

기업 인수합병 공시에 따른 주주 및 채권자의 부의 변화에 관한 연구

변진호* · 우원석**

〈요 약〉

본 연구는 1999년부터 2006년까지 유가증권 시장 및 코스닥 시장의 인수합병 공시에 따른 주주와 채권자의 부의 변화 및 그들의 상호관계를 연구하여, 인수합병에 대한 부의 이전가설을 재검증한다. 주주 부의 변화는 공시에 따른 추가반응(Cumulative Abnormal Return, CAR)으로 측정하며, 채권자 부의 변화는 공시기업의 일반사채 수익률의 변화(Yield Spread Change, YSC) 및 신용등급의 변화로 측정한다. 실증분석 결과, 총 344개의 표본기업을 대상으로 한 인수합병의 합병기업(acquiring firm)의 CAR은 3.59%를 나타내어 인수합병 공시에 따른 주주의 부가 증가한다는 기존의 연구결과를 지지하였다.

채권관련 자료를 얻을 수 있는 2001년부터 2006년까지 총 35개의 합병기업의 표본을 대상으로 한 채권수익률 변화는 벤치마크로서 자기등급의 채권수익률과 국제수익률을 사용하는 경우 모두 음(-)의 값을 나타내어 채권자의 부 또한 증가한다는 것을 알 수 있었다. 또한 신용등급도 인수합병 1년 이후에 상승하는 것으로 나타나서, 기업의 인수합병 의사결정이 채권자의 부를 증가시키는 것을 발견하였다.

이러한 연구의 결과는 채권자의 부가 증가한다는 해외 선행연구와 일치하는 결과이다. 즉, 국내의 인수합병에서 합병 의사결정으로 인해 주주에게로 채권자의 부가 이전되기 보다는 채권자의 부 또한 증가한다는 것을 의미한다.

주제어 : 인수합병, 채권자의 부, 부의 이전가설, 재무 시너지, 사건연구

논문접수일 : 2008년 01월 05일 논문게재확정일 : 2008년 05월 15일

* 교신저자, 이화여자대학교 경영학부, E-mail : jbyun@ewha.ac.kr

** 이화여자대학교

** 본 논문은 2006년도 정부(교육인적자원부)의 재원으로 한국 학술진흥재단의 지원을 받아 수행된 연구임 (KRF-2006-332-B00158).

I. 서 론

기업의 인수합병(M&A)은 기업에게 중요한 사건의 하나이다. 우리나라에서 기업의 인수합병은 과거에는 비교적 드문 일이었으나 1990년대 후반 경제위기를 겪은 이후 2000년대에 들어서 합병 관련법의 정비와 더불어서 양적 증가와 질적인 변화가 동시에 일어나고 있다. 피인수기업(target firm)을 인수하는 합병기업(acquiring firm)에게 있어서 기업인수를 결정하는 것은 대규모의 자본 투자가 동반되어야 하는 것이기 때문에 주주의 부를 증가시키는 목적에 부합되는가를 분석하는 것이 학문적 관심을 받아 왔다.

그 동안 해외의 연구 결과에서 합병기업(acquiring firm)은 정(+)의 초과수익률을 보이기도 하고 부(-)의 초과수익률을 보이기도 하였다. 즉, 인수합병이 합병당사자인 합병기업 주주의 부를 증가시키는가에 관한 결과는 연구 방법론과 표본 기간에 따라서 다르게 나타난다. Bruner(2002)는 1971년에서 2001년 사이에 있었던 130개 합병관련 연구 결과를 분석하고 합병기업은 영(0)의 초과수익률을 피인수기업은 아주 큰 정(+)의 초과수익률을 그리고 통합한 수익률은 정(+)으로 나타난다고 보고하였다. 또한 합병기업을 규모에 따라 분류한 Moeller, Schlingemann, and Stulz(2004)는 소규모 합병기업은 정(+)의 초과수익률을 보이지만 대규모 합병기업은 부(-)의 초과수익률을 보이는 “합병 인수기업의 규모에 따라 초과수익률에서 차이가 발생하는 규모 효과(size effect)”를 주장하였다. 그러나 종합하여 보면, 합병 인수기업 주주의 부가 증가하는가에 대하여 해외 연구의 결과는 아직 명확한 결론을 내리지 못하고 있다. 합병 인수기업에 대한 시장의 긍정적인 반응이 시너지 효과에 의한 것이라면, 부정적인 시장 반응의 원인으로서는 지나친 인수경쟁에 의한 과도한 인수 프리미엄의 지불, 경영자의 과잉확신 및 휴브리스(hubris)에 의한 잘못된 의사결정, 규모를 확장하려는 경영자의 대리인 문제 (agency problem)가 제시되고 있다.

국내의 합병연구에서는 미국에서와는 달리 합병정보가 합병을 실행하는 합병기업의 주주에게 일관되게 이롭게 반영되는 결과를 보여준다. 즉 해외 연구와는 다르게 합병에 대한 정보가 합병기업과 피인수기업 주주 모두에게 이롭게 반영되고 있다고 보고하고 있다. 그러나 기업합병에 관한 국내 선행연구에서는 다음과 같은 연구의 미비점이 존재한다고 여겨진다.

첫째, 아직까지 국내 합병관련 연구는 주로 1998년 이전의 자료를 바탕으로 분석이 이루어졌다. 1992년 증권시장의 개방과 1998년 증권거래법 개정으로 인하여 이전의 인수합병과는 성격이 다른 다양한 형태의 합병사례가 등장하고 있음에도 불구하고 그간

의 연구 논문은 변진호와 안소림(2007)의 연구를 제외하고는 대부분 1998년 이전의 자료에 치중하여 분석이 이루어졌기 때문에 국내 인수합병에 대한 본격적인 연구가 여전히 필요하다고 할 수 있다.

둘째, 해외 연구에서는 합병의 효과를 가치극대화 동기, 정보신호이론, 대리인 이론, 시장지배력 이론, 세금효과 이론 등 다양한 이론과 합병대금 지불수단, 규모 효과, 채권자 부의 영향 등 다른 요인으로도 설명하고 있다. 국내의 인수합병 연구에서도 다양한 이론에 대한 실증분석이 시도되었지만 채권자의 부에 대한 분석은 아직 시도되지 않은 실정이다. 해외에서는 인수합병뿐만 아니라 기업의 여러 사건들이 채권자의 부에 미치는 영향도 연구하고 있다. 예를 들어, Maxwell and Stephens(2003)는 자사주 매입, Billett, King, and Mauer(2004)와 Klock, Mansi, and Maxwell(2005)은 인수합병 그리고 Maxwell and Rao(2003)는 회사 분사에 따른 채권자의 부의 변화를 주제로 분석하였다. 그러나 국내에서 채권자의 부의 변화에 대한 연구는 자사주 매입을 대상으로 실증 분석한 정무권(2005)을 제외하고는 아직 없다. 본 논문은 지금까지 축적된 채권 자료를 이용하여 인수합병의 동기에 관한 가설 중에서 채권자로부터 주주에게로 부가 이전된다는 부의 이전가설과 합병시너지 효과를 검증하고자 한다. 이러한 연구는 기업채무 분야에 있어서 채권 자료를 이용한 연구방법을 실행한다는 의미가 있을 것이다.

