



저작자표시-비영리-변경금지 2.0 대한민국

이용자는 아래의 조건을 따르는 경우에 한하여 자유롭게

- 이 저작물을 복제, 배포, 전송, 전시, 공연 및 방송할 수 있습니다.

다음과 같은 조건을 따라야 합니다:



저작자표시. 귀하는 원저작자를 표시하여야 합니다.



비영리. 귀하는 이 저작물을 영리 목적으로 이용할 수 없습니다.



변경금지. 귀하는 이 저작물을 개작, 변형 또는 가공할 수 없습니다.

- 귀하는, 이 저작물의 재이용이나 배포의 경우, 이 저작물에 적용된 이용허락조건을 명확하게 나타내어야 합니다.
- 저작권자로부터 별도의 허가를 받으면 이러한 조건들은 적용되지 않습니다.

저작권법에 따른 이용자의 권리는 위의 내용에 의하여 영향을 받지 않습니다.

이것은 [이용허락규약\(Legal Code\)](#)을 이해하기 쉽게 요약한 것입니다.

[Disclaimer](#)

博 士 學 位 論 文

企業 M&A의 長期成果에 관한 實證研究

2011年



漢城大學校 大學院

經 營 學 科

會 計 學 專 攻

李 廷 學

博 士 學 位 論 文
指 導 教 授 洪 容 植

企業 M&A의 長期成果에 관한 實證研究

An Empirical Study on the Long-run Performance of M&A

2010年 12月 日



漢城大學校 大學院

經 營 學 科

會 計 學 專 攻

李 廷 學

博士學位論文
指導教授 洪容植

企業 M&A의 長期成果에 관한 實證研究

An Empirical Study on the Long-run Performance of M&A

위 論文을 經營學 博士學位 論文으로 提出함

2010年 12月 日

漢城大學校 大學院

經 營 學 科

會 計 學 專 攻

李 廷 學

李廷學의 經營學 博士學位論文을 認准함

2010年 12月 日

審査委員長 _____ 印

審査委員 _____ 印

審査委員 _____ 印

審査委員 _____ 印

審査委員 _____ 印

목 차

제 1 장 서 론	1
제 1 절 연구의 배경	1
제 2 절 연구의 방법과 목적	3
1. 합병의 장기주식성과 분석방법	3
2. 합병의 장기채무성과 분석방법	4
3. 연구의 목적	4
제 3 절 연구의 구성	6
제 2 장 M&A에 관한 이론적 고찰	7
제 1 절 M&A의 개념 및 시너지효과	7
1. M&A의 개념	7
2. M&A의 유형	8
3. M&A의 시너지효과	10
제 2 절 M&A의 동기이론	11
1. M&A 동기이론의 변천과 특징	11
2. M&A 동기이론의 구조	12
3. M&A 동기별 제이론	13
제 3 절 국내외 M&A시장의 현황	22
1. 국내 M&A시장의 현황	22
2. 세계 M&A시장의 현황	24
제 3 장 선행연구의 개관	26
제 1 절 합병의 장기주식성과에 관한 연구	26

1. 국외연구	26
2. 국내연구	27
제 2 절 합병의 장기재무성과에 관한 연구	30
1. 국외연구	30
2. 국내연구	31
제 3 절 합병의 주요 동기가설에 관한 연구	33
1. 다각화효과가설	33
2. 규모효과가설	34
3. 성과역전가설	35
4. 잉여현금흐름가설	37
5. 부채감시가설	37

제 4 장 연구모형 및 가설설정 40

제 1 절 표본의 선정	40
제 2 절 연구모형	42
1. 합병의 장기주식성과 측정을 위한 모형	42
2. 합병의 장기재무성과 측정을 위한 모형	44
3. 회귀분석모형과 변수의 조작적 정의	48
제 3 절 가설의 설정	51
1. 합병의 장기주식성과 가설	51
2. 합병의 장기재무성과 가설	52
3. 합병의 주요 동기가설	53

제 5 장 실증분석 56

제 1 절 가설검증결과	56
1. 합병의 장기주식성과 검증결과	56
2. 합병의 장기재무성과 검증결과	60

3. 합병의 주요 동기가설 검증결과	68
4. 검증결과의 요약	90
제 2 절 회귀분석	91
1. 기술통계량	91
2. 회귀분석모형	93
3. 상관관계분석	93
4. 회귀분석결과	96
 제 6 장 결 론	 101
제 1 절 연구결과의 요약	101
제 2 절 연구의 시사점 및 향후 과제	103
 【참고문헌】	 105
 【부 록】	 113
ABSTRACT	117

【 표 목 차 】

[표 1-1] 연도별 기업결합건수	2
[표 2-1] 분기별 M&A 심사건수 추이	22
[표 3-1] 장기주식성과와 관련된 선행연구 요약	29
[표 3-2] 장기재무성과와 관련된 선행연구 요약	32
[표 4-1] 합병기업의 연도별 분포	41
[표 4-2] 합병기업의 산업별 분포	41
[표 4-3] 합병의 장기재무성과 측정변수	47
[표 4-4] 변수의 조작적 정의	50
[표 5-1] 합병기업의 누적초과수익률(CAR)	58
[표 5-2] 합병기업과 통제기업의 3년간 재무비율 추세표	61
[표 5-3] 합병기업과 통제기업의 재무성과(수익성비율) 비교	62
[표 5-4] 합병기업과 통제기업의 재무성과(안정성비율) 비교	64
[표 5-5] 합병기업과 통제기업의 재무성과(활동성비율) 비교	65
[표 5-6] 합병기업과 통제기업의 재무성과(성장성비율) 비교	66
[표 5-7] 합병기업과 통제기업의 재무성과 비교(종합)	67
[표 5-8] 다각화합병기업과 비다각화합병기업의 누적초과수익률(CAR)	70
[표 5-9] 소규모기업과 대규모기업의 누적초과수익률(CAR)	74
[표 5-10] 가치주기업과 성장주기업의 누적초과수익률(CAR)	78
[표 5-11] 가치주기업과 성장주기업의 합병초기 누적초과수익률(CAR)	79
[표 5-12] 현금보유량에 따른 합병기업의 누적초과수익률(CAR)	84
[표 5-13] 부채비율에 따른 합병기업의 누적초과수익률(CAR)	88
[표 5-14] 가설검증결과 요약	90
[표 5-15] 회귀분석에 사용된 변수들의 기술통계량	92
[표 5-16] 변수들의 분산팽창지수	94
[표 5-17] 변수 간의 상관관계	95
[표 5-18] 회귀분석결과 - 시장모형	98
[표 5-19] 회귀분석결과 - 통제기업접근모형	100

【 그림 목 차 】

<그림 2-1> 최근 5년간 M&A 심사건수 및 금액 추이	23
<그림 5-1> 누적초과수익률(CAR) 그래프	59
<그림 5-2> 다각화·비다각화기업의 누적초과수익률 그래프(시장모형)	71
<그림 5-3> 소규모·대규모기업의 누적초과수익률 그래프(시장모형)	75
<그림 5-4> 가치주·성장주기업의 누적초과수익률 그래프(시장모형)	81
<그림 5-5> 현금보유량에 따른 합병기업의 누적초과수익률 그래프(시장모형) ·	85
<그림 5-6> 부채비율에 따른 합병기업의 누적초과수익률 그래프(시장모형)	89



HANSUNG
UNIVERSITY

제 1 장 서 론

제 1 절 연구의 배경

기업경영의 목표는 「성장을 통한 기업가치의 극대화」에 있다고 할 수 있다. 기업가치를 극대화시키기 위한 기업의 성장은 구체적으로 내적성장과 외적성장으로 구분할 수 있다. 내적성장(internal growth)은 기업내부에 존재하는 경영자원의 효율적 활용과 경영합리화에 의한 성장을 추구하는 것을 말한다. 그러나 이러한 내적성장전략은 기업의 시장에 대한 민첩한 접근을 어렵게 할 수 있으며, 기술 및 인력에 대한 높은 투자회수위험을 수반한다. 반면 외적성장(external growth)은 기업내의 경영자원만으로는 충분치 못한 성장요인을 외부에서 획득함으로써 성장을 추구하는 것을 말하며, 가장 전형적인 형태로 M&A를 들 수 있다. 외적성장전략은 기업으로 하여금 시장에 이미 존재하는 기업이나 사업부문을 인수합병하여 시장지배력 강화, 기술 및 인력 확보 등을 통한 시너지 실현 등을 용이하게 할 수 있다. 이와 같이 M&A는 외적 혁신을 통해 기업의 규모 및 범위의 경제를 실현하거나 시장지배력을 강화함으로써, 기업의 가치를 극대화시키는 전략으로 이용되고 있다.

1997년 외환위기 이전에 우리나라 M&A시장의 특성을 살펴보면 합병제기업이 시장을 좌지우지하는 구매자 중심의 시장이었으며, M&A의 목적은 주로 정부의 산업 합리화 정책에 따른 부실기업의 구제와 재무구조 개선이 대부분인 것으로 나타났다. 합병형태별 특징은 계열간의 합병이 대다수였다는 것이 통설이다.

그러나 90년대 이후 국내의 기업경영환경은 개방경제와 더불어 세계적인 기업들과 무한경쟁을 벌여야 하는 상황으로 변화하게 되었고, M&A를 통한 세계적인 거대기업의 탄생으로 기업의 경영환경이 급속도로 변하자 정부는 글로벌화된 기업환경에 능동적으로 대처하기 위해 기업활동을 규제하는 각종 법안들을 개정하거나 폐지하기 시작하였다.

1997년부터 기업의 경영활동을 저해하던 여러 법률 중에서 M&A에 가장 큰 걸림돌이었던 증권거래법이 5회에 걸쳐 개정되면서 M&A시장은 큰 전기를 맞이하게 되었다. 즉, 1998년 4월 시행된 증권거래법에는 외국인도 국내 상장기업의 주식을 50%이상 소유할 수 있게 되었고, 적대적 M&A도 가능해지게 되었다. 또한 외환위

기로 인한 경제여건의 악화는 부실화된 대형기업들의 잇단 법정관리를 초래하여 역설적으로 기업들간의 M&A시장을 활성화 시키는 요인으로 작용하기도 하였다. 1997년 이후 국내에서 발생한 기업결합건수를 살펴보면, 1997년 418건에서 2000년 703건으로 꾸준히 증가하다가 2001년부터 2003년 까지 약간 주춤하였지만 다시 2004년 이후부터 2008년 금융위기 이전까지 계속 증가한 것을 알 수 있다.

[표 1-1] 연도별 기업결합건수

연도	1997	1998	1999	2000	2001	2002
건수	418	486	557	703	644	602

2003	2004	2005	2006	2007	2008	2009
589	749	658	744	857	550	413

※ 자료 : 공정거래위원회, 「기업결합동향」

M&A는 조직의 효율화, 시장점유율의 증가, 규모의 경제, 재무구조개선 등을 통한 경영시너지효과를 유발시켜 기업가치의 극대화를 가져다 주는 긍정적 효과도 있지만, 경쟁업체와의 결합을 통한 독과점적 이윤의 확보 및 기업의 대형화에 따라 경제력집중에 의한 자원의 비효율적 배분 등 부정적 측면도 존재한다.

이렇듯 M&A는 기업들의 소유·지배구조 및 경영위험을 변화시키는 중대한 투자결정일 뿐만 아니라 국민경제에 미치는 파급효과도 큰 매우 중요한 경제적 사건이기 때문에 외국 뿐만 아니라 국내에서도 많은 연구가 진행되어 왔다.

그러나 국내의 M&A에 관한 많은 연구가 사건연구방법에 의한 단기성과에 치우쳐 있어 M&A의 장기성과에 관한 연구는 아직 초보 단계의 수준이다. 그러나 M&A는 장기간에 걸쳐 기업의 성과에 영향을 미치는 사건이므로 M&A의 진정한 효과를 알아보기 위해서는 장기간에 걸쳐 그 성과를 연구하여야 한다. 이에 따라 최근들어서 M&A의 장기성과에 관한 연구가 활발하게 이루어지고는 있으나 주로 주가자료를 이용한 장기성과에 관한 연구가 주류를 이루고 있다. 그러나 주가자료에 의한 성과는 주식시장이 비효율적일 때에는 정확한 성과를 측정할 수 없다는 단점을 가지고 있다.

이에 따라 본 연구에서는 M&A의 장기성과를 주가자료 뿐만 아니라 재무자료를 추가로 이용하여 그 성과를 측정해 보고자 하며, 대상기업은 1997년의 외환위기와 2008년의 세계 금융위기가 미치는 영향을 배제하기 위해 2003년부터 2006년까지 합병한 기업을 대상으로 하였다. 또한 아직까지 국내 M&A시장의 역사가 짧고 그 자율성이 부족하여 외국의 연구결과와 다른 결과를 보일 수도 있어 M&A의 주요 동기가설이 국내 M&A기업에 성립하는지도 검증하고자 한다.

제 2 절 연구의 방법과 목적

M&A에는 여러 가지 유형(합병·주식취득·회사설립·영업양수·임원겸임 등)이 있지만 가장 대표적인 것이 합병이고 규모도 가장 크다. 따라서 M&A에 관한 대부분의 연구가 합병에 대해서 이루어지고 있기 때문에 본 연구도 합병의 장기성과에 관하여 실증분석하고자 한다.

합병의 장기성과(long-run performance)에 관한 연구방법은 크게 장기주식성과(long-run stock performance) 분석방법과 장기재무성과(long-run financial performance) 분석방법의 두 가지로 나눌 수 있다.

1. 합병의 장기주식성과 분석방법

합병의 장기주식성과는 합병완료일을 기점으로 합병기업들의 합병 후 누적초과수익률에 의해 측정된다. 이처럼 누적초과수익률을 측정하기 위해서는 합병기업의 주가를 분석함으로써 규명된다. 주가란 기업의 현재 재무 및 경영상태 뿐만 아니라 미래의 기업 활동에 대한 예상이 복합적으로 작용하여 기업의 가치를 나타내기 때문이다. 이와 같은 주가의 특성에 기초하여 합병당사기업들의 주가를 분석함으로써 기업가치, 주주부 등의 합병성과의 영향을 규명하는 절차를 밟게 된다. 이에 대한 실증분석의 방법으로는 주로 합병공시에 따른 주가수익률의 변동을 분석하는 사건연구 방법(event-study methodology)을 이용하게 된다. 초과수익률을 구하기 위해 사용되는 모형에는 합병기업의 정상 기대수익률을 주가지수를 이용하여 구하는 시장모형(market model), 정상 기대수익률을 합병시점의 시장수익률로 보는 시장조정수

익률모형(market-adjusted return model), 표본기업의 특정한 기업특성을 기준으로 삼아 표본기업과 가장 유사한 통제기업을 선정한 후에 주가지수 대신에 통제기업의 수익률을 대입하여 정상 기대수익률을 구하는 통제기업접근모형(control-firm approach model) 등이 있다.

2. 합병의 장기재무성과 분석방법

합병의 장기성과를 분석하는 또 다른 방법으로, 합병이전의 재무자료와 합병이후의 다년간의 재무자료를 이용하는 재무적 분석 방법도 이용되고 있다. 재무자료를 이용하여 합병의 효과를 분석하기 위해서, 합병기업집단과 통제기업집단의 연도별 평균재무비율을 계산한 후, 합병 전·후로 구분하여 각 재무비율의 변화에 의한 재무성과를 분석하는 방법이다. 즉 기업의 합병 행위로 발생하는 시너지효과가 합병기업집단과 통제기업집단간, 그리고 기업합병 이전과 이후에 어떠한 영향을 미치는지에 대해 분석한다. 이를 검정하기 위해 다중회귀분석과 Wilcoxon의 matched-pairs signed-ranks test method 등을 사용하기도 한다.

3. 연구의 목적

본 연구의 목적을 구체적으로 살펴보면 다음과 같다.

첫째, 사건연구방법을 이용하여, 합병공시일의 -6월에서 합병공시일 이후 36개월까지 합병기업의 매월 주가수익률의 변동을 측정하여 합병의 장기주식성과를 검증하고자 한다.

둘째, 재무자료를 이용하여 합병기업집단과 통제기업집단의 연도별(합병 이후 3년) 평균재무비율을 계산하여 합병기업집단과 통제기업집단의 평균재무비율을 비교함으로써, 합병의 장기재무성과를 검증하고자 한다.

셋째, 합병의 주요 동기이론 중 「다각화효과가설」, 「규모효과가설」, 「성과역전가설」, 「잉여현금흐름가설」, 「부채감시가설」에 관하여 검증하고자 한다.

① 다각화기업은 전문화된 사업부문의 통합과 조화를 통해 운용의 효율성을 향상시킬 수 있기 때문에, 사업부문들이 독자적으로 운영되는 것보다 더 효율적이고 수

익성이 높다는 다각화효과가설(conglomerate effect hypothesis)을 검증하고자 한다.

② 대규모 합병기업의 경우 시너지이익이 존재하지 않으나 소규모 합병기업의 경우 시너지이익이 존재한다. 따라서 소규모 합병기업의 초과수익률과 대규모 합병기업의 초과수익률의 차이를 비교하여 소규모 합병기업의 초과수익률이 더 높다는 규모효과가설(size effect hypothesis)을 검증하고자 한다.

③ 합병공시 후 단기적으로는 성장주(glamour stock) 기업이 가치주(value stock) 기업보다 높은 초과수익률을 보이나, 장기적으로는 성장주 기업보다 가치주 기업이 더 높은 초과수익률을 보이는 현상 즉, 성과역전현상을 보인다는 성과역전가설(performance extrapolation hypothesis)을 검증하고자 한다.

④ 기업의 잉여현금흐름이 있을 경우, 경영자는 이러한 여유자금을 배당 등을 통해 주주에게 귀속시키지 않고 보다 많은 자원에 대한 자신들의 의사결정권한을 행사하기 위하여 기업인수에 활용함으로써, 투자안에 대한 경제성 평가없이 합병투자안을 선택할 유인을 갖는다는 잉여현금흐름가설(free cash flow hypothesis)을 검증하고자 한다.

⑤ Jensen(1986)과 Stulz(1990)는 부채가 잉여현금흐름을 줄이게 하고, 결국 부채비율이 높은 기업들은 수익성 없는 합병에 대해 자원의 낭비를 줄이게 된다고 하였다. Harris & Raviv(1990)는 채무불이행가능성을 경영자에 대한 감시도구로 사용하였다. 즉, 부채의 증가로 경영자들이 더욱 밀접하게 감시될 때, 경영자들은 더 열심히 일을 한다고 하였다. 이와 같이 증가된 채무레버리지가 경영자의 감시역할을 하게 된다는 부채감시가설(debt monitoring hypothesis)을 검증하고자 한다.

넷째, 합병기업의 장기성파에 영향을 미치는 요인들을 알아보기 위해 누적초과수익률을 종속변수로 한 다중회귀분석을 실시하고자 한다.

제 3 절 연구의 구성

본 연구는 총 6장으로 구성되어 있다.

제1장 서론에서는 연구의 배경, 연구의 목적과 방법을 설명하였다.

제2장 이론적 배경에서는 M&A의 개념 및 M&A동기에 관한 이론적 고찰 그리고 국내외 M&A시장의 최근현황에 대해 정리하였다.

제3장 선행연구에서는 합병의 장기주식성과에 관한 연구, 합병의 장기채무성과에 관한 연구, 합병의 주요 동기가설에 관한 연구에 대한 실증적 연구결과들을 정리하였다.

제4장 연구모형 및 가설설정에서는 표본의 구성과 합병의 장기성과를 검정하기 위한 연구모형을 설계하고, 연구가설을 설정하였다.

제5장 실증분석에서는 합병기업의 장기성과(장기주식성과, 장기채무성과)와 합병의 주요 동기가설에 대한 실증분석결과를 도출하였고, 회귀분석에 대한 결과를 정리하였다.

제6장 결론에서는 본 연구의 결과를 정리하고, 본 연구의 시사점 및 한계 그리고 향후 연구과제에 대하여 제시하였다.

제 2 장 M&A에 관한 이론적 고찰

제 1 절 M&A의 개념 및 시너지효과

1. M&A의 개념

M&A(Mergers and Acquisitions)란 두 개 이상의 기업들간의 인수(acquisitions)와 합병(mergers)을 통칭하는 말이다.

1) 인수

인수는 경영권 획득을 목적으로 인수기업이 피인수기업의 주식이나 자산의 전부 또는 일부를 취득하는 것을 의미하며, 크게 주식인수와 자산인수로 나누어진다.

주식인수란 우리나라에서 가장 일반적으로 일어나고 있는 M&A로서 인수기업이나 그 지배주주가 피인수기업의 지배주주로부터 직거래를 통해 취득하거나, 불특정 다수의 주주로부터 공개매수 방법을 통해 피인수기업의 주식을 취득해 기업을 지배하는 방법이다. 주식인수는 피인수기업이 인수 후에도 인수기업과 독립적인 법인으로 존재하면서, 단지 모회사나 관계회사와 같은 지배 및 피지배기업의 관계를 맺게 된다. 주식인수는 매도자와 매수자측의 자유로운 계약에 따라 이루어지는 것으로 개인의 사적 재산처분으로 본다.

자산인수란 인수기업과 피인수기업의 경영진간에 영업권 양도양수계약을 체결해, 피인수기업의 주식이 아니라 유형자산을 포함한 영업권을 양수·양도함으로써 피인수기업의 주요한 자산의 전부 또는 일부에 대해 지배권을 인수하는 방법이다.

2) 합병

합병이란 두 개 이상의 회사가 청산절차를 거치지 않고 계약에 의하여 당사자인 회사의 일부 또는 전부가 소멸함과 동시에, 소멸회사의 권리·의무가 포괄적으로 존속회사 또는 신설회사에 이전, 수용되는 현상을 말한다. 합병은 법률적 관계에 따라

크게 신설합병과 흡수합병으로 나누어진다.

신설합병(consolidations)이란 두 개의 기업이 합병하면서 두 기업의 상호 및 법인격 자체가 완전히 소멸되고 새로운 하나의 기업으로 설립되는 형태의 합병을 말한다. 신설합병에서는 소멸기업인 두 기업의 자산, 부채, 자본이 합쳐져서 신설기업의 자산, 부채, 자본을 구성하게 된다.

흡수합병은 합병기업의 상호와 법인격이 남고 피합병기업은 사라지게 되는 형태의 합병을 말한다. 흡수합병에서는 피합병기업의 자산, 부채, 자본을 합병기업이 포괄적으로 승계하게 된다.

2. M&A의 유형

M&A의유형은 거래의 형태, 매수성격, 결합형태, 매수수단 등에 따라 다음과 같이 분류할 수 있다.

1) 거래형태에 따른 분류

M&A는 거래형태에 따라서 인수와 합병으로 구분하며, 인수(주식인수와 자산인수)와 합병(신설합병과 흡수합병)에 대해서는 앞부분에서 설명한 바와 같다.

2) 매수성격에 따른 분류

M&A는 매수성격에 따라서 적대적 M&A와 우호적 M&A로 구분한다. 다른 기업을 인수하려는 기업은 인수 대상기업에 대한 기초 조사나 대상기업의 가치평가 등 사전작업을 모두 마친 후 대상기업의 이사진에게 인수의향과 인수조건 등에 관한 의사를 밝힌다. 그러면 대상기업의 이사진은 이사회를 열어 인수조건 등을 검토한 후 인수의사에 대한 수용 여부를 결정하고, 그 결과를 인수기업에 통보하고 주주들에게 그 결과를 권고한다. 대상기업의 이사진이 수용해 이루어지는 M&A를 우호적 M&A라 한다. 반면 대상기업의 이사진이 인수제의를 거부하고 방어행위에 돌입하는 경우 인수기업은 사전에 수립된 인수전략에 따라 역시 인수작업에 착수하는데, 이를

비우호적 또는 적대적 M&A라 한다.

