

지배구조와 인수합병 목적에 따른 장기 기업가치 변화

김성환¹⁾·이지연²⁾

<요 약>

본 연구는 2000년부터 2007년까지 우리나라에서 발생한 상장회사의 인수합병의 성과를 측정하고, 인수합병의 목적과 합병기업과 피합병기업의 특성과 지배구조 변화를 동시에 고려하여, 인수합병 효과가 어떻게 나타나는지를 살펴 보았다. 본 연구의 결과와 시사점을 요약하면 다음과 같다.

첫째, 기업의 인수합병 효과는 전체적으로 불분명하였다.

둘째, 기업의 인수합병 효과는 합병 동기별로 달리 나타났다. 특히, 재무적 동기의 인수합병은 인수합병의 주체와 대상에 따라 그 효과가 상반되게 나타났다.

셋째, 시간의 경과에 따라 인수합병의 성과가 다르게 나타났다. 마케팅전략의 경우는 나타나지 않았으며, 경영전략적 동기의 인수합병의 효과는 4년 이후에 나타났다.

넷째, 합병기업의 주체와 대상 및 목적에 따라, 변수간의 상호작용을 통하여 특정한 유형의 인수합병은 기업가치를 증대시키는 효과를 보여 주었다.

다섯째, 기업의 규모와 누적 잉여금 적립액의 크기는 긍정적인 영향을 미치고, 부도 등 재무적 곤경은 부정적인 영향을 보였다.

이러한 실증분석의 결과는 인수합병이 기업가치에 전체적으로 긍정적이거나 부정적인 영향을 미친다는 결과와 배치되며, 합병 그 자체보다는 합병의 동기나 대상 등 실제 합병의 성과가 가시화 될 수 있을 때 기업가치가 제고됨을 의미한다고 할 수 있다.

주제어: 인수합병, 지배구조, 합병동기, 기업가치, 패널분석

1) 경북대학교 경영학부. 주저자·교신저자: 053-950-5441. indianak@knu.ac.kr

2) 경북대학교 금융전공 대학원생

I. 서론

기업은 인수합병을 통하여 성장, 발전하거나 비효율적인 사업구조를 개선한다. 기업의 성장 전략 중에서 기업이 스스로의 노력을 통하여 발전하는 방법도 있지만 많은 기업들이 다른 기업을 합병(merger)하거나 인수(acquisition)한다. 본 연구에서는 정의하는 인수합병은 기업합병의 많은 방식들 중에서 한 기업(합병기업)이 다른 한 기업(피합병기업)을 포괄적으로 인수합병(흡수합병)하는 것만을 대상으로 한다. 이러한 인수합병은 기업이 환경변화에 능동적으로 신속하게 대처하는 가장 극적이면서 획기적인 수단이며, 기업성장과 발전전략에 가장 핵심적인 수단이라고 할 수 있다.

우리나라는 1990년대 말 이른바 IMF 금융위기라는 과정을 거쳐 대마불사라는 성장중심의 기업전략을 수익성 중심으로 내실화시킨 것으로 알려져 있다. IMF 이전에는 '대마불사'라는 외형성장 중심의 인수합병이 주로 이루어 졌고, IMF 기간 중에는 정부주도의 재무구조 개선 등을 중심으로 한 인수합병이 이루어 졌다. 2000년도 이후에도 여러 가지 이유로 인수합병이 추진되어 왔다. 인수합병에 대한 대부분의 연구는 시장에서의 초과수익율의 존재여부에 따라 인수합병이 합병기업이나 피합병기업의 가치를 제고하는가 아니면 감소시키는지에 초점을 맞추어 왔다. 국내의 합병연구는 주로 재벌 등의 합병의 주체에 따라 그 성과가 어떻게 차이가 나는 지에 다른 많은 연구들이 진행되어 왔다.

본 연구는 기존연구들이 대부분 적용하고 있는 주식시장에서의 주주가 얻게 되는 초과수익율을 토대로한 기업가치 변화 연구와는 몇가지 면에서 다른 입장을 취한다. 우선, 기존 연구들이 합병기업과 피합병 기업과의 관계에서 어느 쪽이 더 많은 이익을 얻는가 보다는 합병을 결정하는 주체가 추진한 합병의 목적을 제대로 달성하였는지 여부를 시장이 장기적인 관점에서 평가할 수 있다고 본다. 이런 측면에서, 시장에서의 단기적 주가반응을 토대로한 합병과 관련한 기업가치의 평가와는 다르다. 둘째, 기업의 인수합병은 대체로 장기적 기업가치 제고를 목적으로 한다는 점이다. 인수합병이 현실적으로 갑자기 이루어지거나 단기적으로 기업가치가 제고될 수도 있지만 합병의 영향은 장기적으로 발생한다고 정의한다. 특히, 인수합병은 피합병기업이나 합병기업에 대하여 상당한 변화가 일어나며, 그로 인한 긍정적이거나 부정적인 효과는 상당기간 나타날 수 밖에 없다는 것이다. 이 논리는 결과적으로 앞서 언급한 바와 같이 기업의 인수합병 전략은 기업의 성장발전과 존폐와 관련한 매우 중요한 의사결정이며, 주식시장에서 주주들이 초과수익율을 얻는가 하는 것 보다는 보다 높은 차원에서 결정된다는 것이다. 셋째, 기업은 기본적으로 추진주체의 목적에 의하여 이익이 되는 경우에 인수합병을 추진한다고 전제한다. 경영진들이 기업의 이익에 반하는 합병을 할 수도 있고, 또한 인수합병을 통하여 경영진들의 금전적 비금전적 혜택이 증가하는 등에 이유로 합병기업의 기업가치가 떨어진다는 것은 이론적으로 존재할 수 있다. 그러나, 그러한 현상이 국가 경제 전체에 만연한 현상으로 보기는 어렵다는 것이다. 이런 면에서, 본 연구는 기업은 인수합병을 통하여 지출된 초기 비용 대비 시너지 효과를 얻기 위한 통합된 기업 조직의 구조조정이나 경쟁력 제고가 의도대로 되지 않는 경우에 한해서 기업가치가 떨어진다고 가정한다. 즉, 인수합병을 통하여 기업가치가 증대하는 경우는 인수합병 자체가 시너지 효과를 거두어 기업의 본질적 가치가 증가하는 것이고, 반대인 경우는 인수합병 자체가 잘못된 목적으로 추진되었거나 결과적으로 인수합병의 목적을 달성하지 못한 결과라는 것이다. 달리 말하면, 시장은 경영진과 대주주 등의 인수합병 작업이 제대로 성과를 낼 것인지, 또는 내었는지에 대하여 사후적으로 적정한 판단을 할 수 있으며, 그 결과는 시장에

서 평가되는 기업가치에 반영된다는 것이다.

또한 경영진과 주주는 인수합병을 할 때 주어진 상황에서 적절한 선택이라고 믿기 때문에 어려운 과정을 거쳐 인수합병을 추진할 것이다. 이러한 인수합병은 기업의 전략적 선택인 만큼 그 동기와 목적이 매우 중요하다. 그럼에도 불구하고 아직까지 인수합병의 전략적 목적에 따른 기업의 가치 제고 여부에 대한 연구는 부족하다. 특히, 인수합병이 지니는 장기적 목표와 달리 많은 연구가 시장에서의 초과주가수익율의 존재 여부에 초점을 맞춰 왔다. 본 연구는 기업의 존폐와 성장의 핵심수단인 합병에 있어 시장에서의 주주들의 수익률 제고 보다는 단기적으로 시장의 부정적인 반응을 감수하면서도 장기적 기업가치 제고를 위한 결정을 하는 과정이라고 보는 것이다. 즉, 경영진이 일시적인 주가부양이나 기업가치 제고를 위해 인수합병을 추진하진 않는다는 전제를 하고 있다. 또한, 기업의 성장발전과 존폐에 매우 중요한 전략적 의사결정이기 때문에 실행계획은 합병과 관련하여 합병기업과 합병대상 기업이 처한 환경과 합병동기, 합병으로 인한 시너지와 비용의 크기 등을 반영하여 작성되며, 이러한 합병목표는 이사회 의결과 주주총회 등을 거쳐 검증될 것이라고 본다. 공시되거나 암묵적인 인수합병 목적이 기업마다 다르고, 그 실행전략이 다르기 때문에 당연히 기대효과의 크기와 나타나는 영역, 또 시기가 다를 수 있다. 또한, 인수합병도 다른 투자와 마찬가지로 직간접 비용이 지나치게 높거나 계획된 사업간 시너지 효과를 내지 못하거나 오히려 재무구조를 악화시킬 우려가 있는 것이다. 이처럼 기업의 인수합병이 당초의 목적이나 의향과는 관계없이 실패할 수도 있다.

