매수공격을 시도할 때 방어책으로 사용되기도 한다.

1987년도 미국은 1500개 기업의 업종에 15만 명이 자기가 소속한 기업 주식의 51%이상을 보유하고 있을 정도로 종업원에 의한 기업매수가 광범위하게 보급되어 있었다.

종업원에 의한 기업매수는 광고효과가 있으며, 종업원의 애사심을 고취하여 서비스의 향상을 이루는 등 경영에 활력을 주는 제도로 환영받고 있다.

미국은 세계면에서도 종업원에 의한 기업매수자금의 차입자인 종업원

과 대출기관 모두에게 세금감면 혜택을 주고 있다.¹⁰⁾

3) TOB(take over bid, 주식공개매수)

1980년대 “M&A붐”의 중요한 특징 중의 하나는 적대적 M&A가 눈에 띄게 증가하였다는 사실이다. 이러한 적대적 M&A와 관련하여, 관심을 모으고 있는 기업매수기법이 TOB(take over bid)이다.¹¹⁾ TOB란 타기업의 경영권을 획득하고자 하는 기업 또는 개인이 매수대상기업의 불특정다수의 주주를 상대로 소유주식을 증권거래소가 아닌 장외시장에서 매입하는 것을 말한다. 이때 매수자는 신문광고 등을 통하여 주식의 매입가격, 수량, 기간 등을 공시하기 때문에 주식공개매수라 한다.

TOB에 대해서는 미국, 일본 등 TOB를 허용하고 있는 대부분의 국가에서 그 절차 등에 관해 증권거래법에 명시하고 있다. 그러나 TOB가 모두 적대적 M&A의 수단으로 이용되는 것은 아니며, 실제로 미국에서는 TOB가 우호적 M&A의 수단으로 이용되는 경우가 훨씬 많다. 이는 M&A에 TOB를 이용하는 경우 매수절차가 매우 간단하고 신속하기 때

10)Business Week., “Congress Is Forming Battle Lines Over Esops,” Business Week, 1988. p.45.

미국의 세법상 ESOP에 대한 세금혜택은 다음과 같다.

- ①회사 : 사주조합측이 일으킨 대출원금을 상환하기 위하여 회사가 지원하는 금액은 종업원 년급여 25%까지는 세금을 감면한다. 이자지급을 위하여 회사가 지원하는 금액 및 대출금 상환에 쓰이는 배당금 전액도 세금을 감면한다.
- ②구주주 : 회사의 주식 30%이상을 ESOP에 팔고 그 대금으로 12개월 이내에 타회사의 주식을 매입하면 자본이득세(capital gain tax)를 감면한다.
- ③대출기관 : ESOP에 대한 대출금에서 발생하는 이자소득의 50%를 세금 감면한다. (결과적으로 ESOP에 대한 금리인하가 가능하다)
- ④종업원 : ESOP에 의한 주식을 보유하고 있는 동안 받는 배당은 전액 세금을 연기할 수 있다.

11)“Take Over Bid”란 용어는 영국이나 일본에서의 표현식이고 미국에서는 “Tender Offer”라는 용어를 주로 사용한다.

문인 것으로 생각된다.

최근 우리 나라에서도 한솔제지가 동해종금에 대한 공개매수를 신청하여 매수에 성공함으로써 공개매수를 통한 적대적 M&A가 국내 최초 성공사례로 기록되면서 향후 M&A의 활성화에 기폭제가 될 것으로 예상된다.

4) 의결권대리경쟁(proxy contest)

의결권대리경쟁¹²⁾은 주주총회에서 이사선출을 하는데 있어서 위임장을 얻기 위한 경쟁을 의미하는데 이는 기업의 경영자를 감시하는 경영자 시장의 한 형태라 할 수 있다.¹³⁾의결권대리경쟁에는 이사회이석의 다수를 차지하기 위한 지배권경쟁(control contest)과 이사회이석 중 한 석이라도 차지하여 소수 대표를 뽑으려는 경영참여경쟁(participation contest)등 두 종류가 있다. 이것은 1950년대부터 1960년대까지 미국에서 매우 성행했다.

우리 나라에서는 증권거래법 제199조(의결권대리행사의 권유)에서 이에 대한 규제를 가하고 있으며, 그 구체적인 사항은 증권관리위원회가 제정한 의결권대리행사의 권유에 관한 제규정들은 의결권대리행사제도의 본래 기능을 제한하려는데 있는 것이 아니라, 의결사항에 관한 정확한 정보공시와 주주의사의 공정한 반영을 보장함으로써 유통시장의 공시 규제측면에서 일반투자자보호를 위한 규제인 것이다.

5) 영업의 양도 (corporate divestiture)

영업의 양도¹⁴⁾는 최근 미국에서 M&A 활동의 주요한 특징 중의 하나

12)이를 위임장쟁탈경쟁 또는 주식대리권획득경쟁이라고도 한다.

13)P. Dodd., and J. B. Warner., "On Corporate Governance: A Study of Proxy Contest", Journal of Financial Economics 1983. pp.401-438.

14)이를 사업분할 또는 영업양도라고도 하나 영업양도란 용어는 "영업의 양도"라는 표현을 사용하도록 하겠다.

로서 부각되고 있다. 1960년대 후반부터 70년대에 걸친 복합기업들의 활동에서 나타났던 것처럼 종래의 M&A 활동은 성장성이 기대되는 사업분야라면 무조건 진입하는 경향이 있었으나 이에 따른 관리, 재무상의 부담이 심각한 문제점으로 등장함에 따라 영업의 양도 필요성이 증대하게 되었다.

그러나 오늘날의 영업양도는 단지 업적이 부진한 사업분야를 제거한다는 목적뿐만 아니라 수익성의 여지는 남아있더라도 사업운영상에 부담이 된다면 타사에 매각 처분함으로써 본래의 중요사업에 주력한다는 점이 강조되고 있다. 양도되는 영업의 매수자는 해당영업을 매수함으로써 자신의 기존사업을 보강할 수 있는 이점이 있으며, 영업을 양도하는 측은 각종 부담을 덜고 중요사업에 전력할 수 있으므로 거시경제적 측면에서도 재조정(restructuring)¹⁵⁾에 일조한다고 볼 수 있다.¹⁶⁾이러한 영업의 양도에는 일부매각, 기업분할, 청산 등이 있다.

(2) 적대적 M&A에 대한 방어수단

M&A에 대한 매수대상기업의 방어수단은 거래기법의 발달과 동시에 지속적으로 개발되어 왔다. M&A에 대한 방어수단은 어느 하나의 수단만으로 효과를 볼 수가 없는 경우도 있으므로 매수대상기업은 변호사나 투자은행의 자문을 얻어 거래의 성격, 매수방법 등을 고려하여 적당한 방어수단을 이용하게 된다. 이하는 미국에서 실제로 사용되거나 논의되고 있는 M&A 방어수단을 살펴보고자 한다.

1) 여론형성(publicity & propaganda)

M&A의 대상이 된 기업이 현 경영진이 이룩한 경영실적을 열거하면

15) 이를 구조개편이라고도 한다.

16) 삼성종합연구소, “국제화전략으로서의 M&A 활용방안”, 삼성종합연구소, 1988. pp.83-84.

서 주주들을 설득(Performance defence)하고 공격기업에 대한 불리한 여론형성 및 선전을 행하는 것이다. 이 방법의 본질적인 문제는 주주에게 막대한 이익이 제공될 경우 기존 경영진의 주장은 한낱 허무한 주장에 그칠 수밖에 없다는 점이다.

그러나 적대적 기업매수에 대한 국민감정이 우호적이지 못한 우리 나라에서는 신문광고 등 언론매체를 이용하여 적대적 기업매수의 비윤리성, 국민경제의 해악 등을 홍보함으로써 주주 및 일반 국민들을 상대로 공격기업에 불리한 여론을 형성하는 것이 효과적일 경우가 있다. 삼성생명의 기아자동차 주식매수파문이 그 대표적인 사례라 하겠다.

2) 소송 등의 제기

기업매수의 결과가 독점금지법에 위배된다거나 공개매수 등 적대적 M&A는 수단의 실행절차가 증권관련규정에 위배된다던가 하는 점을 찾아내어 소송을 제기하거나 가처분 신청을 할 수 있다. 이런 소송제기를 통해 시간을 벌고 다른 방어전략을 수립하는데 도움을 얻을 수 있다.

3) 기 타

(1) Poison Pill(극약법)

매수가 실현되는 경우에 대비하여 매수대상기업이 사전에 매수기업측에 불리한 조치를 취해 놓음으로써 매수기업측의 매수부담을 크게 제고시켜 매수를 단념케 하려는 방법이다. 예를 들어 기존 주주의 소유주식에 특정한 권리를 부여하는 경우 매수기업은 M&A의 결과 기존 주주에 대해 그 특정권리에 관한 부담을 매수비용의 일부로 승계하여야 한다. 이러한 방법은 매수기업측의 주주로부터 매수자체에 대한 반대를 야기함으로써 매수기업측의 매수의도를 포기케하는 효과를 기대할 수 있다.

(2) White knight(백기사)¹⁷⁾

기업의 경영진이 가능한 모든 방법을 다 동원하여 강제적 기업매수 공격을 퇴치하려고 하였으나 결국 실패하고 기업을 넘겨주게 되었을 때 최종적으로 취할 수 있는 수단으로 기업은 넘겨주되 기업의 경영자가 선택하는 제3의 투자자에게 넘겨줌으로써 원래의 매수자로 하여금 실패를 맛보게 하는 전술이다. 이는 엄밀한 의미에서 방어전략이라고 말하기는 어렵지만 단지 기업은 탈취 당했지만 내 기업을 가져갈 사람은 내가 정한다는 생각이라도 가지게 해 주는 효과가 있다.

White knight는 당초 매수기업보다 조금이라도 높은 가격을 제시하는 경우에만 성공하는 것은 물론이다. 회사를 넘긴다는 최종 결정이 나면 경영층이 백기사를 적극적으로 찾아 나서는 경우도 많지만 최고경영자(chief executive officer)와 친분관계가 있는 다른 회사의 경영층수에게 부탁하는 예가 흔하다.

(3) 팩맨(pac-man)

두 편이 서로 잡아먹기 하는 전자 비디오게임의 이름으로 알려져 있지만 전문적 용어로는 역매수제의(counter tender offer)라고 한다. 매수공격측이 목표기업의 주식에 대하여 공개매수 제의를 취소하도록 유도하는 전술이다. 1982년 미국의 방위산업체인 Bendix Martin Marietta사에 대한 매수공격시 처음 시도되었는데 양측은 모두 많은 법률적 문제만을 남겨 놓은 채 제3의 백기사에게 넘어가는 결과를 낳았다. 그 이후 팩맨 작전이 시도된 사례는 미국에서도 불과 몇 건에 불과하다.

(4) Golden parachute(금 낙하산)

이 명칭은 비꼬는 의미가 있는 별명으로 더 잘 알려져 있지만 전문적

17)A가 매수대상기업으로써 B의 적대적 M&A에 대항하고자 하나, 적당한 대항수단이 없을 경우 자신에게 보다 적절한 매수자라고 생각되는 C에게 자신의 매수를 의뢰하는 경우가 있다. 이때 C를 White knight(백기사)라 한다.

용어로는 「기업 경영진에 대한 과도한 퇴직위로금 지급 협약(excessive severance agreement)」이라 한다. 강제적 기업매수로 인하여 경영진이 사직 또는 강등당할 때 일반적으로 지급되는 퇴직금 이외에 현금·주식 매수선택권(stock option)등 상당액의 추가적 보상을 해 줄 것을 규정화 시켜 놓음으로써 매수측이 성공하여 실제로 경영권을 장악하게 되더라도 퇴직하는 임원들에 대한 엄청난 퇴직금 지급부담을 안게 되어 기업의 실질가치가 저하되는 결과를 가져온다.

(5) Scorched Earth(초토법)

초토법은 매수를 희망하는 기업이 가장 절실히 원한다고 판단되는 자산이나 사업부문을 매수대상기업 스스로 제3자에게 매각함으로써 매수대상으로서의 유인을 제거하는 방법이다.

이밖에도 적대적 매수에 대한 방어전략으로서 예상되는 매수행위에 대하여 사전에 정관변경을 행함으로써 매수에 의한 지배권의 획득을 곤란하게 하는 Shark Repellent(상어격퇴법), 이사선임, M&A 및 기타 주요 안전에 대해서는 주주총회 결의시 일반 안전보다 많은 찬성이 필요하도록 정관에 규정하는 supermajority provision 등 다양한 방법이 있다.

<표 2-2>

M&A의 방어기법 요약

♣ 매수교섭전 방어 기법 : pre-off takeover defences		
형 태	내 용	효 과
이사진 임기분산 (staggered board)	정관상 매년 일정비율(1/4~1/2)로 이사진이 순차적으로 개선되도록 함으로써 매수후 경영진이 일시에 변경되는 것을 방지	매수기업의 즉각적 인 경영권 획득을 곤란케 함
초대다수 의결 (super majority)	정관상 이사의 선임, 기업매수 등 중요사항에 대한 주주총회 의결시 보통안건 보다 초대다수(90%)의 찬성이 필요하도록 규정	매수기업의 경영권 획득 비용부담 증대
공정가격 (fair price)	정관상 2단계매수(two-tier bid)의 경우 제1단계에 적용된 가격과 동일한 가격으로 제2단계 주식을 매입토록 의무화	매수비용 부담의 증 가를 통하여 2단계 기업매수를 방지
극약법 (poison pill)	기존주주에게 특정한 권리(예:저가 로 신주를 인수할 수 있는 권리)를 부여, 다만 동 권리는 기업매수기도 등 특정한 사안이 발생하는 경우에 만 발동되도록 제한됨	기업매수에 따른 비 용부담을 크게 증대 시킴
투표권 차등화 (dual class recapitalization)	주식을 서로 다른 투표권을 가지는 계층으로 구분(예:주식보유기간에 따른 투표권 차등화 등)	기존 경영진의 투표 권확대
매수자 사전 확정 (lock-up option)	적대적 기업매수의 곤경에 빠질 경 우 우호적인 제3의 기업(white knight)이 매수할 수 있도록 그 기업에 저가 매각 등의 특혜를 부여하는 것으로써 사전에 협약을 체결함	매수기도 사전 예방

자료 : 한국증권거래소 조사부

<표 2-3>

M&A의 방어기법 요약

♣ 매수교섭후 방어기법 : post-offer takeover defences		
형 태	내 용	효 과
주식 재매입 (targeted repurchase)	특정 대주주로부터 프리미엄부로 주식을 재매입	잠재적 매수가능성 제거
소유권 정지협약 (standstill agreement)	주주로 하여금 일정기간동안 기업 의 소유권 이전을 정지하도록 협약 체결, 다만 주주는 이사회 참여 등 을 통하여 기업관리 가능	잠재적 매수가능성 제거
소 송 (litigation)	반트러스트법 및 증권관리법 위반 혐의로 매수기업 제소	매수 소요기간 및 매수비용 증대
자산재구성 (asset restructuring)	매수자가 원하지 않는 자산이나 반 트러스트 문제를 야기할 수 있는 자산의 매입 또는 매수자가 원하 는 특정 자산의 제3자에 대한 매각 처분	매수대상기업의 매수가치 감소
부채재구성 (liability restructuring)	우호적인 제3자에 대한 의결권부주 식 발행, 차입자금 등에 의한 주식 재매입 등	기업경영권 취득 수 준의 주식매수 곤란

자료 : 「한국증권거래소」 조사부

3. 합병 및 매수 대상 기업의 특징

매수대상기업의 선정은 M&A의 동기와 연관되어 결정되는데, 일반적
으로 피매수대상으로 적합한 기업은 경영전략상 매력에 있고, 주가가 저
평가되어 있으며 주식취득이 용이한 회사들이다.

(1) 경영전략상 매력이 있는 회사

1) 채산성이 있는 회사

경영다각화, 신시장개척을 목적으로 진출하고자 하는 사업부문을 가진

회사는 투자리스크상 진입에 이점이 있고 경영노하우를 취득할 수 있다.

2) 경쟁관계에 있는 회사

기업간의 격심한 경쟁에 의한 비능률을 제거하고 시장점유율의 제고, 연구개발비, 판매비 등의 중복투자 회피 및 사업의 규모확대를 통한 금융적 이점을 누릴 수 있는데, 수평적 매수의 경우 흔히 발생한다.

3) 자산상황이 좋은 회사

현금 또는 현금화되기 쉬운 유동자산을 많이 보유하고 있는 회사나 차입금이 자산에 비해 작은 회사를 매수하면 자금원이 풍부해져 매수자가 이 자산을 경영전략에 이용하는 한편 본래의 목적인 회사를 매수하는데 매수자금으로도 이용할 수 있다.

(2) 주가에 매력이 있는 회사

1) 주가수익률이 낮은 회사

PER가 낮은 기업은 저평가되어 있을 가능성이 높아, 특히 회사의 자산가치에 주목하는 매수자의 표적이 된다.

2) 숨겨진 자산이 있는 회사

저평가된 자산이 많은 회사는 매수 후 자산을 처분하여 회사의 이익을 실현할 수 있어서 주가상승을 노린 매수자의 이익실현이 용이하다.

3) 경영실적이 나쁜 회사

특히 일시적 원인으로 경영실적이 갑자기 나빠진 회사, 그리고 무배당, 감사발표 등으로 주가가 하락한 회사 등이 대상이 된다.

(3) 주식취득이 용이한 회사

1) 시가총액이 작은 회사

시가총액이 큰 회사는 매수자금조달이 힘들 뿐 아니라 실패할 경우 손

실이 큰 반면, 시가총액이 작은 회사는 매수자금의 조달이 용이하다.

2) 유동주식이 많은 회사

유동주식의 많고 안정주주 기반이 철저하지 못한 회사로서 특히 경영층의 주주비율이 낮은 회사, 대주주의 이탈이 예상되는 회사, 증권회사와 신탁회사의 주주비율이 높은 회사 등은 외부의 매수공작에 조직적으로 대응할 능력이 부족하여 매수가 용이하다.

3) 계열화되어 있지 않은 회사

계열화가 되어 있지 않은 단독 기업에 대한 매수가 보다 성공할 가능성이 높는데 이러한 기업은 특히 공개매수, 주식매집을 통한 비우호적 매수의 경우에 주요대상이 되며 우호적 매수의 경우에는 구조조정 과정에 있는 계열화된 기업의 매수가 오히려 용이할 수 있다.

4) 내분이 있는 회사

회사내에 경영권의 다툼, 노사간의 대립이 있는 회사 등은 매수시도가 있을 때 대항력이 약하다.

<표 2-4> 합병대상기업의 특징 요약

구 분	내 용
경영전략상 매력	<ul style="list-style-type: none"> · 사업전망이 밝은 사업 · 자산보유상황이 좋은 회사 · 경쟁관계에 있는 기업 · Cash flow가 좋은 회사
주가의 저평가	<ul style="list-style-type: none"> · PER가 낮은 기업 · 숨겨진(저평가)자산이 있는 기업 · 경영실적이 갑자기 나빠진 기업
주식취득의 용이	<ul style="list-style-type: none"> <li style="width: 50%;">· 시가총액이 작은 회사 <li style="width: 50%;">· 유동주식이 많은 회사 <li style="width: 50%;">· 계열화되지 않은 회사 <li style="width: 50%;">· 내분이 있는 회사

자료 : 대우경제연구소, 금융기관업무로서의 M&A, 88.9

제 3 절 합병 및 매수의 동기와 효과

Halpern(1983)은¹⁸⁾ 합병동기를 기업가치극대화 요인과 비가치극대화 요인으로 대별하고 있다. 기업합병을 동기측면에서 살펴보면, 그 주된 관심사항은 기업의 진정한 합병추구동기가 성장인가 기업가치인가에 관한 의문으로 집약될 수 있다. 또한 합병주체의 인식대상이 경영자와 주주의 관심 가운데 의문으로 집약될 수 있으며, 이는 합병주체의 인식대상이 경영자와 주주의 관심 가운데 어느 측면에서 비롯되며 기업이 처한 당시의 전략적 상황이 어떠했는가에 따라 상이하게 나타날 것이다. 결국 기업합병의 동기는 기업가치와 성장이라는 이원적 목표의 추구에 있다고 할 수 있다.

합병의 기업가치극대화 동기이론은 합병의 동기요인을 시너지효과와 관점에서 이윤추구동기에 근거한 합병의 이론적 근거를 설명한다. 즉, 이 이론에는 경제자원의 최적모색, 배분효율성의 추구, 시장지배력의 강화, 이윤추구, 기업가치평가 이익추구동기 등이 포함된다. 그러나 합병의 유인동기가 기업가치극대화 동기이론에서 주장하는 바와 같이 효율성 요인에 의해서만 추구되는 것인가에 대한 대안적 동기를 모색하기 위하여 비가치극대화 동기이론인 성장극대화 동기이론을 비교하여 살펴보고 기타의 동기이론을 검토하기로 한다.

1. 가치극대화 가설

가치극대화(value maximazing)의 동기는 합병이 기업의 투자행위의 일부분으로 수행됨으로 그 결과 기업의 가치가 증가되어야 하고 합병기

18)P. Halpern, "Corporate Acquisition : A Review of Event Studies to Acquisition", Journal of Finance, 1983. pp.298-299.

업에 초과수익률이 나타나야 한다는 것이다. 따라서 합병으로 인한 정(+)의 기대이익 존재가 필수요건이 되며 취득 기업의 경쟁상태에 따라서 피취득기업의 경제적 이익의 일부가 주주에게 할당되며, 경쟁상태와 관계없이 취득기업의 주주들도 최소한 정상수익률을 얻을 수 있어야 한다.

Lewellen(1971)¹⁹⁾은 합병시너지 효과를 영업시너지 효과와 재무시너지 효과로 구분하여 영업시너지 효과(operation synergy)는 합병을 통해 인력, 생산설비에서 규모의 경제(economies of scale)를 성취함으로써 기업가치의 증가를 얻는 것이며, 재무시너지 효과(financial synergy)는 좋은 투자기회를 갖고 있으나 자금조달능력이 부족한 기업의 자금위험능력에 비해 수익성 있는 사업에 투자기회가 적은 회사가 흡수합병 함으로써 기업의 가치를 높이거나 합병을 통한 원가절감, 자본비용의 감소 또는 부채부담능력의 증가를 통한 기업가치의 증가를 가져오는 것으로 정리하고 있다. 일반적으로 가치극대화 가설에 있어서 영업적 효과는 관련 합병의 근거가 되고 재무적 효과는 비관련합병의 근거가 된다.

(1) 영업적 동기

영업적 동기에서 이루어지는 기업합병은 두 기업을 결합함으로써 여러 가지 중복되는 시설이나 인력의 절감 등을 기대할 수 있고, 규모의 경제를 실현하거나 제품시장 등의 다각화와 위험분산 등 범위의 경제효과를 기대할 수 있다.

(2) 재무적 동기

재무적 동기에 의한 합병은 투자수요를 초과하는 자금의 여력을 가진 기업과 투자수요에 비해 자금의 부족을 느끼고 있는 기업간의 합병에 따른 자금조달비용의 절감 및 자금조달의 용이성, 그리고 기업의 부채조달

19)W. O. Lewellen, "A pure Financial Rationale for the Conglomerate Merger", Journal of Finance, 1971. pp.521-537.

능력 또는 차입능력의 증가 등 자금조달상의 여러 가지 측면에서 이점을 제공해 준다.

- ① 위험분산효과
- ② 공동보험효과(파산위험의 회피)
- ③ 시장유동성의 증대
- ④ 세제상의 효과

2. 비가치극대화 가설

비가치극대화(non-value maximizing)이론은 성장극대화이론이라고 한다. 이는 현대기업의 특징인 소유와 경영의 분리가 이루어짐에 따라 합병이 경영자 자신의 이익을 위하여 이루어지거나, 주주들의 이익과는 관련없이 주당가치의 극대화가 아닌 매출액의 극대화, 성장률의 극대화, 기업규모의 극대화, 또는 대기업을 경영하기 위한 목적으로 이루어지게 되어 관련된 기업에 분할 될 이득이 존재하지 않으므로 기업합병으로 인한 초과수익률을 경험할 수 없다는 것이다.²⁰⁾일반적으로 합병기업이 다각적 합병을 추진하고 매우 적극적인 기업취득전략을 가진 경우에는 그 기업은 성장극대화 동기를 갖는다고 볼 수 있다.

Muller는 1969년 경영주의자라는 포괄적인 견해를 제시하며 경영자 자신들에 대한 보상이 기업규모의 함수(function of the size of the firm)라고 생각하기 때문에 일반적으로 낮은 투자거부률(investment hurdle rate)을 사용하여 기업규모 확대에 대한 유인을 갖게 된다는 것이다. 기업이론에 관한 최근의 연구는 자산의 운용을 위한 투자와 재무적 의사결정이 경영자 자신의 개인적 관심에 의하여 영향을 받는다는 내용의 이론을

20)A. R. Barner., P. Harlpen and L. W. Senbet., "Agency Problem and Financial Contracting", Prentice-Hall, 1985.

다루고 있다.

즉, Baumol(1967)은 경영자들이 단기적인 경영목표로 매출액극대화에 있다고 하였으며, Williamsin(1963)은 더 나아가 이러한 보물의 매출액극대화 목표를 기대효용 극대화로 대체하고 있다.

그리고 Marris(1963)²¹⁾는 자본시장의 현실적 제약 하에서 경영자들이 추구하는 경영목표가 성장극대화로 결정되는 이론적 배경을 모형화 하고 있다.

이와 같이 경영자들이 추구하는 경영목표는 기업의 성장과 생존에 관한 본질이 유기체적 특성으로 설명할 수 있듯이 인간의 개인적 욕망으로부터 비롯되기 때문에 기업의 성장동기를 이해하고 분석하는데 있어서도 인간적 요소에 대한 충분한 인식이 필요한 것이다. Kumar(1984)²²⁾는 기업의 성장동기를 경영자가 특정 시장에서 상대적 지위를 유지하려는 욕망, 보다 큰 규모와 관련되는 안전(security)과 안정(stability)을 유지하려는 욕망, 기업의 위치와 경영자의 사회적 특권과 같은 요인으로 설명하고 있다.