3) 결합형태에 따른 분류

M&A는 매수성격에 따라서 수평적 M&A와 수직적 M&A 그리고 다각적 M&A로 구분한다.

수평적 M&A는 경제의 다단계 구조 속에서 어느 한 단계에 속하는 기업이 역시 같은 단계에 속하는 다른 기업과 M&A가 이루어지는 것을 말한다. 예를 들어, 윤활유 수송업자가 다른 윤활유 수송업자를 M&A하는 경우 이를 수평적 M&A라고 한다. 이는 기업결합 형태에서 기업연합(카르텔)과 유사한 것으로 경쟁관계에 있는 기업을 인수함으로써 주로 시장지배력 또는 시장점유율을 확대하기 위해 이루어진다.

수직적 M&A는 동일산업 내에 속하나 생산활동 단계가 서로 다른 기업간의 M&A를 말하는데, 이는 주로 석유산업과 같이 생산공정이 다양한 기업간에 발생한다. 수직적 M&A는 직접적인 시장점유율 확대 효과는 없지만 원재료의 안정적인 공급을 통한 간접적인 시장지배력의 확대 내지 경영전략상의 안정성을 목적으로 많이 이루어진다.

다각적 M&A는 같은 산업에 속하지 않는 전혀 다른 업종의 회사를 M&A하는 경우를 말한다. 다각적 M&A는 영업 다각화, 신규사업 진출, 자금조달력 강화, 인재확보, 관리비용 절감, 기업 재구성 등을 목적으로 이루어진다.

4) 매수 수단에 따른 분류

M&A는 매수수단에 따라서 현금매수와 주식교환매수 그리고 차입매수로 구분한다.

현금매수는 기업매수의 대가로 현금을 지불하는 방법이다. 상대적으로 제출서류 등 절차가 간단하며 매수가격의 인상에 기동성을 가질 수 있고, 주주의 측면에서 매수에 의한 득실을 쉽게 계산할 수 있다는 장점이 있다.

주식교환매수는 피매수회사의 주식에 대하여 매수회사의 주식과 일정비율로 교환하여 매수하는 방법이다. 기업매수에 나서기 이전에 주식발행의 결의가 있어야 하며 현금매수보다 복잡하다. 자사의 신주식을 발행하여 피매수회사의 주주에게 제3자 할

당을 하는 방법인데 매수회사의 입장에서 보면 피매수회사의 주주가 현금출자를 하는 것과 마찬가지로 효과이다.

차입매수(Leveraged Buy-out, LBO)란 차입에 의한 기업인수 또는 자산취득을 말한다. 즉, 기업인수가 성공할 것이라는 가정 하에 인수대상기업의 자산이나 수익력을 담보로 인수에 소요되는 대부분의 자금을 차입하여 조달하고, 이후에 인수대상기업의 수익성이 향상되면 그 이익이나 자산의 매각대금으로 이들 채무를 상환해 나가는 기업인수방법이다. LBO를 이용하면 비교적 적은 자기자본으로 기업을 인수할 수 있고, 부채의 이용에 따른 레버리지 효과를 얻어낼 수 있는 장점이 있다. 그러나, 기업인수 후의 기업가치가 인수가격보다 낮게 평가될 위험이 있으며, 부채비율의 급격한 증가로 채무불이행위험과 재무위험이 크게 증가하게 된다는 단점 또한 존재하는 방식이다.

3. M&A의 시너지효과

기업간 M&A에 따른 시너지 효과는 생산 및 경영활동 시너지, 시장지배력 강화, 금융재원확보, 거래 및 정보비용의 효율화 등 크게 네가지로 구분될 수 있다.

생산 및 경영활동의 통합에 의한 시너지는 인수합병기업의 생산, R&D 및 기술, 마케팅, 경영전략 등 기업의 전반적인 활동에서 보완적인 요소를 통합함으로써 이루어질 수 있다. 생산 및 기능관련 시너지(operation synergy)는 생산 및 기능과 관련된 요소들을 통합하여 규모 및 범위의 경제를 실현하는 것을 의미하고, R&D 및 기술적 시너지(R&D and Technical synergy)는 피합병기업의 신기술 및 보완적 기술을 확보함으로써 제품개발 및 시제화를 용이케 할 수 있음을 의미하며, 마케팅 시너지(marketing synergy)는 피합병기업의 브랜드, 유통망, 광고 및 행사선전등을 공유함으로써 확보될 수 있다. 특히 마케팅 시너지의 경우, 밀접히 연관된 제품을 판매하는 기업간의 M&A를 통해 극대화될 수 있다. 경영전략적 시너지(managerial synergy)는 피인수기업의 우위에 있는 경영능력을 모든 차원에서 흡수 혹은 공유함으로써 확보될 수 있다.(Hitt, Harrison, and Ireland, 2001.)

담합 시너지(collusive synergy)는 동일하거나 밀접히 연관된 재화 및 서비스를 생산하는 기업간 인수합병을 통해 시장지배력을 확대하는 것을 의미한다. 또한 가치사

슬 및 중간재에 대한 수급관계에 있는 기업들은 기업결합을 통해 거래 및 정보비용의 효율성을 증진할 수 있다.

마지막으로 금융 시너지(financial synergy)는 장기적인 기술 및 생산활동과 관련된 시너지 실현보다는 단기적인 금융재원의 확보와 자산의 분산(portfolio diversification)에 중점을 둔 인수합병의 효과로 볼 수 있다.

제 2 절 M&A의 동기이론

1 . M&A 동기이론의 변천과 특징

M&A 동기의 중심과제는 인수,합병에 대한 성과와 합병 시너지효과의 잠재적 원천을 규명하는 것이다. M&A 동기의 주된 관심사항은 기업의 진정한 성장인가 혹은 기업가치인 기업이윤 극대화인가로 집약 될 수 있으며, 이는 M&A 주체의 인식대상이 경영자와 주주의 관심가운데 어느 측면에서 비롯되며, 기업이 처한 당시의 전략적 상황이 어떠한가에 따라 상이하게 나타날 것이라는 것이다. 결국 M&A 동기는 기업가치와 성장이라는 이원적 목표추구라고 할 수 있다. 이때 M&A의 궁극적 목적은 성장이며, 이는 내부적 성장보다는 외부적 성장에만 더욱 치중하게되는가에 대한 의문을 갖게 된다. 그 이유는 M&A가 시작된 이래 초기에 나타난 M&A의 동기는 기업성장보다는 시장독점과 규모의 경제성을 통한 기업수익의 증대를 가져오게 하는 즉, 기업이윤이나 주주들의 부를 극대화하기 위한 것이었기 때문이다.

미국 M&A의 제1차 물결(1897~1904)에서 현재까지 5차례의 물결에 걸친 기업인수,합병 역사에 있어서도 보면 합병의 동기는 시장의 독점과 규모의 경제를 통해서 기업수익의 증대를 가져오게 하는 것이었다. 미국에서의 실증적 분석에 따르면 M&A는 일반적으로 피합병기업과 합병기업의 주가를 상승시키는 것으로 나타나 M&A의 효율성을 어느 정도 지지하고 있으나, 그 효과는 미미한 것으로 분석됐다. 그 후 제 4차와 제5차 물결(1989~현재)때의 특징은 M&A 규모의 대형화, 글로벌화 및 구조개편 등에 있었고, 구체적으로는 공개매수, 적대적 M&A 성행 등 기업성장 극대화가 목적이었다. 그러나 그 효과는 모두 긍정적인 것은 아니었다. 이에 따라 합병시너지이론, 급속성장이론, 그리고 기업다각화에 의한 시너지와 위험분산효과

등에 관한 새로운 M&A 동기이론이 등장하게 되었다. 결국 Mueller(1980)에 의한 기업성장극대화가설이 제기되는 배경이 된다. Mueller(1980)는 M&A 동기이론이 전통적인 기업가치 극대화에 의한 주주부의 극대화가설이라는 이론적 틀 안에 머무르는 한, 기업성장의 수단으로서 M&A가 이용되는 이유는 해명되지 않는다고 주장하며 M&A 동기이론을 발전시켰다.

2. M&A 동기이론의 구조

현재까지 연구되어온 기업경영자들의 M&A 동기요인의 중심적 내용을 요약하면, 주주들의 부를 극대화하기 위한 수단으로서의 기업결합을 하는 신고전적 이윤극대화 동기와 시장지배력의 확대에 따라 규모의 경제성을 이용하기 위한 기업성장극대화 동기, 그리고 기업가치극대화 동기 등 3가지로 나누어 볼 수 있다. 지금까지 국내에서 연구되어온 이론은 M&A 동기이론구조를 크게 기업가치극대화 동기와 기업성장극대화 동기로 대별하고 있으며, 이윤극대화 동기에 대해서는 명확한 기준이 제시되지 못하였다. 그러나 신고전적인 기업결합 동기이론에 의하면 이윤극대화가설은 주주들의 부를 극대화하기 위한 수단이었으며, 주주들의 부를 극대화하는 것이 곧 기업가치의 극대화라고 본다면 결국 이윤극대화 동기는 기업가치극대화 동기라고 할 수 있다.

1) M&A와 기업목표

전통적 기업이론들은 각기 서로 다른 단일의 목표를 전제하고 기업의 행동을 설명하고 있다. 즉, 신고전적 모형의 이익극대화 목표, 재무론적 모형의 시장가치극대화 목표, 그리고 경영자적 모형의 매출액극대화 목표, 성장극대화 목표 등이 그것이다.

이들 단일의 목표들은 각기 독특한 관점으로 기업의 행동을 설명하고 있기 때문에 엄밀한 의미로는 어느 것도 지배적인 위치에서 기업의 행동을 만족스럽게 설명해 주지 못하고 있다. 따라서 기업의 행동유인 목표를 보다 바르게 설명하고 예측하는 데는 이익, 기업가치, 매출액, 경영자효용, 성장 등 공통으로 연결될 수 있는 다

원적 목표의 틀이 필요하게 된다.

이익은 장기적으로 기업가치와 방향을 같이하며, 경영자효용은 매출액등 기업규모의 성장 그 자체를 통하여 추구되고 이익은 매출액과 관련된다.

2) M&A의 제이론과 구조

M&A 동기에 대한 이론은 M&A를 통한 기업가치 창출의 효과적인 요인과 M&A의 목표나 수단에 따라 매우 다양한 형태로 분류되고 있다.

Mueller(1980)는 복합적 M&A의 동기요인을 재무적 시너지와 경영자효용으로 대별하고, 레버리지, 파산비용, 총 위험감소 등 재무적 시너지요소들이 주주에게 영향을 미친다고 설명하고 있다.

Halpern(1983)은 M&A의 동기를 가치극대화요인과 비 가치극대화요인으로 대별하고 있다. 파산위험감소, 재무시너지, 경영시너지, 정보편의 등을 가치극대화 요인으로 거론하면서, 이들 하위 동기요인들이 새로운 증분현금흐름에 기여하게 된다고 보고 있지만, 매출액이나 성장극대화를 추구하고거나 거대한 기업왕국을 지배하려는 비 가치극대화요인들은 주주들에게 경제적으로 이로울 수 없다고 하였다.

3. M&A 동기별 제이론

1) 기업가치극대화 동기이론

M&A의 기업가치극대화 동기이론은 시너지효과의 관점에서 이윤추구 등에 근거한 인수합병의 이론적 근거를 설명한다. 경제자원의 최적모색, 배분효율성의 추구, 시장지배력의 강화, 이윤추구, 기업가치 평가이익의 추구동기 등이 포함된다.

(1) 효율성 이론

효율성 이론에서는 기업 M&A와 여러 형태의 자산재배치활동이 시너지효과를 발생시켜 사회적 이익을 증가시킬 수 있다고 주장한다. 시너지 효과는 $2 + 2 = 5$ 라는

논리로 1960년대 미국에서 일어났던 복합적 합병 활동을 설명할 수 있다. 그러나 자산재배치를 통해 시너지 효과를 달성한다는 것은 다소 과장된 것이며, 실질적인 시너지 효과는 두 기업의 통합된 영업 활동들을 재구성하여 양(+)의 순현재가치 투자를 달성할 때 의미가 있는 것이다. 시너지를 통한 이익은 합병 및 매수의 대상이 되는 주주들에게 프리미엄 형태로 제공될 수 있다.

시너지를 발생시키는 효율성 이론은 영업 시너지, 재무 시너지, 경영다각화로 나누어 살펴볼 수 있다.

① 영업 시너지

영업시너지는 수평적 합병, 수직적 합병 및 복합적 합병 등 어떠한 형태의 합병에서도 발생할 수 있는 경제효과를 말하는 것이다. 영업시너지는 규모의 경제와 범위의 경제를 통해 이루어진다. 규모의 경제란 투입량을 증가시킬 때 산출량이 투입량의 증가비율 이상으로 증가하는 것을 의미한다. 즉 산출량이 증가할수록 단위당 투입비용이 비례이상으로 감소하는 것을 의미한다. 범위의 경제는 둘 이상의 제품생산이나 둘 이상의 사업부가 생산시설, 유통망, 광고활동, 전산 등의 자원을 공유함으로써 비용을 절감하는 것을 말한다.

영업시너지는 회사의 결합으로 발생하는 비용의 절감과 노동력과 자본설비를 보다 효율적으로 사용함으로써 발생할 수 있다. 이것은 낮은 산출량수준에서는 불가능하며 일정규모의 산출량 범위내에서만 가능하다. 회사의 영업규모가 커짐에 따라 단위당 비용이 감소하기 때문에 규모의 경제가 실현될 수 있다.

② 재무 시너지

기업은 M&A를 통하여 기업자체에 분산투자를 하게 된다. 이는 자금조달에 있어서 자본비용의 감소 내지는 자금조달상의 이익을 가져온다. 이러한 혜택을 재무시너지 효과라 부른다. 재무적 편익은 다음과 같은 여러 가지 형태로 나타난다.

첫째, 외부자금조달에 따르는 거래비용과 배당소득에 대한 과세 부담이 많은 상황에 있는 두 기업이 있다고 가정하자. 한 기업은 투자수요를 초과하는 현금흐름을 가

진 기업이고, 다른 한 기업은 투자수요에 미달하는 현금흐름을 가진 기업이라고 한다면 이들 기업 간의 합병은 합리적일 것이다. 전자의 기업이 주주배당시 주주들에 부담하는 소득세와 후자의 기업이 외부자금 조달에 지출하는 제비용이 합병을 통하여 회피되기 때문이다. 특히 복합기업은 한계투자수익률이 낮은 사업부분에서 높은 사업부분으로 자금을 배분함으로써 내부적으로 보다 효율적인 내부자본시장 이점을 얻을 수 있게 된다.

둘째, 기업은 합병으로 인하여 기업의 채무부담능력 또는 차입능력을 증가시킬 수 있다. 타인자본 사용의 증가가 총자본비용을 감소시킨다면 합병 후의 자본비용은 감소될 수 있을 것이다. 또 차입능력의 증가는 자본구조의 변동 없이도 파산위험을 낮추게 되어 자본비용을 감소시킬 수 있게 된다.

셋째, 합병은 자본시장을 통한 자금조달에 있어서 거래비용 또는 발행비용을 감소시키는 재무적 편익을 가져올 수 있다. 합병회사의 대규모 자금조달은 단위당 발행비용을 감소시킬 것이다.

마지막으로 대기업에 의한 대규모의 증권발행은 증권의 유동성을 증가시키는 비용을 낮출 수 있다. 이러한 현상은 우리나라 증권시장에 있어서 소규모 기업이 발행한 상장주식은 거래가 부진하며 극히 낮은 주가수익률을 보이고 있다는 사실에서도 나타나고 있다. 유동성 증가 효과 또는 자본조달능력 제고 효과는 피합병기업이 발행한 주식이 증권시장에서 유통되고 있지 않을 경우에 더욱 중요하게 된다.

③ 경영다각화효과

경영다각화는 합병 및 매수에 있어서 중요한 동기 중에 하나이다. 특히 3차 합병 및 매수물결에 있어서 1960년대 후반 기업들은 다른 기업을 인수하는 외부적 확장을 활발히 하였다. 외부적 확장전략은 재무적 기술을 가능하게 하였고 일시적인 주가상승을 가져다 주었다. 그러나 1960년대 이루어졌던 복합적 합병은 1970년대에 분리신설이나 분리매각의 형태로 해체되었다. 대표적인 기업 중에 하나가 General Electric社이다. GE는 보험, 방송, 의료기구 등에서 다수의 합병과 분리매각을 행하였다.

경영진이 다각화를 통한 확장을 시도하는 이유는 현재의 사업분야보다 수익성이

있는 사업으로 진출하기 위해서이다. 그러나 기업은 현재 수익성이 있는 사업이 미래에도 지속적인 수익성을 제공할 것인가 하는 문제에 직면하게 되었다. 경제적 이론에서 보면 장기적으로 평균이상의 수익률을 얻고 있는 산업에서는 진입장벽이 존재한다. 수익성은 있지만 낮은 진입장벽의 산업에 들어간다면 기업은 일시적인 수익률과 낮은 진입장벽에 이끌린 또 다른 기업들과 경쟁을 하여야 할 것이다. 증가하는 경쟁자들로 인해 수익성 있는 산업으로 진출하려는 다각화 전략은 실패할 것이다.

그럼에도 경영다각화가 기업합병의 동기가 될 수 있는 이유는 다각화를 통한 재무적 이득 때문이다. 경영다각화를 하기 위한 복합적 합병의 경우 당사기업간 현금흐름은 상관성이 적기 때문에 현금흐름을 보다 원활히 하고 산업 및 제품 라이프사이클에도 적응력이 제고됨으로써 경영위험이 감소될 수 있다. 이것은 이익의 상관관계가 적은 기업 간 결합으로 공동보험효과를 갖게 됨을 의미한다. 공동보험효과는 공분산으로 측정되며, 공분산은 두 증권의 수익률이 함께 변화하는 정도를 나타내는 통계치로서 기업 A와 B의 합병을 통하여 공동보험의 효과를 가질 수 있다. 예를 들어, 전형적으로 주기적인 판매형태를 가지는 철강회사는 주기적인 판매형태를 가지지 않은 제약회사를 인수함으로써 공동보험효과를 얻을 수 있다.

일반적으로 효율적인 증권시장에서는 투자자 자신들이 투자를 분산시킬 수 있기 때문에 기업자체가 실물을 분산투자를 할 필요가 없다는 이론이 있다. 그러나 이것은 투자포트폴리오의 분산효과에 한정된 이론이며 기업자체에 의한 분산투자의 실질적 이익을 무시하는 이론에 지나지 않는다. 기업자체의 분산투자, 즉 경영다각화는 장기 경영 전략적 측면에서 고려되며 재무적 측면 외에 다음과 같은 경우에도 그 필요성이 인정된다.

첫째, 증권시장에서 분산투자를 할 수 있는 주주들의 입장과 달리 기업의 경영자 및 여타 종업원들은 그들의 노동소득을 분산시키기 어렵다. 일반적으로 기업의 종업원들은 점차적으로 그 기업에 특수한 지식을 축적하게 되어 현재의 직장에서의 생산성이 다른 직장에서의 생산성보다 높은 경향이 있다. 종업원의 보수는 생산성의 차이를 반영할 것이며, 따라서 그들은 현직장의 안정성을 희구한다. 기업의 분산투자는 경영자와 기타 종업원들에게 직업의 안정성을 제공하게 되며, 따라서 다른 조건들이 같다면 더 낮은 인건비지출의 결과를 가져오게 된다

둘째, 이 분산투자이론은 그 재산의 대부분을 해당기업에 투자하고 있는 소유경영

자에게도 해당된다. 소유경영자는 경영권 확보를 위해서 지분의 매각을 원하지 않을 것이며 따라서 이와 같이 분산투자가 미흡한 소유주는 투자에 대하여 높은 위험프리미엄을 적용하게 되고 그 결과로 적정수준 이하의 투자를 하게 된다. 따라서 소유경영자에게는 기업자체의 분산투자가 바람직하다.

셋째, 현재 기업이론에서 지적하고 있는 것과 같이 기업은 축적된 정보를 이용하여 기업내에 효율적인 생산 및 경영팀을 형성하게 되지만, 기업의 해체는 이러한 조직자본을 파괴하는 결과를 가져온다. 그러나 분산투자는 기업입장에서 수익성이 낮은 사업에서 성장산업으로 이러한 팀을 보다 원활하게 그리고 효율적으로 이전시킴으로써 이들 팀들과의 계속성을 유지할 수 있다. 또한 분산투자는 기업의 신용자본을 계속 유지하는데도 기여할 수 있을 것이다. 분산투자는 합병뿐 아니라 내부투자에 의한 성장을 통해서도 달성할 수 있다. 그러나 내부성장기회는 한계가 있을 수 있고 새로 진출하는 업종에 과잉설비의 문제를 초래할 수도 있다. 또한 사업진출시기가 매우 중요한데 합병은 이러한 시기를 선택할 수 있다는 장점이 있다.

(2) 정보이론

자본시장의 비효율성과 관련된 합병의 한 동기로 제시되는 정보이론 또는 신호가설은 합병협상이나 공개매수과정에서 생성된 기업에 관한 새로운 정보에 의하여 기업가치가 재평가 된다는 것이다. 즉 합병이나 공개매수 자체가 피인수기업의 주식이 과소평가 되었다는 것을 투자자에게 알리는 기능을 함으로써 시장이 기업가치를 정확하게 평가하도록 한다는 것이다. 합병 또는 공개매수가 정보의 비대칭성 때문에 저평가된 기업의 가치를 재평가하도록 하며, 따라서 시장주가에 프리미엄을 지급하여 기업을 인수하는 것이 경제적이라는 가설이다.

(3) 세금효과 이론

세금효과 이론이란 배당금의 지급 등에 따르는 높은 세율의 소득세를 회피하고 대신에 세율이 낮은 자본이득세를 적용받기 위하여 M&A가 행해진다는 이론이다. 즉, 배당금을 지급하지 않거나 또는 적게 지급할 수 있는 성장기업이 이미 발생한

수익이나 또는 미래의 수익을 자본화하기 위하여 M&A가 발생한다는 이론이다.

투자촉진이나 특정 산업을 지원하기 위해 세제상의 혜택을 부여하는 것이 일반적이다. 따라서 어떤 기업이 수익이 너무 많이 생길 경우에 계속 적자가 누적되어 이월결손금을 안고 있는 기업을 대상으로 M&A를 실시하면 세금부담이 줄어드는 혜택을 누릴 수 있게 된다.

세금효과가 M&A의 궁극적인 원인이 되는가의 여부는 그러한 세금효과를 얻을 수 있는 대안적인 방법이 있는가 없는가에 의해 좌우된다. 그러나 조세절감은 다른 대안적인 수단을 통해서도 가능하기 때문에 단순히 세금효과만을 위하여 M&A를 시도하는 경우는 드물다. 세금효과는 오히려 M&A의 시기와 구조 및 프리미엄의 규모 등을 결정하는 데 중요한 역할을 하기도 한다.

