

규제연구 제17권 제1호 2008년 6월

합병의 효율성과 주식매수청구권

진태홍* · 김성수**

주식매수청구권이란 합병 등 기업경영에 대한 중요한 의사결정에 반대하는 주주가 회사에 대해 자기가 소유한 주식을 매수할 것을 청구할 수 있는 상법상 권리를 말한다. 본 연구는 1998~2005년 동안 증권거래소 비금융업종 상장기업의 합병 과정에서 발생한 합병 및 피합병기업의 주식매수청구권에 대해 주식매수청구권 행사의 결정요인을 실증적으로 분석하였다. 실증분석을 통해 밝혀진 주요 결과를 요약하면 다음과 같다.

첫째, 주식매수청구권의 행사율은 주식매수청구가가격과 유의한 양의 관계를, 합병의 효율성을 나타내는 누적초과수익률 변수와는 유의한 음의 관계를, 규모변수와는 유의한 양의 관계를 보였다. 이는 주식매수청구권의 행사가 단기적인 주가변동뿐만 아니라 합병의 효율성 여부에 의해서도 영향을 받는다고 해석할 수 있다.

둘째, 합병기업의 반대이사표시율은 주식매수청구가가격과 규모에 유의한 양의 영향을 받았으나, 합병의 효율성과는 유의한 관계를 보이지 않았다. 주식매수청구권에 있어 반대이사표시는 뜻밖선적인 성격이 있어 합병의 효율성과 관계가 있지 않은 것으로 보인다.

셋째, 피합병기업이 합병기업에 비해 매수청구권 행사를 더 활발하게 하는 것으로 나타났다. 이는 상장기업의 합병이 구매자 중심으로 이루어져 상대적으로 불이익을 받는 피합병기업의 소액주주가 주식매수청구권제도에 의존하는 경향이 높기 때문인 것으로 생각된다.

본 연구의 분석결과는 대부분의 기업합병이 기업집단 내 계열사 사이에서 이루어지고 있는 우리나라의 경우 주식매수청구권제도가 소액주주로 하여금 지배주주에 의한 비효율적 합병을 견제하는 데 어느 정도 기여할 수 있다는 것을 시사한다.

핵심용어: 합병효율성, 주식매수청구권, 지배주주와 소액주주의 이해상충, 사건연구

* 홍익대 상경대학 상경학부, 충남 연기군 조치원읍 신안리 300
(e-mail: thj2274@wow.hongik.ac.kr)

** 한국금융연수원, 서울특별시 종로구 삼청동 28-1
(e-mail: kim.sungsoo@kbi.or.kr)

*** 본 논문은 2006년도 홍익대학교 학술연구진흥비에 의하여 작성되었음.

여전히 남아 있는 오류는 전적으로 저자의 것이며 이를 바로 잡는 데 도움을 준 기업구조와 전략 연구회 토론자 여러분과 익명의 심사자에게 감사드린다.

접수일: 4/13, 게재확정일: 5/15

I. 서 론

기업합병에서 소액주주를 보호하는 취지의 주식매수청구권제도가 매수청구기준가격의 잘못된 설정 등으로 효율적인 합병¹⁾을 가로막고 있어 주식매수청구권제도가 대폭 보완되어야 한다는 지적이 있었다(김근수, 2004).

현행 주식매수청구기준가격 산정방식에서 매수청구기준가격이 지나치게 높게 산정되면 부의 이전 가능성이 없고 시너지효과를 창출하는 효율적 합병이 추진되더라도 소액주주는 주식매수청구로 단기적인 이익을 얻기 위해 합병에 반대의사를 표시할 수 있고 반대의사를 표시하는 소액주주 지분이 지배주주 지분에 비해 상대적으로 작은 경우와 큰 경우 모두 효율적 합병이 이루어지지 못할 수 있다.

또한 상장기업의 경우 합병에 반대하는 주주들은 시장에서 주식을 매각할 수 있기 때문에 주식매수청구권은 불필요하다는 주장도 있었다(김정호·박양균, 2005).

그러나 우리나라 기업의 합병은 대부분 독립성이 떨어지는 계열회사 사이에 이루어지기 때문에 비효율적인 합병이 추진될 수 있다.²⁾ 강준구·김진모·배기홍(2001)과 Bae, Kang and Kim(2002)의 실증연구결과를 보면 상대적으로 독립적인 기업 사이에 합병이 이루어지는 경우 합병은 시너지효과를 통해 인수기업의 가치를 증대시키지만, 독립성이 떨어지는 계열사 사이에 합병이 이루어질 경우 인수기업의 가치를 감소시키는 것으로 나타나고 있다. 합병에 의한 인수기업의 가치 감소는 지배주주와 소액주주 사이의 대리

1) 효율적 합병이란 합병에 참여한 기업들의 합병 후 가치의 합이 합병 전보다 증가하는 합병을 의미한다.

2) 주상룡(1997)의 1980년부터 1990년까지 80개 합병 표본에서 90%가, 강준구·김진모·배기홍(2001)의 1981년부터 1997년까지 107개 합병 표본 가운데 93.4%가 계열기업 간 합병이었고 본 연구의 실증분석을 위한 1998년부터 2005년까지 67개 합병 표본에서 91%가 계열기업 간 합병이다.

인문제 때문에 부의 이전 가능성이 높은 경우 두드러진 것으로 나타나고 있다. 특히, 재벌기업은 기업가치 극대화보다는 그룹 전체의 관점에서 부실 계열사 문제를 해결하기 위한 수단으로 합병을 이용할 수 있고 이 과정에서 소액주주들은 경제적 손실을 볼 수 있다. 따라서 우리나라의 경우 합병의 대부분이 계열사 사이에 이루어지고 있어 비효율적 합병이 추진될 가능성이 있다는 것을 감안하면 주식매수청구권제도는 비효율적 합병을 저지하거나 소액주주의 권익을 보호하는 데 기여할 수 있다.

이 같은 우리나라 합병의 특수성을 고려하면 주주들은 주식매수청구권을 행사할 때 단기적인 시세변동차익뿐만 아니라 장기적인 합병의 효율성 역시 고려할 가능성이 있다고 볼 수 있다. 더 구체적으로 보면 매수가격과 기준일 종가의 차이에서 오는 단기적 이익과 합병의 효율성에 의한 장기적 이익을 고려하여 매수청구권이 행사될 것이다.

실제의 매수청구권 행사는 합병의 효율성과 매수청구기준가격 수준에 영향을 받아 다양한 형태로 나타날 수 있다. 몇 가지만 고려하면 다음과 같다. 우선 매수청구가격이 인수기업의 주가를 제대로 반영한다면 투자자들은 합병의 효율성 여부에 입각하여 매수청구권 행사 여부를 결정할 것이다. 특히 부의 이전이 우려되는 재벌 계열사 사이의 합병은 효과적으로 저지될 수 있다.

한편, 매수청구기준가격이 지나치게 높거나 낮으면 합병의 효율성과 관계없이 매수청구권이 행사될 수 있다. 예를 들어, 주가의 이상변동으로 인해 매수청구가격이 지나치게 높게 형성되었다가 합병공시 이후 주가가 큰 폭 하락한 경우 시너지효과로 효율성이 높은 합병이라도 많은 소액주주들의 매수청구권이 행사되어 합병이 저지될 수 있다. 이 경우 경제적으로 바람직하지 못하지만 주주들은 높은 매수기준가격으로 얻을 수 있는 단기적 이익을 위해 매수청구권을 행사하여, 해당 기업이 주주총회에서 합병승인을 얻지 못하거나 자금 부담을 감당하지 못하여 효율적인 합병이 저지될 수도 있다. 반대로 비효율적 합병이라도 매수가격이 지나치게 낮은 경우에는 주주들의 매수청구권 행사로 합병이 저지되는 것이 경제적으로 바람직하지만 주주들은 매수청구권을 행사하지 않아 비효율적인 합병이 이루어질 수도 있다.

따라서 우리나라에서 매수청구권제도가 어떻게 운영되고 있는가는 실증적인 분석이 필요한 과제라고 하겠다. 지금까지 실제 몇몇 개별 사례를 통해 매수청구권제도가 효율적인 합병을 방해할 수 있다는 지적은 있었지만 주주들의 매수청구권 행사가 어떤 요인

에 의해 영향을 받는가를 분석한 논문은 그다지 많지 않다. 최근 김근수·변진호(2007)가 주식매수청구권의 결정요인에 대해 분석하였지만, 본 논문의 공헌은 우리나라에서 주주들의 매수청구권 행사가 합병의 효율성에 영향을 받는가를 실증적으로 분석하는 것이다.³⁾

구체적으로 본 연구의 분석은 다음과 같은 문제들에 초점을 집중하였다. 첫째, 주식매수청구권제도에서 주주들의 반대의사표시와 주식매수청구권 행사 절차의 성격은 무엇이며 차이는 없는가, 둘째, 주주들의 반대의사표시와 매수청구권 행사는 어떤 요인들에 의해 영향을 받는가, 셋째, 합병기업과 피합병기업의 주주들의 주식매수청구권제도 이용에 있어 차이는 없는가를 분석하였다.

본 연구의 주요 발견은 다음과 같다. 첫째, 주식매수청구권의 행사율은 주식매수청구가격과 유의한 양의 관계를, 합병의 효율성을 나타내는 누적초과수익률 변수와는 유의한 음의 관계를 보였다. 이는 주식매수청구권의 행사가 단기적인 주가변동뿐만 아니라 합병의 효율성 여부에 의해서도 영향을 받는다고 해석할 수 있다. 주식매수청구권의 행사는 선물매도적 성격을 지니고 있어 합병의 효율성에 영향을 받는 것으로 나타났다.

둘째, 합병기업의 반대의사표시율은 주식매수청구가격에 유의한 양의 영향을 받았으나, 합병의 효율성과는 유의한 관계를 보이지 않았다. 주식매수청구권에 있어 반대의사표시는 풋옵션(put option)적인 성격이 있어 합병의 효율성과 관계가 있지 않은 것으로 보인다.

셋째, 피합병기업이 합병기업에 비해 매수청구권 행사를 더 활발하게 하는 것으로 나타났다. 이것은 상장기업의 합병이 대부분 동일 계열 내 기업 사이에 이루어지며 피합병기업 주주의 부의 증가가 크지 않은 현실(주상룡, 1997; 강준구 외, 2001; 정재욱·배길수, 2006)을 반영한 것으로 보인다. 상장기업의 합병이 구매자 중심으로 이루어져 상대적으로 불이익을 받는 피합병기업의 소액주주가 주식매수청구권제도에 의존하는 경향이 높다고 해석할 수 있다.

본 논문의 구성은 다음과 같다. 제Ⅱ장에서는 주식매수청구권 행사의 동기가 분석되고 이와 함께 실증분석을 위한 가설들이 제시된다. 제Ⅲ장에서는 본 연구의 실증분석에

3) 매수청구권제도와 관련된 주요 연구과제인 주식매수청구가격의 적정성은 본 논문에서 다루지 않는다.

서 사용되는 표본이 어떻게 선정되었고 어떤 특성을 갖는가를 서술하였고 실증분석에서 사용될 주요 변수를 소개하였다. 제IV장은 본 연구의 주요 실증분석결과로서 요약통계량, 합병기업과 피합병기업 간 차이검정 그리고 주식매수청구권 행사 및 반대의사표시의 결정요인 분석을 수행하였다. 마지막으로 제V장은 본 논문의 결론 및 시사점이다.

II. 실증분석을 위한 가설

먼저 1절에서 주식매수청구권제도와 절차적 측면에서 발생하는 주식매수청구권 행사의 동기에 대해 살펴본 이후, 2절에서 반대의사표시와 매수청구권행사에 관한 연구가설을 설정한다.

1. 주식매수청구권제도

주식매수청구권⁴⁾이란 합병, 분할, 영업양수도 등 기업의 경영에 중요한 의사결정에 반대하는 주주가 회사에 대해 자기가 소유한 주식을 매수할 것을 청구할 수 있는 상법상 권리를 말한다.⁵⁾ 우리나라에서 주식매수청구권의 실제 행사는 주로 기업합병에서 법에서 정한 절차에 따라 이루어져 왔다.

