



기업 소유구조가 국내 상장사간 인수합병에 미치는 영향

연구위원 최 순 영

연구위원 김 종 민

목 차

1 배경 및 목적

2 국내 상장사간 M&A 특징

3 합병비율과 소유구조 분석

4 결론 및 시사점

배경 및 목적

● 소유구조가 국내 상장사간 인수합병(M&A) 가격결정(합병비율)에 미치는 영향 분석:

- › (배경) 국내 상장사간 M&A는 대다수 계열사간 이루어지며, 이러한 경우 인수 및 피인수 기업 양사에 영향력을 미칠 수 있는 최대주주, 특수관계인 등 교차주주(cross-shareholder)의 사적 이익추구와 이로 인한 소수주주 피해의 가능성이 제기
- › (목적) 1999~2016년 사이 국내 상장사간 M&A 자료를 활용, 소유구조 유형별 M&A 시장의 특징을 검토
 - 소유구조 유형별 합병비율의 차이 및 인수 또는 피인수 기업의 저평가 여부 분석
 - 시세타이밍(market timing)을 통한 일부 주주에 유리한 합병비율 산정 가능성 평가

목 차

1

배경 및 목적

2

국내 상장사간 M&A 특징

3

합병비율과 소유구조 분석

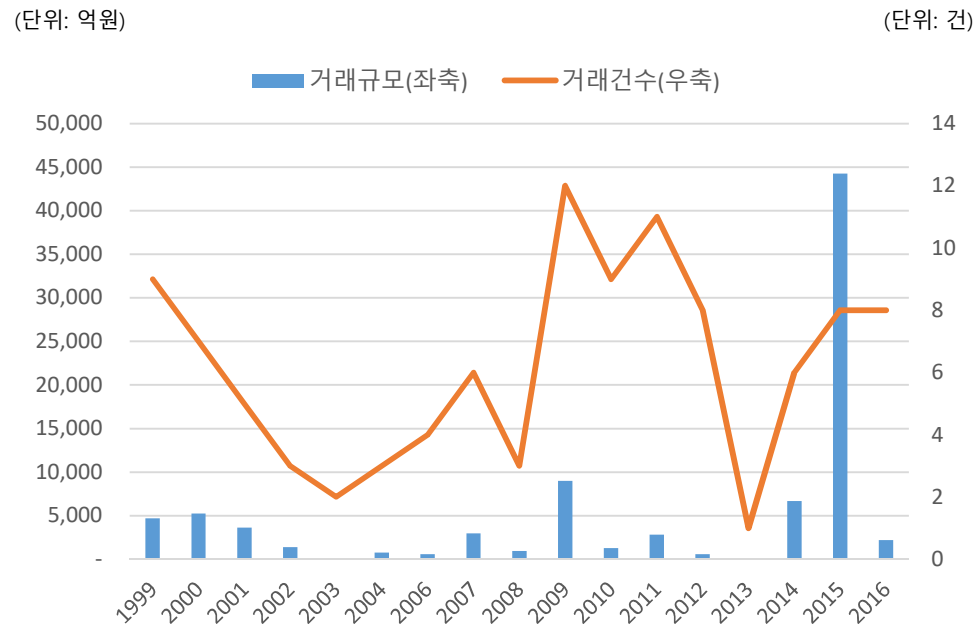
4

결론 및 시사점

국내 상장사간 M&A 시장 규모

- 1999~2016년 사이 국내 상장사간 합병 거래건수는 105건, 거래규모는 87.2조원 수준
 - 연평균 거래건수는 6.2건, 연평균 거래규모는 5,132억원 수준
 - 2015년 10조원 이상의 초대형 거래 2건 성사

상장사간 합병 건수 및 규모 추이 (1999년~2016년)



주 : 금융사간 합병은 제외, 합병철회 및 합병무산 사례 포함

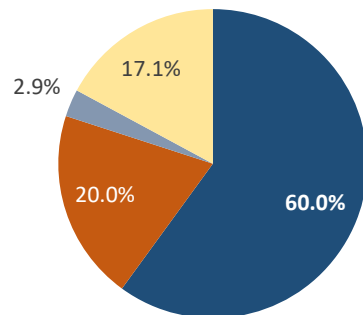
자료: 블룸버그, 한국거래소 상장공시시스템(KIND), 금융감독원 전자공시시스템(DART)