이러한 이론들의 배경에는 경영자들이 그들의 목표로서 개인적 관심을 추구한다는 사실과 그들의 보상은 기업의 이익보다 성장에 따라 좌우된다고 할 수 있다. 즉, 경영자가 추구하는 개인적 동기인 직업의 안정, 직위의 안전, 명예, 권력, 승진, 봉급, 보너스, 성취욕, 자아실현 등이 기업합병의 경영자적 동기로 작용한다는 것이다. 기업합병의 동기를 설명하는 이론은 경영자주의 이론, 효율성 이론, 정보 이론, 대리인 이론, 정보

21)Robin R. Marris, "A Model of the Managerial Enterprise" Quarterly Journal of Economics, 1963. pp.185-209.

22)Mammehan S. Kumar, "Growth, Acquisition and Investment : An Analysis of Growth of Industrial Firms and Their Oversea Activities", Cambridge Univ. Press, 1984. pp.6.

지배력 이론, 세금효과 이론 등을 들 수 있다. 이 중 경영자주의 이론은 비가치극대화 이론(성장극대화동기 이론)과 관련된 이론이고 나머지 이론들은 가치극대화 이론과 관련된 것이다.

3. 경영자주의 이론(managerialism theory)

기업가치극대화 동기이론이 이윤 또는 주주의 효용극대화를 목적으로 하는 반면에 경영자주의이론은 소유와 경영의 분리에 주목하여 이윤 또는 주주의 효용 이외 경영자의 목적추구 입장에서 합병을 설명한다. 경영자의 목적으로는 합병에 의한 기업성장의 추구가 있으며, 이것이 가장 자연스러운 목적이 된다.

경영자주의 이론에서는 합병행동을 경영자에 의한 내부 성장과 외부 성장의 합리적 선택의 문제로서 받아들였다. 전통적인 신고전파의 이윤극대화가설은 합병을 시장지배 및 경영지배의 수단 또는 규모의 경제성 추구의 수단으로 받아들이고 있다. 그러나 경영자주의 이론에서는 시장지배의 문제를 포함하여 신투자보다도 주식취득의 방법이 합병에 소요되는 비용이 낮은 경우에 외부 성장의 이론적 근거를 제공한다.

Marris(1963)는 경영자주의 이론에 기초하여 기업성장극대화 활동모형을 제시하고 있다.²⁴⁾ 그의 모형에서 사용된 기업합병의 판단기준은 기업가치의 평가율이었다. 여기서 평가율이란 기업 순자산의 장부가격에 대한 주식시장에서의 시장가격의 비율이다. 잠재적인 합병경쟁의 존재는 최고의 평가율을 결정한다. 즉, 이들 잠재적 경쟁자가 현재의 평가율보다 미래의 보다 높은 평가율을 예상하면 기업합병이 발생한다. 따라서 비효율적 경영이 이루어지고 있는 기업의 주식은 하락하여 결국 합병에 이르

24)R. Marris, "A Model of the Managerial Enterprise", Quarterly Journal of Economics, 1963. pp.185-205.

게 되고 기업가치의 평가율이 완전히 움직인다면 비효율적 기업은 존재할 수 없게 되어 주식시장은 자본의 최적배분과 경영자원의 최적이용을 실현하게 된다는 것이다.

4. 효율성 이론(efficiency theory)

효율성 이론이란 합병을 통해서 기업의 효율성을 증대시킬 수 있다는 이론으로 기업결합의 효과를 가장 낙관적으로 보는 견해이다.

(1) 대리인이론(agency theory)

대리인이론은 경영자가 주주를 위하기보다는 자신의 이익을 위한 경영을 할 경우 경영에 참가하지 않은 주주들이 이를 효과적으로 감시통제하는 방법의 일환으로 합병의 위협이 사용되어 기업가치의 증가를 가져온다는 것이다. 그 외에 합병을 통한 규모의 확장이 시장지배력을 강화하여 이익이 증가된다는 것으로 수평적 합병의 경우 앞에서 설명한 시너지 효과가 시장점유율의 확대를 통한 규모의 경제를 통해 발생한다는 것과는 별 차이가 없는 이론이다.

Chandler(1980)는 기업발전론적 관점에서 기업이 성장 초기단계에는 개인 기업가 또는 그 친족들에 의한 소유구조를 보이지만 기업의 규모가 확대됨에 따라 지속적인 성장을 위한 기업자금을 조달하기 위해서는 불특정 다수를 대상으로 한 주식발행이 불가피하게 되어 궁극적으로 기업은 불특정 다수의 주주들에 의해 소유되고, 그 관리운영은 전문경영자에 의해 이루어지는 개방형 소유구조를 갖게 된다고 하였다. 이와 같이 기업의 규모가 확대되어 다수의 이해관계자들이 생기고, 그들의 이해관계가 일치되지 않을 때 자신의 이익을 위한 대리관계를 맺게 되는 것이다.

Jensen과 Meckling(1976)²⁵⁾은 기업의 소유구조와 대리인비용을 연구하면서 대리관계란 자신의 의사결정권한을 대리인에게 위임하는 계약을 맺음으로써 발생하지만 계약당사자들이 모두 그들의 효용극대화를 추구한 대리인은 언제나 권한위임자의 이익만을 위하여 행동하지는 않을 것이다. 이와 같이 대리인이 권한위임자로서 주주와 채권자의 이익보다 자신의 이익만을 위해서 활동하게 됨으로써 경영에 참가하지 않는 위임자들은 대리인에 대한 감시와 통제를 요구하게 되는데 그 위협수단으로서 기업합병이 사용된다는 것이다.

Fama(1980)²⁶⁾는 경영자가 기업지분의 일부분을 소유하고 있을 때 다수의 주주들이 비용을 부담하기 때문에 경영자는 의욕적으로 활동하지 않고 더 많은 비금전적 소비를 하게 되는데, 이러한 자신의 이익을 위한 경영을 하는 문제가 발생할 경우 경영자에 대한 많은 보상계획과 경영자 시장의 존재는 대리문제를 완화시킬 수 있다고 하였다.

Manne(1965)²⁷⁾은 기업을 경영하는 경영자가 주주지분의 시장가치를 극대화시키는 의사결정을 하지 않는 기업지배시장 하에서 경영의 비효율성 또는 대리문제로 인하여 기업의 성과가 부진할 경우에 기업합병은 매수의 수단으로써 대리문제를 해결하는 한 방법이라고 하였다.

(2) 시장지배동기

합병을 통해 기업규모가 대형화되거나 기업자원사용의 집중력이 커지면 시장에서의 지배력이 증가된다. 규모의 경제성은 관련기업간의 결합

25)M. C. Jensen and W. H. Meckling, "Theory of the Firm : Managerial Behavior Agency Costs and Ownership Structure", Journal of Financial Economics, Vol.3, pp.305-360.

26)E. Fama, "Agency Problems and the Theory of the Firm", Journal of Political Economy, pp.288-307 .

27)H. Manne, "Merger and Market for Corporate Control", Journal of Political Economy, pp.110-120.

인 수평적 합병에서 단위 생산비의 절감을 통하여 크게 나타날 수 있고, 또 전·후방통합인 수직적 합병에서도 유통비용, 구매비용의 절감으로 그 효과가 있다고 하나, 상호관련성이 없는 다각적 합병의 경우에는 규모의 경제가 거의 존재하지 않는다.

Harlpen에 의하면 합병기업은 합병을 통하여 직접적인 이익을 추구하기보다 판매나 규모면에서는 팽창을 통하여 시장지배력확보에 그 동기가 있다고 하였다. 이런 이점을 노린 기업합병은 경쟁원리를 해칠 우려가 있기 때문에 각국에서는 독·과점규제 법규를 두고 있다. 한국의 공정거래법은 경쟁 제한적인 기업결합을 금지하고 있어 이러한 시장지배동기는 기업합병에 대한 설득력이 낮다고 할 수 있다.

(3) 차별적 효율성이론

가장 일반적인 합병이론은 차별적 효율성과 관련이 있다. 이 이론은 기업의 경영능력에서 차이가 있을 수 있다는 주장으로 보다 효율적인 기업이 상대적으로 효율성이 적은 기업을 합병한 후에 효율성이 적은 기업의 효율성이 상승된다면 효율성은 합병에 의하여 증가된다고 한다. 이러한 사실은 사적 이득일 뿐만 아니라 사회적 이득이 된다고 하며 경제 전체에 있어서 효율성의 수준은 이런 합병에 의하여 상승될 것이다.

차별적 효율성이론은 어떤 기업이 현재의 관리수요를 초과하는 효율적 관리팀을 보유하고 있을 때 관리자원의 부족으로 인하여 비효율적으로 관리되고 있는 다른 기업을 취득함으로써 잉여관리자원(extra managerial resources)을 이용할 수 있기 때문에 관리적 시너지(managerial synergy)라고 불리어 질 수도 있으며, 특정한 산업분야의 경험을 바탕으로 경영을 효율적으로 수행할 수 있으므로 수평적 합병의 이론적인 기초가 된다.

(4) 비효율적 경영자 이론

비효율적 경영이론은 기업합병을 통해 경영의 효율성을 높임으로써 기업가치의 증가를 꾀한다는 것이다. 즉, 합병기업이 상대적으로 비효율적으로 운영되는 피합병기업을 흡수합병 함으로써 경영효율성의 제고를 통해 기업가치를 높이는 것이다. 특히 동종의 경영을 하는 기업이 합병하는 수평적 합병이 이 경우에 해당된다. 그렇다면 이것은 다각적 합병의 이유를 제공할 수 있다. 따라서 비효율적 경영이론은 관련이 없는 다각적 합병의 기초가 될 것이다.

(5) 위험분산효과

기업합병이 이윤과의 관계가 정(+)이 아니더라도 그것이 위험의 감소 또는 이윤의 안정성을 증가시키는 위험분산효과가 있다. 특히 기업결합을 통해 다각화가 이루어질 경우 현금흐름을 보다 원활히 하고 산업순환에도 적응력이 제고됨으로써 경영위험이 경감될 수 있다. 이러한 효과는 상호 현금흐름의 상관성이 적은 다각적 합병에 더 크게 나타날 것이다. 합병을 통해 안정성 효과가 나타나 기업규모가 커지고 위험분산효과에 의해 파산위험이 줄어들 경우, 또는 피합병기업의 부채비율이 낮은 경우 합병기업의 부채조달능력은 확대될 것이다.

그러나 Levy와 Sarnat(1970)²⁸⁾는 완전자본시장에서 투자자는 자신의 분산투자에 의해 이익안정성효과를 얻을 수 있기 때문에 기업합병에 의한 이익안정성효과는 주가상승이나 재무적 이득을 가져오지 못한다고 하였다. 그러나 합병회사의 파산가능성 및 불완전시장을 고려할 경우에 기업합병의 위험분산효과는 존재할 것이다.

(6) 공동보험효과

28)H. Levy and M. Sarnat., "Diversification, Portfolio Analysis and the Uneasy Case for Conglomerate Mergers", Journal of Finance, pp.795-802.

Lewellen와 Lee(1971)²⁹⁾은 합병후의 파산가능성이 합병전 합병당사기업들의 개별적 파산가능성의 합보다 낮아진다는 것을 증명하였다. 이 공동보험효과는 합병이 합병참여기업의 실질적인 통합이므로 그 결과로 생성된 규모의 대형화에 따른 대외공신력 증가가 부채차입능력의 증가를 수반하게 되어 결국 기업의 수익과 위험구조를 바꾸어 놓고 기업가치에 영향을 미치게 된다. 이러한 파산회피효과는 합병기업간에 이익흐름의 상관관계가 낮은 다각적 합병에서 더욱 크게 나타날 것이다.

더욱이 자본시장이 불완전할수록 시장유동성이 증대되는 효과는 클 것이며 주주의 분포가 매우 이질적이던지, 피합병기업이 비상장회사로써 규모가 클 경우 이러한 효과는 확대될 것이다.

(7) 조세절감효과

기업합병은 세제구조상의 특성 즉, 배당, 소득세율, 상속세율등 각종 세율의 차이와 이월결손금의 승계 인정여부에 따라 영향을 받는다. 첫째, 저배당 혹은 무배당의 성장기업을 취득하고 난 후, 자본이득을 실현시키기 위하여 그 기업을 다시 매각함으로써 잉여자금을 배당으로 지급했을 때 부과되는 정상소득세를 자본이득세로 대체할 수 있다.

둘째, 미국에 있어서 운영업손실(net operating losses)과 세액공제액(tax credit)의 이월승계를 한다. 그러나 우리 나라 세법은 이를 인정하고 있지 않다. 셋째, 상속세와 관련한 가치의 불확실성 또는 재산세 지급에 보다 큰 유동성을 확보하기 위한 목적으로 기업을 매각할지도 모른다.

넷째, 미국에서 매수법으로 기업합병 회계처리를 할 때, 피합병기업의 자산 및 부채의 공정한 시장가치(fair market value)를 평가하도록 규정하고 있는데, 이때 피합병기업의 자산 감가상각 기준금액의 증가는 순이

29)Lewellen and Li Way Lee, "Co-insurance and Conglomerate Merger", Journal of Finance, pp.1527-1573.

익의 감소를 가져와 합병기업의 현금흐름을 증가시킨다. 그러나 M&A동기 중 조세절감은 다른 수단을 통해서도 가능하기 때문에 단순히 조세상의 효과 때문에 합병 및 매수를 하는 경우는 드물다고 할 수 있다.

(8) 시너지효과

이 이론은 합병이후의 기업가치가 합병전의 개별기업가치를 합한 것보다 더 클 경우의 시너지 효과에 근거를 둔 것이다. 이 효과는 규모의 경제와 운영의 효율성 증대로 인한 영업상의 시너지 효과와 자본비용상의 감소로 인한 재무상의 시너지 효과로 구분해 볼 수 있다. 규모의 경제적인 측면은 현재의 영업활동이 최적수준이하에서 운영되고 있는 것을 기업의 합병을 통해서 불필요한 시설들을 감축하여 비용을 줄이는 것을 말한다. 또한 연구개발부문과 마케팅부문을 통합한다면 각종 비용을 절감함으로써, 운영의 효율성 증대를 통해 영업상의 시너지 효과를 얻을 수 있다. 재무상의 시너지효과는 합병을 통해서 자본비용의 감소 또는 자금조달상의 이익을 얻을 수 있고 다각적 합병일 경우에 나타날 가능성이 크다.

제 3 장 국내 기업의 합병 및 매수 현황

제 1 절 국내 기업의 합병 및 매수 환경과 현황

1. 합병 및 매수의 환경

우리 나라에서 기업간 M&A 활동은 매우 미미한 수준이며 특히 적대적 M&A의 경우 그 사례가 전무한 실정인데, 그 이유는 다음과 같은 한국경제의 여러 가지 특성에서 기인한다고 할 수 있다.

첫째, 우리 나라에서는 많은 기업들이 재벌그룹에 속하여 이미 계열관계를 수립하여 특수기업 또는 기업주의 통제하에 유기적인 관련을 맺음으로써 기업합병 및 매수의 효과가 상당부분 실현되고 있다.

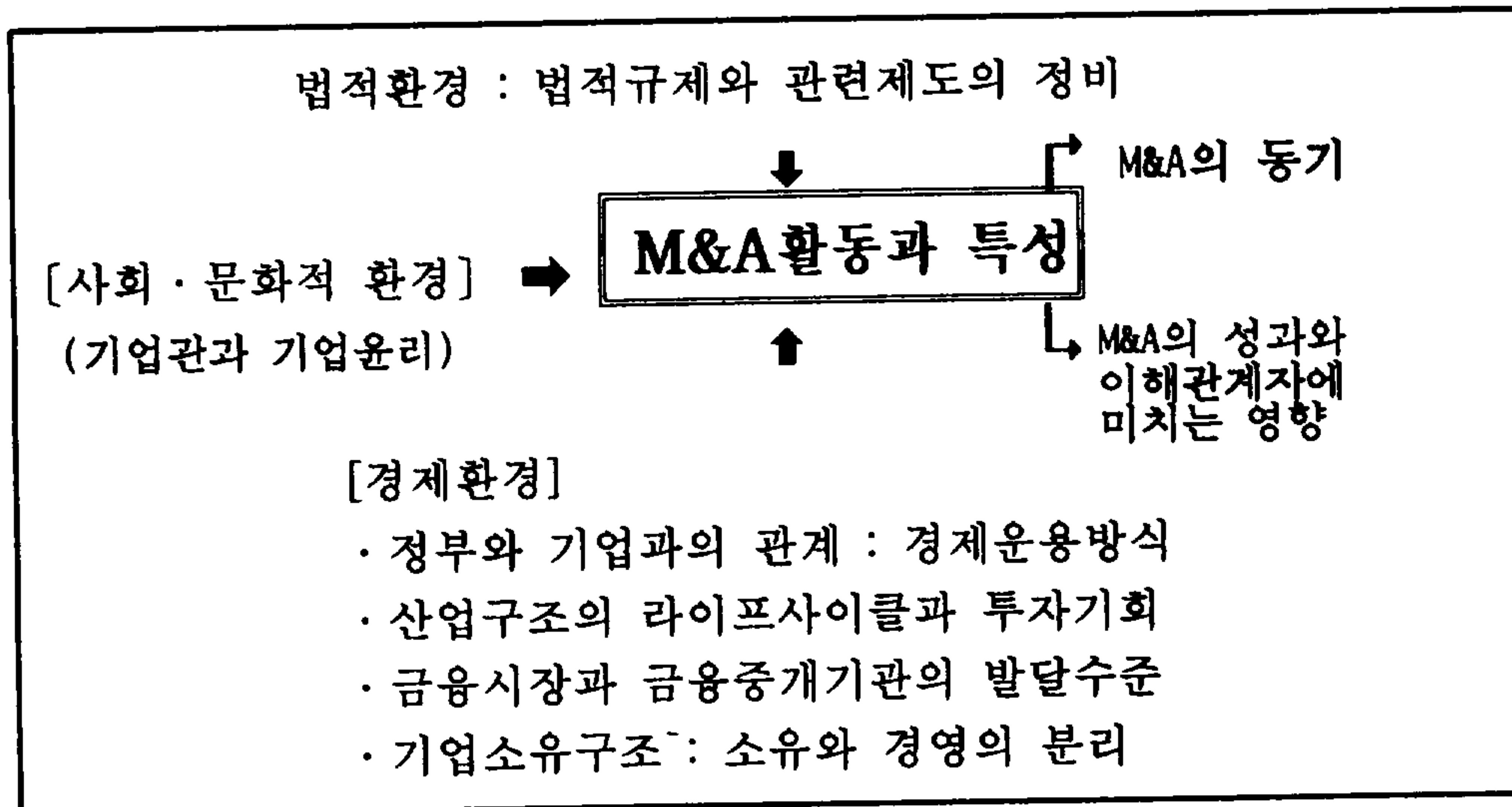
둘째, M&A는 일반적으로 경제가 성숙단계에 도달하여 시장규모가 정체된 시점에서 경쟁력 제고 또는 경영다각화를 추진할 때 활기를 띄게 된다. 그러나 우리 나라에서는 대부분의 산업에서 시장규모가 크게 증가하여 비교적 풍부한 투자기회를 발견할 수 있었기 때문에 기업의 합병 및 매수보다는 신설참여(greenfield operation)가 활발하였다.

셋째, 자유경쟁적 시장에서는 경쟁에 지는 기업은 소멸되고 이기는 기업은 생존·발전하는 형태로 경제의 효율성이 지속된다. 그러나 우리 나라에서는 기업이 부실화되어도 정부의 구제금융, 세제지원 등의 혜택을 통하여 존속하는 경우가 많아 사전예방적 조치로서 기업합병 및 매수를 통한 경영권의 이전을 자발적으로 택하지 않았다.

넷째, 우리 나라 기업은 대부분 주식분산이 안 된 사기업 형태를 취하거나 상장기업의 경우에도 경영권 보호를 위한 대주주의 지분율이 상당히 높은 주식 소유구조의 폐쇄성에 기인한다.

다섯째, 법적 측면에서 공정거래법, 증권거래법 등에서 M&A 활동을 제약하는 요인들이 있고, 금융제도적 측면에서도 금융기관의 M&A 중개 기능의 활성화를 제약하고 있다. 그 외에 사회적으로 M&A를 보는 부정적인 인식과 거부감, 즉 M&A는 기업탈취, 기업사냥 등으로 기업윤리를 저버리는 부도덕한 행위로 인식되는 경우가 많았다. 또한 국내에서 이루어진 M&A 사례들은 정부공권력이 주도하는 산업합리화나 그룹내부의 계열사간 통폐합 등이 많은 부분을 차지했다는 점도 M&A에 부정적인 인식을 부추겼다.

<그림 3-1> M&A활동수준과 특성에 영향을 미치는 요인들



이상과 같이 우리 나라의 M&A 거래가 저조한 이유는 경제적·사회적·법적 측면에서 M&A 활동을 제약하는데 기인하고 있으며, M&A 활동의 수준과 특성에 영향을 미치는 요인으로서는 <그림 3-1>에서 보는 바와 같이 법적환경, 사회문화적 환경, 경제환경으로 구분할 수 있다.

첫째, M&A 활동은 법적 규제의 강도에 따라 크게 달라진다. 외국에서 M&A의 역사를 살펴보면 대외경쟁력의 필요성이 높았을 때는 규제가 완화되는 경향이 있었고, M&A로 인한 경제력 집중 등 부정적 시각

이 압도할 때는 규제의 강도가 커졌음을 알 수 있다. 100년 이상의 M&A 역사를 가지고 있는 미국을 보면 4차례의 M&A붐 이후 경제력 집중을 이유로 Clayton법 등이 제정되면서 규제가 강화되었음을 알 수 있다. 우리 나라의 경우, 합병관련 법규는 상법과 증권거래법에서 주주와 채권자 보호를 위한 조항, 세법에서는 합병관련 과세규정을 두고 있으며, “독점규제 및 공정거래에 관한 법률”에서는 경쟁제한적인 기업합병을 금하고 있다.

둘째, M&A 활동수준과 특성에 영향을 미치는 다른 요인은 사회문화적 환경이다. 기업인의 기업관이나 기업윤리관이 어떤 특징을 지니느냐에 따라서 M&A 활동은 활발할 수도 있고 저조할 수도 있다. 미국과 같이 프로테스탄티즘이 자본주의 경제의 기업관을 배제시킨 나라에서는 자유경쟁, 개방, 실질중시가 기업형태의 근간을 이루고 있기 때문에 기업을 사고 파는 M&A에 대한 저항이 적다. 그러나 우리 나라와 일본에서처럼 유교문화의 영향을 많이 받은 경우는 기업형태가 자유경쟁이나 개방보다는 가부장적·폐쇄적 지배체제 하에서 실질보다 형식주의에 의해 크게 영향을 받게되는 면이 높는데, M&A의 문제에서도 폐쇄적이고 배타적인 기업문화 때문에 경쟁적 분위기에서 기업 M&A의 시장이 활성화되기 어렵다. 이같은 유교문화적 기업관은 정부의 경제운동방식이 대외개방을 추구하면서 자율화가 정착되면 상대적으로 약화되면서 M&A 활동을 저조하게 만든 한 요인이라고 할 수 있다.

셋째, M&A 활동의 수준과 특성을 좌우하는 또다른 요인으로 제반 경제환경을 들 수 있다. 그 나라의 경제운동방식에 있어서 자유경쟁의 시장원리가 얼마나 존중되고 있는지, 정부와 기업과의 관계에 있어서 기업의 자율성이 얼마나 보장되고 있는가는 M&A 활동 등에도 영향을 준다.

넷째, M&A는 기술변화, 소비자 욕구의 변화 등 여러 가지 기업환경

의 변화에 대응하여 계속적으로 기업의 경쟁우위를 확보하려는 경영전략적 의의가 크다. 새로운 환경변화에 대비하여 M&A를 통하여 제품 다양화, 시장다변화, 사업영역의 확대를 추구함으로써 미래의 성장기회로 삼는 경우가 적지 않은데 이같은 전략의 시도는 그 나라 산업구조의 라이프사이클이 성장단계를 지나 성숙단계에 이룰수록 많아진다고 할 수 있다. 또한 M&A 활동수준과 내용은 M&A 중개기관과 금융시장의 발달과정에 따라 크게 영향을 받는다. M&A 중개기관은 매수대상회사의 발굴, 기업가치 평가 등 재무적 서비스의 제공 및 기업매수와 관련된 정보의 집적·배분기능을 통하여 결합되는 자산을 효율적으로 이용할 수 있게 해주는 계기를 만들어주고 기업 M&A 시장을 활성화시켜주는 기능을 수행한다. 마지막으로 M&A 활동은 기업의 지배구조면에서의 특수성에 영향을 받는다. 구미제국의 경우와 같이 소유와 경영이 완전히 분리되고 대주주의 지분율이 낮은 경우는 기업지배를 위한 경쟁적 M&A 활동이 다각적으로 발생한다. 우리 나라의 경우 대주주 지분율이 40% 전후의 높은 소유집중현상을 보이는 상황에서 경쟁적 M&A 활동은 활발할 수 없다. 이러한 측면에서 앞으로 소유와 경영을 분리하는 정책이 얼마나 효과적으로 추진되느냐에 따라 우리 나라의 M&A 활동도 그 내용이 달라질 것으로 보인다.

2. 합병 및 매수의 현황

기업합병 및 매수는 규모의 경제, 시너지 효과 등 기업가치를 증대시키는 긍정적인 측면도 있지만 경쟁기업의 수를 감소시키는 독과점적 시장구조를 초래할 위험이 있다. 따라서 독점규제 및 공정거래에 관한 법률에서는 경쟁을 실질적으로 제한하는 기업합병 및 매수를 제한하고 있으며, 경쟁제한성 여부를 심사하기 위하여 신고를 의무화하고 있다.