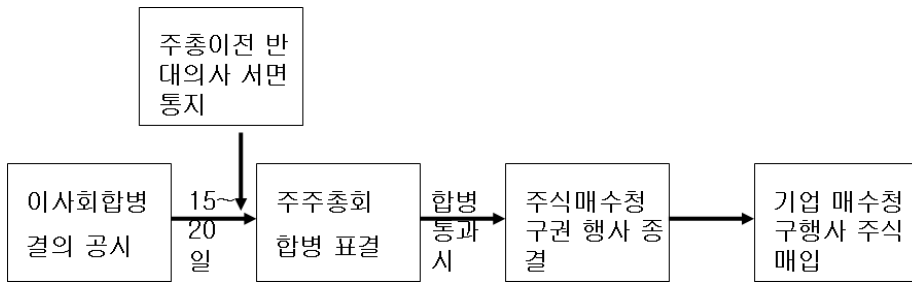
회사가 합병을 진행하기 위해서는 이사회가 합병 결정이 선행되어야 한다. 회사는 합병 안건의 통과를 위해 주주들에게 주주총회 소집을 통지해야 하고 통지를 받은 주주들

4) 우리나라에서 주식매수청구권은 증권거래법에 1982년 도입되어 상장회사의 주주들에 적용되다가, 1995년 상법 개정 시 비상장기업 주주에게도 부여되었다. 주식매수청구권은 다수의 의견에 반대하는 소수를 보호하는 차원에서 19세기 중반 미국의 회사법에서 처음 도입된 이후 독일과 일본 등 여러 나라에서 시행되고 있다.

5) 예외적으로 주식매수청구권이 발생하지 않는 합병으로 소규모합병과 간이합병의 경우가 있다. 소규모합병은 합병기업이 합병으로 발행하는 신주의 총수가 발행주식총수의 5%를 초과하지 않는 경우의 합병으로서, 이 경우 합병기업의 주주총회의 승인을 이사회의 승인으로 갈음할 수 있다. 간이합병은 합병기업이 피합병기업 주주의 만장일치 동의가 있거나 피합병기업 주식의 90% 이상을 합병기업이 소유하고 있는 경우의 합병을 말한다. 이 경우 합병기업의 주주총회의 승인을 이사회의 승인으로 갈음할 수 있는 합병을 말한다(강찬구, 2005).

가운데 주식매수청구권을 행사하기를 원하는 주주는 주주총회 이전에 회사에 서면으로 합병에 대한 반대의사를 표시해야 한다. 전체 발행주식의 과반수가 총회에서 합병을 가결하게 되면 반대의사를 표시한 주주는 20일 이내에 자기가 소유한 주식의 매수를 회사에 청구할 수 있다. 하지만 합병에 반대의사를 표시한 주주라도 회사에 주식을 매수하도록 요구하는 매수청구권의 행사를 포기하고 계속 회사 주식을 보유하거나 시장에 매각할 수 있다. 따라서 주주들은 합병에 반대의사를 표시함으로써 주식을 매수청구기준 가격으로 팔 수 있는 옵션을 갖게 되는 셈이다.⁶⁾ 매수청구가격은 상장법인의 경우 주주와 회사가 협의하여 결정하도록 되어 있지만 청구 주주가 다수라서 협의가 이루어지기 어렵기 때문에 통상법에 정한 가격(가)을 기업은 매수예정가격으로 제시한다.

〈그림 1〉 주식매수청구권 행사 절차



2. 주식매수청구권 행사의 동기

우리나라의 기업합병에서 매수청구권 행사가 실제로 어떤 동기에 의해 이루어지고 있는가에 대해서는 여러 가지 견해가 있을 수 있다. 김정호·박양균(2005)은 우리나라 상장회사 간 합병에 있어서 합병비율 혹은 합병가액이 소액주주의 부를 이전할 유인을 갖는 지배주주에 의해 결정되는 것이 아니라 합병회사들의 시장가치로부터 산출되는

6) 반대의사표시가 풋옵션적인 성격을 갖는 것은 소액주주 입장에서 반대의사표시의 비용은 서면 의사통지 비용에 한정되는 반면, 이익은 당해 기업의 주가가 매수청구기준가보다 하락할 경우 매수청구가로 주식을 매각할 수 있기 때문이다.
 7) 증권거래법은 매수청구기준가격을 합병공시일 이전 2개월간 주가의 거래량 가중평균으로 구하도록 하고 있다.

기준주가에 의해 결정되기 때문에 매수청구권의 필요성이 감소한다고 주장한다. 매수청구권이 지배주주가 소액주주의 부를 이전시키는 것을 막기 위한 제도인데 적어도 상장기업의 합병에 있어서는 부를 이전시킬 수 있는 수단이 될 수 있는 합병가액의 산정이 지배주주의 통제를 벗어나 있다면 지배주주는 소액주주의 부를 이전시키기 어려울 것이고 따라서 매수청구권이 제도로서 존재할 이유가 없다는 것이다. 그러나 이러한 논리는 상호지분관계가 없는 완전히 독립적인 상장기업 사이에 합병이 이루어질 경우에만 적용될 수 있다. 상호지분관계가 있는 기업 사이에 합병이 이루어질 경우 합병가액이 주식의 시장가치에 따라 결정되더라도 지배주주는 합병을 통해 얼마든지 피합병기업 소액주주의 부를 이전시킬 수 있다.⁸⁾ 이른바 부의 이전(Tunneling)이 일어날 수 있다. 강준구 외(2001)의 실증연구에 따르면 우리나라에서 합병은 비상장기업뿐만 아니라 상장기업도 대부분 동일 계열사들 간의 합병이고 상장기업 간 합병에서도 소액주주에서 지배대주주로의 부의 이전 현상이 나타나고 있다고 한다. 이를 고려하면 주식의 시장가치에 의한 상장회사 간 합병비율 결정방식을 근거로 매수청구권을 불필요한 제도로 보는 시각은 우리나라 현실을 충분히 고려하지 못한 것으로 보인다. 따라서 대부분의 합병이 계열사 사이에 이루어지고 있어 지배주주가 합병을 이용하여 소액주주의 부를 이전시킬 수 있는 우리나라에서는 주식매수청구권은 일정한 역할을 할 가능성이 있다고 볼 수 있다.

그러나 주식매수청구권제도의 세부내용에 따라 실제로는 이 제도가 원래 취지에 맞게 운영될 수도 있다. 특히, 주식매수청구기준가격 산정방식은 효율적인 합병이 이루어지는 것을 억제할 수도 있다. 현행 제도에서 매수청구기준가격이 지나치게 높게 산정되면 부의 이전 가능성이 없고 시너지효과를 창출하는 효율적 합병이 추진되더라도 소액주주는 주식매수청구로 단기적인 이익을 얻기 위해 합병에 반대의사를 표시할 수 있다. 여기서 반대의사를 표시하는 주주 지분이 지배주주 지분에 비해 상대적으로 작은 경우와 큰 경우 모두 효율적 합병이 이루어지지 못할 수 있다. 우선 반대의사를 표시하는 주주 지분이 지배주주 지분에 비해 작은 경우 소액주주가 반대의사를 표시해도 주주

8) 부의 이전은 불공정한 합병비율에 의해서도 발생할 수 있다. 과거 우리나라 대부분의 합병에서 합병비율이 통상 1:1로 결정되어(송영균·주상룡, 1997; 김위생·서점식, 2000) 합병기업과 피합병기업 간의 공정한 가치평가를 반영하여 합병비율이 계산되지 않았을 가능성이 있다.

총회에서 합병이 부결되지는 않지만 지배주주가 합병을 성공시키기 위해 높은 기준가격으로 소액주주의 주식을 매수해야 하기 때문에 자금 부담이 높아져 주주총회에서 합병결정이 이루어지기 이전에 합병 자체를 포기할 수 있다. 물론 지배주주 입장에서 합병이 반드시 이루어져야 한다면 지배주주는 합병 후 예상되는 주가보다 많은 금액을 지불하고 소액주주의 주식을 매수할 수도 있고 이 경우 지배주주로부터 소액주주로의 부의 이전도 발생할 수 있다. 지배주주가 합리적이라면 합병으로부터 얻을 수 있는 이익이 추가적인 주식매수 부담보다 크지 않을 경우 합병을 포기할 것이다.

한편, 반대의사를 표시할 수 있는 소액주주들의 지분이 지배주주의 지분보다 큰 경우 소액주주들이 모두 높은 기준가격을 노리고 매수청구권을 행사하기 위해 합병에 반대의사를 표시하면 합병은 이루어지지 못한다.⁹⁾ 주주들의 합병에 대한 반대의사는 뜻밖적인 성격을 갖기 때문에 합병의 효율성 여부와 관계없이 표시될 수 있다. 그러나 주주들이 매수청구권을 실제로 행사하는 시점에서는 합병의 효율성을 고려할 수 있다. 예를 들어 합병이 효율적이라고 생각하지만 합병의 세부조건에 반대하는 주주들은 일단 합병에 반대의사를 표시하지만, 합병이 성공되면 효율성을 고려하여 주식매수청구권을 행사하지 않을 수 있다. 또한 매수청구권의 행사는 향후 20~30일 이후의 주가에 대한 선물매도(short forward)적인 성격이 있어 신중하게 결정되어야 하기 때문에 합병의 효율성이 고려될 것이다.¹⁰⁾

아래에서는 이상의 논의를 기초로 하여 본 연구의 가설을 설정하도록 한다.

3. 가설 설정

(1) 합병의 효율성과 주식매수청구권 행사

앞에서 보았듯이, 투자자들의 주식매수청구권 행사에서 반대의사표시와 실제 행사는 매수청구기준가격과 매수종결일 증가 등 주가의 변동과 합병의 효율성에 의해 복잡적

9) 모 증권사 사이의 합병관련 주주총회에서 주식매수청구권 행사비용이 35% 이내인 경우 합병계약을 승인한다는 조항을 넣기도 하였다(김근수, 2004).

10) 김근수·변진호(2007)는 주식매수청구권제도 절차상 반대의사표시와 매수청구권 행사가 뜻밖과 선물매도적 성격을 갖는다는 것을 예를 들어서 자세히 분석하였다.

으로 영향을 받는다고 볼 수 있다. 반대의사표시는 매수기준가격이 매수종결일 증가에 비해 높을수록 증가하지만 합병의 효율성에 의해 유의하게 영향을 받지 않을 것이다. 그러나 실제 주식매수청구권의 행사는 단기적인 주가의 변동뿐만 아니라 장기적인 합병의 효율성 여부에 의해 영향을 받을 것이다. 즉 매수청구권의 행사는 매수기준가격이 매수종결일 증가에 비해 높을수록 증가하겠지만 합병의 효율성이 높을수록 낮아질 것이다.

합병의 효율성은 강준구 외(2001)에서와 같이 직접적으로는 시장에서의 합병성공을 보여주는 누적초과수익률로 그리고 간접적으로는 인수기업과 피인수기업의 산업연관성 여부, 피합병기업의 상대적 크기 그리고 지배주주 지분의 크기로 측정할 수 있다. 합병의 효율성이 높다면 합병을 통해 주주가치가 증가하기 때문에 합병기업의 주가수익률의 초과성과 여부를 나타내는 누적초과수익률은 합병의 효율성을 직접적으로 나타낼 수 있다. 합병의 직접적 측정치인 누적초과수익률과 반대의사표시율 및 주식매수청구권 행사율의 관계에 대한 가설은 다음과 같다.

가설: 합병기업과 피합병기업 모두 반대의사표시율은 누적초과수익률로 측정된 합병의 효율성에는 영향을 받지 않는다.

가설: 합병기업과 피합병기업 모두 주식매수청구권 행사율은 누적초과수익률로 측정된 합병의 효율성이 높을수록 낮아진다.

강준구 외(2001)에 따르면, 대부분의 합병이 계열사 사이에 이루어지고 있는 우리나라 합병의 효율성은 합병을 통한 시너지효과와 지배주주에 의한 부의 이전 가능성에 영향을 받는다. 시너지효과와 대리인문제가 우리나라 합병의 효율성에 영향을 주는 주요 요인들이라면 주주들의 매수청구권 행사율은 이들과 관련된 변수들에 의해 간접적으로 영향을 받을 수 있다. 시너지효과와 대리인문제 차원에서 합병의 효율성과 관련된 변수들로 인수기업과 피인수기업의 산업연관성 유무, 피인수기업의 상대적 크기 그리고 인수기업 지배주주가 통제하는 지분의 크기를 들 수 있다.

먼저, 합병이 같은 업종에 속해 있는 기업 사이에 이루어질 경우 시너지효과가 커질 것으로 기대할 수 있다. 따라서 합병기업과 피합병기업의 산업연관성 정도는 주주들의 매수청구권 행사에 영향을 주는 요인이 될 수 있다. 이를 가설로 설정하면 아래와 같다.

가설: 합병기업과 피합병기업 모두 반대의사표시율은 합병기업과 피합병기업의 산업 연관성 여부에 영향을 받지 않는다.

가설: 합병기업과 피합병기업 모두 주식매수청구권 행사율은 합병기업과 피합병기업이 동종업종일수록 낮아진다.

