



저작자표시-비영리-변경금지 2.0 대한민국

이용자는 아래의 조건을 따르는 경우에 한하여 자유롭게

- 이 저작물을 복제, 배포, 전송, 전시, 공연 및 방송할 수 있습니다.

다음과 같은 조건을 따라야 합니다:



저작자표시. 귀하는 원저작자를 표시하여야 합니다.



비영리. 귀하는 이 저작물을 영리 목적으로 이용할 수 없습니다.



변경금지. 귀하는 이 저작물을 개작, 변형 또는 가공할 수 없습니다.

- 귀하는, 이 저작물의 재이용이나 배포의 경우, 이 저작물에 적용된 이용허락조건을 명확하게 나타내어야 합니다.
- 저작권자로부터 별도의 허가를 받으면 이러한 조건들은 적용되지 않습니다.

저작권법에 따른 이용자의 권리는 위의 내용에 의하여 영향을 받지 않습니다.

이것은 [이용허락규약\(Legal Code\)](#)을 이해하기 쉽게 요약한 것입니다.

[Disclaimer](#)

경영학석사 학위논문

인수합병과 대리인 문제

2017년 2월

서울대학교 대학원

경영학과 재무금융전공

김 누 리

인수합병과 대리인 문제

지도교수 조 재 호

이 논문을 경영학석사 학위논문으로 제출함

2016년 12월

서울대학교 대학원

경영학과 재무금융전공

김 누 리

김누리의 석사학위논문을 인준함

2017년 2월

위 원 장 채 준 (인)

부 위 원 장 박 소 정 (인)

위 원 조 재 호 (인)

초 록

인수합병과 대리인 문제

서울대학교 대학원

재무금융 석사전공

김누리

본 논문은 우리나라의 30대 재벌기업과 비재벌기업의 인수합병 성과 차이를 분석하고 과거 선행연구에서 나타난 대리인문제가 현재에도 지속되고 있는지 살펴보았다. 2006년부터 2015년까지 최근 10년간 인수합병 사건들의 초과수익률을 분석한 결과 재벌기업과 비재벌기업 모두 양(+)의 초과수익률을 보이며 합병 이후 기업 가치가 증가하였으나 재벌기업의 초과수익률이 비재벌기업보다는 낮게 나타나면서 현재 시점에서도 시장이 재벌기업의 인수합병에 따른 시너지효과를 낮게 평가하는 것으로 나타났다.

한국의 재벌 기업들이 성숙기에 접어들고 글로벌 시장에서의 경쟁이 치열해지고 있는 상황에서 인수합병은 기업들에게 성장해 나갈 수 있는 발판이 될 수 있다. 그러기 위해서는 기업지배구조 강화를 통해 대리인 문제를 최소화하고 효율적인 인수합병으로 시너지효과를 얻을 수 있도록 해야 할 것이다.

주요어 : 인수합병, 대리인문제, 재벌기업, 사건연구

학 번 : 2015-20581

목 차

제 1 장 서론.....	1
1.1 연구의 배경	1
제 2 장 이론적 배경과 선행 연구.....	3
2.1 인수합병의 정의	3
2.2 국내 인수합병 현황	
2.3 대리인 이론	4
2.4 선행 연구.....	5
제 3 장 표본 선정 및 표본 특성.....	6
3.1 표본 선정	6
3.2 표본 특성	6
제 4 장 실증분석 방법 및 분석 결과.....	9
4.1 사건일 설정	9
4.2 분석 모형	9
4.3 실증 분석 결과	10
4.3.1 공시시점에서의 주주부의 변화.....	10
4.3.2 합병이익의 원천과 재벌 소속.....	12
4.3.3 재벌기업의 구제합병과 대리인문제	16
4.4 인수기업 CAR와 설명변수간의 횡단면 분석	17
제 5 장 결론 및 한계점.....	19
참고문헌.....	21

표 목차

[표 3-1] 합병공시의 연도별 분포	7
[표 3-2] 계열소속여부와 대규모기업집단 소속여부에 따른 합병분류	7
[표 3-3] 대규모기업집단 소속여부와 산업연관성 여부에 따른 합병분류	8
[표 3-4] 인수기업의 재무구조, 소유구조, 경영성과 요약통계량	8
[표 4-1] 합병공시시점에서의 재별과 비재별 인수기업의 초과수익률(AR)	11
[표 4-2] 합병공시시점에서의 재별과 비재별 인수기업의 누적초과수익률(CAR)	12
[표 4-3] 재별소속과 산업연관성에 따른 인수기업의 CAR(-5,5)	13
[표 4-4] 재별소속과 상대적크기에 따른 인수기업의 CAR(-5,5)	14
[표 4-5] 재별소속과 대표주주 지분크기에 따른 인수기업의 CAR(-5,5)	15
[표 4-6] 재별소속과 현금흐름수익률에 따른 인수기업의 CAR(-5,5)	15
[표 4-7] 재별소속과 토빈큐에 따른 인수기업의 CAR(-5,5)	15
[표 4-9] 인수기업의 CAR(-5,5)을 종속변수로 사용한 횡단면 회귀분석 결과	18

그림 목차

[그림 2-1] 한국의 인수합병 건수	4
----------------------------	---

제 1 장 서 론

1.1 연구의 배경

기업의 성장은 투자를 통한 내부성장(internal growth)과 인수합병(M&A, Mergers and Acquisition)을 통한 외부적 성장(acquisition growth)로 구분하여 볼 수 있다. 보통 기업들은 기존 사업에서 내적 성장이 한계에 이른 경우 인수합병을 통해 새로운 성장 동력을 모색하고 사업의 경쟁력을 강화한다. 대부분 자체적인 능력으로 홀로 성장하기가 어려워 인수나 합병할 대상을 찾게 되는 것이다. 기업들은 인수합병을 통해 다양한 측면에서 이득을 얻을 수 있다. 먼저 마케팅 효과로 시장점유율을 높여 경쟁기업들을 견제할 수 있어 수익증대효과를 얻을 수 있다. 또한 규모의 경제를 추구하고 수직적 결합의 이점과 자원의 상호보완을 통해 비용을 절감할 수 있다. 기업 간 시너지 효과를 유발하고 비효율적인 경영진들을 교체하는 등 기업마다 다양한 동기를 가지고 인수합병을 하여 이득을 얻게 된다.

우리나라 경제발전의 주도적인 역할을 담당했던 대규모기업집단 또한 다른 기업들과 마찬가지로 인수합병을 통해 기업을 확장시키고 새로운 성장 동력을 확보하였다. Almeida, H., et al(2009)은 한국기업집단의 수직적, 수평적 성장 전략을 설명하고 있다. 기업집단은 수익성이 저조하고 자금이 많이 필요한 기업을 인수하기 위해 기존 계열사들을 활용하여 인수하였고 이 과정을 통해 수직적 구조를 갖는 피라미드 형태의 기업집단으로 성장하였다. 또한 수익성이 높은 우량 기업을 인수하는 과정에서 소유 경영자 가족의 지분을 이용하여 수평적인 성장을 이루었다고 말한다. 하지만 대규모기업집단의 피라미드 형태는 지배주주가 소수의 소유지분으로도 절대적인 영향력을 행사할 수 있게 하고 지배주주는 사적 편익을 위해 기업의 외형 성장만을 추구할 가능성이 있어

소액주주의 부가 재무적, 비재무적 내부거래를 통해 지배주주에게 이전되는 터널링(tunneling) 현상도 발생할 가능성이 있다. 지배주주를 감시, 통제할 수 있는 기업지배구조가 갖춰져 있지 않다면 인수합병에서의 성과도 얻기 어려울 것이다.

