

해외M&A의 가치증대 요인분석: 외국기업의 미국기업 인수사례*

강준구

고려대학교 경영대학 교수
(kang@kuccnx.korea.ac.kr)

.....

본 논문에서는 외국기업의 미국기업 인수사례를 통하여 외국기업의 M&A동기를 조사하고 해외M&A가 제한된 경제자원의 효율적 재배분에 어느 정도 공헌하는지를 살펴보았다. 분석결과는 다음과 같이 요약된다. 첫째, 미국 피인수기업에게 지불된 프리미엄을 회수하기 위하여 외국 인수기업이 사용하는 중업원 해고, 자산매각 등과 같은 구조조정수단은 미국내 기업간의 M&A에 비해 해외M&A에서 상대적으로 적게 시도되었다. 둘째, 외국기업은 적대적 인수여부와 관계없이 미국 기업을 인수한 후 전략적 동기를 가진 비슷한 산업내의 다른 기업에게 피인수기업 자산의 상당부분을 매각하였으며 이러한 자원배분의 기능은 미국내 기업간의 적대적 M&A와 비슷한 것이다. 셋째, 외국기업은 미국기업을 인수한 후 계속하여 추가로 다른 기업을 인수하거나 추가적인 자본지출을 실시하였으며 이러한 사실은 외국기업의 M&A목적이 시너지효과를 달성하기 위한 것임을 시사한다. 넷째, 자국의 법인세율 수준이 해외M&A를 유치하고 피인수기업의 매각금액을 결정하는데 중요한 역할을 수행하는 것으로 나타났다. 마지막으로 미국 피인수기업이 동종산업이나 연관산업에 소속된 외국 기업에 의해 인수되는 경우 또는 미국 피인수기업의 R&D비율이 높은 경우 더 많은 인수프리미엄이 실현되었다. 위의 모든 결과를 종합할 때 해외M&A에서 피인수기업에게 지불되는 인수프리미엄은 시너지의 실현정도와 밀접한 관련이 있는 것으로 보인다. 해외M&A와 관련된 국내의 실증연구문헌이 상당히 부족한 현실에서 본 연구의 결과는 해외M&A분야에 새로운 연구방향을 제시하고 있으며 향후 예상되는 외국기업의 국내기업인수가 산업경제에 미칠 잠재적 영향을 이해하는데 도움을 줄 수 있다.

.....

I. 서 론

최근 전 세계적으로 해외M&A(mergers and acquisitions)가 발생회수와 거래금액면에서 급격한 증가세를 보이고 있는 가운데 우리나라도 이러한 M&A가 정책입안자뿐만 아니라 많은 기업과 일반 투자자들에게 상당한 관심의 대상이 되고 있다. 미시적 측면에서의 M&A는 기업조직과 주식 소유구조에 주요한 변화를 초래하며 기업가치에 직접적인 영향을 미친다는 점에서, 거시적 측면에서의 M&A는 시장 지배력의 집중과 제한된 경제자원의 재분배를 가져온다는 점에서 그 득과 실에 대

하여는 많은 논쟁의 여지가 있다.

미국이나 서방국가의 M&A는 시장경쟁원리에 기초하여 이루어져 온 반면 우리나라의 경우 상당부분의 M&A가 적어도 지금까지는 경쟁의 원리가 어느 정도 배제된 정부의 직간접적인 개입에 의해 이루어져 왔다고 하겠다. 하지만 증권거래법 200조인 상장주식의 대량주식소유 상한제도가 1997년 4월 폐지되었고 자본시장의 개방이 가속화됨에 따라 우리나라 기업지배시장(market for corporate control)은 국내기업 뿐만 아니라 많은 외국기업의 참여로 기업자산의 획득을 위한 경쟁이 불가피하게 되었다. 이러한 기업지배시장의 환경변화는 M&A가 국내기업의 경영권이 외국기업의 적대적 인수합

병에 의해 이전되어질 수 있다는 가능성을 시사할 뿐만 아니라 더 나아가 이러한 M&A가 우리나라 국민경제 전반에 미치는 영향에 대해 심도 있는 고찰이 필요함을 의미한다. 1994년 5월부터 허용된 자사주매입(stock repurchase)을 시작으로 인수 대상 국내기업의 경영권 보호는 비록 미약하지만 제도적 보호장치의 필요성에 대한 논의와 그 시도가 이미 시작된 반면 보다 중요한 관심사인 국민경제에 미치는 영향에 대하여는 거의 논의가 이루어지지 않은 상태이다. 아직 외국기업에 의한 국내기업의 M&A사례가 별로 없는 상태에서 이에 대한 완전한 이해는 불가능하겠지만 기업인수시장이 오래 전부터 개방되어 온 다른 국가의 경험으로부터 어느 정도 그 교훈을 얻을 수 있을 것이다.

본 연구의 주된 목적은 외국기업에 의한 미국기업의 M&A사례를 통하여 해외M&A의 주요 가치증대요인을 분석하고 그 연구결과를 통하여 이러한 M&A가 우리나라 산업경제에 미칠 잠재적 영향을 알아보는 데 있다. 이를 위하여 본 연구는 다음과 같은 내용을 조사한다.

첫째, 외국인수기업이 미국기업을 인수한 후에 실시한 피인수기업의 종업원 해고와 자산(자회사 포함)매각과 같은 기업구조조정활동을 살펴보고 M&A 후 추가적으로 이루어진 투자활동을 알아봄으로써 외국기업의 M&A동기를 조사한다. 이러한 분석은 전체 표본을 적대적 M&A, 우호적 M&A, 백기사(white knight)로 분류한 소표본에도 적용하여 외국기업이 미국 피인수기업을 적대적으로 인수하려는 동기와 다른 형태로 인수하려는 동기에 서로 차이가 있는지를 알아본다.

둘째, M&A 이후 외국기업이 매각한 피인수기업의 자회사 또는 자산이 속해 있는 산업과 이를 매입한 기업이 속해 있는 산업의 상호연관성을 조사

하여 해외M&A가 제한된 경제자원의 효율적 재배분에 어느 정도 공헌을 하는지를 살펴본다.

셋째, 외국기업에 의해 인수된 미국 피인수기업과 통제표본에 속한 미국기업(인수대상이 되지 않았던 기업중 피인수기업과 규모가 비슷하고 동종산업에 속해 있는 기업을 통제표본으로 선정)사이의 경영성과, 연구개발비, 자본지출, 성장가능성(market to book) 등이 서로 다른지를 살펴봄으로써 외국기업이 선호하는 피인수기업의 특징을 파악한다.

마지막으로, M&A 발표에 따른 피인수기업의 초과주가수익률을 분석하고 이러한 초과주가수익률이 M&A의 가치증대요인을 나타내는 여러 가지 설명가능변수와 어떠한 상관관계가 있는지를 다중회귀분석을 통해 살펴본다. 이러한 설명변수로는 미국과 외국의 법인세율 차이, 외국 인수기업과 미국 피인수기업의 산업연관성 여부, M&A 이전 외국기업이 미국에 이미 진출하고 있는지 여부, 달러화의 저평가 여부, 피인수기업의 경영권획득을 위한 인수기업들간의 경쟁 여부 등이 포함된다.

해외M&A와 관련된 국내의 실증연구문헌이 별로 없고 우리나라에서 현재 활발히 전개되고 있는 M&A의 필요성에 대한 논쟁의 초점이 위에서 언급된 여러 가지 요인과 밀접한 관련이 있다는 사실을 고려할 때 이러한 연구의 필요성은 절실하다 하겠다.

본 연구는 다음과 같은 순서로 진행되어진다. 제2장에서는 해외M&A와 관련된 국내·외 연구동향을 살펴보고, 제3장에서는 표본선정과 표본의 특성을 설명한다. 제4장에서는 실증분석결과를 제시하며, 마지막으로 제5장에서 시사점 및 결론을 도출한다.

II. 문헌 연구

기업지배시장 및 해외직접투자(Foreign Direct Investment) 문헌에서 제시하는 해외M&A의 동기로는 생산물시장과 요소시장의 불완전성(Kindlerberger, 1969; Caves, 1971; Hymer, 1976), 자본시장의 불완전성과 정보비대칭(Froot과 Stein, 1991), 국가간의 법인세 차이(Scholes와 Wolfson, 1990), 시너지효과의 달성(Bradly, Desai와 Kim, 1988), 피인수기업의 저평가(Bradly, 1980) 등이 있다.

하지만 기존의 국내외 연구는 해외 또는 국내 M&A 공시에 따른 주가수익률 변동분석에 주로 국한되어 왔으며 그 동기와 기업가치 증대요인에 대한 심도있는 분석은 별로 없었다.