2) 기업성장극대화 동기

기업가치극대화 동기와 구별되는 M&A의 동기이론이며, 비 가치극대화 이론이라고도 한다. 이 이론의 기본적인 전제는 현대기업의 소유와 경영의 분리가 기업경영자로 하여금 주주 부의 극대화를 추구하기보다는 그들 자신의 효용을 극대화하도록 행동한다는 것이다. 즉, 경영자는 여러 가지 이유에서 기업성장을 바라고 있고 경영상의 보상, 보너스, 주식옵션이 기업의 수익성보다도 기업의 판매수준에 더욱 밀접한 관련을 갖는다는 것이다. Jensen(1986)은 복합형 인수에 의해 성취되는 다각경영의 효과는 경영자가 재무적 실패로 인해 그의 직업을 잃을지도 모르는 가능성을 줄이면서, 기업의 수익흐름의 변동을 순화시킨다는 것이라고 하였다.

기업성장극대화 동기이론은 경영목적 이론, 경영자주의 이론, 대리인 이론 등으로 구분할 수 있다.

(1) 경영목적 이론

기업의 규모가 경영자에 대한 보상과 함수관계가 있으므로 경영자는 자신의 효용 극대화를 위하여 기업의 양적, 외형적 성장을 추구하기 위한 수단으로 기업인수, 합병을 추진한다는 이론이다.

(2) 경영자주의이론

경영자는 기업규모의 확대가 자신의 보수, 승진과도 연결되어 있어 사업규모를 가능한 확장하려는 성향을 가지므로 이러한 경영자의 성향에 의해 M&A가 발생한다고 주장하는 이론이다.

(3) 대리인문제 이론

대리인문제란 기업의 소유자와 경영자가 분리되어 있을 경우 주주의 목표와 경영자의 목표가 상충됨으로써 발생하는 문제이다. 주주의 목표는 주가 또는 기업의 가치극대화인 반면, 주주의 대리인인 경영자의 목표는 대부분 성장과 매출액극대화이다. 이러한 대리인문제와 관련된 합병 및 매수동기를 살펴보기로 하자.

① 대리인문제와 경영자주의

대리인문제는 기업의 조직체계와 시장메커니즘에 의해 효과적으로 통제될 수 있다. Jensen(1986)은 기업의 소유와 지배가 분리된 경우 의사결정 대리인들이 주주의 이익을 침탈하는 것을 제한하기 위해 의사결정관리와 의사결정통제가 분리된 의사결정체계를 기업이 채택하게 된다고 한다. 즉, 통제기능은 주주들에 의해서 이사회에 이전되고 주주들은 이사의 선임, 합병, 주식발행 등 주요 사항에 대한 승인권만을 보유하게 된다는 것이다.

Fama(1980)는 여러 가지 경영자 보수지급방법을 통해 경영자들의 노동시장 대리문제를 완화할 수 있다고 주장하였다. 경영자보수는 보너스나 경영자 주식옵션과 같은 방법으로 경영성과에 연계될 수 있다. 경영자 노동시장이 발달된 경우 경영자들의 임금수준은 그들의 평판에 의해 결정된다. 또한 경영성과가 좋은 때는 다른 기업의 사외이사직을 보다 쉽게 얻게 되는 등의 보상을 받게 된다. 주식시장도 외부적인 감시장치로서의 기능을 한다. 왜냐하면 주가는 경영자들에게 그들의 경영방식을 바꾸고 주주의 이익에 부합되는 행동을 하도록 압력을 가하는 역할을 하기 때문이다.

그러나 기업의 조직체계와 시장의 메커니즘이 대리문제를 해결하지 못할 때에는

마지막으로 기업인수시장이 외부적 통제장치로서 작용하게 된다. 공개매수나 위임장 경쟁 등을 통해 외부의 경영자들이 현경영자들과 이사회를 우회하여 대상기업의 의사결정권을 획득할 수 있다는 것이다. 기업인수가 대리인문제를 통제하기 위해 일어난다는 견해와는 반대로 Mueller(1980)는 기업인수가 바로 대리인문제의 한 형태로 나타난다고 주장하였다. 그는 경영자들이 기업규모를 증대시키고자 하는 동기를 갖고 있고, 이러한 동기는 경영자들에 대한 보수가 기업규모의 함수이기 때문에 생겨난다고 한다. 따라서 경영자들은 투자안의 결정에 있어서 낮은 투자장애율을 선택한다는 것이다.

② 경영자 자만가설

Roll(1986)은 기업매수의 추진시 경영자는 지나친 자만심과 자기과신 등으로 매수기회의 평가에 있어 지나치게 낙관적인 전망을 하는 실수를 저지르게 된다고 주장하였다. 기업 인수시 매수가격은 매수대상기업의 현재주가를 기초로 하며 일반적으로 현재주가보다 높게 정해진다. 따라서 기업인수시 매수가격이 높을수록 매수자의 이득은 적어지게 된다. 그럼에도 불구하고 매수자가 기업매수에 참여하는 것은 경영자의 지나친 과신 때문이다. 경영자 자만가설은 시장이 효율적이고 기업가치가 정확히 추정된다는 가정을 전제로 한다. Roll(1986)은 경영자 자만가설로 기업의 인수가 설명된다면 다음의 사항들이 발생할 수 있다고 하였다. 우선 매수회사의 주가는 매수가격이 시장에 알려진 후에는 떨어져야 한다. 왜냐하면 기업의 인수가 매수회사의 주주에게 최상의 이익이 아니고 그들의 부에 대한 효율적인 분배가 아니기 때문이다. 둘째, 매수대상회사의 주가는 증가해야 한다. 이것은 매수회사가 매수대상회사의 가치에 초과하여 프리미엄을 지불하기 때문이다. 셋째, 매수대상회사의 가치가 증가하는 것과 매수회사의 가치가 떨어지는 것과의 합은 음(-)이다. 왜냐하면 매수회사가 인수경쟁시 비용이 발생하기 때문이다.

Dodd(1980)는 매수회사가 인수계획을 공표한 후의 주가가 떨어지는 것이 통계적으로 유의한 것을 보여주었지만, Paul Asquith(1983)는 인수발표 후에 주가가 떨어지는 것을 통계적으로 보여주는 데 실패했다. 이에 비해 매수대상회사의 주주들이 인수 후에 주가가 올라가는 것은 보다 많은 연구가 이를 증명해 주었다.

Bradley(1984)는 공개매수의 결과 매수대상 회사들의 주주들은 이익을 얻을 수 있다고 하였다. 특히 우호적인 매수보다는 적대적인 매수에서 보다 많은 이익을 얻을 수 있다고 하였다. Roll(1986)의 경영자 자만가설이 모든 기업의 인수를 설명할 수는 없지만 인수과정에 있어서 이러한 경영자의 자만이 중요한 요소로 작용할 수 있음을 지적했다.

③ 잉여현금흐름가설

잉여현금흐름의 처분에 있어 주주와 경영자 간에는 이해상충이 발생할 수 있다. Jensen(1986)이 제시한 이 가설은 커다란 자유현금흐름을 가진 기업의 경영자들은 이 현금흐름을 배당 등의 형태로 주주에게 지급하여야 하나 자신들의 이익을 위해서 배당을 하지 않을 때는 그 기업이 인수대상이 된다고 하였다.

잉여현금흐름가설은 1980년대의 미국 기업들의 인수활동의 상당부분을 설명하고 있다. Jensen(1986)은 기업의 경영자들이 단순히 장래의 배당을 증가시키겠다는 배당정책의 공표보다는 당장 부채를 증가시켜서 이를 배당지급에 사용하고 장래의 현금흐름을 부채상환에 사용하도록 하는 것이 훨씬 효과적이라고 하였다. 이 가설은 현금흐름이 크고 성장기회가 제한적인 업종의 기업들을 대상으로 한 기업인수와 차입매수등을 설명하는데 도움이 되는 것으로 평가하고 있다.

④ 부의 재분배

기업인수활동과 관련하여 최근에 제기된 또 하나의 이론은 기업인수로 인한 주주 부의 증가는 단순히 기업의 이해관계자들간의 부의 이전에 지나지 않는다는 것이다. 특히 채권자로부터 주주로의 이전과 근로자들로부터 주주로의 이전이 이루어진다고 한다.

그러나 합병과 공개매수에 있어서는 채권자로부터의 부의 이전이 없다는 실증연구 결과가 제시되고 있다. 그러나 부채비율이 크게 증가하는 경우에 한하여 채권자들에게 작은 부의 영향이 있는 것으로 나타나고 있다.

제 3 절 국내외 M&A시장의 현황

1. 국내 M&A시장의 현황

국내 M&A시장의 최근 현황을 보면, 2009년에는 경기침체의 영향으로 전년보다 크게 줄어든 것으로 나타났다. 2010년 1월 22일자 공정거래위원회의 보도자료에 의하면, 2009년 M&A 심사건수는 413건으로 2008년 550건에 비해 25%나 감소했다. 그러나, 2008년 7월 1일부터 상향된 신고기준(신고회사의 자산·매출액 1,000억 → 2,000억원)을 2008년 상반기에 적용할 경우 2008년 심사건수는 511건으로, 실질적인 2009년 감소비율은 19.2%이다.

또한 2009년 1분기에는 심사건수가 전년동기보다 41%나 감소하였으나 2분기 이후 M&A 건수는 점차 증가하는 추세를 보이고 있다.

[표 2-1] 분기별 M&A 심사건수 추이

(단위 ; 건수)

구분	1분기	2분기	3분기	4분기	합계
2008년	154	137	123	136	550
2009년	91	97	114	111	413

※ 자료 : 공정거래위원회, 「기업결합동향」

2009년 M&A의 두드러진 특징은 사업확장을 위한 비계열사의 신규인수는 줄어들고 경영효율화를 위한 계열사간 합병이 늘어났고, 특히 그룹내 연관되거나 중복되는 사업을 단일 법인화하는 계열사간 합병이 크게 늘어났다.

이는 기업들이 ①글로벌 경제위기 상황에서 부담이 큰 신사업진출이나 외부기업인수를 피하는 대신 경영내실화를 위한 계열사간 결합에 치중하였고, ②산업간 경계가 허물어지는 컨버전스 현상에 대응하여 그룹내 중복사업을 조정·효율화한데 기인한 것으로 보인다.

업종별로는 금융, 통신 등 서비스업이 260건으로 전체의 63%, 제조업은 153건으로 37%를 차지하였다. 서비스업은 금융업(63건), 건설업(61건), 정보통신·방송업(56건)

순으로 활발하게 이루어 졌고, 특히 신성장산업인 정보통신·방송업 분야는 2008년 보다 건수가 52건에서 56건으로 증가하였고 비중도 9.5%에서 13.6%로 증가하였다.

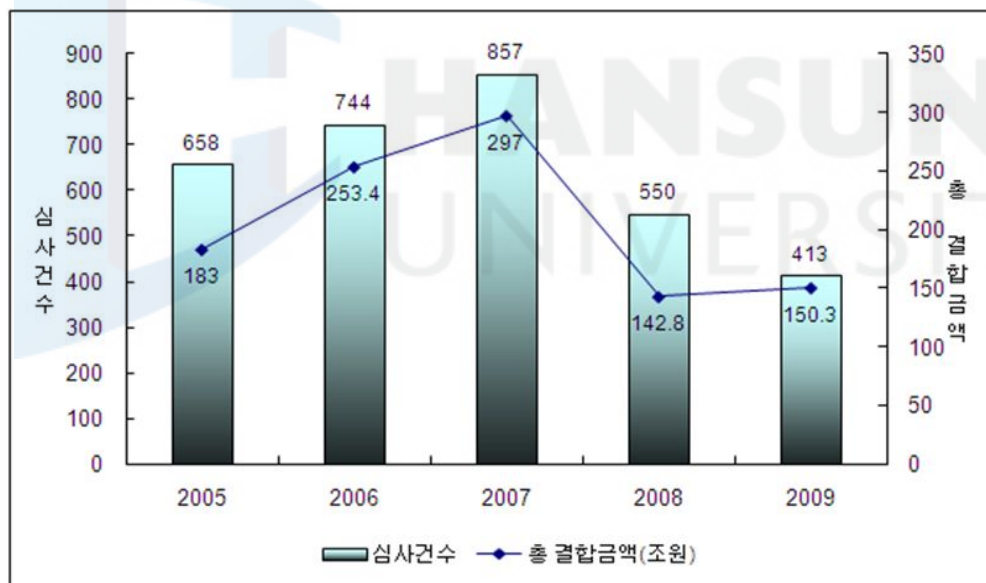
제조업 분야는 기계·금속(51건), 전기·전자(36건) 그리고 석유화학(27건)순으로 M&A가 많이 이루어 졌다.

M&A 수단별로는 합병(29%)이 가장 많았고, 그 뒤로 주식취득(29%), 회사설립(16%), 영업양수(15%), 임원겸임(11%) 순이었다. 특히 2008년에 비해 주식취득(216→119건), 회사설립(88건→66건), 영업양수(73건→62건) 등은 모두 감소한 반면, 합병(93건→120건)은 크게 증가하는 양상을 보였다.

유형별로 보면, 혼합결합(220건, 53.3%), 수평결합(145건, 35.1%), 수직결합(48건, 11.6%)의 순으로 예년과 순서는 같으나, 혼합결합의 비중은 줄어들고 수평결합의 비중이 증가하였다.

또한 M&A 건수로는 2008년보다 감소하였으나 금액적으로는 약 150조원으로 2008년 대비 약 5%가 오히려 증가하였다.

<그림 2-1> 최근 5년간 M&A 심사건수 및 금액 추이



※ 자료 : 공정거래위원회, 「기업결합동향」

이렇듯이 최근들어 경기침체의 여파로 국내외 M&A 시장이 감소세에 있지만 여

전히 M&A는 활발하게 이루어지고 있고, M&A는 관련기업 뿐만 아니라 국가경제에 미치는 영향도 막대하다. 또한 급속한 자본시장의 개방과 활발한 FTA 등으로 국내 M&A 시장은 국내기업뿐만 아니라 외국기업과 경쟁해야 하는 글로벌경쟁체제에 놓여있다.

그러므로 국경을 초월한 국제M&A에 대응하고 국내산업의 대외경쟁력 및 효율성 제고에 보다 더 노력을 기울여야 할 것이며, 선진 기업금융 기법의 도입 등 국내 M&A시장의 활성화가 시급한 시점이라 할 수 있겠다.

이는 곧 기업성장전략으로서의 M&A가 국내산업간 뿐만이 아니라 해외시장으로의 진출을 통한 다자간 국제경쟁의 시작임을 인식하는 출발점이자, 무한경쟁시대에 생존모색을 위한 초석이라는 점에서 시사하는 바가 크다 하겠다.

2. 세계 M&A시장의 현황

세계 M&A시장의 최근 현황을 살펴보면, 2005년 1.8조 달러에서 2006년 3.7조 달러까지 상승¹⁾하였다가 이후 감소하는 추세로 2008년에는 2.9조 달러 그리고 2009년에는 글로벌 금융위기의 여파로 2.3조 달러까지 하락하였다. 가장 큰 시장인 미국시장이 전년대비 10% 감소한 7천6백억 달러를 기록하였고, 유럽시장은 더욱 가파른 감소세를 보여 전년대비 44%나 줄어든 6천9백억 달러를 기록하였다.

그러나 2010년 1월 3일 월스트리트저널은 침체에 빠졌던 세계 M&A시장이 올해 본격적인 회복세에 접어들 것으로 보도하였으며, 2010년 3월 31일 파이낸셜타임즈 보도에 따르면 2010년 1분기 세계 M&A시장의 규모는 4천4백억 달러로 지난해 같은 기간보다 6% 증가했다고 보도했다. 특히 파이낸셜타임즈는 세계 M&A시장에서 아시아시장의 성장세가 두드러지고 있으며, 일본을 제외한 아시아-태평양 지역에서 M&A규모가 894억 달러로 전년 동기보다 93%나 급증했다고 보도했다.

이러한 현상은 경기침체기가 M&A시장에 오히려 더 좋은 호재로 작용할 수도 있다는 것을 보여준 것으로, 일례로 글로벌 금융위기 이후 중국기업은 해외기업의 M&A에 가속페달을 밟고 있다.

2009년 중국기업들의 해외M&A는 전년보다 3배이상 늘어났으며 금액적으로도

1) 박승록, “세계 경제권별 M&A시장 현황과 시사점”, 『한국경제연구원 연구08-06』, 2008. p.34.

350억 달러에 육박했다. 2010년에는 그보다도 40%가량 더 늘어날 것으로 예측(매일 경제 2010.4.11자 보도)하였으며, 금융위기가 중국기업에는 해외사업확장의 기회가 된 셈이다.



제 3 장 선행연구의 개관

제 1 절 합병의 장기주식성과에 관한 연구

1. 국외연구

기존의 연구에서 기업합병의 장기주식성과에 대한 분석은 시장모형에 따라 측정된 누적초과수익률을 이용한 성과분석이 주류를 이루었다. 그러나, 그 연구결과는 연구자에 따라 상반된 결과들이 도출되었다.

Langetieg(1978)는 1929년부터 1969년까지 발생한 합병 중에서 149건의 합병을 비합병기업으로 구성된 통제그룹과 대체적 성과지수를 이용하여 분석하였는데, 합병 후 2년 동안 통계적으로 유의한 낮은 성과를 발견하지 못하였다.

Jensen and Ruback(1983)은 1977년부터 1983년까지 6개의 논문을 대상으로 인수방법에 따라 합병, 공개매수, 백지위임장대결로 나누어 합병제외기업과 합병대상기업의 초과수익률을 분석하였다. 연구결과 통계적으로 유의하지 못한 양(+)의 초과수익률이 나타나는 것으로 분석하였다.

반면에 Asquith(1983)는 1963년부터 1976년까지 발생한 196개의 합병기업을 대상으로 하여 초과수익률을 측정한 결과 통계적으로 유의한 음(-)의 누적초과수익률을 측정하였다.

Agrawal, Jaffe, and Mandelker(1992)는 1955년부터 1987년까지 937개의 합병기업을 대상으로 합병 후 5년간 장기주식성과를 측정한 결과 통계적으로 유의한 음(-)의 누적 초과수익률을 발견하였다.

이렇게 다른 연구결과에 대해 Fama and French(1993)는 시장모형에서의 베타가 평균주식수익률의 횡단면적 변동을 잘 설명하지 못하기 때문임을 실증적으로 보였다. 또한 기업규모(firm size)와 장부가치대 시장가치비율(B/M ratio)이 평균주식수익률 변동에서 보다 많은 부분을 설명할 수 있는 것도 보였다. 또한 Agrawal, Jaffe, and Mandelker(1992)의 연구에 대해 장부가치대 시장가치비율의 효과를 무시한 결과라고 주장하면서, 장부가치대 시장가치비율이 낮은 기업들의 평균이하의 성과에 대해 방법론상의 통제를 할 경우 지속적인 음(-)의 누적초과수익률이 발생하지 않을

것이라고 주장하였다.

Rau and Vermaelen(1998)은 1980년부터 1991년까지 2,823개의 합병기업을 대상으로, 기업규모와 장부가치대 시장가치비율(B/M비율)을 조정한 통제포트폴리오를 구성하여 합병기업과 비교해본 결과 합병기업이 통제포트폴리오에 비해 통계적으로 유의한 -4%의 결과를 얻었다.

Bruner(2004)는 장기주식성가에 관한 16개 선행연구 중 11개 연구에서 인수기업 주주에게 유의적인 음(-)의 초과수익률을 나타나고 있음을 확인하였다.

Bouwman, Fuller, and Nain(2007)은 1979년부터 2002년까지 2,944개의 인수기업을 대상으로 장기주식성가를 연구한 결과, 주식시장의 침체기 때에 비해서 주식시장의 호황기에 오히려 더 저조한 성과를 보이는 것을 발견하였다.

2. 국내연구

오현탁(1994)은 1984년부터 1988년까지 6개의 합병기업을 대상으로 합병 후 60개월 간의 주가수익률 행태를 분석하였다. 연구 결과 우리나라의 상장기업간 합병으로 인한 유의적인 주가수익률의 형태변화는 없으므로 투자자가 평가하는 합병의 중장기적 효과는 없다고 밝히고 있다.

서병덕·신달순(2003)은 1984년부터 2001년까지 200개의 합병기업을 대상으로 합병의 장기성가를 측정하였다. 연구 결과 합병의 장기성가는 통계적으로 유의한 음(-)의 누적초과수익률을 나타내는 것으로 나타났다. 또한 합병 당시 합병기업의 현금보유비율에 따른 합병 후 합병기업의 장기성과분석에서는 일관되게 현금을 많이 보유하고 있는 합병기업의 성과가 낮은 것으로 나타났으며, 계열여부에 따른 합병 후 합병기업의 장기성가에 대한 실증분석 결과, 비계열인 경우의 합병기업 성과가 상대적으로 양호한 것으로 나타났다. 또한, 비관련합병의 경우 관련합병보다 장기적 성과가 더 크게 나타나고 있다.

허익구(2004)는 1998년 4월부터 2001년 말 까지의 합병기업(코스피 상장기업) 38개를 대상으로 합병완료월부터 24개월까지의 합병의 장기성가를 통제기업접근법과 업종조정모형을 사용하여 측정한 결과 우리나라에서 합병의 장기성가는 존재하지 않는 것으로 판단하였다.

정두식(2005)은 1998년 4월부터 2001년 12월까지의 상장된 합병기업 35개를 대상으로 합병완료월로부터 24개월까지 합병의 장기성과를 측정한 결과 우리나라에서 합병의 장기성과가 존재하는 것으로 판단하였다.

강효석·김성표(2009)는 2000년부터 2006년까지 상장된 합병기업 221개를 대상으로 합병 후 2년간 장기주식성과를 실증분석한 결과 비유의적인 음(-)의 누적초과수익률을 보이는 것으로 주장하였다.



[표 3-1] 장기주식성과와 관련된 선행연구 요약

Panel A : 국외연구

연구자	대상기간	표본수	연구결과
Langetieg (1978)	1929~1969	149	통계적으로 유의한 음(-)의 누적초과수익률을 발견하지 못함
Jensen and Ruback (1983)	1977~1983	6개의 논문	통계적으로 유의하지 않은 양(+)의 초과수익률을 발견함
Asquith (1983)	1963~1976	196	통계적으로 유의한 음(-)의 누적초과수익률을 발견함
Agrawal, Jaffe, and Mandelker(1992)	1955~1987	937	통계적으로 유의한 음(-)의 누적초과수익률을 발견함
Rau and Vermaelen (1998)	1980~1991	2,823	통계적으로 유의한 음(-)의 누적초과수익률을 발견함
Bruner (2004)		16개의 논문	11개의 연구에서 유의적인 음(-)의 초과수익률 확인함
Bouwman, Fuller, and Nain(2007)	1979~2002	2,944	주식시장 침체기 때에 비해서 호황기에 인수 인수기업의 장기주식성과가 더 저조함

Panel B : 국내연구

연구자	대상기간	표본수	연구결과
오현탁 (1994)	1984~1988	6	유의적인 장기효과는 없음
서병덕 · 신달순 (2003)	1984~2001	200	유의적인 음(-)의 누적초과수익률
허익구 (2004)	1998~2001	38	유의적인 음(-)의 누적초과수익률
정두식 (2005)	1998~2001	35	유의적인 양(+)의 누적초과수익률
강효석 · 김성표 (2009)	2000~2006	221	비유의적인 음(-)의 누적초과수익률

제 2 절 합병의 장기재무성과에 관한 연구

1. 국외연구

Lev and Mandelker(1972)는 1952년에서 1963년까지 69개 합병기업을 이용하여 수익성, 성장성, 위험의 감소를 기준으로 합병 전 5년부터 합병 후 5년까지의 평균의 차를 이용하여 합병성과를 분석하였다. 연구 결과 수익성 항목인 총자산수익률은 합병기업군에 유리하게 나타났으며, 성장성 항목인 총자산 증가율은 비합병기업군에 유리하게 나타났다.