본 논문은 사건연구를 이용하여 인수합병 공시가 주주의 부에 미치는 긍정적인 영향을 재확인하고, 채권관련 자료를 얻을 수 있는 2001년부터 2006년까지의 인수합병 공시를 행한 합병기업을 대상으로 채권자 부의 변화를 분석하였다. 채권수익률 변화를 분석한 결과 합병기업 채권자의 부가 증가한다는 것을 발견하였다. 또한 합병기업의 신용등급도 인수합병 이후에 상승하는 것으로 나타나서 기업의 인수합병 의사결정이 채권자의 부를 증가시키는 것으로 나타났다. 이는 인수합병이 기업의 위험도를 증가시켜서 채권자에게 부정적인 영향을 미칠 것이라는 일반적인 생각과는 상이한 결과로 합병기업의 긍정적인 주가반응과 더불어 볼 때, 국내 합병기업의 인수합병 결정이 위험을 증가시키기 보다는 시너지가 발생하는 쪽으로 신중하게 이루어지고 있음을 시사한다.

본 논문의 구성은 다음과 같다. 제 II장에서는 인수합병 및 채권자 부의 변화와 관련된 기존의 연구문헌을 살펴본다. 제 III장은 표본의 구성과 연구방법론을 설명한다. 제 IV장에서는 가설들에서 예견되는 주주와 채권자의 부의 변화와 상관관계를 실증분석 결과와 비교하고, 채권자의 부의 변화에 영향을 미치는 요인을 분석한다. 또한 인수합병 공시 후의 신용등급의 변화를 보여준다. 마지막으로 제 V장은 본 논문의 결론을 요약한다.

II. 기존문헌 연구

본 연구와 관련된 선행연구는 크게 주주 가치에 영향을 주는 연구와 채권자의 부에 영향을 미치는 연구로 나눌 수 있다. 첫 번째 합병이 주주의 부에 미치는 영향을 분석한 사건연구로는 송영균과 주상룡(1997), 이석규, 변영덕, 박상국(2001), 강준구, 김진모, 배기홍(2001), 조지호와 전상경(2004), 그리고 변진호와 안소림(2007)의 연구를 들 수 있다.

또한 본 연구는 기업의 의사결정이 채권자의 부에 미치는 영향을 분석한 것으로 이와 관련된 해외 연구로는 Eger(1983), Maquieria, Megginson, and Nail(1998), Klock, Mansi, and Maxwell(2005), Billett, King, and Mauer(2004)의 인수합병 연구, Maxwell and Stephens(2003)의 자사주 매입 연구, Maxwell and Rao(2003)는 회사 분사(spin-off)연구가 있으며 국내연구로는 정무권(2005)의 자사주매입 연구를 들 수 있다.

1. 합병공시에 대한 주식시장의 반응

합병기업의 인수합병 공시에 대한 주식시장의 반응을 분석한 외국의 선행연구 결과를 보면 공시시점에 인수기업에게 음(-)의 초과수익률이 발생하는 결과를 얻은 연구와 양(+)의 초과수익률을 보여주는 결과가 혼재한다. 즉, Dodd(1980), Morck, Shleifer, and Vishny(1990), Servaes 1991), Fee et al.(2004) 등은 음(-)의 누적초과수익률을 보고하고 있는 반면에 Asquith(1983), Bradly, Desai, and Kim(1988), Kohers and Kohers (2000), Fuller et al.(2002)은 양(+)의 시장반응을 발견하였다. 따라서 인수합병이 합병기업 주주의 부를 증가시키는가의 질문에 대한 일반적인 연구 결과를 찾으려는 것은 의미가 없는 것일 수 있다. 왜냐하면 연구의 대상이 되는 표본 기간이나 연구방법에 따라 일치된 결론을 보이지 못하고 있기 때문이다. 인수합병의 성격이 다양하기 때문에 하나의 이론으로 인수합병을 일반화하는 것이 불가능하다는 견해도 제기된다. Shleifer and Vishny(2003)는 1990년대의 M&A와 그 이전 1980년대의 M&A는 같은 성격으로 일반화하여 규정하기에는 어려움이 있다고 하였다. 따라서 인수기업에 대한 시장반응에 대한 심도 깊은 이해를 위해서는 시장에 차별적 영향을 미칠 것으로 예상되는 기업의 특성에 대한 연구가 향후 더욱 필요하다고 할 것이다.

국내에서 합병관련 연구는 1980년대 중반부터 시도되었는데 연구대상이 되는 합병의 건수가 적었고, 타율적인 성격의 합병이나 계열회사간의 합병 등 자유로운 시장경쟁이 제한되는 성격이 강하여서 외국의 연구방법을 적용하여 분석하기에는 비교 가능성과

방법론의 적절성에서 문제점을 내포하고 있었다. 인수합병 관련하여 주식시장의 반응을 연구한 국내 연구를 요약해 보면, 송영균, 주상룡(1997)은 합병공시 시점의 주가 초과수익률을 분석한 결과, 합병 시의 합병기업, 피인수기업의 주가 초과수익률은 유의적인 정(+)의 수익률을 보인다는 것을 확인하였다. 이석규, 변영덕, 박상국(2001)은 합병기업의 주가 반응에 영향을 주는 기업의 특성인 합병 관련성, 합병기업과 피인수기업의 상대적인 규모, 부채비율, 수익성 등이 주주의 부에 미치는 영향을 분석하였다. 연구 결과 합병정보는 인수기업보다 피인수기업의 주주에게 더욱 높은 수익률로 반영되고 있었으며 관련합병이 비관련합병보다 더욱 높은 수익률을 보이고 있음이 나타났다. 그리고 인수기업과 피인수기업의 상대적 규모차이가 적은 합병일수록, 합병 전 부채비율이 높은 기업일수록, 합병 전 수익성이 낮은 기업일수록 합병정보가 더욱 주주에게 좋게 반영되고 있음을 보여주고 있다.

합병기업과 피인수기업 사이의 관련성(relativeness)과 관련한 연구로는 강준구, 김진모, 배기홍(2001)의 재벌 소속기업의 합병공시 분석이 대표적이라고 볼 수 있다. 결과에 따르면 비재벌 합병기업의 경우 합병은 기업가치를 증가시키는 사건이었던 반면에 재벌기업의 합병은 기업가치를 증가시키지 못하였다. 또한 기업지배구조와 성과와의 관계를 분석한 연구로 조지호와 전상경(2004)을 들 수 있다. 연구결과를 요약하면, 내부투자자 지분변수 보다는 외부투자자의 지분이 상대적으로 강하게 합병성가에 긍정적인 영향을 미치고, 외국인 지분의 경우 그 자체로는 기업합병의 성과에 큰 영향을 미치지 못하고 있지만, 외국인 주식투자가 본격화된 1999년 이후에는 그 이전에 비해 외국인 지분이 기업합병의 성과에 미치는 영향력이 증가되고 있음을 밝혔다. 이러한 실증 결과는 전체적으로 기업합병의 성과에 기업지배구조가 상당한 영향을 미치고 있음을 시사하고 있는데, 특히 경영권 보호를 중시하는 한국경영환경을 고려할 때 내부 투자자의 지분보다는 외부 투자자의 지분이 기업합병의 성과를 잘 설명하고 있는 것은 대량보유자나 기관투자자 등 외부 투자자들이 기업지배구조 개선에 일정한 역할을 하고 있기 때문이라고 제시되고 있다.

