

투자자는 지배주주일가가 이번 여름에 할 일을 알고 있다?

계열사간 합병과 이해상충문제

박 경 서(고려대 경영학과)*

정 찬 식(동아대 경영학과)**

김 선 민(한국기업지배구조원)

< 요약 >

동일 기업집단에 속한 계열사간 합병은 지배주주가 동일하다는 점에서 합병조건이 지배주주일가에게 유리하게 결정될 가능성이 있다. 본 연구는 국내 대규모기업집단에 속한 기업들간의 합병공시 이전 장기간의 주가움직임을 분석한 결과 지배주주 지분율이 높을수록 누적초과수익률이 유의하게 증가하는 경향이 있으며, 합병 양사간 지배주주지분율 차이가 클수록 양사의 누적초과수익률간 차이가 증가하는 것으로 나타났다. 또한 이러한 현상은 관련기업들의 기업지배구조가 열악할수록 더욱 뚜렷하였다.

이러한 실증분석 결과는 현재의 합병관련 국내제도가 상장사의 경우 주식교환비율의 결정시 시가만을 사용하도록 제한하고 있는 가운데 계열사간 합병이 지배주주에게 유리한 시점에 결정되고 있으며, 주식시장의 투자자들은 사전에 이를 예상하고 주가에 반영하는 자기실현적 투자행태를 보이고 있는 것으로 해석된다.

핵심단어: 합병, 터널링(tunneling), 기업집단, 지배주주, 사적이익추구, 소수주주

JEL Classification: C12, G32, G34

1. 연구의 배경

* 제 1 저자. 고려대학교 경영학과 교수; Email: kspark@korea.ac.kr; Tel: (02) 3290-1950

** 교신저자. 동아대학교 경영학과 조교수; Email: michael@dau.ac.kr; Tel: (051) 200-7471

2015년 7월 삼성물산과 제일모직 간 합병 시 양사간 주식교환비율의 적정성에 대한 논란이 제기된 바 있다. 통상 계열사간 합병은 독립적인 회사간 합병과 달리 양사가 동일 지배주주의 영향력 하에 있다는 점에서 합병조건이 특정 주주에게 유리하게 결정될 가능성이 존재한다. 정부는 상장회사 간의 합병 시 회사의 가치를 가장 객관적으로 나타내는 것으로 평가되는 시가만을 사용하도록 관련규정을 정한 바 있으나 동일 기업집단내 계열사간 합병의 경우 이사회가 지배주주에게 유리한 특정 시점에 합병을 승인할 경우 소수주주의 이익을 보호할 여타의 방안이 고려될 수 없다는 점에서 제도의 적정성에 대한 논란도 제기되고 있다(박경서, 김선민, 정찬식(2017)).¹

본 연구는 국내의 기업집단에 속한 상장계열사간 합병 시 지배주주와 소수주주간 이해상충 문제가 발생하는가에 대해 분석한다. 이를 위해 합병관련 기존연구에서는 합병공시의 효과를 분석하는데 있어 주로 공시 전후의 단기간의 공시효과를 분석하고 있는 것에 반해 본 연구에서는 공시 이전 장기간의 기간 중 합병관련 회사의 주가움직임을 분석한다. 또한 합병기업 및 피합병기업뿐만 아니라 동일 기업집단에 속한 기타 상장계열사들의 합병 이전 주가움직임을 동시에 분석함으로써 지배주주에 의한 사적이익추구의 가능성을 파악하고자 한다.

일반적으로 터널링(tunneling)이란 지배주주의 사적이익을 위해 회사의 자산 또는 이익을 회사 외부로 유출시키는 것으로 정의되고 있으며, 특히 지배주주 지분율이 낮은 기업의 경제적 자원이 지배주주 지분율이 높은 기업으로 이전되는 경우를 지칭한다(Johnson, La Porta, Lopez-de-Silanes, and Shleifer, 2000). 이 같은 지배주주의 사적이익추구는 통상 계열사간 거래 (related party transaction)에 의해 이루어지며 그 한 유형으로서 계열사 간 합병을 통해서도 발생할 수 있다(Bae, Kang, and Kim, 2002). 계열사간 합병은 일반적인 독립적 기업간 합병과 달리 합병에 관련된 두 기업이 동일한 지배주주의 통제 하에 있으며, 이에 따라 합병여부, 합병의 시점, 합병조건 결정 등에 있어 지배주주에게 유리한 방향으로 합병이 진행될 수 있다는 점에서 흥미로운 연구주제가 될 수 있다.

¹ 자본시장법 시행령 제176조의7 제3항. 최근 서울고등법원은 삼성물산 제일모직 간 합병에 반대하는 소수주주의 주식매수청구권 행사관련 소송에서 삼성물산의 주가가 적정가치를 반영하지 못하고 있다는 측면에서 합병기준일의 조정을 통해 주식매수가격을 조정하도록 원고측 승소를 판결한 바 있다. 외국의 경우 주가가 왜곡되었을 가능성이 있을 경우 합병에 있어 이를 사용하지 못하도록 제한하는 판례가 다수 존재한다.

일반적으로 합병의 경제적 효과로는 “시너지 효과”를 들 수 있다. 즉, 합병의 이유 중 주요한 요인으로서 합병기업 및 피합병기업 양자 모두 시너지에 의한 기업가치 상승을 기대할 수 있다. 이 때 합병기업과 피합병기업이 모두 상장기업이라면, 그리고 시너지 효과가 존재한다면, 합병 공시 직후 양자 모두 주가의 상승이 기대될 것이다.

따라서, 만일 기업집단내 두 상장 계열사가 합병으로 인해 하나의 기업으로 재구성 된다면, 한 측면에서는 시너지 효과로 인해 합병기업 및 피합병기업 모두 주가가 상승할 가능성이 존재함과 동시에, 또 다른 측면에서는 터널링으로 인해 한 기업(지배주주 지분율이 더 높은 기업)의 주가는 상승하는 반면 다른 기업(지배주주 지분율이 더 낮은 기업)의 주가는 하락할 가능성이 존재한다. 그러나 시너지의 존재 여부와 상관없이 분명한 점은, 터널링이 존재한다면 지배주주 지분율이 더 높은 기업의 경우 지배주주 지분율이 더 낮은 기업에 비해 주가의 상승률이 더욱 높을 것이라는 사실이다².

본 연구는 계열사 간 합병이라는 사건을 통하여, 동 사건이 공시되었을 때, 그리고 공시되기 이전에 지배주주 지분율이 상대적으로 높은 기업의 주가상승률이 지배주주 지분율이 상대적으로 낮은 기업의 주가상승률보다 더 높은 지 분석하고, 이러한 주가상승률의 차이를 가져오는 요인이 무엇인가를 파악한다. 특히 본 연구는 기존연구들과 달리 계열합병 공시가 이루어지기 훨씬 이전기간부터 사전적으로 지배주주 지분율이 높은 계열사의 누적초과수익률이 낮은 계열사의 누적초과수익률보다 높은 가에 초점을 두어 분석하는데, 그 이유는 주식시장의 투자자들이 계열사간 합병을 통해 지배주주가 사적이익을 추구할 가능성을 사전적으로 인지하고 이를 주가에 반영할 가능성이 있기 때문이다.

이러한 점에서 본 연구는 기업지배구조가 사전에 주가에 반영된다는 기존 연구를 보완하는 연구주제로도 해석될 수 있다. 즉, 기존 연구에 있어 좋은 기업지배구조는 높은 주가를 형성함으로써 기업의 자본조달비용을 감소시키는 긍정적 역할을 수행하는 것으로 파악하고 있는데 합병과 관련하여 사전적으로 해당 기업의 지배구조와 이를 반영한 지배주주의 경영행태에 대한 예상이 주가에 사전적으로 반영되는 가를 확인하는 것은 자본시장의 효율성과 연결되는 이슈이기 때문이다.

² 이는 지배주주 지분율이 더 낮은 기업의 경제적 자원이 지배주주 지분율이 더 높은 기업으로 이전된다는 터널링(tunneling)의 정의에 의한 것이다.

본 연구는 기존에 인수합병에 대한 다수의 실증연구가 있었으나, 계열합병 시 지배주주의 사적이익추구(터널링) 및 계열사간 부의 이전에 대하여 분석한 연구는 별로 존재하지 않았다는 점에서 중요한 의의를 갖는다. 지배주주의 사적이익추구에 대한 기존의 연구들은 계열사간 내부거래 등의 행태분석을 통해 동 주제에 접근하고 있으나, 이는 다양한 기업집단내 역학관계에 의해 영향을 받는다는 점에서 터널링 고유의 현상만을 분석하는 것에는 한계를 갖고 있다. 특히 한국과 같이 기업집단이 전체 국가경제에 중요한 비중을 차지하는 경제에 있어 계열합병과 지배주주의 사적이익추구 간의 관계를 밝히는 것은 기업집단과 관련된 정책방향을 설정하는 측면에서도 중요한 시사점을 제공할 수 있을 것이다. 가령 계열합병 시 지배주주 지분율이 더 낮은 기업의 경제적 자원이 지배주주 지분율이 더 높은 기업으로 이전된다면, 이는 전자의 소수주주들에게 심각한 경제적 손실을 입히는 사건이라는 점에서 소수주주권 보호를 위한 제도적 보완이 필요한 현상으로 볼 수 있는 것이다.

본 연구의 실증분석 결과는 다음과 같다.

첫째, 계열사간 합병 시 합병기업, 피합병기업, 그리고 여타 계열사의 지배주주 지분율이 높을수록 누적초과수익률(CAR(-90,-1) 및 CAR(-5,1))이 유의하게 높은 것으로 나타났다. 이는 지배주주지분율이 높을수록 소수주주와의 경제적 이해가 부합된다는 기존 연구들의 결과를 다시 한번 확인해 주는 결과이며 여타 경영의사결정에서와 마찬가지로 합병의사결정에 있어서도 지배주주의 경제적 이해와 소수주주의 경제적 이해가 일치하는 것이 기업가치제고에 도움이 된다는 시사점을 제공한다.

둘째, 계열합병 시 합병기업 및 피합병기업 중에서 지배주주 지분율이 상대적으로 더 높은 기업의 누적초과수익률이 상대적으로 더 낮은 기업의 누적초과수익률보다 높았다. 특히 합병기업의 지배주주 지분율과 피합병기업의 지배주주 지분율 간 차이가 클수록 지배주주 지분율이 더 높은 기업의 누적초과수익률이 더욱 증가하는 것으로 나타났다. 이는 합병공시 전후 시점(-5일~+1일) 뿐만 아니라 훨씬 이전 시점(-90일~1일)에서도 확인되는 현상이었다. 또한 이러한 주가반응은 합병기업/피합병기업 뿐만 아니라 동일 기업집단 소속 여타 계열사들에 대한 분석에 있어서도 동일하게 관찰되었으며 여타 계열사의 지배주주 지분율이 상대적으로 클수록 이들의 누적초과수익률(CAR(-90,-1) 및 CAR(-5,1))이 더 높은 것으로 나타났다. 이러한 실증분석

결과들이 시사하는 바는 계열사간 합병을 통한 지배주주의 사적이익추구행위가 합병관련 기업에서 뿐만 아니라 해당 기업집단의 여타 계열사들에서도 발생할 수 있다는 점을 투자자들이 인식하고 있는 결과라는 것이다.

이러한 실증분석결과는 합병관련 국내제도가 상장회사 간 합병 시 외국과 달리 오직 시가만을 기준으로 주식교환비율을 정하도록 제한함으로써 발생하는 현상으로도 해석할 수 있다. 선진국의 경우 합병 시 시가 이외에 순자산가치, 수익가치 등을 사용하고 있으며 미국, 일본 등과 같이 어떤 방식을 사용해야 하는가에 대한 법규정 상의 제한이 아예 없는 경우도 많이 있다. 국내의 경우 주가가 가장 회사가치를 잘 반영한다는 가정 하에서 시가만을 사용하도록 규정하고 있으나 이는 오히려 합병교환비율 등의 산정에 있어 소수주주에게 유리한 지표의 사용가능성을 원천적으로 제한하는 결과를 가져온다.³ 본 연구는 학술적으로 이러한 이해상충의 현상이 통계적으로 유의한 수준에서 관찰되고 있다는 점에서 특정 기업만의 문제가 아닌 일반적인 현상임을 보여주고 있으며 향후 계열사간 합병에 있어 관련 법규정의 개선이 필요하다는 정책적 시사점을 제공한다.