예외적으로 Bhagat, Shleifer와 Vishny(1990)는 1984년부터 1986년까지 미국기업들간에 이루어진 적대적 M&A 중 인수가격이 5천만달러를 초과하는 62개 기업을 대상으로 M&A 이후 피인수기업의 종업원 해고와 자산매각이 얼마나 활발히 진행되었는지를 살펴보고, 이러한 구조조정활동이 피인수기업에게 지불한 인수프리미엄을 회수하는데 주요 수단이 될 수 있는지 여부를 분석하였다. 이 연구는 미국기업이 자국의 피인수기업을 적대적 방법으로 인수한 후 피인수기업의 종업원 해고와 자산매각을 통하여 각각 인수프리미엄의 약 10-20%와 인수가격의 약 31%를 보전한다는 사실을 보여 주었다. 또한 Bhagat, Shleifer와 Vishny(1990)는 인수기업이 적대적 방법으로 다른 기업을 인수한 후 피인수기업 자산의 상당 부분을 같은 산업에 속해 있는 다른 기업에게 재매각함으로써 적대적 M&A가 효율적 자산배분에 공헌하여 왔다는 사실

도 발견하였다. 하지만 이들의 연구는 국내기업들간의 M&A만을 연구대상으로 하였으며 M&A의 주요 잠재적 가치증대 요인이 될 수 있는 다른 변수에 대해서는 아무런 분석을 시도하지 않았다.

Harris와 Ravenscraft(1991)는 1970년에서 1987년사이에 이루어진 미국 국내기업간의 M&A와 외국기업에 의한 미국기업 M&A를 대상으로 인수프리미엄에 차이가 있는지를 분석하였으며 이러한 인수프리미엄이 어떠한 변수에 의해 설명될 수 있는지를 살펴보았다. 이들은 외국인수기업이 미국인수기업에 비해 인수대상기업에게 약 10%정도 더 많은 프리미엄을 지불한다는 사실과 이러한 인수프리미엄은 인수공시시점에서의 달러화 저평가와 밀접한 관련이 있다는 사실을 발견하였다. 즉 구매기업이 속한 국가의 통화가치가 달러에 비해 강세인 경우 해외M&A에서 미국 피인수기업들의 이득은 더욱 커지는 경향이 있으며 이것은 전 세계적으로 통합된 국제자본시장에서 정보불완전성이 있을 경우 환율변화와 해외직접투자는 서로 연관이 있다는 Froot과 Stein(1989)의 주장을 지지하는 것이다. 또한 Harris와 Ravenscraft(1991)는 전체 해외M&A중 약 3/4에 해당하는 거래의 경우 인수기업과 피인수기업 산업간에 서로 연관이 있었으며 외국 인수기업은 R&D투자가 상대적으로 많이 이루어진 기업에 더 많은 프리미엄을 지불한다는 결과를 보여 주었다. 하지만 미국내 법인세율 수준에 따른 세금효과는 별 다른 설명력이 없었다.

Kang(1993)은 과거 14년동안에 미국기업을 인수한 일본기업을 대상으로 해외M&A를 추구하는 동기와 이러한 해외M&A가 기업가치에 미치는 영향을 조사하였다. 연구결과 M&A공시에 따라 일본 인수기업과 미국 피인수기업의 주식가치는 모두 통계적으로 유의하게 상승하며 특히 일본 인수기업

의 주가는 경영의사결정에 있어 은행의 감시기능이 강할수록, 그리고 일본 엔화에 비해 미국 달러화가 저평가될수록 상승한다는 사실을 발견하였다. 또한 이 논문은 일본기업이 미국기업의 주식지분을 대량으로 인수하는 경우에 한해 미국 인수기업에 비해 더 많은 인수프리미엄을 피인수기업에게 지불한다는 결과를 보여 주었다. 이러한 결과는 경영권의 통제정도가 해외M&A시장에서의 인수프리미엄을 결정하는 중요한 요인임을 의미한다. 하지만 Kang(1993)과 Harris와 Ravenscraft(1991)는 Bhagat, Shleifer와 Vishny (1990)와 같은 분석은 시도하지 않았다.

본 연구에서는 국내기업간의 M&A를 연구대상으로 한 Bhagat, Shleifer와 Vishny(1990)의 방법론을 해외M&A에 적용하고 더 나아가 피인수기업이 실현하는 인수프리미엄이 해외M&A를 유발하는 제반요인과 어떠한 관계가 있는지를 분석한다.

III. 표본 선정과 표본 특성

3.1 표본 선정

본 논문에서 사용한 표본은 1975년부터 1988년 사이에 외국기업에 의해 성공적으로 인수된 미국 상장기업중 인수 이후에 미국 증권거래소에서 상장이 폐지된 기업(즉 대부분의 주식소유지분이 외국기업에 의해 인수된 경우)으로 구성되어 있다. 본 논문의 연구초점이 인수이후 이루어진 구조조정할

동과 추가투자의 규모분석에 놓여 있는 관계로 인수시도가 실패된 경우는 표본에서 제외하였다. 미국 피인수기업의 최종표본은 Foreign Acquisitions Roster of Mergers and Acquisitions으로부터 수집하였으며 Wall Street Journal(WSJ)에 M&A 관련 정보가 최초로 보도된 일자를 사건일로 선정하였다. WSJ에 M&A가 공시되지 않았거나, 주가수익률자료가 CRSP NYSE/AMEX daily stock return file 또는 NASDAQ daily master file에 포함되지 않은 기업은 제외하였다. 또한 인수가격이 너무 적은 M&A의 경우 인수후 단행된 종업원 해고 또는 자산매각과 같은 정보가 신문지상에 공표되지 않는 경향이 있으므로 인수가격이 오천만불 이상이 되는 M&A만을 표본으로 사용하였다. 이러한 제약을 적용한 또 다른 목적은 Bhagat, Shleifer와 Vishny(1990)가 그들의 논문에서 적용한 제약과 동일한 절차를 따름으로써 본 논문의 연구결과를 국내기업간의 M&A를 대상으로 한 Bhagat, Shleifer와 Vishny(1990)의 연구결과에 직접 비교하기 위한 것이다. 이러한 제반 제약조건을 적용한 결과 최종표본은 156개 기업으로 선정되었다.

인수후에 실시된 종업원 해고, 자산매각, 추가적인 M&A 및 투자관련 자료는 Predicast F&S Index(1975-1991), Wall Street Journal, Moody's Manuals, Annual Reports, 10k Forms, Center for International Finance Analysis and Research가 발행한 International Annual Report, Business Week를 사용하여 수집하였으며 인수를 실시한 해를 포함한 이후 3년간의 변화를 살펴보았다.¹⁾ 미국 피인수기업의 제반 제

1) Bhagat, Shleifer와 Vishny(1990)가 지적하였듯이 종업원해고, 자산매각, 추가적인 M&A 및 투자의 변화를 알아보기 위해 Business Week, WSJ, Annual Reports 등을 사용하는 것은 분석결과에 하향편의성이 내재될 수 있다는 것을 의미한다. 즉 인수 후 기업이 실제로 구조조정활동을 실시하였음에도 불구하고 이러한 신문 또는 경제잡지들이 아무런 기사를 보도하지 않는 경우 본 논문의 결과는 실제의 결과를 과소추정할 것이 된다.

〈표 3-1〉 미국기업을 인수한 외국기업의 연도별 분포: 1975-1988

연도	G-7 국가						네덜란드	스위스	기타	총계
	영국	캐나다	독일	일본	프랑스	이탈리아				
75	1	0	0	1	1	0	0	0	0	3
76	1	0	0	0	0	0	0	0	0	1
77	0	2	2	0	0	0	3	1	0	8
78	6	4	1	0	0	0	1	0	2	14
79	2	2	3	1	0	0	1	2	1	12
80	5	5	0	2	0	0	0	0	1	13
81	3	2	0	0	1	0	1	0	3	10
82	2	2	0	0	0	1	0	2	2	9
83	0	1	0	1	0	0	0	0	0	2
84	3	2	1	1	2	0	1	1	2	13
85	3	0	0	0	0	0	0	0	0	3
86	10	4	1	0	2	0	2	1	4	24
87	14	0	1	1	0	0	2	2	3	23
88	9	1	2	3	3	0	0	0	3	21
총계	59	25	11	10	9	1	11	9	21	156

〈표 3-2〉 미국기업을 인수하기 위하여 외국기업이 지불한 거래가격(p)의 분포: 1975-1988

가격범위(\$백만)	미국 피인수기업 표본수
4000 < p	4
3000 < p < 4000	3
2000 < p < 3000	4
1000 < p < 2000	7
500 < p < 1000	16
100 < p < 500	70
50 < p < 100	52
총 표본수	156
가격의 평균	550.0
가격의 중앙값	171.7
가격의 최대값	7900.0
가격의 최소값	50.0

무변수는 COMPUSTAT 테이프에서 구하였으며 M&A공시에 따른 초과주가수익률은 CRSP 테이프를 이용하였다.