그 외 합병기업의 시장반응에 대한 연구로 장봉규와 정두식(2004)은 인수기업의 합병공시에 대한 반응과 증권거래법의 개정¹⁾이 합병공시효과에 미치는 영향을 검증하였

1) 1998년 4월 1일부터 기업합병과 인수에 대한 제한 규정인 증권거래법 제 21조 제 2항의 의무 공개매수 제도와 증권거래법 제 200조의 상장주식대량소유제한제도가 폐지되었다. 이로 인하여 일반인뿐만 아니라 외국인들까지 공공법인을 제외한 한국의 기업주식을 50% 이상 매입할 수 있게 되었고 적대적 인수, 합병도 전면적으로 허용되면서 인수, 합병 시장에 큰 변화가 발생하였다.

으며, 변진호와 안소림(2007)은 소규모 합병기업에 대한 시장반응이 대규모 합병기업의 그것보다 크게 나타남을 보여, 합병기업의 규모에 따라 초과수익률의 차이가 나타나는 규모 효과가 국내에 존재함을 보고하였다.

합병공시 정보에 대한 시장반응을 분석한 국내 연구는 합병기업의 주가에 정(+)의 반응이 나타난다는 결과를 보여주고 있다. 그러나 국내 연구가 다양한 분석 결과를 제시하고 있지만, 추가적인 심층 분석이 필요하다는 점이 또한 지적되고 있다.²⁾ 예를 들어, 초기의 합병관련 연구는 일반화에 한계가 있다고 할 수 있으며, 연구의 대상이 되는 표본의 수가 너무 작다든지 합병에 대한 초과수익률을 설명하기 위해 사용되었던 설명변수에 대한 이론적 근거가 미비했다는 것이다. 따라서 주주 부에 대한 깊이 있는 연구를 위해서는 시장에 차별적 영향을 미칠 것으로 예상되는 합병기업의 특성과 피인수기업 분석 등이 필요하겠지만, 본 논문은 주요 연구목적인 합병 공시가 채권자 부에 미치는 영향을 분석하기 위해 연구의 범위를 한정하였다.

2. 채권자 부의 변화에 관한 연구

기업의 의사결정이 채권자의 부에 미치는 영향을 분석한 연구의 대상이 되는 기업행위(corporate action)도 아직 몇 가지 사건에 국한되어 있다. 기업 채권자의 부(wealth)에 관한 연구는 크게는 기업의 지배구조와 관련되어 있다고 볼 수 있다. 채권자는 기업의 이해관계자이며 자본의 제공자로서 기업 의사결정에 의해 자신의 부가 영향을 받기 때문이다.

인수합병 시장에서 합병기업과 피인수기업의 주주가 다른 영향을 받듯이 채권자도 합병기업과 피인수기업에서 다른 영향을 받게 된다. 우선 피인수기업의 기업 지배구조의 측정치(corporate governance index)로 Gompers, Ishii, and Metrick(2003)은 24개의 인수합병 금지조항(anti-takeover provisions)을 주주 권리의 대용 변수로 사용하였고 지배구조 측정치와 기업가치의 관계를 검증하였다. 인수합병 금지조항이 취약할수록 주주 중심의 강력한 기업지배구조를 가지게 되고 이러한 기업은 경영권 시장(market for control)에 의해서 경영자의 이익을 제한하고 대리인 문제를 줄이게 된다는 것이다.³⁾ Klock, Mansi, and Maxwell(2005)의 연구는 Gompers et al.(2003)의 지배구조 측정치가 채권시장에 미치는 영향을 분석하여 채권자의 부에 어떤 영향을 미치는지를 알

2) 김희석(2002), 변진호와 안소림(2007).

3) Jensen and Ruback(1983).

아보았다. 그들은 피인수기업의 주주를 이롭게 하고 경영자를 규제하는 기업지배구조가 오히려 채권시장에서는 호의적으로 받아들여지지 않는다고 주장한다. 채권자는 인수합병이 어려울수록 자신의 이익을 잘 보호하는 것이라고 보기 때문이다.

인수합병이 합병기업과 피인수기업의 채권자에 미치는 영향에 대한 연구는 Billett, King, and Mauer(2004)에 의해 이루어졌다. 그들은 합병공시가 합병기업의 신용등급에 따라 채권자의 부에 다른 영향을 끼치는 것을 발견했다. 투기등급의 피인수기업은 정(+)의 채권수익률을 반면에 투기등급의 합병기업은 음(-)의 수익률을 얻었다. 또한 피인수기업의 신용등급이 합병기업 보다 낮은 경우에는 채권의 수익률이 높은 것으로 나타났다.

합병기업의 채권자의 부에 영향을 분석한 연구는 결과가 혼재되어 있다. Eger(1983), Maquieria, Megginson, and Nail(1998)의 결과에서는 채권자의 부가 증가하는 것으로 나타났으며, Denis and McConnell(1986)은 한계적으로 유의적인(marginally significant) 감소를, Kim and McConnell(1977)과 Asquith and Kim(1982)는 통계적으로 유의적인 결과를 얻지 못하였다. 인수합병으로 인해 합병기업의 채권자의 부가 증가하는 경우는 비혼합적 합병(non-conglomerate mergers)에 국한되는 것으로 보인다. 즉, 합병기업 채권자 부의 증가는 주로 재무 시너지(financial synergy)에 의해 얻어지는 것으로 비혼합적 합병에서 이러한 시너지가 발휘되기 때문인 것으로 판단된다.

인수합병을 연구대상으로 하지 않은 기업의 경영활동이 채권자의 부에 미치는 영향에 관한 연구인 Maxwell and Stephens(2003)는 자사주매입 공시가 주식가격에는 긍정적인 영향을 채권가격에는 부정적인 영향을 준다는 것을 실증적으로 검증하였다. 채권자의 부와 관련한 국내 연구로는 정무권(2005)의 자사주매입 연구가 아직까지 유일하다. 그는 자사주매입 선언에 따른 주주와 채권자의 부를 연구하여 자사주 매입에 의한 채권자의 부 이전가설을 검증하였다. 그는 자사주 매입 공시는 채권자의 부를 증가시키는 것으로 보고하고 있다. 기존의 국내 연구는 인수합병 공시가 주주의 부에 어떠한 영향을 미치는가에 주안점을 두어 온 반면에 채권자의 부에 어떠한 영향을 미치는가에 대해서는 아직 다루지 않고 있다. 따라서 본 연구는 연구자가 이해하는 범위에서는 인수합병을 대상으로 한 채권자 부에 관한 최초의 국내 연구로서 의미를 지닌다.

해외 선행연구에 비하여 볼 때 본 연구는 피인수기업의 주주와 채권자의 부에 대한 분석을 시도하는데 있어서 한계점을 가지고 있다. 이는 표본상의 문제점으로 국내 피인수기업의 대부분이 비상장기업이기 때문에 주식의 시장가격을 구하는 데 있어서 어려움을 가지고 있으며, 채권 수익률 자료는 더욱 구하기 어려운 상황이기 때문이다. 아직 국내에서 피인수기업에 대한 분석으로는 17개의 표본을 대상으로 한 조지호와 전상

경(2005)의 연구가 거의 유일하다. 따라서 피인수기업 주주와 채권자에 대한 실증 분석은 향후 표본이 축적된 이후에 집중적으로 연구될 수 있을 것이다.