다음으로 합병기업 경영자가 합병을 추진하는 동기가 피합병기업과의 시너지효과를 얻어 기업가치를 극대화하는 것이라면 다른 조건이 동일한 경우 상대적으로 규모가 큰 피합병기업을 합병대상으로 선택할 것이다.¹¹⁾ 피합병기업의 상대적 크기가 작은 경우보다 큰 경우에 합병기업은 합병을 통해 시너지효과를 얻을 가능성이 크기 때문이다. 따라서 피합병기업의 상대적 크기는 주주들의 매수청구권 행사에 영향을 미치는 변수가 될 수 있다. 이를 검정가능한 가설로 만들면 다음과 같다.

가설: 피합병기업의 상대적 크기는 합병기업의 반대의사표시율에 영향을 주지 않는다.

가설: 피합병기업의 상대적 크기가 클수록 합병기업의 매수청구권 행사율은 낮아진다.

합병기업이 독립기업이라면 Shleifer, Vishny(1986)가 주장하듯이, 지배주주가 통제하는 지분이 클수록 대리인문제 발생 가능성이 적고 따라서 소유가 분산된 기업의 전문경영자가 추구할 수 있는 규모 확대를 위한 합병보다는 시너지효과를 얻을 수 있는 합병이 추진될 가능성이 커진다. 그러나 합병이 주로 계열사 사이에 이루어지는 우리나라의 경우 이와는 반대로 합병기업 지배주주가 통제하는 지분의 크기가 클수록 대리인문제를 발생시키는 합병이 추진될 가능성이 커진다. 따라서 합병기업 지배주주가 통제하는 지분의 크기가 클수록 주주들의 매수청구권 행사율은 높아질 수 있다.¹²⁾ 반면, 강준구 외(2001)에 따르면 피합병기업의 경우 지배주주 지분율이 낮을수록 피합병기업에서 합

11) 조정비용 측면에서 상대적으로 규모가 큰 기업을 합병하는 경우 고용조정, 조직정비 등의 많은 노력이 소요되고 의도한 시너지효과를 달성하지 못할 수도 있다. 본 연구는 강준구 외(2001)에서 제시된 합병 효율성 관련 변수들과 주식매수청구권 행사율 및 반대의사표시율과의 관계를 살펴보기 위해 상대적 규모 변수를 도입하였다. 이를 지직한 익명의 심사자에 감사드린다.

12) 주식매수청구권을 행사하는 투자자의 입장에서는 합병기업이 합병을 추진한다는 사실 자체가 합병기업이 지배주주에 의해 효과적으로 통제되고 있다는 것을 의미하기 때문에 (그리고 비효율적인 합병의 경우 지배주주의 지분이 크지 않으면 합병이 성사되기 어렵기 때문에) 지배주주 지분이 클수록 비효율적 합병에 반대하는 입장에서 매수청구권을 행사할 가능성이 커진다.

병기업으로 부의 이전 가능성이 커지게 된다. 따라서 피합병기업의 지배주주 지분율이 낮을수록 일반 주주들은 자신에게 불리한 합병을 반대할 유인이 높아지게 되어 매수청구권 행사율이 높아질 것이다. 이를 가설로 정리하면 다음과 같다.

가설: 합병기업과 피합병기업 모두 반대의사표시율은 지배주주 지분의 크기에 영향을 받지 않는다.

가설: 합병기업의 경우 매수청구권 행사율은 지배주주 지분의 크기가 클수록 높아진다.

가설: 피합병기업의 경우 매수청구권 행사율은 지배주주 지분의 크기가 클수록 낮아진다.

(2) 매수청구기준가와 주식매수청구권 행사

기업가치가 합병사건에 의해 영향을 받지 않을 것으로 보이는 합병공시 이전 2개월 간의 가중평균 가격인 매수청구기준가격이 매수청구권을 행사하는 시점에서의 가격보다 높으면 주주는 일단 합병에 반대의사를 표시하고 매수청구권을 행사할 가능성이 커진다. 단기적인 주가변동을 고려하는 주주는 매수청구기준가격이 매수청구권 행사 마지막 날 주가보다 높으므로 향후 20~30일 후 주가의 불확실성은 있지만 주식매수청구권을 행사하는 것이 유리하기 때문이다. 반대로 매수청구권 행사 마지막 날 주가가 매수청구기준가보다 높은 상태라면 주주는 주식을 계속 보유할 가능성이 커진다. 이를 가설로 구체화해 보자.

가설: 합병기업과 피합병기업 모두 매수청구기준가가 높을수록 반대의사표시율과 주식매수청구권 행사율도 높아질 것이다.

(3) 피합병기업의 주식매수청구권 행사

우리나라 기업합병의 경우 대부분 계열사 사이에서 이루어지기 때문에 공개시장에서의 경쟁원리를 반영한 합병이 별로 없었다고 볼 수 있다(송영균·주상룡, 1997; 정재욱·배길수, 2006). 따라서 우리나라 인수·합병 시장은 합병기업, 즉 구매자 중심으로 움직이게 되고 피합병기업의 주주는 효율적 합병이 이루어져도 합병으로 인한 가치

증가를 공유하는 데 불리한 측면이 있다. 실제로 피합병기업의 부의 증가가 더욱 뚜렷한 외국(Jensen and Ruback, 1983; Sudarsanam, Holl, and Salami, 1996; Ghosh and Jain, 2000)에서와 달리 우리나라에서는 피합병기업의 유의적인 부의 증가가 발생하지 않은 것으로 보고되고 있다(강준구 외, 2001). 시너지효과 등으로 합병이 효율적이더라도 피합병기업 주주가 합병에 의한 기업가치 증가에서 소외된다면 피합병기업 주주는 매수청구권을 행사하게 될 것이다. 합병비율이 피합병기업에 유리하게 주어지지 않는다면¹³⁾ 피합병기업의 주주는 합병기업의 주주보다 더 많이 주식매수청구권을 행사할 가능성이 크다.

가설: 피합병기업의 주식매수청구권 행사율이 합병기업보다 높을 것이다.

III. 표본 선정과 표본 특성

1절에서는 표본 선정에 들어가기 전에 상장기업의 주식매수청구권 현황을 개관한다. 2절은 본 연구에서 사용된 표본 선정 기준을 보여준다. 3절에서는 표본의 연도별, 업종별 분포 등을 중심으로 표본의 특성을 살펴보았다.

1. 주식매수청구권 행사 현황

먼저 증권예탁원 자료를 통해 증권거래소와 코스닥 시장 상장기업의 모든 주식매수청구권의 행사 현황을 살펴보기로 한다. 1997년 이전까지는 주식매수청구권의 행사가 활발하지 않았음을 볼 수 있다. 1998년 이후 주식매수청구권이 발생한 합병 및 피합병 상장기업이 50개를 넘어섰고 이후 2002년 71개를 정점으로 다소 낮아진 상태이다. 매수

13) 증권거래법은 계열집단 내 기업 간 합병이 대부분이라는 우리나라 합병의 특수성을 고려하여 상장기업 간 합병이 이루어질 때 합병가액 산정을 규정하고 있다. 합병신고서 제출일 직전 최근 한 달, 최근 1주일, 최근일의 증가를 거래량 가중평균한 가액과 최근일 증가 중 낮은 가액이 기준가가 되도록 정하고 있다. 정재욱·배길수(2006)에 따르면 동일 계열집단 내 기업합병의 경우 지배주주의 지분율이 높은 기업일수록 회계장부상 이익조정을 많이 하여 주가를 높은 수준으로 유지하여 유리한 합병비율을 배정받는 것으로 나타났다.

청구된 주식수는 2000년에 6억72백만 주로 최고치를 보였으며, 1사당 평균 행사권수에 있어서도 2000년에 압도적으로 높은 수치를 보여 규모가 큰 기업합병이 많이 이루어졌음을 알 수 있다. 2000년 이후에는 건수는 1990년대 초중반에 비해서 증가했지만 1사당 평균 주식수는 그다지 크지 않아 주식매수청구권의 행사 규모가 축소되고 있다. 따라서 주식매수청구 건수와 규모 면에서 1997년 이전에는 주식매수청구권의 행사가 활발하지 않았으나, 1998년 이후 2000년대 초반에 상장기업의 대규모 합병이 많이 이루어졌고 주식매수청구권의 행사도 활발하였음을 알 수 있다.

〈표 1〉 우리나라 상장기업의 주식매수청구권 행사 현황

표는 1993년부터 2005년까지 한국증권거래소와 코스닥등록협회에 상장된 기업으로서 비금융업종 및 금융업종을 망라한 모든 업종에서 주식매수청구권이 발생한 기업의 수, 주식매수청구권이 행사된 주식수, 전자에서 후자를 나눈 1사당 평균 주식수를 나타내고 있다. 회사수의 단위는 개이고, 주식수와 1사당 평균 주식수의 단위는 천 주이다.

| 연 도 | 회사수 | 주식수 | 1사 당 평균 주식수 |
|------|-----|---------|-------------|
| 1993 | 1 | 17 | 17.0 |
| 1994 | 5 | 3,744 | 748.8 |
| 1995 | 12 | 3,010 | 250.8 |
| 1996 | 13 | 2,122 | 163.2 |
| 1997 | 21 | 6,390 | 304.3 |
| 1998 | 58 | 38,835 | 669.6 |
| 1999 | 59 | 313,416 | 5,312.1 |
| 2000 | 57 | 672,443 | 11,797.2 |
| 2001 | 58 | 29,705 | 512.2 |
| 2002 | 71 | 127,718 | 1,798.9 |
| 2003 | 11 | 14,743 | 1,340.3 |
| 2004 | 29 | 16,062 | 553.9 |
| 2005 | 40 | 22,272 | 556.8 |

자료: 증권예탁원, 『예탁』 통계편 각호

2. 표본 선정

본 연구는 1998년 이후 2005년까지 증권거래소 상장기업으로서 비금융업종의 합병기업 중에서 주식매수청구권이 발생한 기업을 선택하였다.¹⁴⁾ 1998년 이후 2005년까지 표본 기간 동안 증권거래소 비금융업종 상장기업 중 합병기업으로서 주식매수청구권이 발생한 합병은 73개이다. 이때 피합병기업이 상장기업이어서 주식매수청구권이 발생한 기업은 32개이다. 따라서 증권거래소 상장기업 중 주식매수청구권이 발생한 기업은 105개 기업이다. 이 중에서 분석의 정밀화를 위해 자본잠식 상태인 기업을 제외하여 합병기업은 67개, 피합병기업은 29개로 모두 96개의 기업을 본 연구의 최종 분석 대상으로 삼았다.¹⁵⁾

주식매수청구권 관련 자료는 금융감독원과 증권예탁원에서 구하였다. 금융감독원의 전자공시시스템(DART 시스템)에서 합병신고서와 합병종료신고서 자료를 이용하여 이사회 의 합병승인 일자 등 합병관련 일자와 주식매수청구권 행사 주식수를 파악하였다. 증권예탁원이 보유한 자료를 이용하여 주식매수청구권이 발생한 합병기업의 반대의사를 표현한 주식수를 구하였다. 기업의 주가수익률과 재무 자료는 한국신용정보(주)의 NICE TIPS를 이용하여 수집하였다. 소유구조와 관련한 변수는 한국상장회사협의회에서 발행한 상장회사 자료를 이용하였다.

3. 표본 특성

<표 2>는 합병기업과 피합병기업의 연도¹⁶⁾별 분포를 보여주고 있다. 총 96개의 주식매수청구권 중 절반 이상인 60개가 1998년에서 2000년까지 기간 동안 발생하였다. 상장

14) 합병이 확정되더라도 피합병기업 인수금액이 합병기업 자본금의 5% 이상인 경우에만 주식매수청구권이 발생하게 된다. 인수금액이 합병기업 자본금의 5%보다 작은 경우는 소규모합병이라고 하여 주식매수청구권이 발생하지 않는다.

15) 본 연구의 자료는 주식매수청구권이 실제로 발생한 기업을 대상으로 이루어졌다. 따라서 주주총회에서 합병이 부결되거나 매수청구대금이 과다하여 합병을 철회한 기업은 분석 대상에서 제외되었다. 또한 기업합병에서 합병/피합병 기업이 모두 상장기업인 경우만을 분석 대상으로 하지 않고 상장된 합병기업이 비상장기업을 합병한 경우도 분석 대상에 포함하였다.

16) 기준일을 합병을 수행한 날이 아닌 합병 공시일로 하여 연도를 산정하였다.

된 피합병기업의 경우 전체 29건 중 2000년까지 23건이 발생하여 약 80%의 비중을 보이며 상장기업 간 합병이 많았음을 보여준다. 특히, 1998년의 경우 17개 주식매수청구권 발생 합병에서 12개의 상장기업이 피합병되었다. 이는 과거 우리나라 기업합병의 특징인 상장기업이 비상장기업을 합병하던 양상과는 차이가 있다. 또한 합병 과정에서 상장 피합병기업의 수가 최고 3개인 기업도 있을 만큼¹⁷⁾ 이 시기에 기업의 통폐합적인 구조조정 차원의 합병이 활발하게 이루어졌다고 할 수 있다.

