

인수합병으로 인한 계열편입 사건을 통한 대기업집단의 기능에 관한 연구*

정찬식
동아대학교 경영대학 경영학과
(michael@dau.ac.kr)

본 연구는 계열의 기업이 인수합병으로 인하여 특정 대기업집단에 편입되는 사건을 통하여, 관련 기업의 가치에 어떠한 영향이 있는지 살펴보고, 기업가치에 영향을 미치는 주요 기업특성을 분석함으로써 대기업집단의 기능을 실증적으로 고찰한다. 계열편입은 대기업집단에 소속되지 않았던 기업이 인수합병으로 인하여 새로이 대기업집단에 소속됨으로써 계열사 간의 상호작용에 동참하게 되는 사건이라는 점에서 대기업집단의 기능을 분석할 수 있는 중요한 기회를 제공한다. 기존의 연구가 대기업집단내 계열사간 상호작용의 효과를 명확히 구분해 내기 어려운 반면 본 연구는 사건연구를 통해 계열화의 효과만을 별도로 분석하고 있다는 점에서 연구의 의의를 갖는다.

인수합병으로 인한 계열편입을 통한 대기업집단의 기능을 실증적으로 분석한 결과, 국내 대기업집단의 경우 첫째, 계열사간 시너지 효과가 존재하는 것으로 나타났다. 즉, 단기와 중기 및 장기에서 기존 기업과 신규편입 기업 모두 유의한 양의 누적초과수익률이 존재하는 것으로 나타났다. 이 때 동종영업에 의한 시너지보다는 효율적 내부자본시장에 의한 재무적 시너지(financial synergy)가 작동하는 것으로 파악되었다. 즉, 기존 기업이 성장과 자원의 불균형이 심하면서 동시에 계열의 기업 역시 성장과 자원의 불균형이 심할 때, 동 계열의 기업을 대기업집단으로 편입시킴으로써 성장-자원의 불균형을 해결하게 되는 경우 누적초과수익률이 증가하는 것으로 나타나, 재무적 시너지 효과가 존재하는 것으로 분석되었다. 한편, 또 다른 대기업집단의 기능으로서 지배주주가 자신의 부를 희생하면서까지 신규편입 기업을 지원(propping) 하는 지원 기능이 존재하는 것으로 나타났다. 즉, 지배주주 지분율이 높은 기존 기업일수록 외부주주의 영향력이 줄어들어 신규편입 기업을 지원하게 되는 경향이 더욱 강하게 존재하였다.

한편, 계열그룹군과 인수합병 기업의 누적초과수익률을 상호비교 한 결과, 인수합병 기업의 단기적 또는 중기적인 누적초과수익률이 음의 값을 가졌으며, 인수합병 기업을 제외한 계열그룹군은 단기, 중기, 장기 모두에서 누적초과수익률이 유의한 양의 값을 가진 것으로 나타났다. 이는 계열편입의 주요 동기가 인수합병 기업 자체의 기업가치를 증대시키는 것이 아니라, 기업집단내 계열 기업군 전체의 이익을 위하는 것이라 해석할 수 있다. 이러한 해석은 인수합병 기업의 장기 누적초과수익률이 유의한 양의 값을 가졌다는 점에서도 그 타당성을 갖는다.

결론적으로 대기업집단에 속하지 않았던 계열의 기업이 인수합병으로 인하여 새로이 대기업집단 편입되는 사건을 통하여 대기업집단의 기능을 고찰한 결과, 국내 대기업집단은 계열사간 효율적 내부자본시장을 통해 재무적 시너지 효과를 향유하면서 동시에 지배주주가 자신의 경제적 부를 희생하면서까지 신규편입 기업을 지원하는 구조가 존재함이 나타났다.

주제어: 대기업집단, 계열편입, 시너지, 계열사 지원, 내부자본시장

JEL Classification: C12, G32, G34

논문접수일: 2012. 8 게재확정일: 2013. 2

* 익명의 두 심사자님과 편집위원장님께 감사드립니다.

이 논문은 동아대학교 교내연구비 지원에 의하여 연구 되었습니다.

1. 연구의 배경

본 연구는 인수합병에 의한 계열편입이라는 사건을 통해 대기업집단의 기능에 대한 실증분석을 실시하고 있다. 재벌과 같은 대기업집단의 경우 법인의 신설 및 인수합병 등을 통하여 계열사의 수와 대기업집단의 규모가 증가한다. 따라서 독립적으로 존재하던 기업들이 대기업집단에 포함되거나 편입되는 경우에 어떠한 기업적 특성이 관련기업의 기업가치에 영향을 미치는가, 그리고 그 효과는 무엇인가를 분석하면 대기업집단이 갖고 있는 기능을 실증적으로 파악할 수 있을 것이다.

일반적으로 인수합병은 한 기업을 다른 기업과 결합하게 하는 결과를 가져온다. 따라서 계열사가 아니었던 계열외 기업이 대기업집단에 속한 특정 기업에 인수합병 됨으로써 대기업집단에 계열편입된다면, 해당 기업은 계열편입 되는 직후부터 대기업집단이 누리는 다양한 기능을 공유하게 된다.

이 때 대기업집단에 소속된 기존 기업의 주가의 변화는 대기업집단의 기능과 관련하여 중요한 시사점을 제공한다. 즉, 인수합병을 통한 계열편입으로 인하여 대기업집단이 경제적인 이득을 얻는다면 대기업집단에 소속된 기존 기업의 주가는 상승할 것이다. 반대로 대기업집단이 손실을 얻는다면 정반대의 결과가 나타날 것이다. 이 때 나타나는 경제적 이득 또는 손실이 대기업집단의 기능과 연관되어 있다. 예컨대 대기업집단에 소속된 기존 기업과 계열편입된 기업이 시너지 효과를 향유한다면 인수합병으로 인한 계열편입이라는 사건은 대기업집단에 소속된 기존 기업과 신규편입 기업 모두 기업가치가 증가하는 현상이 나타날 것이기 때문이다. 즉, 시너지라는 대기업집단의 기능이 대기업집단에 소속된 기존 기

업의 추가상승과 연결되는 것이다.

한편, 기존 계열사의 추가 변화는 자신의 재무적 특성에 기인하기도 하지만, 동시에 신규편입 기업의 재무적 특성의 영향을 받기도 한다. 즉, 두 기업간 재무적 특성의 상대적 차이에 따라서 기존 계열사의 추가수익률이 영향을 받을 것이다. 예컨대 대기업집단에 새로 편입되는 기업의 여유현금흐름보다 기존 계열사의 여유현금흐름이 충분히 큰 경우에만 기존 계열사가 새로이 편입되는 기업을 지원할 수 있는 여건을 가지게 되며 이는 결과적으로 양자간 기업가치의 변화에 영향을 미칠 수 있다.

기존에 기업 인수 및 합병에 대한 다수의 실증연구가 있었으나, 인수합병을 통한 계열편입 사건을 통하여 포괄적인 대기업집단의 기능과 역할을 분석하는 연구는 거의 존재하지 않았다는 점에서 본 연구는 중요한 의의를 갖는다. 대기업집단의 역할과 관련된 기존의 연구들은 계열사간 지원 등의 행태분석을 통해 이를 분석하고 있으나 다양한 대기업집단 내 역할관계에 의해 영향을 받는다는 점에서 대기업집단의 순수한 기능에 대한 분석에는 한계를 갖는 반면 본 연구는 대기업집단의 확장이라는 사건연구를 통해 대기업집단의 고유한 기능을 분석하고 있다는 점에서 연구의 의의를 갖는다. 특히 한국과 같이 대기업집단이 전체 국가경제에 중요한 비중을 차지하는 경제에 있어 인수합병에 의한 계열편입을 통한 대기업집단의 기능에 대하여 분석하는 것은 경제정책적인 측면에서도 다양한 시사점을 제공할 수 있을 것이다.

실증분석 결과에 따르면, 국내 대기업집단의 경우 대기업집단의 구성으로 인한 계열사간 시너지효과가 존재한다고 판단할 수 있다. 또한 지배주주가 자신의 이익을 희생시켜 가면서까지 타계열사를 지원(propping)하는 경향이 있는 것으로 나타났다. 구

체적으로 회귀분석에 의하면 첫째, 계열사간 시너지 효과가 존재하는 것으로 나타났는데, 이 경우 동종 영업에 의한 시너지 보다는 효율적 내부자본시장에 의한 재무적 시너지가 존재하는 것으로 나타났다. 즉, 기존 기업에 성장과 자원의 불균형이 존재할 때, 이를 보완하는 기업을 편입할 경우 기존 기업의 단기와 중기 및 장기의 누적초과수익률 모두가 증가하는 것으로 나타나 재무적 시너지 효과가 존재하는 것으로 분석되었다. 또한 대기업집단에 소속된 기존 기업의 지배주주 지분율이 높을수록 단기와 중기 및 장기 모든 경우에 있어서 기존 기업의 누적초과수익률은 감소하는 것으로 나타났다. 이는 지배주주 지분율이 높을수록 외부주주 지분율이 감소함으로써 외부주주의 영향력의 감소에 의해 지배주주가 신규 편입 기업을 지원할 수 있는 가능성이 크기 때문인 것으로 해석된다. 한편, 계열그룹군과 인수합병 기업의 누적초과수익률을 상호비교 한 결과, 인수합병 기업의 단기적 또는 중기적인 누적초과수익률이 음의 값을 가졌으며, 인수합병 기업을 제외한 계열그룹군은 단기, 중기, 장기 모두에서 누적초과수익률이 유의한 양의 값을 가진 것으로 나타났다. 이는 계열편입의 주요 동기가 인수합병 기업 자체의 기업가치를 증대시키는 것이 아니라, 기업집단내 계열 기업군 전체의 이익을 위하는 것이라 해석할 수 있다. 이러한 해석은 인수합병 기업의 장기 누적초과수익률이 유의한 양의 값을 가졌다는 점에서도 그 타당성을 갖는다.

본 논문은 총 5장으로 구성되어 있다. 2장에서는 선행연구 및 기존의 관련 연구를 살펴보고 본 논문의 가설을 제시한다. 3장에서는 분석자료와 분석방법을 설명한 후, 기초통계량을 제시한다. 4장에서는 실증분석 결과를 제시한다. 5장에서는 본 연구의 결과를 요약하고 결론을 제시한다.

II. 선행연구 및 가설의 설정

2.1 선행연구

기업간 결합에 관한 기존의 국내연구들은 주로 합병의 공시효과를 분석하였다. 정형찬과 박경희(1999)는 합병일 이후 합병기업 주가의 장기성과를 측정된 결과 합병일 이후 합병기업의 장기성과는 존재하지 않음을 보고하였다. 그리고 지호준과 전용갑(1999)은 한국의 상장기업이 해외기업을 인수한 사례를 대상으로 합병 공시효과를 분석한 결과 합병기업의 기업가치 변화에 영향을 미치는 주요 요인으로서 해외인수대상 기업의 국가수준, 인수기업의 인수지분, 인수하게 된 동기 등을 들었으며, 해외기업 공시로 인해 합병기업의 기업가치가 감소하였음을 보고하였다. 반면 정형찬과 박경희(1999)는 한국의 기업지배권 시장에서 합병이 새로운 주주부를 창출하는지의 여부에 대한 규명을 시도한 결과 합병기업 및 피합병기업은 합병의 전 과정을 통하여 새로운 부를 창출하지 못하는 것으로 나타났다. 이러한 연구결과들과는 달리 합병후 기업가치의 상승을 보고한 연구들도 있다. 변진호와 우원석(2008)은 기업 인수합병 공시 이후 주주부와 채권자부 모두 증가한다는 실증결과를 보고하였다. 또한 조경식과 이원복(2002)은 금융기관 합병공시 전후의 누적초과수익률을 계산한 결과 합병기업이 양의 누적초과수익률을 얻었음을 보고하였다. 이러한 연구결과들은 인수합병으로 인한 계열편입 후 기존 기업의 기업가치가 증가하였다는 본 논문의 결과와 유사한 측면이 있으나, 신규편입 기업의 주가가치도 상승한다는 본 연구의 결과와는 대조되는 결과이다.

또한 선행연구는 합병의 공시효과와 연계하여 합

병과 관련된 가설을 검증하는 것이 주된 흐름이었다. 변진호와 안소림(2007)은 합병공시와 관련된 사건연구를 통하여 시장반응을 분석한 결과 소규모 합병기업에 대한 시장반응이 대규모 합병기업에 대한 시장반응보다 크게 나타남을 보고하였다. 조지호와 전상경(2004)은 기업지배구조가 합병성과에 미치는 영향을 분석한 결과 내부투자자 지분은 합병성과를 설명하지 못한 반면 외부투자자 지분은 합병성과에 긍정적인 영향을 미침을 보고하였다. 그들의 연구는 비록 대기업집단의 기능과 연관 짓지는 않았지만, 특정 투자자 지분이 합병기업의 기업가치에 영향을 미친다는 점에서 본 논문의 연구결과 중 일부와 유사한 측면이 있다. 한편, 합병관련 제도의 변화가 기업가치에 영향을 미치는지의 여부를 규명한 연구도 있는 바, 장봉규와 정두식(2004)은 증권거래법 개정이 합병공시효과에 미치는 영향을 검증하고자 연구대상 기간을 합병전, 합병후로 나누어 그 성과차이를 분석한 결과 법개정 이전보다 법개정 이후 유의적인 초과수익률이 나타났음을 보고하였다. 그리고 김대호(2000)는 은행간 합병효과를 분석한 연구에서 합병시점 전후의 위험성과 수익성 및 비용효율성을 분석한 결과 합병은행의 경우 합병후 수익성과 위험이 동시에 증가하였고 합병후 기간에 뚜렷한 비용감소는 없다고 보고하였다. 또한 오현탁(1998)은 합병기업과 피합병기업을 합병전 토빈 Q의 우열에 따라 분류하고 분류집단별 초과수익률을 측정하여 합병기업은 토빈 Q가 낮을수록 합병성과가 크게 나타난 반면 피합병기업은 토빈 Q가 높을수록 합병성과가 크게 나타났음을 밝혔다.

한편, 선행연구 중에는 합병기업 및 피합병기업의 재무적 특성을 규명하는 연구들도 있었다. 주상룡(1997)은 국내 합병기업 및 피합병기업의 특성을 비교하였으나 성장성, 재무구조, 수익성 측면에서

합병기업과 피합병기업간 유의한 차이를 발견하지 못하였다. 반면 임관택과 임석필(1994)은 피합병기업의 재무적 특성을 분류한 결과 피합병기업은 상대적으로 비효율적으로 운영되고 있으며 레버리지가 높고 장기채무지급능력이 낮았으며 기업의 성장성과 자원간 불균형이 있는 것으로 나타났다.

한편, 강준구 외(2001)는 30대 재벌 및 비재벌 인수기업의 합병공시를 비교분석 함으로써 소유경영자와 소액주주간에 존재하는 재벌기업의 대리인 문제를 분석하였는 바, 대리인 문제가 있는 재벌기업의 합병의 경우 합병기업의 가치가 하락하였으며, 특히 과거 경영 성과가 양호한 재벌기업이 성과가 좋지 않은 다른 계열기업을 구제합병 하는 경우 기업가치가 크게 하락함을 발견하였다. 이는 앞서 언급한 임관택과 임석필(2004)의 연구와 같이 기업집단 내에서의 계열사간 합병이 단순히 합병기업의 기업가치를 증대시키는 목적이 아니라 기업집단의 지배주주가 부실기업을 구제할 목적으로 하는 합병이라는 점에서 시사하는 바가 크다. 즉, 그들의 연구결과는 기업집단 내에서의 기업 인수합병은 부실기업을 구제함으로써 대기업집단 내 자원의 재배분을 가져옴을 의미하는 것이며, 이는 합병의 결과 기업집단 내의 특정 계열사가 피합병기업을 경제적으로 지원하거나 정반대로 지배주주가 사적인 부를 증대시킬 것임을 암시한다. 그러한 의미에서 이들 논문은 기존 인수합병 관련 선행연구들과는 차별되며, 본 논문의 내용 중 일부인 계열사간 상호지원이라는 대기업집단의 기능과 일면 상통하는 부분이 있다.

한편, 국외연구들 중 합병에 관한 연구들도 다수 존재해 왔다. 이들 연구는 특히 합병으로 인한 합병기업 및 피합병기업의 기업가치 변화에 초점을 맞추었다. Agrawal et al(1992)은 합병기업의 합병후 장기성과를 측정하여 5년간 수익률이 음의 값인

-10%임을 보고하였다. Malatesta(1983) 역시 합병기업의 합병후 장기성과가 악화됨을 보고하였으며 단기간의 성과도 합병기업은 음의 비정상수익률을 보인 반면, 피합병기업은 양의 비정상수익률이 나타났음을 보고하였다. 반면 Asquith et al.(1983)은 합병공시 전후 21일 동안 주주부가 증가함을 보고하였는데, 이때 비정상수익률은 합병대상기업의 상대적 규모가 큰 경우와 합병이 성공한 경우 더 큰 것으로 나타났다. Asquith(1983)는 합병 확률이 증가할수록 합병대상기업의 주주부가 증가한 반면 합병 확률이 감소할수록 합병제안기업과 합병대상기업의 주주부가 감소함을 보고하였다. 합병으로 인한 기업가치 변화와 더불어 인수합병 전략 및 합병 이후의 현상을 분석한 연구 또한 있었다. Bradley et al(1983)은 합병제안 기업이 공개매입제안(tender offer)을 하는 것은 합병대상기업에 대한 우월한 정보를 가지고 있기 때문이 아니라 잠재적인 시너지를 얻기 위함이라고 하였다. 또한 Fee et al.(2004)은 수평적 기업결합으로 인하여 생산성과 구매력 증가는 발견되었으나 경쟁회사간 담합은 발견되지 않았다고 보고하였다. 합병에 관한 국외연구 중에는 어떤 경우에 합병이득이 존재하는지를 규명한 연구 또한 다수를 이루었다. Fuller et al.(2002)은 합병기업이 사기업 및 그 계열사를 인수하였을 때에는 이득을 보았으나 공기업을 인수하였을 때에는 손해를 보았으며, 합병이익이 발생한 경우는 합병대상기업의 규모가 클 때와 합병대가가 주식으로 제공되었을 때라고 하였다. 그리고 Lang et al.(1989)은 높은 토빈 Q를 가진 합병기업이 낮은 토빈 Q를 가진 합병기업보다 합병으로 인한 이득이 더 크고 반대로 낮은 토빈 Q를 가진 피합병기업이 높은 토빈

Q를 가진 피합병기업보다 합병으로 인한 이익이 더 큼을 밝혔다. 또한 Moeller et al(2004)은 합병기업의 공시수익률이 소규모 기업의 경우가 대규모 기업의 경우보다 2%가량 더 커 규모효과가 존재함을 보고하였다.

이처럼 합병과 관련하여 많은 국내외 연구들이 있었으나, 계열외 기업이 인수합병 됨으로써 대기업집단으로 신규편입 되는 사건을 대기업집단의 기능이라는 관점에서 분석한 연구는 존재하지 않았다. 본 논문에서는 대기업집단에 속하지 않았던 기업이 대기업집단에 소속된 기업에 합병되는 사건을 계열외 기업의 대기업집단으로의 새로운 편입이라고 보고, 이를 기초로 대기업집단의 포괄적인 기능과 역할을 분석한다.