3.2 표본 특성

〈표 3-1〉은 미국기업을 인수한 외국기업의 연도별, 국적별 분포를 나타내고 있다. 주목할만한 결과는 1977년부터 1980년과 1986년부터 1988년의 7년동안에 총 M&A거래의 약 74%가 이루어졌다는 것이며 G-7국가 즉 영국, 캐나다, 독일, 일본, 프랑스 그리고 이탈리아 국적의 인수기업이 수행한 M&A가 전체 거래의 74%를 차지하고 있다는 사실이다. 그 외는 네덜란드(7%), 스위스(6%), 기타(13%)로 구성되어 있다.

〈표 3-3〉 외국기업에 인수된 미국기업의 산업별 분포:
1975-1988

산업명	미국 피인수기업 표본 수
제조업	87
음식료품	8
담배	1
섬유	3
의복 및 기타 섬유제품	1
종이 및 종이제품	2
인쇄 및 출판	5
화학	13
석유 및 석탄	2
고무 및 플라스틱	2
가죽 및 가죽제품	1
돌, 점토, 유리	8
1차 금속	3
조립금속	3
산업기계 및 장비	12
전기 및 기타 전기설비	9
운수장비	3
도구 및 관련제품	8
기타 제조업	3
농업, 임업 및 어업	1
광업	9
건설업	1
운수 및 utility산업	2
도소매업	15
금융, 보험 및 부동산업	30
서비스업	11
총 계	156

〈표 3-2〉는 미국기업을 인수하기 위하여 외국기업이 지불한 인수가격의 분포를 보여주고 있다. 총 156개 표본기업의 평균 인수가격은 \$550백만이며

중앙값은 \$171.7백만이었다. 가격의 범위는 최저 \$50백만에서 최고 \$7,900백만까지 분포되어 있으며 전체 표본의 약 78%(112개 기업)가 \$50백만에서 \$500백만 사이에 놓여 있는 것으로 나타났다.

〈표 3-3〉은 미국 피인수기업의 산업별로 표본을 분류한 것이다. 약 56%(87개 기업)의 피인수기업은 제조업에 속하였으며 19%(30개 기업)는 금융, 보험 및 부동산업 그리고 10%(15개 기업)는 도소매업에 속하였다.

〈표 3-4〉 외국기업이 최초로 인수제의를 할 당시 미국 피인수기업 경영자의 반응: 1975-1988

경영자 반응	표본 수	%
우호적	110	70.5
적대적	34	21.8
백기사	12	7.7
총 계	156	100.0

주: 적대적 인수는 미국 피인수기업의 경영자가 외국기업이 제시한 최초의 인수제의를 거절하거나 최소한 반대 의사표시를 한 경우를 의미한다.

〈표 3-4〉는 외국기업이 최초로 인수를 제의할 당시 미국 피인수기업 경영자의 반응에 따라 전체 표본을 우호적 M&A, 적대적 M&A, 백기사(white knight)로 분류한 것이다. 적대적 M&A는 공개매수(tender offer) 중 미국 피인수기업의 경영자가 외국기업이 제시한 최초의 인수제의를 거절하거나 최소한 반대 의사표시를 한 경우를 의미한다. 표에서 보듯이 전체 표본중 약 70.5%에 해당하는 미국기업이 우호적인 방법에 의해 인수되었으며 적대적 방법으로 인수된 기업은 21.8%, 백기사는 7.7%를 차지하였다. 이러한 경영자의 반응은 미국 내 기업간의 M&A와 비교하여 다소 대조적이다.

예를 들어 Morck, Shleifer와 Vishny(1988)는 1980년 현재 Fortune 500대 기업에 속해 있는 기업을 대상으로 조사한 결과 1981년부터 1985년 사이에 이루어진 총 66개 M&A(경영자에 의한 기업인수, 즉 MBO는 제외)중 32개(49%)가 적대적 형태로 전개되었으며 34개(52%)가 우호적 형태로 나타났다는 사실을 발견하였다. 따라서 외국기업은 자국기업에 비해 우호적인 방법으로 다른 기업을 인수하는 것으로 보인다. 기존의 실증연구가 징계적 성격의 M&A는 적대적인 형태를 취하는 경향이 있고 시너지를 지향한 M&A는 우호적인 형태를 취하는 경향(Morck, Shleifer와 Vishny, 1988)이 있다는 결과를 제시하고 있으므로 이러한 결과는 시너지의 달성이 해외M&A의 주요동기가 된다는 사실을 간접적으로 보여주는 것이라 할 수 있다.

IV. 실증분석방법 및 결과

4.1 실증분석방법

M&A공시시점에서 피인수기업의 株主富가 어떻게 변화하는지를 살펴보기 위해 사건연구(event-study)를 실시하였다. 피인수기업의 비정상수익률은 시장모형(market model)을 이용하여 추정하였다. 시장모형의 모수추정기간(estimation period)은 사건전 220일에서 사건전 21일까지의 기간을 사용하였다. 관련기업 주식초과수익률자료는 CRSP NYSE/AMEX daily stock return file과 NASDAQ daily master file을 사용하였다.

$$R_{i,t} = \alpha_i + \beta_i R_{m,t} + \epsilon_{i,t}$$

$R_{i,t}$: t시점에서 표본기업 i 의 일별주가수익률
 $R_{m,t}$: t시점에서 CRSP 동일가중 일별시장지수
 주가수익률
 α_i, β_i : 시장모형의 모수, 표본기업의 과거일별주
 가 수익률(-220일에서 -21일까지의 일
 별수익률)을 사용하여 추정

위 시장모형의 모수(α_i, β_i)를 추정하여 사건일 전후사이의 일별 초과주가수익률은 다음과 같은 식을 이용하여 구하였다.

$$AR_{i,t} = R_{i,t} - (\alpha_i + \beta_i R_{m,t})$$

$AR_{i,t}$: t시점에서 표본기업 i 의 초과수익률
 $R_{i,t}$: t시점에서 표본기업 i 의 주가수익률
 $(\alpha_i + \beta_i R_{m,t})$: t시점에서 표본기업 i 의 기대
 수익률

n개 표본기업의 일별 평균초과주가수익률은 위의 식에 의해 계산된 개별기업의 초과주가수익률을 이용하여 다음 식에 의해 계산하였다.

$$AR_t = \frac{1}{N} \sum_{i=1}^N [AR_{i,t}]$$

T_1 에서 T_2 까지 사건기간동안의 누적평균초과주
 가수익률은 여러 기간에 대해서 AR_t 를 누적적으
 로 더하여 구하였다.

$$CAR(T_1, T_2) = \sum_{t=T_1}^{T_2} AR_t$$

인수제외가 한번이고 수정되지 않은 경우 CAR
 (T_1, T_2) 는 최초 인수공시일의 T_1 일전부터 공시일
 후 T_2 일까지 AR을 누적하여 계산하였다. 인수제의

가 여러 번이고 수정된 경우 $CAR(T_1, T_2)$ 는 최초 인수공시일의 T_1 일전부터 성공한 인수기업의 제의가 있는 후 T_2 일까지 AR을 누적하여 계산하였다. 사건이 없는 경우 AR_t 와 $CAR(T_1, T_2)$ 의 기대값은 0이 되며, 사건기간의 초과수익률이 0과 같다는 귀무가설을 통계적으로 검증하기 위해 n 개 표본기업 AR_t 와 $CAR(T_1, T_2)$ 의 횡단면 변동성을 이용하여 t -통계량 검증을 실시하였다.

4.2 실증분석결과

4.2.1 인수후 종업원 해고

대부분의 종업원 해고는 본부 통합, 공장 폐쇄, 스텝 축소, 생산설비 통합 등과 같은 구조조정활동에서 유발되는 것으로 나타났다. 인수후 종업원 해고에 따른 향후 인건비 절감액을 현재가치로 추정하기 위해 Bhagat, Shleifer와 Vishny(1990)가 사용한 방법을 이용하였다. 일단 생산직에 종사하는 근로자의 세후 임금은 매년 \$20,000, 사무직에 종사하는 근로자의 세후 임금은 매년 \$50,000 이라고 가정하였으며 현재가치의 할인율은 10%를 사용하였다.²⁾ 사무직 또는 노동직의 분류가 명확하지 못한 경우에는 생산직으로 가정하였다. 인건비 절감액은 매년의 절감액이 5년간 지속될 경우와 영구적으로 지속될 경우의 두 가지를 상정하여 추정하였다. 이러한 인건비 절감액이 피인수기업에게 지불된 인수프리미엄을 회수하는데 어느 정도의 중요성을 가지고 있는지 알아보기 위해 인건비 절감

액의 현재가치가 인수프리미엄에서 차지하는 비율을 계산하였다. 인수프리미엄은 인수가격³⁾과 피인수기업의 인수제외전(최초 인수제의 공시일로부터 1개월전) 주식시장가치와의 차이로 계산하였다. 인수관련정보가 사전에 누출되었을 가능성을 최대한 배제하기 위해 한달전 주식가격을 인수프리미엄 계산의 기준일로 사용하였다.