〈표 2〉 주식매수청구권 발생 합병 및 피합병 기업의 연도별 분포

표는 1998년부터 2005년까지 8년간 연도별로 한국증권거래소의 비금융업종 상장기업 중 주식매수청구권이 발생한 합병 및 피합병 기업의 연도별 분포를 보이고 있다.

| 연 도 | 합병기업 | 피합병기업 | 합계 |
|------|------|-------|----|
| 1998 | 17 | 12 | 29 |
| 1999 | 12 | 7 | 19 |
| 2000 | 8 | 4 | 12 |
| 2001 | 6 | 2 | 8 |
| 2002 | 1 | 1 | 2 |
| 2003 | 6 | 1 | 7 |
| 2004 | 9 | 2 | 11 |
| 2005 | 8 | 0 | 8 |
| 총 합계 | 67 | 29 | 96 |

합병기업과 피합병기업의 업종을 살펴보면 다음과 같다. 표본기간 동안 가장 많은 합병기업이 소속된 업종은 화학물 및 화학제품제조업, 종합건설업 및 음식료품제조업으로서 각각 12개, 10개, 9개의 합병기업이 이들 업종에 속한 것으로 나타났다. 또한 피합병

17) 두산그룹의 경우 1998년 5월 6일 그룹 내 상장사인 오비맥주에 상장사인 두산상사, 두산백화, 두산기계와 비상장사인 두산개발, 두산전자, 두산경월, 두산동아, 두산정보통신 등 8개사를 통합하는 합병을 하였다. 1998년 이후 진행된 기업합병이 동기 면에서 이전 시기의 합병과 차이가 있는지의 문제는 본 연구에서는 다루지 않는다. 한편, 강준구·백재승(2001)은 계열기업의 흡수합병을 확장정책적 구조조정으로 정의하고 있다.

기업의 소속 업종은 화합물 및 화학제품제조업, 음식료품제조업이 각각 9개, 6개의 기업이 이들 업종에 속한 것으로 나타났다. 이는 종합건설업 17개, 음식료품 14개, 화학 13개의 업종별 분포를 보여준 강준구 외(2001)의 107개 합병기업의 업종별 분포와 매우 유사하다. 이들 업종에서 합병이 많이 이루어지는 것은 건설 및 화학 업종의 경우 산업간 전후방 연관효과가 커서 많은 대기업집단이 계열사로 편입하고 있기 때문으로 판단된다.

자료의 기술통계량을 살펴보기 이전에 합병의 특성에 따라 대체적인 주식매수청구권 행사 비율 정도를 살펴보았다. 먼저 우리나라 기업합병의 주된 특징 중 하나인 계열기업 간 합병이 어느 정도 이루어졌는지를 살펴보았다. <표 3>은 이를 보여주고 있다. 합병기업을 기준으로 계열기업 간 합병이 이루어진 것은 전체 합병 67건 중 61건의 합병이나 되어 91%의 비중을 보이고 있다. 30대 기업집단¹⁸⁾의 경우는 이보다 높은 92.9%가 계열기업 간 합병이었다. 30대 기업집단이 아닌 경우에도 89.7%가 계열기업 간 합병이었다.

<표 3> 계열소속 여부와 30대 기업집단 소속 여부에 따른 합병기업 분류

표는 기업자료를 합병기업이 30대 기업집단에 속한 경우와 그렇지 않은 경우를 가로축, 계열기업 간 합병 여부인지 여부를 기준으로 세로축으로 정리하였다.

| 구 분 | 합병기업이 30대 기업집단에 속한 경우 | | 합병기업이 30대 기업집단에 속하지 않은 경우 | | 합 계 | |
|------------|-----------------------|--------|---------------------------|--------|-----|--------|
| | 건수 | 비율 | 건수 | 비율 | 건수 | 비율 |
| 계열기업 간 합병 | 26 | 92.9% | 35 | 89.7% | 61 | 91.0% |
| 비계열기업 간 합병 | 2 | 7.1% | 4 | 10.3% | 6 | 9.0% |
| 총 합계 | 28 | 100.0% | 39 | 100.0% | 67 | 100.0% |

<표 4>는 합병대상 기업의 동종업종 소속 여부와 30대 기업집단 소속 여부에 따라 합병기업을 분류하였다. 전체적으로 표본기간 동안 발생한 합병은 동종업종에 속한 기업 간 합병이 주를 이루어 67개 합병건수 중 47개가 동종업종 기업 간 합병이었다. 합병기업이 30대 기업집단에 속한 경우 동종업종에 속한 합병 비율은 전체 평균보다 다소

18) 30대 기업집단 기준은 각 연도 공정거래위원회가 발표하는 자료에 근거한다.

낮은 57.1%이다. 합병기업이 30대 기업집단에 속하지 않은 경우는 동종기업 간 합병비율은 30대 기업집단에 속하는 경우보다 높은 79.5%였다. 상대적으로 30대 기업집단에서 이종업종 간 합병비율이 높았는데, 이는 주로 기업집단 내 제조업체와 도소매유통을 담당하는 종합상사와의 합병, 또는 제조업체와 건설업체 등의 합병 사례가 30대 기업집단이 아닌 경우보다 많았기 때문이다. 또한 30대 기업집단이 다수의 업종에서 개별사업을 영위하는 계열기업을 더 많이 거느리고 있기 때문이기도 하다.

〈표 4〉 동종업종 소속 여부와 30대 기업집단 소속 여부에 따른 합병기업 분류

표는 기업자료를 합병기업이 30대 기업집단에 속한 경우와 그렇지 않은 경우를 가로축, 동종업종 간 합병 여부인지 여부를 기준으로 세로축으로 정리하였다.

| | 합병기업이 30대 기업집단에 속한 경우 | | 합병기업이 30대 기업집단에 속하지 않은 경우 | | 합계 | |
|-------------|-----------------------|--------|---------------------------|--------|----|--------|
| | 개수 | 비율 | 개수 | 비율 | 개수 | 비율 |
| 동종업종에 속한 경우 | 16 | 57.1% | 31 | 79.5% | 47 | 70.1% |
| 이종업종에 속한 경우 | 12 | 42.9% | 8 | 20.5% | 20 | 29.9% |
| 총 합계 | 28 | 100.0% | 39 | 100.0% | 67 | 100.0% |

IV. 실증분석 결과

1절에서는 본 연구에서 사용된 변수를 설명하였다. 2절에서는 표본 변수의 요약통계량을 정리하였고 3절에서는 합병기업과 피합병기업의 변수 간 차이를 검정하였다. 4절에서는 주식매수청구권 행사와 반대의사표시의 결정요인을 분석하였다.

1. 변수 선정

(1) 주식매수청구권 관련변수

횡단면 회귀분석에서 종속변수인 주식매수청구권 행사율은 APP (주식매수청구권행사 주식수/총 주식수), 반대의사표시율은 OPP (반대의사표시 주식수/총 주식수)로 측정하였다. 매수청구권 관련 독립변수는 주식매수청구기준가격을 매수청구 종결일의 주가로 나눈 APR 로 측정하였다.

(2) 합병효율성 관련변수

횡단면 회귀분석에서 합병의 효율성을 나타내는 독립변수 선정은 강준구 외(2001)를 따랐다. 주요 독립변수는 합병성과를 직접 나타내는 주가의 누적초과수익률, 합병의 효율성에 간접적으로 영향을 미치는 것으로 논의되는 산업연관성 유무, 지배주주 지분의 크기 그리고 피합병기업의 상대적 크기이다.

1) 누적초과수익률

합병의 효율성이 높다는 것은 합병을 통해 주주가치가 증가한다는 것을 의미하므로 합병기업의 기준일 전후 주가수익률의 초과성과 여부를 나타내는 누적초과수익률(CAR : Cumulative Abnormal Return)을 합병의 효율성을 직접적으로 나타내는 변수로 선정하였다. 이때 기준일은 기본적으로 이사회의 합병결의일로 하였다. 누적초과수익률은 기준일 전후 10일의 시장대비 초과수익률의 합을 말한다. 누적초과수익률은 다음과 같이 측정하였다.

초과수익률은 식(1)과 같은 주가수익률 생성과정을 가정하는 시장모형을 이용한 사건

연구(Event Study) 기법을 통하여 측정하였다. 먼저 초과수익률 AR_{it} 는 기업 i 의 일일 주가수익률에서 시장 수익률을 차감하는 방식으로 다음과 같이 측정하였다.

$$AR_{it} = R_{it} - R_{mt} \tag{1}$$

이 모델에서 R_{it} 와 R_{mt} 는 각각 t 일의 기업 i 의 주가수익률과 종합주가지수의 수익률이다. 사건일 전후 각 시점에 관찰된 실제수익률에서 시장수익률을 차감함으로써 개별 주식 i 의 초과수익률 AR_{it} 를 계산하였다. 누적초과수익률은 초과수익률을 누적한 것으로 식(2)로 나타낼 수 있다.

$$CAR_t = \frac{1}{T} \sum_{t=t_0+1}^{t_1} AR_t \tag{2}$$

단, $T = t_1 - t_0 + 1$

2) 산업연관성 유무, 지배주주 지분의 크기, 피합병기업의 상대적 크기

실증분석에서 산업연관성 유무는 더미변수인 REL(동종업종일 경우 더미값 1, 이종합병일 경우 더미값 0을 주는 변수)로, 지배대주주지분율(지배주주 개인지분율+특수관계인(친인척 및 계열사) 지분율)은 EQT로, 그리고 피합병기업의 상대적 규모(피합병기업자산/합병기업자산)는 RSIZ로 나타낸다.

3) 기타 변수

합병기업과 피합병기업을 구분하는 더미변수인 MM_DUM(합병기업일 경우 더미값 1, 피합병기업일 때 더미값 0을 주는 변수)이 전체 표본 회귀분석에 포함된다. 또한 자산액의 로그값인 규모변수 SIZ를 포함하여 규모요인을 통제하였다. 분석기간 동안 경기 변화에 따른 효과를 통제하기 위해 모든 회귀분석에는 연도더미 변수를 포함하였다.

2. 표본의 요약통계량

<표 5>는 본 연구에서 분석된 기업의 주식매수청구권과 합병효율성 관련 변수의 요

약통계량을 보여준다. 먼저 매수청구주식수를 총 주식수로 나눈 매수청구율 APP는 평균값이 6.0%이나 중위값이 0.6%이어서 평균값과 중위값의 차이가 매우 큼을 볼 수 있다. 실제로 표본 전체 자료 중 절반 이상의 매수청구율이 1%가 안 된다. 반면 APP의 최대값은 38.6%로 매우 높은 수치를 보이고 10% 이상 자료도 전체 96개 자료 중 25개가 된다.

표는 표본기간 동안의 주식매수청구권 기업의 요약통계량을 나타낸다. APP는 매수청구 주식수를 총 주식수로 나눈 매수청구율을, OPP는 반대의사표시 주식수를 총 주식수로 나눈 반대의사표시율을, APR은 매수청구기준가를 매수청구권 행사종결일 주가로 나눈 매수청구가를, CAR은 합병공시일 10일 전에서 10일 후까지의 누적초과수익률을, SIZ는 대차대조표상 자산가액을 로그변환한 규모를, EQT는 지배주주의 개인지분율뿐만 아니라 특수관계인(친인척 및 계열사) 지분율을 포함한 실질적 영향력을 행사할 수 있는 지배대주주의 지분율을, RSIZ는 피합병기업 자산을 합병기업 자산으로 나눈 상대적 규모를 나타낸다. OPP의 자료수가 전체 표본 96개보다 작은 것은 표본 기업의 합병사건에서 반대의사표시 주식수 자료를 모두 구하지 못하였기 때문이다. RSIZ는 합병기업에 대해서만 계산하여 합병기업의 표본수와 같은 66개 자료를 얻었다.

〈표 5〉 주식매수청구권 기업의 요약통계량

| 변수 | 개수 | 평균 | 중위값 | 최소값 | 최대값 | 표준편차 |
|------|----|--------|--------|--------|--------|-------|
| APP | 96 | 0.060 | 0.006 | 0.000 | 0.386 | 0.092 |
| OPP | 81 | 0.173 | 0.162 | 0.005 | 0.454 | 0.114 |
| APR | 96 | 0.983 | 1.006 | 0.227 | 2.133 | 0.264 |
| CAR | 96 | 0.070 | 0.052 | -0.422 | 1.085 | 0.225 |
| SIZ | 96 | 19.895 | 19.869 | 16.255 | 23.174 | 1.495 |
| EQT | 96 | 0.382 | 0.375 | 0.067 | 0.870 | 0.165 |
| RSIZ | 66 | 0.483 | 0.381 | 0.062 | 1.907 | 0.384 |

이와 같이 본 연구의 주된 분석 대상인 APP 변수가 독특한 분포를 지니기 때문에 일반적인 선형회귀분석으로는 매수청구율의 결정요인을 파악하지 못할 가능성이 있다. 따

라서 매수청구율이 제II장에서 설정한 가설의 주요 변수인 매수청구기준가 변수 APR 그리고 합병 효율성 변수 CAR과 어떤 관계를 갖는지 구체적으로 살펴보도록 한다.