현행의 독점규제 및 공정거래에 관한 법률에 의하면 납입자본금이 50억원 이상이거나 총자산이 200억원 이상인 회사가 타회사의 주식취득 또는 소유, 다른 회사의 임원지위 겸임, 다른 회사와의 합병, 다른 회사의 영업 전부 또는 주요 부분의 양수, 새로운 회사설립에 참여 등 동법 제7조에 규정된 기업결합행위를 한 경우, 또는 하고자 하는 경우에는 공정거래위원회에 신고하도록 되어 있으며, 기업결합행위는 합병, 영업양수, 회사설립에의 참여에 있어서는 사전에 주식취득, 임원겸임의 경우는 30일 이내에 신고하도록 되어 있다. 재정경제원의 공정거래 통계자료를 이용하여 국내기업간 기업결합 현황을 살펴보면 다음과 같다

<표 3-1> 계열구분에 의한 기업결합의 현황 (건)

구분 \ 연도	90	91	92	93	94	95	계
총기업결합건수	157	154	149	123	195	325	2,949
계 열	57	58	69	74	74	52	1,285
비 계 열	100	96	80	49	121	273	1,664
(대규모기업집단)	(89)	(66)	(64)	(39)	(65)	(82)	(1,305)

자료 : 재정경제원, 「공정거래연보」 (1996.7)

<표 3-1>은 계열구분에 의한 기업결합 신고 현황을 보여주고 있는데 1981년 4월에 독점규제 및 공정거래에 관한 법률이 제정된 이후 1996년 말까지 공정거래 위원회에 신고된 기업결합은 총 2,949건에 달하고 있다. 이를 연도별로 보면 완만한 감소추세를 보이고 있으나 93년 4월1일부터 신고기준이 상향조정³⁰⁾된 점을 감안하면 최근 들어 기업결합이 활발히 이루어지고 있다고 볼 수 있다. 또한 계열기업간 결합은 80년대 후반까

30)93년 4월 1일부터 신고기준이 납입자본금 10억원에서 50억원, 총자산 50억원에서 200억원으로 상향 조정됨.

근 들어 제조업의 비중이 낮아지고 서비스업의 비중이 높아지고 있는 추세를 보이고 있다. 이런 추세는 앞으로도 지속될 것으로 생각된다.

<표 3-5> 동기별 기업결합 (건,%)

연도	80-89	90	91	92	93	94	95	계
수단								
업종의 다양화	464 (25.1)	58 (36.9)	46 (29.9)	50 (33.6)	32 (26.0)	97 (49.7)	186 (57.2)	933 (31.6)
재무구조 개선	484 (26.2)	29 (18.5)	35 (22.7)	46 (30.9)	42 (34.1)	59 (30.3)	22 (6.8)	717 (24.3)
생산공정의 합리화	126 (6.8)	3 (1.9)	10 (6.5)	5 (3.3)	4 (3.3)	13 (6.6)	4 (1.2)	93 (3.2)
유통구조의 개선	75 (4.1)	2 (1.3)	8 (5.2)	4 (2.7)	3 (2.4)	15 (7.7)	64 (19.7)	225 (7.6)
분리독립	44 (2.4)	11 (7.0)	12 (7.8)	12 (7.8)	12 (9.8)	5 (2.6)	13 (4.0)	120 (4.1)
기타	653 (35.8)	54 (34.4)	43 (27.9)	39 (26.2)	30 (24.4)	5 (2.6)	36 (11.1)	861 (29.2)
계	1,846 (100)	157 (100)	154 (100)	149 (100)	123 (100)	195 (100)	325 (100)	2,949 (100)

자료 : 재정경제원, 「공정거래연보」 (1996.7)

주: ()안은 구성비

신고된 기업결합 동기에 있어서는 <표 3-5>에서 보는 바와 같이 업종의 다양화를 목적으로 하는 기업결합이 31.6%로 가장 많고, 재무구조 개선동기가 24.3%를 차지하고 있다. 95년도 기업결합내용을 종합적으로 볼 때 그 어느해 보다도 기업결합이 활발했던 해였다고 볼 수 있다. 이는 호황세를 보이고 있는 국내경제상황을 반영한 것으로 보이며 기업결합 내용 또한 94년에 비해 주식취득, 회사신설의 비중이 크게 증가해 기

업들이 신규유망업종에 진출 등 사업다각화에 치중한 것으로 평가된다.

제 2 절 국내 합병 및 매수의 관련법규

우리 나라의 합병·매수 규제관련 주요 법규로는 주주 및 회사채권자 보호측면에서 규제하는 상법과 일반투자자보호와 경영권 안정측면에서 규제하는 증권거래법, 독과점방지측면에서 규제하는 공정거래법 등이 기본적인 것이고, 그밖에 세법과 외국환관리법상의 규제가 있으며 경우에 따라서는 회사정리절차법, 은행법, 외자도입법, 신탁업법 등의 규제가 있다.³¹⁾ 상법, 증권관계법규 및 세법을 제외한 대부분의 법규정은 합병 및 매수거래에 대한 이해관계자보호절차 등 광범위한 내용을 규정하고 있다. 그런데 공개매수제외에 대해서는 비록 실적이 없더라도 미리 증권관련법에서 공시기간, 지급수단, 수정제외에 대한 절차, 주주의 부를 보호하기 위한 규정이 자세히 다루어져야 하나 아직 미비한 상태이다.

1. 상법

상법은 원칙적으로 합병을 인가하고 있으나 주주 및 회사 채권자의 보호를 위해서 몇 가지 제한을 두고 있다.

합병은 회사간의 사적계약에 의하여 그 재산이 청산절차를 거치지 않고 포괄적으로 승계되므로 주주 및 채권자의 이익보호를 위하여 상법에 합병계약서(상법 제522 내지 524조)작성, 합병대차대조표 공시, 합병에 관한 주주총회 결과, 채권자 보호절차 등에 관하여 엄격한 규정을 두고 있으며 합병회사의 자격요건도 제한을 두어 해산 후의 회사도 흡수합병

31) 김희석, "기업합병 및 인수가 주주의 부에 미치는 영향", 서울대 대학원, 박사학위논문, 1990. pp.136-139.

의 경우에 피합병회사가 될 수 있으나, 법원의 해산명령에 의하여 해산한 회사, 설립무효판결의 회사, 설립중의 회사, 파산회사는 합병의 당사자가 될 수 없다. 다만 설립중 회사의 전재산을 다른 회사에 현물출자하는 것은 가능하다. 그리고 외국회사와 내국회사의 합병은 인정되지 않는다. 따라서 국내기업이 외국기업을 합병·매수하고자 할 경우에는 현지 법인 자회사를 통한 합병 및 주식이나 자산의 취득으로 가능하다. 또한 합병의 경우에 당사회사의 일방 또는 쌍방이 주식회사나 유한회사인 때에는 존속회사도 주식회사 또는 유한회사이어야 한다.

영업양수의 경우도 피인수회사의 자산 일부 또는 전부가 계약에 의하여 개별적으로 이전되는 것으로 합병시의 포괄승계와 구별되며, 상법은 다른 회사의 영업전부를 양수하는 경우 주주총회의 특별결의(과반수 출석에 3분의 2이상 찬성)를 요구하고 있다.(제374조 제3호)

2. 증권거래법

증권거래법상의 규제는 주로 기업의 공시의무이행, 공개매수의 사전신고(증권거래법 제21조), 의결권 대리행사의 권유제한 및 주주의 주식매수 청구권으로 집약될 수 있다. 경영권 보호를 위해 일반인의 주식을 10% 이내로 제한하고 있던 증권거래법 200조 1항이 97년 4월 1일부터 폐지됨에 따라 향후 적대적 M&A가 활성화될 전망으로 법제도를 정비한 것으로 볼 수 있다.

상장법인은 합병·매수와 같은 중요사실이 발생하는 경우 지체없이 그 내용을 증권관리위원회와 증권거래소에 신고하여야 한다.(제186조) 상장법인 및 등록법인이 발행한 주식을 공개매수하기 위해서는 공개매수신고서를 증권관리위원회에 제출하고 그 신고의 효력이 발생되어야 한다.(제21조) 누구든지 상장주식의 의결권 행사를 자기 또는 타인에게 대리하게

할 것을 권유하는 자는 피권유자에 대하여 권유와 동시에 또는 그 권유에 앞서 증권관리위원회가 정한 바에 따라 작성한 참고서류를 제공하여야 한다(제199조). 상장법인회사의 합병, 영업의 양도, 영업의 양수 등에 관하여 이사회가 결의가 있는 때에 그 의결에 반대하는 주주는 자기가 소유하고 있는 주식을 당해 법인에 대하여 매수할 것을 주총일로부터 20일 이내에 청구할 수 있으며 당해 법인은 청구일로부터 2일 이내에 당해 주식을 매수하여야 한다.(제19조)

3. 독점규제 및 공정거래법

독점규제 및 공정거래에 관한 법률은 기업결합의 제한 및 경제력 집중의 억제를 위해 자본금 또는 자산총액의 규모가 대통령령이 정하는 기준에 해당하는 회사(납입자본금 10억원 이상 또는 총자산 50억원 이상의 회사), 그 계열회사 및 당해 회사와 특수한 관계에 있는 자(동법 시행령 제11, 12조)의 경우 다른 회사 주식(지분포함)의 취득 또는 소유, 다른 회사의 합병, 다른 회사의 영업양수 등을 원칙적으로 금지하고 있다.(제7조) 또, 주식의 소유를 통하여 국내 회사의 사업내용을 지배하는 것을 주된 사업으로 하는 지주회사의 설립금지(제8조), 대규모 기업 집단에 속하는 회사로서 자기의 주식을 취득 또는 소유하고 있는 계열회사의 주식 취득 또는 소유를 금지하는 상호출자의 금지(제9조), 타사에 대한 출자총액이 자기 순자산의 40% 초과금지(제10조), 다른 회사 발행주식총수의 20%이상 소유하게 되는 경우 기업결산의 신고의무(제12조) 등을 규정하고 있다.

다만 공정거래위원회가 산업합리화 또는 국제경쟁력의 강화를 위하여 특히 필요하다고 인정하는 경우에는 예외가 인정되고 있다.

제 3 절 국내 합병 및 매수의 특징과 문제점

지금까지 우리 나라에서의 기업합병은 계열기업들 간의 합병이나 부실기업의 정리 차원에서 주로 이루어졌고, 외국의 경우와 같이 경영지배권을 획득하기 위한 순수한 경제적 동기의 합병은 찾아보기 어려운 실정이다. 우리 나라의 M&A 활동수준은 법적, 사회문화적, 경제적 여건과 정부정책에 의해서 대부분 영향을 받는다고 할 수 있는데, 우리 나라에서는 이들 여건들이 상대적으로 M&A 활동을 활발하게 하지 않는 방향으로 작용해왔다고 본다. M&A 활동이 활성화되지 못한 가운데서도 그간 이루어졌던 M&A 사건을 보면 외국과는 다른 여러 가지 특성을 지니는데, 이하에서는 한국 M&A의 특성을 정리하면 다음과 같다.

1. 합병 및 매수의 타율성

서구에서의 M&A는 기업 스스로 여러 가지 형태의 시너지효과 및 효율성증가를 추구하는 동기에서 비교적 자율적으로 추진되어 왔다. 그러나 우리 나라에서는 기업 스스로 능동적이고 자율적인 합병 및 매수보다는 상대적으로 정부의 매수 및 권유에 의해서 타율적으로 이루어지는 경우가 많았다. 기업합병과 관련된 자산거래시장, 자본시장, 금융시장 부문에서도 정부는 정부주도형의 경제체제를 운용하면서 다각적으로 깊게 개입하여 온 것이다.

정부는 1960년대 이후 자원이 부족하고 자본축적이 적으며 자본동원기구가 미발달된 상황에서 고도성장 추진의 일환으로 정부주도하의 대외지향적 수출주도형 경제체제로 운용하였는데, 이 과정에서 M&A가 타율적으로 이루어지는 결과를 초래하였다. 즉, 국제경쟁력을 강화시킬 목적으로 경쟁제한적 기업결합에 대해서 예외규정(공정거래법 제 7조1항)을 적

용하였고, 수출전략산업에 대해서는 진입제한, 자본 및 기술도입의 선별적인가, 금융 및 세제지원 등 차별적 지원정책을 시행하면서 대기업중심으로 규모의 경제실현을 통한 국제경쟁력강화 목적의 기업합병을 권유 유도하였다.

이밖에도 부실기업의 정리과정에서 경영능력이 뛰어난 재벌기업에게 원리금상환유예, 비은행기관차입금의 은행대환 등 금융혜택을 제공하면서 부실기업을 합병 및 매수하도록 유도한 부실기업 정리대책도 우리나라에서의 M&A가 타율적인 특성을 갖도록 하는데 작용하였다.

앞으로의 경제운용은 종전보다 시장기능에 맡기는 경향이 높아지겠지만, 실질적 의미에서 경제운용의 자율성이 발휘되는데 상당한 시간을 요할 것이므로 M&A가 타율적으로 이루어지는 사례는 당분간 계속될 것으로 전망된다.

2. 계열기업간의 합병 및 매수

외국에서의 M&A는 당사자 기업들이 사전에 전혀 거래가 없거나 무관한 상태에서 대부분 이루어지나 우리나라에서 M&A는 사전에 계열기업의 관계에 있는 기업간에 많이 이루어진다는 특성을 지닌다. 이러한 특성이 형성된 원인은 재벌그룹 중심의 경제력집중현상 및 소유와 경영이 분리되지 못한 한국기업의 지배구조에 있다고 할 수 있다.

이같은 상황하에서는 자회사가 경영부실에 직면했을 때 기업합병을 통하여 이를 구제 지원하거나, 그룹차원의 조직재정리, 재무구조개선 등이 용이해진다. 비계열회사와의 공개적 합병·매수 방법보다는 계열회사의 폐쇄적인 방법이 그 절차가 간결하고 불확실성이 적다는 장점이 있게 된다.

그러나 M&A가 계열회사간에 폐쇄적으로 이루어지게 되면 일방적 편

의위주로 이루어짐으로써 합병대상기업을 비계열회사에까지 확대할 경우보다 자원이용의 효율성을 더욱 높일 수 있는 가능성을 포기하게 되는 결과를 초래한다. 또한 소유집중이 높은 가운데서 추진되는 M&A는 효율성 동기 등 합리적기준 보다는 소유경영자의 사적 동기 등 비합리적 기준에 의해서 추진될 수 있는 여지가 많게 되는 결과로 자원의 효율적 배분기구로서의 기능을 다하지 못하는 한계점이 있게 된다.

계열회사간에 합병이 이루어질 때 더욱 문제가 되는 것은 계열회사내의 상장법인과 비상장법인의 합병이다. 실제로 지난 1980년대 계열회사간의 합병 중에서 70% 정도가 이러한 합병이었는데, 이 과정을 통해서 비상장법인이 우회적으로 상장되는 결과를 갖게 된다. 이때 합병되는 비상장법인이 우량기업이면 문제는 없지만, 부실기업이면 관련기업들의 주주, 채권자들에게 큰 손실을 입힐 수 있다는 문제점이 발생한다.

3. 합병 및 매수시장의 비경쟁성

우리 나라에서 M&A는 자유경쟁의 시장원리에 의해서 이루어지기보다는 정부주도로 대기업중심의 타율적이고 주로 계열회사간에 이루어지는 등 비경쟁적으로 추진되는 면이 높다는 특성을 지닌다. 그간 우리나라에서의 M&A는 대기업위주의 불균형적 성장정책의 결과 정부의 대기업에 대한 기업매수 권유, 경영부실에 직면한 하청기업이나 계열기업의 매수가 주류를 이루는데, 이러한 상황에서는 매수경쟁이 없으므로 대기업인 매수기업이 매수과정에서 주도권을 갖는 구매자시장이 된다. 피매수기업은 기업정리가 시급하고 장외시장의 이용이 어려움으로, 매수가격과 제조건의 결정이 매수기업인 구매자에게 유리하게 진행될 수밖에 없었다. 비경쟁적으로 M&A가 이루어지는 다른 원인은 자본시장정책이 효과적으로 수행되지 못한 결과 주식의 소유분산이 잘되어있지 않아 대주

주의 소유지분율이 높다는 점에도 있다. 원천적으로는 자유경쟁, 개방, 실질 중시보다는 폐쇄적이고 형식주의적인 우리 나라 기업문화에 기인하는 바가 크고 경제운용에 있어서 자율성을 중시하지 못한 정부의 정책기조에도 그 원인이 있다고 본다.

M&A 시장이 비경쟁적인 것은 M&A로 인한 초과수익이 존재할 경우 초과수익의 대부분이 매수기업에 돌아감을 뜻하므로 부의 적정배분 문제를 일으키게 된다. 합병이득이 매수기업과 피매수기업간에 공유되는 것이 바람직한 방향이나 우리 나라의 경우는 합병이득의 대부분이 매수기업에게 돌아간다는 문제점을 지니고 있다. M&A 시장의 경쟁이 치열하고 판매자시장인 미국의 경우, 합병이득의 대부분이 피매수기업에게 돌아가고 있는 것과는 매우 대조적이다.

M&A 시장이 경쟁적이지 못하고 구매자 위주인 사실은 주식취득에 있어 미국과 같은 공개매수의 방법이 전혀 사용되지 않는 결과를 가져오고 있다. 공개매수의 방법이 이용되지 않는 이유는 이밖에도 소유와 경영이 분리되지 않는 기업지배구조, 경영부실의 비상장기업을 아주 유리한 가격조건으로 매수할 수 있는 경제여건, 공개 자유경쟁에 익숙하지 못한 기업윤리 등에서 찾을 수 있겠는데, 우리 나라 자본시장이 비경쟁적인 특성을 단적으로 잘 나타내는 일면이다.

4. 재무구조개선 합병동기

일반적으로 기업합병·매수는 경영지배권이 단일화되면서 기대할 수 있는 영업시너지효과, 재무시너지효과, 경영전략적효과, 시장지배력증가효과 등을 얻고자하는 여러 가지 동기에 의해서 추진된다. 그러나 나라마다 외적 경제상황이 다르므로 주된 합병동기가 다를 수 있다.

우리 나라에서의 M&A는 앞에서 지적한 그간의 금융정책, 부실기업대

책 등에 영향받아 재무구조개선의 동기에서 추진되는 경우가 많다는 특성을 지닌다. 그간 주식시장의 미발달로 성장재원의 조달을 간접금융에 크게 의존하였던 우리 나라 기업들은 부채의존도가 높을 수밖에 없는데, 악화된 재무구조를 개선시키는 한 방법으로 합병·매수를 추진하는 면이 많았다. 또한 대외공신력 평가나 금융기관의 여신결정, 건설도금액 결정이 자본금등 외형기준으로 이루어지는 제도적 문제점 때문에 성장재원이 부족한 기업들이 외형확대를 통한 차입능력증대의 동기에서 합병을 추진하는 예가 적지 않았다. 재무구조 개선이 주요 합병동기로 작용하는 것은 금융정책 뿐 아니라 부실기업대책과도 깊은 연관이 있다. 정부는 그간 경제성장목표달성의 수단으로써 특혜금융 등의 금융자원의 할당방법을 사용하여 투자를 유도하였는데, 이같은 정부 주도적이고 특혜지원적 제반 정부시책은 결국 무모한 과잉투자를 가져오고 불황기에 부실기업을 속출케하는 요인으로 작용하였다. 이러한 부실기업에 대한 정부의 대책은 이들 기업의 도산이 국민경제에 미치는 영향과 대외신용도 그리고 은행의 채권보전을 중시하여 상대적으로 경제력이 강한 기업에게 종자돈의 제공, 원리금상환의 유예, 비은행차입금의 은행자금대환 등의 금융지원을 해주면서 부실기업을 매수토록 종용하는 방식을 사용해 왔다. 이러한 부실기업의 정리과정은 비경쟁적이고 매수기업이 구매자중심일 수밖에 없으므로 매수기업은 금융과 세제상의 혜택 이외에도 정리기업(피매수기업)을 헐값에 매수할 수 있는 이득을 누려온 것이 사실이다. 또한 공금리 혹은 특혜금리수준이 실세금리보다 훨씬 낮은 경제환경에서 저렴한 금리로 특혜금융을 받은 매수기업은 이른바 “인플레이”이득을 얻을 뿐만 아니라 그 채무액이 경감되는 효과를 누리고 이를 다시 기업확장에 필요한 재원조달에 이용한 면이 높다.

5. 매수방법의 단순성

기업합병의 타율성과 비경쟁성으로 매수방법이 다양하지 못하였다. 특히 증권시장을 통한 공개매수제(tender offer)에 의한 기업매수 사례가 거의 없다는 사실이다. 이는 아직 소유와 경영의 분리가 많이 이루어지지 않고 주식의 위장분산과 상당수준까지의 상호출자가 실질적으로 가능한 점에서 기인한 것이다. 또한 기업경영권에 대한 경쟁원리에 익숙하지 않은 우리 나라의 기업풍토의 특성에도 원인이 있다고 하겠다.

6. 투자자 보호제도의 미비

상장법인의 소액주주들은 합병에 불만이 있어도 주식매수청구권 행사가 어렵거나, 상장기업주주들도 대상기업이 비상장기업이면 정확한 회계정보에 근거한 의사결정을 내리기가 불가능하다. 이에 따라 최근 투자신탁회사가 합병조건이 불리한 것을 감안하여 합병기업에게 주식매수청구권을 행사할 것을 요구하며 합병을 거부한 것은 좋은 사례라고 할 수 있다.

제 4 장 합병 및 매수에 관한 선행연구의 검토

기업합병에 관한 선행연구의 주된 과제는 합병행위로 발생하는 시너지 효과의 존재유무와 이러한 효과의 배분문제이었다. 즉, 일정 기간에 합병을 경험한 합병사태기업에 대하여 합병사건을 전후하여 일어난 주가의 변화를 비교하여 기업가치와 경영자, 주주 및 채권자의 부에 미친 영향에 관한 연구는 Halpern(1973)과 Mandelker(1974)의 연구를 시초로 하여 많은 연구가 행해졌다.

그러나 이들 연구는 아직 실증분석상의 차이 때문에 합병으로 인한 실제의 부에 미치는 영향에 대한 일치된 결론은 얻지 못하고 있으나, 대체로 피합병기업에 있어서는 합병으로 인한 상당한 정도의 정(+)의 초과수익이 있다는 사실을 보여주고 있고, 합병기업에 있어서는 통계적인 유의성은 적지만 약간의 초과수익 내지는 정상수익률을 보여주고 있다. 그런데 우리 나라의 기존 연구결과를 보면 합병기업의 주주는 상당한 누적초과수익률을 얻고 있는 반면, 피합병기업 주주의 초과수익은 상대적으로 작아 미국의 경우와 상반된 결과를 보이고 있다. 이는 우리 나라의 기업합병이 합병기업 중심으로 이루어지기 때문인 것으로 보인다.

제 1 절 외국연구의 요약

1. Halpern의 연구

Halpern(1973)³²⁾은 대략 75건의 기업취득으로 구성된 표본에서 합병에 따른 매도기업과 매수기업의 프리미엄을 직접 측정하려고 시도하였다.

32)P. Halpern., "Empirical Estimate of Amount and Distribution of Gains to Companies in Mergers", Journal of Business, 1973. pp.554-573.

기본적으로 그의 실증적 검증방법은 합병정보가 합병기업들의 주가수익률에 영향을 미치는 기간에서 합병 및 피합병기업의 실제 시장가격을 전반적인 시장변화에 따라 조정하는 것이다. 즉, 시장변화에 의해서 설명되지 않는 주가변화를 바로 합병에 기인하는 주가변화로 해석하였다.

그의 월별자료를 이용한 연구에 의하면 합병공시일을 기준으로 공시 전 23개월부터 10개월까지는 무작위적으로 정(+)과 부(-)의 초과수익률을 보이나, 이후 공시 시점까지는 지속적인 정의 초과수익으로 11%의 유의적 누적초과수익 증가가 나타남을 보였으며, 그는 기준일에서 자기 자본가치에 기초하여 분석대상기업들을 대기업과 소기업으로 분류하여 분석하였는데, 대기업의 경우 공시 전 6.25%의 통계적으로 유의적인 초과수익을 보이고 대기업 표본의 배당조정 전 평균이득이 소기업 표본의 4배까지 초과하였음을 발견하였다.

2. Mandelker의 연구

Mandelker(1974)³³⁾는 1941년~1962년 사이에 발생한 241건의 표본에 대하여 합병과 초과수익성과의 관련성 및 합병에 관한 정보의 즉각적 주가의 반영성에 대해서 연구하였다. 이를 위하여 월별자료를 Sharpe의 시장모형(Market Model)을 이용하여 개별주식의 체계적 위험의 회귀분석으로 산출한 뒤에 실제수익률과 기대수익률의 차를 잔차분석으로 계산하여 포트폴리오를 구성하고 평균잔차를 구한 후, 합병공시 전후의 수익률 변동을 추적하여 통계적 방법에 의해 유의성을 검증하였다.

연구 결과 합병이 합병기업의 주주들에게는 적어도 손실을 가져다주지는 않는 것으로 나타났으며(실제 합병전일에 통계적으로 비 유의적이지

33)G. Mandelker., "Risk and Return : The Case of Merging Firms", Journal of Financial Economics, 1974. pp.303-335.

만 5%정도의 초과수익을 보였음) 합병에 따른 정보가 이미 합병 이전에 주가에 반영되어 합병 이후에는 합병전 7개월 동안 통계적으로 유의성이 높은 14.3%의 초과수익을 얻는 것으로 나타나 합병이 피합병회사의 주주들에게 초과수익을 가져다주는 것으로 나타났다.

3. Dodd의 연구

Dodd(1980)³⁴⁾는 1971년부터 1977년까지의 뉴욕증권거래소(NYSE)에 상장된 회사 가운데 합병을 공시한 151건의 사례를 대상으로 시장모형을 사용하여 최초로 합병, 공개매수 및 기업지배에 대해 연구하였다. 그는 공시의 중요성을 지적하고자 하였기 때문에 이전의 연구에서 사용된 월별자료 대신 일별자료를 사용하였다.

