

한국기업의 海外企業引受가 株主富에 미치는 영향

Shareholder Wealth Effects of the International Mergers and Acquisitions by Korean Firms

姜 鎬 相*

成 用 模**

最初 論文 接受日 : 92. 4.

修 正 本 接受日 : 93. 11.

論文 掲載 確定日 : 94. 12.

초 록

본 연구는 한국기업들의 해외기업인수에 따라 한국기업의 株主들이 갖게되는 超過收益率의 방향과 크기를 측정하고, 인수기업간의 초과수익율 차이에 영향을 미치는 외생적 설명요인이 무엇인지를 분석하였다. 분석결과 해외기업을 인수한 국내기업들은 (-)의 平均超過收益率을 얻는 것으로 나타났다. 이것은 국내투자자들이 국내기업의 해외기업인수에 대하여 전반적으로 바람직하지 않게 생각하고 있음을 보여준다. 인수기업의 累積超過收益率은 인수기업에 대한 인수대상 기업 總資産의 상대적 비율과는 (-)관계, 인수기업 業種과 다른 업종의 기업인수와는 (-)관계, 인수대상기업국에 진출하지 않은 경우와는 (-)관계, 인수대상기업 경영자가 引受提議에 대해 반대한 경우와는 (+)관계가 있음을 보여주었다. 10% 유의수준에서 업종에 의한 인수형태 변수만이 통계적 유의성이 있었다.

* 서강대학교 경영대학 교수

**청주대학교 경상대학 교수

I. 머리말¹⁾

한국기업의 해외기업 합병·인수는 국내기업간의 합병·인수(domestic M&A) 증가와 더불어 1986년 처음 시작된 이후 현재까지 30여건에 이르고 있다. 그 규모나 건수는 아직 크지 않으나 한국기업들이 海外市場을 개척·유지하고 尖端技術을 확보하는 등의 國際化戰略으로서 합병·인수거래 방식을 선택한다는 점에서 큰 관심을 모으고 있다. 歐美의 재무학계에서는 이러한 기업 합병·인수거래를 대상으로 많은 연구가 이루어져 왔는데, 이들 연구는 참여기업들의 株主富(stockholder's wealth)에 미치는 효과를 중점적으로 다루고 있다. 그러나 대부분의 외국연구들은 국내기업간 합병·인수 거래를 주된 연구대상으로 다루고 있으며 국제간 합병·인수 거래가 株主富에 미치는 영향에 대해서는 상대적으로 연구가 미흡한 실정이다. 이것은 歐美에서도 지난 80년대이후 국제간 합병·인수거래가 본격화된데도 그 원인이 있을 것이며, 또한 국제간 합병·인수거래와 관련된 분석자료의 수집이 국내기업간의 경우보다 용이하지 않기 때문인 것에도 그 원인이 있는 것으로 보인다.

국내의 연구를 보더라도 국내기업간의 합병·인수가 株主富에 미치는 영향에 대한 연구는 부분적으로 진행되어 왔다(장영광, 1985 ; 이홍수, 1988 ; 김희석, 1990). 그러나 한국기업들에 의한 해외기업인수가 한국기업의 株主富에 미치는 영향에 관한 분석은 해외기업인수거래가 이루어진지 몇년되지 않는데다 그나마 몇개 기업을 대상으로 한 試驗的 研究에 그치고 있는 실정이다(서문기, 1990 ; 노희진, 1991). 특히 해외기업인수에 의해 국내인수기업들의 株主富 變化에 영향을 미치는 변수들에 대한 분석은 전혀 시도되지 않았다.

이러한 배경하에서 본 연구는 미시적 차원인 재무론적 연구방법을 통하여 한국기업들의 海外企業引受에 따라 한국기업의 주주들이 갖게되는 超過收益率의 방향과 크기를 측정하고, 인수기업간의 超過收益率 차이에 영향을 미치는 외생적 설명요인이 무엇인지를 분석하였다. 기존의 연구결과를 토대로 하여 한국기업의 해외기업인수공시에 따른 株主富 변화의 방향에 대한 연구가설을 설정하였다. 한편 탐험적 연구(exploratory analysis)로서 국내인수기업 주주부 변화의 원인을 설명해 줄 수 있는 변수를 알아보기 위하여 주주부 변화의 원인을 설명

1) 본 논문을 읽고 유익한 지적과 논평을 해주신 익명의 심사위원 두분에게 감사드립니다.

하는 몇개의 설명변수를 사용한 다중회귀분석을 통하여 그 원인을 찾아보았다. 주주부 변화의 방향에 대한 분석은 시장모형(market model)을 이용하였으며 事件研究(event study)를 통해 인수공시일 전후 국내인수기업의 超過收益率을 구하여 株主富 변화에 대한 검증을 하였다. 이러한 분석을 통해서 과연 한국기업의 海外企業合併·引受가 한국인수기업의 株主富에 陽의 영향을 미치는 행위인가를 평가하고자 한다. 실증분석들을 위하여 SPSS PC⁺ 통계패키지를 활용하였다.

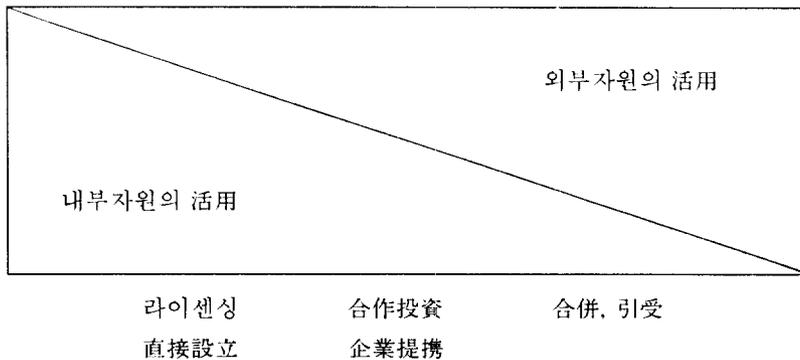
II. 企業國際化 戰略과 국제 합병·인수

본장에서는 海外直接投資의 한가지 형태로서 국제 합병·인수(international M&A)가 갖는 의미와 그 특성 등을 살펴보고자 한다. 기업이 사업기회를 해외에까지 확대시키기 위한 戰略的 海外直接投資의 방안에는 크게 나누어 自社開拓方式(현지생산화, 현지유통망을 자력으로 개척), 企業提携方式(joint venture) 및 海外企業買收(international M&A)방식이 있다(Cooke, 1988). 이들 세가지의 해외직접투자방안 중에서 海外企業買收方式을 선택하게 되는 이유에는 여러가지를 들 수 있으나 自社開拓方式에 필수적인 생산설비, 유통망, 인력 등과 같은 경영자원의 확보에 따른 시간적 제약을 극복함으로써 사업기회의 상실을 방지하려는 것과 특별한 비교우위적인 경영자원을 갖고 있지 못한 상황에서의 기업제휴에 따른 불리함을 보완하려는 것이 주된 목적이다.

이러한 내용을 국제화를 추진하려는 企業成長 戰略의 측면에서 살펴보면, 기업내부의 인적, 물적경영자원을 이용하는 內部成長戰略과 외부의 경영자원을 활용하는 外部成長戰略 중에서 외부성장전략은 기업내부의 경영자원만으로는 성장할 수 없는 한계에 도달하거나 외부경영자원을 활용하는 것이 보다 효율적일 경우 기업외부의 경영자원을 內部化하여 적극적으로 활용하는 전략이다. [그림 2.1]에서 볼 수 있는 것과 같이 외부성장전략중에서도 국제 합병·인수전략은 외부경영자원의 支配權을 획득함으로써 단기간 내에 경영성과를 올릴 수 있는 적극적인 경영전략으로 평가받고 있다. 국제합병·인수는 일국의 기업이나 투자자가 국경을 넘어 他國에 있는 기존의 기업이나 事業部門을 매입하는 거래이다. 따라서 국제합병·

인수는 국내기업간 합병·인수의 外延的 擴張으로서의 측면과 해외직접투자의 한 방법이라는 측면을 동시에 갖는다(Green, 1990). 이러한 의미에서 보면 주주에게는 國際間接投資의 대채안으로서의 성격도 갖게 되며, 국제포트폴리오를 구성하기 어려운 투자자를 위한 國際企業의 전략대안이 될 수도 있다.

[그림 2.1] 국제기업 성장전략의 방안



<표 2.1> 해외직접투자의 유형별 비교

	企業直接設立	合作投資	合併·引受
장점	<ul style="list-style-type: none"> - 母企業의 정책에 맞는 회사 早期設立 가능 - 현지인들과 조화용이 - 투자금액결정의 융통 - 企業統制 용이 - 현지정부의 재정지원용이 	<ul style="list-style-type: none"> - 生産/販賣의 신속 - 合作파트너 경험 활용 - 經營리스크 감소 - 마케팅력 강화 	<ul style="list-style-type: none"> - 사업착수까지 시간단축 - 인력, 技術, 經營 노하우 흡수 - 상품, 브랜드, 영업망 확보 - 시너지效果 추구
단점	<ul style="list-style-type: none"> - 브랜드, 영업기반구축에 상 당시간 소요 - 능력있는 인력채용 어려움 - 投資의 안정성 결여 - 기존업체와 마찰야기 	<ul style="list-style-type: none"> - 의사결정·수행의 신속성 결여 - 청산시 어려움 - 책임권한이 모호 - 조직통합 어려움 	<ul style="list-style-type: none"> - 일시기액의 引受 자금 필요 - 기존의 부실문제짐 해결 필요 - 이질적문화 적응 - 引受價格산정 곤란 - 절차의 복잡성

자료 : 韓國輸出入銀行, 國際引受·合併 핸드북, 1990. 8. p.5

주 : 해외직접투자에 의한 기업직접설립과 합병·인수는 서로 대칭적인 개념이나 합작투자는 대칭적인 개념은 아니다. 합작투자는 기업의 해외진출을 위한 해외직접투자의 한 형태이다.