한편, 기업집단의 기능을 다루었다는 점에서 본 논문과 비교적 유사한 관점에서 행하여진 연구로 Bae et al.(2002)은 합병이라는 사건을 터널링(tunneling)이라는 관점에서 분석한 바 있으나 본 논문과 같이 상대적으로 포괄적인 의미에서 기업집단의 기능을 논의한 연구는 아니었다. 본 논문은 보다 포괄적인 의미에서 대기업집단의 기능에 대한 시사점을 도출한다.

2.2 가설의 설정

이상의 논의에 기초하여 인수합병에 의한 계열편입을 통한 대기업집단의 기능을 분석하기 위하여 다음과 같은 실증적 가설들을 검토한다.¹⁾

1) 박경서, 정찬식, 2011, "계열분리를 통한 대기업집단의 순기능과 역기능에 관한 연구", 한국증권학회지 부분 인용.

2.2.1 대기업집단 구성으로 인한 시너지 가설

2.2.1.1 시너지의 개관 및 동종영업 시너지와 효율적 내부자본시장에 의한 재무적 시너지 효과

대기업집단의 구성으로 인하여 대기업집단에 소속된 기업들은 독립된 기업들로 남아있을 때에 비하여 기업가치가 증대되는 경우가 있는데, 그 대표적인 경우가 대기업집단 구성으로 인한 시너지 효과이다. 시너지 효과는 예를 들어 수직적 계열화(vertical integration)나 내부자본시장의 이용 등을 통하여 실현될 수 있다.

Khanna and Palepu(2000)는 실증분석을 통하여 기업집단의 시너지 효과가 있음을 규명하였는데, 이들은 다각화된 기업집단에 소속된 기업이 기업집단에 속하지 않은 기업보다 기업가치가 더 크다는 것을 밝혔다.

또한 Williamson(1975)은 원재료를 공급하는 기업(up-stream firm)과 이를 가공하여 상품으로 완성하는 기업(down-stream firm)이 지분소유를 통해 모자관계로 연결될 경우 각각 독립된 기업으로서 시장에서 경쟁적으로 상대방의 서비스를 구하는 것에 비해 보다 효율적일 수 있다고 하였다.

그리고 Khanna and Palepu(1997)는 기업이 활동하는 데에 필요한 인프라가 잘 갖추어진 선진시장과는 달리 신흥국가에서는 기업들이 독립되어 존재하는 것보다는 기업집단을 형성하여, 선진시장에서 시장이 제공할 기능을 스스로 공급함으로써 가치를 증진시킬 수 있다고 주장하였다.

또한 기업집단은 이와 같은 시너지 효과와 함께 위험분산(risk diversification or risk sharing)

의 기능이라는 또 다른 시너지 효과를 제공한다. 기업집단의 형성에 따른 사업의 다각화를 통해 위험을 분산할 수 있으며, 필요할 경우 계열사간 자금의 이동을 통하여 위험을 공유할 수 있다.

실제로 Khanna and Yafeh(2005)는 이익의 변동성을 측정하여 한국, 일본, 태국의 기업집단에서 위험분산(risk sharing) 효과가 나타났음을 보고하였다.

또한 Nakatani(1984)는 일본기업들을 분석한 결과 기업집단에 소속된 기업의 영업이익률의 변동성이 그렇지 않은 기업에 비하여 더 작게 나타났으므로 위험공유 효과가 있음을 밝혔다.

한편, 기업집단의 지배주주는 기업집단 내에 존재하는 내부자본시장을 통하여 경제적 잉여자원이 있는 계열사로부터 그러한 경제적 자원을 필요로 하는 다른 계열사로 이동시킬 수 있다. 예를 들어 Khanna and Palepu(1997)는 신흥시장(emerging countries)에서 기업집단은 선진시장의 금융기관의 역할을 모방하여 자본이 필요한 계열사에 자체적으로 충분한 자원을 공급함으로써 기업가치를 상승시킨다고 하였다. 이러한 대기업집단내 경제적 자원의 이동은 특히 자원과 성장의 불균형이 존재하는 계열사간에 발생할 가능성이 크다. 급속한 성장을 하고 있으나 여유자금이 부족한 계열사는 여유자원은 있으나 성장이 저조한 다른 계열사로부터 경제적 지원을 받음으로써 기업가치를 상승시킬 수 있는 것이다. 또한 경제적 자원을 제공하는 낮은 성장성-풍부한 자원의 특성을 가진 기업은 Jensen(1986)이 제기한 여유현금흐름(free cash flow)으로 인한 문제를²⁾ 해결함으로써 기업가치를 상승시키게 될 것이다. 따라서 이러한 계열사간 자원의 재분배는 대기

2) 그는 여유현금흐름은 많으나 성장이 저조한 기업의 경우 특히 더 문제가 심각하다고 지적하였다.

업집단 전체의 가치를 상승시키게 된다. 기업집단의 차원에서 분석하지는 않았으나 기업간 합병의 차원에서 이러한 현상을 설명한 연구들이 있었다. Palepu(1986)는 낮은 성장성-풍부한 자원을 갖고 있는 기업과 높은 성장성-빈약한 자원을 갖고 있는 기업은 취약한 점을 보완하여 성과를 극대화 할 수 있는 방향으로 합병할 가능성이 있음을 밝혔다. 실제로 임관택과 임성필(1994)은 국내 합병 사건을, Sudarsanam et al.(1996)은 영국의 합병 사건을 연구한 결과 Palepu(1986)의 가설이 사실임을 증명하였다. 특히 Sudarsanam et al.(1996)은 높은 성장성-빈약한 자원을 가진 기업과 낮은 성장성-풍부한 자원을 가진 기업간 결합을 통한 기업가치의 상승을 재무적 시너지(financial synergy)라고 명명하였다. 이러한 연구 결과들을 고려한다면, 대기업집단내 성장과 자원의 불균형을 해소하기 위한 계열사간 자원의 재분배는 대기업집단 전체의 가치를 증대시키는 시너지 효과를 가져온다고 할 수 있다. 이러한 재무적 시너지는 실은 효율적 내부자본시장에 의해 계열사간 경제적 자원이 상호 이전되면서 나타나는 현상이라고 볼 수 있다. 이에 대해서는 3.2절에서³⁾ 보다 자세히 논한다.

앞에서 기술한 것처럼 대기업집단내 시너지 효과가 존재한다면 특정 기업이 인수합병으로 인해 새로이 대기업집단에 편입될 때 대기업집단에 소속된 기존 기업과 신규편입 기업 모두 기업가치가 증가할 것이다. 또한 신규편입 기업의 성장과 자원의 불균형이 심하면서 동시에 기존 기업 중 일부도 성장과 자원의 불균형이 심한 경우, 그리고 양자의 결합으로 그러한 문제를 해결하게 되는 경우 기존 기업의

가치는 증가할 것이다. 또한 수직계열화 등으로 인한 시너지 효과가 존재한다면 이는 동종산업에 속한 기업들에 해당될 것이다. 이상을 종합하여 시너지 가설인 가설 1, 가설 2, 가설 3을 설정한다.

2.2.1.2 효율적 내부자본시장에 의한 시너지 효과
 한편 대기업집단의 구성으로 인해 계열사의 기업 가치가 증대되는 경우로서, 계열사들이 내부자본시장을 이용하는 경우가 있다. 이 경우 계열사간 자원의 이동은 자원의 효율적 배분이 주요 관심사가 된다.⁴⁾ 그리고 이는 대기업집단의 구성으로 인한 일종의 시너지 효과로 간주할 수 있다. Stein(1997)은 투자기회가 없으면서 유희현금이 많은 사업부의 자금이 투자기회가 많은 사업부로 이전된다고 설명하였으며, 윤성민(2004)은 5대 재벌의 내부자본시장에서 자원의 이동 방향을 분석한 결과 투자기회(토빈 Q)가 큰 기업이 투자 기회가 작은 기업으로부터 경제적 자원이 이동함을 보였다. 또한 Claessens et al.(2002)은 성장이 둔화된 계열사로부터 성장 속도가 빠른 신생 계열사로 경제적 자원이 이동된다고 밝혔듯이 자원의 효율적 배분을 위하여 성장가능성이 낮은 기업 또는 노후 된 기업으로부터 성장가능성이 높은 기업 또는 신생기업으로 경제적 자원이 이동될 것이다. 이 때 성장 가능성의 대리변수로는 매출성장률과 설립연수(Claessens et al(2002); Khanna and Palepu (2000); 강형철 외(2006); 윤성민(2004))를 사용할 수 있으므로, 매출성장률이 낮은 기업으로부터 매출성장률이 높은 기업으로 경제적 자원이 이동할 것이고 설립연수가 커 성장가능성이 낮은 기업으로부터 설립연수가 작아 성장가

3) 3.2. 변수의 설정 중에서 p.22 상단에 있는 MATCASH 변수에 대한 설명 참조.

4) 내부자본시장이 비효율적이라는 주장도 있으나(Rajan et al.(2000)등), 본고에서는 내부자본시장이 효율적인 경우에 한하여 논의를 전개한다.

능성이 큰 기업으로 경제적 자원이 이동될 것이라 판단할 수 있다. 한편 자원의 효율적 배분을 위하여 동일한 자원을 사용하고도 더 많은 가치를 창출하는 기업, 즉 토빈 Q가 큰 기업이 타 계열사로부터 경제적 자원을 이전 받는 것처럼, 동일한 자원을 투입하고도 더 많은 투자수익을 내는 기업 역시 경제적 자원을 이전 받을 것이다. 이를 투자수익성이라 부른다면, 자산 1원당 투자수익을 나타내는 ROA가 투자수익성의 대리변수가 될 수 있다. 따라서 기업이 투자수익성이 나쁜 기업, 즉 ROA가 작은 기업으로부터 투자수익성이 좋은 기업, 즉 ROA가 큰 기업으로 경제적 자원이 이동되는 것이, 대기업집단 내에서 자원이 효율적으로 분배되는 방법일 것이다. 이상을 종합하면, 대기업집단에 속한 기존 기업이 계열편입 된 기업으로부터(기업에) 경제적 자원을 이전 받는다면(해준다면) 동기업은 인수합병으로 인한 계열편입 사건이 발생할 때 기업가치가 상승(하락)할 것이다. 이와 관련하여 가설 4-1, 4-2를 설정한다.

2.2.2 재무적 곤경에 처한 타계열사 지원 가설 (Propping 가설)

대기업집단의 한 기능으로서, 지배주주가 자신의 이익을 희생하면서까지 자금난에 처해 있거나 파산 위험이 있는 계열사를 지원하는 것을 지원(propping)이라고 한다. 프라핑이라고 불리는 이 현상은 흔히 지배주주가 자신이 통제하고 있는 기업을 이용하여 그룹차원에서 지원하는 방법을 통하여 나타난다.

Gopalan et al.(2007)은 인도의 대기업집단의 경우 그룹차원에서 시장보다 훨씬 우호적인 조건으로 재무적 곤경에 처한 기업에 자금(intragroup loan)을 제공한 사실이 있음을 보고하였다.

그리고 Friedman et al.(2003)은 아시아 기업

의 경우 프라핑이 쉽게 일어날 수 있는 구조라고 하였으며, 부채가 많을수록 지원(propping) 가능성도 높아짐을 밝혔다.

또한 Morck and Nakamura(1999)는 일본의 은행이 동은행과 같은 그룹에 속해 있으며 재무적 곤경에 처한 다른 은행을 지원하였음을 보고하였다.

앞서 언급한 Friedman et al.(2003)의 지적처럼 부채가 많은 기업일수록 계열사 지원의 가능성이 높아진다면, 같은 이유로 자금이 부족하거나 자금을 필요로 하는 기업일수록 지원(propping) 대상이 될 것이다.

마지막으로 기업규모 또한 고려할 수 있는데, 일반적으로 규모가 작은 기업이 자신보다 규모가 훨씬 큰 기업을 지원하기란 어려우므로, 어떤 기업이 타 계열사로부터 지원을 받는다면 규모가 작은 기업이 규모가 큰 타계열사로부터 지원을 받을 것이다. 이상의 논의를 종합하면 기업 특성에 따라 대기업집단에 속한 기존 기업이 신규편입 기업으로부터 지원을 받거나 신규편입 기업을 지원함을 알 수 있다. 이와 관련하여 지원(propping) 가설을 설정하며, 이는 가설 5-1과 5-2에 나타나 있다.

이상의 논의에 기초하여 인수합병으로 인한 계열 분리를 통한 대기업집단의 기능을 분석하기 위해 본 논문의 실증적 가설들을 검토한다.

2.2.3 실증가설의 설정

앞서 우리는 대기업집단에 속한 기업들은 수직적 계열화나 내부자본시장의 이용 등을 통하여 시너지 효과를 향유하거나 위험분산의 기능을 공유함을 살펴 보았다. 이처럼 대기업집단의 구성과 유지로 인하여 발생하는 시너지 현상은 대기업집단에 속하지 않았던 계열의 기업이 대기업집단에 속한 계열사에 합

병되는 등, 동기업이 대기업집단에 새로이 편입되는 사건을 통해서도 그 의미를 고찰할 수 있다. 이 때 시너지 효과를 원하는 지배주주가 계열외 기업을 인수합병 한다면, 이는 해당 기업의 계열편입으로 인해 대기업집단의 가치가 증가할 것을 기대하기 때문이다. 따라서 대기업집단의 시너지 효과가 존재한다면 계열외 기업을 인수합병 하여 대기업집단에 편입 시킬 경우 기존 기업과 신규편입 기업 모두 기업가치가 증가할 것이다. 이와 관련하여 가설 1을 설정한다.

가설 1(시너지 가설): 대기업집단의 구성에 의한 시너지 효과가 존재할 경우, 대기업집단에 속하지 않았던 계열외 기업이 인수합병으로 인해 대기업집단에 새로이 편입될 때 대기업집단에 소속된 기존 기업과 신규편입된 기업 모두 주가가 상승할 것이다.

다음으로, 가설 2와 가설 3에서는 이러한 계열사간 시너지효과가 기업 특성에 따라 어떻게 달라지는가에 대해서 분석한다.

시너지 가설과 관련하여 Williamson(1975)이 밝힌 것처럼 수직계열화 등으로 인한 시너지 효과가 존재한다면 이는 동종산업에 속한 기업들에 해당될 것이다. 동종산업에 속한 기업간 결합을 통하여 시너지가 발생한다는 주장은 비다각화 합병, 동종산업에 속한 기업간 합병이 새로운 가치를 창출한다는 기존의 연구 결과에서 확인된다. 실제로 Maquieria et al.(1998)은 비다각화 합병일 경우 인수기업 주가에 긍정적 영향을 준다고 하였고, 강준구(1998)는 동종산업에 속하는 기업간 합병이 이종산업 기업간 합병보다 합병성고가 더 우수하다고 보고하였다. 앞서 시너지 가설을 설명하면서 언급하였듯이, 이러

한 현상은 단지 기업간 합병에 국한되지 않을 것이다. 즉, 대기업집단에 속하지 않았던 계열외 기업이 합병을 통하여 계열 기업과 결합될 경우, 그리고 합병기업과 피합병기업이 동일한 산업에 속할 경우 동 계열기업은 영업시너지 효과로 인하여 기업가치가 상승할 것이며, 마찬가지로 논리로 계열외 기업이 대기업집단에 새로이 편입될 경우 동 계열외 기업과 동일한 산업에 속한 계열기업은 비다각화 결합, 동종산업 기업간 결합의 효과로 인하여 기업가치가 상승할 것이다. 이상을 종합하여 가설 2를 설정한다.

가설 2(동종영업에 의한 시너지 가설): 수직계열화 등을 통해 동종영업 계열사간 시너지가 발생한다면, 신규편입 되는 기업의 업종이 기존 기업과 동일할 경우 대기업집단에 속한 기존 기업의 주가가 상승할 것이다.

그리고 앞서 시너지 가설과 관련하여 언급한 임관택과 임성필(1994), Sudarsanam et al.(1996)의 연구가 암시하듯이 신규편입 기업의 성장과 자원의 불균형이 심하면서 동시에 기존 기업 중 일부도 성장과 자원의 불균형이 심한 경우, 그리고 양자의 결합으로 (효율적 내부자본시장을 이용함으로써) 그러한 문제를 해결하게 되는 경우 인수합병에 의한 계열편입을 통한 시너지가 발생할 것이며, 따라서 기존 기업의 가치는 증가할 것이다. 이와 관련하여 가설 3을 설정한다.

가설 3(효율적 내부자본시장에 의한 재무적 시너지 가설): 기존 기업에 성장과 자원의 불균형이 존재할 때, 이를 보완하는 기업을 대기업집단으로 편입시킬 경우 기존 기업의 주가는 상승할 것이다.

한편, 효율적 내부자본시장 가설과 관련하여, 인수합병으로 인한 계열편입 사건이 발생할 경우 대기업집단에 속한 기존 기업의 특성에 따라 동기업은 신규편입 된 기업으로부터 경제적 자원을 이전 받거나 신규편입 기업으로 경제적 자원을 이전 시킴을 확인하였다. 이와 관련하여 가설 4-1을 설정한다.

이 때 경제적 자원의 이동 방향은 기존 기업 자신의 재무적 특성에 기인하기도 하지만, 동시에 신규편입 된 기업의 재무적 특성의 영향을 받기도 한다. 즉, 두 기업간 재무적 특성의 상대적 차이에 따라서 기존 계열사와 신규편입 되는 기업간 경제적 자원의 이동 방향이 결정된다는 의미이다. 예를 들어 신규편입 기업의 ROA보다 기존 기업의 ROA가 충분히 높을 경우에 한하여 신규편입 기업으로부터 기존 기업으로의 자원의 이동이 기존 기업의 경제적 부가가치를 증대시킬 수 있을 것이다. 이와 같이 기존 기업과 신규편입 기업의 기업특성 변수의 상대적 차이가 기존 기업의 기업가치에 어떠한 영향을 미치는지 효율적 내부자본시장 관점에서 고찰한다. 이에 가설 4-2를 설정한다.

가설 4-1(효율적 내부자본시장에 의한 시너지 가설): 기존기업의 성장가능성이 높을수록(낮을수록), 설립연수가 작을수록(클수록), 토빈-Q가 클수록(작을수록), ROA가 높을수록(낮을수록) 자원의 효율적 배분을 위하여 신규편입 되는 기업(기존 기업)으로부터 기존 기업(신규편입 기업)으로 경제적 자원이 이동될 것이므로, 인수합병으로 인한 계열편입시 대기업집단에 소속된 기존 기업의 주가

가 상승(하락)할 것이다.

가설 4-2(효율적 내부자본시장에 의한 시너지 가설): 대기업집단에 소속된 기존 기업의 기업연수가 신규편입 되는 기업의 기업연수보다 더 짧을수록(길수록), 기존 기업의 ROA가 신규편입 되는 기업의 ROA보다 더 높을수록(낮을수록), 기존 기업의 매출성장률이 신규편입 되는 기업의 매출성장률보다 더 높을수록(낮을수록) 경제적 자원의 효율적 배분을 위하여 신규편입 되는 기업(기존 기업)으로부터 기존 기업(신규편입 기업)으로 경제적 자원이 이동될 것이므로, 인수합병으로 인한 계열편입시 대기업집단에 소속된 기존 기업의 주가가 상승(하락)할 것이다.

