

KCMI

Korea Capital
Market Institute

기업 소유구조가 국내 상장사 간 합병에 미치는 영향 분석

최순영 | 김종민



자본시장연구원

기업 소유구조가 국내 상장사 간 합병에 미치는 영향 분석

2018. 2.

연 구 위 원	최 순 영
선임연구위원	김 종 민



序 言

한국 경제의 저성장 기조가 장기화되고 잠재성장력이 감소하고 있습니다. 이러한 현상의 이면에는 2008년 글로벌 금융위기 이후 세계 경제의 더딘 회복세와 더불어 국내 주력 산업의 성숙단계 진입 및 이에 따른 기업의 성장성 정체 등이 자리하고 있습니다. 이에 현재의 상황을 타개하기 위해서는 국내 기업들의 효과적인 구조조정과 신성장동력 확보가 필요하며, 기업 간 인수 및 합병도 그 방안의 일환으로 적극 활용될 수 있습니다.

국내 기업의 합병, 특히 대기업의 합병에 대해서는 부정적으로 바라보는 시각이 있습니다. 기업들이 합병을 순수하게 사업적인 목적이 아닌 지배주주의 지배력 강화, 경영권 승계 등의 사적이익을 추구하기 위한 수단으로 남용한다는 부정적 인식을 가지고 있기 때문입니다. 그리고 일부 합병의 사례를 살펴보면 이러한 비판을 부인하기 어려운 정황이 있는 것도 사실입니다. 이와 더불어 합병을 추진하는데 있어서도 지배주주가 과도한 영향력을 행사하고, 마켓타이밍 등을 활용하여 유리한 가격에 합병을 성사시킨다는 지적도 있습니다. 이 경우 지배주주의 이익은 소수주주의 손해로부터 창출되는 부의 이전 문제가 발생합니다. 그러나 일부 단편적인 사례를 국내 기업의 보편적인 행위로 일반화할 수 없으므로 보다 포괄적인 사례와 자료에 기초한 분석이 필요합니다.

이에 본 연구보고서는 1999~2016년 동안의 국내 상장사 간 합병사례에 기초하여 상장사 간 합병에서 발생할 수 있는 문제점에 대해 분석하고 있습니다. 본 연구보고서는 합병기업과 피합병기업의 지분을 모두 소유한 교차주주(cross-shareholder)가 합병에 미치는 영향을 분석한다는 점에서 기존 연구들과는 차별화됩니다. 또한, 그간 국내에서 연구가 미진했던 기업의 소유구조가 합병비율에 미치는 영향을 다각도로 검토하고 있습니다. 본 연구보고서가 국내 기업의 합병에 대한 모든 의구심을 해소할 수는 없으나, 소유구조에 따른 기업의 저평가 가능성 및 마켓타이밍을 통한 유리한 합병비율의 산정 등 그간 지적되어온 일부 문제에 대해서는 실증분석 결과를 제시하고 있습니다.

향후 본 연구보고서가 국내 기업 간 합병에 관한 다양한 논의의 근거 자료로서 역할을 해줄 것으로 기대합니다.

이 보고서를 작성한 본 연구원의 최순영 연구위원 및 김종민 선임연구위원에게 감사의 뜻을 표합니다. 보고서 작성 중 원내 세미나와 심사 과정에서 훌륭한 조언을 제시한 김준석 선임연구위원과 강소현 연구위원에게도 감사의 말씀을 전합니다. 또한, 보고서의 자료 수집과 분석에 기여한 김규림 및 심수연 선임연구원, 원고 교정과 편집에 수고한 이수련 연구조원에게도 감사드립니다. 마지막으로 이 보고서의 내용은 연구진 개인의 의견이며, 본 연구원의 공식의견이 아님을 밝혀둡니다.

2018년 2월

자본시장연구원

원장 안동현

목 차

Executive Summary	ix
Abstract	xiii
 I. 서론	 3
 II. 이론모형 분석	 9
1. 이론모형	10
2. 이론모형 예제	24
3. 소결	31
 III. 피합병기업 저평가 가능성 분석	 37
1. 국내 상장사 간 합병 현황	37
2. 합병비율 저평가 분석	57
3. 합병시점 선택유인에 대한 검토	69
4. 소결	78
 IV. 합병의 성과분석	 85
1. 소유구조와 합병 · 피합병기업 CAR	87
2. CAR의 결정요인 분석	95
3. 소결	107
 V. 결론	 113
 참고문헌	 119
부록. Proposition의 증명	125

표 목 차

<표 II-1> 주주유형별 지분을 가정	11
<표 II-2> 피합병기업 주주유형별 의사결정	21
<표 II-3> 합병가격에 따른 지분가치 변화	24
<표 II-4> 이론모형의 예 - 두 기업이 독립적인 경우	25
<표 II-5> 이론모형의 예 - 동일 대주주인 경우 (1)	26
<표 II-6> 이론모형의 예 - 동일 대주주인 경우 (2)	28
<표 II-7> 이론모형의 예 - 동일 대주주인 경우 (3)	30
<표 III-1> 상장사 간 합병 건수 및 규모 추이 (1999~2016년)	39
<표 III-2> 합병의 평균 규모	40
<표 III-3> 상장사 간 합병의 목적	41
<표 III-4> 상장사 간 합병의 세부 유형 (1)	43
<표 III-5> 상장사 간 합병의 세부 유형 (2)	43
<표 III-6> 상장사 간 소규모합병 사례 (1999~2016년)	45
<표 III-7> 상장사 간 합병의 무산 사례 (1999~2016년)	47
<표 III-8> 최대주주와 특수관계인의 지분을	48
<표 III-9> 최대주주 동일 여부를 기준으로 본 지분을	49
<표 III-10> 최대주주가 동일한 경우 주요주주의 지분을 현황	50
<표 III-11> 주요주주의 지분을 현황 - 소규모합병 여부 기준	51
<표 III-12> 주요주주의 지분을 현황 - 합병무산 여부 기준	53
<표 III-13> 최대주주가 동일한 경우 무산된 합병의 지분을 현황	53
<표 III-14> 유형별 합병비율 비교	55
<표 III-15> 유형별 합병비율 비교 - 합병무산 및 소규모합병	56
<표 III-16> 주요 설명변수들의 상관계수	60
<표 III-17> 대주주 동일 여부에 따른 합병비율 비교	62
<표 III-18> 합병비율의 저평가 가능성 (1)	66
<표 III-19> 합병비율의 저평가 가능성 (2)	67

<표 III-20> 합병비율의 저평가 가능성 (3)	68
<표 III-21> 합병시점 선택유인 회귀분석 (1)	80
<표 III-22> 합병시점 선택유인 회귀분석 (2)	81
<표 III-23> 합병시점 선택유인 회귀분석 (3)	82
<표 IV-1> 합병 및 피합병 기업 누적초과수익률(CAR)	88
<표 IV-2> 독립적 및 계열사 합병 CAR(-2,+2)	91
<표 IV-3> 상이·동일 최대주주 CAR(-2,+2)	93
<표 IV-4> 교차주주(2) 유무 여부별 CAR(-2,+2)	93
<표 IV-5> 교차주주(3) 유무 여부별 CAR(-2,+2)	94
<표 IV-6> 회귀분석 주요 변수	97
<표 IV-7> 회귀분석 변수 기초 통계량	100
<표 IV-8> 합병기업 회귀분석 변수 간 상관관계	101
<표 IV-9> 피합병기업 회귀분석 변수 간 상관관계	102
<표 IV-10> CAR(-2,+2) 결정요인 회귀분석 결과	106

그림 목 차

<그림 II-1> 교차주주의 의사결정	16
<그림 II-2> 대주주가 동일한 경우의 균형	22
<그림 III-1> 상장사 간 합병 건수 및 규모 (1999~2016년)	38
<그림 III-2> 합병의 주요 목적	42
<그림 III-3> 합병기업과 피합병기업의 관계	44
<그림 III-4> 합병비율의 히스토그램	54
<그림 III-5> 실제 합병비율과 추정 합병비율 비교	70
<그림 III-6> 추정 합병비율과 실제 합병비율 간 차이의 일별 추이	71
<그림 III-7> 추정 합병비율과 실제 합병비율 간 차이의 월별 추이	72
<그림 III-8> 합병시점 선택유인 검토	73
<그림 III-9> 회귀분석을 이용한 합병시점 선택유인 분석	77
<그림 IV-1> 합병 · 피합병기업 CAR 추이	89
<그림 IV-2> 합병 · 피합병기업 주가 추이	108

약 어 표

AR	Abnormal Return
CAR	Cumulative Abnormal Return
CADR	Cumulative Abnormal Dollar Return
DART	Data Analysis, Retrieval and Transfer System
KIND	Korea Investor's Network for Disclosure System
KOSDAQ	Korea Securities Dealers Automated Quotations
KOSPI	Korea Composite Stock Price Index
M&A	Mergers and Acquisitions
ROA	Return on Asset

《 Executive Summary 》

국내 상장사 간 합병은 대부분 계열사 간 합병이기 때문에 교차주주(cross-shareholder)와 소수주주 간의 이해상충 문제가 발생할 수 있다. 교차주주는 합병기업과 피합병기업의 지분을 모두 보유하고 있으므로 합병에 대한 이해관계가 소수주주와는 다를 수 있기 때문이다. 또한 교차주주 중에서 최대주주, 특수관계인 및 연금·펀드와 같은 기타 주요주주는 상당한 수준의 지분율을 보유하고 있으므로 합병비율뿐만 아니라 합병 성사 여부에도 결정적인 영향을 미칠 수 있다. 이에 본고에서는 1999년부터 2016년까지 있었던 국내 상장사 간 합병사례에 기초하여 기업 소유구조가 합병에 미친 영향을 분석하였다.

우선, 본 보고서는 이론모형과 가상의 예를 통해 대주주가 동일한 상장사 간 합병 시 피합병기업의 지분구조에 따라 피합병기업이 저평가되는 가능성을 살펴보았다. 이론모형에 따르면, 합병기업과 피합병기업의 대주주가 동일한 경우 피합병기업 대주주 및 교차주주의 지분을 분포에 따라 합병비율이 양사가 독립적인 경우보다 낮아질 수 있다. 특히, 대주주의 지분율이 충분히 높거나, 일정 수준의 교차주주 지분을 확보만으로 피합병기업 주주총회에서 합병안의 통과가 가능하다면 동일 대주주는 이를 활용하여 균형 합병비율을 낮출 수 있다. 따라서 대주주가 동일한 두 기업이 합병하는 경우에는 피합병기업 소수주주 또는 일부 교차주주들이 손해를 입을 수 있다. 특히, 이러한 결과는 합병의 시너지효과가 알려져 있다 하더라도 발생할 수 있음을 유의할 필요가 있다.

우리나라는 주가를 기준으로 합병가액을 산정하고 있기 때문에 피합병기업의 저평가 및 부정적인 부의 이전 문제가 발생할 가능성은 이론모형에서 예측하는 것보다는 낮다. 또한, 이러한 문제가 발생하더라도 피합병기업 주주들은 주식매수청구권을 행사하여 피해를 최소화할 수 있다. 그럼에도 불구하고 합병기업 대주주는 합병시점을

선택하거나, 피합병기업을 저평가하는 방식으로 자신에게 유리한 합병을 추진할 유인이 있음을 유의할 필요가 있다. 이러한 보호장치에도 불구하고 피합병기업의 저평가는 발생할 수 있으며, 본 연구보고서는 이를 실증분석을 통해 검토해보았다. 그리고 이론모형에 기초하여 피합병기업의 저평가 여부 및 합병시점 선택유인 존재 여부를 실제 합병 비율을 이용하여 분석하였다.

국내 상장사 간 합병의 주요 특징은 다음과 같다. 국내 상장사 간 합병은 합병기업과 피합병기업이 계열사이거나 지분소유관계로 연결된 상호연관 합병이 대부분을 차지한다. 그리고 이들 합병의 주요 목적은 경쟁력을 강화하고 재무구조를 개선하여 경영효율성을 높이는 것이다. 분석대상 106건의 합병 중 계열사 간 구조조정 또는 대주주의 지배권을 강화하는데 주로 사용되는 소규모합병 사례는 21건이다. 합병 발표 이후 합병이 무산된 사례는 14건인데, 그 사유는 대부분 주주총회 부결 또는 피합병기업 주주의 주식매수청구권 행사와 관련되어 있다. 주요주주의 지분율을 기준으로 보면, 합병기업과 피합병기업의 최대주주가 동일한 합병은 28건이다. 이 중 소규모합병 또는 합병무산 사례는 6건이나, 이론모형 관점에서 중요한 지분소유 즉, 동일 최대주주의 합병기업 지분율이 더 높은 합병건은 2건으로 이해상충으로 인한 문제가 소규모합병이나 합병무산 사례에서 나타날 가능성은 거의 없는 것으로 판단된다. 국내 상장사 간 합병의 평균 합병비율은 0.850인데, 소규모합병(0.302)이나 합병무산(0.537)의 합병비율이 대체로 낮게 나타난다.

이론모형의 관점에서 살펴본 피합병기업의 저평가 및 합병시점 선택유인에 대한 분석 결과는 다음과 같이 두 가지로 요약할 수 있다. 첫째, 합병비율에 영향을 미치는 요인을 통제하고도 합병기업 최대주주가 피합병기업의 최대주주 또는 특수관계인인 경우에는 그렇지 않은 경우에 비해 합병비율이 유의하게 낮게 나타났다. 이는 국내

상장사 간 합병사례에서 이론모형이 제기하는 피합병기업 저평가 및 부의 이전 문제가 존재함을 시사한다. 둘째, 실제 발표시점보다 이른 시점(과거 5개월 이전)에 합병이 이루어졌더라도 대주주가 동일한 경우에는 합병비율이 여전히 낮게 나타났다. 이는 대주주가 6개월 이내의 단기간 내에 합병비율이 낮게 산정되는 시점을 선택하여 합병을 발표한 것은 아니라는 것이다. 오히려 대주주가 동일한 경우 피합병기업이 그렇지 않은 경우에 비해 적어도 6개월 이상 저평가되고 있음에 주목할 필요가 있다. 이는 낮은 합병비율 또는 피합병기업의 저평가 문제가 장기간에 걸쳐 형성된 문제임을 의미하기 때문이다. 셋째, 연금·펀드 등은 교차주주로서 합병비율에 영향을 미치지 않는 것으로 나타나며 합병시점에 이들의 지분율은 낮은 수준이다. 이는 아직까지는 국내시장에서 연금·펀드 등 기관투자자가 의결권 행사의 방식으로는 적극적으로 참여하고 있지 않음을 시사한다.

본 연구에서는 국내 상장사 간 합병에 대한 시장의 반응에 대해서도 살펴보았다. 시장의 반응은 사건연구(event study)에서 보편적으로 사용되는 누적초과수익률(Cumulative Abnormal Return: CAR), 보다 구체적으로는 합병 기준일 전후 2일간의 누적초과수익률($CAR(-2, +2)$)로 측정하였다. 우선, 국내 상장사 간 합병에 대한 시장의 반응은 합병 및 피합병 기업 모두에 긍정적인 것으로 나타났으며, 이는 해외 다수 문헌의 실증분석 결과와 대조되는 현상이다. 또한, 누적초과수익률 즉, CAR는 계열사 간 합병보다 독립적 기업 간 합병에서 더 높게 나타났다. 이는 계열사 간 합병의 일부가 비재무적인 목적으로 이루어지거나, 대리인 문제(agency problem)의 가능성이 있다는 시장의 생각을 반영하는 것으로 볼 수 있다. CAR 결정요인에 대한 회귀분석 결과 소유구조도 CAR에 영향을 미치는 것으로 나타났다. 계열사 간 합병이라 하더라도 최대주주가 동일한 합병의 CAR가 그렇지 않은 경우보다 유의하게 높게 추정되었다.

이상의 결과를 종합하면, 국내 상장사 간 합병에 있어서 소유구조는 합병비율과 시장의 반응에 유의한 영향을 미치는 것으로 판단된다. 최대주주가 동일할 경우 합병비율은 낮게 나타나는 반면, CAR는 상대적으로 높게 나타난다. 동일 최대주주에 대한 시장의 긍정적 반응은 합병 후 사업재편, 구조조정 등을 보다 효과적으로 추진할 수 있다는 기대를 반영하는 것으로 풀이된다.

마지막으로 국내 상장사 간 합병이 합병·피합병기업의 주가가 장기적으로 하락하는 시점에서 이루어진 점을 감안하면, 최대주주가 동일한 기업간 합병의 낮은 합병비율과 이에 대한 시장의 반응은 단기적인 마켓타이밍보다는 장기간에 걸친 주가하락과 밀접하게 관련된 것으로 판단된다. 그런데 본 연구의 분석만으로는 이와 같은 합병 참여 기업들의 장기적인 주가 하락의 원인을 규명하기에는 한계가 있다. 향후 이에 대한 엄밀한 후속연구를 기대한다.

— « Abstract » —

**Analysis on the Effects of Ownership Structure on the Merger
Price and Performance of Listed Korean Firms**

This study looks at the effects of ownership structure on the exchange ratio and performance of mergers among listed Korean firms. In particular cross-ownership of the controlling shareholder and institutional investors is looked to determine if their presence affects the determination of exchange ratios more favorable to the cross-shareholders and at the cost to minority shareholders on either side of the merger deal. In addition, the impact of cross-ownership on the performance, or market reception to the merger, as measured by the cumulative abnormal returns surrounding the merger date is examined.

The overwhelming majority of mergers of listed companies in Korea are between the affiliates and thus there are common shareholders of both the acquiring and target companies. In addition, the growing size of institutional investors, including pension funds, have created instances where they stand on both sides of a merger. This presents a potential conflict of interest between these cross-shareholders and the minority shareholders of either the acquirer or target firms. While the interest of minority shareholders is exclusive to either the acquiring or target company, cross-shareholder interests are determined by their overall portfolio.

Cross-shareholders may push for or approve a merger that is detrimental to one side of the deal, if their gains from the transaction are sufficient on the other side. Thus, we may see unfavorable exchange ratios and differing responses from the market when cross-shareholders are present.

The study develops a theoretical model to capture the effect cross-shareholders may have on exchange ratios, and presents results of empirical analysis based on the testable implications of the model. Data used in the analysis is based on all listed company mergers from 1999 to 2016.

Results of the empirical analysis indicate that the presence of controlling shareholders as cross-shareholders reduces the exchange ratio, whereby the target company is relatively undervalued in the merger deal. Market response, on the other hand is favorable to the presence of controlling cross-shareholders, as indicated by higher levels of cumulative abnormal returns. The stock prices of merging parties tend to decline more than 1 year prior to the actual merger, and the market response seems to indicate that post-merger restructuring will be more effectively implemented with strong cross-shareholders.

However, with the available data it is not possible to determine whether the falling valuations of merger parties are due solely to business related factors, or whether cross-shareholders intervened to produce favorable exchange ratios. This is an important topic for future research.

I. 서론

I. 서론

국내 상장사 간 합병은 압도적으로 계열사 관계에 있는 기업 간에 이루어지는 특징을 가지고 있다. 1999~2016년 사이 상장사 간의 합병은 총 106건에 달하며, 이 중 합병기업과 피합병기업이 서로 독립적인 경우는 10건, 즉 9.4%에 불과하다.¹⁾ 계열사 간 합병은 합병을 추진하는 기업뿐만 아니라 합병의 대상이 되는 기업 양측에 영향력을 행사할 수 있는 교차주주(cross-shareholder)가 있는 관계로 이해상충(conflict of interest)의 여지가 있으며, 이로 인해 소수주주의 이익이 훼손될 우려가 있다.

교차주주는 합병을 앞둔 시점에 합병기업과 피합병기업에 동시에 지분율을 보유하고 있는 주주를 의미하며, 여기에는 일반적으로 최대주주 및 특수관계인이 포함된다. 이와 더불어 최근에는 연금·펀드 등 기관투자자도 일부 합병에 있어서 주요 교차주주가 될 수 있다. 교차주주는 특히 합병시점에 그 중요도가 높아지며, 주주총회에서 합병 자체 및 합병 조건에 대해서 의결권을 행사할 수 있기 때문이다. 따라서 교차주주는 의결권 행사가 가능한 시점에서 정의되며, 본 연구 보고서에서는 이를 합병 기준일로 보고 있다.²⁾

1) 해당 표본에서 금융회사가 참여하는 합병은 제외한다.

2) 합병을 위해서는 먼저 합병당사회사의 대표기관에서 합병계약을 작성하고 합병승인을 위한 임시주주총회 소집을 결의하게 된다(상법 제522조 제1항, 제326조). 주주총회시 의결권을 행사할 주주를 확정하기 위하여 일정 시점의 주주명부 상의 주주를 권리행사자로 고정시킬 필요가 있으며, 이를 위한 방법으로 국내에서 ‘주주명부의 폐쇄’ 및 ‘기준일’ 제도를 운영하고 있다(상법 제354조). 또한, 합병 기준일은 국내 자본시장법(제165조의4 제1항)상 상장사 간 합병의 합병비율이 결정되는 이사회 결의일 또는 합병계약일 중 앞선 날의 전일을 의미한다. 교차주주를 포함한 일반주주가 합병에 대한 의결권을 행사하기 위해서는 합병 기준일 직전에서 주주총회 기간(주로 합병 기준일 이후 5~6주 이내) 사이에 지분율을 유지해야 한다.

4 기업 소유구조가 국내 상장사 간 합병에 미치는 영향 분석

이처럼 교차주주가 상당한 지분율을 가지고 있는 소유구조 하에서는 합병의 목적과 가격 등에 있어서 지배주주와 소수주주 간의 이해상충 (conflict of interest) 문제가 내재되어 있다. 이상적으로 동일 기업에 있어서 최대주주와 소수주주의 이해관계는 기업의 가치를 극대화하는 방향으로 일치되어야 한다. 그러나 실질적으로 최대주주는 기업의 가치 극대화가 아닌 지배력 강화와 같은 사적이익을 추구할 수 있으며, 여기에 합병과 같은 기업 활동도 포함된다.

특히, 합병에 있어서 교차주주가 존재할 경우 이와 같은 대리인 문제 (agency problem)는 더욱 심각해진다. 이는 최대주주가 합병기업뿐만 아니라 피합병기업에 대해 가지고 있는 지분율과 이에 따르는 영향력을 행사하여 사적이익을 추구하고, 실질적으로 기업이나 소수주주에게는 도움이 되지 않는 합병을 추진하기가 더 용이하기 때문이다. 지배주주는 자신의 입지를 강화하기 위해 단순히 기업의 규모를 키우거나 그룹의 지배력을 높이기 위해 비효율적인 합병을 강요할 수 있다. 또한, 합병의 가격, 즉 합병비율을 결정하는데 있어서도 교차주주의 이해관계가 소수주주와는 다를 수 있으며, 이에 따라 일부 소수주주에 불리한 합병비율로 실제 합병이 행사될 위험이 있다. 예를 들어 교차주주인 지배주주가 합병기업에 보다 높은 지분율을 가지고 있으며, 피합병기업에도 영향력을 행사할 수 있는 수준의 지분율을 보유할 경우 피합병기업이 저평가된 가격으로 합병비율을 유도할 유인이 존재한다. 이 경우 합병기업의 지배주주와 소수주주는 이득을 볼 수 있지만, 그 이익은 피합병기업 소수주주의 손해로부터 비롯된다.

교차주주가 합병에 미칠 수 있는 영향은 개별 교차주주에 따라서만 결정되지 않으며, 최대주주, 특수관계인 및 기타 주요주주의 이해관계를 종합해서 봐야 한다. 개별적으로 특정 최대주주가 합병과 피합병기업에 가지는 지분율이 합병의 찬성이나 합병비율에 영향력을 행사

할 수 있는 수준이 아닌 경우에도, 해당 최대주주의 지분구조가 특수 관계인 및 기타 주요주주와 일치하며 이를 합산할 경우 합병에 필요한 과반수를 확보할 수 있는 수준이 된다면 결과는 달라질 수 있기 때문이다. 특히, 연금·펀드들의 규모가 커지고 이에 따라 교차주주로서의 역할도 확대되는 만큼 해당 유형의 주주를 포함하여 합병에 미치는 영향을 살펴볼 필요가 있다.

본 연구보고서는 기업의 소유구조가 국내 상장사 간 합병에 어떠한 영향을 미치는지를 파악하기 위해서 이론모형을 제시하고 이에 따른 검증가설(testable implication)을 실제 국내 상장사 간 자료를 통해 분석해본다. 특히, 이론모형과 실증분석은 소유구조와 합병비율과의 관계에 초점을 두고 있다. 합병비율은 피합병기업이 상대적으로 저평가·고평가되는지를 반영하며, 이에 따라 해당 기업의 소수주주가 얼마나 손해나 이득을 보는지를 결정하기 때문이다.³⁾

기업의 소유구조는 합병에 대한 시장의 반응에도 영향을 미칠 것으로 예상된다. 우선 교차주주가 존재하는 합병의 경우 잠재적으로 대리인 문제가 있는 만큼, 이에 대해서 시장은 부정적으로 평가할 가능성이 높다. 반면, 교차주주가 합병에 있어서 긍정적인 역할을 하는 부분도 있다. 특히, 합병의 시너지를 달성하기 위해 강도 높은 구조조정 등이 필요할 경우 교차주주의 영향력이 높을수록 합병 후 통합(post merger integration) 과정이 보다 효과적으로 이루어질 수 있기 때문이다.

3) 본 연구보고서는 증권신고서 상 주식소유상황, 주요사항보고서 상 합병 전후 대주주 및 주요주주 지분 변동현황 자료에 기초하여 교차주주에 대한 데이터를 구축하였다. 증권신고서는 합병기업과 피합병기업 양사의 주주에 관한 사항을 제공하고 있으며, 주요주주의 정보는 성명, 관계, 주식의 종류, 소유주식수 및 지분율(기초/기말) 정보를 상세하고 포괄하고 있다. 통상 이는 증권신고서 제출일을 기준으로 기재된 주주 정보이므로 합병 일정 상 주주확정일과는 다소 차이는 있으나, 상장사의 경우 그 기간은 최대 3개월을 초과하지 않는다. 동 자료는 주주확정일의 명부상 교차주주를 확인하지 못한다는 한계점을 지니고 있으나, 교차주주의 성명, 관계 및 지분율 정보를 비교적 정확하게 포착할 수 있다는 장점을 지니고 있다.

이처럼 상반되는 교차주주의 영향력에 대한 시장의 반응을 가늠하기 위해서 합병에 따르는 누적초과수익률(Cumulative Abnormal Return: CAR)과 소유구조 간의 관계를 분석해본다. 특히, 국내 상장사 간 합병에 있어서 독립적인 기업 간의 합병과 계열사 간 합병에서 CAR의 차이가 나타나는지, 또한 계열사 간 합병에 있어서도 교차주주의 여부에 따라 시장의 반응이 어떻게 달라지는지를 보고자 한다.

본 보고서의 구성은 다음과 같다. II장에서는 합병에 대한 이론 모형과 이에 기반한 예를 통해 소유구조가 합병비율에 미칠 수 있는 영향을 살펴본다. 이와 더불어 동 이론모형에 비추어 합병비율 및 주식매수청구권에서의 기업가치 산정을 규정하는 현행 국내 제도의 의의를 검토해본다. III장에서는 이론모형에서 제기하는 이해상충 문제에 대한 가설을 회귀분석으로 검증해본다. 특히 소유구조와 관련된 피합병기업의 저평가 가능성이 주요 가설검증의 대상이다. 이와 더불어 합병·피합병기업의 저평가가 단기적 마켓타이밍(market timing)을 통해 이루어지는지를 추가로 검토해본다. IV장에서는 CAR를 통해 상장사 간 합병에 대한 시장 반응의 특징을 살펴보고 회귀분석을 통해 소유구조와 CAR 간의 상관관계를 분석한다. 마지막으로 V장에서는 앞선 분석 결과에 대한 결론과 시사점을 제시한다.

II. 이론모형 분석

1. 이론모형
2. 이론모형 예제
3. 소결

II. 이론모형 분석

주지하다시피 우리나라에서 상장사 간 합병은 대부분 상장계열사 간 합병이다. 이에 박경서 외(2017)는 상장계열사 간 주식교환방식에 의한 합병 시 나타날 수 있는 지배주주와 소수주주 간 이해상충 문제를 제기하고 있다.⁴⁾ 즉, 합병기업과 피합병기업이 계열사와 같이 소유관계로 연결되어 있는 경우 합병비율이 피합병기업에게 불리하게 산정되어 피합병기업의 소수주주들이 손해를 볼 수 있다는 것이다. 이러한 이해상충 문제는 국내뿐만 아니라 Grossman & Hart(1981), Harris & Raviv(1989), La Porta et al.(2002) 등의 기존 문헌에서 이미 제기하고 있는 문제이기도 하다.

최근에는 최대주주나 특수관계인 이외에도 합병기업과 피합병기업의 지분을 모두 소유한 교차주주(cross-shareholder)에 초점을 두고 주주 간 이해상충 문제를 실증적으로 다룬 연구도 있다. Matvos & Ostrovsky(2008), Goranova et al.(2010), Harford et al.(2011) 등이 이에 해당한다. 이들 연구들은 기본적으로 교차주주가 양사의 지분을 모두 소유하고 있는 만큼 어느 한 기업의 지분만을 소유한 주주(예를 들면, 피합병기업의 소수주주)와는 이해관계가 다를 것임을 전제로 하고 있다. 즉, 교차주주는 자신이 소유한 총 지분가치를 극대화하므로 합병기업 또는 피합병기업의 지분만을 소유한 주주와는 다른 결정을 하게 된다는 것이다. 이 중 해외의 기존 연구들은 교차주주가 합병기업의 이익에 반하는 합병에 찬성하는지를 검토하고 있다. 예를 들면, Matvos & Ostrovsky(2008)와 Goranova et al.(2010)은 교차주주의 비중이 높을수록 합병 이후 합병기업의 가치가 떨어진다는 실증분석 결과를 제시한다. 반면, Harford et al.(2011)은 양사 지분을 모두 소유한 기관투자자의 비중 확대는 패시브 전략의 일환으로 이들이 합병기업에 미치는 영향은 유의하지 않다는 상반된 결과를 제시한다.

4) 다만, 박경서 외(2017)는 이론모형 또는 실증분석에 기초한 분석이라기보다는 사례분석에 기초하여 상장계열사 간 합병 시 나타날 수 있는 이해상충의 문제를 제기하고 있다.

이 장에서는 상기한 국내외 기존 연구결과에 주목하여 이론모형과 가상의 예를 통해 대주주가 동일한 상장사 간 합병 시 피합병기업의 지분구조에 따라 피합병기업이 저평가될 수 있음을 보이고자 한다. 본 연구의 이론모형은 Goranova et al.(2010)이 제기한 교차주주 존재에 따른 대리인 문제 가능성에 착안하여 구상한 모형이다.⁵⁾ 특히, 이 이론모형은 계열사 간 합병이 대부분인 국내 상황을 감안하여 교차주주가 피합병기업의 이익에 반하는 합병에 찬성하는지에 초점을 두고 분석한다. 이는 기본적으로 박경서 외(2017)가 제기한 것처럼 계열사 간 합병에서는 대리인 문제가 합병기업보다는 피합병기업(특히, 소수주주)에 불리한 방향으로 이루어질 가능성이 높기 때문이다. 이 점에서 본 연구는 교차주주와 합병기업의 이해관계에 초점을 둔 기존 해외 연구들과는 차별화된다.

1. 이론모형

가. 모형의 기본가정

합병의 시너지효과가 존재하는 ($S \geq 0$), 서로 다른 두 상장사 A 와 T 가 신주배정을 통한 주식교환 방식으로 합병하는 경우를 가정하자. 여기서 시너지효과 S 는 공개정보(public information)이며, A 는 합병기업을, T 는 피합병기업을 지칭한다. 두 기업의 합병은 다음과 같은 단계를 거쳐 이루어진다. (1) 합병기업 A 의 대주주는 피합병기업 주주에게 합병가격 P_s 를 제시한다. (2) 양사 주주들은 시너지효과와 합병가격 P_s 를 관찰한 후 이에

5) 보다 구체적으로 말하면, 본 연구의 이론모형은 Goranova et al.(2010) 이외에도 Matvos & Ostrovsky(2008), Harford et al.(2011), 기타 관련 문헌 등을 참고하여 신주배정을 통한 주식교환 방식으로 이루어지는 합병을 모형화한 것이다. 이론모형은 이를 통해 대주주가 동일하고 교차주주가 존재할 때 결정되는 합병가격이 과연 그렇지 않은 경우에 비해 더 낮아지는지를 살펴본 것이다.

찬성할지 여부를 결정한다. (3) 이후 합병은 양사 주주총회에서 찬성비율이 $\phi \in (0.5, 1)$ (예: $\phi = 2/3$) 이상이면 성사된다. 편의상 합병에 반대하는 주주들에 대한 주식매수청구권은 없는 것으로 가정한다.⁶⁾

두 기업의 주주는 1명의 대주주와 양사 지분을 모두 소유하고 있는 n 명의 교차주주(cross-shareholder), 그리고 한 회사의 지분만을 보유하고 있는 1명의 일반주주로 구성되어 있다. 여기서 일반주주는 동질적인(homogeneous) 다수의 소수주주를 대표하는 주주이다. 개별 주주들은 모두 위험중립적(risk-neutral)이며, 주식 이외에 다른 부(wealth)는 없는 것으로 가정한다. 즉, i 기업 개별 주주의 효용은 보유주식의 가치에 의해 결정된다. 이에 따라 시너지효과 S 와 합병가격 P_s 가 주어졌을 때, 기업 i 의 개별 주주들은 합병으로 인해 자신의 보유지분 가치가 늘어날 것으로 판단되면 합병에 찬성한다.

<표 II-1> 주주유형별 지분을 가정

주주유형	주주유형별 지분율 합계
대주주 또는 지배주주	α_i
합병기업 지분율이 높은 교차주주($\beta_{k,A} \geq \beta_{k,T}$)	$\lambda\beta_i$
피합병기업 지분율이 높은 교차주주($\beta_{k,T} > \beta_{k,A}$)	$(1 - \lambda)\beta_i$
일반주주	γ_i
지분율 합계	1

주 : $\alpha_i < \phi$, $\beta_i < \phi$, $i = A, T$

주주유형별 지분율은 <표 II-1>과 같다. 기업 i , $i = A, T$ 에서 대주주의 지분율은 α_i 이며, 일반주주의 지분율은 γ_i 이다. 여기서 α_i 는 $\alpha_i < \phi$ 의 조건을 충족한다. 이에 따라 피합병기업에서 대주주의 찬성만으로 합병이 성사되는 경우는 분석대상에서 제외된다.⁷⁾ 교차주주는 합병기업과 피합병기업의

6) 주식매수청구권이 있다고 가정하더라도 이론모형의 분석 결과는 본 연구보다 더 복잡해질 뿐 균형과 같은 핵심 결과는 질적으로 동일하다. 이에 주식매수청구권은 없는 것으로 가정하였고, 그 대신 투자자보호 관점에서 주식매수청구권이 가지는 의미를 소결에서 논의한다.

지분율의 상대적인 차이에 따라 두 가지로 유형으로 구분된다. 분석의 편의상 합병기업의 지분율이 피합병기업의 지분율보다 더 높은 교차주주($\beta_{k,A} \geq \beta_{k,T}$)들이 보유하고 있는 지분율 합계를 $\lambda\beta_i$ 라고 하자. 그러면, 피합병기업의 지분율이 합병기업 지분율보다 더 높은 교차주주($\beta_{k,T} > \beta_{k,A}$)들이 보유하고 있는 지분율의 합계는 $(1-\lambda)\beta_i$ 이다. 또한, 교차주주들의 지분율 합계 β_i 가 ϕ 보다 작다고 가정한다.⁸⁾ 이는 $\alpha_i < \phi$ 와 마찬가지로 교차주주들만의 찬성 만으로는 합병이 가결될 수 없음을 의미한다. 이에 따라 피합병기업 대주주의 반대에도 불구하고 합병이 성사되는 적대적 M&A(Mergers & Acquisitions)는 분석대상에서 제외된다.

