

규제연구 제15권 제2호 2006년 12월

수평합병에 대한 규제당국의 판단과 시장반응의 비교

최 충 규*

본 논문에서는 증시 데이터를 활용한 사건연구(Event Study)를 통해 공정거래위원회가 그동안 기업결합사건에 대해 내린 판결이 시장의 반응에 비추어 얼마나 타당했는지를 사후적으로 검토한다. 분석대상 기업결합사건은 1981~2004년 기간 동안 공정위가 심의·의결한 13건의 수평 기업결합사건이다. 분석 결과, 시장의 평가와 공정위의 판단이 일치한 것으로 보이는 사건이 3건, 제1종 및 제2종 오류를 범한 것으로 보이는 사건이 5건, 그리고 판단이 곤란한 사건이 5건인 것으로 나타났다. 특기할 만한 점은 제1종 및 제2종 오류로 분류된 사건이 모두 외환위기 직후의 구조조정과정에서 발생했다는 점인데, 이는 이 기간 동안 기업결합사건에 대한 심결이 경쟁과 효율성 이외의 다른 요인에 의해 영향 받았을 가능성을 암시한다.

핵심용어: 사건연구, 기업결합, 소비자후생

경제학문헌목록 주제분류: L4, K21

* 한국경제연구원 기업연구본부, 서울시 영등포구 여의도동 28-1 (e-mail: choicg@keri.org)

** 본 논문은 저자가 한국경제연구원에서 수행한 연구과제의 일부를 발췌하여 부분적으로 수정·보완한 것이다. 본 논문이 완성되기까지 유익한 논평을 해 주신 서강대 전성훈 교수, 이화여대 김상택 교수, 익명의 심사위원, 그리고 본원의 김현중 박사, 이병기 박사, 이인권 박사, 이주선 박사, 조성봉 박사, 황인학 박사에게 깊은 감사를 드린다. 또한 본 연구를 진행하는 과정에서 자료 및 데이터의 수집과 정리를 도와준 지민진 연구원에게도 감사의 뜻을 전한다.

접수일: 2/23, 게재확정일: 12/19

I. 서 론

기업결합은 합병기업의 시장지배력을 증대시키고 기업간 담합의 가능성을 증가시킴으로써 경쟁을 제한하는 효과가 있다. 또한 기업결합은 합병기업의 생산합리화, 규모 및 범위의 경제 실현, 기술진보, 구매경제성 실현, 경영효율화 등의 형태로 효율성을 증대시키는 효과도 있다. 이에 따라 대부분의 국가에서는 경쟁을 현저히 저해하는 기업결합을 원칙적으로 금지하되, 효율성 증대효과가 경쟁제한에 따른 폐해를 능가하는 경우 예외적으로 허용하고 있다.

우리나라도 공정거래법 제7조에 의거 경쟁제한적인 기업결합을 원칙적으로 금지하지만, 기업결합으로 인한 효율성 증대효과가 경쟁제한에 따른 폐해보다 클 경우 예외로 인정해 주고 있다. 이에 관한 보다 구체적인 심사지침은 기업결합심사기준(공정거래위원회 고시 제1999-2호)에 나와 있는데, 이에 따르면 경쟁당국은 효율성 증대효과의 판단기준으로 생산·판매·연구개발 등에서의 효율성 증대효과뿐만 아니라 고용증대, 지방경제 발전, 전후방 연관산업의 발전, 국민경제생활의 안정, 환경오염 개선 등 국민경제 전체적인 효과도 고려하도록 규정하고 있다.

그러나 현실적으로 개개의 기업결합사건을 심사함에 있어서 국민경제 전체적인 효과를 모두 고려하는 것은 사실상 불가능할 뿐만 아니라 심사과정에서 경쟁 외적인 정치·사회적인 요인들이 개입될 여지가 많다. 이에 따라 공정거래위원회(이하 공정위)에서는 ‘기업결합심사기준’에서 제시하고 있는 것과는 달리 ‘소비자후생’의 증진 여부에 초점을 두어 개별 기업결합사건의 허용 여부를 판단하고 있다. 예컨대, 인천제철/삼미특수강 사건에 대한 의결문에서 공정위는 다음과 같이 밝힌 바 있다.

“효율성 증대효과를 경쟁제한성 완화요인으로 인정하는 이유는 효율성 증대로 인해 원가절감요인이 가격인하로 연결되어 경쟁을 촉진시키고 소비자후생을 증대할 수 있기 때문”¹⁾

또한 공정위는 삼익악기·삼송공업/영창악기 사건에 대한 의결문에서 다음과 같이 밝힌 바 있다.

“효율성 효과를 예외인정 사유로 규정한 취지는 기업결합으로 인해 사업자 수가 줄어들어 경쟁제한적 폐해가 발생할 수 있더라도 효율성 효과가 발생할 경우 기업결합 당 사회사의 비용이 하락하여 가격인하나 생산량의 증대 등을 통해 경쟁구조가 보다 촉진되고 국내 소비자의 후생이 증대될 수 있기 때문이다”²⁾

이로써 소비자후생을 효율성 증대효과의 판단기준으로 채택하고 있으며 소비자후생이 증대되는 경우에 한해 경쟁제한적인 기업결합을 예외적으로 허용하겠다는 원칙과 의지를 천명하고 있다.

문제는 효율성 증대효과의 판단기준이 무엇이건 간에 두 가지 형태의 판단오류가 발생할 수 있다는 점이다. 하나는 제1종 오류(Type I Error)로서 허용하는 것이 바람직한 기업결합을 금지하는 것이고, 다른 하나는 제2종 오류(Type II Error)로서 금지하는 것이 바람직한 기업결합을 허용하는 것이다. 제1종 오류가 발생할 경우에는 효율성 증대효과가 큰 기업결합을 허용하지 않음으로써 합병을 통한 기업경쟁력 향상의 기회를 차단하는 결과를 낳고, 제2종 오류가 발생할 경우에는 경쟁제한효과가 큰 기업결합을 허용함으로써 시장경쟁을 저해하는 결과를 낳는다.

본 논문에서는 증시 데이터를 활용한 사건연구(Event Study)를 통해 공정위가 그동안 기업결합사건에 대해 내린 판결이 시장의 평가에 비추어 얼마나 타당했는지를 사후적으로 검토한다. 분석대상 기업결합사건은 1981년부터 2004년말까지 공정위가 기업결합 제한규정 위반 여부에 관해 심의·의결한 27개 사건 중 13개의 수평 기업결합사건이다. 분석 결과, 시장의 평가와 공정위의 판단이 일치한 것으로 보이는 사건이 3건, 제1종 오류를 범한 것으로 보이는 사건이 2건, 제2종 오류를 범한 것으로 판단되는 사건이 3건, 그리고 판단이 곤란한 사건이 5건인 것으로 나타났다. 특기할 만한 점은 제1종 및 제2

1) 공정거래위원회 전원회의 의결 제2000-151호, p.20, 2000. 9. 30.

2) 공정거래위원회 전원회의 의결 제2004-271호, p.18, 2004. 9. 24.