이와 관련하여 Jensen(1986)은 인수합병 동기로 대리인이론(agency theory)를 제기하였다. 대리인인 경영자가 사적 편익을 위해 기업의 외형적인 성장만을 추구하여 비효율적인 인수합병이 실행될 수 있다고 설명한다. Milgrom&Robert(1992)는 이러한 환경에서 대리인 문제는 나타날 수 밖에 없으며, 대리인 문제로 인해 기업의 시장가치가 잠재적인 실제 가치보다 낮게 평가되어 기업가치가 축소될 수 밖에 없다고 설명하였다. 국내 관련 연구에서 강준구, 김진모, 배기홍(2001)은 이와 관련하여 한국의 대규모기업집단 (재벌)과 비재벌기업들의 인수합병 사례를 분석하여 비재벌기업의 합병은 기업가치를 증가시키는 반면 30대 재벌기업의 합병은 기업가치를 증대시키지 못함을 밝혀내 대리인 문제를 강조하였다.

재벌기업과 비재벌기업의 합병 공시 효과를 다루었던 선행 연구에 이어 본 연구에서는 최근 기간인 2006년부터 2015년까지의 인수합병 사건을 분석하여 재벌기업과 비재벌기업간의 합병 공시효과를 비교하고 선행 연구에서 존재하였던 대리인 문제가 현재에도 지속되고 있는지 파악하고자 한다. 본 논문은 총 5장으로 구성되어 있다. 2장에서는 이론적 배경과 선행연구를 살펴보고 3장에서 표본선정과 특성에 대해 설명한다. 4장에서는 실증 분석 결과를 분석하고 마지막 5장에서는 본 연구를 요약하고 결론을 제시한다.

제 2 장 이론적 배경과 선행연구

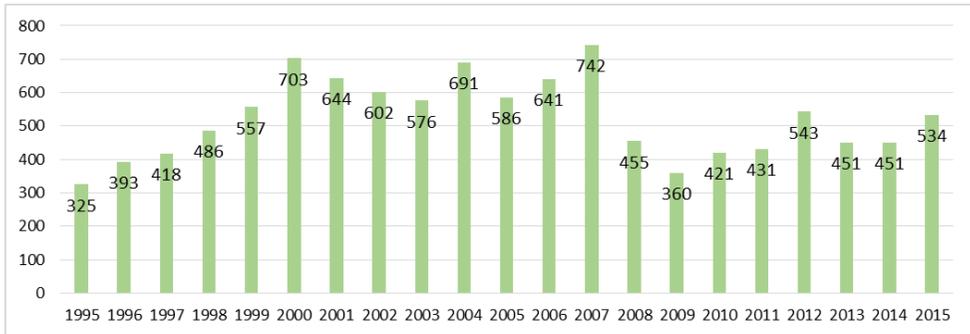
2.1 인수합병의 정의

인수합병은 둘 이상의 기업이 하나로 통합되는 합병(merger)과 기업의 자산 혹은 주식을 취득하여 경영권을 획득하는 매수(acquisition)가 결합된 것으로 인수와 합병만을 포함하는 경우는 협의의 인수합병이라고 하고 기업의 지배권 및 사업이전, 기업 분할 등을 포함하는 경우는 광의의 인수합병이라 한다. 흡수합병(mergers), 신설합병(consolidation), 주식인수, 자산인수 등이 협의의 인수합병에 해당되고 기업확장 및 분할, 기업지배권 변동, 재무구조조정 등의 활동이 광의의 인수합병에 해당한다. 이에 따라 주식교환을 통한 전략적 제휴, 영업양수도, 자산양수도, 임원겸임 등 다양한 방식이 인수합병으로 통칭되고 있다.

2.2 국내 인수합병 현황

한국의 인수합병은 1960년대 말 정부주도로 시작되어 외국 차관을 상환하지 못하는 부실기업의 대출 회수가 목적이였다. 1990년대 이전에는 시장이 불완전하고 정부주도형 경제정책으로 타율적 인수합병이 실행되어 매수자 중심으로 인수합병이 이루어졌다. 이 때의 인수합병의 동기는 주로 부실기업 구제 및 재무구조 개선이였다. 1992년 외국인 직접투자를 허용하고 1998년 외국인 투자유치 촉진을 위해 규제를 완화하면서 외국인에 의한 적대적 인수합병이 가능하게 되었다. 1997년 외환위기 이후로는 규제 완화와 산업구조조정을 통해 인수합병이 크게 증가하여 부실기업을 처리하는 방편의 기능을 하였다. 외환위기 이후 2000년 초부터는 구조조정이 아닌 기업들의 자발적인 인수합병이 중심이 되어 기업 전략 및 생존 수단으로 사용되게 되었다.

[그림 2-1] 한국의 인수합병 건수



자료: 공정거래위원회

그림[2-1]에서 볼 수 있듯이 인수합병 건수는 1995년 325건에서 2000년에는 703건으로 꾸준히 증가하다가 2003년 576건으로 감소 추세를 보였다. 2007년 742건으로 최고치를 기록하였지만 2008년 세계 금융위기 이후로 건수가 줄어들게 되었다. 그 후 다시 인수합병은 활발해졌고 현재까지도 국내, 국외 합병까지 지속적으로 실행되고 있다.

2.3 대리인이론 (Agency Theory)

인수합병 이론 중 하나인 대리인 이론은 Jensen and Meckling(1979)에 의해 제기된 동기이론으로 기업의 소유와 경영이 분리되어 있을 경우 주주와 대리인인 경영자의 목표가 달라 발생하는 것이다. 주주는 주가 또는 기업가치의 극대화를 목표로 하지만 경영자들은 기업 외형가치의 성장과 매출액의 극대화, 자신 직위의 안정 등을 추구한다. 이러한 대리인 문제에 따른 손실을 줄이기 위해 수반되는 관리비용을 대리인 비용이라 한다. Fama and Jensen(1983)에 따르면 인수합병을 통해 대리인비용을 줄이므로서 효율성을 개선시킬 수 있다고 하였다. 이러한 대리인 이론은 잉여자산이론을 탄생시켰다. Jensen (1986)은 잉여자금 지출에 대한 경영자와 주주간의 이해상충을 대리인 문제로 내세웠다. 잉여자금이란 정(+의) 순현재가치를 지닌 투자에 소요되는 자금을 초과하는 현금흐름으로, 이를 처분하는 과정에서 주주와

경영자의 이해상충이 발생하게 된다는 것이다. 많은 자금을 가지고 있으면서도 적절한 투자대상을 찾지 못한 경우 비효율적인 투자가 발생하게 되는 것이다.