본 논문은 총 5장으로 구성되어 있다. 2장에서는 선행연구 및 기존의 관련 연구를 살펴보고 본 논문의 가설을 제시한다. 3장에서는 분석자료와 분석방법을 설명한 후, 기초통계량을 제시한다. 4장에서는 실증분석 결과를 제시한다. 5장에서는 본 연구의 결과를 요약하고 결론을 제시한다.

2. 선행연구 및 가설의 설정

2.1. 선행연구⁴

³ 물론 시가 이외의 다른 지표를 사용하는 경우에도 지배주주에게 가장 유리한 시점에서의 합병을 선택하는 사적추구행위가 지속될 수 있다. 하지만 다양한 가치평가방식이 동일한 시점에 소수주주에게 가장 불리한 경우는 확률적으로 존재하지 않고, 다양한 방식 간 어떤 방식을 사용할지 또는 가치평가방식별로 부여될 가중치에 대한 논란이 발생할 경우 소수주주에게 불리한 가치평가방법의 사용이 경영진에게는 부담으로 작용할 가능성이 높다는 점에서 다양한 가치평가방식의 사용은 소수주주권의 보호에 유리할 가능성이 높다. 물론 현재 한국적 상황에서 굳이 소수주주권을 보호해야 할 필요성이 없다고 판단한다면 이러한 제도개편 논의는 의미가 없다.

⁴ 정찬식, 2013, “인수합병으로 인한 계열편입을 통한 대기업집단의 기능에 관한 연구” 부분 인용

기업의 합병을 주제로 한 선행연구는 주로 합병의 공시효과와 합병공시 전후 누적초과수익률을 설명하는 요인의 분석에 초점을 맞추었다. 먼저 국내관련 선행연구로 정형찬과 박경희(1999)는 합병일 이후 합병기업 주가의 장기성과를 측정된 결과 합병일 이후 합병기업의 장기성과는 존재하지 않음을 보고하였다. 그리고 지호준과 전용갑(1999)은 한국의 상장기업이 해외기업을 인수한 사례를 대상으로 합병 공시효과를 분석한 결과 합병기업의 기업가치 변화에 영향을 미치는 주요 요인으로서 해외인수대상 기업의 국가수준, 인수기업의 인수지분, 인수하게 된 동기 등을 들었으며, 해외기업 공시로 인해 합병기업의 기업가치가 감소하였음을 보고하였다. 반면에 변진호와 우원석(2008)은 기업 인수합병 공시 이후 주주부와 채권자부 모두 증가한다는 실증결과를 보고하였다. 또한 조경식과 이원복(2002)은 금융기관 합병공시 전후의 누적초과수익률을 계산한 결과 합병기업이 양의 누적초과수익률을 얻었음을 보고하였다. 이러한 연구결과들은 합병 후 합병관련 기업의 주식가치가 증가하였다는 본 논문의 결과와 유사한 측면이 있다.

또한 선행연구는 합병의 공시효과와 연계하여 합병과 관련된 가설을 검증하는 것이 주된 흐름이었다. 변진호와 안소림(2007)은 합병공시와 관련된 사건연구를 통하여 시장반응을 분석한 결과 소규모 합병기업에 대한 시장반응이 대규모 합병기업에 대한 시장반응보다 크게 나타남을 보고하였다. 조지호와 전상경(2004)은 기업지배구조가 합병성과에 미치는 영향을 분석한 결과 내부투자자 지분은 합병성과를 설명하지 못한 반면 외부투자자 지분은 합병성과에 긍정적인 영향을 미침을 보고하였다. 그들의 연구는 비록 기업집단의 지배주주 및 소수주주의 부의 변동과 연관 짓지는 않았지만, 특정 투자자 지분이 합병기업의 기업가치에 영향을 미친다는 점에서 본 논문의 연구결과 중 일부와 관련되어 있다. 한편, 합병관련 제도의 변화가 기업가치에 영향을 미치는지의 여부를 규명한 연구도 있는 바, 장봉규와 정두식(2004)은 증권거래법 개정이 합병공시효과에 미치는 영향을 검증하고자 연구대상기간을 합병전, 합병후로 나누어 그 성과차이를 분석한 결과 법개정 이전보다 법개정 이후 유의적인 초과수익률이 나타났음을 보고하였다. 그리고 김대호(2000)는 은행간 합병효과를 분석하는 연구에서 합병시점 전후의 위험성과 수익성 및 비용효율성을 분석한 결과 합병은행의 경우 합병후 수익성과 위험이 동시에 증가하였고 합병후 기간에 뚜렷한 비용감소는 없는 것으로 나타났다. 또한 오현탁(1998)은

합병기업과 피합병기업을 합병진 토빈 Q의 우열에 따라 분류하고 분류집단별 초과수익률을 측정 한 결과 합병기업은 토빈 Q가 낮을수록 합병성과가 크게 나타난 반면 피합병기업은 토빈 Q가 높을수록 합병성과가 크게 나타났다.

한편, 선행연구 중에는 합병기업 및 피합병기업의 재무적 특성을 규명하는 연구들도 있었다. 주상룡(1997)은 국내 합병기업 및 피합병기업의 특성을 비교하면서 성장성, 재무구조, 수익성 측면에서 합병기업과 피합병기업간 유의한 차이를 발견하지 못하였다. 반면 임관택과 임석필(1994)은 피합병 기업의 재무적 특성을 분류한 결과 피합병기업은 상대적으로 비효율적으로 운영되고 있으며 레버리지가 높고 장기채무지급능력이 낮았으며 기업의 성장성과 자원간 불균형이 있는 것으로 나타났다.

한편, 강준구 외(2001)는 30대 재벌 및 비재벌 인수기업의 합병공시를 비교분석 함으로써 소유경영자와 소액주주간에 존재하는 재벌기업의 대리인 문제를 분석하였는 바, 재벌기업의 합병의 경우 합병기업의 가치가 하락하였으며, 특히 과거 경영 성과가 양호한 재벌기업이 성과가 좋지 않은 다른 계열기업을 구제합병 하는 경우 기업가치가 크게 하락함을 발견하였다. 이는 앞서 언급한 임관택과 임석필(2004)의 연구와 같이 기업집단 내에서의 계열사간 합병이 단순히 합병기업의 기업가치를 증대시키는 목적이 아니라 기업집단의 지배주주가 부실기업을 구제할 목적으로 하는 합병이라는 점에서 시사하는 바가 크다. 즉, 그들의 연구결과는 기업집단 내에서의 기업 인수합병은 부실기업을 구제함으로써 기업집단 내 자원의 재배분을 가져옴을 의미하는 것이며, 이는 합병의 결과 기업집단 내의 특정 계열사가 피합병기업을 경제적 또는 재무적으로 지원하거나 정반대로 지배주주가 사적인 부를 증대 시킬 수 있음을 시사한다. 그러한 의미에서 이들 논문은 기존 합병 관련 선행연구들과는 차별되며, 본 논문의 주된 연구 대상인 지배주주의 사적이익추구라는 기업집단의 기능과 일부 관련되어 있다. 하지만 이들 연구는 합병대상 계열사간 지배주주의 지분을 차이에 초점을 맞추지 않고 있으며, 합병이 공시되기 훨씬 이전에 합병관련 정보가 이미 주가에 반영되기 시작한다는 점을 다루지 않고 있다는 점에서 본 연구와 중요한 차이가 있다.

한편, 국외연구들은 합병으로 인한 합병기업 및 피합병기업의 기업가치 변화에 초점을 맞추고 있다. Agrawal, Jaffe, and Mandelker(1992)는 합병기업의 합병후 장기성과를 측정한 결과 5년간

수익률이 음의 값인 -10%임을 보고하였다. Malatesta(1983) 역시 합병기업의 합병후 장기성과가 악화됨을 보고하였으며 단기간의 성과도 합병기업은 음의 비정상수익률을 보인 반면, 피합병기업은 양의 비정상수익률이 나타났음을 보고하였다. 반면 Asquith, Bruner, and Mullins(1983)은 합병공시 전후 21일동안 주주부가 증가함을 보고하였는데, 이때 비정상수익률은 합병대상기업의 상대적 규모가 큰 경우와 합병이 성공한 경우 더 큰 것으로 나타났다. Asquith(1983)는 합병 확률이 증가할수록 합병대상기업의 주주부가 증가한 반면 합병 확률이 감소할수록 합병제안기업과 합병대상기업의 주주부가 감소함을 보고하였다. 합병으로 인한 기업가치 변화와 더불어 인수합병 전략 및 합병 이후의 현상을 분석한 연구 또한 있었다. Bradley, Desai, and Kim(1983)은 합병제안 기업이 공개매입제안(tender offer)을 하는 것은 합병대상기업에 대한 우월한 정보를 가지고 있기 때문이 아니라 잠재적인 시너지를 얻기 위함이라고 하였다. 또한 Fee and Thomas(2004)는 수평적 기업결합으로 인하여 생산성과 구매력 증가는 발견되었으나 경쟁회사간 담합은 발견되지 않았다고 보고하였다.

합병에 관한 국외연구 중에는 어떤 경우에 합병이득이 존재하는지를 규명한 연구 또한 다수를 이루었다. Fuller, Netter, and Stegemoller(2002)는 합병기업이 사기업 및 그 계열사를 인수하였을 때에는 이득을 보았으나 공기업을 인수하였을 때에는 손해를 보았으며, 합병이익이 발생한 경우는 합병대상기업의 규모가 클 때와 합병대가가 주식으로 제공된 경우임을 보여주고 있다. 그리고 Lang, Johnson, and Mitton(1989)은 높은 토빈 Q를 가진 합병기업이 낮은 토빈 Q를 가진 합병기업보다 합병으로 인한 이득이 더 크고 반대로 낮은 토빈 Q를 가진 피합병기업이 높은 토빈 Q를 가진 피합병기업보다 합병으로 인한 이익이 더 큼을 밝혔다. 또한 Moeller, Schlingemann, and Stulz(2004)는 합병기업의 공시수익률이 소규모 기업의 경우가 대규모 기업의 경우보다 2%가량 더 커 규모효과가 존재함을 보고하였다.

이처럼 합병과 관련하여 많은 국내외 연구들이 있었으나, 합병이 공시되기 훨씬 이전에 주식시장 및 주식시장에 참여하고 있는 투자자들이 계열합병 사건과 관련된 정보를 미리 인식하고 주가에 반영하는지에 대한 여부를 분석한 논문은 존재하지 않았으며, 누적초과수익률을 결정하는 요인으로서 지배주주 지분율의 차이를 사용한 연구는 존재하지 않는다.

한편 본 논문과 비교적 유사한 관점에서 행해진 연구로서, Bae, Kang, and Kim(2002)은

합병이라는 사건을 터널링(tunneling)이라는 관점에서 분석하고 있으나 누적초과수익률을 설명하는 주된 요인으로서 “지배주주 지분율”을 사용하지 않고 “지배주주 지분율과 계열사 지분율의 합”을 설명변수로 사용하고 있다⁵. 하지만 지배주주가 존재하는 기업집단에 있어 터널링의 궁극적 이익은 지배주주에게 귀속된다는 점에서 이의 경제적 이해에 영향을 미치는 변수는 지배주주 자신의 지분율일 것이라는 점에서 이들의 연구는 한계가 있다. 둘째, 본 연구는 합병기업과 피합병기업의 지분율 간의 차이, 그리고 이들 기업을 제외한 여타 계열사의 상대적 지배주주 지분율 차이를 가장 중요한 설명변수로 설정한 반면, Bae, Kang, and Kim(2002)은 이 변수를 사용하지 않고 있다. 두 기업간 지배주주 지분율의 차이가 중요한 이유는, 만일 지배주주 지분율이 낮은 기업에서 높은 기업으로 경제적 자원이 이동한다면, 그 지분율 차이가 클수록 지배주주 이익 극대화를 위하여 더욱 많은 자원이 이동할 것이라는 예상이 합리적이기 때문이다. 본 연구에서는 관련 회사들의 사업보고서 확인을 통해 지배주주 및 그 일가 친족의 지분율 확인하여 실증분석에 사용하고 있다. 또한 본 연구는 합병공시 이전 상당히 오랜 과거기간으로 분석기간을 확대함으로써 주식시장의 투자자들이 예상되는 합병에 있어 지배주주의 사익추구행위를 사전에 인지하고 이를 주가에 반영하는 가를 분석한다는 점에서 주요한 차이를 보이고 있다.

2.2 가설의 설정

이상의 논의에 기초하여 아래에서는 본 연구의 실증적 가설들을 검토한다.