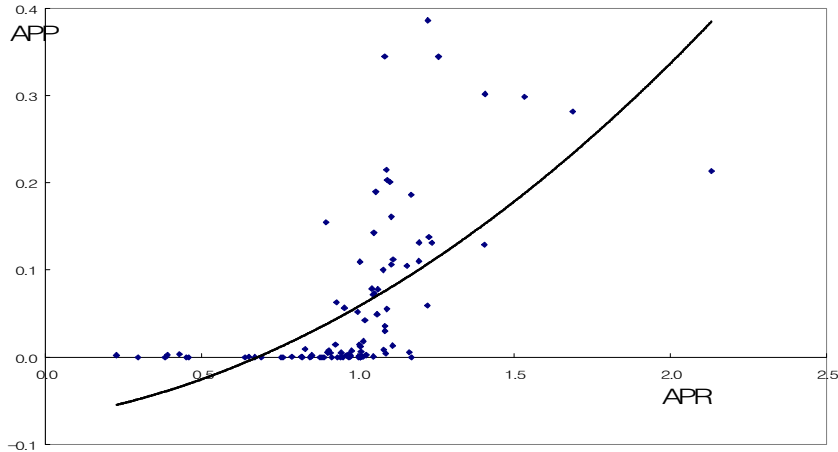
먼저 매수청구율과 매수청구기준가의 관계를 살펴보자. APR이 1보다 작은 경우, 즉 매수청구기준가가 매수청구 종결일 주가보다 낮은 경우 소액주주는 주식매수청구권을 행사하지 않을 것이다. 왜냐하면 합병이 효율적이지 않으면 주식을 매수청구가보다 높은 가격으로 시장에 매각하고 합병이 효율적이라면 장기적으로 주식을 보유하는 것이 유리할 것이기 때문이다. 따라서 APR이 1보다 작은 경우에는 주식매수청구율 APP는 0 일 것이다. 반면 APR이 1보다 클 경우는 상황이 좀 더 복잡해진다. 일단 매수청구가가 매수청구종결일 주가보다 높으므로 소액주주는 시장에 매각하는 것보다는 주식매수청구권을 행사하는 것이 유리할 것이다. 그러나 합병이 효율적임에도 일시적으로 주가가 하락한 경우 소액주주는 장기적으로 주식을 보유하는 것이 유리할 것이다. 따라서 APR이 1보다 클 경우에는 합병효율성 여부에 따라 주식매수청구권을 행사하거나 그냥 보유할 수도 있는 상황이 전개된다.¹⁹⁾ 따라서 APR이 1보다 작은 경우에는 매수청구율 APP는 0값을 보이다가, APR이 1보다 클 경우에는 APP는 합병의 효율성 등에 영향을 받으면서 증가할 것으로 예상된다. 실제로 분석에 사용된 전체 표본의 APP와 APR을 XY 좌표평면에 나타낸 <그림 2>를 보아도 이를 확인할 수 있다.

<그림 3>은 합병기업의 APP와 CAR을 XY 좌표평면에 나타낸 것이다. 그림을 보면 합병효율성 CAR이 매수청구율 APP에 대해 매수청구가 APR보다는 덜 분명한 관계를 보이고 있다. CAR이 0을 중심으로 CAR이 양수이면 주식매수청구율 APP가 0값을 갖고 CAR이 음수이면 APP가 양의 값을 갖는지는 더욱 엄밀한 다중회귀분석을 통해서 살펴보아야 할 것이다. 따라서 주식매수청구권의 행사와 장기적인 합병효율성의 관계는 4절에서 매수청구권 행사에 영향을 주는 다른 변수들과의 비선형항, 즉 2차항을 포함한 다중회귀분석을 통해 분석한다.

19) 또한 소액주주가 주식매수청구권제도에 대해서도 잘 알고 있어 이를 이용하는 것이 전제되어야 한다. 만약 주식매수청구권제도의 절차를 모르는 투자자라면 APR이 1보다 큰 경우에도 매수청구권을 행사하지 못할 수 있다.

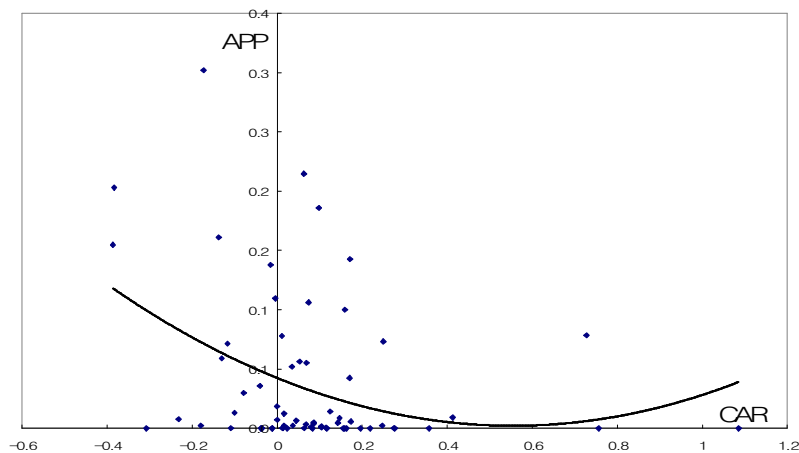
〈그림 2〉 전체 표본의 주식매수청구율과 주식매수청구가의 그림

그림은 표본기간 동안 합병 및 피합병 기업의 주식매수청구율과 매수청구가를 XY 좌표평면에 나타냈다. Y축의 APP는 매수청구 주식수를 총 주식수로 나눈 매수청구율을, X축의 APR은 주식매수청구기준가를 주식매수청구권 행사종결일 주가로 나눈 매수청구가를 나타낸다. 굵은 선은 APR의 1차항과 2차항을 APP에 회귀시킨 적합선(fitted line)이다.



〈그림 3〉 합병표본의 주식매수청구율과 합병효율성의 그림

그림은 표본기간 동안 합병기업의 주식매수청구율과 합병효율성을 XY 좌표평면에 나타냈다. Y축의 APP는 매수청구 주식수를 총 주식수로 나눈 매수청구율을, X축의 CAR은 합병공시일 10일 전에서 10일 후까지의 누적초과수익률을 나타낸다. 굵은 선은 CAR의 1차항과 2차항을 APP에 회귀시킨 적합선이다.



한편, 반대의사표시비용을 나타내는 OPP를 비롯한 다른 변수들은 평균값과 중위값이 APP만큼 큰 차이를 보이지는 않는다. 매수청구기준가격을 주식매수청구 종결일 주가로 나눈 APR 변수는 평균은 0.983이고 중위값은 1.006으로 1 주위에 분포하고 있다. 합병 공시일 전후 10일간의 누적초과수익률인 CAR은 평균 7.0%를 보여, 이 기간 동안 합병에 대해 긍정적인 반응을 보였다. 지배대주주의 지분율은 평균 38.2%이었다. 합병기업 자산 대비 피합병기업 자산의 상대적 규모는 평균 48.3%로서 강준구 외(2001)의 평균 20.0%에 비해 커 다른 시기 피합병기업에 비해 규모가 컸다고 할 수 있다. 이는 분석기간 동안 대규모 상장회사 간 합병이 이루어졌고 또한 표본에서 소규모합병들이 제외되었기 때문이다.

3. 합병기업과 피합병기업의 차이 검정²⁰⁾

<표 6>은 표본자료를 합병기업과 피합병기업으로 구분하여 평균과 중위값을 계산하고 두 집단 간 차이가 존재하는지에 대해 검정한 결과를 제시하였다. 두 집단 간 차이 검정은 정규분포를 가정한 T 검정과 사전적인 분포를 가정하지 않는 윌콕슨 순위검정(Wilcoxon rank test)을 사용하였다. 차이검정 결과 합병기업에 비해 피합병기업의 매수청구율 APP가 T 검정이나 윌콕슨 순위검정에서 약 1% 유의수준으로 컸다. 이러한 결과의 한 가지 해석은 앞의 가설에서 언급한 것처럼 구매자 중심의 합병시장으로 계열그룹 차원에서 합병비율이 결정되어 피합병기업의 소액주주들에게 불리하게 합병이 이루어질 경우(정재욱·배길수, 2006) 소액주주들은 부의 이전을 저지하기 위해 주식매수청구권을 행사한다는 것이다.

20) 우리의 자료는 쌍 자료(paired data)가 아니기 때문에 쌍 검정(paired test)을 수행하지 않고 집단 간 차이 검정을 수행하였다. 본문에는 제시하지 않았지만 쌍 검정을 하는 경우 전체 표본수가 감소하고 검정력이 약해져 합병기업과 피합병기업의 차이가 명확하지 않았다.

〈표 6〉 합병 및 피합병 기업의 요약통계량

표는 표본기간 동안의 주식매수청구권 기업의 요약통계량을 나타낸다. APP는 매수청구 주식수를 총 주식수로 나눈 매수청구율을, OPP는 반대의사표시 주식수를 총 주식수로 나눈 반대의사표시율을, APR은 주식매수청구기준가를 합병매수청구권행사 종결일 주가로 나눈 매수청구가를, CAR은 합병공시일 10일 전에서 10일 후까지의 누적초과수익률을, SIZ는 대차대조표상 자산가액을 로그변환한 규모를, EQT는 지배주주의 개인지분율뿐만 아니라 특수관계인(친인척 및 계열사) 지분율을 포함한 실질적 영향력을 행사할 수 있는 지배대주주의 지분율을 나타낸다. T 검정의 p값은 합병기업의 평균값과 피합병기업의 평균값이 같다는 귀무가설하에서 양측검정으로 계산된 t값보다 클 표준정규분포하 확률을 나타낸다. 비모수 검정의 p값은 정규분포를 가정하지 않은 상태에서 합병기업의 중위값과 피합병기업의 중위값이 같다는 귀무가설하에서 양측검정으로 계산된 윌콕슨순위검정(Wilcoxon rank test) 값보다 클 확률을 나타낸다. ***, **, *는 각각 1%, 5%, 10% 유의수준(Significance level)에서 유의함을 나타낸다.

| 구 분 | 합병기업 | | | 피합병기업 | | | T 검정 | 비모수검정 |
|-----|------|--------|--------|-------|--------|--------|----------|------------------|
| | 개수 | 평균 | 중위값 | 개수 | 평균 | 중위값 | p값 | p값 (Wilcoxon) |
| APP | 67 | 0.039 | 0.005 | 29 | 0.108 | 0.063 | 0.005*** | 0.011** |
| OPP | 54 | 0.167 | 0.157 | 27 | 0.186 | 0.173 | 0.493 | 0.621 |
| APR | 67 | 0.951 | 1.000 | 29 | 1.057 | 1.061 | 0.152 | 0.070* |
| CAR | 67 | 0.079 | 0.064 | 29 | 0.049 | 0.029 | 0.531 | 0.546 |
| SIZ | 67 | 19.809 | 19.842 | 29 | 20.092 | 20.156 | 0.354 | 0.486 |
| EQT | 67 | 0.398 | 0.404 | 29 | 0.346 | 0.320 | 0.148 | 0.163 |

이와 같은 해석은 매수청구기준가 대비 매수청구종결일 주가를 나타내는 APR 변수의 비교로도 뒷받침된다. APR이 1보다 크다는 것은 매수청구기준가에 비해 매수청구종결일 주가가 낮다는 것을 의미한다. 피합병기업의 APR의 중위값은 1.061로서 피합병기업의 주가는 합병공시일 전²¹⁾ 대비 매수청구권 종결일까지 하락하였음을 의미한다. 또한 정규분포를 가정하지 않는 윌콕슨 순위검정의 경우 10% 유의수준에서 합병기업의 APR보다 높아서, 피합병기업의 외부주주는 주식매수청구권의 행사가 유리한 상황이 된다. 반면, 합병기업의 APR은 1보다 작아 매수청구기준가보다 매수청구 종결일 주가가

21) 매수청구기준가는 합병공시일 이전 2개월간 주가의 거래량 가중평균으로 구해진다.

더 올라가 있는 상태에서 합병의 이익이 피합병기업으로부터 합병기업으로 이전되는 양상을 보여주고 있다.