한편, 지원(propping) 가설과 관련하여 계열사가 타계열사를 지원을 받는 경우 어떠한 특성을 갖는 기업이 타계열사의 지원을 받는지, 즉 지원의 방향을 고찰할 필요가 있다.⁵⁾ 먼저 지원의 정의에 비추어 볼 때 재무적 곤경에 처한 기업이 그렇지 않은 기업으로부터 지원을 받음이 자명하다. 재무적 곤경의 대표적인 경우가 현금이 부족한 경우인 바, (여유)현금이 부족한 기업이 (여유)현금이 풍부한 기업으로부터 지원을 받을 것이다.⁶⁾ 또한 Friedman et al.(2003)과 강형철 외(2006)가 밝힌 바와 같이 부채비율이 높아 재무적 곤경에 처한 기업이 부채비율이 낮은 기업으로부터 지원을 받을 것이다. 따라서 이 때 지원의 방향은 여유현금흐름이 충분하거나 부채비율이 낮은 기업으로부터 여유현금흐름이 부족하거나 부채비율이 높은 기업으로 향할 것이다. 이

5) 박경서, 정찬식, 2011, "계열분리를 통한 대기업집단의 순기능과 역기능에 관한 연구" 부분 인용.

6) 강형철 외(2006)와 윤성민(2004)은 계열사간 내부자본시장을 통하여 여유현금흐름이 많은 기업이 여유현금흐름이 적은 타계열사를 지원한다는 연구결과를 보고하였다.

에 가설 5-1을 설정한다.

한편, 지원(propping)의 방향은 기존 기업 자신의 재무적 특성에 기인하기도 하지만, 앞서 가설 4-2를 설정한 경우와 같이 신규편입 된 기업의 재무적 특성의 영향을 받기도 한다. 즉, 두 기업간 재무적 특성의 상대적 차이에 따라서 기존 계열사와 신규편입 되는 기업간 지원의 방향이 결정된다는 의미이다. 예를 들어 대기업집단에 새로이 편입되는 기업의 여유현금흐름보다 기존 계열사의 여유현금흐름이 충분히 큰 경우에만 기존 계열사가 새로이 편입되는 기업을 지원할 수 있는 여건을 가지게 되며, 이는 결과적으로 양자간 기업가치의 변화에 영향을 미친다. 이 경우 기존 계열사는 여유현금을 신규편입 기업에 공급하게 되므로, 동 기존 기업의 기업가치는 하락할 것이다. 이러한 현상은 여유현금흐름이라는 변수 하나에만 국한 되는 것이 아니며, 부채비율 및 기업규모의 경우에도 적용된다. 이에 가설 5-2를 설정한다.

가설 5-1(재무적 곤경에 처한 타계열사 지원 가설: Propping 가설): 기존 기업의 여유현금이 풍부할수록(부족할수록), 부채비율이 낮을수록(높을수록), 규모가 클수록(작을수록) 재무적 곤경에 처한(자금의 여유가 있는) 신규편입 기업을(기업으로부터) 지원할(지원받을) 것이므로, 기존 기업의 주가는 하락(상승)할 것이다.

가설 5-2(재무적 곤경에 처한 타계열사 지원 가설: Propping 가설): 대기업집단에 소속된 기존 기업의 여유현금흐름이 신규편입 기업의 경우보다 많을수록(적을수록), 부채비율

이 신규편입 기업의 경우보다 낮을수록(높을수록), 기업규모가 신규편입 기업의 경우보다 클수록(작을수록) 재무적 곤경에 처한(자금의 여유가 있는) 신규편입 기업을(기업으로부터) 지원할(지원받을) 것이므로, 기존 기업의 주가가 하락(상승)할 것이다.

한편, 지배주주가 특정 계열사를 활용하여 자신의 부를 희생시키면서까지 재무적 곤경에 처한 타계열사를 지원하려고 할 때,⁷⁾ 특정 계열사의 외부주주에 동의하지 않을 가능성이 크다. 외부주주 지분율이 클수록 더욱 그러할 텐데, 이는 타계열사를 지원함으로써 인해 발생하는 특정 계열사의 주가 하락으로 인한 외부주주의 부의 감소가 외부주주 지분율이 높을수록 더욱 크기 때문이다. 지배주주 지분율이 낮을수록 외부주주의 지분율은 이에 반비례하여 더욱 높을 것이고, 따라서 지배주주가 특정 계열사를 활용하여 타계열사를 지원하는 것을 외부주주가 저지할 가능성이 더욱 클 것이다. 따라서 지배주주가 타계열사를 지원하고자 한다면 자신의 지분율이 높은 기업, 즉 외부주주의 지분율이 낮은 기업을 활용하고자 할 것이다. 그러므로 지원(propping) 가설이 성립한다면, 특정 계열사의 지배주주 지분율이 높을수록 타계열사를 지원할 가능성도 클 것이다. 이에 따라 계열편입 사건이 발생할 경우 신규편입 기업을 지원하게 될 특정 기존 계열사는 지배주주 지분율이 높을수록 지원 기업이 될 것이므로 동계열사의 기업가치는 더욱 하락할 것이다. 이에 가설 6을 설정한다.

가설 6(재무적 곤경에 처한 타계열사 지원 가설:

7) 지원(propping)의 일반적인 정의는 "지배주주가 자신의 부를 희생시키면서까지 재무적 곤경에 처한 계열사를 지원하는 것"이다.

Propping 가설): 지배주주가 자신의 부를 희생시키면서까지 계열사를 지원한다면, 인수합병으로 인한 계열편입 사건 발생시 기존 기업의 지배주주 지분율이 높을수록 외부주주의 영향력이 적을 것이므로 신규편입 기업에 대한 지원 기업이 될 것이며, 따라서 동 기존 기업의 기업가치는 하락할 것이다.

III. 분석자료 및 모형

3.1 표본

인수합병을 통한 대기업집단으로의 계열편입 표본은 1980년부터 2008년까지 계열외 기업이 대기업집단에 새로이 편입되거나 특정 대기업집단에 소속된 기업에 인수합병 되어 그 대기업집단의 일원이 되는 모든 사건을 망라하였다. 그 결과 총 22개의 대기업집단에 대해서 134건의 인수합병으로 인한 계열편입이 분석대상으로 결정되었다. 이와 관련하여 각 대기업집단에 따른, 인수합병으로 인해 계열편입된 기업수가 <표 1-1>에 제시되어 있고, 계열편입된 연도별 기업수가 <표 1-2>에 나타나 있다. <표 1-1>에서 알 수 있듯이 인수합병으로 인해 대기업집단에 편입된 기업이 각 기업집단에 대해서 최소 1개 (금호아시아나 등), 최대 21개(SK)로 분포되어 있다. 그리고 <표 1-2>에서 확인할 수 있듯이 소표본인 1989년부터 2008년까지의 기간 동안 매년 인수합병에 의해 계열편입된 기업이 적게는 0개, 많게는 20개까지 분포되어 있다.

본 논문에서는 주가 데이터가 있는 거래소 상장기업을 사건연구의 주된 분석 대상으로 한다. 이때 대

기업집단에 속한 어느 기업이 계열외 기업을 인수합병 하였을 경우 해당 대기업집단에 속하는 모든 거래소 상장기업이 사건연구의 대상이 된다. 즉 특정 기업이 인수합병 되어 대기업집단에 편입 될 때 대기업집단에 미치는 영향 또는 동 대기업집단에 소속된 기존 기업의 주가에 미치는 영향을 측정하는 것이다. 이러한 접근방법은 인수합병으로 인한 계열편입 사건이 대기업집단에 미치는 총체적 영향을 측정한다는 점에서 대기업집단의 기능을 고찰하는 본고의 목적에 부합한다. 이와 같이 하여 1차적으로 사건연구의 대상이 되는 표본의 수는 611개이다.

한편 본 연구에서는 위에서 언급한 분석과 더불어, 대기업집단에 속한 기존 기업의 재무자료에 추가하여 신규편입 되는 기업의 재무자료를 연계해서 분석한다. 즉, 실증분석에 있어 두 기업간 여유현금흐름비율의 차이, 기업연수의 차이, 부채비율의 차이, 자산규모의 차이, ROA의 차이, 매출성장률의 차이를 설명변수로 고려한다. 따라서 인수합병에 의해 신규편입 되는 기업의 재무자료가 존재해야 하는 현실적인 문제가 있는데, 본 논문에서는 재무자료가 존재하는 19개 신규편입 기업을 대상으로 분석한다. 이와 관련하여 <표 2-1>, <표 2-2>에서는 신규편입 기업의 재무자료가 존재하는 경우에 한하여 대기업집단별 및 연도별 인수합병에 의해 계열편입된 기업수가 나타나 있다. 인수합병으로 인해 계열편입된 기업이 각 대기업집단에 대해서 최소 1개, 최대 7개로 분포되어 있고, 1998년부터 2008년까지 매년 최소 1개, 최대 6개로 분포되어 있다.

한편 재무자료가 존재하는 신규편입 기업 수는 19개였는데, 이에 대응되는 대기업집단에 소속된 기존 기업의 표본수는 99개이다. 본 논문에서는 위에서 언급한 611개의 표본과 더불어 99개의 표본을 함께 분석한다.

〈표 1〉 대기업집단 및 연도별 계열편입 기업 수

〈표 1-1〉은 대기업집단이 형성된 이후 대기업집단별로 인수합병을 통하여 계열편입 된 기업의 수를 나타내고 있는 표이다. 〈표 1-2〉는 대기업집단이 형성된 이후 연도별로 인수합병을 통하여 계열편입 된 기업의 수를 제조업과 금융업으로 나누어서 나타내고 있는 표이다.

〈표 1-1〉 대기업집단별 인수합병을 통한 계열편입 기업수

대기업집단명	계열편입 기업수	대기업집단명	계열편입 기업수
금호아시아나	1	현대건설	1
대우조선해양	1	현대백화점	6
동국제강	3	현대자동차	10
동부	3	효성	5
두산	9	CJ	1
롯데	16	GS	5
삼성	3	KCC	1
신세계	2	LG	6
한진	9	LS	7
한화	6	SK	21
현대	15	STX	3

〈표 1-2〉 연도별 계열편입 기업수

연도	제조업	금융업
1989	5	0
1990	1	0
1991	1	1
1992	1	1
1993	4	0
1994	5	1
1995	3	0
1996	0	0
1997	4	2
1998	4	1
1999	6	0
2000	5	0
2001	7	0
2002	12	0
2003	4	0
2004	9	0
2005	20	0
2006	12	1
2007	7	1
2008	13	3
계	124	10

공시자료는 금융감독원 공시자료 및 증권선물거래소 공시 데이터베이스를 통해 수집 하였으며, 사건 연구(event study)를 위한 신문기사 검색은 한국경제신문 뉴스 검색을 통해서 이루어졌다. 그리고 누적초과수익률 계산을 위한 추가수익률은 KIS-VALUE를 통해서 얻었으며, 재무제표 관련 데이터는 금감원 사업보고서와 상장회사협의회 데이터베이스인 TS-2000에서 각각 확보하였다.

3.2 변수의 정의

본 연구에서 사용하는 누적초과수익률은 단기, 중기 및 장기 효과를 고려하여 CAR(-3,3), CAR(-3,100), CAR(-3,300)을 분석대상으로 한다. 본 연구에서 행하게 될 회귀분석에서는 이러한 누적초과수익률을 종속변수로 설정한다. 누적초과수익률을 구체적으로 제시하면 다음과 같다.

〈표 2〉 신규편입 기업의 재무자료가 있는 경우 대기업집단 및 연도 별 계열편입 기업수

〈표 2-1〉은 신규편입 된 기업의 재무자료가 있는 경우 대기업집단이 형성된 이후 새로이 계열편입 된 기업의 수를 각각의 대기업집단별로 나타내고 있는 표이다. 〈표 2-2〉는 계열편입 된 기업의 재무자료가 있는 경우 대기업집단이 형성된 이후 계열편입 된 기업의 수를 연도별로 제조업과 금융업으로 나누어서 나타내고 있는 표이다.

〈표 2-1〉 신규편입 기업의 재무자료가 있는 경우 해당 대기업집단별 계열편입 기업수

대기업집단명	계열편입 기업수	대기업집단명	계열편입 기업수
금호아시아나	1	효성	1
롯데	5	GS	1
현대	1	LG	2
현대자동차	3	SK	5

〈표 2-2〉 신규편입 기업의 재무자료가 있는 경우 연도별 계열편입 기업수

연도	제조업	금융업
1998	1	0
1999	1	0
2000	0	0
2001	1	0
2002	3	0
2003	1	0
2004	1	0
2005	3	0
2006	3	0
2007	0	1
2008	3	0
계	18	1

- CAR(-3,3):
-3일~+3일의 누적초과수익률
= -3일~+3일 동안의 [개별기업수익률
-KOSPI 수익률]의 누적수익률
- CAR(-3,100):
-3일~+100일의 누적초과수익률
= -3일~+100일 동안의 [개별기업수익률
-KOSPI 수익률]의 누적수익률
- CAR(-3,300):
-3일~+300일의 누적초과수익률
= -3일~+300일 동안의 [개별기업수익률
-KOSPI 수익률]의 누적수익률

아래에서는 가설의 검증을 위하여 본고에서 사용되는 변수를 정의하고 설명한다.⁸⁾ 해당 변수의 사용 근거는 2장에서 부분적으로 논한 바 있다. 모든 재무변수는 인수합병으로 인한 계열편입이 발생하기 직전의 회계결산일을 기준으로 한다.

3.2.1 재무적 곤경에 처한 타계열사 지원 가설 (Propping 가설) 관련 변수

- FCF: 여유현금흐름 비율=(현금흐름표상 영업 현금흐름-자본적 지출액) ÷ (자산 장부 가치)

현금흐름표상 영업활동으로 인한 현금흐름에서 고정자산에 대한 자본적 투자지출액을 차감하는 이와 같은 여유현금흐름 측정 방식은 최효순(2005)⁹⁾ 등이 사용한 바 있다. 본고에서는 여유현금흐름 비율을 정의함에 있어 변진호와 안소림(2007)의¹⁰⁾ 연

구에서와 같이 여유현금흐름을 자산의 장부가치로 나눔으로써 기업규모에 대하여 표준화 하였다. 여유 현금흐름이 적은 기업은 자칫 단기적으로 재무적 곤경에 처할 가능성이 크다. 따라서 스스로 여유현금흐름을 증가시키는 것이 어려운 경우 타계열사로부터 지원을 받을 수 밖에 없을 것이다. 만일 인수합병으로 인하여 특정 기업이 계열편입 되고, 동 신규편입 기업의 여유현금이 부족하다면 신규편입 기업은 타계열사, 즉 기존 계열사로부터 여유현금흐름을 제공받을 수 있을 것이다. 따라서 여유현금흐름이 많은 계열사일수록 여유현금을 필요로 한 신규편입 기업을 지원할 가능성이 크다. 이러한 여유현금흐름 비율은 지원 가설인 가설 5-1의 검정시 독립변수로 사용되는데, 대기업집단에 속한 기존 기업의 여유현금흐름이 많을수록(적을수록) 계열외 기업이 신규편입 될 때 기존 기업은 동기업(동기업으로부터) 지원하게(지원받게) 될 가능성이 크므로, 기존 기업의 주가가 하락(상승)할 것이다. 따라서 회귀계수의 부호는 (-)로 예상된다.

- D_FCF: 기존 기업과 신규편입 기업간 영업 현금흐름 비율의 차이
= (기존 기업의 여유현금흐름 비율)
- (신규편입 기업의 여유현금흐름 비율)

여유현금흐름 비율에 대해서는 앞서 설명한 바 있다. D_FCF 변수는 기존 기업의 여유현금흐름 비율에서 신규편입 기업의 여유현금흐름 비율을 차감한 값이다. 이러한 기존 기업과 신규편입 기업간 여유 현금흐름의 차이는 가설 5-2의 검정시 독립변수로 사용되는데, 대기업집단에 속한 기존 기업의 여유현

8) 박경서, 정찬식, 2011, "계열분리를 통한 대기업집단의 순기능과 역기능에 관한 연구", 한국증권학회지 부분 인용.

9) 최효순, 2005, "한국 기업의 부채 선택요인과 기업가치 영향", 증권학회지, 34권 2호.

10) 변진호, 안소림, 2007, "합병 인수기업의 규모효과에 관한 연구", 재무연구, 20권 2호.

금흐름이 신규편입 기업에 비하여 많을수록(적을수록) 계열의 기업이 신규편입 될 때 기존 기업은 동기업(동기업으로부터) 지원하게(지원받게) 될 것이므로 기존 기업의 주가가 하락(상승)할 것이다. 따라서 회귀계수의 부호는 (-)로 예상된다.

- Size: 기업규모=ln(자산가치)

기업규모를 나타내는 대리변수로 흔히 자산 장부 가치에 자연로그를 취한 값이 사용된다(강형철 외(2006), 김명애와 조성욱(2009) 등). 본고에서도 기업규모를 나타내는 대리변수로 자산 장부가치에 자연로그를 취한 값을 사용한다. 만일 대기업집단 내에 지원(propping) 기능이 작동하고 있다면, 규모가 작은 기업이 지원의 주체가 되기 보다는 규모가 큰 기업이 지원의 주체가 될 가능성이 크다. 따라서 규모가 큰 기존 기업일수록 필요에 따라 신규편입 기업을 지원할 가능성이 클 것이다. 이러한 기업 규모는 가설 5-1의 검정시 독립변수로 사용되는데, 지원 가설이 성립한다면 대기업집단에 속한 기존 기업의 기업규모가 클수록(작을수록) 기존 기업은 계열의 기업이 신규편입 될 때 신규편입 기업을(기업으로부터) 지원하게(지원받게) 될 것이므로 기존 기업의 주가가 하락(상승)할 것이다. 따라서 회귀계수의 부호는 (-)로 예상된다.

ln_Size_R: 기존 기업의 기업규모와 신규편입 기업의 기업규모간의 상대적 비율에 자연로그를 취한 값

$$= \ln\{(\text{기존 기업의 자산가치}) \div (\text{신규편입 기업의 자산가치})\}$$

기업규모를 측정하기 위한 자산가치의 정의 등에 대해서는 앞서 논한 바 있다. ln_Size_R은 이러한 기업규모에 대해서 기존 기업과 신규편입 기업간 구

모의 상대적 비율에 자연로그를 취한 값이다. 이러한 ln_Size_R은 가설 5-2의 검정시 독립변수로 사용된다. 지원 가설이 성립한다면, 대기업집단에 속한 기존 기업의 기업규모가 신규편입 기업의 기업규모에 비하여 클수록(작을수록) 기존 기업은 계열의 기업이 신규편입 될 때 동기업을(동기업으로부터) 지원하게(지원받게) 될 것이므로 기존 기업의 주가가 하락(상승)할 것이다. 따라서 회귀계수의 부호는 (-)로 예상된다.