한편, N_i 와 V_i 를 각각 기업 i 의 발행주식수와 기업가치라고 하자. 그리고 x 를 합병이 성사될 경우 피합병기업 주식 1주당 교환되는 합병기업(A)의 주식수 즉, 주식교환비율(exchange ratio)이라고 하자. 피합병기업 주주들은 합병 시 보유주식 1주당 x 에 해당하는 합병기업의 주식을 받으므로 합병기업(A)은 xN_T 만큼의 신주를 발행하게 된다.⁹⁾ 신주의 주당 가치는 $v_A = V_A/N_A$ 이므로 합병기업 A 가 피합병기업 T 에게 지불하는 합병비용 P_s 는 신주배정수(xN_T)에 주당 가치(v_A)를 곱한 값으로 결정된다. 그리고 기존 주식수 N_A 에 신주로 배정된 xN_T 를 더한 값이 합병 이후 합병기업의 주식수(N_m)가 된다.

$$x = \frac{P_s}{V_A} \frac{N_A}{N_T} \quad (\text{식 II-1})$$

$$N_m = N_A + xN_T = N_A \left[1 + \frac{P_s}{V_A} \right] \quad (\text{식 II-2})$$

7) 양사 대주주가 동일하고, 피합병기업에서 대주주의 지분율이 매우 높은 경우에는 2절 이론모형의 예와 같이 당연히 낮은 합병가격으로 합병이 가능하다. 다만, 이론모형에서는 이를 명시적으로는 다루지 않는다.

8) $\beta_i = \sum_{k=1}^n \beta_{k,i} < \phi, \forall i = A, T$

9) 주식매수청구권이 없는 것으로 가정하였으므로 합병 승인 시 피합병기업의 주식은 모두 합병기업의 주식으로 교환된다.

나. 기업이 서로 독립적인 경우의 균형분석

우선, 합병기업과 피합병기업의 대주주가 서로 상이하여 두 기업이 독립적인 경우를 가정하자. 이 모형에서는 시너지효과에 대한 정보비대칭이 존재하지 않으므로 균형 합병가격 및 합병 성사 여부는 후방귀납법(backward induction)으로 도출된다. 이를 주주유형별로 나누어 살펴보면 다음과 같다.

1) 합병기업 일반주주의 의사결정

합병기업 일반주주의 지분율은 γ_A 이므로 이 주주의 합병 이전 지분가치 $W^-(\gamma_A)$ 는 $\gamma_A V_A$ 이다. 합병이 성사되면 피합병기업의 가치 V_T 가 합병기업으로 모두 이전되므로 합병기업의 가치는 $V_A + V_T + S$ 이나, 주식교환으로 인해 합병기업의 주식발행 수가 늘어나므로 합병기업 일반주주의 보유지분율이 변동하게 된다. 합병 이후 일반주주의 지분율을 $\gamma_{A,m}$ 라고 하면, 합병 이후 지분가치 $W^+(\gamma_A)$ 는 $\gamma_{A,m}(V_A + V_T + S)$ 이다. 합병기업 일반주주는 합병으로 인해 자신의 지분가치가 늘어나면 합병에 찬성하므로 합병 찬성조건은 다음과 같다. 이를 재정리하면, 합병기업 일반주주는 다음의 조건 (식 II-3)과 같이 합병가격 P_s 가 피합병기업 가치 V_T 에 시너지효과 S 를 더한 값보다 작으면 합병에 찬성한다.

$$\Delta W(\gamma_A) = (\gamma_{A,m} - \gamma_A)V_A + \gamma_{A,m}(V_T + S) \geq 0, \quad \gamma_{A,m} = \frac{\gamma_A V_A}{V_A + P_s} \quad (10)$$

$$P_s \leq V_T + S \quad (\text{식 II-3})$$

10) $\gamma_{A,m} = \frac{\gamma_A N_A}{N_m}$ 에서 (식 II-2)의 조건을 대입하면 $\gamma_{A,m} = \frac{\gamma_A V_A}{V_A + P_s}$ 가 도출된다.

2) 피합병기업 주주의 의사결정

피합병기업 주주들의 지분율을 $w_T = \alpha_T, \gamma_T$ 라고 하면, 합병 이전 지분 가치 $W^-(w_T)$ 와 합병 이후 지분가치 $W^+(w_T)$ 는 다음과 같다. 합병기업 일반주주와 마찬가지로 피합병기업 주주들은 합병으로 인해 자신이 보유한 지분가치가 합병 이전 수준 이상으로 증가하면 즉, $\Delta W(w_T) \geq 0$ 이면 합병에 찬성하게 된다. 이를 재정리하면, 피합병기업의 지배주주와 일반주주는 모두 (식 II-4)의 조건이 성립할 때 합병에 찬성한다.

$$W^-(w_T) = w_T V_T, \quad w_T = \alpha_T, \gamma_T$$

$$W^+(w_T) = w_{T,m} (V_A + V_T + S), \quad w_{T,m} = \frac{w_T P_s}{V_A + P_s} \text{11)}$$

$$\Delta W(w_T) = w_{T,m} (V_A + S) + (w_{T,m} - w_T) V_T \geq 0$$

$$P_s \geq \frac{V_A V_T}{V_A + S}, \quad \forall w = \alpha, \gamma \quad (\text{식 II-4})$$

P_s^0 를 피합병기업 주주들이 요구하는 최저 합병가격이라고 하면, (식 II-4)로부터 $P_s^0 = V_A V_T / (V_A + S)$ 임을 알 수 있다. 만일 합병기업 대주주가 이보다 낮은 합병가격을 제시한다면, 합병에 반대하는 피합병기업 주주들의 지분율은 $\alpha_T + \gamma_T$ 이상이므로 합병이 불가능하다. 즉, 두 기업이 서로 독립적인 한 균형 합병가격은 항상 P_s^0 이상이어야 한다.

$$P_s^0 = \frac{V_A V_T}{V_A + S} \quad (\text{식 II-5})$$

11) $w_{T,m} = \frac{xw_T N_T}{N_m}$ 에서 (식 II-2)의 조건을 대입하면 $w_{T,m} = \frac{w_T P_s}{V_A + P_s}$ 가 도출된다.

3) 교차주주의 의사결정

개별 교차주주 k 의 합병 이전 지분가치 $W^-(\beta_k)$ 는 $\beta_{k,A} V_A + \beta_{k,T} V_T$, 합병 이후 지분가치 $W^+(\beta_k)$ 는 $\beta_{k,m}(V_A + V_T + S)$ 이므로 $\Delta W(\beta_k)$ 는 (식 II-6)과 같이 정리된다. 이에 따르면, $\Delta W(\beta_k)$ 의 부호는 $\beta_{k,A}$, $\beta_{k,T}$ 의 상대적인 크기에 의해 결정된다. 즉, 교차주주는 다른 주주와는 달리 양사 지분을 모두 보유하고 있으므로 지분을 $\beta_{k,A}$, $\beta_{k,T}$ 의 상대적인 크기에 따라 동일한 합병가격을 제시받더라도 합병에 대한 찬반 여부가 달라진다. 이를 달리 말하자면, 합병기업 대주주가 P_s^0 보다 낮은 합병가격을 제시하더라도 이에 찬성하는 교차주주가 존재할 수 있는 것이다. 이러한 특성을 가진 교차주주의 의사결정은 다음의 Proposition 1과 같다.

$$\Delta W(\beta_k) = (\beta_{k,m} - \beta_{k,A}) V_A + \beta_{k,m}(V_T + S) - \beta_{k,T} V_T, \quad k = 1, \dots, n$$

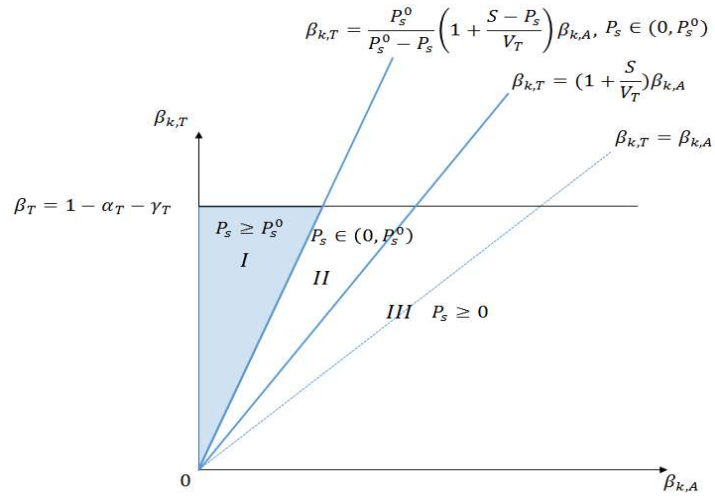
$$\beta_{k,m} = \frac{\beta_{k,A} N_A + x \beta_{k,T} N_T}{N_m} = \frac{\beta_{k,A} V_A + \beta_{k,T} P_s}{V_A + P_s}$$

$$\Delta W(\beta_k) = \frac{(\beta_{k,A} - \beta_{k,T}) V_A (V_T - P_s) + (\beta_{k,A} V_A + \beta_{k,T} P_s) S}{V_A + P_s} \geq 0 \quad (\text{식 II-6})$$

Proposition 1 (교차주주의 의사결정) $P_s^0 = \frac{V_A V_T}{V_A + S}$ 라고 하자. (1) $P_s \in [P_s^0, V_T + S]$ 이면, 모든 교차주주가 합병에 찬성한다. (2) $P_s \in (0, P_s^0)$ 이면, $\beta_{k,T} \leq \frac{P_s^0}{P_s^0 - P_s} \left(1 + \frac{S - P_s}{V_T}\right) \beta_{k,A}$ 인 교차주주는 합병에 찬성하고, 그렇지 않은 교차주주는 반대한다. (3) $P_s = 0$ 이면, $\beta_{k,T} \leq \left(1 + \frac{S}{V_T}\right) \beta_{k,A}$ 인 교차주주는 합병에 찬성하고, 그렇지 않은 교차주주는 반대한다.¹²⁾

12) 이에 대한 증명은 부록을 참고하기 바란다.

<그림 II-1> 교차주주의 의사결정



- 주 : 1) 영역 I의 교차주주는 합병가격이 $P_s \geq P_s^0$ 이어야 합병에 찬성
 2) 영역 II의 교차주주는 $P_s \in (0, P_s^0)$ 이라도 합병에 찬성
 3) 영역 III의 교차주주는 합병가격이 0이라도 찬성

이에 따르면, 피합병기업 지분율이 더 높은 교차주주들은 합병가격이 P_s^0 보다 높아야만 합병에 찬성하고, 합병기업 지분율이 더 높은 교차주주들은 합병가격이 이보다 낮더라도 합병에 찬성한다. 이를 <그림 II-1>과 같이 교차주주의 지분율 조합을 기준으로 재정리하면, 다음과 같다. 첫째, 지분율 조합이 영역 I에 속하는 주주들은 즉, 피합병기업 지분율이 합병기업 지분율보다 많은 주주들은 합병가격이 P_s^0 이상이면 합병에 찬성한다. 이 교차주주들은 비록 양사 지분을 모두 가지고 있으나, 지분율 구조상 피합병기업 지분율이 훨씬 많아 다른 피합병기업 주주들과 동일한 이해관계를 가지고 있다. 그 결과 이들은 P_s^0 보다 낮은 합병가격에는 항상 반대하게 된다. 둘째, 영역 II와 같이 피합병기업 지분율이 많기는 하나 그 격차가 그리 크지 않은 교차주주들은 $P_s = 0$ 인 합병은 반대하나, 합병가격이 P_s^0 보다 낮더라도 일정 수준 이상이면 합병에 찬성한다. 셋째, 영역 III과

같이 합병기업 지분율이 더 많은 교차주주들은 $P_s \geq 0$ 이면 항상 합병에 찬성한다. 특히, 이들은 $P_s = 0$ 이라 하더라도 합병에 찬성한다. 이 점에서 이들은 합병기업 대주주와 이해관계가 일치한다.

4) 합병기업 대주주의 의사결정 및 균형의 특성

두 기업이 서로 독립적이므로 합병으로 인한 합병기업 대주주의 지분가치 변화는 지분율만 다를 뿐 기본적으로 합병기업 일반주주의 경우와 동일한 방식으로 표현된다. 또한, 합병이 성사되기 위해서는 피합병기업 주주들의 찬성이 필수적이므로 P_s 가 P_s^0 이상이어야 한다. 이를 종합하면, 합병기업 대주주가 결정하는 합병가격 P_s 는 (식 II-7)의 조건을 충족해야 한다. 그런데 합병기업 대주주의 지분가치 변화 $\Delta W(\alpha_A)$ 는 합병가격이 높아질수록 작아진다.¹³⁾ 즉, 합병기업 대주주의 합병 이후 지분가치는 합병가격이 높을수록 하락한다. 이에 따라 합병기업 대주주가 제시하는 균형 합병가격은 피합병기업 대주주와 일반주주들이 공통적으로 받아들일 수 있는 최저 수준에서 결정된다. 이를 재정리 하면, 균형 합병가격은 Proposition 2와 같이 P_s^0 로 결정된다.

$$\max_{P_s} \Delta W(\alpha_A) = \frac{\alpha_A (V_T + S - P_s) V_A}{V_A + P_s}, \text{ s.t. } \frac{V_A V_T}{V_A + S} \leq P_s \leq V_T + S$$

(식 II-7)

Proposition 2 (두 기업의 독립적인 경우의 균형 합병가격) 두 기업이 독립적인 경우, 균형 합병가격은 교차주주의 존재 여부와는 관계없이 P_s^0 으로 결정되고, 합병은 양사 주주총회에서 만장일치로 통과된다.¹⁴⁾

$$13) \frac{\partial \Delta W(\alpha_A)}{\partial P_s} = - \frac{\alpha_A V_A [(V_A + P_s) + (V_T + S - P_s)]}{(V_A + P_s)^2} < 0$$

14) $\partial \Delta W(\alpha_A) / \partial P_s < 0$ 을 이용하면, Proposition 2는 쉽게 증명된다.

$$P_s^0 = \frac{V_A V_T}{V_A + S} \quad (15)$$

이에 따르면, 두 기업이 독립적인 경우 균형의 특성은 다음과 같이 정리할 수 있다. 우선, 완전정보(full information) 하에서 두 기업이 독립적인 경우 합병기업 대주주는 교차주주가 존재하더라도 $P_s = P_s^0$ 를 합병가격으로 제시하며, 합병 건은 양사 주주총회에서 만장일치로 통과된다. 이는 합병기업과 피합병기업이 독립적인 한 교차주주가 존재하더라도 합병의 균형 가격에 왜곡이 발생하지 않음을 의미한다.¹⁶⁾

또한, 완전정보 하에서 균형 합병가격은 피합병기업의 가치에서 합병 이후 얻게 되는 시너지효과를 할인 또는 차감한 수준에서 결정된다. 즉, 주식교환 방식에 따라 합병이 이루어지므로 합병기업 지배주주는 합병 이후의 가치 상승분을 감안하여 피합병기업의 가치 V_T 보다 낮은 수준에서 균형 합병가격이 형성되는 것이다. 이에 따라 합병에 따른 시너지효과가 클수록 균형 합병가격은 하락한다.¹⁷⁾ 반면, 보유지분 가치는 주주유형에 따라 상이하게 발생한다. 피합병기업의 대주주 및 일반주주는 합병에도 불구하고 자산가치는

15) 이를 1주당 합병가격으로 표현하면, $p_s^0 = \frac{v_T}{1 + s_A/v_A}$ 로 표현할 수 있다. 여기서 v_A 와 v_T 는 합병기업과 피합병기업의 1주당 가치, s_A 는 합병기업 가치당 시너지효과 ($s_A = \frac{S}{V_A}$)를 의미한다.

16) 그 이유는 다음과 같이 정리할 수 있다. (i) 우선, 합병기업 대주주는 이 가격보다 높은 가격을 지불할 유인이 없으므로 $P_s \neq P_s^0$ 인 균형이 존재한다면 그 가격은 P_s^0 보다 작아야 한다. (ii) 합병기업과 피합병기업이 서로 독립적이기 때문에 $P_s < P_s^0$ 인 균형가격이 존재한다면 피합병기업의 대주주와 일반주주는 합병에 반대하고, 이 경우 모든 교차주주가 합병에 찬성하더라도 교차주주의 총 지분율이 합병안 통과에 필요한 지분을 ϕ 을 넘기지 않으므로 P_s 가 P_s^0 보다 낮아지면 합병이 불가능하다. (iii) 반면, $P_s = P_s^0$ 이면 피합병기업의 대주주와 일반주주뿐만 아니라 교차주주 모두 합병에 찬성하므로 합병안이 통과된다. 또한, P_s^0 가 합병기업 대주주가 설정할 수 있는 최저 합병가격이므로 P_s^0 가 유일한 균형가격이다.

변하지 않는다. 반면, 합병기업 대주주와 일반주주, 그리고 교차주주들은 합병으로 인한 시너지효과를 자신의 합병기업 지분율에 해당하는 비율만큼 얻게 된다.¹⁸⁾

다. 양사 대주주가 동일한 경우의 균형분석

이번에는 두 기업 대주주가 동일하다고 가정하자. 이 경우 대주주의 합병 기업 지분율을 α_A , 피합병기업 지분율을 α_T 라고 하면, 동일 대주주의 지분가치 변화 $\Delta W(\alpha)$ 는 다음과 같다.

$$\Delta W(\alpha) = \frac{(\alpha_A - \alpha_T) V_A (V_T - P_s) + (\alpha_A V_A + \alpha_T P_s) S}{V_A + P_s}$$

그런데 $\Delta W(\alpha)$ 는 합병가격뿐만 아니라 $\alpha_A - \alpha_T$ 즉, 합병기업과 피합병 기업 지분율의 상대적인 차이에 의해서도 영향을 받는다. 보다 구체적으로는 $\alpha_A > \alpha_T$ 이면, 합병가격 P_s 가 커질수록 합병 이후 지분가치가 하락한다.¹⁹⁾ 즉, 대주주의 합병기업 지분율이 더 높으면 대주주는 가능한 한 낮은 가격을 제시하고, 피합병기업 지분율이 더 높으면 가능한 한 높은 가격을 제시하려 할 것이다.²⁰⁾ 이에 분석의 편의상 대주주의 합병기업 지분율이 피합병기업

17) 이를 수식으로 표현하면, $\frac{\partial(P_s^0 - V_T)}{\partial S} = -\frac{V_T V_A}{(V_A + S)^2} < 0$ 이다.

18) 즉, $\Delta W^0(w_T) = 0, \forall w = \alpha, \gamma$ 인 반면, $\Delta W^0(w_A) = w_A S > 0, \forall w = \alpha, \beta, \gamma$ 이다.

19) $\frac{\partial \Delta W(\alpha)}{\partial P_s} = \frac{-(\alpha_A - \alpha_T) V_A (V_A + V_T + S)}{(V_A + P_s)^2}$ 이므로 $\alpha_A > \alpha_T$ 이면, $\frac{\partial \Delta W(\alpha)}{\partial P_s} < 0$ 이고, $\alpha_A < \alpha_T$ 이면, $\frac{\partial \Delta W(\alpha)}{\partial P_s} > 0$ 이다.

20) 반면, $\alpha_A = \alpha_T$ 인 경우에는 어떤 가격을 제시하더라도 항상 일정한 수준으로 자산가치가 증가한다.

지분율보다 높다($\alpha_A > \alpha_T$)고 가정한다. 이외의 가정 및 주주유형별 의사결정은 앞선 경우와 동일하다.

Proposition 3 (대주주가 동일한 경우의 균형 합병가격) 합병기업과 피합병기업의 대주주가 동일하고, $\alpha_A > \alpha_T$ 라고 가정하자. 그러면, 균형합병가격은 피합병기업 주주들의 지분율 분포에 따라 (i) $P_s = P_s^0$, (ii) $P_s \in (0, P_s^0)$, (iii) $P_s = 0$ 등으로 구분된다.²¹⁾

Proposition 3은 양사 대주주가 동일하면 앞선 경우와는 달리 피합병기업의 지분율 분포에 따라 합병가격이 P_s^0 보다 낮아질 수 있음을 의미한다. 이는 기본적으로 합병기업의 지분율이 더 높은 교차주주는 동일 대주주와 이해관계가 일치하므로 대주주가 합병가격을 낮추더라도 합병에 찬성하고, 합병가격이 P_s^0 보다 낮은 합병안이 피합병기업 주주총회에서 통과된다면 합병기업에서도 통과되기 때문이다.²²⁾ 이는 다음의 <표 II-2>에서 쉽게 확인할 수 있다.

<표 II-2>에서 보는 바와 같이 합병가격이 P_s^0 보다 낮은 균형은 피합병기업 일반주주들이 반대하더라도 동일 대주주와 일부 교차주주의 찬성만으로도 합병안 가결이 가능할 경우에 성립한다. 예를 들면, 합병가격이 $P_s \in (0, P_s^0)$ 인 합병안에 찬성하는 동일 대주주와 일부 교차주주들의 지분율 합계 $\alpha_T + (\lambda + \delta(1 - \lambda))\beta_T$ 가 ϕ 보다 크다면 합병이 성사된다.²³⁾ 특히, 동일 대주주와 이해관계가 일치하는

21) 이에 대한 증명은 부록을 참고하기 바란다.

22) 합병기업 일반주주는 $P_s \leq V_T + S$ 의 조건이 성립하는 한 합병에 찬성하므로 합병가격이 P_s^0 보다 낮아도 합병에 찬성한다. 이는 합병가격이 P_s^0 보다 낮은 합병안이 피합병기업 주주총회에서 통과된다면 합병기업 주주총회에서 통과됨을 의미한다. 따라서, 대주주가 동일한 경우에는 피합병기업의 지분분포에 따라 균형이 결정된다.

23) 교차주주 중 합병기업 지분율이 피합병기업 지분율보다 많은($\beta_{k,A} \geq \beta_{k,T}$) 교차주주들의 지분율 합계는 $\lambda\beta_T$ 이다. 피합병기업 지분율이 합병기업 지분율보다 많은

교차주주의 지분율이 더 커진다면 합병가격이 0인 균형도 가능하다. 실제로 동일 대주주가 0의 합병가격을 제시하더라도 교차주주 중 합병기업 지분율이 피합병기업 지분율보다 높거나, <그림 II-1>의 영역 III과 같이 피합병기업 지분율이 합병기업 지분율보다 높더라도 그 차이가 크지 않은 교차주주들은 이에 찬성한다.

<표 II-2> 피합병기업 주주유형별 의사결정

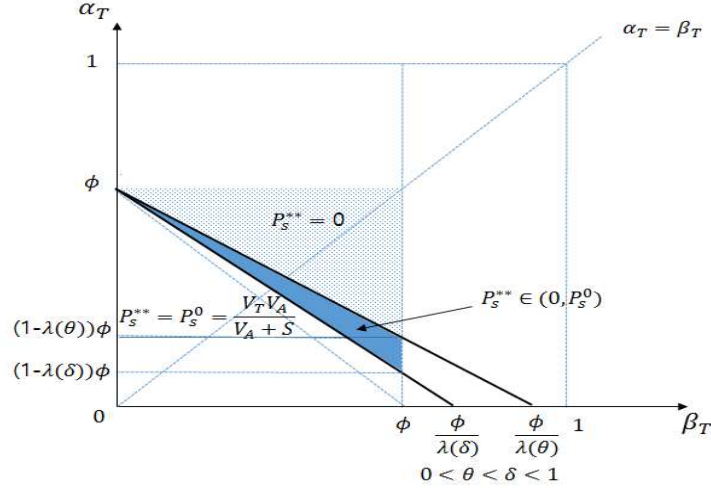
주주 유형	지분율 합계	합병가격에 따른 찬반 여부		
		$P_s = P_s^0$	$P_s \in (0, P_s^0)$	$P_s = 0$
대주주	α_T	찬성	찬성	찬성
$\beta_{k,A} \geq \beta_{k,T}$ 인 교차주주	$\lambda\beta_T$	찬성	찬성	찬성
$\beta_{k,T} > \beta_{k,A}$ 인 교차주주	III	$\theta(1-\lambda)\beta_T$	찬성	찬성
	II	$(\delta-\theta)(1-\lambda)\beta_T$	찬성	반대
	I	$(1-\delta)(1-\lambda)\beta_T$	찬성	반대
일반주주	γ_T	찬성	반대	반대
합병 찬성 지분율 합계		1	(A)	(B)
통과 여부(또는 조건)		통과	$(A) > \phi$	$(B) > \phi$

주 : $(A) = \alpha_T + (\lambda + \delta(1-\lambda))\beta_T$, $(B) = \alpha_T + (\lambda + \theta(1-\lambda))\beta_T$

반면, $P_s = P_s^0$ 인 균형은 합병가격을 P_s^0 보다 낮추게 되면 대주주와 일부 교차주주들의 찬성에도 불구하고 피합병기업 주주총회에서 합병안이 통과되지 못할 때 성립한다. 즉, $P_s \in (0, P_s^0)$ 인 합병안에 찬성하는 대주주와 교차주주의 지분율 합계 $\alpha_T + (\lambda + \delta(1-\lambda))\beta_T$ 가 ϕ 보다 작으면 합병가격은 P_s^0 로 결정된다. 종합하면, <그림 II-2>와 같이 동일 대주주와 교차주주의 피합병기업 지분율 분포에 따라 균형 합병가격이 결정된다.

$(\beta_{k,T} > \beta_{k,A})$ 교차주주들은 <그림 II-1>에서 보는 바와 같이 크게 세 가지 유형으로 구분된다. 이 중 영역 II와 III에 속한 교차주주들의 지분율 합계는 $\delta(1-\lambda)\beta_T$ 이다. 따라서, $P_s \in (0, P_s^0)$ 인 합병안에 찬성하는 대주주와 교차주주들의 지분율 합계는 $\alpha_T + (\lambda + \delta(1-\lambda))\beta_T$ 이다.

<그림 II-2> 대주주가 동일한 경우의 균형



주 : $\lambda(\delta) \equiv \lambda + \delta(1 - \lambda) \in (\lambda(\theta), \lambda)$, $\lambda(\theta) \equiv \lambda + \theta(1 - \lambda) \in (\lambda, 1)$, $0 < \theta < \delta < 1$

따라서, 계열사 간 합병처럼 피합병기업과 합병기업의 대주주가 동일하면 지분을 분포에 따라 P_s^0 보다 더 낮은 합병가격으로 합병이 성사될 가능성이 존재한다. 피합병기업 1주당 기업가치와 합병가격을 각각 v_T , p_s 라 하고, 합병기업 1주당 시너지효과와 기업가치를 각각 s_A , v_A 라고 하면, 균형 합병가격이 p_s^0 인 경우 다음의 (식 II-8)이 성립한다. 이는 균형 합병가격이 P_s^0 보다 낮아지게 되면 피합병기업의 기업가치가 저평가된다는 것을 의미한다. 비록 시너지효과가 알려져 있어도 양사의 대주주가 동일하면 대주주 및 일부 교차주주와 피합병기업 일반주주 간 이해상충으로 인해 합병 시 피합병기업을 저평가할 가능성이 존재하는 것이다.

$$v_T = p_s^0 \left(1 + \frac{s_A}{v_A} \right) > \tilde{p}_s \left(1 + \frac{s_A}{v_A} \right), \tilde{p}_s < p_s^0 \quad (\text{식 II-8})$$

$$\frac{\tilde{v}_T - v_T}{v_T} = \frac{\tilde{p}_s - p_s^0}{p_s^0} = \frac{\tilde{x} - x^0}{x^0}$$

이 경우 합병에 반대한 피합병기업 일반주주 및 일부 교차주주는 저평가로 인해 자산가치가 합병 이후 감소한다.²⁴⁾ 예를 들어, 피합병기업 일반주주는 $P_s = P_s^0$ 인 균형에서는 합병 이후 지분가치는 변하지 않지만 P_s 가 P_s^0 보다 낮아지면 손해를 보기 시작하여 합병가격이 0일 때 자신의 지분가치($\gamma_T V_T$)를 모두 잃게 된다. 이에 반해 대주주와 합병기업의 일반주주, 그리고 교차주주들은 시너지효과와 낮은 합병가격으로 인해 자산가치가 증가한다. 우선, 동일 대주주의 경우 지분가치 증가분은 $P_s = P_s^0$ 일 때 $\alpha_A S$ 에서 합병가격이 0으로 하락하면 $(\alpha_A - \alpha_T) V_T + \alpha_A S$ 까지 늘어난다. 합병기업 일반주주의 지분가치는 $P_s = P_s^0$ 일 때 $\gamma_A S$ 에서 합병가격이 0일 때 $\gamma_A (V_T + S)$ 까지 늘어난다. 합병에 찬성하는 교차주주의 지분가치는 $P_s = P_s^0$ 일 때 $\beta_{k,A} S$ 에서 합병가격이 0일 때 $(\beta_{k,A} - \beta_{k,T}) V_T + \beta_{k,A} S$ 만큼 늘어난다. 즉, 합병가격이 P_s^0 에서 하락하면서 발생하는 피합병기업 일반주주 및 합병 반대 교차주주의 지분가치 감소분은 합병기업 주주와 합병 찬성 교차주주로 이전되는 것이다. 결국 합병 시 결정되는 피합병기업의 가치(합병가격) 또는 주식교환비율이 피합병기업의 본질가치를 얼마나 잘 반영하느냐에 따라 이해 상충 및 이로 인한 부의 이전 크기가 달라진다.

24) 동일 대주주와 마찬가지로 합병기업 지분율이 더 높은 즉, $\beta_{k,A} > \beta_{k,T}$ 인 교차주주의 지분가치 변화 $\Delta W(\beta_k)$ 는 P_s 가 하락할수록 증가하는 반면, 피합병기업 지분율이 더 높은 교차주주($\beta_{k,A} < \beta_{k,T}$)는 P_s 가 하락할수록 감소한다. 예를 들어, 합병가격이 0이면 $\Delta W^*(\beta_k) = (\beta_{k,A} - \beta_{k,T}) V_T + \beta_{k,A} S < 0$, $\beta_{k,A} < \left(1 + \frac{S}{V_T}\right) \beta_{k,T}$ 이다.

<표 II-3> 합병가격에 따른 지분가치 변화

주주 유형	$P_s = P_s^0$ 인 경우 (1)	$P_s = 0$ 인 경우 (2)	증감 여부 ((2)-(1))
동일 대주주	$\alpha_A S$	$\alpha_A S + (\alpha_A - \alpha_T) V_T$	증가
찬성 교차주주	$\beta_{k,A} S$	$\beta_{k,A} S + (\beta_{k,A} - \beta_{k,T}) V_T$	증가
반대 교차주주	-	$\beta_{k,A} S + (\beta_{k,A} - \beta_{k,T}) V_T$	감소
합병기업 일반주주	$\gamma_A S$	$\gamma_A (V_T + S)$	증가
피합병기업 일반주주	0	$-\gamma_T V_T < 0$	감소
합계	S	S	불변

주 : $\alpha_A > \alpha_T$ 를 가정하였으며, 반대 교차주주의 경우 $\beta_{k,A} S + (\beta_{k,A} - \beta_{k,T}) V_T < 0$ 임

2. 이론모형 예제

앞서 살펴본 이론모형에 따르면 합병기업과 피합병기업이 대주주가 상이한 독립적인 관계라면 비록 교차주주가 존재하더라도 피합병기업이 저평가되지 않는다. 반면, 양사 대주주가 동일하면 비록 시너지효과가 알려져 있다 하더라도 피합병기업의 지분을 분포에 따라 피합병기업의 가치가 저평가될 수 있다. 이러한 문제는 교차주주 중 일부는 동일 대주주와 이해관계가 일치하여 낮은 합병가격에도 불구하고 합병에 찬성하기 때문에 발생한다. 또한, 이론모형에서 명시적으로 다루지는 않았으나 대주주의 피합병기업 지분율이 충분히 높은 경우에도 이러한 문제가 발생할 수 있다. 이는 기업가치가 동일하더라도 지분을 분포에 따라 결정되는 합병가격이 매우 달라질 수 있음을 의미한다. 이에 이 절에서는 기업가치가 동일한 기업이라 하더라도 지분을 분포에 따라 합병 시 가격평가는 전혀 달라질 수 있음을 간단한 예를 통해 알아보려고 한다.

가. 두 기업이 서로 독립적인 경우

기업가치 및 발행주식수가 100으로 동일하나 서로 독립적인 두 기업 A (합병기업)와 T (피합병기업)가 합병하는 경우를 가정하자. 합병기업 가치 기준 시너지효과($s_A = S/V_A$)는 20%로 알려져 있다. 이 경우 두 기업이 상호 지분관계가 없는 독립적인 기업이므로 다음 <표 II-4>에서 보는 바와 같이 주당 적정 합병가격은 주주 지분율과는 관계없이 83.33이다.²⁵⁾ 그리고 이 합병가격에 대해 양사 주주 모두 만장일치로 찬성한다.

<표 II-4> 이론모형의 예 - 두 기업이 독립적인 경우

항목	합병기업(A)	피합병기업(T)	합병 이후 기업
발행주식수(N_i)	100	100	183
주가(v_i)	100	100	120
기업가치(V_i)	10,000	10,000	22,000
합병기업 가치대비 시너지효과(s_A)	20%		-
적정 합병가격(p_s^0)	83.33		-
합병비율(p_s^0/v_A)	0.83		-

나. 대주주가 동일한 경우

두 기업의 대주주가 동일하다고 가정하자. 또한, 양사 주주총회에서 주주의 2/3 이상이 대주주가 제시한 합병가격에 찬성하면 합병이 성사된다고 가정하자. 이 경우에는 이론모형에서 살펴보았듯이 양사 주주의 지분율 분포에 따라 적정 합병가격이 달라진다.

25) 이를 수식으로 표현하면, $p_s^0 = \frac{v_T}{1+s_A} = \frac{100}{1+0.2} = 83.33$ 이다.

1) 동일 대주주의 피합병기업 지분율이 높은 경우

우선, 가장 간단한 경우로 다음의 <표 II-5>와 같이 동일 대주주의 피합병기업 지분율이 70%로 높은 경우를 가정하자. 즉, 동일 대주주의 찬성만으로 합병이 가능한 경우를 가정하자. 이 경우 <표 II-5>의 (b)에서 보는 바와 같이 교차주주가 없어도 동일 대주주가 합병가격을 83.33보다 더 낮은 40을 제시하더라도 합병이 가능하다. 이에 따라 피합병기업 일반주주(일반주주 2)는 다른 주주와는 달리 손해를 입게 된다. 다만, 이 경우 동일 대주주의 지분율이 합병기업보다 피합병기업에서 더 높기 때문에 동일 대주주는 비록 적정 합병가격(83.33)보다는 낮지만 합병 이후 가치를 극대화하기 위해 일정 수준 이상의 합병가격을 제시한다.²⁶⁾

<표 II-5> 이론모형의 예 - 동일 대주주인 경우 (1)

(a) 합병 전후 기업가치 및 합병비율

항목	합병기업(A)	피합병기업(T)	합병기업
발행주식수(N_i)	100	100	140
주가(v_i)	100	100	157
기업가치(V_i)	10,000	10,000	22,000
합병기업 가치대비 시너지효과(s_A)	20%		-
적정 합병가격(p_s^0)	83.33		-
제시 합병가격(p_s)	40.00		-
합병비율(p_s/v_A)	0.40		-

26) <표 II-5>의 예에서 동일 대주주가 제시할 수 있는 최저 합병가격은 약 30이다.