인수·피인수기업 상장 거래소

- 상장사간 합병 중 인수기업이 유가증권시장(KOSPI)에 상장된 경우가 거래규모 기준 97.3%(84.9조원), 거래건수 기준 80.0%(85건) 차지
 - › 인수 및 피인수 기업 모두 유가증권시장에 속하는 경우가 가장 보편적인 합병유형
 - 거래규모 86.3%(75.3조원), 거래건수 60.0%(63건)

인수·피인수기업 상장 거래소별 거래건수 비중 (1999~2016년)

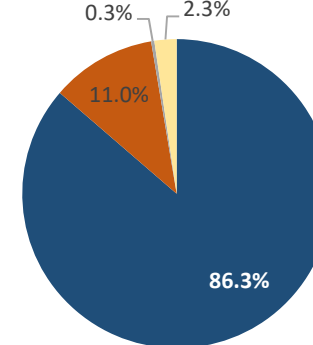
총 거래건수: 105건



■ 인수(KOSPI)-피인수(KOSPI) ■ 인수(KOSPI)-피인수(KOSDAQ)
 ■ 인수(KOSDAQ)-피인수(KOSPI) ■ 인수(KOSDAQ)-피인수(KOSDAQ)

인수·피인수기업 상장 거래소별 거래규모 비중 (1999~2016년)

총 거래규모: 87.2조원



■ 인수(KOSPI)-피인수(KOSPI) ■ 인수(KOSPI)-피인수(KOSDAQ)
 ■ 인수(KOSDAQ)-피인수(KOSPI) ■ 인수(KOSDAQ)-피인수(KOSDAQ)

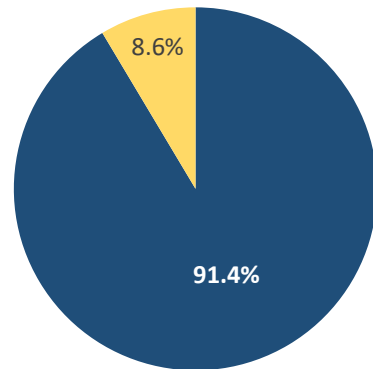
주: 금융사간 합병은 제외, 합병철회 및 합병무산 사례 포함
 자료: 블룸버그, 한국거래소 상장공시시스템(KIND), 금융감독원 전자공시시스템(DART)

계열 vs. 비계열 합병 비중

- 국내 상장사간 합병은 계열사간 합병이 압도적인 비중 차지
 - ▶ 계열사간 합병은 전체 상장사간 합병에서 거래규모 97.7%, 거래건수 91.4% 비중 차지

계열 · 비계열 합병 거래건수 비중
(1999~2016년)

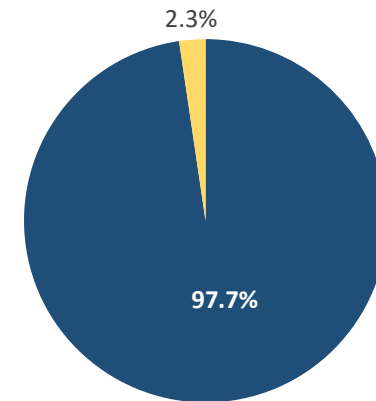
총 거래건수: 105건



■ 계열사간 합병 ■ 비계열사간 합병

계열 · 비계열 합병 거래규모 비중
(1999~2016년)