중 오류로 분류된 사건이 모두 외환위기 직후의 구조조정과정에서 발생하였고 이들 사건에 대한 공정위의 심결이 2000년 이전에 이루어진 반면, ‘판단일치’ 사건으로 분류된 3개 사건의 심결은 모두 2003년 이후 최근에 이루어졌다는 점이다. 이는 외환위기 직후에는 기업결합사건에 대한 심결이 경쟁과 효율성 이외의 다른 요인에 의해 영향 받았을 가능성을 암시하는 것이며, 또한 외환위기에서 어느 정도 벗어난 2003년 이후에는 경쟁과 효율성을 고려한 정상적인 기업결합심사가 이루어져 왔음을 시사한다.

본 논문의 구성은 다음과 같다. 먼저 제2장에서는 본 논문과 관련된 연구를 소개하고, 제3장에서는 이 논문에서 수행하고자 하는 사건연구의 이론적 근거, 데이터 및 분석결과를 보고하며, 제4장에서는 분석의 한계를 지적한다.

II. 관련연구

본 논문은 증시 데이터를 활용하여 기업결합의 소비자후생 효과를 측정하고 이를 통해 공정위의 판결을 사후적으로 검증한다는 점에서 기업결합의 후생효과에 관한 실증 문헌에 속한다. 이 문헌은 크게 산업경제학(Industrial Economics) 문헌과 금융경제학(Financial Economics) 문헌으로 구분할 수 있는데, 산업경제학 문헌은 기업결합이 가격 및 시장점유율에 미치는 영향을 분석한다. 이에 속하는 연구들은 희소하지만 비교적 일관된 결론을 제시해 주고 있다. 즉 기업결합의 결과로 가격은 상승하고 합병기업의 시장점유율은 하락하는 경향이 있다는 것이다. Barton and Sherman(1984)과 Kim and Singal(1993)은 기업결합의 가격상승효과를 보고하고 있고, Mueller(1985)와 Baldwin and Gorecki(1990)는 합병기업의 시장점유율 하락을 결과로서 제시하고 있다.³⁾

이론적으로 보면, 합병이 시장지배력을 증대시켰을 경우 생산감축과 가격인상이 초래되고, 이에 대응하여 경쟁기업들이 생산을 확대하기 때문에 합병기업의 시장점유율은

3) 다소 애매한 결론을 제시한 연구들도 있다. Borenstein(1990)과 Werden, Joskow, and Johnson(1991)은 1986년의 Northwest-Republic의 합병과 TWA-Ozark의 합병이 가격에 미치는 영향을 분석하였는데, 전자의 경우에는 유의적인 가격상승을 발견하였지만 후자의 경우에는 그러지 못했다. 또한 Goldberg(1973)는 1950-60년대의 기업결합사건을 연구하였는데 합병기업의 유의적인 시장점유율 감소를 발견하지 못하였다.

감소한다. 그러나 합병이 효율성을 증대시키는 경우에는 가격이 인하되고 생산이 확대되어 합병기업의 시장점유율은 증가한다. 따라서 이러한 과점이론에 비추어 보면 상기의 실증분석 결과는 기업결합이 합병기업의 시장지배력을 증대시켰고 이에 따른 경쟁제한효과가 효율성 증대효과보다 컸음을 의미하며, 그 결과 소비자잉여는 감소하고 소비자로부터 생산자로의 부(富)의 이전 및 사중손실(Deadweight Loss)이 발생하였음을 시사한다. 그러나 이들 산업경제학 문헌은 기업결합 이후 합병 이외의 요인이 가격 및 시장점유율에 미쳤을 가능성을 통제하는 데 어려움이 있기 때문에 그 결과를 해석하는 데에는 신중함이 요구된다.

한편, 금융경제학 문헌에서는 기업결합이 경쟁기업들의 주가에 미치는 영향을 분석함으로써 시장지배력 증대효과(또는 경쟁제한효과)와 효율성 증대효과를 구분하고 기업결합의 후생효과를 평가하려고 시도한다. 이 문헌에서는 기업결합 소식이 처음 발표되었을 때 경쟁기업들의 주가가 상승하고, 경쟁당국이 이 기업결합의 경쟁제한성 여부를 조사한다고 발표하였을 때 경쟁기업들의 주가가 하락하는 경우 동 기업결합은 시장지배력 증대효과 또는 경쟁제한효과가 더 크다고 간주하며, 반대의 경우에는 효율성 증대효과가 더 크다고 해석한다.⁴⁾ 그러나 Eckbo(1983), Eckbo and Wier(1985), Banerjee and Eckard(1998) 등의 연구에 따르면, 기업결합 발표 및 경쟁당국의 경쟁제한성 조사방침 발표가 경쟁기업들의 주가에 별 영향을 미치지 않는 것으로 나타나고 있다. 이러한 결과는 기업결합이 시장지배력이나 효율성에 별 영향을 미치지 않거나 두 효과가 서로 상쇄된다는 것을 시사하는 것으로 해석될 수 있다.⁵⁾

이러한 사건연구에 대해 McAfee and Williams(1988)와 Fridolfsson and Stennek(1999)은 방법론상 문제가 있다고 지적하고 있다. McAfee and Williams(1988)는 기존의 사건연구와는 반대로 사후적으로 경쟁제한성이 있다고 판명된 기업결합사건에 대해 분석하였는데, 기업결합이 처음 발표되었을 때와 경쟁당국이 경쟁제한성을 조사하겠다고 발표하였을 때 경쟁기업의 주가는 예측과는 반대로 움직였다는 결과를 제시하고 있다. 저자들에 따르면, 이러한 결과가 나온 것은 경쟁기업들이 기업결합과 관련된 제품뿐만 아니라 여러 가지 다른 제품들을 생산하기 때문이라고 설명하고 있다. Fridolfsson and

4) 이러한 해석의 이론적 배경에 관해서는 후술(제3장 제1절) 참조.

5) 사건연구에 관한 최근의 문헌조사는 Röller et al.(2000)과 Tichy(2001) 참조.

Stennek(1999)은 여기에 또 다른 설명을 붙이고 있는데, 이들에 따르면 기업결합은 기업 간 역학관계에 변화를 초래하고 상황에 따라서는 그 역학관계 변화가 기업의 주가에 매우 중요하게 작용한다는 것이다. 즉 기업결합을 통해 시장을 주도하는 위치에 서게 되는 합병기업의 주가는 상승하고, 합병에 참여하지 않았거나 실패한 기업의 주가는 기업결합의 경쟁제한성과 관계없이 하락할 수 있다고 설명한다.

본 논문과 가장 밀접한 연구로는 Duso, Neven, and Röller(2003)를 들 수 있다. 이 논문은 유럽연합(EU)이 심의한 164건의 기업결합사건에 대하여 증시의 반응을 분석함으로써 동 기업결합사건들의 반경쟁성을 평가하고 있으며, 또한 증시의 반응과 EU 결정 간 괴리의 요인이 무엇인지를 분석하고 있다. 이 논문에서 저자들은 EU의 결정이 소비자이익의 보호라는 합병규제의 목적뿐만 아니라 제도적, 정치적 환경에 크게 영향 받으며, 기업의 이해관계 및 영향력에는 별로 민감하지 않다는 결론을 제시하고 있다.