<표 II-5> 이론모형의 예 - 동일 대주주인 경우 (1)(계속)

(b) 지분율 분포

(단위: %)

주주유형	합병 이전 지분율		합병 이후 지분율	
	합병기업	피합병기업	합병기업	피합병기업
동일 대주주	50.0	70.0	54.6	-
투자자 1	20.0	0.0	15.4	-
투자자 2	15.0	0.0	11.5	-
투자자 3	5.0	0.0	3.8	-
일반주주 1	10.0	-	7.7	-
일반주주 2	-	30.0	-	6.9

주 : 1) 동일 대주주의 피합병기업 지분율이 70%로 매우 높은 경우를 가정
 2) 합병 이후 지분율은 $p_s = 40$ (합병비율 = 0.4)을 기준으로 산정

(c) 주주유형별 지분가치 변화: $p_s = 40 < p_s^0 = 83.33$ 인 경우

주주유형	합병 이전	합병 이후	차이	비고
동일 대주주	12,000	12,257	257	
교차주주 1	2,000	3,143	1,143	
교차주주 2	1,500	2,357	857	
교차주주 3	500	786	286	
일반주주 1	1,000	1,571	571	합병기업 일반주주
일반주주 2	3,000	1,886	-1,114	피합병기업 일반주주

주 : 1) 동일 대주주의 피합병기업 지분율이 70%로 매우 높은 경우를 가정
 2) $p_s = 40$ 로 가정(합병비율 = 0.4)하여 지분가치 변화를 산정

2) 대주주가 동일하고 교차주주가 있는 경우

가) 합병가격이 0인 경우($p_s = 0$)

양사 대주주가 동일할 뿐만 아니라 양사 지분을 모두 보유한 교차주주가 있는 경우를 가정하자. 이 경우 동일 대주주와 일부 교차주주의 찬성만으로 합병 성사가 가능하며 균형 합병가격은 0까지 떨어질 수 있다. 다음의

<표 II-6>은 이러한 예를 보여주고 있다. 이 예에서 양사 지분을 보유한 세 명의 교차주주가 있는데, 이 중 두 명의 교차주주(교차주주 1과 2)는 지분구조상 동일 대주주와 이해관계가 일치하여 합병가격이 0이라 하더라도 합병에 찬성하고, 이들의 지분을 총합계가 67%로 2/3를 넘어 합병이 성사된다. 그 결과 합병에 반대하는 교차주주 3과 피합병기업 일반주주(일반주주 2)는 손해를 입게 된다.

<표 II-6> 이론모형의 예 - 동일 대주주인 경우 (2)

(a) 합병 전후 기업가치 및 합병비용

항목	합병기업(A)	피합병기업(T)	합병기업
발행주식수(N_i)	100	100	100
주가(v_i)	100	100	220
기업가치(V_i)	10,000	10,000	22,000
합병기업 가치대비 시너지효과(s_A)	20%		-
적정 합병가격(p_s^0)	83.33		-
제시 합병가격(p_s)	0.00		-
합병비용(p_s/v_A)	0.00		-

(b) 지분율 분포

(단위: %)

주주유형	합병 이전 지분율		합병 이후 지분율	
	합병기업	피합병기업	합병기업	피합병기업
동일 대주주	50.0	42.0	50.0	-
교차주주 1	20.0	15.0	20.0	-
교차주주 2	15.0	10.0	15.0	-
교차주주 3	5.0	20.0	5.0	-
일반주주 1	10.0	-	10.0	-
일반주주 2	-	13.0	-	0.0

주 : 1) 동일 대주주의 피합병기업 지분율이 42%인 경우를 가정

2) 합병 이후 지분율은 $p_s=0$ (합병비용 = 0.0)을 기준으로 산정

<표 II-6> 이론모형의 예 - 동일 대주주인 경우 (2)(계속)

(c) 주주유형별 지분가치 변화: $p_s = 0$ 인 경우

주주유형	합병 이전	합병 이후	차이	비고
동일 대주주	9,200	11,000	1,800	
교차주주 1	3,500	4,400	900	
교차주주 2	2,500	3,300	800	
교차주주 3	2,500	1,100	-1,400	
일반주주 1	1,000	2,200	1,200	합병기업 일반주주
일반주주 2	1,300	0	-1,300	피합병기업 일반주주

주 : 1) 동일 대주주의 피합병기업 지분율이 42%인 경우를 가정
 2) $p_s = 0$ 을 가정(합병비율 = 0.0)하여 지분가치 변화를 산정

나) 합병가격이 적정가보다 낮은 경우($p_s \in (0, p_s^0)$)

이번에는 합병가격이 0보다는 높지만 적정 합병가격 p_s^0 보다는 낮은 경우를 살펴보면 <표 II-7>과 같다. <표 II-7>에서는 동일 대주주의 피합병기업 지분율이 42%에서 25%로 감소하고, 그 대신 일반주주의 지분율이 13%에서 30%로 증가하는 경우를 가정하고 있다. 이 경우 동일 대주주가 적정 합병가격 83.33보다 낮은 가격에 피합병기업을 합병하기 위해서는 교차주주 3의 찬성을 이끌어내야 한다. 그렇지 않고서는 교차주주 3과 피합병기업 일반주주의 반대로 합병안이 부결되기 때문이다. 이 경우 동일 대주주는 적어도 교차주주 3이 찬성할 수 있는 최저 가격(약 73.7)보다 높은 합병가격을 제시해야 한다. 만일 <표 II-7>에서와 같이 동일 대주주가 합병가격을 75로 제시하면, 피합병기업 일반주주의 반대에도 불구하고 합병안이 성사된다.

<표 II-7> 이론모형의 예 - 동일 대주주인 경우 (3)

(a) 합병 전후 기업가치 및 합병비율

항목	합병기업(A)	피합병기업(T)	합병기업
발행주식수(N_i)	100	100	175
주가(v_i)	100	100	126
기업가치(V_i)	10,000	10,000	22,000
합병기업 가치대비 시너지효과(s_A)	20%		-
적정 합병가격(p_s^0)	83.33		-
제시 합병가격(p_s)	75.00		
합병비율(p_s/v_A)	0.75		

(b) 지분율 분포

(단위: %)

주주유형	합병 이전 지분율		합병 이후 지분율	
	합병기업	피합병기업	합병기업	피합병기업
동일 대주주	50.00	25.00	39.29	-
교차주주 1	20.00	15.00	17.86	-
교차주주 2	15.00	10.00	12.86	-
교차주주 3	5.00	20.00	11.43	-
일반주주 1	10.00	-	5.71	-
일반주주 2	-	30.00	-	12.86

주 : 1) 동일 대주주의 피합병기업 지분율이 25%인 경우를 가정
 2) 합병 이후 지분율은 $p_s = 75$ (합병비율 = 0.75)를 기준으로 산정

(c) 주주유형별 지분가치 변화: $p_s \in (0, p_s^0)$ 인 경우

주주유형	합병 이전	합병 이후	차이	비고
동일 대주주	7,500	8,643	1,143	
교차주주 1	3,500	3,929	429	
교차주주 2	2,500	2,829	329	
교차주주 3	2,500	2,514	14	
일반주주 1	1,000	1,257	257	합병기업 일반주주
일반주주 2	3,000	2,829	-171	피합병기업 일반주주

주 : 1) 동일 대주주의 피합병기업 지분율이 42%인 경우를 가정
 2) $p_s = 75$ 를 가정(합병비율 = 0.75)하여 지분가치 변화를 산정

다) 합병가격이 적정가와 동일한 경우

마지막으로 동일 대주주의 피합병기업 지분율이 <표 II-7>의 경우보다 더 낮은 18%이고, 그 대신 일반주주의 지분율이 37%로 더 높아진다고 가정하자. 이 경우에는 피합병기업 일반주주의 찬성 없이는 합병이 불가능하므로 동일 대주주는 적정 합병가격인 83.33을 제시할 수밖에 없다.

3. 소결

이상 이 절에서는 이론모형에 기초하여 대주주가 동일한 기업 간 합병 시 피합병기업이 저평가될 수 있는지 살펴보았다. 이론모형의 분석 결과를 요약하면 다음과 같다. 우선, 합병기업과 피합병기업이 서로 독립적이면, 합병가격은 양사 지분을 모두 보유한 펀드나 기관투자자와 같은 교차주주가 존재하더라도 완전정보 하의 적정 균형가격으로 결정된다. 이에 따라 이 경우에는 주주 간 이해상충으로 인한 부의 이전 문제는 발생하지 않는다. 그러나 합병기업과 피합병기업의 대주주가 동일하면, 피합병기업 대주주 및 교차주주의 지분을 분포에 따라 합병가격이 양사가 독립적인 경우보다 낮아질 수 있다. 특히, 대주주의 지분율이 충분히 높거나, 일정 수준의 교차주주의 지분을 확보만으로 피합병기업 주주총회에서 합병안 통과가 가능하다면 동일 대주주는 이를 활용하여 균형 합병가격을 대폭 낮출 수 있다. 따라서, 대주주가 동일한 두 기업이 합병하는 경우에는 피합병기업 소수주주 또는 일부 교차주주들이 손해를 입을 수 있다. 특히, 이러한 결과는 합병의 시너지효과가 알려져 있다 하더라도 발생할 수 있음을 유의할 필요가 있다. 즉, 시너지효과에 대한 정보비대칭 문제가 아니라 주주 간 이해상충 때문에 발생하는 문제인 것이다.²⁷⁾ 이는 계열사 간 합병에서

27) 시너지효과에 대한 정보비대칭이 있다 하더라도 이해충돌로 인한 피합병기업 저평가 및 부의 이전 가능성은 여전히 남아있을뿐더러 오히려 악화될 수 있음을 유의할 필요가 있다. 이는 제도적으로 피합병기업의 가치와 합병 시너지효과가 합병가격에 잘 반영되도록 하는 것이 중요함을 시사한다.

발생하는 이해상충 문제를 지적한 여러 기존 문헌(박경서 외, 2017; Grossman & Hart, 1981; Harris & Raviv, 1989; La Porta et al., 2002 등)과 부합하는 결과이다.

이 점에서 보면, 이론모형은 합병가격이 피합병기업의 가치와 합병 시너지효과를 제대로 반영할수록 대주주가 동일한 두 기업의 합병 시 나타날 수 있는 부정적인 부의 이전효과가 최소화될 것임을 시사한다. 이론모형은 또한 주식매수청구권이 대주주가 동일한 기업이 합병하는 경우 발생할 수 있는 피합병기업 저평가 및 부의 이전 문제를 줄이는 데 도움이 되는 장치임을 시사한다. 우선, 합병에 반대하는 주주들은 주식매수를 청구하여 이해상충으로 인한 손실을 보상 내지 최소화할 여지가 존재한다. 그리고 주식매수를 청구한 주주들이 많아지게 되면 대주주의 유인체계가 바뀌어 피합병기업이 저평가되는 합병 자체가 줄어들 수 있다. 다만, 주식매수 청구권은 합병 이후 존속 주주의 지분율을 올리는 효과가 있어 교차주주의 찬성 유인이 강화될 수도 있다.

한편, 우리나라에서는 이론모형의 가정과는 달리 상장사가 합병 당사자인 경우 자본시장법 및 시행령에서 정하는 요건과 방법에 따라 합병가액 및 합병비율을 산정하도록 하고 있다.²⁸⁾ 그리고 이는 (1) 시가를 기준으로 한 주식매수예정가격 또는 주식매수청구권, (2) 일정 범위 내에서 할인·할증이 가능한 합병가액²⁹⁾ 및 이에 기초한 합병비율 산정 등 크게 두 가지로 정리할 수 있다.

이론모형의 관점에서 이와 같은 현행 제도는 투자자보호 장치로 이해할 수 있다. 우선, 시가를 기준으로 한 주식매수청구권은 앞서 언급한 바와

28) 자본시장법 165조의4 제1항 및 자본시장법시행령 제176조의5 제1항

29) 합병가액은 합병을 위한 이사회 결의일과 합병계약을 체결한 날 중 앞서는 날의 전일을 기산일로 하여 최근 1개월간 거래량 가중 평균종가, 최근 1주일간 평균종가, 최근일의 종가 등을 산술평균한 가액으로 결정된다(자본시장법시행령 제176조의5 제1항). 그리고 합병가액은 30%(계열사의 경우에는 10%) 이내의 범위에서 할인·할증할 수 있도록 하고 있다. 이론모형에서 이는 $p_T = kv_T$, $k \in (0.7, 1.3)$, 계열사의 경우 $k \in (0.9, 1.1)$ 로 표현할 수 있다. 다만, 실제로 합병비율 산정 시 할인·할증을 적용한 사례는 아직 없는 것으로 보인다.

같이 투자자보호 장치로서 기능할 수 있다. 주가를 기준으로 합병가액을 산정하도록 한 현행 규정 역시 이론모형의 관점에서는 대주주가 낮은 합병가액으로 합병을 시도하려는 유인을 어느 정도 낮추는 효과가 있다. 현행 제도에 따르면 합병가액이 주가를 기준으로 일정 수준 이하로 낮아지지는 않기 때문이다. 예를 들면, 앞서 2절에서 살펴본 예에서 합병기업과 피합병기업의 주가가 100으로 동일하므로 두 기업의 대주주가 동일하다면 합병비율은 0.82 이하로 떨어질 수 없다.³⁰⁾ 이 점에서 현행 제도는 이론모형이 제기하는 주주 간 이해상충에 따른 피합병기업 저평가 및 부의 이전 문제를 줄이는 효과가 있다.³¹⁾

반면, 할인·할증의 여지없이 주가를 기준으로 합병가액을 산정할 경우 합병가액이 지나치게 높아져 합병의 유인을 떨어뜨릴 수 있다. 특히, 합병기업과 피합병기업이 독립적인 경우에 더욱 그러하다. 이론모형에서 살펴본 바와 같이 이해상충 문제가 없는 적정 합병가액은 피합병기업을 시너지효과로 할인한 수준에서 결정된다. 이에 따라 합병가액이 주가로 결정되면 피합병기업 주주들은 합병으로 인한 시너지효과를 누리게 되나, 합병가액이 높아지는 만큼 합병기업 대주주의 합병유인을 떨어뜨릴 수 있다. 또한, 현실적으로는 기업가치 이외에도 다양한 요인(예: 시기적 특성)이 주가에 영향을 미치므로 주가를 기준으로 합병가액을 산정할 경우 실제 기업가치보다 저평가 또는 고평가될 가능성도 존재한다.³²⁾

현행 제도 하에서도 이론모형에서 예측하는 것보다는 덜하지만 여전히 피합병기업 저평가 및 부의 이전 문제가 발생할 수 있음을 유의할 필요가 있다. 또한, 현행 제도에서는 대주주가 합병가액을 선택할 수 없으므로 합병시점을 선택하거나, 피합병기업을 저평가하는 방식으로 자신에게 유리한

30) 피합병기업 주가를 10% 할인하고, 합병기업 주가를 10% 할증하면 합병비율은 0.818까지 떨어질 수 있다.

31) 다른 한편으로는 현행 제도와 관련해서 이론모형의 논의와는 별개로 과연 합병가액 산정방식을 법률로 규정하는 것이 맞는 것인지, 과연 현행 방식이 합병에 따른 기업가치를 제대로 반영하는지 등과 같은 여러 논란이 있을 수 있다. 다만, 이는 본 연구의 범위를 넘어서는 것이므로 이에 대해서는 다루지 않는다.

32) 결국 현행 제도는 시너지효과 또는 기타 요인에 따른 주가와 기업가치의 괴리 가능성을 감안하여 일정 수준의 할인·할증폭을 설정하고 있는 것으로 판단된다.

합병을 추진하고자 하는 유인이 존재할 수 있다. 합병가격이 주가로 산정된 합병가액으로 규정되어 있으므로 정태적인(static) 관점에서만 보면, 동일 대주주가 낮은 가격으로 피합병기업(계열사)을 합병할 수 있는 방법은 매우 제한되어 있다. 반면 동태적인(dynamic) 관점에서 보면, 동일 대주주는 적정 합병가격이 아니라 합병시점(timing)을 선택하는 방식으로 의사결정을 전환하여 합병으로 인한 이익을 극대화할 유인이 존재한다.³³⁾ 실제로 박경서 외(2017)는 이러한 가능성을 지적하고 있다. 즉, 합병기업 대비 피합병기업의 주가가 낮아지는 시점을 선택하는 것이 대표적인 예이며, 경우에 따라서는 계열사인 피합병기업의 가치를 떨어뜨리는 의사결정을 할 유인도 존재하는 것이다. 이에 따라 주가를 기준으로 합병가액이 산정되더라도 대주주가 동일한 경우 합병비율은 그렇지 않은 경우에 비해 더 낮게 나타날 가능성이 존재한다. 이에 대해서는 후술하는 장에서 실증분석을 통해 살펴보고자 한다.

33) 이론모형의 관점에서 보면, 주가(p_T)가 시너지효과로 할인한 적정가(p_s^0) 미만으로 하락한 시기에 합병을 추진하는 것이다.

Ⅲ. 피합병기업 저평가 가능성 분석

1. 국내 상장사 간 합병 현황
2. 합병비율 저평가 분석
3. 합병시점 선택유인에 대한 검토
4. 소결

Ⅲ. 피합병기업 저평가 가능성 분석

Ⅲ장에서는 Ⅱ장 이론모형에서 제기하는 이해상충에 따른 피합병기업 저평가 문제가 계열사 간 합병이 대부분인 국내 상장사 간 합병에서도 발견되는지 실증분석한 결과를 제시한다. 우선, 1절에서는 1999년부터 2016년까지 있었던 106건을 대상으로 국내 상장사 간 합병 현황 및 주요 특징에 대해 논의한다. 2절에서는 실제로 대주주가 동일하거나, 대주주와 이해관계가 동일한 교차주주가 존재할 때 합병비용이 낮아지는지 분석한다. 3절에서는 이론모형뿐만 아니라 박경서 외(2017)가 제기한 동일 대주주의 합병시점 선택유인이 존재하는지 분석한 결과를 제시한다. 마지막으로 소결에서는 분석내용을 정리하고 그 시사점에 대해 논의한다.

1. 국내 상장사 간 합병 현황

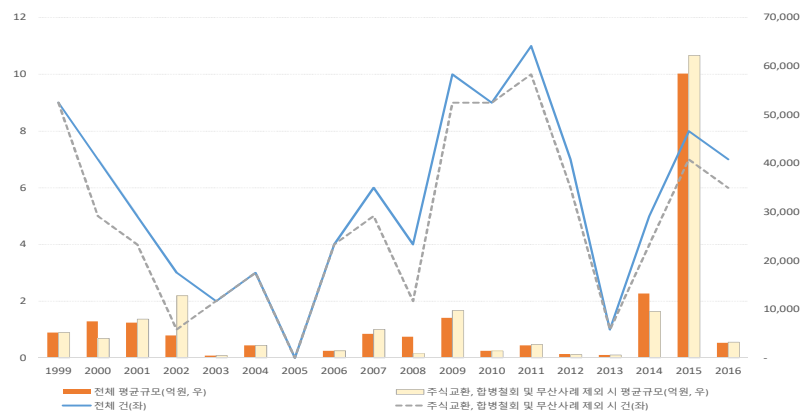
이 절에서는 국내 상장사 간 합병의 주요 현황과 특징을 제시한다. 분석 대상은 1999년부터 2016년까지 블룸버그에서 M&A로 분류한 합병 중 유가증권시장(Korea Composite Stock Price Index: KOSPI) 및 코스닥시장(Korea Securities Dealers Automated Quotations: KOSDAQ)에 상장된 기업 간 합병 106건이다. 합병 관련 공시서류는 금융감독원 전자공시시스템(Data Analysis, Retrieval and Transfer System: DART) 및 한국거래소 상장공시시스템(Korea Investor's Network for Disclosure system: KIND)을 통해 확인하였고, 금융회사 간 합병 22건은 분석에서 제외하였다.³⁴⁾

34) 금융회사 간 합병 또는 주식교환의 경우 금융기관의 성격, 부실금융기관 여부, 정부 및 예금보험공사 지원 여부에 따라 은행법, 자본시장법, 금융지주회사법, 금융산업의 구조개선에 관한 법률 등 다양한 법률이 상이하게 적용되며, 합병비용 또는 주식매수청구가액 산정 방식과 절차 등이 달리 적용될 수 있으므로 분석에서 제외되었다. 분석에서 제외한 금융회사 간 거래 22건 중 19건은 합병거래이며, 3건은 주식교환거래로 구성되었다. 19건의 합병거래 중 8건은 주식시장가치, 순자산가치,

가. 시기별 추이 및 규모

<표 III-1>과 <그림 III-1>에서 보는 바와 같이 상장사 간 합병을 시기로 구분하면 크게 세 가지 시기로 구분 가능하다. 첫 번째 시기는 외환위기 직후인 1999년부터 2004년까지의 시기로 이 시기에는 29건(27.4%)의 합병 사례가 존재한다. 이 중 2건(1999년 1건, 2000년 1건)은 구조조정 목적의 합병에 해당한다. 두 번째 시기는 글로벌 금융위기 시기를 포함한 2006년부터 2013년까지의 시기로 54건(50.9%)의 합병사례가 존재한다. 특히, 글로벌 금융위기 직후인 2009년부터 2011년까지 3년간 31건(29.2%)이 집중되어 있다. 세 번째 시기는 2014년부터 2016년까지의 시기로 23건(21.7%)의 합병사례가 존재한다.

<그림 III-1> 상장사 간 합병 건수 및 규모 (1999~2016년)



주 : 계열사 간 합병은 제외, 합병철회 및 합병무산 사례도 포함
 자료: 블룸버그, KIND, DART

감자효과 등을 고려하여 합병비율이 결정되었다. 또한 3건의 금융회사 간 주식교환 거래는 인수기업이 금융지주회사에 해당되어 금융지주회사법 및 자본시장법에 따라 합병비율이 결정되었다.

합병의 평균규모는 8,533억원이며, 주식교환, 합병철회 및 무산사례를 제외하면 평균규모는 8,992억원이다. 시기별 평균규모를 보면, 시기 I (1999~2004년) 5,464억원, 시기 II (2006~2013년) 3,378억원, 시기 III (2014~2016년) 24,507억원으로 시기 III에 대형 합병이 집중되어 있음을 알 수 있다. 특히, 규모가 1조원이 넘는 합병은 2014년과 2015년에 집중되어 있다. 이 중 평균규모가 5조원이 넘는 2015년을 제외하면, 전체 평균 합병 규모는 4,478억원(주식교환, 합병철회 및 무산사례 제외 시 4,222억원)이다.

<표 III-1> 상장사 간 합병 건수 및 규모 추이 (1999~2016년)

(단위: 건, 억원)

연도	(1) 주식교환 포함 (흡수합병 및 주식교환)			(2) 주식교환, 합병철회 및 무산사례 제외 시		
	건수	총규모	평균규모	건수	총규모	평균규모
1999	9	47,071	5,230	9	47,071	5,230
2000	7	52,650	7,521	5	20,054	4,011
2001	5	36,216	7,243	4	31,870	7,967
2002	3	13,951	4,650	1	12,782	12,782
2003	2	911	455	2	911	455
2004	3	7,664	2,555	3	7,664	2,555
2005	0	-	-	0	-	-
2006	4	5,750	1,437	4	5,750	1,437
2007	6	29,794	4,966	5	29,296	5,859
2008	4	17,399	4,350	2	1,797	899
2009	11	82,167	7,470	9	78,059	9,757
2010	9	12,782	1,420	9	12,782	1,420
2011	11	28,074	2,552	10	27,599	2,760
2012	8	5,837	730	6	3,949	658
2013	1	594	594	1	594	594
2014	6	66,854	11,142	4	38,157	9,539
2015	9	474,658	52,740	7	435,568	62,224
2016	8	22,137	2,767	6	19,420	3,237
합계	106	904,511	8,533	87	773,323	8,992

주 : 계열사 간 합병은 제외, (1)은 합병철회 및 합병무산 사례도 포함
 자료: 블룸버그, KIND, DART

<표 III-2> 합병의 평균 규모

(단위: 건, 억원)

시기 구분	건수	평균규모
시기 I (1999~2004년)	29	5,464
시기 II (2006~2013년)	54	3,378
시기 III (2014~2016년) (1)	23	24,507
시기 III (2014~2016년) (2) 2015년 제외 시	14	6,357
전체 평균	106	8,533
2015년 제외 시 평균	97	4,478
주식교환, 합병철회 및 무산사례 제외 시 평균	87	8,992

주 : 계열사 간 합병은 제외, 합병철회 및 합병무산 사례도 포함

자료: 블룸버그, KIND, DART

나. 합병의 목적

공시서류에 나타난 합병의 주요 목적은 기본적으로 두 기업의 합병으로 시너지효과를 창출하여 기업가치 및 주주가치를 극대화하는 것이다. 이를 보다 세분화하면, <표 III-3>과 같이 크게 다섯 가지로 합병의 목적을 나눌 수 있다.³⁵⁾ 이 중 공시서류에 합병의 목적으로 가장 많이 기술된 것은 규모 확대 및 경쟁력 강화(79건, 74.5%)와 재무구조 개선 및 경영효율성 증대(66건, 62.3%)이다. 즉, 합병으로 경쟁력을 강화하고 재무구조를 개선하여 경영효율성을 높이는 것이 합병의 주요 목적인 것이다. 이외의 목적으로는 사업다각화(21건, 19.8%), 사업안정성 제고(19건, 17.9%), 지배구조 개선(12건, 11.3%) 등이 있다. 이 중 지배구조 개선은 피합병기업을 100% 자회사로 편입하려는 주식교환 5건을 포함하고 있다. 한편, 구조조정 목적의 합병은 1999년 1건, 2000년 1건 등 총 2건에 불과하다.

35) 공시서류에 나타난 합병 목적을 바탕으로 분류하였으며, 여러 목적을 기술한 경우에는 개별 목적 각각을 별도로 산정하였다.

<표 III-3> 상장사 간 합병의 목적

(1) 합병의 목적 - 시너지효과 창출을 통한 기업가치 및 주주가치 극대화

(단위: 건, %)

합병의 세부 목적	건수	비중	비고
규모 확대 및 경쟁력 강화	79	74.5	
재무구조 개선 및 경영효율성 증대	66	62.3	
사업다각화 및 신규 성장동력 발굴	21	19.8	
사업안정성(수익기반) 제고	19	17.9	
지배구조 개선	12	11.3	100% 자회사 편입 목적 주식교환 포함
구조조정	2	1.9	1999년 1건, 2000년 1건
합계	106	100.0	

주 : 1) 금융회사 간 합병은 제외, 합병철회 및 합병무산 사례도 포함

2) 공시문서상의 합병 목적이 다수인 경우에는 중복하여 산정

자료: 블룸버그, KIND, DART

(2) 연도별 추이

(단위: 건, %)

연도	건수	경영효율성	구조조정	지배구조	사업안정성	사업다각화	경쟁력 강화
1999	9	7	1			1	9
2000	7	2(1)	1			1	5(1)
2001	5						5(1)
2002	3	3(2)		1		1(1)	2(1)
2003	2	1			2		2
2004	3	2				1	3
2005	0						
2006	4	1			1	1	3
2007	6	4(1)			2		6(1)
2008	4	3(1)		1			3(2)
2009	11	8		1	2	1(1)	9(1)
2010	9	5		2	5	2	7
2011	11	8(1)			4	1	9(1)
2012	8	5		2	1	2	5(1)
2013	1					1	1
2014	6	4		1		3	3(1)
2015	9	7(1)		1		2	5(1)
2016	8	6(1)		3	2	4(1)	2
합계	106	66	2	12	19	21	79
비중	100.0	62.3	1.9	11.3	17.9	19.8	74.5

주 : 1) 금융회사 간 합병은 제외, 합병철회 및 합병무산 사례도 포함

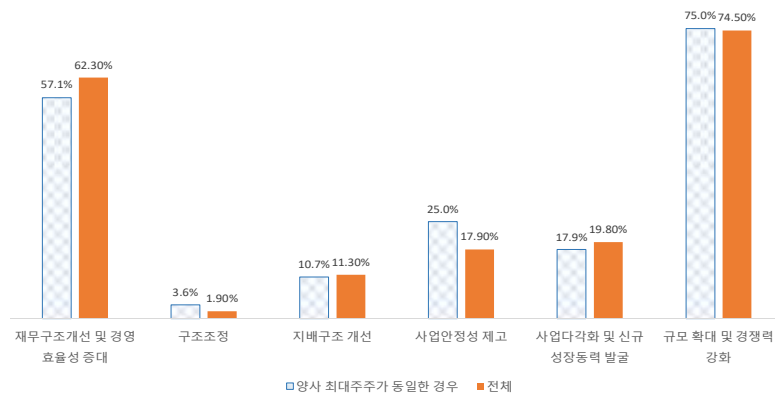
2) 팔호안의 수는 합병철회 또는 주식매수청구권 행사로 무산된 합병 건수

3) 공시문서상의 합병 목적이 다수인 경우에는 중복하여 산정

자료: 블룸버그, KIND, DART

합병의 목적은 II장에서 살펴본 바와 같이 동일 대주주 여부를 기준으로 보더라도 크게 달라지지 않는다. 공시서류에 나타난 최대주주를 기준으로 동일 대주주 여부를 판단한다면, 전체 106건 중 28건의 합병이 양사 최대주주가 동일한 합병에 해당한다. <그림 III-2>는 최대주주가 동일한 합병과 전체 합병의 합병 목적을 비교하고 있다. 이 경우에도 규모 확대 및 경쟁력 강화(21건, 75.0%)와 재무구조개선 및 경영효율성 증대(16건, 57.1%)가 합병의 목적으로 가장 많이 언급되었다. 이외의 합병목적으로는 사업안정성 제고(7건, 25.0%), 사업다각화(5건, 17.9%), 지배구조 개선(3건, 10.7%), 구조조정(1건, 3.6%)의 순으로 언급되고 있다. 이로 미루어볼 때 계열사 간 합병이 대다수인 국내에서 대주주 동일 여부에 따라 합병의 목적이 달라진다고 볼 수는 없다.

<그림 III-2> 합병의 주요 목적



주 : 106건 전체 합병 건과 양사 최대주주가 동일한 28건의 합병 목적을 비교

다. 합병의 유형

상장사 간 합병의 유형은 거래소, 합병의 방법, 합병기업과 피합병기업의 관계, 소규모합병 여부, 성공 여부 등을 기준으로 분류할 수 있다. 우선,

거래소를 기준으로 합병의 유형을 보면 전체 106건의 합병 중 합병기업이 KOSPI 상장사인 경우가 85건으로 80.2%를 차지한다. 이를 보다 세분하면, 합병기업과 피합병기업이 모두 KOSPI에 상장된 사례가 64건(60.4%), 합병기업만 KOSPI에 상장된 사례가 21건(19.8%)이다. 합병기업이 KOSDAQ에 상장된 사례는 21건(19.8%)이며, 이 중 KOSDAQ 상장사가 KOSPI 상장사를 합병한 사례는 3건(2.8%)에 불과하다.

합병의 방법을 보면, 분석대상 합병은 모두 신주발행을 통한 주식교환방식으로 이루어졌다. 그런데 이를 보다 세분하면 합병기업이 피합병기업을 흡수 합병하는 방식과 합병기업이 지주회사 전환 등 지배구조 개선을 목적으로 피합병기업을 100% 자회사로 편입하는 방식의 주식교환으로 구분된다. 전체 106건의 사례 중 흡수합병이 101건으로 거의 대부분을 차지하며, 100% 자회사 편입 목적의 주식교환은 모두 5건(4.7%)에 불과하다.

<표 III-4> 상장사 간 합병의 세부 유형 (1)

(단위: 건, %)

합계		합병기업 상장거래소 - 피합병기업 상장거래소			
		KOSPI-KOSPI	KOSPI-KOSDAQ	KOSDAQ-KOSPI	KOSDAQ-KOSDAQ
건수	106	64	21	3	18
비중	100.0	60.4	19.8	2.8	17.0

주 : 금융회사 간 합병은 제외, 합병철회 및 합병무산 사례도 포함
 자료: 블룸버그, KIND, DART

<표 III-5> 상장사 간 합병의 세부 유형 (2)

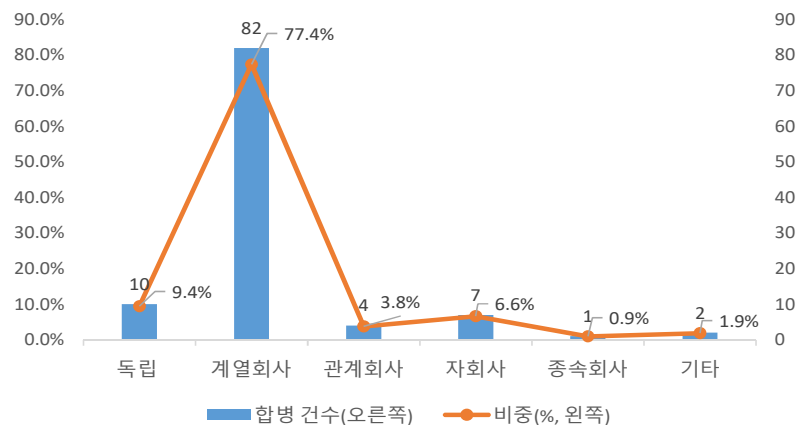
(단위: 건, %)

합계		합병 방식		기업 간 관계		기타	
		흡수합병	자회사 편입 목적의 주식교환	독립	상호연관 ¹⁾	소규모 합병	합병무산
건수	106	101	5	10	96	21	14
비중	100.0	95.3	4.7	9.4	90.6	19.8	13.2

주 : 1) 계열사(82건), 관계회사(4건), 자회사(7건), 종속회사(1건), 기타(2건)를 모두 포함
 2) 금융회사 간 합병은 제외, 합병철회 및 합병무산 사례도 포함
 자료: 블룸버그, KIND, DART

합병기업과 피합병기업의 관계를 보면, 전체 106건 중 합병기업과 피합병기업 간 지분소유 관계가 있는 상호연관 합병이 96건으로 대부분(약 91%)을 차지하며, 상호 독립적인 합병은 10건에 불과하다. 상호연관 합병을 세부적으로 나누어 보면, 합병기업과 피합병기업의 관계가 계열사인 경우가 82건(77.4%), 관계회사 4건(3.8%), 자회사 7건(6.6%), 종속회사 1건(0.9%), 기타 2건(1.9%) 등으로 구성되어 있다.³⁶⁾ 즉, 우리나라의 경우 상장사 간 합병사례는 합병기업과 피합병기업이 상호연관된 경우가 대부분이다.

<그림 III-3> 합병기업과 피합병기업의 관계



자료: 블룸버그, KIND, DART

합병 이후 존속하는 회사가 합병으로 인해 발행하는 신주의 총수가 그 회사의 발행주식 총수의 10%(2011년 이전에는 5%) 이내에 해당하면 상법(제527조의3)상 소규모합병에 해당한다.³⁷⁾ 이에 해당하는 존속기업(합병

36) 계열사, 관계회사, 자회사, 종속회사 이외에 형식적으로는 양사가 독립적이라도 최대 주주가 동일한 경우(기타, 2건)도 상호연관 합병으로 분류하였다.

37) 분석대상 106건 중 상법상 간이합병(제527조의2)에 해당하는 사례는 없다. 여기서 간이합병은 합병할 회사의 일방이 합병 후 존속하는 경우에 합병으로 인하여 소멸하는 회사의 총주주의 동의가 있거나 그 회사의 발행주식총수의 100분의 90 이상을

기업)은 주주총회 없이 이사회 결의만으로 합병 의결이 가능하다.³⁸⁾ 106건의 상장사 간 합병사례 중 상법상 소규모합병에 해당하는 건수는 <표 Ⅲ-6>에서 보는 바와 같이 모두 21건(19.8%)이다.