총 거래규모: 87.2조원

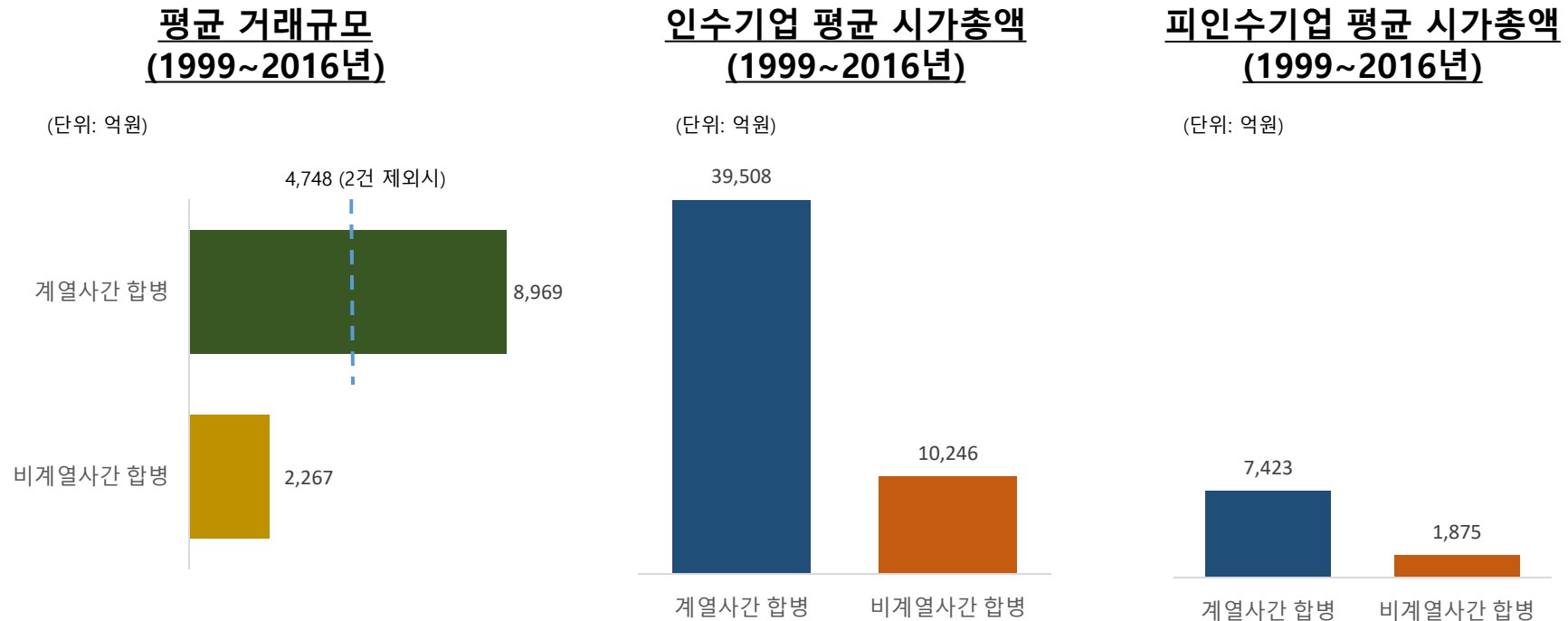


■ 계열사간 합병 ■ 비계열사간 합병

주 : 금융사간 합병은 제외, 합병철회 및 합병무산 사례 포함
자료: 블룸버그, 한국거래소 상장공시시스템(KIND), 금융감독원 전자공시시스템(DART)

계열 vs. 비계열 합병 규모

- 계열사간 합병의 평균 거래규모는 비계열사간 합병의 4배 수준
 - › 계열사간 합병 평균 거래규모는 8,969억원(2015년 초대형 거래 2건 제외시 평균 규모는 4,748억원)
 - › 인수·피인수기업 시가총액 또한 계열사간 합병이 비계열사간 합병의 약 4배



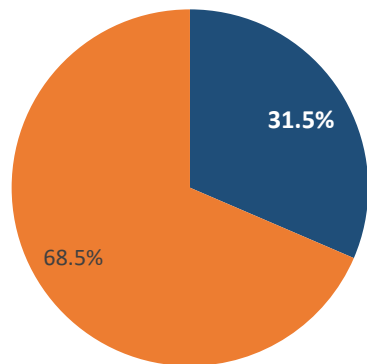
주 : 금융사간 합병은 제외, 합병철회 및 합병무산 사례 포함
자료: 블룸버그, 한국거래소 상장공시시스템(KIND), 금융감독원 전자공시시스템(DART)