반대의사표시는 합병기업이 피합병기업에 비해 유의한 차이를 보이지 않았다. 주식매수청구권의 행사에 있어 합병기업이 피합병기업보다 유의하게 낮았으므로, 이는 상대적으로 합병기업의 주주들이 매수청구권 행사보다 반대의사표시를 많이 한 것에 기인한 것으로 보인다. 그럼 왜 합병기업의 주주는 반대의사표시를 많이 하고 매수청구권의 실제 행사는 낮았을까? 한 가지 해석은 합병 자체를 찬성하지만 세부사항에 대해서는 반대하는 주주들이 반대의사를 표시하는 것이다. 이러한 해석에 따르면 주식매수청구권은 합병기업의 소액주주가 지배주주를 견제하는 데 도움이 되는 제도로 일정한 역할을 수행한다고 볼 수 있다.

합병의 효율성을 보여주는 누적초과수익률은 기존 합병연구(송영균·주상룡, 1997; 강준구 외, 2001)에서와 같이 피합병기업이 합병기업에 비해 낮은 수치를 보였다. 그러나 두 가지 방법의 차이검정에서는 유의한 결과를 얻지는 못하였다.

규모 면에서는 합병기업에 비해 피합병기업이 다소 큰 것으로 나타났으나 그 차이는 유의하지 않았다. 이는 합병기업의 경우 비상장기업과 합병한 상장기업도 포함되어 있어 직접적인 비교는 의미가 없어 보인다.

지배대주주의 지분율은 합병기업이 피합병기업에 비해 유의하지는 않지만 큰 것으로 나타났다. 계열사 간 합병 시 합병비율을 포함한 합병조건을 결정하는 지배대주주의 입장에서 자신의 지분율이 높은 합병기업에 유리하게 결정하면 부가 더욱 증가하는 효과가 있다고 할 수 있다. 그러나 지배대주주의 지분율이 합병기업과 피합병기업 간에 유의한 차이가 존재하지 않아 이러한 가설을 확인하기는 다소 어렵다.

이상을 정리하면 다음과 같다. 대체로 합병기업이 피합병기업에 비해 합병공시 이후 주주의 부가 더 많이 증가하였고 합병기업의 주주는 피합병기업의 주주에 비해 주식매수청구권을 적게 행사하였다.

4. 주식매수청구권 행사의 결정요인 분석²²⁾

(1) 전체 표본의 경우

횡단면 분석을 하기 이전에 독립변수 간 상관관계 분석을 시행한 결과 전체적으로 설명변수 간에 다중공선성의 문제는 크지 않은 것으로 보인다. 설명변수 간 상관관계수가 가장 큰 것은 SIZ와 EQT로서 -0.236이었고 나머지 변수 간 상관관계수는 이보다 절대값이 작았다.

〈표 7〉 변수 간 피어슨(Pearson) 상관계수

표는 표본기간 동안의 모형의 독립변수 간 피어슨 상관계수를 나타낸다. APR은 주식매수청구기 준가를 합병매수청구권행사 종결일 추가로 나눈 매수청구가를, CAR은 합병공시일 10일 전에서 10일 후까지의 누적초과수익률을, SIZ는 대차대조표상 자산가액을 로그변환한 규모를, REL은 동종합병일 경우 1값을, 이종합병일 경우 0값을 갖는 범주변수를, EQT는 지배주주의 개인지분 율뿐만 아니라 특수관계인(친인척 및 계열사) 지분율을 포함한 실질적 영향력을 행사할 수 있는 지배대주주의 지분율을, RSIZ는 피합병기업 자산을 합병기업 자산으로 나눈 상대적 규모를 나타낸다. ***, **, *는 각각 1%, 5%, 10%로 상관계수가 0이라는 귀무가설을 기각할 때의 통계적 인 유의수준(Significance level)을 나타낸다.

| 구 분 | APR | CAR | SIZ | REL | EQT | RSIZ |
|------|--------|--------|----------|--------|-------|------|
| APR | 1 | | | | | |
| CAR | -0.114 | 1 | | | | |
| SIZ | -0.083 | -0.141 | 1 | | | |
| REL | -0.156 | 0.006 | -0.177* | 1 | | |
| EQT | 0.115 | -0.027 | -0.236** | 0.055 | 1 | |
| RSIZ | 0.042 | 0.022 | -0.117 | -0.002 | 0.017 | 1 |

주식매수청구권 행사의 결정요인을 구하기 위하여 횡단면 회귀분석을 실시하였다. 주식매수청구권 행사율을 나타내는 변수 APP의 분포는 중위값이 0.5%인 데 반해 평균

22) 주식매수청구권의 행사와 반대이사표시에 30대 재벌더미 변수는 유의한 영향을 주지 못하였다. 이는 우리나라 기업합병 행태에 있어서 비30대 재벌기업들도 지배주주의 의사결정에 따른 동일 계열 내 기업 간 합병방식을 사용하기 때문에 재벌더미가 유의한 영향을 주지 못한 것으로 판단되어 분석결과에는 재벌더미 변수를 보고하지 않았다.

이 6.0%로 값의 차이가 매우 큰 특성을 지니고 있다. 이러한 성질로 인해 독립변수와 비선형적인 관계를 가질 가능성이 있다. 그래서 본 회귀식에서는 독립변수의 1차항과 2차항을 포함하여 회귀분석을 시행하였다.²³⁾ 각 변수의 뒤에 2를 붙인 것이 2차항을 의미하며, 본문에서는 유의한 회귀계수값을 중심으로 보고하였다.

또한 우리의 표본 중 IMF 외환위기 직후 시기와 2000년대 이후 시기의 차이로 인해 발생하는 특성을 조정하기 위해 매년도 더미변수를 포함해 회귀분석하였다.

합병 및 피합병 기업 전체의 주식매수청구권 행사율 APP에 대해 회귀분석한 결과, 매수청구종결일 주가 대비 주식매수청구기준가인 APR 변수가 가장 유의하게 나타났다. 주식매수청구권은 주식매수청구가격과 매수종결일 가격을 비교하여 매수청구가격이 높을수록 더 많이 행사되는 것으로 나타났다. 또한 합병의 효율성을 나타내는 CAR 과도 비선형적이지만 음의 관계를 나타내(10%의 유의수준에서), 주식매수청구권의 행사가 단기적인 시세변동뿐만 아니라 장기적인 합병의 효율성도 고려하여 이루어짐을 보여준다.²⁴⁾ 또한 합병기업과 피합병기업을 구분하는 더미변수 MM_DUM 변수가 유의한 음의 값을 나타내, 앞서 기술통계량 분석에서와 같이 합병기업에 비해 피합병기업의 주식매수청구율이 유의하게 높음을 볼 수 있다. 한편, 동종합병 더미변수 REL, 지배주주의 지분율 EQT는 주식매수청구권 행사율에 유의한 영향을 미치지 않은 것으로 나타났다.

합병기업만을 회귀분석한 결과에 따르면 전체 분석과 마찬가지로 APR과 CAR 변수가 유의하게 나타났다. 즉 합병기업의 경우 주식매수청구율은 주식매수청구가격이 높을수록 그리고 합병효율성이 낮을수록 높아지는 것으로 나타났다. 또한 SIZ 변수가 유의

23) 회귀분석 결과 APR의 경우 1차항과 2차항이 매우 높은 T값을 보였으나 VIF(Variance Inflation Factor)가 30 전후여서 다중공선성의 문제가 있어 1차항을 따로 보고하지 않았다. CAR의 경우 2차항이 포함될 경우 1차항이 유의하게 나타나 APP와 비선형적인 관계를 갖는 것처럼 보였다. 한편, 기타 EQT, SIZ, RSIZ 등은 2차항이 유의하지 않아 따로 회귀식을 보고하지 않았다. 또한 1차항과 2차항을 같이 포함하여 회귀시킬 경우 다중공선성의 문제가 발생할 수 있지만 CAR과 CAR² 간에 VIF가 1.7~2.3으로서 그다지 큰 문제가 되는 것으로는 보이지 않는다.

24) 2차항이 포함된 CAR 변수를 완전제곱 형식으로 정리하면

$$0.112CAR^2 - 0.093CAR = 0.112[CAR^2 - 2 * (\frac{0.093}{0.112})CAR - (\frac{0.093}{0.112})^2]$$

으로서 CAR이 0.830인 경우 APP의 추정치는 최저값을 갖게 된다. 따라서 CAR이 83.0% 이하인 구간에서는 APP와 음의 관계를 보인다고 할 수 있다.

하게 양의 값을 갖는 것으로 나타났다. 한편, 동종합병 더미변수 REL, 지배주주의 지분을 EQT, 피합병기업의 상대적 크기 RSIZ는 합병기업의 주식매수청구권 행사율에 유의한 영향을 미치지 않은 것으로 나타났다.

반면, 피합병기업만을 대상으로 한 회귀분석에 따르면 APR은 여전히 유의한 변수였으나, CAR은 더는 유의하지 않았다.²⁵⁾ 또한 피합병기업의 주식매수청구권 행사율은 피합병기업의 지배대주주 지분을 EQT, 규모 및 동종합병 여부는 주식매수청구권 행사율에 유의한 영향을 미치지 않은 것으로 나타났다.

<표 8> 주식매수청구권 행사의 결정요인 분석²⁶⁾²⁷⁾

표는 표본기간 동안의 매수청구 주식수를 총 주식수로 나눈 주식매수청구율 APP를 종속변수로 하여 전체 표본, 합병기업, 피합병기업으로 나누어 모형의 독립변수로 회귀분석한 결과이다. 독립변수는 주식매수청구기준가를 합병매수청구권행사 종결일 주가로 나눈 APR, 합병공시일 10일 전에서 10일 후까지의 누적초과이익률인 CAR, 자산가액을 로그변환한 SIZ, 동종업종 합병시 1값을 그렇지 않으면 0값인 REL, 지배주주의 개인지분을뿐만 아니라 특수관계인(친인척 및 계열사) 지분율을 포함한 EQT, 피합병기업 자산을 합병기업 자산으로 나눈 RSIZ, 합병기업인 경우 1값을 피합병기업인 경우 0값을 갖는 MM_DUM이다. 그리고 APR2와 CAR2는 각각 APR과 CAR의 2차항을 의미한다. 각 회귀식에는 연도더미 변수를 포함하였으나 표에는 보고하지 않았다. ***, **, *는 각각 1%, 5%, 10%로 회귀계수가 0이라는 귀무가설을 기각할 때의 통계적인 유의수준(Significance level)을 나타낸다.

- 25) 이 결과에 대한 한 가지 해석은 피합병기업의 경우 외국의 경우와 달리 현금교부를 하지 않기 때문에 피합병기업에 효율적인 합병일지라도 합병비율이 불리할 경우 피합병기업 주주들은 합병기업의 주식으로 교부받지 않고 주식매수청구권을 행사하여 현금을 확보한다는 것이다.
- 26) 주식매수청구권 행사와 반대사표시의 결정요인 분석에 있어 산업더미는 포함하지 않았다. 이는 합병이 이사회에서 발표되었을 때 합병에 반대하는 주주의 반대사표시와 주식매수청구권행사 여부가 산업에 의해 영향을 받지 않으리라 판단했기 때문이다. 산업 특성은 주가에 반영되기 때문에 주주들은 매수청구기준가, 매수청구권행사 기간 동안의 주가 그리고 향후 합병기업의 주가에 대한 예상 등을 고려하여 매수청구권 행사 여부를 결정할 것이다. 이러한 이유로 기존 합병성과 관련연구에서 산업더미를 포함한 분석이 없었다. 참고로 산업 더미를 포함하여 회귀분석한 결과도 대체로 <표 8>과 <표 9>의 결과와 비슷하였다. 다만, 주식매수청구권 행사의 결정요인 분석에서 MM_DUM의 회귀계수가 유의하지 않은 음수를 보였다.
- 27) <표 8>와 <표 9>에서 종속변수인 매수청구권 행사율과 반대사표시율은 전체 지분에서 차지하는 비율로 계산하였다. 전체 지분에서 지배대주주 지분을 차감한 지분을 분모로 하고 종속변수를 정의하여 분석을 했지만 <표 8>와 <표 9>의 결과와 질적으로 다르지 않은 결과를 보였다.

| 구 분 | 전체 | | 합병기업 | | 피합병기업 | |
|-------------------|----------|--------|-----------|--------|----------|-------|
| | 계수값 | p값 | 계수값 | p값 | 계수값 | p값 |
| 절편값 | -0.236* | 0.083 | -0.473*** | <0.001 | 0.74 | 0.136 |
| APR | 0.184*** | <0.001 | 0.151*** | <0.001 | 0.194*** | 0.006 |
| CAR | -0.093** | 0.047 | -0.112** | 0.012 | -0.195 | 0.150 |
| CAR2 | 0.112* | 0.099 | 0.132** | 0.018 | -0.011 | 0.969 |
| SIZ | 0.007 | 0.240 | 0.017*** | 0.001 | -0.038 | 0.109 |
| REL | -0.011 | 0.508 | -0.008 | 0.190 | -0.045 | 0.405 |
| EQT | 0.017 | 0.716 | 0.051 | 0.585 | -0.243 | 0.112 |
| RSIZ | | | 0.009 | 0.297 | | |
| MM_DUM | -0.038** | 0.023 | | | | |
| 표본수 | 96 | | 67 | | 29 | |
| 조정 R ² | 0.444 | | 0.485 | | 0.386 | |

한편, 합병에 대한 반대의사표시율을 나타내는 OPP를 회귀분석한 <표 9>의 결과를 보면, 전체적으로는 APR에만 영향을 받을 뿐 합병의 효율성을 나타내는 CAR, REL, RSIZ 등의 변수와는 무관하게 결정되는 것으로 나타났다. 이 경우 반대의사는 종결일 증가 대비 매수청구기준가격이 높을수록 많이 표시되었다. 즉 반대의사표시는 일종의 풋옵션적인 성격을 지니고 있어 합병을 반대하는 주주나 합병을 찬성하더라도 세부사항에 반대하는 주주들이 다 표시할 수 있는 권리이기 때문에 합병의 효율성과 무관하게 이루어지는 것으로 보인다. 또한 합병기업과 피합병기업의 더미변수 MM_DUM의 계수값은 유의하지 않았다. 지배대주주의 지분율 EQT는 유의한 음의 계수값을 보여 지배대주주 지분율이 낮을수록 합병에 대한 반대의사표시율이 높았다.