2.4 선행연구

인수합병의 공시일 전후 초과 수익률에 관한 연구는 국내외에서 지속적으로 진행되어왔다. 미국시장을 대상으로 한 연구에서는 Dodd (1980), Jensen & Ruback (1983) 등이 합병 이후 피인수기업 주주 양의 누적초과 수익률을 얻는다고 하였고 유럽이나 캐나다에서도 이러한 현상이 나타난다고 밝혀졌다 (Eckbo and Thorburn, 2000; Goergen and Renneog, 2003). 국내의 연구에서는 합병 공시 효과가 피합병기업 뿐만 아니라 합병기업에게도 나타나 모두 양(+)의 수익률을 얻는다고 하였다 (장영광, 1985; 송영균, 주상룡, 1997 등). 김희석, 조경식(2002)는 합병 기업의 공시 전 부채비율이 높고 30재 재벌기업 간 합병에서 공시효과가 더 컸다고 하였다. 변진호와 안소림(2007)은 국내 외환위기 이후 합병사례를 분석하여 인수기업이 양의 초과수익률을 나타내고 기업규모가 작을수록 높은 수익률을 가지고 있음을 보여주었다. 그러나 사업다각화를 위해 합병을 하는 경우 초과수익률은 양(+) 또는 음(-)으로 나와 다각화합병과 비다각화합병 간의 차이는 크게 나타나지 않았다. 조지호와 전상경(2004)는 기업지배구조가 합병 이후 초과수익률에 영향을 미친다고 하였다. Asquith et al. (1983)은 인수기업의 초과수익률이 피인수기업의 상대적 규모에 비례한다고 하였고 Faccio et al.(2006)은 피인수기업이 비상장이고 인수기업이 작을수록 초과수익률이 증가한다고 하였다. 재무비율과 관련된 연구로는 Morck, Shleifer, and Vishny(1988)이 토빈 큐(Tobin Q) 비율이 낮을수록 인수합병기업이 될 가능성이 크다고 설명하였다. 그 이유로는 토빈 큐 비율이 낮은 기업을 인수합병 함으로써 합병기업이 더 높은 수익을 창출할 가능성이 있기 때문이라고 제시하였다. 본 연구에서는 기업 특성과 재무비율로 측정된 과거성과를 이용하여 재벌기업과 비재벌기업의 합병 성과 차이를 살펴보고자 한다.

제 3 장 표본 선정 및 표본특성

3.1 표본 선정

본 연구의 표본은 2006년부터 2015년까지 금융업을 제외한 유가증권시장에 상장한 기업들의 인수합병 사건을 대상으로 하였다. 금융감독원 공시자료의 합병 공시를 통해 합병이 완료된 사건들을 추출하였고 합병 전 인수기업이 피인수기업의 주식을 100% 가지고 있어 무증자로 합병한 사건들은 제외하여 총 140건의 표본을 추출하였다. 합병 기업의 재무구조변수와 일별 수익률은 Fnguide의 자료를 이용하여 구하였다. 재벌기업은 공정거래위원회가 매해 지정하는 대기업집단 분류에 따라 30대 재벌 기업들을 선정하였다. 여기서 대기업집단은 동일인 단독으로 또는 동일인관련자와 합하여 발행주식의 30% 이상을 소유하고 최다출자자인 회사 또는 동일인이 회사 경영에 지배적인 영향력을 행사하고 있는 기업들을 의미한다.

3.2 표본특성

[표3-1]는 연도별 인수기업과 피인수기업의 분포를 보여주고 있다. 총 140개의 합병 공시 중 2006년부터 2008년까지는 각 연도에 19,15,13개의 합병공시가 있었고 09년에는 20개의 공시로 가장 많은 빈도를 보였다. 반면 10년에는 9개 공시로 가장 적었고 11년부터 15년까지는 각 연도에 11,16,11,11,15개의 합병이 공시되었다. 총 147개의 피인수기업 중 45개는 상장기업이었고 102개는 비상장기업이었다. 인수기업과 피인수기업의 합계가 차이가 나는 것은 인수기업이 1개 이상의 기업을 동시에 합병한 경우가 있기 때문이다.

[표 3-1] 합병 공시의 연도별 분포

연도 \ 기업	상장 인수기업	피인수기업	
		상장기업	비상장기업
2006	19	3	16
2007	15	5	10
2008	13	1	12
2009	20	8	14
2010	9	4	6
2011	11	5	6
2012	16	5	11
2013	11	1	12
2014	11	5	8
2015	15	8	7
	140	45	102

[표3-2]는 인수기업의 30대 재벌기업 소속 여부와 계열기업 간 합병여부에 따라 합병을 분류한 것이다. 총 140개의 합병 중 45개는 40대 재벌기업에 속하고 이 중 95.6%의 합병이 계열 내에서 이루어졌다. 비재벌기업의 경우 95개의 합병 중 85.3%가 계열 기업 간 합병이었다.

[표 3-2] 계열소속여부와 대규모기업집단 소속여부에 따른 합병분류

대규모기업집단 \ 산업연관성	30대 재벌기업	비재벌기업	합 계
계열기업 간 합병	43 (95.6%)	81 (85.3%)	124 (88.6%)
비계열기업 간 합병	2 (0.04%)	14 (14.7%)	16 (11.4%)
합 계	45 (100%)	95 (100%)	140 (100%)

인수기업의 30대 재벌 소속 여부와 산업연관성 유무에 따라 합병을 분류한 [표3-3]에 따르면 동종산업 간 합병은 95개(67.9%), 이종산업 간 합병은 45개(23.1%)였다.

[표 3-3] 대규모기업집단 소속여부와 산업연관성 여부에 따른 합병분류

대규모기업집단 산업연관성	30대 재벌기업	비재벌기업	합 계
동종산업 간 합병	35	60	95 (67.9%)
이종산업 간 합병	10	35	45 (23.1%)
합 계	45 (23.1%)	95 (67.9%)	140 (100%)

[표3-4]는 합병공시 직전연도 인수기업의 재무변수, 소유구조변수와 성과변수를 나타낸 통계량이다. 재벌기업의 시가총액은 비재벌기업의 3배 정도 큰 것으로 나타났고 부채비율은 재벌기업이 59%, 비재벌기업이 65%로 재벌기업이 더 낮은 것으로 나타났다. 피인수기업의 자본금과 인수기업의 자본금을 나눈 비율은 재벌기업과 비재벌기업 각각 1.06, 0.98을 보였다. 대다수의 기업들의 합병에서는 인수기업의 자본금이 피인수기업의 자본금보다 크지만 몇몇 기업들의 대규모 피인수기업 합병으로 인해 1이 넘는 값을 가지고 있다. 평균값은 크지만 중앙값이 매우 작은 것이 이 점을 보여준다. 소유구조의 경우 1인대주주지분과 특수관계자 지분을 합한 비율은 비재벌기업이 더 많은 것으로 나타났고 외국인 소유지분은 재벌기업이 비재벌 기업보다 2배 이상 높은 비율을 보였다. 현금흐름(영업이익+감가상각비)을 총자산으로 나눈 현금흐름수익률과 부채의 장부가치와 시가총액을 합한 금액을 총자산으로 나눈 토빈 Q는 재벌기업이 비재벌기업보다 높은 값을 보였다.