<표 Ⅲ-6> 상장사 간 소규모합병 사례 (1999~2016년)

순번	연도	합병기업	피합병기업	합병비율
1	2006	씨제이(주)	한일약품공업(주)	0.120595
2	2007	(주)코오롱	코오롱유화(주)	0.830419
3*	2007	에스케이네트웍스(주)	(주)오브제	0.248237
4	2007	현대모비스(주)	(주)카스코	0.324572
5	2009	삼성전자(주)	삼성디지털이미징(주)	0.057766
6	2011	(주)알앤엘바이오	알앤엘삼미	0.162543
7	2011	(주)지에스홈쇼핑	(주)디앤샵	0.017911
8	2011	(주)현대백화점	(주)현대디에스에프	0.076747
9	2011	제일모직(주)	(주)에이스디지털	0.137174
10	2011	코오롱인더스트리(주)	캠브리지코오롱(주)	0.160769
11	2012	(주)아모레퍼시픽그룹	(주)태평양제약	0.063871
12	2012	롯데쇼핑(주)	(주)롯데미도파	0.037568
13	2012	호남석유화학(주)	(주)케이피케미칼	0.051025
14	2014	(주)삼양홀딩스	(주)삼양엔텍	0.318737
15	2014	동국제강(주)	유니온스틸(주)	1.777938
16	2014	에스케이하이닉스(주)	(주)실리콘화일	0.223244
17	2015	에스케이텔레콤(주)	에스케이브로드밴드(주)	0.016894
18	2015	한화케미칼(주)	한화화인케미칼(주)	0.382638
19	2016	(주)엘지화학	(주)엘지생명과학	0.260677
20	2016	대한전선(주)	(주)티씨앤코	1.070284
21	2016	에스케이텔레콤(주)	에스케이커뮤니케이션즈(주)	0.012597

주 : 1) ‘*’ 표시는 합병기업과 피합병기업이 독립적인 경우를 의미
 2) 알앤엘바이오와 알앤엘삼미 사례는 합병 철회
 3) 호남석유화학과 케이피케미칼은 2009년 합병을 추진하였으나, 주식매수청구권으로 한차례 무산

자료: 블룸버그, KIND, DART

합병 후 존속하는 회사가 소유하고 있는 경우 주주총회의 승인을 이사회의 승인으로 갈음하는 합병을 의미한다. 즉, 간합병은 소멸회사(피합병기업)의 주주총회가 불필요하다.

38) 이 경우 주식교환 또는 흡수합병에 반대하는 합병기업 주주들은 주식매수청구권이 없다. 단, 존속회사 주식의 20% 이상이 소규모합병에 반대하는 경우에는 주주총회가 필요하다. 반면, 피합병기업은 주주총회의 특별결의가 필요하며, 주주 역시 주식매수청구권을 행사할 수 있다.

합병이 무산된 경우를 보면, 전체 106건 중 14건(13.2%)이 합병 발표 이후 주주총회 부결, 주식매수청구권 행사, 합병철회, 기타 등의 사유로 합병이 성사되지 않았다. 이 중 주주총회에서 부결된 경우는 원익아이피에스와 테라세미콘의 사례 1건으로 피합병기업인 테라세미콘의 주주총회에서 합병안이 부결되었다. 주식매수청구권 행사규모가 합병계약서에 명시된 규모보다 과도하여 합병이 취소된 경우는 모두 8건이다. 이 경우의 대표적인 사례는 2014년 삼성중공업과 삼성엔지니어링의 합병건으로 당시 삼성엔지니어링 주주들의 주식매수 청구금액은 7,603억원으로 합병계약상 최대한도(4,100억원)의 1.7배, 당시 보통주 기준 총발행주식수의 16%에 달한다.³⁹⁾ 주주총회 이전에 자진 철회된 경우는 4건인데, 이 역시 주식매수청구권 행사가 과도할 것으로 예상되어 합병회사 재무구조 악화 및 기업가치 하락을 이유로 합병계약을 해제한 경우이다. 이외에도 2015년에 있었던 씨제이헬로비전과 에스케이브로드밴드의 합병은 주주총회에서 합병안이 통과되었으나, 공정거래위원회의 불허로 합병이 무산되었다.

한편, 합병이 무산된 이후 합병이 재추진되어 성공한 사례는 2건이 존재한다. 한국통신프리텔과 한국통신엠닷컴의 합병과 호남석유화학과 케이피케미칼의 합병이 이에 해당한다. 한국통신프리텔과 한국통신엠닷컴의 합병은 2000년 11월에 추진되었으나, 주식매수청구권의 과도한 행사가 예상되어 합병이 철회되었다. 그러나 이 합병은 2달 후인 2001년 1월에 재추진되어 동년 5월에 합병이 완료되었다.⁴⁰⁾ 2009년에 추진된 호남석유화학과 케이피케미칼의 1차 합병은 주식매수청구권의 행사로 합병이 철회되었다가 약 3년 후인 2012년에 소규모합병으로 성사되었다.⁴¹⁾

39) 보다 자세한 내용은 이다원(2015)을 참조하기 바란다.

40) 참고로 합병비율은 1차 0.4146에서 2차 0.2526으로 하락하였다.

41) 이 경우에도 합병비율은 1차 0.0875에서 2차 0.0510으로 하락하였다.

<표 III-7> 상장사 간 합병의 무산 사례 (1999~2016년)

순번	연도	합병기업	피합병기업	사유	합병비율
1	2000	한국통신프리텔㈜	한국통신엠닷컴(주)	주주총회 이전 취소	0.314600
2*	2000	주성엔지니어링(주)	(주)아펙스	주주총회 이전 취소	0.214575
3	2001	텔슨전자(주)	텔슨정보통신(주)	주주총회 이전 취소	0.402700
4	2002	태평양	태평양중합산업㈜	주식매수청구권	0.073300
5*	2002	(주)더존디지털웨어	(주)뉴소프트기술	주식매수청구권	0.421000
6	2007	(주)테코	(주)네티션닷컴	주식매수청구권	8.064516
7	2008	현대모비스(주)	(주)현대오토넷	주식매수청구권	0.042076
8	2008	LG이노텍(주)	엘지마이크론(주)	주식매수청구권	0.725219
9	2009	호남석유화학㈜	(주)케이피케미칼	주식매수청구권	0.087514
10	2011	(주)알앤엘바이오	알앤엘삼미	주주총회 이전 취소	0.162543
11	2012	(주)네오위즈게임즈	(주)네오위즈인터넷	주식매수청구권	0.584270
12	2014	삼성중공업(주)	삼성엔지니어링(주)	주식매수청구권	2.359039
13	2015	(주)씨제이헬로비전	에스케이브로드밴드(주)	공정위 불허(2016.8)	0.476124
14	2016	(주)원익아이피에스	(주)테라세미콘	주주총회 부결	1.054800

주 : 1) ‘*’ 표시는 합병기업과 피합병기업이 독립적인 경우를 의미
 2) 한국통신 프리텔과 한국통신 엠닷컴은 이후 합병을 재추진, 2001년 초에 성사
 3) 호남석유화학과 케이피케미칼은 2012년에 소규모합병으로 합병이 성사
 자료: 블룸버그, KIND, DART

라. 주요주주의 지분율

분석대상 합병사례 106건 중 공시서류에서 최대주주, 특수관계인, 5% 이상 주주 등 주요주주의 지분율을 확인할 수 있는 사례는 모두 94건이다. 이에 94건의 합병사례에 한정하여 공시서류에 명시된 대로 개별 주주를 최대주주, 특수관계인, 5% 이상 주주, 우리스주조합, 기타 등으로 분류하고 지분율 정보 및 양사 지분소유관계를 비교하여 교차주주 여부를 확인하였다. 이 중 5% 이상 주주의 경우 국민연금 및 자산운용사를 상당수 포함하고 있다.

<표 III-8>은 합병기업과 피합병기업의 주주 중 최대주주와 특수관계인의 지분율에 대한 기초통계량을 보여주고 있다. 우선, 최대주주의 평균 지분율은 합병기업 28.9%(중간값 25.6%), 피합병기업 37.8%(34.5%) 수준으로

피합병기업의 지분율이 더 높게 나타났다. 최대주주와 특수관계인의 지분율을 합한 값을 기준으로 보면, 평균 지분율은 합병기업 44.1%, 피합병기업 48.1%로 유사하나, 중간값은 합병기업 38.9%, 피합병기업 49.5%로 피합병기업의 지분율이 더 높게 나타난다. 이로 미루어보면, 최대주주 또는 최대주주 및 특수관계인의 지분율은 대체로 합병기업보다는 피합병기업에서 더 높게 나타나는 경향이 있다.

<표 III-8> 최대주주와 특수관계인의 지분율

(단위: %, 건)

변수	합병기업			피합병기업		
	최대주주 (A)	특수관계인 (B)	합계 (A+B)	최대주주 (A)	특수관계인 (B)	합계 (A+B)
평균	28.9	15.1	44.1	37.8	10.3	48.1
중간값	25.6	10.5	38.9	34.5	2.6	49.5
최대값	89.8	86.2	91.7	96.4	55.9	97.0
최소값	3.4	0.0	8.0	0.9	0.0	7.9
표준편차	18.2	16.8	19.9	21.1	14.5	20.0
건수	94	94	94	94	94	94

주 : 공시자료에서 지분율을 확인할 수 있는 합병 건수를 대상으로 작성

자료: 블룸버그, KIND, DART

<표 III-9>는 최대주주 동일 여부를 기준으로 합병기업과 피합병기업 주요주주들의 지분율 정보를 보여주고 있다. 이에 따르면, 양사 최대주주가 동일한 합병건은 28건이고, 이 경우 최대주주 합병기업 지분율은 평균 39.0%로 피합병기업 지분율 평균(40.2%)과 유사하게 나타난다. 중간값을 보더라도 합병기업 35.0%, 피합병기업 34.5%로 유사하다. 반면, 최대주주가 상이한 66건에서는 최대주주의 합병기업 지분율이 평균 24.7%로 피합병기업 평균 지분율 36.8%보다 유의하게 낮게 나타난다. 이러한 경향성은 최대주주와 특수관계인의 지분율을 합한 값을 기준으로 보더라도 동일하다. 즉, 최대주주의 합병기업 지분율은 최대주주가 동일할 때 유의하게 더 높은 반면⁴²⁾, 최대주주의 피합병기업 지분율은 최대주주의 교차주주 여부와는 관계없이 비슷하게 나타난다.

<표 III-9> 최대주주 동일 여부를 기준으로 본 지분율

(1) 지분율 통계량

(단위: %, 건)

표본	변수	합병기업			피합병기업		
		최대주주 (A)	특수관계인 (B)	합계 (A+B)	최대주주 (A)	특수관계인 (B)	합계 (A+B)
(1) 최대주주가 동일한 경우	평균	39.0	9.7	48.7	40.2	6.2	46.4
	중간값	35.0	4.5	43.5	34.5	1.3	46.9
	최대값	81.4	51.8	86.2	80.0	33.9	83.9
	최소값	8.5	0.0	17.8	11.5	0.0	11.5
	표준편차	18.8	13.0	18.6	20.7	9.3	19.6
	건수	28	28	28	28	28	28
(2) 최대주주가 상이한 경우	평균	24.7	17.4	42.1	36.8	12.1	48.9
	중간값	21.0	12.2	37.3	34.5	3.5	51.4
	최대값	89.8	86.2	91.7	96.4	55.9	96.7
	최소값	3.4	0.0	8.0	0.9	0.0	7.9
	표준편차	16.2	17.8	20.3	21.3	16.0	20.3
	건수	66	66	66	66	66	66

(2) 통계량 차이 검증 - 합병기업 지분율

		건수	평균	표준오차	t-value
최대주주 지분율 기준	(1) 최대주주가 동일한 경우	28	39.0	3.560	
	(2) 최대주주가 상이한 경우	66	24.7	1.998	
	차이((1)- (2))		14.4***	3.842	3.742
최대주주와 특수관계인 지분율 기준	(1) 최대주주가 동일한 경우	28	48.7	3.519	
	(2) 최대주주가 상이한 경우	66	42.1	2.499	
	차이((1)- (2))		6.6	4.471	1.482

주 : 공시자료에서 지분율을 확인할 수 있는 합병 건수를 대상으로 작성
자료: KIND, DART

42) 다만, 최대주주와 특수관계인의 지분율 합한 값을 기준으로 보면 유의한 차이가 나지 않는다.

한편, II장의 이론모형에 따르면 주주 간 이해충돌로 인한 부의 이전 문제는 양사 대주주가 동일할 뿐만 아니라 대주주의 합병기업 지분율이 높을 때 심화될 수 있다. 이는 합병기업 지분율이 높은 대주주일수록 피합병기업 합병가격을 낮출 유인이 있기 때문이다. 이에 <표 III-10>과 같이 최대주주가 동일한 합병사례에 한정하여 최대주주의 양사 지분율을 비교해 보았다. 최대주주가 동일한 경우 최대주주의 합병기업 지분율이 피합병기업보다 더 높은 건수는 15건으로 28건 중 약 54.0%, 전체 94건 중에서는 16.0%를 차지한다. 이 경우 최대주주의 평균지분율은 합병기업 47.2%, 피합병기업 37.7%로 약 9.5%p 차이가 존재한다. 그런데 특수관계인 및 5% 이상 기타주주 지분까지 포함하면, 평균지분율은 합병기업 56.7%, 피합병기업 55.2%로 그 격차가 크게 감소한다.

<표 III-10> 최대주주가 동일한 경우 주요주주의 지분율 현황

(단위: %, 건)

조건	항목	합병기업				피합병기업			
		A1	A2	A3	합계	T1	T2	T3	합계
A1 > T1	평균지분율	47.2	7.7	1.8	56.7	37.7	7.6	9.9	55.2
	건수	15	15	15	15	15	15	15	15
A1 ≤ T1	평균지분율	29.6	12.0	8.0	49.6	43.0	4.7	4.9	52.6
	건수	13	13	13	13	13	13	13	13
합계	평균지분율	39.0	9.7	4.7	53.4	40.1	6.2	7.6	53.9
	건수	28	28	28	28	28	28	28	28

주 : 합병기업의 경우 A1은 최대주주, A2는 특수관계인, A3은 최대주주 및 특수관계인 이외의 5% 이상 주주, 피합병기업의 경우 T1은 최대주주, T2는 특수관계인, T3는 최대주주와 특수관계인 이외의 5% 이상 주주

소규모합병 여부를 기준으로 지분율을 살펴보면, <표 III-11>에서 보는 바와 같이 소규모합병의 경우 최대주주 지분율은 합병기업 25.1%, 피합병기업 45.3%로 피합병기업에서 약 20%p 가량 더 높게 나타난다. 즉, 최대주주의 합병기업 지분율은 소규모합병일 때 더 낮은 경향이 있다. 이러한

경향은 최대주주와 특수관계인의 지분율을 더하더라도 마찬가지이다. 반면, 소규모합병이 아닌 경우 최대주주의 지분율은 합병기업 30.0%, 피합병기업 35.6%로 소규모합병에 비해 그 차이가 크지 않다. 이로 미루어볼 때 소규모합병은 대주주의 지분율이 낮은 합병기업이 대주주의 지분율이 높은 소규모 피합병기업을 합병하는 수단인 것으로 판단된다. 달리 말하자면, 소규모합병은 계열사 간 구조조정 또는 대주주의 지배권을 강화할 수 있는 수단인 것이다. 한편, 소규모합병 중 최대주주가 동일한 합병은 1건에 불과, 대주주가 동일하여 발생하는 이론모형의 문제가 소규모합병에서 나타날 가능성은 매우 낮을 것으로 판단된다.

<표 III-11> 주요주주의 지분율 현황 - 소규모합병 여부 기준

(1) 소규모합병과 일반합병 비교

(단위: %, 건)

조건	항목	합병기업				피합병기업			
		A1	A2	A3	합계	T1	T2	T3	합계
소규모 합병	평균지분율	25.1	12.5	7.2	44.8	45.3	2.6	5.6	53.5
	건수	21	21	21	21	21	21	21	21
일반합병	평균지분율	30.0	15.9	5.8	51.7	35.6	12.6	5.5	53.7
	건수	73	73	73	73	73	73	73	73
합계	평균지분율	28.9	15.1	6.1	50.2	37.8	10.3	5.6	53.7
	건수	94	94	94	94	94	94	94	94

주 : 1) 소규모합병은 전체 21건 중 지분율 정보가 있는 19건을, 일반합병은 전체 85건 중 지분율 정보가 있는 57건을 대상으로 작성

2) 합병기업의 경우 A1은 최대주주, A2는 특수관계인, A3은 최대주주 및 특수관계인 이외의 5% 이상 주주, 피합병기업의 경우 T1은 최대주주, T2는 특수관계인, T3는 최대주주와 특수관계인 이외의 5% 이상 주주

<표 III-11> 주요주주의 지분율 현황 - 소규모합병 여부 기준 (계속)

(2) 소규모합병 중 최대주주가 동일한 경우

(단위: %, 건)

항목	합병기업				피합병기업			
	A1	A2	A3	합계	T1	T2	T3	합계
지분율	30.1	0.0	5.5	35.6	30.4	0.6	9.9	40.9
건수	1	1	1	1	1	1	1	1

주 : 1) 지분율 정보가 있는 19건의 소규모합병을 기준으로 작성

2) 합병기업의 경우 A1은 최대주주, A2는 특수관계인, A3은 최대주주 및 특수관계인 이외의 5% 이상 주주, 피합병기업의 경우 T1은 최대주주, T2는 특수관계인, T3는 최대주주와 특수관계인 이외의 5% 이상 주주

마지막으로 합병무산 여부를 기준으로 보면, 최대주주의 합병기업 평균 지분율은 합병이 무산된 경우 29.3%, 합병이 성공한 경우 28.9%로 유사한 수준이다. 반면, 피합병기업의 경우 최대주주의 평균지분율은 합병무산 시 31.1%, 합병성공 시 38.8%로 합병성공 시 더 높은 경향이 있다. 이는 주주총회 부결, 주식매수청구권의 과도한 행사 우려 또는 실제 주식매수청구권의 행사 등의 이유로 무산된 사유와 어느 정도 관련된 것으로 보인다. 최대주주 및 특수관계인의 피합병기업 지분율이 낮은 만큼 합병에 반대하는 피합병기업 주주들이 많을수록 주주총회에서 부결되거나 주식매수청구권의 행사로 인해 합병계약이 해제될 가능성이 높기 때문이다. 그런데 최대주주가 동일한 경우 합병무산 사례는 많지 않아 소규모합병과 마찬가지로 이론모형에서 제기한 문제점이 합병무산 사례에서 나타날 가능성은 낮을 것으로 보인다.⁴³⁾

43) 합병이 무산된 사례 중 최대주주가 동일한 경우는 5건이며, 이 중 최대주주의 합병기업 지분율이 피합병기업보다 더 높은 건은 2건이다.

<표 Ⅲ-12> 주요주주의 지분율 현황 - 합병무산 여부 기준

(단위: %, 건)

조건	항목	합병기업				피합병기업			
		A1	A2	A3	합계	T1	T2	T3	합계
합병무산	평균지분율	29.3	9.7	4.8	43.8	31.1	7.8	8.6	47.6
	건수	12	12	12	12	12	12	12	12
합병성공	평균지분율	28.9	15.9	6.3	51.1	38.8	10.7	5.1	54.6
	건수	82	82	82	82	82	82	82	82
합계	평균지분율	28.9	15.1	6.1	50.2	37.8	10.3	5.6	53.7
	건수	94	94	94	94	94	94	94	94

- 주 : 1) 합병무산 14건 중 지분율 정보가 있는 9건을 대상으로, 합병성공은 전체 92건 중 지분율 정보가 있는 67건을 대상으로 작성
 2) 합병기업의 경우 A1은 최대주주, A2는 특수관계인, A3은 최대주주 및 특수관계인 이외의 5% 이상 주주, 피합병기업의 경우 T1은 최대주주, T2는 특수관계인, T3는 최대주주와 특수관계인 이외의 5% 이상 주주

<표 Ⅲ-13> 최대주주가 동일한 경우 무산된 합병의 지분율 현황

(단위: %, 건)

조건	항목	합병기업				피합병기업			
		A1	A2	A3	합계	T1	T2	T3	합계
A1 > T1	평균지분율	51.3	8.4	2.5	62.3	31.8	0.0	15.1	46.9
	건수	2	2	2	2	2	2	2	2
A1 ≤ T1	평균지분율	27.0	2.6	7.2	36.7	38.2	2.1	5.7	46.0
	건수	3	3	3	3	3	3	3	3
합계	평균지분율	36.7	4.9	5.3	46.9	35.6	1.3	9.4	46.3
	건수	5	5	5	5	5	5	5	5

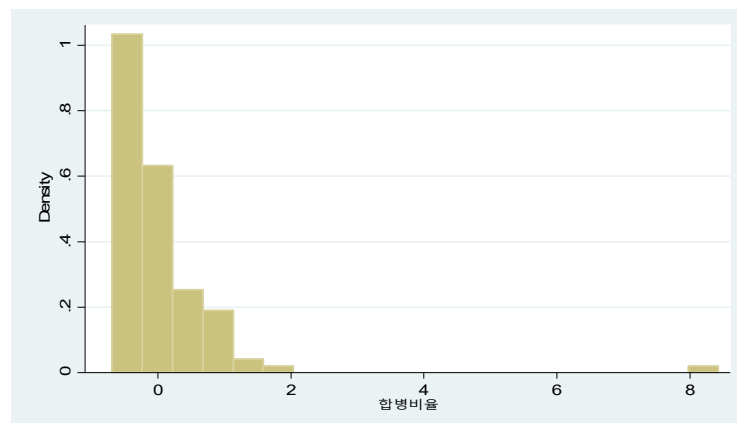
- 주 : 1) 합병무산 14건 중 지분율 정보가 있는 9건을 대상으로, 합병성공은 전체 92건 중 지분율 정보가 있는 67건을 대상으로 작성
 2) 합병기업의 경우 A1은 최대주주, A2는 특수관계인, A3은 최대주주 및 특수관계인 이외의 5% 이상 주주, 피합병기업의 경우 T1은 최대주주, T2는 특수관계인, T3는 최대주주와 특수관계인 이외의 5% 이상 주주

마. 합병비율

이 절에서는 전체 106건의 합병 건 중 2건을 제외한 104건을 대상으로 실제 합병 시 사용된 합병비율의 현황과 그 특징에 대해 논의한다. 분석 대상에서 제외된 2건은 공정거래위원회의 불허로 무산된 합병(씨제이헬로비전-에스케이브로드밴드)건과 소규모합병 건 중 합병비율이 지나치게 높게 나타나 특이치(outlier)로 판단되는 1건(테코-네티션닷컴)이다.

우선 합병비율의 분포를 보면, 평균은 0.850, 중간값은 0.609로 <그림 III-4>와 같이 오른쪽으로 치우쳐진 분포(right skewed distribution)이다.⁴⁴⁾ 이는 대체로 국내 상장사 간 합병 시 피합병기업의 합병가액이 합병기업의 합병가액보다 작다는 것을 의미한다.

<그림 III-4> 합병비율의 히스토그램



주 : 1) 합병무산 건 중 특이치 및 규제로 인해 무산된 합병 건을 제외하고 산정
2) 개별 합병비율에서 평균을 차감한 후 표준편차로 나눈 표준화된 값의 분포

44) 합병비율의 최대값은 11.051(일반합병)이며, 최소값은 0.013(주식교환)이다.

<표 III-14> 유형별 합병비율 비교

(단위: %, 건)

구분	주식교환	합병 ¹⁾ (A)	합병무산 ²⁾ (B)	소규모합병(C)	전체
평균	0.185	1.059	0.537	0.302	0.850
중간값	0.064	0.778	0.359	0.161	0.609
최대값	0.608	11.051	2.359	1.778	11.051
최소값	0.013	0.042	0.042	0.013	0.013
표준편차	0.252	1.376	0.648	0.431	1.211
건수	5	71	12	21	104

주 : 1) 주식교환, 합병무산, 소규모합병 이외의 합병을 의미

2) 합병무산 건 중 특이치 및 규제에 의해 무산된 합병 건을 제외하고 산정

합병의 유형을 기준으로 보면, 합병비율은 주식교환이 평균 0.185로 가장 작으며, 소규모합병(0.302), 합병무산(0.537), 기타 합병(1.059)의 순으로 커진다. 이러한 경향은 중간값을 기준으로 보더라도 동일하다. 그런데 주식교환 5건 중 합병비율이 가장 큰 건(합병비율 0.608)을 제외한 4건은 모두 소규모합병에 해당, 사실상 소규모합병의 합병비율이 가장 작음을 알 수 있다. 실제로 <표 III-15> (1)에서 보는 바와 같이 소규모합병은 일반합병 사례에 비해 합병비율이 통계적으로 유의하게 작은 것으로 나타난다.⁴⁵⁾ 이는 합병으로 교부되는 신주의 수가 합병기업 발행주식수의 10%(2011년 이전 5%) 이하일 정도로 피합병기업의 규모가 작은 소규모합병의 특성과 부합한다. 한편, 합병무산의 합병비율은 소규모합병과 유의한 차이가 나지 않지만, 소규모합병과 유의한 차이가 나는 일반합병의 합병비율과도 유의한 차이가 나지 않는다. 그런데 소규모합병과 합병무산을 동일한 표본으로 간주하고 일반합병과 비교하면 유의한 차이(<표 III-15>의 (4))가 발생하는 것으로 보아 이는 합병무산의 표본 수가 그리 많지 않아 발생하는 문제로 보인다. 실제로 후술하는 피합병기업 저평가 가능성 분석에서는 합병무산 역시 합병비율이 일반합병에 비해 유의하게 낮은 것으로 나타난다.

45) 단, 이는 합병비율에 영향을 미칠 수 있는 다른 요인들은 고려하지 않은 단순 표본 평균의 차이검정임을 유의할 필요가 있다.

<표 III-15> 유형별 합병비율 비교 - 합병무산 및 소규모합병

(1) 소규모합병(C) VS. 합병(A)

(단위: 건, %)

합병비율	건수	평균	표준오차	t-value
소규모합병(C)	21	0.302	0.094	-
합병(A)	71	1.059	0.163	-
차이(C-A)	-	-0.756**	0.306	-2.474

(2) 합병무산(B) VS. 합병(A)

(단위: 건, %)

합병비율	건수	평균	표준오차	t-value
합병무산(B)	12	0.537	0.187	-
합병(A)	71	1.059	0.163	-
차이(B-A)	-	-0.522	0.406	-1.285

(3) 소규모합병(C) VS. 합병무산(B)

(단위: 건, %)

합병비율	건수	평균	표준오차	t-value
소규모합병(C)	21	0.302	0.094	-
합병무산(B)	12	0.537	0.187	-
차이(C-B)	-	-0.234	0.188	-1.250

(4) 소규모합병 + 합병무산(B+C) VS. 합병(A)

(단위: 건, %)

합병비율	건수	평균	표준오차	t-value
소규모합병+ 합병무산(B+C)	32	0.395	0.094	-
합병(A)	71	1.059	0.163	-
차이(B+C-A)	-	-0.664***	0.252	-2.637

주 : 1) 합병무산 건 중 특이치 및 규제에 의해 무산된 사례를 제외하고 산정

2) *** p<0.01, ** p<0.05, * p<0.1

2. 합병비율 저평가 분석

이 절에서는 이론모형에 근거하여 합병비율 저평가 문제가 국내에서 나타나는지 분석한 결과를 제시한다. 앞 절과 마찬가지로 분석대상은 전체 106건의 합병 건 중 최대주주, 특수관계인, 5% 이상 주주 등 주요주주의 지분을 정보가 있는 94건에 한정된다.

가. 가설 및 분석모형

1) 가설

II장의 이론모형에 따르면, 대주주가 동일한 두 기업이 합병할 때 주주 간 이해상충으로 인해 피합병기업이 저평가되는 문제가 발생할 수 있다. 주가를 기준으로 합병가액 및 합병비율이 산정되는 국내 제도의 특성상 피합병기업의 저평가 문제는 합병기업 주가 대비 피합병기업의 상대주가를 나타내는 합병비율이 낮게 산정되는 문제로 나타날 수 있다. 즉, 합병가액이 주가를 기준으로 산정되더라도 합병기업의 대주주는 가능한 한 피합병기업의 가치를 저평가할 유인이 있으므로 실제 관찰되는 합병비율은 낮을 가능성이 있는 것이다. 더군다나 계열사나 관계회사 등 상호연관된 기업 간 합병이 대부분인 국내 시장에서는 이러한 문제가 관찰될 가능성이 더 높다. 따라서, 만일 이론모형에서 제시한 이해상충이 실재하면, 대주주가 동일한 합병의 합병비율이 그렇지 않은 경우보다 더 낮게 나타날 것이다. 실제 실증분석에서는 대주주 동일 여부를 공시서류상 개별 최대주주 또는 특수관계인을 기준으로 크게 세 가지로 나누어 이 문제를 검토하였다.

또한, II장의 이론모형은 합병기업의 지분율이 높은 교차주주는 대주주와 이해관계가 일치하여 피합병기업이 저평가된 합병에 찬성할 가능성을 시사하고 있다. 이에 따라 지분구조상 대주주와 이해관계가 일치하는 투자자(예: 기관투자자) 즉, 교차주주가 존재하면 합병비율이 그렇지 않은 경우보다

더 낮을 것이다. 그런데 공시서류 이외에는 확보할 수 있는 주주정보가 부족하고, 5% 이상 주주라 하더라도 합병기업의 지분율이 높은 주주가 많지 않다. 실제로 합병기업과 피합병기업 최대주주가 동일한 경우 피합병기업 5% 이상 주주 중 합병기업의 지분율이 높은 주주들의 지분율 변수는 데이터 부족으로 실증분석이 불가능하다. 이에 따라 실제 분석에서는 공시서류상 5% 이상 주주와 대주주의 이해관계에 초점을 두고 합병비율에 미치는 영향을 분석하였다.

이를 좀 더 구체적으로 살펴보면, 실증분석에서는 (i) ‘피합병기업 5% 이상 교차주주(합병기업과 피합병기업 지분을 모두 보유한 주주)의 지분율’과 (ii) ‘피합병기업 5% 이상 주주들의 지분율’ 등 두 가지 지분율을 기준으로 5% 이상 주주와 대주주의 이해관계를 살펴보았다. 이 중 (i) 피합병기업 5% 이상 교차주주의 지분율을 기준으로 보는 것이 이론모형에 보다 부합한다. 그러나 교차주주 여부보다도 대주주 동일 여부에 초점을 둔다면 (ii) 피합병기업 5% 이상 주주에 한정하더라도 분석이 가능하다. 즉, (ii)의 경우는 대주주가 동일한 합병에서 5% 이상 주주들이 동일 대주주와 어떠한 이해관계를 가지고 있는지를 분석하는 것이다.

이상의 논의에 따르면, 실증분석에서 검토할 가설은 다음 두 가지로 정리할 수 있다. 첫째, 이론모형이 제기하는 주주 간 이해상충 문제가 있다면, 대주주가 동일한 합병의 합병비율이 그렇지 않은 경우보다 더 낮게 나타날 것이다. 둘째, 피합병기업 5% 이상 주주 중 동일 대주주와 이해관계가 일치하는 주주 또는 교차주주가 있다면 그렇지 않은 경우보다 합병비율이 더 낮게 나타날 것이다.

2) 분석모형

합병비율은 주가에 기초하여 산정되므로 합병기업과 피합병기업의 규모, 발행주식수 비율, 시기, 기업의 특성 등 다양한 요인에 따라 달라질 수 있다.⁴⁶⁾ 예를 들면, 국내 상장사 간 합병의 경우 합병비율은 앞 절에서 살펴본 바와 같이 소규모합병이나 합병이 무산된 경우 낮게 나타난다. 소규모

합병은 합병기업과 피합병기업의 상대적인 규모차이를 나타내는 만큼 소규모합병의 합병비율은 일반합병에 비해 낮을 수 있다. 또한, 합병 발표 이후 자진철회 또는 주식매수청구권 행사로 합병이 무산된 사례들은 합병에 대한 주주 또는 시장의 평가를 반영하므로 이 경우에도 합병비율이 낮을 수 있다. 이외에도 주가는 장세에도 영향을 받으므로 합병 시기에 따라서도 합병비율은 달라질 수 있다. 이에 실증분석에서는 합병규모(절대규모 및 기업간 규모를 반영한 상대규모), 발행주식수 비율뿐만 아니라 소규모합병 여부, 합병무산 여부, 연도 더미 등을 설명변수에 추가하였고, 추정 시 개별 합병의 이질성을 감안하여 표준오차를 통제하였다.

$$r_{ex} = \gamma_0 + \gamma_1 X + \gamma_2 I_\alpha + \gamma_3 I_\alpha \times I_{(\alpha_A > \alpha_T)} + \gamma_4 \beta_T + \gamma_5 I_\alpha \times \beta_{c,T} + \epsilon \quad (\text{식 III-1})$$

합병비율에 대한 분석을 통해 피합병기업 저평가 가능성을 검토하는 분석모형은 (식 III-1)과 같다. (식 III-1)에서 r_{ex} 는 합병비율로 이 모형의 종속변수에 해당한다. X 는 앞서 언급하였듯이 합병규모, 발행주식수 비율, 소규모합병 여부, 합병무산 여부, 고정효과 등 합병비율에 영향을 미치는 설명변수를 지칭한다. I_α 는 대주주(최대주주 또는 특수관계인) 동일 여부를 나타내는 더미변수이고, $I_\alpha \times I_{(\alpha_A > \alpha_T)}$ 는 대주주가 동일하고, 합병기업의 지분율이 더 높은 경우를 나타내는 더미변수이다. β_T 는 피합병기업의 5% 이상 주주들의 지분을 합계이다. 마지막으로 $I_\alpha \times \beta_{c,T}$ 는 대주주가 동일한 합병의 피합병기업 5% 이상 교차주주 지분을 합계 또는 대주주가 동일한 합병의 피합병기업 5% 이상 주주들의 지분을 합계를 나타낸다. <표 III-16>은 분석모형 (식 III-1) 추정에 사용된 설명변수들 간의 상관계수를 보여주고 있다. 이에 따르면, 주요 설명변수 간 상관관계가 거의 없거나, 있더라도 그다지 높지 않아 모형 추정상의 다중공선성 문제는 없는 것으로 판단된다.

46) 합병기업 시가총액 대비 피합병기업 시가총액 비율은 정의상 합병비율과 발행주식수 비율의 곱으로 표현되므로 합병비율은 양사의 규모와 발행주식수 비율에도 영향을 받을 수 있다.