계열사간 합병의 소유구조

- 계열사간 합병에서 인수 및 피인수 기업의 최대주주가 동일한 거래건수는 31.5%에 달하며, 최대주주 또는 특수관계인이 동일한 경우는 76.4%
 - ▶ 반면, 연금, 펀드 등 5% 이상의 지분을 보유한 기타 유형의 교차주주가 있는 거래건수는 7.6%

계열사간 합병 소유구조 특징

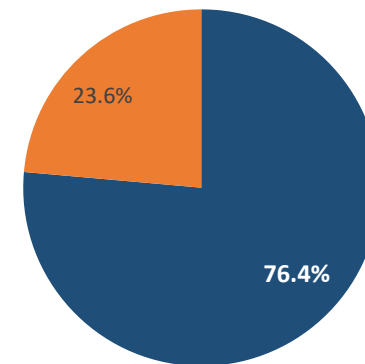
총 거래건수: 89건



■ 동일 최대주주 ■ 상이 최대주주

계열사간 합병 소유구조 특징

총 거래건수: 89건



■ 교차주주(최대주주 또는 특수관계인) ■ 비교차주주

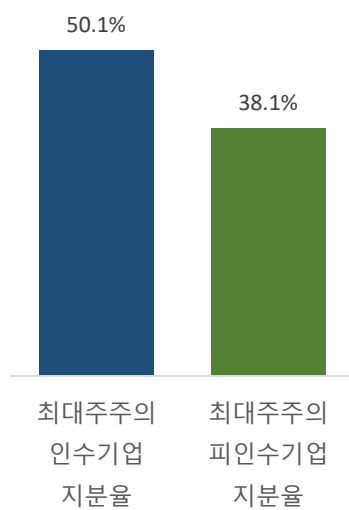
주: 소유구조 정보가 공시되지 않은 일부 계열사간 거래 제외
자료: 블룸버그, 한국거래소 상장공시시스템(KIND), 금융감독원 전자공시시스템(DART)

대주주의 인수·피인수기업 지분율

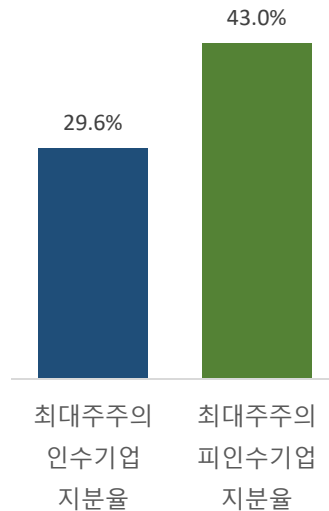
- 최대주주·특수관계인이 동일한 경우 인수 및 피인수 기업 양측에 영향력을 행사할 수 있는 수준의 지분율 보유
 - ▶ 교차주주(최대주주 또는 특수관계인)의 경우 인수 및 피인수 기업 각각에 대한 지분율 차이는 10~20% 수준