Ⅲ. 표본구성 및 연구방법

본 연구의 내용은 크게 두 가지로 나눌 수 있는데, 하나는 전통적인 주식시장의 반응을 CAR로 측정하는 사건연구이며 다른 하나는 채권자의 부의 변화를 측정하고 그 원인을 분석하는 연구이다. 인수합병 공시에 대한 주식시장의 반응에 대한 분석은 이미 수차례 선행연구에서 실행되었기 때문에, 본 연구에서는 합병기업의 공시에 대한 주식시장의 반응에 대한 사건연구의 결과를 재확인하고 채권자 부의 변화에 대한 실증분석을 주로 수행할 것이다. 채권자의 부에 대한 분석은 Billett et al.(2004)의 연구와 정무권(2005)의 연구방법론을 따라 수행하였다.

1. 표본의 구성

본 연구의 모집단인 합병인수 공시는 1998년부터 2006년 사이에 발생한 인수합병 중 합병기업이 상장회사인 경우를 대상으로 하였다. 표본은 한국 증권선물거래소의 전자공시시스템에 게재된 합병공시의 조희를 통해 수집하였다. 합병기업이 금융기관인 경우를 제외한 제조기업의 합병 공시 중 주가자료와 재무제표 등의 자료가 불충분하고, 하나의 합병공시에 합병기업이 복수기업인 경우를 본 연구와 적합하지 않다고 판단되어 제외하고 최종 합병 표본은 344건이 되었다. 공시 기업의 재무자료 및 주가수익률자료는 한국증권연구원의 KSRI-data와 Fn-Guide를 이용하였다. 이 기간 중 발생한 인수합병 공시의 합병기업 분포를 연도별 시장별로 살펴보면, 총 344건의 합병기업 중 181개의 기업은 유가증권시장 상장기업이었고 163개는 코스닥 기업이였다. 최근에 들어서 코스닥 기업의 인수합병이 활발하게 일어나고 있음을 볼 수 있다.⁴⁾

채권자 부의 변화에 대한 연구를 위하여 채권 자료와 신용등급은 KIS 채권평가(주) 및 한국증권전산의 자료를 이용하였다. 또한 채권의 시가평가 기준수익률이 2000년 7월 이후부터 존재하므로 이 시점 이후 부터 2006년 12월까지 인수합병을 공시한 회사 중에서 공시 무렵에 발행된 채권이 있는 회사만을 표본으로 구성하였다. 채권관련 자

4) 코스닥시장의 우회상장(back-door listing)은 일반적인 인수합병과는 다른 성격을 가지기 때문에 향후 이에 대한 추가적인 분석이 필요하다고 판단된다.

료는 정무권(2005)의 연구에서처럼 무보증으로 발행된 일반사채만을 포함하며, 변동금리부채권과 후순위채권은 제외하였다. 최종적으로 채권관련해서는 35개 표본의 자료를 얻을 수 있었다. <표 1>은 정무권(2005)의 방법론을 따라 인수합병을 공시한 합병기업의 공시직전 기 발행되어 있는 일반사채의 신용등급을 세분화하여 보여준다. 즉 신용등급의 평균과 중앙값은 표의 주석에서와 같이 각 신용등급을 괄호안의 숫자로 가정하여 계산하였다. 신용등급의 평균은 6.89로 A-에 가까우며, 중앙값은 8로 BBB+에 가까운 것으로 나타났다. 통상적으로 BBB-이상의 신용등급을 투자등급이라고 하며, BBB-미만을 투기등급이라고 한다. 투자등급의 채권이 전체표본의 94.3%를 차지하고 투기등급의 채권이 5.71%를 차지한다. 표본에서 투기등급의 수가 작은 이유는 채권자 부의 변화에 대한 상대적인 측정을 위해 필요한 동일 등급에 속하는 벤치마크인 대응 채권의 수익률이 투기등급의 경우에는 존재하지 않은 경우가 많았기 때문일 것으로 생각된다.

<표 1> 인수합병 기업의 신용등급 분포

	표본수	비중(%)	평균	중앙값
AA- ~ AAA	10	28.57	3.4	4.0
A- ~ A+	6	17.14	5.5	6.0
BBB- ~ BBB+	17	48.57	8.8	9.0
BBB-미만	2	5.71	13.0	13.0
계	35	100.0	6.89	8.0

주) 신용등급의 평균과 중앙값은 다음과 같이 괄호안의 숫자로 가정하여 계산.
 AAA(1), AA+(2), AA(3), AA-(4), A+(5), A(6), A-(7), BBB+(8), BBB(9), BBB-(10), BB+(11), BB(12), BB-(13), B+(14), B(15), B-(16), CCC+(17), CCC(18).

2. 변수의 설정

인수합병 공시에 따른 주주 및 채권자의 부의 변화를 살펴보기 위해 공시일 전후의 추가수익률 및 채권수익률을 측정하여 사용한다. 사건일은 인수합병 공시가 최초로 증권선물거래소에 공시된 날을 기준일로 한다.

1) 추가수익률 및 채권수익률의 측정

주주 부를 측정하는 시장의 반응은 일별 추가수익률과 일별 시장수익률을 시장모형(market model)을 이용해서 구한 초과수익률(AR)로 살펴본다. 인수합병의 공시에 따른 주주의 부의 변화는 공시일 이전 2일부터 공시일 이후 2일까지의 누적초과수익률

(CAR)로 측정하며, 초과수익률(AR)은 시장모형을 이용하여 구한다.⁵⁾ 시장수익률은 유가증권시장과 코스닥시장의 지수수익률을 사용하였고, 모수추정기간은 사건일 전 200일에서 5일전까지의 기간을 사용하였다.

채권자의 부의 변화를 보기 위해서 본 연구에서는 채권가격 대신에 채권수익률을 측정한다. 국내에서 채권은 수익률을 기준으로 호가되며, KOSCOM 및 채권평가기관이 채권종목별 시가평가 기준 수익률을 제공하고 있다. 공시 당시에 이미 발행되어 있는 채권이 복수로 있는 경우는 발행금액이 크고 공모채권을 우선적으로 선택한다. 채권수익률의 측정은 기업이 발행한 일반사채의 수익률 변화를 의미한다. 공시 시점의 채권수익률의 변화는 자기등급 채권(대응채권)의 수익률과 국제수익률을 벤치마크 수익률로 하여 차감하여 구한다. 주주의 부의 변화는 주가가격의 변화인 주가수익률로 측정하는 데 비하여, 채권자의 부의 변화는 채권가격의 변화가 아닌 채권수익률의 변화로 측정한다.⁶⁾ 따라서 주가수익률이 증가하면 주주의 부는 증가하고, 채권수익률은 채권가격과 반비례 관계에 있으므로 채권수익률이 감소하면 채권자의 부가 증가하는 것을 의미하게 된다.

채권수익률 스프레드(Yield Spread, YS)는 표본채권과 유사한 신용등급과 잔여만기를 가진 자기등급 채권 혹은 3년 만기 국채의 수익률을 차감하여 구한다. 또한 채권수익률의 변화인 YSC(Yield Spread Change)는 공시일 이전 기준일부터 공시일 이후 기준일 동안의 채권수익률 스프레드의 차이로 표현한다. 채권수익률은 채권가격과 반비례의 관계에 있으며, YSC의 부호가 정(+)이면 채권수익률이 증가한(채권가격이 감소한) 결과이므로 채권자의 부는 감소한다. 반면에 부호가 부(-)이면, 채권자의 부는 증가한다는 것을 의미한다.

2) 시장반응의 독립변수와 통제변수

본 연구에서 기업의 특성에 따른 합병기업의 채권시장에서의 반응이 어떠한 영향을 받는지를 살펴보기 위해 다음과 같은 특성변수를 사용한다.