국제합병·인수전략을 선택하여 추진할 때 일반적으로 얻을 수 있는 장점 및 단점은 <표 2.1>과 같다. 국제합병·인수전략은 장점과 동시에 단점을 가지고 있으나, 국제합병·인수는 생산시설뿐만 아니라 연구개발, 유통, 제품브랜드, 인력 등 기업의 전반적인 분야를 단기간에 확보할 수 있는 이점이 강하므로 미국·EC등 선진국의 投資現地化 요구에 대하여 우리 기업들이 선진국에 진출할 수 있는 전략으로 평가된다. 국제 합병·인수거래는 국내합병·인수거래와 상당부분 유사한 動機와 영향을 가지나 일국내에서가 아닌 상이한 경제환경을 갖는 국가간의 인수거래인 점에서 독특한 차이를 나타내고 있다. 이것은 어떤 기업이 해외기업을 인수함으로써 그 기업은 다국적기업이 되기 때문이며 국제 합병·인수에 대한 이해는 多國籍企業(MNE)의 이론에서부터 시작되기 때문이다(Green, 1990). 따라서 왜(why) 자국내가 아닌 외국에 소재한 기업을 매수하려고 하는가의 설명이 국제 합병·인수의 동기가 된다. 즉, 국제합병·인수의 動機는 국제합병·인수자체가 海外直接投資의 한 형태이므로 근본적으로 해외직접투자의 동기와 다를 바가 없다.

위에서 살펴본 국제간 합병·인수의 특징으로 볼 때 본 연구의 대상인 海外企業引受는 해외직접투자의 한 방법이라는 점에서 海外間接投資와는 구별되어야 하며 이러한 면에서 海外企業引受는 연구자의 판단에 따라 해외투자의 목적과 투자 비율 등에 의하여 정의할 수 있다. 본 연구에서는 被引受企業의 經營에 직접 참가함을 목적으로 하고 投資比率를 기준하여 10% 이상인 경우에 해외기업인수로 보았다(Tessema, 1985).

Ⅲ. 국제 합병·인수가 株主富에 미치는 영향에 관한 기존연구

본장은 국제 합병·인수거래가 株主富에 미치는 영향에 대한 기존 實證研究를 살펴보았다.

3.1 株主富 변화의 方向에 관한 연구

多國籍性(multinationality)에 대한 평가는 ① 과세조항, 反트러스트규정 및 재무적 제약 등

제도적 제약요소들을 裁定할 수 있는 기업의 능력, ② 국제경영을 수행하면서 기업이 획득한 외부정보, ③ 마케팅과 생산의 결합에 의해 얻어지는 비용절감 등의 요인들에서 비롯된다. 이들 요인들은 오직 多國籍企業에 의해서만 이용될 수 있는 정도에 따라 반영되며 企業價值는 이들 요인의 누적적 가치를 반영하여 증대된다(Kogut, 1983). 따라서 어느 기업의 해외기업 引受公示는 투자자들에게 그 기업의 자원을 국제적으로 확장하거나 이전시키는 信號로 간주될 수 있다. 특히 국내기업의 해외기업인수는 마케팅과 생산측면에서 일어나는 대규모의 생산경제규모를 자본화하며 외부정보를 장악하고 제도적 제약요소들을 활용하는 인수기업의 능력으로 평가된다. 이 요인들이 인수기업에 의해서만 사용된다고 하면 인수기업의 市場價值에 해외기업인수라고 하는 사건이 반영되어야 할 것이다. 국제 합병·인수에 의한 株主富 변화의 方向에 대한 연구는 多國籍企業의 영업실적과 관련이 되고 있으나 실증검증결과는 아직까지 명쾌하지 못한 편이며 어떠한 정보를 제시하기에는 충분하지 못한 실정이다.

(1) Doukas & Travlos의 研究(1988)

Doukas & Travlos는 기업의 국제적 영업확장이 투자자들의 國際分散目的을 달성해 가는 정도에 따라 인수기업주식이 非正常的收益率을 얻는다는 “陽의 多國籍網 假說”을 설정하고 1975-83년중 해외기업인수에 참여한 202개의 미국기업(건수로는 301건)을 대상으로 인수공시에 의해 인수기업주주들이 非正常的收益率을 얻는지를 분석하였다. Doukas & Travlos는 분석을 위해 市場模型을 이용하였다. 회귀계수의 추정기간은 公示日로부터 (-)136일에서 (-)16일까지로 하였으며 日別 非正常收益率은 (-)15일에서 (+)15일까지동안 각 기업에 대하여 산출하였다. 公示日은 Wall Street Journal에 인수제약이 최초로 발표된 날이다.

분석결과 301건 전체를 대상으로 한 公示日의 非正常收益率은 0.08%이나 통계적으로 유의하지 못한 것으로 나타났으며 또한 (-)10일에서 (+)10일 기간의 인수기업들의 株價에는 별다른 변화가 없었다. 이것은 다국적기업이 多國籍網의 구성을 통해 체계적 이점을 얻는다고 한 가정과 일치하지 않는 결과이다. Doukas & Travlos는 해외기업인수공시에 의하여 陽의 非正常收益率을 얻지 못한 결과에 대하여 해외영업활동과 관련된 제반비용으로 그 효과가 대부분 상쇄되기 때문일지 모른다고 설명하였다.

한편 Doukas & Travlos는 301건의 海外引受去來를 다음과 같이 서로 다른 특성군끼리 구

분하여 (-)5일에서 (+)5일기간동안의 日別 非正常收益率을 분석하였다. 분석결과를 보면 1) 미국의 인수기업이 인수대상기업국가에 이미 진출한 경우는 175건인데 이 집단에 대한 공시일의 非正常收益率은 -0.08%로 유의적이지 않았다. 2) 미국의 인수기업이 인수대상기업국가에 처음 진출한 경우는 99건인데 이들에 대한 공시일의 非正常收益率은 0.31%였으며 통계적으로 유의한 것으로 나타났다. 3) 당해 인수에 의해 미국의 인수기업이 해외진출한 것이 처음인 경우는 13건인데 공시일의 非正常收益率은 0.74%로써 유의적이지 못하였다.

(2) 徐文基의 研究(1990)

서문기는 우리나라의 증권시장이 효율적이라고 가정하고, 기업의 국제기업인수공시는 인수기업의 가치에 아무런 영향을 미치지 않으며 따라서 인수기업의 추가변화는 없다고 하는 귀무가설을 설정하여 분석하였다. 역시 市場模型을 이용하였으며 公示日로는 한국경제신문에 동 인수거래가 처음 공표된 날을 정하였다. 시장수익률은 終價基準 綜合株價指數를 이용하였으며 개별주식의 b_i 추정기간은 공시일 (-)300일에서 (-)16일까지의 日別株價를 사용하고 잔차는 인수공시일을 전후한 각각 15일씩 31일 동안에 걸쳐 산출하였다. 분석대상이 된 기업은 모두 9개기업으로 대우중공업(자이모스사), (주)대우(니나석유), 대한항공(에어론카), (주)대우(코로나), (주)쌍용(팬더카), 삼성전자(제니스), 금성통신(폰택), 동신제지(카카베카), 및 삼미종합특수강(아틀라스)이다.

분석결과 9개기업전체에 대해 공시일을 기준으로 累積超過收益率이 陰에서 陽으로 전환하였으나 5% 유의수준하에서 유의적이지 못한 것으로 나타났다. 서문기는 종합적인 결론으로 인수기업 주주에게 陽의 超過收益을 가져오는 것은 공시일을 전후한 극히 짧은 기간동안에 단 유의미하며 기간이 길어질수록 통계적 유의성이 떨어진다고 설명하였다.

(3) 盧熙振의 研究(1990)

노희진은 해외기업인수를 한 국내의 대우중공업, (주)대우, 삼성출판사, 삼성전자, 쌍용자동차, 삼미종합특수강, 대우통신 및 갑을방적 등 모두 8개기업을 대상으로 해외합병·인수거래가 株式市場에서 어떠한 평가를 받고 있는가를 분석하였다. 역시 市場模型을 이용하였으

며 日別 및 月別株價收益率 자료를 사용한 일별분석과 월별분석을 하였다. 事件日은 당해 인수의 理事會決議日 및 決議月을 사용하였고 市場模型의 회귀계수추정기간은 일별분석에서는 사건일 (-)90일부터 80일동안이며 월별분석에서는 사건월 전 36개월의 기간이었다. 개별기업에 대한 累積非正常收益率은 일별의 경우 이사회결의일전 5일부터 결의후 10일간을 개별적으로 산정하였고 월별의 경우는 결의월후 12개월동안을 구하였다. 한편 시장수익률은 産業別株價指數와 市場全體 綜合株價指數를 이용하였다.

분석결과, 산업별주가지수를 사용한 경우의 R^2 가 모든 기업의 경우 높게 나타났으며 해외기업인수가 주가수익률에 영향을 미치고 있다는 가정은 모두 기각되었고 정보유출로 인한 주가수익률 변동도 기각되었다. 이점에 대해 노희진은 투자자들이 해외 합병·인수의 향후 成功可能性에 대해 어느정도 긍정적인 생각을 갖기 때문인 것으로 평가하고 있다.