Mueller(1980)는 1962~1972년 동안 미국과 서유럽 6개국의 M&A사례의 수익성에 관한 제연구들을 분석 정리하였는데, 벤치마크집단의 성과로 조정한 인수기업의 수익률은 합병 전에 비해 합병 후가 더 낮았다. 또한 나라별로 차이는 있지만 합병 후 3~5년간 인수기업의 수익성 변화는 미미한 수준에 그친다고 주장하였다.

Ikeda and Doi(1983)는 1964~1975년 기간에 49개의 합병기업을 대상으로 합병 후 3~5년 기간 중의 자기자본수익률과 총자산수익률의 변화를 분석하였는데, 절반 이상의 기업에서 이들 수익률변수가 증가한 것으로 나타났다.

Odagiri and Hase(1989)는 1980~1987년 기간 중에 기업의 이윤성과 성장성을 합병 전·후 3년간의 자료를 이용하여 분석하였는데, 합병 후 3년간 많은 기업이 이윤성과 성장성이 합병 전보다 감소한 것을 발견하였다.

Healy, Palepu, and Ruback(1992)은 1979년 1월에서 1984년 6월까지, 50개 합병기업을 이용하여 합병 전 5년부터 -1년과 합병 후 1년부터 합병 후 5년까지의 합병성과 검증을 통하여, 합병기업은 각 기업이 속한 산업에 비하여 자산의 생산성으로 인한 유의적인 현금흐름의 증가가 발생하였으며, 특히 유사기업과 합병의 경우에 현금흐름 증가가 두드러지게 나타남을 발견하였다.

Cornett and Tehranian(1992)은 1982~1987년 사이에 있었던 30개 대형은행간 합병을 대상으로 합병 전·후 3년간 성과를 비교하였는데, 전체 표본의 78%에서 합병 후 산업조정 영업현금흐름수익률이 증가하였음을 밝혀냈다.

Heron and Lie(2002)는 1985~1997년 사이에 있었던 859개의 인수기업을 대상으로 장기영업성과를 측정한 결과, 인수기업의 영업성과가 비교기업의 영업성과보다

우수하게 나타났으며, 인수로 인한 영업성과의 개선정도는 인수기업의 B/M비율에 비례한다고 주장하였다.

2. 국내연구

송영균·주상룡(1997)은 1981년부터 1990년 사이의 52개 합병기업의 합병 후 경영성과개선 여부를 분석하였다. 연구 결과 합병 전·후의 5년간 현금흐름수익률의 평균을 비교한 결과 현금흐름수익률 자체는 합병 후 유의적으로 증가했지만, 업종평균으로 조정한 현금흐름수익률은 유의하게 감소하거나 일치하지 않은 결과를 나타냈다.

신호영(2000)의 연구에서는 국내기업들의 장기 재무 성적이 합병이후 향상하였는지를 연구하였다. Healy, Palepu, and Ruback(1992)의 연구를 원용하여 합병효과를 기업의 영업현금흐름수익률로 측정하였다. 합병기업의 합병공시 전 5년간의 산업 조정된 영업현금흐름수익률과 합병공시 후 존속기업의 5년간의 산업 조정된 영업현금흐름수익률을 각각 측정하여 합병전에 비하여 합병 후 기업의 장기성고가 향상되었는지를 검정하였다. 연구결과 합병 후 산업 조정된 영업현금흐름은 합병 전에 비하여 향상되었으나 유의 수준 5% 이하에서 합병 전과 후의 산업조정된 영업현금흐름은 차이가 없다고 밝혔다.

허익구(2004)는 1998년 4월부터 2001년 말까지의 합병기업(코스피 상장기업)을 대상으로 합병완료월부터 24개월까지의 합병의 장기성고를 재무자료를 이용하여 측정한 결과, 수익성비율, 레버리지비율, 활동성비율 등이 합병 이전과 이후에 통계적으로 유의한 차이를 나타내고 있는 것으로 나타나 합병기업의 재무성고가 개선된 것으로 분석하였다.

정재욱(2007)은 1981~2004년 사이의 131개 합병기업을 대상으로 장기성고를 검증한 결과 장기주식성고와 장기영업성고 모두 대응표본보다 저조하였음을 밝혔다.

이원흠(2007)은 재무적사건이 장기적으로 기업의 내재가치에 미치는 효과를 구분하여 추정할 수 있는 사건연구방법론을 새롭게 제시하고, 이들 모형을 이용해 2000~2005년 동안의 75개 합병기업의 내재가치를 분석한 결과 합병으로 인한 정(+)의 장기재무효과가 존재함을 주장하고 있다.

[표 3-2] 장기재무성과와 관련된 선행연구 요약

Panel A : 국외연구

연구자	대상기간	표본수	연구결과
Lev and Mandelker (1972)	1952~1963	69	총자산수익률 : 합병기업이 유리함 총자산증가율 : 비합병기업이 유리함
Mueller (1980)	1962~1972	미국의 6개국	합병 후 3~5년간 인수기업의 수익성 변화는 미미한 수준
Ikedo and Doi (1983)	1964~1975	49	표본 절반 이상에서 자기자본수익률과 총자산수익률이 증가
Odagiri and Hase (1989)	1980~1987	243	합병 후 3년간 이윤성과 성장성이 오히려 감소
Healy, Palepu, and Ruback(1992)	1979~1984	50	통계적으로 유의한 영업현금흐름 증가
Cornett and Tehranian(1992)	1982~1987	30	전체표본의 78%에서 합병 후 영업현금 흐름수익률이 증가
Heron and Lie (2002)	1985~1997	859	인수기업의 영업성과가 비교기업의 영업성과 보다 우수하게 나타남

Panel B : 국내연구

연구자	대상기간	표본수	연구결과
송영균 · 주상룡 (1997)	1981~1990	52	산업조정 영업현금흐름수익률이 유의적 으로 음(-)
신호영 (2000)	1985~1992	67	산업조정 영업현금흐름수익률이 유의적 으로 차이가 없음
허익구 (2004)	1998~2001	38	합병 후 장기재무성과가 개선됨
정재욱 (2007)	1981~2004	131	합병기업이 대응표본보다 장기재무성과가 저조
이원흠 (2007)	2000~2005	75	정(+)의 장기재무효과가 존재함

제 3 절 합병의 주요 동기가설에 관한 연구

1. 다각화효과가설(conglomerate effect hypothesis)

다각화합병기업은 전문화된 사업부문의 통합과 조화를 통해 운용의 효율성을 향상시킬 수 있기 때문에, 사업부문들이 독자적으로 운영되는 것보다 더 효율적이고 수익성이 높다는 것이 다각화효과가설이다. 그러나 다각화효과에 관한 선행연구는 다각화가 기업가치의 증대를 가져온다는 주장과 반대로 기업가치의 감소를 가져온다는 주장으로 나누어져 있다.

Lewellen(1971)은 이익흐름이 다른 사업들을 결합함으로써 이익변동성이 축소되어 유사한 규모의 개별사업기업에 비해 다각화기업은 부채부담능력이 증가하고, 증가된 부채부담능력은 부채사용에 따른 세금절감효과를 더 크게 발생시킨다고 주장하였다.

Stulz(1990)는 다각화기업의 경우 외부자본시장보다 더 효율적으로 자원을 할당할 수 있는 내부자본시장을 창출함으로써 보다 효율적으로 자원의 할당이 가능하고, 과소투자문제를 해결함으로써 개별기업에 비해 순현재가치가 “0”보다 큰 투자안에 더 많이 투자할 수 있다고 주장하였다.

반면에, Jensen(1986)은 다각화된 기업일수록 증가된 차입능력과 잉여현금흐름으로 순현재가치가 음(-)인 투자안에 과잉투자 할 가능성이 높아 기업가치가 하락할 수 있다고 주장하였다.

Berger and Ofek(1995)는 다각화기업은 사업부문간 상호지원으로 인하여 한계사업의 퇴출이 지연되어, 기업가치가 감소된다고 주장하였다.

서병덕·신달순(2003)은 합병기업의 월별주가수익률을 이용하여 3년간 합병기업의 장기성과를 분석한 결과 다각화합병의 경우 비다각화합병보다 장기 저성과가 더 크게 나타난다고 주장하였다.

강효석·김성표(2009)는 2000년부터 2006년까지 221건의 상장된 합병기업을 대상으로 합병 후 2~3년간의 장기성과를 실증분석한 결과, 다각화합병과 비다각화합병간의 장기주식성과는 유의적인 차이가 없다고 주장하였다.

2. 규모효과가설(size effect hypothesis)

합병 후 대규모 인수기업의 경우 시너지이익이 존재하지 않으나 소규모 인수기업의 경우 시너지이익이 존재하기 때문에 소규모 인수기업의 장기성과가 대규모 인수기업의 장기성과보다 더 높다는 것이 규모효과가설이다.

Demsetz and Lehn(1985)은 대규모 기업의 경영자는 기업성장에 성공하거나, 보유 자원이 풍부하기 때문에 합병에 있어 별다른 어려움을 겪지 않고 자만하기 쉽다고 하였다. 주식이 높게 평가되기 때문에 대규모 기업이 되며, 따라서 대규모 기업의 주식은 과대평가되기 쉽다고도 하였다. 또한 기업은 시간이 경과함에 따라 성장기회가 소진되고, 잉여현금흐름에 대한 대리인문제는 더 이상 성장기회가 없을 때 발생하며 소규모 기업보다는 대규모 기업에서 더욱 그렇다고 하였다. 그들은 또한 인적 자본을 집중투자하고 있는 경영자와 자신의 부를 당해기업에 집중투자하고 있는 지배대주주는 더 높은 위험을 부담하고 있기 때문에, 위험을 분산시키고자 하는 사적 목표추구의 한 형태로서 다각화를 포함한 기업규모 극대화를 추구할 유인을 가지며, 따라서 대기업을일수록 경영자와 주주간의 이해관계가 불일치할 가능성이 높게 된다고 주장하였다.

Chan and Chen(1988)은 만일 베타가 수익률을 설명할 수 없다면 기업규모와 같은 기업특성변수가 수익률을 설명할 수 있다는 가정하에 회귀식을 구성하여 실증분석한 결과 기업규모변수의 계수가 음(-)의 값을 가짐을 발견하였다.

Barber and Lyon(1997)은 시장가치를 기준으로 10등급으로 구분하고 금융기관과 비금융기관으로 집단을 구분하여 월평균수익률을 비교해본 결과 소규모 기업의 월평균수익률이 높다는 것을 발견하였다.

Chen and Zhang(1998)의 연구에서는 전체표본을 시장가치 기준으로 5등급으로 구분하여 월평균수익률 등을 비교해본 결과 대규모 기업보다 소규모 기업의 성과가 더 높음을 발견하였다.

Moeller, Schlingemann, and Stulz(2004)는 인수기업의 규모에 따라 합병공시가 주주의 부에 미치는 영향이 다르다는 것을 발견하였다. 1980년부터 2001년까지 12,023개 기업을 대상으로 시장가치기준 상위 25%를 대규모 인수기업(6,250개)으로 하위 25%에 해당하는 기업을 소규모 인수기업(5,503개)으로 구분하고, 시장모형을

이용하여 공시일 (-1)일부터 공시일(+1)간의 누적초과수익률을 계산한 결과 대규모 인수기업은 통계적으로 유의한 음(-)의 값을 가지며, 소규모 인수기업은 통계적으로 유의한 정(+)의 값을 가진다는 것을 발견하였다. 그들은 소규모 인수기업과 대규모 인수기업이 서로 다른 특성을 가지고 있으며, 이런 특성이 초과수익률과 관련이 있다고 하였다. 또한, 소규모 인수기업과 대규모 인수기업의 서로 다른 특성을 통제하여도 규모효과가 존재하며, 모든 회귀방정식에서 규모효과의 추정치가 1%의 유의수준에서 통계적 유의성이 있으며 정(+)의 값을 갖는 것도 보였다.

3. 성과역전가설(performance extrapolation hypothesis)

합병공시 후 단기적으로는 성장주(glamour stock) 기업이 가치주(value stock) 기업보다 높은 초과수익률을 보이나, 장기적으로는 성장주 기업보다 가치주 기업이 더 높은 초과수익률을 보이는 즉, 성과역전현상을 보인다는 것이 성과역전가설이다.

Lang, Stulz, and Walkling(1989)과 Servaes(1991)는 단기적으로 즉, 공시일 전후에는 glamour stock 기업이 value stock기업보다 높은 초과수익률을 보이나 장기적으로는 glamour stock 기업보다 value stock기업이 더 높은 초과수익률을 보이는 성과역전현상을 발견했다.

Lakonishok, Shleifer, and Vishny(1994)는 과거의 높은 주가수익률, 현금흐름 및 순이익에서 높은 성장률을 기록한 즉, 장부가치 대 시장가치비율(B/M비율)이 낮은 성장주(glamour stock) 기업의 경영자들은 그들의 행동에 대해 강한 확신을 가지고 있다는 것을 실증 분석한 바 있다. 과거 주식수익률이 높고 현금흐름이나 이익의 성장이 높기 때문에 경영자는 합병을 관리하는 자신의 능력을 과대평가하는 경향을 갖는다. 따라서 이사와 대주주와 같은 이해관계자들은 경영자의 이러한 자만(hubris)을 선의로 해석하고 합병을 승인한다. 즉 이러한 기업들의 주주들은 합병승인에 있어서 그들의 경영자에게 의심 없는 지지를 보내는데 주저하지 않는다는 것이다. 반면에 과거에 저조한 성과를 낸 즉, B/M비율이 높은 가치주(value stock) 기업은 과거성적이 낮기 때문에 이해관계자들이 기업의 생존을 결정하는 중요한 거래를 승인함에 있어 신중하게 처신한다. 따라서 이런 합병은 경영자의 자만에 의해 동기부여되지 않기 때문에 그들은 주주들의 부를 감소시키기 보다는 증가시킨다는 것이다.

즉 경영자와 주주들은 회사의 생존이 달려있는 합병 의사결정에 있어서 매우 신중한 자세를 취하며, 합병 후에도 장기성과가 양호하게 나타나 주주의 부에 긍정적인 영향을 미친다는 것이다. 이 가설은 또한 합병이 안정적인 국면에 접어들면 시장은 합병기업의 성과를 점차적으로 재평가한다는 것을 가정한다. 그래서 합병 공시일을 전후로 한 단기분석에서는 glamour stock 기업이 value stock 기업보다 더 높은 초과수익률을 기록하지만 장기분석에 있어서는 이러한 성과에 역전현상이 나타난다는 것이다. 이들은 전체표본기업을 B/M비율을 기준으로 10등급으로 구분하여 가장 낮은 등급의 glamour stock 기업 633개 기업, 가장 높은 등급의 value stock 기업 120개 기업의 과거 5년간의 성과와 미래 5년간의 성과를 비교해 본 결과 과거성과는 glamour stock 기업이 높으나 미래성과는 value stock기업이 높음을 발견하여 성과역전가설이 성립함을 보였다.

Hayward and hambrick(1995)는 합병에 있어 경영자의 행동이 성과역전가설의 가정과 동일하게 과거 성공에 영향을 받는다고 하였다. 이들은 1989년부터 1992년까지 106개 기업을 대상으로 한 연구에서 합병프리미엄이 기업의 최근성과, CEO의 보수, 언론으로부터의 CEO에 대한 칭찬 등과 같은 변수와 상관관계가 있다고 하였다.

Barber and Lyon(1997)은 전체표본을 B/M비율을 기준으로 10등급으로 구분하고 금융기관과 비금융기관으로 집단을 나누어 비교해본 결과 두 집단 모두에서 B/M비율이 낮은 기업의 월평균수익률이 높음을 발견하였다.

Raghavendra and Vermaelen(1998)은 성과역전가설을 검증하기 위해 전체표본을 B/M비율을 기준으로 glamour stock 기업 932개 기업, neutral stock기업 960개 기업, value stock기업 931개 기업으로 구분하여 분석하였다. 장부가치는 합병전년도 결산시 장부가치이며 시장가치는 합병공시일 증가를 기준으로 합병 후 3년 동안의 CAR을 계산해본 결과, value stock기업이 glamour stock기업보다 성과가 높다고 결론내려 성과역전가설이 성립됨을 보여주었다.

Chen and Zhang(1998)은 전체표본을 B/M비율을 기준으로 5등급으로 구분하여 가장 낮은 등급의 glamour stock 기업 322개, 가장 높은 등급의 value stock기업 296개 기업의 월평균수익률 등을 비교해본 결과 glamour stock 기업보다 value stock기업의 성과가 높음을 발견하였다.

서병덕·신달순(2003)은 합병기업을 자산주기업과 가치주기업으로 분류하여 분석

한 결과 자산주기업이 훨씬 큰 음(-)의 초과수익률을 나타내고, 가치주기업은 상대적으로 작은 음(-)의 초과수익률을 나타냄을 보였다.

4. 잉여현금흐름가설(free cash flow hypothesis)

잉여현금흐름(free cash flow)이란 기업이 양(+)의 순현재가치를 가지는 투자안에 충당하고도 남은 여유자금을 말한다. 기업에 이러한 잉여현금흐름이 있을 경우 경영자는 이러한 여유자금을 배당 등을 통해 주주에게 귀속시키지 않고, 보다 많은 자원에 대한 자신들의 의사결정권한을 행사하기 위하여 기업인수에 활용함으로써, 투자안에 대한 경제성 평가 없이 합병투자안을 선택할 유인을 갖는다는 가설이다.

Jensen(1986)은 잉여현금처분(배당지급 대 사내유보와 투자)을 둘러싼 경영자와 주주간의 이해관계 불일치로 인해 대리인문제가 발생하며 이것이 합병의 원인이 된다고 하였다. 그는 기업에 여유자금이 있는 경우 합병은 기업주 자신을 위한 합병이므로 기업의 가치는 낮아질 것이라고 주장하였다.

서병덕·신달순(2003)은 합병기업의 합병당시 현금보유비율에 따른 합병후 장기성과분석에서 일관되게 현금을 많이 보유하고 있는 합병기업의 성과가 낮은 것으로 분석하였다.

5. 부채감시가설(debt monitoring hypothesis)

부채의 증가로 경영자들이 더욱 밀접하게 감시될 때, 경영자들은 더 열심히 일한다고 한다. 이와 같이 증가된 재무레버리지가 경영자의 감시역할을 하게 된다는 것이 부채감시가설이다.

Jensen and Meckling(1976)은 경영자에게 잔여청구권(managerial residual claims)을 허용함으로써 부채는 경영자로 하여금 더 열심히 일을 하게 한다고 하였다.

Jensen(1986)은 잉여현금처분(배당지급 대 사내유보와 투자)을 둘러싼 경영자와 주주간의 이해관계 불일치로 인해 대리인문제가 발생하며 이것이 합병의 원인이 된다고 하였다. 따라서 대리인 문제를 최소화하고 기업가치를 높이려면 잉여현금을 주주에게 배분해야 한다고 한다. 즉 경영자가 통제할 수 있는 자원이 감소됨으로서 신

규투자자금을 조달할 경우 자본시장의 감시를 받을 가능성이 커진다. 더 나아가 장래의 현금흐름도 지급하겠다는 약속을 보장해야 한다고 한다. 약속을 보장하는 효율적 방법이 차입을 증가시키고 동시에 현금배당을 증가시키거나 자사주를 매입하여 소각하는 것이다. 이러한 부채가 갖는 통제기능은 커다란 현금흐름을 발생시키는 기업들에게 중요한 것이라고 강조한다. 따라서 부채가 잉여현금흐름을 줄이게 하고, 결국 부채비율이 높은 기업들은 수익성 없는 합병에 대해 자원의 낭비를 줄이게 된다고 하였다.

Harris and Raviv(1990)는 채무불이행가능성을 경영자에 대한 감시도구로 사용하였다. 즉, 부채의 증가로 경영자들이 더욱 밀접하게 감시될 때, 경영자들은 더 열심히 일을 한다고 주장하였다.

Brealey and Myers(1991)는 합병을 통하여 부채를 더욱 안전하게 함으로써 재무레버리지가 증가되고, 결국 부채사용증가로 인한 이자지급의 세금감면효과 때문에 합병기업의 가치가 증가되고 주주들에게 이익이 된다고 하였다.

Maloney, McCormick, and Mitchell(1993)은 1962년에서 1982년까지 428개의 합병기업, 1982년부터 1986년까지 합병과 취득(주식취득, 자산취득 등) 기업 389개, 1978년부터 1990년도까지 사전·사후 구조조정을 실시한 44개의 표본기업을 각각 추출하여 합병기업의 부채비율과 초과수익률간의 관계를 분석하였다. 종속변수로 합병공시 전 누적초과수익률(-3.0)을 사용하였고, 합병 공시 전 (-)365일 ~ (-)50일 동안 시장모형을 사용하여 모수를 추정하였다. 첫 번째 표본(428개)에서 독립변수로 합병기업의 공시 직전년도 고정부채 대 자기자본을 사용하였고, 분석결과 모든 모형에서 통계적으로 유의한 정(+)의 값을 보였다. 두 번째 표본(389)에서 독립변수로 5가지(공시전 고정부채/자기자본, 고정부채/자기자본의 2년간 평균, 고정부채/자기자본의 5년간 평균, 총부채/자기자본의 2년간 평균, 총부채/자기자본의 5년간 평균)를 번갈아 사용하였는데, 분석결과 모든 모형에서 통계적으로 유의한 정(+)의 값을 보였다. 그들은 이러한 결과를 증가된 재무레버리지가 경영자의 감시역할을 하게 된다는 부채감시가설을 지지하였다.

Ghosh and Jain(2000)은 1978년부터 1987년 까지 239개의 표본을 대상으로 합병전·후 합병기업과 합병대상기업의 주주 부 효과를 분석하였다. 모수추정 모형은 시장조정수익률모형(market-adjusted returns model)을 사용하였다. 종속변수로 합병

대상기업의 누적평균초과수익률을 사용하였으며, 독립변수로 합병기업의 합병 전·후 2년간의 레버리지(총부채의 장부가치/총자산의 시장가치) 변화율을 사용하였다. 분석결과, 레버리지비율 변화가 합병대상기업 누적초과수익률과 통계적으로 유의한 정(+)의 상관관계를 확인하였다.

김위생·서점식(2000)의 연구에서 부채비율 대용변수로 상대적 부채의존도를 도입하여 주주부와의 관계를 분석하였는데, 분석결과 일치된 부호와 통계적으로 유의적인 결과를 각각 얻지 못하였다.



제 4 장 연구모형 및 가설설정

제 1 절 표본의 선정

본 연구는 2003년부터 2006년까지 4개년 동안에 발생한 합병 중 합병기업이 유가증권시장과 코스닥시장의 상장기업인 경우를 대상으로 하였다. 합병의 장기성과를 분석하기 위해서 합병 후 3년간의 주가와 재무자료를 분석하였으며, 이를 위해 2006년까지로 기간을 정하였다.

합병기업과 합병공시월에 관한 자료는 한국증권거래소의 전자공시시스템을 이용하여 수집하였으며, 주가수익률 자료와 재무자료는 한국신용평가(주)의 데이터베이스 Kis-Value를 통하여 수집하였다.