[표 3-4] 인수기업의 재무구조, 소유구조, 경영성과 요약통계량

변수	총표본기업	30대 재벌기업	비재벌기업
시가총액 (10억원)	420.4 (22.94)	130.8 (31.8)	41.7 (12.6)
총자산 (10억원)	423.1 (43.1)	1254.1 (393.2)	77.5 (25.1)
부채비율	0.63 (0.56)	0.59 (0.58)	0.65 (0.55)
현금흐름수익률	0.06 (0.06)	0.10 (0.09)	0.04 (0.05)
피인수기업자본금/ 인수기업자본금	1.00 (0.21)	1.06 (0.22)	0.98 (0.21)
1인지분+특수관계자 지분	41.67 (40.11)	37.87 (37.91)	41.65 (41.17)
외국인 소유 지분	11.44 (5.60)	20.06 (18.72)	7.72 (3.34)
토빈 Q	1.43 (1.17)	1.52 (1.26)	1.42 (1.13)

주:()안의 수치는 중앙값임.

현금흐름수익률=(영업이익+감가상각비)/총자산

토빈Q=(부채의 장부가치+주식의 시장가치)/총자산

제 4 장 실증분석 방법 및 결과

4.1 사건일 설정

합병 공시가 합병 결의 이전에 이미 주식시장에 알려지고 합병검토공시가 발표된 경우에는 시장이 효율적이라면 합병 공시 전에 정보가 이미 시장에 반영되었을 가능성이 높다. 이에 사건일(event day)를 합병검토공시일로 사용하는 것이 타당하지만 검토공시일이 발표되지 않은 기업들이 많고 현실적으로 주식시장에 최초로 정보가 알려진 시점을 파악할 수 없으므로 다른 선행연구들을 참고로 합병신고서 제출일을 사건일로 정하였다.

4.2 분석모형

기업 인수합병 공시 효과를 검증하기 위해 Brown&Warner(1980)의 사건연구(event)를 통해 합병 기업의 초과수익률을 살펴보고자 한다. 본 연구에서는 시장모형(market model)을 사용하여 추정하였다. 시장수익률은 종합주가지수를 사용하고 모수추정기간(estimation period)은 사건 전 220일에서 사건 전 21일까지의 기간으로 하였다.

$$R_{it} = \alpha_i + \beta_i \cdot R_{mt} + \varepsilon_{it} \quad (1)$$

R_{it} : 표본기업 i 의 t 일 일별주가수익률

R_{mt} : t 일의 일별 종합주가지수 수익률

α_i, β_i : 시장모형의 모수, 표본기업의 과거 일별주가 수익률(-220일에서 -21일까지의 일별수익률)을 사용하여 추정

각 기업의 비정상 수익률(Abnormal return: AR)은 식(2)와 같이 실제 수익률과 기대수익률의 차이를 계산하여 나타내었다

$$AR_{it} = R_{it} - (\alpha_i + \beta_i R_{it}) \quad (2)$$

AR_{it} : 표본기업 i 의 t 일 초과수익률

R_{it} : 표본기업 i 의 t 일 일별주가수익률

$\alpha_i + \beta_i R_{it}$: 표본기업 i 의 t 일 기대수익률

이렇게 구해진 개별 기업의 일별 초과수익률을 단순평균하여 n 개 표본기업의 초과수익률을 (3)의 식에 의해 계산하였다.

$$AR_t = \frac{1}{N} \sum_{i=1}^N AR_{it} \quad (3)$$

N_t : t 일의 표본기업개수

AAR_t : 검증기간 t 일에서 표본기업 i 의 평균초과수익률

$T1$ 부터 $T2$ 까지 사건기간 동안의 누적초과수익률은(Cumulative Abnormal Return: CAR)은 여러 기간의 초과수익률을 누적하여 구하였다.

$$CAR(T1, T2) = \sum_{t=T1}^{t=T2} AR_t \quad (4)$$

AAR_t : 검증기간 t 일에서 표본기업 i 의 누적초과수익률

사건이 없는 경우 AR_t 와 $CAR(T1, T2)$ 의 기대값은 0이 되며, 사건기간의 초과 수익률이 0과 같다는 귀무가설을 검증하기 위해 t -검정을 실시하였다. T검정과 함께 비모수 검증방법인 sign rank-검정을 실시하여 일부 극단값이 미치는 영향을 피하고자 하였다.

4.3 실증분석결과

4.3.1 공시시점에서의 주주부의 변화

[표4-1]과 [표4-2]는 사건 연구를 통해 계산된 표본기업의 초과수익률과(AR)과 누적초과수익률(CAR)을 보여준다. 공시일 전후 10일 동안의

총 표본기업의 AR을 살펴보면 AR(0), AR(1)에서 각각 1.65%, 1.45%로 통계적으로 유의하였고 CAR(-1,0), CAR(-1,1), CAR(-10,10)또한 2.07%, 1.49%, 1.97%로 모두 1% 또는 5% 신뢰구간 내에서 유의하였다.