그러므로, 본 연구는 기업의 인수합병이 그 추진환경이나 대상 피합병기업의 선정, 추진 목적 등에 따라 합병기업의 시장가치가 장기적으로 어떻게 반영되는 지를 살펴 보고 시사점을 도출하고자 한다. 본 연구에서는 기업의 인수합병을 크게 세가지 목적으로 구분한다. 현실적으로 기업의 인수합병의 목적은 명확히 알 수 없다. 그러나, 이론적인 측면에서 일반적으로 기업이 인수합병을 고려하는 외형적인 동기는 경영전략적 동기, 영업적 동기, 재무적 동기로 나누어 볼 수 있다. 첫째, 경영전략적 동기의 인수합병의 가장 큰 목적은 전략적 사업구조 조정이다. IMF를 전후로 한 정부와 금융기관을 통한 그룹간 기업 및 사업의 빅딜 등은 사업구조 조정의 예이다. 또한, 사업 포트폴리오 구성을 다각화하고 합리화하기 위하여 수직적 통합을 하는 것도 전략적 동기라고 볼 수 있다. 둘째, 기업이 동일 사업을 영위하는 경쟁기업이나 유통 기업 등을 인수합병하는 것은 매출수익의 증대나 시장점유율 또는 시장지배력을 강화하기 위한 영업적 동기로 볼 수 있다. 셋째, 기업이 인수합병을 통한 외형성장을 통해서 부채조달 능력을 키우거나, 부실위험의 감소, 규모의 경제나 원가절감 등을 목적으로 하는 경우를 재무적 동기로 볼 수 있다. 이러한 세가지 목적의 인수합병은 논리적으로는 명확히 구분이 가지만 실제로는 세가지 요소가 동시에 영향을 받는다. 즉, 기업의 시장지배력이나 마케팅 역량에 있어서의 긍정적인 변화는 기업의 경쟁전략이나 성장발전 전략, 장단기 재무적 역량에도 영향을 미치며, 기업의 재무적 안정성이나 수익성 제고, 자금조달 및 운영 효율성 제고 또한 기업의 경쟁 및 시장 역량에 영향을 미친다고 할 수 있다. 또한, 본 연구에서는 인수합병이 가지는 가장 중요한 목적과 그 목적 수행에 중요한 요인이 되는 지배구조의 변화를 우리나라에서 가장 중요한 요소의 하나인 재벌 소속여부와 최대주주의 변경여부를 통해 살펴보고자 한다. 본 연구는 다음과 같이 구성된다. 우선, 지금까지의 서론에 이어 제II장에서는 본 연구와 관련된 선행연구들을 살펴 보고, 가설을 설정한다. 제III장에서는 설정된 가설에 대하여 실증분석을 한다. 그리고 IV장에서는 검증결과를 정리하고 시사점을 도출한다.

II. 선행연구

본 연구와 관련한 기존연구는 크게 네가지 방향으로 살펴 볼 수 있다. 첫째, 기업합병에 따라 합병기업과 피합병기업에 대한 합병가치의 존재여부를 살펴 보는 연구들이다. 인수합병에 따라 기업가치가 어떻게 변화하는 지에 대하여는 조사방법이나 분석기간 등에 따라 그 결과가 일치하지 않는다(신호영, 2004). 우선 외국의 사례를 살펴 보면, 인수합병의 성공여부와 관계없이 피합병기업에게 인수합병 이득이 돌아가는 것으로 나타났다(Dodd, 1980; Bradley et al., 1983; Agrawal et al., 1992; Ghosh and Jain, 2000 등). 반면 합병기업의 성과에 대하여는 상반된 결과를 보여 주고 있다. 예를 들어 Asquith(1983), Dodd and Warner(1983), Dennis and McConnell(1986)의 연구는 합병기업이 양(+)의 효과를 얻는다고 하였고, Dodd(1980), Firth(1980), Bradley et. al(1983), Agrawal et. al(1992) 등은 음(-)의 초과수익율을 얻게 됨을 보여 주었다. 국내연구로는 주상룡(1997), 강준구(1998), 김위생, 서점식(2000), 김희석, 조경식(2002), 조경식, 박준철, 김희석, 이장형(2003), 서병덕, 신달순(2003), 조지호, 전상경(2004) 등의 논문을 들 수 있다.

둘째, 기업 지배구조와 기업가치와의 관계에 대한 국내연구이다. 이러한 연구에는 김병호(2002), 황동섭(2003), 박경서, 백재승(2001) 등의 연구를 들 수 있다. 국내의 연구는 피합병기업의 경우는 양(+)의 효과를 거둔다는 연구도 있고(장영광, 1985), 반대로 음(-)의 수익율을 보고하는 경우도 있다(김위생, 서점식, 2000). 특히 장영광(1985)은 인수합병공시에 따른 초과 주가수익율에 대한 연구를 하였으며, 인수합병의 형태만이 유의한 결과를 보여 주었으며, 그 주요한 원인이 인수합병을 통한 재무구조 개선효과라고 하였다. 김희석(1990)은 인수합병제의 기업을 대상으로 한 연구에서 규모변수, 합병기업과 피합병기업의 순자산의 상대적 비율, 피합병기업의 납입자본 이익율 등이 중요한 변수라고 하였다.

셋째, 합병의 주체와 기업가치와의 관계에 대한 연구이다. 우선, 경영자에게는 기업이익의 극대화 목적 이외에도 규모극대화를 추구하는 유인이 있다는 경영자 기회주의와 관련한 Baumol(1959), Williamson(1964), Morck, Shleifer and Vishny(1988) 등의 연구를 들 수 있다. 국내연구의 경우 국찬표, 박영석, 이정진(1997)은 설문조사를 통하여 우리나라 재벌집단은 주주 부의 극대화가 아니라 그룹외형의 극대화를 추구하고 있으며, 그에 따른 과대 투자 현상과 소유경영자와 일반주주 사이에 심각한 대리인 문제(agency problem)가 발생한다고 하였다. 또한, 김주연(1992), 김우택, 장대홍, 김경수(1993), 김지수, 정기웅(2000) 등은 우리나라의 기업자료를 토대로 경영자가 기업가치 극대화뿐만 아니라 규모극대화를 통해 자기이익 극대화를 추구한다는 안주가설(entrenchment hypothesis)을 실증적으로 보여 주었다. 김희석(1990)은 우리나라에서 계열 여부와 인수합병인수 대상회사 주주 부 변화와의 관계를 분석한 결과 계열간 인수합병시 합병기업의 경우에는 통계적으로 유의하지는 않지만, 합병기업과 합병대상회사 모두 더 큰 양(+)의 초과수익률을 보이는 것으로 나타났으며, 이는 부실로 인하여 재무적 곤경 상태에 있는 기업이 계열내의 기업에 인수합병됨으로써 경영개선에 대한 기대감이 반영되었기 때문인 것으로 해석하였다. 인수합병 기업과 피합병 기업간의 관계에 대한 연구로, 김광남(1992)은 계열간의 인수합병보다는 비계열간의 인수합병일 경우 합병기업의 주주 부의 증가가 더 크게 나타나는 것으로 분석되었는데 이는 계열간 인수합병이 인수합병 대상기업을 지원하기 위한 동기에서 일어난 경우가 많기 때문이라고 설명하였다. 반대로, 김혜진(1998)은 비계열간 인수합병보다 계열간 인수합병이 합병인수기업의 주주에게 더 큰 이득을 준다고 분석하였다. 강준구, 김진모, 배기홍(2001)은 과거 경영

성과가 우수한 재벌기업이 성과가 좋지 않은 다른 계열기업을 구제 목적으로 인수합병하는 경우, 소유경영자의 영향력 하에 있는 지분의 크기가 큰 경우에 인수합병공시로 인한 기업 가치가 감소한다는 사실을 분석했다. 그리고 비재벌 인수기업의 경우 인수합병은 기업가치를 증대시키는 사건이었고, 시너지효과가 주요 가치증대 요인인 반면에 재벌기업의 인수합병은 기업가치를 증대시키지 못하였음을 밝혀내었다.