〈표 4-1〉은 인수후 해고된 피인수기업의 종업원수와 이에 따른 예상 인건비 절감액을 전체 표본과 우호성 여부에 따라 분류한 소표본으로 나누어 보여주고 있다. 〈표 4-1〉이 보여주는 것처럼 총 156개 기업중 28개 기업이 종업원 해고를 실시한 것으로 나타났으며 28개 기업중 14개 기업은 해고된 종업원의 숫자를 확인할 수가 없었다. 해고된 종업원의 정확한 숫자가 알려진 14개 기업만을 사용하였을 경우 해고된 종업원의 평균인원은 967명(생산직 771명과 사무직 196명)이며 이는 전체 노동력의 4%를 차지하는 것이다. 가장 많은 인원을 해고한 기업은 3,271명이며 가장 적은 인원을 해고한 인원은 40명이었다. 종업원 해고에 따른 연간 절감액은 기업에 따라 \$0.8백만에서 \$99.5백만이었으며 평균 절감액은 \$25.2백만이었다. 이러한 절감이 5년간 지속될 경우 종업원 해고에 따른 인건비 절감액의 현재가치 범위는 \$3.0백만에서 \$377.3백만이며 평균은 \$95.7백만이다(인수프리미엄의 9.1%에 해당). 만약 이러한 절감이 영구적으로 지속된다면 평균 인건비 절감액은 인수프리미엄의 24.0%를 차지하며 특히 14개 기업중 3개 기업은 인수프리미엄의 50%이상을 회수할 수 있었다.

2) 임금은 물가가 상승함에 따라 인상이 되는 경향이 있기 때문에 실질위험조정할인율(real risk-adjusted discount rate)을 사용하였다. Bhagat, Shleifer와 Vishny(1990)와 같이 실질할인율 10%는 실질무위험할인율 2%와 위험프리미엄 8%로 구성되어 있다.

3) 외국기업이 미국기업의 주식을 여러 차례에 걸쳐 인수하고 이러한 각 단계에서의 인수가격이 알려져 있지 않은 경우 총 인수가격은 최종 단계에서의 가격을 최종 단계에서 매입한 주식지분의 비율로 나누어 계산하였다.

인수 당시 피인수기업 경영자의 우호성여부에 따라 표본을 분류하였을 경우 총 인건비 절감액이 인수프리미엄에서 차지하는 비율은 적대적 인수의 경우가 우호적 인수의 경우보다 더 높은 것으로 나타

났다. 5년을 사용하였을 경우 적대적 인수는 이 비율이 11.8%, 우호적 인수는 5.7%, 백기사는 1.9%이며 영구적일 경우 적대적 인수는 31.2%, 우호적 인수는 15.1%, 백기사는 5.0%이었다.

<표 4-1> 인수후 종업원 해고가 이루어진 미국 피인수기업의 해고종업원수와 향후 예상되는 인건비 절감액

구 분	우호적	적대적	백기사	총계
미국 피인수기업 총 표본수	110	34	12	156
종업원 해고와 관련된 정보를 공시하지 않은 표본수 (1)	98	20	10	128
종업원 해고와 관련된 정보를 공시하였으나 정확한 인원이 알려지지 않은 표본수 (2)	9	5	0	14
해고된 종업원의 정확한 인원이 알려진 표본수 (3)	3	9	2	14
a. 해고 종업원의 평균인원	1205	1053	225	967
b. 해고에 따른 평균인건비 절감액				
1년 (\$백만)	26.0	29.6	4.5	25.2
현재가치 (\$백만)				
5년	98.6	112.1	17.1	95.7
영구	260.0	295.8	45.0	252.3
프리미엄에서 차지하는 %				
5년	5.7	11.8	1.9	9.1
영구	15.1	31.2	5.0	24.0
(1)+(3)	101	29	12	142
a. 해고 종업원의 평균인원	36	327	38	95
b. 해고에 따른 평균인건비 절감액				
1년 (\$백만)	0.8	9.2	0.8	2.5
현재가치 (\$백만)				
5년	2.9	34.8	2.8	9.4
영구	7.7	91.8	7.5	24.9
프리미엄에서 차지하는 %				
5년	0.2	3.7	0.3	0.9
영구	0.5	9.7	0.8	2.4

156개 기업중 종업원 해고와 관련된 정보를 공시하지 않은 기업은 128개이었다. 만약 이러한 기업에 대해 아무런 해고가 없었다는 가정을 할 경우 정확한 종업원 해고 인원 수가 알려진 14개 기업을 합한 142개 기업의 평균 인건비 절감액은 매년 \$2.5백만이며 5년간의 인건비 절감액 현재가치는 \$9.4백만(인수프리미엄의 0.9%), 영구적인 절감액의 현재가치는 \$24.9백만(인수프리미엄의 2.4%)이다. 이러한 결과는 인수후의 종업원 해고가 인수프리미엄을 회수하는 중요한 수단이 될 수 없음을 의미한다.

경영자의 우호성여부에 따라 분석을 실시하였을 경우 평균 인건비 절감액이 인수프리미엄에서 차지하는 비율은 여전히 적대적 인수의 경우가 우호적 인수의 경우보다 높은 것으로 나타났다. 5년을 사용하였을 경우 적대적 인수는 3.7%, 우호적 인수는 0.2%, 백기사는 0.3%이며 영구적일 경우 적대적 인수는 9.7%, 우호적 인수는 0.5%, 백기사는 0.8%이었다. 위의 결과를 종합하여 볼 때 비록 종업원 해고에 따른 향후 인건비 절감이 인수프리미엄을 보상하는 주된 수단이 될 수는 없지만 적대적 인수에 한해 종업원 해고가 중요한 이익의 원천이 될 수도 있다는 것을 시사한다. Bhagat, Shleifer와 Vishny(1990)는 미국내 기업간의 적대적 M&A를 대상으로 조사한 결과 인건비 절감액 대 인수 프리미엄비율이 10%(5년)에서 20%(영구)라는 사실을 보여 주었다. 이러한 수치는 본 논문에서 보여준 적대적 인수의 인건비 절감액 대 인수 프리미엄비율(5년-3.7%, 영구-9.7%)보다 상대적으로 큰 값이라고 할 수 있다. 따라서 두 연구의 결과를 종합하여 볼 때 외국기업에 의한 적대적 M&A에서 종업원 해고의 중요성은 국내기업에 의한 적대적 M&A와 비교하여 크지 않으며, 적대

적으로 해외M&A를 시도한 기업은 종업원 해고를 주요 구조조정수단으로 사용하지 않는다는 결론을 내릴 수 있다.

4.2.2 인수후 자산매각

종업원 해고의 경우처럼 Bhagat, Shleifer와 Vishny(1990)의 검증방법을 사용하여 인수후 매각된 피인수기업의 자산(자회사, 공장, 부동산, 증권 등)가치가 어느 정도이며 어떤 기업에게 매각되었는지를 살펴보았다. 자산매각가격이 알려지지 않은 경우는 분석에서 제외하였다.

매각된 자산의 금액과 이 금액이 총 취득가격(인수가격 + 인수기업이 승계한 장기부채)에서 차지하는 비율이 <표 4-2>에 나타나 있다. 156개 기업중 41개 기업의 경우 매각된 자산의 정확한 금액을 알 수 있었다. 이들 41개 기업의 경우 자산매각의 평균금액은 \$487백만이며 이 금액은 총 취득가격의 35.1%, 인수가격의 43.9%에 해당되는 것이었다. 10개 외국기업의 경우 피인수기업의 자산매각을 통해 총 취득가격의 절반이상을 보전받았고 6개 기업의 경우 80%이상을 보전받았다.