연구 결과 피합병기업의 경우에는 (-)1일 0일에 있어 평균예측잔차는 각각 8.74%, 4.3%이며 (-)1일의 t값은 23.8%, 0일의 t값은 11.7%로 유의적 수준으로 (+)초과수익이 발생했다. 한편 매수기업 전체표본의 (-)1일 및 0일의 평균예측잔차는 각각 (-)0.54%, (-)0.62%이며 t값은 -2.46, -2.83으로 유의성은 적더라도 (-)이상 수익이 발생한 것으로 나타나 합병이득이 취득기업보다 피취득기업에 귀속된다고 주장하였다.

4. Ellert 와 Mandelker의 연구

Ellert 와 Mandelker³⁵⁾은 월별자료를 Sharpe의 시장모형을 이용하여 1950년~1972년 동안의 205개 합병표본에 대하여 보통주의 초과수익을 측정하였다. 그 결과 합병기업의 대부분이 누적초과수익률의 증가가 합

34)P. Dodd, "Merger Proposals, Management Discretion and Stockholder Wealth", Journal of Financial Economics, 1980. pp.105-137.

35)J. C. Ellert, "Mergers Anti-trust Law Enforcement Stockholders Returns", Journal of Finance, 1976. pp.715-732.

병전 100월에서 12월까지 이루어졌으며, 오히려 합병당일에는 유의성이 큰 초과수익을 보였다. 그리고 피합병기업의 경우 합병전 7개월 동안 14.6%의 유의성이 높은 초과수익을 보였는데, Ellert는 이를 합병이 경제 자원을 비능률적에서 능률적으로 경제적 기능을 수행한다는 자신의 가설을 지지하는 증거로 해석하였다.

5. Asquith의 연구

Asquith(1983)³⁵⁾는 1962년~1976년 사이에 일어난 합병사례중 196개 합병기업들과 211개 피합병기업들에 대하여 합병공시일전 -480일부터 공시후 +240일까지의 일별초과수익률을 측정하였다. 합병이득의 대부분이 피합병기업의 주주들에게 귀속된다는 사실을 발견하였다. 그는 실패한 매수제안기업(unsuccessful bidding firms)들의 누적평균잔차가 공포일과 합병체결일 사이에서 유의적인 부(-)의 값이었음을 발견하였다. 그는 뜻대로 처리되지 않은 합병시도가 취득기업에 부(-)의 영향을 미친다는 가설을 세웠다.

6. Asquith, Bruner, Mullins의 연구

Asquith, Bruner, Mullins(1983)³⁶⁾ 등은 합병이 기업의 가치에 어떠한 영향을 미치고 일련의 합병계획에 따른 합병의 순서와 피합병기업의 크기 및 합병의 시기가 어떤 관계를 갖는지를 연구하였다. 1963년부터 1979년까지의 발생한 214건의 합병사례를 대상으로 일별주가를 이용하여 잔차분석을 하였다. 그 결과 합병기업은 공시전날과 공시당일의 이틀 동안 유의적인 (+)0.9%의 초과수익을 나타냈으며, 그리고 피합병기업은

35)P. Asquith., "Merger Bids, Uncertainty and Stockholder Return", Journal of Financial Economics, 1983. pp.51-83.

36)P. Asquith., R. F. Bruner, and D. W. Mullins, "The Gains to Bidding Firms from Merger", Journal of Financial Economics, 1983. pp.121-139.

각각(+) 9.6% 와 (+) 16.8% 를 나타냈다. 또한 합병기업의 초과수익은 피합병기업의 크기, 합병성공 및 시기(즉 1969년을 기준으로 이후의 시기에서 더 큰 초과수익을 보임)와 정(+)의 관계를 가지고 유의성이 떨어지는 하지만 합병의 순서와는 부(-)의 관계를 갖는 것으로 나타났다. 피합병기업의 초과수익은 크게 성공순서와 정(+)의 관계를, 시기와는 부(-)의 관계를 나타냈다.

7. Yagil의 연구

Yagil³⁸⁾은 순수한 복합적 합병의 재무적 시너지 분석에 연구의 초점을 맞추고 CAPM과 변형된 CAPM, 단순베타, 베이지언베타, 합병베타 등을 이용하여 1948년~1976년 기간동안의 62개 합병표본을 조사하였다. 여기서 그는 순수한 복합적 합병으로부터의 득이 합병기업과 피합병기업 모두에게 관측되었다는 분석결과를 제시하였다.

이상과 같이 기존의 연구결과를 살펴보면 합병기업과 피합병기업은 정(+)의 초과수익률을 실현하였으며 합병기업보다 피합병기업의 초과수익률이 크다는 일반적인 결론을 내릴 수 있었다.

38) Joseph Yagil, "Financial Effects of Pure Conglomerate Mergers", An Unpublished Ph. D. Dissertation, University of Toronto, 1980.

<표 4-1>

외국문헌연구의 요약

연구자	측정기간	자료개수	자료간격	결 과
Halpern 1973년	1950. 1 1965. 7	75	월별자료 공시전23월부터 10월까지	정(+) 의 초과수익으로 누적초과수익 증가
M andelker 1974년	1941 1962	241	월별자료	합병으로 인한 유의적인 정(+) 의 초과수익을 보임
Ellert와 Mandelker 1976년	1950 1972	205	월별자료	정(+) 의 초과수익 발생
Yagil 1980년	1948 1976	62	일별자료	합병, 피합병 모두 정(+) 의 초과수익 발생
Dodd 1980년	1971 1977	151	일별자료	정(+) 의 초과수익 발생 피합병기업에 더 많은 초과 수익 발생
Asquith 1983년	1962 1976	합병기업196 피합병기업211	일별자료 공시일전 (-)480일 공시후 (+)240일	정(+) 의 초과수익 발생 등의 대부분이 피합병기업에 귀속

제 2 절 국내연구의 요약

1. 장영광의 연구

장영광 교수³⁸⁾는 1979년 1월~1983년 12월에 인수거래가 이루어진 상장기업을 대상으로 (합병회사 34, 피합병회사 6, 주식취득기업 31) 월별수익률자료로써 공시전(-)11월~공시후(+)¹¹월의 약 2년간의 평균초과수익률 및 누적평균초과수익률을 구하여 이를 분석하였다. 그리고 시장모

38) 장영광, "기업합병과 주식취득이 주주의 부에 미치는 영향에 관한 실증적연구", 고려대 대학원 박사학위논문, 1985.

형을 이용하여 합병의 효과가 반영되지 않은 정상수익률을 얻기 위한 α, β 를 추정하는 데 있어서는 공시전(-)48월 ~ (-)12월의 월별수익률자료를 이용하였다.

피합병회사의 경우 누적적초과수익률은 합병공시일까지 36.0%의 초과수익률을 보였고 (+)4개월까지는 10.2%의 초과수익의 감소가 있었다. 공시(-)1개월과 0개월에 각각 17.45%, 9.7%의 평균초과수익을 얻었는데 공시월의 초과수익에 대한 t비율이 3.51을 나타내 유의적 통계를 얻었다. 매수회사의 경우 누적초과수익률을 보면 공시일까지의 17.2%의 초과수익률을 보였고, 공시후 6개월 동안은 11.5%의 높은 초과수익률을 나타냈다. 공시1개월전과 공시월의 평균초과수익률은 5.47%, 4.21%를 나타냈으며 t값도 1.92, 2.52를 나타내 통계적 유의수준도 높았다.

한편 어떤 변수들이 합병기업간 초과수익률의 차이를 잘 설명해주는 요인인가를 분석하였는데 중회귀분석과 더미변수들에 대한 두 모집단의 초과수익률의 차이를 검정하는 방법을 사용했다. 각 기업의 공시 전 (-)11월 ~ 공시월까지 1년간의 누적초과수익률을 종속변수, 지급수단규모 차이 · 시황 · 인수유형을 독립변수로 한 회귀분석에서 지급수단만이 유의수준 10%에서 적절한 설명변수로 나타났고, 그 외의 요인들은 설명변수로서 유의성이 없었다. 또한 전체적인 회귀방정식에 대한 유의성도 거의 없었다.

그리고 설명변수 중에서 더미변수인 인수방법, 시황, 인수유형들에 대한 초과수익률 차이의 검정에서는 적절한 설명변수가 회귀분석결과와는 상이하게 나타났다. 즉, 다각적 합병을 한 기업과 비다각적 합병을 한 기업간에서만 초과수익률의 유의적인 차이가 나타나, 인수유형만이 주주부의 변화차이를 설명해주는 요인으로 밝혀졌다.

2. 이홍수의 연구

이 홍수(1988)⁴⁰⁾는 상장기업 중 1976년~1986년에 동종산업간의 합병을 한 28개 합병기업, 4개 피합병기업을 대상으로, 월별수익률을 이용하여 공시전(-)15월~공시후(+)¹⁰월의 평균초과수익률 및 누적평균초과수익률을 구하여 이를 분석하였다. 그의 연구에서 합병제의기업의 주주는 공시전(-)15월~공시월사이 매월 및 (-)10월~공시월의 11개월 전체기간에 각각 다른 평균초과수익률과 누적초과수익률을 실현하다가 공시일 이후에 급격한 하락률을 나타냈다.

3. 이석규의 연구

이 석규(1989)⁴¹⁾는 1980년 1월~1988년 7월까지의 합병사례 중 합병기업 41건, 피합병기업 15건을 대상으로 주별수익률을 이용하여 초과수익률을 측정하였다. 연구대상 기간은 (-)100주부터 (-)20주까지였으며 주간초과수익률과 주간시장수익률을 계산하여 초과수익률을 측정하였다. 사용한 모형은 합병정보가 증권시장에 유출되지 않았을 것으로 믿어지는 기간동안의 시계열수익률 자료를 토대로 표본기업 보통주의 α 와 β 그리고 평균수익률을 측정하였다.

합병기업의 경우 (-)8년부터 공시일까지 평균초과수익률이 각각 3.1%, 1.14%, 0.57%를 나타냈으며 피합병기업의 경우 (-)8년부터 공시일까지 각각 4.29%, 2.56%, 5.18%로 모두 0보다 큰 유의적인 값을 나타냈다.

40)이홍수, "합병이 주주의 부에 미치는 영향에 관한 실증적 연구", 서울대 대학원, 석사학위논문, 1988.

41)이석규, "한국기업합병의 동기와 성과에 관한 실증적 연구", 연세대 대학원, 박사학위논문, 1989.

4. 김재욱의 연구

김재욱(1989)⁴²⁾은 1986년 1월~1988년 6월 중 타법인 출자를 공시한 55개 상장기업을 대상으로 일별수익률을 이용하여 공시전(-)60일~(+30일까지의 평균초과수익률과 누적평균초과수익률을 관찰하였다. 여기서 추정시간은 공시전(-)200일~(-)100일의 100일간이었다.

5. 김희석의 연구

김희석 교수(1990)⁴³⁾는 표본기업으로 상장기업 중에서 1975년 11월~1988년 10월에 합병결의가 공시된 85개 합병제외기업, 17개 합병대상기업을 택하여 분석하였다. 수익률은 모두 공시일을 기준으로 (-)249일~(+10일의 일별수익률을 사용하였으며 공시로 인한 초과수익률에 대한 측정과 주주부의 변화차이에 대한 원인을 검증했다.

주주부의 변화율에 대한 검증결과를 살펴보면 시장모형을 이용하여 분석한 결과 (-)30일~(+10일까지의 평균초과수익률, 누적평균초과수익률, t값은 각각 0.26%, 2.75%, 0.6%을 나타내 공시일까지 주주의 부가 증가한 것으로 나타났다. 합병대상기업의 초과수익률은 시장모형을 이용한 경우 평균초과수익률은 0.79%, 누적평균초과수익률은 5.15%를 나타내며 t값은 0.43을 나타냈다. 업종조정수익률모형을 이용한 경우는 0.35%, 9.04%, 0.18%을 각각 나타냈다. 이 검증을 통해 합병대상기업과 합병제외기업은 공시일까지 초과수익률을 나타낸 것으로 검증되었으며 미국의 선행연구결과와 차이는 있지만 같은 결론을 유도해냈다.

또한 그는 주주부의 변화차이의 원인에 대한 검증의 결과 합병기업간

42)김재욱, "기업결합을 위한 주식취득이 취득기업주주의 부에 끼치는 영향에 관한 연구", 서울대 대학원, 석사학위논문, 1989.

43)김희석, 전제논문, pp.167-189.

의 초과수익률 차이를 설명해주는 적합한 변수로는 순자산의 상대적 비율, 순입자본이익률로 나타냈고 그 이외의 인수유형, 시황, 동일계열군내의 기업과 합병은 유의적인 설명변수가 되지 못하였다. 그리고 합병에 대한 주주부의 변화유무와 변화차이가 상대적으로 명확하게 나타나는 것은 시장모형보다 업종조정수익률모형이었다.

6. 서영륜의 연구

서영륜(1991)⁴³⁾은 1985년 1월~1990년 12월까지 36개의 합병공시기업 중 32개의 기업을 대상으로 합병공시기업의 주가가 정(+)⁴⁴⁾의 초과수익률을 나타내는지의 여부와 인수유형별로 초과수익률 차이를 분석하였다. 그는 김희석 교수의 연구에서 타당성을 검증받은 업종별수익률모형을 통해서 분석한 결과 합병기업은 초과수익률을 얻으며 침체국면에서가 강세국면에서 보다, 비다각적 합병이 다각적 합병보다 높은 초과수익률을 얻는 것으로 연구되었으나 통계적 유의성은 적었다. 검정시 사용한 모형은 개별주식의 수익률에서 업종수익률을 차감한 단순초과수익률 모형을 이용하였다.

7. 김광남의 연구

김광남(1992)⁴⁴⁾은 일별수익률을 사용하여 1980년 1월부터 1990년 12월까지의 총 71건의 합병기업 표본에 대하여 공시일 (-51, +180)일 중의 초과수익률의 움직임을 검토하였다. 비사건기간으로 공시일 (-250, -50)의 자료가 활용되었고, 정상수익률을 추정하기 위해서는 단순한 시장모

43)서영륜, “한국주식시장에서 기업합병공시가 주가에 미친 영향의 실증연구”, 한양대학원, 석사학위논문, 1991.

44)김광남, “기업합병의 재무적 특성”, 충남대학교 대학원 박사학위논문, 1992.

형과 시장모형에 업종간 산업수익률의 변수를 추가한 다요인모형을 적용하였다. 또한 합병기업의 재무적 특성을 파악하기 위하여 합병기업과 피합병기업, 그리고 통제기업의 재무비율을 중심으로 판별분석도 시도하였다. 이상의 연구들은 매수·합병이라는 사건이 관련기업의 주가에 미치는 영향을 분석한 것이다.

이상과 같은 연구들의 결과를 종합하여 보면 우선 합병기업이 이득의 경우 각 연구에 따라 사건기간의 설정에 상당한 차이가 있음에도 불구하고 국내기업의 매수를 분석한 대부분의 연구에 있어서 합병이전 상당기간 동안 정(+)의 초과수익률이 나타나고 있다. 단 그 이득의 크기는 장영광의 소수 표본의 경우를 제외하고는 약 1%에서 4%정도의 초과수익이 나타나고 있다.

한편 피합병기업의 이득은 합병기업에서 보다 연구에 따라 더욱 큰 편차를 보이고 있다. 이것은 피합병기업의 경우 표본수 제약이 합병기업보다 더욱 심하여 신뢰성 있는 연구결과가 도출되기 어려웠기 때문인 것으로 보인다. 피합병기업의 초과수익률은 대부분의 연구에서 약 4%에서 8%정도의 정(+)의 초과이득이 나타나고 있어 합병공시시점의 이득은 합병기업보다 피합병기업이 다소 높은 것으로 평가된다. 따라서 우리나라에 있어서도 국내기업간의 매수·합병은 합병기업과 피합병기업의 주주 모두에게 이득을 가져다주는 정(+)의 순현재가치(net present value)활동으로 요약할 수 있다.

이 결과를 미국의 경우와 비교하여 보면 미국의 경우 합병기업의 초과수익은 0에 가까운 반면, 피합병기업의 이득은 15%에서 16%정도에 이르러 있다. 그러나 우리나라의 경우 미국과 비교하여 합병기업의 이득은 다소 높은 반면 피합병기업의 이득은 상대적으로 낮게 나타나고 있다. 이러한 현상은 우리나라 기업 매수·합병시장이 미국과는 달리 구

매자시장(buyer's market)이라는 특성과 일치한다.

더욱이 합병기업은 적자기업을 합병함으로써 각종 금융상의 혜택을 받는 경우도 많으며 법인세 절감과 같은 조세상의 이득도 취할 수 있다. 그러므로 이러한 여건에서 한국의 M&A 시장에서는 합병으로 인한 이득이 피합병기업에 제대로 분배되지 못하고 있는 것으로 분석된다. 피합병기업이 비록 경영부실의 상태라 해도 매수제의기업이 다수여서 경쟁이 유발되면 피합병기업은 지금까지 합병기업이 주로 향유해 온 각종 합병의 이득 중에서 더 많은 부분을 배분 받을 수 있는 여지가 생긴다.

그러나 김희석은 매수경쟁이 유발되지 않은 상황에서 이러한 기대는 매우 어렵다고 보았다.

<표 4-2> 국내연구의 요약

연구자	측정기간	자료개수	자료간격	결 과
장영광(1985) 박사학위논문	1979. 1 1983. 12	합병회사 34 피합병회사 6 주식취득기업 31	월별자료 공시전후 11개월	다각적 합병일수록 초과 수익이 높음을 보여주었 다.
이홍수(1988) 석사학위논문	1976 1986	합병회사 28 피합병회사 4	월별자료 공시전15개월 공시후10개월	전체기간에 각각 다른 초 과 수익을 보이다가 공시 일 이후에 급격한 하락을 나타냄
이석규(1989) 박사학위논문	1980. 1 1988. 7	합병기업 41 피합병기업 15	주별자료 공시전40주 공시후20주	정(+)의 초과수익을 보임 비관련합병 경우 : 이득 이 높은 것으로 나타남
김희석(1990) 박사학위논문	1975. 11 1988. 10	합병기업84 피합병기업17	일별자료 공시일기준 (-)249일부터 (+)10일까지	공시전 30일부터 공시일 동안 미미하지만 주주부 가 증가한 것으로 나타남 공시일에는 유의적인 부 의 변화가 없었다.

제 5 장 합병기업의 초과수익에 관한 실증적 분석

제 1 절 가설의 설정

우리 나라 증권시장에서 합병공시에 따른 초과수익률을 측정하여 합병이 주주의 부에 미치는 영향에 대해 실증분석을 하고자 한다.

먼저 기업합병이 합병참여기업의 주주부에 미치는 영향이 있는가를 알아보기 위해 합병기업이 합병공시일 전후로 초과수익이 있는가를 알아보고, 기업합병에 따른 주주부의 변화차이 및 그 효과를 분석하고자 한다.

이상과 같은 전제하에서 가설은 다음과 같다.

가 설 1 : 합병기업의 주주는 기업합병으로 인하여 정(+)¹의 초과수익률을 얻는다.

기업은 기업합병을 통하여 기업의 효율성증대 등으로 전반적인 기업의 경영성과를 향상시키고 기업의 가치를 극대화하고자 한다. 우리 나라의 합병은 정부주도의 부실기업정리 등 주로 타율적으로 이루어졌기 때문에 기업은 변화하는 환경하에서 존속, 발전, 성장하기 위하여 이에 적응해야만 하는데 이러한 적응방법 중의 하나가 기업합병인 것이다. 따라서 기업은 이러한 기업합병을 통하여 기업가치를 극대화시킴으로써 주주의 부를 증대시킬 것이라고 예상할 수 있는데, 이러한 주주부의 증대는 주가에 의하여 표현되므로 우리 나라에서도 M&A의 효과가 나타나고 있는가를 증권시장의 자료를 이용하여 검정해 보고자 가설을 설정하였다.

가 설 2 : 계열기업간의 합병이 비계열기업간의 합병에 비하여 합병기업에게 보다 높은 초과수익을 제공한다.

우리 나라의 합병시장은 거의 대부분이 계열사간 합병으로 비계열사간

합병은 거의 찾기가 어렵고 기존의 동일계열군내의 기업 중에서 경영실적이 계속 저조하고 회생이 불가능한 기업을 계열내의 건실한 기업과 합병하는 사례가 많았다. 계열사간의 합병은 합병기업이 과거부터 피합병기업의 사정에 비교적 정통하므로 합병과 더불어 감가상각이나 경영합리화 계획을 효과적으로 추진할 수 있으므로 경제적 시너지와 재무적 시너지를 얻을 수 있고, 절세의 효과도 기대할 수 있으므로 인수결과도 쉽게 성공으로 이끌 수 있다. 따라서 동일계열여부를 하나의 가설로 설정하였다.

가 설 3 : 관련기업간의 합병이 비관련기업간의 합병에 비하여 합병기업에게 보다 높은 초과수익을 제공한다.

기업합병은 관련(수직적, 수평적)합병과 비관련(다각적)합병으로 분류할 수 있다. 우리 나라의 기업합병은 일반적으로 관련업종간의 합병이 비관련업종간의 합병보다 많았다. 그러나 최근에 기업의 환경변화와 경쟁력 제고차원에서 주력업종선정을 도모하고 있으며 관련기업간의 합병이 꾸준한 증가추세를 보이고 있다. 이러한 관련기업간의 M&A는 영업통합으로 인한 경영의 효율성증가의 효과가 예상되고, 기존기업들이 최적규모 이하로 운영될 때 서로 결합함으로써 규모의 경제실현 등 경영의 시너지효과, 업종다각화를 통하여 재무적효과도 누릴 수 있다.

따라서 경영의 시너지효과 및 재무적효과의 존재유무를 검정해 보기 위해 관련적 합병의 경우와 비관련적 합병의 경우로 구분하여 가설을 설정하였다.

가 설 4 : 피합병회사는 합병으로 인해 더 많은 초과수익을 얻을 것이다.

합병 및 매수는 시장지배력의 증대효과, 생산과 유통의 효율성 증대

등 규모의 경제효과가 예상되며, 위험분산의 효과, 인적자원의 효율적 배분을 통한 재무적 효과가 기대된다. 따라서 영업적 시너지효과, 재무적 시너지효과 등은 피합병기업의 성격에 의하여 제공된다는 이론이 있는데 이것을 살펴보기 위하여 피합병회사 주가의 초과수익률을 조사하였다.

위에서는 분석대상으로 선정된 기업이 합병기업으로 한정되고 있는데 이는 우리 나라 기업합병시장의 특성상 피합병기업의 대부분이 비상장회사이기 때문이다.

제 2 절 표본 및 자료의 선정

표본집단은 상장회사협의회가 제공하는 합병에 관련된 자료 중 1985년 1월부터 1995년 12월까지 증권감독원에 합병신고서를 제출한 회사를 대상으로 89개 기업을 선정하였으며, 본 연구에서 사용된 표본기업들은 주가자료를 이용한 초과수익률을 측정하는 방법으로 사용하였기 때문에 주가자료를 이용 가능한 상장기업으로 한정하였다. 그리고 한국표준산업의 분류기준과 상장회사총람의 업종구분 및 주생산품을 기준으로 관련합병과 비관련합병으로 구분하였다. 결합방법에 있어 영업관련성과 제품 또는 용역의 관련성을 비교하여 기존사업과 동일상품 제조기업간의 M&A나 전후방 통합의 경우에는 비다각적 M&A로 분류하였고, 기존사업과 관련이 없는 신규분야의 진출이나 제품확장의 경우에는 다각적 M&A로 구분하였다. 또한 기업회계기준의 관계회사⁴⁶⁾ 정의를 따른 계열회사 여부를 매일경제신문사가 발행한 회사연감을 기초로 합병당시의 계열여부를 확인하여 분류하였다.

초과수익률을 계산하기 위한 검증기간을 사건일로부터 (-)15일에서

46) 기업회계기준 제9조(정의) 참조

(+)15일, 총 31일 동안의 일별주가수익률을 이용하였으며, 본 연구에서는 이사회 의 합병결의가 주식시장에 공시되는 날을 사건일로 정하였다.

- ① 비상장기업 제외
- ② 검증 기간동안 합병이 실제 일어났던 기업들도 증권감독원에 합병 신고서를 제출하지 않은 기업은 제외
- ③ 검증기간의 주가자료를 구할 수 없는 기업은 제외
- ④ 증권거래소 공시실의 합병관련서류를 통하여 합병내역을 알 수 없는 기업 제외
- ⑤ 한국증권경제연구원에서 제공하는 KSRIDATABASE에서 기업코드를 찾을 수 없거나 자료를 구할 수 없는 기업은 제외

<표 5-1> 자료의 표본

전체기업 분석	89건	피합병상장기업수	16건
1985년-1990년 분석	41건	1991년-1995년 분석	48건
계열기업 분석	68건	비계열기업 분석	21건
관련기업 분석	65건	비관련기업 분석	24건

제 3 절 모형의 선정 및 비정상수익률의 추정

1. 비정상수익률의 측정모형

주가는 해당기업의 성과를 나타내는 측정치로서 주가에 영향을 미치는 요인으로는 자본시장 전체에 영향을 미치는 체계적 위험과 특정기업에만 영향을 미치는 개별요인이 있다. 이중 개별요인에 의한 주가변동을 측정하는 대표적인 측정치가 초과수익률에 해당하는 비정상수익률(abnormal excess return ; AIR)이다. 매수정보의 공시는 특정한 개별적인 사건이므로 공시일 을 전후한 시점에서 초과수익의 형태를 파악함으로써 주식

시장에서 기업매수가 주주 부에 미치는 영향을 살펴볼 수 있다.

이러한 사건연구(event study)의 초과수익률 측정방법으로 브라운(Brown)과 워너(Warner)⁴⁷⁾(1985)는 다음의 세 가지 방법을 제안했다.