본 논문은 Duso, Neven, and Röller(2003)의 분석방법을 국내에 적용하여 경쟁제한적 기업결합사건에 대해 공정위가 내린 판결이 시장의 반응에 비추어 얼마나 타당했는지를 평가한다. 그러나 본 논문에서는 표본수의 부족으로 공정위의 판단과 시장평가간 괴리의 요인을 계량경제학적으로 분석하지는 못하였다.

III. 사건 연구(Event Study)

1. 이론적 근거

본 논문에서 채택하고 있는 사건연구의 방법론적 핵심은 경쟁기업들의 주가(이윤)와 소비자후생간의 역관계이다. 이 관계에 대한 이론적 근거는 Farrell and Shapiro(1990), Vives(2000), Duso, Neven, and Röller(2003) 등에서 찾아볼 수 있다.

먼저 Farrell and Shapiro(1990)와 Vives(2000, pp.101-102)는 균형의 유일성, 안정성 등의 일상적인 조건(Regularity Conditions)을 만족하는 쿠르노 경쟁모형에서 합병기업과 경쟁관계에 있는 기업들의 이윤이 감소하면 소비자후생이 증가하는 성질이 있음을 보이고 있다. 다시 말해서, 기업들이 동질적인 제품을 생산하고 수량경쟁을 하는 경우 특

정 기업결합이 소비자후생에 미치는 영향은 경쟁기업들의 이윤변화를 살펴봄으로써 평가할 수 있다는 것이다.

Duso, Neven, and Röller(2003)는 이러한 성질이 ‘제품이 차별화된’ 버틀랜드 경쟁의 경우에도 동일하게 나타남을 보이고 있다. 즉 기업들이 차별화된 제품을 생산하고 가격경쟁을 하며 일상적인 조건을 만족하는 경우 기업결합에 따른 소비자후생의 변화는 경쟁기업의 이윤변화와 반대로 움직인다는 것이다. 이를 좀더 자세히 살펴보기 위해 다음과 같이 가정해 보자.

(i) 경쟁기업들의 이윤의 합은 $\Pi_c(p_c, p_m)$ 이다. 여기서 p_c 와 p_m 은 각각 경쟁기업들과 합병기업들의 가격벡터이다.

(ii) 기업들이 생산하는 제품들은 상호 대체제이며, 따라서 p_m 이 상승하면 $\Pi_c(p_c, p_m)$ 는 증가한다.

(iii) 잘 정의된 최적반응함수(Best-Response Functions)와 유일하고 안정된 내쉬균형이 존재하며, 그 내쉬균형의 값은 효율성 증대효과(e)의 크기에 따라 부드럽게(Smoothly) 변한다.

(iv) 기업결합 이전의 균형은 (p_c^*, p_m^*) 이다.

이와 같은 가정하에서 기업결합으로 인해 합병기업의 효율성이 증대되었고, 그 결과 균형가격이 (p_c^e, p_m^e) 로 변했다고 하자. 그러면 Vives(2000, pp.213-217)가 보여 주듯이 합병 이후의 가격은 합병 이전의 가격보다 낮아진다. 즉 $p_c^e < p_c^*$ 이고 $p_m^e < p_m^*$ 이다.

이제 합병기업들의 시장지배력 증대를 생각해 보자. 만일 합병기업들이 합병 이후 시장지배력이 증대되었다면 이 기업들은 각각의 차별화된 제품에 대하여 더 높은 가격을 책정할 것이다. 그러면 가격의 전략적 보완성(Strategic Complements)⁶⁾에 의해 경쟁기업들

6) 기업들이 가격경쟁을 하는 버틀랜드 모형에서 한 기업이 가격을 인상할 경우 경쟁기업도 가격을 인상하는 것이 최선의 대응(Best Response)이다. 따라서 두 기업의 전략변수(가격)는 같은 방향으로 움직이게 되는데 이를 일컬어 (가격의) 전략적 보완성이라고 한다. 반대로 기업들이 수량경쟁을 하는 쿠르노 모형에서는 한 기업이 생산량을 늘리면 경쟁기업은 생산량을 줄이는 것이 최선의 대응이며, 이 경우 두 기업의 전략변수(생산량)는 서로 다른 방향으로 움직이므로 이를 전략적 대체성(Strategic Substitutes)이라고 한다. 보다 자세한 사항은 Bulow, Geanakoplos, and Klemperer(1985) 참조.

도 가격을 인상할 것이다. 따라서 합병 이후의 균형가격을 (p_c^{**}, p_m^{**}) 라고 하면, $p_m^e < p_m^{**}$ 와 $p_c^e < p_c^{**}$ 가 성립한다.

합병 이후의 최종가격은 전술한 두 가지 효과, 즉 가격을 인하시키는 효율성 증대효과와 가격을 인상시키는 시장지배력 증대효과의 상대적인 크기에 따라 상승할 수도 있고 하락할 수도 있다. 먼저, 첫 번째 경우로서 시장지배력 증대효과가 효율성 증대효과보다 커서 합병기업의 합병 후 가격이 상승했다고 하자($p_m^* < p_m^{**}$). 그러면, 가격의 전략적 보완성에 따라 $p_c^* < p_c^{**}$ 가 된다. 따라서 다음이 성립한다.

$$\Pi_c(p_c^*, p_m^*) < \Pi_c(p_c^*, p_m^{**}) < \Pi_c(p_c^{**}, p_m^{**})$$

이 식에서 첫 번째 부등호는 가정 (ii)에 근거한다. 즉 경쟁기업의 가격이 p_c^* 인 상태에서 합병기업의 가격이 p_m^* 에서 p_m^{**} 로 상승하면 제품들이 상호 대체제이므로 경쟁기업들의 이윤은 증가한다. 두 번째 부등호는 합병 후 균형가격의 정의에 따른 것이다. 다시 말해서, 합병 후의 균형가격이 (p_c^{**}, p_m^{**}) 라는 것은 합병기업의 가격이 p_m^{**} 일 때 경쟁기업들의 이윤을 극대화시키는 최적가격이 p_c^{**} 라는 것을 말하며, 따라서 $\Pi_c(p_c^{**}, p_m^{**})$ 는 $\Pi_c(p_c^*, p_m^{**})$ 보다 크다. 결국 상기 부등식은 합병이 경쟁기업의 이윤을 증대시키지만 모든 가격을 상승시켜 소비자후생의 감소를 초래한다는 것을 의미한다. 즉 경쟁기업의 이윤과 소비자후생의 역관계가 성립한다.

다음으로, 효율성 증대효과가 시장지배력 증대효과보다 커 합병기업의 합병 후 가격이 하락했다고 하자($p_m^* > p_m^{**}$). 그러면 가격의 전략적 보완성에 의해 $p_c^* > p_c^{**}$ 가 된다. 따라서 다음이 성립한다.

$$\Pi_c(p_c^*, p_m^*) > \Pi_c(p_c^*, p_m^{**}) > \Pi_c(p_c^{**}, p_m^{**})$$

이 식에서 첫 번째 부등호는 합병 전 균형가격의 정의에 따른 것이다. 즉 합병기업의 가격이 p_m^* 일 때 경쟁기업의 최적가격이 p_c^* 라면 $\Pi_c(p_c^*, p_m^*)$ 는 당연히 $\Pi_c(p_c^{**}, p_m^*)$ 보다 크다. 두 번째 부등호는 가정 (ii)에 따른 것이다. 앞서 설명한 바와 마찬가지로 경쟁기업의 가격이 p_c^{**} 일 때 합병기업의 가격이 p_m^* 에서 p_m^{**} 로 하락하면 경쟁기업의 이윤은 감소한다. 결국 상기 부등식은 합병이 경쟁기업의 이윤을 감소시키지만 모든 가격을 하락시켜 소비자후생을 증가시킨다는 것을 의미한다. 즉 이 경우에도 경쟁기업의 이윤

과 소비자후생의 역관계가 성립한다.