3.2 株主富 변화의 原因에 관한 연구

미시적인 측면에서 합병·인수거래가 株主의 富에 미치는 영향을 설명해 줄 수 있는 요인으로 합병·인수의 方法, 인수대금지급의 手段, 引受類型, 인수대상기업의 經營者態度 및 인수기업과 인수대상기업의 相對的 規模 등을 지적하고 있다(Huang & Walkling, 1987; Travlos, 1987; Doukas & Travlos, 1988). 다음에서는 이러한 외생적 설명변수를 이용하여 주주부 변화의 원인을 분석한 기존 실증연구들을 살펴보았다.

(1) 안동규의 研究(1990)

안동규는 외국기업이 인수한 960개의 미국기업을 대상으로 미국기업에 대한 외국인의 인수가 미국기업 주주들에게 미치는 영향을 분석하였다. 非正常的收益率의 산출은 市場模型을 이용하였으며 事件日은 당해 인수가 Wall Street Journal에 처음 발표된 날로 정하고 회귀계수의 추정기간은 사건일(-)340일에서 (-)41일간이며 사건일(-)40일에서 (+)40일기간의 平均非正常收益率을 산출하였다. 안동규가 국제합병·인수와 관련하여 설정한 가설은 다음과 같다.

① 價値創設假說 : 외국기업의 인수에 의해 미국기업들의 累積非正常收益率이 陽의 값을

갖는다. ② 支配效果假說 : 인수에 의한 가치창출은 인수대상기업의 지배수준과 正의 상관관계에 있다. ③ 類似性假說 : 인수와 관련된 누적비정상수익률은 국내인수와 관련된 누적비정상수익률과 유사하다. ④ 差別假說 : 미국기업에 대한 인수형태, 인수방법 등간에 유의적인 누적비정상수익률 차이가 있다.

연구모형은 다중더미회귀분석을 이용하였으며 분석결과 價値創出假說은 미국의 주주들이 陽의 收益率을 가지는 것으로 나타났고 支配效果假說도 대상기업의 非正常收益率 합계가 인수제의기업의 지배수준의 증가함수로 나타남에 따라 지지되었다. 類似性假說 및 差別假說 역시 채택되었다. 관련 및 비관련 산업인수간의 累積非正常收益率은 차이가 없는 것으로 나타났다.

(2) Doukas & Travlos의 研究(1988)

Doukas & Travlos는 企業多國籍性의 주가효과를 알아보기 위하여 다음과 같은 회귀모형을 이용하였다.

$$SCAR_{i,t}(-1, 0) = a_0 + a_1 CNTRD_{i,t} + a_2 INTROD_{i,t} + a_3 RELATD_{i,t} + e_{i,t}$$

SCAR(-1, 0) : 공시일전과 공시일 2일간 표준화된 累積非正常收益率

CNTRD : 인수대상기업국가의 경제발전정도 더미변수

(선진국 0, 개도국 1)

INTROD : 현인수이전 인수기업의 國際化程度 더미변수

(인수기업이 인수대상기업국에서 이미 영업중인 경우 0, 그렇지 않은 경우 1)

RELATD : 인수기업과 인수대상기업간의 산업관련정도

(같은 산업간의 인수 0, 서로 다른산업은 1)

분석결과 회귀식은 비교적 강한 설명력을 갖는 것으로 나타났다. CNTRD의 회귀계수는 예상대로 (+) 부호를 가지며 5%수준이상에서 유의하다. INTROD의 계수는 예상대로 (+) 부호를 가지며 10% 수준에서 유의적이었다. 그러나 RELATD의 계수는 (+)부호이지는 하나 유의적이지 않다. 이러한 결과는 국제인수로부터 인수기업이 얻는 이득이 인수대상기업 국가가 미국경제보다 낙후된 경제권일때 더 크며 미국기업이 처음 진입할 경우에 더 크다는

견해를 지지하는 것이다. 또한 지역적 및 산업간에 동시에 다변화시킴으로써 인수기업 株主富에 이득을 가져다 준다는 견해를 지지하고 있다.

VI. 한국기업의 국제 합병·인수가 株主富에 미치는 영향에 관한 실증분석

본장에서는 海外企業引受에 참여한 국내기업들의 株主富에 미치는 영향을 분석함으로써 國際投資假說을 검증하려고 하였다. 이러한 분석을 통하여 국제합병·인수에 어떠한 경제적인 정당성이 있는지를 알아보기로 한다. 본 연구는 한국인수기업의 株主富變化方向에 대한 연구를 통하여 앞에서 살펴본 기존연구와 어떠한 차이가 있으며 또한 株主富變化의 原因을 설명해 줄 수 있는 변수로서 Doukas & Travlos(1988)가 이용한 변수외에 인수기업과 피인수기업의 相對的規模 및 인수대상기업 經營者態度的 변수를 추가하여 이들 변수와 국내인수기업 주주부의 변화 원인을 살펴보고자 한다. 이를 위하여 우리나라 증권시장에서 해외기업인수 事件(event)에 따른 超過收益率을 측정하여 합병·인수가 株主의 富에 미치는 영향에 대한 실증분석을 하였다. 또한 어떤 변수들이 합병·인수 거래의 사건에 따른 기업의 株主富變化原因을 적절하게 설명해 주는가를 찾아보았다.

4.1 가설의 설정

우리나라의 증권시장은 효율적이어서 합병·인수 관련 정보 및 그에 기인한 기대이익 변화에 대한 투자자의 다양한 평가가 주가변동을 통해 나타난다고 가정한다. 따라서 국제합병·인수 거래가 인수기업의 價値에 어떠한 영향을 미친다면 이러한 事件이 株價에 반영되어 나타날 것으로 기대할 수 있다. Grubel(1968)의 연구이후 國際投資의 결정요인을 설명하기 위한 많은 연구가 진행되어 왔는데 대체적으로 이들의 연구는 海外直接投資를 생산요소시장의 불완전성, 상이한 租稅 및 국제자본시장의 不完全性 등의 산물로 보고 있다. 그러나 Kogut(1983)은 多國籍企業이 국내기업과 구별되는 주된 특징에 대하여 범세계적인 다국적

네트웍을 통해 국경을 넘어서 자원을 이전시키는 유연성이라고 주장하였다. Kogut은 특히 다국적성의 효과는 다음과 같은 가치있는 옵션들의 집합에서 발생한다고 설명하였다. Kogut이 제시한 옵션은 다음과 같다.

첫째, 과세제도, 反트러스트규정 및 금융규제 등 제도적 규제를 裁定할 수 있는 기업의 능력

둘째, 국제경영활동 수행에서 기업이 얻게 되는 정보적 외부효과

세째, 생산과 판매의 결합에 의해 얻게되는 비용절감효과이다.

이러한 옵션이 다국적기업에 의해서만 수행될 수 있고 투자자들에 의해 거래되거나 획득될 수 없는 정도에 의해 이들 옵션들의 누적적 가치가 기업의 가치에 반영된다는 설명이다. 그러므로 어떤 기업의 海外企業引受公示는 투자자들에게 기업의 자원을 국제적으로 이전하거나 확대함으로써 자본시장이나 생산, 판매면에서 국제적 왜곡현상을 기업이 활용할 수 있는 信號로 보일 수 있다. 따라서 이러한 옵션이 만일 인수기업에 의해서만 사용된다고 하면 인수기업의 시장가치에 이 점이 반영되어야 할 것이다.

본장의 연구목적은 해외직접투자의 한 방법인 海外企業引受가 인수기업 株主의 富를 증대시킬 수 있는 기업의사결정인지의 與否에 대한 증거를 제공하기 위한 시도로서 기업의 市場價値에 대한 다국적성의 영향을 분석하기 위함이다. 따라서 범세계적 규모로 기업활동의 확장이 투자자의 國際分散 목적을 달성하는 정도에 따라 해외기업인수공시가 인수기업의 주식에 대해 非正常的 收益을 가져다 줄 것으로 예상해 볼 수 있다. 앞 章에서 살펴본 합병·인수에 관한 기존연구들과 국제합병·인수가 海外直接投資의 일환인 점을 토대로 하여 본장에서 연구가설을 다음과 같이 설정하였다.

假說 : 국내기업의 海外企業引受公示는 인수기업의 價値에 正의 影響을 미치며, 따라서 해외기업을 인수공시한 국내기업의 주주는 陽의 超過收益率을 얻는다.

4.2 연구방법

4.2.1. 인수기업 株主富變化의 方向

事件研究(event study)의 목적은 특정한 정보의 발표후에 각 증권들의 비정상적인 가격

변화의 有無와 그 크기를 검증하는 것이다. 그 정보가 일반에게 공표되어 어느 투자자라도 이용가능한 경우라면 이때의 사건연구는 準強形 效率性 檢證이 된다(국찬표, 구분열, 1990). 그러므로 사건연구는 특정한 정보가 증권시장에 공표되었을 시점에 非正常的인 증권가격의 변화가 있는지의 여부를 확인하는데 있다. 비정상적인 가격변화를 확인하기 위하여는 정상적인 경우하에서의 수익률을 먼저 알아야 한다. 그 다음에 실제수익률과 정상적인 경우하에서의 수익률과의 차이를 구하고 분석함으로써 非正常的 收益率의 존재를 확인할 수 있다.

사건연구에서 超過收益率을 추정하는데 일반적으로 이용되는 모형은 다음과 같다.