본 연구에서 사용된 표본은 전체 합병사례 중에서 아래의 조건을 충족시키는 경우에만 최종 표본에 포함시켰다.

1. 합병기업 중에서 주가자료 및 재무자료의 수집이 가능한 기업만 대상으로 한다.
2. 금융기관을 제외한 상장 및 등록 기업으로서 결산일이 12월말 기업이어야 한다.
3. 연구기간 중에 합병이 2번 이상인 경우, 관리종목으로 편입되거나 상장 폐지된 기업 등 합병이외의 주가에 영향을 미칠 사건이 있는 기업은 제외하였다.

이상의 조건에 따라 유가증권시장의 상장기업 중 30개 기업, 코스닥시장의 상장기업 중 38개 기업을 추출하여 총 68개의 합병기업을 표본으로 선정하였다.

[표 4-1]에서 합병기업의 연도별 분포를 보면, 2006년도 합병이 총 29건(42.65%)으로 가장 많았다. [표 4-2]에서 합병기업의 산업별 분포를 보면, 제조업(39건, 57.35%)이 가장 많고 그 다음으로 출판서비스업(8건, 11.77%), 도소매업(7건, 10.29%) 순으로 나타났다.

[표 4-1] 합병기업의 연도별 분포

(단위: 건수, %)

연도	합병 기업수			비중
	코스피	코스닥	전체	
2003	2	2	4	5.88
2004	9	5	14	20.59
2005	10	11	21	30.88
2006	9	20	29	42.65
총합계	30	38	68	100.00

[표 4-2] 합병기업의 산업별 분포

(단위: 건수, %)

산업		합병 기업수			비중
		코스피	코스닥	전체	
제조업	음식료품	3	0	3	4.41
	섬유	1	0	1	1.47
	의복·모피	1	0	1	1.47
	가죽·가방·신발	1	0	1	1.47
	자동차·트레일러	2	0	2	2.94
	의료용물질·의약품	1	1	2	2.94
	의료·정밀기기	0	1	1	1.47
	화합물·화학제품	3	0	3	4.41
	고무·플라스틱	0	1	1	1.47
	비금속광물제품	2	0	2	2.94
	제1차 금속	2	1	3	4.41
	기타 기계·장비	1	4	5	7.35
	기타 전기기계·변환장치	0	5	5	7.35
	전자부품·컴퓨터기기	2	7	9	13.24
	제조업 합계	19	20	39	57.35
건설업		1	0	1	1.47
도소매업		4	3	7	10.29
운수·창고업		2	1	3	4.41
방송·통신·영상서비스		0	3	3	4.41
출판서비스		0	8	8	11.77
정보서비스		0	3	3	4.41
전문·과학·기술서비스		4	0	4	5.88
총 합계		30	38	68	100.00

제 2 절 연구모형

1. 합병의 장기주식성과 측정을 위한 모형

1) 시장모형과 통제기업접근모형에 의한 초과수익률(AR)의 추정

합병의 주식성과를 측정하기 위해서 Brown and Warner(1985)의 사건연구방법(event-study methodology)이 많이 이용되고 있다. 사건연구방법은 일반적으로 증권 시장에서의 기대수익률이 어떤 균형가격결정모형을 따른다고 가정하고 특정한 사건으로 인하여 효율성이 영향을 받았는지를 검정하기 위하여 개발된 연구방법을 말한다.²⁾

사건연구방법을 처음 제시한 Brown and Warner(1985)는 초과수익률을 구하기 위하여 평균조정수익률모형, 시장조정수익률모형, 시장모형의 세가지 방법을 제안하였다. 또한 Brown and Warner(1985)는 위의 세가지 모형 중 시장모형이 가장 우수한 방법이라고 하였다. 이에 따라 본 연구에서도 시장모형에 따라 초과수익률을 추정하기로 한다.

시장모형은 개별주식의 체계적 위험(β_i)에서 기인되는 수익률 변동을 고려하여 초과수익률(abnormal return, AR)을 측정하는 모형으로, 합병이라는 사건의 영향이 미치지 않는 기간을 선정하여 회귀분석방법에 의해 절편(α)과 기울기(β)의 추정치를 구한 다음, 합병기업의 기대수익률을 구해진 절편과 기울기에 시장수익률을 대입하여 계산하는 방법이다.

$$AR_{it} = R_{it} - (\alpha_i + \beta_i R_{mt}) \dots \dots \dots \text{식}(1)$$

AR_{it} : i기업의 t시점에서의 초과수익률

R_{it} : i기업의 t시점에서의 주가수익률

$\alpha_i + \beta_i$: 시장모형에서 i기업의 절편과 OLS 추정치

R_{mt} : t시점의 시장수익률

이 모형의 α_i 와 β_i 를 추정하기 위하여 합병 공시월(사건월) 6개월 전에서 18개월 전까지 12개월의 월별 주가수익률과 월별 주가지수 수익률 자료를 이용하여 회귀분

2) 국찬표·구본열, 『현대재무론』, 비봉출판사, 2001. 7, pp577-589

석을 행하였다. 주가수익률은 장기성과를 측정하는 것이므로 일별이나 주별이 아닌 월별수익률을 적용하였다.

한편, Rmt는 코스피시장의 합병기업은 코스피시장지수(산업별지수)를 코스닥시장의 합병기업은 코스닥시장지수(산업별지수)를 사용하였다. 여기서 시장지수는 허익구(2004)의 연구에서처럼 우리나라 주식시장의 특성상 개별주가가 업종 중심으로 움직이는 성향을 감안하여 산업별지수(업종별지수)를 사용하였다.

합병기업의 장기주식성과를 측정할 경우 벤치마크를 어떻게 선정하느냐가 문제시된다. 이는 어떠한 벤치마크를 선택하는가에 따라 그 값이 다르게 나타날 수 있기 때문이다.(강효석 · 김성표, 2009참조)

Barber and Lyon(1997)은 단기 주식성과 측정에서처럼 시장지수를 벤치마크로 이용할 경우 장기 주식초과수익률의 검정통계량은 초과수익률이 실제로 존재하지 않음에도 마치 존재하는 것처럼 잘못 판정할 가능성이 높기 때문에 시장지수의 대안으로 표본기업과 기업특성이 비슷한 통제기업(control firm)의 활용을 제안하고 있다.

이에 따라 본 연구에서는 주식초과수익률을 추정하는 모형으로 시장모형(market model)과 통제기업의 수익률을 이용하는 통제기업접근모형(control firm approach)의 2가지 모형을 다 사용하였다.

2) 누적초과수익률(cumulative abnormal return, CAR)의 계산

(1) 평균초과수익률(average abnormal return, AAR)

$$AAR_t = \frac{1}{N} \sum_{i=1}^n AR_{it} \dots\dots\dots 식(2)$$

(2) 누적초과수익률(cumulative abnormal return, CAR)

$$CAAR_{(t1,t2)} = \sum_{t=t1}^{t2} AAR_t \dots\dots\dots 식(3)$$

(3) t 검정통계량

$$t = \frac{CAAR_{(t1,t2)}}{S_{(t1,t2)} / \sqrt{N_{(t1,t2)}}} \dots\dots\dots \text{식(4)}$$

$S_{(t1,t2)}$: $CAAR_{(t1,t2)}$ 의 표준편차

$N_{(t1,t2)}$: t1에서 t2시점의 대상기간

3) 통제기업의 선정

통제기업의 선정은 표본기업(합병기업)에 대응하는 비교기업을 선정하여 활용하였다. Barber and Lyon(1997)의 연구에서 통제기업을 선정하는 방법은 ① 주식의 시장가치가 가장 비슷한 기업을 선정하는 방법 ② B/M비율이 가장 비슷한 기업을 선정하는 방법 ③ 표본기업 시장가치의 70%~130%의 범위 내에서 B/M비율이 가장 비슷한 기업을 선정하는 방법으로 구분할 수 있는데, Barber & Lyon은 이 중에서 세 번째 방법이 초과수익률(CAR)의 검정통계량 설정오류를 줄이는 방법이라고 하였다. 이에 따라 본 연구에서도 세 번째 방법을 참조하여 통제기업의 선정조건을 다음과 같이 설정하였다.

- (1) 합병기업과 동일한 산업군에 속한 상장기업 중 12월말 결산법인일 것
- (2) 주식의 시장가격이 합병 전년도 연말종가를 기준으로 합병기업 주가의 70%~130%의 범위내에 있는 기업일 것
- (3) 합병기업과 B/M비율이 유사한 기업일 것

2. 합병의 장기재무성과 측정을 위한 모형

합병기업의 장기재무성과를 측정하는 모형에는 합병기업의 다년간의 재무비율을 바탕으로 합병 전후의 재무성과를 분석하는 방식과 합병기업과 비교기업(통제기업)과의 재무비율을 비교 분석하는 방식이 있다. 그러나 합병기업의 다년간의 재무비율을 바탕으로 합병 전후의 재무성과를 분석하는 방식은 합병이라는 사건이외에 다른

사건(세계 금융위기 등)이 합병 후 재무성과에 영향을 미쳤을 가능성이 있어 합병기업에 대한 재무성과를 측정하는 데 문제점을 가지고 있다.

허익구(2004)와 정두식(2005)은 합병연도의 재무비율을 이전으로 합병 후 2년간 재무비율의 평균을 이후로 하여, 합병기업과 통제기업의 재무비율(유동성비율, 레버리지비율, 수익성비율, 활동성비율, 성장성비율)을 비교 분석하는 방식으로 합병기업의 장기재무성과를 측정하였다.

이에 따라 본 연구에서도 합병연도의 재무비율과 합병 후 3년간 재무비율의 평균을 대비하여, 합병기업과 통제기업의 재무비율을 비교 분석하는 방식으로 합병기업의 장기재무성과를 측정하기로 한다. 또한, 합병기업의 장기재무성과를 측정하는 재무비율에는 [표 4-3]과 같이 수익성비율, 안정성비율, 활동성비율, 성장성비율을 사용하기로 한다.

각 재무비율들을 사건 전과 후로 나누어서 집단간(합병기업과 통제기업)의 차이를 검정하는데는 자주 사용되는 짝지어진 차이실험(paired difference experiment)을 사용하였으며, 사용된 검정통계량은 차이들의 단일표본을 검증하는 t 통계량이다.

$$\text{검정통계량} \quad t = \frac{\overline{X_D} - 0}{S_D \sqrt{n_D}} \dots\dots\dots \text{식(5)}$$

$\overline{X_D}$: 재무비율 차이들의 평균
 S_D : 재무비율 차이들의 표준오차
 n_D : 차이들의 수

재무비율(financial ratio)은 재무제표 상에 표기된 한 항목의 수치를 다른 항목의 수치로 나눈 것으로, 기업의 재무상태나 경영성과를 파악하는데 사용되는 비율이다. 재무비율을 이용할 때는 사용목적에 적합한 비율을 구성하여 기준이 되는 수치와 비교하게 된다. 재무제표에서 두 항목을 선택하여 나타낼 수 있는 비율은 수없이 많은데, 이 많은 비율들은 여러 가지 방법으로 분류되어 사용된다.

본 연구에서는 재무비율을 비율이 나타내는 의미를 기준으로 다음과 같은 네가지로 분류³⁾하였다.

1) 수익성 비율(profitability ratio)

수익성 비율은 경영의 총괄적인 효율성의 결과를 매출에 대한 이익이나 투자에 대한 이익으로 나타내는 비율들이다. 기업의 수익성은 기업의 여러 가지 정책과 의사결정의 종합적 결과로서 나타나는 것이다. 뒤에서 설명할 비율들은 기업이 어떻게 운영되고 있는가를 부분적으로 고려하고 있는데 반하여, 수익성 비율은 기업의 모든 활동이 종합적으로 어떤 결과를 나타내는가를 측정한다. 그러므로 수익성 지표는 기업의 운영성과를 살펴보는 가장 중요한 지표 중의 하나라고 할 수 있겠다. 본 연구에서 살펴본 수익성 비율들은 총자산순이익률(ROA), 자기자본순이익률(ROE), 매출액순이익률이다.

2) 안정성 비율(safety ratio)

안정성 비율은 기업의 장·단기 부채의 원리금 지급 능력과 위험부담 정도를 나타내는 지표이다. 이는 기업에 돈을 빌려준 채권자들이 가장 중요시하는 비율이며, 장·단기부채의 상환능력을 측정하는 것이다. 본 연구에서 살펴본 주요 안정성 비율은 유동비율, 자기자본비율, 부채비율이다.

3) 활동성 비율(activity ratio)

활동성 비율이란 기업이 소유하고 있는 자산들을 얼마나 효과적으로 이용하고 있는가를 측정하는 비율이다. 이와 같은 비율들은 매출액에 대한 각 중요한 자산의 회전율로 표시되는 것이 보통이다. 여기서 회전율이란 자산의 물리적 효율성(physical efficiency)을 말하는 것으로, 자산의 효율적 이용으로 인한 화폐적 성격과는 다르다. 기업의 경영성과를 화폐가치로 환산하는 효율성은 앞에서 설명한 수익성비율이 나

3) 박정식·박정원, 『현대투자론 제2판』, 다산출판사, 2005.

타내 주고 있다. 본 연구에서 살펴본 주요 활동성 비율을 총자산회전율, 자기자본회전율 이다.

4) 성장성 비율(growth ratio)

성장성 비율은 기업의 경영규모 및 경영성과의 증가를 나타내는 비율들이다. 경제 전반이나 특정산업 내에서 기업의 경제적인 지표가 적절하게 유지되고 있는가를 측정하는 비율이 성장성 비율인데 일정기간에 실현된 재무항목의 증가율로 측정된다. 성장성을 나타내는 재무비율은 여러 가지가 있으나 그 중에서도 본 연구에서 가장 중요하다고 고려하여 분석한 항목들은 총자본증가율, 자기자본증가율, 매출액증가율 이다.

[표 4-3] 합병의 장기재무성과 측정변수

성과	측정변수	산식
수익성	총자산순이익률(%)	당기순이익/총자본 *100
	자기자본순이익률(%)	당기순이익/자기자본 *100
	매출액순이익률(%)	당기순이익/매출액 *100
안정성	유동비율(%)	유동자산/유동부채 *100
	자기자본비율(%)	자기자본/총자본 *100
	부채비율(%)	부채/자기자본 *100
활동성	총자산회전율(회)	매출액/총자산
	자기자본회전율(회)	매출액/자기자본
성장성	총자본증가율(%)	$\{(기말총자본 - 기초총자본) / 기초총자본\} * 100$
	자기자본증가율(%)	$\{(기말자기자본 - 기초자기자본) / 기초자기자본\} * 100$
	매출액증가율(%)	$\{(당기매출액 - 전기매출액) / 전기매출액\} * 100$

3. 회귀분석모형과 변수의 조작적 정의

1) 회귀분석모형

합병기업의 장기성과에 영향을 미치는 요인들을 알아보기 위하여 누적초과수익률(이하 CAR라 한다)을 종속변수로 한 다중회귀분석모형을 다음과 같이 설정하였다.

$$CAR_{it} = a_{it} + \beta_1 CM_{it} + \beta_2 SI_{it} + \beta_3 BM_{it} + \beta_4 CF_{it} + \beta_5 DB_{it} \\ + \beta_6 PR_{it} + \beta_7 SR_{it} + \beta_8 AR_{it} + \beta_9 GR_{it} + \beta_{10} MK_{it} + \varepsilon_{it} \dots \dots \text{식(6)}$$

2) 변수의 조작적 정의

종속변수인 CAR는 합병기업의 장기성과를 나타내므로 합병일 이후 36개월의 CAR를 사용하며, 시장모형에 의한 CAR와 통제기업접근모형에 의한 CAR를 번갈아 사용한다.

독립변수에는 합병의 주요 동기가설에 관련된 변수 5가지를 사용하였다.

먼저 다각화효과가설 관련 변수를 살펴보면, 다각화합병 여부가 CAR에 영향을 미치는 지를 측정하기 위해 표본기업(합병기업)을 다각화합병기업과 비다각화합병기업으로 나누고, 다각화합병기업은 “1”의 값을 비다각화합병기업은 “0”의 값을 부여하기로 한다.

규모효과가설 관련 변수를 살펴보면, 합병기업의 규모 여부가 CAR에 영향을 미치는지를 측정하기 위해 표본기업(합병기업)을 소규모합병기업과 대규모합병기업으로 나누고, 소규모합병기업은 “1”의 값을 대규모합병기업은 “0”의 값을 부여하기로 한다.

성과역전가설 관련 변수를 살펴보면, 가치주합병기업과 성장주합병기업 여부가 CAR에 영향을 미치는지를 측정하기 위해 표본기업(합병기업)을 B/M비율에 따라 가치주합병기업과 성장주합병기업으로 나누고, 가치주합병기업은 “1”의 값을 성장주합병기업은 “0”의 값을 부여하기로 한다.

잉여현금흐름가설 관련 변수를 살펴보면, 합병기업의 잉여현금규모가 CAR에 영

향을 미치는지를 측정하기 위해 표본기업(합병기업)을 현금보유량이 적은 합병기업과 현금보유량이 많은 합병기업으로 나누고, 현금보유량이 적은 합병기업은 “1”의 값을 현금보유량이 많은 합병기업은 “0”의 값을 부여하기로 한다.

부채감시가설 관련 변수를 살펴보면, 합병기업의 부채규모 여부가 CAR에 영향을 미치는지를 측정하기 위해 표본기업(합병기업)을 부채비율이 높은 합병기업과 부채비율이 낮은 합병기업으로 나누고, 부채비율이 높은 합병기업은 “1”의 값을 부채비율이 낮은 합병기업은 “0”의 값을 부여하기로 한다.

통제변수인 재무비율변수는 수익성, 안정성, 활동성, 성장성비율에 속하는 재무비율 중 선행연구에서 사용한 대표적인 재무비율을 한 개씩 선정하였다. 수익성비율에서는 매출액순이익률⁴⁾, 안정성비율에서는 유동비율⁵⁾, 활동성비율에서는 총자산회전율⁶⁾ 그리고 성장성비율에서는 매출액증가율⁷⁾을 각각 선정하였다.

통제변수인 시장변수는 상장된 주식시장의 유형이 CAR에 영향을 미치는지를 알아보기 위하여 코스피시장에 상장된 합병기업은 “1”의 값을 코스닥시장에 상장된 합병기업은 “0”의 값을 부여하기로 한다.

다음 [표 4-4]는 변수의 조작적 정의를 정리한 표이다.



4) 강효석·김성표, “인수합병 공시가 인수기업의 주주에 미치는 영향”, 재무연구, 2009.

5) 이춘범, “코스닥상장기업의 합병성과에 관한 실증연구”, 단국대 대학원 박사학위논문, 2007.

6) 이춘범, 전계논문.

7) 강효석·김성표, 전계논문.

[표 4-4] 변수의 조작적 정의

변수의 구분		조작적 정의
종속변수	CAR_{it}	합병기업의 장기성과변수 i기업의 t기간 누적초과수익률 i기업 : 합병기업 t기간 : 합병월 이후 +1월~+36월
독립변수	CM_{it}	다각화효과가설 더미변수 다각화합병은 1, 비다각화합병은 0
	SI_{it}	규모효과가설 더미변수 소규모합병은 1, 대규모합병은 0
	BM_{it}	성과역전가설 더미변수 가치주 기업은 1, 성장주기업은 0
	CF_{it}	잉여현금흐름가설 더미변수 현금흐름보유량이 적으면 1, 많으면 0
	DB_{it}	부채감시가설 더미변수 부채비율이 높으면 1, 낮으면 0
통제변수 (재무비율)	PR_{it}	수익성비율변수 매출액순이익률(%)
	SR_{it}	안전성비율변수 유동비율(%)
	AR_{it}	활동성비율변수 총자산회전율(회)
	GR_{it}	성장성비율변수 매출액증가율(%)
통제변수 (주식시장)	MK_{it}	시장 더미변수 코스피 상장법인이면 1, 코스닥 상장법인이면 0

제 3 절 가설의 설정

1. 합병의 장기주식성과 가설

합병의 가치극대화이론에 의하면, 합병기업은 합병으로 인하여 전체적으로 양(+)의 경제적 이득을 얻을 수 있을 것으로 기대한다.

Manne(1965)는 M&A활동을 보유자원의 효율적 이용, 비용의 절감 등을 통하여 경영자가 주주의 부를 극대화하기 위하여 행동한다는 즉, 기업가치를 극대화하는 활동으로 보았다.

Healy, Palepu, and Ruback(1992)은 미국에서 1979~1984년 중 발생한 50개의 합병사례를 분석한 결과 대부분의 합병기업에서 향상된 영업현금흐름을 보임으로써 추가수익률과 강한 상관관계가 있음을 증명하였다.

Maksimovic and Phillips(2001)에 의하면 최근 들어 미국에서 M&A 활동이 증가되고 있는 추세이며, M&A가 매해 당사자들의 효율적인 의사결정에 따라 이루어지고 있어, 자원의 효율적 재분배와 이익극대화를 통한 기업가치극대화라는 기업경영의 목표를 성공적으로 달성하는데 기여하고 있다고 주장하였다.

국내의 연구에서도 정두식(2005)은 합병일로부터 24개월까지 합병의 장기성과를 연구한 결과 통제기업접근모형에서는 비유의적인 정(+)의 누적초과수익률을, 업종조정모형에서는 유의적인 정(+)의 누적초과수익률을 보이고 있다. 위의 선행연구결과를 토대로 1998년 4월 증권거래법의 시행에 따라 M&A시장의 자율성이 이루어진 2000년대 이후의 국내 M&A시장에서 합병기업의 장기주식성과가 존재하는지를 검증하기 위해 가설 1을 설정하였다.

가설 1 : 합병기업은 합병 후 장기적으로 양(+)의 누적초과수익률을 보일 것이다.

2. 합병의 장기재무성과 가설

합병의 실질적인 장기성과를 측정하기 위해서는 주가변동 이외에 합병기업의 합병 후 다년간의 재무비율을 통한 장기재무성과를 분석하는 것이 중요하다.

Healy, Palepu, and Ruback(1992)은 미국기업을 대상으로 합병 전·후 5년 동안의 장기 재무성과를 비교한 결과, 합병기업의 합병 후 영업현금흐름수익률은 합병을 하지 않은 대응기업에 비해 증가했는데, 이것은 자산의 생산성 증가에 기인한다고 하였다.

Cornett and Tehranian(1992)은 1982~87년 사이에 있었던 30개 대형은행간 합병을 대상으로 합병 전·후 3년간 재무성과를 비교한 결과, 전체 표본의 78%에서 합병 후 산업조정 영업현금흐름수익률이 증가하였음을 입증하였다.

Heron and Lie(2002)는 인수기업의 영업성과는 M&A 전뿐만 아니라 M&A 후에도 동일 업종의 비교기업 영업성과보다 우수하며, M&A로 인한 영업성과의 개선 정도는 인수기업의 M/B비율에 비례한다고 하였다.

허익구(2004)는 1998년부터 2001년까지 합병기업을 대상으로 재무자료를 이용한 재무비율 분석결과, 합병기업에서 부채비율은 감소하였고, 수익성비율, 활동성비율 등이 합병 전후에 통계적으로 유의한 차이를 보임으로써, 합병 이후 합병기업의 재무개선효과가 있는 것으로 분석하였다.

정두식(2005)도 합병기업의 합병 후 2년간의 재무비율(유동성, 레버리지, 수익성, 활동성, 성장성비율)을 통제기업과 비교 분석한 결과 합병기업의 재무개선효과가 있는 것으로 주장하였다.