매각된 자산의 구매자가 누구인가를 살펴보기 위해 전체 구매자를 매각된 자산과 연관 있는 산업에 소속된 기업, 상이한 산업에 소속된 기업, MBOs, 본부, 부동산, 증권 등을 구입한 기업, 구매자가 알려지지 않은 경우의 5가지 형태로 분류하였다. 분류 결과 매각자산의 상당부분이 연관된 산업에 소속되어 있는 기업에게 배분된 것으로 나타났다. 즉 연관된 구매자에게 매각된 자산규모는 총 자산매각규모(\$19,949백만)의 78.2%(\$15,603백만)였으며 상이한 업종에 소속된 기업에게 매각된 자산규모는 총 자산매각규모의 11.2%(2,238

〈표 4-2〉 외국기업이 인수후 매각한 미국 피인수기업 자산의 구매자에 따른 구분

구분	우호적	적대적	백기사	총계
미국 피인수기업 총 표본수	110	34	12	156
자산매각과 관련된 정보를 공시하지 않은 표본수 (1)	82	11	5	98
자산매각과 관련된 정보를 공시하였으나 정확한 금액이 알려지지 않은 표본수 (2)	9	6	2	17
매각된 자산의 정확한 금액이 알려진 표본수 (3)	19	17	5	41
a. 평균 자산매각 금액(\$백만)	231	773	484	487
b. 자산매각 금액 / (인수가격+장기부채)의 평균(%)	33.2	35.6	41.3	35.1
c. (자산매각 금액 / 인수가격)의 평균(%)	43.7	42.5	49.0	43.9
d. 총 자산매각 금액(\$백만, 괄호안은 %)	4389 (100.0)	13140 (100.0)	2420 (100.0)	19949 (100.0)
관련구매자 매각금액	3404 (77.6)	9864 (75.1)	2335 (96.5)	15603 (78.2)
비관련구매자 매각금액	65 (1.5)	2173 (16.5)	0 (0.0)	2238 (11.2)
MBOs 매각금액	60 (1.4)	749 (5.7)	85 (3.5)	894 (4.5)
구매자가 알려지지 않은 경우	471 (10.7)	143 (1.1)	0 (0.0)	614 (3.1)
본부, 부동산 등 매각 금액	389 (8.9)	210 (1.6)	0 (0.0)	600 (3.0)
(1) + (3)	101	28	10	139
a. 평균 자산매각 금액(\$백만)	43	469	242	144
b. 자산매각 금액 / (인수가격+장기부채)의 평균(%)	6.2	21.6	20.6	10.4
c. (자산매각금액 / 인수가격)의 평균(%)	8.2	25.8	24.5	12.9

백만), MBOs는 4.5%(\$894백만), 본부, 부동산, 증권 등을 구입한 기업은 3.0%(\$600백만), 기타 알려지지 않은 기업은 3.1%(\$614백만)이었다. 이러한 결과들은 미국내 기업간의 적대적 M&A에서 인수후 매각된 자산의 상당부분이 관련 구매자에게 배분된다는 Bhagat, Shleifer와 Vishny(1990)의 연구결과와 비슷한 것이다. 따라서 국내기업간의 적대적 M&A와 해외M&A는 피인수기업의 일부자원을 동종산업내에 소속된 전략적 기업에게 할당함으로써 시장지배력을 집중시키는 동일한 기능을 수행하는 것으로 보인다.

41개 기업을 피인수기업 경영자의 우호성여부에 따라 분류하였을 경우 총 취득가격에 대한 매각된 자산가격비율은 우호적 인수가 33.2%, 적대적 인수가 35.6%, 백기사가 41.3%로 나타났으며 관련 구매자에게 매각된 자산의 가치가 총 자산매각금액에 차지하는 비율은 우호적 인수가 77.6%, 적대적 인수가 75.1%, 백기사가 96.5%로 나타났다. 따라서 모든 형태의 인수에서 70%이상의 자산이 동종산업에 소속된 기업에게 배분되었다.

156개 기업중 자산매각과 관련된 정보를 공시하지 않은 98개 기업에 대해 아무런 자산매각이 없었다는 가정을 할 경우 매각된 자산의 정확한 금액이 알려진 41개 기업을 합한 총 139개 기업의 평균 자산매각금액은 \$144백만이며 인수형태별 평균 금액은 우호적 인수의 경우 \$43백만, 적대적 인수의 경우 \$469백만, 백기사의 경우 \$242백만이었다. 자산매각금액이 총 취득원가에 차지하는 평균 값은 139개 기업 전체의 경우 10.4%, 우호적 인수의 경우 6.2%, 적대적 인수의 경우 21.6%, 백기사의 경우 20.6%로 나타났다. 이러한 결과는 적대적 인수를 시도한 외국기업은 인수후 상대적으로 큰 규모의 자산매각을 단행한다는 것을 의미한다.

다. 즉 우호적 인수를 시도한 외국기업은 적대적 인수에 비해 피인수기업의 자원을 인수후에도 계속하여 보유하려는 경향이 있으며 외국기업이 우호적 인수를 시도하는 주요 이유가 미국시장내에서 교두보를 확보하거나 유리한 지위를 차지하려는 것임을 시사한다. 또한 위의 결과는 우호적 인수자와 비교하여 백기사가 인수후 더 많은 피인수기업의 자산을 매각하며 적대적 인수자와 비교하여서는 비슷한 규모로 자산을 매각한다는 사실을 보여주고 있다.

외국기업이 수행한 적대적 인수를 Bhagat, Shleifer와 Vishny(1990)의 미국기업간 적대적 인수와 비교할 때 총 취득원가에서 자산매각금액이 차지하는 평균은 해외M&A가 21.6%, 국내M&A가 33%로 해외M&A의 경우가 훨씬 적은 것을 알 수 있다. 이러한 사실은 국내기업이 수행한 적대적 인수와는 달리 외국기업이 수행한 적대적 인수에서 자산매각은 상대적으로 중요한 이익의 원천이 아니라는 것을 의미한다.

자산매각후 미국 피인수기업의 전체 자산이 최종적으로 누구에게 귀속되었는지를 알아보기 위해 최종 소유자에 따른 피인수기업의 자산배분상황을 <표 4-3>에 요약하였다. 외국기업은 미국기업을 인수하기 위해 총 \$1,141억을 지불하였고 인수된 자산의 82.5%(\$941억)를 계속하여 보유하였으며 17.5%(\$199억)를 다른 기업에게 매각하였다. 매각된 자산은 대부분 비슷한 산업에 속해있는 기업에게 배분되었으며(\$156억, 인수가격의 13.7%), 따라서 총 96.2%(\$1097억)에 해당되는 자산이 최종적 이용자인 외국기업과 산업연관성 면에서 밀접한 관련이 있는 다른 미국기업에게 귀속되었다. 이것은 외국기업이 자국기업을 인수하는 주된 이유가 전략적 목표를 달성하기 위한 것이며 해외M&A가 산업의 자원배분에 상당히 중요한 역할을 수행한다는 것을 의미한다.

〈표 4-3〉 미국 피인수기업 자산의 최종 소유자에 따른 배분

최종 소유자	\$백만	%
외국 인수기업	94107	82.5
인수후 매각된 자산의 구매자	19949	17.5
관련 구매기업	15603	13.7
비관련 구매기업	2238	2.0
MBOs	894	0.8
구매자가 알려지지 않은 경우	614	0.5
본부, 부동산 등의 구매 기업	600	0.5
총 인수가격	114056	100.0

4.2.3 인수후 이루어진 추가 M&A 또는 추가 자본적 지출

해외M&A의 주된 목적이 시너지효과를 달성하기 위한 것이라면 외국기업은 미국기업을 인수한 후 전략적 목표를 달성하기 위해 추가적으로 다른 기업을 인수하거나 생산설비의 향상 등을 위해 추가적으로 자본지출을 할 것으로 예상된다. 이러한 해외M&A의 동기를 파악하기 위해 미국 피인수기업을 인수한 후 외국기업이 추가로 실시한 M&A 또는 자본적 지출(신규공장건설, 공장 또는 지사의 확충, 기타 자본적 지출)의 투자규모를 분석하여 〈표 4-4〉에 요약하였다.

156개 외국기업중 76개 기업이 미국기업을 인수

한 후 추가로 다른 기업을 인수하거나 또는 추가 자본지출을 하였던 것으로 나타났다. 하지만 76개 기업중 32개 기업의 경우 정확한 추가 투자금액을 공시하지 않았으며 44개 기업만이 그 금액을 공시하였다. 이들 44개 기업의 추가투자의 평균금액은 \$277백만이며 이 금액은 외국기업이 미국기업을 인수하기 위해 지불한 총 취득가격의 43.1%, 인수가격의 52.9%에 해당되는 것이었다. 11개 사례에서 추가 투자금액은 총 취득가격의 50%이상인 것으로 나타났다. 또한 〈표 4-4〉는 우호적인 방법으로 미국기업을 인수한 외국기업이 적대적인 방법으로 미국기업을 인수한 외국기업보다 인수후 더 많은 금액을 추가로 투자한다는 사실을 보여주고 있다. 우호적 인수의 경우 추가 투자금액은 총 취득가격의 61.1%, 적대적 인수의 경우 15.3%, 백기사의 경우 39.4%로 나타났다.

156개 기업중 추가 M&A 또는 추가 자본지출과 관련된 정보를 공시하지 않은 80개 기업에 대해 아무런 추가 투자가 없었다는 가정을 할 경우 추가 투자의 정확한 금액이 알려진 44개 기업을 합한 총 124개 기업의 평균 투자금액은 \$98백만이었다. 추가 투자금액이 총 취득원가에 차지하는 평균 값은 124개 기업 전체의 경우 15.3%, 우호적 인수의 경우 16.9%, 적대적 인수의 경우 7.4%, 백기사의 경우 23.0%로 나타났다. 이러한 결과를 종합할 때 우호적인 방법(또는 백기사)으로 해외 M&A를 시도하는 경우가 적대적인 방법으로 해외 M&A를 시도하는 경우에 비해 더욱 시너지 지향적이라는 결론을 내릴 수 있다.⁴⁾

4) 외국기업에 의해 추가적으로 이루어진 이러한 투자규모가 미국기업간의 인수와 비교하여 어느 정도 차이가 있는지는 기존의 연구결과가 없는 관계로 직접적인 평가를 내릴 수 없다.