- (a) 과거성과 : 합병기업의 성과 지표로 매출액 수익률을 사용하였다. 기업의 과거성과가 주주 및 채권자의 부에 미치는 영향의 정도를 살펴본다.

5) 본 논문은 시장모형에 추가하여 시장조정모형(market adjusted model)을 사용하여 계산한 수익률의 결과도 분석한다.

6) 정무권(2005)에 따르면 채권수익률의 변화는 일반사채 수익률의 변화를 의미하며 채권가격의 변화와는 구별이 요구된다.

- (b) 성장성 : 합병기업의 성장성에 따른 채권시장과 주식시장의 반응을 알아보기 위해서 성장성의 지표로 매출액 성장률과 토빈-Q 비율을 사용한다. 매출액 성장률은 공시이전 3년간의 매출액 평균성장률로 과거의 성장성을 측정하며, Q비율은 주가를 대체가치로 나눈 값으로 미래 성장성(growth opportunity)을 측정한다고 볼 수 있다.
- (c) 관련합병 유무 : 합병기업의 기업활동 분야와 피인수기업의 분야가 일치하는가에 따라 관련합병 혹은 비관련합병으로 분류할 수 있다. 규모의 경제와 사업다각화 등 합병의 유인에 따라 시장의 반응은 다를 수 있기 때문이다. 특히, 비관련 다각화의 경우에 재무 시너지가 발생할 가능성이 클 것이며 이로 인해 채권자의 부가 증가할 것으로 예상된다. 관련과 비관련 합병 여부는 합병기업이 신고한 합병 이유를 참조해서 결정하였다. 규모의 경제나 규모 확대를 합병의 사유로 기입한 경우 수평적 합병이므로 관련합병으로, 사업다각화가 언급된 경우에는 비관련합병으로 분류하였다. 공시에 이러한 사항이 언급이 되지 않은 경우에는 통계청의 합병기업과 피인수기업이 속해 있는 산업 중 중분류(2자리)가 같으면 관련합병으로, 같지 않으면 비관련합병이라고 정의하였다.
- (d) 잉여현금흐름 비율($FCF/Assets$) : 잉여현금흐름(FCF)은 영업활동에서 얻는 현금흐름(OCF)에서 자본적 지출과 추가 운전자본을 차감함으로써 실제 기업이 사용할 수 있는 기업내 현금흐름을 보여준다. 잉여현금흐름 비율은 잉여현금흐름을 총자산으로 나눈 값이다. 따라서 이 비율이 높을수록 기업이 보유하는 잉여현금흐름의 비율이 높다고 할 수 있다.
- (e) 부채비율 및 신용등급 : 기업의 신용등급이 투자등급인가 아니면 투기등급인가에 따라 반응은 다를 수 있으며, 기업이 가진 부채비율도 중요한 통제변수가 된다. 부채비율이 높을수록 기업의 대규모 자금투자는 채권자의 부에 부정적인 영향을 미칠 것으로 예상된다.

3. 연구방법

본 연구에서는 주주와 채권자의 부에 미치는 영향을 측정하기 위해 전통적인 사건 연구방법을 차용하여 공시시점의 주식의 초과수익률(CAR)과 채권수익률스프레드를 측정하고, 통계적인 유의성을 검증한다. 또한 채권수익률스프레드(YSC)를 종속변수로 기업의 특성을 보여주는 독립변수와 통제변수를 포함하는 횡단면 회귀분석(regression

analysis)을 수행한다. 특히 채권자의 부의 변화에 대해서 강건성(robustness)을 확보하기 위해 추가적으로 신용등급의 변화를 보충 분석하였다.

인수합병의 결과가 기업의 가치를 증진시키는 경우에 주주의 부와 채권자의 부가 모두 증가하는 결과를 보여줄 것이다. 이런 경우라면 CAR는 정(+)의 값을 YSC는 부(-)의 값을 나타낼 것이다. 반면에 채권자의 부가 감소하고 주주의 부가 증가하는 결과를 예상해 볼 수 있다. 부의 이전가설에 의한다면 CAR와 YSC 모두 정(+)의 값을 나타낼 것이다. 해외 선행연구 결과에 따르면 주주의 부와 채권자의 부가 모두 증가하는 결과가 예상된다.

IV. 실증분석

1. 인수합병 공시에 따른 CAR

<표 2>는 인수합병 공시 전후에 나타난 시장반응을 측정한 누적초과수익률인 CAR (%)을 보여준다. CAR의 계산이 시장모형에만 의존하는 경우에 모수추정 등에 있어서 편의(bias)를 가질 위험성이 있기 때문에 시장모형에 추가하여 시장조정모형(market adjusted model)도 아울러 사용하여 CAR를 계산하였다.

<표 2> 인수합병 공시에 따른 CAR

Panel A : 수익률 모형에 따른 CAR					
모형	구 간	표본수	평 균	t-값	중앙값
시장모형	(-1, 1)	344	2.59	4.11***	2.01
	(-2, 2)	344	2.22	2.95***	1.42
	(-3, 3)	344	2.77	3.09***	1.65
시장조정모형	(-1, 1)	344	2.54	4.87***	1.17
	(-2, 2)	344	2.86	4.05***	1.73
	(-3, 3)	344	3.59	4.37***	2.29

Panel B : 시장모형을 이용한 CAR(-1, 1)의 신용등급별 분류			
	표본수	평 균	t-값
A- ~ AAA	16	1.51	1.24
BBB+이하	19	2.44	1.52
계	35	1.76	1.90*

Panel A에 따르면, CAR의 값은 모든 구간에서 유의적이며 시장조정모형을 사용한 경우에 다소 높게 나타났다. 따라서 인수합병기업의 주주는 합병 공시시점에 양의 초과수익률을 얻는 것으로 나타났다. 이는 이전의 국내 연구결과와 일치되는 결과이다. Panel B는 회사채 신용등급별로 구분한 CAR의 평균값을 보여준다. 채권 자료를 얻을 수 있는 표본의 수가 35개로 한정되기 때문에 통계적 유의성은 떨어지는 것으로 보인다. 신용등급이 낮은 집단의 CAR(-1, 1)가 2.44%로 신용등급이 높은 경우의 1.51%보다 높은 것으로 나타났다. 즉, 기업의 신용등급이 낮은 경우의 인수합병이 신용등급이 높은 기업에서 보다 주주에게 이득이 된다고 할 수 있다.

2. 인수합병 공시에 따른 YSC

<표 3>은 인수합병 공시 전후의 채권수익률의 변화를 보여준다. Panel A는 벤치마크로서 자기등급 채권의 수익률과 국채수익률을 사용하여 다양한 사건기간에서 계산한 YSC를 보여주고 있다. YSC는 모든 구간에서 부(-)의 값을 나타내며 통계적으로 유의적인 값을 나타내고 있다. 이 결과는 인수합병 공시로 인해 채권수익률이 하락(채권 가격이 상승)했고 따라서 채권자의 부가 증가하였다는 것을 의미한다.