먼저 기업집단내 계열사 간 합병이 상호간 시너지효과를 통하여 기업가치를 높이려는 목적으로 수행된다면 터널링 여부와 상관없이 합병기업 및 피합병기업의 지배주주 지분율이 높은 경우 계열합병 공시 관련 누적초과수익률이 그렇지 않은 경우에 비해 상대적으로 더 클 것이다.

그러나 다른 한편으로는, 기업집단 내 터널링이 존재한다면, 지배주주 지분율이 보다 더 높은

⁵ 지배주주 및 그 친인척 지분율(본 논문에서의 지배주주 지분율을 지칭함)과 계열사 지분율의 합은 흔히 데이터베이스에서 쉽게 추출할 수 있으나, 지배주주 및 그 친인척 지분율은 지금까지 데이터베이스화 되지 않은 상태이다. 본 연구에서는 사업보고서를 일일이 확인하여 지배주주 및 그 친인척 지분율을 산출하였다.

기업의 주가상승률이 지배주주 지분율이 더 낮은 기업의 주가상승률보다 높을 것이다. 이는 터널링의 정의상 지배주주 지분율이 보다 낮은 계열사의 경제적 자원이 지배주주 지분율이 더 높은 기업으로 이전되기 때문이다. 한편, 만일 주식시장이 합병 가능성에 대해 사전에 인지하고 이를 주가에 반영한다면 투자자들은 계열합병 공시가 이루어지기 이전에 동 합병으로 인한 시너지/터널링 효과에 의해 기업가치가 변화할 것이라는 점을 주가에 반영시킬 수 있을 것이다. 이에 가설 1을 설정한다.

가설 1. 합병관련 기업들의 지배주주 지분율이 더 높을수록 합병공시 이전 장기간의 누적초과수익률은 보다 더 높을 것이다.

가설 1과 관련하여 본고에서는 합병공시 이전의 주가의 움직임을 측정하기 위해 합병공시 이전의 기간을 각각 -30일~ -1일, -60일~ -1일, -90일~ -1일, -120일~ -1일, -180일~ -1일인 5개의 누적된 구간으로 나누어 각각의 누적초과수익률을 계산한다⁶. 이 때 누적초과수익률(CAR)은 개별 기업의 일별 수익률에서 일별 코스피 수익률을 차감하는 시장조정모형(market adjusted model)을 사용한다. 또한 지배주주 지분율은 지배주주 및 그 친인척 지분율의 합으로 정의한다.

이 때 가설 1을 테스트 하는 방법론으로서 첫번째로, 특정 계열합병 시 지배주주 지분율이 더 높은 기업들의 표본과 지분율이 더 낮은 표본을 구성한 후 앞서 계산한 각 구간의 누적초과수익률을 두 표본별로 각각 산출한다. 만일 두 표본 간 누적초과수익률의 평균 차이 및 중앙값 차이가 유의한 양(+)의 값을 갖는다면 가설 1이 성립한다고 해석한다(유인부합가설). 이 때 평균의 차이는 t-검정을, 중앙값의 차이는 Wilcoxon z-검정을 사용하여 검정한다.

가설 1을 검정하는 다음 방법론으로서, 종속변수로서 합병기업 및 피합병기업에 각각 대하여 앞서 설정한 각 누적기간 동안의 누적초과수익률을 설정하고, 독립변수로서 지배주주 지분율을 설정하여 회귀분석 한다. 그 결과 양사의 지배주주 지분율의 회귀계수가 유의한 양(+)의 값을

⁶ 추후 실증분석 시 밝혀졌으나, 지배주주 지분율이 높은 기업군과 낮은 기업군 간의 누적초과수익률 차이는 윈도우 -1일~ -90일까지 유의하고 -90일 이전에는 유의하지 않은 관계로 실제 회귀분석을 위한 누적초과수익률은 CAR(-90,-1)을 사용하도록 한다. 이는 이후 논의되는 합병 이전 누적초과수익률에 대해서도 동일하게 적용된다.

가지면 가설 1이 성립한다고 해석한다.

가설 1의 검정과 관련하여 마지막으로, 종속변수를 합병기업 및 피합병기업 각각에 대하여 앞서 계산한 각 구간의 누적초과수익률로 설정하는 것까지는 동일하되, 이번에는 독립변수로서 양사의 지배주주 지분율 차이로 설정하여 회귀분석 한다. 이는 계열사간 경제적 자원의 이전으로 인한 지배주주의 부의 증가는 지배주주 지분율의 차이에 비례하기 때문이다. 만일 회귀분석 결과 지배주주 지분율 차이에 대한 회귀계수가 유의한 양(+의 값을 갖는다면, 가설 1이 성립한다고 해석한다(이해상충가설).

한편, 본고에서는 가설 1의 연장선상에서 계열합병 공시 전후에 합병기업 및 피합병기업의 주가가 지배주주 지분율이 높을수록 더욱 상승하는가의 여부 또한 검증하도록 한다. 이에 가설 2를 설정한다.

가설 2. 합병관련 기업들의 지배주주 지분율이 높을수록 합병공시 전후 누적초과수익률은 더욱 높을 것이다.

흔히 사건연구는 공시시점 기준 -5일~ +5일의 윈도우를 사용하여 누적초과수익률을 산출한다. 본고에서는 합병공시 전후 주가반응을 살펴보기 위해, 공시일 기준 -5일~ +1일의 윈도우를 적용하도록 한다. 이는 공시정보에 대한 주가의 지연반응이 공시 이후 5일까지 나타나기보다는 공시 이후 1일까지 보는 것이 더 합리적일 것이라는 전제 하에서 설정된 것이다.

한편 가설 2의 검정에 있어서는, 가설 1의 검정과 유사하게, 먼저 합병기업 및 피합병기업 중 지배주주 지분율이 더 높은 표본과 더 낮은 표본으로 양분하여 공시 전후 전자의 누적초과수익률 $CAR(-5,1)$ 이 후자보다 더 큰지 테스트 한다(유인부합가설).

가설 2의 검정 방법으로서 두번째로, 종속변수를 합병기업 및 피합병기업의 $CAR(-5,1)$ 로 설정하고 독립변수를 각 당사자의 지배주주 지분율로 설정하여 회귀분석 한 후, 각각의 지배주주 지분율의 회귀계수가 유의한 양(+의 값을 갖는지 테스트 한다.

마지막으로, 종속변수를 합병기업 및 피합병기업의 $CAR(-5,1)$ 로 설정하는 것까지는 동일하되 독립변수로서 양사의 지배주주 지분율 차이로 설정하여 회귀분석 한다(이해상충가설). 회귀분석

결과 지배주주 지분율 차이에 대한 회귀계수가 유의한 양(+)의 값을 갖는다면, 가설 2가 설립한다고 해석한다.

한편, 기업집단내 특정 계열사가 타계열사를 합병하는 목적은 합병기업 또는 피합병기업 1개 회사의 기업가치 극대화에 국한되지 않을 것이다. 즉, 지배주주는 장기적인 관점에서 기업집단내 계열사간 업무영역을 조정해 나갈 것이므로 두 계열사간 합병이란 사건은 여타 계열사에도 발생할 수 있는 사건임을 의미한다. 따라서 계열합병 공시는 바로 이러한 지배주주의 경제적 동기를 드러내는 하나의 신호 역할을 하는 사건으로 볼 수 있다. 즉, 특정 기업집단에 속한 계열사 전체를 경영/통제 하는 지배주주가 소수주주의 이익을 침해하며 자신의 사적이익을 추구하는 경제적 동기 및 현상이 관찰될 경우 이는 여타 계열사의 가치에도 영향을 미칠 수밖에 없을 것이다.

따라서 만일 기업집단내 터널링이 발생하고 있다면, 피합병기업과 합병기업 이외의 다른 계열사에 있어서도 계열합병 공시 시 지배주주 지분율이 더 높은 기업의 주가상승률이 더 낮은 기업의 주가상승률보다 높은 경향을 나타낼 것이다. 이는 터널링의 정의상 지배주주 지분율이 보다 더 낮은 계열사의 경제적 자원이 지배주주 지분율이 더 높은 기업으로 이전되기 때문이다.

한편, 가설 1의 설정 시 언급하였던 것처럼, 만일 주식시장이 합병 가능성에 대해 사전에 인지하고 이를 주가에 반영한다면 투자자들은 계열합병 공시가 이루어지기 이전에 동 합병으로 인한 터널링 효과에 의해 기업가치가 변화할 것이라는 점을 주가에 반영시킬 수 있을 것이다. 따라서 아래와 같이 가설 3을 설정한다.

가설 3. 계열합병 시 여타 계열사의 경우 지배주주 지분율이 상대적으로 더 높을수록 지배주주 공시 이전 누적초과수익률이 더욱 증가할 것이다.

가설 3의 검정에 있어서는, 먼저 합병기업 및 피합병기업을 제외한 여타 계열사의 지배주주 지분율이 보다 더 높은 표본과 더 낮은 표본으로 양분하여 전자의 합병공시 이전 누적초과수익률이 후자보다 더 큰지 테스트 한다. 이 경우 지배주주 지분율이 더 높은 표본이란,

합병관련 기업이 속한 기업집단의 상장계열사 전체(합병기업 및 피합병기업은 제외)의 지배주주 지분율들의 중앙값보다 특정 계열사의 지배주주 지분율이 더 큰 계열사들의 표본을 뜻한다. 또한 이 때 누적초과수익률은 가설 1에서 언급하였던 각각의 누적기간 동안의 누적초과수익률 각각을 뜻한다. 이러한 누적초과수익률을 비교함에 있어서, 평균의 차이는 t-검정을, 중앙값의 차이는 Wilcoxon z-검정을 사용하여 검정한다.

가설 3의 검정 시 그 다음 방법론으로서, 앞서 언급한 각 누적기간 동안의 여타 계열사의 공시 이전 누적초과수익률 각각을 종속변수로 설정하고 독립변수를 특정 계열사의 지배주주 지분율로 설정하여 회귀분석 한 후, 동 지배주주 지분율의 회귀계수가 유의한 양(+)의 값을 갖는지 테스트 한다.

가설 3의 검정과 관련하여 마지막으로, 종속변수를 각 누적기간 동안의 여타 계열사의 공시 이전 누적초과수익률로 설정하는 것까지는 동일하되, 대신 독립변수로서 특정 계열사의 지배주주 지분율의 상대적 차이로 설정하여 회귀분석 한다. 이 때 지배주주 지분율의 상대적 차이란, 특정 계열사의 지배주주 지분율에서 기업집단의 상장계열사 전체(합병기업 및 피합병기업은 제외)의 지배주주 지분율들의 중앙값을 차감한 수치를 뜻한다. 이 값이 클수록 기업집단 전체 관점에서 보았을 때 상대적으로 터널링의 수혜자가 될 가능성이 높기 때문이다. 회귀분석 결과 이러한 지배주주 지분율의 상대적 차이에 대한 회귀계수가 유의한 양(+)의 값을 갖는다면, 가설 3이 설립한다고 해석한다.

한편, 본 논문에서는 가설 3의 연장선상에서 계열합병 공시 전후에 합병기업 및 피합병기업의 주가가 지배주주 지분율이 높을수록 더욱 상승하는가의 여부 또한 검증하도록 한다. 이에 가설 4를 설정한다.

가설 4. 계열합병 시 여타 계열사의 경우 지배주주 지분율이 상대적으로 더 높을수록 공시 전후 누적초과수익률이 더욱 증가할 것이다.

가설 4의 검정에 있어서는, 먼저 합병기업 및 피합병기업을 제외한 여타 계열사의 지배주주

지분율이 보다 더 높은 표본과 더 낮은 표본으로 양분하여 전자의 공시 전후 누적초과수익률(CAR(-5,1))이 후자보다 더 큰지 테스트 한다. 이 경우 지배주주 지분율이 더 높은 표본의 정의 및 누적초과수익률의 정의는 가설 3에서의 경우와 동일하다. 또한 평균의 차이는 t-검정을, 중앙값의 차이는 Wilcoxon z-검정을 사용하여 검정한다.

가설 4의 검정 시 그 다음 방법론으로서, 특정 계열사의 합병공시 전후 누적초과수익률을 종속변수로 설정하고 독립변수를 동 계열사의 지배주주 지분율로 설정하여 회귀분석 한 후, 동 지배주주 지분율의 회귀계수가 유의한 양(+)의 값을 갖는지 테스트 한다.

가설 4의 검정과 관련하여 마지막으로, 종속변수를 여타 계열사의 공시 전후 누적초과수익률로 설정하는 것까지는 동일하며, 독립변수로서 특정 계열사의 지배주주 지분율의 상대적 차이로 설정하여 회귀분석 한다. 이 때 지배주주 지분율의 상대적 차이의 정의는 가설 3에서 언급한 것과 동일하다. 회귀분석 결과 이러한 지배주주 지분율의 상대적 차이에 대한 회귀계수가 유의한 양(+)의 값을 갖는다면, 가설 4가 설립한다고 해석한다.