〈표 4-4〉 미국 피인수기업 인수후 외국기업에 의해 추가적으로 이루어진 M&A 또는 투자금액의 가치

구 분	우호적	적대적	백기사	총계
미국 피인수기업 총 표본수	110	34	12	156
추가적인 M&A 또는 투자와 관련된 정보를 공시하지 않은 표본수 (1)	60	15	5	80
추가적인 M&A 또는 투자와 관련된 정보를 공시하였으나 정확한 금액이 알려지지 않은 표본수 (2)	27	5	0	32
추가적인 M&A 또는 투자의 정확한 금액이 알려진 표본 수 (3)	23	14	7	44
a. 추가 M&A 또는 투자 금액의 평균 (\$백만)	184	385	368	277
b. 추가 M&A 또는 투자금액/(인수가격 +장기부채)의 평균(%)	61.1	15.3	39.4	43.1
c. (추가 M&A 또는 투자금액/인수가격)의 평균(%)	75.6	19.0	45.9	52.9
(1)+(3)	83	29	12	124
a. 추가 M&A 또는 투자금액의 평균 (\$백만)	51	186	215	98
b. 추가 M&A 또는 투자금액/(인수가격+장기부채)의 평균(%)	16.9	7.4	23.0	15.3
c. (추가 M&A 또는 투자 금액/인수가격)의 평균(%)	21.0	9.2	26.8	18.8

4.2.4 공시시점에서의 株主富 변화

〈표 4-5A〉는 인수공시일 주변에서의 미국피인수기업 누적초과추가수익률(Cumulative Abnormal Return, CAR)을 나타내고 있다. 미국피인수기업의 주주들은 모든 사건기간 동안에 통계적으로 유의한 정(+)의 이득을 실현하였다. CAR(-1, 0)은

31%, CAR(-5, 5)는 38%, CAR(-20, 20)은 44%로 모두 1%수준에서 유의하였다. 이러한 CAR의 크기는 미국내 기업간의 M&A에서 피인수기업들의 주주들이 실현하는 CAR 크기와 대체로 일치하는 것이다(Jensen과 Ruback, 1983).

〈표 4-5B〉, 〈표 4-5C〉와 〈표 4-5D〉는 외국 인수기업의 자국 법인세율이 미국 법인세율보다 높은

지 여부,⁵⁾ 외국 인수기업이 미국기업을 인수하기 전 이미 미국에 진출하고 있는지 여부, 외국 인수기업과 미국 피인수기업간의 산업연관성 여부에 따라 전체 표본을 두 개의 하위표본으로 분류하여 CAR을 분석하고 있다. 이러한 분류는 세금효과를 포함한 시너지 달성여부가 외국기업이 미국 피인수기업에게 지불하는 가격에 영향을 미치는지를 살펴보기 위한 것이다.

〈표 4-5B〉는 1986년 이후 인수공시가 있었고 외국 인수기업의 자국 법인세율이 미국보다 높은 경우가 다른 경우보다 더 높은 CAR을 실현한다는 결과를 보여주고 있다. 하지만 CAR차이의 통계적 유의성은 CAR(-20, 20)을 사용한 경우에만 나타났으며 다른 사건기간동안에는 나타나지 않아 Scholes와 Wolfson (1990)의 주장을 약하게 지지하고 있다.

〈표 4-5C〉는 미국내에 이미 진출한 외국기업과 진출하지 않은 외국기업을 비교한 것으로 이미 진출한 외국기업이 보다 많은 인수가격을 피인수기업에게 지불하지만 그 차이는 역시 CAR(-20, 20)에서만 통계적으로 유의하다는 결과를 보여주고 있다.

〈표 4-5D〉는 미국기업이 동종 산업에 속한 외국기업(수평적 결합) 또는 밀접한 산업연관이 있는 외국기업(수직적 결합)에 의해 인수될 때 더 높은 CAR을 실현한다는 사실을 보여주고 있다. 인수기업과 피인수기업의 산업연관성이 시너지효과를 나타내는 변수라고 할 때 〈표 4-5D〉의 결과는 외국기업이 시너지효과를 지향한 M&A에 보다 많은 프리미엄을 피인수기업에게 지불한다는 해석을 가능하게 한다.⁶⁾

〈표 4-5A〉 외국기업에 의해 인수된 총 표본 미국기업의 누적초과주가수익률(CARs)

기 간	CARs(%)	t-통계량
-1 부터 0	30.82	15.66***
-1 부터 1	31.53	16.15***
-5 부터 1	36.86	17.90***
-5 부터 5	37.55	17.64***
-20 부터 20	44.30	18.25***

*** 1% 수준에서 유의

5) Scholes와 Wolfson(1990)은 1980년대 이루어진 미국 법인세법 규정의 변화가 미국기업과 외국기업이 미국 피인수기업을 M&A하는데 서로 다른 영향을 미쳤다는 주장을 제시하였다. 이들은 1986년도 Tax Reform Act에 의한 미국내 법인세율 감소로 M&A에 따라 파생되는 세금절약의 이점이 국내기업간의 M&A에서는 감소된 반면 미국기업을 인수대상으로 한 해외M&A에서는 증가되었다고 주장하였다. 즉 과세권의 법정세율에 차이가 주어진 상태에서 1986년이후 시행된 미국의 한계법인세율 감소는 자국내에서 높은 법인세율에 직면하였던 많은 유럽국가, 일본, 캐나다 그리고 호주 등에게 미국을 세금의 천국으로 만들었으며 따라서 이러한 국가의 투자자는 미국의 투자자보다 미국의 자산에 더 높은 가치를 부여하게 되었다. 1987년 12월 현재 미국의 법인세율인 34%보다 낮은 법인세율을 가지고 있는 표본 국가는 스위스(3.63%에서 9.8%), 홍콩(18%), 그리고 쿠웨이트(0%)였으며, 반면 영국(35%; 이익이 100,000파운드 이하인 경우는 25%), 캐나다(45%), 프랑스(42%), 네덜란드(42%), 덴마크(50%), 독일(56%; 배분된 이익인 경우는 36%), 일본(42%; 자본법규 이익의 범위에 따라 24%에서 42%까지 과세), 호주(49%), 아일랜드(50%), 뉴질랜드(48%), 벨기에(43%), 스웨덴(52%), 사우디아라비아(45%), 남아프리카공화국(50%) 그리고 이탈리아(36%)는 미국보다 높은 법인세율을 가지고 있었다.

6) 총 131건의 수평/수직적 M&A 중 우호적 M&A는 121건, 적대적 M&A는 9건, white knight은 1건으로 우호적 M&A가 대다수를 차지하고 있다.

〈표 4-5B〉 외국 인수기업의 자국 법인세율에 따라 구분한 미국 피인수기업의 CARs

기 간	1986년이후 인수공시가 있었고 외국 인수기업의 자국 법인세율이 미국보다 높은 경우 (N=41)	기타 인수 경우 (N=115)	차이 (t-통계량)
	CARs(%)	CARs(%)	
-1 부터 0	34.44	29.53	4.91 (1.10)
-1 부터 1	34.67	30.41	4.26 (0.96)
-5 부터 1	40.47	35.58	4.89 (1.05)
-5 부터 5	41.68	36.08	5.60 (1.16)
-20 부터 20	51.55	41.72	9.83 (1.80)*

* 10% 수준에서 유의

〈표 4-5C〉 외국 인수기업이 미국기업을 인수하기 전 이미 미국에 진출하고 있는지 여부에
따른 미국 피인수기업의 CARs

기간	진출 (N=145)	미진출 (N=11)	차이 (t-통계량)
	CARs(%)	CARs(%)	
-1 부터 0	31.39	23.39	8.00 (1.04)
-1 부터 1	32.14	23.48	8.66 (1.14)
-5 부터 1	37.66	26.40	11.26 (1.40)
-5 부터 5	38.35	27.07	11.28 (1.36)
-20 부터 20	45.57	27.62	17.95 (1.91)**

** 5%수준에서 유의

〈표 4-5D〉 외국 인수기업과 미국 피인수기업의 산업연관성에 따라 구분한 미국 피인수 기업의 CARs

기간	수평 또는 수직적 M&A (N=131)	다각화 M&A (N=25)	차이 (t-통계량)
	CARs(%)	CARs(%)	
-1 부터 0	32.53	21.87	10.66 (2.01)**
-1 부터 1	33.37	21.91	11.46 (2.18)**
-5 부터 1	39.46	23.26	16.20 (2.96)***
-5 부터 5	40.32	23.04	17.28 (3.06)***
-20 부터 20	45.93	35.81	10.12 (1.53)

*** 1%수준에서 유의

** 5%수준에서 유의

4.2.5 인수전 피인수기업의 경영성과 및 재무통계

외국기업이 어떠한 기업을 M&A의 대상으로 선호하는지를 알아보기 위해 인수전 피인수기업의 경영성과와 재무특성을 분석하였다. 분석의 통계적 유의성을 높이기 위해 인수대상이 되지 않은 기업들을 통제표본으로 사용하였다. 두 종류의 통제표본을 선정하였는데 첫 번째 형태의 통제기업은 각 피인수기업의 산업(적어도 산업분류코드의 처음 2자리와 일치), 인수제시년도 및 주식의 시장가치를 사용하여 가장 유사한 기업에서 선정하였으며, 두 번째 형태의 통제기업은 각 피인수기업의 인수제시년도 및 주식의 시장가치를 사용하여 가장 유사한 기업에서 선정하였다.