<표 III-16> 주요 설명변수들의 상관관계수

	A	B	C	D	E	F	G	H
ln(합병규모) (A)	1.000							
합병상대규모 (B)	0.207	1.000						
발행주식수 비율 (C)	0.070	0.059	1.000					
I_s (소규모합병) (D)	-0.196	-0.196	-0.059	1.000				
I_f (합병무산) (E)	0.145	-0.087	0.316	-0.107	1.000			
I_α (동일 최대주주) (F)	0.053	0.027	0.194	-0.289	0.102	1.000		
β_T (5% 이상 주주) (G)	0.236	-0.113	0.050	0.005	0.133	0.149	1.000	
β_{cT} (5% 이상 교차주주) (H)	0.029	-0.026	0.113	0.016	0.123	0.064	0.372	1.000

주 : 양사 최대주주가 동일한 경우를 대주주가 동일한 합병으로 분류

(식 III-1)을 통해 검증하려는 가설은 대주주가 동일한 합병, 또는 대주주가 동일하고 교차주주가 있는 합병의 합병비율이 그렇지 않은 경우보다 더 낮다는 것이다. 그러므로 실증분석의 귀무가설은 대주주 동일 여부 및 교차주주의 존재가 합병비율에 영향을 미치는 않는다는 것이다. 즉, 합병비율은 소유구조에 영향을 받지 않으며, 합병규모, 발행주식수 비율, 소규모합병 여부, 합병무산 여부, 시기 등 다른 설명변수($\mathbf{X}$)에 따라 달라진다. 이를 식으로 표현하면 다음 (식 III-2)와 같다.

$$r_{ex} = \gamma_0 + \gamma_1 \mathbf{X} + \epsilon, \quad \gamma_2 = 0, \quad \gamma_3 = 0, \quad \gamma_4 = 0, \quad \gamma_5 = 0 \quad (\text{식 III-2})$$

이론모형에 기초한 가설과 (식 III-1)~(식 III-2)에 따르면, 회귀분석에서 다음과 같은 계수 부호가 예측된다. 우선, 이론모형에 따른 이해상충 문제가

존재하면 대주주가 동일한 합병(I_α)의 합병비율이 작을 것이므로 γ_2 는 음수($\gamma_2 < 0$)일 것이다. 또한, 이 경우 대주주가 동일하고, 대주주의 합병기업 지분율이 더 높을수록 합병가격을 낮출 유인이 있으므로 $I_\alpha \times I_{(\alpha_A > \alpha_T)}$ 의 계수 γ_3 역시 음수($\gamma_3 < 0$)일 것이다. 피합병기업의 5% 이상 주주들은 피합병기업 가치가 높을수록 합병에 찬성하므로 이를 나타내는 β_T 의 계수 γ_4 는 양수($\gamma_4 > 0$)로 예측된다. 그런데 이론모형에서와 같이 교차주주인 피합병기업의 5% 이상 주주들이 피합병기업이 저평가된 합병에 찬성한다면 $I_\alpha \times \beta_{c,T}$ 의 계수 γ_5 는 음수($\gamma_5 < 0$)로 나타날 것이다. 한편, 교차주주 여부와는 관계없이 동일 대주주와 피합병기업 5% 이상 주주들의 이해관계에만 초점을 두는 경우에는 다음과 같은 계수 부호가 예측된다. 만일 피합병기업 주주임에도 불구하고 5% 이상 주주들이 피합병기업이 저평가된 합병에 찬성(즉, 동일 대주주와 이해관계가 일치)하면 γ_5 는 음수($\gamma_5 < 0$), 그렇지 않으면 양수($\gamma_5 > 0$)일 것이다.

실증분석에서는 대주주가 동일한 경우를 다음과 같이 최대주주와 특수관계인의 지분율을 기준으로 세 가지로 나누어 분석한다. 첫 번째 방법은 합병기업의 최대주주가 피합병기업의 최대주주인 경우 즉, 양사 최대주주가 동일한 경우를 대주주가 동일한 합병으로 분류하는 것이다. 이에 해당하는 합병건수는 28건(소규모합병 및 합병무산을 제외하면 22건)이다. 이는 주요 주주 중 합병기업과 피합병기업의 지분을 가장 많이 소유한 최대주주의 이해관계에 따라 합병 결정이 이루어지고, 피합병기업의 저평가 여부도 달라진다는 가정을 전제로 하고 있다. 이 경우의 분석 결과는 <표 III-18>에 나와 있다.

두 번째 방법은 합병기업의 최대주주가 피합병기업의 최대주주 또는 특수관계인인 경우를 대주주가 동일한 합병으로 간주하는 것이다. 이는 양사 최대주주가 다를지라도 합병기업 최대주주가 피합병기업 특수관계인이라면 양사 최대주주가 동일한 이해관계가 있다고 가정하는 것으로 첫 번째 경우보다 동일 대주주의 범위가 넓다. 실제로 이에 해당하는 합병건수는 55건(소규모합병이나 합병무산을 제외하면 45건)으로 첫 번째 28건보다 크게 늘어난다. <표 III-19>는 이 경우의 분석 결과를 제시하고 있다.

세 번째 방법은 양사의 최대주주 또는 특수관계인 중 교차주주가 있는 경우를 대주주가 동일한 합병으로 분류하는 것이다. 이는 최대주주와 특수관계인의 이해관계가 동일하다고 가정하는 것으로 대주주의 범위가 가장 확장된 형태이다. 이에 해당하는 합병건수는 76건(소규모합병이나 합병무산을 제외하면 59건)이며, <표 III-20>이 이에 대한 분석 결과를 제시하고 있다.

한편, 국내 상장사 간 합병 현황을 다룬 1절에 따르면 합병비율은 대주주 동일 여부 이외에도 소규모합병 또는 합병무산 여부에 따라 서로 달라질 수 있다. 이에 본격적인 실증분석에 앞서 전체 표본을 대주주 동일 여부, 소규모합병 및 합병무산 여부에 따라 나누어 평균 합병비율을 살펴 보았다. 이 결과는 <표 III-17>과 같으며 다음과 같이 요약할 수 있다.

<표 III-17> 대주주 동일 여부에 따른 합병비율 비교

(1) 합병기업 최대주주가 피합병기업의 최대주주인 경우

구분	소규모합병 또는 합병무산		계
	Yes	No	
동일 대주주	Yes	0.557 (6건)	0.818 (22건)
	No	0.357 (26건)	1.230 (40건)
차이 (t-value)		0.199 (0.829)	-0.412 (-1.360)

(2) 합병기업의 최대주주가 피합병기업의 최대주주 또는 특수관계인인 경우

구분	소규모합병 또는 합병무산		계
	Yes	No	
동일 대주주	Yes	0.460 (10건)	0.838 (45건)
	No	0.365 (22건)	1.409 (27건)
차이(t-value)		0.095 (0.462)	-0.570**(-1.738)

(3) 양사의 최대주주 또는 특수관계인 중 교차주주가 있는 경우

구분	소규모합병 또는 합병무산		계
	Yes	No	
동일 대주주	Yes	0.507 (17건)	1.078 (59건)
	No	0.267 (15건)	0.937 (13건)
차이(t-value)		0.240 (1.291)	0.141 (0.334)

주 : *** p<0.01, ** p<0.05, * p<0.1

우선, 소규모합병 또는 합병이 무산된 경우에는 대주주 동일 여부에 따라 합병비율에 유의한 차이가 나지 않았다. 그런데 소규모합병 또는 합병무산 사례를 제외하면, <표 Ⅲ-17> (2)와 같이 일부 사례에서 대주주 동일 여부에 따라 합병비율에 유의한 차이가 발생하였다. 이 경우 대주주가 동일한 합병이 그렇지 않은 합병보다 합병비율이 -0.570 가량(비율로는 약 41%) 낮게 나타났다.⁴⁷⁾ 이는 다른 요인들을 추가로 통제할 경우 대주주 동일 여부에 따라 합병비율에 유의한 차이가 날 수 있음을 시사한다. 다만, 대주주 동일 여부의 기준이 가장 완화된 <표 Ⅲ-17> (3)의 경우에는 합병비율에 유의한 차이가 나지 않는다.

나. 분석 결과

<표 Ⅲ-18>~<표 Ⅲ-20>는 이론모형이 제기하는 피합병기업 저평가 가능성에 대한 회귀분석 결과를 제시하고 있다. 이 분석 결과에서 (1)~(4)는 공통적으로 분석모형 (식 Ⅲ-1)에 기초하고 있으나, 다음과 같이 실제 추정 시 사용된 설명변수에서 차이가 존재한다. 우선, (1)과 (3)은 피합병기업 5% 이상 주주와 동일 대주주의 이해관계를, (2)와 (4)는 피합병기업 5% 이상 주주 중 양사의 지분을 모두 보유한 교차주주와 동일 대주주의 이해관계를 분석한 모형이다. 또한, 규모변수를 기준으로 보면 (1)과 (2)는 $\ln(\text{합병규모(억원)})$ 만을 사용한 반면, (3)과 (4)는 상대규모와 발행주식수 비율을 규모변수로 사용했다는 점에서 차이가 난다. 여기서 상대규모는 합병기업 시가총액 대비 합병규모를, 발행주식수 비율은 합병기업 발행주식수 대비 피합병기업 발행주식수를 의미한다.

가설 검증에서 가장 중요한 변수인 대주주 동일 여부(I_a)에 대한 분석 결과는 다음과 같다. 우선, 양사 최대주주가 동일한 경우(<표 Ⅲ-18>) γ_2 는 -0.787~-0.549 수준의 유의한 음수로 추정, 최대주주가 동일한 합병의

47) <표 Ⅲ-17> (1)의 경우에도 합병비율 차이가 -0.412로 대주주가 동일한 합병이 그렇지 않은 경우보다 약 33.5% 낮게 나타나지만 유의성은 없다.

합병비율은 그렇지 않은 경우에 비해 낮게 나타났다.⁴⁸⁾ <표 III-19>와 같이 합병기업 최대주주가 피합병기업 최대주주 또는 특수관계인인 경우를 동일 대주주로 간주하면, γ_2 추정치는 모두 음수이긴 하나 통계적인 유의성은 (1)과 (3)에서만 관찰된다. 즉, 교차주주 여부보다는 피합병기업 5% 주주와 동일 대주주의 이해관계에 초점을 맞춘 경우에만 통계적인 유의성이 관찰되는 것이다. 이 때 계수 추정치는 각각 (1) -0.476과 (3) -0.524이며, 최대주주가 동일한 경우의 계수 추정치(-0.787~-0.549)보다 유의성과 강도(magnitude)가 작아진다. 반면, <표 III-20>처럼 최대주주 또는 특수관계인 중 교차주주가 있는 경우로 대주주 동일 여부를 확장하면, 계수 추정치는 유의하지 않은 양수로 나타나 대주주 동일 여부에 따라 합병비율이 유의하게 달라지지 않는다. 이러한 결과는 합병기업 최대주주가 피합병기업의 최대주주 또는 특수관계인인 경우에 이론모형이 제기하는 이해상충에 따른 피합병기업 저평가 가능성이 있음을 시사한다. 특히, 양사 최대주주가 동일한 합병일 경우에는 더욱 그러하다.

반면, 대주주 동일 여부 이외에 가설과 관련된 변수들은 유의하지 않은 것으로 추정되었다. 합병기업의 지분율이 높은 동일 대주주 $I_\alpha \times I_{(\alpha_A > \alpha_T)}$ 의 계수 추정치 γ_3 는 상당수 분석에서 부호 자체는 음수로 나타나지만 통계적인 유의성은 없다. 피합병기업 5% 이상 주주의 지분율 β_T 의 계수 추정치 γ_4 역시 예측대로 양수로 추정되었으나, 유의하지는 않다. γ_5 역시 교차주주 여부를 기준으로 본 $I_\alpha \times \beta_{c,T}$ (대주주가 동일한 합병의 피합병기업 5% 이상 교차주주)는 모든 추정결과에서 음수로 나타나긴 하나, 통계적인 유의성은 없다.⁴⁹⁾ 한편, 교차주주 여부와는 관계없이 피합병기업 5% 이상 주주와 동일 대주주의 이해관계에 초점을 둘 경우 $I_\alpha \times \beta_T$ 의 계수 추정치 γ_5 는 모든

48) 이 추정치에 기초하여 상수항(γ_0) 대비 피합병기업 저평가율(γ_2/γ_0)을 산정하면, 저평가율은 최소 30%에서 최대 60% 수준으로 높게 나타난다.

49) 94건의 합병 건 중 피합병기업의 5% 이상 교차주주가 존재하는 합병건수는 8건이며, 이 중 양사 최대주주가 동일한 건수는 2건, 합병기업 최대주주가 피합병기업 최대주주 또는 특수관계인인 경우는 4건, 최대주주 또는 특수관계인 중 교차주주가 있는 경우는 6건으로 건수 자체가 많지 않다. 따라서, 통계적인 유의성이 나타나지 않는 것은 데이터의 문제와도 연관된 것으로 판단된다.

추정식에서 양수로 나타나는데, 통계적인 유의성은 <표 III-20>에서만 존재한다. 이는 동일 대주주의 범위를 넓게 보면, 이론모형에서 시사하는 이해상충 문제가 발견되지 않을뿐더러 피합병기업 5% 이상 주주들과 동일 대주주의 이해관계가 다르다는 점을 시사한다.

이상의 결과를 종합하면, 합병기업 최대주주가 피합병기업 최대주주이거나 특수관계인인 합병의 합병비율이 그렇지 않은 합병에 비해 유의하게 낮아 피합병기업의 주가가 상대적으로 저평가되는 결과를 확인할 수 있다. 또한, 피합병기업 저평가 정도는 합병기업과 피합병기업의 최대주주가 동일할 때 가장 높게 나타난다. 반면, 최대주주나 특수관계인 이외에 지분율이 높은 다른 주주 또는 교차주주가 있더라도 합병비율이 더 낮지는 않아 이들의 이해관계로 인해 피합병기업이 저평가되는 문제는 없는 것으로 판단된다. 오히려 일부 분석에서는 피합병기업 5% 이상 주주와 동일 대주주의 이해관계가 상이하다는 점을 확인할 수 있었다.

이외의 변수들에 대한 분석 결과, 소규모합병 및 공시 이후 무산된 합병 사례의 합병비율이 그렇지 않은 합병에 비해 유의하게 낮게 나타났다. 소규모합병의 경우 합병비율이 그렇지 않은 합병보다 $-1.364 \sim -0.884$ 가량 유의하게 낮은 것으로 추정되었다. 합병무산의 경우에는 상당수 분석 결과에서 성사된 합병보다 합병비율이 $-0.789 \sim -0.636$ 가량 유의하게 낮게 추정되었다. 이는 합병무산의 주된 이유가 낮은 합병비율에 있음을 시사한다. 규모변수의 경우 합병의 상대규모 계수 추정치가 유의한 음수로 추정되었다. 발행주식수 비율은 부호는 양수이나, 대부분 유의하지 않게 추정되었다.

<표 III-18> 합병비율의 저평가 가능성 (1)

합병기업과 피합병기업 최대주주가 동일한 경우

설명변수	종속변수: 합병비율			
	(1)	(2)	(3)	(4)
ln(합병규모(억원))	-0.041 (0.063)	-0.049 (0.070)		
상대규모 (합병규모/합병기업시가총액)			-0.055* (0.028)	-0.052* (0.028)
발행주식수 비율			0.001 (0.001)	0.001* (0.001)
소규모합병 더미(I_s)	-1.266** (0.515)	-1.257** (0.521)	-1.364** (0.586)	-1.345** (0.593)
합병무산 더미(I_f)	-0.636* (0.349)	-0.668* (0.356)	-0.715 (0.505)	-0.786 (0.483)
대주주 동일 더미(I_α) ¹⁾	-0.656** (0.252)	-0.549** (0.271)	-0.787*** (0.283)	-0.669** (0.320)
$I_\alpha \times I_{(\alpha_A > \alpha_T)}$ ²⁾	-0.062 (0.413)	-0.059 (0.490)	0.082 (0.510)	0.105 (0.580)
피합병기업 5% 이상 주주 지분율(β_T)	0.032 (0.040)	0.041 (0.030)	0.031 (0.039)	0.042 (0.027)
$I_\alpha \times \beta_T$ ³⁾	0.015 (0.034)		0.020 (0.034)	
$I_\alpha \times \beta_{c,T}$ ⁴⁾		-0.016 (0.032)		-0.013 (0.025)
상수	1.740** (0.697)	1.828** (0.770)	1.318*** (0.014)	1.316*** (0.014)
고정효과	연도	연도	연도	연도
표본 수	94	94	87	87
R-squared	0.265	0.264	0.285	0.281

- 주 : 1) I_α 는 합병기업과 피합병기업의 최대주주가 동일한 경우를 나타내는 더미변수
 2) $I_\alpha \times I_{(\alpha_A > \alpha_T)}$ 는 최대주주가 동일하고 최대주주의 합병기업 지분율이 피합병기업보다 더 높은 경우를 나타내는 더미변수
 3) $I_\alpha \times \beta_T$ 는 대주주가 동일한 경우 피합병기업 5% 이상 주주들의 지분율 계
 4) $I_\alpha \times \beta_{c,T}$ 는 대주주가 동일한 경우 피합병기업 5% 이상 주주 중 양사의 지분율 모두 소유한 주주(교차주주)들의 지분율 계
 5) 연도 더미로 고정효과를 통제하고, 합병의 이분산성을 감안하여 표준오차를 조정
 6) *** p<0.01, ** p<0.05, * p<0.1

<표 III-19> 합병비율의 저평가 가능성 (2)

합병기업 최대주주가 피합병기업 최대주주 또는 특수관계인인 경우

설명변수	종속변수: 합병비율			
	(1)	(2)	(3)	(4)
ln(합병규모(억원))	-0.051 (0.067)	-0.057 (0.067)		
상대규모 (합병규모/합병기업시가총액)			-0.043* (0.025)	-0.042* (0.025)
발행주식수 비율			0.001 (0.001)	0.001 (0.001)
소규모합병 더미(I_s)	-1.301** (0.524)	-1.297** (0.534)	-1.338** (0.574)	-1.330** (0.582)
합병무산 더미(I_f)	-0.646* (0.373)	-0.672* (0.354)	-0.742 (0.518)	-0.789* (0.446)
대주주 동일 더미(I_α) ¹⁾	-0.476* (0.260)	-0.419 (0.334)	-0.524** (0.259)	-0.460 (0.347)
$I_\alpha \times I_{(\alpha_A > \alpha_T)}$ ²⁾	-0.209 (0.321)	-0.239 (0.352)	-0.068 (0.384)	-0.098 (0.422)
피합병기업 5% 이상 주주 지분율(β_T)	0.037 (0.046)	0.041 (0.027)	0.037 (0.046)	0.041 (0.026)
$I_\alpha \times \beta_T$ ³⁾	0.002 (0.043)		0.004 (0.044)	
$I_\alpha \times \beta_{c,T}$ ⁴⁾		-0.022 (0.025)		-0.021 (0.022)
상수	1.853** (0.738)	1.912** (0.740)	1.312*** (0.012)	1.311*** (0.012)
고정효과	연도	연도	연도	연도
표본 수	94	94	87	87
R-squared	0.266	0.269	0.277	0.279

주 : 1) I_α 는 합병기업의 최대주주가 피합병기업의 최대주주 또는 특수관계인인 경우를 나타내는 더미변수

2) $I_\alpha \times I_{(\alpha_A > \alpha_T)}$ 는 최대주주가 동일하고 최대주주의 합병기업 지분율이 피합병 기업보다 더 높은 경우를 나타내는 더미변수

3) $I_\alpha \times \beta_T$ 는 대주주가 동일한 경우 피합병기업 5% 이상 주주들의 지분율 계

4) $I_\alpha \times \beta_{c,T}$ 는 대주주가 동일한 경우 피합병기업 5% 이상 주주 중 양사의 지분율 모두 소유한 주주(교차주주)들의 지분율 계

5) 연도 더미로 고정효과를 통제하고, 합병의 이분산성을 감안하여 표준오차를 조정

6) *** p<0.01, ** p<0.05, * p<0.1

<표 III-20> 합병비율의 저평가 가능성 (3)

양사 최대주주 또는 특수관계인 중 교차주주가 있는 경우

설명변수	종속변수: 합병비율			
	(1)	(2)	(3)	(4)
ln(합병규모(억원))	-0.046 (0.064)	-0.059 (0.067)		
상대규모 (합병규모/합병기업시가총액)			-0.039 (0.032)	-0.049 (0.032)
발행주식수 비율			0.000 (0.001)	0.001 (0.001)
소규모합병 더미(I_s)	-0.884** (0.340)	-0.961*** (0.360)	-0.932** (0.387)	-1.011** (0.405)
합병무산 더미(I_f)	-0.748** (0.359)	-0.757* (0.386)	-0.709 (0.448)	-0.817 (0.501)
대주주 동일 더미(I_α) ¹⁾	0.330 (0.446)	0.583 (0.524)	0.258 (0.443)	0.534 (0.514)
$I_\alpha \times I_{(\alpha_A > \alpha_T)}$ ²⁾	-0.478 (0.557)	-0.419 (0.534)	-0.382 (0.620)	-0.315 (0.595)
피합병기업 5% 이상 주주 지분율(β_T)	0.013 (0.017)	0.044 (0.029)	0.013 (0.017)	0.045* (0.027)
$I_\alpha \times \beta_T$ ³⁾	0.042* (0.023)		0.044* (0.023)	
$I_\alpha \times \beta_{c,T}$ ⁴⁾		-0.033 (0.031)		-0.037 (0.029)
상수	1.468** (0.637)	1.359** (0.607)	1.053** (0.441)	0.781 (0.512)
고정효과	연도	연도	연도	연도
표본 수	94	94	87	87
R-squared	0.272	0.261	0.283	0.272

주 : 1) I_α 는 최대주주 또는 특수관계인이 교차주주인 경우를 나타내는 더미변수2) $I_\alpha \times I_{(\alpha_A > \alpha_T)}$ 는 최대주주가 동일하고 최대주주의 합병기업 지분율이 피합병 기업보다 더 높은 경우를 나타내는 더미변수3) $I_\alpha \times \beta_T$ 는 대주주가 동일한 경우 피합병기업 5% 이상 주주들의 지분율 계4) $I_\alpha \times \beta_{c,T}$ 는 대주주가 동일한 경우 피합병기업 5% 이상 주주 중 양사의 지분율 모두 소유한 주주(교차주주)들의 지분율 계

5) 연도 더미로 고정효과를 통제하고, 합병의 이분산성을 감안하여 표준오차를 조정

6) *** p<0.01, ** p<0.05, * p<0.1

3. 합병시점 선택유인에 대한 검토

이 절에서는 국내 상장사 간 합병사례에서 합병기업에 유리한 방향으로 합병시점이 선택되었는지를 실증분석한 결과를 제시한다. II장에서 살펴 보았듯이 합병가액이 주가를 기준으로 산정되므로 대주주는 피합병기업의 상대주가가 낮은 시점에 합병을 시도하는 방식으로 자신의 이익을 극대화할 유인이 존재한다. 실제로 앞선 합병비율 저평가 가능성에 대한 실증분석 결과는 이러한 가능성을 강하게 시사한다.

합병시점 선택유인을 분석하기 위한 분석방법은 다음과 같다. 우선, 개별 합병사례(총 104건, 지분율 정보가 있는 경우로 한정하면 94건)별로 합병기업 및 피합병기업의 과거 6개월 간 주가와 거래량 자료를 이용하여 법령에 규정된 방법대로 합병가액과 합병비율을 산정하였다. 예를 들어, 합병가액은 과거 1개월 거래량 가중평균 주가, 1주일 거래량 가중평균 주가, 최근일 주가의 평균치로 산정하였다.⁵⁰⁾ 2013년 이전 합병의 경우에는 이 평균치와 최근일 주가 중 더 낮은 값을 합병가액으로 산정하였다. 또한, 이 과정에서 액면분할, 주식병합비율, 액면병합 등 합병비율에 영향을 미치는 이벤트 등을 공시자료를 통해 확인하여 실제 합병비율과 일치하도록 조정하였다. 이후 이렇게 산정된 합병의 추정치를 실제 합병비율과 비교하여 합병비율의 차이를 계산하고, 이를 기초로 합병시점 선택유인을 검토하였다. 즉, 합병이 실제보다 이전에 일어났다고 가정했을 때 계산되는 합병비율과 실제 합병비율을 비교하며, 과연 합병비율이 낮을 때 합병이 이루어졌는지를 파악하고자 하는 것이다.

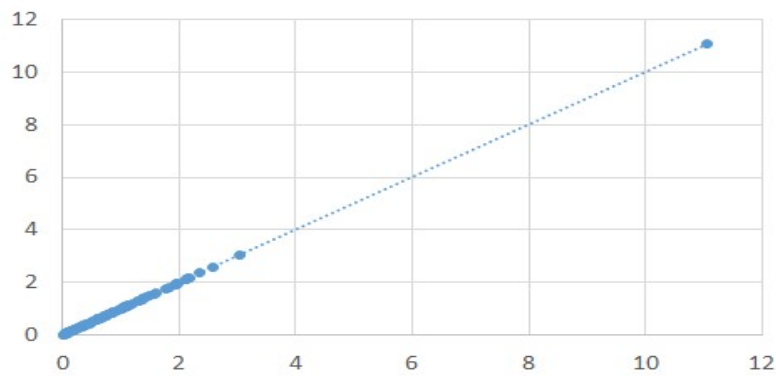
104건의 합병사례에 대해 산정된 기산일 기준 추정 합병비율과 실제 합병비율의 오차는 평균 -0.013%, 표준편차 0.192%로 거의 동일하며, 이를 바탕으로 한 실증분석에는 무리가 없는 것으로 판단된다.⁵¹⁾ 이는 <그림 III-5>에서

50) 보다 구체적으로는 1개월 거래량 가중평균 주가는 기산일(0일)부터 과거 29일(-29)까지 자료를, 1주일 거래량 가중평균 주가는 기산일(0일 기준)부터 과거 6일(-6)까지 자료를 이용하여 산정하였다.

51) 오차는 '(추정 합병비율 - 실제 합병비율)/실제 합병비율(%)'로 산정하였다.

확인할 수 있다. 이러한 오차는 과거 1개월 또는 1주일 거래량 가중평균주가 산정 시 포함되는 영업일의 수가 시점에 따라 달라서 발생한다. 즉, 산정에 포함되는 과거 영업일이 동일한 경우 추정 합병비율과 실제 합병비율은 동일하나, 계산에 이용되는 영업일의 수가 1~2일 변동함에 따라 합병비율은 다소 차이가 발생하는 것이다.

<그림 III-5> 실제 합병비율과 추정 합병비율 비교

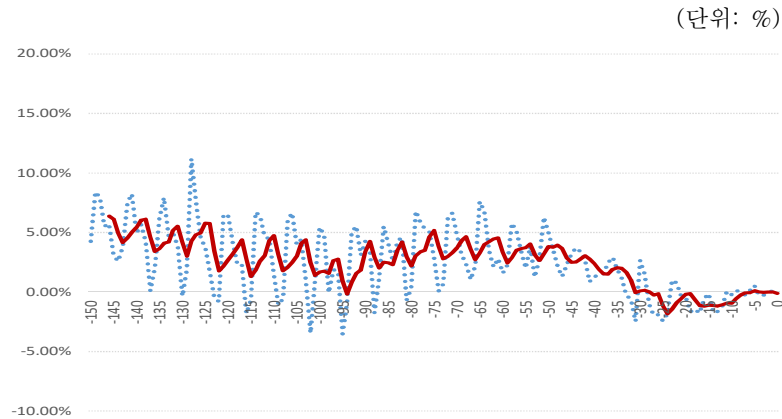


주 : 가로축은 실제 합병비율, 세로축은 합병가액 산정방식에 따라 계산된 추정 합병비율이며, 점선은 45도선을 의미

가. 대주주 동일 여부를 고려하지 않은 경우

<그림 III-6>는 전체 104건의 합병사례를 대상으로 산정된 합병비율 차이의 평균치를 보여주고 있다. 여기서 점선은 일별 차이의 평균을, 실선은 일별 차이의 5일 이동평균을, 합병비율 차이는 ‘(과거 시점의 추정 합병비율 - 실제 합병비율)/실제 합병비율(%)’을 의미한다. 그리고 양(+)의 합병비율 차이는 과거 시점에 합병이 있었다면 더 높은 합병비율로 합병이 이루어졌을 것임을, 음(-)의 합병비율은 과거 시점에 합병이 있었다면 더 낮은 합병비율로 합병이 이루어졌을 것임을 의미한다. 한편, <그림 III-6>을 월단위로 요약하면 <그림 III-7>과 같다.⁵²⁾

<그림 III-6> 추정 합병비율과 실제 합병비율 간 차이의 일별 추이



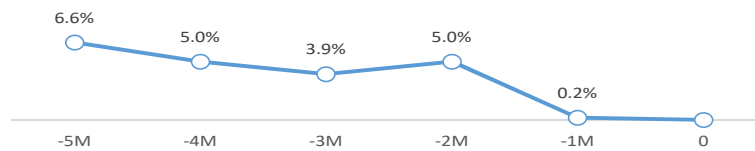
- 주 : 1) 전체 104건의 합병사례를 대상으로 산정된 일별 합병비율 차이의 평균치이며, 점선은 일별 차이의 평균을, 실선은 합병비율 차이의 5일 이동평균을 의미
2) 합병비율 차이는 ‘(과거 시점의 추정 합병비율 - 실제 합병비율)/실제 합병비율 (%)’로 산정

<그림 III-6>~<그림 III-7>에서 보듯이 과거 시점의 추정 합병비율은 실제 합병비율보다 최대 7%(5일 이동평균 기준) 가량 높게 나타난다. 이는 과거 5개월 이전에 합병이 이루어졌다면 합병비율은 최대 7% 가량 높아졌을 것임을 시사한다. 또한, 2개월 이전 시점부터는 합병비율이 빠르게 실제 수치에 수렴(평균 5% 수준)하는 추세를 보이고 있는 것도 특징적인 사실이다. 그런데 이는 법령에 규정된 계열사 간 합병 시 적용되는 10%의 할인·할증폭(합병가액 기준)에서 나타날 수 있는 변동 수준임을 유의할 필요가 있다. 예를 들어, 합병기업 대비 피합병기업의 합병가액이 10% 수준 할인될 경우 합병비율은 10% 가량 낮게 나타날 수 있다. 그리고 합병가액 최대 할인(할증)폭으로 10%를 전제하면, 현행 법령에서 허용하는 합병비율의 변화폭은 -18%에서 22% 수준이다.⁵²⁾ 이 점에서 7% 수준의 저평가 정도를

52) 이 경우에는 매월 기준일(n 개월 이전인 경우 ‘기산일 이전 - $29 \times n$ ’일) 전후로 5일 평균치를 사용하여 주가변동에 따른 합병비율의 변동성을 반영하였다.

국내 상장사 간 합병에서 합병기업 대주주가 자신에게 유리한 합병시점을 선택했다는 근거로 보기는 어렵다.

<그림 III-7> 추정 합병비율과 실제 합병비율 간 차이의 월별 추이



- 주 : 1) 전체 104건의 합병사례를 대상으로 산정된 합병비율 차이의 매월 기준일 전후 5일 평균치
 2) 합병비율 차이는 ‘(과거 시점의 추정 합병비율 - 실제 합병비율)/실제 합병비율 (%)’로 산정

나. 대주주 동일 여부를 고려한 경우

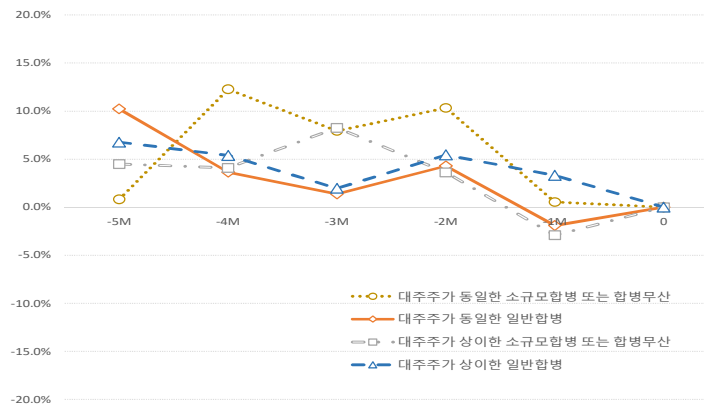
주주 간 이해상충에 따른 부의 이전 문제는 기본적으로 대주주가 동일한 경우에 발생하므로 합병비율 차이 역시 대주주 동일 여부를 감안하여 분석할 필요가 있다. 이에 지분을 정보가 있는 94건을 대상으로 합병비율 저평가 분석과 마찬가지로 대주주 동일 여부를 (1) 양사 최대주주가 동일한 경우, (2) 합병기업 최대주주가 피합병기업 최대주주 또는 특수관계인인 경우, (3) 양사 최대주주 또는 특수관계인 중 교차주주가 있는 경우 등 세 가지로 구분하였다. 또한, 합병비율은 소규모합병 또는 합병무산 여부와도 관련이

53) 합병기업 합병가액을 10% 할증하고, 피합병기업 합병가액은 10% 할인하면 합병가액은 약 18% 가량 낮아지는 반면 합병기업 합병가액을 10% 할인하고, 피합병기업 합병가액을 10% 할증하면 합병비율은 약 22% 가량 상승한다.

있으므로 개별 합병사례를 대주주 동일 여부를 판별하는 세 가지 기준 각각에 대해 (i) 대주주가 동일한 소규모합병 또는 합병무산, (ii) 대주주가 동일한 일반합병, (iii) 대주주가 상이한 소규모합병 또는 합병무산, (iv) 대주주가 상이한 일반합병 등 네 가지 경우로 구분하여 합병시점 선택유인을 살펴보았다. 이 중 (ii)와 (iv)를 비교하는 것이 합병시점 선택유인 분석의 핵심이다. <그림 Ⅲ-8>은 대주주 동일 여부 각각의 기준에 대해 표본을 네 가지로 나누고, 과거 시점에 합병이 이루어졌을 경우의 합병비율 추정치와 실제 합병비율의 차이(%)를 보여주고 있다.