넷째, 합병을 통한 사업다각화 전략에 있어서의 시너지 효과 발생 여부에 대한 연구이다. 또 다른 측면에서 많은 기업들은 사업다각화 전략의 일환으로 이중산업이나 새로운 시장에 들어가기 위하여 인수합병을 시도한다. 이러한 사업전략적 차원의 인수합병은 기존 사업부의 역량과 현금흐름, 재무구조 등에도 영향을 미치게 된다. 이러한 사업전략적 인수합병이 기업가치에 미치는 영향은 연구에 따라 양(+) 또는 음(-)으로 나타나고 있다. 우선, 외국의 연구로는 Stein(1997)이 사업다각화에 대하여 양(+)의 효과를 보여 주었고, Lang, Stulz(1994)와 Berger and Ofek(1995), Servaes(1996) 등이 음(-) 효과를 보여 주었다. 그러한 이유에 대하여, Jensen(1986)과 Stulz(1990)과 인수합병을 통해 거대해진 기업은 투자의 증대를 통해 경영자 이익의 극대화나 사업성이 낮은 부문에 과대투자 등을 통하여 기업가치를 감소시킬 우려가 있다고 하였다. 반면 Lewellen(1971)은 다각화를 통하여 여러 부문을 동시에 운영하면 이익의 변동성을 줄이고 세금절감효과도 거둘 수 있기 때문에 기업의 가치가 제고된다고 하였으며, Chandler(1977)은 전문화된 사업부 조직을 통해 운영효율성을 제고할 수 있다고 하였다. 한편, Comment and Jarrell(1995)는 인수합병 등에 있어 사업다각화에 의하여는 주주의 부가 감소하는 반면 집중화 전략에 의하여 주주의 부가 증대하였다고 하였다. 또한, 국내연구로는 구맹희, 김병곤(1999)은 양(+)의 효과를 운영섭, 심성표(1999)는 음(-)의 효과를 보여 주었다. 최영문(2007)은 2000년대 우리나라 기업의 경우 사업다각화는 전체적으로 기업의 가치를 감소시키는 반면, R&D집약산업 또는 자산성장률이 높은 사업으로의 다각화는 기업의 가치를 증대시키고, 합병기업의 경영효율성이 높은 경우에도 다각화를 통하여 기업가치가 제고되는 것으로 밝혀 내었다.

이러한 연구결과들은 기업의 인수합병의 목적과 상황, 주체와 대상과 방법에 따라 기업 가치에 양(+) 또는 음(-)의 영향을 나타낼 수 있음을 보여 준다. 이러한 인수합병의 효과에 대한 논란에 대하여 본 연구는 인수합병의 특성이나 인수합병 행위 자체가 합병기업의 성과를 결정하는 것이 아니라 인수합병 이후에 결과적으로 인수합병 목적을 얼마나 제대로 실행하였는지가 장기적 기업가치를 결정한다고 보고, 다음과 같은 가설을 검증하고자 한다.

첫째, 합병기업의 성과는 합병을 하지 않는 일반기업의 성과보다 낫다.

둘째, 재벌기업의 합병성과는 비재벌기업의 합병성과 보다 낫다.

셋째, 인수합병의 효과는 기업의 규모가 클 수록 증가한다.

넷째, 합병기업의 성과는 인수합병 목적별로 다르다.

다섯째, 합병 후 기업의 성과는 인수합병 목적별로 서로 다른 시기에 나타난다.

여섯째, 최대주주의 변경 등은 기업가치에 긍정적 영향을 미친다.

III. 실증검정

3.1. 표본 및 데이터

본 연구는 한국신용평가정보(주)의 KIS-Value로부터 2000년 1월 1일부터 2007년 12월 31일까지 KOSPI에 상장되어 있거나 중도에 상장폐지된 기업들에 대한 재무적 자료와 기업 현황, 그룹(재벌) 등에 관련한 자료를 사용하였다.³⁾ 4) 합병기업과 피합병 기업 및 합병 목적, 시기 등은 증권거래소 전자공시시스템과 금융감독원 전자공시시스템에 등록된 인수합병 관련 공시를 바탕으로 하였다. 균형패널(balanced panel)은 중간에 상장되거나 상장폐지된 많은 기업을 배제하기 때문에 주요한 정보의 손실이 너무 크므로, 불균형패널(unbalanced panel)을 사용하였다. 표본에서 제외된 기업의 유형은 다음과 같다.

- 1) 은행 등 금융업종 기업은 일반기업과는 회계기준 등에서 차이가 나므로 제외되었다.
- 2) 기업의 성과를 나타내는 매출액, 부채 정보나 주요 주주 지분율 등이 없는 경우는 제외되었다.
- 3) 패널분석을 위해서 중간 연도에 주요한 데이터가 없는 기업은 제외되었다. 특히, 최소 2년 이상의 관측치가 없는 경우는 2년간의 자료가 필요한 데이터가 있기 때문에 제외되었다.⁵⁾

본 연구에 사용된 연도별 표본수를 재벌기업과 비재벌기업으로 나누어 <표 1>에 나타내었다. 본 연구에서 정의하는 재벌기업의 범위는 매년 공정거래위원회에서 발표하는 상호출자제한 기업집단, 출자총액 제한집단 및 주채무계열에 속하는 전 기업을 대상으로 하여 작성되었다. 그런데, 재벌집단 포함여부가 연도별로는 차이가 있기 때문에 재벌기업에서 완전히 배제되지 않고, 포함여부가 연도별로 일시적으로 바뀌는 경우는 포함하였다. 또한, 재벌 등 기업 소속과 소속시점의 분류는 결산일을 기준으로 재무정보를 보고하는 기업의 기준으로 소속집단과 사업연도 등을 귀속시켰다. 다만, KIS-Value에서 제공하는 정보에 대하여는 그대로 사용하였다.

전체적으로 1990년대 후반기 IMF를 거치면서 재벌소속 기업들이 줄어들다가 최근에 증가하는 모습을 보여 주고 있다. 그것은 당시 기업의 사업구조 조정을 위한 그룹내 기업간 흡수합병의 수가 줄다가 사업다각화 등을 통하여 점차 소속기업의 수를 증가시키기 때문으로 판단된다.

3) 일반적으로 인수합병 여부와 관계없이 평균적으로 기업의 가치나 성과는 전년 대비 나은 것으로 나온 것으로 나타나기 때문에 비합병 기업을 통제하지 않으면 인수합병의 성과가 과대하거나 잘못 해석될 우려가 있다.

4) 상장폐지된 기업을 표본에서 배제하는 것은 생존자 편향(survivorship bias) 문제를 유발할 수 있으므로 바람직하지 못하다. 물론, 상장폐지된 이후에 대한 주요 정보는 없기 때문에 표본에서 제외되었다.

5) 2000년도의 자료를 사용하기 위하여, 1999년도의 자료를 이용하여 전년도 대비 비교 데이터가 생성되었다. 그러나, 1999년도 데이터가 모형에 직접 사용되지는 않았다. 마찬가지로 기업의 부도상태나 재벌 소속 기업의 변화는 2000년 1월 1일 이전에 발생한 내용을 전 기업을 대상으로 파악하여 반영하였다.

<표 1> 표본기업의 연도별 분류

연 도	비재벌기업	재벌기업	합 계
2000	680	180	860
2001	678	180	858
2002	671	184	855
2003	652	185	837
2004	620	183	803
2005	580	187	767
2006	570	190	760
2007	556	194	750
합 계	5,007	1,483	6,490

3.2. 표본의 특성

<표 2>에 본 연구에 포함된 합병기업의 연도별 분포를 재벌소속 기업여부에 따라 나타내고 있다. 실제인수합병이 된 날이 포함된 연도별 합병기업의 수이다. 연도별 비재벌기업과 재벌기업의 현황을 보면 재벌기업과는 달리 비재벌기업 주도의 인수합병이 2006년도부터 크게 증가하고 있음을 알 수 있다.

<표 2> 연도별 비재벌기업과 재벌기업 인수합병 현황

연 도	비재벌기업	재벌기업	합 계
2000	6	3	9
2001	6	7	13
2002	6	1	7
2003	5	5	10
2004	6	4	10
2005	9	7	16
2006	17	5	22
2007	12	7	19
합계	67	39	106

<표 3> 연도별 타그룹 기업간 및 그룹내 인수합병 분포

연 도	그룹간 인수합병 여부		피합병 기업 분류		합 계
	타그룹간	그룹내부	비상장	상장기업	
2000	4	5	8	1	9
2001	5	8	10	3	13
2002	3	4	6	1	7
2003	5	5	7	3	10
2004	1	9	9	1	10
2005	6	10	15	1	16
2006	14	8	19	3	22
2007	9	10	17	2	19
합 계	47	59	91	15	106

<표 3>에 인수합병이 동일 기업집단 즉, 그룹내 기업과 인수합병을 하였는지, 피합병 기업이 상장을 하였는지에 따라 연도별로 구분하여 나타내었다.⁶⁾ 흡수합병의 대부분은 비상장기업을 대상으로 하였음을 알 수 있다. 조지호, 전상경(2004)에 따르면 1992년도부터 2002년도 까지 피합병기업 139개중 17개 만이 상장기업이라고 밝히고 있다. 여기서 사용하는 그룹내 또는 그룹간의 의미는 공정거래위원회에서 관리하는 기업집단과 반드시 동일하지 않다. 정부차원에서 관리하는 공식적인 그룹에 포함되지 않더라도 동일한 최대주주 또는 기업이 운영하는 기업에 소속하는 기업간의 인수합병을 포함한다.