이원흠(2007)은 재무적 사건이 장기적으로 기업의 내재가치에 미치는 효과를 구분하여 추정할 수 있는 사건연구방법론을 새롭게 제시하고, 이들 모형을 이용해 합병기업의 내재가치 변화를 분석한 결과 합병으로 인한 정(+)의 장기효과가 존재한다는 가설을 지지하고 있다.

이에 따라 M&A시장의 자율성이 이루어진 2000년대 이후의 국내 M&A시장에서 합병기업의 장기 재무성과가 존재하는지를 검증하기 위해 가설 2를 설정하였다.

가설 2 : 합병기업은 비합병기업에 비해 합병 후 장기적으로 높은 재무 성과(재무비율)를 보일 것이다.

2-1 : 합병기업은 비합병기업에 비해 합병 후 장기적으로 수익성비율이 더 높을 것이다.

2-2 : 합병기업은 비합병기업에 비해 합병 후 장기적으로 안정성비율이 더 높을 것이다.

2-3 : 합병기업은 비합병기업에 비해 합병 후 장기적으로 활동성비율이 더 높을 것이다.

2-4 : 합병기업은 비합병기업에 비해 합병 후 장기적으로 성장성비율이 더 높을 것이다.

3. 합병의 주요 동기가설

1) 다각화효과가설

Lewellen(1971)은 다각화기업은 이익흐름이 다른 사업들을 결합함으로써 이익변동성이 축소되어, 유사한 규모의 개별사업기업에 비해 기업가치가 증대된다고 하였다.

Stulz(1990)는 다각화기업의 경우 외부자본시장보다 더 효율적으로 자원을 할당할 수 있는 내부자본시장을 창출함으로써, 보다 효율적으로 자원의 할당이 가능하다고 하였다.

이에 따라 M&A시장의 자율성이 이루어진 2000년대 이후의 국내 M&A시장에서 합병기업의 다각화효과가설이 성립하는지를 검증하기 위해 가설 3-1을 설정하였다.

2) 규모효과가설

Chen and Zhang(1998)의 연구에서는 전체표본을 시장가치 기준으로 5등급으로 구분하여 월평균수익률 등을 비교해본 결과 대규모 기업보다 소규모 기업의 성과가 더 높음을 발견하였다.

Moeller, Schlingemann, and Stulz(2004)는 상장기업의 1/4, 비상장기업의 1/2이

소규모 인수기업이며, 만일 비상장기업이 상장기업보다 초과수익률이 높다면 이를 규모효과로 해석할 수 있다고 하였다. 또한 소규모 인수기업의 수익률이 통계적으로 유의한 정(+)의 값을 가지며, 반면에 대규모 인수기업은 통계적으로 유의한 음(-)의 값을 가진다는 것을 발견하였다

이에 따라 M&A시장의 자율성이 이루어진 2000년대 이후의 국내 M&A시장에서 합병기업의 규모효과가설이 성립하는지를 검증하기 위해 가설 3-2를 설정하였다.

3) 성과역전가설

Lang, Stulz, and Walkling(1989), Servaes(1991)는 단기적으로 성장주 기업이 높은 초과수익률을 보이나, 장기적으로는 가치주 기업이 높은 초과수익률을 보이는 성과역전현상을 발견하였다.

Chen and Zhang(1998)은 전체표본을 B/M비율을 기준으로 5등급으로 구분하여 가장 낮은 등급의 성장주 기업과 가장 높은 등급의 가치주 기업의 월 평균수익률 등을 비교하여 성장주 기업보다 가치주 기업의 성과가 높음을 발견하였다.

이에 따라 M&A시장의 자율성이 이루어진 2000년대 이후의 국내 M&A시장에서 합병기업의 성과역전가설이 성립하는지를 검증하기 위해 가설 3-3을 설정하였다.

4) 잉여현금흐름가설

Jensen(1986)은 기업에 잉여현금흐름이 있을 경우 경영자는 이러한 여유자금을 배당 등을 통해 주주에게 귀속시키지 않고, 기업인수에 활용함으로써 보다 많은 자원에 대한 자신들의 의사결정권한을 행사하기 위해, 투자안에 대한 경제성의 평가없이 합병투자안을 선택할 유인을 갖는다는 잉여현금흐름가설을 주장하였다.

이에 따라 M&A시장의 자율성이 이루어진 2000년대 이후의 국내 M&A시장에서 합병기업의 잉여현금흐름가설이 성립하는지를 검증하기 위해 가설 3-4를 설정하였다.

5) 부채감시가설

Jensen(1986), Stulz(1990)는 부채가 잉여현금흐름을 줄이게 하고, 결국 부채비율이 높은 기업들은 수익성 없는 합병에 대해 자원의 낭비를 줄이게 된다고 하였다.

Harris and Raviv(1990)는 채무불이행가능성을 경영자에 대한 감시도구로 사용하였다. 즉, 부채의 증가로 경영자들이 더욱 밀접하게 감시될 때 경영자들은 더욱 열심히 일을 한다고 하였다.

Ghosh and Jain(2000)은 누적초과수익률과 합병 전후의 레버리지변화율과의 관계를 실증분석한 결과, 통계적으로 유의한 정(+)의 관계를 발견하였다.

이에 따라 M&A시장의 자율성이 이루어진 2000년대 이후의 국내 M&A시장에서 합병기업의 부채감시가설이 성립하는지를 검증하기 위해 가설 3-5를 설정하였다.

가설 3 : 합병기업은 합병의 특성에 따라 합병 후 장기적으로 서로 다른 성과를 보일 것이다.

3-1 : 다각화합병기업은 비다각화합병기업에 비해 합병 후 장기적으로 더 높은 누적초과수익률을 얻을 것이다.

3-2 : 소규모합병기업은 대규모합병기업에 비해 합병 후 장기적으로 더 높은 누적초과수익률을 얻을 것이다.

3-3 : 가치주기업은 성장주기업에 비해 합병 후 장기적으로 더 높은 누적초과수익률을 얻을 것이다.

3-4 : 현금보유량이 적은 합병기업은 현금보유량이 많은 합병기업보다 합병 후 장기적으로 더 높은 누적초과수익률을 얻을 것이다.

3-5 : 부채비율이 높은 합병기업은 부채비율이 낮은 합병기업보다 합병 후 장기적으로 더 높은 누적초과수익률을 얻을 것이다.

제 5 장 실증분석

제 1 절 가설검증결과

1. 합병의 장기주식성과 검증결과

시장모형과 통제기업접근모형에 의하여 주식시장별(코스피시장, 코스닥시장, 전체 시장)로 합병기업의 누적초과수익률과 t 값이 [표 5-1]에 나타나 있으며, 합병기업 누적초과수익률의 그래프가 <그림 5-1>에 나타나 있다. 합병기업의 월별 누적초과수익률값은 분석의 편의상 6개월, 12개월, 24개월, 36개월 단위로 묶어서 계산한 결과가 [표 5-1]에 나타나 있다.

1) 시장모형에 의한 누적초과수익률의 측정결과

[표 5-1]의 Panel A에서 나타난 것처럼 합병기업의 합병 후 장기간(+1월에서 +36월까지) 누적초과수익률을 살펴보면, 코스피시장은 -1.355, 코스닥시장은 -1.894, 전체시장은 -1.656으로 모두 통계적으로 유의한 음(-)의 누적초과수익률을 보이고 있다. 또한, 6개월, 12개월, 24개월, 36개월 단위의 누적초과수익률을 살펴보면, 합병 후 장기적으로 음(-)의 누적초과수익률이 지속적으로 증가하고 있음을 알 수 있다.

이러한 결과는 합병 후 2~3년간 통계적으로 유의한 낮은 성과를 발견하지 못한 Langetieg(1978), Franks, Harris, and Titman(1991) 등의 연구와 합병 이후 장기적으로 양(+)의 초과수익률이 나타난 장영광(1985)과 정두식(2005) 등의 연구와는 다른 결과를 보이고 있지만, 합병 후 2~3년간 통계적으로 유의한 음(-)의 초과수익률을 발견한 Asquith(1983), Agrawal, Jaffe, and Mandelker(1992) 등의 연구결과와 일치하며, 국내연구로는 서병덕·신달순(2003), 강효석·김성표(2009)의 연구결과와도 일치한다.

합병기업의 장기주식성과가 음(-)의 결과를 보이는 것에 대해 Agrawal, Jaffe, and Mandelker(1992)는 합병 후 5년간 인수기업 주가가 위험조정 후 10% 정도 하락했으며, 이는 합병당시 예상했던 효율성 향상에 대한 과잉기대가 조정되는 결과일

것으로 해석하였다. Bruner(2004)는 장기주식성가에 관한 16개 선행연구 중 11개 연구에서 인수기업 주주에게 유의적인 음(-)의 초과수익률을 확인함으로써, 음(-)의 초과수익률이 다수의 연구결과임을 보이기도 하였다.

국내연구결과를 살펴보면, 신호영(2000)은 1985년부터 1992년까지 합병공시를 한 67개 상장회사의 공시 전후 5년간 장기성가를 측정한 결과 합병 전후의 산업조정영업현금흐름비율에 유의적인 차이가 없는 것으로 보고하였다. 이러한 결과는 표본기간 동안의 합병동기가 주로 생산성 향상보다는 사업 확장에 있었으며, 계열사간 합병이 주된 방식이었음에 기인한다고 추론하고 있다.

2) 통계기업접근모형에 의한 누적초과수익률의 측정결과

[표 5-1]의 Panel B에서 나타난 것처럼 합병기업의 합병 후 장기간(+1월에서 +36월까지) 누적초과수익률을 살펴보면, 코스피시장은 -1.668, 코스닥시장은 -1.810, 전체적으로 -1.747으로 모두 통계적으로 유의한 음(-)의 누적초과수익률을 보이고 있다. 또한, 6개월, 12개월, 24개월, 36개월 단위의 누적초과수익률을 살펴보면, 합병 후 장기적으로 음(-)의 누적초과수익률이 지속적으로 증가하고 있음을 알 수 있다. 이는 시장모형에 의한 누적초과수익률의 측정결과와 동일한 결과를 보이고 있다.

3) 가설 1의 검증결과

시장모형과 통계기업접근모형에 의한 장기간 누적초과수익률의 측정결과 코스피, 코스닥, 전체시장 모두에서 통계적으로 유의한 음(-)의 누적초과수익률이 측정됨으로써, 합병기업은 합병 후 장기적으로 양(+)의 누적초과수익률을 보일 것이라는 가설 1은 기각된다고 할 수 있다.

또한, <그림 5-1> 누적초과수익률의 그래프를 살펴보면, 합병공시시점에 공시효과로 인하여 단기적으로 양(+)의 누적초과수익률을 나타내지만 장기적으로는 계속하여 음(-)의 누적초과수익률이 증가하고 있음을 알 수 있다. 이는 합병의 시너지효과로 인하여 합병기업의 장기성가가 높아질 것이라는 일반적인 기대와는 상반된 결과를 보이고 있다. 이러한 결과를 보이는 것은 Agrawal, Jaffe, and Mandelker(1992)

의 분석처럼 합병당시 예상했던 효율성 향상에 대한 주주들의 과잉기대가 조정되는 결과이거나, 신호영(2000)의 분석처럼 아직까지 국내 합병의 원인이 생산성 향상보다는 사업확장이나 부실계열사의 퇴출지연을 위한 계열합병이 많은 비중을 차지하고 있는 결과로 해석할 수 있다.

[표 5-1] 합병기업의 누적초과수익률(CAR)

Panel A : 시장모형

구분 기간	전체		코스피		코스닥	
	CAR	t값	CAR	t값	CAR	t값
-6월 ~ -1월	0.153	0.730 (0.468)	-0.002	-0.015 (0.988)	0.275	0.770 (0.446)
+1월 ~ +6월	-0.324	-1.341 (0.185)	-0.205	-1.705* (0.099)	-0.418	-0.986 (0.331)
+1월 ~ +12월	-0.723	-2.296** (0.025)	-0.442	-2.343** (0.026)	-0.944	-1.735* (0.091)
+1월 ~ +24월	-1.032	-2.182** (0.033)	-0.824	-2.248** (0.032)	-1.196	-1.495 (0.143)
+1월 ~ +36월	-1.656	-2.496** (0.015)	-1.355	-2.417** (0.022)	-1.894	-1.708* (0.096)

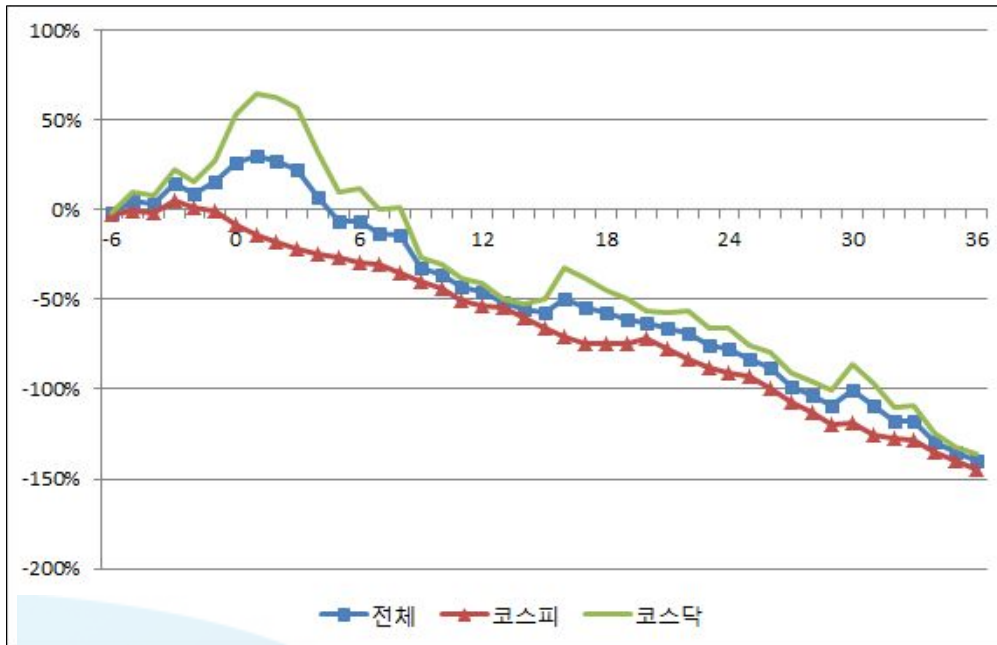
Panel B : 통제기업접근모형

구분 기간	전체		코스피		코스닥	
	CAR	t값	CAR	t값	CAR	t값
-6월 ~ -1월	0.113	0.606 (0.547)	0.070	0.487 (0.630)	0.146	0.464 (0.645)
+1월 ~ +6월	-0.158	-1.065 (0.291)	-0.196	-1.587 (0.123)	-0.129	-0.516 (0.609)
+1월 ~ +12월	-0.373	-1.805* (0.076)	-0.378	-2.102** (0.044)	-0.369	-1.073 (0.290)
+1월 ~ +24월	-0.950	-2.385** (0.020)	-0.889	-2.495** (0.019)	-0.998	-1.512 (0.139)
+1월 ~ +36월	-1.780	-3.277*** (0.002)	-1.668	-2.984*** (0.006)	-1.868	-2.140** (0.039)

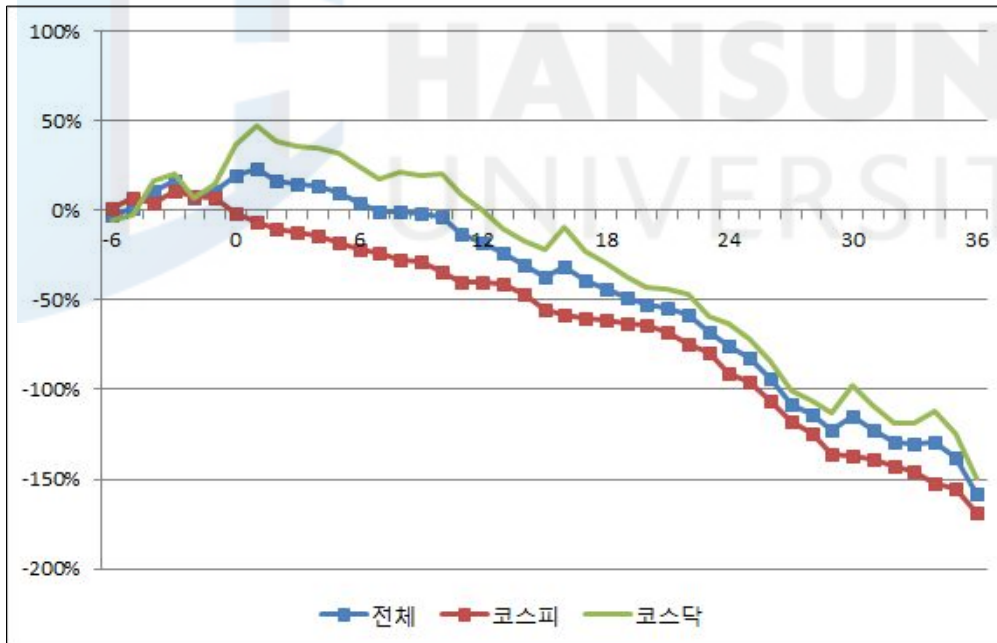
주1) *10%, **5%, ***1%유의수준을 나타냄

<그림 5-1> 누적초과수익률(CAR) 그래프

Panel A : 시장모형



Panel B : 통제기업접근모형



2. 합병의 장기재무성과 검증결과

[표 5-2]부터 [표 5-7]은 합병년도와 합병 이후(합병 후 3년 평균)로 구분하여 합병기업과 통제기업의 재무성과를 비교하는 표이다.

[표 5-2]는 합병기업과 통제기업의 3년간 재무비율의 추세를 나타내고 있는 표이다. Panel A에서 합병기업의 재무비율 추세를 살펴보면, 첫번째 수익성비율에서는 총자산순이익률과 자기자본순이익률은 개선되고 있지만 매출액순이익률은 더 악화되고 있는 것으로 나타났다. 두번째 안정성비율은 유동비율, 자기자본비율, 부채비율 모두 악화되고 있는 것으로 나타났고, 세번째 활동성비율에서도 총자산회전율과 자기자본회전율 모두 악화되고 있는 것으로 나타났다. 그러나 모두 통계적 유의성이 나타나지 않아 재무비율의 개선여부를 판단하기는 힘들다. 마지막으로 성장성비율을 살펴보면 총자본증가율, 자기자본증가율, 매출액증가율 모두 합병년도 이후 악화된 것으로 나타났고 통계적 유의성도 있는 것으로 나타났다. 그러나 합병년도 이후 2, 3년 차인 2008년부터 전세계 금융위기의 여파로 국내 대부분의 기업의 재무성과가 악화된 것을 감안하면, 성장성비율의 악화가 합병이라는 사건때문인지 여부를 판단할 수가 없다. 이와 같이 합병년도와 그 이후의 재무비율을 단순 비교하는 방식으로 합병기업의 장기재무성과를 정확히 측정할 수 없다. 따라서 본 연구에서는 합병기업의 장기재무성과를 정확히 측정하기 위해서 합병기업의 재무성과와 통제기업(비합병기업)의 재무성과를 서로 비교하는 방식으로 합병기업의 장기재무성과를 측정하였으며, 그 결과가 [표 5-3]부터 [표 5-7]에 나타나 있다.

[표 5-3]은 합병기업과 통제기업의 수익성비율에 관한 재무성과를 비교하는 표이고 [표 5-4]는 안정성비율, [표 5-5]는 활동성비율, [표 5-6]은 성장성비율에 관한 재무성과를 비교하는 표이다. 그리고 [표 5-7]은 [표 5-3]부터 [표 5-6]을 종합적으로 나타낸 표이다.

[표 5-2] 합병기업과 통제기업의 3년간 재무비율 추세표

Panel A : 합병기업

구분	재무비율	합병기업				
		합병년도	+1년	+2년	+3년	3년 평균
수익성 (%)	총자산순이익률	-7.336	-2.473	-6.860	-3.882	-4.405
	자기자본순이익률	-19.427	-8.563	-8.668	-8.705	-9.552
	매출액순이익률	-15.924	-20.100	-32.520	-20.720	-24.628
안정성 (%)	유동비율	208.785	189.685	183.045	199.771	192.822
	자기자본비율	55.146	54.806	54.628	53.490	54.474
	부채비율	122.286	133.19	105.955	135.917	136.951
활동성 (회)	총자산회전율	1.070	1.0220	0.980	0.919	0.966
	자기자본회전율	2.319	2.346	2.167	2.100	2.183
성장성 (%)	총자본증가율	91.378	12.205***	20.400***	10.103***	15.955***
	자기자본증가율	87.359	17.023**	90.221	5.592***	40.080
	매출액증가율	67.181	49.875	10.427***	12.982***	23.699***

Panel B : 통제기업

구분	재무비율	통제기업				
		합병년도	+1년	+2년	+3년	3년 평균
수익성 (%)	총자산순이익률	-3.515	-8.183	-1.520	-5.024	-4.909
	자기자본순이익률	-5.649	-22.339	-22.335	-19.064	-19.712
	매출액순이익률	-7.830	-33.666	-47.874	-59.917	-50.181*
안정성 (%)	유동비율	290.202	252.160	256.103	259.295	270.488
	자기자본비율	59.776	59.392	61.660	61.355	61.095
	부채비율	111.299	149.520	119.590	111.461	119.249
활동성 (회)	총자산회전율	0.961	0.834	0.865	0.852	0.845
	자기자본회전율	2.179	1.949	1.895	1.797	1.840
성장성 (%)	총자본증가율	27.386	20.151	22.193	32.232	18.455
	자기자본증가율	33.195	25.586	120.732	42.893	27.583
	매출액증가율	14.041	3.450	30.067	14.356	11.610

주) *10%, **5%, ***1%유의수준을 나타냄

1) 수익성비율

총자산순이익률(ROA)을 살펴보면, 합병기업은 합병년도에 -7.34%에서 합병 이후 -4.41%로 2.93% 증가하였고, 통제기업은 -3.72%에서 -4.91%로 1.19% 감소하였다. 따라서 합병기업이 통제기업보다 상대적으로 더 좋은 성과를 보이고 있다.

자기자본순이익률(ROE)을 살펴보면, 합병기업은 -19.43%에서 -9.55%로 9.88% 증가하였고, 통제기업은 -5.65%에서 -19.71%로 14.06% 감소하였다. 따라서 합병기업이 통제기업보다 상대적으로 더 좋은 성과를 보이고 있다.

매출액순이익률을 살펴보면, 합병기업은 -15.92%에서 -24.63%로 8.71% 감소하였고, 통제기업은 -7.83%에서 -50.18%로 42.35% 감소하였다. 따라서 합병기업이 통제기업보다 상대적으로 더 좋은 성과를 보이고 있다.

수익성비율을 종합적으로 볼 때, 수익성비율 3가지 모두에서 합병기업의 성과가 통제기업의 성과보다 상대적으로 더 좋은 것으로 나타났지만 통계적 유의성이 있는 비율은 없었다. 따라서, 합병기업은 비합병기업에 비해 합병 후 장기적으로 수익성 비율이 더 높아질 것이라는 가설 2-1은 채택하기 어렵다.