단, 이와 같은 경쟁기업의 이윤과 소비자후생간의 역관계는 수평 기업결합의 경우에 한하여 이론적으로 뒷받침된다는 점에 유의할 필요가 있다. 수직 또는 혼합 기업결합의 경우에는 합병기업이 거래거절, 시장봉쇄 등의 방법을 통하여 경쟁기업의 이윤에 악영향을 끼칠 수 있으며, 이 경우 소비자후생도 감소하여 경쟁기업의 이윤과 소비자후생간의 역관계가 성립하지 않을 수 있다. 이런 이유로 본 분석에서는 수평결합사건만을 분석대상으로 한다.

2. 데이터

(1) 분석대상 기업결합사건

본 논문에서 분석대상으로 삼은 기업결합사건은 1981년부터 2004년말까지 공정거래위원회가 기업결합제한규정의 위반 여부를 심의·의결한 총 27건의 경쟁제한적 기업결합사건 중 수평결합에 해당하고 결합당사회사와 경쟁기업의 추가정보를 얻을 수 있는 13개의 기업결합사건이다. 전술한 총 27건의 경쟁제한적 기업결합사건은 <부표 1>에 요약되어 있고, 13건의 분석대상 기업결합사건과 각 사건에서의 합병기업 및 경쟁기업 리스트는 <부표 2>와 같다.⁷⁾

(2) 합병 발표일(Announcement Day)

본 분석에서는 당해 기업결합이 거의 확실시되어 그 사실이 국내 경제신문에 처음 발표된 날 또는 당해 기업결합 사실이 실질적으로 주가에 반영된 날을 합병 발표일(t)로 삼았다. 합병 발표일은 기업결합사건에 따라 매우 다양한 형태로 나타난다. 예컨대, 인수 경쟁사가 없는 경우 출자, 공개매수, 지분매집, 인수합의 등의 사실이 처음 발표되어 주가에 반영된 날을 합병 발표일로 삼았고, 인수경쟁사가 있는 경우에는 우선협상대상자 선정, 낙찰, 계약체결 등의 사실 또는 계획이 처음 발표되어 주가에 반영된 날을 합병 발표일로 삼았다(<부표 3> 참조).

7) 27개의 경쟁제한적 기업결합사건에 대한 공정위의 의결서는 공정위 홈페이지(<http://www.ftc.go.kr>)의 심결자료에서 찾아볼 수 있다.

(3) 합병기업 및 경쟁기업의 이윤변화

본 분석에서 합병기업(m) 및 경쟁기업(c)의 이윤변화($\Delta\pi_m$, $\Delta\pi_c$)와 이윤변화율($\% \Delta\pi$)은 각각 다음과 같이 계산된다.

$$\Delta\pi_m = \sum_{i=1}^M \left(\frac{\Delta p_i}{p_{i,t-1}} - \frac{\Delta I_i}{I_{i,t-1}} \right) \cdot p_{it} \cdot n_{it}$$

$$\Delta\pi_c = \sum_{i=1}^C \left(\frac{\Delta p_i}{p_{i,t-1}} - \frac{\Delta I_i}{I_{i,t-1}} \right) \cdot p_{it} \cdot n_{it}$$

$$\% \Delta\pi = \frac{\Delta\pi}{\pi} = \frac{\sum_i \left(\frac{\Delta p_i}{p_{i,t-1}} - \frac{\Delta I_i}{I_{i,t-1}} \right) \cdot p_{it} \cdot n_{it}}{\sum_i p_{i,t-1} \cdot n_{i,t-1}}$$

여기서 p_{it} 는 t시점(합병 발표일)에서의 기업 i의 주가, n_{it} 는 t시점에서의 기업 i의 주식 수, I_{it} 는 t시점에서 기업 i가 속해 있는 업종의 주가지수(업종지수), M은 합병기업의 수, C는 경쟁기업의 수, $\Delta p_i = p_{it} - p_{i,t-1}$, $\Delta I_i = I_{it} - I_{i,t-1}$ 을 의미한다. 따라서 해당 기업의 이윤변화 및 변화율은 소속된 업종지수의 변화에 상대적인 것으로서 해당기업의 주가가 소속업종지수보다 더 크게 증가한 경우에는 양(+)의 부호를 갖고, 반대의 경우에는 음(-)의 부호를 가진다. 이와 같이 해당 기업의 이윤변화 및 변화율을 소속업종지수의 변화에 대비한 상대치로 계산한 것은 업종 전체에 공통적으로 미친 영향을 통제하기 위한 것이다. 합병기업 또는 경쟁기업 전체의 이윤변화의 산출을 위해서는 위의 식에서 보는 바와 같이 각 기업의 가치($p_{it} \cdot n_{it}$)를 가중치로 사용하였다.

3. 분석결과

분석결과는 <부표 3>에 정리되어 있으며, 이를 요약한 것이 <표 1>이다. 이 표에서 보듯이 분석대상인 13개의 수평결합사건 중에서 시장의 평가와 공정위의 판단이 일치한 것으로 보이는 사건이 3건, 시장의 평가에 비추어 볼 때 허용하는 것이 타당하나 공정위가 사실상 금지했거나 시정조치를 명하여 제1종 오류를 범한 것으로 보이는 사건이

2건, 반대로 시장의 평가에 비추어 금지하는 것이 타당하나 경미한 시정조치만을 내려 제2종 오류를 범한 것으로 보이는 사건이 3건, 그리고 판단이 곤란한 사건이 5건이다.

〈표 1〉 이벤트분석 결과 요약

판단일치		제1종 오류		제2종 오류		판단유보	
사건명 (심결월)	이윤변화율 (시정조치)	사건명 (심결월)	이윤변화율 (시정조치)	사건명 (심결월)	이윤변화율 (시정조치)	사건명 (심결월)	이윤변화율 (시정조치)
무학 (03.1)	5.4% (주식매각)	P&G (98.5)	-3.3% (자산양도)	텔레피니엄 (98.11)	3.3% (점유율제한)	현대자동차 (99.4)	-10.6% (가격제한)
엠펙하우스 (04.4)	4.8% (자산매각)	OB맥주 (99.12)	-4.3% (가격제한)	질레트 (98.12)	6.3% (가격제한)	호텔롯데 (00.4)	0.4% (가격제한)
INI스틸 (04.11)	1.0% (설비양도)			SK텔레콤 (00.5)	12.6% (점유율제한)	인천제철 (00.9)	-0.4% (가격제한)
						코오롱 (02.12)	-2.0% (설비매각)
						LG화학 (03.9)	-0.3% (분리경영)

- 주: 1) 사건명은 편의상 해당 기업결합의 취득기업명으로 표시하였음.
 2) 이윤변화율은 경쟁기업의 이윤변화율임.
 3) ‘판단일치’ 사건으로 분류된 INI스틸 사건에서는 여러 관련시장 중 철근시장과 관련해서만 ‘판단일치’에 해당함. 여타 관련시장(열연 및 냉연제품 시장)에서는 경쟁기업의 이윤변화율이 -0.3%로서 그 부호를 판단하기 곤란함(<부표 3> 참조).