<그림 Ⅲ-8> 합병시점 선택유인 검토

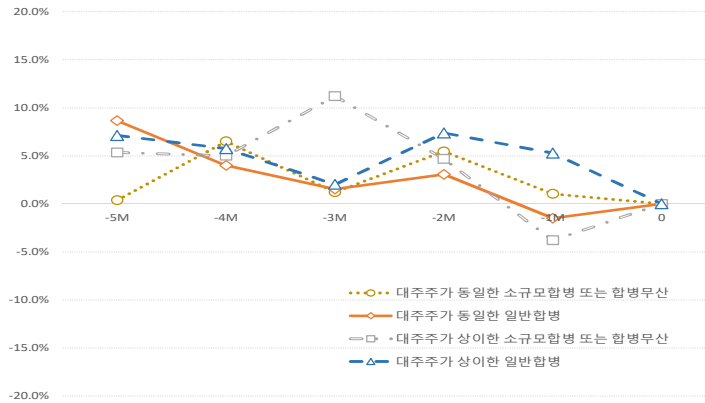
(1) 합병기업과 피합병기업 최대주주가 동일한 경우



주 : 1) 지분을 정보가 있는 94건의 합병사례를 대상으로 산정된 합병비율 차이의 월별 기준일 전후 5일 평균치
 2) 합병비율 차이는 '(과거 시점의 추정 합병비율 - 실제 합병비율)/실제 합병비율 (%)'로 산정

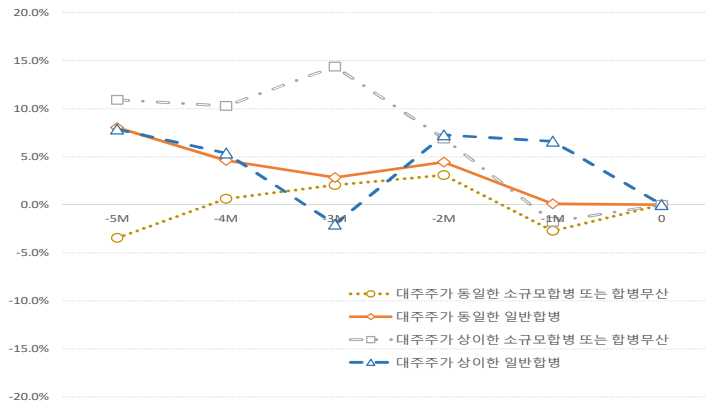
<그림 III-8> 합병시점 선택유인 검토 (계속)

(2) 합병기업 최대주주가 피합병기업 최대주주 또는 특수관계인인 경우



- 주 : 1) 지분율 정보가 있는 94건의 합병사례를 대상으로 산정된 합병비율 차이의 월별 기준일 전후 5일 평균치
 2) 합병비율 차이는 ‘(과거 시점의 추정 합병비율 - 실제 합병비율)/실제 합병비율(%)’로 산정

(3) 양사 최대주주 또는 특수관계인 중 교차주주가 있는 경우



- 주 : 1) 지분율 정보가 있는 94건의 합병사례를 대상으로 산정된 합병비율 차이의 월별 기준일 전후 5일 평균치
 2) 합병비율 차이는 ‘(과거 시점의 추정 합병비율 - 실제 합병비율)/실제 합병비율(%)’로 산정

우선, 양사 최대주주가 동일한 경우(<그림 Ⅲ-8> (1))를 보면, 합병시점 선택유인에 대한 결과는 다음과 같다. 대주주가 동일한 일반합병의 합병비율은 약 10% 가량 하락하고, 대주주가 상이한 일반합병의 합병비율은 최대 7%(5개월 시점) 정도 하락하였다. 이는 과거 5개월 시점 이내에 합병이 이루어졌다면 합병비율은 최대주주가 동일한 경우에는 10%, 그렇지 않은 경우에는 약 7% 가량 높아졌을 것임을 의미한다. 그런데 이 정도의 합병비율 변화는 법령상 규정된 합병가액 할인·할증 범위 내에서 충분히 발생할 수 있는 수준이며, 대주주 동일 여부에 따라서 유의한 차이가 있다고 볼 수도 없다. 즉, 최대주주가 동일하다고 해서 합병비율이 더 낮게 산정되는 시기를 선택하여 합병을 발표했다고 보기는 어렵다. 한편, 소규모 합병이나 합병무산의 경우 합병비율은 5개월 동안 약 8~12% 가량 감소하여 일반합병과 유의한 차이가 나지 않았고, 대주주 동일 여부에 따라 유의한 차이가 나지도 않았다.⁵⁴⁾

대주주의 범위를 합병기업 최대주주와 특수관계인까지로 확장하더라도 마찬가지이다. <그림 Ⅲ-8> (2)와 같이 합병기업 최대주주가 교차주주인 경우로 대주주의 범위를 넓히면 일반합병의 합병비율은 앞선 경우와 유사하게 과거 5개월 동안 7~9% 가량 하락한다. 또한, <그림 Ⅲ-8> (3)과 같이 최대주주와 특수관계인 중 교차주주가 있는 경우로 확장하더라도 합병비율 감소폭은 최대 8%로 앞선 경우와 유사하다. 오히려 대주주가 상이한 소규모합병 및 합병무산의 경우 합병비율 하락폭이 최대 14% 수준으로 이전보다 증가한다.

이상의 분석내용을 종합하면, 대주주 동일 여부와 관계없이 국내 상장사 간 합병사례에서 단기적인 주가변동을 활용한 합병시점 선택유인을 뒷받침할 만한 유의한 근거는 없는 것으로 판단된다. 이에 대한 근거는 다음과 같다. 우선, 10% 내외의 변동은 계열사 간 합병 시 적용되는 10%의 합병가액 할인·할증범위에서 충분히 나타날 수 있는 수준이다. 그 차이 또한 대주주 동일 여부에 따라 유의하게 달라진다고 보기도 어렵다. 일례로 5개월 이전

54) 대주주가 동일한 경우 합병비율 하락폭(10~12%)이 그렇지 않은 경우(8%)에 비해 다소 높게 나타나지만, 전반적인 추세는 동일하다.

시점 기준 최대주주가 동일한 일반합병의 합병비율 저평가 정도의 평균은 0.102(10.2%, 20건), 최대주주가 상이한 일반합병의 합병비율 저평가 정도의 평균은 0.068(6.8%, 37건)이나 t -통계량이 0.427로 통계적으로는 차이가 없다. 즉, 5개월 이전 시점을 기준으로 산정된 대주주가 동일한 일반합병의 합병비율 저평가 정도와 그렇지 않은 일반합병의 합병비율 저평가 정도는 통계적으로는 동일한 수준이다. 이외에도 본문에는 신지 않았으나 별도의 회귀분석 결과, 5개월 이전 시점을 기준으로 산정된 추정 합병비율과 실제 합병비율의 차이(%)는 유의하지 않았다.⁵⁵⁾

다. 회귀분석 결과

앞 절에서는 표본을 대주주 동일 여부와 소규모합병 및 합병무산 여부를 기준으로 네 가지로 나눈 후 과거 시점 추정 합병비율과 실제 합병비율의 차이를 분석하였다. 이에 이 절에서는 회귀분석을 사용하여 합병의 시기에 따른 주가의 변동성, 합병규모 등 개별 합병의 특성을 추가로 통제한 후 합병시점 선택유인을 분석하고자 한다.

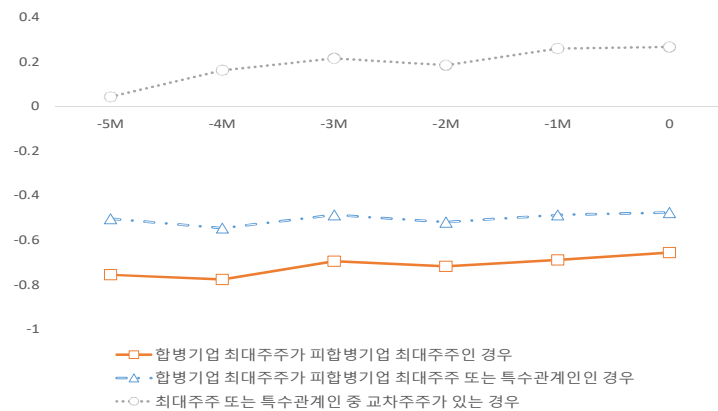
회귀분석 모형은 (식 III-1)과 동일하며, 과거 5개월 이전부터 매월 기준일을 전후로 5일 동안 추정된 합병비율의 평균을 회귀분석의 종속변수로 사용하였다. 보다 구체적으로 말하자면, 회귀분석 모형은 합병비율 저평가 분석(<표 III-18>~<표 III-20>)에서 사용된 모형 (3)을 사용하였다. 합병비율 저평가 분석 결과, 최대주주나 특수관계인 이외의 교차주주는 합병비율에 유의한 영향을 끼치지 않은 것으로 나타났기 때문이다.

이 회귀분석의 주목적은 과거 특정 시점(예: 3개월 이전)에 합병이 이루어졌더라도 합병비율이 낮게 산정되었는지를 파악하여 합병시점 선택유인의 존재 여부를 가늠하는 것이다. 실제로 대주주가 동일한 경우 합병비율이 낮을 때

55) 이 회귀분석의 모형은 (식 III-1)과 동일하나, 실제 합병비율 대신 5개월 이전 시점을 기준으로 산정된 추정 합병비율과 실제 합병비율의 차이(%)를 종속변수로 사용했다는 점에서 차이가 난다.

합병이 이루어진 것이라면 과거 시점으로 갈수록 합병비율이 더 높을 것이고, 추정계수치 역시 유의성이 떨어질 것이기 때문이다. 즉, 과거 시점으로 갈수록 최대주주 동일 여부(I_α)의 계수 추정치 γ_2 는 통계적으로 0에 해당하는 수치가 추정될 것이다. 그리고 합병시점 선택유인 관점에서 보면, 이러한 수치가 나오는 시점부터 합병비율 하락이 시작되었을 것으로 판단하는 것이다.

<그림 Ⅲ-9> 회귀분석을 이용한 합병시점 선택유인 분석



- 주 : 1) 각 시점별 추정 합병비율(과거 기준일 전후 5일 평균치)에 기초한 회귀분석모형에서 최대주주 동일 여부(I_α)의 계수 추정치(γ_2)를 표시
 2) 계수 추정치가 유의한 음수(-)이면 대주주가 동일한 경우 합병비율이 그렇지 않은 합병보다 유의하게 낮음을 의미

<표 Ⅲ-21>~<표 Ⅲ-23>은 이에 대한 분석 결과를 제시하고 있다. 그리고 <그림 Ⅲ-9>는 회귀분석 결과 중 동일 대주주 여부를 판단하는 세 가지 기준 각각에 대한 γ_2 추정치만을 뽑아 비교하고 있다. 이에 따르면, 합병시점 선택유인과 관련된 분석 결과는 다음과 같이 요약할 수 있다. 우선, 양사 최대주주가 동일한 경우 대주주 동일 더미(I_α)의 계수 추정치 γ_2 는 -0.875~-0.765의 유의한 음수로 추정되어, 합병비율이 모든 시점

(과거 5개월~현재)에서 그렇지 않은 경우보다 유의하게 낮은 것으로 나타난다. 합병기업 최대주주가 피합병기업 최대주주 또는 특수관계인인 경우에도 γ_2 는 모든 시점에서 $-0.584 \sim -0.524$ 의 유의한 음수로 추정된다. 즉, 합병기업 최대주주를 기준으로 동일 대주주 여부를 판단하면, 과거 5개월 내에 합병이 이루어졌다 하더라도 여전히 합병비율이 낮게 추정되는 것이다. 반면, 양사 최대주주 또는 특수관계인 중 교차주주가 있는 경우로 동일 대주주의 기준을 확장하면 계수 추정치는 모든 시점에서 유의하지 않은 양수로 나타난다. 종합하면, 국내 상장사 간 합병의 경우 동일 대주주가 피합병기업의 상대주가가 낮은 합병시점을 선택했다는 근거를 확인할 수 없었다.

4. 소결

이 장에서는 1999년부터 2016년까지 106건의 합병사례에 기초하여 국내 상장사 간 합병의 주요 특징을 살펴보았다. 그리고 이론모형에 기초하여 주주 간 이해상충에 따른 피합병기업의 저평가 여부 및 합병시점 선택유인 존재 여부를 실제 합병비율을 이용하여 분석하였다.

이 중 국내 상장사 간 합병의 주요 특징은 다음과 같다. 국내 상장사 간 합병은 합병기업과 피합병기업이 계열사, 관계회사, 자회사, 종속회사 등 지분소유로 연결된 상호연관 합병이 대부분을 차지한다. 그리고 이들 합병의 주요목적은 경쟁력을 강화하고 재무구조를 개선하여 경영효율성을 높이는 것이다. 분석대상 106건 중 계열사 간 구조조정 또는 대주주의 지배권을 강화하는 데 주로 사용되는 소규모합병 사례는 21건이다. 합병 발표 이후 합병이 무산된 사례는 14건인데, 그 사유는 대부분 주주총회 부결 또는 피합병기업 주주의 주식매수청구권 행사와 관련되어 있다. 주요주주의 지분율을 기준으로 보면, 합병기업과 피합병기업의 최대주주가 동일한 합병은 28건이다. 이 중 소규모합병 또는 합병무산 사례는 6건이나, 이론모형

관점에서 중요한 지분소유 즉, 동일 최대주주의 합병기업 지분율이 더 높은 합병 건은 2건으로 이해상충으로 인한 문제가 소규모합병이나 합병무산 사례에서 나타날 가능성은 거의 없는 것으로 판단된다. 국내 상장사 간 합병의 평균 합병비율은 0.850인데, 소규모합병(0.302)이나 합병무산(0.537)의 합병비율이 대체로 낮게 나타난다.

이론모형의 관점에서 살펴본 피합병기업의 저평가 및 합병시점 선택유인에 대한 분석 결과는 다음과 같이 두 가지로 요약할 수 있다. 첫째, 합병비율에 영향을 미치는 요인을 통제하고도 합병기업 최대주주가 피합병기업의 최대주주 또는 특수관계인인 경우에는 그렇지 않은 경우에 비해 합병비율이 유의하게 낮게 나타났다. 이는 국내 상장사 간 합병사례에서 이론모형이 제기하는 주주 간 이해상충 또는 부의 이전 문제가 존재함을 시사한다. 둘째, 실제 발표시점보다 이른 시점(과거 5개월 이전)에 합병이 이루어졌더라도 대주주가 동일한 경우에는 합병비율이 여전히 낮게 나타났다. 이는 대주주가 6개월 이내의 단기간 내에 합병비율이 낮게 산정되는 시점을 선택하여 합병을 발표한 것은 아니라는 것이다.⁵⁶⁾ 오히려 대주주가 동일한 경우 피합병기업이 적어도 6개월 이상 그렇지 않은 경우에 비해 저평가되고 있음에 주목할 필요가 있다. 이는 낮은 합병비율 또는 피합병기업의 저평가 문제가 이해상충의 결과일 뿐만 아니라 장기간에 걸쳐 형성된 문제임을 의미하기 때문이다. 따라서, 이에 대해서는 보다 엄밀한 방법론과 광범위한 자료에 기초한 후속연구가 필요할 것으로 판단된다.⁵⁷⁾

56) 이를 감안하여 합병비율 산정 기간을 과거 시점으로 더 확장하여 산정할 수도 있다. 그러나 이 경우 주가 데이터 문제로 인해 분석 가능한 합병사례가 급격히 감소하고, 실제 합병가액 산정에 반영되는 이벤트를 통제하기가 어려워 기간을 과거 6개월 이상 확장하는 것이 사실상 불가능하였다.

57) 본 연구는 합병 발표 6개월 이전의 자료에 근거하여 분석하고 있기 때문에 장기간에 걸쳐 이루어진 피합병기업의 저평가 문제를 파악하기에는 한계가 있다. 무엇보다도 장기간에 걸쳐 형성된 피합병기업의 저평가 문제는 단순한 합병 문제가 아니라 기업가치 결정(인위적인 기업가치 훼손 가능성 포함)과 관련된 문제이므로 본 연구보다 훨씬 더 광범위한 재무 데이터와 이를 분석할 수 있는 모형이 필요하다. 따라서, 본 연구에서 제기하는 피합병기업의 저평가 문제를 동일 대주주가 의도적으로 피합병기업의 가치를 훼손한 결과로 해석해서는 안 된다.

<표 III-21> 합병시점 선택유인 회귀분석 (1)

합병기업과 피합병기업 최대주주가 동일한 경우

설명변수	종속변수: 각 시점별 (추정) 합병비율					
	(1) 실제합병	(2) 1M 이전	(3) 2M 이전	(4) 3M 이전	(5) 4M 이전	(6) 5M 이전
상대규모 (합병규모/합병기업시가총액)	-0.055* (0.028)	-0.061* (0.031)	-0.065** (0.031)	-0.055* (0.030)	-0.063** (0.031)	-0.083*** (0.023)
발행주식수 비율	0.001 (0.001)	0.001 (0.001)	0.001 (0.001)	0.001 (0.001)	0.001 (0.001)	0.001 (0.001)
소규모합병 터미(I_s)	-1.364** (0.586)	-1.386** (0.553)	-1.427** (0.564)	-1.297** (0.522)	-1.386** (0.544)	-1.357*** (0.509)
합병무산 터미(I_f)	-0.715 (0.505)	-0.747 (0.498)	-0.716 (0.527)	-0.733 (0.526)	-0.643 (0.547)	-0.608 (0.471)
대주주 동일 터미(I_α) ¹⁾	-0.787*** (0.283)	-0.812*** (0.283)	-0.820*** (0.292)	-0.765** (0.305)	-0.860*** (0.304)	-0.875*** (0.300)
$I_\alpha \times I_{(\alpha_A > \alpha_T)}$ ²⁾	0.082 (0.510)	0.130 (0.510)	0.099 (0.513)	0.112 (0.491)	0.165 (0.507)	0.357 (0.504)
피합병기업 5% 이상 주주 지분율(β_T)	0.031 (0.039)	0.027 (0.036)	0.028 (0.036)	0.026 (0.034)	0.025 (0.035)	0.021 (0.031)
$I_\alpha \times \beta_T$ ³⁾	0.020 (0.034)	0.020 (0.033)	0.023 (0.033)	0.023 (0.033)	0.023 (0.032)	0.030 (0.029)
상수	1.318*** (0.014)	1.350*** (0.015)	1.276*** (0.015)	1.020*** (0.015)	1.126*** (0.015)	0.700 (0.472)
고정효과	연도	연도	연도	연도	연도	연도
표본 수	87	87	86	86	85	83
R-squared	0.285	0.287	0.294	0.285	0.294	0.319

주 : 1) I_α 는 합병기업 최대주주가 피합병기업 최대주주인 경우를 나타내는 터미변수2) $I_\alpha \times I_{(\alpha_A > \alpha_T)}$ 는 합병기업 최대주주가 교차주주이면서, 이 주주의 합병기업 지분율이 피합병기업 지분율보다 더 높은 경우를 나타내는 터미변수

3) 최대주주가 동일한 경우 피합병기업 5% 이상 지분을 소유한 교차주주 (최대주주 및 특수관계인 제외)의 지분율 계

4) 연도 터미로 고정효과를 통제하고, 이분산성을 감안하여 표준오차를 조정

5) *** p<0.01, ** p<0.05, * p<0.1

<표 III-22> 합병시점 선택유인 회귀분석 (2)

합병기업 최대주주가 피합병기업 최대주주 또는 특수관계인인 경우

설명변수	종속변수: 각 시점별 (추정) 합병비율					
	(1) 실제합병	(2) 1M 이전	(3) 2M 이전	(4) 3M 이전	(5) 4M 이전	(6) 5M 이전
상대규모 (합병규모/합병기업시가총액)	-0.043* (0.025)	-0.049* (0.027)	-0.052* (0.027)	-0.043 (0.026)	-0.050* (0.027)	-0.066*** (0.021)
발행주식수 비율	0.001 (0.001)	0.001 (0.001)	0.001 (0.001)	0.001 (0.001)	0.001 (0.001)	0.001 (0.001)
소규모합병 더미(I_s)	-1.338** (0.574)	-1.354** (0.543)	-1.406** (0.555)	-1.280** (0.514)	-1.367** (0.534)	-1.337*** (0.497)
합병무산 더미(I_f)	-0.742 (0.518)	-0.772 (0.508)	-0.733 (0.535)	-0.748 (0.529)	-0.666 (0.550)	-0.664 (0.472)
대주주 동일 더미(I_α) ¹⁾	-0.524** (0.259)	-0.528** (0.260)	-0.557** (0.262)	-0.526* (0.266)	-0.584** (0.266)	-0.558** (0.255)
$I_\alpha \times I_{(\alpha_A > \alpha_T)}$ ²⁾	-0.068 (0.384)	-0.055 (0.383)	-0.083 (0.375)	-0.072 (0.349)	-0.058 (0.364)	0.066 (0.373)
피합병기업 5% 이상 주주 지분율(β_T)	0.037 (0.046)	0.031 (0.042)	0.032 (0.042)	0.028 (0.039)	0.027 (0.041)	0.025 (0.037)
$I_\alpha \times \beta_T$ ³⁾	0.004 (0.044)	0.006 (0.042)	0.0100 (0.042)	0.013 (0.040)	0.013 (0.041)	0.017 (0.037)
상수	1.312*** (0.012)	1.344*** (0.013)	1.270*** (0.013)	1.015*** (0.013)	1.119*** (0.013)	0.754 (0.473)
고정효과	연도	연도	연도	연도	연도	연도
표본 수	87	87	86	86	85	83
R-squared	0.277	0.276	0.285	0.276	0.284	0.300

주 : 1) I_α 는 합병기업 최대주주가 피합병기업 최대주주 또는 특수관계인인 경우를 나타내는 더미변수

2) $I_\alpha \times I_{(\alpha_A > \alpha_T)}$ 는 합병기업 최대주주가 교차주주이면서, 이 주주의 합병기업 지분율이 피합병기업 지분율보다 더 높은 경우를 나타내는 더미변수

3) 최대주주가 동일한 경우 피합병기업 5% 이상 지분을 소유한 교차주주 (최대주주 및 특수관계인 제외)의 지분율 계

4) 연도 더미로 고정효과를 통제하고, 이분산성을 감안하여 표준오차를 조정

5) *** p<0.01, ** p<0.05, * p<0.1

<표 III-23> 합병시점 선택유인 회귀분석 (3)

최대주주 또는 특수관계인 중 교차주주가 있는 경우

설명변수	종속변수: 각 시점별 (추정) 합병비율					
	(1) 실제합병	(2) 1M 이전	(3) 2M 이전	(4) 3M 이전	(5) 4M 이전	(6) 5M 이전
상대규모 (합병규모/합병기업시가총액)	-0.039 (0.032)	-0.048 (0.033)	-0.051 (0.034)	-0.044 (0.033)	-0.049 (0.035)	-0.057** (0.028)
발행주식수 비율	0.000 (0.001)	0.000 (0.001)	0.001 (0.001)	0.001 (0.001)	0.000 (0.001)	0.000 (0.001)
소규모합병 더미(I_s)	-0.932** (0.387)	-0.954** (0.367)	-0.985*** (0.365)	-0.873** (0.343)	-0.957** (0.364)	-0.997*** (0.348)
합병무산 더미(I_f)	-0.709 (0.448)	-0.733 (0.448)	-0.699 (0.477)	-0.710 (0.477)	-0.628 (0.490)	-0.638 (0.413)
대주주 동일 더미(I_α) ¹⁾	0.258 (0.443)	0.215 (0.419)	0.202 (0.414)	0.195 (0.385)	0.138 (0.409)	0.018 (0.387)
$I_\alpha \times I_{(\alpha_A > \alpha_T)}$ ²⁾	-0.382 (0.620)	-0.261 (0.597)	-0.268 (0.598)	-0.161 (0.577)	-0.179 (0.589)	-0.158 (0.533)
피합병기업 5% 이상 주주 지분율(β_T)	0.013 (0.017)	0.011 (0.016)	0.011 (0.016)	0.011 (0.016)	0.009 (0.016)	0.005 (0.015)
$I_\alpha \times \beta_T$ ³⁾	0.044* (0.023)	0.041* (0.024)	0.044* (0.025)	0.042 (0.025)	0.043* (0.024)	0.048** (0.023)
상수	1.053** (0.441)	1.128*** (0.418)	1.067** (0.413)	0.821** (0.384)	0.981** (0.408)	0.867 (0.586)
고정효과	연도	연도	연도	연도	연도	연도
표본 수	87	87	86	86	85	83
R-squared	0.283	0.278	0.286	0.280	0.278	0.305

주 : 1) I_α 는 최대주주 또는 특수관계인 중 교차주주가 있는 경우를 나타내는 더미변수2) $I_\alpha \times I_{(\alpha_A > \alpha_T)}$ 는 합병기업 최대주주가 교차주주이면서, 이 주주의 합병기업 지분율이 피합병기업 지분율보다 더 높은 경우를 나타내는 더미변수

3) 최대주주가 동일한 경우 피합병기업 5% 이상 지분을 소유한 교차주주 (최대주주 및 특수관계인 제외)의 지분율 계

4) 연도 더미로 고정효과를 통제하고, 이분산성을 감안하여 표준오차를 조정

5) *** $p < 0.01$, ** $p < 0.05$, * $p < 0.1$

IV. 합병의 성과분석

1. 소유구조와 합병 · 피합병기업 CAR
2. CAR의 결정요인 분석
3. 소결

IV. 합병의 성과분석

기업들이 서로 합병하는 이유는 일반적으로 규모의 경제, 성장성 확보, 사업다각화, 비용절감 등을 통한 시너지 효과가 예상되기 때문이다. 즉, 시너지는 두 기업이 서로 독립적으로 운영할 경우보다 사업을 결합할 경우 보다 높은 가치창출이 생기는 것을 의미한다.

이와 같이 이상적인 상황에서 합병이 이루어진다면, 합병기업 및 피합병기업의 가치는 둘 다 상승할 것이고, 이에 따라 시장의 반응도 이러한 가치 상승의 효과를 반영할 것으로 기대된다. 그러나 합병이 기업가치에 미치는 효과를 실증적으로 분석한 다수의 기존 문헌에서는 일반적인 예상과는 다른 결과를 보여준다. 특히, 대부분의 연구 결과에서는 피합병기업 입장에서는 합병이 긍정적인 영향을 주는 것으로 나타나지만 합병기업 입장에서는 유의미한 영향을 미치지 않거나, 오히려 부정적인 영향을 미치는 것으로 나타난다.

합병과 같은 특정 사건이 기업 성과에 미치는 영향을 분석하는 방법으로는 사건연구(event study)가 보편적이다. 그리고 여기서 성과라 하는 것은 주로 주가 수익률로 반영되는 해당 사건에 대한 시장의 반응이라 볼 수 있다. 일반적으로 사건연구에서 합병 성과에 대한 측정치(measure)로는 누적초과수익률(Cumulative Abnormal Return: CAR)이 사용되며, 그 외에 누적초과수익(Cumulative Abnormal Dollar Return: CADR), 합병 프리미엄(premium) 등을 사용하기도 한다.

합병 성과분석에 관한 주요 해외 문헌에서는 피합병기업의 경우 합병이 평균적으로 긍정적인 효과를 가져다주는 것으로 나타난다. 즉, 합병 발표 전후 피합병기업의 CAR가 유의한 양(+)의 값을 가진다. 반면, 합병기업은, 특히 피합병기업이 상장사일 경우 합병에 따른 CAR는 유의하지 않게 나타나거나, 오히려 유의하게 음(-)의 값을 가지는 것으로 보인다.⁵⁸⁾

58) Jensen & Ruback(1983), Roll(1986), Chang(1998), Bruner(2002), Fuller et al.(2002), Faccio et al.(2006)

이처럼 합병이 합병기업 입장에서 부정적으로 평가됨에도 불구하고 추진되는 이유에 대해서 대리인 문제(*agency problem*)가 제시되며, 대주주가 충분한 영향력을 행사할 수 있을 경우 기업이나 주주의 입장보다는 사적 이익 추구의 목적으로 합병을 추진하기 때문이라는 것이다. 대리인 문제로는 대주주가 자신의 입지를 강화·보호하기 위해서 수익성이 없지만 단순히 기업의 규모를 키우는 형식의 제국건설(*empire-building*), 합병 성과를 달성할 수 있다는 자만심(*hubris*) 등과 연계된다.⁵⁹⁾

최근 일부 해외 문헌에서는 부진한 성과의 합병이 추진되는 또 하나의 설명으로 교차주주의 영향을 지목한다. Matvos & Ostrovsky(2008) 및 Goranova et al.(2010)은 교차주주로서 최대주주와 연금·펀드의 이해관계가 일치하고, 이들이 합병기업보다 피합병기업에 보다 높은 지분율을 보유할 경우 합병기업에서는 손해를 보지만 피합병기업에서는 이를 상쇄하거나 상회하는 수준의 이득을 보기 때문에 합병기업 입장에서 불리한 합병을 추진할 수 있는 가능성을 제시한다. 즉, 이러한 경우 기업을 감시하고 소수 주주를 대변하여 대리인 문제를 완화시키는 역할이 기대되는 연금·펀드가 오히려 지배구조 문제를 더 악화시킬 수 있다는 지적이다.⁶⁰⁾

이처럼 소유구조는 어떠한 합병이 추진되고, 해당 합병의 경제적 이득이 합병 및 피합병 기업 입장에서 얼마나 되는지에 영향을 미칠 수 있다. 국내에서 이루어지는 상장사 간 합병에서도 이러한 소유구조와 합병의 성과 간의 관계가 성립되는지, 또한 어떠한 소유구조와 교차주주가 합병 성과에 영향을 미치는지를 살펴본다.

59) Roll(1986), Jensen(1986), Morck et al.(1990), Moeller et al.(2004), Brown & Sarma(2007)

60) Matvos & Ostrovsky(2008)은 1981~2003년 사이 미국 상장사 간 합병자료를 활용하여 교차주주인 기관투자자와 일반주주 간 합병 전후 5일간 CAR(-5,+5)의 차이를 비교하였다. 그 결과, 합병기업의 일반주주의 경우 합병에 따른 CAR는 통계적으로 유의한 음(-)의 값을 가진 반면, 교차주주(기관투자자)의 경우 피합병기업의 CAR까지 포함할 경우 통계적으로 유의한 양(+)의 값을 가진다는 결과를 제시한다.

1. 소유구조와 합병 · 피합병기업 CAR

가. 합병기업 누적초과수익률(CAR)

본 소절에서는 국내 상장사 간 합병의 CAR를 살펴보며, 앞서 설명한 1999~2016년 사이 국내 상장사 간 합병 자료에 기초한다. CAR의 산출은 사건조사에서 보편적으로 사용하는 시장모형(market model)을 활용하며, 초과수익률(Abnormal Return: AR)은 아래의 회귀분석 모형을 통해 산출한다:

$$AR_{it} = R_{it} - E(R_{it}) \quad (\text{식 IV-1})$$

AR_{it} 는 기업 i 의 t 기 초과수익률이며, R_{it} 는 기업 i 의 t 기의 실제 수익률, 그리고 $E(R_{it})$ 는 합병기업 i 의 t 기의 기대수익률이다. 기대수익률의 산출은 시장모델(market model)을 사용하며 아래와 같다:

$$E(R_{it}) = \alpha_i + \beta_i R_{mt} \quad (\text{식 IV-2})$$

R_{mt} 는 t 기의 시장수익률이며 KOSPI와 KOSDAQ 지수를 전일 시가총액으로 가중평균한 합성주가지수(composite stock price index)를 사용한다.⁶¹⁾ AR 계산을 위해서 시장모형은 합병 기준일 -220일에서 -30일까지의 기간을 기준으로 활용한다. 이처럼 계산된 AR 값을 합병 기준일 전후 일정 기간을 정하여 합산한 값으로 CAR를 산출한다.

61) 시장수익률을 유가증권시장 종목은 KOSPI 지수, 코스닥시장 종목은 KOSDAQ 지수를 각각 적용하는 경우 결과에 차이를 보이지 않는다.

<표 IV-1>은 합병 및 피합병 기업의 CAR를 보여준다. CAR는 합병 기준일 전후 1일(CAR(-1,+1)), 2일(CAR(-2,+2)) 및 5일(CAR(-5,+5))을 살펴본다. 우선, 합병 및 피합병 기업 모두의 경우 CAR가 양(+)의 값을 가지며 통계적으로 유의한 수준이다. 합병 기준일 전후 1일(CAR(-1,+1))을 살펴볼 경우 합병기업의 CAR는 2.41%, 피합병기업의 CAR는 2.27%로 나타난다. 즉, 합병기업의 CAR는 피합병기업보다 소폭 높은 특징을 보이며, 이러한 관계는 CAR(-2,+2) 및 CAR(-5,+5)의 경우에도 동일하다.

반면, <표 IV-1>의 마지막 행은 합병 대비 피합병기업의 CAR 차이를 보여주며, 모든 경우에 있어서 그 차이는 통계적으로 유의하지 않게 나타난다. 또한, CAR(-5,+5)는 합병기업의 경우 3.74%, 피합병기업은 3.20%로 CAR 값은 합병·피합병기업 모두에 있어서 산출 기간이 늘어남에 따라 높아지는 모습을 보인다.

<표 IV-1> 합병 및 피합병 기업 누적초과수익률(CAR)

(단위: 건, %)

항목	표본 수	합병기업(A)	피합병기업(B)	차이(B-A)
CAR(-1,+1)	105	2.41 (0.60)***	2.27 (0.59)***	-0.14 (0.61)
CAR(-2,+2)	105	2.96 (0.69)***	2.30 (0.68)***	-0.66 (0.66)
CAR(-5,+5)	105	3.74 (0.82)***	3.20 (0.89)***	-0.54 (0.85)

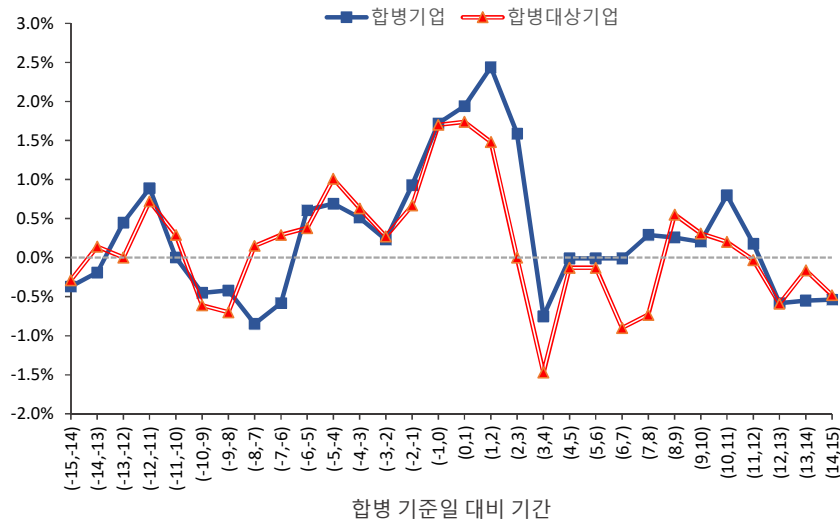
주 : 1) 괄호안 수치는 표준오차

2) *** $p < 0.01$, ** $p < 0.05$, * $p < 0.1$

이러한 결과는 일반적으로 합병기업 CAR가 유의하지 않거나 음(-)의 값을 가지며 피합병기업 CAR는 합병기업 CAR를 상회하는 해외의 실증 분석과는 다소 차이를 보인다. 즉, 국내 상장사 간 합병에 있어서는 시장의 반응이 합병 및 피합병 기업 모두에 긍정적이며, 그 수준은 유사하게 나타난다.

<그림 IV-1>은 합병 기준일 전후 15일간 CAR의 추세를 보여준다. 여기서 CAR는 기준일을 중심으로 2일간 AR를 합산한 값이다. 국내 상장사 간 합병을 보면 CAR가 합병 기준일 2~3일 이전에 오르기 시작하고, 합병 기준일 전후 1일 정점에 달한 후 감소하는 역U자의 모습을 보인다. 또한 이러한 추세는 합병 및 피합병 기업 모두에서 나타남을 확인할 수 있다.

<그림 IV-1> 합병·피합병기업 CAR 추이



주 : 1) 각 CAR는 2일간의 AR를 합산한 값
2) 합병 기준일 = 0

합병기업의 경우 합병 기준일과 다음날의 $CAR(0,1)$ 이 1.94%에 달하며, 합병 기준일 이후 1~2일 사이의 $CAR(1,2)$ 는 2.44%로 가장 높은 수준에 달한다. 피합병기업의 경우 합병 기준일과 1일 전 $CAR(-1,0)$ 이 1.70%, 기준일 및 1일 이후 $CAR(0,1)$ 이 1.74%로 가장 높은 수준을 보인다. 반면, 합병 기준일 3일 이후로부터는 합병 및 피합병 기업 모두의 경우 CAR가 음(-)의 값을 가지며, 0의 수준에 가깝다. 따라서 국내 상장사 간 합병에 대한

시장의 반응은 이사회결의가 이루어지는 기준일 1일 이전에서 2일 이후 사이 가장 크게 나타나는 모습을 보이며, 기준일 3일 이후에는 그 효과가 대부분 회석되는 것으로 파악된다.

나. 독립·계열사 간 합병 누적초과수익률(CAR)

다음으로는 독립적 기업 대비 계열사 간 합병의 CAR를 비교하여 본다. CAR는 합병 기준일 전후 2일($CAR(-2,+2)$)를 중심으로 살펴보고, 주요 결과는 $CAR(-1,+1)$ 및 $CAR(-5,+5)$ 을 볼 경우에도 유사하게 나온다.