1) 平均調整收益率 模型(mean adjusted returns model)

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

2) 市場調整收益率 模型(market adjusted returns model)

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

3) 市場危險調整收益率 模型(market & risk adjusted model)

$$ER_{jt} = R_{jt} - (\alpha_j + \beta_j \cdot R_{mt})$$

이 모형중에서 세번째의 시장위험조정수익률모형이 市場模型(market model)이다. 본 연구에서는 비정상적 초과수익률을 찾아내는 모형으로 시장위험조정 수익률모형(market & risk adjusted return model)을 이용하였다.

$$ER_{jt} = R_{jt} - (\alpha_j + \beta_j \cdot R_{mt})$$

R_{mt} : 시장포트폴리오의 株價指數

이 시장모형은 Fama, Fisher, Jensen & Roll(1969)에 의해 株式分割이 주가에 미치는 영향의 연구에서 처음 사용되었는데 Brown & Warner(1985)는 非正常的 超過收益率을 찾아내는데 강력하다고 설명한 바 있다. α_j 와 β_j 는 각 증권의 관찰된 일별수익률과 시장지수에 의한 일별수익률과의 회귀분석에 의해 산출된다. 시장주가지수의 수익률로는 종합주가지수의 수익률과 업종별 주가지수의 수익률을 사용하였다. 업종별 주가지수를 사용한 이유는 우리나라의 증권시장에서 주가의 등락이 심하게 일어날 때 소속 業種別로 주가가 움직일 경우가 많기 때문이다(전성빈, 1990). α_j , β_j 의 추정기간은 事件日(event date)로부터 (-) 300일에서 (-) 60일까지의 240일간, (-) 300일에서 (-) 11일까지의 290일간 및 (-) 300일에서

(-) 30일까지의 270일간의 3가지 경우를 설정하였다. α , β 의 추정기간을 달리 설정한 것은 추정기간에 따라서 超過收益率이 달라질 수 있으며 그 통계적 유의성의 차이를 알아보기 위함이다. 超過收益率의 관찰기간은 사건일(-) 10일에서 (+) 20일까지의 기간으로 하였다.

한편 사건연구에서 중요한 요인중 하나는 사건일의 선정이다. 합병·인수의 경우 공개 공개적으로 처음 발표된 날을 사건일로 선정하는데 만일 관련정보가 이날 이전에 유출된 경우에는 합병·인수로 인한 非正常收益率이 사건일이전에 관찰될 것이다. 본 연구에서는 사건일로서 인수기업의 理事會에서 해외기업인수가 결의된 일자와 韓國證券去來所에 처음 공시된 일자를 각각 선정하였다. 이사회결의일을 사건일로서도 이용한 이유는 통상 이사회결의일이 증권거래소 공시일보다 2~4일 정도 빠르기 때문에 이 시점에서 引受情報가 유출될 수 있을 것으로 판단했기 때문이다.

市場模型에서 검증해야 할 귀무가설은 사건일의 平均超過收益率이 0과 같다는 것이다 (Brown and Warner, 1985). 통계적 유의성 분석은 개별주식의 t일의 초과수익률을 평균한 후 t-검정을 하였다.

$$\text{평균초과수익률} : AR_t = \sum_{j=1}^{N_t} ER_{jt} / N_t$$

N_t : t기의 표본수

$$t = \frac{AR_t}{\sigma_t / \sqrt{N_t}}$$

4.2.2 인수기업 株主富變化의 原因

다음으로 해외기업인수 공시에 따른 국내인수기업 株主富 변화의 原因을 설명해 줄 수 있는 외생적 변수들을 찾아 보고자 하였다. 국내기업간 합병·인수에 관한 기존연구들에서는 주주부 변화의 원인을 설명하는 변수로서 1) 합병·인수의 방법에 대해 공개매수(tender offer)와 합병(merger)의 여부 2) 합병·인수시 주주에 대한 지급수단으로서 현금지급과 주식지급의 여부 3) 인수형태에 대해 다각적 합병과 비다각적 합병의 여부 4) 인수기업과 피인수기업의 상대적 규모차이 5) 인수제외에 대한 인수대상기업 경영자의 태도 등을 사용하여 분석하고 있다.

그러나 국제기업간 합병·인수에 대해서는 국내는 물론 외국에서의 기존연구 건수도 많지 않은데다 일부 연구에서만 제한된 외생적 설명변수를 이용하였다(앞의 3.2 주주부 변화의 원

인에 관한 연구를 참조바람). 따라서 본 연구에서는 국내기업간 기존연구를 준용하여 국제기업간 주주부 변화를 설명해 줄 수 있을 것으로 판단되는 몇가지 설명변수를 추출하였다.

우선 양 기업의 「상대적 규모차이」 변수에 대해서는 국내기업간 인수공시에 따른 연구를 보면, 인수기업에 대한 피인수기업의 상대적 규모가 클수록 인수기업 주주의 累積超過收益率이 높게 나타났다(James & Wier, 1987 ; Asquith, Bruner & Mullins, 1983). 이들은 이에 대한 설명으로 인수기업에 의한 합병·인수가 인수기업측 경영자의 가치극대화 행위로서 正의 純現在價值投資라고 하였다. 그러나 상대적 규모를 사용하여 국제기업간 인수공시에 따른 株主富 변화의 원인을 분석한 기존연구는 없다. 본 연구에서는 탐험적 연구로서 동 변수를 사용하였다.

「인수형태」의 설명변수는 Doukas & Travlos(1988)의 국제기업간 연구에서 사용되었다. Doukas & Travlos는 같은 산업간의 인수는 0으로 서로 다른 산업간의 인수는 1의 더미변수로 처리하여 주주부 변화와의 관계를 분석하였다. 분석결과 다른 업종을 인수할 경우 유의적이지는 않았으나 累積超過收益率이 높게 나타났다. 본 연구에서는 Doukas & Travlos와는 반대로 국내인수기업들의 인수동기가 주로 技術取得 등인 점을 감안하여 같은 산업의 인수인 경우 超過收益率을 얻는 것으로 가정하였다.

한편 국내기업간 인수와는 달리 국제기업간의 인수에서는 인수대상기업국가에 대한 경험과 지식유무가 주주부 변화를 설명해 줄 수 있을 것이다. 인수대상기업국에 대한 「기투자유무」를 변수로 사용한 Doukas & Travlos(1988)의 연구결과는 양의 累積超過收益率을 가지지 못하는 것으로 나타났다. 그러나 본 연구에서는 미국기업들과는 달리 한국기업들의 경우 현지국 경험의 超過收益率에 陽의 影響을 미칠 것으로 보아 국내인수기업이 인수대상기업국가에 투자한 경우 국내 인수기업의 초과수익률이 더 클 것으로 기대하였다.

또한 인수대상기업 株主富 변화에 대한 설명변수로서 인수대상기업 「경영자의 인수제외에 대한 태도」변수에 대해서는 국제기업간의 기존연구에서는 사용된 바가 없다. 그러나 본 연구에서는 역시 탐험적 연구로서 한국기업들의 해외기업 인수금액과 건수가 적으며 이제 시작단계에 있는 점을 고려하여 한국기업들에 대해 피인수기업 경영자들이 우호적인 태도를 나타낼 경우에 국내인수기업의 초과수익율이 더 클 것으로 예상하였다.

이상과 같은 판단아래 어떠한 변수들이 한국기업들의 해외인수기업 합병·인수공시에 따른 株主富 변화차이를 잘 설명해 주는가를 알아보기 위해 다음과 같은 다중회귀분석을 이용

하였다.

$$CAR_j(-10, 0) = a_0 + a_1 X1 + a_2 X2 + a_3 X3 + a_4 X4 + e_j$$

CAR(-10, 0) : j 企業의 (-10, 0) 기간중 누적초과수익률

X1 : 인수기업과 피인수기업의 상대적 규모

(총자산기준, 인수대상기업자산/인수기업자산)

X2 : 인수형태(같은 산업이면 0, 다른 산업이면 1)

X3 : 국내인수기업이 대상기업국에 이미 투자한 경우 0, 아닌 경우는 1.

X4 : 인수대상기업 경영자의 반대유무

인수제외에 반대한 경우는 1, 아닌 경우는 0

국내인수기업과 해외 피인수기업의 상대적 규모, 인수형태, 대상기업국가에 기투자유무 및 인수대상기업 경영자의 인수제외에 대한 태도 등을 파악하기 위해서 지난 1986년 이후 해외기업을 합병·인수한 국내기업들을 대상으로 설문조사를 실시하였다. 1991년 8월 20일부터 9월 20일까지 1개월동안 우편을 이용하여 26건 중에서 7건에 대한 설문지를 받았으며, 미 회수된 19건에 대해서는 1991년 9월 25일부터 10월 20일까지 해당기업의 M&A 담당자를 면담하여 관련자료를 수집하였다. 그러나 대상기업들중 피인수기업의 총자산규모를 비롯한 해외기업 합병·인수자료의 외부노출을 기피한 일부 대상기업에 대해서는 한국은행의 내부자료를 원용하였다. 한편 국내인수기업의 총자산은 한국기업재무총람에 발표된 자료를 이용하였으며, 대상기업국에 대한 기투자유무는 설문지와 韓國銀行 外換管理部の 자료를 이용하였다.

4.3 자 료

본 연구의 대상기업은 해외기업을 인수한 국내기업중 한국증권거래소에 상장된 기업들이다. 주가수익률의 자료는 韓國信用評價(주)의 주가수익률 자료를 사용하였다. 1986년부터 1991년 4월말 현재까지 모두 27개 기업에 의해 30건의 海外企業引受가 이루어졌는데, 이중에서 한국남방개발(홍콩 Phonetime사 인수), 삼성코닝(미국 마이크로 일렉트로닉사 인수) 및 동방(미국 Baron Medical사 인수)의 3개 기업에 의한 3건 인수는 비상장기업에 해당되므로

분석대상에서 제외하였다. 또한 대우(미국 Cordata사 인수)의 기업인수는 사건일 자료를 구할 수가 없어서 분석에서 제외하였다. 超過收益率 발생유무의 검토에 이용된 자료는 24개 기업 26건의 인수이다.