합병기업의 반대의사표시율을 회귀분석한 결과, APR은 여전히 유의한 양의 값을 보였고 CAR과 기타 효율성 관련변수는 유의한 값을 보이지 않았지만 규모인 SIZ 변수와는 유의한 양의 관계를 보였다. 기타 합병 효율성 관련 변수는 유의한 결과를 얻을 수 없었다.

피합병기업을 대상으로 반대의사표시율을 회귀분석할 때 역시 CAR과 기타 효율성

관련변수는 유의한 값을 보이지 않았지만 주식매수청구기준가격 변수인 APR만이 유의한 양의 값을 보였다. 기타 합병 효율성 관련 변수는 유의한 값을 보이지 않았지만 지배대주주 지분을 EQT가 유의한 음의 값을 보였다. 이것은 피합병기업 지배대주주의 지분율이 낮을수록 일반주주들이 지배대주주를 견제하기 위해 반대의사표시를 많이 하는 것을 보여준다.

〈표 9〉 반대의사표시의 결정요인 분석

표는 표본기간 동안의 반대의사표시 주식수를 총 주식수로 나눈 반대의사율 OPP를 종속변수로 하여 전체 표본, 합병기업, 피합병기업으로 나누어 모형의 독립변수로 회귀분석한 결과이다. 독립변수는 주식매수청구기준가를 합병매수청구권행사 종결일 주가로 나눈 APR, 합병공시일 10일 전에서 10일 후까지의 누적초과수익률인 CAR, 자산가액을 로그변환한 SIZ, 동종업종 합병시 1값을 그렇지 않으면 0값인 REL, 지배주주의 개인지분율뿐만 아니라 특수관계인(친인척 및 계열사) 지분율을 포함한 EQT, 피합병기업 자산을 합병기업 자산으로 나눈 RSIZ, 합병기업인 경우 1값을 피합병기업인 경우 0값을 갖는 MM_DUM이다. 그리고 APR2와 CAR2는 각각 APR과 CAR의 2차항을 의미한다. 각 회귀식에는 연도더미 변수를 포함하였으나 표에는 보고하지 않았다. ***, **, *는 각각 1%, 5%, 10%로 회귀계수가 0이라는 귀무가설을 기각할 때의 통계적인 유의수준(Significance level)을 나타낸다.

| 구 분 | 전체 | | 합병기업 | | 피합병기업 | |
|-------------------|----------|---------|----------|---------|---------|---------|
| | 계수값 | p-value | 계수값 | p-value | 계수값 | p-value |
| 절편 | -0.119 | 0.551 | -0.394 | 0.097 | 0.519 | 0.543 |
| APR | 0.211*** | <.0001 | 0.272*** | 0.002 | 0.171** | 0.050 |
| CAR | -0.036 | 0.609 | -0.115 | 0.223 | -0.019 | 0.910 |
| CAR2 | -0.009 | 0.932 | 0.090 | 0.446 | -0.305 | 0.361 |
| SIZ | 0.006 | 0.486 | 0.016* | 0.112 | -0.020 | 0.592 |
| REL | -0.008 | 0.765 | 0.024 | 0.494 | -0.055 | 0.432 |
| EQT | -0.127* | 0.068 | -0.059 | 0.446 | -0.338* | 0.074 |
| RSIZ | | | 0.017 | 0.659 | | |
| MM_DUM | 0.010 | 0.660 | | | | |
| 표본수 | 81 | | 54 | | 27 | |
| 조정 R ² | 0.315 | | 0.315 | | 0.072 | |

(2) 주식매수청구기준가격으로 구분한 경우

우리는 앞에서 매수청구 종결일 주가로 나는 주식매수청구기준가 비율인 APR이 1보다 큰 경우와 작은 경우 주주의 주식매수청구권 행사 행태가 달라질 것이라고 예측하였다. 이 절에서는 전체 표본을 APR이 1보다 큰 경우와 작은 경우로 구분하여 회귀분석한 결과를 제시한다.

먼저 APR이 1보다 큰 경우 일반 주주는 매수청구기준가격이 매수청구 종결일 주가보다 높으므로 매수청구권을 행사하는 것이 유리하다. 그러나 합병의 효율성이 높다면 주식매수청구권을 행사하지 않을 것이다. 따라서 이 경우 일반 주주의 반대의사표시와 주식매수청구율은 APR 변수와는 정(+의) 관계를, CAR 변수와는 부(-의) 관계를 보일 것이다.

APR이 1보다 작은 경우 일반 주주는 매수청구기준가격이 매수청구 종결일 주가보다 낮으므로 매수청구권을 행사하지 않는 것이 유리하다. 합병의 효율성이 높다면 주식매수청구권을 행사하지 않을 것이고 또한 합병의 효율성이 낮아도 시장에 매각하는 것이 유리할 것이므로 주식매수청구권의 행사율은 합병의 효율성과 관련이 없을 것이라는 예측을 할 수 있다. 따라서 APR이 1보다 작은 경우는 반대의사표시나 주식매수청구율이 APR이나 CAR 변수와 무관할 것이다.

APR이 1보다 큰 경우와 작은 경우를 구분하여 회귀분석한 <표 10>의 결과를 보면, 우리가 예측한 대로 APR이 1보다 작은 경우 주식매수청구권의 행사율이 APR과 CAR 등 주요 변수와 관련이 없는 것으로 나타났다. 반면, APR이 1보다 큰 경우는 주식매수청구권 기준가격이 높을수록 또한 합병의 효율성이 작을수록 주식매수청구권의 행사율 APP가 높음을 알 수 있다. 단지, 앞의 분석에서 나타난 것과 달리 피합병기업의 주식매수청구권 행사율은 합병기업에 비해 유의하게 높게 나타나지는 않았다.

<표 10> 주식매수청구권 행사의 결정요인 분석(APR의 크기에 따른 구분)²⁸⁾

표는 표본기간 동안의 매수청구 주식수를 총 주식수로 나눈 주식매수청구율 APP를 종속변수로 하여 전체 표본, 합병기업, 피합병기업으로 나누어 모형의 독립변수로 회귀분석한 결과이다. 독립변수는 주식매수청구기준가를 매수청구권행사 종결일 주가로 나눈 APR, 합병공시일 10일 전에서 10일 후까지의 누적초과이익률인 CAR, 자산가액을 로그변환한 SIZ, 동종업종 합병 시 1값을 그렇지 않으면 0값인 REL, 지배주주의 개인지분율뿐만 아니라 특수관계인(친인척 및 계열사) 지분율을 포함한 EQT, 피합병기업 자산을 합병기업 자산으로 나눈 RSIZ, 합병기업인 경우 1값을 피합병기업인 경우 0값을 갖는 MM_DUM이다. 각 회귀식에는 연도더미 변수를 포함하였으나 표에는 보고하지 않았다. ***, **, *는 각각 1%, 5%, 10%로 회귀계수가 0이라는 귀무가설을 기각할 때의 통계적인 유의수준(Significance level)을 나타낸다.

| 구분 | APR>1 | | APR<1 | |
|-------------------|----------|-------|--------|-------|
| | 계수값 | p값 | 계수값 | p값 |
| 절편값 | -0.185 | 0.491 | -0.064 | 0.503 |
| APR | 0.231*** | 0.007 | 0.038 | 0.134 |
| CAR | -0.124* | 0.091 | -0.027 | 0.175 |
| SIZ | 0.001 | 0.917 | 0.002 | 0.540 |
| REL | -0.009 | 0.822 | 0.014 | 0.127 |
| EQT | -0.135 | 0.151 | -0.017 | 0.548 |
| MM_DUM | -0.037 | 0.228 | 0.003 | 0.756 |
| 표본수 | 51 | | 45 | |
| 조정 R ² | 0.325 | | 0.104 | |

한편, 합병에 대한 반대의사표시율을 나타내는 OPP를 APR의 크기에 따라 회귀분석한 <표 11>의 결과를 보면, APR이 1보다 작은 경우 어떤 변수도 유의하지 않은 반면, APR이 1보다 큰 경우 APR 변수와 유의한 양의 관계를 CAR 변수와는 유의한 관계를 보이지 않았다. 이는 반대의사표시의 경우 주주에게 풋옵션과 같은 권리를 갖는 것이므로 APR이 1보다 큰 경우 즉 주식매수청구기준가격이 상대적으로 높은 경우에도 합병의 효율성과 무관하게 일단 매수청구에 대한 반대의사표시를 보이는 것이 유리하므로 많

28) APR이 1보다 큰 그룹과 작은 그룹으로 나누어 회귀분석하는 경우 2차항은 도입하지 않았다. 이는 APR이 1보다 큰 경우와 작은 경우 각각에서 발생하는 비선형적인 특성을 고려할 필요가 없었기 때문이다.

은 반대의사표시가 있었다고 해석할 수 있다. 또 APR이 1보다 큰 경우에는 지배주주 지분율이 클수록 반대의사표시율이 높았고 합병기업에 비해 피합병기업의 반대의사표시율이 높았다.

〈표 11〉 반대의사표시의 결정요인 분석(APR의 크기에 따른 구분)

표는 표본기간 동안의 반대의사표시 주식수를 총 주식수로 나눈 반대의사표시율 OPP를 종속변수로 하여 전체 표본, 합병기업, 피합병기업으로 나누어 모형의 독립변수로 회귀분석한 결과이다. 독립변수는 주식매수청구기준가를 합병매수청구권행사 종결일 주가로 나눈 APR, 합병공시일 10일 전에서 10일 후까지의 누적초과수익률인 CAR, 자산가액을 로그변환한 SIZ, 동종업종 합병 시 1값을 그렇지 않으면 0값인 REL, 지배주주의 개인지분율뿐만 아니라 특수관계인(친인척 및 계열사) 지분율을 포함한 EQT, 피합병기업 자산을 합병기업 자산으로 나눈 RSIZ, 합병기업인 경우 1값을 피합병기업인 경우 0값을 갖는 MM_DUM이다. 각 회귀식에는 연도더미 변수를 포함하였으나 표에는 보고하지 않았다. ***, **, *는 각각 1%, 5%, 10%로 회귀계수가 0이라는 귀무가설을 기각할 때의 통계적인 유의수준(Significance level)을 나타낸다.

| 구분 | APR>1 | | APR<1 | |
|-------------------|-----------|-------|--------|-------|
| | 계수값 | p값 | 계수값 | p값 |
| 절편값 | 0.227 | 0.503 | -0.184 | 0.466 |
| APR | 0.279*** | 0.005 | 0.045 | 0.584 |
| CAR | -0.072 | 0.385 | -0.042 | 0.482 |
| SIZ | -0.008 | 0.563 | 0.016 | 0.152 |
| REL | 0.014 | 0.773 | -0.035 | 0.254 |
| EQT | -0.324*** | 0.005 | -0.102 | 0.221 |
| MM_DUM | -0.062* | 0.089 | 0.001 | 0.968 |
| 표본수 | 45 | | 36 | |
| 조정 R ² | 0.208 | | 0.168 | |

(3) 기관투자자 지분율을 고려하는 경우

우리는 앞에서 합병기업의 경우 규모가 클수록 반대의사표시율과 주식매수청구율이 높아지는 결과를 얻었다. 이는 김근수·변진호(2007)의 연구와 동일한 결과이지만 그들은 매수청구권 행사율과 규모 변수가 유의한 양의 관계를 갖는 것을 기관투자자 지분율이 높거나 또는 합병기업의 규모가 커 여론의 관심이 되는 이목효과 때문에 발생한 현상으로 해석하고 있다. 우리는 주식매수청구권 행사율과 기업규모간의 양의 관계가 기

관투자자가 대기업을의 주식을 대체로 많이 보유한다는 의미에서 기관투자자 지분율이 높은 기업의 주식매수청구권 행사율이 높은지 여부를 검증하였다. <표 12>와 <표 13>의 분석 결과에 의하면 기관투자자 지분율²⁹⁾이 반대의사표시율과 주식매수청구권 행사에 유의한 영향을 미친다고 볼 수 없다. 또한 기관투자자 지분율을 설명변수로 포함할 경우 규모 변수의 유의성은 떨어지고 다른 변수의 유의성은 <표 8>과 <표 9>의 결과와 크게 다르지 않은 것으로 나타났다.