<표 IV-2>는 독립적 기업 및 계열사 간 합병의 $CAR(-2,+2)$ 를 보여준다. 우선, 앞서 살펴본 바와 같이 상장사 간 합병에서 독립적 기업 간 합병은 매우 드물게 일어나며, 분석 대상 표본 수는 9건에 불과하다. 독립적 기업 간 합병 중 $CAR(-2,+2)$ 는 합병기업이 3.6%, 피합병기업이 7.6%로 피합병기업이 2배 이상 높게 나타난다. 반면, 독립적 기업 간 합병의 CAR는 통계적으로는 유의하지 않게 나타나며, 이는 제한된 표본 수에 비해 CAR의 높은 편차로부터 비롯된다.⁶²⁾

계열사 간 합병 $CAR(-2,+2)$ 는 합병기업의 경우 2.9%, 피합병기업의 경우 1.8%로 나타나며 모두 통계적으로 유의한 수준이다. 계열사 간 합병 $CAR(-2,+2)$ 는 합병기업이 피합병기업보다 1.1% 높게 나타나며, 이는 앞에서 살펴본 전체 표본의 특징과 동일하다. 반면, 계열사 간 합병 중 합병과 피합병기업 $CAR(-2,+2)$ 의 차이는 통계적으로는 유의하지 않은 것으로 나타난다.

독립적 기업과 계열사 간 합병의 $CAR(-2,+2)$ 차이를 살펴볼 경우 우선 합병기업은 독립적인 경우가 계열사 간에 비해 0.6%로 소폭 높게 나타나지만 해당 차이가 통계적으로는 유의하지 않다. 반면, 피합병기업 $CAR(-2,+2)$ 의 경우 독립적 기업이 7.58%, 계열사 간 합병은 1.81%로 그 차이가 5.8%에 달하는

62) 독립적 기업 간 합병 $CAR(-2,+2)$ 는 합병기업의 경우 최저 -4.5%에서 최고 20.9%, 피합병기업의 경우 최저 -8.0%에서 최고 34.1%로 분포가 넓게 퍼져있다.

수준이며, 해당 차이는 통계적으로도 유의하다. 또한, <표 IV-2>의 마지막 행을 보면, 합병기업과 피합병기업 간 CAR(-2,+2)의 차이를 독립적 경우와 계열사 간 합병으로 나누어 비교해볼 경우 그 차이는 5.1%에 달하며 통계적으로도 유의한 수준이다.

<표 IV-2> 독립적 및 계열사 합병 CAR(-2,+2)

(단위: 건, %)

항목	표본 수	합병기업(A)	피합병기업(B)	차이(B-A)
독립적(1)	9	3.55 (3.07)	7.58 (4.87)	4.04 (2.54)
계열사(2)	96	2.91 (0.70)***	1.81 (0.59)***	-1.10 (0.78)
차이(2-1)	105	0.64 (2.48)	5.78 (2.39)**	5.14 (2.66)*

주 : 1) 괄호안 수치는 표준오차

2) *** p<0.01, ** p<0.05, * p<0.1

국내 상장사 간 합병에 있어서는 독립적 기업 간 합병을 시장에서 보다 긍정적으로 평가하는 것으로 보이며, 특히 피합병기업 CAR(-2,+2)가 매우 높게 나타난다.⁶³⁾ 이러한 현상에 대한 해석으로는 계열사보다 독립적 기업 간 합병이 상대적으로 사업적인 목적을 두고 이루어지기 때문으로 풀이된다. 즉, 다수의 계열사 간 합병의 경우 시너지 창출 등 순수한 사업적 목적이 아닌 지배구조 재편 등의 이유로 이루어진다. 특히, 상당수의 계열사 간 합병의 배경을 살펴볼 경우 지주회사 전환을 위해 계열사 간 순환출자 문제를 해소하기 위해 추진되는 것으로 파악되며, 이러한 합병에 대한 재무적 효과는 크게 기대되지 않을 것이다.⁶⁴⁾ 따라서 이러한 합병에 대한 시장의 반응은 크게 긍정적이지 않을 가능성이 높다. 반면, 독립적 기업 간 합병의 경우 비재무적인 목적으로 추진할 가능성은 상대적으로 낮으며, 이로 인해 시장에서도 보다 긍정적으로 반응하는 것으로 풀이된다.

63) 다만, 앞서 설명한 바와 같이 독립적 합병의 경우 표본 수가 작은 관계로 CAR 값에 대한 대표성이 다소 떨어질 수 있음을 감안하고 해석해야 하는 부분이 있다.

64) 합병공시 자료에 나오는 설명과 더불어 해당 거래에 대한 언론보도 등의 자료를 참조하여 합병 목적을 추정하였다.

다. 소유구조 유형별 CAR

다음으로는 계열사 간 합병의 소유구조 유형별 CAR(-2,+2)를 살펴본다. 소유구조는 합병기업과 피합병기업의 관계에 있어서 크게 3가지 유형으로 구분하며, 첫째는 최대주주가 동일한 경우, 둘째는 최대주주 또는 특수관계인이 교차주주인 경우, 셋째는 최대주주, 특수관계인 또는 5% 이상 기타 주주가 교차주주인 경우이다.

<표 IV-3>은 상장계열사 간 합병 중 최대주주가 동일한 경우와 상이한 경우의 CAR(-2,+2)를 보여준다. 우선 계열사 간 합병에서 합병 및 피합병 기업 모두 최대주주가 동일한 경우 CAR(-2,+2)가 보다 높게 나타난다. 합병기업의 경우 CAR(-2,+2)는 최대주주가 상이한 경우 2.70%, 동일한 경우 3.07%로 동일한 경우가 0.36% 높게 나타난다. 피합병기업의 경우 CAR(-2,+2)는 최대주주가 상이한 경우 1.28%, 동일한 경우 3.81%로 동일한 경우가 2.54% 더 높다. 합병기업에 있어서 상이 및 동일 최대주주 여부에 따른 CAR(-2,+2)의 차이는 통계적으로 유의하지 않게 나오는 반면, 피합병기업의 CAR(-2,+2) 차이는 10% 수준에서 통계적으로 유의하다.

동일 최대주주의 여부는 합병 대비 피합병기업의 CAR(-2,+2)에서도 차이를 보인다. 최대주주가 상이한 계열사 간 합병의 경우 CAR(-2,+2)가 합병기업에서 보다 높게 나타나며, 그 차이는 1.43%에 달한다. 반면, 최대주주가 동일한 경우 합병기업보다 피합병기업의 CAR(-2,+2)가 보다 높게 나타나며, 그 차이는 0.75% 수준이다.

<표 IV-3>에서 동일한 최대주주의 피합병기업 CAR(-2,+2)는 3.81%로 가장 높은 수준이다. 즉, 계열사 간 합병에 있어서는 최대주주가 동일한 경우 보다 긍정적으로 반응하며, 특히 피합병기업에 대해서 그 반응이 가장 높게 나타나는 모습을 보인다.

<표 IV-3> 상이·동일 최대주주 CAR(-2,+2)

(단위: 건, %)

항목	표본 수	합병기업(A)	피합병기업(B)	차이(B-A)
상이 최대주주(1)	68	2.70 (0.92)***	1.28 (0.63)**	-1.43 (0.97)
동일 최대주주(2)	28	3.07 (1.18)**	3.81 (1.65)**	0.75 (1.24)
차이(2-1)	96	-0.36 (1.62)	-2.54 (1.44)*	-2.17 (1.71)

주 : 1) 괄호안 수치는 표준오차

2) *** p<0.01, ** p<0.05, * p<0.1

<표 IV-4>는 계열사 간 합병 중 5% 이상 기타주주를 제외하고 최대주주 또는 특수관계인이 교차주주인 경우와 그 외 경우의 CAR(-2,+2)를 보여준다. 우선 교차주주가 있는 경우와 없는 경우의 CAR(-2,+2)는 큰 차이를 보이지 않으며, 합병기업에서의 차이는 -0.03%, 피합병기업에서의 차이는 -0.59% 수준으로 미미하다. 또한, 두 경우 모두 CAR(-2,+2)에 있어서 합병기업이 피합병기업보다 높게 나타난다. 최대주주 또는 특수관계인 중에서 교차주주가 없는 경우 CAR(-2,+2)는 합병기업이 2.88%, 피합병기업이 1.40% 수준이다. 교차주주가 있는 경우 CAR(-2,+2)는 합병기업이 2.92%로 피합병기업의 1.99%보다 높게 나타난다. 반면, 합병 대비 피합병 및 교차주주가 있는 경우 대비 없는 경우에 있어서 CAR(-2,+2)의 차이는 통계적으로는 유의하지 않다.

<표 IV-4> 교차주주(2) 유무 여부별 CAR(-2,+2)

(단위: 건, %)

항목	표본 수	합병기업(A)	피합병기업(B)	차이(B-A)
교차주주 무(1)	30	2.88 (0.95)***	1.40 (1.12)	-1.50 (1.39)
교차주주 유(2)	66	2.92 (0.93)***	1.99 (0.69)***	-0.93 (0.95)
차이(2-1)	96	-0.03 (1.53)	-0.59 (1.27)	-0.56 (1.69)

주 : 1) 교차주주는 최대주주 또는 특수관계인을 포함

2) 괄호안 수치는 표준오차

3) *** p<0.01, ** p<0.05, * p<0.1

<표 IV-5>는 상장사 간 합병 중 최대주주, 특수관계인 또는 5% 이상 기타 주주가 교차주주인 경우와 아닌 경우의 CAR(-2,+2)를 보여준다. 결과는 5% 이상 기타 주주를 포함하지 않은 경우와 유사하게 나타난다. 우선, 앞선 경우와 같이 합병기업의 CAR(-2,+2)가 피합병기업보다 높다. 교차주주가 없는 경우 합병기업 CAR(-2,+2)는 피합병기업에 비해 1.57% 높으며, 교차주주가 있는 경우에는 0.91% 더 높게 나타난다. 또한, 교차주주 유무 간의 합병기업 및 피합병기업 CAR(-2,+2)도 큰 차이를 보이지 않는다.

<표 IV-5> 교차주주(3) 유무 여부별 CAR(-2,+2)

(단위: 건, %)

항목	표본 수	합병기업(A)	피합병기업(B)	차이(B-A)
교차주주 무(1)	28	3.12 (1.00)***	1.54 (1.19)	-1.57 (1.47)
교차주주 유(2)	68	2.82 (0.91)***	1.91 (0.67)***	-0.91 (0.92)
차이(2-1)	96	0.29 (1.56)	-0.37 (1.30)	-0.67 (1.72)

주 : 1) 교차주주는 최대주주, 특수관계인 또는 5% 이상 기타 주주를 포함

2) 괄호안 수치는 표준오차

3) *** p<0.01, ** p<0.05, * p<0.1

앞서 살펴본 상장사 간 합병 CAR는 세 가지 특징을 보여준다. 첫째, 합병에 대한 시장의 반응은 합병 기준일 전후 3일에 가장 크게 나타나며, 합병 기준일을 중심으로 기준일 이전에 상승하고, 기준일 이후에 하락하는 역U자의 모습을 보인다. 또한, 국내의 경우 상장사 간 합병에 대해서 시장은 합병기업 및 피합병기업 모두의 경우 긍정적으로 반응하는, 즉 CAR가 양(+)의 값을 가진다. 특히, CAR 값은 합병기업이 피합병기업에 비해 소폭 높게 나타나는 모습을 보이며, 이는 앞서 소개한 해외의 실증분석 결과와는 다소 차이가 있다. 해외의 경우 피합병기업은 양(+)의 CAR 값을 보이는 반면, 합병기업은 CAR가 0에 근접하거나 음(-)의 값을 가지는 경우가 보편적이다. 즉, 국내의 경우 상장사 간 합병은 매우 드물게 일어나지만 합병 시 시장에서의 반응은 일반적으로 합병이 기업가치 제고에 도움이

될 것으로 바라본다고 해석할 수 있다.

둘째, 독립적인 관계에 있는 기업간의 합병이 계열사 간 합병에 비해서 시장에서 더욱 긍정적인 반응을 얻는다는 것이다. 독립적 기업 간 합병의 $CAR(-2,+2)$ 는 계열사 간 합병에 비해 합병기업 및 피합병기업 모두 높은 수준으로 나타난다. 특히, 그 차이는 피합병기업에서 두드러지게 나타나는데, 독립적 기업 간 합병에서 피합병기업의 $CAR(-2,+2)$ 는 7.58%로 매우 높으며, 계열사 간 합병의 경우에 비해서 통계적으로도 유의한 수준이다. 이러한 특징은 계열사 간 합병에서 발생할 수 있는 대리인 문제에 대한 시장의 우려가 반영된 것일 가능성이 있다.

셋째, 계열사 간 합병만을 두고 볼 경우 소유구조가 미치는 영향은 주로 합병 및 피합병 기업의 최대주주가 동일할 경우 가장 높게 나타나며, 시장에서는 최대주주가 동일할 경우 해당 합병에 대해 보다 긍정적으로 평가하는 모습을 보인다. 반면, 교차주주의 존재 여부는 합병 또는 피합병기업 $CAR(-2,+2)$ 사이에서는 의미 있는 수준의 차이를 보이지 않는다. 이는 교차주주를 최대주주, 특수관계인 및 5% 이상 기타주주 각각의 포함 여부를 기준으로 구분할 모든 경우에서 보이는 현상이다.

2. CAR의 결정요인 분석

가. 회귀분석 모형

합병 및 피합병 기업 CAR에 대한 소유구조의 효과를 구분하기 위해서는 소유구조 외로 CAR에 영향을 미치는 요인들을 통제할 필요가 있다. 이를 위해서 소유구조와 더불어 합병의 조건 및 참여기업의 특징을 설명변수로 포함한 회귀분석을 실시한다. 회귀분석은 합병기업과 피합병기업에 대해서 각각 적용하며, 회귀분석 모형은 아래와 같다.

$$CAR_i = \alpha + \beta X_i + \gamma Y_i + \delta Z_i + \epsilon_i \quad (\text{식 IV-3})$$

<표 IV-6>은 회귀분석에 사용되는 주요 변수를 설명한다. 회귀분석에서 종속변수는 합병 기준일 전후 2일을 포함한 총 5일 간의 초과수익률을 합산한 $CAR(-2,+2)$ 를 사용한다. 합병 성과를 분석한 기존 국내외 문헌의 경우 합병 기준일 전후 3일($CAR(-1,+1)$) 및 5일($CAR(-2,+2)$)을 보편적으로 사용하며, 이는 합병에 대한 시장의 당시 반응을 최대한 포착하기 위해서이며, 누적초과수익률은 산출기간이 증가할수록 합병 외의 사건(event)에 대한 영향이 반영될 수 있기 때문이다.⁶⁵⁾

회귀분석의 설명변수는 소유구조 변수(X_i), 거래 특징 변수(Y_i), 기업 특징 변수(Z_i)의 3분류로 구분할 수 있으며, 추가적으로 고정효과를 통제하기 위해 연도 더미변수가 포함된다. 소유구조 설명변수로는 계열사 더미변수(*AFFILIATED*) 및 동일 최대주주 더미변수(*SAME_OWN*)를 포함한다. 이와 더불어 합병 또는 피합병기업의 최대주주 지분율(*SHARE1*), 특수관계인 지분율(*SHARE2*) 및 기타 5% 이상 주주 지분율(*SHARE3*)을 포함한다. 또한, 교차주주의 영향력을 포착하기 위해 거래상대방의 최대주주(*CROSS_SHARE1*), 특수관계인(*CROSS_SHARE2*) 및 기타 5% 이상 주요주주(*CROSS_SHARE3*)이 해당기업에 가진 지분율을 포함한다. 즉, 회귀분석 대상 기업이 합병기업일 경우 *CROSS_SHARE1*은 피합병기업 최대주주가 가진 합병기업의 지분율이다.

65) 회귀분석의 주요 결과는 CAR 의 산출기간을 합병 기준일 전후 3일($CAR(-1,+1)$)로 정할 경우에도 큰 차이를 보이지 않는다.

<표 IV-6> 회귀분석 주요 변수

구분	변수	설명
종속변수	$CAR(-2, +2)$	: 기준일 $-2 \sim +2$ 일 간 CAR
X (소유구조 변수)	<i>AFFILIATED</i>	: 계열사 더미변수(0,1)
	<i>SAME_OWN</i>	: 동일 최대주주 더미변수(0,1)
	<i>SHARE1</i>	: 해당기업 최대주주 지분율(%)
	<i>SHARE2</i>	: 해당기업 특수관계인 지분율(%)
	<i>SHARE3</i>	: 해당기업 기타 5% 이상 주주 지분율(%)
	<i>CROSS_SHARE1</i>	: 거래상대방 최대주주의 해당기업 지분율(%)
	<i>CROSS_SHARE2</i>	: 거래상대방 특수관계인의 해당기업 지분율(%)
	<i>CROSS_SHARE3</i>	: 거래상대방 기타 5% 이상 주주의 해당기업 지분율(%)
Y (거래 특징 변수)	<i>EX_RATIO</i>	: 실질 합병비율
	<i>DEAL_SIZE</i>	: 합병규모(백만원)의 자연로그 값
	<i>SMALL_DEAL</i>	: 소규모합병 더미변수(0,1)
	<i>TERM_DEAL</i>	: 합병무산 더미변수(0,1)
Z (기업 특징 변수)	<i>MKT_VAL</i>	: 시가총액(백만원)의 자연로그 값
	<i>ROA</i>	: 해당기업 총자산수익률(%)
	<i>TURNOVER</i>	: 해당기업 총자산회전율(배)
	<i>MKT_BOOK</i>	: 해당기업 자산장부가/자산시장가
고정효과	<i>YEAR</i>	: 연도 더미변수(0,1)

주 : 해당기업은 합병기업, 거래상대방은 피합병기업을 의미

거래 특징 설명변수에는 이사회에서 결의된 합병비율(*EX_RATIO*), 합병 규모의 자연로그 값(*DEAL_SIZE*), 소규모합병 더미변수(*SMALL_DEAL*) 및 합병무산 더미변수(*TERM_DEAL*)를 포함한다.

기업 특징 설명변수에는 합병(피합병)기업의 로그 시가총액(*MKT_VAL*), 총자산수익률(*ROA*), 총자산회전율(*TURNOVER*) 및 시가·장부가비율(*MKT_BOOK*) 변수를 포함한다. 기업 특징 설명변수는 소유구조 외 기업가치에 영향을 미칠 수 있는 요인들을 통제하기 위해 포함된다. 시가총액은 규모효과(size effect)를 통제하기 위해 포함되며, 기존 문헌의 결과에서는 규모효과는 합병기업의 경우 음(-), 피합병기업의 경우 양(+)효과를 가지는 것으로 나타난다. 합병기업의 경우

기업 규모가 클수록 대리인 문제가 심각하기 때문에 CAR와 음(-)의 관계를 가지며(Loderer & Martin, 1990; Eckbo & Thorburn, 2000), 피합병기업의 경우 규모가 클수록 시너지 효과가 높기 때문에 양(+)의 관계를 가진다.

총자산수익률(*ROA*), 총자산회전율(*TURNOVER*) 및 시가·장부가비율(*MKT_BOOK*)은 기업의 효율성을 반영하며, 기업의 효율성과 CAR가 가지는 관계는 연구결과에 따라 상이하게 나타난다. Ang et al.(2000), Singh & Davidson(2003) 등에서는 효율성 지표와 CAR 간의 양(+)의 관계를 가지는 결과를 보여주며, 이는 효율적인 기업은 합병에서도 우수한 성과를 가져다 줄 것으로 기대되기 때문이다. 반면, Rau & Vermaelen(1998)은 효율성이 높은 기업의 CAR가 보다 낮게 나타나며, 여기에는 경영진의 자만심(*hubris*)이 원인이 될 수 있다는 해석을 제시한다.

<표 IV-7>은 합병 및 피합병 기업 각각에 대해서 회귀분석에 사용되는 설명변수들의 기초 통계치를 보여준다. 회귀분석에 사용되는 표본 수는 89건이며, 전체 표본인 105건 중에서 일부 기업은 상장 직후 합병을 추진하여 소유구조에 대한 정보가 제공되지 않아서 제외된다.

회귀분석의 기초 통계량을 살펴볼 경우 우선 전체 표본에서 합병기업의 CAR(-2,+2)는 2.8%로 피합병기업의 CAR(-2,+2)인 2.2%보다 소폭 높게 나타나지만 그 차이는 크지 않다. 최대주주 지분율(*SHARE1*)의 경우 합병기업은 28.9%로 피합병기업의 37.8%보다 낮으며, 피합병기업에서 최대주주의 지배력이 상대적으로 더 높다. 반면, 특수관계인의 자사 지분율(*SHARE2*)은 합병기업이 15.1%로 피합병기업의 10.3%보다 높은 수준이다. 교차주주를 살펴볼 경우 피합병기업의 최대주주가 합병기업에 가진 지분율(*CROSS_SHARE1*)은 평균 16.4%인 반면, 합병기업 최대주주가 피합병기업에 가진 지분율은 평균 20.4%로 피합병기업에 대한 최대주주의 지분율이 보다 높게 나타난다. 교차주주로서 특수관계인(*CROSS_SHARE2*) 및 기타 5% 이상 주주(*CROSS_SHARE3*)는 합병기업과 피합병기업 간에 큰 차이를 보이지 않는다.

합병 및 피합병 기업의 평균 시가총액의 로그 값(*MKT_VAL*)을 비교해 볼 경우 합병기업이 피합병기업보다 상대적으로 크게 나타난다. 로그를 취하지 않고 볼 경우 합병기업의 평균 시가총액은 3.69조원에 달하며, 피합병기업의 평균 시가총액은 6,992억원으로 합병기업이 피합병기업의 5.3배 수준이다.

수익성(*ROA*) 측면에서 살펴볼 경우 합병기업은 평균 1.3%로 흑자를 기록하고 있는 반면, 피합병기업은 평균 -2.5%로 적자 상황이다. 그러나 총자산회전율(*TURNOVER*) 및 시가·장부가비율(*MKT_BOOK*)은 피합병기업이 합병기업에 비해 우수하게 나타난다. 총자산회전율(*TURNOVER*)의 경우 피합병기업이 1.02로 합병기업의 0.88보다 높으며, 시가·장부가비율(*MKT_BOOK*)은 피합병기업이 1.71로 합병기업의 1.16보다 소폭 높게 나타난다.

이러한 특징들을 종합해볼 경우 국내 상장사 간 합병은 대기업이 중소형 규모의 기업을 합병의 대상으로 삼고 있으며, 주로 피합병기업은 수익성이 떨어지지만, 효율성은 상대적으로 양호한 기업들이라고 볼 수 있다. 즉, 피합병기업은 합병을 통해 수익성의 개선이 일부 기대될 수 있는 기업으로 보이며, 이러한 부분이 합병의 동기로 작용할 가능성이 있다.

<표 IV-7> 회귀분석 변수 기초 통계량

변수	합병기업		피합병기업	
	평균	표준편차	평균	표준편차
<i>CAR(-2,+2)</i>	2.833	6.034	2.166	7.155
<i>AFFILIATED</i>	0.914	0.281	0.914	0.281
<i>SAME_OWN</i>	0.292	0.457	0.292	0.457
<i>SHARE1</i>	28.941	18.186	37.794	21.051
<i>SHARE2</i>	15.139	16.830	10.330	14.547
<i>SHARE3</i>	6.115	9.351	5.556	9.070
<i>CROSS_SHARE1</i>	16.425	21.152	20.414	24.581
<i>CROSS_SHARE2</i>	5.521	11.180	5.079	10.391
<i>CROSS_SHARE3</i>	0.666	2.443	0.889	3.673
<i>EX_RATIO</i>	0.917	1.396	0.917	1.396
<i>DEAL_SIZE</i>	11.769	1.855	11.769	1.855
<i>SMALL_DEAL</i>	0.202	0.403	0.202	0.403
<i>TERM_DEAL</i>	0.115	0.321	0.115	0.321
<i>MKT_VAL</i>	13.083	2.131	11.809	1.726
<i>ROA</i>	1.256	21.296	-2.507	27.544
<i>TURNOVER</i>	0.878	0.438	1.021	0.691
<i>MKT_BOOK</i>	1.162	1.081	1.706	3.428
표본 수	89		89	

주 : 변수 설명은 <표 IV-6> 참조

<표 IV-8>과 <표 IV-9>는 합병기업 및 피합병기업 각각에 대한 회귀분석의 주요 변수들 간의 상관관계를 보여준다. 합병기업의 경우 피합병기업 최대주주의 합병기업 지분율(*CROSS_SHARE1*)을 제외하고는 상수관계의 절대 값이 모두 0.5 미만이며, 피합병기업의 경우 설명변수 간 상수관계의 절대 값은 모두 0.5 미만이다. 따라서 주요 설명변수 간 상관관계가 낮게 나오며, 모형 추정상의 다중공선성 문제는 없는 것으로 판단된다.

<표 IV-8> 합병기업 회귀분석 변수 간 상관관계

	(1)	(2)	(3)	(4)	(5)	(6)	(7)	(8)	(9)	(10)	(11)	(12)	(13)	(14)	(15)	(16)
(1)	1.000															
(2)	-0.336	1.000														
(3)	0.301	0.084	1.000													
(4)	0.097	0.015	0.331	1.000												
(5)	-0.005	-0.142	-0.192	-0.351	1.000											
(6)	0.115	0.096	-0.074	-0.148	-0.145	1.000										
(7)	0.126	0.151	0.694	0.584	-0.162	-0.160	1.000									
(8)	0.006	0.007	-0.049	-0.236	0.711	-0.097	-0.066	1.000								
(9)	0.110	0.083	-0.064	-0.087	-0.078	0.422	-0.084	-0.030	1.000							
(10)	-0.004	0.127	-0.037	0.171	-0.085	-0.116	0.010	-0.067	-0.027	1.000						
(11)	-0.233	0.119	-0.272	-0.113	-0.165	0.197	-0.208	-0.277	0.248	-0.195	1.000					
(12)	0.042	0.017	0.037	-0.013	0.110	-0.046	-0.013	-0.042	-0.087	0.053	0.179	1.000				
(13)	-0.104	0.048	0.179	0.252	-0.144	-0.082	0.164	-0.057	-0.182	-0.096	0.012	-0.020	1.000			
(14)	-0.033	0.137	0.091	-0.213	0.199	-0.087	-0.013	0.196	-0.128	0.043	-0.293	-0.061	-0.132	1.000		
(15)	-0.285	0.064	-0.278	-0.088	-0.104	0.048	-0.258	-0.149	-0.024	-0.244	0.475	-0.008	0.083	-0.117	1.000	
(16)	-0.090	-0.160	0.024	-0.060	-0.120	-0.043	-0.086	-0.167	-0.016	-0.111	0.144	-0.013	-0.050	-0.215	-0.114	1.000

주 : 1) CAR(-2,+2)

2) 계열사 더미변수(AFFILIATED)

3) 동일 최대주주 더미변수(SAME_OWN)

4) 최대주주 지분율(SHARE1)

5) 특수관계인 지분율(SHARE2)

6) 기타 5% 이상 주주 지분율(SHARE3)

7) 피합병기업 최대주주 지분율(CROSS_SHARE1)

8) 피합병기업 특수관계인 지분율(CROSS_SHARE2)

9) 피합병기업 기타 5% 이상 주주 지분율(CROSS_SHARE3)

10) 합병비율(EX_RATIO)

11) 로그 시가총액(MKT_VAL)

12) ROA

13) 총자산회전율(TURNOVER)

14) 시장가대비장부가(MKT_BOOK)

15) 소규모합병 더미변수(SMALL_DEAL)

16) 합병무산 더미변수(TERM_DEAL)

<표 IV-9> 피합병기업 회귀분석 변수 간 상관관계

	(1)	(2)	(3)	(4)	(5)	(6)	(7)	(8)	(9)	(10)	(11)	(12)	(13)	(14)	(15)	(16)
(1)	1.000															
(2)	-0.218	1.000														
(3)	0.197	0.155	1.000													
(4)	-0.072	0.159	0.069	1.000												
(5)	0.065	-0.099	-0.212	-0.409	1.000											
(6)	0.155	-0.105	0.104	-0.205	-0.250	1.000										
(7)	-0.106	0.204	0.510	0.472	-0.160	-0.117	1.000									
(8)	-0.070	0.043	-0.118	-0.256	0.727	-0.168	0.009	1.000								
(9)	0.287	0.062	0.073	-0.229	-0.089	0.432	-0.099	-0.044	1.000							
(10)	-0.166	0.102	-0.071	-0.079	0.104	0.115	0.056	0.029	0.005	1.000						
(11)	0.042	0.173	-0.144	-0.085	-0.037	0.162	-0.103	-0.115	0.007	-0.086	1.000					
(12)	-0.108	0.124	-0.130	-0.066	0.164	0.013	-0.094	0.211	-0.059	0.085	0.088	1.000				
(13)	-0.057	0.104	0.077	-0.069	-0.017	-0.089	-0.066	-0.069	-0.015	-0.012	-0.008	0.083	1.000			
(14)	-0.179	0.015	-0.125	-0.011	0.168	-0.181	-0.062	0.064	-0.153	0.284	-0.261	0.036	-0.111	1.000		
(15)	-0.126	0.010	-0.269	0.205	-0.273	0.020	-0.091	-0.245	0.020	-0.220	-0.015	-0.014	0.007	-0.040	1.000	
(16)	-0.073	-0.067	0.092	-0.112	-0.075	0.222	-0.090	-0.140	0.144	-0.082	0.084	-0.061	-0.016	-0.134	-0.101	1.000

주 : 1) CAR(-2,+2)

2) 계열사 더미변수(AFFILIATED)

3) 동일 최대주주 더미변수(SAME_OWN)

4) 최대주주 지분율(SHARE1)

5) 특수관계인 지분율(SHARE2)

6) 기타 5% 이상 주주 지분율(SHARE3)

7) 합병기업 최대주주 지분율(CROSS_SHARE1)

8) 합병기업 특수관계인 지분율(CROSS_SHARE2)

9) 합병기업 기타 5% 이상 주주 지분율(CROSS_SHARE3)

10) 합병비율(EX_RATIO)

11) 로그 시가총액(MKT_VAL)

12) ROA

13) 총자산회전율(TURNOVER)

14) 시장가대비장부가(MKT_BOOK)

15) 소규모합병 더미변수(SMALL_DEAL)

16) 합병무산 더미변수(TERM_DEAL)

나. 회귀분석 결과

<표 IV-10>은 회귀분석의 결과를 보여준다. 합병기업 $CAR(-2,+2)$ 에는 일부 소유구조 설명변수가 통계적으로 유의한 것으로 보이는 반면 거래 및 기업 특징 설명변수는 통계적으로 유의한 경우가 없는 것으로 나타난다. 피합병기업의 경우 합병기업과 동일한 소유구조 변수가 $CAR(-2,+2)$ 에 영향을 미치는 것으로 보이며, 이와 더불어 추가적으로 교차주주 중 5% 이상 주요주주와 피합병기업의 규모가 유의하게 나타난다.

우선 합병기업의 경우 계열사 간 합병의 더미변수(*AFFILIATED*), 동일 최대주주 여부(*SAME_OWN*) 및 피합병기업 최대주주의 합병기업 지분율(*CROSS_SHARE1*)이 $CAR(-2,+2)$ 에 통계적으로 유의한 영향을 미치는 것으로 나타나며 각각에 대해서 살펴본다. 첫째, 합병기업 $CAR(-2,+2)$ 회귀분석에서 계열사 더미변수(*AFFILIATED*)의 계수 값은 -9.697로 음(-)의 값을 가지며 5% 수준에서 유의하다. 이는 계열사 간의 합병이 독립적인 기업 간의 합병에 비해서 $CAR(-2,+2)$ 는 낮은 수준임을 의미하며, 앞서 살펴본 합병 유형별 특징과 일치하는 결과이다.

둘째, 동일 최대주주 더미변수(*SAME_OWN*)의 계수 값은 7.111로 양(+)의 값을 가지며, 이는 1% 수준에서 통계적으로 유의하다. 즉, 계열사 간 합병 여부를 통제하고 볼 경우 최대주주가 동일한 경우는 $CAR(-2,+2)$ 에 긍정적 영향을 미치는 것으로 보인다. 반면 계열사 더미변수의 계수가 음(-)의 값을 가지고 절대 값이 동일 최대주주 더미변수 계수의 절대 값보다 높게 나오기 때문에 동일 최대주주 효과가 계열사 간 합병 $CAR(-2,+2)$ 를 낮추는 효과를 상쇄하기에는 부족한 수준이다. 즉, 계열사 간 합병은 독립적 기업 간 합병보다 $CAR(-2,+2)$ 시장에서 부정적으로 반응하지만, 계열사 간 합병 내에서는 동일 최대주주가 있는 경우 시장이 상대적으로 더 긍정적으로 반응하는 것으로 보인다.

셋째, 합병기업의 경우 피합병기업 최대주주가 합병기업에 가지는 지분율(*CROSS_SHARE1*)도 유의한 영향을 미치는 것으로 나타난다. 피합병기업

최대주주 지분을 설명변수의 계수 값은 -0.093 이며 10% 수준에서 통계적으로 유의하다. 해당 계수가 음(-)의 값을 가진다는 점은 피합병기업 최대주주가 합병기업에 대한 지분율이 높을수록 합병기업의 $CAR(-2,+2)$ 가 낮아짐을 의미한다. 즉, 피합병기업 최대주주가 교차주주이며, 합병기업에 대해 행사할 수 있는 영향력이 높을수록 합병기업에 대한 시장의 반응은 소폭 낮아진다. 그러나 해당 설명변수 계수의 절대 값은 최대 동일주주 더미변수 계수 값에 비해 매우 낮은 수준이다.

다음으로는 피합병기업 $CAR(-2,+2)$ 에 대한 회귀분석 결과를 살펴본다. 분석 결과 합병기업의 경우와 유사하게 소유구조 설명변수에 속하는 계열사 더미변수(*AFFILIATED*)와 동일 최대주주 더미변수(*SAME_OWN*) 및 합병기업 최대주주의 피합병기업 지분율(*CROSS_SHARE1*)이 통계적으로 유의하며, 추가적으로 기타 5% 이상 교차주주의 지분율(*CROSS_SHARE3*)도 통계적으로 유의한 영향을 미치는 것으로 나타난다. 또한 피합병기업 회귀 분석에서는 기업의 규모(*MKT_VAL*)도 유의성을 보인다.

첫째, 합병기업의 경우와 마찬가지로 계열사 더미변수(*AFFILIATED*)의 계수 값은 -11.993 로 음(-)의 값을 가지며 5% 수준에서 통계적으로 유의하다. 이는 앞서 살펴본 결과와 일치하며, 계열사 간 합병의 $CAR(-2,+2)$ 는 합병기업 및 피합병기업 모두의 경우 독립적 기업 간의 합병에 비해 낮게 나타난다.

둘째, 동일 최대주주 더미변수(*SAME_OWN*)도 계수 값이 7.174 로 양(+)의 값을 가지며, 1% 수준에서 통계적으로 유의하다. 합병기업의 경우와 마찬가지로 피합병기업에 있어서 동일 최대주주가 있는 합병에 대해서 시장의 반응은 상대적으로 긍정적이다. 즉, 동일 최대주주가 있는 경우 시장에서는 그렇지 않은 경우에 비해 합병에 따른 시너지효과 등에 대한 기대가 더 높은 것으로 보인다. 이러한 현상에 대한 또 다른 해석은 최대주주가 동일할 경우 합병기업 및 피합병기업 양측에 영향력을 행사할 수 있으므로 합병 후 시너지효과를 창출하기 위한 과제 및 사업개편을 보다 용이하게 추진할 수 있다는 것이다. 반면, 계열사 더미변수 계수의 절대 값을 감안하면 최대주주가 동일한 경우에도 독립적 기업 간 합병에 비해서는 $CAR(-2,+2)$ 가 낮게 나온다.

셋째, 합병기업 최대주주의 피합병기업 지분율(*CROSS_SHARE1*) 변수도 피합병기업 $CAR(-2,+2)$ 에 영향을 미치는 것으로 나타난다. 해당 설명변수의 계수 값은 -0.082 이며 5% 수준에서 통계적으로 유의하다. 교차 최대주주 지분율 계수가 음(-)의 값을 가진다는 점은 합병기업 최대주주가 가지고 있는 피합병기업 지분율이 높아질수록 피합병기업의 $CAR(-2,+2)$ 가 낮아짐을 의미한다.