<표 4>에는 인수합병의 동기를 구체합병의 경우와 전략적 동기에 따라 구분하여 나타내었다. 구체합병인 경우 두 기업 중 하나가 부도난 상태 또는 자본잠식 상태인 기업과인수합병하였을 때 구체합병으로 보았다. 자본잠식인 기업인 경우에는 자본잠식 당해 연도를 포함해 자본잠식이 일어나기 2년 전인 경우의 기업도 포함하였다. 앞서 서론에서 자세히 언급한 대로 기업의 인수합병 동기를 경영전략, 마케팅전략, 재무전략으로 분류하였다. 인수합병 동기에 대하여 전략적 차원에서 경영전략, 마케팅전략, 및 재무전략 등 3가지 차원으로 구분하여 나타내었다. 경영전략적 동기의 인수합병은 조직성장의 지속, 경영효율의 향상, 국제화의 추진, 첨단기술의 도입이나 저평가된 기업을 이용을 목적으로 할 경우이다. 마케팅전략은 시장지배력 확대나 규모의 경제, 그리고 시장참여의 시간단축을 목적으로 할 경우이고, 위험분산효과와 자금조달 능력의 효과, 조세절감, 부실한 관계기업과의 통합 등을 목적으로 할 때 재무전략의 동기로 분류하였다. 구체동기의 흡수합병은 전체의 1/5정도 수준이고, 대부분의 기업이 마케팅 전략적 동기보다는 경영전략 또는 재무전략 차원에서인수합병을 추진하였음을 알 수 있다. 특히, 2000년~2002년까지 인수합병의 약 3/4 정도가 재무전략적 차원에서 진행되었으며, 2007년도에 다시 급격히 증가한 것을 알 수 있다. 2003년도부터 2006년도 사이에는 상대적으로 더 많은 기업들이 경영전략이나 마케팅전략 차원에서 인수합병을 추진한 것으로 나타나고 있다.⁷⁾

6) <표 3>에서 언급하는 그룹은 본 연구 전체에서 말하는 재벌을 지칭하는 그룹이나 패널분석에서 말하는 그룹과는 서로 다르다. 여기서의 그룹은 동일한 경영주체(최대주주 개인과 기업체 및 기업군인 재벌 포함)인 기업을 말한다. 통상적으로 말하는 기업집단은 재벌이라는 용어로 통일하였고, 패널분석에서는 Random Effects Model을 설명하는 과정에서 기업별 이라는 의미에서 매우 한정된 경우에 사용되었다.

<표 4> 합병기업의인수합병동기에 따른 분류

연 도	구제동기	전략적 동기			합 계
		경영전략	마케팅전략	재무전략	
2000	2	2	0	7	9
2001	3	3	1	9	13
2002	4	1	1	5	7
2003	1	3	5	2	10
2004	2	3	1	6	10
2005	2	8	1	7	16
2006	4	12	6	4	22
2007	4	8	0	11	19
합계	22	40	15	51	106

<표 5>에 전체 표본에 대한 재벌기업의 규모와 성과에 대한 평균값은 비재벌 기업의 평균값보다 높은 것으로 나타났다.⁸⁾ 특히, 재벌소속 기업은 비재벌 기업 보다 그 규모가 10배 이상 차이가 나는 것을 볼 수 있다. 또한, 인수합병을 하지 않은 기업보다 인수합병을 한 기업의 성과가 대부분의 지표에 있어서 나온 것으로 보인다. 다만, 전체 총자산회전율이나 총자산대비 이익잉여금적립액의 비율은 인수합병을 하지 않은 기업보다 못한 것으로 나타났다. 그것은 인수합병을 통해 규모가 늘어난 대신 상대적으로 매출액이 충분히 증가하지 못하였고, 인수합병을 통하여 이익잉여금적립액 자본전입이나 지출 등 재무구조에 대한 큰 변동이 있었기 때문으로 판단된다.

<표 5> 재벌, 인수합병 여부에 따른 성과지표 비교⁹⁾

구 분	전 체	비재벌	재 벌	비합병	합 병
자산총계(억원)	8,110	1,990	28,700	7,320	13,100
Tobin_q	0.373	0.368	0.390	0.368	0.405
매출액순이익율	0.197	0.188	0.228	0.194	0.213
총자산회전율	1.038	0.989	1.204	1.046	0.989
부채/자산비율	0.518	0.511	0.545	0.512	0.548
총자산순이익률	0.024	0.016	0.051	0.021	0.040
이익잉여금비율	0.102	0.090	0.145	0.107	0.069
관측치수	6,490	5,007	1,483	5,615	875

7) 인수합병에 대하여 기업이 공시한 자료 등의 대부분은 시너지 효과 또는 기업가치의 극대화 등 포괄적인 표현을 공통적으로 사용하고 있다. 그러한 표현 중에서, 이중산업 등에 대한 사업다각화 등의 표현이 들어간 내용은 경영전략적 동기로 분류하였고, 동일산업내 기업인수합병을 통한 시장 경쟁력 제고 등의 의미가 포함된 인수합병은 마케팅전략적 동기로 분류하였으며, 단순히 기업가치의 극대화 또는 그룹내부 기업과의 통합을 통한 재무적 성과 제고, 비용절감 등의 표현이 포함된 경우는 재무전략적 동기로 분류하였다.

8) 주요 지표에 대한 세부적인 내용은 본 연구 중 실증분석의 주요변수 부분을 참고하기 바란다.

9) 주요한 성과는 평균값은 기준으로 작성하였다. 집단간 평균값에 대한 비교검정을 하지 않았다.

<표 6> 인수합병 시점 전후의 인수합병 동기별 성과 비교

구 분	경영전략 ¹⁰⁾		마케팅전략		재무전략	
	합병전(A)	합병후(B)	합병전(A)	합병후(B)	합병전(A)	합병후(B)
매출액(억원)	5,530	4,030	7,030	19,200	17,200	17,300
차이(B-A)	-1,500		12,170		100	
Tobin_q	0.40	0.48	0.36	0.51	0.34	0.40
차이(B-A)	0.08		0.15		0.06	
1인당매출(백만원)	373	711	407	542	779	938
차이(B-A)	338		135		159	
총자산(억원)	60,900	54,500	101,000	231,000	164,000	183,000
차이(B-A)	-6,400		130,000		19,000	
매출액순이익률	0.23	0.17	0.20	0.28	0.21	0.22
차이(B-A)	-0.06		0.08		0.01	
총자산회전율	0.92	0.87	0.98	0.87	1.00	1.13
차이(B-A)	-0.05		-0.11		0.14	
부채/자산비율	0.52	0.50	0.63	0.47	0.59	0.56
차이(B-A)	-0.02		-0.16		-0.03	
이자부담율	0.04	0.04	0.05	0.04	0.05	0.04
차이(B-A)	0		-0.02		-0.01	
순이익률	0.08	0.03	0.01	0.03	0.02	0.04
차이(B-A)	-0.05		0.02		0.02	
이익잉여금비율	0.15	0.19	0.09	0.27	0.15	0.16
차이(B-A)	0.03		0.18		0.02	
관측수	178	133	63	68	177	248

<표 6>에서는 인수합병 동기별 합병 전후의 성과지표를 비교집단간 평균값을 기준으로 집단간 차이를 보여 주고 있다. 기업의 인수합병 연도를 중심으로 해서 평균값을 비교하였을 때에 경영전략 목적의 합병인 경우에 합병 후 기업은 합병 전 보다 Tobin_q, 1인당 매출, 총자산대비 이익잉여금 비율이 증가하였고, 그 외의 다른 변수에서는 감소하였다. 그리고 마케팅전략을 동기로 합병한 기업에서는 총자산회전율, 부채/자산비율, 평균이자율이 합병전 보다 감소하였으며, 재무전략 동기로 합병한 기업에서는 부채/자산비율, 평균이자율이 감소하고, 그 외의 변수에는 증가하였다.

10) 합병 후 기업의 규모가 합병전 기업 규모보다 반드시 클 이유는 없다. 합병에 따라 피합병 기업에 대하여 상당한 자본적 지출이 있을 수 있고, 인수 후에 구조조정 등을 통하여 투입요소(자산 등)를 줄일 수도 있다.