경영성과변수로는 인수전 3년간의 누적초과주가 수익률, 총자산 대비 영업이익의 3년 평균, 주식시

장가치 대 주식장부가치의 3년 평균을 사용하였으며, 특성변수로는 총자산 대비 광고비, 총자산 대비 R&D비용, 총자산 대비 자본적 지출을 사용하였다. 특성변수는 인수직전 회계연도의 자료를 사용하였다. 이에 대한 분석 결과는 〈표 4-6〉에 나타나 있다. 미국 피인수기업은 통제기업에 비해 오직 총자산 대비 자본적 지출에서만 통계적으로 유의하고 큰 차이를 보였으며 다른 변수는 별 다른 차이를 보이지 않았다.

4.2.6 미국 피인수기업 CAR과 설명변수간의 관계

미국 피인수기업의 CAR이 어떠한 변수에 의해 설명될 수 있는지 보기 위해 CAR(-5, 5)와 CAR(-20, 20)을 종속변수로 사용한 횡단면 회귀

〈표 4-6〉 인수전 미국 피인수기업의 경영성과 및 재무통계

구 분	미국 피인수기업 (1)	인수대상이 아닌 미국 통제기업 ¹ (2)	인수대상이 아닌 미국 통제기업 ² (3)	차이 (t-통계량) (1)-(2)	차이 (t-통계량) (1)-(3)
인수전 3년간의 누적초과주가 수익률	0.026 (N=156)	0.008 (N=156)	-0.047 (N=156)	0.018 (0.26)	0.073 (0.97)
영업이익/총자산 (3년평균)	0.116 (N=112)	0.115 (N=112)	0.119 (N=112)	0.001 (0.04)	-0.003 (-0.30)
주식시장가치/주식장부 가치3(3년평균)	1.566 (N=154)	1.497 (N=154)	1.650 (N=154)	0.069 (0.41)	-0.084 (-0.50)
광고비/총자산 (인수 전년도)	0.042 (N=60)	0.052 (N=60)	0.055 (N=60)	-0.010 (-1.14)	-0.013 (-1.25)
R&D비용/총자산 (인수 전년도)	0.034 (N=62)	0.046 (N=62)	0.029 (N=62)	-0.012 (-1.32)	0.005 (0.94)
자본적 지출/총자산 (인수 전년도)	0.098 (N=119)	0.071 (N=119)	0.076 (N=119)	0.027 (2.82)***	0.022 (2.10)**

*** 1%수준에서 유의

** 5%수준에서 유의

주 1: 통제기업은 각 피인수기업의 산업(적어도 산업분류코드의 처음 2자리와 일치), 인수제시연도 및 주식의 시장 가치를 사용하여 가장 유사한 기업을 선정.

주 2: 통제기업은 각 피인수기업의 인수제시 연도 및 주식의 시장가치를 사용하여 가장 유사한 기업을 선정.

주 3: 156개 미국 피인수기업 중 112개 기업만이 COMPUSAT tape에 포함되어 있는 관계로 나머지 44개 피인수기업은 각 기업의 재무제표와 Moody's Manual을 이용하여 주식장부가치를 구하였음.

분석을 실시하였다. CAR(-1, 0)를 사용한 결과도 아래의 결과와 비슷하였다. 지면을 줄이기 위해 CAR(-1, 0)을 사용한 결과는 보고하지 않았다. 이분산을 수정하기 위해 모든 관측치를 시장모형 추정기간의 잔차항 표준편차로 나눈 일반최소자승법(Generalized Least Squares)을 이용하였다.

설명변수로는 적대적 인수여부를 나타내는 더미

변수, 주식시장가치/주식장부가치, 1986년이후 인수공시가 이루어졌고 외국 인수기업의 자국 법인세율이 미국보다 높은 경우를 나타내는 더미변수, 외국인수기업이 인수공시전 이미 미국에 진출하였는지 여부를 나타내는 더미변수, 인수기업과 피인수기업간의 산업연관성 여부를 나타내는 더미변수, 외국인수기업이 인수한 미국기업의 주식취득비용,

인수경쟁이 있었거나 인수가격이 수정되었는지 여부를 나타내는 더미변수, 인수가격 지불형태가 전부 현금인지 여부를 나타내는 더미변수, 피인수기업 주식시장가치의 로그, R&D비용/총자산, 광고비/총자산, 자본적 지출/총자산, 영업이익/총자산이 사용되었다.

회귀분석 결과 피인수기업의 CAR은 외국 인수기업의 자국 법인세율이 미국에 비해 높은 경우, 인수전 외국 인수기업이 이미 미국시장에 진출한 경우, 외국 인수기업과 미국 피인수기업간에 산업연관성이 있는 경우, 인수경쟁이 있는 경우에 통계적으로 더 높은 것으로 나타났으며 이러한 결과는 시너지의 실현정도가 인수프리미엄을 결정하는 중요한 요인이 된다는 것을 의미한다. 인수경쟁이 있는 경우 피인수기업이 더 높은 주가수익률을 실현할 수 있다는 사실은 Bradley, Desai와 Kim(1988)이 미국 국내기업들을 대상으로 실시한 연구결과와 동일한 것이다. 또한 피인수기업의 CAR은 피인수기업의 R&D비용 대 총자산비율과 양(+)의 유의한 관계를 보여 연구개발이 보다 많이 이루어진 기술집약적 산업에 보다 많은 인수프리미엄이 지불된다는 사실을 발견할 수 있었다.

한편 피인수기업의 CAR은 주식시장가치 대 주식장부가치비율이 커질수록 점차 작아지는 경향이 있었다. 주식시장가치 대 주식장부가치비율이 피인수기업주식의 과대평가된 정도를 나타낸다면 본 논문의 연구결과는 과대평가된 피인수기업일수록 상대적으로 적은 인수프리미엄을 실현한다는 것을 의미한다. 하지만 이 비율을 Tobin's Q(시장가치/자산의 대체가치)를 나타내는 변수로 해석할 경우 이

결과는 미국 국내M&A를 대상으로 실시한 Lang, Stulz와 Walkling(1989)의 결과와 부합하는 것이다. Lang, Stulz와 Walkling(1989)은 1968년 10월부터 1980년 사이에 이루어진 성공적인 인수제의 거래 중 인수기업과 인수대상기업의 Tobin's Q를 동시에 산출할 수 있는 79개의 쌍을 표본으로 하여 인수기업의 초과수익률은 높은 Q를 가진 인수기업이 낮은 Q를 가진 피인수기업을 인수할 때 가장 높았으며 피인수기업의 초과수익률은 피인수기업의 Q가 높을 때 더욱 낮다는 사실을 발견하였다. Q가 기업경영의 효율성을 나타내는 변수라는 점을 고려할 때 본 논문의 결과와 Lang, Stulz와 Walkling(1989)의 결과는 경영을 잘 하는 기업(Q가 높은 기업)이 경영을 잘 못하는 기업(Q가 낮은 기업)을 인수할 때 주식시장은 피인수기업의 효율성이 향후 증가할 것이라는 것을 예상하고 피인수기업의 주가에 호의적으로 반응한다는 것을 의미하게 된다.⁷⁾

V. 결론 및 시사점

본 논문은 인수후 외국기업이 미국 피인수기업을 대상으로 실시한 종업원 해고, 자산매각, 추가 투자금액의 규모를 조사하였으며 여러 가지 설명변수를 사용하여 해외M&A의 경제적 가치중대요인이 무엇인지를 살펴보았다. 본 논문의 연구결과가 해외M&A를 유발시키는 잠재적 요인이 무엇인지를 완전하게 설명할 수는 없지만 몇 가지 중요한 사실

7) 미국 달러화와 외국기업 통화간의 환율변수를 추가하였을 경우 환율변수는 통계적으로 유의하지 않았으며 <표 4-7>에서 사용된 다른 변수들의 회귀분석 결과는 동일하였다.

<표 4-7> 외국기업에 의해 인수된 미국기업의 누적초과주가수익률(CARs)을 여러 가지 설명변수에 회귀분석한 결과.
회귀식은 일반최소자승법(GLS)으로 추정.