넷째, 피합병기업 회귀분석의 경우 교차주주 중 기타 5% 이상 주주 지분율(*CROSS_SHARE3*) 설명변수가 추가적으로 유의하게 나타난다. 이는 합병기업에 5% 이상 지분율을 보유하고 있으며, 피합병기업에도 5% 이상 지분율을 보유한 기타 주주가 있을 경우 해당 주주가 가진 피합병기업의 지분율이 높아질수록 피합병기업의 $CAR(-2,+2)$ 가 증가함을 의미한다. 즉, 연금·펀드 등의 교차주주가 있을 경우 이들의 피합병기업 지분율이 높아질수록 시장이 보다 긍정적 평가를 반영한다. 연금·펀드의 경우 기타 사적인 목적이 있을 수 있는 최대주주나 특수관계인과 달리 합병·피합병기업에 대한 지분율은 순수한 투자의 목적일 가능성이 높다. 따라서 연금·펀드의 경우 피합병기업의 지분율이 높을수록 보다 우수한 성과의 합병을 찬성하거나, 최대주주·특수관계인의 이해상충을 저지하는 모니터링 역할을 수행할 수 있기 때문에 $CAR(-2,+2)$ 와 양(+)의 관계를 가지는 것으로 풀이된다.

다섯째, 피합병기업의 시가총액(*MKT_VAL*) 변수의 계수 값은 1.578로 양(+)의 값을 가지며 10% 수준에서 유의하다. 이는 기존 문헌에서 보여진 규모의 효과를 반영하는 것으로 해석할 수 있다. 합병에 있어서 피합병기업의 규모가, 특히 합병기업에 비해서 상대적으로 클수록 해당 합병에서 발생하는 시너지효과 규모가 커지기 때문이다.

<표 IV-10> CAR(-2,+2) 결정요인 회귀분석 결과

설명변수	종속변수: CAR(-2,+2)	
	합병기업	피합병기업
<i>AFFILIATED</i>	-9.697** (4.724)	-11.993** (5.075)
<i>SAME_OWN</i>	7.111*** (2.652)	7.174*** (2.150)
<i>SHARE1</i>	0.034 (0.055)	0.037 (0.053)
<i>SHARE2</i>	-0.008 (0.062)	-0.044 (0.083)
<i>SHARE3</i>	0.083 (0.086)	-0.068 (0.113)
<i>CROSS_SHARE1</i>	-0.093* (0.054)	-0.082** (0.032)
<i>CROSS_SHARE2</i>	0.047 (0.093)	0.093 (0.105)
<i>CROSS_SHARE3</i>	0.092 (0.251)	0.650** (0.291)
<i>EX_RATIO</i>	-0.120 (0.353)	-0.259 (0.775)
<i>DEAL_SIZE</i>	-0.378 (0.680)	-1.090 (0.662)
<i>SMALL_DEAL</i>	-3.787 (3.079)	-1.408 (2.332)
<i>TERM_DEAL</i>	-3.662 (2.924)	-3.490 (2.964)
<i>MKT_VAL</i>	-0.037 (0.844)	1.578* (0.804)
<i>ROA</i>	0.016 (0.034)	-0.063 (0.052)
<i>TURNOVER</i>	-1.894 (2.075)	-0.592 (0.881)
<i>MKT_BOOK</i>	-0.693 (0.722)	0.420 (0.652)
상수	17.069* (8.882)	8.599 (8.872)
고정효과	연도	연도
표본 수	89	89
R-squared	0.416	0.489

주 : *** p<0.01, ** p<0.05, * p<0.1

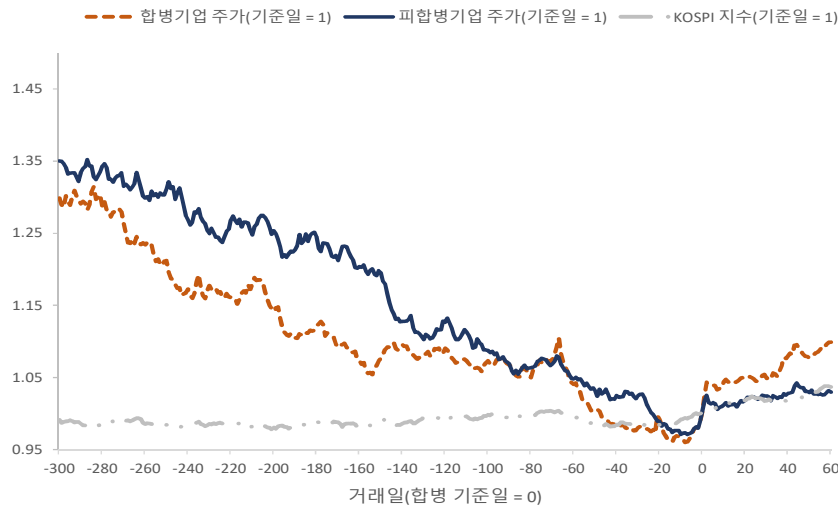
3. 소결

국내 상장사 간 합병 성과를 살펴볼 경우 몇 가지 흥미로운 결과를 볼 수 있다. 첫 번째 특징은 국내 상장사 간 합병은 피합병기업뿐만 아니라 합병기업의 경우에도 CAR가 유의하게 양(+)의 값을 가진다는 점이다. 이는 피합병기업의 경우 CAR는 유의한 양(+)의 값을 가지지만 합병기업의 경우 음(-)의 값을 가지거나 유의하지 않은 해외 문헌의 결과와는 다소 차이를 보인다. 국내에서 상장사 간 합병은 드물게 일어나는 현상이라고 할 수 있으나, 합병이 이루어질 경우 시장의 반응은 긍정적이다. 그러나 이러한 결과는 상당수 국내 상장사 간 합병은 합병·피합병기업의 주가가 장기적으로 하락하는 상황에서 발생한다는 점을 감안해야 한다.

<그림 IV-2>는 국내 상장사 간 합병에 있어서 합병기업과 피합병기업의 평균 주가 추이를 보여준다. 평균 주가는 기업간 주가 수준의 차이를 조정하기 위해 모두 기준일 주가로 표준화했다. 국내 상장사 간 합병에 있어서 합병 및 피합병 기업의 주가는 평균적으로 합병 기준일 300거래일 이전부터 지속적으로 하락하며, 합병 기준일 이후 소폭 반등하는 모습을 보인다. 합병기업의 경우 300거래일 이전과 합병 기준일 사이 주가가 30.0% 하락하며, 피합병기업의 경우 동 기간 주가가 35.0% 하락한다. 합병 기준일 이후 주가는 소폭 반등하며, 60거래일 이후까지 합병기업 주가는 9.9%, 피합병기업 주가는 2.9% 상승한다.⁶⁶⁾ 반면, 동기간 KOSPI 종합주가 지수의 추이를 살펴볼 경우 합병 기준일 전후로 소폭 상승하는 모습을 보인다. KOSPI 지수는 300거래일 이전에 비해 합병 기준일 0.01% 상승한 수준이며, 이후 60거래일까지 3.7% 상승한다. 기준일 이전 300거래일은 실질 일수로 따지면 1년 이상의 기간이다. 이러한 장기간의 주가하락은 단기적인 등락에 따르기 보다는 장기적인 기업의 재무상태가 악화되고 있기 때문일 가능성이 더 높아 보인다. 따라서 국내 상장사 간 합병에 있어서 CAR가 양(+)의 값을 지니는 특성은 합병을 통해 기업의 재무상태가 호전될 것으로 보는 시장의 기대를 반영하는 것으로 풀이된다.

66) 합병 기준일 이후 60거래일 이상의 경우 일부 피합병기업이 상장폐지되어 주가의 추정이 불가능하다.

<그림 IV-2> 합병·피합병기업 주가 추이



주 : 합병·피합병기업의 개별 주가를 합병 기준일 주가로 나누어 표준화(normalize) 하여 평균치를 산출하였으며, KOSPI 지수도 동일하게 표준화하여 평균치를 산출

두 번째 특징은 계열사 간 합병보다는 독립적 기업 간의 합병에 대해서 시장의 반응이 높게 나타나는 점이다. 이는 계열사 간 합병의 경우 순수 사업적인 목적 외에 지배구조 재편 등 비재무적인 요인에 의해 합병이 추진 되는 경우가 있으며, 이에 따라 기업가치에 미치는 영향이 상대적으로 덜 하기 때문으로 풀이된다. 이와 더불어 계열사 간 합병의 경우 지배주주의 사적이익 추구 가능성도 배제할 수 없는 부분으로 상대적으로 낮은 CAR를 설명할 수 있다.

세 번째 특징은 소유구조가 CAR에 영향을 미친다는 점이다. 특히, 국내 상장사 간 합병의 경우 계열사 간 합병을 통제할 경우에도 동일 최대주주 변수는 유의하게 나타난다. 그러나 동일 최대주주 요인은 예상과 달리 CAR와 양(+)의 관계를 가지는, 즉 합병·피합병기업 최대주주가 동일할 경우 해당 합병에 대해서 시장의 반응이 보다 긍정적이라는 점이다. 이에 대한 해석으로 최대주주가 동일할 경우 최대주주가 가진 영향력을 통해

구조조정 등 재무개선을 위한 경영활동을 보다 강도 있게 추진할 수 있다는 시장의 기대가 반영된 것으로 볼 수 있다. 반면, 또 다른 해석은 동일한 최대주주가 유리한 합병조건을 조성하기 위해 장기적으로 합병과 피합병 기업의 재무 상태를 악화시켰을 경우 합병 이후 이러한 부분이 조정되거나 정상화될 것에 대한 기대일 수도 있다.

V. 결론

V. 결론

국내 상장사 간 합병은 대부분 계열관계를 가진 기업 사이에 이루어지고 있으며, 이로 인해 지배주주와 소수주주 간 이해상충의 여지가 있다. 계열사 간 합병에서 최대주주, 특수관계인 등의 교차주주는 합병 및 피합병 기업 양측에 영향력을 행사할 수 있으며, 이러한 경우 지배주주가 사업적인 목적이 아니더라도 사적이익을 위해 합병을 추진하거나 합병 조건을 자신에게 유리하게 형성할 유인이 존재한다. 그리고 이들 교차주주의 이득은 고스란히 합병 또는 피합병 기업 소수주주의 손해로 전가된다. 물론 이러한 이해상충은 어디까지나 잠재적이며, 단순히 교차주주가 존재한다는 점만으로 문제가 된다고 보기는 어렵다.

본 연구보고서는 이러한 이해상충 문제의 가능성이 실제 국내 상장사 간 합병에서 나타나는지를 보고자 하였다. 이를 위해 합병비율과 소유구조 간의 관계를 회귀분석으로 검토해 본 결과 합병·피합병기업의 최대주주가 동일할 경우 합병비율이 유의하게 낮게 나오는 점을 확인할 수 있었다. 소유구조가 합병비율에 미치는 영향은 최대주주가 동일한 경우와 더불어 합병기업의 최대주주가 피합병기업의 최대주주이거나 특수관계인인 경우에도 유의하게 나타났다. 이처럼 일부 합병비율이 상대적으로 낮게 나오는 경우 해당 거래에서 피합병기업의 소수주주가 보유하고 있는 지분이 저평가되기 마련이다.

반면, 회귀분석 결과 연금·펀드 등을 포함한 5% 이상 주주가 교차주주인 경우 합병비율에는 유의한 영향을 미치는 것으로 보이지 않는다. 이는 Matvos & Ostrovsky(2008), Goranova et al.(2010) 등 일부 해외 문헌에서 제기되는 지배주주와 연금·펀드의 암묵적인 연대를 통한 합병에 대한 영향력 행사의 가능성이 적어도 아직까지는 국내에서는 큰 문제가 되고 있지 않음을 의미한다. 분석 대상을 보면 국내 연금·펀드는 합병에 있어서 교차주주인 경우가 많지 않으며, 교차주주인 경우에도 합병을 앞두고 지분을 다소 축소시키는 특징을 가진다. 이러한 현상은 합병하는 기업들의 주가 흐름이 장기적으로 하락하는 추세를 보이며, 연금·펀드들이 수익률을 보존하기 위해

포트폴리오를 조정하기 때문일 가능성이 있다. 반면, 교차주주로서 연금·펀드의 영향력이 나타나지 않는 또 하나의 설명은 이들의 소극적인 의결권 행사 때문일 수도 있다. 기관투자자가 합병 등의 사항에 대해서 의결권을 적극적으로 행사하기보다는 대부분 경영진의 판단을 지지하는 특징은 국내뿐만 아니라 미국 등 해외의 경우에도 보편적으로 나타나는 현상이다. 연금·펀드 등 기관투자자는 부정적인 견해를 가지는 합병에 대해 의결권을 행사하기보다는 지분율을 축소하는 방식을 택할 수 있다. 그러나 향후 교차주주로서 연금·펀드의 역할이 보다 중요해질 여지가 있다. 이는 주요 연금·펀드의 규모가 지속적으로 증가함에 따라 국내 기업에 대한 지분율이 점차 높아질 것으로 보이며 이와 더불어 국내에서도 스튜어드십 코드(stewardship code)의 도입 등으로 기관투자자의 적극적인 의결권 행사의 환경이 조성되고 있기 때문이다.

다음으로 소유구조와 낮은 합병비율의 관계가 마켓타이밍의 결과인지 살펴보았다. 이를 위해 자본시장법에 규정된 산정방식을 활용하여 합병 5개월 이전에 형성되었을 합병비율과 실제 합병비율의 괴리를 살펴보았다. 분석결과 동일 최대주주와 연계된 낮은 합병비율이 단기간 동안의 마켓타이밍에 기인한다는 증거는 찾을 수 없었다. 5개월 이전과 실제 합병시점 사이에 합병비율은 최대 7% 정도의 차이를 보이지만, 이는 자본시장법상 규정에서 허용하는 합병비율 할인·할증 폭의 범위 내에 있는 관계로 합병에 참여하는 기업 간 협상을 통해 조정할 수 있는 수준이기 때문이다. 그런데 이러한 결과는 동일 최대주주와 연계된 합병의 경우 피합병기업이 그렇지 않은 경우에 비해 적어도 6개월 이상 저평가되고 있음을 의미하기도 한다. 즉, 최대주주가 동일한 경우 나타나는 낮은 합병비율 또는 피합병기업의 저평가는 상대적으로 오랜 시간 동안 형성된 문제인 것이다. 이 점에서 동일 최대주주와 같은 교차주주가 중장기적인 관점에서 자신에게 유리한 합병을 성사시키기 위해 피합병기업 주가에 영향을 미쳤을 가능성을 배제할 수는 없다.

국내 상장사 간 합병에 대한 시장의 반응은 대부분의 경우 긍정적으로 나타난다. 특히, 해외 다수의 실증분석 결과와는 대조적으로 국내의 경우 합병을 둘러싼 CAR가 피합병기업뿐만 아니라 합병기업에 있어서도 양(+)의 값을 가지며 유의한 것으로 추정된다. 또한, 시장은 독립적인 두 기업 간

합병을 계열사 간 합병에 비해 보다 긍정적으로 평가한다. 이는 독립적인 두 기업 간의 합병은 주로 사업적인 목적을 두고 이루어지는 반면, 계열사 간 합병은 순환출자 해소 등 시너지효과가 낮은 경우를 포함하고, 일부의 경우 앞서 설명한 이해상충 문제가 우려되기 때문인 것으로 풀이된다. 한편, 시장의 반응에 있어서 흥미로운 결과는 계열사 간 합병이라 하더라도 최대주주가 동일한 합병이 그렇지 않은 합병보다 긍정적인 평가를 받는다는 점이다. 이러한 결과는 계열사 간 합병 중에서도 최대주주가 동일하면 합병 이후 통합 내지 구조조정 등의 과정을 보다 효과적으로 추진할 수 있는 장점을 시장이 더 중요하게 여기는 것으로 해석할 수 있다.

본 연구보고서의 분석은 국내 상장사 간 합병에서 최대주주가 교차주주인 경우 합병비율은 상대적으로 낮은 반면 합병에 대한 시장의 반응은 보다 긍정적이라는 언뜻 보면 다소 상충되어 보이는 결과를 보여준다. 그러나 이러한 결과는 국내 상장사 간 합병이 대부분 계열사 간에 이루어지며, 합병·피합병기업의 주가가 장기적으로 하락하는 시기에 이루어진다는 특징을 감안하면 충분히 나타날 수 있는 결과이기도 하다. 특히, 이 결과는 합병을 앞둔 기업들의 재무상황 악화가 사업 환경 변화와 같은 자연적 상황과 인위적인 왜곡 모두를 원인으로 하여 나타날 수 있음을 유의할 필요가 있다. 만일 합병 이전에 나타나는 합병·피합병기업의 주가하락이 순수하게 사업 환경의 변화에 따른 것이라면, 합병에 대한 시장의 긍정적인 반응은 시너지효과에 대한 기대로 볼 수 있다. 반면, 합병·피합병기업의 재무상황이 동일 최대주주에 의해 유리한 합병비율을 유도하기 위해 왜곡된 경우라 하더라도 시장에서는 합병 이후에는 이러한 상황이 다시 정상화될 것으로 예상할 수 있기 때문에 합병의 효과를 긍정적으로 평가할 수 있다.

그러나 최대주주가 동일한 합병의 낮은 합병비율과 합병을 앞둔 합병·피합병기업 주가 하락과 같은 교차주주 효과의 원인이 무엇인가에 따라 소수주주 보호 및 자본시장의 신뢰의 관점에서는 상황이 크게 달라진다. 만약 합병 이전 장기간에 걸친 합병·피합병기업의 주가하락이 사업 환경 변화에 따른 실질적인 기업 펀더멘탈의 악화로부터 비롯되고, 합병의 목적이 이러한 상황을 개선할 목적이라면 소유구조와 합병비율이 가지는 관계를 단순히 주주간 이해상충의 문제로만 보기는 어려울 것이다. 오히려 교차

주주가 있을 경우 합병으로 인해 사업재편 및 구조조정 등이 보다 효과적으로 이루어질 여지가 있다. 반면, 기업의 주가하락이 인위적으로 이루어진 경우라면 이는 매우 부정적인 상황이고 소수주주의 권리가 훼손되는 심각성을 지닌다. 그런데 본 연구의 분석만으로는 최대주주가 동일한 합병의 낮은 합병비율과 합병 이전의 주가하락의 원인을 명확하게 파악하기가 어려운 한계가 있다. 향후 이에 대한 엄밀한 후속연구가 이어져야 할 것이다.

참고문헌

참 고 문 헌

- 박경서 · 정찬식 · 김선민, 2017, 국내 M&A 제도현황과 개선방안: 소수주주권 강화를 중심으로, 『한국증권학회지』 제46권 1호.
- 이다원, 2015, 주식매수청구권 행사 현황 및 사례 분석, 『CFO』 2015년 겨울호 통권 제29호.
- Ang, J.S., Cole, R.A., Wuh Lin, J., 2000, Agency costs and ownership structure, *Journal of Finance* 55, 81-106.
- Brown, R., Sarma, N., 2007, CEO overconfidence, CEO dominance and corporate acquisitions, *Journal of Economics and Business* 59(5), 358-379.
- Bruner, R., 2002, Does M&A pay? A review of evidence for the decision-maker, *Journal of Applied Finance* 12, 48-68.
- Chang, S., 1998, Takeovers of privately held targets, methods of payment and bidder returns, *Journal of Finance* 53, 773-784.
- Eckbo, B.E., Thorburn, K.S., 2000, Gains to bidder firms revisited: Domestic and foreign acquisitions in Canada, *Journal of Financial and Quantitative Analysis* 35(1), 1-25.
- Faccio, M., McConnell, J.J., Stolin, D., 2006, Returned to acquirers of listed and unlisted targets, *Journal of Financial and Quantitative Analysis* 41(1), 197-220.
- Fuller, K., Netter, J., Stegemoller, M., 2002, What do returns to acquiring firms tell us? Evidence from firms that make many acquisitions, *Journal of Finance* 57, 1763-1793.

- Goranova, M., Dharwadkar, R., Brandes, P., 2010, Owners on both sides of the deal: merges and acquisitions and overlapping institutional ownership, *Strategic Management Journal* 31, 1114-1135.
- Grossman, S.J., Hart, O.D., 1981, The allocational role of takeover bids in situations of asymmetric information, *The Journal of Finance* 36(2), 253-270.
- Hansen, R.G., Lott, J.R., 1996, Externalities and corporate objectives in a world with diversified shareholders/consumers, *Journal of Finance and Quantitative Analysis* 31, 43-68.
- Harford, J., Jenter, D., Li, K., 2011, Institutional cross-holdings and their effect on acquisition decisions, *Journal of Financial Economics* 99, 27-29.
- Harris, M., Raviv, A., 1989, The design of securities, *Journal of Financial Economics* 24(2), 255-287.
- Jensen, M.C., 1986, Agency costs of free cash flow, corporate finance, and takeovers, *The American Economic Review* 76(2), 323-329.
- Jensen, M.C., Ruback, R.S., 1983, The market for corporate control: the scientific evidence, *Journal of Financial Economics* 11, 5-50.
- La Porta, R., Lopez-de-silanes, F., Shleifer, A., Vishny, R.W., 2002, Investor protection and corporate valuation, *The Journal of Finance* 57(3), 1147-1170.
- Loderer, C., Martin, K., 1990, Corporate acquisitions by listed firms: The experience of a comprehensive sample, *Financial Management* 19(4), 17-33.
- Matvos, G., Ostrovsky, M., 2008, Cross-ownership, returns, and voting in merger, *Journal of Financial Economics* 89, 391-403.

- Moeller, S.B., Schlingemann, F.P., Stulz, R., 2004, Firm size and the gains from acquisitions, *Journal of Financial Economics* 73, 201-228.
- Morck, R., Shleifer, A., Vishny, R.W., 1990, Do managerial objectives drive bad acquisitions? *Journal of Finance* 45(1), 31-48.
- Rau, P.R., Vermaelen, T., 1998, Glamour, value and the post-acquisition performance of acquiring firms, *Journal of Financial Economics* 49, 223-235.
- Roll, R., 1986, The hubris hypothesis of corporate takeovers, *The Journal of Business* 59(2), 197-216.
- Singh, M., Davidson III, W.N., 2003, Agency costs, ownership structure and corporate governance mechanisms, *Journal of Banking and Finance* 27, 43-66.

금융감독원 전자공시시스템(DART)	dart.fss.or.kr
블룸버그	www.bloomberg.com
한국거래소 상장공시시스템(KIND)	www.krx.co.kr

부록

부록 1 - Proposition 1의 증명

$$\Delta W(\beta_k) = \frac{(\beta_{k,A} - \beta_{k,T}) V_A (V_T - P_s) + (\beta_{k,A} V_A + \beta_{k,T} P_s) S}{V_A + P_s} \geq 0 \quad (\text{식 II-6})$$

(1) $\beta_{k,A} \leq \beta_{k,T}$ 인 경우

우선, $\beta_{k,A} \leq \beta_{k,T}$ 인 교차주주를 고려하자. 그러면 $\Delta W(\beta_k) \geq 0$ 의 조건을 나타내는 (식 II-6)은 (A-1)과 같이 정리할 수 있다.

$$(\beta_{k,T} S - (\beta_{k,A} - \beta_{k,T}) V_A) P_s \geq -V_A [(\beta_{k,A} - \beta_{k,T}) V_T + \beta_{k,A} S] \quad (\text{A-1})$$

$\beta_{k,A} \leq \beta_{k,T}$ 이므로 $\beta_{k,T} S - (\beta_{k,A} - \beta_{k,T}) V_A > 0$ 이다. 즉, (A-1)의 좌변 LHS는 양수이다. 반면, (A-1)의 우변 RHS는 $\beta_{k,T}$ 와 $\beta_{k,A}$ 의 관계에 따라 부호가 달라진다. (A-1)의 LHS가 양수이므로 RHS가 음수이면 $P_s \geq 0$ 에 대해서 항상 $\Delta W(\beta_k) \geq 0$ 이나, RHS가 양수이면 P_s 가 일정 수준 이상이어야만 $\Delta W(\beta_k) \geq 0$ 이다. 따라서, (A-1) RHS의 부호조건은 다음과 같다.

$$(\beta_{k,A} - \beta_{k,T}) V_A V_T + \beta_{k,A} V_A S \geq 0 \leftrightarrow \beta_{k,T} \leq \left(1 + \frac{S}{V_T}\right) \beta_{k,A} \quad (\text{A-2})$$

$$(\beta_{k,A} - \beta_{k,T}) V_A V_T + \beta_{k,A} V_A S < 0 \leftrightarrow \beta_{k,T} > \left(1 + \frac{S}{V_T}\right) \beta_{k,A} \quad (\text{A-3})$$

(A) (A-2)의 조건이 성립하면, (A-1)의 RHS가 음수이므로 $P_s \geq 0$ 에 대해 $\Delta W(\beta_k) \geq 0$ 가 성립한다. 즉, $\beta_{k,A} \leq \beta_{k,T}$ 인 주주 중에서 지분을 조합

$(\beta_{k,A}, \beta_{k,T})$ 가 $\beta_{k,T} \leq \left(1 + \frac{S}{V_T}\right)\beta_{k,A}$ 를 만족하는 교차주주(<그림 II-1>의 영역 II)는 $P_s \geq 0$ 이기만 하면 항상 합병에 찬성한다.

(B) 반면, $\beta_{k,T} > \left(1 + \frac{S}{V_T}\right)\beta_{k,A}$ 인 교차주주는 다음의 (A-4)와 같이 P_s 가 일정 수준 이상인 경우에만 합병에 찬성한다. 한편, (A-4)를 재정리하면 (A-4)' 또는 (A-5)와 같다. 즉, $\beta_{k,T} > \left(1 + \frac{S}{V_T}\right)\beta_{k,A}$ 인 교차주주는 (A-5)의 조건이 성립하면, $\Delta W(\beta_k) \geq 0$ 의 조건이 충족되어 합병에 찬성하는 것이다.

$$P_s \geq \frac{[(\beta_{k,T} - \beta_{k,A})(V_T - C) - \beta_{k,A}S] V_A}{\beta_{k,T}S + (\beta_{k,T} - \beta_{k,A})V_A} \quad (\text{A-4})$$

$$((V_A + S)P_s - V_A V_T)\beta_{k,T} \geq V_A(P_s - (V_T + S))\beta_{k,A} \quad (\text{A-4})'$$

$$(V_A + S)\left(\frac{V_A V_T}{V_A + S} - P_s\right)\beta_{k,T} \leq V_A((V_T + S) - P_s)\beta_{k,A}$$

$$(V_A + S)(P_s^0 - P_s)\beta_{k,T} \leq V_A((V_T + S) - P_s)\beta_{k,A}$$

$$\beta_{k,T} \leq \frac{P_s^0}{P_s^0 - P_s} \left(1 + \frac{S - P_s}{V_T}\right)\beta_{k,A}, \quad P_s \in (0, P_s^0) \quad (\text{A-5})$$

(C) 따라서, 합병 가격 P_s 에 대한 $\beta_{k,A} \leq \beta_{k,T}$ 인 교차주주들의 의사결정은 다음과 같다. (1) $P_s \in [P_s^0, V_T + S]$ 이면, $\beta_{k,A} \leq \beta_{k,T}$ 인 모든 교차주주들은 합병안에 찬성한다. (2) $P_s \in (0, P_s^0)$ 이면, $\beta_{k,A} \leq \beta_{k,T}$ 인 교차주주 중

$$\beta_{k,T} \leq \frac{P_s^0}{P_s^0 - P_s} \left(1 + \frac{S - P_s}{V_T}\right)\beta_{k,A} \text{인 교차주주들만 찬성한다. (3) } P_s = 0 \text{이면,}$$

$$\beta_{k,T} \leq \left(1 + \frac{S}{V_T}\right)\beta_{k,A} \text{인 교차주주들만 찬성한다.}$$

(2) $\beta_{k,A} \geq \beta_{k,T}$ 인 경우

이번에는 $\beta_{k,A} \geq \beta_{k,T}$ 인 경우를 고려하자. (식 II-6)는 (A-1) 또는 (A-6)과 같이 정리할 수 있다.

$$(\beta_{k,T}S - (\beta_{k,A} - \beta_{k,T})V_A)P_s \geq -V_A[(\beta_{k,A} - \beta_{k,T})V_T + \beta_{k,A}S] \quad (A-1)$$

$$(\beta_{k,A} - \beta_{k,T})V_A(V_T - P_s) + (\beta_{k,A}V_A + \beta_{k,T}P_s)S \geq 0 \quad (A-6)$$

(A-6)에서 $\beta_{k,A} \geq \beta_{k,T}$ 즉, 합병기업 A의 지분율이 피합병기업 T의 지분율보다 높은 교차주주들은 $V_T \geq P_s$ 의 조건이 충족되는 한 항상 $\Delta W(\beta_k) \geq 0$ 임을 알 수 있다. 즉, $V_T \geq P_s$ 이면 $\beta_{k,A} \geq \beta_{k,T}$ 인 교차주주들은 항상 합병에 찬성한다.

(D) 한편, $\beta_{k,A} \geq \beta_{k,T}$ 이므로 (A-2)의 조건이 항상 성립한다. 이에 따라 $\beta_{k,A} \geq \beta_{k,T}$ 이면 (A-1)의 RHS는 음수가 되고 이는 $\Delta W(\beta_k) \geq 0$ 임을 의미하므로 $\beta_{k,A} \geq \beta_{k,T}$ 인 교차주주들은 $P_s \geq 0$ 인 합병에 항상 찬성한다.

(C)와 (D)를 종합하면, (1) $P_s \in [P_s^0, V_T + S]$ 이면, 모든 교차주주가 합병에 찬성한다. (2) $P_s \in (0, P_s^0)$ 이면, $\beta_{k,T} \leq \frac{P_s^0}{P_s^0 - P_s} \left(1 + \frac{S - P_s}{V_T}\right) \beta_{k,A}$ 인 교차주주는 합병에 찬성하고, 그렇지 않은 교차주주는 반대한다. (3) $P_s = 0$ 이면, $\beta_{k,T} \leq \left(1 + \frac{S}{V_T}\right) \beta_{k,A}$ 인 교차주주는 합병에 찬성하고, 그렇지 않은 교차주주는 반대한다.

부록 2 - Proposition 3의 증명

(1) $P_s = 0$ 인 경우

Proposition 1에 따르면, $\beta_{k,A} \geq \beta_{k,T}$ 인 교차주주들은 $V_T \geq P_s$ 가 충족하는 한 합병에 찬성하므로 $P_s = 0$ 에도 합병에 찬성한다.

$\beta_{k,T} \geq \beta_{k,A}$ 인 교차주주 중에서 $\beta_{k,A} \leq \beta_{k,T} \leq \beta_{k,A}(1 + S/V_T)$ 인 교차주주들은 $\Delta W(\beta_k) \geq 0$ 이면 합병에 찬성하므로 대주주는 $\Delta W(\beta_k) = 0$ 이 성립할 때까지 합병가격을 낮출 수 있다. 그런데 $\beta_{k,T} = \beta_{k,A}(1 + S/V_T)$ 일 때 $\Delta W(\beta_k) = 0$ 이고, 이 경우 합병가격은 0이 된다. 따라서, $\beta_{k,A} \leq \beta_{k,T} \leq \beta_{k,A}(1 + S/V_T)$ 인 교차주주들 역시 $P_s = 0$ 에 찬성한다.

$$P_s = \frac{[(\beta_{k,T} - \beta_{k,A})V_T - \beta_{k,A}S]V_A}{\beta_{k,T}S + (\beta_{k,T} - \beta_{k,A})V_A} = 0, \text{ if } \beta_{k,T} = \beta_{k,A}(1 + S/V_T)$$

$\beta_{k,A} \geq \beta_{k,T}$ 인 교차주주들이 가진 피합병기업 지분을 합계는 $\lambda\beta_T$ 이다. 또한, $\beta_{k,T} \geq \beta_{k,A}$ 인 교차주주 중 $\beta_{k,A} \leq \beta_{k,T} \leq \beta_{k,A}(1 + S/V_T)$ 의 조건을 만족하는 교차주주들의 지분 비중을 θ 라고 하면, 이들의 지분율은 $\theta(1 - \lambda)\beta_T$ 이다. 따라서, 대주주는 자기 지분을 α_T 이외에 최소한 0의 합병가격을 제시하더라도 $\lambda\beta_T + \theta(1 - \lambda)\beta_T$ 의 합병 찬성표를 확보한다. 따라서, $\alpha_T + (\lambda + \theta(1 - \lambda))\beta_T > \phi$ 이면 합병이 성사된다.

(2) $P_s \in (0, P_s^0)$ 인 경우

이번에는 $\alpha_T + (\lambda + \theta(1 - \lambda))\beta_T < \phi$ 를 가정하자. 이 경우에는 $P_s = 0$ 에서는 합병이 불가능하다. 따라서 대주주는 합병가격 P_s 를 올려야 하며, 합병에

성공하기 위해서는 $\beta_{k,T} \geq \beta_{k,A}(1+S/V_T)$ 인 교차주주 중에서 찬성표를 확보해야 한다. P_s^0 에서는 이들 교차주주들은 모두 합병에 찬성하므로 대주주가 P_s^0 보다 낮은 합병가격을 제시하더라도 합병에 성공할 수 있는지를 검토해볼 필요가 있다.

Proposition 1은 $P_s \in (0, P_s^0)$ 이면, $\beta_{k,T} \leq \frac{P_s^0}{P_s^0 - P_s} \left(1 + \frac{S - P_s}{V_T}\right) \beta_{k,A}$ 인

교차주주는 합병에 찬성하고, 그렇지 않은 교차주주는 반대할 것임을 시사한다. $\beta_{k,T} \geq \beta_{k,A}$ 인 교차주주들이 가진 지분율에서 이 조건을 만족하는 교차주주들이 가진 지분율 비중을 δ 라고 하자. <그림 II-1>에서 보면, 이는 영역 II에 속하는 교차주주들이 가진 지분율 합계가 $\delta(1-\lambda)\beta_T$ 임을 의미한다. 또한, 이로부터 $0 < \theta < \delta < 1$ 의 조건을 만족한다는 것을 쉽게 알 수 있다. 따라서, $\alpha_T + (\lambda + \theta(1-\lambda))\beta_T < \phi$ 이어서 0인 합병가격으로는 합병이 안 되더라도 $\alpha_T + (\lambda + \delta(1-\lambda))\beta_T > \phi$ 가 성립하면 $P_s \in (0, P_s^0)$ 인 합병가격으로도 합병이 가능하다.

(3) $P_s = P_s^0$ 인 경우

$\alpha_T + (\lambda + \delta(1-\lambda))\beta_T < \phi$ 인 경우에는 대주주는 P_s^0 보다 낮은 합병가격을 제시할 수 없다. 합병가격이 P_s^0 보다 낮으면 피합병기업의 일반주주는 물론 일부 교차주주들의 반대로 합병이 무산되기 때문이다. 따라서, 이 경우 균형 가격은 P_s^0 에서 결정되며, 합병은 만장일치로 통과된다.

최순영 (Soon Young Choi)

연구위원 / 경제학 박사

연구분야

- Financial Services Industry
- Investment Banking
- Wealth Management
- Investor Education
- Demographics

김종민 (Jongmin Kim)

선임연구위원 / 경제학 박사

연구분야

- Financial Economics
- Applied Microeconomic Theory
- Industrial Organization
- Financial Econometrics
- Asset Management



자본시장연구원

Korea Capital Market Institute

서울시 영등포구 의사당대로 143

T 02.3771.0600 www.kcmi.re.kr

값 10,000원



9 788960 891869

ISBN 978-89-6089-186-9