〈표 4.1〉 사건연구 대상기업

번호	인수기업	피인수기업	국 가	이사회결의일	증시공시일
1	갑 을 방 적	Thulhiliya	스리랑카	89.11. 1	89.11. 4
2	금 성 통 신	Fonetek	미 국	-	88. 6. 8
3	대 우(주)	니나석유	벨 기 에	86.11.12	86.11.25
4	대 우 중 공 업	Zy mos	미 국	86. 6. 9	86. 8. 1
5	대 우 통 신	Leading Edge	미 국	89.10.30	89.11. 1
6	대 한 항 공	힐튼호텔	미 국	-	89. 3.14
7	동 신 제 지	Kakabeka	캐 나 다	-	88. 9.12
8	동 양 나 이 론	Brand Tech.	미 국	87. 7.14	87. 7.16
9	동 양 화 학	Kerr McGee	미 국	90.12. 3	90.12. 7
10	부 산 파 이 프	스테이트파이프	미 국	90. 6.25	90. 6.26
11	삼 미 특 수 강	Atlas 사	캐 나 다	89. 6.24	89. 6.27
12	삼 성 물 산	Skydata사	미 국	90. 9.22	90. 9.25
13	삼 성 전 기	Jelco	일 본	88. 2. 2	88. 7.16
14	삼 성 전 자	Microfive	미 국	88. 8.24	88. 8.27
15	삼 성 전 자	Comport	미 국	-	88. 2. 4
16	삼 성 전 자	Norpak	캐 나 다	89.11. 9	89.11.10
17	삼 성 출 판 사	Gotzky	독 일	87. 3.13	87. 3.16
18	서 통	A T C	미 국	-	90. 2.17
19	쌍 용 양 회	Riverside	미 국	-	91. 2. 6
20	쌍 용 자 동 차	Panther Car	영 국	88.10.21	88.10.24
21	아 남 산 업	ITEQ	영 국	-	90. 4.23
22	영 창 약 기	Kurzweil	미 국	90. 5.29	90. 6. 1
23	진 도	Fur Vault	미 국	90. 5.24	90. 2.10
24	태 일 정 밀	N M I	미 국	-	90.12.24
25	풍 립 산 업	Yashima	미 국	86.12.10	87. 1.27
26	한 양 화 학	Union Inc.	미 국	90. 5. 4	90. 5. 9

한편, 다중회귀분석에 이용된 기업과 인수건은 이들 기업중에서 인수대상기업의 總資産規模, 인수대상기업경영자의 인수제의에 대한 反對有無 등 일관된 자료입수가 가능한 기업 및 인수건에 국한되기 때문에, 증시공시일을 기준으로 한 회귀분석에서는 18건의 인수와 理事會決議日을 기준으로 한 분석에서는 14건의 인수거래가 이용되었다.

4.4 결과 및 해석

4.4.1 株主富 변화의 方向에 대한 검정

각 추정기간별 사건일(이사회결의일 및 증시공시일)을 전후한 平均超過收益率과 통계적 유의성을 살펴보면 다음과 같다.

α , β 추정기간을 (-300, -60)일 기간으로 한 경우 증권시장공시일을 전후한 인수기업의 (-)10~(+)20일까지의 平均超過收益率, t값 및 累積平均超過收益率은 <표 4.3>과 같다. 시장주가지수를 종합주가지수로 사용한 경우나 업종별주가지수로 사용한 경우 모두 $t=0$ (사건일 당일)시점에서 평균초과수익률이 (-)값을 가졌으며 통계적으로 유의하지 않았다. 그러나 업종별주가지수를 사용하였을 때 ($t-3$)일에서의 평균초과수익률이 -0.004973으로서 유의적인 t값을 나타내고 있다. 한편 ($t-10$)일에서 사건일(t 일)까지 종합주가지수와 업종별주가지수를 이용한 경우의 누적초과수익률(CAR)은 각각 -0.012로서 모두 주주부가 감소한 것으로 나타났으며, 사건일 1주일전부터 초과수익률과 누적초과수익률의 감소가 현저하다는 점에서 정보유출의 가능성을 미루어 볼 수도 있겠다. ($t-3$)일에서 ($t+3$)일까지의 누적초과수익률도 각각 -0.011과 -0.009를 보였다. 이사회결의일을 사건일로서 정한 분석에서는 <표 4.4>에서와 같이 사건일에서의 평균초과수익률 t값이 업종별주가지수를 이용한 경우에는 $\alpha=10\%$ 에서, 종합주가지수를 이용한 경우에는 $\alpha=20\%$ 수준에서 유의적인 것으로 나타났다. 이들 두 경우 모두 사건일에서의 평균초과수익률은 (-)값을 보이고 있으며 증시공시일의 경우와 마찬가지로 사건일 1주일전부터 초과수익률과 누적초과수익률의 감소세가 비교적 뚜렷하였다.

α , β 추정기간을 (-300, -30)일 기간으로 한 경우 각 사건일에서의 平均超過收益率도 모두 (-)값을 나타내었으며, t값은 앞의 (-300, -60)경우와 마찬가지로 이사회결의일을

사건일로 하였을 때 특히 시장주가지수가 업종별주가지수인 경우의 t값이 크며 $\alpha=10\%$ 수준에서 유의적으로 나타났다. 또한 증권시장공시일을 사건일로 한 경우 업종별주가지수를 사용하였을 때 (t-3)일에서의 평균초과수익률이 유의적인 값을 보였다. α, β 추정기간을 (-300, -11)일 기간으로 한 경우에도 각 사건일에서의 평균초과수익률은 모두 (-) 값을 나타내고 있으며, 사건일에서의 t값도 앞의 두 경우에서와 동일한 경향을 보였다.

다음의 <표 4.2>는 분석결과 사건일 시점에서의 평균초과수익률과 t값을 나타낸 것인데, 모든 경우에서 (-)의 평균초과수익률을 보였다. 이것은 가설에서 설정된 것과는 달리 해외기업인수 공시에 의하여 국내인수기업의 주주가 (+)의 超過收益率을 얻는 것이 아니라 오히려 인수기업의 價値에 負의 영향을 미친다는 것을 의미한다. 또한, 전체적으로 시장주가지수로서 종합주가지수를 이용할 때보다 업종별주가지수를 이용하는 경우의 t값이 보다 유의적인 것으로 나타나고 있어 개별주가지수익률의 움직임은 업종별주가지수에 보다 민감함을 보여주고 있다.

<표 4.2> 사건일 (t=0)에서의 t값 비교

x, β 추정기간	사 건 일	Rm(종합주가지수)		Rm(업종별주가지수)	
		AR	t-값	AR	t-값
(-300, -60)	증시공시일	-0.00084	-0.328702	-0.000505	-0.216466
	이사회결의일	-0.004856	-1.351981	-0.005773	-1.771724*
(-300, -30)	증시공시일	-0.000684	-0.270404	-0.0003	-0.12913
	이사회결의일	-0.004704	-1.338498	-0.00576	-1.809057*
(-300, -11)	증시공시일	-0.000699	-0.277198	-0.000283	-0.123050
	이사회결의일	-0.004719	-1.362298	-0.005779	-1.820014*

주 : * 10% 수준에서 유의함.

한편 α, β 추정기간의 설정에 대하여는 3가지 방법 모두 큰 차이는 없는 것으로 나타났다. 그러나 사건일에서의 t값을 비교하면 證市公示日을 기준으로 한 경우에는 (-300, -60)의 추정기간이 다소 값이 크며, 理事會決議日을 기준으로 한 경우에는 (-300, -11)의 추정기간이 다소 값이 높았다.

<표 4.3>

인수기업의 초과수익률
 $-\alpha, \beta$ 추정기간(-300, -60)인 경우-

일	Rm(종합주가지수)			Rm(업종별 주가지수)			
	AR	t-value	CAR	AR	t-value	CAR	
證 市 公 示 日 基 準	-10	0.000246	0.120683	0.000246	0.001129	0.567040	0.001129
	-9	-0.000659	-0.228115	-0.000413	-0.000592	-0.281373	0.000537
	-8	-0.001161	-0.495440	-0.001574	-0.000441	-0.249782	0.000096
	-7	0.001750	-0.521294	-0.003324	-0.001085	-0.358119	-0.000989
	-6	-0.001567	-0.533852	-0.004893	-0.001085	-0.372432	-0.002074
	-5	-0.004402	-1.115562	-0.009295	-0.005436	-1.525051	-0.007510
	-4	0.001490	0.306201	-0.007805	0.000389	0.085085	-0.006121
	-3	-0.003652	-1.113822	-0.011457	-0.004973	-2.172352	-0.012094
	-2	0.001963	0.545796	-0.009494	0.001544	0.471045	-0.010550
	-1	-0.001961	-0.327549	-0.011455	-0.000817	-0.370343	-0.011367
	0	-0.00084	-0.328702	-0.012295	-0.000505	-0.216466	-0.011872
	+1	-0.001547	-0.507239	-0.013842	0.000557	0.216976	-0.011315
	+2	-0.006858	-0.974434	-0.0207	-0.006175	-0.906220	-0.017490
	+3	0.002278	0.702996	-0.018422	0.001341	0.571180	-0.016149
	+4	-0.001139	-0.482787	-0.019561	-0.001436	-0.797588	-0.017585
	+5	0.001688	0.548232	-0.017873	0.001763	0.659479	-0.015822
	+6	0.000875	0.255508	-0.016998	0.001505	0.489918	-0.014317
	+7	-0.002286	-0.829722	-0.019284	-0.000921	-0.373243	-0.015238
	+8	0.007066	0.905100	-0.012218	0.008269	1.076002	-0.006969
	+9	-0.000328	-0.096859	-0.012546	0.001037	0.383809	-0.005932
+10	-0.001619	-0.525456	-0.014165	-0.001774	-0.782341	-0.007706	
+11	-0.001834	-0.540703	-0.015999	-0.001092	-0.320057	-0.008798	
+12	-0.000759	-0.225398	-0.016758	-0.000724	-0.284727	-0.009522	
+13	0.001279	0.596423	-0.015479	-0.000033	-0.019392	-0.009555	
+14	0.006534	1.742006	-0.008948	0.004086	1.504363	-0.005469	
+15	-0.004733	-1.539435	-0.013678	-0.003716	-1.760384	-0.009185	
+16	-0.009558	-2.372425	-0.023236	-0.006269	-1.627566	-0.015454	
+17	-0.003332	-1.031077	-0.026568	0.000244	0.081963	-0.015210	
+18	-0.000073	-0.023091	-0.026641	-0.000740	-0.275026	-0.015950	
+19	-0.003091	-1.267729	-0.029732	-0.001890	-0.798146	-0.017840	
+20	-0.000847	-0.272205	-0.030579	-0.002126	-0.777154	-0.019966	

주 : 각 일별 sample size는 26개 기업임.