<표 12> 주식매수청구권 행사의 결정요인 분석(기관투자자 지분율 포함)

표는 표본기간 동안의 매수청구 주식수를 총 주식수로 나눈 주식매수청구율 APP를 종속변수로 하여 전체 표본, 합병기업, 피합병기업으로 나누어 모형의 독립변수로 회귀분석한 결과이다. 독립변수는 주식매수청구기준가를 합병매수청구권행사 종결일 추가로 나눈 APR, 합병공시일 10일 전에서 10일 후까지의 누적초과수익률인 CAR, 자산가액을 로그변환한 SIZ, 동종업종 합병시 1값을 그렇지 않으면 0값인 REL, 지배주주의 개인지분율뿐만 아니라 특수관계인(친인척 및 계열사) 지분율을 포함한 EQT, 피합병기업 자산을 합병기업 자산으로 나눈 RSIZ, 합병기업인 경우 1값을 피합병기업인 경우 0값을 갖는 MM_DUM이다. INST는 기관투자자 지분율을 나타낸다. 그리고 CAR2는 CAR의 2차항을 의미한다. 각 회귀식에는 연도더미 변수를 포함하였으나 표에는 보고하지 않았다. ***, **, *는 각각 1%, 5%, 10%로 회귀계수가 0이라는 귀무가설을 기각할 때의 통계적인 유의수준(Significance level)을 나타낸다.

| 구 분 | 계수값 | P값 | 계수값 | P값 |
|--------|----------|--------|----------|--------|
| 절편값 | -0.083* | 0.099 | -0.180 | 0.243 |
| APR | 0.189*** | <.0001 | 0.190*** | <.0001 |
| CAR | -0.130** | 0.014 | -0.124** | 0.022 |
| CAR2 | 0.138* | 0.068 | 0.137* | 0.071 |
| SIZ | | | 0.005 | 0.505 |
| REL | -0.014 | 0.485 | -0.012 | 0.556 |
| EQT | -0.030 | 0.564 | -0.022 | 0.689 |
| INST | 0.010 | 0.885 | -0.009 | 0.909 |
| MM_DUM | -0.034* | 0.060 | -0.034* | 0.061 |
| 표본수 | 85 | | 85 | |
| 조정_R2 | 0.4405 | | 0.4361 | |

29) 기관투자자 지분율은 한국상장회사협의회 TS-2000 자료를 이용하였다. 기관투자자는 금융기관, 증권사, 보험사 등의 지분율 합계를 사용하였다. TS-2000 데이터베이스의 경우 2003년 이후 지분율 자료가 없는 기업이 다수 존재하여 표본크기가 감소하였다.

〈표 13〉 반대의사표시의 결정요인 분석(기관투자자 지분을 포함)

표는 표본기간 동안의 반대의사표시 주식수를 총 주식수로 나눈 반대의사율 OPP를 종속변수로 하여 전체 표본, 합병기업, 피합병기업으로 나누어 모형의 독립변수로 회귀분석한 결과이다. 독립변수는 주식매수청구기준가를 합병매수청구권행사 종결일 주가로 나눈 APR, 합병공시일 10일 전에서 10일 후까지의 누적초과수익률인 CAR, 자산가액을 로그변환한 SIZ, 동종업종 합병시 1값을 그렇지 않으면 0값인 REL, 지배주주의 개인지분을뿐만 아니라 특수관계인(친인척 및 계열사) 지분을 포함한 EQT, 피합병기업 자산을 합병기업 자산으로 나눈 RSIZ, 합병기업인 경우 1값을 피합병기업인 경우 0값을 갖는 MM_DUM이다. INST는 기관투자자 지분을 나타낸다. 그리고 CAR2는 CAR의 2차항을 의미한다. 각 회귀식에는 연도더미 변수를 포함하였으나 표에는 보고하지 않았다. ***, **, *는 각각 1%, 5%, 10%로 회귀계수가 0이라는 귀무가설을 기각할 때의 통계적인 유의수준(Significance level)을 나타낸다.

| 구 분 | 계수값 | P값 | 계수값 | P값 |
|--------|----------|--------|----------|--------|
| 절편값 | 0.020 | 0.796 | -0.164 | 0.455 |
| APR | 0.205*** | <0.001 | 0.208*** | <0.001 |
| CAR | -0.045 | 0.529 | -0.033 | 0.649 |
| CAR2 | -0.007 | 0.943 | -0.010 | 0.921 |
| SIZ | | | 0.009 | 0.371 |
| REL | -0.016 | 0.579 | -0.013 | 0.654 |
| EQT | -0.149** | 0.037 | -0.131* | 0.076 |
| INST | 0.029 | 0.761 | -0.008 | 0.936 |
| MM_DUM | 0.008 | 0.751 | 0.009 | 0.708 |
| 표본수 | 79 | | 79 | |
| 조정 R2 | 0.312 | | 0.310 | |

V. 결론 및 시사점

주식매수청구권이란 합병 등 기업경영에 관련된 중요한 의사결정에 반대하는 주주가 회사에 대해 자기가 소유한 주식을 매수할 것을 청구할 수 있는 상법상 권리를 말한다. 소액주주에 대한 보호 장치가 취약한 우리나라에서 주식매수청구권제도는 기업합병과

같은 중요한 의사결정에 대해 반대하는 소액주주의 보호 장치이자 지배주주에 대한 견제장치 역할을 하는 제도라고 볼 수 있다.

본 연구는 기업합병에서 지배대주주의 의사에 반대하는 소액주주를 보호하는 취지의 주식매수청구권제도가 실제로 어떤 요인들에 영향을 받는가를 실증적으로 분석하였다. 실증분석 결과 소액주주의 주식매수청구권의 행사에는 주식매수청구기준가가 큰 영향력을 보였다. 그리고 합병의 효율성을 나타내는 누적초과수익률도 유의한 음의 값을 보여 주주들이 주식매수청구권을 행사하는 경우에 단기적인 시세변동차익뿐만 아니라 장기적인 기업합병의 효율성을 감안한다는 것을 실증적으로 보였다.

한편, 주주들이 매수청구권을 행사하기 전에 표시하는 반대의사표시율은 단기적인 시세변동에 민감하게 반응하고 장기적인 합병의 효율성에는 영향을 받지 않았다. 이러한 반응의 차이는 주식매수청구권제도에서 반대의사표시와 매수청구권의 행사가 각각 풋옵션과 선물매도적인 성격을 지니는 것에 기인하는 것으로 보인다. 주식매수청구권제도에서 반대의사표시는 합병을 효율적으로 생각하지만 합병의 세부 사항에 반대하는 소액주주들이 지배주주를 견제할 수 있는 장치가 될 수 있다는 것이다.

또한 우리나라의 경우 피합병기업이 합병기업보다 주식매수청구권을 더 활발하게 이용하는 것으로 나타났는데, 이러한 결과는 계열사 사이의 합병이라는 특징으로 인해 합병이 구매자 중심으로 이루어지는 과정에서 주식매수청구권제도가 피합병기업의 소액주주를 보호하는 역할을 수행하는 것으로 해석할 수 있다.

본 논문의 분석결과는 대부분의 기업합병이 계열사 사이에 이루어지고 있는 우리나라의 경우 주식매수청구권제도가 소액주주로 하여금 지배주주에 의한 비효율적 합병을 견제하는 역할을 어느 정도 수행하고 있다는 것을 시사한다.

참고문헌

- 강준구·김진모·배기홍, 「기업집단과 대리인문제: 재벌 및 비재벌 인수기업의 합병성과 비교연구」, 『재무연구』, 제14권 제2호, 2001, pp.49-83.
- 강준구·백재승, 「외부충격에 따른 기업가치 변화와 구조조정의 결정요인 및 구조조정 효과」, 『재무연구』, 제14권 제2호, 2001, pp.199-225.
- 강찬구, 『주식매수청구권제도의 개선방안』, 연세대학교 법무대학원 석사학위논문, 2005.
- 김근수, 「합병사례를 통해 본 주식매수청구권의 문제점과 시사점」, 『자본시장포럼』, 제1권 제3호, 2004, pp.132-143.
- 김근수·변진호, 「주식매수청구권의 결정요인에 대한 분석」, 『증권학회지』, 제36권 제3호, 2007, pp.463-493.
- 김위생·서점식, 「증권시장개방과 M&A 공시효과」, 『재무연구』, 제13권, 2000, pp.245-275.
- 김정호·박양균, 「합병과 주식매수청구권: 경제학적 분석」, 『아시아 법경제학회 창립총회 발표 자료』, 2005.
- 송영균·주상룡, 「한국에서의 기업합병의 성과에 관한 연구: Cash Flow분석을 중심으로」, 『증권학회지』, 제20편, 1997, pp.71-103.
- 정재욱·배길수, 「지배주주의 이익극대화를 위한 합병 및 피합병사의 이익조정: 관계사 합병을 사용한 증거」, 『회계학연구』, 제31권, 제2호, 2006, pp.57-88.
- 조지호·전상경, 「기업지배구조가 인수합병의 성과에 미치는 영향」, 『재무관리연구』, 제21권 제2호, 2004, pp.1-25.
- 주상룡, 「국내 합병·피합병기업 특성 비교」, 『재무관리연구』, 제14권 제1호, 1997, pp.269-299.
- Bae, Kihong, Junkoo Kang, and Jinmo Kim, "Tunneling or Value Added? Evidence from Mergers by Korean Business Groups," *Journal of Finance*, 57, 2002, pp.2695-2740.
- Bebchuk, Lucian, Reinier Kraakman and George Triantis, "Stock Pyramids,

- Cross-Ownership, and Dual Class Equity: The Mechanism and Agency Costs of Separating Control from Cash-Flow Rights,” Randall K. Morck (ed.), *Concentrated Corporate Ownership*, University of Chicago Press, 2000, pp.295-318.
- Ghosh, Alok and Prem Jain, “Financial Leverage Changes Associated with Corporate Mergers,” *Journal of Corporate Finance*, 6, 2000, pp.377-402.
- Jensen, Michael and Richard Rubak, “The Market for Corporate Control: The Scientific Evidence,” *Journal of Financial Economics*, 16, 1983, pp.5-50.
- Mahoney, Paul and Mark Weistein, “The Appraisal Remedy and Merger Premiums,” gathered from SSRN, 1999. Feb. 2.
- Shleifer, Andrei, Robert Vishny, “Large Shareholder and Corporate Control,” *Journal of Political Economy*, 94(3), 1986, pp.461-488.
- Sudarsanam, Sudi, Peter Holl and Ayo Salami, “Shareholder Wealth Gains in Mergers: Effect of Synergy and Ownership Structure,” *Journal of Business Finance and Accounting*, 23(5), 1996, pp.673-698.

Efficiency of M&A and Dissenter's Right

Taehong Jinn, Sungsoo Kim

The dissenter's right is the ability of shareholders to disagree with structural corporate changes such as M&A, transfer of business, and stock exchange and to sell their stocks at the appraised fair value. This paper studies empirically the determination of dissenter's right in Korea by using data on the exercise of dissenter's right from 1999 to 2005 in response to M&A of non-financial companies listed in Korea Securities Exchange. The main results of this paper are as follows.

First, the exercise of dissenter's right has a significant positive relation with the appraised price and a significant negative relation with the efficiency of M&A which is measured by CAR.

Second, the declaration of dissent has a significant positive relation with the appraised price but a insignificant negative relation with the efficiency of M&A.

Third, shareholders of acquiring firms in mergers exercised dissenter's right more often than shareholders of target firms.

Key words: efficiency of M&A, dissenter's right, event study, conflict of interest between majority shareholder and minority shareholder