3. 분석자료 및 모형

3.1. 표본

본 연구의 표본은 기본적으로 2000년부터 2015년까지 기업집단에 속한 계열사 간에 발생한 모든 합병 사건을 대상으로 하였다. 이 때 계열합병 사건과 관련한 정보는 증권선물거래소의 공시시스템을 통해서 확보하였다⁷. 그런데 동 계열합병은 대부분의 경우 합병기업이 KOSPI 상장기업인 반면, 피합병기업은 비상장기업이 대부분이었다. 더욱이, 결측치 및 이상치를 제외한 결과, 합병기업 표본의 경우 KOSPI 상장 표본은 136개 기업-사건 표본이었으나, KOSPI 상장 피합병기업 표본은 20개에 불과하였다. 따라서 총 156개의 기업-사건 표본이 본 연구의 주된 연구대상 표본으로 설정되었다.

⁷ 웹페이지 kind.krx.co.kr에서 2000년~2015년 기간 동안 모든 합병 사건을 조사한 후, 이중 비계열 합병은 제외하였다.

또한 본고에서는 합병기업 및 피합병기업 뿐만 아니라, 계열사 전체에 대하여 누적초과수익률 등의 공시효과를 분석한다. 그 결과 합병기업 및 피합병기업을 제외한 나머지 타계열사 표본은 모두 348개의 기업-사건 표본으로 확정되었다.

앞서 언급한 바와 같이, 계열합병 공시자료는 증권선물거래소의 공시시스템을 통해 수집하였다. 이 때 계열합병 공시일은 이사회 승인일로 설정하였다. 그리고 누적초과수익률 계산을 위한 주가수익률 및 재무자료는 KIS-VALUE 및 DataGuide-Pro로부터 추출하였으며, 일부 누락된 데이터는 금융감독원 공시시스템을 통하여 확보하였다.

3.2. 변수의 정의

본 연구에서 사용하는 누적초과수익률은 CAR(-5,1) 및 CAR(-90,-1)이다. 본 연구에서 행하게 될 회귀분석에서는 이 누적초과수익률을 종속변수로 설정한다. 누적초과수익률을 구체적으로 제시하면 다음과 같다.

- CAR(-90,-1): -90일~ -1일의 누적초과수익률

$$= -90일 \sim -1일 \text{ 동안의 } [기업수익률 - KOSPI \text{ 수익률}] \text{의 누적수익률}$$

- CAR(-5,1): -5일~ +1일의 누적초과수익률

$$= -5일 \sim +1일 \text{ 동안의 } [기업수익률 - KOSPI \text{ 수익률}] \text{의 누적수익률}$$

아래에서는 가설의 검증을 위하여 본고에서 사용되는 변수를 정의하고 설명한다. 해당 변수 중 지배주주 지분율 및 지배주주 지분율 간 차이에 대한 사용 근거는 2장에서 부분적으로 논한 바 있다. 모든 재무변수는 계열합병이 발생하기 직전의 회계결산일을 기준으로 한다.

- Ownership: 지배주주 및 그 친인척 지분율 (본고에서는 이를 줄여서 지배주주 지분율이라 명명한다). 이는 모든 가설 검정 시 주된 독립변수로 사용된다.

- **D_Ownership**: 합병기업과 피합병기업 간 지배주주 지분율 차이, 또는 여타 계열사의 지배주주 지분율의 상대적 차이. 이는 모든 가설 검증 시 주된 독립변수로 사용된다. 이 때 여타 계열사의 지배주주 지분율의 상대적 차이란, 합병기업과 피합병기업을 제외한 타계열사의 지배주주 지분율에서 해당 기업집단에 속한 모든 계열사의 지배주주 지분율들의 중앙값을 차감한 수치를 뜻한다. 이 값이 클수록 특정 계열사가 터널링의 수혜자가 될 가능성이 높다.

- **Same_Industry**: 합병기업과 피합병기업이, 또는 여타 계열사들이 동종 산업(중분류)에 속하면 1, 그렇지 않으면 0을 갖는 더미변수. 이는 회귀분석 시 통제변수로 사용된다. 만일 계열합병 공시와 관련하여 영업 시너지(*operational synergy*)가 존재한다면 이 변수의 회귀계수가 유의한 양의 값을 가질 것이고, 다각화 프리미엄이 존재한다면 이 변수의 회귀계수가 유의한 음의 값을 가질 것이다.

- **Merger**: 합병기업이면 1, 피합병기업이면 0을 갖는 더미변수. 이는 회귀분석 시 통제변수로 사용된다. 이 변수에 대한 회귀계수가 유의한 양의 값을 갖는다면 대체로 합병기업이 터널링의 수혜자가 된다는 의미이고, 유의한 음의 값을 갖는다면 반대로 피합병기업이 터널링의 수혜자가 된다는 뜻이다.

- **Foreign**: 외국인 지분율. 이는 회귀분석 시 통제변수로 사용된다. 외국인 지분율이 높을수록 기업가치가 증가한다면 동 변수에 대한 회귀계수는 유의한 양의 값을 가질 것이다.

- **Chaebol**: 대기업집단에 속하면 1, 그렇지 않으면 0을 갖는 더미변수. 이는 회귀분석 시 통제변수로 사용된다. 계열합병 시 대기업집단 소속 여부가 기업가치에 영향을 줄 수 있기 때문에 통제변수에 포함되도록 한다.

- **Size**: 자산가치에 자연로그를 취한 값. 이는 회귀분석 시 통제변수로 사용된다. 소규모 기업 효과가 존재한다면, 이 변수에 대한 회귀계수는 유의한 음의 값을 가질 것으로 추정된다.

- ROA: 영업이익률=당기순이익/자산총액. 이는 회귀분석 시 통제변수로 사용된다. 수익성이 높을수록 기업가치에 긍정적인 영향을 준다면, 이 변수에 대한 회귀계수는 유의한 양의 값을 가질 것으로 추정된다.

- Leverage: 부채비율=부채총액/자산총액. 이는 회귀분석 시 통제변수로 사용된다. 부채비율이 높을수록 채권자의 감시기능이 강화된다면, 동 변수의 회귀계수는 유의한 양의 값을 가질 것으로 추정된다.

3.3. 분석모형 및 가설검증 방법

본 논문에서는 계열합병 시 합병기업과 피합병기업 및 타계열사의 주가가치가 어떻게 변화하는지를 사건연구(event study)를 통하여 먼저 관찰한 후, 동기업의 누적초과수익률을 지배주주 지분율 및 지배주주 지분율의 차이와 기업특성 변수에 대하여 회귀분석 함으로써 본고의 가설을 검증한다. 본고에서는 누적초과수익률을 계산하는 방법으로서 개별기업의 수익률에서 시장수익률을 차감하는 시장조정모형(market-adjusted model)을 사용한다. 이 때 시장수익률은 KOSPI 지수 수익률을 사용한다. 해당 모형을 표현하면 아래와 같다.

<시장조정모형(market-adjusted model)>

$$AR_i = R_i - R_m$$

$$CAR_i = \sum AR_i$$

- R_i = 개별기업 수익률

- R_m = KOSPI 또는 KOSDAQ 지수 수익률

다음으로, 이러한 누적초과수익률을 종속변수로 설정한 후, 지배주주 지분율과 지배주주 지분율 차이 및 기타 기업특성 변수에 대하여 GLS(Generalized Least Square; Weighted Least Square)

회귀분석을 행한다⁸. GLS 회귀분석 모형은 아래 식 (1), (2)에 표현된 바와 같이, OLS 모형의 양변을 각 기업의 과거 1년간 일별 주가수익률의 체계적위험($\beta_i\sigma_M=h_i$)으로 가중평균한 모형이다. 이때 회귀식 (1)은 계열합병 사건 관련, 합병기업과 피합병기업 및 타계열사의 누적초과수익률(CAR(-5,1), CAR(-90,-1))을 동 기업의 지배주주 지분율(Ownership)과 기업특성 변수에 대하여 GLS 회귀분석 한 것이다. 반면, 회귀식 (2)는 합병기업과 피합병기업 및 타계열사의 누적초과수익률(CAR(-5,1), CAR(-90,-1))을 종속변수로 설정하는 것까지는 회귀식 (1)과 동일하나, 가장 중요한 설명변수로서 합병기업과 피합병기업의 지배주주 지분율 차이 또는 여타 계열사의 지배주주 지분율의 상대적 차이(D_Ownership)를 설정한 것이 회귀식 (1)과는 서로 다르다. 즉, 회귀식 (2)의 경우 지배주주 지분율의 차이는 계열사간 이전되는 부(wealth)의 크기에 비례할 것이라는 전제를 바탕으로 하는 것이다. 또한 합병기업 더미변수가 추가된다는 점이 회귀식 (2)가 회귀식 (1)과 다른 점이다. 이상을 종합하여 아래와 같이 회귀식 (1), (2)를 설정한다.

<GLS 회귀분석(Generalized Least Square Regression)>

$$\frac{CAR_i}{h_i} = \frac{\alpha}{h_i} + \beta_1 \frac{Ownership_i}{h_i} + \beta_2 \frac{Same_Industry_i}{h_i} + \beta_3 \frac{Foreign_i}{h_i} + \beta_4 \frac{Chaebol_i}{h_i} + \beta_5 \frac{Size_i}{h_i} + \beta_6 \frac{ROA_i}{h_i} + \beta_7 \frac{Leverage_i}{h_i} + \varepsilon_i \quad (1)$$

$$\frac{CAR_i}{h_i} = \frac{\alpha}{h_i} + \beta_1 \frac{D_Ownership_i}{h_i} + \beta_2 \frac{Same_Industry_i}{h_i} + \beta_3 \frac{Merger_i}{h_i} + \beta_4 \frac{Foreign_i}{h_i} + \beta_5 \frac{Chaebol_i}{h_i} + \beta_6 \frac{Size_i}{h_i} + \beta_7 \frac{ROA_i}{h_i} + \beta_8 \frac{Leverage_i}{h_i} + \varepsilon_i \quad (2)$$

여기서 $h_i = \beta_i\sigma_M$

위에 표시된 회귀식 (1)의 경우, 독립변수 Ownership의 회귀계수가 유의한 양의 값을 갖는지의 여부가 본고의 가설이 성립하는지 여부를 결정한다.

또한 회귀식 (2)의 경우, 독립변수 D_Ownership의 회귀계수가 유의한 양의 값을 갖는지의

⁸ 본 연구에서 사용되는 데이터는 전형적인 횡단면 자료(cross-sectional)이므로, OLS를 사용할 경우 이분산(heterogeneity)의 문제로 인해 회귀계수에 편의(bias)가 반영될 수 있을 뿐만 아니라, 회귀계수 표준편차의 절대값이 과소측정 되어 t-값의 절대값이 과대측정 될 가능성이 높다. 따라서 본고에서는 이같은 문제를 완화할 수 있는 GLS(WLS) 모형을 사용하기로 한다.

여부가 본 논문의 가설이 성립하는지 여부를 결정한다.

3.4. 기초통계량

본 연구에서 사용되는 변수들에 대한 요약통계량이 [표 1]에 제시되어 있다. 이 중 누적초과수익률을 중심으로 구체적으로 살펴보도록 한다.

먼저 합병기업과 피합병기업 양자만을 고려한 누적초과수익률의 경우, CAR(-90,-1) 및 CAR(-5,1)의 평균과 중앙값 모두 1% 수준에서 유의한 양의 값을 가졌다. 또한 그 크기는 CAR(-90,-1)의 경우 평균이 8%, 중앙값은 3.6%이며, CAR(-5,1)의 경우 평균이 4.9%, 중앙값이 2%이다. 이는 본 연구의 표본 하에서, 계열합병 시 합병기업과 피합병기업 양자 모두 기업가치가 상승함을 뜻하는 바, 이는 일반적으로 합병이 시너지 효과를 가져온다는 인식과 일치하는 결과라 해석할 수 있다. 그러나 또 한편으로는, 터널링이 존재하되 수혜자인 기업의 누적초과수익률 합(가령 양의 수익률)의 절대값이 시혜자의 누적초과수익률 합(가령 음의 수익률)의 절대값보다 크기 때문에 전체적으로 양의 수익률을 기록한 것으로 보일 수도 있다. 따라서 지배주주 지분율이 높고 낮음에 따라 표본을 구분하여 양자를 비교할 필요가 있다.