[표 4-1] 합병공시시점에서의 재벌과 비재벌 인수기업의 초과수익률(AR): %

공시일 전후시점	총 표본 기업		재벌기업		비재벌기업	
	평균값	중앙값	평균값	중앙값	평균값	중앙값
-10	0.229 (0.52)	-0.154 (0.56)	0.170 (0.70)	-0.183 (0.85)	0.261 (0.60)	-0.154 (0.57)
-9	0.889 (0.25)	0.123 (0.31)	0.545 (0.47)	-0.033 (0.97)	1.058 (0.07)	0.213 (0.21)
-8	0.509 (0.16)	0.105 (0.46)	-0.237 (0.56)	0.197 (0.67)	0.865 (0.08)	0.089 (0.25)
-7	0.067 (0.82)	-0.338 (0.32)	-0.298 (0.45)	-0.401 (0.20)	0.239 (0.55)	-0.338 (0.68)
-6	0.571 (0.08)	0.215 (0.08)	0.240 (0.59)	0.115 (0.71)	0.717 (0.09)	0.216 (0.07)
-5	0.549 (0.19)	0.678 (0.32)	1.088 (0.06)	0.970 (0.08)	0.332 (0.54)	0.637 (0.84)
-4	0.993 (0.04)	0.114 (0.21)	0.305 (0.41)	-0.346 (0.88)	1.336 (0.06)	0.601 (0.17)
-3	0.703 (0.06)	0.119 (0.15)	0.588 (0.09)	0.021 (0.41)	0.763 (0.16)	0.175 (0.21)
-2	0.520 (0.23)	-0.026 (0.42)	0.394 (0.27)	0.280 (0.42)	0.580 (0.35)	-0.114 (0.68)
-1	0.286 (0.51)	-0.078 (0.85)	1.076 (0.03)	0.392 (0.09)	-0.092 (0.88)	-0.343 (0.43)
0 (공시일)	0.649 (0.02)	0.460 (0.00)	1.054 (0.08)	-0.036 (0.67)	1.931 (0.09)	1.224 (0.04)
1	0.446 (0.08)	0.694 (0.02)	1.00 (0.12)	0.686 (0.20)	1.641 (0.03)	0.702 (0.04)
2	-0.443 (0.38)	-0.830 (0.06)	-0.512 (0.53)	-0.791 (0.12)	-0.415 (0.52)	-1.452 (0.19)
3	0.315 (0.48)	0.013 (0.81)	0.632 (0.33)	0.238 (0.73)	0.157 (0.80)	-0.120 (0.98)
4	0.558 (0.24)	-0.171 (0.10)	0.829 (0.22)	0.183 (0.73)	0.413 (0.51)	-0.524 (0.65)
5	-0.362 (0.46)	-0.617 (0.08)	-0.088 (0.88)	-0.406 (0.70)	-0.498 (0.46)	-0.873 (0.05)
6	-0.207 (0.54)	-0.350 (0.28)	-0.099 (0.86)	-0.298 (0.71)	-0.259 (0.54)	-0.350 (0.31)
7	-0.377 (0.18)	-0.354 (0.07)	-0.003 (0.94)	-0.171 (0.33)	-0.553 (0.12)	-0.829 (0.01)
8	0.117 (0.71)	-0.281 (0.70)	-0.108 (0.79)	-0.310 (0.42)	0.216 (0.61)	-0.136 (0.98)
9	-0.472 (0.14)	-0.423 (0.02)	-0.879 (0.03)	-0.559 (0.04)	-0.308 (0.47)	-0.364 (0.26)
10	0.268 (0.47)	-0.128 (0.99)	0.373 (0.38)	0.688 (0.45)	0.216 (0.68)	-0.386 (0.55)

주:()안의 수치는 t-통계량과 sign-rank통계량의 p값임.

이러한 양(+)의 추가수익률은 장영광(1985), 강준구(1998a), 김희석과 조경식(2002) 등의 기존 연구들과 일치하는 결과이다.

[표 4-2] 합병공시시점에서의 재벌과 비재벌 인수기업의 누적초과수익률(CAR): %

공시일 전후시점	총 표본 기업		재벌기업		비재벌기업	
	평균값	중앙값	평균값	중앙값	평균값	중앙값
-10부터-2	0.790 (0.02)	0.101 (0.01)	0.193 (0.37)	0.014 (0.64)	2.260 (0.02)	0.456 (0.12)
-5부터5	2.037 (0.03)	0.394 (0.20)	0.785 (0.02)	0.229 (0.12)	3.515 (0.05)	0.958 (0.11)
-1부터0	2.067 (0.02)	0.105 (0.10)	0.148 (0.76)	-0.378 (0.70)	3.418 (0.01)	1.256 (0.02)
-1부터1	2.760 (0.00)	0.532 (0.02)	0.308 (0.58)	0.094 (0.98)	4.228 (0.00)	1.573 (0.00)
-10부터10	1.487 (0.01)	0.086 (0.09)	0.348 (0.09)	-0.068 (0.53)	3.515 (0.00)	0.958 (0.08)
1부터10	1.965 (0.05)	0.067 (0.93)	0.574 (0.16)	-0.232 (0.51)	4.513 (0.27)	1.215 (0.92)

주:()안의 수치는 t-통계량과 sign-rank통계량의 p값임.

4.3.2 합병이익의 원천과 재벌 소속

본 장에서는 재벌소속여부에 따라 인수합병에 대리인 문제가 나타나는지 살펴보기 위해 인수기업과 피인수기업의 산업연관성 유무, 피인수기업의 상대적 크기, 최대주주지분 크기 그리고 인수기업의 과거성과 변수를 이용하여 인수기업의 CAR를 분석하였다. 시너지가설에 따르면 기업은 인수합병을 통해 자원을 효율적으로 재편 활용함으로써 경제적 이득을 얻고 주주들의 부에 양의 효과를 가져다 준다고 한다. 또한 동종산업간의 인수합병이 이종산업에서보다 더 큰 시너지효과를 기대할 수 있기에 이를 검증하고자 인수기업과 피수기업의 산업연관성유무를 이용하여 살펴보았다.

하지만 기업의 인수합병에 대리인문제가 존재한다면 오히려 인수합병이 주주들의 부를 감소시키고 합병 후 기업가치도 감소할 수 있다. 먼저 최대 주주의 지분이 클수록 소유경영자가 사적 이익을 추구하는 비효율적인 합병을 할 가능성이 크기 때문에 최대주주 지분을 활용하여 대리인 문제를 검증하고자 하였다. 또한 Jensen(1986)이 제시한 높은 잉여현금흐름을 가진 기업의 비효율적인 인수합병 가능성을 분석하여 대리인 문제가 존재하는지 파악하였다. 만약 과거성과가 우수한 기업(높은 잉여현금흐름)을 가진 기업의 대리인 문제가 심각한 경우 과거성과와 CAR는 음(-)의 관계를 보일 것이다.

[표4-3]은 재벌소속여부와 산업연관성 유무에 따른 인수합병 기업의 CAR(-5,5)를 본 것이다. 기업이 동종산업에 있는 기업을 인수하는 경우 1.56%의 유의적인 양의 수익률을 얻는 것으로 나타났지만 이종산업에 있는 기업을 인수하는 경우에는 유의적인 결과를 얻을 수 없었지만 음의 수익률을 보였다. 재벌기업도 총표본기업과 비슷하게 동종산업에 있는 기업을 인수한 경우 0.90%의 유의적인 양의 수익률을 얻었고 이종산업은 가장 적은 CAR인 -1.55%의 평균값을 보여주었다. 이를 통해 동종산업에 있는 기업을 인수하면 시너지 효과가 기대되어 시장에 긍정적인 신호를 줄 수 있고 특히 비재벌기업에서 시너지 효과가 재벌기업보다 높게 창출되었음을 알 수 있다.

[표 4-3] 재벌소속과 산업연관성에 따른 인수기업의 CAR(-5, 5):%

구분	총표본기업		30대 재벌		비재벌		차이	
	평균	중앙값	평균	중앙값	평균	중앙값	t-test p값	wilcoxon -z p값
동종산업	1.566 (0.04) [n=95]	1.084 (0.06)	0.897 (0.02) [n=35]	0.350 (0.06)	2.179 (0.81) [n=60]	0.086 (0.86)	0.05	0.01
이종산업	-0.413 (0.27) [n=45]	-0.470 (0.25)	-1.55 (0.81) [n=10]	-2.279 (0.96)	0.150 (0.03) [n=35]	-0.534 (0.03)	0.02	0.01

주:()안의 수치는 t-통계량과 sign rank-통계량의 p값임.