- Leverage: 부채비율=부채가치÷자산가치

부채비율은 흔히 부채 장부가치를 자산 장부가치를 나눈 값으로 정의된다. 본고에서도 동일한 정의를 사용한다. Friedman et al.(2003)은 아시아 기업의 경우 지원(propping)이 쉽게 일어날 수 있는 구조라고 하였으며, 부채가 많을수록 지원 가능성도 높아짐을 밝혔다. 즉, 부채가 많을수록 단기적 또는 장기적으로 재무적 곤경에 처할 가능성이 큰바, 자구적 노력으로 부채비율을 낮추기 어려울 경우 타계열사로부터 자금을 공급받아 재무적 곤경 상태를 일시적 또는 장기적으로 벗어날 수 있을 것이다. 만일 인수합병으로 인하여 특정 기업이 계열편입 되고, 동 신규편입 기업의 부채비율이 높다면, 신규편입 기업은 타계열사, 즉 기존 계열사로부터 자금을 제공받아 재무적 곤경상태를 일시적으로 또는 장기적으로 벗어날 수 있을 것이다. 따라서 부채비율이 낮아 재무적으로 양호한 상태에 있는 기존 기업일수록 부채비율이 높아 자금을 긴급히 필요로 하는 신규편입 기업을 지원할 가능성이 크다. 이러한 부채비율은 가설 5-1의 검정시 독립변수로 사용되는데, 대기업집단에 속한 기존 기업의 부채비율이 낮을수록(높을수록) 계열의 기업이 신규편입 될 때 기존 기업은 동기업에(동기업으로부터) 자금을 지원

할(지원받을) 가능성이 크므로 기존 기업의 주가가 하락(상승)할 것이다. 따라서 회귀계수의 부호는 (+)로 예상된다.

- D_Leverage: 기존 기업과 신규편입 기업간 부채비율의 차이
= (기존 기업의 부채비율) - (신규편입 기업의 부채비율)

부채비율에 대해서는 앞서 설명한 바 있다. D_Leverage는 기존 기업의 부채비율에서 신규편입 기업의 부채비율을 차감한 값이다. 이러한 기존 기업과 신규편입 기업간 부채비율의 차이는 가설 5-2의 검정시 독립변수로 사용되는데, 대기업집단에 속한 기존 기업의 부채비율이 신규편입 기업에 비하여 낮을수록(높을수록) 계열의 기업이 신규편입 될 때 기존 기업은 신규편입 기업을(기업으로부터) 지원하게(지원받게) 될 것이므로 기존 기업의 주가가 하락(상승)할 것이다. 따라서 회귀계수의 부호는 (+)로 예상된다.

- Largest: 지배주주 지분율 = 지배주주 및 그 친인척 지분율

지배주주 지분율은 지배주주 본인과 그 가족 및 친족의 지분율 합계로 정의하였으며, 사업보고서의 "VII. 주주에 관한 사항"을 참조하였다. 본고의 연구의 대상이 되는 인수합병으로 인한 계열편입 사건이 1989년부터 발생하였으므로 모든 변수는 1989년부터 확보되어 하나, 한국상장회사협의회 데이터베이스 TS-2000은 지배주주 친족지분 자료를 1993년부터 제공하므로 지배주주 지분율 변수는 그 이후의 것으로 한정하기로 한다. 지배주주 지분율을 대

기업집단의 지원 기능과 연관하여 설명변수로 설정한 연구로는 강형철 외(2006) 등이 있다. 지배주주 지분율이 낮을수록 외부주주의 영향력이 강하기 때문에 지배주주 지분율이 낮은 특정기업은 신규편입 기업을 지원하고자 하더라도 외부주주의 반대에 직면하여 지원을 포기할 가능성이 클 것이다. 반대로 지배주주 지분율이 높은 기존 기업일수록 외부주주의 영향력이 낮아 신규편입 기업을 지원할 수 있는 가능성이 더욱 클 것이다. 따라서 지배주주 지분율이 높은 기존 기업일수록 지원(propping)의 기능이 더욱 작동하게 된다면 동기업은 신규편입 기업을 지원하게 될 것이므로 인수합병으로 인한 신규편입 사건 발생시 주가가 하락할 것이다. 지배주주 지분율은 가설 6의 검정시 독립변수로 사용되는데, 지원(propping) 가설이 성립한다면, 지배주주 지분율이 높을수록 (낮을수록) 외부주주 지분율이 낮으므로 (높으므로), 계열편입시 기존 기업이 신규편입 기업을 지원할 수 있는 가능성이 더 커지게(작아지게) 되어, 지배주주 지분율이 높을수록 (낮을수록) 기존 기업의 주가는 상대적으로 하락(상승)할 것이다. 따라서 회귀계수의 부호는 (-)로 예상된다.

3.2.2 효율적 내부자본시장에 인한 시너지 가설 관련 변수

- SGrowth: 매출성장률 = (당기 매출액 - 전기 매출액) ÷ (전기 매출액)

본고에서는 Tong(2007), 공재식(2006)¹¹⁾ 연구에서와 같이 전년도 대비 당해연도 매출 성장률을 성장가능성을 나타내는 대리변수로 사용한다. 성장가능성은 기업이 앞으로 성장할 것이라는 미래의 개

11) 공재식, 2006, "우리나라 기업의 현금보유수요 결정요인 분석", 재무연구, 19권 1호.

념인데 인수합병으로 인한 계열편입 사건이 발생하기 이전의 매출성장률 수치를 사용하는 이유는 확률이론인 Martingale에¹²⁾ 근거한다. 즉, 인수합병으로 인한 계열편입 사건이 발생한 이후 회계연도의 매출성장률의 기대값은 계열편입이 발생하기 직전 회계연도의 매출성장률과 같다는 의미에서이다. 자원의 효율적 배분을 위해서는 성장가능성이 큰 기업으로 자금이 공급되는 것이 바람직할 것이다. 특히 성장성이 높은 기업은 채투자와 성장에 필요한 자금이 일시적으로 부족할 가능성이 큰데, 이럴 경우 기업집단에 속한 타계열사, 즉 신규편입 기업으로부터 자금을 공급받을 수 있다. 이러한 매출성장률은 가설 4-1의 검정시 독립변수로 사용되는데, 대기업집단에 속한 기존 기업의 매출성장률이 높을수록(낮을수록) 계열외 기업이 신규편입 될 때 기존 기업은 자원의 효율적 배분을 위하여 신규편입 기업으로부터(신규편입 기업을) 경제적 자원을 이전 받을(이전할) 가능성이 크므로 기존 기업의 주가가 상승(하락)할 것이다. 따라서 회귀계수의 부호는 (+)로 예상된다.

D_SGrowth: 기존 기업과 신규편입 기업간 매출성장률의 차이
 = (기존 기업의 매출성장률) - (신규편입 기업의 매출성장률)

매출성장률에 대해서는 앞서 설명한 바 있다. D_SGrowth는 기존 기업의 매출성장률에서 신규편입 기업의 매출성장률을 차감한 값이다. 이러한 기존 기업과 신규편입 기업간 매출성장률의 차이는 가설 4-2의 검정시 독립변수로 사용되는데, 대기업집

단에 속한 기존 기업의 매출성장률이 신규편입 기업의 매출성장률에 비하여 높을수록(낮을수록) 계열외 기업이 신규편입 될 때 자원의 효율적 배분을 위하여 기존 기업은 신규편입 기업으로부터(기업에) 경제적 자원을 이전받게(이전하게) 될 것이므로 기존 기업의 주가가 상승(하락)할 것이다. 따라서 회귀계수의 부호는 (+)로 예상된다.

- Age: 설립연수=당해연도-설립연도+1

설립연수는 Claessens et al(2002), Khanna and Palepu(2000), 강형철 외(2006), 윤성민(2004)의 연구에서와 같이 성장가능성을 나타내는 대리변수로 사용한다. 즉, 설립연수가 작은 신생기업일수록 성장가능성이 높고 설립연수가 큰 노후기업일수록 성장가능성이 낮다는 뜻이다. 자원의 효율적 배분을 위해서는 성장가능성이 큰 기업으로 자금이 공급되는 것이 효율적일 것이다. 특히 설립연수가 작아 성장성이 높은 신생기업은 채투자와 성장에 필요한 자금이 일시적 또는 장기적으로 부족할 가능성이 큰데, 이럴 경우 기업집단에 속한 타계열사, 즉 신규편입 기업으로부터 자금을 공급받을 가능성이 크다. 이러한 설립연수는 가설 4-1의 검정시 독립변수로 사용되는데, 대기업집단에 속한 기존 기업의 설립연수가 낮을수록(높을수록) 계열외 기업이 신규편입 될 때 자원의 효율적 배분을 위하여 기존 기업은 신규편입 기업으로부터(기업에) 경제적 자원을 이전받게(이전하게) 될 것이므로 기존 기업의 주가가 상승(하락)할 것이다. 따라서 회귀계수의 부호는 (-)로 예상된다.

12) Paul Pierre Levy에 의해 처음 도입된 개념으로, 일련의 임의의 변수(a sequence of random variables)인 X_1, X_2, \dots, X_n 에 대하여 $E(X_{n+1} | X_1, X_2, \dots, X_n) = X_n$ 이 성립할 때 Martingale이라 한다. 즉, 모든 과거의 관측치들이 주어졌을 때 다음 관측치의 기대값은 가장 최근의 관측치의 값과 같다는 뜻이 된다.

- Age_R: 기존 기업의 설립연수와 신규편입 기업의 설립연수의 상대적 비율

$$= (\text{기존 기업의 설립연수}) \div (\text{신규편입 기업의 설립연수})$$

설립연수에 대해서는 앞서 설명한 바 있다. Age_R 은 기존 기업의 설립연수를 신규편입 기업의 설립연수로 나눈 값이다. 이러한 기존 기업의 설립연수와 신규편입 기업의 설립연수의 상대적 비율은 가설 4-2의 검정시 독립변수로 사용되는데, 대기업집단에 속한 기존 기업의 설립연수가 신규편입 기업의 설립연수에 비하여 작을수록 계열의 기업이 신규편입 될 때 자원의 효율적 배분을 위하여 기존 기업은 신규편입 기업으로부터(기업에) 경제적 자원을 이전받게(이전하게) 될 것이므로 기존 기업의 주가가 상승할 것이다. 따라서 회귀계수의 부호는 (-)로 예상된다.

- Q: 토빈의 Q = (자산 시장가치) ÷ (자산 장부 가치)

$$= (\text{보통주 주가} \times \text{보통주 주식수} + \text{우선주 주가} \times \text{우선주 주식수} + \text{부채 장부가치}) \div (\text{자산 장부가치})$$

토빈 Q는 Stein(1997), 윤성민(2004) 등의 연구에서 같이 본고에서도 투자기회를 나타내는 대리변수로 사용되는데, 이는 토빈 Q의 정의가 투자하기 위해 지불한 1원이 향후 벌어들이는 총 가치이기 때문이다. 토빈 Q는 본래 기업의 총 시장가치를 기업의 자산을 대체하기 위한 현행대체원가(replacement cost)로 나눈 비율을 의미하나, 현행대체원가를 측

정하는 현실적인 어려움 때문에 많은 실증 연구에서는 기업의 시장가치를 장부가치(book value)로 나눈 비율을 토빈 Q의 대응변수로 사용한다. 본고에서도 김영숙과 이재춘(2000),¹³⁾ 김창수(2006)¹⁴⁾ 등의 연구와 같이 자산의 시장가치를 정의하고 자산 시장가치를 자산의 장부가치로 나눈 값을 토빈 Q로 측정한다. 기업의 시장가치를 계산하기 위한 보통주 및 우선주의 주가와 주식수는 인수합병으로 인한 계열편입 사건이 발생하기 직전 회계연도 결산일의 종가와 발행 주식수로 측정하며, 부채의 시장가치는 Lindberg and Ross(1981)에¹⁵⁾ 따라 장부가치를 대응변수로 사용한다. 투자된 1원이 가져올 미래의 현금흐름을 현재가치화 한 값이 토빈 Q라면, 자원의 효율적 배분을 위해서는 토빈 Q가 큰 기업이 타계열사, 즉 신규편입 기업으로부터 자금을 공급 받아서라도 가능한 많은 투자를 함으로써 더 많은 현금흐름을 창출하는 것이 효율적이며 기업집단 전체로서도 더 유리한 방법일 것이다. 따라서 토빈 Q가 큰 기존 기업일수록 계열의 기업이 신규편입 될 때 투자자금을 지원받을 가능성이 크다. 이러한 토빈 Q는 가설 4의 검정시 독립변수로 사용되는데, 대기업집단에 속한 기존 기업의 토빈 Q가 클수록(작을수록) 계열의 기업이 신규편입 될 때 자원의 효율적 배분을 위하여 기존 기업은 신규편입 기업으로부터(신규편입에) 경제적 자원을 이전받게(이전하게) 될 것이므로 기존 기업의 주가가 상승(하락)할 것이다. 따라서 회귀계수의 부호는 (+)로 예상된다.

13) 김영숙, 이재춘, 2000, "기업가치와 기업소유구조와의 관련성", 증권학회지, 26권 1호.

14) 김창수, 2006, "한국의 사외이사 제도 도입과 기업가치, 재무연구, 19권 2호

15) Lindberg, E. G., and Ross, S. A., 1981, "Tobin's q ratio and industrial organization," Journal of Business, Vol. 54, No. 1, pp. 1-32.

- ROA: 총자산이익률 = 당기순이익 ÷ (자산 장 부가치)

수식으로 제시된 ROA의 정의에서 알 수 있듯이 ROA는 총자산이익률인 동시에, 기업이 자산 1원을 투자하여 1년 동안 벌어들이는 순이익을 뜻한다. 한편 ROA를 측정할 때 분모에 당기 자산가치를 사용하는 경우도 있으나, 당기에 벌어들이는 이익은 전기의 자산에서 비롯 된다는 가정하에 분모는 전기 자산가치를 사용한다. 이 때 자산가치는 장부가치로 측정한다. ROA에 대한 이러한 정의는 강형철과 박경서(2011),¹⁶⁾ 김창수(2010)¹⁷⁾ 등을 비롯한 많은 연구에서 이루어졌다. 토빈 Q의 경우와 마찬가지로, 투자된 자산 1원이 벌어들이는 순이익이 큰 기존 기업일수록 타계열사, 즉 신규편입 기업이 투자자금을 제공해 더 많은 이익을 벌어들이게 하는 것이 효율적이며 기업집단 전체로서도 이득이 될 것이다. 따라서 ROA가 큰 기존 기업일수록 계열의 기업이 신규편입 될 때 신규편입 기업으로부터 투자자금을 지원받을 가능성이 크다. 이러한 ROA는 가설 4-1의 검정시 독립변수로 사용되는데, 대기업집단에 속한 기존 기업의 ROA가 높을수록(낮을수록) 기존 기업은 계열의 기업이 신규편입 될 때 자원의 효율적 배분을 위하여 신규편입 기업으로부터 (기업에) 경제적 자원을 이전받게(이전하게) 될 것이므로 기존 기업의 주가가 상승(하락)할 것이다. 따라서 회귀계수의 부호는 (+)로 예상된다.

D_ROA: 기존 기업과 신규편입 기업간 총자산이익률의 차이
= (기존 기업의 총자산이익률)-(신규

편입 기업의 총자산이익률)

ROA에 대해서는 앞서 설명한 바 있다. D_ROA는 기존 기업의 총자산이익률에서 신규편입 기업의 총자산이익률을 차감한 값이다. 이러한 기존 기업과 신규편입 기업간 총자산이익률의 차이는 가설 4-2의 검정시 독립변수로 사용되는데, 대기업집단에 속한 기존 기업의 총자산이익률이 신규편입 기업의 총자산이익률에 비하여 높을수록(낮을수록) 기존 기업은 계열의 기업이 신규편입 될 때 자원의 효율적 배분을 위하여 신규편입 기업으로부터 (기업에) 경제적 자원을 이전받게(이전하게) 될 것이므로 기존 기업의 주가가 상승(하락)할 것이다. 따라서 회귀계수의 부호는 (+)로 예상된다.

3.2.3 동종영업에 의한 시너지 가설 관련 변수

- Same_Industry: 동종산업 더미 변수

= 기존 기업과 신규편입 기업이 동종산업에 속할 때 1의 값을 갖는 더미변수

Same_Industry 변수를 정의할 때 동종산업의 여부는 통계청에서 제공하는 한국표준산업 분류표에 있는 한국표준산업분류코드의 소분류(3자리 코드)를 기준으로 식별하였다. 이와 같은 산업분류는 강효석과 서재웅(2010)이¹⁸⁾ 사용한 바 있다. 이러한 동종산업 더미변수는 가설 2의 검정시 독립변수로 사용되는데, 기존 기업과 신규편입 기업이 동일한 산업에 속하는 경우 수직계열화 등 동종산업에 속하는 기업간 결합으로 인한 시너지 효과가 발생할 것이다. 따라서 기존 기업이 신규편입 기업과 동일한 산업에 속할 때 기존 기업의 기업가치는 증가할 것

16) 강형철, 박경서, 2011, "가족기업의 상장이사 결정에 관한 연구", 재무연구, 제24권 1호, 41-89

17) 김창수, 2010, "환경경영과 기업가치", 재무연구, 제23권 2호.

18) 강효석, 서재웅, 2010, "코스닥 기업의 인수합병이 인수기업의 경영성과에 미치는 영향", 증권학회지, 39권 2호.

이다. 따라서 회귀계수의 부호는 (+)로 예상된다.

3.2.4 효율적 내부자본시장에 의한 재무적 시너지 가설 관련 변수

- MATCASH: 기존 기업과 신규편입 기업의 성장-자원간 불균형의 보완 및 해소 수준

$$= ((\text{기존 기업의 매출성장률}) - (\text{신규편입 기업의 매출성장률})) \times ((\text{신규편입 기업의 여유현금흐름 비율}) - (\text{기존 기업의 여유현금흐름 비율}))$$

MATCASH는 본래 Sudarsanam et al.(1996)이 합병으로 발생하는 재무적 시너지와 관련하여 설정하였던, 성장과 자원간 불균형의 보완 및 해소 수준 측정치이다. 본 논문에서는 이를 응용하여 대기업집단내 기존 기업이 계열외 기업을 인수합병 함으로써 기업집단에 결합하였을 때 기존 기업과 신규편입 기업의 성장-자원간 불균형을 어느 정도 서로 보완하고 해소할 수 있는지를 나타낼 수 있게 하였다. 성장기회와 투자 가능한 여유자금의 관점에서, 만일 기존 기업이 성장기회는 높으나 여유현금이 부족할 때, 동기업은 투자자금을 조달해야 하는 문제가 발생한다. 이 때 계열편입 기업이 여유현금은 풍부하나 성장기회가 낮다면 계열편입 기업의 여유자금은 내부자본시장을 통하여 기존 기업의 (성장을 위한) 투자자금으로 투입될 수 있을 것이고, 그 결과 기존 기업은 투자와 성장을 통해 기업가치를 증가시킬 수 있을 것이다. 따라서 기존 기업의 매출성장률이 높으면서 여유현금흐름 비율은 낮을수록, 그리고 동시에 계열편입 기업의 여유현금흐름 비율이 높으면서 매출성장률은 낮을수록 MATCASH 값은 커지게 되며, 이는 인수합병으로 인한 계열편입에 의해 두

기업이 결합될 때 성장과 자원의 불균형을 서로 보완하고 해소하는 정도가 커짐을 의미한다. 그리고 이러한 불균형을 해소하는 정도가 커질수록, 즉 MATCASH 값이 커질수록 기존 기업의 기업가치는 증가할 것이다. 한편, 기존 기업의 성장기회는 낮지만 여유현금이 풍부할 경우 동기업은 Jensen(1986)이 제기하였던 여유현금흐름(Free Cash Flow) 문제가 발생한다. 이 때 계열편입 기업이 성장기회는 높으나 여유현금이 부족하다면 기존 기업의 불필요한 여유자금은 내부자본시장을 통하여 계열편입 기업의 (성장을 위한) 투자자금으로 투입될 수 있을 것이고, 그 결과 기존 기업은 여유현금흐름 문제를 해결함으로써 기업가치를 증가시킬 수 있을 것이다. 따라서 기존 기업의 매출성장률이 낮으면서 여유현금흐름 비율은 높을수록, 그리고 동시에 신규편입 기업의 여유현금흐름 비율이 낮으면서 매출성장률은 높을수록 MATCASH 값은 커지게 되며, 이는 두 기업이 계열편입에 의해 동일한 대기업집단에 소속됨으로 인해 성장과 자원의 불균형을 서로 보완하고 해소하는 정도가 커짐을 의미한다. 그리고 이러한 불균형을 해소하는 정도가 커질수록, 즉 MATCASH 값이 커질수록 기존 기업의 기업가치는 증가할 것이다. 이상을 종합하면, 계열외 기업이 대기업집단에 새로이 편입될 때 MATCASH 값이 클수록 기존 기업의 주가는 상승할 것이다. 이 때 이러한 기업가치 상승을 효율적 내부자본시장에 의한 재무적 시너지라고 명명할 수 있을 것이다. 따라서 MATCASH의 회귀계수의 부호는 (+)로 예상된다.