(1) 평균조정수익률모형(mean adjusted return model)

$$e_{jt} = R_{jt} - \bar{R}_j$$

(2) 시장모형(market model)

$$e_{jt} = R_{jt} - (\hat{\alpha}_j + \hat{\beta}_j * R_{mt})$$

시장모형은 개별주식의 체계적위험(β_j)에서 기인되는 수익률 변동을 고려하여 초과수익률을 측정하는 모형이다. 즉, 시장모형은 개별주식의 수익률(R_{jt})을 공통의 시장요인(β_j, R_{mt})과 개별기업의 고유요인(e_{jt})으로 설명한다. 따라서 잔차액(e_{jt})의 분석을 통하여 개별기업의 특정요인이 미친 영향의 크기를 측정한다. 이 모형은 M&A공시효과와 관련된 연구에 있어서 구미에서 가장 널리 이용되고 있는 모델이지만, 추정하여야 할 모수인 α, β 가 우리 나라 주식시장의 특성상 체계적위험인 베타값이 상당히 불안정하며, 또한 베타 추정기간의 선정에 있어서 상당한 자의성의 문제가 있다. 실제로 시장모형으로 분석한 결과 문제점을 제기한 보고서도 있다. 본 연구의 측정모형 선택을 위해 표본의 α, β 값을 추정해 본 결과, 표본 중 일부 기업의 α, β 가 전체분산의 설명력을 나타내는 결정계수(r^2)값이 낮게 나타나 본 연구의 측정모형으로는 시장모형이 적당하지 않은 것으로 나타났다. 그리고 시장모형과 시장조정수익률모형을 비교하면 통계적 유의성에는 큰 차이가 없었다.

47)S. J. Brown & J. B. Warner, "Measuring Security Price Performance", JFE, 1985. pp.205-258.

(3) 시장조정수익률모형(market-adjusted return model)

$$e_{jt} = R_{jt} - R_{mt}$$

시장조정수익률모형은 사건기간의 보유기간 수익률을 적절한 시장수익률로 조정하여 시장조정초과수익률을 측정하는 모형이다. 즉 보통주 사이의 차이에 의해 특정사건에서 기인된 초과수익률을 측정한다. 이 모델에서 R_{jt} 는 (t-1)에서 t까지 보통주 j의 보유기간 수익률이며, R_{mt} 는 (t-1)에서 t까지 시장포트폴리오의 보유기간수익률이다. 따라서 t기에서 보통주 j의 시장조정초과수익률은 R_{jt} 에서 R_{mt} 를 차감한 값으로 측정됨을 알 수 있다. 이렇게 해서 측정되는 시장조정수익률은 (t-1)에서 t까지 시장요인이 조정된 j기업의 특정사건만의 영향으로 발생된 초과수익률로 이해된다. 또한 시장조정수익률모형은 모수를 추정할 필요가 없기 때문에 우리 나라와 같은 불안정한 주식시장의 영향을 거의 받지 않는다. 따라서 본 연구에서는 이러한 이유로 시장조정수익률 모형을 사용하였다.

2. 개별주식 수익률(R_{jt})의 산출

(1) 개별주식 수익률의 산출

개별기업의 주가수익률은 다음 식으로 산출한다.

$$R_{jt} = (P_{jt} - P_{jt-1}) / (P_{jt-1})$$

R_{jt} : 개별기업 (j)의 (t)시점의 수익률

P_{jt} : 개별기업 (j)의 (t)시점의 수정 주가

P_{jt-1} : 개별기업 (j)의 (t-1)시점의 수정 주가

(2) 수정주가의 산출식

수정주가를 이용하여 개별수익률을 산출하는 이유는 유무상증자, 현금배당, 액면분할 등에 의해서 발생하는 개별주가 고유의 비체계적 위험의 요인을 제거하기 위해서 수정주가의 문제를 다음과 같이 처리하였다.

1) 권리락의 수정

① 무상증자시의 수정주가

$$P_{jt} = j\text{주식의 현시가} * (1 + \text{무상증자비율})$$

② 유상증자시의 수정주가

$$P_{jt} = j\text{주식의 현시가} * (1 + \text{유상증자비율}) - (\text{주당발행액} * \text{배정비율})$$

③ 유·무상증자시의 수정주가

$$P_{jt} = j\text{주식의 현시가} * (1 + \text{무상증자비율} + \text{유상증자비율}) - (\text{주당발행액} * \text{유상배정비율})$$

2) 배당락의 수정

$$P_{jt} = j\text{주식의 현시가} + \text{배당금}$$

3) 액면분할의 수정

$$P_{jt} = j\text{주식의 현시가} / \text{액면분할비율}$$

3. 시장수익률의 산출

본 연구에서는 한국증권거래소의 종합주가지수를 사용하여 시장포트폴리오의 수익률을 산출하였다. 즉 t시점의 시장수익률(R_{mt})은 아래의 산식과 같다.

$$R_{mt} = (I_t - I_{t-1}) / (I_{t-1})$$

$$I_t = t\text{시점의 종합주가지수}$$

여기서 사용되는 종합주가지수는 시가총액식 방법으로 발행주식수를 기준으로 평가되었기 때문에 각 주식의 상대적 중요성을 반영하며 유·무상증자에 따른 수정이 필요하지 않다.

4. 비정상수익률의 산출 및 검증방법의 선정

사건연구의 비정상수익률 측정방법으로는 개별증권의 수익률과 시장수

익률을 구한 후 아래 식에 의하여 매수에 의한 초과수익률을 의미하는 잔차⁴⁸⁾를 구한다.

$$e_{jt} = R_{jt} - R_{mt}$$

e_{jt} : j주식 t시점의 잔차

개별기업(j)의 매수로 인한 t시점의 초과수익률이 구해지면 t시점에서의 매수기업 포트폴리오를 구성하여 포트폴리오 전체의 평균초과수익률(MAR_t)을 다음과 같이 산출한다.

$$MAR_t = \frac{1}{N} \sum_{j=1}^N e_{jt}$$

개별주가의 움직임은 대부분 시장전체의 주가 움직임과 상관관계를 맺고 있으며 전반적인 경제상태의 영향을 받는다. 그리고 연구대상 기간동안의 평균초과수익률(MAR)에 대한 분석을 용이하게 하기 위해 시장전체의 움직임을 차감한 개별주가의 움직임을 통해 개별기업의 부는 어느 정도 추정이 가능하며, 기업성과를 검증하는 성과지수가 되는 누적평균 초과수익률(CMAR)을 구하였다.

$$CMAR_t = \sum_{i=31}^t MAR_i$$

위의 방법에 의하여 사건기간동안의 각 일에서 구해진 평균초과수익률(MAR_t)값이 유의적인 차이가 있는가를 알아보기 위해 t-통계량을 이용하여 검증하였다. ($MAR_t = 0$)

$$t = \frac{MAR_t}{\frac{S_{MAR_t}}{\sqrt{n}}}$$

검정기간은 총 31일로서 최초공시일 ($t=0$)을 기준으로 공시전 (-)15일부터 공시후 (+)15일을 대상으로 하였다.

48)잔차(residual) : 사건을 중심으로 한 기간에 있어 주가의 움직임이 얼마나 비정상적인가를 나타낸다.

제4절 실증결과의 분석

1. 가설 1의 검증

합병기업의 초과수익률 존재유무에 대한 검증

공시일을 전후한 매수기업의 (-)15일부터 (+)15일까지 일별 평균초과수익률(MAR), 누적평균초과수익률(CMAR), T-value의 값을 세분화하여 <표5-2>, <표5-3>, <표5-4>과 같이 분석하였다.

시장조정수익률모형을 이용하여 구한 누적평균초과수익률은 정(+)
의 값을 보이고 있으며 이를 그래프로 나타낸 것이 <그림5-2>, <그림5-3>, <그림5-4>이다.

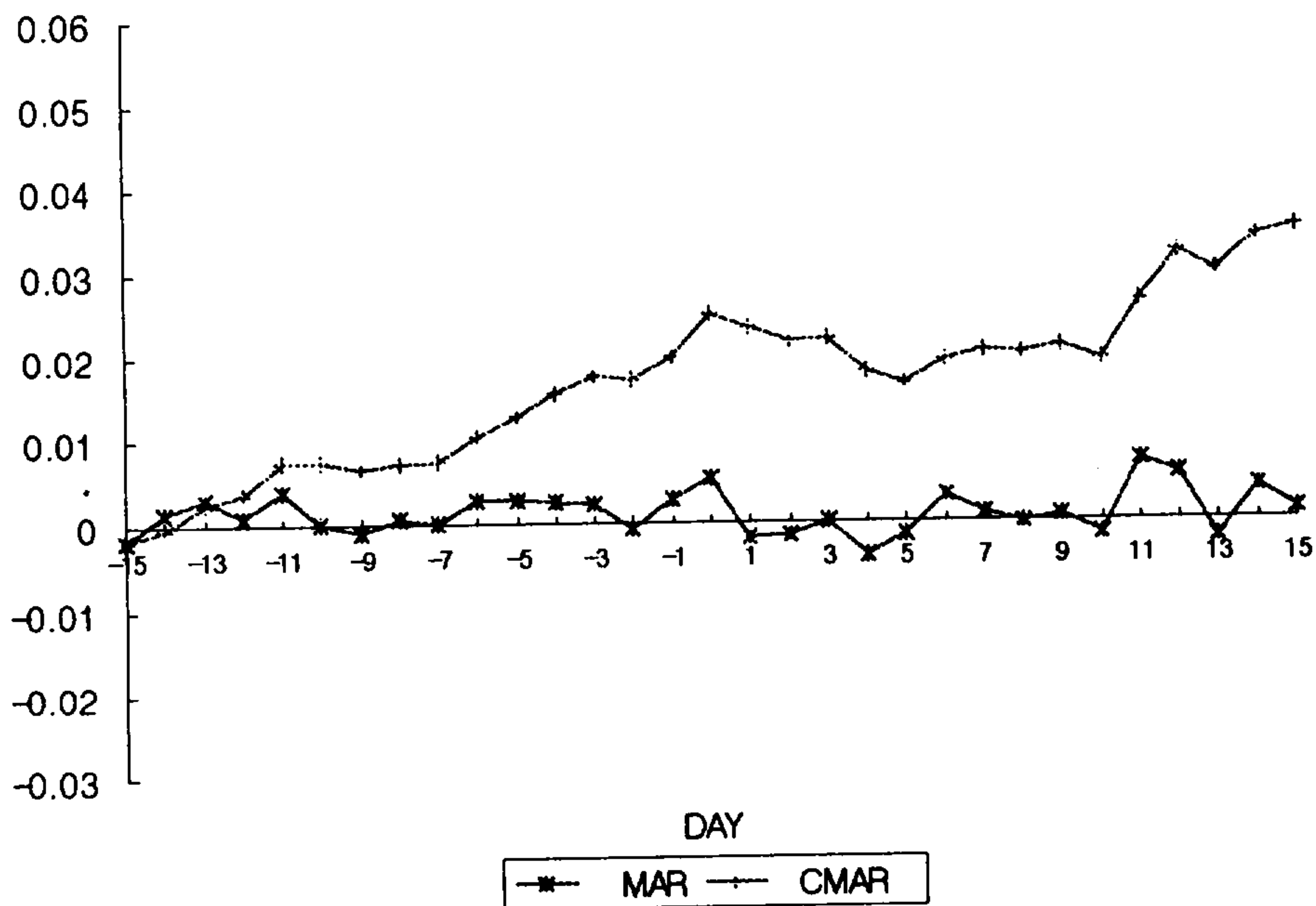
1) 분석기간 : 1985년 1월부터 1995년 12월까지

<표5-2>와 <그림5-2>에서 볼 수 있듯이 합병기업의 누적평균초과수익률(CMAR)을 살펴보면 꾸준한 상승을 보여주고 있다.

공시일을 기준하여 (-)3일, (-)1일, 0일, (+)1일, (+)2일, (+)3일에 5%수준에서 유의하며 각각 (+)1.76%, (+)1.96%, (+)2.47%, (+)2.30%, (+)2.16%, (+)2.17%의 정(+)
의 값을 보여주고 있다. (-)15일에서 공시일까지 누적평균초과수익률은 2.47%이고 공시일 이후에도 초과수익은 계속 발생하여 (+)11일에는 2.62%의 높은 누적평균초과수익률(CMAR)을 기록하고 있으며 공시일 이후에도 계속해서 누적평균초과수익률(CMAR) 값이 상승하여 (+)15일에는 3.47%의 높은 누적평균초과수익률(CMAR)을 보여주고 있다. 우리나라의 선행연구와 비교하면 장영광(1985)연구에서는 월별수익률을 이용하여 공시전후 11개월, 2년간의 수익률을 분석하였는데 CMAR을 보면 공시일까지 17.2%의 초과수익률을 보였고, 김희석(1990)은 일별수익률을 이용하여 (-)30일~(+)
10일까지 CMAR을 구하였

는데 2.75%의 초과수익률을 보였다. 이러한 분석결과는 합병 기업의 경우 주주의 부가 증가한 것으로 유의적인 초과수익을 나타내므로 기존의 선행연구와 같은 결과를 보여주는 증거라 할 수 있다. 따라서 기업합병으로 인해 주주의 부는 증가가 예상된다. 가설1은 기각되지 않는다.

<그림 5-2> 합병기업의 MAR과 CMAR(85.1~95.12)



외국의 실증결과와 비교하면, 우리 나라에서 합병기업의 초과수익률이 외국의 합병기업보다 상대적으로 높은 값을 보여주고 있다. 이는 우리나라 기업합병시장의 특색과 관련이 있다고 본다. 즉 합병기업이 거의 같은 그룹에 속한 기업이고, 비경쟁적, 타율적으로 합병이 이루어지며, 합병의 주도권은 합병기업이 가지는 구매자시장(buyers market)이라는 가설과 일치한다.

<표 5-2> 합병기업의 MAR과 CMAR(85.1~95.12)

DAY	AAR	T-값	CAAR	T-값	MAR	T-값	CMAR	T-값
-15	-0.0026	-1.1	-0.0026	-1.1	-0.00190	-0.80	-0.00190	-0.80
-14	-0.0005	-0.22	-0.0031	-0.93	0.00147	0.62	-0.00040	-0.13
-13	0.00198	0.83	-0.0012	-0.28	0.00292	1.23	0.00249	0.60
-12	-0.0004	-0.16	-0.0015	-0.32	0.00098	0.41	0.00347	0.73
-11	0.00272	1.15	0.00119	0.22	0.00381	1.60	0.00728	1.37
-10	-0.0009	-0.37	0.00031	0.05	0.00015	0.06	0.00743	1.27
-9	-0.002	-0.84	-0.0017	-0.27	-0.00100	-0.42	0.00644	1.02
-8	-0.0001	-0.05	-0.0018	-0.27	0.00074	0.31	0.00719	1.07
-7	-0.001	-0.41	-0.0028	-0.39	0.00022	0.09	0.00741	1.04
-6	0.00216	0.91	-0.0006	-0.08	0.00276	1.16	0.01017	1.35
-5	0.0021	0.88	0.00147	0.19	0.00268	1.12	0.01285	1.63
-4	0.00194	0.82	0.00341	0.42	0.00256	1.08	0.01541	*** 1.87
-3	-0.0003	-0.12	0.00313	0.37	0.00221	0.93	0.01763	** 2.05
-2	-0.001	-0.43	0.00211	0.24	-0.00070	-0.28	0.01696	*** 1.90
-1	0.00131	0.55	0.00342	0.37	0.00269	1.13	0.01965	** 2.13
0	0.00397	1.67	0.00739	0.78	0.00513	** 2.15	0.02479	** 2.60
1	-0.0025	-1.04	0.00492	0.5	-0.00170	-0.72	0.02308	** 2.35
2	-0.0009	-0.39	0.00399	0.4	-0.00140	-0.59	0.02167	** 2.14
3	-0.0018	-0.77	0.00215	0.21	0.00011	0.05	0.02179	** 2.10
4	-0.0048	-2.04	-0.0027	-0.25	-0.00390	-1.62	0.01792	1.68
5	-0.002	-0.84	-0.0047	-0.43	-0.00160	-0.66	0.01636	1.50
6	0.00193	0.81	-0.0028	-0.25	0.00293	1.23	0.01929	1.73
7	-0.0002	-0.08	-0.003	-0.26	0.00102	0.43	0.02031	*** 1.78
8	-0.0013	-0.53	-0.0042	-0.36	-0.00030	-0.12	0.02002	*** 1.72
9	0.00011	0.05	-0.0041	-0.35	0.00070	0.29	0.02071	*** 1.74
10	-0.0024	-1.02	-0.0065	-0.54	-0.00160	-0.66	0.01914	1.58
11	0.00541	2.28	-0.0011	-0.09	0.00707	* 2.97	0.02620	** 2.12
12	0.00479	2.02	0.00365	0.29	0.00559	** 2.34	0.03179	** 2.52
13	-0.0017	-0.72	0.00195	0.15	-0.00210	-0.90	0.02965	** 2.31
14	0.00352	1.48	0.00548	0.42	0.00393	***1.65	0.03358	** 2.57
15	-0.0011	-0.46	0.00438	0.33	0.00117	0.49	0.03475	* 2.62

주) *는 1% 유의수준에서 의미가 있음

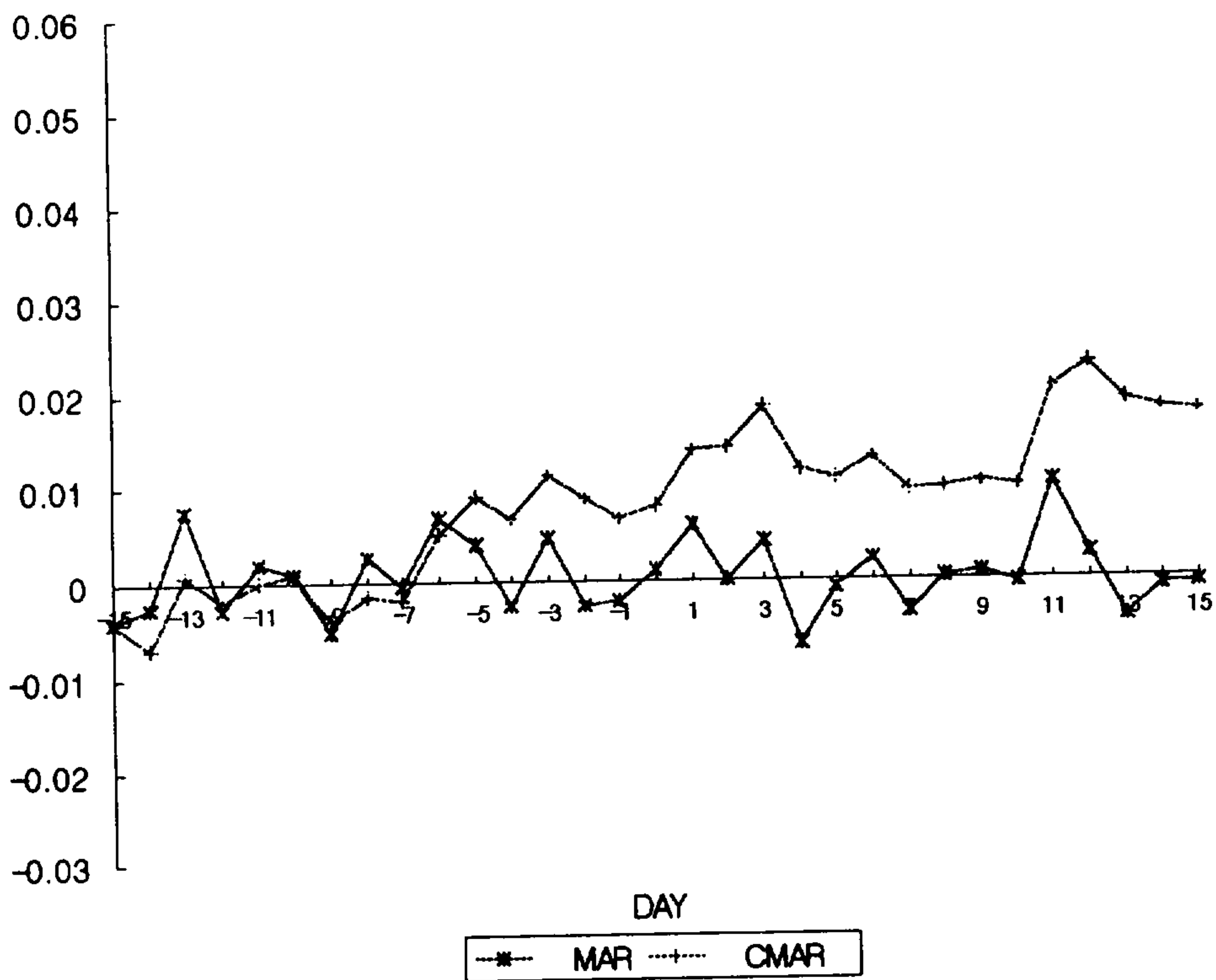
**는 5% 유의수준에서 의미가 있음

***는 10% 유의수준에서 의미가 있음

2) 분석기간 : 1985년 1월부터 1990년 12월까지

합병기업의 평균초과수익률(MAR), 누적평균초과수익률(CMAR)을 살펴 보면 <표5-3>과 <그림5-3> 같다.

<그림 5-3> 합병기업의 MAR과 CMAR(85.1~90.12)



합병기업의 공시일을 기준으로 평균초과수익률(MAR), 누적평균초과수익률(CMAR)을 살펴보면 유의적인 수준에는 못 미치지만 정(+)의 값을 나타내고 있다. 먼저 평균초과수익률(MAR)을 살펴보면 공시일을 기준으로 (-)13일, (-)6일, (+)11일에 각각 (+)0.76%, (+)0.68%, (+)1.02%의 유의적인 정(+)의 값을 보여주고 있으며, 공시일을 기준으로 하여 평균초과

수익률(MAR)의 경우 (-)15일부터 공시일까지 계속되는 등락의 결과 공시일까지 누적평균초과수익률(CMAR)은 0.78%를 나타내고 있다. 누적평균초과수익률(CMAR)이 (-)7일까지 떨어지고 있으나, (-)6일부터는 미미하지만 정(+)의 값을 나타내고 있으며, 공시일 이후 조정국면을 거쳐 꾸준한 평균초과수익률(MAR)의 증가로 (+)15일에는 1.74%의 누적평균초과수익률(CMAR)을 보여주고 있다. 그러나 CMAR의 값이 비록 (+)값을 기록했지만 꾸준한 상승세를 유지하지 못한 이유는 1988년까지 증시의 활황장세를 유지했던 주식가격이 1989년 하반기부터는 주가급락으로 이어지는 침체기의 시작으로 높은 CMAR을 나타내지 못한 것으로 추정된다. 이러한 분석결과는 유의적인 수준에는 못 미치지만 합병기업에 초과수익이 존재함을 나타내어 주는 증거라고 할 수 있다.

<표 5-3> 합병기업의 MAR과 CMAR(85.1~90.12)

DAY	AAR	T-값	CAAR	T-값	MAR	T-값	CMAR	T-값
-15	-0.0046	-1.4	-0.0046	-1.4	-0.00420	-1.22	-0.00420	-1.22
-14	-0.0054	-1.68	-0.01	-2.18	-0.00270	-0.78	-0.00680	-1.41
-13	0.00561	1.73	-0.0044	-0.78	0.00762	** 2.23	0.00080	0.14
-12	-0.0039	-1.19	-0.0083	-1.27	-0.00270	-0.79	-0.00190	-0.28
-11	0.00054	0.17	-0.0077	-1.06	0.00195	0.57	0.00005	0.01
-10	-0.0018	-0.56	-0.0095	-1.2	0.00086	0.25	0.00092	0.11
-9	-0.0064	-1.98	-0.0159	-1.86	-0.00510	-1.49	-0.00420	-0.46
-8	0.00138	0.43	-0.0146	-1.59	0.00267	0.78	-0.00150	-0.16
-7	-0.0022	-0.68	-0.0168	-1.72	-0.00040	-0.10	-0.00190	-0.18
-6	0.00512	1.58	-0.0117	-1.14	0.00689	* 2.02	0.00504	0.47
-5	0.00242	0.74	-0.0092	-0.86	0.00408	1.19	0.00911	0.81
-4	-0.0034	-1.05	-0.0127	-1.13	-0.00260	-0.76	0.00652	0.55
-3	0.00169	0.52	-0.011	-0.94	0.00471	1.38	0.01123	0.91
-2	-0.0021	-0.66	-0.0131	-1.08	-0.00250	-0.72	0.00878	0.69
-1	-0.0018	-0.54	-0.0149	-1.18	-0.00220	-0.63	0.00662	0.50
0	0.00109	0.34	-0.0138	-1.06	0.00121	0.36	0.00784	0.57
1	0.00434	1.34	-0.0094	-0.7	0.00606	*** 1.77	0.01389	0.99
2	0.00069	0.21	-0.0087	-0.63	0.00011	0.03	0.01400	0.97
3	0.00049	0.15	-0.0082	-0.58	0.00428	1.25	0.01828	1.23
4	-0.0096	-2.97	-0.0179	-1.23	-0.00670	***-1.95	0.01162	0.76
5	-0.0022	-0.68	-0.0201	-1.35	-0.00090	-0.26	0.01072	0.69
6	-0.0005	-0.15	-0.0206	-1.35	0.00221	0.65	0.01293	0.81
7	-0.0054	-1.66	-0.026	-1.67	-0.00350	-1.03	0.00941	0.57
8	-0.0002	-0.06	-0.0262	-1.65	0.00020	0.06	0.00961	0.57
9	-0.0002	-0.06	-0.0264	-1.63	0.00072	0.21	0.01033	0.61
10	-0.0019	-0.6	-0.0283	-1.71	-0.00040	-0.11	0.00995	0.57
11	0.00853	2.63	-0.0198	-1.17	0.01028	* 3.01	0.02023	1.14
12	0.00087	0.27	-0.0189	-1.1	0.00259	0.76	0.02282	1.26
13	-0.0041	-1.27	-0.023	-1.32	-0.00400	-1.17	0.01883	1.02
14	-0.0007	-0.22	-0.0237	-1.34	-0.00080	-0.24	0.01801	0.96
15	-0.0044	-1.36	-0.0282	-1.56	-0.00060	-0.16	0.01746	0.92

주) *는 1% 유의수준에서 의미가 있음

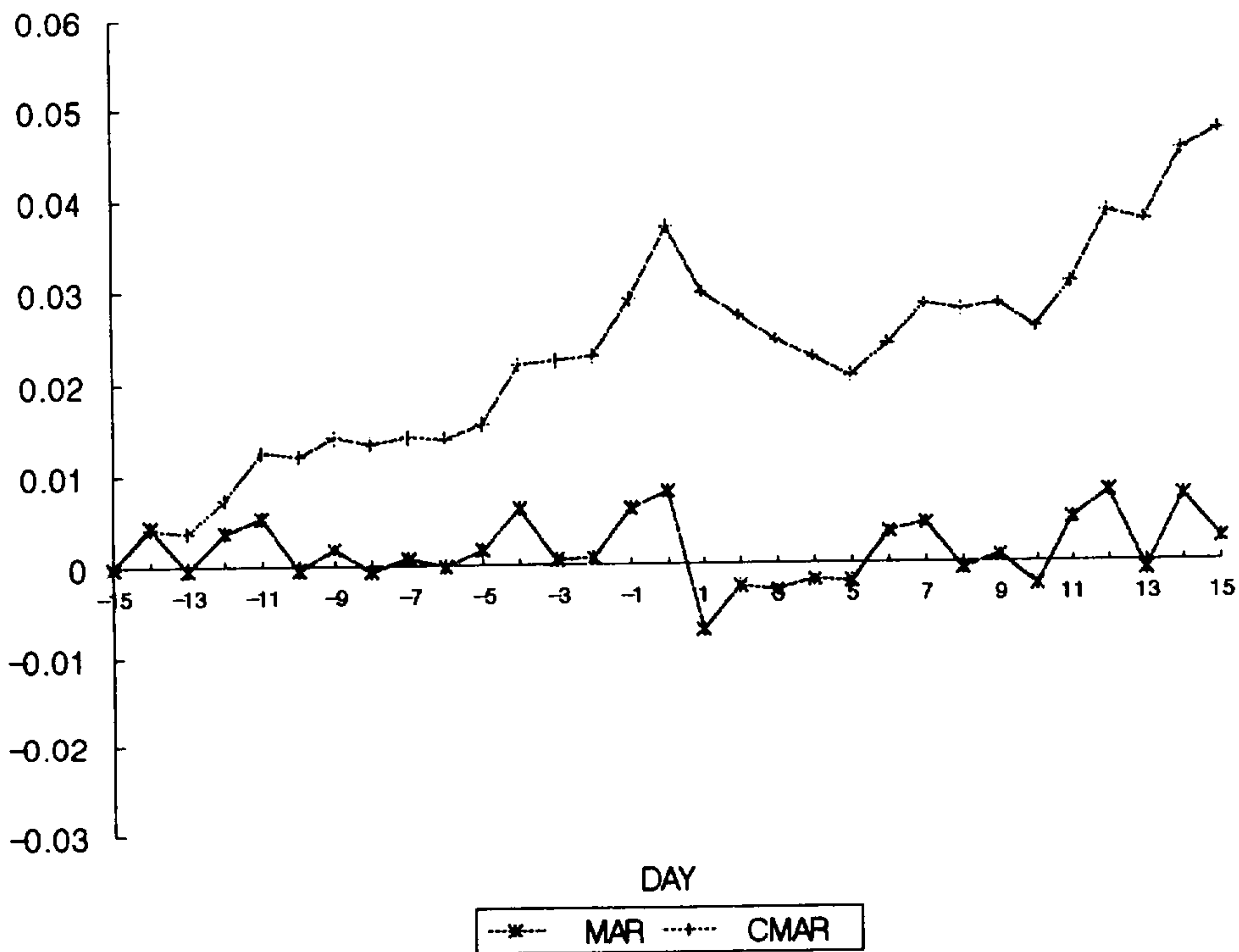
**는 5% 유의수준에서 의미가 있음

***는 10% 유의수준에서 의미가 있음

3) 분석기간 : 1991년 1월부터 1995년 12월까지

합병기업의 평균초과수익률(MAR), 누적평균초과수익률(CMAR)을 살펴 보면 <표5-4>와 <그림5-3> 같다.