한편, 합병기업 및 피합병기업을 제외한 기업집단내 모든 상장계열사의 공시 이전 누적초과수익률의 경우, 즉 CAR(-90,-1)의 경우, 평균과 중앙값이 5% 수준에서 유의한 양의 값을 가지되, 다만 동 수치들은 합병대상 기업의 누적초과수익률보다는 작은 값으로 나타났다. 구체적으로, 평균은 2.7%이며, 중앙값은 2.3%를 기록하였다. 이는 대체로 합병공시 이전 기간동안 계열합병이 단순히 합병기업 및 피합병기업 양자만의 기업가치 뿐만 아니라 계열사 전체의 기업가치에 영향을 미침을 시사한다.

반면 CAR(-5,1)은 평균과 중앙값 모두 통계적으로 유의하지 않은 값을 가졌다. 그러나 통계적으로 유의한 값이 아니라고 해서 타계열사의 공시 전후 누적초과수익률 분석이 전혀 의미가 없다고 할 수 없다. 그 이유는 지배주주 지분율이 더 높은 기업의 누적초과수익률이 양(+)의 값을 가지면서 지배주주 지분율이 더 낮은 기업의 누적초과수익률이 음(-)의 값을 가질 경우, 두 값이 상쇄되어 유의하지 않은 것으로 나타날 수 있기 때문이다. 따라서 지배주주

지분율이 더 높은 표본 및 더 낮은 표본으로 분리하여 분석할 필요성이 여기에 있다.

<표 1을 이곳에>

4. 실증분석 결과

4.1. 합병기업 및 피합병기업 양자에 대한 실증분석

4.1.1. 지배주주 지분율이 더 높은 기업과 더 낮은 기업 간 누적초과수익률의 차이 분석

앞서 가설 1의 설정 시 합병기업 또는 피합병기업 중에서 지배주주 지분율이 더 높은 기업의 합병공시 이전 누적초과수익률은 지배주주 지분율이 더 낮은 기업의 합병공시 이전 누적초과수익률보다 높을 것이라 예측하였다. 물론, 이 때 두 그룹 모두 양의 누적초과수익률이 관찰된다면 모두 시너지 효과를 향유하는 것이라 볼 수 있다. 본 절에서는 누적초과수익률의 평균, 그리고 두 표본의 누적초과수익률 평균 차이에 대해서는 t-검정을, 누적초과수익률 및 두 표본의 누적초과수익률 중앙값 차이에 대해서는 Wilcoxon z-검정을 행하였다. 구체적으로 평균 및 중앙값, 그리고 각각의 차이에 대한 검정 결과가 표 2에 나타나 있다.

가설 1의 검정과 관련하여 계열합병 공시 이전 5개의 누적된 기간 동안의 두 표본(지배주주 지분율이 더 높은 집단 및 지배주주 지분율이 더 낮은 집단)의 누적초과수익률을 비교 관찰한 결과, 동 수익률의 차이는 대체로 -1일부터 -90일까지 유의하고 그 이후는 유의한 값을 보이지 않았다. 이는 주식시장의 투자자들이 대체로 계열합병 공시 90일 이전부터는 계열합병 사건을 인지하고 이를 주가에 반영함을 시사한다⁹. 이는 주식시장이 (준강형으로) 효율적이라는 것을 의미한다. 따라서 유인부합 가설인 가설 1이 성립함을 확인할 수 있다.

⁹ 이후 회귀분석 시 합병공시 이전 누적초과수익률은 기타 구간들을 대표하여 공시 전 90일~공시 전 1일의 누적초과수익률(CAR(-90,-1))을 사용하여 분석한다. 추후 언급하겠지만, CAR(-60,-1) 및 CAR(-30,-1)를 종속변수로 설정한 경우 모두 CAR(-90,-1)을 종속변수로 설정한 경우와 그 결과와 해석이 거의 동일하기 때문이다. 반면 CAR(-120,-1), CAR(-150,-1), CAR(-180,-1)를 종속변수로 설정하였을 때는 유의한 결과가 발견되지 않았다.

한편, 합병공시 전후의 누적초과수익률이 지배주주 지분율의 높고 낮음에 의해서 결정되는 가를 나타내는 가설 2의 검정과 관련하여, CAR(-5.1)의 경우 지배주주 지분율이 높은 기업은 평균(6.8%)과 중앙값(3.7%) 모두 1% 수준에서 유의하였으나, 지배주주 지분율이 낮은 기업의 경우에는 평균(3%)만이 유의한(5%) 양의 값을 가졌고 중앙값(0.6%)은 유의하지 않았다. 따라서 대체적으로 계열합병 시 합병기업 및 피합병기업 모두 시너지 효과를 향유함을 확인할 수 있다. 더욱이, 평균 차이(3.8%)와 중앙값 차이(3.1%) 모두 통계적으로 유의한(10%) 값이 관찰되므로, 앞서 설정한 가설 2와 관련하여, 시너지 가설이 성립함을 확인할 수 있다. 또한 가설 2의 설정 시 논하였듯이, 이는 동시에 터널링 현상이 존재함을 시사하는 결과이기도 하다.

이러한 결과들은 계열합병이 합병기업 및 피합병기업 모두의 기업가치 상승을 가져오는 좋은 뉴스이되, 다만 그 결실을 양사 간에 나누어 갖는 과정 중에 지배주주 지분율이 보다 높은 기업이 그렇지 않은 기업보다 더 많은 혜택을 받는다는 것을 주식시장 투자자들이 인식하고 있음을 시사한다.

<표 2를 이곳에>

4.1.2. 지배주주 지분율이 합병기업 및 피합병기업의 누적초과수익률에 미치는 영향

앞서 유인부합 가설인 가설 1 및 가설 2를 설정하면서, 지배주주 지분율이 높을수록 각 기업의 누적초과수익률은 증가할 것이라 추정하였다. 터널링 가설과 함께 시너지 가설이 성립한다면, 합병기업 및 피합병기업 여부에 상관없이 지배주주 지분율이 높을수록 기업가치는 상승할 것으로 예상되기 때문이다.

먼저 가설 1과 가설 2의 검정을 위한 회귀분석 결과가 표 3에 나타나 있다. 표 3-1은 합병기업 및 피합병기업의 지배주주 지분율이 합병공시 이전 각 기업의 누적초과수익률에 미치는 영향을 보여주는 바, 이는 가설 1을 테스트하는 회귀분석 결과이며, 표 3-2는 합병공시 전후 합병기업 및 피합병기업의 지배주주 지분율이 동 기업의 누적초과수익률에 미치는 영향을 나타내는 바, 이는 가설 2를 테스트 하는 회귀분석 결과이다.

만일 주식시장이 효율적이라면 합병공시 이전에 주식시장의 투자자들은 계열합병의 사실을 인지하고 이를 주가에 반영할 가능성이 있다. 앞서 4.1.1.절에서 언급한 바와 같이, 본고에서는 종속변수로 CAR(-30,-1), CAR(-60,-1), CAR(-90,-1)을 각각 설정하여 지배주주 지분율에 대하여 회귀분석을 시행한 결과, 공통적으로 지배주주 지분율이 양의 유의한 회귀계수를 갖는 것이 확인되었다(표 3-1). 반면 합병공시 이전 90일을 초과하는 기간에 대해서는 지배주주 지분율의 유의성이 사라졌다. 따라서 본고에서는 CAR(-30,-1), CAR(-60,-1), CAR(-90,-1)를 대표하여 CAR(-90,-1)를 종속변수로 설정한 회귀분석 결과만을 보고하도록 한다¹⁰.

표 3.1에서 보듯이, 종속변수 CAR(-90,-1)에 대하여 회귀분석 한 결과, 독립변수인 지배주주 지분율의 회귀계수가 유의한 양(+)의 값을 갖는 것으로 나타났다. 이는 유인부합 가설인 가설 1이 성립함을 의미한다.

한편, 표 3-2에 의하면, 합병기업과 피합병기업 모두 종속변수가 CAR(-5,1)일 경우 지배주주 지분율의 회귀계수가 10% 수준에서 유의한 양의 값을 갖는 바, 이는 합병기업과 피합병기업 모두 합병공시 전후 지배주주 지분율이 높을수록 누적초과수익률이 증가함을 의미한다. 따라서 유인부합 가설인 가설 2가 성립함을 알 수 있다.

결과적으로, 앞의 회귀분석 결과는 유인부합 가설인 가설 1과 가설 2가 성립함을 시사한다.

<표 3을 이곳에>

4.1.3. 지배주주 지분율 차이가 합병기업 및 피합병기업의 누적초과수익률에 미치는 영향

앞서 가설 1 및 가설 2를 설정하면서, 합병기업과 피합병기업 중 지배주주 지분율이 더 높은 기업과 지배주주 지분율이 더 낮은 기업 간 지배주주 지분율 차이가 클수록 지배주주 지분율이 더 큰 기업의 누적초과수익률이 더욱 증가할 것이라 하였다¹¹. 터널링이 존재한다면, 두 계열사간 경제적 자원의 이전으로 인한 지배주주의 부의 증가는 양사의 지배주주 지분율 차이에 비례하기

¹⁰ CAR(-30,-1), CAR(-60,-1) 등 기타 구간의 누적초과수익률을 종속변수로 설정한 회귀분석 결과는 생략하였으나, 저자에게 요구 시 동 결과는 제공 가능함.

¹¹ 예를 들어 기업 A를 합병기업, 기업 B를 피합병기업이라 하자. 또한 A의 누적초과수익률을 $f(A)$, B의 누적초과수익률을 $f(B)$ 라 하자. 가설 3의 회귀분석은 종속변수를 $f(A)$, 독립변수를 A-B로 설정하거나 (1안), 종속변수를 $f(B)$, 독립변수를 B-A로 설정한다는 (2안) 뜻이다.

때문이다. 이 같은 가설을 테스트 하기 위한 회귀분석 결과가 표 4에 나타나 있다. 해당 표는 합병기업 또는 피합병기업의 누적초과수익률을 종속변수로, 양사의 지배주주 지분율 차이를 독립변수로 설정한 회귀분석 결과이다.

한편, 주식시장이 효율적이라면 합병공시 이전에 주식시장의 투자자들은 계열합병의 사실을 인지하고 이를 주가에 반영할 가능성이 있다. 앞서 4.1.2 절에서 언급한 바와 같이, 본고에서는 종속변수로서 서로 다른 기간 동안의 누적수익률을 대표하여 $CAR(-90,-1)$ 을 설정하여 지배주주 지분율의 차이에 대하여 회귀분석을 시행하였다. 동 결과는, 표 4에 나타나 있듯이, 지배주주 지분율의 차이가 양의 유의한 회귀계수를 갖는 것이 확인되었다. 반면, 표에는 나타내지는 않았으나, 합병공시 이전 90일을 초과하는 기간에 대해서는 지배주주 지분율의 유의성이 사라졌다. 따라서 앞서 4.1.2 절의 경우와 같이, 주식시장의 투자자들은 적어도 계열합병 공시 이전 90일쯤부터는 동 합병사건이 존재할 것이라는 것, 그리고 동 사건이 합병기업 및 피합병기업의 기업가치에 어떠한 영향을 미치는지 사전에 인지하고 있었을 것을 예측할 수 있다. 따라서 가설 3이 성립함을 알 수 있다.

한편 가설 2의 검정과 관련하여 표에 의하면, 지배주주 지분율의 차이(D_Ownership)에 대한 회귀계수는 종속변수가 $CAR(-5,1)$ 일 때 1% 수준에서 유의한 양의 값을 가졌다. 이같은 결과는 지배주주 지분율 차이가 클수록 공시 전후 누적초과수익률이 더욱 증가한다는 가설 2가 성립함을 의미한다. 즉, 동 결과는 계열합병을 통하여 지배주주 지분율 차이만큼 부의 이전의 정도가 비례하는 터널링 현상이 존재하고 있음을 시사한다.

요컨대, 이 같은 결과들은 가설 1과 가설 2가 성립함을 의미한다.

<표 4를 이곳에>

4.2. 합병기업 및 피합병기업을 제외한 타계열사에 대한 실증분석

앞서 가설들을 설정할 때, 계열합병이 단순히 합병기업 및 피합병기업 양사의 기업가치에만 영향을 주는 사건이기 보다는 기업집단 전체, 즉 모든 계열사의 기업가치에 영향을 줄 수 있는

사건이라고 설정한 바 있다. 이는 기업집단을 통제하고 경영하는 지배주주가 계열사 전체를 이용하여 자신의 부를 극대화 하려는 동기가 있기 때문이며 주식시장의 투자자는 특정 계열사간 합병 사건을 통해 향후 여타 계열사에도 유사한 사례가 발생할 수 있다고 예상할 수 있기 때문이다. 아래 4.2.1 절과 4.2.2절 및 4.2.3절에서는 바로 이러한 관점 하에서 가설 검정을 시도한다.