3.3 분석모형 및 가설검증 방법

본 논문에서는 대기업집단의 기능을 고찰하기 위하여, 계열외 기업이 인수합병으로 인하여 대기업집

단에 계열편입 될 때 기존 기업의 주가가치가 어떻게 변화하는지를 사건연구(event study)를 통하여 먼저 관찰한 후, 동기업의 누적초과수익률을 기업특성 변수에 대하여 회귀분석 함으로써 본고의 가설을 검증한다. 개별기업의 주가의 변화는 대기업집단의 기능을 이해하는데 있어 중요한 시사점을 제공할 수 있다. 먼저 기존 기업의 누적초과수익률을 관찰하는데, 본고에서는 누적초과수익률을 계산하는 방법으로서 개별기업의 수익률에서 시장수익률을 차감하는 시장조정모형(market-adjusted model)을 사용한다. 이 때 시장수익률은 KOSPI 지수 수익률을 사용한다. 해당 모형을 표현하면 아래와 같다.

〈시장조정모형(market-adjusted model)〉

$$AR_i = R_i - R_m$$

$$CAR_i = \sum AR_i$$

- R_i = 개별기업 수익률

- R_m = KOSPI 지수 수익률

다음으로 이러한 누적초과수익률 변수를 가설 검증을 위한 기업특성 변수에 대하여 회귀분석을 행한다. 선형회귀분석 모형은 아래 (1)~(6)에 표현된 바와 같다. 회귀식 (1), (3), (5)는 인수합병으로 인한 계열편입 사건이 발생하였을 때 기존 기업의 누적초과수익률을 기존 기업의 기업특성 변수에 대하여 회귀분석 한 것이고, 회귀식 (2), (4), (6)은 동일한 사건이 발생하였을 때 기존 기업의 누적초과수익률을 기존 기업과 신규편입 기업 두 기업의 기업특성 변수의 상대적 차이 또는 비율에 대하여 회귀분석 한 것이다.

〈선형회귀분석(Linear Regression)〉

$$CAR(-3,3)_i = \alpha + \beta_1 FCF_i + \beta_2 Age_i + \beta_3 Q_i \quad (1)$$

$$+ \beta_4 Leverage_i + \beta_5 Size_i + \beta_6 ROA_i$$

$$+ \beta_7 SGrowth_i + \beta_8 Largest_i$$

$$+ (\sum \beta_i Group_Dummy_i) + \varepsilon_i$$

$$CAR(-3,3)_i = \alpha + \beta_1 D_FCF_i + \beta_2 Age_R_i \quad (2)$$

$$+ \beta_3 D_Leverage_i + \beta_4 Size_R_i$$

$$+ \beta_5 D_ROA_i + \beta_6 D_SGrowth_i$$

$$+ (\beta_7 Same_Industry_i)$$

$$+ \beta_8 MATCASH_i + (\sum \beta_i Group_Dummy_i) + \varepsilon_i$$

$$CAR(-3,100)_i = \alpha + \beta_1 FCF_i + \beta_2 Age_i \quad (3)$$

$$+ \beta_3 Q_i + \beta_4 Leverage_i + \beta_5 Size_i + \beta_6 ROA_i$$

$$+ \beta_7 SGrowth_i + \beta_8 Largest_i$$

$$+ (\sum \beta_i Group_Dummy_i) + \varepsilon_i$$

$$CAR(-3,100)_i = \alpha + \beta_1 D_FCF_i \quad (4)$$

$$+ \beta_2 Age_R_i + \beta_3 D_Leverage_i + \beta_4 Size_R_i$$

$$+ \beta_5 D_ROA_i + \beta_6 D_SGrowth_i$$

$$+ (\beta_7 Same_Industry_i)$$

$$+ \beta_8 MATCASH_i + (\sum \beta_i Group_Dummy_i) + \varepsilon_i$$

$$CAR(-3,300)_i = \alpha + \beta_1 FCF_i + \beta_2 Age_i \quad (5)$$

$$+ \beta_3 Q_i + \beta_4 Leverage_i + \beta_5 Size_i + \beta_6 ROA_i$$

$$+ \beta_7 SGrowth_i + \beta_8 Largest_i$$

$$+ (\sum \beta_i Group_Dummy_i) + \varepsilon_i$$

$$CAR(-3,300)_i = \alpha + \beta_1 D_FCF_i \quad (6)$$

$$+ \beta_2 Age_R_i + \beta_3 D_Leverage_i + \beta_4 Size_R_i$$

$$+ \beta_5 D_ROA_i + \beta_6 D_SGrowth_i$$

$$+ (\beta_7 Same_Industry_i)$$

$$+ \beta_8 MATCASH_i + (\sum \beta_i Group_Dummy_i) + \varepsilon_i$$

선형회귀분석 결과 가설 1인 시너지 가설이 성립한다면 계열편입 및 합병이 발생할 경우 기존 기업과 신규편입 기업의 누적초과수익률은 모두 양(+)의 값을 가질 것이다. 그리고 동종영업에 의한 시너지 가설인 가설 2가 성립한다면 동종산업에 속하는 경우 1의 값을 갖는 더미변수(Same_Industry)에 대한 회귀계수는 양(+)의 값을 가질 것이다. 또한 효율적 내부자본시장에 의한 재무적 시너지 가설인 가설 3이 성립한다면 성장과 자원의 불균형의 해소 정도(MATCASH)에 대한 회귀계수는 양(+)의 값을 가질 것이다. 그리고 효율적 내부자본시장에 의한 시너지 가설인 가설 4-1이 성립한다면 설립연수(Age)의 회귀계수는 음(-)의 값을, 성장가능성(SGrowth), 토빈-Q(Q), 총자산이익률(ROA)의 회귀계수는 양(+)의 값을 가질 것이다. 또한 효율적 내부자본시장에 의한 시너지 가설인 4-2가 성립한다면 설립연수의 상대적 비율(Age_R), 기업규모의 상대적 비율(ln_Size_R)에 대한 회귀계수는 음(-)의 값을, 성장가능성의 차이(D_SGrowth), 총자산이익률의 차이(D_ROA)에 대한 회귀계수는 양(+)의 값을 가질 것이다.

반면, 재무적 곤경에 처한 타계열사 지원 가설인 5-1이 성립한다면 여유현금흐름(FCF)의 회귀계수는 음(-)의 값을, 부채비율(Leverage)의 회귀계수는 양의 값을, 그리고 기업규모(Size)의 회귀계수는 음(-)의 값을 가질 것이다. 또한 재무적 곤경에 처한 타계열사 지원 가설인 5-2가 성립한다면 여유현금흐름 비율의 차이(D_FCF)의 회귀계수는 음(-)의 값을, 부채비율의 차이(D_FCF)의 회귀계수는 양(+)의 값을, 그리고 기업규모의 상대적 비율(ln_Size_R)의 회귀계수는 음(-)의 값을 가질 것이다. 한편, 또 다른 지원 가설인 가설 6이 성립한다면 지배주주 지분율(Largest)의 회귀계수는 음(-)의

값을 가질 것이다.

한편, 본 연구에서 같은 대기업집단에 속할 경우 1의 값을, 그렇지 않을 경우 0의 값을 갖는 그룹더미(Group_Dummy)를 추가로 설정하여 별도로 회귀분석 한다. 각 대기업집단에 동일한 영향을 미치는 요인이 있을 경우 그룹더미를 사용함으로써 그러한 요인을 통제하기 위해서이다.

또한 동종영업을 영위하는 계열사 표본만 따로 분리하여 추가적으로 회귀분석을 실시한다. 인수합병으로 인한 계열편입 사건이 동종산업에 속하지 않는 계열사들에게까지 영향을 미치지 않을 수 있기 때문이다. 즉, 계열편입의 영향은 동종산업에 속한 계열사들에 더욱 영향을 미칠 수 있기 때문이다. 따라서 동종산업에 속한 계열사 표본만 따로 분리하여 회귀분석을 행한다. 이 때 동종산업 더미변수(Same_Industry)가 회귀식에서 누락되어야 함은 당연한 사실이다.

한편, 본 논문에서 사용되는 선형회귀분석과 관련하여, 모든 관측치들에 대해서 잔차항의 분산이 서로 동일하지 않을 때(heteroscedastic), OLS(Ordinary Linear Squares)를 사용하면 회귀계수의 표준오차(standard error)가 비효율적(inefficient)으로 되는 문제가 발생한다. 이와 같은 문제를 고려하여 White의 이분산 검정(heteroskedasticity test)을 실시한 결과 이분산이 존재하는 것으로 나타나, 본고에서는 White의 t-값을 사용하기로 한다.

3.4 기초통계량

본 연구와 관련하여 요약통계량이 <표 3>에 제시되어 있다. 요약통계량의 평균과 중간값, 그리고 표준편차를 보면 알 수 있듯이, 각각의 변수가 비교적 넓은 범위 안에 분포되어 있어 종속변수나 설명변수

〈표 3〉 요약통계량

표는 인수합병을 통해 비계열사를 계열편입 한 대기업집단에 소속된 기존 상장기업의 기업특성 변수와, 기존 기업과 신규 편입 기업간 상대적 차이 및 비율에 대한 요약통계량이다. CAR(-3,3), CAR(-3,100), CAR(-3,300)은 인수합병으로 인한 계열편입 공시와 관련하여 각각 -3일~3일, -3일~100일, -3일~300일 동안의 기존 기업의 누적초과수익률(cumulated abnormal return)이다. FCF는 기존 기업의 자산가액 대비 여유현금흐름(Free Cash Flow) 비율이다. Age는 기존 기업의 기업연수이다. Q는 기존 기업의 토티 Q이다. Leverage는 기존 기업의 부채비율로서, 부채/자산으로 정의하였다. ROA는 기존 기업의 총자산이익률이다. Size는 기존 기업의 기업규모로서, 자산가액에 자연로그를 취한 값이다. SGrowth는 기존 기업의 지난 1년 동안의 매출액성장률이다. Largest는 기존 기업의 지배주주 지분율이다. D_FCF는 기존 기업의 여유현금흐름 비율에서 신규편입 기업의 여유현금흐름 비율을 차감한 값이다. Age_R은 기존 기업의 설립연수를 신규편입 기업의 설립연수로 나눈 값이다. D_Leverage는 기존 기업의 레버리지에서 신규편입 기업의 레버리지를 차감한 값이다. ln_Size_R은 기존 기업의 자산규모를 신규편입 기업의 자산규모로 나눈 값에 자연로그를 씌운 값이다. D_ROA는 기존 기업의 ROA에서 신규편입 기업의 ROA를 차감한 값이다. D_SGrowth는 기존 기업의 매출성장률에서 신규편입 기업의 매출성장률을 차감한 값이다. Same_Industry는 기존 기업과 신규편입 기업이 동일한 산업에 속할 때 1의 값을 갖는 더미변수이다. MATCASH는 기존 기업과 신규편입 기업간 성장과 자원의 불균형을 어느 정도 보완 및 해소할 수 있는지를 나타내는 지표로서, (기존 기업의 매출성장률-신규편입 기업의 매출성장률)/(신규편입 기업의 여유현금흐름 비율-기존 기업의 여유현금흐름 비율)로 계산된다. CAR와 관련하여 ***, **, *는 각각 1%, 5%, 10% 수준에서 유의함을 의미한다.

	표본수	평균	중간값	표준편차	최소값	최대값
CAR(-3,3)	611	0.007*	0.003*	0.087	-0.332	0.541
CAR(-3,100)	611	0.026**	0.018*	0.330	-1.204	1.489
CAR(-3,300)	611	0.085***	0.072***	0.507	-1.990	2.435
FCF	611	0.133	0.123	0.170	-0.730	1.218
Age	611	32.496	33.000	14.714	1.083	74.000
Q	611	1.146	0.987	0.560	0.357	6.570
Leverage	611	0.620	0.654	0.210	0.088	0.998
Size	611	20.973	20.862	1.280	17.552	24.003
ROA	611	0.034	0.023	0.071	-0.504	0.378
SGrowth	611	0.175	0.102	0.450	-0.966	4.539
Largest	572	0.101	0.041	0.135	0.000	0.600
D_FCF	99	-0.020	0.025	0.275	-0.816	0.606
Age_R	99	4.469	1.943	5.302	0.046	23.103
D_Leverage	99	-0.009	-0.035	0.259	-0.601	0.596
ln_Size_R	99	1.471	1.481	2.697	-3.714	7.196
D_ROA	99	-0.002	0.000	0.085	-0.247	0.300
D_SGrowth	99	-0.005	-0.009	0.542	-1.328	3.918
Same_Industry	99	0.182	0.000	0.388	0.000	1.000
MATCASH	99	-0.040	-0.014	0.087	-0.359	0.127

로서 설정되기에 적합하다고 할 수 있다. CAR(-3,3)의 경우 평균은 양의 값인 0.7%으로서 5%수준에서 유의하였고, 중간값은 0.3%로서 10% 수준에서 유의하였다. 또한 CAR(-3,100)의 경우 평균은 2.6%로서 5% 수준에서 유의하였으며, 중간값은 1.8%로서 10% 수준에서 유의하였다. 그리고 CAR(-3,300)의 경우 평균은 8.5%로서 1% 수준에서 유의하였고, 중간값은 7.2%로서 역시 1% 수준에서 유의하였다. 이러한 결과들은 대기업집단에 속하지 않았던 계열외 기업이 대기업집단에 신규편입 될 때 기존 기업은 그로 인하여 기업가치가 상승하게 됨을 뜻한다.¹⁹⁾ 한편, <표 3>에 나타나 있듯이 대기업집단에 소속된 기존 기업들에 대하여 여유현금흐름 비율의 경우 평균과 중간값은 각각 13%, 12%이었다. 기업연수의 경우 평균과 중간값이 약 33년으로서, 이는 기존 기업들 상당수가 중견기업임을 뜻한다. 토빈 Q의 경우 평균은 1.146, 중간값은 0.987으로서 1과 크게 다르지 않았다. 그리고 레버리지는 평균과 중간값이 각각 62%와 65%로서, 기존 기업의 상당수가 양호한 재무상태를 유지하고 있음을 알 수 있다. 총자산이익률의 경우 평균과 중간값이 각각 3%와 2%에 달하였다. 그리고 매출성장률은 평균이 18%, 중간값은 10%에 달하였으며, 기업마다 비교적 적지 않은 차이를 보였다. 지배주주 지분율의 경우 평균 10%, 중간값 4%의 분포를 가졌다. 한편, 신규편입 기업의 재무자료가 존재하여 기존 기업과 신규편입 기업의 기업특성을 비교할 수 있는 경우, 기존 기업과 신규편입 기업의 여유현금흐름 비율의 차이는 평균 -2%, 중간값 2.5%의 분포를 보였다.

그리고 기존 기업과 신규편입 기업간 기업연수의 상대적 비율은 평균 4.5, 중간값 1.9의 값을 가졌다. 또한 기존 기업과 신규편입 기업간 부채비율의 차이는 평균 -0.9%, 중간값 -3.5%의 분포를 보였다. 또한 기존 기업과 신규편입 기업의 총자산이익률의 차이는 평균 -0.2%, 중간값 0%로서 1%를 초과하지 않았다. 그리고 기존 기업과 신규편입 기업의 매출성장률의 차이의 경우 평균과 중간값이 각각 -0.5%와 -0.9%의 값을 가졌다. 끝으로 기존 기업과 신규편입 기업간 성장과 자원의 불균형의 해소 정도를 나타내는 MATCASH의 경우 평균 -4%, 중간값 -1%라는 음의 값을 가졌으나 표준편차가 9%정도 되어 비교적 양의 값부터 음의 값까지 넓은 분포를 보였다.

한편 신규편입 기업의 재무 데이터가 존재하여 대기업집단에 소속된 기존 기업의 재무 변수와 신규편입 기업의 재무변수를 비교할 수 있는 경우, 두 집단의 평균, 중간값, 그리고 차이의 t-값 및 윌콕슨 z-값이 <표 4>에 나타나 있다. 기업연수(Age)와 기업규모(Size)가 평균과 중간값 모두에 대하여 1% 수준에서 유의한 차이가 있는 것으로 나타났다. 즉, 대기업집단에 소속된 기존 기업의 기업연수와 기업규모가 신규편입 기업보다 1% 수준에서 유의하게 더 큰 값을 가졌다. 이는 대기업집단에 새로이 편입되거나 기존 기업에 합병되는 기업은 기존 기업보다 소규모이면서 성장가능성이 높은 기업임을²⁰⁾ 뜻한다.

한편 각 변수들의 상관관계가 <표 5>에 나타나 있다. <표 5-1>에서 독립변수간 상관계수의 절대값이 가장 큰 경우는 ROA와 Leverage의 상관계수인

19) 추후에 논하겠지만, 신규편입 기업 또한 단기, 중기, 장기에 있어서 누적초과이익률의 평균과 중간값이 모두 유의한 양의 값을 가졌다.
 20) Claessens et al(2002), Khanna and Palepu(2000) 등은 성장속도가 느린 노후된 계열사로부터 성장속도가 빠른 신생 계열사로 경제적 자원이 이동된다고 하였다. 신규편입 기업 표본의 성장가능성이 기존 기업 표본의 성장가능성보다 유의하게 크다는 사실은 이러한 효율적 내부자본시장에 의한 시너지 효과가 발생할 것임을 암시한다.