동일 최대주주의 인수 및 피인수 기업 지분율

(1) 인수기업 ≥ 피인수기업

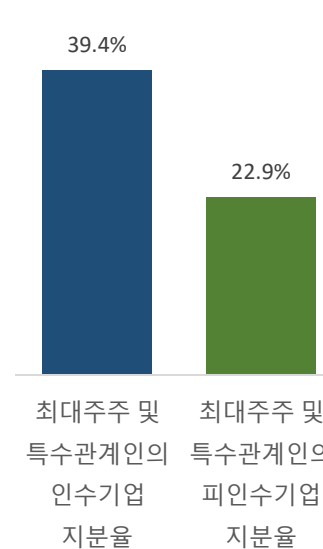


(2) 인수기업 < 피인수기업

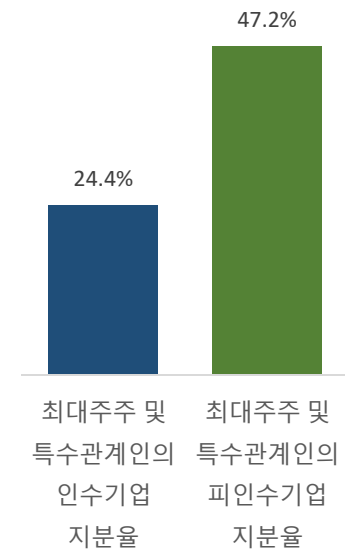


교차주주(최대주주 또는 특수관계인)의 인수 및 피인수 기업 지분율

(1) 인수기업 ≥ 피인수기업



(2) 인수기업 < 피인수기업



주 : 소유구조 정보가 공시되지 않은 일부 계열사간 거래 제외
 자료: 블룸버그, 한국거래소 상장공시시스템(KIND), 금융감독원 전자공시시스템(DART)

목 차

1 배경 및 목적

2 국내 상장사간 M&A 특징

3 합병비율과 소유구조 분석

4 결론 및 시사점

소유구조와 합병비율

- 기업 소유구조별 평균 합병비율이 유의미한 차이를 보이는지 비교:
 - 합병비율을 비교해볼 경우 인수기업 최대주주가 피인수기업 최대주주 또는 특수관계인일 경우(Case 2) 합병비율이 통계적으로 유의한 차이를 보임
 - 인수기업 최대주주가 피인수기업의 최대주주 또는 특수관계인으로 영향력을 행사할 수 있는 경우 합병비율에 있어서 상대적으로 낮게 나타남

대주주 동일여부에 따른 합병비율

구분		Case 1: 인수기업 최대주주가 피인수기업 최대주주	Case 2: 인수기업 최대주주가 피인수기업 최대주주 / 특수관계인	Case 3: 양사 최대주주 또는 특수관계인이 교차주주
동일 대주주 여부	Yes	0.818	0.838	1.078
	No	1.230	1.409	0.937
차이		-0.412	-0.570 **	0.141

주: 1) 소규모 합병 및 무산된 합병 제외

2) *** $p < 0.01$, ** $p < 0.05$, * $p < 0.1$

소유구조와 합병비율

기업 소유구조가 합병비율에 미치는 영향의 회귀분석:

- 합병비율은 인수 및 피인수 기업의 상대적 규모, 발행주식 수 등에 영향을 받으며, 이를 통제된 회귀분석을 통해 합병비율과 소유구조 관계 분석
- 회귀분석 결과 인수·피인수기업 최대주주가 동일한 경우 합병비율과 동일 최대주주 더미(dummy) 변수는 음(-)의 관계를 가짐

회귀분석 모형 및 변수

$$r_{ex} = \gamma_0 + \gamma_1 X + \gamma_2 I_\alpha + \gamma_3 I_\alpha \times I_{(\alpha_A > \alpha_T)} + \gamma_4 \beta_T + \gamma_5 I_\alpha \times \beta_T + \varepsilon$$

r_{ex} : 합병비율

X : 상대적 규모, 발행주식수 비율, 소규모합병 여부, 합병무산 여부, 고정효과 등

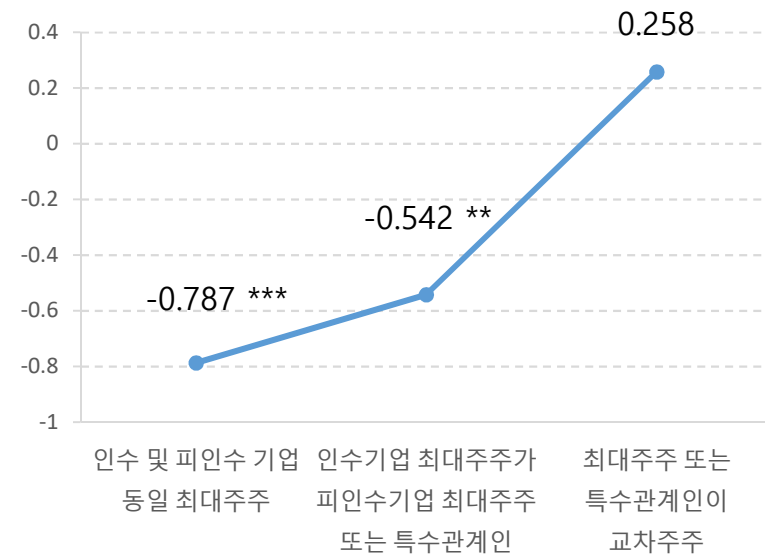
I_α : 대주주(최대주주 또는 특수관계인)