Panel B는 채권수익률의 변화를 신용등급별로 보여주며, 벤치마크로는 자기등급 채권의 수익률을 사용하였다. 전체 표본을 대상으로 하였을 때 YSC는 -0.0216%로 공시

<표 3> 인수합병 공시에 따른 YSC

Panel A : 벤치마크에 따른 YSC

벤치마크	구 간	표본수	평 균	t-값	증양값
자기등급 채권 수익률	(-1, 1)	35	-0.022	-1.64*	0.00
	(-5, 5)	35	-0.001	-1.69*	0.00
	(-10, 10)	35	-0.005	-1.79*	-0.01
국채수익률	(-1, 1)	35	-0.027	-1.51	0.00
	(-5, 5)	35	-0.000	-1.74*	-0.20
	(-10, 10)	35	-0.004	-1.99*	-0.00

Panel B : YSC(-1, 1)의 신용등급별 분류(자기등급채권 벤치마크)

	표본수	평 균	t-값
A- ~ AAA	16	0.0031	1.00
BBB+이하	19	-0.0426	-2.03**
계	35	-0.0216	-1.64*

전에 비하여 채권수익률이 하락했음을 보여준다. 이 결과는 인수합병으로 인해 채권자의 부가 증가하였다는 것을 의미한다. 그러나 신용등급이 상대적으로 높은 그룹의 경우 YSC는 양의 값을 가지는 것으로 보아 채권자의 부는 감소함을 알 수 있다. 낮은 신용등급에서 채권자의 부가 증가하는 것으로 나타났다.

이상의 결과에서 인수합병에 따라 주주와 채권자 부의 증가가 모두 일어나고 있다고 볼 수 있으며, 이러한 부의 증가는 비록 표본의 수가 충분하지 못하여 일반화하기에는 다소 무리가 있더라도 신용등급이 낮은 합병기업에서 더 크게 나타나고 있다.

3. CAR과 YSC의 상관관계

기업가치 증가 가설과 부의 이전 가설의 검증을 위하여 인수합병 공시에 따른 CAR과 YSC의 상관관계를 살펴보았다. <표 4>는 CAR와 YSC의 피어슨 상관관계를 보여준다.

<표 4> CAR와 YSC의 피어슨 상관계수

	평 균	CAR와 상관계수	p-value
CAR(-1, 1)	1.76		
YSC(자기등급)	-0.0216	0.0790	0.65
YSC(국채)	-0.0274	0.1356	0.44

주주의 부를 나타내는 CAR와 채권자의 부를 나타내는 자기등급 채권으로 계산한 YSC와는 상관계수가 0.079에 불과하며 통계적으로 서로 상관관계가 없는 것으로 나타났다. 또한 국채를 벤치마크로 하여 계산한 YSC와의 상관계수는 0.1356이며 역시 유의적인 상관관계가 없는 것으로 나타났다. 이러한 결과는 인수합병에 따른 주주 부의 증가와 채권자 부의 변화 사이에 유의적인 관련성이 존재하지 않는다는 것을 의미한다. 따라서 인수합병에 따라 합병기업의 채권자와 주주 사이에 부의 이전이 일어난다는 부의 이전 가설은 성립하지 않는다는 것을 시사한다.

4. YSC에 대한 회귀분석의 결과

<표 5>은 채권의 YSC의 결정요인에 대한 횡단면 회귀분석의 결과를 보여주며 종속 변수로는 인수합병 공시 직전 일부터 공시 다음날까지 채권수익률의 변화를 나타낸다.

벤치마크로는 자기등급 채권의 수익률을 사용하였다. 몇 가지 변수에서 유의적인 결과를 얻을 수 있었다.⁷⁾

첫째, 관련합병 더미는 YSC와 부(-)의 관계를 보여주었다. 이것은 비관련 합병이 채권수익률의 감소(채권가격의 상승)를 가져오고 채권자의 부를 증가시킨다는 것을 의미한다. 즉, 관련합병보다는 비관련합병에서 채권자가 이익을 얻는다는 것을 뜻한다. 관련합병의 합병결정이 오히려 채권자의 이익에 반하는 것일 수 있다는 것은 관련합병이 경제적인 분석이나 동기에서 이루어지기보다 계열 기업군 전체의 전략적 차원에서 의사결정이 이루어지기 때문에 합병기업의 채권자에게는 불이익을 초래하는 것으로 추측할 수 있다. 또한 이러한 결과는 해외 선행연구의 결과와 일치하는 것으로 보인다. 즉, 비관련 합병일수록 재무 시너지가 발생할 가능성이 크기 때문에 채권자에게 긍정적인 영향을 미치는 것으로 볼 수 있다.

둘째, 잉여현금흐름의 회귀계수는 음수(-)를 나타내어 잉여현금흐름 비율이 높을수록 채권자의 부가 증가하는 것으로 나타났다. Jensen(1986)은 대리인 문제가 심각한 경우 잉여현금비율이 클수록 기업 가치를 감소시키는 비효율적인 투자를 수행할 가능성이 있고 대표적 투자사례로 기업인수를 제시하였다. 이는 경영자의 대리인 문제(agency problem)로 인수합병 투자결정을 바라보는 관점이다. 만일 경영자가 잉여현금흐름을 불필요한 투자처에 투자하는 과잉투자로 인하여 기업의 상환능력이나 위험도에 부정적인 영향을 주게 된다면 이는 채권자에게 손해를 끼치는 행위가 될 것이다. 따라서 잉여현금흐름이 충분히 보장되는 경우가 아니라면 인수합병은 채권자의 부에 부정적인 영향을 잉여현금흐름비율이 높은 경우에는 상대적으로 긍정적인 영향을 미치게 되는 것으로 판단된다.

셋째, 성장성을 측정한 토빈 Q의 비율이 높을수록 채권자의 부는 역시 증가하는 것으로 나타났다.⁸⁾ 이것은 채권자 또한 투자자로서 기업의 미래가치를 구성하는 성장성이 높을 경우에 발생하는 인수합병에 대하여 긍정적으로 반응한다는 것을 의미한다. 즉, 기업의 미래 성과에 긍정적이라고 여겨지는 인수합병은 채권자에게 이롭게 작용한다고 시장에서 판단하고 있는 것이다.

마지막으로, 부채비율의 회귀계수는 양수(+)이며 유의적이다. 이는 부채비율이 높아 재무위험이 큰 기업일수록 인수합병 공시가 채권자에게는 부정적인 결과를 가져온다는

7) 국제수익률을 벤치마크로 사용한 분석도 유사한 결과를 보여주었다.

8) 성장성을 측정하는 변수로 Q비율 이외에 매출액성장률을 사용하였다. 다중공선성이 존재하는지를 확인하기 위한 상관관계 분석에서 두 변수는 관련성이 없는 것으로 나타났다. 이는 매출액성장률은 과거의 성장성을 측정하기 때문인 것으로 추정된다.

<표 5> YSC의 결정요인에 대한 횡단면 회귀분석

변 수	모 형	종속변수 : 합병 공시시점의 채권수익률변화(YSC)					
		(1)	(2)	(3)	(4)	(5)	(6)
상 수		-0.649	0.127 ^b	-0.272	-0.353	0.129	-0.914 ^a
규모(LN_Equity)		0.022 (1.20)	-	0.015 (1.07)	0.011 (0.68)	-0.000 (-0.01)	0.029 ^b (2.15)
관련 더미 (0 = 관련, 1 = 비관련)		-0.104 ^c (-1.87)	-0.079 (-1.48)	-0.101 ^c (-1.82)	-	-0.079 (-1.45)	-
매출액수익률		0.185 (0.90)	-	0.035 (0.20)	0.010 (0.06)	-	0.112 (0.70)
잉여현금흐름 비율		-0.286 (-1.44)	-0.391 ^b (-2.22)	-0.321 (-1.43)	-0.221 (-1.10)	-0.391 ^b (-2.15)	-
매출액 성장률		-0.176 (-1.16)	-0.043 (-0.33)	-	-	-0.043 (-0.30)	-
Q-비율		-0.030 (-1.04)	-0.564 ^b (-2.67)	-	-0.055 ^b (-2.15)	-0.056 ^b (-2.26)	-
부채비율		0.511 ^b (2.36)	-	-	0.375 ^a (1.88)	-	0.543 ^a (2.78)
R ² (F-value)		0.432 (2.93)	0.307 (3.32)	0.173 (1.57)	0.355 (3.19)	0.307 (2.57)	0.236 (3.20)

주) 1. ^{a, b, c} 는 각각 1%, 5%, 10% 수준에서 통계적으로 유의함을 뜻함.
 2. 각각의 계수 아래 괄호 안의 값은 t-값을 의미함.