〈표 4〉 상관계수

〈표 5-1〉은 인수합병으로 인한 계열편입과 관련하여 대기업집단에 소속된 기존 기업의 재무변수의 상관계수를 나타낸다. 〈표 5-2〉는 계열편입 된 기업의 기업특성 자료가 존재하는 경우 기존 기업과 신규편입 기업의 재무변수의 차이 및 상대적 비율에 대한 상관계수를 나타낸다. 변수에 대한 정의는 [표 3] 참조. 표 안의 값은 피어슨 상관계수이며, 괄호 안의 수치는 p-값이다. *, **, * 은 각각 1%, 5%, 10% 수준에서 상관계수가 통계적으로 0과 다를 수 있음을 나타낸다.

〈표 5-1〉 계열편입 관련 기존 기업의 재무변수 상관계수 표

	(1)	(2)	(3)	(4)	(5)	(6)	(7)	(8)	(9)	(10)	(11)
(1) CAR(-3,3)	1										
(2) CAR(-3,100)	0.228*** (〈.0001)	1									
(3) CAR(-3,300)	0.184*** (〈.0001)	0.541*** (〈.0001)	1								
(4) FCF	0.031 (0.451)	-0.049 (0.229)	-0.058 (0.149)	1							
(5) Age	-0.052 (0.203)	0.033 (0.417)	0.077* (0.056)	-0.322*** (〈.0001)	1						
(6) Q	-0.033 (0.411)	-0.033 (0.417)	-0.030 (0.464)	0.106*** (0.008)	-0.119*** (0.003)***	1					
(7) Leverage	-0.039 (0.340)	-0.109*** (0.007)	-0.077* (0.055)	-0.116*** (0.004)	-0.004 (0.923)	-0.212*** (〈.0001)	1				
(8) Size	0.004 (0.927)	0.011 (0.783)	0.066 (0.103)	0.114*** (0.005)	0.072* (0.074)	0.034 (0.404)	-0.009 (0.832)	1			
(9) ROA	0.041 (0.312)	-0.001 (0.982)	0.008 (0.852)	0.468*** (〈.0001)	-0.278*** (〈.0001)	0.168*** (〈.0001)	-0.372 (〈.0001)***	0.196*** (〈.0001)	1		
(10) SGrowth	-0.012 (0.764)	0.071* (0.077)	0.055 (0.171)	0.036 (0.377)	-0.171*** (〈.0001)	0.028 (0.491)	-0.096** (0.018)	0.000 (0.998)	0.092** (0.022)	1	
(11) Largest	-0.028 (0.497)	-0.049 (0.240)	-0.096** (0.022)	-0.015 (0.722)	0.065 (0.123)	0.040 (0.342)	-0.220*** (〈.0001)	-0.122*** (0.003)	0.083** (0.048)	0.081* (0.053)	1

〈표 5-2〉 계열편입 된 기업의 재무변수가 존재하는 경우 기존 기업과 신규편입 기업의 재무변수 차이 및 상대적 비율 상관계수 표

	(1)	(2)	(3)	(4)	(5)	(6)	(7)	(8)	(9)	(10)	(11)
(1) CAR(-3,3)	1										
(2) CAR(-3,100)	0.358*** (\langle .0001)	1									
(3) CAR(-3,300)	0.177** (0.045)	0.485*** (\langle .0001)	1								
(4) D_FCF	-0.200** (0.048)	-0.023 (0.797)	-0.172* (0.051)	1							
(5) Age_R	0.032 (0.756)	-0.054 (0.544)	0.001 (0.989)	-0.368*** (0.000)	1						
(6) D_Leverage	0.135 (0.184)	0.027 (0.758)	0.102 (0.249)	-0.141 (0.164)	-0.194* (0.055)	1					
(7) ln_Size_R	0.144 (0.154)	0.087 (0.328)	-0.072 (0.417)	-0.190* (0.059)	0.152 (0.134)	0.186* (0.065)	1				
(8) D_ROA	-0.131 (0.197)	-0.066 (0.455)	-0.218** (0.013)	0.522*** (\langle .0001)	-0.248** (0.013)	-0.259** (0.010)	-0.116 (0.253)	1			
(9) D_SGrowth	0.070 (0.492)	0.014 (0.894)	-0.074 (0.467)	0.270*** (0.007)	-0.325*** (0.001)	0.109 (0.282)	-0.307*** (0.002)	0.165 (0.102)	1		
(10) Same_Industry	0.094 (0.355)	0.008 (0.932)	-0.172* (0.051)	-0.026 (0.799)	0.001 (0.159)	0.015 (0.880)	-0.007 (0.943)	0.026 (0.802)	0.006 (0.954)	1	
(11) MATCASH	0.000 (0.997)	0.121 (0.233)	0.030 (0.767)	0.491*** (\langle .0001)	0.028 (0.784)	-0.133 (0.189)	-0.055 (0.589)	0.321*** (0.001)	0.161 (0.112)	-0.087 (0.391)	1

-0.484로서, 회귀분석 시 다중공선성의 가능성은 거의 없을 것으로 판단된다. 또한 <표 5-2>에서 상관계수의 절대값이 가장 큰 경우는 총자산이익률의 차이(D_ROA)와 여유현금흐름 비율의 차이(D_FCF) 간의 상관관계수인 0.522으로서, 회귀분석 시 다중공선성의 가능성은 심각하지 않으리라 판단된다.²¹⁾

IV. 실증분석 결과

가설에 대한 실증분석 결과가 <표 6>부터 <표 12> 까지에, 그리고 <그림 1>에 나타나 있다.

4.1 인수합병으로 인한 계열편입을 통한 대기업집단의 시너지 기능의 고찰

앞서 가설 1을 통하여 대기업집단의 구성에 의한 시너지 가설이 성립한다면, 계열외 기업이 인수합병으로 인하여 대기업집단에 새로이 편입될 때 시너지의 효과의 발생으로 인해 기존 기업과 신규편입 기업 모두 기업가치가 상승할 것이라고 예상하였다.

기존 기업과 신규편입 기업의 누적초과수익률 추세는 <그림 1>에 제시된 바와 같다. 먼저 기존 기업군의 CAR(-3,3)의 평균은 양의 값인 0.7%로서 5%수준에서 유의하였고, 또한 CAR(-3,100)의 평균은 2.6%로서 5% 수준에서 유의하였으며, CAR(-3,300)의 평균은 8.5%로서 1% 수준에서 유의하였다. 이는 인수합병으로 인한 계열편입 사건이 발생할 때 대기업집단에 속한 기존 기업들은 평균적

으로 기업가치가 동시에 상승함을 의미한다. 한편, 대기업집단에 새로이 편입되는 기업의 누적초과수익률(CAR)의 평균도 유의한 양(+)의 값을 가지는 것으로 나온다. 이 경우 CAR(-3,3)의 평균은 4.6%로 비교적 큰 수치를 가졌으며, 10%수준에서 유의하였다. 또한 CAR(-3,100)의 평균은 10.74%였으며, 1% 수준에서 유의하였다. 그리고 CAR(-3,100)은 이보다 작은 1.30%이었으나, 10% 수준에서 유의하였다. 이상을 종합하면, 계열외 기업이 인수합병으로 인하여 대기업집단에 편입될 때 기존 기업과 신규편입 기업 모두 기업가치가 유의하게 상승함을 알 수 있다. 이는 시너지 가설인 가설 1을 지지하는 결과이다.

이러한 누적초과수익률의 추세로부터 국내 대기업집단의 경우 대기업집단의 구성으로 인한 계열사간 시너지효과가 존재한다고 판단할 수 있다. 즉, 대기업집단에 속하지 않은 계열외 기업이 인수합병으로 인해 대기업집단에 새로이 편입될 때 기존 기업과 신규편입 기업의 주가가 상승하며, 이는 대기업집단의 구성으로 인한 시너지 효과에 기인한 것으로 판단된다.

한편, 기업집단의 구성으로 인한 시너지 효과는 동종영업에 의한 시너지와 효율적 내부자본시장에 의한 재무적 시너지, 그리고 기타 효율적 내부자본시장에 의한 시너지가 있음을 가설 2, 가설 3, 가설 4-1 및 가설 4-2의 설정시 밝혔다. 본고에서는 이들 가설이 성립하는지 회귀분석을 통하여 입증한다.

우선 가설 2와 가설 3이 성립하는지의 여부는 Same_Industry 및 MATCASH 변수의 회귀계수가 유의한 양의 값을 갖느냐에 따라 결정된다. 구체

21) 실제로 4장에서의 실증분석(회귀분석)시 분산팽창계수(Variance Influence Factor)를 구한 결과 모든 회귀식에서 그 값이 3.06을 넘지 않아 다중공선성의 가능성은 희박한 것으로 보인다.

〈표 6〉 계열편입 관련 대기업집단에 소속된 기존 기업의 회귀분석 결과(단기)

표는 계열외 기업이 인수합병으로 인하여 대기업집단으로 계열편입 되는 사건과 관련하여 대기업집단에 소속된 기존 기업의 회귀분석 결과이다. 종속변수는 CAR(-3,3)이다. 변수에 대한 정의는 〈표 3〉 참조. 식(1)은 그룹더미를 설정하지 않고 모든 표본을 포함한 회귀분석결과이고, 식(2)는 그룹더미를 설정한 결과이며, 식(3)은 계열편입과 관련하여 기존 기업과 신규편입 기업이 동종산업에 속하는 표본에 대해서만 회귀분석 한 결과이고, 식(4)는 그룹더미도 사용하고 동종 산업에 속하는 표본에 대해서만 회귀분석 한 결과이다. 각 변수에 대하여 ***, **, * 은 회귀계수 값이 각각 1%, 5%, 10% 수준에서 통계적으로 유의함을 나타낸다. 괄호 안의 수치는 White의 t-값(White's heteroscedasticity consistent t-value)이다.

	종속변수 Car(-3,3)			
	(1)	(2)	(3)	(4)
FCF	-0.042 (-1.74)*	-0.039 (-1.60)	-0.058 (-1.77)*	-0.047 (-1.42)
Age	0.000 (0.15)	0.000 (-0.26)	0.000 (0.61)	0.000 (0.06)
Q	-0.002 (-0.29)	-0.004 (-0.58)	-0.002 (-0.19)	-0.003 (-0.29)
Leverage	-0.056 (-2.75)***	-0.059 (-2.53)**	-0.064 (-2.17)**	-0.049 (-1.52)
Size	0.004 (1.21)	0.008 (2.53)**	0.007 (1.82)*	0.011 (2.61)***
ROA	-0.030 (-0.49)	-0.090 (-1.46)	-0.077 (-0.85)	-0.148 (-1.62)
SGrowth	0.005 (0.56)	0.004 (0.46)	0.015 (1.11)	0.016 (1.19)
Largest	-0.051 (-1.79)*	-0.083 (-2.64)***	-0.050 (-1.72)*	-0.086 (-1.99)**
Intercept	-0.022 (-0.35)	-0.116 (-1.57)	-0.098 (-1.13)	-0.193 (-1.96)*
그룹더미	No	Yes	No	Yes
동종영업 더미	No	No	Yes	Yes
F-value	1.83*	2.25***	1.81*	1.97***
Adj R-sq	0.012	0.060	0.018	0.063
N	572	572	362	362

〈표 7〉 계열편입 관련 대기업집단에 소속된 기존 기업의 회귀분석 결과(중기)

표는 계열외 기업이 인수합병으로 인하여 대기업집단으로 계열편입 되는 사건과 관련하여 대기업집단에 소속된 기존 기업의 회귀분석 결과이다. 종속변수는 CAR(-3,100)이다. 변수에 대한 정의는 〈표 3〉 참조. 식(1)은 그룹더미를 설정하지 않고 모든 표본을 포함한 회귀분석결과이고, 식(2)는 그룹더미를 설정한 결과이며, 식(3)은 계열편입과 관련하여 기존 기업과 신규편입 기업이 동종산업에 속하는 표본에 대해서만 회귀분석 한 결과이고, 식(4)는 그룹더미도 사용하고 동종산업에 속하는 표본에 대해서만 회귀분석 한 결과이다. 각 변수에 대하여 ***, **, * 은 회귀계수 값이 각각 1%, 5%, 10% 수준에서 통계적으로 유의함을 나타낸다. 괄호 안의 수치는 White의 t-값(White's heteroscedasticity consistent t-value)이다.

	종속변수 Car(-3,100)			
	(1)	(2)	(3)	(4)
FCF	-0.085 (-0.93)	-0.116 (-1.23)	-0.219 (-1.91)*	-0.249 (-2.10)**
Age	0.001 (0.78)	-0.001 (-0.62)	-0.001 (-0.64)	-0.002 (-1.25)
Q	-0.026 (-1.05)	-0.035 (-1.38)	-0.027 (-0.87)	-0.030 (-0.95)
Leverage	-0.28 (-3.62)***	-0.165 (-1.85)*	-0.136 (-1.31)	-0.083 (-0.72)
Size	0.003 (0.27)	0.015 (1.26)	0.006 (0.41)	0.020 (1.26)
ROA	-0.344 (-1.46)	-0.448 (-1.88)*	0.075 (0.23)	-0.052 (0.16)
SGrowth	0.054 (1.75)*	0.043 (1.38)	0.004 (0.08)	-0.013 (-0.27)
Largest	-0.220 (-2.05)**	-0.276 (-2.30)**	-0.192 (-1.71)*	-0.266 (-1.84)*
Intercept	0.175 (0.73)	-0.016 (-0.06)	0.081 (0.26)	-0.139 (-0.40)
그룹더미	No	Yes	No	Yes
동종영업 더미	No	No	Yes	Yes
F-value	2.61***	2.14***	0.94	1.38
Adj R-sq	0.022	0.055	0.002	0.026
N	572	572	362	362

〈표 8〉 계열편입 관련 대기업집단에 소속된 기존 기업의 회귀분석 결과(장기)

표는 계열의 기업이 인수합병으로 인하여 대기업집단으로 계열편입 되는 사건과 관련하여 대기업집단에 소속된 기존 기업의 회귀분석 결과이다. 종속변수는 CAR(-3,300)이다. 변수에 대한 정의는 〈표 3〉 참조. 식(1)은 그룹더미를 설정하지 않고 모든 표본을 포함한 회귀분석결과이고, 식(2)는 그룹더미를 설정한 결과이며, 식(3)은 계열편입과 관련하여 기존 기업과 신규편입 기업이 동종산업에 속하는 표본에 대해서만 회귀분석 한 결과이고, 식(4)는 그룹더미도 사용하고 동종산업에 속하는 표본에 대해서만 회귀분석 한 결과이다. 각 변수에 대하여 ***, **, * 은 회귀계수 값이 각각 1%, 5%, 10% 수준에서 통계적으로 유의함을 나타낸다. 괄호 안의 수치는 White의 t-값(White's heteroscedasticity consistent t-value)이다.

	종속변수 Car(-3,300)			
	(1)	(2)	(3)	(4)
FCF	-0.144 (-0.88)	-0.183 (-1.26)	-0.171 (-0.92)	-0.322 (-1.71)*
Age	0.003 (1.48)	0.000 (-0.14)	0.003 (1.51)	-0.001 (-0.48)
Q	-0.029 (-0.83)	-0.046 (-1.16)	-0.069 (-1.36)	-0.087 (-1.71)*
Leverage	-0.315 (-3.01)***	-0.037 (-0.27)	-0.461 (-2.76)***	-0.126 (-0.69)
Size	0.021 (1.23)	0.033 (1.75)*	0.047 (2.04)**	0.065 (2.64)***
ROA	-0.314 (-1.22)	-0.350 (-0.96)	-0.429 (-0.83)	-0.515 (-1.00)
SGrowth	0.079 (1.91)*	0.054 (1.11)	0.039 (0.53)	-0.009 (-0.12)
Largest	-0.480 (-3.04)***	-0.569 (-3.08)***	-0.713 (-3.11)***	-0.749 (-2.95)***
Intercept	-0.138 (-0.38)	-0.483 (-1.12)	-0.592 (-1.20)	-1.044 (-1.87)*
그룹더미	No	Yes	No	Yes
동종영업 더미	No	No	Yes	Yes
F-value	2.75***	2.45***	3.31***	2.55***
Adj R-sq	0.024	0.068	0.049	0.097
N	572	572	362	362

〈표 9〉 기존 기업과 신규편입 기업의 기업특성 변수의 상대적 차이 및 비율에 대한 회귀분석 결과(단기)

표는 계열편입 및 인수합병 사건과 관련하여 계열편입 된 기업의 재무변수가 존재하는 경우 기존 기업과 신규편입 기업의 재무변수의 차이 및 비율에 대한 회귀분석 결과이다. 종속변수는 CAR(-3,3)이다. 변수에 대한 정의는 〈표 3〉 참조. 식(1)은 그룹더미를 설정하지 않고 모든 표본을 포함한 회귀분석결과이고, 식(2)는 그룹더미를 설정한 결과이며, 식(3)은 계열편입과 관련하여 기존 기업과 신규편입 기업이 동종산업에 속하는 표본에 대해서만 회귀분석 한 결과이고, 식(4)는 그룹더미도 사용하고 동종산업에 속하는 표본에 대해서만 회귀분석 한 결과이다. 각 변수에 대하여 ***, **, * 은 회귀계수 값이 각각 1%, 5%, 10% 수준에서 통계적으로 유의함을 나타낸다. 괄호 안의 수치는 White의 t-값(White's heteroscedasticity consistent t-value)이다.

	종속변수 Car(-3,3)			
	(1)	(2)	(3)	(4)
D_FCF	-0.094 (-2.23)**	-0.105 (-1.11)	-0.282 (-2.25)**	-0.157 (-1.12)
Age_R	0.000 (-0.22)	-0.006 (-2.24)**	-0.002 (-0.46)	-0.002 (-0.48)
D_Leverage	0.022 (0.62)	0.165 (1.60)	0.013 (0.16)	0.183 (1.33)
ln_Size_R	0.005 (1.44)	0.006 (0.45)	-0.007 (-0.60)	0.000 (0.03)
D_ROA	-0.051 (-0.51)	-0.178 (-1.03)	-0.017 (-0.10)	-0.094 (-0.56)
D_SGrowth	0.028 (2.06)**	0.004 (0.10)	0.013 (0.25)	-0.084 (-1.29)
Same_Industry	0.025 (0.95)	0.063 (1.30)	N/A	N/A
MATCASH	0.080 (1.82)*	0.094 (2.24)**	0.091 (2.20)**	0.087 (1.91)*
Intercept	-0.002 (-0.10)	-0.243 (-1.58)	0.040 (0.81)	-0.078 (-0.79)
그룹더미	No	Yes	No	Yes
동종영업 더미	No	No	Yes	Yes
F-value	1.30	1.38	0.95	1.00
Adj R-sq	0.024	0.052	0.002	0.001
N	99	99	75	75

〈표 10〉 기존 기업과 신규편입 기업의 기업특성 변수의 상대적 차이 및 비율에 대한 회귀분석 결과(중기)

표는 계열편입 및 인수합병 사건과 관련하여 계열편입 된 기업의 재무변수가 존재하는 경우 기존 기업과 신규편입 기업의 재무변수의 차이 및 비율에 대한 회귀분석 결과이다. 종속변수는 CAR(-3,100)이다. 변수에 대한 정의는 〈표 3〉 참조. 식(1)은 그룹더미를 설정하지 않고 모든 표본을 포함한 회귀분석결과이고, 식(2)는 그룹더미를 설정한 결과이며, 식(3)은 계열편입과 관련하여 기존 기업과 신규편입 기업이 동종산업에 속하는 표본에 대해서만 회귀분석 한 결과이고, 식(4)는 그룹더미도 사용하고 동종산업에 속하는 표본에 대해서만 회귀분석 한 결과이다. 각 변수에 대하여 ***, **, * 은 회귀 계수 값이 각각 1%, 5%, 10% 수준에서 통계적으로 유의함을 나타낸다. 괄호 안의 수치는 White의 t-값(White's heteroscedasticity consistent t-value)이다.