<표 4.4>

인수기업의 초과수익률
 $-\alpha, \beta$ 추정기간(-300, -60)인 경우-

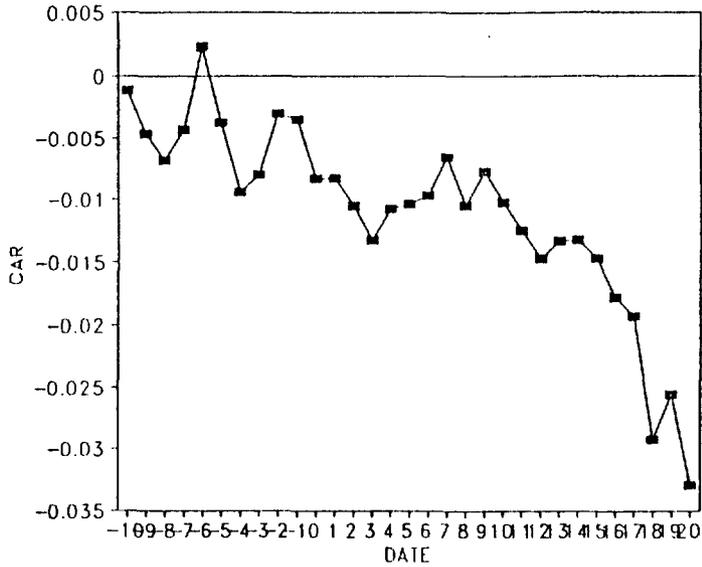
日		Rm(종합주가지수)			Rm(업종별 주가지수)		
		AR	t-value	CAR	AR	t-value	CAR
理 事 會 決 議 日 基 準	-10	-0.001153	-0.345648	-0.001153	-0.000372	-0.116018	-0.000372
	-9	-0.003495	-1.215589	-0.004648	-0.002304	-1.074908	-0.002676
	-8	-0.002220	-1.018980	-0.006868	-0.001926	-0.996029	-0.004602
	-7	0.002504	0.638365	-0.004364	0.002235	0.746080	-0.002367
	-6	0.006559	1.359108	0.002195	0.006468	1.526780	0.004101
	-5	-0.005943	-1.665007	-0.003748	-0.006440	-1.971685	-0.002339
	-4	-0.005694	-1.468720	-0.009442	-0.004794	-1.745373	-0.007133
	-3	0.001430	0.401092	-0.008012	0.002276	0.923697	-0.004857
	-2	0.004981	0.664715	-0.003031	0.003376	0.497481	-0.001481
	-1	-0.000447	-0.085988	-0.003478	-0.001106	-0.224859	-0.002587
	0	-0.004856	-1.351981	-0.008334	-0.005773	-1.771724	-0.00836
	+1	8.111E-05	0.021953	-0.008253	0.000994	0.323837	-0.007366
	+2	-0.002319	-0.730054	-0.010572	-0.000944	-0.317527	-0.00831
	+3	-0.002722	-0.654243	-0.013294	-0.002304	-0.665826	-0.010614
	+4	0.002541	0.831758	-0.010753	0.000960	0.299016	-0.009654
	+5	0.000363	0.098615	-0.0039	0.002406	0.685888	-0.007248
	+6	0.000643	0.0167687	-0.009747	0.002265	0.652977	-0.004983
	+7	0.003195	0.894315	-0.006552	0.002499	0.709036	-0.002484
	+8	-0.003972	-0.937343	-0.010514	-0.001098	-0.306977	-0.003582
	+9	0.002753	0.687906	-0.007771	0.004770	1.395802	0.001188
+10	-0.002470	-0.799992	-0.010241	0.001395	0.491835	0.002583	
+11	-0.002263	-0.674783	-0.012504	0.000385	0.145825	0.002968	
+12	-0.002220	-0.558086	-0.014724	-0.005365	-1.654194	-0.002397	
+13	0.001419	0.400528	-0.013305	0.003634	1.590006	0.000967	
+14	3.511E-05	0.012683	-0.01327	0.001983	1.009660	0.00295	
+15	-0.001450	-0.376629	-0.01777	0.001007	0.380009	0.993957	
+16	-0.003083	-1.439632	-0.020853	-0.002482	-1.658783	0.001475	
+17	-0.001581	-0.400250	-0.022434	-0.001406	-0.488161	0.000069	
+18	-0.009872	-2.227940	-0.032306	-0.008095	-2.402344	-0.008026	
+19	0.003674	0.933330	-0.028632	0.006354	1.826112	-0.001672	
+20	-0.007321	-1.349820	-0.035953	-0.006160	-1.206667	-0.007832	

주 : 각 일별 sample size는 18개 기업임.

〈이사회결의일기준 및 종합주가지수 사용의 경우〉

[그림 4.3]

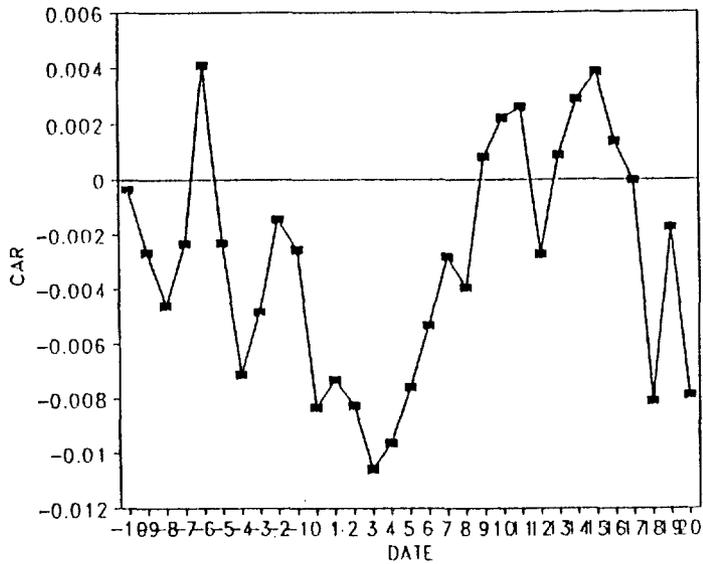
인수기업의 누적평균초과수익률(CAR)



〈이사회결의일기준 및 업종별주가지수 사용의 경우〉

[그림 4.4]

인수기업의 누적평균초과수익률(CAR)



4.4.2 株主富 변화의 原因에 대한 분석

앞에서 설정한 다중회귀식을 이용하여 합병·인수공시에 따른 株主富의 변화차이를 어떠한 변수들이 설명해 줄 수 있는지를 살펴보았다. 종속변수인 $CAR(-10, 0)$ 의 값으로는 α, β , 추정기간별 平均超過收益率의 통계적 유의성을 감안하여 선정하였는데 (-300, -60)기간 중에서 「증시공시일 기준 및 종합주가지수」와 「이사회결의일 및 업종별주가지수」를 이용하여 산출된 초과수익률을 각각 사용하여 분석하였다. 또한 인수거래중 비교적 피인수기업의 규모가 큰 삼미특수강(Atlas사 인수)이 통계처리에서 영향을 미칠 수 있으므로 삼미특수강을 분석대상에서 제외한 경우의 회귀분석도 시도해 보았다.

다음의 <표 4.5>는 「증시공시일기준 및 종합주가지수」에 의한 초과수익률을 사용하여 삼미특수강을 포함한 경우의 각 변수간 상관계수를 나타낸 것이다. 삼미특수강을 제외한 경우 각 변수간의 상관계수(부록 1. 가. 참조)도 변수간의 부호가 동일하며 크기에 있어서도 별 차이가 없는 것으로 나타났다.

<표 4.5> 상관계수

	X1	X2	X3	X4
X1	1.0000	-.3862	.0358	-.1383
X2	-.3862	1.0000	.4026	.3040
X3	.0358	.4026	1.0000	.1935
X4	-.1383	.3040	.1935	1.0000

<표 4.6>과 <표 4.7>은 「증시공시일기준 및 종합주가지수」에 의한 초과수익률을 사용하여 삼미특수강을 포함한 다중회귀분석과 stepwise회귀분석의 결과를 나타낸 것이다. <표 4.6>에서 상수항값이 양의 값으로 0과 유의적인 차이를 보이지 않았으며 X2의 회귀계수값은 -0.05111로서 9.32%의 수준에서 유의적인 차이를 보였다. 이러한 결과는 국내인수기업이 업종이 다른 기업을 인수하는 것보다 같은 업종의 기업을 인수할 때가 CAR를 높지게 됨을 나타내는 증거로 이해할 수 있다. 변수들의 회귀계수 부호중 X1(相對的 規模)은 유의성은 없으나 (-)값을 보였다. 이것은 국내기업간 합병·인수와는 달리 해외기업인수거래에서는 인수대상기업의 規模가 상대적으로 크면 클수록 累積超過收益率이 작아짐을 의미하는 것이

다. 본 연구를 위한 設問調查에서 대부분 기업들이 先進技術 習得 또는 海外市場 確保 등의 인수동기를 갖고 있다는 점에서 국내투자자들로 하여금 우리기업보다 상대적으로 큰 기업을 인수하는 것이 그다지 투자매력이 되지 못하는 것으로 판단된다. 삼미특수강을 제외한 다중회귀분석(부록 1. 나. 참조)에서도 R^2 값은 0.2476으로 삼미특수강을 포함한 경우보다 소폭 낮으나 각 변수의 추정부호도 같으며 유의수준이 비슷한 것으로 나타났다.