먼저, 판단이 유보된 5개 사건 중 현대자동차/기아자동차 사건에서는 경쟁기업이 대우자동차, 삼성자동차, 아시아자동차 등인데 이 중 대우자동차와 삼성자동차는 당시 비상장회사였고, 유일한 상장 경쟁기업인 아시아자동차는 피취득기업인 기아자동차와 함께 현대자동차에 낙찰되어 합병회사와 실질적인 경쟁관계에 있지 않았다. 또한 아시아자동차는 기아자동차와 마찬가지로 포드 등 다른 기업에 인수되기를 기대하였으나 낙찰과 함께 그 기대가 실망으로 바뀌면서 아시아자동차의 주가가 크게 하락하였다. 따라서 아시아자동차의 주가변화는 합병 이후 경쟁기업의 이윤변화를 반영했다기보다는 (피

인수기업의 입장에서 보다 나은) 다른 조합의 합병 가능성의 무산을 더 반영한 것으로 보이며, 아시아자동차의 주가변화만으로 당해 합병의 반경쟁성 또는 효율성 증대효과를 판단하기는 곤란하다. 다음으로, 코오롱/고합 사건에서는 경쟁기업인 (주)효성이 피취득 기업인 고합의 인수를 둘러싸고 코오롱과 경합을 벌였으나 결국 실패하였다. 따라서 이 경우에도 (주)효성의 상대적인 주가하락은 경쟁기업에 대한 이윤전망의 변화보다는 인수경쟁 패배의 효과를 더 반영한 것으로 판단된다. 나머지 3개 사건의 경우에는 도출된 이윤변화율의 크기가 매우 작기 때문에 그 부호에 대한 유의성이 떨어져 판단을 유보하였다.

시장의 평가와 공정위의 판단이 일치한 3개 사건에서는 경쟁기업의 이윤변화율이 모두 양(+)의 값을 나타내고 있다. 이는 본 분석의 이론적 근거에 따르면 합병의 효율성 증대효과가 충분히 크지 않아 합병으로 인해 소비자후생이 감소할 것이라는 점을 의미한다. 따라서 이들 합병은 금지되는 것이 바람직한데, 공정위는 이 사건의 합병당사회사들에게 주식 또는 자산의 매각 등을 명하여 사실상 해당합병을 금지시켰다.

제1종 오류에 해당하는 2개의 사건에서는 경쟁기업의 이윤변화율이 모두 음(-)의 값을 나타내 합병의 효율성 증대효과가 충분히 크고 합병 이후 소비자후생이 증대될 것임을 시사한다. 이들 두 사건에서는 구조조정 과정에 있던 제3위 업체(쌍용제지 및 진로쿠어스맥주)가 해당업계의 1위(P&G) 및 2위(OB맥주) 업체와 각각 합병하여 양강 구도를 이루게 되었다는 공통점이 있다. 이에 따라 종이생리대 시장에서는 P&G와 유한킴벌리가, 맥주시장에서는 하이트맥주와 OB맥주가 상호 치열하게 경쟁할 것으로 예상되었다. 그러나 공정위는 합병으로 인해 두 시장에서 모두 시장집중도가 높아진다는 정태적인 시장분석에 기초하여 P&G에 대해서는 자산양도를 명하여 사실상 합병을 금지시켰고, OB맥주에 대해서는 출고가격의 인상을 제한하는 시정조치를 명하였다.⁸⁾

제2종 오류를 범한 것으로 분류된 3개 사건에서는 경쟁기업의 이윤변화율이 모두 양(+)으로 나타났다. 이는 이들 합병의 효율성 증대효과가 충분히 크지 않아 합병 이후 소비자후생이 감소될 것이며, 따라서 이들 합병은 금지 또는 철회되는 것이 바람직하다는 것을 시사한다. 그러나 공정위는 이들 합병사건에 대해 시장점유율 제한이나 가격제한

8) 이 사건은 공정위가 OB맥주에 대하여 가격인상 제한이라는 비교적 경미한 시정조치를 내렸다는 점에서 '판단일치' 사건으로도 분류할 수 있을 것이다.

이라는 경미한 시정조치만을 내리고 결국 합병을 허용하였다.

본 분석에서 특기할 만한 점은 제1종 및 제2종 오류로 분류된 사건이 모두 외환위기 직후의 구조조정과정에서 발생하였고 이들 사건에 대한 공정위의 심결이 2000년 이전에 이루어진 반면, ‘판단일치’ 사건으로 분류된 3개 사건의 심결은 모두 2003년 이후 최근에 이루어졌다는 점이다. 이는 외환위기 직후에는 기업결합사건에 대한 심결이 경쟁과 효율성 이외의 다른 요인에 의해 영향 받았을 가능성을 암시하는 것이며, 또한 외환위기에서 어느 정도 벗어난 2003년 이후에는 경쟁과 효율성에 초점을 맞춘 정상적인 기업결합심사가 이루어지고 있음을 시사한다.

IV. 분석의 한계와 후속연구

본 분석은 전적으로 증시 데이터를 이용하고 있다. 따라서 본 분석의 한계 역시 증시 데이터의 신뢰성과 직결되어 있다. 우선, 증시 데이터는 여러 가지 장점이 있다. 첫째, 증시 데이터는 시장의 평가로서 합병당사회사, 경쟁기업, 또는 규제기관의 평가로부터 독립적이며, 이들 기업 또는 기관의 이해관계나 영향력으로부터 자유롭다. 둘째, 증시 데이터는 해당 기업결합이 허용, 금지, 또는 시정조치를 받는 것과 관계없이 항상 생성되므로 이른바 데이터의 삭제문제(Censoring Problem)가 발생하지 않는다. 다만, 경쟁기업의 일부가 비상장 기업인 경우 해당기업이 분석대상으로부터 제외되는 문제는 여전히 남는다. 셋째, 증시 데이터를 활용한 분석은 수요함수의 구조적 추정을 통해 소비자잉여를 직접 계산하는 방법에 비해 훨씬 용이하다. 마지막으로, 증시 데이터는 미래의 이윤 흐름에 관한 정보를 포함하고 있으므로 회계자료상의 이윤보다 합병의 동태적인 효과를 더 잘 반영한다.