	종속변수 Car(-3,100)			
	(1)	(2)	(3)	(4)
D_FCF	-0.278 (-1.08)	-0.173 (-0.81)	-0.243 (-0.91)	-0.261 (-0.89)
Age_R	-0.010 (-1.54)	-0.020 (-3.13)***	-0.007 (-0.67)	-0.023 (-2.50)***
D_Leverage	-0.115 (-0.63)	0.010 (0.04)	-0.118 (-0.51)	0.019 (0.06)
ln_Size_R	-0.004 (-0.30)	-0.007 (-0.29)	-0.009 (-0.43)	-0.016 (-0.50)
D_ROA	-0.351 (-0.92)	-0.605 (-1.43)	-0.382 (-0.64)	-0.517 (-1.24)
D_SGrowth	-0.010 (-0.24)	-0.048 (-0.81)	-0.162 (-1.06)	-0.293 (-1.57)
Same_Industry	-0.045 (-0.38)	-0.017 (-0.14)	N/A	N/A
MATCASH	0.891 (1.66)*	1.427 (2.45)**	1.385 (2.10)**	1.997 (2.75)***
Intercept	0.133 (0.97)	0.189 (1.33)	0.091 (1.29)	0.304 (1.89)*
그룹더미	No	Yes	No	Yes
동종영업 더미	No	No	Yes	Yes
F-value	0.55	0.79	0.77	1.01
Adj R-sq	0.001	0.001	0.001	0.002
N	99	99	75	75

〈표 11〉 기존 기업과 신규편입 기업의 기업특성 변수의 상대적 차이 및 비율에 대한 회귀분석 결과(장기)

표는 계열편입 및 인수합병 사건과 관련하여 계열편입 된 기업의 재무변수가 존재하는 경우 기존 기업과 신규편입 기업의 재무변수의 차이 및 비율에 대한 회귀분석 결과이다. 종속변수는 CAR(-3,300)이다. 변수에 대한 정의는 〈표 3〉 참조. 식(1)은 그룹더미를 설정하지 않고 모든 표본을 포함한 회귀분석결과이고, 식(2)는 그룹더미를 설정한 결과이며, 식(3)은 계열편입과 관련하여 기존 기업과 신규편입 기업이 동종산업에 속하는 표본에 대해서만 회귀분석 한 결과이고, 식(4)는 그룹더미도 사용하고 동종산업에 속하는 표본에 대해서만 회귀분석 한 결과이다. 각 변수에 대하여 ***, **, * 은 회귀 계수 값이 각각 1%, 5%, 10% 수준에서 통계적으로 유의함을 나타낸다. 괄호 안의 수치는 White의 t-값(White's heteroscedasticity consistent t-value)이다.

	종속변수 Car(-3,300)			
	(1)	(2)	(3)	(4)
D_FCF	-0.638 (-2.21)**	-0.584 (-2.11)**	-0.090 (-0.22)	-0.178 (-0.40)
Age_R	0.003 (0.23)	-0.027 (-1.49)	0.012 (0.73)	-0.014 (-0.62)
D_Leverage	0.034 (0.12)	0.511 (1.16)	-0.059 (-0.17)	0.249 (0.51)
ln_Size_R	0.039 (1.55)	0.070 (2.08)**	0.073 (2.36)**	0.101 (2.48)**
D_ROA	-0.704 (-0.92)	-0.625 (-0.81)	-0.629 (-0.70)	-0.222 (-0.22)
D_SGrowth	0.020 (0.21)	0.025 (0.22)	-0.040 (-0.17)	-0.0404 (-0.14)
Same_Industry	-0.206 (-1.07)	-0.154 (-0.78)	N/A	N/A
MATCASH	1.543 (1.71)*	2.293 (2.45)**	1.786 (1.80)*	2.253 (2.05)**
Intercept	0.248 (1.12)	0.775 (2.97)***	-0.031 (-0.30)	0.647 (1.99)*
그룹더미	No	Yes	No	Yes
동종영업 더미	No	No	Yes	Yes
F-value	2.12**	2.22**	2.19**	1.74*
Adj R-sq	0.084	0.130	0.101	0.107
N	99	99	75	75

〈표 12〉 계열기업군과 인수합병 기업간의 누적초과수익률 차이 비교

표는 계열편입을 통한 인수합병과 관련하여 인수합병 기업(B)과 계열기업군(A) 간의 CAR(-3,3), CAR(-3,100), CAR(-3,300)의 평균 차이를 비교한 결과이다. ***, **, *은 각각 1%, 5%, 10% 수준에서 유의함을 의미한다.

	계열기업군(A)		인수합병 기업(B)		차이(A-B)
	N	평균	N	평균	t-값
CAR(-3,3)	354	0.017**	59	-0.006	1.27
CAR(-3,100)	354	0.045**	59	-0.024	1.67*
CAR(-3,300)	354	0.089***	59	0.042*	0.67

적으로 표 9, 표 10, 표 11을 보면, 동종영업 더미 변수 Same_Industry의 회귀계수는 모든 회귀식에서 유의하지 않은 값을 가졌으나, 효율적 내부자본시장에 의한 재무적 시너지를 나타내는 변수인 MATCASH는 모든 회귀식, 즉 표 9, 표 10, 표 11의 회귀식 (1), (2), (3), (4) 모두에서 회귀계수가 유의한 양의 값을 가졌다. 즉, 영업시너지는 존재하지 않은 대신 효율적 내부자본시장에 의한 재무적 시너지가 존재함을 알 수 있다.

한편, 기타 효율적 내부자본시장에 의한 시너지 효과는 사건 연구시 단기, 중기, 장기에서 일관된 결과를 보여주지 않았다. 즉, 가설 4-1 및 가설 4-2의 증명과 관련하여, 매출성장률 (SGrowth: D_SGrowth)은 표 7의 식 (1), 표 8의 식 (1), 그리고 표 9의 식 (1)에서 유의한 양의 값을 가졌으나, 나머지 회귀분석에서는 유의한 회귀계수 값을 갖지 못했다. 이는 설립연수(Age: Age_R)의 경우도 마찬가지이다. 즉, 설립연수는 표 9의 식 (3), 표 10의 식 (2)와 (4)에서만 유의한 음의 회귀계수 값을 가졌으나, 나머지 회귀식에서는 유의한 값을 갖지 못했다. 이들 변수 외에 가설 4-1 및 가설 4-2가 성립하기 위한 다른 변수들 또한 모든 회귀식에서 유의한 값을 갖지 못했다. 따라서 앞서 가설 1이 성립하였음을 고

려할 때, 시너지의 주된 원천은 효율적 내부자본시장에 의한 재무적 시너지임을 알 수 있다. 즉, 기업집단 내에 성장과 자원의 불균형이 존재할 때, 그리고 그 불균형을 지배주주가 계열의 기업을 기업집단에 신규편입 시킨 후 내부자본시장을 통하여 경제적 자원을 이동시킴으로써 해소할 때 시너지가 발생함을 알 수 있고, 동 시너지 효과가 인수합병으로 인한 계열편입과 관련한 시너지의 주된 원천이라 할 수 있을 것이다.

이상을 종합하면, 계열의 기업이 인수합병으로 인해 국내 대기업집단에 편입되는 사건을 고찰한 결과 시너지 기능이 존재함을 확인하였으며, 이는 동종영업에 의한 시너지라기 보다는 효율적 내부자본시장에 의한 재무적 시너지, 즉 효율적 내부자본시장에 의하여 성장과 자원의 불균형이 해소됨으로써 기업집단에 속한 계열사들의 기업가치가 증대되는, 재무적 시너지(financial synergy)임을 확인할 수 있었다. 이는 가설 1과 가설 3이 성립함을 뜻한다.

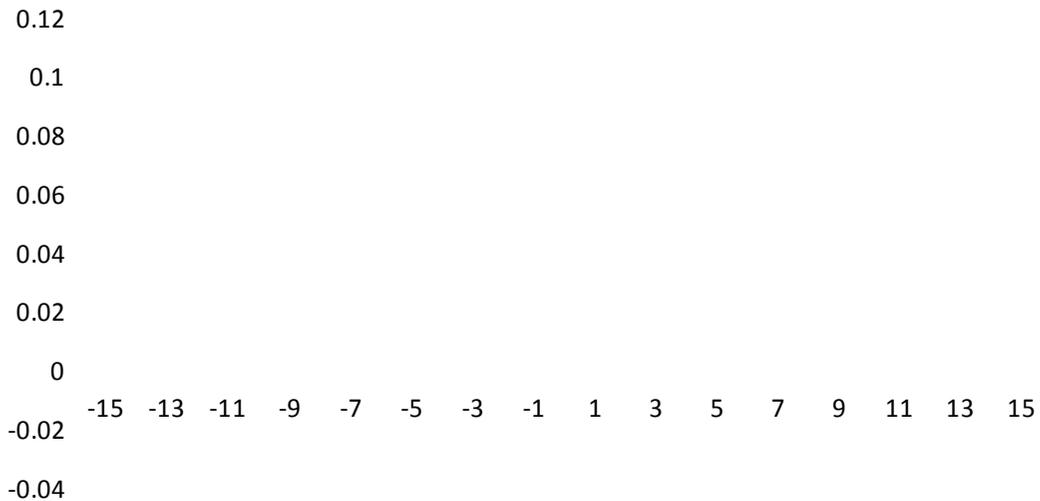
4.2 인수합병으로 인한 계열편입을 통한 대기업집단의 지원 기능에 대한 고찰

본 절에서는 인수합병으로 인한 계열편입을 통해,

계열편입 관련 기존기업 CAR(-15,15) (n=611)

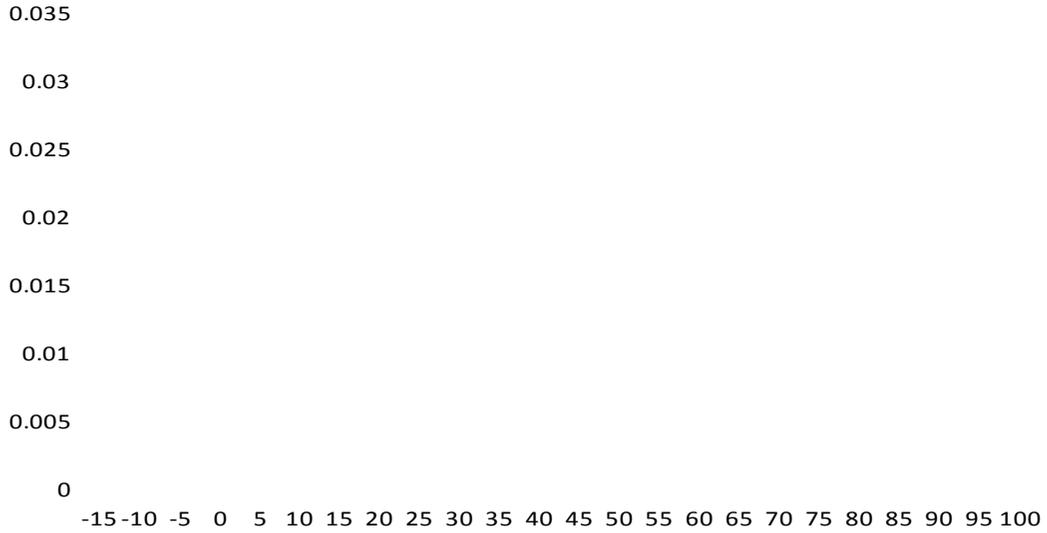


계열편입 관련 신규편입 기업 CAR(-15,15) (n=19)

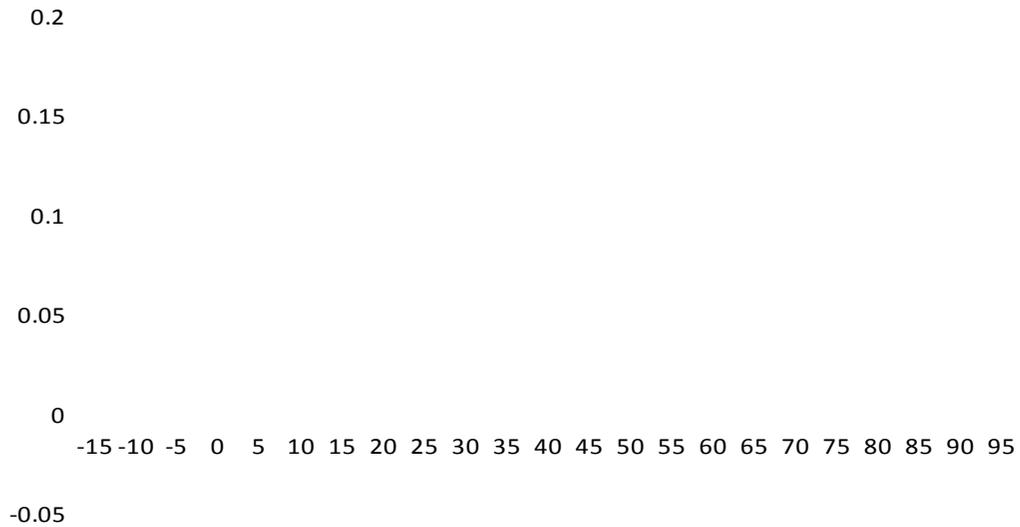


〈그림 1〉 인수합병으로 인한 계열편입 사건 관련 누적초과수익률의 추이

계열편입 관련 기존기업의 CAR(-15,100) (n=611)

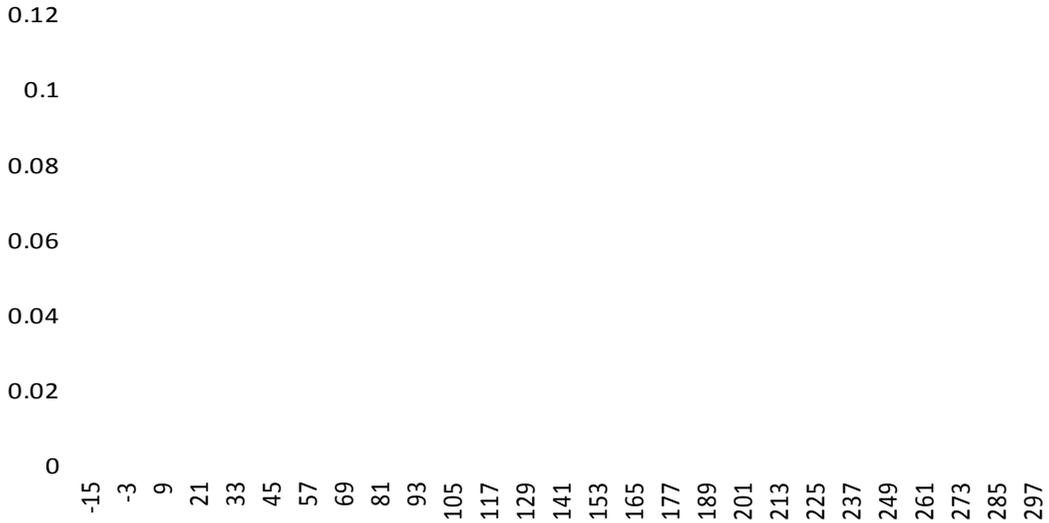


계열편입 관련 신규편입 기업 CAR(-15,100) (n=19)

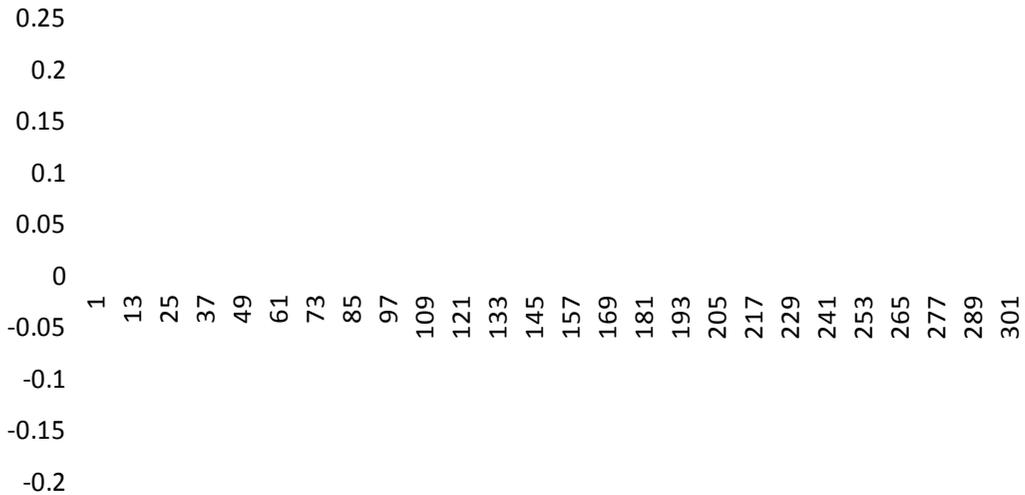


〈그림 1〉 인수합병으로 인한 계열편입 사건 관련 누적초과수익률의 추이 (계속)

계열편입 관련 기존기업 CAR(-15,300) (n=611)



계열편입 관련 신규편입 기업 CAR(-15,300) (n=19)



〈그림 1〉 인수합병으로 인한 계열편입 사건 관련 누적초과수익률의 추이 (계속)

기업집단 내에서 재무적 곤경에 처한 타계열사를 특정 계열사가 지원하느냐의 여부, 즉 지원(propping) 가설이 성립하는지 고찰한다. 앞서 가설 5-1을 설정하면서 지원(propping) 가설이 성립할 경우 대기업집단에 소속된 기존 기업의 여유현금이 많을수록(적을수록), 부채비율이 낮을수록(높을수록), 규모가 클수록(작을수록) 기존 기업은 재무적 곤경에 처할 가능성이 큰 신규편입 기업을(신규편입 기업으로부터) 지원할(지원받을) 것이므로 인수합병으로 인한 계열편입시 대기업집단에 소속된 기존 기업의 주가가 하락할(상승할) 것이라 예측하였다. 또한 가설 5-2를 설정하면서 기존 기업의 여유현금이 신규편입 기업보다 많을수록(적을수록), 기존 기업의 부채비율이 신규편입 기업보다 작을수록(클수록), 그리고 기존 기업의 규모가 신규편입 기업의 규모보다 클수록(작을수록) 기존 기업은 재무적 곤경에 처할 가능성이 큰 신규편입 기업을(신규편입 기업으로부터) 지원할(지원받을) 것이므로 인수합병으로 인한 계열편입시 대기업집단에 소속된 기존 기업의 주가가 하락할(상승할) 것이라 예측하였다. 마지막으로 가설 6을 설정하면서 지배주주가 자신의 부를 희생하면서까지 특정 계열사를 지원하는 지원(propping) 가설이 성립한다면, 지배주주 지분율이 높을수록 외부주주의 영향력이 약해 신규편입 기업을 지원할 가능성이 더욱 클 것이므로 지배주주 지분율이 높은 기존 기업일수록 주가가 하락할 것이라 하였다. 본 절에서는 이들 가설을 회귀분석을 통하여 실증적으로 검증한다.