〈표 4.6〉 다중회귀분석 결과표

변수	추정치	표준오차	t-값	유의수준	F 값	R^2
X4	.03790	.05092	.744	.4699	1.0963	0.2522
X1	-.04739	.05052	-.938	.3653		
X3	-3.53866E-03	.02556	-.138	.8920		
X2	-.05111	.02821	-1.812	.0932		
상수항	.01919	.01989	.965	.3523		

〈표 4.7〉의 stepwise 회귀분석에서도 변수들중 오직 X2(인수유형)만이 10%의 신뢰수준에서 유의적으로 나타났다. X2의 회귀계수 부호도 (-)값을 보이고 있어 업종이 다른 기업을 인수하는 것보다 같은 업종의 기업을 인수할 때가 CAR를 높이게 됨을 나타낸다. 전체적으로 표본수가 적어서 R^2 값은 0.16의 낮은 수준을 보이고 있다. 한편 「증시공시일기준 및 종합주가지수」에 의한 경우와 「이사회결의일 기준 및 업종별주가지수」를 사용한 경우의 stepwise 회귀분석에서는 20%의 신뢰수준에도 포함되는 변수들이 없는 것으로 나타났다.

〈표 4.7〉 Stepwise 회귀분석 결과표

변수	추정치	표준오차	t-값	유의수준
X2(인수유형)	-0.03796	0.02167	-1.752	0.0990

R square 0.16092

Adjusted R square 0.10848

본 연구의 회귀분석 결과를 통하여 해외기업인수 공시에 따른 국내인수기업 株主富 變化의 原因을 설명해 줄 수 있는 외생적 변수들에 대해 살펴보면 다음과 같다.

첫째, 국내인수기업에 대한 외국 피인수기업의 規模가 상대적으로 클수록 국내 인수기업의 주주는 超過收益率을 얻을 수 있는가의 점이다. 본 연구결과 회귀계수의 부호가 피인수기업의 규모가 상대적으로 작은 경우에 초과수익률을 얻게 되는 負의 값을 갖는 것으로 나타났으나 통계적인 유의성을 갖지 못하고 있어 앞으로 국제기업간 합병·인수거래가 늘어날 경우 보다 심층적인 연구가 필요하다.

둘째, 피인수기업의 업종이 국내인수기업의 업종과 같은 업종인 경우가 국내인수기업 주주들이 초과수익률을 얻게 되는가 아니면, 다른 업종인 경우가 국내 인수기업의 주주들이 超過收益率을 얻게 되는가 하는 점이다. 인수형태에 대한 국내기업간 연구를 보면 그 연구결과가 일치되지 않고 있다. 서로 다른 업종을 인수한 경우에 인수기업 주주들이 더 높은 累積超過收益率을 얻는 연구결과도 있으며(Elgers & Clark, 1980), Wansley, Lane & Yang (1983)의 연구와 같이 지급수단을 통제한 후(현금지급) 분석한 결과 통계적 유의성은 없으나 같은 업종의 인수경우가 초과수익률이 높게 나타난 결과도 있다. 앞에서 살펴본 Doukas & Travlos(1988)의 국제기업간 연구결과는 다른 업종을 인수할 때가 유의적이지는 않으나 累積超過收益率이 높은 것으로 나타났다. 본 연구에서는 같은 산업의 인수시 국내인수기업 주주들이 초과수익률을 얻는 것으로 나타났으며 통계적으로도 유의하였다. 이러한 결과는 국내인수기업들의 인수동기가 주로 技術取得 동인점을 감안할 때 그 타당성이 있는 것으로 보여진다.

셋째, 국내 인수기업의 인수대상기업 국가에 이미 해외투자한 유무가 초과수익률에 어떠한 영향을 미칠 것인가 하는 점이다. 본 연구에서는 회귀계수의 부호를 보면 통계적 유의성은 없으나 국내인수기업이 인수대상기업국가에 투자한 경우 국내인수기업의 초과수익률이 더 큰 것으로 나타났다. 이러한 결과는 기업의 활동영역이 이미 국제화된 미국기업들과는 달리 한국기업들의 경우 국제화단계에 있어 現地國 經驗이 超過收益率에 陽의 影響을 미치는 것으로 보여진다.

네째, 인수대상기업의 경영자들이 인수제의에 대하여 나타내는 태도가 국내인수기업 주주들의 초과수익률에 어떠한 영향을 미칠 것인가의 점이다. 본 연구에서는 통계적 유의성은 없으나 회귀계수의 부호를 보면 피인수기업의 경영자들이 인수제의에 대해 반대한 경우 국내 인수기업들의 초과수익률이 큰 것으로 나타났다.

V. 결 론

5.1 요 약

국내기업의 해외기업합병·인수는 증권시장에 참여하는 투자자는 물론 기업국제화를 도모하려는 국내기업들에게 많은 영향을 미치는 중요한 사건이다. 그러나 한국기업의 경우 해외기업합병·인수거래를 시작한 기간이 짧은데다 건수도 적은 실정이어서, 이 분야에 관한 연구는 이제 시작단계에 있다. 해외기업을 인수기로 하였다든 기업공시가 해당기업 주식의 수익률에 어떠한 영향을 주게 되며, 어떠한 외생적 요인이 이들 인수기업의 超過收益率변화를 설명해 줄 수 있는가 등의 의문에 대해서는 기업합병·인수 관련기업과 국내증권시장 관계자들이 효율성과 株主의 富에 미치는 영향에 대한 분석·평가작업을 통해 해답을 찾아야만 한다.

해외기업인수공시에 따른 株主富의 변화 유무에 대한 분석의 결과, 해외기업을 인수한 국내기업들은 (-)의 平均超過收益率을 얻는 것으로 나타났다. 종합주가지수 보다는 업종별주가지수를 시장지수로 사용하였을 때 사건일에서의 t값이 더 높았으며, 시장모형에서 α , β 추정기간별은 t값에 큰 차이가 나타나지 않았다. 다만, 증시공시일 보다는 이사회결의일을 기준으로 할 경우 $\alpha=10\%$ 수준에서 유의성이 있는 것으로 나타남으로서, 해외기업 인수정보가 증시공시일 이전에 유출되었을 가능성을 시사하고 있다.

인수기업의 누적초과수익률을 설명해 주는 변수로서 인수대상기업과 인수기업의 相對的規模, 引受類型, 국내인수기업이 인수대상기업국에 이미 진출하였는가의 여부 및 인수대상기업 경영자의 態度 등을 선정하여 분석한 결과, 累積超過收益率은 인수기업에 대한 인수대상기업 총자산의 상대적 비율과 (-)관계를, 인수기업 業種과 다른 업종의 기업인수와는 (-)관계를, 인수대상기업국에 진출하지 않은 경우와는 (-)관계를, 그리고 인수대상기업 경영자가 인수제외에 대해 반대한 경우와는 (+)관계가 있음을 보여주었다. 그러나 $\alpha=10\%$ 수준에서 X^2 (인수유형)만이 통계적 유의성이 있는 것으로 나타났다. 그러나 전체적으로 회귀식의 설명력은 매우 낮은 수준이었다.

5.2 연구의 시사점과 향후과제

최근 관심을 모으고 있는 한국기업들에 의한 해외기업인수·합병은 한국기업들의 내면적 성숙도와 함께 국제화의 필요성이 더욱 고조될 90년대중 주요 논제가 될 것으로 예상된다. 한국기업의 海外企業引受는 구미주요국에서 흔히 볼 수 있는 投機의 목적이 아니라 급변하는 국제경영환경에 효과적으로 대처하기 위한 企業死活의 戰略으로서 이루어지고 있다. 더욱이 경제적 자원과 富가 많지않은 한국기업이기에 海外企業引受는 개별인수기업에게는 물론 국가경제전체에게도 효율과 이익을 가져다 주어야 할 것이다.

한국기업들의 해외기업인수공시가 한국인수기업들의 株主富에 어떠한 영향을 미치는지를 알아보기 위한 事件研究(event study)의 분석결과는, 한국기업의 해외기업인수에 대하여 국내투자자들은 전반적으로 바람직하지 않은 것으로 여감을 보여주고 있다. 이것은 사건일에서의 平均超過收益率이 (-)값을 기록하고 있는 점과 주주부 변화의 원인을 살펴본 다중회귀분석에서 통계적 유의성을 나타낸 인수유형을 보면, 인수기업이 그와는 다른 업종에 속하는 해외기업을 인수할 경우 (-)累積平均超過收益率을 갖게 된다는 분석결과를 통하여 그 이유를 추측해 볼 수 있다. 또한 한국기업들의 해외기업인수가 歐美에서 행해지고 있는 것처럼 投機(money game)를 목적으로 한 것이 아니기 때문에, 사건일전후의 초과수익률이 陽의 값을 나타내지 않은 것으로 볼 수도 있다. 해외기업인수는 국내환경과는 이질적인 기업환경하에서의 투자만큼 危險이 더 많이 수반될 수 있고 협상과정에서 費用도 늘어나며 장래 사업전망에 대한 不確實性이 상존하게 마련이다. 국내투자자들이 그러한 점들을 감안하기 때문에 사건일에서의 超過收益率이 負의 값을 나타내는 것으로도 해석할 수 있다.