이러한 장점에도 불구하고 증시 데이터는 다음과 같은 한계와 문제점이 있다. 첫째, 사건연구는 증시가 효율적이라는 가설에 기초하고 있다. 그러나 우리나라 증시가 과연 효율적인 시장인가에 대해서는 의문의 여지가 있다. 둘째, 증시 데이터는 모든 정보를 다 담고 있기 때문에 주가의 변화 중 얼마만큼이 합병의 영향을 반영하고 있는지는 미지수이다. 셋째, Ravenscraft and Scherer(1987)가 지적하였듯이 합병이 해당기업의 일부

사업부문에만 영향을 주는 경우 주가의 변화는 합병의 영향을 과장 또는 축소함으로써 사건연구 결과의 신뢰도를 떨어뜨릴 수 있다. 넷째, 사전적으로 시장참가자들이 여러 조합의 합병 가능성을 예상하고 있는 경우 이 중 한 조합의 합병 발표에 따른 경쟁기업의 주가변화는 그 기업의 이윤전망 변화를 반영하기보다는 다른 조합의 합병 가능성의 변화를 더 많이 반영할 수 있다. 이런 경우는 두 가지로 구분할 수 있는데, 하나는 당해 기업(예: 효성)이 포함된 합병(예: 효성/고합간 합병) 대신 다른 조합의 합병(예: 코오롱/고합간 합병)이 발표됨으로써 당해기업(예: 효성)의 주가상승에 대한 기대가 와해되는 경우이고 (“out of play” effect),⁹⁾ 다른 하나는 특정조합의 합병(예: SK텔레콤/신세기통신간 합병) 발표로 인해 당해기업(예: KTF)이 포함된 후속합병(예: KTF/한솔M닷컴간 합병)의 가능성이 증가하는 경우이다(“in play” effect).¹⁰⁾ 전자의 경우에는 경쟁기업의 주가가 하락하더라도 이것이 반드시 동 합병의 친경쟁성 또는 소비자후생의 증대를 의미하는 것은 아니고, 후자의 경우에는 경쟁기업의 주가상승이 반드시 동 합병의 반경쟁성 또는 소비자후생의 감소를 의미하는 것은 아니다.¹¹⁾ 마지막으로, 기업결합의 효과는 합병 발표일(t) 당일의 주가에 모두 반영되지 않고 중장기에 걸쳐 반영될 수도 있다. 이 경우에는 합병 이후의 중장기적인 주가분석을 통해 경쟁기업의 이윤변화율을 산출하는 것이 보다 타당할 것이다. 그러나 이러한 방법론을 채택하는 경우에도 앞서 지적한 문제점들은 여전히 남게 되며, 합병 이외의 요인들이 주가에 반영될 가능성이 더욱 커질 수 있다는 점에 유의할 필요가 있다. 이와 같은 이유로 이벤트 연구결과는 매우 조심스럽게 해석되어야 하며, 본 분석의 결과도 분석대상 합병사건의 반경쟁성 여부나 공정위 심결의 적절성을 평가하는 결정적인 입증자료(Decisive Evidence)라기보다는 이에 관한 간접적인 참고자료(Reference)로서 고려되는 것이 적절할 것이다.

이상과 같은 기본적인 한계에도 불구하고 본 논문은 최소한 2가지 방향의 후속연구가 필요하다. 우선, 본 논문에서는 분석의 편의를 위해 주가분석 대상기간을 합병 발표일 전일(t-1)과 당일(t)에 국한하고 있다. 따라서 분석대상기간을 좀 더 다양하게 넓힐 경

9) Stenrek and Fridolfsson(2000) 참조.

10) Salinger and Shumann(1988)과 Motta and Vasconcelos(2003) 참조.

11) 본 논문에서는 현대자동차/기아자동차 사건과 코오롱/고합 사건에서 이러한 문제점이 발견되어 두 사건을 ‘판단유보’ 사건으로 분류하였다.

우 본 논문의 결과가 얼마나 견고하게 유지되는지를 살펴볼 필요가 있을 것이다. 물론 이때 합병 이외의 요인들을 어떻게 적절히 통제할 것인가가 계량경제학적인 이슈가 될 것이다. 두 번째 후속과제는 Duso et al.(2003)이 시도한 것과 같이 증시의 반응과 규제당국의 결정간의 괴리가 어떤 요인에 의해 발생했는지를 보다 심층적으로 분석하는 것이다. 본 논문에서는 제1종 및 제2종 오류를 범한 것으로 판단되는 기업결합사건이 외환위기 직후에 발생하였다는 점에 기초하여 이 기간 중에는 경쟁 외적인 요인들이 규제당국의 판단에 개입했을 가능성이 있다는 점을 지적하는 데 그쳤다. 앞으로 수평결합사건에 대한 심결사례와 데이터가 보다 풍부하게 축적된다면 이 방향의 후속연구가 가능해질 것이며, 그 연구결과는 우리나라의 기업결합 규제제도를 개선하는 데 귀중한 밑거름이 될 것이다.

K C I

참고문헌

- 최충규, 『기업결합심사의 후생기준과 효율성 증대효과의 판단』, 한국경제연구원, 2005. 7.
- Banerjee, A. and W.E. Eckard, "Are Mega-Mergers Anti-Competitive? Evidence from the First Great Merger Wave," *Rand Journal of Economics*, 29(4), 1998, pp.803-827.
- Barton, D.M. and R. Sherman, "The Price and Profit Effects of Horizontal Merger: A Case Study," *Journal of Industrial Economics*, 33(2), 1984, pp.165-177.
- Borenstein, S., "Airline Mergers, Airport Dominance, and Market Power," *American Economic Review*, 80(2), 1990, pp.400-404.
- Bulow, J., J. Geanakoplos, and P. Klemperer, "Multimarket Oligopoly: Strategic Substitutes and complements," *Journal of Political Economy*, 93, 1985, pp.488-511.
- Duso, T, D.J. Neven, and L.-H. Röller, "The Political Economy of European Merger Control: Evidence using Stock Market Data," Discussion Paper FS IV 02-34, Wissenschaftszentrum Berlin, 2003.
- Eckbo, B.E., "Horizontal Mergers, Collusion, and Stockholder Wealth," *Journal of Financial Economics*, 11, 1983, pp.241-273.
- Eckbo, B.E. and P. Wier, "Antimerger Policy under the Hart-Scott-Rodino Act: A Reexamination of the Market Power Hypothesis," *Journal of Law and Economics*, 28, 1985, pp.119-149.
- Farrell, J. and C. Shapiro, "Horizontal Mergers: An Equilibrium Analysis," *The American Economic Review*, 80(1), March 1990, pp.107-126.
- Fridolfsson, S.-O. and J. Stennek, "Why Mergers Reduce Profits and Raise Share Prices - A Theory of Preemptive Mergers," *Research Institute for Industrial Economics*, 1999.
- Goldberg, L., "The Effect of Conglomerate Mergers on Competition," *Journal of Law and Economics*, 16, 1973, pp.137-158.

- Kim, E.H. and V. Singal, "Mergers and Market Power: Evidence from the Airline Industry," *American Economic Review*, 83(3), 1993, pp.549-569.
- McAfee, R.P. and M.A. Williams, "Can Event Studies Detect Anticompetitive Mergers?," *Economics Letters*, 28(2), 1988, pp.199-203.
- Motta, M. and H. Vasconcelos, "Efficiency Gains and Myopic Antitrust Authority in a Dynamic Merger Game," EUI Working Paper ECO No.2003/23, European University Institute, September 2003.
- Mueller, D.C., "Mergers and Market Share," *Review of Economics and Statistics*, 67(2), 1985, pp.:259-267.
- Ravenscraft, D.J. and F.M. Scherer, *Mergers, Sell-Offs, and Economic Efficiency*, Washington, D.C., Brookings Institution, 1987.
- Röller, L.-H., J. Stennek, and F. Verboven, "Efficiency Gains from Mergers," Working Paper No.543, *The Research Institute of Industrial Economics*, 2000.
- Salinger, M.-A. and L. Schumann, "Horizontal Mergers and the Market Value of Rivals: The "In Play" Effect," *Columbia First Boston Series in Money, Economics, and Finance Working Paper*, FB-88-03, 1988.
- Stennek, J. and S.-O. Fridolfsson, "Why Event Studies Do Not Detect Anticompetitive Mergers," Working Paper, Research Institute of Industrial Economics, Stockholm, 2000.
- Stillman, R., "Examining Antitrust Policy toward Horizontal Mergers," *Journal of Financial Economics*, 11, 1983.
- Tichy, G., "What Do We Know about Success and Failure of Mergers," mimeo, 2001.
- Vives, X., *Oligopoly Pricing: Old Ideas and New Tools*, The MIT Press, 2000.
- Werden, G.J. A.S. Joskow, and R.L. Johnson, "The Effects of Mergers on Price and Output: Two Cases Studies from the Airline Industry," *Managerial and Decision Economics*, 12(5), 1991, pp.341-352.