구 분	종속변수 CAR(-5, 5) (1)	종속변수 CAR(-20, 20) (2)	종속변수 CAR(-5, 5) (3)	종속변수 CAR(-20, 20) (4)
절 편	0.088 (0.43)	0.199 (0.85)	0.040 (0.05)	0.120 (0.12)
적대적 인수인 경우 (더미변수=1)	-0.069 (-1.11)	-0.033 (-0.47)	-0.256 (-1.62)	-0.435 (-2.18)**
주식시장가치/주식장부가치	-0.020 (-1.82)*	-0.031 (-2.47)**	-0.135 (-2.61)**	-0.110 (-1.69)
1986년이후 인수공시가 이루어졌고 외국 인수기업의 자국 법인세율이 미국보다 높은 경우 (더미변수=1)	0.082 (1.76)*	0.139 (2.58)***	-0.010 (-0.08)	-0.027 (-0.19)
외국인수기업이 인수공시전 이미 미 국에 진출한 경우 (더미변수=1)	0.113 (1.35)	0.214 (2.23)**		
외국인수기업이 동종산업 또는 연관산업에 속한 미국기업을 인수한 경우 (더미변수=1)	0.120 (2.28)*	0.005 (0.08)	0.071 (0.55)	0.061 (0.37)
외국인수기업이 인수한 미국 기업의 주식취득비율	0.192 (1.37)	0.202 (1.26)	0.090 (0.13)	0.246 (0.28)
인수경쟁이 있었거나 인수가격이 수 정된 경우 (더미변수=1)	0.172 (3.31)***	0.186 (3.11)***	0.235 (1.94)*	0.362 (2.36)**
인수금액지불이 전부 현금인 경우 (더미변수=1)	0.020 (0.26)	0.039 (0.43)	0.275 (1.52)	0.283 (1.24)
로그(미국 피인수기업 주식시장가치)	-0.033 (-1.86)*	-0.051 (-2.47)**	-0.024 (-0.72)	-0.049 (-1.18)
R&D비용/총자산			4.746 (2.23)**	5.637 (2.10)*
광고비/총자산			0.344 (0.21)	1.221 (0.58)
자본적지출/총자산			-0.336 (-0.23)	-1.868 (-1.02)
영업이익/총자산			0.436 (0.39)	0.569 (0.40)
F-비율	4.03***	4.40***	1.86	1.40
R ² (조정:%)	15.14	16.65	30.06	16.65
표본크기	154	154	25	25

*** 1%수준에서 유의, ** 5%수준에서 유의, * 10%수준에서 유의

을 발견할 수 있었다. 첫째, 피인수기업에게 지불된 프리미엄을 회수하기 위하여 인수기업이 사용하는 종업원 해고, 자산매각 등과 같은 구조조정수단은 국내기업간의 M&A에 비해 해외M&A에서 상대적으로 적게 시도된다는 것이다. 둘째, 해외M&A와 적대적 국내M&A 모두 자원의 효율적 배분기능을 수행한다는 것이다. 외국기업은 적대적 인수여부와 관계없이 미국기업을 인수한 후 전략적 동기를 가진 비슷한 산업내의 다른 기업에게 피인수기업 자산의 상당부분을 매각하였으며 이러한 자원배분의 기능은 국내기업간의 적대적 M&A에서도 발견되었다. 셋째, 외국기업은 미국기업을 인수한 후 계속하여 추가로 다른 기업을 인수하거나 추가적인 자본지출을 실시하였으며 이러한 사실은 외국기업의 M&A목적이 시너지효과를 달성하기 위한 것임을 시사한다. 넷째, 1986년의 미국 Tax Reform Act가 미국내에서의 한계법인세를 줄임으로써 외국인수기업이 미국 피인수기업에 지불하는 인수프리미엄을 증가시켰다는 사실이다. 이것은 법인세를 포함한 제반 경제환경이 해외M&A를 유치하고 피인수기업의 매각금액을 결정하는데 중요하다는 것을 의미한다. 마지막으로 미국 피인수기업이 동종산업이나 연관산업에 소속된 외국기업에 의해 인수되는 경우 또는 미국 피인수기업의 R&D비율이 높은 경우 더 많은 인수프리미엄이 실현되었다. 이러한 결과 역시 해외M&A의 중요한 동기가 시너지효과와 밀접한 관련이 있다는 것을 시사한다. 위의 모든 결과를 종합할 때 해외M&A에서 피인수기업에게 지불되는 인수프리미엄은 시너지의 실현정도 및 피인수기업의 경영효율성 향상 정도와 밀접한 관련이 있는 것으로 보인다.

우리나라 M&A시장이 급속도로 개방되고 있는 현 시점에서 본 연구의 결과는 앞으로 활발하게 진

행될 것으로 예상되는 외국기업의 국내기업인수가 산업경제에 미칠 잠재적 영향을 이해하는 데에 상당한 시사점을 가지고 있다. 특히 본 연구의 결과는 외국기업의 M&A가 구조조정에 있는 국내산업에 어떠한 영향을 미치고 이러한 M&A가 국내산업의 효율성을 향상시킬 수 있는지 여부를 예측하는데 도움을 줄 수 있을 것이다. 해외M&A와 관련된 국내외 실증연구문헌이 상당히 부족한 현실에서 본 연구의 결과가 해외M&A분야에 새로운 연구방향을 제시할 수 있기를 바란다.

참 고 문 헌

- Bhagat, S A., Andrei Shleifer and Robert W. Vishny (1990) "Hostile takeovers in the 1980s: The returns to corporate specialization," *Brooking Papers on Economic Activity*, 1-84
- Bradley, Michael, 1980, "Interfirm tender offers and the market for corporate control," *Journal of Business*, 53, 345-376.
- Bradley, Michael, Anand Desai and E. Han Kim. (1983) "Synergistic gains from corporate acquisitions and their division between the stockholders of target and acquiring firms," *Journal of Financial Economics*, 21, 3-40.
- Caves, R. E. (1971) "International corporations: The industrial economics of foreign investment," *Economica*, 38, 1-27.
- Froot, Kenneth A. and Jeremy C. Stein (1991) "Exchange rates and foreign direct investment: An imperfect capital market approach," *Quarterly Journal of Economics*, 106, 1191-1217.
- Harris, Robert S. and David Ravenscraft. (1991) "The role of acquisition in foreign direct investment;

- Evidence from the U.S. stock market," *Journal of Finance*, 46, 825-844.
- Hymers, S. H. (1960) "The international operations of national firms: A study of direct foreign investment," Ph.D. dissertation, MIT, Published with the same title in 1976 by MIT Press, Cambridge.
- Jensen, Michael C. and Richard S. Ruback (1983) "The market for corporate control: The Scientific Evidence," *Journal of Financial Economics*, 11, 5-50.
- Kang, Jun-Koo (1993) "The international market for corporate control: Mergers and acquisition of U.S. firms by Japanese firms," *Journal of Financial Economics*, 34, 345-371.
- Kindleberger, C. P. (1969) "American business abroad: Six lectures on direct investment," New Haven: Yale University Press.
- Lang, Larry H. P., Rene M. Stulz and Ralph A. Walkling (1989) "Tobin's Q and the gains from successful tender offers," *Journal of Financial Economics*, 24, 137-154.
- Morck, Randall, Andrei Shleifer and Robert W. Vishny (1988) "Characteristics of targets of hostile and friendly takeovers, in: Alan J. Auerbach, ed., Corporate takeovers: causes and consequences," University of Chicago Press, Chicago, IL.
- Scholes, Myron S. and Mark A. Wolfson (1990) "The effects of changes in tax laws on corporate reorganization activity," *Journal of Business*, 63, 141-164.

The Sources of Gains in Foreign Takeovers: M&A of U.S. Firms by Foreign Firms

Jun-Koo Kang*

Abstract

This study examines the sources of gains in foreign mergers and acquisition using the sample of U.S. target firms that acquired by foreign firms. The results are as follows. First, the role of layoffs and selloffs in foreign take overs is less important than that in U.S domestic hostile takeovers. Second, the function of foreign takeovers is similar to that of U.S. domestic hostile takeovers. Like U.S. domestic hostile takeovers, both foreign hostile and friendly takeovers tend to allocate target assets to firms with strategic motives. Third, acquired targets subsequently make substantial acquisitions or investments, suggesting foreign firms acquire U.S. targets for synergistic purposes. Fourth, the level of corporate tax rate in the U.S. has an effect on target gains. Finally, U.S. targets earn higher returns when foreign bidders are in the same industry or when the ratio of R&D expenditure to total assets is higher. Taken altogether, these results indicate that the realization of synergy is the main motive behind foreign takeovers.

Key Words : Foreign mergers and acquisitions, Synergy, Target return, Hostile takeover, Corporate Control

* Professor of Finance Korea University
College of Business Administration Sungbuk-ku, Seoul, Korea 136-701