[표 4-4]는 재벌소속여부와 인수기업과 피인수기업의 상대적 크기(피인수기업자본금/인수기업자본금)에 따라 CAR(-5,5)를 분석한 결과이다. 일반적으로 피인수기업의 상대적 크기가 클수록 시장은 긍정적으로 반응한다. 규모가 큰 기업과 합병할수록 시너지 효과를 기대할 수 있고 합병 후 기업의 수익성도 크게 높아질 수 있다. 반대로 피인수기업의 상대적 크기가 작다면 시너지 효과가 적고 대기업이 지배구조 정리를 위해 자회사나 계열사를 합병한 경우도 많아 시장에서 합병 효과를 낮게 평가할 수 있다. 재벌기업과 비재벌기업 모두 피합병기업이 큰 경우에 더 높은 CAR를 보였지만 비재벌기업의 평균값만 통계적으로 유의하였다.

[표 4-4] 재벌소속과 상대적 크기(피인수기업자본금/인수기업자본금)에 따른 인수기업의 CAR(-5,5): %

구분	총표본기업		30대 재벌		비재벌		차이	
	평균	중앙값	평균	중앙값	평균	중앙값	t-test p값	wilcoxon -z p값
중앙값보다 큰 경우	2.841 (0.06) [n=75]	0.543 (0.01)	0.298 (0.28) [n=25]	0.210 (0.37)	3.135 (0.01) [n=50]	0.086 (0.07)	0.06	0.12
중앙값보다 작은 경우	0.681 (0.06) [n=65]	0.521 (0.09)	0.008 (0.99) [n=20]	-0.625 (0.96)	4.891 (0.18) [n=45]	2.194 (0.36)	0.09	0.17

주:()안의 수치는 t-통계량과 sign rank-통계량의 p값임.

[표4-5]는 재벌소속여부와 대표주주 지분의 크기에 따라 CAR(-5,5)를 분석한 결과이다. 여기서 대표주주 지분이란 기업의 1인대주주와 특수관계인을 포함한 것이다. 대표주주 지분이 중앙값 이상인 재벌기업의 CAR(-5,5)는 평균값이 5% 수준에서 유의한 0.58%이고 중앙값은 통계적으로 유의하지는 않지만 음의 수익률인 -0.24%를 보였다. 비재벌기업은 재벌기업보다 높은 양의 수익률을 나타냈고 특히 대표주주지분이 중앙값보다 낮은 경우 5% 유의수준에서 6.07%의 수익률을 보였다. 이러한 결과는 재벌기업의 대표주주의 지분이 클수록 비효율적인 합병을 추진할 가능성이 높다는 것을 보여줄 수 있다.

[표 4-5] 재벌소속과 대표주주 지분의 크기에 따른 인수기업의 CAR (-5,5): %

구분	총표본기업		30대 재벌		비재벌		차이	
	평균	중앙값	평균	중앙값	평균	중앙값	t-test p값	wilcoxon -z p값
중앙값보다 큰 경우	3.168 (0.34) [n=69]	0.671 (0.51)	0.575 (0.02) [n=17]	-0.236 (0.12)	3.260 (0.12) [n=52]	0.826 (0.38)	0.04	0.02
중앙값보다 작은 경우	4.878 (0.05) [n=71]	1.663 (0.02)	2.897 (0.73) [n=28]	1.437 (0.84)	6.065 (0.50) [n=43]	2.324 (0.80)	0.01	0.07

주:()안의 수치는 t-통계량과 sign rank-통계량의 p값임.

다음은 인수기업의 과거성과와 합병 성과를 분석한 결과이다. [표4-6]는 재벌소속여부와 현금흐름수익률에 따른 CAR(-5,5)를 분석한 결과로 과거에 높은 현금흐름을 가진 기업들의 수익률이 더 높은 CAR(-5,5)를 보였다. 비재벌기업의 경우 높은 양의 수익률을 보였으나 통계적으로 유의하지 않았고 재벌기업의 평균 CAR(-5,5)만 1.99%로 유의하게 양의 수익률을 나타냈다.

[표 4-6] 재벌소속과 현금흐름수익률에 따른 인수기업의 CAR(-5,5): %

구분	총표본기업		30대 재벌		비재벌		차이	
	평균	중앙값	평균	중앙값	평균	중앙값	t-test p값	wilcoxon -z p값
중앙값보다 큰 경우	2.008 (0.22) [n=44]	0.820 (0.61)	1.988 (0.02) [n=34]	0.993 (0.08)	2.755 (0.68) [n=10]	0.880 (0.47)	0.23	0.36
중앙값보다 작은 경우	5.868 (0.02) [n=96]	2.798 (0.16)	5.777 (0.43) [n=11]	3.754 (0.63)	6.047 (0.52) [n=85]	2.983 (0.83)	0.08	0.07

주:()안의 수치는 t-통계량과 sign rank-통계량의 p값임.

현금흐름수익률=(영업이익+감가상각비)/총자산

인수기업의 토빈Q를 이용하여 합병성과를 살펴본 결과는 [표4-7]과 같다. 총 표본기업에서는 q비율에 따른 평균 CAR(-5,5)는 차이가 거의 없었다. 하지만 재벌기업과 비재벌기업의 평균 CAR(-5,5)는 각각 2.65%와 5.76%로 유의한 양의 값을 보였다. 비재벌기업의 CAR(-5,5)가 재벌기업보다 2배 이상 높게 나타났고 t-test와 wilcoxon-z를 사용한 차이는 5% 수준에서 유의하였다.

[표 4-7] 재벌소속과 토빈Q에 따른 인수기업의 CAR(-5,5): %

구 분	총표본기업		30대 재벌		비재벌		차이	
	평균	중앙값	평균	중앙값	평균	중앙값	t-test p값	wilcoxon -z p값
중앙값보다 큰 경우	3.323 (0.06) [n=73]	1.603 (0.05)	2.650 (0.02) [n=27]	1.675 (0.05)	5.764 (0.05) [n=46]	2.642 (0.03)	0.01	0.03
중앙값보다 작은 경우	3.011 (0.03) [n=67]	0.679 (0.21)	4.090 (0.69) [n=18]	3.188 (0.46)	3.150 (0.12) [n=49]	1.265 (0.23)	0.03	0.09

주:()안의 수치는 t-통계량과 sign rank-통계량의 p값임.

토빈Q=(부채의 장부가치+ 주식의 시장가치)/총자산

강준구 외 2명(2001)의 연구에서는 과거 성과가 우수한 재벌기업들의 CAR(-5,5)가 음의 수익률을 나타내며 기업가치를 감소시키는 것으로 나타났지만 본 논문에서는 재벌기업과 비재벌기업 모두 양의 수익률을 가지고 있었다. 하지만 우수한 경영성과를 가지고 있고 높은 현금흐름을 가진 재벌기업들의 합병 성과는 비재벌기업의 성과보다 상대적으로 낮게 나타나며 이는 Jensen(1986)의 잉여현금흐름 가설과 같은 대리인 문제가 존재하고 시장이 재벌기업의 합병을 비효율적 투자 또는 부의 이전으로 평가하여 낮은 합병 성과를 기대하는 것으로 볼 수 있다.