4.2.1. 지배주주 지분율이 상대적으로 높은 기업과 낮은 기업 간 누적초과이익률의 차이 분석

가설 3 및 가설 4를 설정하면서, 계열합병 시 타계열사 (합병기업 및 피합병기업 제외) 중에 지배주주 지분율이 상대적으로 더 높은 기업의 누적초과이익률이 지배주주 지분율이 더 낮은 기업의 누적초과이익률보다 높을 것이라 예측하였다. 이 때 지배주주 지분율이 더 높은 기업이란, 계열합병 사건 발생 직전연도의 특정 계열사의 지배주주 지분율에서 동 계열사가 속한 기업집단 전체(상장계열사 전체)의 지배주주 지분율 중앙값을 차감한 값이 0보다 큰 경우를 뜻한다. 즉, 중앙값을 기준으로 지배주주 지분율이 더 높을 경우를 뜻하다. 이는 가설 1 및 가설 2를 확장한 명제인 바, 터널링의 정의상 지배주주 지분율이 보다 더 낮은 계열사의 경제적 자원이 지배주주 지분율이 더 높은 기업으로 이전되기 때문이었다. 본 절에서는 가설 1의 검정 방법과 마찬가지로 누적초과이익률의 평균 차이에 대해서는 t-검정을, 중앙값 차이에 대해서는 Wilcoxon z-검정을 행한다.

한편 가설 3과 관련하여, 주식시장이 효율적이라면 합병공시 이전에 주식시장의 투자자들은 계열합병의 사실을 인지하고 이를 합병기업 및 피합병기업을 제외한 타계열사의 주가에 반영할 가능성이 있다. 앞서 4.1.1에서 밝힌 바와 같이, 대체로 계열합병 공시가 있기 90일 전부터는 주식시장의 투자자들이 동 사건의 경제적 의미를 인지할 수 있다는 전제 하에서 공시 전 30일부터 공시 전 1일, 공시 전 60일부터 공시 전 1일까지의 누적초과이익률을 공시 전 90일부터 공시 전 1일까지의 누적초과이익률과 함께 표 5에 병기하였다. 이 때 전체를 두 표본, 즉 지배주주 지분율이 상대적으로 높은 그룹과 상대적으로 낮은 그룹으로 나누어 동 수익률의 평균 차이와 중앙값 차이를 분석하였다. 표 5에서 확인할 수 있듯이, 대체로 공시 전 90일부터 공시 전

1일까지의 누적초과수익률 차이는 공시 전 60일의 경우와 크게 다르지 않았고(특히 중앙값 차이는 동일함), 표에는 포함시키지 않았으나 공시 전 90일보다 더 과거로 가더라도 누적초과수익률 차이는 크게 확대되지 않았다¹². 표에서 확인할 수 있듯이, 계열합병 공시 전 90일부터 공시 전 1일까지의 누적초과수익률 차이는 평균이 7.7%, 중앙값이 3%로서, 모두 1% 수준에서 유의하였다. 이는 지배주주 지분율이 상대적으로 더 낮은 계열사의 경제적 자원이 보다 높은 계열사로 이전되는 터널링 현상이 합병기업 및 피합병기업 뿐만 아니라 이를 제외한 타계열사에 대해서도 성립함을 시사한다.

다음으로 가설 4와 관련하여, CAR(-5,1)의 경우 평균 차이와 중앙값 차이가 각각 5% 수준 및 10% 수준에서 유의하였다. 이 때 평균적으로 지배주주 지분율이 더 높은 기업의 7일간 누적초과수익률은 지배주주 지분율이 더 낮은 기업의 누적초과수익률보다 1.8% 더 높았으며, 중앙값의 경우에는 0.8% 더 높았다. 이로부터 지배주주 지분율이 더 높은 기업의 공시 전후 단기적 합병성과는 지배주주 지분율이 더 낮은 기업의 단기적 합병성과보다 더 높았다는 결론 내릴 수 있다. 이는 터널링 가설인 가설 4가 성립함을 의미한다.

결론적으로 계열합병 시 여타 계열사의 초과수익률도 영향을 받으며, 향후 계열합병과 유사한 사건을 통하여 지배주주 지분율이 낮은 계열사에서 지배주주 지분율이 높은 계열사로 경제적 자원이 이전되는 터널링 현상에 대한 우려가 주식시장에서 주가에 반영되고 있음을 확인할 수 있었다. 이러한 사실은 터널링 가설인 가설 3과 가설 4가 성립함을 의미한다.

<표 5를 이곳에>

4.2.2. 지배주주 지분율이 여타 상장계열사의 누적초과수익률에 미치는 영향

앞서 가설 3 및 가설 4를 설정하면서, 계열합병 시 합병 및 피합병기업을 제외한 타계열사의 지배주주 지분율이 높을수록 동 계열사의 누적초과수익률은 증가할 것이라 언급하였다. 이는 터널링 가설이 성립한다면, 타계열사의 지배주주 지분율이 높을수록 터널링의 수혜자가 될

¹² 독자의 요청 시 결과 제공 가능

가능성이 높기 때문이다. 즉, 이는 가설 1 및 가설 2를 기업집단 전체로 확장한 가설이다.

한편, 합병공시 이전에 주식시장 투자자들이 이미 관련 사건을 인지하고 있음을 4.2.1에서 확인한 바, 본 절에서는 여러 윈도우를 대표하여 공시 전 90일부터 공시 전 1일까지의 윈도우를 사용하였다. 즉, CAR(-90,-1)만을 회귀분석 시 종속변수로 사용하였다. 표 6에 나타나 있듯이, 회귀분석 결과, 지배주주 지분율의 회귀계수는 1% 수준에서 유의한 양의 값을 가졌다. 이는 합병관련 기업을 제외한 타계열사의 경우도 지배주주 지분율이 높을수록 공시 이전 누적초과수익률이 증가함을 의미한다. 이러한 사실은 지배주주 지분율이 높을수록 향후 계열사간 합병이 관련된 계열사에게 유리한 방향으로 진행될 것으로 주식시장이 예상하고 있음을 보여주며 이는 가설 3을 지지하는 결과이다.

한편 가설 4와 관련하여, 표 6에서 보듯이, 종속변수가 CAR(-5,1)일 경우 지배주주 지분율의 회귀계수가 5% 수준에서 유의한 양의 값을 가졌다. 이는 합병공시 이후 여타 계열사의 지배주주 지분율이 높을수록 동 계열사의 누적초과수익률이 상승할 것이라는 가설 4가 성립함을 의미한다. 즉, 터널링 현상이 타계열사 주가의 움직임에서도 관찰됨을 확인할 수 있다.

<표 6을 이곳에>

4.2.3. 지배주주 지분율 차이가 여타계열사의 누적초과수익률에 미치는 영향

앞서 가설 3 및 가설 4를 설정하면서, 합병기업 및 피합병기업을 제외한 여타 계열사 지배주주 지분율의 상대적 차이가 클수록 동 기업의 누적초과수익률이 더욱 증가할 것이라 하였다¹³. (이 때 지배주주 지분율에 대한 상대적 차이란, 특정 계열사의 지배주주 지분율에서 동 기업집단 전체의 지배주주 지분율 중앙값을 차감한 수치를 뜻한다) 만일 터널링이 존재한다면 향후 계열사간 합병을 통해 경제적 자원의 이전으로 인한 지배주주의 부의 증가는 지배주주 지분율의 상대적 차이에 비례하기 때문이다. 가설 3 및 가설 4의 검정을 위한 회귀분석 결과가 표 7에 나타나

¹³ 예를 들어 기업 A를 피합병기업이 아닌 타계열사, 기업 B를 피합병기업이라 하자. 또한 A의 누적초과수익률을 $f(A)$, B의 누적초과수익률을 $f(B)$ 라 하자. 가설 6의 회귀분석은 종속변수를 $f(A)$, 독립변수를 $A-B$ 로 설정하거나 (1안), 종속변수를 $f(B)$, 독립변수를 $B-A$ 로 설정한다는 (2안) 뜻이다.

있다. 해당 표는 타계열사의 누적초과수익률을 종속변수로, 지배주주 지분율의 상대적 차이를 독립변수로 설정한 회귀분석 결과이다.

한편, 합병공시 이전에 주식시장 투자자들이 이미 관련 사건을 인지하고 있음을 4.2.1에서 확인한 바, 본 절에서는 역시 여러 윈도우를 대표하여 CAR(-90,-1)를 회귀분석 시 종속변수로 사용한다. 회귀분석 결과, 표 7에서 나타나 있듯이, 지배주주 지분율의 상대적 차이에 대한 회귀계수는 10% 수준에서 유의한 양의 값을 가졌다. 이는 합병관련 기업을 제외한 타계열사의 경우도 지배주주 지분율이 상대적으로 높을수록 공시 이전 누적초과수익률이 증가함을 의미한다. 이러한 사실은 지배주주 지분율이 높을수록 향후 계열사간 합병이 관련된 계열사에게 유리한 방향으로 진행될 것으로 주식시장이 예상하고 있음을 보여주는 또 다른 증거이다. 또한 이는 터널링 가설인 가설 3을 지지하는 결과이다.

한편, 가설 4와 관련하여 표에 의하면, 지배주주 지분율의 차이(D_Ownership)에 대한 회귀계수는 종속변수가 CAR(-5,1)일 때 10% 수준에서 유의한 양의 값을 가졌다. 이는 합병공시 전후 타계열사 지배주주 지분율의 상대적 차이가 높을수록 동 계열사의 누적초과수익률이 상승할 것이라는 가설 4가 성립함을 의미한다. 즉, 터널링 현상이 타계열사 주가의 움직임에서도 관찰됨을 확인할 수 있다.

<표 7을 이곳에>

4.3. 추가분석: 좋은 기업지배구조는 계열합병 시 터널링을 완화시킬 수 있는가?

앞서 4.1절에서 합병기업 및 피합병기업의 지배주주 지분율 차이가 클수록 터널링 현상이 심화된다는 실증결과를 확인한 바 있다. 본 절에서는 이러한 터널링 현상이 기업지배구조 수준에 따라 완화 될 가능성이 있는지 분석한다.

이러한 분석을 위해 기존 회귀식에 기업지배구조가 우수한 경우¹⁴ 1의 값을 갖는 더미변수를

¹⁴ 기업지배구조 수준을 나타내는 대용치는 한국기업지배구조원에서 산출/제공 하는 기업지배구조 총점수를 기초로 하였다. 즉, 각 기업이 취득한 지배구조 총점수를 만점으로 나눈 값을 지배구조 수준으로 간주하여 동 지배구조 수준이 중앙값보다 크면 우수한 지배구조를 가진 기업으로, 중앙값 이하면 열등한 지배구조를

포함하고, 다시 동 더미변수와 지배주주 지분율 차이 변수를 곱한 교차항을 포함시켜 회귀분석한다. 만일 교차항의 회귀계수가 유의한 음(-)의 값을 갖는다면 지배구조가 우수한 경우에는 지배구조가 취약한 경우에 비하여 터널링 현상이 완화된다고 해석할 수 있다.

실증 결과는 표 8에 나타나 있다. 우선 표본수는 계열합병 당사자의 수인 156개에 다소 많이 못 미치는 103개임을 확인할 수 있는데, 이는 한편으로는 기업지배구조원에서 제공하는 지배구조 점수가 2003년부터 존재하기 때문이며, 또 다른 한편으로는 모든 상장기업이 기업지배구조 점수 데이터베이스에 다 포함되는 것이 아니라, 서베이에 응한 상장사만이 포함되기 때문이다.

실증분석 결과, 종속변수 $CAR(-90,-1)$ 및 $CAR(-5,1)$ 모두에 대하여, 지배주주 지분율의 차이에 대한 회귀계수의 유의성은 그대로 유지되면서 동시에 동 차이와 지배구조 더미변수 간 교차항의 회귀계수가 10% 수준에서 유의하였다. 즉, 지배주주 지분율의 차이가 커서 터널링의 가능성이 심각하다고 하더라도, 만일 동 기업의 지배구조 수준이 우수할 경우에는 그렇지 않은 경우에 비하여 터널링 효과가 감소함을 확인하였다.