$I_\alpha \times I_{(\alpha_A > \alpha_T)}$: 대주주 동일 & 인수기업 지분율 > 피인수기업 지분율

β_T : 피인수기업 5% 이상 주주 지분율

$I_\alpha \times \beta_T$: 최대주주가 동일한 합병의 피인수기업 5% 이상 주주 지분율

교차주주 유형별(I_α) 회귀계수 값



소유구조와 누적초과수익률(CAR)

○ 소유구조 유형별 누적초과수익률(Cumulative Abnormal Return: CAR)의 유의미한 차이가 있는지 비교:

- 계열간에 비해 비계열사간 M&A의 인수 및 피인수 기업 CAR이 상대적으로 높게 나타나며, 특히 피인수기업 CAR이 유의하게 높게 나타남
- 계열사간 합병에서는 양사 최대주주가 동일할 경우 피인수기업 CAR이 유의하게 높게 나타남

* 누적초과수익률(Cumulative Abnormal Return: CAR)

계열·비계열사간 합병 CAR(-2,+2)

	인수기업 (A)	피인수 기업(B)	차이 (B-A)
비계열 (1)	3.64	7.69	4.05
계열 (2)	2.92	1.85	-1.07
차이 (2-1)	0.73	5.84**	5.12*
t-값	0.2927	2.4536	1.9316

주: *** p < 0.01, ** p < 0.05, * p < 0.1

동일·상이 최대주주 합병 CAR(-2,+2)

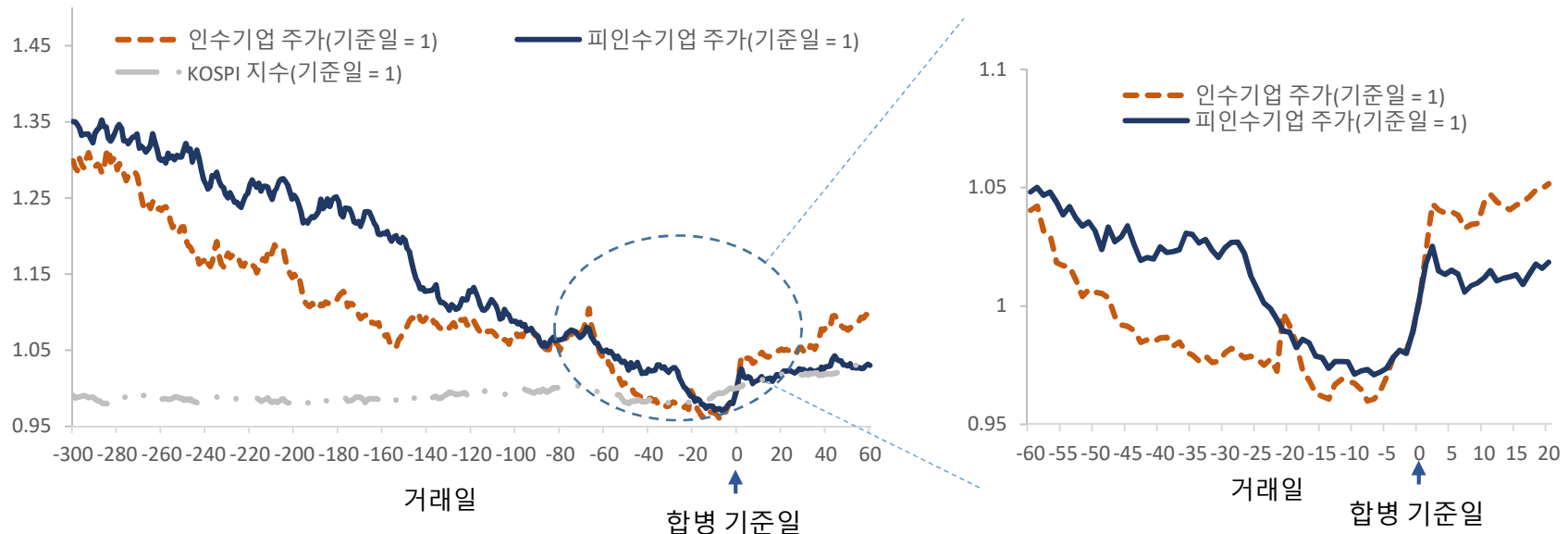
	인수 기업(A)	피인수 기업(B)	차이 (B-A)
상이 최대주주 (1)	2.69	1.31	-1.37
동일 최대주주 (2)	3.16	3.86	0.70
차이 (2-1)	-0.47	-2.55*	-2.07
t-값	-0.2918	-1.7718	-1.2165