<표 7> 변수간의 상관계수

변수	경영전략	마케팅	재 무	그룹내	구제합병	기업규모	매출액	Tobin_q	자산총액	매출순이익율	부채/자산	순이익율
마케팅	-0.312*** (0.000)	1										
재 무	-0.722*** (0.000)	-0.408*** (0.000)	1									
그룹내	-0.560 *** (0.000)	-0.086** (0.011)	0.618 *** (0.000)	1								
구제합병	-0.195*** (0.000)	0.123*** (0.000)	0.067** (0.048)	-0.008 (0.815)	1							
기업규모	-0.191*** (0.000)	-0.060* (0.074)	0.226*** (0.000)	0.294*** (0.000)	-0.210*** (0.000)	1						
매출액	-0.160*** (0.000)	0.015 (0.659)	0.147*** (0.000)	0.205*** (0.000)	-0.158*** (0.000)	0.567*** (0.000)	1					
tobin_q	0.074** (0.030)	0.059* (0.079)	-0.105*** (0.002)	-0.106*** (0.002)	-0.280*** (0.000)	-0.087*** (0.010)	0.098*** (0.004)	1				
자산총액	-0.176*** (0.000)	0.051 (0.132)	0.139*** (0.000)	0.242*** (0.000)	-0.178*** (0.000)	0.648*** (0.000)	0.943*** (0.000)	0.101*** (0.003)	1			
매출순이익율	-0.034 (0.312)	0.047 (0.162)	0.003 (0.922)	0.046 (0.171)	-0.173*** (0.000)	0.274*** (0.000)	0.129*** (0.000)	0.294*** (0.000)	0.242*** (0.000)	1		
부채/자산	-0.113*** (0.001)	0.005 (0.894)	0.109*** (0.001)	0.154*** (0.000)	0.363*** (0.000)	-0.005 (0.895)	-0.016 (0.635)	-0.666*** (0.000)	-0.030 (0.384)	-0.232*** (0.000)	1	
자산순이익율	0.060* (0.074)	-0.034 (0.309)	-0.036 (0.289)	-0.083** (0.014)	0.002 (0.950)	-0.036 (0.290)	-0.001 (0.971)	0.192*** (0.000)	-0.016 (0.646)	0.126*** (0.000)	-0.185*** (0.000)	1
이익잉여금비율	0.012 (0.733)	0.043 (0.203)	-0.039 (0.252)	-0.121*** (0.000)	-0.335*** (0.000)	0.185*** (0.000)	0.114*** (0.001)	0.458*** (0.000)	0.136*** (0.000)	0.304*** (0.000)	-0.629*** (0.000)	0.104*** (0.002)

주) ***, **, *는 각각 1%, 5%, 10% 수준(양쪽)에서 유의함을 나타냄.

<표 7>은 본 연구에서 사용하는 주요 변수들간의 상관계수와 p-value를 보여 주고 있다. 상관계수에 따르면 그룹내의 인수합병은 경영전략적 동기일 경우에는 음(-)의 관계이고 재무전략일 경우에는 양(+)의 관계로 나타났다. 구제합병일 경우에는 경영전략적 동기일 때의 인수합병은 음(-)의 관계였으나 마케팅전략과 재무전략일 경우에는 양(+)의 관계였다. 기업규모와는 구제합병인 경우와 경영전략적 동기의 인수합병일 때에는 음(-)이지만 재무전략 동기나 그룹내 인수합병일 경우일 때에는 양(+)의 관계이며 유의하다. 매출액은 구제합병일 경우에는 음(-)의 관계였지만, 대부분의 변수와는 양(+)의 관계를 나타내었다. 또한 총자산 대비 이익잉여금 비율은 대부분 양(+)의 관계로 그룹내합병일 경우와 부채/자산비율 변수와는 음(-)의 관계로 나타났다. 기업가치를 나타내는 Tobin's q는 인수합병의 동기가 경영전략이거나 마케팅인 경우 또는 매출액과 총자산 대비 이익잉여금적립액 비율 등과는 양(+)의 관계를 보여 주고, 다른 변수들은 음(-)의 관계를 보여 주었다. 이러한 결과를 보면 기업의 가치는 기업의 인수합병이 단순히 기업가치에 긍정적이거나 부정적인 영향을 미친다고 보기 어렵고, 인수합병의 대상이나 목적 및 인수합병과 관련한 주요 재무적, 비재무적 요인들과 밀접한 관계가 있음을 추론할 수 있다.

3.3. 실증분석

3.3.1. 변수설정

합병에 따른 기업의 성과는 기업의 시장가치를 나타내는 종속변수 Tobin's q(Tobin_q)를 이용하여 분석한다. 이 때 사용되는 Tobin's $q = MV/(MV + \text{Total Debt})$ 에 의하여 산출된다. 합병후 시장가치의 변화를 살펴 보기 위하여 Tobin_q_L(x)를 사용하였다. 여기서 x는 합병후 x년 후를 의미한다. 이러한 Lead 변수는 Tobin_q 대신 종속변수로 사용되었다. 설명변수로는 인수합병과 관련한 다양한 더미변수와 인수합병의 성과에 직접적인 영향을 미치는 요소들로 다음과 같은 변수들을 포함한다. 우선, 비합병기업을 통제한 후 합병기업의 효과를 분석하기 위하여 인수합병 더미변수(MNA_D)를 포함하였다. 합병동기에 따라 경영전략(Strategic), 마케팅전략(Marketing) 및 재무전략(Financial)의 더미변수를 사용하였다. 이와는 별도로 피합병기업을 구제하려는 목적의 합병에 대하여 구제합병(Rescue_MNA) 더미변수도 도입하였다. 앞서의 관련 연구에서 의미있는 변수로 밝혀진 기업규모(SIZE), 수익성(ROA: Return on Asset), 재무구조(Debt_Asset_R: Debt to Asset Ratio), 이익잉여금적립액(RER: Retained Earnings to Asset Ratio) 등을 설명변수로 사용하였다. 기업규모(SIZE)는 총자산에 대한 자연로그($=\ln(\text{Asset}_{it})$)값을 적용하였고, 매출액(Sales)도 마찬가지로 자연로그값($=\ln(\text{Sales}_{it})$)을 적용하였다. 인수합병에 따른 금융비용의 차이가 기업가치에 미치는 영향을 보기 위하여 이자율(INTR: Interest Rate)변수를 도입하였고, 지급이자비용/부채 비율($=\text{Interest_expense}_{it}/\text{Debt}_{it-1}$)로 측정하였다. 또한, 우리나라의 기업채무에 큰 영향을 끼친 재벌효과를 살펴 보기 위하여, 재벌(Chaebol) 더미변수를 도입하였고, 또한 지배구조의 변화의 효과를 보기 위하여 최대주주의 변화에 대한 더미변수를 도입하였다. 또한, 기업의 재무상태에 대하여 부도가 발생한 기업을 나타내는 부도(In_default) 더미변수를 도입하였다. 통제변수로는 연도별 효과(Year_D: Yr2000-Yr2007)와 산업효과(Industry_D)에 대하여 더미변수를 사용하였다. 모든 더미변수는 해당되는 경우는 1, 아니면 0으로 정의한다.

아울러, 본 연구에서는 기업의 성과에 인수합병 목적과 최대주주교체 여부, 인수합병 대상 및 재벌기업의 여부는 서로 관련이 있을 것이라는 전제하에 위에서 정의한 더미변수들로서 조합된 상호작용 변수를 통하여 그 영향을 살펴 보기로 한다. 이러한, 변수의 조합이 많은 가운데 특히, 재벌기업의 인수합병과 관련되어 모형에 사용된 변수로서, 재벌기업의 재무적 동기의 인수합병(Chaebol*Fin) 변수가 도입되었고, 재벌기업의 그룹내부 기업간 인수합병 중에서 재무적 동기 인수합병에 관련된 변수((Chaebol*Intra*Fin)가 도입되었다. 이러한 변수는 실제로 검정에 도입된 변수의 일부이다.¹¹⁾ 추가적으로 모델에 따라서 도입되는 변수에 대하여는 해당 모델부분에서 정의하고 설명을 한다. 본 연구에 사용된 주된 변수에 대한 정의는 <표 8>에 요약되어 있다.

11) 실제로 모델에 사용된 일부 변수들간 높은 다중공선성(Multi-collinearity)이 존재한다. 이러한 문제는 대리 변수(instrumental variable)을 이용하는 등의 방법으로 해소할 수도 있으나, 본 연구에서는 연구목적에 중요한 영향을 미치는 합병목적, 지배구조 등에 관련된 변수간의 상호작용을 상호작용변수를 통해 설명변수로 도입하였다. 그러나, 부채비율이나 이자비용 등과 같이 재무상태와 같은 변수는 부도(In-default) 더미변수가 가장 설명력이 높아 대리로 사용하였다. 마찬가지로, 수익성과 관련하여서는 총자산 대비 이익잉여금 적립액 비율(RER)을, 기업규모와 관련하여서는 Chaebol변수를 대리변수로 사용하였다. 이러한 내용들은 연구결과에 영향을 미치지 않는 것으로 나타났다.