이러한 결과는 기업지배구조가 기업가치에 긍정적 영향을 미친다는 기존 이론을 지지하는 또 다른 증거가 될 수 있다.

<표 8을 이곳에>

5. 결론

본 연구는 계열사간 합병이라는 사건을 통하여 시너지 효과 및 지배주주의 사적이익추구(tunneling) 현상이 합병과 관련된 기업들의 기업가치 변화 등에 어떠한 영향을 미치는지 실증분석하였다. 특히, 합병기업 및 피합병기업 두 계열사의 주가 반응 뿐만 아니라 동일 기업집단에 속한 타상장계열사들의 주가반응을 동시에 분석함으로써 지배주주에 의한 사적이익추구 현상을 보다 심층적으로 고찰하였다. 실증분석 결과는 아래와 같다.

첫째, 표본을 지배주주 지분율이 높은 기업과 낮은 기업으로 누어 누적초과수익률을 비교한

갖는 기업으로 정의한다.

결과, 지배주주 지분율이 높은 계열사의 누적초과수익률이 지배주주 지분율이 낮은 계열사의 누적초과수익률보다 유의하게 높았다. 이는 단지 합병기업 및 피합병기업에만 해당되는 사안이 아니라, 피합병기업과 기타 계열사를 비교하였을 때에도 성립하는 현상이었다.

둘째, 회귀분석 결과 지배주주 지분율이 높을수록 합병기업, 피합병기업, 그리고 여타계열사 모두 누적초과수익률이 유의하게 증가하는 경향이 존재하였다.

셋째, 회귀분석 결과 지배주주 지분율 차이가 클수록 지배주주 지분율이 더 높은 계열사의 누적초과수익률이 유의하게 증가하는 경향이 존재하였다. 또한 합병대상이 아닌 여타 계열사에 있어서도 상대적 지배주주지분율은 초과수익률과 유의한 양의 관계를 나타냈다.

넷째, 합병기업 및 피합병기업 간 지배주주 지분율 차이가 커서 터널링의 가능성이 크다고 할지라도, 만일 기업지배구조가 우수하다면 그렇지 않은 경우에 비하여 동 터널링 현상은 완화되는 효과가 존재하였다.

이러한 실증분석 결과는, 동일 기업집단에 속한 계열사 간 합병(계열합병)의 경우, 영미권의 M&A와 같이 단순히 의사결정권자가 합병기업 및 피합병기업의 기업가치를 극대화하는 것이 그 주된 목적이 아니라, 지배주주가 자신의 사적이익을 추구하는 것이 목적이라는 사실을 나타내고 있음을 시사한다. 또한 지배주주의 사적이익추구 현상은 외부감시 및 기업 내부의 투명성 강화를 통해 상당 부분 완화시킬 수 있다는 점에서 정책적 함의를 갖는다고 할 수 있다. 또한 현재 국내 관련 규정상 상장회사간 합병 시 시가만을 사용하도록 규정한 것은 순자산가치 등의 지표보다는 시가가 회사가치를 보다 잘 반영한다는 가정에 기초한 것인 바, 현실적으로 시가가 상대적으로 소수주주에게 불리한 상황에서 합병이 결정되고 있고, 실제로 주가도 이러한 예상을 반영하여 사전적으로 소수주주에게 불리한 방향으로 움직이고 있다는 실증적 증거는 현 제도가 갖는 한계점을 보여주고 있다. 본 연구는 선진국의 경우 합병관련 기업가치평가 시 불완전한 지표인 순자산가치 등이 포괄적으로 허용되고 있는 점을 고려하여 제도보완의 방향이 검토되어야 함을 시사한다.

[참고문헌]

- 강준구, 김진모, 배기홍, 2001, “기업집단과 대리인문제: 재벌 및 비재벌 인수기업의 합병성과 비교연구”, 재무연구, 제14권 2호, pp. 49-88.
- 강형철, 박경서, 장하성, 2006, “기업집단의 계열사간 거래의 결정요인”, 재무연구, 19권 1호, pp. 77-118.
- 김규영, 조현상, 1996, “한국에서의 기업합병 효과에 관한 실증적 연구”, 증권학회지, 제19권 1호, pp. 1-26.
- 김대호, 2000, “국내 은행간 합병의 효과분석”, 재무관리연구, 제17권 1호, pp. 283-306.
- 김명애, 조성욱, 2009, “기업집단의 내부자본거래: 계열사 출자 결정요인 및 주가에 미치는 영향”, working paper.
- 김희석, 조정식, 2002, “합병관련기업 주주부 변화의 결정요인”, 재무관리연구, 제19권 2호, pp. 77-109.
- 박경서, 김선민, 정찬식, 2017, “국내 M&A 제도 현황과 개선방안: 소수주주권 강화를 중심으로”, 증권학회지, 제46권 1호, pp. 1-33.
- 변진호, 안소림, 2007, “합병 인수기업의 규모효과에 관한 연구”, 재무연구, 제20권 2호, pp. 37-68
- 변진호, 우원석, 2008, “기업 인수합병 공시에 따른 주주 및 채권자 부의 변화에 관한 연구”, 재무관리연구, 제25권 2호, pp. 191-213.
- 송영균, 주상룡, 1997, “한국에서의 기업합병의 성과에 관한 연구”, 증권학회지, 제20호 1호, pp. 71-103.
- 오현탁, 1998, “토빈 Q를 이용한 합병효과분석”, 재무관리연구, 제15권 2호, pp. 163-182.
- 윤성민, 2004, “재벌 내부자본시장에서의 자금거래 동기 및 지원방향”, 증권학회지, 33권 2호.
- 임관택, 임성필, 1994, “피합병기업의 재무적 특성과 합병대상기업 예측에 관한 연구”, 재무관리연구, 제12권 2호, pp. 41-64.
- 장봉규, 정두식, 2004, “증권거래법 개정과 합병공시효과”, 재무관리연구, 제21권 1호, pp. 59-86.
- 정찬식, 2013, “인수합병으로 인한 계열편입을 통한 대기업집단의 기능에 관한 연구”, 경영학연구, 제42권 2호, 457-500.

- 정형찬, 박경희, 1999, “합병일 이후 합병기업 주가의 장기성과”, 재무관리연구, 제16권 1호, pp. 83-114.
- 정형찬, 박경희, 1999, “한국 기업지배권 시장에서 합병이 새로운 부를 창출하는가?”, 재무관리연구, 제16권 2호, pp. 119-156.
- 조경식, 이원복, 2002, “금융기관 합병 공시효과”, 재무관리연구, 제19권 2호, pp. 187-209.
- 조지호, 전상경, 2004, “기업지배구조가 인수합병의 성과에 미치는 영향”, 재무관리연구, 제21권 2호, pp. 1-25.
- 주상룡, 1997, “국내 합병·피합병 기업 특성 비교”, 재무관리연구, 제14권 1호, pp. 269-299.
- 지호준, 전용갑, 1999, “우리나라 기업의 해외기업 인수는 기업가치를 증가시키는가?”, 재무연구, 제12권 2호, pp. 69-93.
- Agrawal, A., J. F. Jaffe and G. N. Mandelker, 1992, “The post-merger performance of acquiring firms: A re-examination of an anomaly”, *Journal of Finance*, Vol 47, No. 1-4, pp. 1605-1671
- Asquith, P., 1983, “Merger bids, uncertainty, and stockholder returns,” *Journal of Financial Economics*, Vol. 11, No. 1-4, pp. 51-83.
- Asquith, P., R. Bruner and W. Mullins, 1983, “The Gains to Bidding Firms from Merger”, *Journal of Financial Economics*, Vol. 11, No. 1, pp. 121-139.
- Bae, Kee-Hong, Jun-Koo Kang, and Jin-Mo Kim, 2002, “Tunneling or value added? Evidence from mergers by Korean business groups”, *Journal of Finance*, Vol. 57, No. 6, pp. 2695-2740.
- Bradley, Michael, Anand Desai and E. Han Kim, 1983, “The rationale behind interfirm tender offers: Information or synergy?”, *Journal of Financial Economics*, Vol. 11, No. 1-4, pp. 183-206.
- Claessens, Stijn, Joseph Fan and Harry Lang, 2002, “The benefits and costs of group affiliation: Evidence from East Asia”, *Emerging Markets Review*, Vol 7, No. 1, pp. 1-26.
- Fee, C. Edward and Shawn Thomas, 2004, “Sources of gains in horizontal mergers: evidence from customer, supplier, and rival firms”, *Journal of Financial Economics*, Vol. 74, No. 3, pp. 423-460.
- Friedman, Eric, Simon Johnson, and Todd Mitton, 2003, “Propping and tunnelling”, *Journal of comparative economics*, Vol. 31, No. 4, pp. 732-750.
- Fuller, K., J. Netter and M. Stegemoller, 2002, “What do returns to acquiring firm tell us? Evidence from firms that make many acquisitions”, *Journal of Finance*, Vol. 57, No. 4, pp. 1763-1794.
- Jensen, Michael, 1986, “Agency Costs of Free Cash Flow, Corporate Finance and Takeovers”, *American*

Economic Review, 76, No. 2, pp. 323-339.

Johnson, Simon, Rafael La Porta, Florencio Lopez-de-Silanes, and Andrei Shleifer, 2000, "Tunnelling", American Economic Review, Vol. 90, No. 2, 22-27.

Khanna, Tarun, and Krishna G. Palepu, 2000, "Is group affiliation profitable in emerging markets?: An analysis of diversified Indian business groups," Journal of Finance, Vol. 55, No. 2, pp. 867-891.

Lang, Larry H. P., Rene M. Stulz and Ralph A. Walkling, 1989, "Managerial performance, Tobin's Q, and the gains from successful tender offers," Journal of Financial Economics, Vol. 24, pp.137-154.

Lee, Sangwoo, Kwangwoo Park and Hyun-Han Shin, 2005, "The very dark side of internal capital markets: Evidence from diversified business groups in Korea", CEI Working Paper Series 2005-7, Center for Economic Institutions, Institute of Economic Research, Hitotsubashi University.

Malatesta, P., 1983, "The wealth effect of merger activity and the objective functions of merging firms", Journal of Financial Economics, Vol. 11, No. 1-4, pp. 155-181.

Moeller, S. B., Schlingemann, F. P., and R. Stulz, 2003, "Firm size and the gains from acquisitions," Journal of Financial Economics, Vol. 73, No. 2, pp. 201-228.

Stein, J.C., 1997, "Internal capital markets and the competition for corporate resources," Journal of Finance, Vol. 52, No. 1, pp. 111-133.

Sudarsanam, Sudi, Peter Holl and Ayo Salami, 1996, "Shareholder wealth gains in mergers: Effect of synergy and ownership structure," Journal of Business Finance and Accounting, Vol 23, No. 5-6, pp. 673-698.

Tong, Z., 2007, "Risk reduction as a CEO's motive for corporate cash holdings," working paper.

Riyanto, Yohanes E., and Linda A. Toolsema, 2004, "Tunnelling and propping: A justification for pyramidal ownership," working paper, National University of Singapore.

[표 1] 요약통계량

<표 1-1>은 계열합병 관련, 합병기업 및 피합병기업의 주요 재무변수에 대한 요약통계량을 나타내고 있고, <표 1-2>는 합병기업 및 피합병기업을 제외한 기업집단내 모든 타상장계열사의 주요 재무변수에 대한 요약통계량을 기술하고 있다.

CAR(-90,1)은 계열합병 공시 전 90일부터 공시 전 1일까지의 누적초과수익률로서, 시장조정모형 (market adjusted model)에 의해 계산된 값이며, CAR(-5,1)은 계열합병 공시 전 5일부터 공시 후 1일까지의 누적초과수익률이다. Ownership은 지배주주 지분율이다. D_Ownership은 합병기업과 피합병기업 간 지배주주 지분율 차이 (표 1-1) 및, 양사를 제외한 타계열사의 지배주주 지분율에서 중앙값(동일 기업집단 소속 계열사 지배주주 지분율들의 중앙값)을 차감한 값(표 1-2)이다. Same_Industry는 두 계열사가 동일한 산업에 속하면 (중분류) 1, 그렇지 않으면 0을 갖는 더미변수이다. Merger는 합병기업이면 1, 피합병기업이면 0인 더미변수(표 1-1)이다. Foreign은 외국인 지분율이다. Chaebol은 대기업집단에 속하면 1, 그렇지 않으면 0인 더미변수이다. Size는 자산가치에 자연로그를 취한 값이다. ROA는 당기순이익을 자산 장부가치로 나눈 값이다. Leverage는 부채 장부가치를 자산 장부가치로 나눈 값이다.