4.3.3 재벌기업의 구제합병과 대리인 문제

과거 외환위기 직후 우리나라의 많은 인수합병은 정부주도로 부실기업의 구조조정 차원에서 이루어졌다. 특히 우리나라의 경우 전체 합병 사례들 중 대부분이 계열기업간의 합병으로 기업들은 부실계열사를 도산시키지 않고 구제하기 위한 수단으로 합병을 이용한다. 이러한 결과로 강준구 외 2명(2001)에서는 구제합병을 한 재벌기업들은 합병공시 전후 음의 초과수익률을 보이며 구제합병이 대리인 문제를 가지고 있어 소액주주의 부를 감소시켰다고 본다. 외환위기가 지나고 기업들이 성장하면서 구제합병은 많이 줄어들었지만 여전히 재벌기업의 계열사 내의 합병은 계속 이루어지고 있다. 본 연구의 표본기간인 2006년에서 2015년까지 구제합병으로 볼 수 있는 합병사건은 총 23건이었다. 여기서 구제합병은 합병공시 직전 연도에

음(-)의 순이익을 보인 기업을 인수한 경우로 보았다. 직전 연도에는 양(+)
 (+)의 순이익을 보였지만 그 전에 지속적으로 음의 순이익을 가지고 있었
 다면 구제합병으로 분류하였다. [표4-8]는 재벌소속여부와 구제합병여부
 로 구분한 분석결과이다. 구제합병을 실시한 재벌기업은 1.47%로 5% 수
 준에서 유의한 양의 CAR(-5,5)를 보였고 비재벌기업은 10%에서 유의한
 양의 CAR(-5,5)를 보였다. 비재벌기업은 구제합병 여부와 상관없이 비슷
 한 초과수익률을 나타내고 있었지만 재벌기업은 기존 연구와 달리 양의 수
 익률을 나타냈다. 본 연구에서는 구제합병을 한 재벌기업의 표본의 수가 6
 개밖에 되지 않아 이후 표본의 양을 확보하여 추후 연구에서 자세히 살펴
 볼 필요가 있다.

[표 4-8] 재벌소속과 구제합병여부에 따른 인수기업의 CAR(-5,5): %

구분	총표본기업		30대 재벌		비재벌		차이	
	평균	중앙값	평균	중앙값	평균	중앙값	t-test p값	wilcoxon -z p값
구제합병 참여기업	2.655 (0.49) [n=23]	2.142 (0.35)	1.472 (0.03) [n=6]	1.637 (0.03)	3.862 (0.07) [n=17]	3.384 (0.04)	0.05	0.07
비구제합병 참여기업	2.020 (0.03) [n=117]	0.2239 (0.07)	0.6470 (0.06) [n=39]	-0.014 (0.37)	3.636 (0.09) [n=78]	0.829 (0.34)	0.02	0.05

주:()안의 수치는 t-통계량과 sign rank-통계량의 p값임.

구제합병은 합병기업의 계열사 중 직전연도에 음(-)의 순이익을 보인 기업과 직
 전연도는 양(+)
 (+)의 순이익이나 그 이전에 지속적으로 음의 순이익을 보인 기업을
 인수한 경우를 의미

4.4 인수기업 CAR와 설명변수간의 횡단면 분석

인수기업의 CAR에 대한 변수들의 설명력을 확인하기 위해 CAR(-5,5)
 를 종속변수로 사용한 횡단면 회귀분석을 실시하였다. [표4-9]의 회귀분
 석은 대리인 문제를 나타내는 설명변수인 인수기업의 과거 성과 변수(현금
 흐름수익률, 토빈Q), 대표주주지분을(1인대주주와 특수관계인 지분), 구제
 합병 더미변수를 가지고 있다. 또한 시너지효과를 파악하기 위해 산업연관

성 더미, 인수기업과 피인수기업의 상대적크기 변수를 사용하였다. 나머지 변수로는 인수기업의 총자산 장부가치에 로그를 취하여 인수기업의 크기에 따른 차이를 통제하였고 피인수기업의 상장여부 더미와 외국인 소유지분 변수를 포함하였다.

[표 4-9] 인수기업의 CAR(-5,5)을 종속변수로 사용한 횡단면 회귀분석 결과

	총표본기업	30대 재벌	비재벌
상수	0.117 (0.21)	0.044 (0.80)	0.221 (0.17)
동종산업간의 합병 (더미=1)	0.039 (0.79)	0.032 (0.10)	0.006 (0.78)
피인수기업의 자본금/ 인수기업의 자본금	-0.146 (0.67)	-0.153 (0.82)	-0.195 (0.01)
피인수기업이 상장사인 경우 (더미=1)	0.019 (0.23)	0.035 (0.84)	0.037 (0.14)
로그(인수기업 장부가치)	-0.013 (0.22)	-0.012 (0.45)	-0.025 (0.29)
(영업이익+감가상각)/총자산	-0.146 (0.07)	-0.138 (0.08)	-0.072 (0.03)
토빈Q	-0.071 (0.03)	-0.022 (0.02)	-0.012 (0.05)
1인지분+특수관계인 지분	0.005 (0.22)	0.002 (0.29)	0.004 (0.45)
외국인 소유지분	0.001 (0.16)	0.002 (0.12)	0.005 (0.64)
구제 합병 (더미=1)	-0.117 (0.50)	-0.124 (0.96)	-0.290 (0.24)
F-비율	2.47	2.19	1.96
R ² (조정:%)	0.162	0.388	0.124
표본크기	140	45	95

주:()안의 수치는 t-통계량과 sign rank-통계량의 p값임.

1. 현금흐름수익률=(영업이익+감가상각비)/총자산
2. 토빈Q=(부채의 장부가치+주식의 시장가치)/총자산
3. 구제합병은 합병기업의 계열사 중 직전연도에 음(-)의 순이익을 보인 기업과 직전연도는 양(+)의 순이익이나 그 이전에 지속적으로 음의 순이익을 보인 기업을 인수한 경우를 의미

회귀분석 결과 현금흐름 수익률이 높을수록 CAR(-5,5)는 더 낮은 것으로 나타났다. 재벌기업과 비재벌기업은 각각 10%, 5%의 유의수준에서 현금흐름이 높을수록 기업가치는 감소하는 것을 보여준다. 또한 모든 표본에서 토빈Q가 증가할수록 CAR(-5,5)가 통계적으로 유의하게 낮아지는 모습을 보인다. 이는 과거 성과가 좋은 기업이 합병을 할 경우 오히려 낮은 성과를 보이는 것으로 대리인문제의 증거가 될 수 있다. 그 외 동종산업 여부, 인수기업과 피인수기업의 상대적 규모, 인수기업의 규모변수, 피인수기업의 상장여부 변수들은 유의하지 않아 설명력이 없는 것으로 나타났다.