<표 8> 주요 변수정의 및 기업가치에의 영향

변수명	변수정의
Tobin-q	기업의 시장가치를 나타내는 종속변수 $MV/(MV+Total\ Debt)$
Tobin-q-L(x)	인수합병시점으로부터 x년 후(Lead_time)의 Tobin-q 종속변수
Chaebol*Intra*Fin	재무전략 목적으로 그룹내인수합병 한 재벌기업 더미(1 또는 0)
Chaebol*Fin	재벌기업이 재무전략의 목적으로 인수합병한 기업(1 또는 0)
Owner_change	최대주주변경을 나타내는 더미변수. 1이면 변경 아니면 0
In_default	부도가 발생한 기업을 나타내는 더미변수. 부도발생 이후 1
Intra_Group	그룹내인수합병을 나타내는 더미변수 (1 또는 0)
Rescue_MNA	구제목적인수합병을 나타내는 더미변수 (1 또는 0)
MNA_D	합병기업을 나타내는 더미변수 (1 또는 0)
Strategic	경영전략적 목적의 인수합병을 나타내는 더미변수 (1 또는 0)
Marketing	마케팅전략 목적의 인수합병을 나타내는 더미 변수 (1 또는 0)
Financial	재무전략 목적의 인수합병을 나타내는 더미 변수 (1 또는 0)
Chaebol	재벌기업을 나타내는 더미 변수 (1 또는 0)
Sales	매출액의 자연로그 ($=\ln(Sales_{it})$)
ROA	총자산수익율 ($Return\ on\ Asset=Net_income_{it}/Asset_{it-1}$)
Debt_Asset_R	부채/총자산 비율 ($=Debt_{it}/Asset_{it}$)
SR_Debt_R	단기부채/총자산 비율 ($=Current_debt_{it}/Debt_{it}$)
INTR	지급이자비용/부채 비율 ($=Interest_expense_{it}/Debt_{it-1}$)
Size	기업의 규모 자연로그 ($=\ln(Asset_{it})$)
RER	이익잉여금적립액/자산 비율 ($=Retained_earnings_{it}/ASSET_{it-1}$)
Year_D:Yr2000-Yr2007	연도더미 (연도별로 해당하면 1, 아니면 0)
Industry_D1~15	표준산업분류코드 대분류 표시 더미변수 (해당산업 1 또는 0)

3.3.2. 모델

합병에 따른 기업가치는 Tobin's q에 미치는 인수합병목적과 대상에 대하여 이용되는 데이터의 특성을 고려하여 패널분석을 통하여 다음과 같이 분석한다. 우선, 개별 관측치의 오차는 횡단면적으로 임의적으로 분포되어 있을 것이라는 가정하에 Random Effects Model(REM)을 사용하기로 한다. 이러한 REM 모형은 본 연구에서 사용하는 데이터처럼 관측치의 수가 충분히 큰 경우에 적절한 모형으로 간주되고 있다.¹²⁾ REM 모형을 이용한 측정모형은 식(1)과 같다.

$$Tobin_q_i = \alpha + X_i\beta + u_i + \varepsilon_i \quad (1)$$

12) Econometric Analysis, 4th Edition, William H. Green 567 쪽을 참고하기 바란다.

<표 9> 패널분석 및 회귀분석 결과

Model		Random Effects Model (REM)		Fixed Effects Model (FEM)		Ordinary Least Squares (OLS)	
		베타값	p-value	베타값	p-value	베타값	p-value
Chaebol*Intra*Fin		-0.236***	(0.0020)	-0.236***	(0.0020)	-0.094**	(0.0240)
Chaebol*Fin		0.248***	(0.0010)	0.248***	(0.0010)	0.110***	(0.0090)
Owner_change		0.027***	(0.0000)	0.027***	(0.0000)	0.044***	(0.0000)
In_default		-0.152***	(0.0000)	-0.152***	(0.0000)	-0.096***	(0.0000)
Strategic		0.023	(0.3870)	0.023	(0.3870)	0.038***	(0.0040)
Marketing		0.040	(0.3070)	0.040	(0.3070)	0.039**	(0.0410)
Financial		-0.015	(0.6360)	-0.015	(0.6360)	0.011	(0.4850)
Chaebol		-0.012	(0.4310)	-0.012	(0.4310)	-0.011	(0.2200)
Size		0.011***	(0.0010)	0.011***	(0.0010)	0.004*	(0.0530)
RER		0.305***	(0.0000)	0.305***	(0.0000)	0.402***	(0.0000)
Yr2000-Yr2007		(생략)		(생략)		(생략)	
Industry 1~15		(생략)		(생략)		(생략)	
Constant		0.177**	(0.0320)	0.177**	(0.0320)	0.324***	(0.0000)
R^2	그룹내	0.2833		0.2833		수정 R^2	0.2754
	그룹간	0.2860		0.2860			
	전체	0.2665		0.2665			
$p > \chi^2$		0.0000		0.0000		p>F value	0.0000

주) ***, **, *는 각각 1%, 5%, 10% 수준(양쪽)에서 유의함을 나타냄.

여기서, i 는 횡단면적으로 분포하는 기업을 의미한다. 패널분석은 데이터에 존재하는 횡단면적 요소와 시계열적으로 존재하는 변수간의 영향을 동시에 고려하기 때문에 하나만 분석하는 회귀분석(Multivariate Ordinary Least Squares Model)이나 시계열분석(Time Series Model)보다 바람직한 방법이라고 할 수 있겠다. 이러한 패널분석의 다른 방법으로 보편적으로 사용되는 것이 Fixed Effects Model(FEM)이다. FEM은 각 기업과 같은 관측치의 그룹별로 고유한 에러가 존재한다고 가정하는 모형이며, 이러한 에러들은 각 그룹별로 서로 다른 상수항을 추정함으로써 반영할 수 있다고 가정한다. 본 연구에 적용된 FEM의 식은 (2)와 같다.

$$\text{Tobin_}q_i = I\alpha_i + X_i\beta + \varepsilon_i \quad (2)$$

여기서, I 는 상수항을 표현하기 위한 단위행렬이고, X 는 모델에 사용된 설명변수 및 통제변수들의 행렬이다. 식(1)과 (2)에서 설명변수 또는 통제변수는 앞의 변수 설명부분에 나타나 있으며, 이러한 변수들을 이용한 모형의 결과는 <표 8>에 제시되어 있다.¹³⁾ 결과적으로 식

13) 모델에서는 앞서 언급된 매출액(Sales), 재무구조(Debt_Asset_R), 자본비용(INTR) 또는 수익성(ROA) 등을 나타내지 않고, 대신 인수합병과 관련된 더미변수들을 중심으로 분석하였다. 그것은 매출액 등의 변수들이 모델에 있는 재벌더미(Chaebol), 기업규모(Size)나 부도기업(In-default) 또는 이익잉여금 적립액 비율(RER) 등

(1)과 (2)로 추정된 두 모형의 결과는 거의 같다. 분석결과, 인수합병의 목적에 관한 개별적 더미변수(Strategic, Marketing, Financial)와 그리고, 한꺼번에 묶은 인수합병 더미변수(MNA-D)도 기업가치(Tobin-q)에 대한 영향이 통계적으로 유의하게 나타나지 않았다. 본 연구결과는 기업의 인수합병이 전체적으로 기업가치에 양(+)의 효과나 음(-)의 효과를 나타낸다는 기존 연구결과 모두와 배치되는 결과이다. 인수합병을 하는 기업과 상태에 대하여 살펴 보면 재벌기업(Chaebol)의 영향도 없는 것으로 나타났지만 부도기업(In-default)의 경우는 음(-)의 효과가 나타났다. 특히, 인수합병의 효과를 측정함에 있어 기업의 재무상태 보다는 기업의 부도상태 여부가 분명하게 통제변수로 작용함을 알 수 있었다. 즉, 기존의 국내연구가 재벌기업의 인수합병 효과를 중심으로 양(+)의 효과나 음(-)의 효과를 나타내었다는 기존 연구결과와도 배치되는 결과이다. 참고로, 기업규모(Size)와 장기적 수익성이나 안정성을 동시에 나타낼 수 있는 이익잉여금 적립액 비율(RER)은 양(+)의 효과가 있는 것으로 나타났다. 특히, 최대주주의 교체(Owner_change)가 있는 경우 기업가치는 증가하는 것으로 나타났다. 이러한 인수합병 목적과 최대주주 교체 여부, 인수합병 대상 및 재벌기업의 여부는 서로 관련이 있다. 이러한 관계 중에서 특히 관계가 높은 재벌기업과 인수합병 목적, 인수합병 대상 선정이 기업가치에 긍정적 또는 부정적으로 영향을 미치는 것으로 나타났다. 특히, 상호작용변수(interactive term)인 재벌기업의 그룹내부 기업에 대한 재무적 목적의 흡수합병이라는 (Chaebol*Intra*Fin)은 부정적인 효과(-0.236)를 나타내었다. 반면, 재벌기업의 재무목적으로 그룹외부 기업과의 인수합병(Chaebol*Fin)은 긍정적인 효과(0.248)를 나타내었다. 이처럼, 기업의 인수합병은 인수합병 그 자체 보다는 어떤 기업이 어떤 상태에서 어떤 목적을 갖고 수행하는가에 따라 성과가 다르거나 시장에서 평가하는 기업의 가치는 달라지게 됨을 알 수 있었다.