<표 1-1> 합병기업/피합병기업 재무변수의 요약통계량

합병기업 및 피합병기업						
변수	표본수	평균	중앙값	표준편차	최소값	최대값
CAR(-90,1)	156	0.080***	0.036***	0.305	-0.730	1.121
CAR(-5,1)	156	0.049***	0.020***	0.139	-0.299	0.801
D_Ownership	156	-0.066	0.000	0.332	-0.998	1.000
Same_Industry	156	0.538	1.000	0.500	0.000	1.000
Merger	156	0.872	1.000	0.335	0.000	1.000
Foreign	156	0.082	0.024	0.119	0.000	0.502
Chaebol	156	0.359	0.000	0.481	0.000	1.000
Size	156	20.646	20.394	2.576	15.565	28.854
ROA	156	0.050	0.024	0.228	-2.062	0.375
Leverage	156	0.591	0.596	0.236	0.038	1.603
Ownership(합병기업)	136	0.154	0.094	0.182	0.000	0.866
Ownership(피합병기업)	20	0.201	0.002	0.312	0.000	1.000

<표 1-2> 타상장계열사 재무변수의 요약통계량

합병기업 및 피합병기업을 제외한 기업집단내 모든 타상장계열사						
	표본수	평균	중앙값	표준편차	최소값	최대값
CAR(-90,1)	348	0.027**	0.023**	0.223	-1.970	0.732
CAR(-5,1)	348	0.001	-0.004	0.073	-0.199	0.379
Ownership	348	0.091	0.003	0.156	0.000	0.848
D_Ownership	348	0.061	0.000	0.131	-0.181	0.821
Same_Industry	348	0.089	0.000	0.285	0.000	1.000
Foreign	348	0.131	0.062	0.148	0.000	0.614
Chaebol	348	0.586	1.000	0.493	0.000	1.000
Size	348	20.880	20.743	1.658	16.000	25.000
ROA	348	0.027	0.029	0.070	-0.520	0.213
Leverage	348	0.581	0.599	0.187	0.093	1.298

[표 2] 상장 합병기업/피합병기업 중 지배주주 지분율이 높은 기업과 낮은 기업간 CAR의 차이

표는 합병기업과 피합병기업 중에서 지배주주 지분율이 더 높은 기업과 더 낮은 기업의 누적초과수익률 및 그 차이의 평균과 중앙값을 나타내고 있다. 이 때 지배주주 지분율이 더 높은 기업은, 지배주주 지분율 차이 값 $D_Ownership > 0$ 인 조건을, 지배주주 지분율이 더 낮은 기업은 $D_Ownership \leq 0$ 인 조건을 만족하는 기업이다. 평균 차이의 경우 t-검정이며, 중앙값 차이의 경우 Wilcoxon z-검정이다. ***, **, *은 각각 1%, 5%, 10% 수준에서 통계적으로 유의함을 의미한다. 변수에 대한 정의 및 설명은 표 1 참조.

합병기업 및 피합병기업 중 지배주주 지분율이 더 높은 기업과 더 낮은 기업간 CAR의 차이								
	지배주주 지분율이 더 높은 기업			지배주주 지분율이 더 낮은 기업			차이	
	표본수	평균	중앙값	표본수	평균	중앙값	평균	중앙값
CAR(-5,1)	78	0.068***	0.037***	78	0.030**	0.006	0.038*	0.031*
CAR(-30, -1)	78	0.113***	0.053***	78	0.045**	0.014**	0.068**	0.039
CAR(-60, -1)	78	0.120***	0.062***	78	0.042	0.029*	0.078*	0.033
CAR(-90, -1)	78	0.129***	0.054***	78	0.031	0.028	0.098**	0.026*
CAR(-120, -1)	78	0.077*	0.029*	78	0.058*	0.012	0.019	0.016
CAR(-150, -1)	78	0.071	0.007	78	0.022	0.037	0.049	-0.030
CAR(-180, -1)	78	0.049	0.000	78	0.007	0.002	0.042	-0.007

[표 3] 합병기업 및 피합병기업의 지배주주 지분율과 누적초과수익률 간의 관계

표는 합병기업과 피합병기업의 지배주주 지분율이 동 기업의 누적초과수익률에 어떠한 영향을 미치는지 나타내고 있다. ***, **, *은 각각 1%, 5%, 10% 수준에서 통계적으로 유의함을 의미한다. 변수에 대한 설명은 표 1 참조.

<표 3-1> 합병기업 및 피합병기업의 지배주주 지분율과 CAR(-90, -1) 간의 관계

종속변수: CAR(-90, -1)	합병기업	피합병기업
Ownership	0.302* (1.73)	0.184* (1.87)
Same_Industry	-0.176*** (-2.90)	0.045 (1.14)
Foreign	0.069 (0.19)	-0.197 (-0.66)
Chaebol	-0.023 (-0.29)	0.148 (1.22)
Size	0.052** (2.14)	-0.002 (-0.07)
ROA	0.023 (0.48)	-0.159* (2.17)
Leverage	0.344** (2.16)	0.244** (2.64)
intercept	-1.175*** (-2.80)	-0.242 (-0.53)
F-Value	6.58***	1.83
Adj. R-Squared	0.224	0.233
Obs.	136	20

<표 3-2> 합병기업 및 피합병기업의 지배주주 지분율과 CAR(-5, 1) 간의 관계

종속변수: CAR(-5,1)	합병기업	피합병기업
Ownership	0.121* (1.68)	5.386** (2.34)
Same_Industry	-0.022 (-0.92)	0.039** (2.36)
Foreign	0.129 (0.94)	0.011 (0.25)
Chaebol	0.006 (0.17)	-0.025 (-1.38)
Size	-0.006 (-0.68)	-0.016*** (-4.08)
ROA	-0.006 (-0.67)	-0.009*** (-12.15)
Leverage	0.108* (1.75)	-0.002 (-0.08)
intercept	0.090 (0.59)	0.345*** (3.81)
F-Value	1.38	3.42**
Adj. R-Squared	0.019	0.471
Obs.	136	20

[표 4] 합병기업 및 피합병기업 간 지배주주 지분율의 차이와 누적초과수익률 간의 관계

표는 합병기업과 피합병기업의 지배주주 지분율의 차이가 동 기업의 누적초과수익률에 어떠한 영향을 미치는지 나타내고 있다. ***, **, *은 각각 1%, 5%, 10% 수준에서 통계적으로 유의함을 의미한다. 변수에 대한 설명은 표 1 참조.

	종속변수: CAR(-90, -1)	종속변수: CAR(-5, 1)
D_Ownership	0.105*** (3.65)	0.256*** (3.48)
Same_Industry	-0.026 (-1.31)	-0.176*** (-3.46)
Merger	0.017 (0.37)	0.048 (0.58)
Foreign	0.136 (1.24)	0.235 (0.78)
Chaebol	-0.004 (-0.16)	-0.025 (-0.36)
Size	-0.011 (-1.51)	0.026 (1.23)
ROA	-0.007 (-1.12)	0.002 (0.04)
Leverage	0.032 (0.71)	0.229** (1.98)
intercept	0.239 (1.47)	-0.564 (-1.51)
F-Value	2.80***	7.77***
Adj. R-Squared	0.085	0.259
Obs.	156	156

[표 5] 타계열사 중 지배주주 지분율이 더 높은 기업과 더 낮은 기업간 CAR의 차이

표는 합병기업 및 피합병기업을 제외한 타계열사 간의 지배주주 지분율 차이가 누적초과수익률에 어떠한 영향을 미치는지 나타내고 있다. 이 때 지배주주 지분율이 더 높은 기업이란, 각 합병사건 발생 직전 특정 계열사 지배주주 지분율이 중앙값(동일 기업집단 소속 계열사 지배주주 지분율들의 중앙값)보다 더 큰 기업을 뜻한다. ***, **, *은 각각 1%, 5%, 10% 수준에서 통계적으로 유의함을 의미한다. 변수에 대한 설명은 표 1 참조.

타계열사 중 지배주주 지분율이 더 높은 기업과 더 낮은 기업간 CAR의 차이								
	지배주주 지분율이 더 높은 기업			지배주주 지분율이 더 낮은 기업			차이	
	표본수	평균	중앙값	표본수	평균	중앙값	평균	중앙값
CAR(-5,1)	174	0.011*	0.001	174	-0.007	-0.007*	0.018**	0.008*
CAR(-30,-1)	174	0.022*	0.011	174	0.001	0.002	0.021	0.009
CAR(-60,-1)	174	0.056***	0.031**	174	-0.009	0.001	0.065***	0.030***
CAR(-90,-1)	174	0.070***	0.037***	174	-0.007	0.007	0.077***	0.030***

[표 6] 타계열사의 지배주주 지분율과 누적초과수익률 간의 관계

표는 합병기업 및 피합병기업을 제외한 타계열사의 지배주주 지분율이 누적초과수익률에 어떠한 영향을 미치는지 나타나고 있다. ***, **, *은 각각 1%, 5%, 10% 수준에서 통계적으로 유의함을 의미한다. 변수에 대한 설명은 표 1 참조.

	종속변수: CAR(-90, -1)	종속변수: CAR(-5, 1)
Ownership	0.294*** (2.69)	0.047** (1.99)
Same_Industry	0.135*** (2.98)	0.023** (2.08)
Foreign	0.175 (1.30)	0.351 (0.11)
Chaebol	0.011 (0.35)	0.003 (0.35)
Size	-0.024* (-1.88)	-0.004 (-1.55)
ROA	0.189 (0.69)	-0.095 (-1.38)
Leverage	0.180** (2.01)	-0.006 (-0.27)
intercept	0.352 (1.56)	0.081* (1.75)
F-Value	2.59**	2.17**
Adj. R-Squared	0.031	0.023
Obs.	348	348

[표 7] 타계열사 간 지배주주 지분율 차이와 누적초과수익률 간의 관계

표는 (합병기업 및 피합병기업을 제외한) 특정 타계열사의 지배주주 지분율에서 동 계열사가 속한 기업집단 소속 기업들의 지배주주 지분율 중앙값을 차감한 값이 누적초과수익률에 어떠한 영향을 미치는지 나타나고 있다. ***, **, *은 각각 1%, 5%, 10% 수준에서 통계적으로 유의함을 의미한다. 변수에 대한 설명은 표 1 참조.

	종속변수: CAR(-90, -1)	종속변수: CAR(-5, 1)
D_Ownership	0.219* (1.81)	0.048* (1.75)
Same_Industry	0.135*** (2.95)	0.024 (1.60)
Foreign	0.163 (1.20)	0.408 (0.14)
Chaebol	0.000 (0.00)	0.002 (0.15)
Size	-0.023* (-1.75)	-0.005 (-1.46)
ROA	0.143 (0.52)	-0.102 (-1.23)
Leverage	0.159* (1.78)	-0.008 (-0.29)
intercept	0.354 (1.55)	0.090* (1.65)
F-Value	2.01*	1.99*
Adj. R-Squared	0.020	0.020
Obs.	348	348

[표 8] 합병기업 및 피합병기업의 기업지배구조와 누적초과이익률 간의 관계

표는 합병기업과 피합병기업의 지배주주 지분율의 차이에 우량한 기업지배구조 더미변수를 곱한 교차변수가 해당 기업의 누적초과이익률에 어떠한 영향을 미치는지 나타내고 있다. 이 때 Governance는 기업지배구조 총점대비 해당 기업이 받은 지배구조 점수 비율이 중앙값보다 크면 1, 그렇지 않으면 0을 갖는 더미변수이다. ***, **, *은 각각 1%, 5%, 10% 수준에서 통계적으로 유의함을 의미한다. 기타 변수에 대한 설명은 표 1 참조.

	종속변수: CAR(-90, -1)	종속변수: CAR(-90, -1)
D_Ownership	0.331*** (3.38)	0.114*** (2.66)
D_Ownership*Governance	-0.508** (-2.54)	-0.081* (-1.82)
Governance	-0.044 (-0.53)	-0.004 (-0.15)
Same_Industry	-0.259*** (-3.83)	-0.041 (-1.58)
Merger	0.155 (0.56)	-0.052 (-0.55)
Foreign	0.013 (0.03)	0.153 (1.02)
Chaebol	-0.060 (-0.64)	0.007 (0.21)
Size	0.046 (1.65)	-0.019 (-1.41)
ROA	0.096 (0.51)	0.071 (1.55)
Leverage	0.170 (0.95)	0.082 (1.30)
intercept	-0.940 (-1.31)	0.454 (1.30)
F-Value	6.33***	1.73*
Adj. R-Squared	0.343	0.067
Obs.	103	103