[표 5-3] 합병기업과 통제기업의 재무성과(수익성비율) 비교

구분	재무비율	합병년도				합병이후(+3년 평균)			
		통제 기업	합병 기업	성과 차이	t값	통제 기업	합병 기업	성과 차이	t값
		(a)	(b)	(b)-(a)		(a)	(b)	(b)-(a)	
수익성 (%)	총자산순 이익률	-3.515	-7.336	-3.821	-0.692 (0.490)	-4.909	-4.405	0.504	0.130 (0.896)
	자기자본 순이익률	-5.649	-19.427	-13.778	-1.261 (0.210)	-19.712	-9.552	10.160	0.605 (0.546)
	매출액순 이익률	-7.830	-15.924	-8.094	-0.556 (0.579)	-50.181	-24.628	25.553	1.117 (0.266)

주1) *10%, **5%, ***1%유의수준을 나타냄

2) 안정성비율

유동비율을 살펴보면, 합병기업은 208.79%에서 192.82%로 15.97% 감소하였고, 통제기업은 290.20%에서 270.49%로 19.71% 감소하였다. 따라서 합병기업이 통제기업보다 상대적으로 더 좋은 성과를 보이고 있다.

자기자본비율을 살펴보면, 합병기업은 55.15%에서 54.47%로 0.68% 감소하였고, 통제기업은 59.78%에서 61.10%로 1.32% 증가하였다. 따라서 합병기업이 통제기업보다 상대적으로 더 저조한 성과를 보이고 있다.

부채비율을 살펴보면, 합병기업은 122.29%에서 136.95%로 14.66% 증가하였고, 통제기업은 111.30%에서 119.25%로 7.95% 증가하였다. 따라서 합병기업이 통제기업보다 상대적으로 더 저조한 성과를 보이고 있다.

안정성비율을 종합적으로 볼 때, 합병으로 인하여 합병기업의 유동성은 비합병기업보다 더 좋아지는 것으로 나타났다(통계적으로 유의함). 이는 비록 통계적 유의성은 없지만 수익성의 증가가 유동성의 증가에 영향을 미친 것으로 보인다. 반면에, 합병을 위한 차입금의 증가로 인하여 자기자본비율(통계적으로 유의함)과 부채비율(통계적으로 유의하지 않음)의 성과는 더 악화된 것으로 보인다. 또한, 합병으로 인하여 자기자본비율과 부채비율이 악화된 것은 합병을 위한 자원 조달이 유상증자보다는 차입금에 더 의존하는 것으로 판단할 수 있으며, 차입금이 증가함에도 유동비율의 성과가 악화되지 않은 것은 차입금의 대부분이 장기차입금을 의미하는 것이라고 볼 수 있다. 위와 같이 합병기업의 유동성비율은 비합병기업에 비해 성과가 좋았으나, 자기자본비율과 부채비율은 상대적으로 더 저조한 결과를 보임에 따라 합병기업은 비합병기업에 비해 합병 후 장기적으로 안정성비율이 더 높아질 것이라는 가설 2-2는 채택하기 어렵다.

[표 5-4] 합병기업과 통제기업의 재무성과(안정성비율) 비교

구분	재무비율	합병년도				합병이후(+3년 평균)			
		통제 기업 ①	합병 기업 ②	성과 차이 ②-①	t값	통제 기업 ①	합병 기업 ②	성과 차이 ②-①	t값
안정성 (%)	유동비율	290.202	208.785	-81.417	-1.964* (0.052)	270.488	192.822	-77.666	-1.951* (0.053)
	자기자본 비율	59.776	55.146	-4.630	-1.248 (0.214)	61.095	54.474	-6.621	-2.064** (0.041)
	부채비율	111.299	122.286	10.987	0.474 (0.636)	119.249	136.951	17.702	0.492 (0.623)

주1) *10%, **5%, ***1%유의수준을 나타냄

3) 활동성비율

총자산회전율을 살펴보면, 합병기업은 1.07회에서 0.97회로 0.10회 감소하였고, 통제기업은 0.96회에서 0.85회로 0.11회 감소하였다. 따라서 합병기업과 통제기업이 거의 대등한 성과를 보이고 있다.

자기자본회전율을 살펴보면, 합병기업은 2.32회에서 2.18회로 0.14회 감소하였고, 통제기업은 2.18회에서 1.84회로 0.34회 감소하였다. 따라서 합병기업이 통제기업보다 약간 더 우수한 성과를 보이고 있다.

활동성비율을 종합적으로 볼 때, 총자산회전율과 자기자본회전율 모두 합병기업과 통제기업간의 성과가 별 차이가 없고 통계적으로도 유의한 결과는 나타나지 않았다. 따라서 합병기업은 비합병기업에 비해 합병 후 장기적으로 활동성비율이 더 높아질 것이라는 가설 2-3은 채택되지 않는다.

[표 5-5] 합병기업과 통제기업의 재무성과(활동성비율) 비교

구분	재무비율	합병년도				합병이후(+3년 평균)			
		통제 기업 ①	합병 기업 ②	성과 차이 ②-①	t값	통제 기업 ①	합병 기업 ②	성과 차이 ②-①	t값
활동성 (회)	총자산회 전율	0.961	1.070	0.109	1.107 (0.270)	0.845	0.966	0.121	1.329 (0.186)
	자기자본 회전율	2.179	2.319	0.140	0.408 (0.684)	1.840	2.183	0.343	1.181 (0.240)

주1) *10%, **5%, ***1%유의수준을 나타냄

4) 성장성비율

총자본증가율을 살펴보면, 합병기업은 91.38%에서 15.96%로 75.42% 감소하였고, 통제기업은 27.39%에서 18.46%로 8.93% 감소하였다. 따라서 합병기업이 통제기업보다 상대적으로 더 저조한 성과를 보이고 있다.

자기자본증가율을 살펴보면, 합병기업은 87.36%에서 40.08%로 47.28% 감소하였고, 통제기업은 33.20%에서 27.58%로 5.62% 감소하였다. 따라서 합병기업이 통제기업보다 상대적으로 더 저조한 성과를 보이고 있다.

매출액증가율을 살펴보면, 합병기업은 67.18%에서 23.70%로 43.48% 감소하였고, 통제기업은 14.04%에서 11.61%로 2.43% 감소하였다. 따라서 합병기업이 통제기업보다 상대적으로 더 저조한 성과를 보이고 있는 것으로 나타났다.

성장성비율을 종합적으로 볼 때, 성장성비율 3가지 모두에서 합병기업이 통제기업보다 상대적으로 더 저조한 성과를 보이고 있다. 이는 기업들이 「성장을 통한 기업가치의 극대화」라는 목표를 달성하기 위해서 합병을 선택할 것이라는 주장과 상반되는 결과를 보이고 있다. 따라서 합병기업은 비합병기업에 비해 합병 후 장기적으로 성장성비율이 더 높아질 것이라는 가설 2-4는 채택되지 않는다.

[표 5-6] 합병기업과 통제기업의 재무성과(성장성비율) 비교

구분	재무비율	합병년도				합병이후(+3년 평균)			
		통제 기업 (a)	합병 기업 (b)	성과 차이 (b)-(a)	t값	통제 기업 (a)	합병 기업 (b)	성과 차이 (b)-(a)	t값
성장성 (%)	총자본증 가율	27.386	91.378	63.992	2.491** (0.014)	18.455	15.955	-2.500	-0.477 (0.634)
	자기자본 증가율	33.195	87.359	54.164	1.758* (0.081)	27.583	40.080	12.497	0.620 (0.536)
	매출액증 가율	14.041	67.181	53.140	3.409*** (0.001)	11.610	23.699	12.089	1.577 (0.117)

주1) *10%, **5%, ***1%유의수준을 나타냄

5) 재무성과 전체분석

합병의 장기재무성과를 전체적으로 살펴볼 때, 수익성비율 측면에서만 합병기업이 합병 후 장기적으로 비합병기업보다 상대적으로 양호한 결과를 보였으나 이 또한 통계적 유의성은 없었다. 또한, 수익성비율을 제외한 그 외의 재무비율에서는 합병기업이 비합병기업보다 상대적으로 더 저조한 결과를 보임으로써, 전체적으로 합병기업의 합병 후 장기재무성과는 향상되지 않은 것으로 나타났다.

위 연구결과는 합병기업의 합병 후 장기재무성과가 개선된 것으로 나타난 Healy, Palepu, and Ruback(1992), Heron and Lie(2002), 허익구(2004), 정두식(2005)의 연구와는 다른 결과를 보이고 있으나, 합병 후 장기재무성과가 없는 것으로 나타난 Mueller(1980), Ghosh(2000), 신호영(2000), 정재욱(2007)의 연구결과와는 일치된 결과를 보이고 있다. 이러한 연구결과에 대해 신호영(2000)은 아직까지 국내 합병의 원인이 생산성 향상보다는 사업확장이나 부실계열사의 퇴출지연을 위한 계열합병이 많은 비중을 차지하고 있는 결과로 해석하였다. 또한, 정재욱(2007)은 주주총회를 거치지 않고 이사회결의만으로 결정되는 소규모합병과 대기업집단 소속기업 간 합병은 합병 후 장기주식성과 및 영업성과가 상대적으로 더 저조한 것으로 나타나 지배주주와 외부주주 간 이해상충의 가능성을 제기하기도 하였다.

[표 5-7] 합병기업과 통제기업의 재무성과 비교(종합)

구분	재무비율	합병년도				합병이후(+3년 평균)			
		통제 기업 (a)	합병 기업 (b)	성과 차이 (b)-(a)	t값	통제 기업 (a)	합병 기업 (b)	성과 차이 (b)-(a)	t값
수익성 (%)	총자산순이익률	-3.515	-7.336	-3.821	-0.692 (0.490)	-4.909	-4.405	0.504	0.130 (0.896)
	자기자본순이익률	-5.649	-19.427	-13.778	-1.261 (0.210)	-19.712	-9.552	10.160	0.605 (0.546)
	매출액순이익률	-7.830	-15.924	-8.094	-0.556 (0.579)	-50.181	-24.628	25.553	1.117 (0.266)
안정성 (%)	유동비율	290.202	208.785	-81.417	-1.964* (0.052)	270.488	192.822	-77.666	-1.951* (0.053)
	자기자본비율	59.776	55.146	-4.630	-1.248 (0.214)	61.095	54.474	-6.621	-2.064** (0.041)
	부채비율	111.299	122.286	10.987	0.474 (0.636)	119.249	136.951	17.702	0.492 (0.623)
활동성 (회)	총자산회전율	0.961	1.070	0.109	1.107 (0.270)	0.845	0.966	0.121	1.329 (0.186)
	자기자본회전율	2.179	2.319	0.140	0.408 (0.684)	1.840	2.183	0.343	1.181 (0.240)
성장성 (%)	총자본증가율	27.386	91.378	63.992	2.491** (0.014)	18.455	15.955	-2.500	-0.477 (0.634)
	자기자본증가율	33.195	87.359	54.164	1.758* (0.081)	27.583	40.080	12.497	0.620 (0.536)
	매출액증가율	14.041	67.181	53.140	3.409*** (0.001)	11.610	23.699	12.089	1.577 (0.117)

주) *10%, **5%, ***1%유의수준을 나타냄

3. 합병의 주요 동기가설 검증결과

1) 다각화효과가설 검증결과

다각화합병은 전문화된 사업부문의 통합과 조화를 통해 운용의 효율성을 향상시킬 수 있기 때문에, 사업부문들이 독자적으로 운영되는 것보다 더 효율적이고 수익성이 높다는 다각화효과가설을 검증한 결과이다.

[표 5-8]은 다각화합병기업과 비다각화합병기업의 누적초과수익률을 시장모형(Panel A)과 통제기업접근모형(Panel B)에 따라 측정한 표를 나타내고 있으며, Panel C는 다각화합병기업과 비다각화합병기업의 차이분석결과에 대한 t값과 유의수준을 나타내고 있다. 합병기업과 피합병기업이 다른 산업군에 속하는 경우는 다각화합병(26개)으로 분류하고, 동일 산업군에 속하는 경우는 비다각화합병(42개)으로 분류하였다.

<그림 5-2>는 시장모형에 따라 측정한 다각화합병기업과 비다각화합병기업의 누적초과수익률 그래프를 코스피시장(Panel A), 코스닥시장(Panel B), 전체시장(Panel C)으로 나누어서 나타내고 있다.

(1) 시장모형

[표 5-8] Panel A와 Panel C에서 코스피시장을 살펴보면, 다각화합병기업은 장기간(합병 후 36개월) 누적초과수익률이 -2.111이고, 비다각화합병기업은 -0.917임을 알 수 있다. 즉, 통계적으로 유의하지는 않지만 비다각화합병기업의 누적초과수익률이 다각화합병기업의 누적초과수익률보다 오히려 더 높음을 알 수 있다. 따라서, 코스피시장에서는 다각화효과가설이 성립하지 않는다. 이는 <그림 5-2>의 그래프를 살펴봐도 그 결과가 잘 나타나 있다.

코스닥시장에서도 통계적으로 유의하지는 않지만 다각화합병기업의 장기간 누적초과수익률(-3.630)보다 비다각화합병기업의 누적초과수익률(-0.762)이 더 높음을 알 수 있다. 따라서, 코스닥시장에서도 다각화효과가설이 성립하지 않는다고 볼 수 있다.

전체시장에서도 다각화합병기업의 장기간 누적초과수익률은 -2.987이고, 비다각화합병기업은 -0.832로써 비다각화합병기업의 누적초과수익률이 더 높음을 알 수 있다. 따라서, 전체시장에서도 다각화효과가설은 성립하지 않는다.

(2) 통제기업접근모형

[표 5-8] Panel B와 Panel C에서와 같이 통제기업접근모형에서도 코스피, 코스닥, 전체시장 모두에서 시장모형과 동일하게 비다각화합병기업의 누적초과수익률이 더 높게 나타나고 있으며, 코스피와 전체시장에서는 통계적으로도 유의한 결과가 나타나고 있다.

(3) 가설검증결과

위의 결과는 합병의 다각화효과가설에도 불구하고 다각화합병기업보다 비다각화합병기업의 장기간 누적초과수익률이 오히려 더 큰 것으로 나타나, 우리나라 M&A 시장에서 다각화 효과는 없는 것으로 나타났다.

이러한 결과는 합병의 다각화가 기업가치의 증대를 가져온다는 Levy and Sarnat(1970)와 Lewellen(1971)등의 연구와는 다른 결과를 보이고 있으나, 반대로 합병의 다각화가 오히려 기업가치의 감소를 가져온다는 Jensen(1986), Berger and Ofek(1995), 윤영섭·김성표(1999), 서병덕·신달순(2003)의 연구와는 동일한 결과를 보이고 있다.

위 연구결과에 따라 다각화합병기업은 비다각화합병기업에 비해 합병 후 장기적으로 더 높은 누적초과수익률을 얻을 것이라는 가설 3-1은 기각한다.

[표 5-8] 다각화합병기업과 비다각화합병기업의 누적초과수익률(CAR)

Panel A : 시장모형

구분 기간	전체		코스피		코스닥	
	다각화 (N=26)	비다각화 (N=42)	다각화 (N=11)	비다각화 (N=19)	다각화 (N=15)	비다각화 (N=23)
-6월 ~ -1월	0.047 (0.849)	0.218 (0.479)	-0.074 (0.822)	0.040 (0.789)	0.136 (0.709)	0.366 (0.512)
+1월 ~ +6월	-0.367 (0.230)	-0.297 (0.398)	-0.423* (0.100)	-0.079 (0.552)	-0.327 (0.521)	-0.477 (0.457)
+1월 ~ +12월	-1.102** (0.048)	-0.488 (0.218)	-0.786** (0.033)	-0.243 (0.301)	-1.335 (0.161)	-0.689 (0.329)
+1월 ~ +24월	-1.866** (0.028)	-0.515 (0.376)	-1.250* (0.092)	-0.577 (0.199)	-2.318* (0.099)	-0.463 (0.648)
+1월 ~ +36월	-2.987** (0.027)	-0.832 (0.250)	-2.111* (0.090)	-0.917 (0.146)	-3.630 (0.102)	-0.762 (0.538)

Panel B : 통제기업접근모형

구분 기간	전체		코스피		코스닥	
	다각화 (N=26)	비다각화 (N=42)	다각화 (N=11)	비다각화 (N=19)	다각화 (N=15)	비다각화 (N=23)
-6월 ~ -1월	-0.183 (0.503)	0.296 (0.240)	-0.146 (0.667)	0.195 (0.137)	-0.211 (0.616)	0.379 (0.404)
+1월 ~ +6월	-0.503** (0.024)	0.055 (0.784)	-0.475* (0.076)	-0.035 (0.789)	-0.523 (0.131)	0.129 (0.715)
+1월 ~ +12월	-0.931*** (0.007)	-0.027 (0.916)	-0.845** (0.020)	-0.107 (0.603)	-0.994* (0.071)	0.038 (0.933)
+1월 ~ +24월	-1.959*** (0.002)	-0.325 (0.538)	-1.560** (0.039)	-0.501 (0.228)	-2.251** (0.021)	-0.181 (0.844)
+1월 ~ +36월	-3.324*** (0.001)	-0.823 (0.221)	-3.160** (0.016)	-0.804 (0.156)	-3.445** (0.019)	-0.840 (0.469)

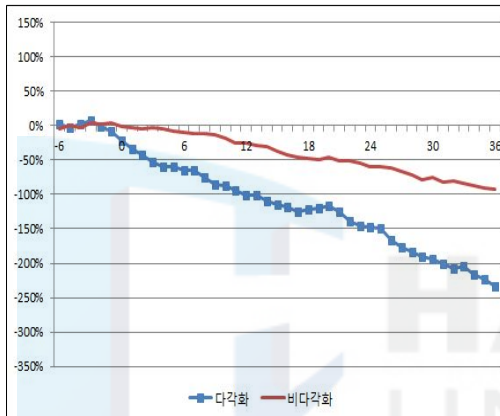
Panel C : 다각화 · 비다각화기업의 차이분석(+1월 ~ +36월 CAR)

구분	전체			코스피			코스닥		
	다각화	비다각화	t-값	다각화	비다각화	t-값	다각화	비다각화	t-값
시장모형	-2.987	-0.832	-1.596 (0.115)	-2.111	-0.917	-1.027 (0.313)	-3.630	-0.762	-1.275 (0.211)
통제기업 접근모형	-3.324	-0.823	2.309** (0.024)	-3.160	-0.804	2.156** (0.040)	-3.445	-0.840	1.482 (0.147)

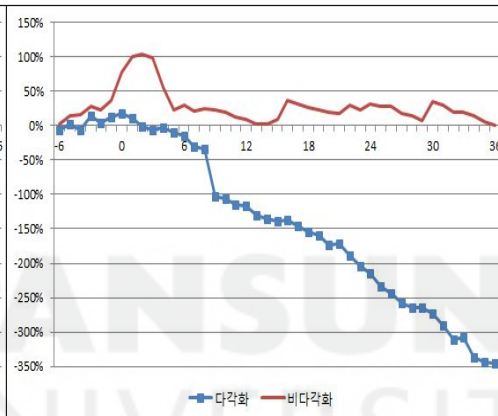
주) *10%, **5%, ***1%유의수준을 나타냄

<그림 5-2> 다각화 · 비다각화기업의 누적초과수익률 그래프(시장모형)

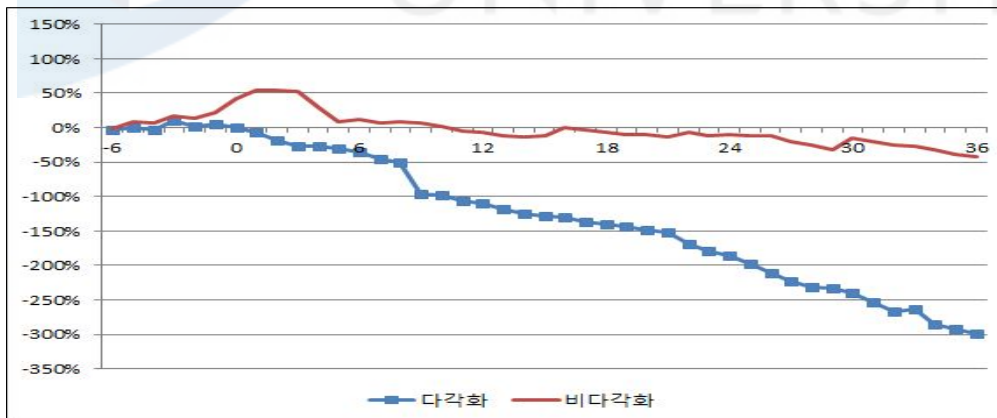
Panel A : 코스피



Panel B : 코스닥



Panel C : 전체



2) 규모효과가설 검증결과

대규모 합병기업의 경우 시너지이익이 존재하지 않으나 소규모 합병기업의 경우 시너지이익이 존재한다. 따라서 소규모 합병기업의 초과수익률이 대규모 합병기업의 초과수익률보다 더 높을 것이라는 규모효과가설을 검증한 결과이다.

[표 5-9]는 소규모합병기업과 대규모합병기업의 누적초과수익률을 시장모형(Panel A)과 통제기업접근모형(Panel B)에 따라 측정한 표를 나타내고 있으며, Panel C는 소규모합병기업과 대규모합병기업의 차이분석결과에 대한 t값과 유의수준을 나타내고 있다. 소규모합병기업과 대규모합병기업은 합병월의 시장가치를 기준으로 하위 50%는 소규모합병기업, 상위 50%는 대규모합병기업으로 분류하였다.

<그림 5-3>은 시장모형에 따라 측정한 소규모합병기업과 대규모합병기업의 누적초과수익률 그래프를 코스피시장(Panel A), 코스닥시장(Panel B), 전체시장(Panel C)으로 나누어서 나타내고 있다.

(1) 시장모형

[표 5-9] Panel A와 Panel C를 살펴보면, 코스피시장에서 소규모합병기업은 장기간(합병 후 36개월) 누적초과수익률이 -1.717이고, 대규모합병기업은 -0.993임을 알 수 있다. 소규모합병기업의 누적초과수익률보다 대규모합병기업의 누적초과수익률이 오히려 더 높게 나타나고 있지만 이는 통계적으로 유의하지 않다.

코스닥시장에서는 소규모합병기업의 누적초과수익률은 +1.735이고, 대규모합병기업의 누적초과수익률은 -5.524로써 소규모합병기업의 누적초과수익률이 더 높음을 알 수 있다(통계적으로도 유의함).

전체시장에서도 코스닥시장과 마찬가지로 소규모합병기업의 누적초과수익률이 더 높게 나타나고 있다(통계적으로도 유의함). 이는 <그림 5-3>의 그래프를 살펴보아도 그 결과를 잘 알 수 있다.

(2) 통제기업접근모형

[표 5-9] Panel B와 Panel C를 살펴보면, 코스피시장에서는 소규모합병기업의 장기간 누적초과수익률은 -1.570이고 대규모합병기업의 누적초과수익률은 -1.765(통계적으로 유의하지 않음)이다. 또한 코스닥시장에서는 +0.710과 -4.446(통계적으로 유의함)이고 전체시장에서는 -0.594와 -2.965(통계적으로 유의함)로써 세가지 시장 모두에서 소규모합병기업의 누적초과수익률이 더 높게 나타나고 있다.

(3) 가설검증결과

위의 결과는 코스피시장(시장모형)에서는 반대의 결과가 나왔으나 이는 통계적 유의성이 없다. 그 외에는 코스닥시장과 전체시장 모두에서 소규모합병기업의 누적초과수익률이 더 높게 나왔으며, 통계적으로도 유의하게 나타났다. 따라서 전체적으로 볼 때 우리나라 M&A 시장에서 규모 효과는 존재하는 것으로 볼 수 있다.