제 5 장. 결론 및 한계점

2006년부터 2015년에 상장기업들의 합병 사건을 분석한 결과는 다음과 같다. 첫째, 30대 재벌기업과 비재벌기업 모두 합병공시 전후로 양(+)의 초과수익률을 보였고 동종산업에 속한 기업을 인수한 결과 시너지 효과를 통해 기업의 가치를 증가시킬 수 있었다. 둘째, 인수기업의 1인대주주지분과 특수관계인 지분이 많은 기업들이 낮은 초과 수익률을 보였다. 또한 재벌기업의 초과수익률을 비재벌기업에 비해 상대적으로 낮았고 이는 시장이 비효율적인 투자를 우려한 모습이라 할 수 있다. 마지막으로 현금흐름수익률과 토빈Q를 사용하여 인수기업의 과거성과와 합병효과를 분석한 결과, 과거 성과가 우수한 기업들 (높은 현금흐름과 높은 q비율)의 합병 성과가 더 낮은 모습을 보였다. 기존 연구에서는 재벌기업들의 합병공시 효과가 음(-)의 초과수익률을 보여 합병이 기업가치를 증가시키지 못하고 오히려 주주의 부를 감소시키는 모습을 보였다. 본 연구에서는 재벌기업과 비재벌기업 모두 양(+)의 초과수익률을 보이는 결과를 보이며 과거보다는 긍정적인 모습을 나타내었다. 하지만 여전히 재벌기업의 초과수익률이 비재벌기업보다는 낮게 나타나면서 현재 시점에서도 시장이 재벌기업의 인수합병에 따른 시너지효과를 낮게 평가하고 있다고 볼 수 있다. 재벌기업들이 지속적으로 기업지배구조를 강화하고 합리적인 인수합병을 시행한다면 인수합병의 본래 목적인 원가절감, 매출 증대, 신사업 진출 등을 달성하고 다양

한 시너지를 발생시킬 수 있을 것이다. 한국 기업들이 성숙기에 접어들고 글로벌 경쟁도 치열해짐에 따라 인수합병이 기업들의 성장에 큰 발판이 될 수 있도록 해야 할 것이다.

본 연구의 주요 한계점은 표본선정에 있어서 코스피에 상장되어 있는 기업들의 인수합병 사례만 대상으로 하여 코스닥상장 기업들은 분석에서 제외되었고 영업양수, 자산양수 등과 같이 합병과 비슷한 역할을 하는 사례들은 포함시키지 못하여 다양한 표본에 대한 분석을 실행하지 못한 점이다. 또한 소유경영자가 계열기업들의 주식을 소유하고 있는 경우에는 경영자의 실질적인 영향력이 커지지만 전체 계열사들에서 소유경영자가 가지고 있는 지분 구조는 파악하지 못하였다. 이러한 점에서 향후 연구에서는 보다 정확한 지분을 산출과 다양한 표본 확보를 통해 보완해나갈 수 있을 것이다.

참고 문헌

- 강준구, “기업합병의 경제적 동기와 기업가치 증대요인,” *한국금융연구원 연구보고서*, 1998.
- 강준구, 김진모, 배기홍, 2001, “기업집단과 대리인문제: 재벌 및 비재벌 인수기업의 합병성과 비교연구”, *재무연구*, 제14권 제 2호, 2001, pp.49-88
- 김희석, 조정식, “합병관련기업 주주부 변화의 결정요인,” *재무관리연구* 19, 2002, 77-109.
- 변진호, 안소림, “합병기업의 합병 후 장기성과에 관한 실증적 연구,” *회계정보연구* 21, 2007, 37-68
- 송영균, 주상룡, “한국에서의 기업합병의 성과에 관한 연구”, *증권학회지*, 제20집(1997), pp.71-102.
- 장영광, “기업합병과 주식취득이 주주 부에 미치는 영향에 관한 실증연구”, 고려대학교 대학원 박사 학위 논문, 1985.
- 조지호, 전상경, “기업지배구조가 인수합병의 성과에 미치는 영향,” *재무관리연구* 21, 2004, 1-25.
- 최미호, 김준일, “한국 인수합병시장의 효율성에 대한 실증분석”, *산업혁신연구*, 제31권 4호, 2005, pp.1-22
- Almeida, H. park, Sang Yong, Subrahmanyam, M., and Wolfenson, D., 2009, The structure and formation f business groups: Evidence from Korean Chaebols, NBER Working Paper Series 14983, National Bureau of Economic Research, May 2009
- Asquith, P., R.F. Bruner, and D.V. Mullins, 1983, The gains to bidding firms from merger, *Journal of Financial Economics* 11, pp.121-139.

- Dodd, P., 1980, Merger proposals management discretion and stock wealth, *Journal of Financial Economics* 8, No.2, pp.105–138.
- Eckbo B., and Thorburn K. (2000), Gains to Bidder Firms Revisited: Domestic and Foreign Acquisitions in Canada, *Journal of Financial and Quantitative Analysis*, Vol.35, No.1, pp.1–25
- Faccio, M., McConnell, J. and Stolin, D.(2006), Returns to Acquirers of Listed and Unlisted Targets, *Journal of Financial and Quantitative Analysis* 41, pp.197–218
- Fama, E., and Jensen M. Separation of Ownership and Control, *Journal of Law and Economics*, Vol. 26, No. 2, 1983, pp.301–325
- Goergen, M., and Renneboog L.(2003), Value creation in large European mergers and acquisitions, *Advances in Mergers and Acquisitions*, Vol 2, pp.97 – 146
- Jensen M., and R.S. Ruback, 1983, The market for corporate control: The scientific evidence, *Journal of Financial Economics* 11, pp.5–50
- Jensen M., and Meckling W.(1979), Theory of Firm Managerial Behavior, Agency Costs and Ownership Structure, *Economics Social Institutions*, Vol. 1, 1979, pp.163–231
- Jensen, M. (1986). Agency cost of free cash flow, corporate finance and takeovers. *American Economic Review Papers and Proceedings*, 76, pp. pp.323–329.
- Milgrom, P. and J. Robert(1992), *Economics, Organization and Management*, NJ: Prentice–Hall International, Inc..
- Shleifer, A. and R. Vishny(1988), “Value Maximization and the Acquisition Process,” *Journal of Economic Perspectives*, Vol. 2, No.1, pp.7–20.

Abstract

Merger and Acquisitions in Korea and Agency problem

Nuri Kim

College of Business Administration

The Graduate School

Seoul National University

This study analyzes merger and acquisitions by Chaebol (Top 30 business groups) and Non-Chaebol firms and find agency problem that exist in previous studies remain in the present. From 2006 to 2015, Chaebol and Non-Chaebol firms both gain positive abnormal return and increase firm value after merger and acquisitions. However, abnormal return of Chaebol firms is lower than that of Non-Chaebol firms. The result suggests that market still underestimate synergy effect of Chaebol firms' merger and acquisitions.

As Korean Chaebol firms mature and competition in global market becomes more intense, merger and acquisitions can be good opportunity to grow up for companies. To do that, firms have to reduce agency problem through improving corporate governance structure and get synergy from efficient merger and acquisitions.

Keywords : M&A, agency problem, Chaebol, event study

Student Number : 2015-20581