〈부표 1〉 기업결합 심결사례

심결일자	결합사건	결합유형	특징	시정조치
1982. 1. 13.	동양화학의 한국과산화공업 주식취득	수평결합 50.0% 주식취득	과산화수소시장 복점체제가 독점으로 전환	주식매각
1982. 12. 15.	송원산업의 대한정밀 주식취득	수평결합 100% 주식취득	PVC 안정제 1, 2위 업체간 결합	주식매각
1996. 4. 22.	동양나이론의 한국카프로락탐 주식취득	수직결합 30.14% 주식취득	나이론 사업자와 원료독점생산자간 결합	주식취득 금지
1998. 5. 23.	P&G의 쌍용제지 주식취득	수평결합 91.6% 주식취득	종이생리대 1,3위 업체간 결합	종이생리대 영업관련자산 양도
1998. 11. 20.	텔피니엄 엔터프라이즈의 한솔제지 영업양수	수평결합 영업양수	신문용지 1,5위 업체간 결합	한시적 시장점유율 제한
1998. 12. 18.	질레트의 로케트코리아 주식취득	수평결합 100% 주식취득	상표권 및 판매관련 자산 취득	4년간 연평균도매가 제한
1999. 4. 7.	현대자동차의 기아 주식취득	수평결합 지분 51%의 신주인수	승용차·버스시장 1,3위 업체 및 트럭시장 1,2위 업체간 결합	3년간 화물운송차량의 국내가격 인상률 제한
1999. 12. 10.	오비맥주의 진로쿠어스맥주 주식취득	수평결합 주식취득	국내맥주시장의 2,3위 업체간 결합	2년간 맥주출고가 인상제한
2000. 2. 25.	백튼디킨스코리아홀딩의 신동방의료 주식취득	수평결합 100% 주식취득	정맥내유지침 1,2위 업체간 결합	정맥내유지침 영업관련자산 매각
2000. 4. 26.	호텔롯데 등 5개사의 해태음료 영업양수	수평결합 영업양수	과실음료시장 1,2위 업체간 결합	3년간 공장도가격 인상제한

심결일자	결합사건	결합유형	특징	시정조치
2000. 5. 16.	SK텔레콤의 신세기통신 주식취득	수평결합 51.19% 주식취득	이동통신시장의 1,3위 업체간 결합	한시적 시장점유율 제한 및 단말기 구매제한
2000. 9. 30.	인천제철의 삼미특수강 주식취득	수평결합 58.5% 주식취득	스테인리스 냉연강판시장의 1,2위 업체간 결합	3년간 스테인리스냉연강 판 가격인상 제한
2001. 6. 29.	SK(주)의 대한송유관공사 주식 추가취득	수직결합 17.74% 추가취득 (기존 16.3%)	정유사와 송유관회사의 결합	경쟁제한행위 금지
2002. 6. 18.	현대자동차 및 기아자동차의 위아 주식취득	수직결합 90.6% 주식취득	완성차 업체와 부품업체간 결합	비계열부품회사로 부터의 구매비율 유지
2002. 12. 23. (2003. 4. 1.)	코오롱의 고합 영업양수	수평결합 영업양수	나일론필름 1, 3위 업체간 결합	나일론필름 생산설비 매각
2003. 1. 7.	CJ홈쇼핑의 가야방송 및 중부산케이بلTV 주식취득	수직결합 각 33% 주식취득	TV홈쇼핑 업체와 독점유선방송시간 결합	부당한 거래거절 및 차별적 취급 금지
2003. 1. 7.	LG홈쇼핑의 울산케이بلTV 주식취득	수직결합 29.6% 주식취득	TV홈쇼핑 업체와 독점유선방송시간 결합	부당한 거래거절 및 차별적 취급 금지
2003. 1. 7.	현대홈쇼핑 등의 케이بلTV 7개사 주식취득	수직결합 주식취득	TV홈쇼핑업체와 케이بلTV사간 결합	부당한 거래거절 및 차별적 취급 금지
2003. 1. 28.	무학의 대선주조 주식취득	수평결합 33.7% 주식취득	부산(경남)소주시장 1,3위(1,2위) 업체간 결합	주식매각
2003. 3. 24.	CJ홈쇼핑의 해운대기장방송 주식취득	수직결합 33% 주식취득	TV홈쇼핑업체와 종합유선방송시간 결합	부당한 거래거절 및 차별적 취급 금지

심결일자	결합사건	결합유형	특징	시정조치
2003. 9. 4.	LG화학·호남석유화학의 현대석유화학 인수	수평결합 주식취득	경쟁자 퇴출로 경쟁구조 약화	생산라인 분리경영
2003. 9. 24.	용산화학의 코리아퍼티지 주식취득	혼합결합 54.88% 주식취득	원재료 수급업체간 결합	임원겸임 및 경쟁제한적 행위 금지
2004. 4. 6.	엠디하우스 및 포인트닉스의 유비케어 주식취득	수평결합 31.55% 주식취득	의원용 EMR 1,2위 업체간 결합	의원용 EMR 사업부문 및 관련 산업재산권 매각
2004. 8. 27.	CJ케이블넷양천·가 야·경남방송의 CJ케이블넷북인천방 송 주식취득	수직결합 주식취득	TV홈쇼핑업체와 종합유선방송시간 결합	부당한 거래거절 및 차별적 취급 금지
2004. 8. 30.	한국케이블TV 천안·안양방송의 한빛아이엔비 주식취득	수평결합 42.4% 주식취득	종합유선방송시간 결합	2년간 이용요금 인상 제한
2004. 9. 24.	삼익악기 및 삼송공업의 영창악기 주식취득	수평결합 주식취득	복점체제가 독점으로 전환	기계설비 양도 및 취득주식의 매각
2004. 11. 17.	INI스틸 및 현대하이스코의 한보철강 영업인수	수평결합 영업인수	철근시장 1,4위 업체간 결합	포항1 철근공장 압연설비 일체 매각