주: *** p < 0.01, ** p < 0.05, * p < 0.1

합병 전후 주가

- 국내 상장사간 M&A는 주로 인수 및 피인수 기업의 Fundamental이 악화되는 상황에서 이루어지는 것으로 보임
 - ▶ 평균적으로 인수 및 피인수 기업주가는 합병 기준일 300일 이전부터 지속적으로 하락하는 추세인 반면, 동 기간 KOSPI 지수는 유사한 수준을 유지
 - ▶ 합병 결의 이후 인수 및 피인수 기업 주가는 상승, 그러나 과거 수준은 회복하지 못함

합병 기준일 전후 인수·피인수 기업 주가 및 KOSPI 지수 추이

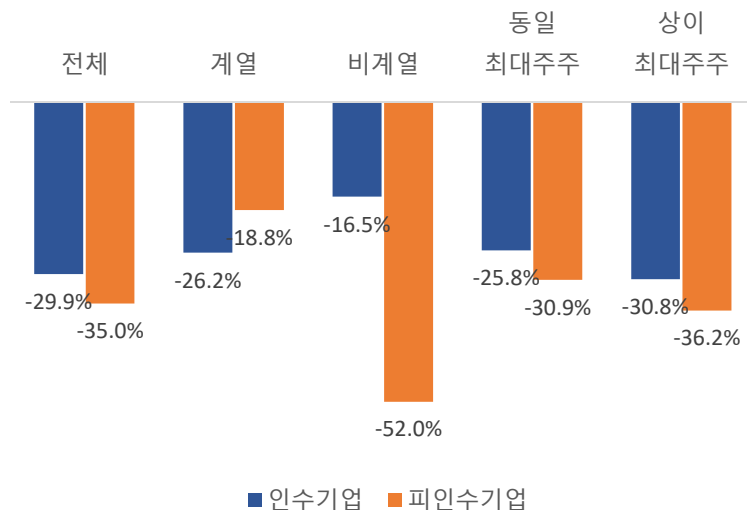


합병 전후 주가

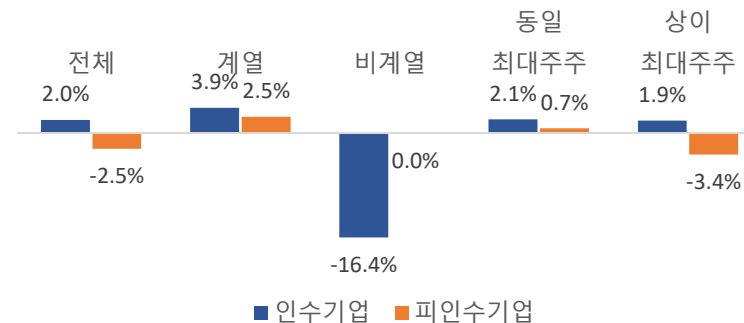
- 합병 기준일 이전 인수 및 피인수 기업의 주가 하락은 모든 소유구조 유형에서 발생

- ▶ 기준일 -300 거래일에서는 비계열사간 합병의 피인수기업 주가하락폭이 가장 높게 나타남
- ▶ 합병비율이 결정되는 기간(-30일 ~ 기준일) 합병 기업간 주가 증감 차이는 대부분 5% 범위 내, 단기적 시세 타이밍 문제는 심각해 보이지 않음