그러나 국내기업간 기업인수공시에 따른 인수기업 株主富의 변화방향에 대한 연구결과에서는 기업인수의 방법에 따라 陽의 非正常收益率을 가져다 줄 수도 있고 負의 非正常收益率을 가져다 줄 수도 있는 것으로 요약되나(Halpern, 1983 ; Dodd, 1980 ; Firth, 1980 ; Dodd & Ruback, 1977) 국제기업간 기업인수공시에 따른 株主富 變化方向은 아직까지 많은 연구가 이루어지지 못하여 일률적으로 결론짓기에는 이른 실정이다.

따라서 본 연구의 한계점으로는 한국기업들의 해외기업인수거래 件數가 너무 작은데다 실증분석에 필요한 資料의 입수가 불가능했던 기업들도 일부 있었기 때문에, 소수의 事例에 대해서만 분석을 실시한 것을 지적할 수 있다. 특히 회귀분석을 이용한 경우 回歸方程式의 類

형을 명확하게 알 수 없었던 점과 누락된 변수가 있을 수 있는 점등은 분석결과의 해석에 있어서 유의해야 할 점이다. 한국인수기업들의 株主富 변화를 분석한 사건연구에서 市場模型 이외의 방법들을 이용하지 않은 점도 본 연구의 한계점이다. 일반적으로 사건연구를 위한 분석모형으로는 시장모형이 가장 많이 이용되고는 있으나 주주부 변화의 방향에 관한 유의적인 연구를 위해서는 여타의 모형들을 사용하여 그 결과를 비교·검토할 수도 있을 것이다. 본 연구와 관련하여 향후 보다 많은 해외기업인수 사례가 발생하고, 기업들도 공시가능한 자료들을 제공해 줄 수 있는 여건이 될 경우, 과연 해외기업인수자체가 해당기업의 가치에 어떠한 영향을 주며, 이러한 가치변화에 따른 초과수익률변화를 설명해 줄 수 있는 변수등에 대한 충실한 연구가 이루어져야 할 것이다.

참 고 문 헌

1. 국찬표, 구본열, 현대재무론, 서울 비봉출판사, 1990. 10.
2. 김희석, "기업합병 및 인수가 주주 부에 미치는 영향," 서울대 대학원, 박사학위논문, 1990. 8.
3. 노희진, "M&A의 전망, 영향과 추진방향," 한국산업증권 개업기념 논문집, 한국산업증권, 1991.
4. 서문기, "국제인수·합병의 공시효과에 관한 연구", 서울대 대학원, 석사학위논문, 1990. 2.
5. 안동규, "International Mergers and Acquisitions," 한국경제학회 1990년 추계학술연구 발표논문집, 1990. 10. pp.469-514.
6. 이홍수, "합병이 주주의 부에 미치는 영향에 관한 실증적 연구" 서울대 대학원, 석사학위 논문, 1988. 2.
7. 장영광, "기업합병과 주식취득이 주주의 부에 미치는 영향에 관한 실증적 연구," 고려대 대학원, 박사학위논문, 1985. 8.
8. 전성빈, "도산공시의 정보효과에 관한 연구," 서강대, 서강경영논집 제1집, 1990. 12.
9. 한국수출입은행, 국제 인수·합병 핸드북, 1990. 8.
10. Asquith, P., R.F. Bruner, and D.W.Mullins, "The Gains to Bidding Firms from Merger," *Journal of Financial Economics*, 1983, pp.121-139.
11. Brown, S.J., and J.B.Warner, "Using Daily Stock Returns: The Case of Event Studies," *Journal of Financial Economics*, 1985. pp.3-31.
12. Cooke, T.E., *International Mergers and Acquisitions*, London, Basil Blackwell Ltd., 1988.
13. Dodd, P., "Merger Proposals, Management Discretion and Stockholder Wealth," *Journal of Financial Economics*, 1980. pp.105-137.
14. Dodd, P., and R.S.Ruback, "Tender Offers and Stockholder Returns," *Journal of Financial Economics*, 1977. pp.351-373.
15. Doukas, J., and N.G.Travlos, "The Effect of Corporate Multinationalism on Shareholders' Wealth: Evidence from International Acquisitions," *Journal of*

- Finance*, 1988. pp.1161–1175.
16. Elgers, P.T. and J.J.Clark, "Merger Types and Shareholder Returns: Additional Evidence," *Financial Management*, 1980. pp.66–72.
 17. Fama, E.F., L.Fisher, M.Jensen, and R.Roll, "The Adjustments of Stock Prices of New Informations," *International Economic Review*, Feb. 1969. pp.1–21.
 18. Firth, M., "Takeover, Shareholder Returns, and The Theory of the Firm," *Quarterly Journal of Economics*, 1980. pp.235–260.
 19. Green, M.B., *Mergers and Acquisitions*, London, Routledge, 1990.
 20. Grubel, H.G. "Internationally Diversified Portfolios : Welfare Gains and Capital Flows," *American Economic Review*, 1968. pp.1299–1314.
 21. Halpern, P., "Corporate Acquisitions: A Theory of Special Losses?," *Journal of Finance*, 1983.
 22. Huang, Y., and R. Walkling, "Target Abnormal Returns Associated with Acquisitions Announcements: Payment, Acquisition Form, and Managerial Resistance," *Journal of Financial Economics*, 1987. pp.329–349.
 23. James, C.M., and P.Wier, "Returns to Acquires and Competition in the Acquisition Market: The Case of Banking," *Journal of Political Economy*, 1987. pp.355–370.
 24. Kogut, B., "Foreign Direct Investment as a Sequential Process," Kindleberger & Andretsch(eds.), *The Multinational Corporation in the 1980s*, (Cambridge, MA: The MIT Press, 1983), pp.38–56.
 25. Tessema, A., "Effect of International Mergers & Acquisitions on Shareholder Returns of Participating U.S. Firms," Univ. of Iowa, *Ph.D. Dissertation*, 1985, 5–6.
 26. Travlos, N.G., "Corporate Takeover Bids, Methods of Payment and Bidding Firms' Stock Returns," *Journal of Finance*, 1987. 9. pp.943–963.
 27. Wansley, J,W.Lane, and H.Yang, "Abnormal Returns to Acquired Firms by Type of Acquisition and the Method of Payment," *Financial Management*, 1983. pp. 16–22.

부 록

1. 「증시공시일기준 및 종합주가지수」에 의한 초과수익률을 사용한 다중회귀분석 결과(삼미 특수강 제외)

가. 상관계수

	X1	X2	X3	X4
X1	1.0000	-.3760	.0172	-.1334
X2	-.3760	1.0000	.4571	.2988
X3	.0172	.4571	1.0000	.2092
X4	-.1334	.2988	.2092	1.0000

나. 다중회귀분석 결과

Multiple R	.49764				
R Square	.24765				
Adjusted R Square	-.00313				
Standard Error	.04884				
F=	.98750	Signif F = .4508			
..... Variables in the Equation					
Variable	B	SE B	Beta	T	Sig T
X4	.03803	.05300	.18915	.718	.4868
X1	-.04717	.05262	-.24911	-.896	.3877
X3	-4.29264E-03	.02793	-.04466	-.154	.8804
X2	-.05035	.03058	-.52378	-1.646	.1256
(Constant)	.01905	.02075		.918	.3767

2. 「이사회결의일 및 업종별주가지수」에 의한 초과수익률을 사용한 다중회귀분석 결과(삼미 특수강 포함)

가. 상관계수

	X1	X2	X3	X4
X1	1.0000	-.4514	-.2569	-.1620
X2	-.4514	1.0000	.4472	.2774
X3	-.2569	.4472	1.0000	.2067
X4	-.1620	.2774	.2067	1.0000

나. 다중회귀분석 결과

Multiple R	.44782				
R Square	.20054				
Adjusted R Square	-.15477				
Standard Error	.03865				
F=	.56441	Signif F = .6948			
----- Variables in the Equation -----					
Variable	B	SE B	Beta	T	Sig T
X4	.05153	.04197	.38290	1.228	.2507
X1	.02936	.07324	.13429	.401	.6979
X3	-.01711	.02427	-.23646	-.705	.4988
X2	-5.96512E-03	.02550	-.08605	-.234	.8203
(Constant)	-4.28195E-03	.02201		-.195	.8501

3. 「이사회결의일 및 업종별주가지수」에 의한 초과수익률을 사용한 다중회귀분석 결과(삼미 특수강 제외)

가. 상관계수

	X1	X2	X3	X4
X1	1.0000	-.4099	-.3271	-.1477
X2	-.4099	1.0000	.5367	.2673
X3	-.3271	.5367	1.0000	.2282
X4	-.1477	.2673	.2282	1.0000

나. 다중회귀분석 결과

Multiple R	.44753				
R Square	.20028				
Adjusted R Square	-.19957				
Standard Error	.04086				
F=	.50089	Signif F = .7367			
----- Variables in the Equation -----					
Variable	B	SE B	Beta	T	Sig T
X4	.05118	.04439	.38051	1.153	.2822
X1	.03290	.07888	.14605	.417	.6876
X3	-.01446	.02802	-.19633	-.516	.6196
X2	-8.17337E-03	.02856	-.11368	-.286	.7820
(Constant)	-4.36479E-03	.02327		-.188	.8559