것을 의미한다. 이는 인수합병을 행하는 회사의 레버리지가 높을수록 채권자의 부가 감소한다는 것을 의미하며, 부채비율이 높아 재무위험이 높은 기업일수록 인수합병의 선언은 채권자에게 더 큰 부담으로 작용하는 것으로 생각할 수 있다.

이상의 회귀분석의 결과를 요약하면, 비관련기업간의 인수합병, 성장성이 높은 기업의 합병결정, 그리고 부채비율이 낮은 경우의 인수합병일수록 채권자에게는 긍정적인 영향을 미치는 것으로 나타났다.

5. 인수합병 공시후의 신용등급의 변화

<표 6>은 인수합병 공시 이후 인수기업의 채권 신용등급의 변화를 나타낸다. 공시 1개월 후와 1년 후의 신용등급의 변화를 보면, 의미 있는 변화를 살펴볼 수 있다. 즉, 인수합병 공시가 있고 난 직후에는 신용등급의 하락이 31.4%이고 등급상승은 전혀 보이지 않는데 비해 1년이 지나고 난 이후에는 등급상승이 34.3%이고 등급하락은 8.6%에

불과하다. 물론 전체 표본 중 과반수 이상에서는 신용등급의 변화가 일어나지 않지만 단기와 장기에 걸쳐서 일어나는 신용등급의 변화는 매우 흥미롭다.

<표 6> 인수합병 공시후 신용등급의 변화

	등급상승		등급 변동 없음		등급하락	
	표본수	분포율	표본수	분포율	표본수	분포율
1개월 후	0	0.0%	24	68.6%	11	31.4%
1년 후	12	34.3%	20	57.1%	3	8.6%

인수합병에 대한 시장의 단기적인 반응은 약간 부정적이지만 1년이 지난 이후에는 오히려 긍정적으로 변화한다. 무려 28.6%에 해당하는 기업이 등급하락에서 등급상승으로 바뀌었다. 이러한 결과는 인수합병 기업의 회사채 신용등급이 인수합병 공시 이후 장기적으로는 하락보다는 상승으로 이어진다는 것이며 채권자의 부를 증가시킨다는 앞 절의 결과를 뒷받침한다.

V. 결 론

인수합병이 주주와 채권자의 부에 어떤 영향을 미칠 것인가에 대한 연구는 실증적인 분석의 결과에 달려있다. 이것은 인수합병이 합병기업과 피인수기업의 주주에게 미치는 영향에 대한 연구 결과가 다르며 이에 대한 원인에 대해서도 아직은 분명한 가설이나 해답이 부족한 사실에서도 알 수 있다. 특히 인수합병이 채권자의 부에 어떤 영향을 미치는가에 대한 연구는 표본의 축적이 미흡한 국내 현실에서 이제 시작 단계에 불과하다고 할 것이다.

본 연구는 1999년부터 2006년까지 유가증권 시장 및 코스닥 시장의 인수합병 공시에 따른 합병공시 기업 주주와 채권자의 부의 변화 및 그들의 상호관계를 연구하여, 채권자 부에 영향을 주는 인수합병의 가설을 재검증하였다. 합병기업 주주의 부의 변화는 공시에 따른 추가반응(Cumulative Abnormal Return, CAR)으로 측정하며, 채권자의 부의 변화는 공시기업의 일반사채 수익률의 변화(Yield Spread Change, YSC) 및 신용등급의 변화로 측정하였는데, 실증분석 결과 인수합병의 합병기업(acquiring firm)의 CAR은 3.59%를 나타내어 인수합병 공시에 따른 주주의 부가 증가한다는 기존의 국내 연구결과를 지지하였다.

채권관련 자료를 얻을 수 있는 2001년부터 2006년까지 총 35개의 합병기업의 표본을 대상으로 한 채권수익률 변화는 벤치마크로서 자기등급의 채권수익률과 국제수익률을 사용하는 경우 모두 음(-)의 값을 나타내어 채권자의 부 또한 증가한다는 것을 알 수 있다. 또한 신용등급도 인수합병 이후에 상승하는 것으로 나타나서, 기업의 인수합병 의사결정이 채권자의 부를 증가시키는 것으로 나타났다.

이러한 연구의 결과는 인수 합병시 합병기업 채권자의 부가 증가한다는 미국에서 이루어진 일부 선행연구와는 일치하는 결과이다. 즉, 국내의 인수합병에서 합병 의사결정으로 인해 주주에게로 채권자의 부가 이전되기 보다는 채권자의 부가 증가된다는 것을 의미하는 것이다.

본 연구는 국내 인수합병 정책에 상당히 중요한 시사점을 던져준다. 우선 비관련 합병에서 채권자의 부가 증가하는 것으로 나타났는데, 이것은 미국의 선행연구와 일치하는 결과로, 비관련 기업 간의 재무 시너지의 효과로 인하여 채권자의 부가 증가하는 것으로 예상할 수 있다.

Jensen(1986)은 대리인 문제가 심각한 경우 잉여현금비율이 클수록 경영자는 기업 가치를 감소시키는 비효율적인 투자를 수행할 가능성이 있고 대표적 투자사례로 기업 인수를 제시하였다. 이는 경영자의 대리인 문제(agency problem)로 인수합병 투자결정을 바라보는 관점이다. 만일 경영자가 잉여현금흐름을 불필요한 투자처에 투자하여 기업의 상환능력이나 위험도에 영향을 주게 된다면 이는 채권자에게 이익이 되는 행위는 아닐 것이다. 연구의 결과는 잉여현금흐름이 충분히 보장되는 경우가 아니라면 인수합병은 합병기업 채권자의 부에 부정적인 영향을 미치는 것으로 나타났다.

인수합병은 기업구조의 변화를 유발하기 때문에 기존의 영업활동에 영향을 미치는 불확실성의 증가를 초래할 가능성이 높다. 따라서 인수합병은 채권자에게 불리한 결과를 가져다 줄 것으로 예상할 수 있다. 그러나 본 연구의 결과는 이러한 일반적인 예상과는 다른 반대의 결과를 보여준다. 즉, 본 연구의 결과 채권자의 부가 감소하기 보다는 증가하는 것으로 나타났다. 그러한 결과는 특히 기업의 성장성이 높고, 부채비율이 낮은 경우에 나타나는 것으로 보인다. 성장성이 채권자 부와 양(+)의 관계를 가진다는 것은 국내시장에서 채권자가 안정성을 추구하는 전통적인 부채의 제공자의 역할에 머무는 것이 아니라 기업의 성장성에 관심을 가지고 있음을 시사한다.