-300 거래일 대비 기준일 주가



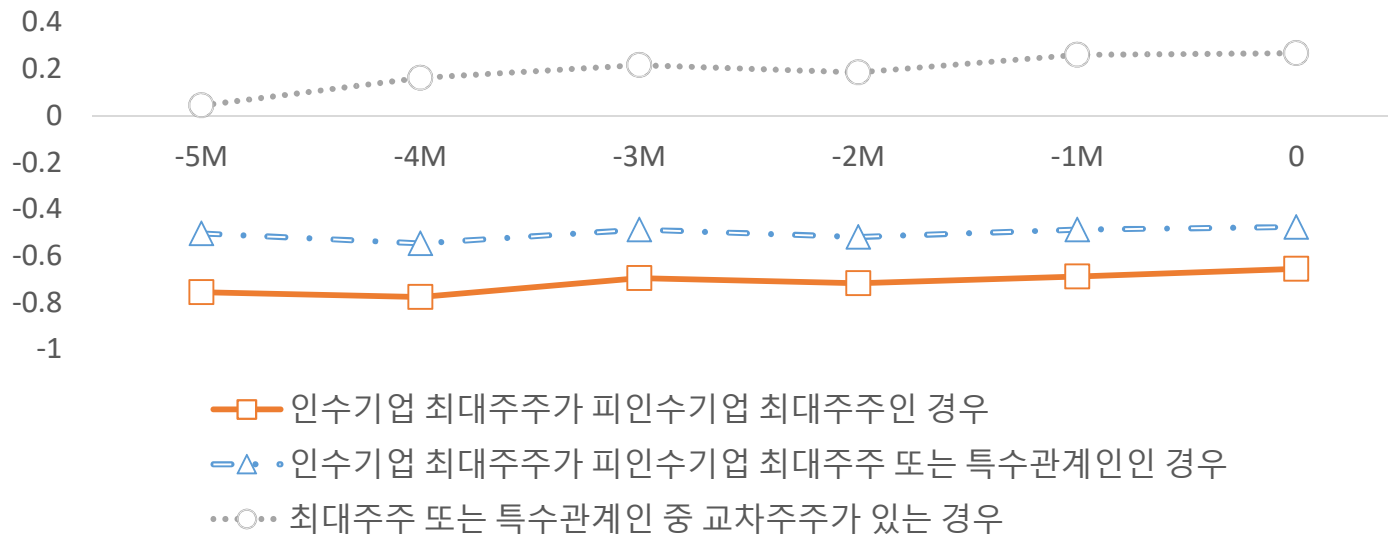
-30 거래일 대비 기준일 주가



소유구조별 합병비율 추세

- 소유구조 유형별 추정 합병비율은 단기적(기준일 6개월 이내)으로 큰 변화를 보이지 않음
 - › 규정된 산정 방식을 적용한 합병비율의 경우 기준일 이전 6개월 기간 큰 변화를 보이지 않음
 - › 소유구조 유형간 합병비율의 차이 또한 유사한 수준을 유지

소유구조 유형별 추정 합병비율 추이



목 차

1 배경 및 목적

2 국내 상장사간 M&A 특징

3 합병비율과 소유구조 분석

4 결론 및 시사점

결론 및 시사점

- 국내 상장사간 합병비율은 소유구조 유형에 따라 차이를 보이는 반면, 합병비율이 단기적 시세타이밍을 통해 일부 주주에게 유리하게 형성되는 것으로는 평가되지 않음
 - › 국내 상장사간 합병에 있어서 최대주주 또는 특수관계인이 양사에 지분을 보유하는 경우 합병비율이 상대적으로 낮게 나타남
 - › 그러나 상장사간 합병비율은 단기적 시세타이밍을 통해 이루어지는 것으로 보이지는 않으며, 보다 장기적인 인수 및 피인수 기업 Fundamental의 악화에 기인하는 것으로 판단
 - › 반면, 합병 기업들의 Fundamental 변화가 사업환경 변화에만 따른 것인지, 아니면 유리한 합병비율 산출을 위한 개입에 의한 영향이 있는지를 파악하기 위한 추가적 분석이 필요