이러한 패널분석에 대하여 식(3)의 전통적인 최소자승법을 이용한 다중회귀분석(multivariate ordinary least squares: Multivariate OLS) 결과도 함께 <표 8>에 나타내고 있다.

$$\text{Tobin_q} = \alpha + X\beta + \varepsilon \quad (3)$$

우선 <표 8>을 통해 본 다중회귀분석의 결과는 패널분석의 결과와 유사하다. 다만, 패널분석에서 나타나지 않는 경영전략(Strategic) 및 마케팅전략(Marketing) 차원의 인수합병이 각 1% 및 5%의 유의수준에서 기업가치를 제고하는 것으로 나타났다. 반면, 합병기업의 규모(Size)가 미치는 영향은 통계적으로 유의하지만, 패널분석보다 10%이내의 수준에서만 유의한 것으로 나타났다. 앞서 언급한 대로, 전통적인 회귀분석 모형의 가장 큰 문제는 한 기업의 관측치들이 시계열적 연관성(serial correlation)을 가지고 있는데도 상호독립적인 것처럼 반복적으로 사용하기 때문에 이처럼 잘못된 결과가 나올 수 있는 것이다.

과 상호 높은 상관관계가 있어, 동시에 사용하는 경우 다중공선성(multicollinearity) 문제를 발생시킨다. 보고된 모델에서 사용된 변수대신 다른 설명변수를 사용한 경우도 인수합병 관련 변수들이 미치는 효과와 발차이가 없었다.

<표 10> 기업가치(Tobin-q)의 인수합병 후 변화: REM 적용

종속변수 변수명	Tobin-q-L(1)		Tobin-q-L(2)		Tobin-q-L(4)		Tobin-q-L(5)	
	베타값	p-value	베타값	p-value	베타값	p-value	베타값	p-value
Chaebol*Intra*Fin	-0.219***	(0.0050)	-0.235***	(0.0030)	-0.186**	(0.0330)	-0.162*	(0.0820)
Chaebol*Fin	0.223***	(0.0030)	0.239***	(0.0020)	0.185**	(0.0270)	0.143	(0.1160)
Owner_change	-0.004	(0.5470)	0.019***	(0.0090)	0.025***	(0.0020)	0.007	(0.4130)
In_default	-0.039***	(0.0020)	-0.092***	(0.0000)	-0.185***	(0.0000)	-0.128***	(0.0000)
Strategic	0.027	(0.3130)	0.024	(0.3850)	0.059**	(0.0500)	0.094***	(0.0030)
Marketing	0.044	(0.2560)	0.057	(0.1490)	0.032	(0.4500)	0.020	(0.6530)
Financial	-0.005	(0.8740)	-0.010	(0.7460)	-0.001	(0.9830)	0.011	(0.7700)
Chaebol	-0.034**	(0.0280)	-0.025	(0.1230)	-0.024	(0.1650)	-0.004	(0.8300)
Size	0.012***	(0.0000)	0.014***	(0.0000)	0.018***	(0.0000)	0.025***	(0.0000)
RER	0.174***	(0.0000)	0.193***	(0.0000)	0.321***	(0.0000)	0.307***	(0.0000)
Yr2000-Yr2007	(생략)		(생략)		(생략)		(생략)	
Industry 1~15	(생략)		(생략)		(생략)		(생략)	
Constant	0.131	(0.1200)	(dropped)***	(0.0000)	-0.023	(0.8080)	(dropped)***	(0.0000)
R^2	Within	0.1969		0.2107		0.1849		0.1139
	Between	0.1373		0.1806		0.2407		0.2543
	Overall	0.1809		0.2011		0.2109		0.1969
$p > \chi^2$	0.0000		0.0000		0.0000		0.0000	

주) ***, **, *는 각각 1%, 5%, 10% 수준(양쪽)에서 유의함을 나타냄.

앞서 논의한 대로 기업의 인수합병은 기업의 생존과 장기 성장발전이라는 면에서 가장 유력하고, 보편적인 수단의 하나로써 추진하는 경영자나 주주 입장에서는 주식시장에서 인수합병시점에서의 일시적 기업가치 상승을 추구한다고 보기 어렵다. 또한, 대부분의 인수합병이 실제로 제대로 실행된 것인지는 인수합병 후에 당초 목적으로 한 인수합병의 효과가 나타났는지에 대한 시장 평가를 토대로 파악할 수 있게 된다. 당초 인수합병이 제대로 된 경우에는 기업의 가치는 계속 긍정적인 효과를 나타내겠지만 그렇지 않을 수도 있다. 본 연구는 인수합병을 기업의 장기적 성과제고라는 전제하에 출발하였기 때문에 인수합병 후 기업가치의 변화를 살펴 볼 필요가 있다. 인수합병 후 장기적 기업가치 변화에 대한 분석은 수정된 REM 모형 (4)를 이용한다.¹⁴⁾

$$\text{Tobin_q}_i\text{-L}(x) = a + X_i\beta + u_i + \varepsilon_i \quad (4)$$

여기서, 종속변수 Tobin-q-L(x)는 인수합병시점으로부터 x년 후(lead_time)의 기업가치(Tobin-q)를 나타낸다. <표 9>는 인수합병 후 기업가치에 대한 REM 분석결과를 보여 주고 있다. 결과는 사실상 앞서의 결과와 거의 동일하다. 다만, 시간이 경과함에 따라 재별기업 중심으로 나타나는 인수합병의 효과가 대체로 떨어짐을 알 수 있다. 전체적으로 인수합

14) REM 모형과 FEM모형이 별 차이가 없어 REM 모형을 이용하기로 한다.

병 1~3년 후까지는 차이가 없지만, 4년후(Tobin-q-L(4), Tobin-q-L(5))부터는 경영전략적 동기(Strategic)의 기업합병이 긍정적인 효과를 나타내는 것을 볼 수 있다.¹⁵⁾ 최대주주의 변경 효과(Owner_change)는 인수합병 당해 연도에 나타났다가 사라진 후 2~4년 후에 다시 나타나는 것을 볼 수 있다. 그리고 재벌기업의 인수합병 효과는 인수합병 1년 후까지 존재하다가 사라지는 것을 보여준다. 기타 그 외의 변수에서는 인수합병 당해연도와 거의 같은 결과가 나타났다. 이 결과는 기업합병의 성과는 단기적으로 시장에서 평가될 수도 있겠지만, 경영전략적 동기(Strategic)의 합병 경우처럼 합병의 성과가 나타나는 시점부터 시장이 평가를 내리고 있음을 알 수 있다. 즉, 인수합병에 대한 시장평가는 재벌 등 특수형태의 기업집단이 그룹내 집단에 대한 재무적 동기의 인수합병 등이 분명치 않은 경우는 그 시장에서의 평가가 단기적으로 이루어지지 않고 있다가 그 성과가 실제로 구현되는 4~5년후에 기업가치에 반영되고 있음을 알 수 있겠다.

IV. 요약 및 시사점

본 연구는 IMF의 영향이 거의 사라진 2000년~2007년간 우리나라에서 발생한 인수합병의 성과를 측정하고, 인수합병의 목적과 합병기업과 피합병기업의 특성과 지배구조 변화를 동시에 고려하여, 그 성과에 미치는 영향을 패널분석을 통해 분석하였다. 특히, 인수합병의 목적별로 인수합병 후 기간이 경과함에 따라 인수합병 효과가 어떻게 나타나는 지를 살펴 보았다. 이러한 연구는 단기적으로 인수합병이 초과수익을 얻는 지에 대한 기존 연구와는 다르며, 재벌 등 지배구조와 인수합병의 동기, 대상 등을 동시에 고려하여 장기적으로 살펴본 점에서 다른 연구와도 다르다. 특히, 본 연구 결과는 인수합병에 대한 기존연구와는 상당히 다른 결과를 보여 주고 있다. 본 연구의 시사점을 구체적으로 나열하면 다음과 같다.

첫째, 기업의 단기적 인수합병 효과는 전체적으로 불분명하였다. 즉, 인수합병을 한 기업의 성과와 인수합병을 하지 않은 기업의 가치에는 통계적으로 유의한 차이가 없었다. 이 결과는 인수합병에 대한 긍정적 효과나 부정적 효과를 보고한 기존연구 결과와는 배치된다.

둘째, 재벌기업의 인수합병 성과는 비재벌기업의 인수합병 성과보다 낮지 않았다.

셋째, 인수합병의 효과는 합병기업의 규모가 클 수록 증가한다.

넷째, 기업의 인수합병 효과는 합병 동기별로 달리 나타났다. 특히, 재무적 동기의 인수합병은 인수합병의 주체와 대상에 따라 그 효과가 상반되게 나타났다. 재벌기업의 재무적 동기의 인수합병은 전체적으로 긍정적인 효과를 나타내지만, 그 대상이 재벌그룹내의 다른 기업을 대상으로 하는 경우는 기업가치에 부정적인 영향을 끼쳤다. 또한 마케팅적 동기에 의한 인수합병은 그 성과가 불분명하였다.