실증분석 결과, 지배주주 지분율이 표 6, 표 7, 표 8의 모든 회귀식에서 유의한 음의 회귀계수를 가져 지원 가설이 지지되는 일관된 결과가 나타났다. 그러나 다른 변수들, 예를 들어 여유현금흐름(FCF: D_FCF)의 경우는 표 6의 회귀식 (1), (3)에서, 표

7의 회귀식 (3), (4)에서, 표 8의 회귀식 (4)에서, 표 9의 회귀식 (1), (3)에서만 유의한 음의 값을 가졌고, 나머지 회귀식에서는 유의한 값을 갖지 못했다. 그리고 기업규모(Size: Size_R), 부채비율(Leverage: D_Leverage)는 모든 회귀식에서 가설과 일치하지 않는 결과를 보였다. 따라서 지배주주 지분율이 모든 회귀식에서 유의한 음의 값을 갖는다는 사실을 고려하면, 본고에서 설정한 여유현금흐름과 부채비율 및 기업규모 이외의 요인을 지배주주가 활용하여 자신의 지분율이 높은 기업을 통해 지배주주가 신규편입 기업을 지원하게 되는 것으로 추측할 수 있다.

요컨대, 지배주주 지분율이 모든 회귀식에서 유의한 음의 회귀계수 값을 가져 지배주주 지분율이 높은 기업일수록 (외부주주의 영향력이 감소하기 때문에) 신규편입 기업을 지원하게 됨을 확인할 수 있다.

4.3 인수합병 기업과 계열그룹간의 누적초과수익률 비교

본 절에서는 인수합병을 통한 계열편입 사건과 관련하여, 인수합병 기업의 누적초과수익률과 동 인수합병 기업이 속한 계열그룹의 타계열사들의 누적초과수익률을 상호 비교한다. 기존의 국내 연구에서는 인수합병 기업의 누적초과수익률이 양의 값을 가지는 경향이 있었는데, 본 연구에서도 동일한 현상이 발생하느냐 확인하고, 더불어 동일 계열그룹에 속한 타계열사의 누적초과수익률과는 어떠한 차이가 있는지를 비교분석 한다. 이 때 인수합병 기업 중 상당수가 비상장기업인 관계로 표본수가 상당수 줄어들어 한계가 존재하였다. 구체적으로 총 134건의 인수합병으로 인한 계열편입 사건 중 약 절반에 달하는 59개만이 KOSPI 상장기업에 의해 합병된 사건이었다.

그리고 이에 대응하는 기존 기업의 표본수는 본래 611개에서 약 절반으로 감소한 354개이다. 이러한 한계를 안고 분석한 차이분석 결과가 표 12에 나타나 있다.

분석결과 흥미로운 점은, 인수합병 기업의 단기 및 중기 누적초과수익률, 즉 $CAR(-3,3)$, $CAR(-3,100)$, 모두가 유의하지는 않으나 음의 값을 가진다는 사실이다. 즉, 각각 -0.006 , -0.024 의 값을 가졌다. 반면 동일한 계열그룹에 속한 타계열사의 누적초과수익률은 모두 유의한 양의 값을 가졌다. 즉, $CAR(-3,3)$ 은 0.017 , $CAR(-3,100)$ 은 0.045 , $CAR(-3,300)$ 은 0.089 로서 비교적 큰 값을 가짐을 알 수 있다. 단기 및 중기의 누적초과수익률($CAR(-3,3)$, $CAR(-3,100)$)만 놓고 보면 이는 다음과 같이 해석할 수 있다. 즉, 지배주주가 존재하는 대기업집단의 인수합병의 경우 인수합병 기업 자신만의 이익을 위해 인수합병을 통해 계열의 기업을 기업집단에 편입시키지 않는다는 것이다. 즉, 대기업집단의 지배주주는 특정 계열사로 하여금 계열의 기업을 인수합병 하도록 할 때, 인수기업 자체의 이익보다는 그룹 전체 차원의 이익을 도모한다는 점을 시사한다. 이는 인수합병 기업이 속한 대기업집단의 타계열사 누적초과수익률이 모두 유의한 양의 값을 가졌다는 사실과 함께, 장기의 누적초과수익률($CAR(-3,300)$)의 경우 인수합병 기업도 유의한 양의 누적초과수익률 0.042 의 값을 가졌다는 사실에서 추가적으로 확인할 수 있다. 즉, 단기 및 중기적으로는 인수합병 기업이 손실을 얻더라도 기업집단 전체의 장기적인 시너지 효과로 인해 인수합병 기업도 장기적으로는 기업가치가 상승하였음을 의미한다. 이는 인수합병으로 인해 계열의 기업을 대기업집단에 편입시킬 때, 장기적으로는 인수합병 기업과 타계열사 모두 기업가치가 상승하는 시너지 효과가 작동함을 시사

하는 결과이다.

한편, 계열기업군과 인수합병 기업의 누적초과수익률의 차이분석 결과, 중기의 누적초과수익률, 즉 $CAR(-3,100)$ 의 경우에서만 계열기업군의 누적초과수익률이 인수합병 기업의 누적초과수익률보다 유의하게 더 큰 값을 가졌다. 반면 단기와 장기의 누적초과수익률은 유의한 차이가 없었는데, 이는 인수합병 기업이 타계열사의 이익을 위하여 일방적으로 손실만을 부담하는 구조는 아님을 의미한다고 해석할 수 있다.

V. 결론

본 연구는 계열외 기업이 인수합병으로 인하여 특정 대기업집단에 편입되는 사건을 통하여, 관련 기업의 가치에 어떠한 영향이 있는지 살펴보고, 기업 가치에 영향을 미치는 주요 기업특성을 분석함으로써 대기업집단의 기능을 실증적으로 고찰하였다. 계열편입은 대기업집단에 소속되지 않았던 기업이 인수합병으로 인하여 새로이 대기업집단에 소속됨으로써 계열사간의 상호작용에 동참하게 되는 사건이라는 점에서 대기업집단의 기능을 분석할 수 있는 중요한 기회를 제공한다. 기존의 연구가 대기업집단내 계열사간 상호작용의 효과를 명확히 구분해 내기 어려웠다면 본 연구는 사건연구를 통해 계열화의 효과만을 별도로 분석하고 있다는 점에서 연구의 의의를 갖는다.

인수합병으로 인한 계열편입을 통한 대기업집단의 기능을 실증적으로 분석한 결과, 국내 대기업집단의 경우 첫째, 계열사간 시너지 효과가 존재하는 것으로 나타났다. 즉, 단기와 중기 및 장기에서 기존 기

업과 신규편입 기업의 경우 모두에서 유의한 양의 누적초과수익률이 존재하는 것으로 나타났다. 이 경우 동종영업에 의한 시너지보다는 효율적 내부자본 시장에 의한 재무적 시너지(financial synergy)가 기능하는 것으로 파악되었다. 즉, 기존 기업이 성장과 자원의 불균형이 심하면서 동시에 계열의 기업 역시 성장과 자원의 불균형이 심할 때, 지배주주가 동 계열의 기업을 대기업집단으로 편입시킴으로써 성장-자원의 불균형을 내부자본시장을 통해 해결하게 되는 경우 누적초과수익률이 증가하는 것으로 나타나, 재무적 시너지 효과가 존재하는 것으로 분석되었다.

또한 국내 대기업집단의 경우 지배주주가 자신의 부를 희생하면서까지 신규편입 기업을 지원(propping)하는 것으로 나타났다. 즉, 지배주주 지분율이 높은 기존 기업일수록 외부주주의 영향력이 줄어들어 신규편입 기업을 지원하게 되는 경향이 더욱 강하게 존재하였다. 이 경우 대기업집단에 소속된 기존 기업의 여유현금흐름이나 기업규모 및 부채비율은 지원과 관련한 주요 요인은 아니었다.

한편, 계열그룹군과 인수합병 기업의 누적초과수익률을 상호비교 한 결과, 인수합병 기업의 단기적 또는 중기적인 누적초과수익률이 음의 값을 가졌으며, 인수합병 기업을 제외한 계열그룹군은 단기, 중기, 장기 모두에서 유의한 누적초과수익률이 양의 값을 가진 것으로 드러났다. 이는 계열편입의 주요 동기가 인수합병 기업 자체의 기업가치를 증대시키는 것이 아니라, 기업집단내 계열 기업군 전체의 이익을 위하는 것이라 해석할 수 있다. 이러한 해석은 인수합병 기업의 장기 누적초과수익률이 유의한 양의 값을 가졌다는 점에서도 그 타당성을 갖는다. 즉, 인수합병으로 인한 계열편입시 단기, 중기의 개념하에서는 인수합병 기업이 경제적 손실을 입었으나,

결국 장기적으로는 경제적 이득을 얻게 되었는데, 이는 인수합병으로 인한 계열편입 사건이 장기적으로는 기존 기업뿐만 아니라 인수합병 기업의 경제적 가치를 증대시키는 시너지 효과가 존재함을 시사하는 결과라 할 수 있다.

결론적으로 대기업집단에 속하지 않았던 계열의 기업이 인수합병으로 인하여 새로이 대기업집단 편입되는 사건을 통하여 대기업집단의 기능을 고찰한 결과, 국내 대기업집단의 경우 계열사간 재무적 시너지 효과가 존재하며 동시에 지배주주가 자신의 경제적 부를 희생하면서까지 신규편입 기업을 지원하는 구조가 존재함을 알 수 있다.

참고문헌

- 강준구, 1998, "기업합병과 인수의 경제적 동기와 기업가치 증대 요인," **한국금융연구원 연구보고서**.
- 강준구, 김진모, 배기홍, 2001, "기업집단과 대리인문제: 재벌 및 비재벌 인수기업의 합병성과 비교연구," **재무연구**, 제14권 2호, pp. 49-88.
- 강형철, 박경서, 장하성, 2006, "기업집단의 계열사간 거래의 결정요인," **재무연구**, 19권 1호, pp. 77-118.
- 강형철, 박경서, 2011, "가족기업의 상장 의사 결정에 관한 연구," **재무연구**, 제24권 1호, pp. 41-89.
- 강효석, 서재웅, 2010, "코스닥 기업의 인수합병이 인수기업의 경영성과에 미치는 영향," **증권학회지**, 제39권 2호.
- 공재식, 2006, "우리나라 기업의 현금보유수요 결정요인 분석," **재무연구**, 제19권 1호.
- 김대호, 2000, "국내 은행간 합병의 효과분석," **재무관리연구**, 제17권 1호, pp. 283-306.
- 김영숙, 이재춘, 2000, "기업가치와 기업소유구조와의 관련성," **증권학회지**, 제26권 1호.

- 김명애, 조성욱, 2009, "기업집단의 내부자본거래: 계열사 출자 결정요인 및 주가에 미치는 영향, **working paper**.
- 김창수, 2006, "한국의 사외이사 제도 도입과 기업가치, **재무연구**, 제19권 2호
- 김창수, 2010, "환경경영과 기업가치," **재무연구**, 제23권 2호.
- 박경서, 정찬식, 2011, "기업집단의 분리를 통한 기업집단의 순기능과 역기능에 관한 연구," **증권학회지**, 제40권 3호, pp. 461-499.
- 변진호, 안소림, 2007, "합병 인수기업의 규모효과에 관한 연구," **재무연구**, 제20권 2호, pp. 37-68
- 변진호, 우원석, 2008, "기업 인수합병 공시에 따른 주주 및 채권자 부의 변화에 관한 연구," **재무관리연구**, 제25권 2호, pp. 191-213.
- 오현탁, 1998, "토빈 Q를 이용한 합병효과분석," **재무관리연구**, 제15권 2호, pp. 163-182.
- 윤성민, 2004, "제별 내부자본시장에서의 자금거래 동기 및 지원방향," **증권학회지**, 33권 2호.
- 임관택, 임성필, 1994, "피합병기업의 재무적 특성과 합병 대상기업 예측에 관한 연구," **재무관리연구**, 제12권 2호, pp. 41-64.
- 장봉규, 정두식, 2004, "증권거래법 개정과 합병공시효과," **재무관리연구**, 제21권 1호, pp. 59-86.
- 정형찬, 박경희, 1999, "합병일 이후 합병기업 주가의 장기 성과," **재무관리연구**, 제16권 1호, pp. 83-114.
- 정형찬, 박경희, 1999, "한국 기업지배권 시장에서 합병이 새로운 부를 창출하는가?," **재무관리연구**, 제16권 2호, pp. 119-156.
- 조경식, 이원복, 2002, "금융기관 합병 공시효과," **재무관리연구**, 제19권 2호, pp. 187-209.
- 조지호, 전상경, 2004, "기업지배구조가 인수합병의 성과에 미치는 영향," **재무관리연구**, 제21권 2호, pp. 1-25.
- 주상룡, 1997, "국내 합병·피합병 기업 특성 비교," **재무관리연구**, 제14권 1호, pp. 269-299.
- 지호준, 전용갑, 1999, "우리나라 기업의 해외기업 인수는 기업가치를 증가시키는가?," **재무연구**, 제12권 2호, pp. 69-93.
- 최효순, 2005, "한국 기업의 부채 선택요인과 기업가치 영향," **증권학회지**, 제34권 2호.
- Agrawal, A., J. F. Jaffe and G. N. Mandelker, 1992, "The post-merger performance of acquiring firms: A re-examination of an anomaly," *Journal of Finance*, Vol. 47, No. 1-4, pp. 1605-1671
- Asquith, P., 1983, "Merger bids, uncertainty, and stockholder returns," *Journal of Financial Economics*, Vol. 11, No. 1, pp. 51-83.
- Asquith, P., R. Bruner and W. Mullins, 1983, "The Gains to Bidding Firms from Merger," *Journal of Financial Economics*, Vol. 11, No. 1, pp. 121-139.
- Bae, Kee-Hong, Jun-Koo Kang, and Jin-Mo Kim, 2002, "Tunneling or value added? Evidence from mergers by Korean business groups," *Journal of Finance*, Vol. 57, No. 6, pp. 2695-2740.
- Bradley, Michael, Anand Desai and E. Han Kim, 1983, "The rationale behind interfirm tender offers: Information or synergy?," *Journal of Financial Economics*, Vol. 11, No. 1-4, pp. 183-206.
- Claessens, Stijn, Joseph Fan and Harry Lang, 2002, "The benefits and costs of group affiliation: Evidence from East Asia," *Emerging Markets Review*, Vol. 7, No. 1, pp. 1-26.
- Fee, C. Edward and Shawn Thomas, 2004, "Sources of gains in horizontal mergers: evidence from customer, supplier, and rival firms," *Journal of Financial Economics*, Vol. 74, No. 3, pp. 423-460.
- Friedman, Eric, Simon Johnson, and Todd Mitton, 2003, "Propping and tunnelling," *Journal of comparative economics*, Vol. 31, No. 4, pp.

- 732-750.
- Fuller, K., J. Netter and M. Stegemoller, 2002, "What do returns to acquiring firm tell us? Evidence from firms that make many acquisitions," *Journal of Finance*, Vol. 57, No. 4, pp. 1763-1794.
- Gopalan, Radhakrishnan, Vikram Nanda, and Amit Seru, 2007, "Affiliated firms and financial support: Evidence from Indian business groups," *Journal of Financial Economics*, Vol. 86, 759-795.
- Jensen, Michael, 1986, "Agency Costs of Free Cash Flow, Corporate Finance and Takeovers," *American Economic Review*, 76, No. 2, pp. 323-339.
- Khanna, Tarun, and Krishna G. Palepu, 1997, "Why focused strategies may be wrong for emerging countries," *Harvard Business Review*, Vol. 75, 41 - 51.
- Khanna, Tarun, and Krishna G. Palepu, 2000, "Is group affiliation profitable in emerging markets?: An analysis of diversified Indian business groups," *Journal of Finance*, Vol. 55, No. 2, pp. 867 - 891.
- Lang, Larry H. P., Rene M. Stulz and Ralph A. Walkling, 1989, "Managerial performance, Tobin's Q, and the gains from successful tender offers," *Journal of Financial Economics*, Vol. 24, pp.137-154.
- Lindberg, E. G., and Ross, S. A., 1981, "Tobin's Q ratio and industrial organization," *Journal of Business*, Vol. 54, No. 1, pp. 1-32.
- Malatesta, P., 1983, "The wealth effect of merger activity and the objective functions of merging firms," *Journal of Financial Economics*, Vol. 11, No. 1-4, pp. 155-181.
- Maquieria, C., Megginson, W., Nail, K., 1998, "Wealth creation versus wealth redistributions in pure stock-for-stocks mergers," *Journal of Financial Economics*, Vol. 48, pp. 3-33.
- Morck, Randall, and Masao Nakamura, 1999, "Banks and corporate control in Japan," *Journal of Finance*, Vol. 54, 319 - 339.
- Moeller, S. B., Schlingemann, F. P., and R. Stulz, 2003, "Firm size and the gains from acquisitions," *Journal of Financial Economics*, Vol. 73, No. 2, pp. 201-228.
- Rajan, Raghuram G., Henri Servaes, and Luigi Zingales, 2000, "The cost of diversity: the diversification discount and inefficient investment," *Journal of Finance*, Vol. 55, No. 1, pp. 35-80
- Stein, J.C., 1997, "Internal capital markets and the competition for corporate resources," *Journal of Finance*, Vol. 52, No. 1, pp. 111-133.
- Sudarsanam, Sudi, Peter Holl and Ayo Salami, 1996, "Shareholder wealth gains in mergers: Effect of synergy and ownership structure," *Journal of Business Finance and Accounting*, Vol. 23, No. 5-6, pp. 673-698.
- Tong, Z., 2007, "Risk reduction as a CEO's motive for corporate cash holdings," *working paper*.
- Williamson, Oliver, 1975, "Markets and hierarchies, analysis and antitrust implications: A study in the economics of internal organization," *Free Press*, New York.

Study of the Functions of Business Groups under Affiliations through M&A

Chan Shik Jung*

Abstract

This study analyzes the functions of Korean conglomerates based on their affiliations through mergers and acquisitions. Affiliations in a business group are events where the affiliated firms are connected to the interactive functions among firms in a business group, and therefore provide an opportunity to investigate the functions of business groups.

We find that the average cumulative abnormal return (CAR) of existing affiliated firms around the affiliation event is significantly positive and that the positivity of the average CAR of newly affiliated firms is also significant. This suggests that there had been “synergy” after the affiliation events. We also find that the average CAR of existing firms tends to be higher as the complementarity of mismatch of growth opportunities and resources between existing firms is higher. This results support the financial synergy hypothesis.

We also find that the average CAR of existing affiliated firms tends to be lower with the higher controlling shareholder’s ownership. This result supports the propping hypothesis from existing affiliated firms to newly affiliated firms.

In conclusion, these results suggest that Korean business groups perform the positive function of synergy, and the function of propping.

Key words: business groups, affiliation, synergy, propping, internal capital market

JEL Classification: C12, G32, G34

* Donga University Business School(michael@dau.ac.kr)