<그림 5-4> 합병기업의 MAR과 CMAR(91.1~95.12)



합병기업의 누적평균초과수익률(CMAR)을 살펴보면 공시일을 기준으로 (-)4일, (-)3일, (-)2일, (-)1일, 0일, 1일, 2일에 각각 (+)2.17%, (+)2.21%, (+)2.27%, (+)2.89, (+)3.68, (+)2.96%, (+)2.71%로 평균초과수익률(MAR), 누적평균초과수익률(CMAR)모두 합병공시가 있었던 날을 기준으로 아주 큰 유의적인 정(+)의 초과수익률을 보여주고 있으며 공시일

을 기점으로 (+)5일까지 누적평균초과수익률(CMAR)이 감소하는 추세를 보이다가 (+)6일부터 (+)9일까지 조정국면을 보인다.

(+)10일 이후에는 누적평균초과수익률(CMAR)이 꾸준한 상승을 기록하여 (+)15일에는 4.70%의 높은 누적평균초과수익률(CMAR)을 기록하여 정(+)의 값을 나타내고 있다.

이러한 분석결과는 합병기업에 초과수익이 존재함을 나타내어 주는 증거라고 할 수 있다. 따라서 가설은 채택되어 진다.

전체적으로 합병기업의 평균초과수익률(MAR)과 누적평균초과수익률(CMAR)을 살펴보면 합병공시가 있었던 공시일에서 유의성이 아주 큰 정(+)의 초과수익을 보여주고 있다. 이는 합병의 공시가 증권시장에서 정보적인 내용을 담고 있는 것으로 해석할 수가 있다.

<표 5-4> 합병기업의 MAR과 CMAR(91.1~95.12)

DAY	AAR	T-값	CAAR	T-값	MAR	T-값	CMAR	T-값
-15	-0.0012	-0.41	-0.00123	-0.41	-0.00030	-0.09	-0.00030	-0.09
-14	0.00299	0.99	0.00175	0.41	0.00440	1.49	0.00412	0.99
-13	-0.0006	-0.2	0.00114	0.22	-0.00040	-0.15	0.00369	0.72
-12	0.0021	0.69	0.00324	0.54	0.00360	1.22	0.00730	1.24
-11	0.00428	1.41	0.00752	1.11	0.00512	*** 1.74	0.01242	*** 1.89
-10	-0.0002	-0.07	0.00731	0.99	-0.00040	-0.12	0.01206	*** 1.67
-9	0.00113	0.37	0.00845	1.05	0.00193	0.65	0.01399	*** 1.80
-8	-0.0012	-0.39	0.00726	0.85	-0.00060	-0.21	0.01337	1.60
-7	-0.0001	-0.03	0.00716	0.79	0.00063	0.22	0.01400	1.58
-6	0.00006	0.02	0.00722	0.75	-0.00020	-0.06	0.01383	1.49
-5	0.00187	0.62	0.00909	0.9	0.00168	0.57	0.01551	1.59
-4	0.00576	1.9	0.01485	1.41	0.00623	** 2.12	0.02174	** 2.13
-3	-0.0017	-0.56	0.01316	1.21	0.00043	0.15	0.02218	** 2.09
-2	-0.0002	-0.08	0.01293	1.14	0.00061	0.21	0.02278	** 2.07
-1	0.00349	1.15	0.01642	1.4	0.00615	** 2.09	0.02893	** 2.54
0	0.00602	1.99	0.02244	1.85	0.00792	* 2.69	0.03685	* 3.13
1	-0.0073	-2.41	0.01513	1.21	-0.00720	** -2.45	0.02962	** 2.44
2	-0.0021	-0.69	0.01304	1.01	-0.00250	-0.84	0.02714	** 2.17
3	-0.0035	-1.15	0.00955	0.72	-0.00290	-0.97	0.02428	*** 1.89
4	-0.0014	-0.48	0.00811	0.6	-0.00190	-0.64	0.02240	*** 1.70
5	-0.0019	-0.61	0.00626	0.45	-0.00200	-0.69	0.02036	1.51
6	0.00364	1.2	0.0099	0.7	0.00345	1.17	0.02381	*** 1.72
7	0.0035	1.16	0.01341	0.92	0.00426	1.45	0.02807	** 1.99
8	-0.002	-0.67	0.01138	0.77	-0.00070	-0.22	0.02742	*** 1.90
9	0.00033	0.11	0.01171	0.77	0.00068	0.23	0.02810	*** 1.91
10	-0.0028	-0.92	0.00894	0.58	-0.00240	-0.82	0.02568	*** 1.71
11	0.00319	1.05	0.01213	0.77	0.00478	1.62	0.03045	** 1.99
12	0.00757	2.5	0.0197	1.23	0.00772	* 2.62	0.03817	** 2.45
13	0.00003	0.01	0.01973	1.21	-0.00080	-0.28	0.03735	** 2.35
14	0.00653	2.16	0.02626	1.58	0.00731	** 2.48	0.04466	* 2.77
15	0.00127	0.42	0.02753	1.63	0.00240	0.82	0.04706	* 2.87

주) *는 1% 유의수준에서 의미가 있음

**는 5% 유의수준에서 의미가 있음

***는 10% 유의수준에서 의미가 있음

2. 가설 2의 검증

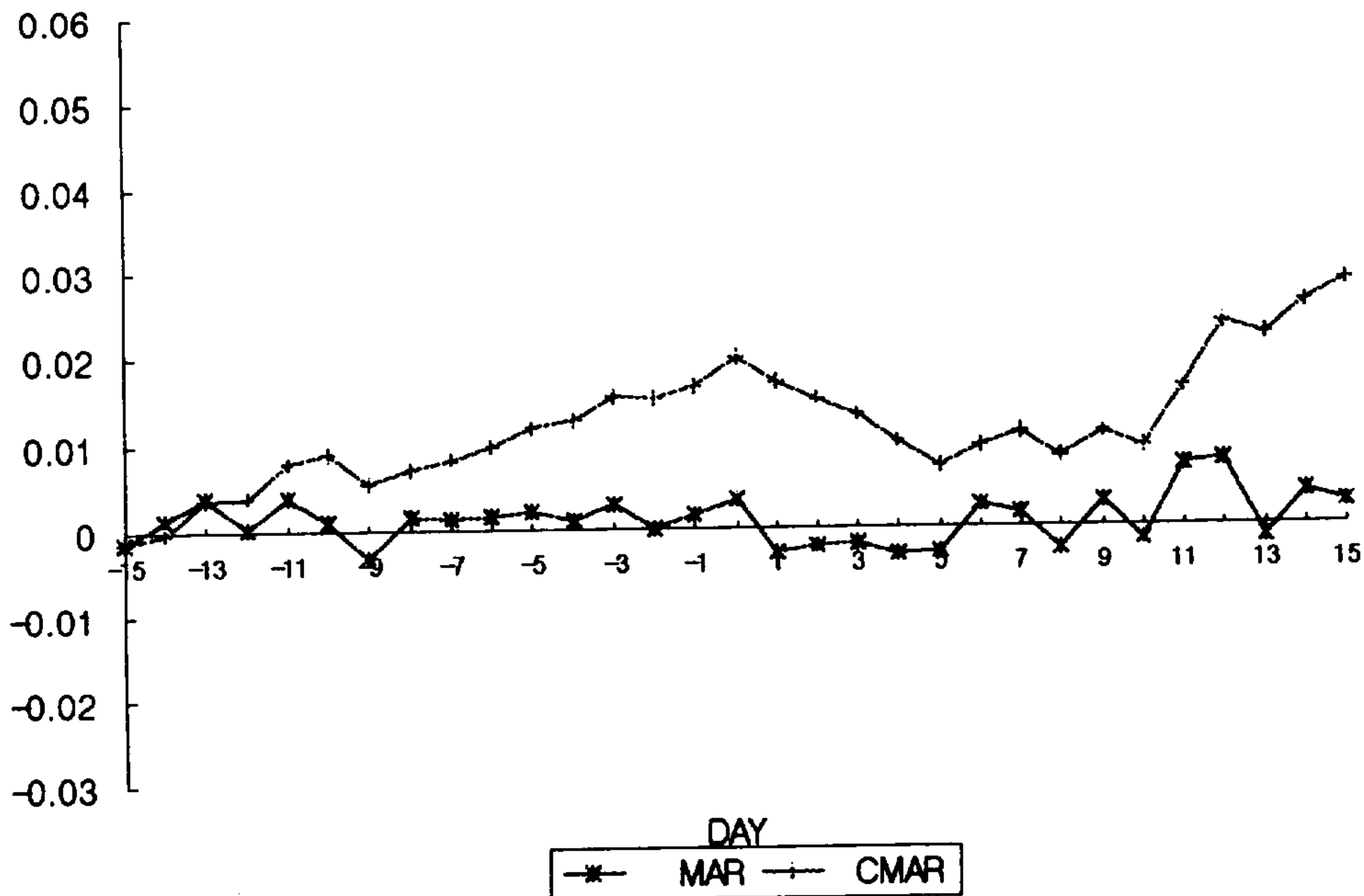
합병기업의 계열여부에 따른 초과수익률의 존재유무에 대한 검증

합병기업을 계열간의 합병과 비계열간의 합병으로 나누어 초과수익률의 차이를 검증한 결과가 <표 5-5>과 <그림 5-5>, <표 5-6>와 <그림 5-6>에 나타나 있다.

(1) 피합병기업이 계열기업인 경우

<표 5-5>과 <그림 5-5>에서 보듯이 계열기업의 평균초과수익률(MAR), 누적평균초과수익률(CMAR)은 <표 5-5>에 제시되어 있고 이를 그림으로 나타낸 것이 <그림 5-5>이다.

<그림 5-5> 피합병기업이 계열기업인 경우의 MAR과 CMAR



(-)14일, (-)13일, (-)12일에 각각 (-)0.03%, (+)0.35%, (+)0.37%로 통계적 유의수준에는 못 미치지만 서서히 누적평균초과수익률(CMAR)이 상승하여 미미하지만 정(+)의 초과수익을 나타내고 있다. 공시전후로 (-)1일, 0일, (+)1일에도 정(+)의 값을 나타내고 공시일 이후에 등락을 반복하여 다시 (+)12일에 유의수준 10%에서 누적평균초과수익률(CMAR)이 2.35%를 나타내어 보이고, 이후에 상승은 계속되어 누적평균초과수익률(CMAR)의 꾸준한 상승세를 보이고 있어 (+)15일에는 (+)2.86%의 높은 누적평균초과수익률(CMAR)을 나타내고 있다.

이는 주주들이 계열간 합병의 정보에 무관심하다가 합병공시일 경에는 약간의 기대, 즉 같은 계열기업이 합병을 하게됨으로써 더 많은 시너지 효과를 갖게 될 것이라는 기대로 볼 수 있다. 계열기업간의 합병은 피합병기업의 제반환경에 대하여 정통하여 경영악화때 구제, 지원하거나 그룹차원에서 가장 적합한 대상을 선정하여 합병이 이루어지므로 조직재정비, 재무구조개선 등 경영의 합리화계획 및 제반 시너지효과를 기대할 수 있고, 비계열회사와의 공개적인 합병보다는 절차가 간결하고 불확실성이 적으며, 합병에 있어서 경쟁이 거의 없으므로 합병기업에 의해 일방적인 추진이 가능하여 모든 합병조건에서 유리하게 이루어지므로 통계적 유의수준에는 못 미치지만 초과수익률을 가져온다고 할 수 있다.

<표 5-5> 피합병기업이 계열기업인 경우의 MAR과 CMAR

DAY	AAR	T-값	CAAR	T-값	MAR	T-값	CMAR	T-값
-15	-0.0025	-0.93	-0.00246	-0.93	-0.00150	-0.55	-0.00150	-0.55
-14	-0.001	-0.36	-0.00341	-0.91	0.00121	0.45	-0.00030	-0.07
-13	0.00286	1.07	0.00191	-0.12	0.00381	1.42	0.00356	0.77
-12	-0.0007	-0.27	0.00214	-0.24	0.00016	0.06	0.00372	0.69
-11	0.00377	1.42	0.00305	0.42	0.00397	1.48	0.00769	1.28
-10	0.00029	0.11	0.00406	0.43	0.00109	0.41	0.00878	1.34
-9	-0.0041	-1.53	-0.00378	-0.18	-0.00330	-1.22	0.00552	0.78
-8	0.00093	0.35	-0.00314	-0.05	0.00145	0.54	0.00697	0.92
-7	-0.0003	-0.11	0.00064	-0.08	0.00115	0.43	0.00811	1.01
-6	0.00133	0.5	0.00104	0.08	0.00154	0.57	0.00965	1.14
-5	0.00124	0.47	0.00257	0.22	0.00194	0.73	0.01160	1.31
-4	0.00053	0.2	0.00177	0.27	0.00096	0.36	0.01256	1.35
-3	0.00066	0.25	0.00119	0.32	0.00281	1.05	0.01537	1.59
-2	-0.0001	-0.05	0.00053	0.3	-0.00020	-0.08	0.01517	1.51
-1	0.00065	0.24	0.00052	0.35	0.00137	0.51	0.01654	1.59
0	0.00283	1.06	0.00348	0.61	0.00335	1.25	0.01989	*** 1.86
1	-0.0029	-1.09	-0.00006	0.32	-0.00290	-1.08	0.01700	1.54
2	-0.0019	-0.7	-0.00475	0.15	-0.00210	-0.77	0.01493	1.31
3	-0.0032	-1.22	-0.0051	-0.13	-0.00190	-0.70	0.01306	1.12
4	-0.0036	-1.33	-0.00679	-0.43	-0.00320	-1.19	0.00988	0.82
5	-0.0028	-1.03	-0.0063	-0.64	-0.00300	-1.12	0.00688	0.56
6	0.00205	0.77	-0.0007	-0.46	0.00247	0.92	0.00935	0.74
7	0.00035	0.13	0.0024	-0.43	0.00155	0.58	0.01090	0.85
8	-0.0033	-1.25	-0.00298	-0.67	-0.00280	-1.05	0.00810	0.62
9	0.00223	0.84	-0.0011	-0.49	0.00272	1.02	0.01082	0.81
10	-0.0021	-0.79	0.00012	-0.64	-0.00160	-0.61	0.00920	0.67
11	0.0053	1.99	0.00319	-0.24	0.00692	* 2.58	0.01611	1.16
12	0.00654	2.46	0.01184	0.23	0.00747	* 2.79	0.02358	*** 1.66
13	-0.0003	-0.12	0.00623	0.2	-0.00150	-0.54	0.02214	1.53
14	0.00342	1.29	0.00311	0.43	0.00384	1.43	0.02598	*** 1.77
15	0.00051	0.19	0.00393	0.46	0.00266	0.99	0.02864	*** 1.92

주) *는 1% 유의수준에서 의미가 있음

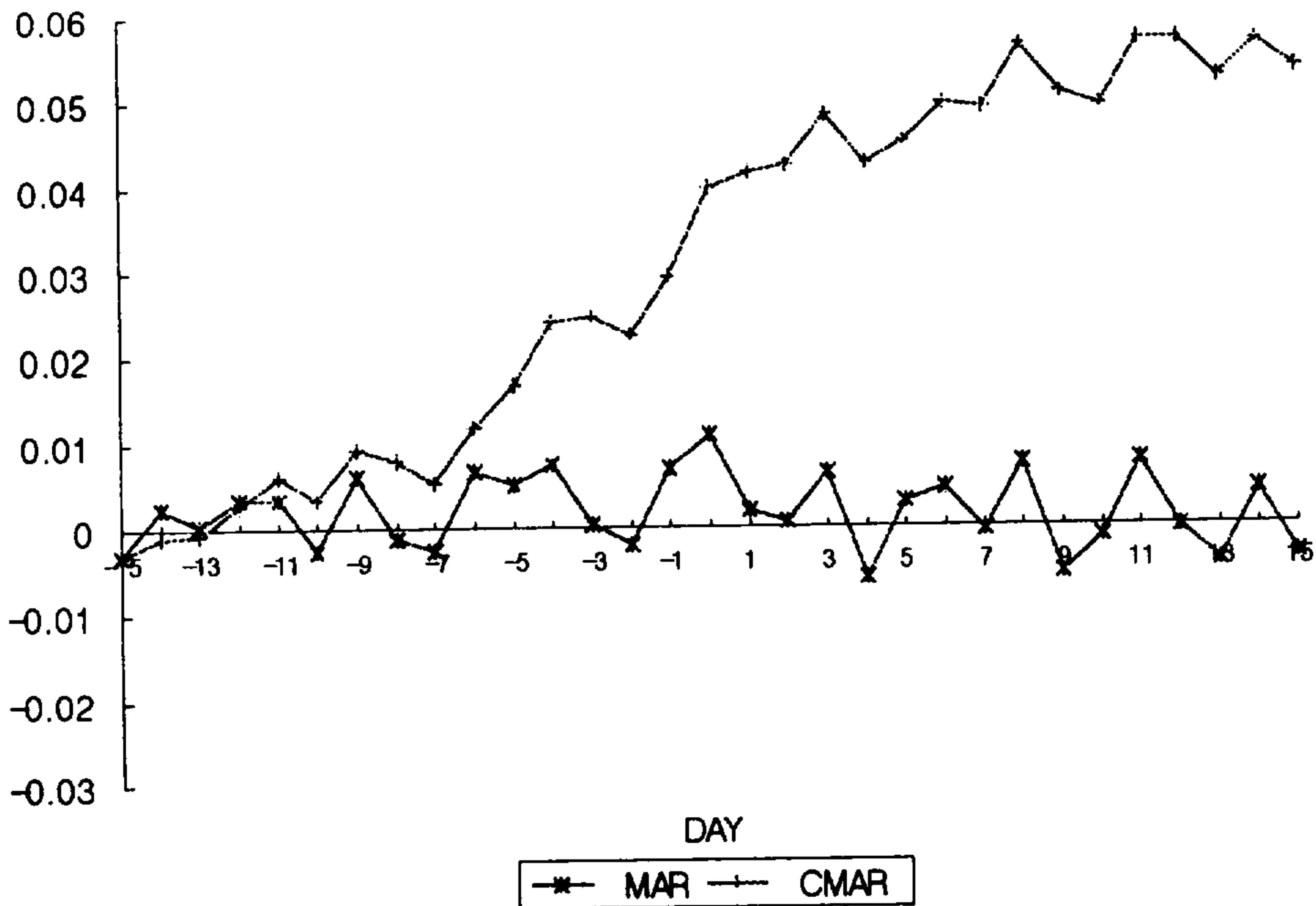
**는 5% 유의수준에서 의미가 있음

***는 10% 유의수준에서 의미가 있음

(2) 피합병기업이 비계열기업인 경우

<표 5-6>과 <그림 5-6>에서 보듯이 계열기업의 평균초과수익률(MAR), 누적평균초과수익률(CMAR)의 결과는 <표 5-6>에 제시되어 있고 이를 그림으로 나타낸 것이 <그림 5-6>이다.

<그림 5-6> 피합병기업이 비계열기업인 경우의 MAR과 CMAR



<그림 5-6>에서 보는 바와 같이 평균초과수익률(MAR)과 누적평균초과수익률(CMAR)의 등락이 심하며, 공시전 (-)15일, (-)14일, (-)13일, (-)12일에 각각 (-)0.32%, (-)0.10%, (-)0.08%, (+)0.27%로 유의적인 수준에는 미치지 못하지만 정(+)의 초과수익률을 나타내며, 공시일을 전후하여 (-)1일, 0일, (+)1일에 각각 (+)2.91%, (+)3.97%, (+)4.16%의 누적평균초과수익률(CMAR)을 나타낸다. 공시일부터 (+)15일까지 등락을 반복

하며 불안한 상승을 한다. 초과수익이 공시일전부터 꾸준히 상승세를 나타내지만 (+)3일을 고비로 조정국면에 있다가 다시 (+)11일부터 상승하는 것처럼 보이는데 (+)15일에는 누적평균초과수익률(CMAR)이 5.33%로 뚝 떨어지는 것을 볼 수 있는데 이는 계열기업과의 합병인 경우 초과수익이 공시일 이전부터 꾸준히 상승하였던 것과는 대조적이다. 합병시 계열기업처럼 일방적인 조건으로 합병이 어렵고, 계열간의 합병보다 많은 비용부담에 따른 결과로 보인다.

따라서 계열기업인 경우 꾸준한 상승을 보여주지만, 비계열합병인 경우 다른 결과를 보여주는데 이것은 우리 나라 기업합병의 대부분이 계열기업간에 이루어져 비계열기업인 경우의 수가 부족하여 다수기업의 평균을 통한 안정이 제대로 이루어지지 못했다고 볼 수 있다.

전체적으로 통계적인 유의성은 없었고 비계열기업과 합병한 경우에 대체로 불안정한 상승의 반복을 거듭하지만, 공시일을 이후로 하여 계열기업간의 합병인 경우가 더 높은 초과수익률이 발생하는 것으로 나타나 가설2는 기각되지 않는다고 볼 수 있다.