다섯째, 시간의 경과에 따라 인수합병의 성과가 나타났다가 사라지는 것을 알 수 있었다.

15) 표에서는 3년후 기업가치 Tobin-q-L(3)에 대한 분석결과가 Tobin-q-L(2)와 거의 같아 단순화를 위해 생략하였다.

가령, 재무적 동기나 마케팅적 동기의 인수합병의 효과는 불분명하며, 그 효과도 시간의 경과에 따라 더욱 감소하였다. 반면, 경영전략적 동기의 인수합병의 효과는 인수합병후 4년 정도가 지나고 나서야 인수합병 성과를 바탕으로 시장에서 가치증대의 효과가 나타났다.

여섯째, 합병기업의 주체와 대상 및 목적에 따라, 변수간의 상호작용을 통하여 특정한 유형의 인수합병은 기업가치를 증대시키는 효과를 보여 주었다. 구체적으로 재벌기업이 다른 재벌 소속기업과의 통합을 통해 재무적인 문제를 해결하는 목적의 인수합병은 기업가치에 부정적인 영향을 끼치는 반면 재벌기업이 재무적 동기를 갖고 그룹외부의 기업을 합병하는 경우에는 긍정적인 효과를 보였다.

일곱째, 합병기업의 재무적 상태와 최대주주의 변경도 합병기업의 가치에 영향을 끼치는 것으로 나타났다. 기업의 규모와 누적 잉여금 적립액의 크기는 긍정적인 영향을 끼치는 반면 인수기업이 부도상태인 경우는 부정적인 영향을 끼쳤다. 또한, 최대주주의 변동 등 지배구조의 변화도 합병기업의 가치에 긍정적인 영향을 끼쳤다.

본 연구의 실증분석 결과는 기업합병의 성과를 특정한 가설에 의존하여 긍정적이거나 부정적이라고 하는 기존의 많은 연구와는 달리 기업합병의 성과가 인수합병의 주체와 대상, 목적과 성과의 발생시점, 지배구조의 변화 등이 종합적으로 영향을 미침을 시사하고 있다. 우선, 마케팅적 동기의 인수합병 효과가 불분명한 것을 보면 인수합병 이후 상당한 마케팅 비용 절감이나 매출액 증대 등 직접적인 효과를 거두지 못하기 때문이 아닌가 생각된다. 한편, 경제적 상황이 나쁜 시점에서 많이 나타나는 재벌의 재무적 동기의 인수합병을 통한 기업가치에 미치는 영향이 인수합병 주체의 특성이나 피합병기업과의 관계 등에서 서로 크게 다르게 나타날 뿐만 아니라 부정적인 요소가 많아 신중한 접근이 필요하다고 할 수 있다. 또한, 경제상황이 좋은 시점에서 주로 이루어지는 사업다각화를 중심으로 하는 경영전략적 동기의 인수합병은 그 효과가 4년 정도 지나서야 시장가치에 반영되는 것을 볼 때, 경영진이나 주주 등이 장기적인 관점에서 인수합병 목적이 당초 계획된 대로 구현될 수 있도록 지속적인 노력과 모니터링이 필요하다고 할 수 있겠다.

참 고 문 헌

- 구맹희, 김병근, “대리인문제와 기업다각화가 기업가치에 미치는 영향에 관한 실증연구”, 재무관리연구, 제 16권, 제2호, 1999, 1-25.
- 국찬표, 정균화, “우리나라 기업의 소유구조 결정요인에 대한 실증적 연구 - 선형구조 모형을 응용하여”, 재무연구, 제12호, 1996, 249-285.
- 김광남, "기업합병성과 재무적 특성“, 충남대학교 대학원 박사학위 논문, 1992.
- 김우택, 장대홍, 김경수, “기업가치와 대주주지분율에 관한 실증적 연구”, 재무연구, 제 6호, 1993, 55-75.
- 김위생, 서점식, “증권시장개방과 인수합병 공시효과”, 재무연구, 제13권, 2000, 245-275.
- 김주현, “기업의 소유구조와 기업가치에 연관성에 대한 연구”, 재무연구, 제5호, 1992, 129-154.
- 김지수, 정기웅, “규모극대화, 경영자 지분과 기업의 자본적 지출”, 재무관리연구 제17권, 제2호, 2000, 1-28.
- 김혜진, "합병공시의 정보효과에 영향을 미치는 요인", 계명대학교 대학원 박사학위논문, 1998.
- 김희석, "기업합병 및 인수가 주주부에 미치는 영향", 서울대학교 대학원 박사학위 논문, 1990.
- 김희석, 조경식, "합병관련기업 주주 부 변화의 결정요인", 재무관리연구, 제19권, 제2호, 2002, 77-109.
- 서병석, 신달순, “합병기업의 인수합병 후 장기성과에 관한 실증연구” 회계정보연구, 제21권, 2003, 101-133.
- 신동령, “정보불균형이 한국기업의 투자지출에 미치는 영향연구”, 재무연구, 제5호, 1992, 77-99.
- 윤영섭, 김성표, “사업다각화와 대리인 문제가 기업가치에 미치는 영향: 재무연구, 제12권, 제1호, 한국재무학회, 1999, 1-37.
- 장영광, "기업합병과 주식취득이 주주의 부에 미치는 영향에 관한 실증적 연구", 고려대학교 대학원 박사학위 논문, 1985.
- 장영광, 송인만, “한국기업의인수합병동기에 관한 실증적 연구”, 한국경영학회, 경영학연구, 제 20권, 제2호, 1-38.
- 정균화, “우리나라 재벌기업의 소유구조 결정요인에 대한 실증적 연구”, 재무관리연구, 제 15권, 제2호, 1998, 339-368.
- 조지호, 전상경, “기업 지배구조가 인수합병의 성과에 미치는 영향,” 한국재무관리학회, 재무관리연구, 제21권, 제2호, 2004, 1-25.
- 주상룡, “국내합병·피합병기업의 특성비교”, 재무관리연구, 제14권, 제1호, 1997, 269-299.
- 최영문, “개별기업의 사업다각화 전략과 성과에 관한 연구”, POSRI, 경영연구, 제7권, 제2호, 2007.
- 홍재범, 황규승, “한국기업의 다각화와 경제적 성과에 대한 연구”, 경영학연구, (1997), 493-511.
- 홍재범, “대규모 기업집단의 다각화와 경제적 성과에 관한 연구,” 한국전략경영학회
- Agrawal, A., Jaffe, J. F. and G. N. Mandelker, “The Post-Merger Performance of

- Acquiring Firms: A Re-Examination of an Anomaly,” *Journal of Finance*, 47, (1992), 1605-1671.
- Baumol, William J., “Business Behavior, Value and Growth”, The Macmillan Company: New York, 1959.
- Berger, Philip G. and Eli Ofek, “Diversification’s Effect on Firm Value,” *Journal of Financial Economics* 37, 1995, 39-65.
- Chandler, Alfred D. “The Visible Hand,” Bellap Press, Cambridge, Mass., 1997,
- Comment, Robert and Greg A. Jarrell, “Corporate Focus and Stock Returns,” *Journal of Financial Economics* 37, 1995, 67-87
- Jensen, M. C., “Agency Costs of Free Cash Flow, Corporate Finance and Takeover,” *American Economic Review* 76, 1986, 323-329.
- _____ and W. H. Meckling, “Theory of the Firm, Managerial Behavior, Agency Costs and Ownership Structure,” *Journal of Finance* 31, 1976, 305-360.
- Lang, Larry H. P. and Rene M. Stulz, “Tobin’s q, Corporate Diversification and Firm Performance”, *Journal of Political Economy* 102, 1994, 1248-1280.
- Lewellen, Wilbur, “A Pure Financial Rationale for the Conglomerate Merge,” *Journal of Finance* 26, 1971, 521-537.
- Morck, R., Schleifer, A. and R. W. Vishny, “Management Ownership and Market Valuation: An Empirical Analysis,” *Journal of Financial Economics* 20, 1988, 293-315.
- Myers, S. C. and N. S. Majluf, “Corporate Financing and Investment Decisions When Firms Have Information that Investors Do Not Have,” *Journal of Financial Economics* 13, 187-221.
- Servaes, Henri, “The Value of Diversification during the Conglomerate Merger Wave,” *Journal of Finance* 51, 1996, 1201-1225.
- Stulz, Rene M., “Managerial Discretion and Optimal Financing Policies,” *Journal of Financial Economics* 26, 1990, 3-27.
- Williamson, O. E., “Organizational Behavior in the Economics of Discretionary Behavior: Management Objectives in a Theory of the Firm,” Prentice Hall, 1964.