본 연구의 결과가 인수합병의 모든 경우에 일반적으로 적용되는 것은 아니겠지만, 주주의 부를 연구 대상으로 했던 기존 연구의 틀을 벗어나서 기업의 중요한 이해관계자이며 투자자인 채권자의 부를 실증적으로 분석하고 다시 살펴보는 하나의 기회를 제

공하였다고 생각한다. 특히 주주와 관련된 기업지배구조에 대한 많은 논의와 주장이 있지만, 주주뿐만 아니라 다른 이해관계자와의 관계나 경영 의사결정의 영향 등을 분석한 실증 연구는 부족한 실정이다. 본 연구는 이에 대한 하나의 실증적 사실을 제공함으로써 향후 기업지배구조 연구에도 기여할 것이라고 기대한다.

참 고 문 헌

- 강준구, 김진모, 배기홍, “기업집단과 대리인문제 : 재벌 및 비재벌 인수기업의 합병성과 비교연구”, 재무연구, 제14권 제2호, 2001, 49-88.
- 김희석, “합병관련기업 주주부 변화의 결정요인”, 재무관리연구, 제19권 제2호, 2002.
- 변진호, 안소림, “합병 인수기업의 규모효과에 관한 연구”, 재무연구, 제20권 제2호, 2007, 37-68.
- 송영균, 주상룡, “한국에서의 기업합병의 성과에 관한 연구”, 증권학회지, 제20호, 1997, 71-103.
- 이석규, 변영덕, 박상국, “합병정보의 시장반응 분석”, 회계정보연구, 제18권, 2002.
- 장봉규, 정두식, “증권거래법 개정과 합병공시효과”, 재무관리연구, 제21권 제1호, 2002, 59-86.
- 정무권, “자사주매입 선언에 따른 주주 및 채권자의 부의 변화”, 재무연구, 제18권 제2호, 2005.
- 조지호, 전상경, “기업지배구조가 인수합병의 성과에 미치는 영향”, 재무관리연구, 제21권 제2호, 2004, 1-25.
- Asquith, P., “Merger bids, uncertainty and stockholder returns,” *Journal of Financial Economics*, 11, (1983), 51-83.
- Asquith, P. and E. Kim, “The Impact of Merger Bids on the Participating Firms’ Security Holders,” *Journal of Finance*, 37, (1982), 1209-1228.
- Billett, M., King, D., and D. Mauer, “Bondholders Wealth Effects in Mergers and Acquisitions : New Evidence from the 1980s and 1990s,” *Journal of Finance*, 59, (2004), 107-135.
- Bradley, M., Desai, A., and E. Kim, “The rationale behind inter-firm tender offers,” *Journal of Financial Economics*, (1983), 184-186.
- Bruner, R., “Does M&A Pay? A Review of the Evidence for the Decision-Maker,” *Journal of Applied Finance*, 12, (2002), 48-68.
- Dennis, D. K. and McConnell, J. J., “Corporate Mergers and Security Returns,” *Journal of Financial Economics*, 16, (1986), 143-187.
- Dodd, P., “Merger Proposals, Management Discretion and Stockholder Wealth,” *Journal*

- of Financial Economics*, 8, (1980), 105-137.
- Eger, C. E., "An Empirical Test of the Redistribution Effect in Pure Exchange Mergers," *Journal of Financial and Quantitative Analysis*, 4, (1983), 547-572.
- Fee, C. and S. Thomas, "Sources of Gains in Horizontal Mergers : Evidence from Customer, Supplier, and Rival Firms," *Journal of Financial Economics*, 74, (2004), 423-460.
- Fuller, K., Netter, J., and M. Stegemoller, "What do returns to acquiring firm tell us? Evidence from firms that make many acquisitions," *Journal of Finance*, 57, (2002), 1763-1794.
- Gompers, P., L. Ishii, and A. Metrick, "Corporate Governance and Equity Prices," *Quarterly Journal of Economics*, 118, (2003), 107-155.
- Jensen, M. C., "Agency costs of free cash flow, corporate finance, and takeovers," *American Economic Review*, 76, (1986).
- Jensen, M. C. and R. Ruback, "The market for corporate control : The scientific evidence," *Journal of Financial Economics*, 11, (1983), 5-50.
- Kim, E. and J. McConnell, "Corporate Mergers and the Co-insurance of Corporate Debt," *Journal of Finance*, 32, (1977), 349-365.
- Klock, Mark. S, Mansi, Sattar, and W. Maxwell, "Does Corporate Governance Matter to Bondholders?" *Journal of Financial and Quantitative Analysis*, 40, (2005), 693-719.
- Kohers, N. and T. Kohers, "The Value Creation Potential of High-tech Merger," *Financial Analysts Journal*, 53, (2000), 40-48.
- Maquieria, C., W. Megginson, and L. Nail, "Wealth Creation versus Wealth Redistributions in Pure Stock-for-stock Mergers," *Journal of Financial Economics*, 48, (1998), 3-33.
- Maxwell, W. and C. Stephens, "The wealth effect of repurchase on bondholders," *Journal of Finance*, 58, (2003), 895-919.
- Maxwell, W. and R. Rao, "Do spin-offs expropriate wealth from bondholders?" *Journal of Finance*, 58, (2003), 2087-2108.
- Moeller, S. B., Schlingemann, F. P., and R. Stulz, "Firm size and the gains from ac-

quisitions,” *Journal of Financial Economics*, 73, (2004), 201-228.

Morck, R., Shleifer, A., and R. Vishny, “Do managerial objectives drive bad acquisitions?” *Journal of Finance*, 45, (1990), 31-48.

Servaes, H., “Tobin’s Q and the gains from takeovers,” *Journal of Finance*, 46, (1991), 409-419.

Shleifer, A. and R. Vishny, “Stock Market Driven Acquisitions,” *Journal of Financial Economics*, 70, (2003), 295-311.

THE KOREAN JOURNAL OF FINANCIAL MANAGEMENT
Volume 25, Number 2, June 2008

The Wealth Effects of M&A on Shareholders and Bondholders

Jinho Byun* · Won-Seok Woo**

〈abstract〉

This study tests and reconfirms the wealth transfer of mergers and acquisitions(M&As) by examining the changes in and the relationship between shareholder and bondholder wealth after the announcements of M&As for the publicly listed firms in Korea Stock Exchange and KOSDAQ market during 1999~2006. The change in shareholder wealth is measured by the Cumulative Abnormal Return(CAR) at the M&A announcements, and the change in bondholder wealth is calculated using the Yield Spread Change(YSC) and the change in acquiring firms' credit ratings. The empirical tests show that the CAR of 344 sample acquiring firms at the announcement is 3.59%, which confirms results of the prior research on M&As in Korean market.

The average YSC for 35 sample acquiring firms between 2001~2006 proves to be negative when we use the yield spread of firms with comparable credit ratings as a benchmark, which means that the acquiring firms' bondholders gain with the announcements of M&As. We find the same result using another benchmark—the yield spread of government bonds. The improvement in the acquiring firms' credit ratings one year after the M&As also indicates that the M&As, on average, increase bondholder wealth.

Our test results are consistent with those of the existing studies on the effect of bondholder wealth after the M&As in the United States, which shows that the bondholder wealth increases after the M&As. We do not find the evidence that there is a wealth transfer from the acquiring firms' bondholders to the shareholders after the M&A announcements. Rather, this study confirms that the wealth of the acquiring firms' bondholders increases in the M&As in Korea.

Keywords : Mergers and Acquisitions, Bondholders Value, Event Study, Financial Synergy

* Corresponding Author, Ewha Womans University

** Ewha Womans University