<표 5-6> 피합병기업이 비계열기업인 경우의 MAR과 CMAR

DAY	AAR	T-값	CAAR	T-값	MAR	T-값	CMAR	T-값
-15	-0.00309	-0.58	-0.0031	-0.58	-0.00320	-0.60	-0.00320	-0.60
-14	-0.00079	0.15	-0.0023	-0.31	0.00225	0.42	-0.00100	-0.13
-13	-0.00071	-0.13	-0.003	-0.33	0.00021	0.04	-0.00080	-0.08
-12	0.00066	0.12	-0.0023	-0.22	0.00349	0.65	0.00272	0.25
-11	-0.00045	-0.08	-0.0028	-0.24	0.00331	0.62	0.00603	0.50
-10	-0.00442	-0.83	-0.0072	-0.56	-0.00270	-0.50	0.00333	0.25
-9	0.00431	0.81	-0.0029	-0.21	0.00593	1.10	0.00926	0.65
-8	-0.00331	-0.62	-0.0062	-0.41	-0.00140	-0.26	0.00785	0.52
-7	-0.00305	-0.58	-0.0093	-0.58	-0.00260	-0.48	0.00527	0.33
-6	0.00468	0.88	-0.0046	-0.27	0.00650	1.21	0.01177	0.69
-5	0.00472	0.89	0.00014	0.01	0.00492	0.92	0.01668	0.94
-4	0.00623	1.17	0.00637	0.35	0.00743	1.38	0.02411	1.30
-3	-0.00316	-0.6	0.00321	0.17	0.00038	0.07	0.02449	1.27
-2	-0.00374	-0.71	-0.0005	-0.03	-0.00210	-0.39	0.02241	1.12
-1	0.00333	0.63	0.00281	0.14	0.00673	1.25	0.02914	1.40
0	0.00744	1.4	0.01025	0.48	0.01057	** 1.97	0.03971	*** 1.85
1	-0.00117	-0.22	0.00908	0.42	0.00189	0.35	0.04160	*** 1.88
2	0.0019	0.36	0.01098	0.49	0.00062	0.12	0.04221	*** 1.85
3	0.00244	0.46	0.01342	0.58	0.00615	1.15	0.04837	** 2.07
4	-0.0088	-1.66	0.00462	0.19	-0.00600	-1.11	0.04242	*** 1.77
5	0.00029	0.05	0.00491	0.2	0.00279	0.52	0.04520	*** 1.84
6	0.00155	0.29	0.00646	0.26	0.00434	0.81	0.04955	** 1.97
7	-0.00185	-0.35	0.00461	0.18	-0.00060	-0.11	0.04897	*** 1.90
8	0.00501	0.95	0.00962	0.37	0.00735	1.37	0.05632	** 2.14
9	-0.00635	-1.2	0.00326	0.12	-0.00550	-1.02	0.05084	*** 1.90
10	-0.00339	-0.64	-0.0001	0	-0.00140	-0.27	0.04941	*** 1.81
11	0.00575	1.08	0.00562	0.2	0.00752	1.40	0.05693	** 2.04
12	-0.00055	-0.1	0.00507	0.18	-0.00010	-0.03	0.05678	** 2.00
13	-0.00593	-1.12	-0.0009	-0.03	-0.00430	-0.79	0.05253	*** 1.82
14	0.00385	0.73	0.00299	0.1	0.00420	0.78	0.05672	*** 1.93
15	-0.00599	-1.13	-0.003	-0.1	-0.00340	-0.62	0.05337	*** 1.79

주) *는 1% 유의수준에서 의미가 있음

**는 5% 유의수준에서 의미가 있음

***는 10% 유의수준에서 의미가 있음

3. 가설 3의 검증

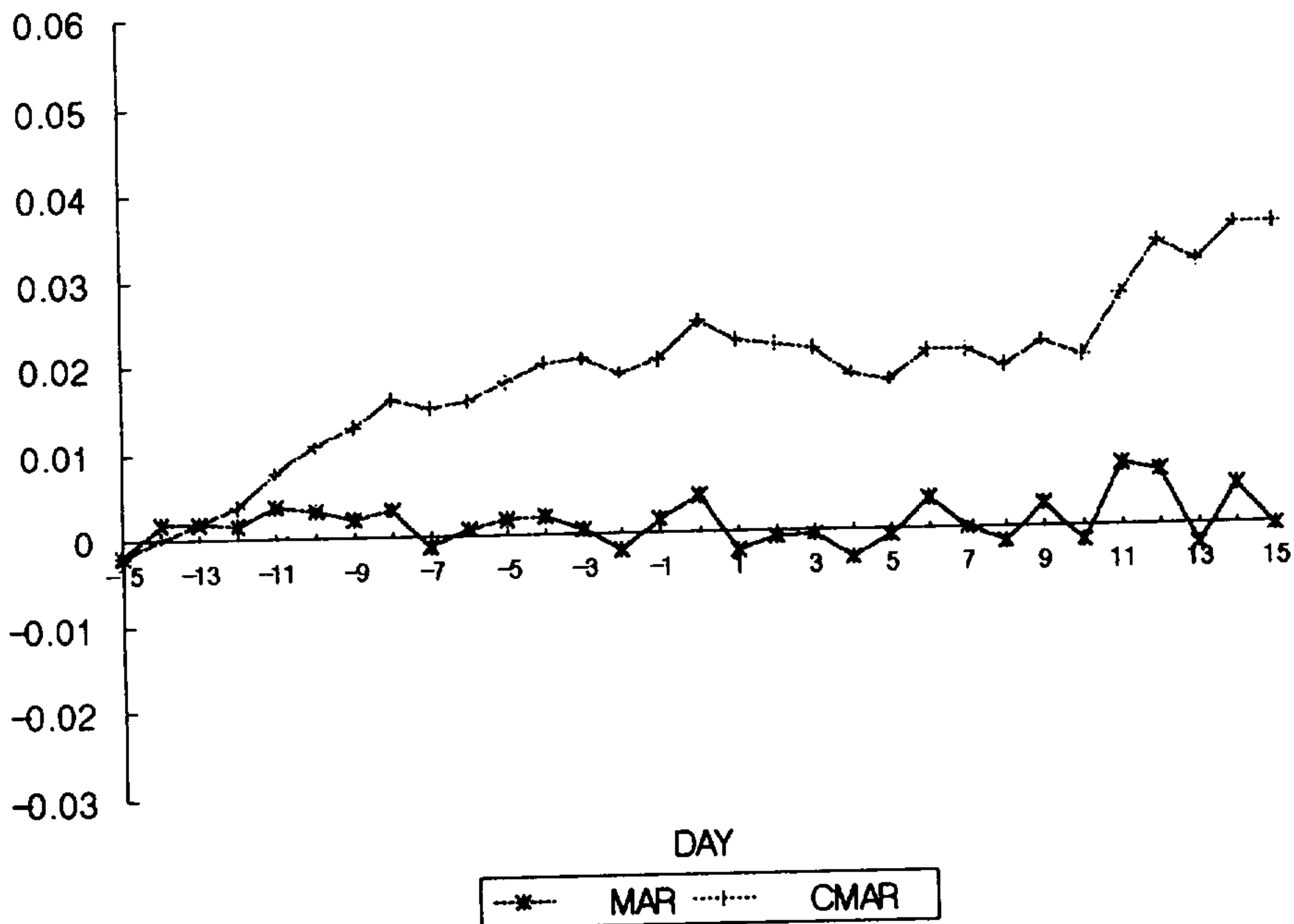
합병기업의 관련여부에 따른 초과수익률의 존재유무에 대한 검증

합병형태를 관련합병(수평적, 수직적)과 비관련합병(다각적)으로 나누어 초과수익률의 차이를 검증한 결과가 <표 5-7>과 <그림 5-7>, <표 5-8>와 <그림 5-8>에 나타나 있다.

(1) 합병기업과 피합병기업이 관련합병인 경우

<표 5-7>과 <그림 5-7>에서 보듯이 계열기업의 평균초과수익률(MAR), 누적평균초과수익률(CMAR)의 결과는 <표 5-7>에 제시되어 있고 이를 그림으로 나타낸 것이 <그림 5-7>이다.

<그림 5-7> 관련합병인 경우의 MAR과 CMAR



관련합병 기업의 경우 (-)10일, (-)9일에 각각 (+)1.06%, (+)1.28%의 누적평균초과수익률(CMAR)을 나타내고 이후 꾸준한 누적평균초과수익률(CMAR)의 상승을 보이고 있어 5% 유의수준에서 유의적인 초과수익률을 나타내고 있으며, 누적평균초과수익률(CMAR)은 (-)15일 하락 이후 꾸준히 상승한다. 그 상승은 공시일까지 계속되다가 (+)1일부터 약간의 하락세를 보이고 있다. 그러나 (+)11일 이후 높은 누적평균초과수익률(CMAR)을 나타내고 있다. 공시일 전후로 (-)1일, 0일, (+)1일에 각각 (+)2%, (+)2.43%, (+)2.22%의 누적평균초과수익률(CMAR)을 나타내어 통계적인 유의성을 보여주었고, (-)10일 이후부터 (+)15일까지 약 5%~10%의 유의적인 수준으로 초과수익을 나타내고 있다. 피합병회사가 관련기업일 경우에는 <표 5-6>과 <그림 5-6>에서 보듯이, 전체적으로 누적평균초과수익률(CMAR)은 꾸준한 상승세를 나타내고 있다. 위에서 알 수 있듯이 투자자들에게 관련기업간의 M&A는 수평적·수직적 합병을 통하여 경제적 시너지를 추구할 목적으로 이루어진 형태로 동종산업과 관련산업과의 합병을 의미하고, 생산 및 관리부문에서 규모의 경제효과를 얻을 수 있을 뿐만 아니라 전문화로 인한 시장지배력을 증가시켜 기업의 가치증대를 가져올 수 있는 것을 보여준다.

<표 5-7> 관련합병인 경우의 MAR과 CMAR

DAY	AAR	T-값	CAAR	T-값	MAR	T-값	CMAR	T-값
-15	-0.0026	-1.01	-0.0026	-1.01	-0.00200	-0.79	-0.00200	-0.79
-14	0.00018	0.07	-0.0024	-0.66	0.00203	0.79	0.00000	0.00
-13	0.00094	0.37	-0.0015	-0.33	0.00203	0.79	0.00203	0.46
-12	0.00033	0.13	-0.0011	-0.22	0.00173	0.67	0.00375	0.73
-11	0.00316	1.24	0.00203	0.35	0.00380	1.48	0.00755	1.32
-10	0.00202	0.79	0.00405	0.65	0.00313	1.22	0.01068	***1.70
-9	0.00159	0.62	0.00564	0.83	0.00215	0.84	0.01284	***1.90
-8	0.00221	0.87	0.00786	1.09	0.00318	1.24	0.01602	**2.21
-7	-0.0026	-1.02	0.00526	0.68	-0.00120	-0.47	0.01481	***1.93
-6	0.00035	0.14	0.0056	0.69	0.00084	0.33	0.01566	***1.93
-5	0.00183	0.72	0.00744	0.88	0.00198	0.77	0.01764	**2.08
-4	0.0017	0.66	0.00914	1.03	0.00212	0.83	0.01976	**2.23
-3	-0.0023	-0.89	0.00687	0.75	0.00068	0.26	0.02044	**2.21
-2	-0.0021	-0.83	0.00474	0.5	-0.00200	-0.77	0.01847	***1.93
-1	0.00044	0.17	0.00518	0.52	0.00160	0.62	0.02007	**2.02
0	0.00331	1.29	0.0085	0.83	0.00428	*** 1.67	0.02435	**2.38
1	-0.0027	-1.05	0.00581	0.55	-0.00210	-0.84	0.02221	**2.10
2	-0.0001	-0.05	0.00567	0.52	-0.00070	-0.26	0.02155	**1.98
3	-0.0026	-1.02	0.00307	0.28	-0.00040	-0.16	0.02113	***1.89
4	-0.0044	-1.74	-0.0014	-0.12	-0.00320	-1.26	0.01791	1.56
5	-0.0009	-0.36	-0.0023	-0.2	-0.00080	-0.31	0.01713	1.46
6	0.00283	1.11	0.00054	0.04	0.00337	1.32	0.02050	***1.71
7	-0.0007	-0.29	-0.0002	-0.02	0.00002	0.01	0.02052	***1.67
8	-0.0024	-0.94	-0.0026	-0.21	-0.00170	-0.65	0.01886	1.50
9	0.00297	1.16	0.00036	0.03	0.00262	1.02	0.02148	***1.68
10	-0.0029	-1.12	-0.0025	-0.19	-0.00180	-0.69	0.01970	1.51
11	0.0054	2.11	0.0029	0.22	0.00710	* 2.77	0.02680	**2.02
12	0.00502	1.96	0.00792	0.59	0.00625	** 2.44	0.03305	**2.44
13	-0.0013	-0.52	0.0066	0.48	-0.0023	-0.90	0.03074	**2.23
14	0.00434	1.7	0.01094	0.78	0.00439	*** 1.71	0.03513	**2.51
15	-0.0027	-1.07	0.0082	0.58	-0.00010	-0.04	0.03503	**2.46

주) *는 1% 유의수준에서 의미가 있음

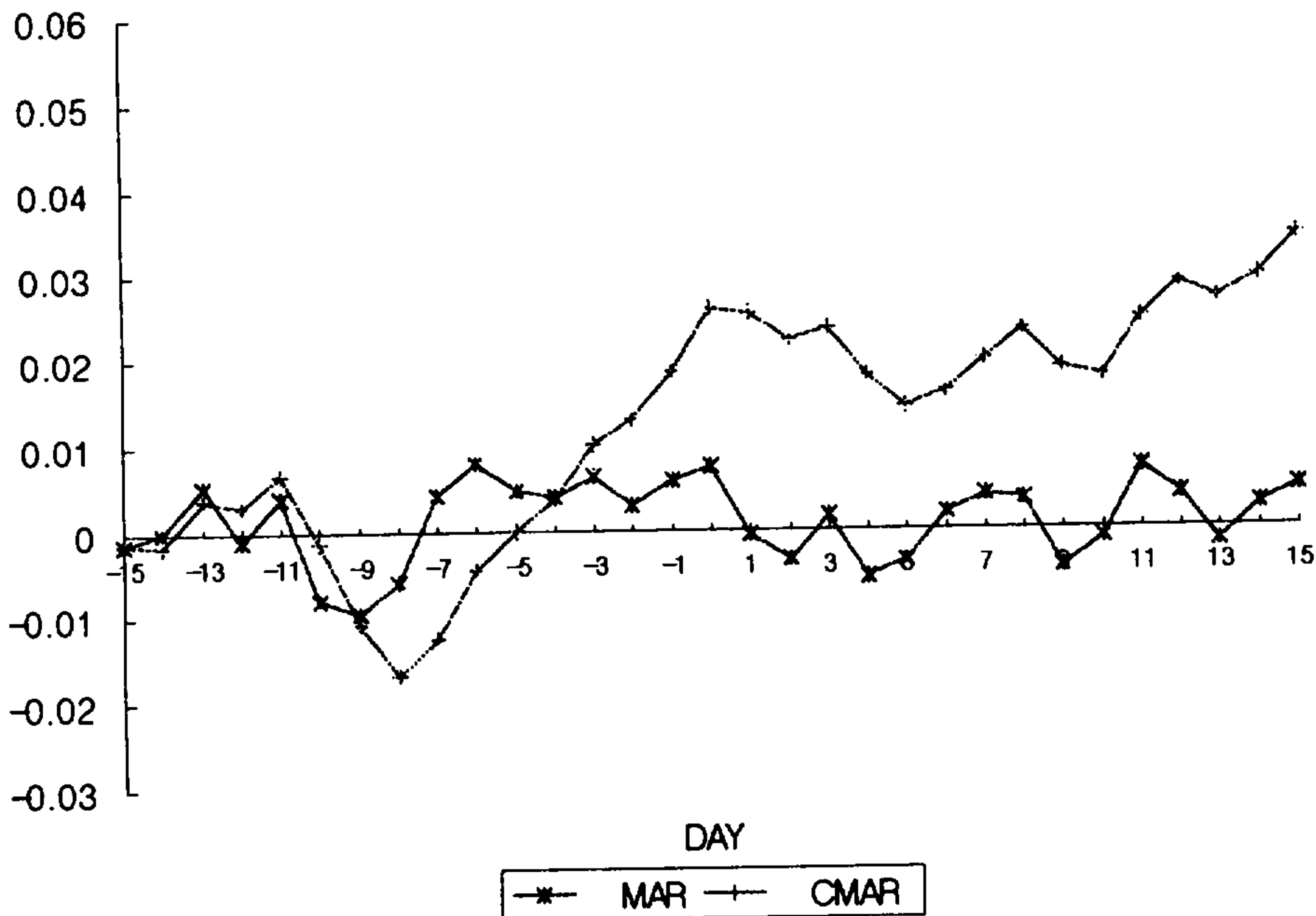
**는 5% 유의수준에서 의미가 있음

***는 10% 유의수준에서 의미가 있음

(2) 피합병기업이 비관련합병인 경우

<표 5-8>과 <그림 5-8>를 보듯이 계열기업의 평균초과수익률(MAR), 누적평균초과수익률(CMAR)의 결과는 <표 5-8>에 제시되어 있고 이를 그림으로 나타낸 것이 <그림 5-8>이다.

<그림 5-8> 비관련합병인 경우의 MAR과 CMAR



비관련합병의 기업의 경우 공시전 (-)15일부터 (-)8일까지 등락이 심하여 조정국면을 맞는 듯 했다. (-)5일에는 통계적 유의성은 없으나 누적평균초과수익률(CMAR)이 (-)0.01%로 부(-)의 값을 기록했지만 누적평균초과수익률(CMAR)이 서서히 상승하는 것을 볼 수 있다. 공시일을 전후로 (-)1일, 0일, (+)1일에는 통계적 유의성에는 못 미치지만 (+)1.85%, (+)2.59%, (+)2.54%의 누적평균초과수익률(CMAR)을 보여준

다. 통계적 유의성은 적지만 합병공시일에는 평균초과수익률(MAR)이 (+)0.74%, 누적평균초과수익률(CMAR)이 (+)0.25%로 유의수준에는 못 미치지만, 미미한 정(+)의 초과수익률을 나타내고 있다. 공시일 이후에는 조정국면을 거쳐 누적평균초과수익률(CMAR)은 꾸준히 상승하여 기업합병에 의한 기업가치 상승효과의 기대를 반영하고 있다. 전체적으로 피합병기업이 관련기업인 경우보다 누적평균초과수익률(CMAR)의 상승폭이 낮게 형성됨을 보여주고 있으며 전반적인 추세는 관련합병과 유사하나 관련합병과 비관련합병과의 차이가 그래프에 잘 나타나 있듯이 관련합병이 비관련합병보다 큰 초과수익률을 보이고 있다.

비관련합병은 이종산업간의 업종다각화를 도모하여 시너지를 추구하는 다각적합병을 의미하는데 최근에는 기업의 성장극대화를 위한 방편으로 이용되고 있으며 비관련합병을 통한 위험감소효과 보다 관련기업의 누적평균초과수익률(CMAR)값이 비관련기업의 누적평균초과수익률(CMAR)값보다 전체적으로 크게 나타나 있음을 보여주며, 이것은 관련기업합병에 대하여 기업의 전망을 낙관하고 있으며 생산, 판매 등 기업활동 부문에서 규모의 경제실현, 시장지배력 증대 등 기업가치를 높일 수 있다는 투자자들의 기대로 풀이된다. 우리 나라의 선행연구인 장영광(1985)연구와 이석규(1989)연구에서는 비관련적합병의 초과수익률이 높은 것으로 나타났지만, 기존의 다른 연구에서는 본 연구와 같이 관련적합병의 초과수익률이 높은 것으로 연구된 것도 있다. 본 연구에서는 관련합병이 비관련합병보다 더 높은 초과수익률을 제공하기 때문에 가설 3은 기각되지 않는다.

<표 5-8> 피합병기업이 비관련합병인 경우의 MAR과 CMAR

DAY	AAR	T-값	CAAR	T-값	MAR	T-값	CMAR	T-값
-15	-0.0027	-0.54	-0.0027	-0.54	-0.00154	-0.30	-0.00150	-0.30
-14	-0.0024	-0.47	-0.0051	-0.72	-0.00004	-0.01	-0.00160	-0.22
-13	0.00477	0.94	-0.0004	-0.04	0.00532	1.03	0.00374	0.42
-12	-0.0023	-0.45	-0.0027	-0.26	-0.00103	-0.20	0.00271	0.26
-11	0.00155	0.31	-0.0011	-0.1	0.00383	0.74	0.00654	0.56
-10	-0.0087	-1.73	-0.0098	-0.79	-0.00793	-1.53	-0.00140	-0.11
-9	-0.0117	-2.32	-0.0216	-1.61	-0.00950	* -1.83	-0.01090	-0.79
-8	-0.0064	-1.27	-0.028	-1.96	-0.00585	-1.13	-0.01670	-1.14
-7	0.00343	0.68	-0.0246	-1.62	0.00409	0.79	-0.01260	-0.81
-6	0.00707	1.4	-0.0175	-1.09	0.00797	1.54	-0.00470	-0.29
-5	0.00282	0.56	-0.0147	-0.87	0.00456	0.88	-0.00010	-0.01
-4	0.00259	0.51	-0.0121	-0.69	0.00375	0.72	0.00364	0.20
-3	0.00509	1.01	-0.007	-0.38	0.00637	1.23	0.01001	0.54
-2	0.00198	0.39	-0.005	-0.27	0.00286	0.55	0.01287	0.66
-1	0.00366	0.72	-0.0014	-0.07	0.00566	1.09	0.01853	0.92
0	0.00575	1.14	0.00439	0.22	0.00744	1.44	0.02596	1.25
1	-0.0019	-0.37	0.0025	0.12	-0.00053	-0.10	0.02543	1.19
2	-0.0031	-0.61	-0.0006	-0.03	-0.00341	-0.66	0.02202	1.00
3	0.00023	0.05	-0.0003	-0.02	0.00155	0.30	0.02358	1.04
4	-0.0059	-1.17	-0.0063	-0.28	-0.00563	-1.09	0.01794	0.77
5	-0.0049	-0.97	-0.0112	-0.48	-0.00368	-0.71	0.01426	0.60
6	-0.0005	-0.1	-0.0117	-0.49	0.00174	0.34	0.01600	0.66
7	0.00126	0.25	-0.0105	-0.43	0.00375	0.72	0.01975	0.79
8	0.00183	0.36	-0.0086	-0.35	0.00341	0.66	0.02316	0.91
9	-0.0076	-1.51	-0.0163	-0.64	-0.00452	-0.87	0.01864	0.72
10	-0.0012	-0.25	-0.0175	-0.68	-0.00103	-0.20	0.01761	0.67
11	0.00543	1.07	-0.0121	-0.46	0.006960	1.34	0.02457	0.91
12	0.00416	0.82	-0.0079	-0.3	0.003800	0.73	0.02837	1.03
13	-0.0027	-0.54	-0.0106	-0.39	-0.001670	-0.32	0.02670	0.96
14	0.00132	0.26	-0.0093	-0.34	0.002690	0.52	0.02939	1.04
15	0.00336	0.66	-0.006	-0.21	0.004620	0.89	0.03401	1.18

주) *는 1% 유의수준에서 의미가 있음

**는 5% 유의수준에서 의미가 있음

***는 10% 유의수준에서 의미가 있음

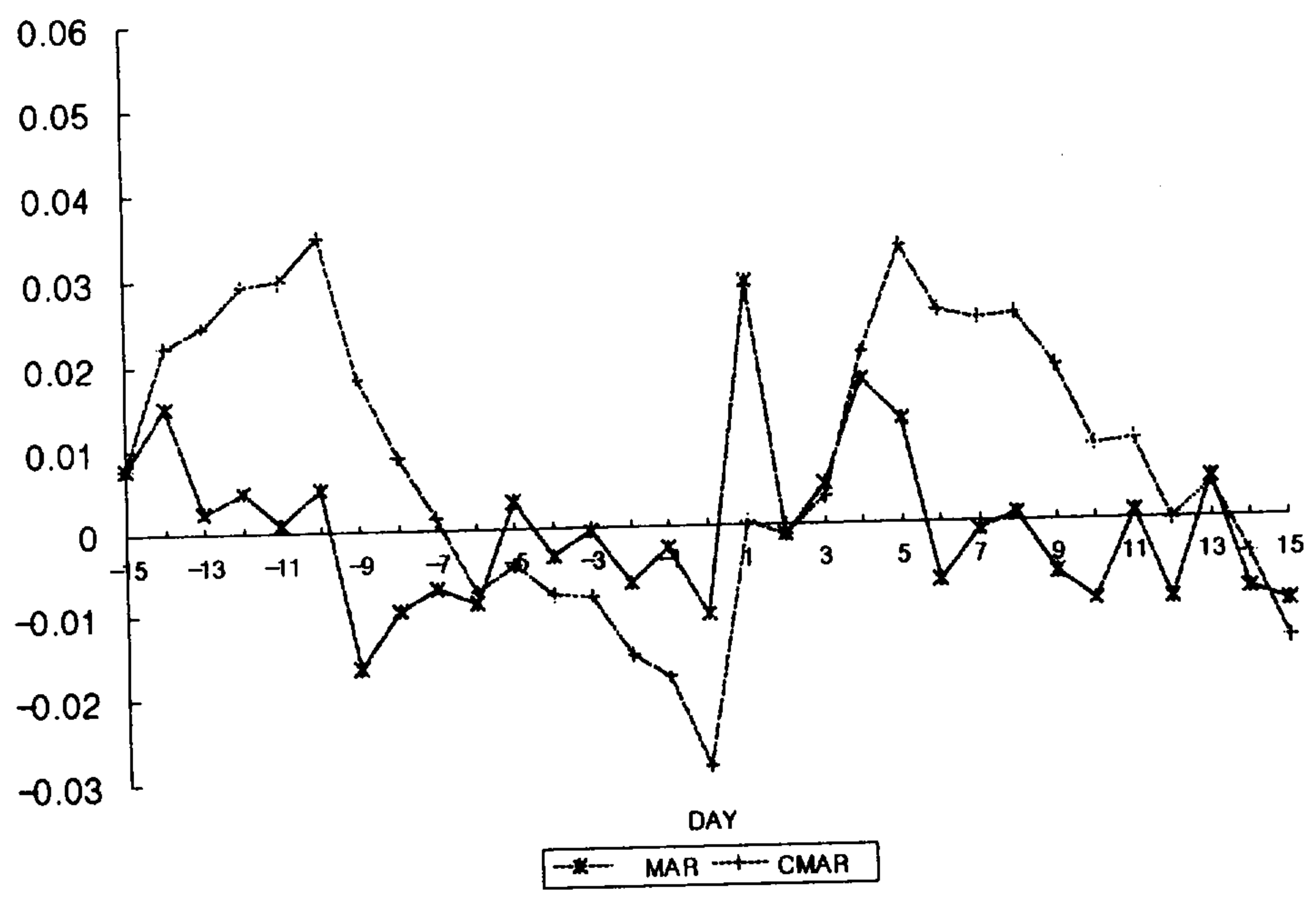
4. 가설 4의 검증

피합병기업의 초과수익률 존재유무에 대한 검증

대부분의 피합병회사들은 비상장기업 이어서 주가자료에 대한 접근이 어려워 검토하지 못하였으나 피합병회사 중에서 상장기업 만을 대상으로 피합병회사들의 주가의 움직임을 조사하였다.