〈부표 2〉 이벤트 분석대상 합병기업 및 경쟁기업

기업결합사건	합병기업		경쟁기업
	취득사	피취득사	
P&G/쌍용제지	한국 P&G	쌍용제지	유한킴벌리, 대한펄프
텔피니엄/한솔제지	텔피니엄	한솔제지	대한제지, 세풍, 보위터한라, 신호제지, 삼풍제지
질레트/로케트코리아	질레트	로케트전기	에너지이저, 서통, 영풍
현대자동차/기아자동차	현대자동차	기아자동차	대우자동차, 삼성자동차, 아시아자동차
OB맥주/진로쿠어스맥주	OB맥주	진로*	하이트맥주
호텔롯데/해태음료	호텔롯데, 롯데산업, 광인쇄, 롯데칠성음료, 평촌개발	해태음료	1)음료: 한국코카콜라, 동아오츠카, 제일제당 2)과실음료: 웅진식품, 벌양식품 3)탄산음료: 한국코카콜라, 동아오츠카
SK텔레콤/신세기통신	SK텔레콤	신세기통신	한통프리텔, LG텔레콤, 한솔엠닷컴
인천제철/삼미특수강	인천제철	삼미특수강	포항제철, 대한전선, 대양금속
코오롱/고합	코오롱	고합	(주)효성
무학/대선주조	무학	대선주조	진로, 금북주, 보해, 두산, 선양, 한라산, 하이트주조, 하이트소주
LG화학·호남석유화학/현대석유화학	LG화학, 호남석유화학	현대석유화학	삼성물산**, 한화석유화학, (주)SK, 대한유화공업, 대림산업, (주)효성, 폴리미래
엔디하우스·포인트닉스/유비케어	엔디하우스, 포인트닉스	유비케어	병원과컴퓨터, 브레인컨설팅, 네오소프트, 다솜정보, 비트컴퓨터, 케이콤매디랩, 금융뱅크, 포닥터, 클릭소프트, 전능IT
INI스틸·현대하이스코/한보철강	INI스틸, 현대하이스코	한보철강	1)철근: 한국철강, 동국제강, YK스틸, 대한제강, 한국제강, 제일제강, 세원철강 2)열연 및 냉연제품: 포스코, 동부제강, 유니온스틸, 한금, 동국산업, 나스테크, 한국금속, 삼성시그노드, 내원스틸

주: 1) 밑줄은 합병 발표일(t) 기준 증권거래소 및 코스닥 상장회사를 의미

2) * 진로쿠어스맥주의 모회사

3) ** 삼성종합화학의 모회사

〈부표 3〉 이벤트분석 결과

기업결합 사건	발표일(t)	이윤변화율(%)		비 고	시정조치
		합병기업	경쟁기업		
P&G/쌍용제지	97. 10. 25(매각발표)	+12.9	-3.3	취득사 P&G와 경쟁사 유한킴벌리는 비상장회사	자산양도
텔피니엄/한솔제지	98. 7. 6(매각발표)	+7.4	+3.3	취득사 텔피니엄은 비상장회사. 텔피니엄은 98.6.28 경쟁사인 신호제지의 창원공장을 인수기로 합의. 경쟁사 세풍의 주가는 하락	시장점유율 제한
질레트/로케트코리아	98. 9. 14(계약체결)	-9.6	+6.3	계약은 9. 12(토)에 체결되어 9. 14(월) 주가에 반영. 피취득사 로케트전기의 상표권 양도 소식이 주가 폭락. 취득사 질레트와 경쟁사 에너지이저 코리아는 비상장회사	가격제한
현대자동차/기아자동차	98. 10. 19(낙찰)	-5.1	(-10.6)	취득사 현대차의 주가는 상승했으나 피취득사인 기아차는 포드사의 인수무산으로 주가하락. 경쟁사 대우차 및 삼성차는 비상장. 경쟁사 아시아자동차는 현대차에 낙찰되어 99년 기아차에 흡수	가격제한
오비맥주/진로쿠어스맥주	99. 8. 2(낙찰)	+0.1	-4.3	낙찰소식은 7. 30(금) 저녁에 알려져 8. 2(월) 주가에 반영. 피취득사 진로쿠어스맥주는 비상장회사이므로 모기업인 (주)진로의 주가변화를 합병기업의 이윤변화율에 반영	가격제한
호텔롯데/해태음료	99. 11. 24(매각발표)	+3.6	(+0.4)	경쟁사 중 한국코카콜라, 동아오츠카, 웅진식품은 비상장회사	가격제한
SK텔레콤/신세기통신	99. 12. 20(인수합의)	+7.2	+12.6	인수추진 소식은 12. 18(토)에 알려졌다나 12. 20(월) 주가에 반영. 피취득사 신세기통신과 경쟁사 LG텔레콤 및 한솔엔닷컴은 비상장회사	시장점유율 제한
인천제철/삼미특수강	00. 5. 3(계약체결)	+1.3	(-0.4)	계약체결은 5.4에 이뤄졌으나 그 소식이 전날(5. 3) 발표됨. 경쟁사 포철은 다상품 생산업체로서 합병과 포철 주가의 관계가 불명확	가격제한
코오롱/고합	02. 10. 1(계약체결)	-2.1	(-2.0)	피취득사 고합은 02년 4월 상장폐지. 취득사 코오롱 및 경쟁사 효성의 주가는 소폭 상승했으나 화학업종지수의 이상 급등으로 이윤변화는 부정적으로 나타남. 효성의 이윤변화(-)는 인수경쟁 패배효과도 반영	설비매각
무학/대선주조	02. 6. 11(공개매수)	+12.9	+5.4	경쟁사 금복주, 전양, 한라산, 하이트소주 등은 비상장회사	주식매각
LG화학·호남석유화학/현대석유화학	03. 1. 30(계약체결)	+3.6	(-0.3)	경쟁사 삼성중합화학(비상장회사)대신 모기업 삼성물산의 주가변화를 경쟁기업의 이윤변화율에 반영. 삼성물산의 주가변화를 반영하지 않더라도 이윤변화율의 부호는 불변	생산라인 분리경영
엠디하우스·포인트닉스/유비케어	03. 5. 24(지분매집)	+5.0	+4.8	취득사는 비상장회사. 비트컴퓨터를 제외한 모든 경쟁사도 비상장회사. 유일한 상장 경쟁사인 비트컴퓨터는 피취득사 유비케어의 2대 주주	자산매각
INI스틸·현대하이스코/한보철강	04. 8. 2(계약체결)	+4.6	+1.0 (-0.3)	피취득사 한보철강은 비상장회사	압연설비 양도

주: 1) () 안의 경쟁기업 이윤변화율은 해당 부호에 대한 신뢰도가 매우 낮음을 의미(비교 참조)

2) INI스틸·현대하이스코/한보철강 사건에서 경쟁기업의 이윤변화율을 철근시장(+1.0)과 열연 및 냉연제품시장(-0.3)으로 구분하여 산출

Evaluating KFTC's Decisions on Horizontal Mergers : An Event Study

Chung-Gyu Choi

This paper evaluates Korea Fair Trade Commission's decisions on 13 horizontal merger cases, using stock market data. Our results suggest that the commission's decisions are consistent with the reaction of the stock market only in 3 three cases and that in five cases they are not. In the rest 5 cases, we find insignificant results. It is noteworthy that the five inconsistent merger cases were reviewed by the commission during the Korean economic crisis. This might indicate that sociopolitical factors other than competition or consumer welfare affected the commission's decisions.

Key words: Event Study, Horizontal Merger, Consumer Welfare

JEL Classification: L4, K21

к с і