피합병기업이 상장회사인 경우 더 많은 초과수익이 있는지 검증한 결과가 <표 5-9>과 <그림 5-9>에 나타나 있다.

<그림 5-9> 피합병기업의 MAR과 CMAR



공시일전 (-)15일에서 (-)7일까지 누적평균초과수익률(CMAR)의 값은 유의적인 수준은 아니지만 정(+)의 초과수익률을 보이고 있다. (-)6일 이

후 공시일까지 부(-)의 값이 더 커지는 것을 볼 수 있다. 공시일 전후로 (-)1일, 0일, 1일에 각각 (-)1.81%, (-)2.88%, (+)0.009%로 (+)1일에는 아주 미미한 정(+)의 초과수익률을 보인다. 공시일 이후 날짜가 경과할 수록 누적평균초과수익률(CMAR)은 부(-)의 값이 점점 더 커지고 있다. 지금까지 앞의 가설1, 가설2, 가설3의 검증을 통해 합병기업의 경우가 피합병기업의 경우보다 훨씬 큰 정(+)의 초과수익을 준다는 것을 알 수 있다. 이것은 합병기업이 비상장기업일 경우에는 합병기업의 교섭력이 상대적으로 강하기 때문에 합병을 통해 발생하는 이득을 보다 많이 취득할 수 있다는 것으로 풀이된다. 따라서 피합병기업이 합병기업 보다 더 많은 초과수익을 얻는다는 가설을 <표 5-8>과 <그림 5-8>을 통해 기각된다고 볼 수 있다.

<표 5-9> 피합병기업의 MAR과 CMAR

DAY	AAR	T-값	CAAR	T-값	MAR	T-값	CMAR	T-값
-15	-0.0028	-0.37	-0.0028	-0.37	0.00742	0.77	0.00742	0.77
-14	0.00749	1	0.00469	0.44	0.01492	1.55	0.02234	1.64
-13	0.00142	0.19	0.00612	0.47	0.00220	0.23	0.02454	1.47
-12	0.00087	0.12	0.00699	0.46	0.00476	0.50	0.02929	1.52
-11	0.00289	0.38	0.00987	0.59	0.00063	0.07	0.02992	1.39
-10	0.00402	0.53	0.01389	0.75	0.00486	0.51	0.03479	1.48
-9	-0.01777	-2.36	-0.00388	-0.19	-0.01664	*** -1.73	0.01815	0.71
-8	-0.00887	-1.18	-0.01275	-0.6	-0.00967	-1.01	0.00848	0.31
-7	-0.00689	-0.91	-0.01964	-0.87	-0.00713	-0.74	0.00135	0.05
-6	-0.01621	-2.15	-0.03585	-1.51	-0.00908	-0.95	-0.00773	-0.25
-5	-0.00294	-0.39	-0.03878	-1.55	0.00306	0.32	-0.00467	-0.15
-4	-0.00245	-0.33	-0.04124	-1.58	-0.00344	-0.36	-0.00810	-0.24
-3	0.00058	0.08	-0.04065	-1.5	-0.00050	-0.05	-0.00860	-0.25
-2	-0.00103	-0.14	-0.04168	-1.48	-0.00687	-0.71	-0.01547	-0.43
-1	0.00484	0.64	-0.03684	-1.26	-0.00264	-0.27	-0.01810	-0.49
0	-0.019	-2.52	-0.05584	-1.85	-0.01078	-1.12	-0.02889	-0.75
1	0.02634	3.5	-0.0295	-0.95	0.02897	* 3.02	0.00009	0.00
2	0.00733	0.97	-0.02217	-0.69	-0.00151	-0.16	-0.00143	-0.03
3	0.00338	0.45	-0.01879	-0.57	0.00459	0.48	0.00317	0.08
4	0.01681	2.23	-0.00198	-0.06	0.01724	*** 1.79	0.02041	0.47
5	0.00509	0.68	0.00311	0.09	0.01223	1.27	0.03263	0.74
6	-0.00847	-1.13	-0.00536	-0.15	-0.00730	-0.76	0.02533	0.56
7	0.00332	0.44	-0.00204	-0.06	-0.00113	-0.12	0.02420	0.53
8	0.00079	0.11	-0.00125	-0.03	0.00060	0.06	0.02480	0.53
9	-0.00568	-0.75	-0.00693	-0.18	-0.00627	-0.65	0.01853	0.39
10	-0.00204	-0.27	-0.00897	-0.23	-0.00970	-1.01	0.00883	0.18
11	0.00226	0.3	-0.0067	-0.17	0.00062	0.06	0.00944	0.19
12	-0.00627	-0.83	-0.01297	-0.33	-0.00973	-1.01	-0.00028	-0.01
13	0.00123	0.16	-0.01174	-0.29	0.00452	0.47	0.00424	0.08
14	-0.00758	-1.01	-0.01932	-0.47	-0.00875	-0.91	-0.00451	-0.09
15	-0.00465	-0.62	-0.02397	-0.57	-0.01030	-1.07	-0.01482	-0.28

주) *는 1% 유의수준에서 의미가 있음

**는 5% 유의수준에서 의미가 있음

***는 10% 유의수준에서 의미가 있음

제 6 장 결 론

제 1 절 연구의 결과

본 연구는 국내에서 기업합병 및 매수가 주주의 부에 미치는 영향을 분석하고자 하였다. 이에 따라 지금까지 연구되어온 M&A에 대한 이론적·실증적 연구들을 국외문헌과 국내문헌으로 분류하여 정리·요약하였고, 기업합병이 주주의 부에 어떠한 영향을 미치는지 검증을 위해 1985년 1월부터 1995년 12월까지 합병공시를 하고 실제로 합병을 공시한 합병사례 중 89건을 표본으로 추출하여 합병공시일을 기준으로 하여 공시일전(-)15일부터 공시일 후(+15일, 총 31일 동안의 일별수익률 자료를 이용하였다.

실증분석을 위하여 네 가지의 가설을 설정하였다. 실증분석의 결과를 요약하면 다음과 같다.

첫째, 합병기업의 초과수익률의 존재 여부에 관한 실증분석에서는 누적평균초과수익률(CMAR)이 분석대상 기간중 전반적으로 꾸준히 상승하고 있다. 공시일을 기준하여 (-)3일, (-)1일, 0일, (+)1일, (+)2일, (+)3일에 5%수준에서 유의하며 각각 (+)1.76%, (+)1.96%, (+)2.47%, (+)2.30%, (+)2.16%, (+)2.17%의 정(+)의 값을 보여주고 있다. (-)15일에서 공시일까지 2.47%의 누적평균초과수익률(CMAR)을 보이고 있으며, 공시일 이후에도 초과수익은 계속 발생하여 (+)12일에는 3.18%의 높은 누적평균 초과수익률(CMAR)를 기록한 것으로 보아 합병공시에 따른 주주의 부가 증가함을 알 수 있다.

이러한 분석결과는 합병기업에 초과수익이 존재함을 나타내어 주는 증거라고 할 수 있다. 따라서 합병기업 주주들은 합병 및 매수를 통하여

정(+)¹의 초과수익을 얻는다.

둘째, 피합병기업의 계열여부에 따른 초과수익률의 존재유무에 대한 분석에서 계열기업의 경우 비계열기업인 경우보다 공시일을 전후로 더 높은 초과수익률을 보여주었는데, 계열기업인 경우에는 합병공시일 후에도 유의성을 보였으며 이후에 상승이 계속되어 누적평균초과수익률(CMAR)의 꾸준한 상승을 나타내고 있다. 이는 주주들이 계열기업간의 합병정보에 무관심하다가 합병공시일 경에는 약간의 기대심리로 같은 계열기업의 합병을 하게 됨으로써 더 많은 시너지효과를 갖게될 것이라는 기대를 갖는 것으로 보인다. 따라서 통계적 유의수준에는 못 미치지만 (+)15일에는 (+)2.86%이라는 정(+)¹의 초과수익률을 보였다. 비계열기업과 합병한 경우에는 누적평균초과수익률(CMAR)이 등락을 거듭하여 불안한 상승을 나타내며 공시일을 전후하여 급격히 하락했는데 이는 계열기업과의 합병인 경우 초과수익이 공시일 전부터 꾸준히 상승하였던 것과는 대조적이다.

셋째, 합병기업의 관련여부에 따른 초과수익률의 존재유무에 따른 합병기업의 초과수익률을 비교해 보면 관련기업은 비관련기업보다 전체적으로 누적평균초과수익률(CMAR)의 상승폭이 높게 형성됨을 보여주었는데 통계적으로 유의성을 보여주고 있다.

관련합병의 기업의 경우 공시일 전후로 (-)1일, 0일, (+)1에 각각 (+)2%, (+)2.43%, (+)2.22%의 누적평균초과수익률(CMAR)을 나타내어 통계적인 유의성을 보여 주었고, (-)10일 이후부터 (+)15일까지 유의적인 수준으로 초과수익을 나타내고 있다.

비관련기업은 전체적으로 관련기업인 경우보다 누적평균초과수익률(CMAR)의 상승폭이 낮게 형성됨을 보여주고 있으며 전반적인 추세는 관련합병과 유사하다. 이것은 비관련합병을 통한 위험감소효과 보다 관

련기업의 누적평균초과수익률(CMAR)이 비관련기업의 누적평균초과수익률(CMAR)보다 전체적으로 크게 나타나고 있음을 보여주며, 관련기업합병에 대하여 기업의 전망을 낙관하고 있으며 생산, 판매 등 기업활동 부문에서 규모의 경제실현, 시장지배력 증대등 기업가치를 높일 수 있다는 투자자들의 기대로 풀이된다. 그러므로 관련합병이 유의적인 초과수익률을 보여주는 반면에 비관련합병은 통계적 유의수준은 아니지만 미미한 수준의 정(+)의 초과수익을 나타낸다는 것이다.

넷째, 피합병기업의 초과수익률 존재유무에 대한 검증으로 합병기업이 피합병기업보다 큰 정(+)의 초과수익률을 보였다.

공시일 이후 (+)1일에는 (+)0.009%로 아주 미미한 정(+)의 초과수익률을 보이지만 날씨가 경과할수록 누적평균초과수익률(CMAR)은 부(-)의 값이 점점 더 커지는 것을 볼 수 있다. 지금까지 앞의 가설1, 가설2, 가설3의 검증을 통해 합병기업이 피합병기업보다 큰 정(+)의 초과수익을 준다는 것을 알 수 있었다. 따라서 피합병기업이 합병기업 보다 더 많은 초과수익을 얻는다 것은 기각된다.

제 2 절 연구의 한계 및 향후 연구방향

본 연구와 관련하여 한계점은 다음과 같다.

첫째, 피합병기업의 대부분이 비상장기업이기 때문에 소수의 상장된 피합병기업을 대상으로 하여 얻은 결론을 전체의 피합병기업에 대해 일반화시키기 어렵다는 것이다.

둘째, 기업합병이 합병기업의 주주들에게 유리하게 작용했는지에 대해 장기적인 관점에서 합병이 실제로 이루어지고 일정기간이 경과한 후의

합병성과에 대한 분석이 요청된다.

셋째, 합병에 관한 정보효과를 주식의 초과수익률에만 한정하고 있는데, 실제로 주식거래량에 대한 정보효과를 뱉 수 없다. 왜냐하면 거래량이 많았다는 것은 정보효과가 있다는 것을 의미하기 때문이다.

넷째, 우리 나라에서도 본격적인 합병 및 매수시장이 활성화될 조짐이 보임에 따라 보다 현실적으로 우리 나라의 합병 및 매수시장을 잘 반영한 연구가 필요하다고 본다.

따라서 앞으로의 연구는 이러한 한계점을 극복하기 위해 한국시장의 특성 및 합병전후의 위험률 변화와 합병에 관련되는 비경제적인 변수를 통제하는 보다 고도의 방법이 이용되어야 할 것으로 보이며, 우리 나라에서 발생하고 있는 합병 및 매수의 사례를 분석하고 연구하는 것이 갈수록 치열해지는 기업환경에 대처하기 위해 기업전략적인 차원에서 합병 및 매수가 이루어지는데 미약하지만 도움을 줄 수 있으리라 믿으며, 앞으로 여러 분야에서 합병 및 매수에 대한 연구노력이 더욱 활성화되어 여러 문제점을 극복하여 우리 나라 합병 및 매수에 대한 보다 설득력 있는 연구가 이어지길 바란다.

參考文獻

I. 국내문헌

1. 김광남, “기업합병의 재무적 특성”, 충남대학교 대학원 박사학위논문, 1992.
2. 김재욱, “기업결합을 위한 주식취득이 취득기업주주의 부에 끼치는 영향에 관한 연구”, 서울대 대학원, 석사학위논문, 1989.
3. 김희석, “기업합병 및 인수가 주주부에 미치는 영향”, 서울대학교 대학원 박사학위논문, 1990.
4. 매일경제신문사, “회사연감”, 1985~1995.
5. 삼성종합연구소, “국제화전략으로서의 M&A 활용방안”, 1988.
6. 서영륜, “한국주식시장에서 기업합병공시가 주가에 미친 영향의 실증 연구”, 한양대학원, 석사학위논문, 1991.
7. 이석규, “한국기업합병의 동기와 성과에 관한 실증적 연구”, 연세대학교 대학원 박사학위논문, 1989.
8. 이홍수, “합병이 주주의 부에 미치는 영향에 관한 실증적 연구”, 서울대 대학원, 석사학위논문, 1988.
9. 장영광, “기업합병과 주식취득이 주주의 부에 미치는 영향에 관한 실증적 연구”, 고려대학교 대학원 박사학위논문, 1985.
10. 장영광, “합병이 주주부에 미치는 영향에 관한 실증적 연구”, 고려대 대학원, 박사학위논문, 1985.
11. 재정경제원, “공정거래연보”, 재정경제원, 1995.
12. 증권감독원 조사부, 기업의 합병매수제도, 조사자료 제28편, 1989.

13. 최상덕, "기업합병의 성과 및 성과원인 변수에 관한 실증연구", 세종대학교 박사과정, 1991.
14. 한국산업은행, "경영지도시리즈", 한국산업은행, 1982.
15. 한국상장회사협의회, "상장회사총람", 1985~1995.

II. 외국문헌

1. Asquith, P., "Merger Bids, Uncertainty and Stockholder Return", *Journal of Financial Economics*, 1983.
2. Asquith, P., Bruner R. F., and Mullins D. W., "The Gains to Bidding Firms from Merger", *Journal of Financial Economics*, 1983.
3. Asquith, P., and Kim E. H., "The Impact of Merger Bids on the Participating Firms' Security Holders", *Journal of Financial Economics*, 1982.
4. Barner, A. R., Harlpen P., and Senbet L. W., *Agency Problem and Financial Contracting*, Prentice-Hall, 1985.
5. Dodd, p., and Warner J. B., "On Corporate Governance: A Study of Proxy Contest", *Journal of Financial Economics* 1983.
6. Dodd. P., "Merger Proposals, Management Discretion and Stockholder Wealth", *Journal of Financial Economics*, 1980.
7. Dodd. P., and Ruback R., "Tender Offers and Stockholder Returns: An Empirical Anaysis", *Journal of Financial Economics*, December 1977.
8. Fama E., "Agency Problems and the Theory of the Firm", *Journal of Political Economy*, 1980.

9. Manne H., "Merger and Market for Corporate Control", Journal of Political Economy, 1965.
10. Halpern. P., "Empirical Estimate of Amount and Distribution of Gains to Companies in Mergers", Journal of Business, 1973.
11. Halpern, Paul J., "Corporate Acquisitions : A Theory of Special Case ? A Review of Event studies to Acquisitions", Journal of Finance 1983.
12. Ellert J. C., "Mergers Anti-trust Law Enforcement Stockholders Returns", Journal of Finance, 1976.
13. Lewellen, W. G., "A Pure Financial Rationale for the Conglomerate Merger", Journal of Finance May, 1971.
14. Levy. H, and Sarnat. M., "Diversification, Portfolio Analysis and the Uneasy case for Conglomerate Mergers", Journal of Finance, 1970.
15. Lewellen and Li Way Lee, "Co-insurance and Conglomerate Merger", Journal of Finance, 1977.
16. Mandelker. G., "Risk and Return : The Case of Merging Firms", Journal of Financial Economics, 1974.
17. Mammehan S. Kumar, "Growth, Acquisition and Investment : An Analysis of Growth of Industrial Firms and Their Oversea Activities", Cambridge Univ. Press, 1984.
18. Jensen M. C, and Meckling W. H., "Theory of the Firm : Managerial Behavior Agency Costs and Ownership Structure", Journal of Financial Economics, 1976.

19. Robin R. Marris, "A Model of the Managerial Enterprise" Quarterly Journal of Economics, 1963.
20. Marris R., "A Model of the Managerial Enterprise", Quarterly Journal of Economics, 1963.
21. Weston, J.F., Chung, K. S., "Mergers, Restructuring and Corporate control", 1990.
22. Weston, J.F., Chung, K. S. and Hoag, S. E., "Mergers, Restructuring and Corporate control", 1990.
23. Joseph Yagil, "Financial Effects of Pure Conglomerate Mergers", An Unpublished Ph. D. Dissertation, University of Toronto, 1980.

ABSTRACT

Effects of Mergers and Acquisitions on Shareholder's Wealth

Cheong he Hong

Major in Finance

Department of Business Administration

Graduate School of

Hansung University

Mergers and acquisitions (M&A) are a response to new technologies and market conditions which require strategic change in a company's direction or use of resources. Economic analysis and evidence indicate that mergers and acquisitions are playing an important role in helping the economy adjust to major competitive changes. M&A enables vast economic resources to move quickly to their value improving use.

A merger refers to the complete absorption of one firm by another. The acquiring firm retains its name and its identity, and it acquires all of the assets and liabilities of the acquired firm. After a merger, the acquired firm ceases to exist as a separate business entity. A second way to acquire another firm is to simply purchase the firm's voting stock in exchange for cash, shares of stock, or other securities. Whether it is a merger or acquisition, we use the

term M&A referring to the transfer of control of a firm from one group of shareholders to another.

There are two classes of acquisition theories. The first refers to non-value maximizing behavior by the management of acquiring firms. Acquisitions are attempts to maximize growth in sales or assets or to control a large empire. Acquisitions of this type have no economic gains to be divided among the companies and given the costs of negotiating and the potential problems of coordination of the expanding corporate empire, it is likely that there would be an overall economic loss.

The second general class of theories refers to value maximization motivations in which the acquisition should meet the same criteria as any other investment decision. Thus there should be a positive expected economic gain from the acquisition and depending on the competitiveness of the acquisition market, some proportion of the economic gain will accrue to the target firm's shareholders. Regardless of this state of competition, the acquiring firm should at least earn a normal rate of return.

This thesis, 'Wealth Effects of Mergers and acquisitions', deals with gains and losses of the shareholders. In Korea, M&A is not so active as in other countries, especially USA. However, M&A is becoming a major issue for corporate restructuring. Many of the

Korean M&A are friendly takeovers consolidating companies within the same business conglomerate. Also, M&A activities in Korea are the result of industrial policy of the government. Thus, the wealth effects of M&A in Korea may have different results compared to those of other countries. The thesis employ event study methodology to examine the wealth effects.

The thesis examine 89 bidding firms which engaged the M&A activity during the period of 1985-1995. The sample is divided depending on the period of the activity to see if the results may have been influenced by the overall environment of the market. The effect of conglomerate or other types of merger are also studied. The results do not show that the bidding firm shareholders earn significant gains when the company is involved in M&A activities.

<부록>

합병표본기업의 현황

(I)

공시일	회사명	업종	대상회사	관련여부	결합방법	계열	상장여부
850101	제일제당	음식료품	동립산업	○	수평적	X	X
850108	롯데칠성음료	음식료품	롯데주조	○	수평적	○	X
850307	동양시멘트	시멘트	동양종합산업	○	수직적	○	X
850318	백조양조	음식료품	백화산업	○	수평적	○	X
850701	한신공영	전설업	석우개발	○	수평적	○	X
850731	한양	건설업	대한건설공사	○	수직적	○	X
850911	동아건설산업	건설업	동아콘크리트산업	○	수평적	○	○
851007	동양고속	운수업	우창건설	X	다각적	X	○
851015	현대자동차	운수업	효문산업	○	수직적	X	X
851030	코오롱건설	건설업	삼경개발	○	수평적	○	X
851221	쌍용	도소매	거화	○	수평적	X	X
851223	동방유량	음식료품	동방사료	○	수형적	○	X
860313	벽산	비금속	동양유리섬유	○	수직적	X	X
860510	동성철강공업	철강산업	동아철강	○	수평적	X	X
860802	진흥기업	건설업	진흥요업	X	다각적	○	X
860107	성창기업	나무제품	반도목재	○	수직적	○	○
861022	선창산업	나무제품	진강기업	○	수평적	X	X
861117	대한방직	섬유	대한종합개발	X	다각적	○	X
870211	금성사	전기기계	금성마그네틱	○	수평적	○	X
870410	경방	섬유업	진일섬유	○	수평적	X	X
870723	충남방직	섬유업	대성모방공업	○	수평적	○	X
870730	대림산업	건설업	호남에틸렌	X	다각적	○	X
870919	한국화약	화학	산다	○	수평적	○	X
871012	동양나이론	섬유업	원미섬유공업	○	수직적	○	X
871020	선창산업	나무제품	동부화물터미널	X	다각적	X	X
871106	성창기업	나무제품	성창임원개발	○	수직적	○	X
871212	한양화학	화학	한국프라스틱공업	○	수평적	○	○
880129	한국카프로락탐	화학	고려카프로락탐	○	수평적	X	X
880216	삼영화학공업	화학	국제통신공업	X	다각적	X	X
880430	전방	섬유업	전일섬유	○	수평적	○	X
880520	삼성전자	전기기계	삼성반도체통신	○	수직적	○	○
880629	대한상선	해상운수	한진해운	○	수평적	○	X
880630	남선물산	섬유업	한일섬유공업	○	수직적	○	X
881031	한보철강공업	철강산업	한보종합건설	X	다각적	○	X
890712	미원	화학	엠제이씨	X	다각적	X	X

(II)

공시일	회사명	업종	대상회사	관련 여부	결합 방법	계 열	상장 여부
890814	해태제과	제과업	해태음료	○	수평적	○	X
891109	한진	운수업	대한종합운수	○	수평적	○	X
900430	한일방직	섬유	한일염직	○	수평적	○	X
900519	경인에너지	화학	성운물산	X	다각적	○	X
900903	한진중공업	조립금속	한진조선외2	○	수평적	○	X
901222	삼양식품	음식료품	삼양판지공업	X	다각적	○	X
910131	보람은행	금융업	금성투자금융	○	수평적	X	○
910308	풍산	1차금속	풍산금속외1	○	수평적	○	X
910612	럭키	화학	럭키소재외1	○	수평적	○	○
910724	천광산업	음식료품	천광요업	X	다각적	○	X
911205	진로	음식료품	진로위스키	○	수평적	○	X
911221	진로종합식품	음식료품	진로음료	○	수평적	○	X
920124	럭키금성상사	도소매	반도스포츠	X	다각적	○	○
920124	금성사	조립금속	금성전자부품	○	수직적	○	○
920207	영풍산업	광업	영풍건설	X	다각적	○	X
920221	우성산업	화학	우성타이어	○	수평적	○	X
920305	동방개발	도소매	동방산업	X	수평적	○	X
920314	한국전자	조립금속	태석디스플레이	○	수직적	○	X
920813	태화	화학	태화주택	X	다각적	X	X
921104	벽산	비금속	벽산A.L.C	○	수직적	○	X
921216	대한모방	섬유업	동아견직	○	수평적	X	X
930419	한국종합기계	조립금속	한국비커스	○	수평적	○	X
930630	공성통신전자	영상음향	에이브코리아	○	수평적	X	X
930716	태광산업	섬유업	광진섬유공업	○	수평적	○	X
930716	금호건설	운수업	한국복합화물터외1	○	수직적	○	X
930820	대동	조립금속	한국대동공업	○	수평적	○	○
930831	삼풍	섬유업	캠브리지멤브스	○	수평적	○	X
931008	쌍용중공업	조립금속	승리기계제작소	○	수평적	○	○
931012	삼호	건설업	삼호유통	X	다각적	○	X
931016	태평양	화학	태평양프랑세아	○	다각적	○	X
931112	동국방직	섬유업	삼경섬유공업(주)	○	다각적	X	X
931209	계몽사	출판인쇄	(주)계몽기획	X	다각적	○	X
940224	동방유량	음식료품	풍진	○	수평적	○	○
940315	진로	음식료품	(주)진로위스키	○	수평적	○	X
940421	대우중공업	조립금속	대우조선공업(주)	○	수직적	○	X

(Ⅲ)

공시일	회사명	업종	대상회사	관련여부	결합방법	계열	상장여부
940615	조영상사	도소매	한주화학	X	다각적	X	X
940630	대일화학공업	가구업	대일특수필립	O	수직적	O	X
940730	한화	화학	골든벨상사 (주)	X	다각적	O	X
940802	금성사	조립금속	금성통신(주)	O	수평적	O	O
940923	금강개발산업	도소매	서진항공(주)	X	다각적	O	X
940926	금성전선	전기기계	금성광통신 (주)	O	수평적	O	X
941209	봉신중기	조립금속	봉신산업(주)	O	수평적	O	X
950404	엘지산전	조립금속	금성계전(주)	O	수평적	O	O
950605	코오롱	섬유업	고려나이론 (주)	O	수평적	O	X
950615	삼성물산	도소매	삼성건설	X	다각적	O	O
950623	한화기계	조립금속	한화정공(주)	O	수평적	O	X
950630	벽산	비금속	(주)벽산화성	O	수직적	O	X
950731	한화	화학	덕산토건	X	다각적	X	X
950912	한국마벨	영상음향	한화통신	O	수평적	X	X
950914	한국전자	영상음향	신한전자	O	수평적	O	O
950914	현대건설	건설업	현대엔지니어링	O	수직적	O	X
950914	한일합섬	섬유업	한일레저개발	X	다각적	O	X
950921	명성	가구업	유진산업	X	다각적	X	X
951016	한독	가구업	우리자동차판매	O	수직적	O	X