이는 소규모합병기업이 대규모 합병기업보다 누적초과수익률이 더 높은 것으로 나타난 Demsetz and Lehn(1985), Barber and Lyon(1997), Moller, Schlingemann, and Stulz(2004), 김경식(2007) 등의 연구와 동일한 결과를 보이고 있다.

위 연구결과에 따라 소규모합병기업은 대규모합병기업에 비해 합병 후 장기적으로 더 높은 누적초과수익률을 얻을 것이라는 가설 3-2는 채택한다.

[표 5-9] 소규모기업과 대규모기업의 누적초과수익률(CAR)

Panel A : 시장모형

구분 기간	전 체		코스피		코스닥	
	소규모	대규모	소규모	대규모	소규모	대규모
-6월 ~ -1월	0.115 (0.755)	0.191 (0.375)	-0.138 (0.554)	0.134 (0.489)	0.497 (0.429)	0.053 (0.889)
+1월 ~ +6월	0.328 (0.149)	-0.976** (0.021)	-0.166 (0.435)	-0.244* (0.082)	0.788** (0.028)	-1.624** (0.029)
+1월 ~ +12월	0.153 (0.606)	-1.598*** (0.004)	-0.519 (0.140)	-0.366* (0.079)	0.894** (0.027)	-2.782*** (0.004)
+1월 ~ +24월	0.181 (0.754)	-2.244*** (0.003)	-1.148 (0.103)	-0.499 (0.153)	1.511** (0.040)	-3.902*** (0.003)
+1월 ~ +36월	0.034 (0.964)	-3.346*** (0.003)	-1.717 (0.110)	-0.993* (0.076)	1.735* (0.062)	-5.524*** (0.004)

Panel B : 통제기업접근모형

구분 기간	전 체		코스피		코스닥	
	소규모	대규모	소규모	대규모	소규모	대규모
-6월 ~ -1월	0.167 (0.588)	0.058 (0.790)	0.014 (0.953)	0.126 (0.494)	0.595 (0.220)	-0.303 (0.466)
+1월 ~ +6월	0.120 (0.624)	-0.437** (0.011)	-0.141 (0.505)	-0.252 (0.100)	0.496 (0.194)	-0.753** (0.014)
+1월 ~ +12월	0.029 (0.925)	-0.775*** (0.006)	-0.370 (0.245)	-0.385* (0.077)	0.630 (0.149)	-1.368*** (0.007)
+1월 ~ +24월	-0.119 (0.832)	-1.781*** (0.002)	-0.953 (0.171)	-0.826** (0.015)	0.795 (0.282)	-2.791*** (0.009)
+1월 ~ +36월	-0.594 (0.426)	-2.965*** (0.000)	-1.570 (0.131)	-1.765*** (0.009)	0.710 (0.432)	-4.446*** (0.003)

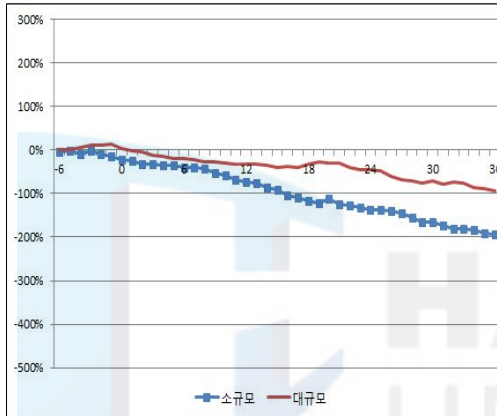
Panel C : 소규모 · 대규모기업의 차이분석(+1월~+36월 CAR)

구분	전체			코스피			코스닥		
	소규모	대규모	t-값	소규모	대규모	t-값	소규모	대규모	t-값
시장모형	0.034	-3.346	2.660*** (0.010)	-1.717	-0.993	-0.639 (0.528)	1.735	-5.524	3.831*** (0.000)
통제기업 접근모형	-0.594	-2.965	2.248** (0.028)	-1.570	-1.765	0.172 (0.865)	0.710	-4.446	3.332*** (0.002)

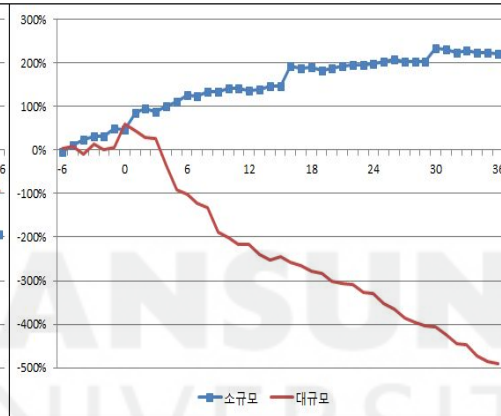
주) *10%, **5%, ***1%유의수준을 나타냄

<그림 5-3> 소규모 · 대규모기업의 누적초과수익률 그래프(시장모형)

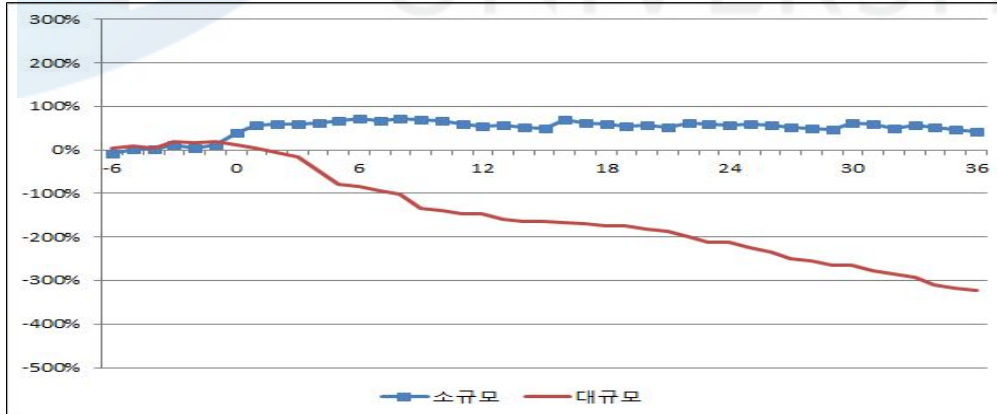
Panel A : 코스피



Panel B : 코스닥



Panel C : 전체



3) 성과역전가설 검증결과

합병공시 후 단기적으로는 성장주(glamour stock)합병기업이 가치주(value stock) 합병기업보다 높은 초과수익률을 보이나, 장기적으로는 성장주기업보다 가치주기업이 더 높은 초과수익률을 보이는 즉, 성과역전현상을 보인다는 성과역전가설을 검증한 결과이다.

[표 5-10]은 가치주기업과 성장주기업의 누적초과수익률을 시장모형(Panel A)과 통제기업접근모형(Panel B)에 따라 측정한 표를 나타내고 있으며, Panel C는 가치주기업과 성장주기업의 차이분석결과에 대한 t값과 유의수준을 나타내고 있다. 가치주기업과 성장주기업은 B/M비율(B value : 합병직전년도말, M value : 합병월)을 기준으로 상위 50%는 가치주기업, 하위 50%는 성장주기업으로 분류하였다.

[표 5-11]은 합병 초기의 누적초과수익률을 살펴보기 위하여 합병월부터 6개월까지 매월의 누적초과수익률을 나타내고 있는 표이다.

<그림 5-4>는 시장모형에 따라 측정한 가치주기업과 성장주기업의 누적초과수익률 그래프를 코스피시장(Panel A), 코스닥시장(Panel B), 전체시장(Panel C)으로 나누어서 나타내고 있다.

(1) 시장모형

[표 5-10] Panel A와 Panel C의 코스피시장을 살펴보면, 가치주기업은 장기간(합병 후 36개월) 누적초과수익률이 -0.678이고 성장주기업은 -2.032로써, 장기적으로 가치주기업의 누적초과수익률이 성장주기업보다 더 높음을 알 수 있다(통계적으로는 유의하지 않음). 반면, [표 5-11] Panel A에서 코스피시장을 살펴보면, 합병 후 2개월까지는 성장주기업의 누적초과수익률이 더 높게 나타나고 있었음을 알 수 있다. 이러한 현상은 <그림 5-4>의 그래프를 보면 쉽게 그 결과를 알 수 있다.

코스닥시장을 살펴보면, 가치주기업은 장기간(합병 후 36개월) 누적초과수익률이 +1.131이고 성장주기업은 -4.920으로써, 장기적으로 가치주기업의 누적초과수익률이 성장주기업보다 더 높음을 알 수 있다(통계적으로 유의함). 반면, [표 5-11] Panel A에서 코스닥시장을 살펴보면, 합병 후 4개월까지는 성장주기업의 누적초과수익률이

더 높게 나타나고 있었음을 알 수 있다. 따라서 코스닥시장에서는 성과역전가설이 성립하고 있다.

전체시장을 살펴보면, 가치주기업은 장기간(합병 후 36개월) 누적초과수익률이 -0.153이고 성장주기업은 -3.159로써, 장기적으로 가치주기업의 누적초과수익률이 성장주기업보다 더 높음을 알 수 있다(통계적으로 유의함). 반면, [표 5-11] Panel A에서 전체시장을 살펴보면, 합병 후 4개월까지는 성장주기업의 누적초과수익률이 더 높게 나타나고 있었음을 알 수 있다. 따라서 전체시장에서도 성과역전가설이 성립하고 있다.

(2) 통제기업접근모형

[표 5-10] Panel B를 살펴보면, 통제기업접근모형도 코스피, 코스닥, 전체시장 모두에서 장기적으로 가치주기업의 누적초과수익률이 성장주기업보다 더 높음을 알 수 있다(통계적으로도 모두 유의함). 또한, [표 5-11] Panel B를 살펴보면, 코스피시장을 제외하고 코스닥시장과 전체시장에서 합병 초기에는 성장주기업의 누적초과수익률이 가치주기업의 누적초과수익률보다 더 높게 나타나고 있음도 알 수 있다. 따라서 통제기업접근모형에 의해서도 성과역전가설이 성립하고 있다는 해석이 가능하다.

(3) 가설검증결과

위 연구결과에서와 같이 시장모형과 통제기업접근모형 모두 성과역전가설이 성립(시장모형의 코스피시장만 통계적 유의성이 없음)함에 따라, 우리나라 M&A시장 전체의 관점에서 볼 때 성과역전가설은 성립한다고 볼 수 있다.

이는 성과역전가설이 성립한다는 Lakonishok, Shleifer, and Vishny(1994), Rau and Vermaelen(1998), 서병덕·신달순(2003)의 연구와 동일한 결과를 보이고 있다.

따라서, 가치주기업은 성장주기업에 비해 합병 후 장기적으로 더 높은 초과수익률을 얻을 것이라는 가설 3-3은 채택한다.

[표 5-10] 가치주기업과 성장주기업의 누적초과수익률(CAR)

Panel A : 시장모형

구분 기간	전체		코스피		코스닥	
	가치주	성장주	가치주	성장주	가치주	성장주
-6월 ~ -1월	-0.155 (0.445)	0.460 (0.214)	-0.072 (0.498)	0.067 (0.813)	-0.134 (0.771)	0.684 (0.229)
+1월 ~ +6월	0.214 (0.221)	-0.862* (0.056)	-0.030 (0.786)	-0.380* (0.091)	0.535* (0.081)	-1.371* (0.082)
+1월 ~ +12월	0.097 (0.644)	-1.542*** (0.010)	-0.167 (0.512)	-0.718** (0.020)	0.521 (0.145)	-2.409** (0.018)
+1월 ~ +24월	-0.072 (0.807)	-1.991** (0.029)	-0.348 (0.471)	-1.300** (0.033)	0.956 (0.178)	-3.347** (0.018)
+1월 ~ +36월	-0.153 (0.739)	-3.159** (0.013)	-0.678 (0.319)	-2.032** (0.040)	1.131 (0.223)	-4.920** (0.014)

Panel B : 통제기업접근모형

구분 기간	전체		코스피		코스닥	
	가치주	성장주	가치주	성장주	가치주	성장주
-6월 ~ -1월	0.035 (0.798)	0.190 (0.589)	0.087 (0.331)	0.053 (0.853)	0.163 (0.614)	0.129 (0.818)
+1월 ~ +6월	0.128 (0.485)	-0.445* (0.060)	0.051 (0.535)	-0.443* (0.063)	0.317 (0.333)	-0.574 (0.132)
+1월 ~ +12월	0.035 (0.868)	-0.781** (0.030)	-0.048 (0.798)	-0.708** (0.029)	0.280 (0.454)	-1.019* (0.082)
+1월 ~ +24월	-0.293 (0.340)	-1.607** (0.034)	-0.230 (0.578)	-1.548** (0.014)	0.335 (0.630)	-2.331** (0.041)
+1월 ~ +36월	-0.462 (0.274)	-3.098*** (0.003)	-0.552 (0.293)	-2.783*** (0.010)	0.271 (0.752)	-4.007*** (0.010)

Panel C : 가치주 · 성장주기업의 차이분석(+1월~+36월 CAR)

구분	전체			코스피			코스닥		
	가치주	성장주	t-값	가치주	성장주	t-값	가치주	성장주	t-값
시장모형	-0.153	-3.159	2.339** (0.022)	-0.678	-2.032	1.218 (0.233)	1.131	-4.920	3.012*** (0.005)
통제기업 접근모형	-0.462	-3.098	2.522** (0.014)	-0.552	-2.783	2.112** (0.044)	0.271	-4.007	2.641** (0.012)

주) *10%, **5%, ***1%유의수준을 나타냄

[표 5-11] 가치주기업과 성장주기업의 합병초기 누적초과수익률(CAR)

Panel A : 시장모형

구분 월별	전체		코스피		코스닥	
	가치주	성장주	가치주	성장주	가치주	성장주
0월	-0.153	0.676	-0.155	-0.019	-0.098	1.172 *
+1월	-0.022	0.629	-0.167	-0.107	0.154	1.149
+2월	-0.018	0.556	-0.199	-0.162	0.194	1.055
+3월	-0.064	0.515	-0.207	-0.222	0.166	0.98
+4월	0.003	0.134	-0.209	-0.289	0.315	0.324
+5월	0.017	-0.136	-0.185	-0.344	0.337	-0.131
+6월	0.061	-0.186	-0.185	-0.4	0.437	-0.198

Panel B : 통제기업접근모형

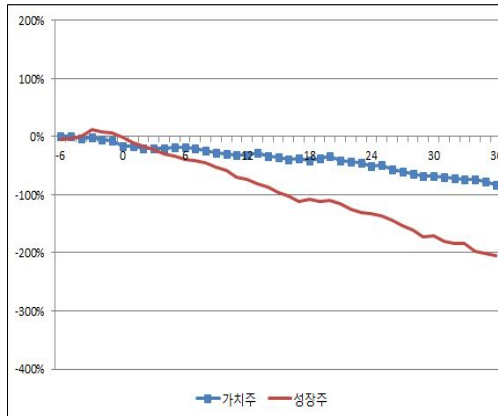
구분 월별	전체		코스피		코스닥	
	가치주	성장주	가치주	성장주	가치주	성장주
0월	0.053	0.342	0.038	-0.078	0.195	0.543
+1월	0.179	0.292	0.055	-0.183	0.421	0.523
+2월	0.171	0.164	0.048	-0.261	0.417	0.352
+3월	0.162	0.138	0.083	-0.316	0.430	0.291
+4월	0.233	0.034	0.119	-0.392	0.546	0.148
+5월	0.208	-0.005	0.102	-0.453	0.518	0.123
+6월	0.181	-0.103	0.089	-0.521	0.511	-0.031

주) *10%, **5%, ***1%유의수준을 나타냄

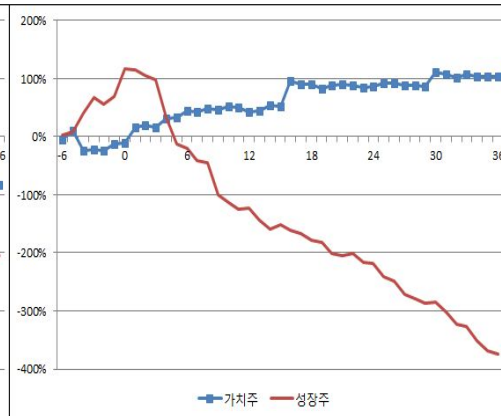


<그림 5-4> 가치주 · 성장주기업의 누적초과수익률 그래프(시장모형)

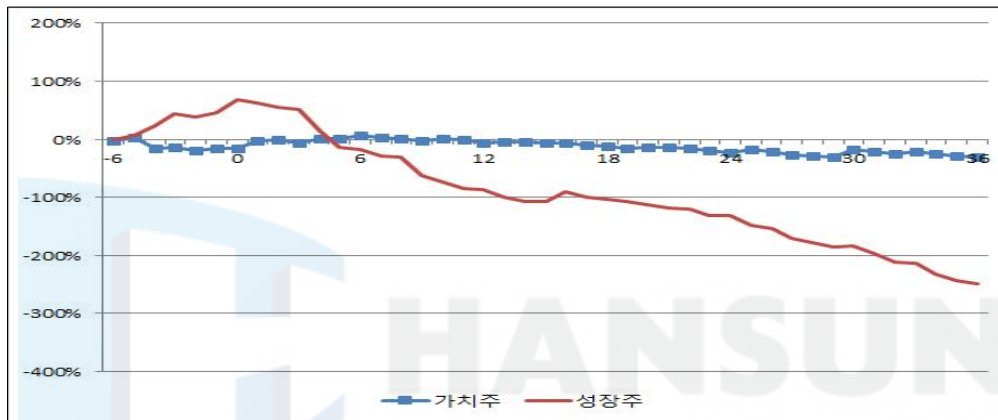
Panel A : 코스피



Panel B : 코스닥



Panel C : 전체



4) 잉여현금흐름가설 검증결과

기업의 잉여현금흐름이 있을 경우, 경영자는 이러한 여유자금을 배당 등을 통해 주주에게 귀속시키지 않고 보다 많은 자원에 대한 자신들의 의사결정권한을 행사하기 위하여 기업인수에 활용함으로써, 투자안에 대한 경제성 평가없이 합병투자안을 선택할 유인을 갖는다는 잉여현금흐름가설을 검증한 결과이다.

[표 5-12]는 현금보유량이 적은 합병기업(이하 현금少기업이라 한다)과 현금보유량이 많은 합병기업(이하 현금多기업이라 한다)의 누적초과수익률을 시장모형(Panel A)과 통제기업접근모형(Panel B)에 따라 측정한 표를 나타내고 있으며, Panel C는 현금少기업과 현금多기업의 차이분석결과에 대한 t값과 유의수준을 나타내고 있다. 현금少기업과 현금多기업의 구분은 재무제표상(합병직전년도말)의 현금보유액을 기준으로 하위50%는 현금少기업, 상위 50%는 현금多기업으로 분류하였다.

<그림 5-5>는 시장모형에 따라 측정한 현금少기업과 현금多기업의 누적초과수익률그래프를 코스피시장(Panel A), 코스닥시장(Panel B), 전체시장(Panel C)으로 나누어서 나타내고 있다.

(1) 시장모형

[표 5-12] Panel A와 Panel C에서 코스피시장을 살펴보면, 현금少기업은 장기간(합병 후 36개월) 누적초과수익률이 -1.996이고 현금多기업은 -0.714로써, 장기적으로 현금多기업의 누적초과수익률이 현금少기업보다 오히려 더 높게 나타나고 있다. 따라서 코스피시장에서는 잉여현금흐름가설이 성립한다고 볼 수 없다.

코스닥시장을 살펴보면, 현금少기업은 장기간(합병 후 36개월) 누적초과수익률이 -1.455이고 현금多기업은 -2.333으로써, 장기적으로 현금少기업의 누적초과수익률이 현금多기업보다 더 높게 나타나고 있지만 통계적 유의성이 없어 역시 잉여현금흐름가설이 성립한다고 볼 수 없다.

전체시장을 살펴보면, 현금少기업은 장기간(합병 후 36개월) 누적초과수익률이 -1.745이고 현금多기업은 -1.568로써, 장기적으로 현금多기업의 누적초과수익률이 현금少기업보다 오히려 더 높음을 알 수 있다. 따라서 전체시장에서도 잉여현금흐름

가설이 성립한다고 볼 수 없다.

(2) 통제기업접근모형

[표 5-12] Panel B를 살펴보면, 코스피시장에서는 현금多기업의 장기간 누적초과 수익률이 더 높게 나타나고 있고, 코스닥시장과 전체시장에서는 현금少기업의 장기간 누적초과수익률이 더 높게 나타나고 있지만 통계적 유의성이 없다. 따라서 통제 기업접근모형에 의해서도 잉여현금흐름가설이 성립하지 않는다고 볼 수 있다.

(3) 가설검증결과

위 연구결과에서와 같이 시장모형과 통제기업접근모형 모두 잉여현금흐름가설이 성립하지 않음에 따라, 우리나라 M&A시장 전체의 관점에서 볼 때 잉여현금흐름가설은 성립하지 않는다고 볼 수 있다.

이는 기업의 잉여현금흐름이 있는 경우 합병 후 기업가치는 낮아질 것이라고 주장한 Jensen(1986)과 현금보유량이 많은 합병기업의 성과가 더 낮게 나타난 서병덕·신달순(2003)의 연구결과와 비교하여 볼 때 다른 결과를 나타내고 있다.

위 연구결과에 따라 현금보유량이 적은 합병기업은 현금보유량이 많은 합병기업보다 합병 후 장기적으로 더 높은 누적초과수익률을 얻을 것이라는 가설 3-4는 기각한다.

[표 5-12] 현금보유량에 따른 합병기업의 누적초과수익률(CAR)

Panel A : 시장모형

구분 기간	전 체		코스피		코스닥	
	현금少	현금多	현금少	현금多	현금少	현금多
-6월 ~ -1월	0.478 (0.178)	-0.172 (0.452)	0.114 (0.680)	-0.119 (0.336)	0.237 (0.554)	0.313 (0.613)
+1월 ~ +6월	-0.337 (0.430)	-0.311 (0.212)	-0.286 (0.197)	-0.124 (0.320)	0.091 (0.864)	-0.927 (0.175)
+1월 ~ +12월	-0.604 (0.255)	-0.842** (0.026)	-0.602* (0.084)	-0.283 (0.174)	-0.241 (0.742)	-1.647* (0.055)
+1월 ~ +24월	-0.943 (0.272)	-1.120** (0.016)	-1.285* (0.070)	-0.362 (0.267)	-0.499 (0.711)	-1.892* (0.051)
+1월 ~ +36월	-1.745 (0.163)	-1.568*** (0.007)	-1.996* (0.068)	-0.714 (0.152)	-1.455 (0.472)	-2.333** (0.040)

Panel B : 통제기업접근모형

구분 기간	전 체		코스피		코스닥	
	현금少	현금多	현금少	현금多	현금少	현금多
-6월 ~ -1월	0.267 (0.438)	-0.042 (0.781)	0.272 (0.289)	-0.132 (0.352)	-0.066 (0.886)	0.359 (0.427)
+1월 ~ +6월	-0.117 (0.668)	-0.200 (0.124)	-0.243 (0.273)	-0.149 (0.279)	0.035 (0.940)	-0.292 (0.172)
+1월 ~ +12월	-0.325 (0.385)	-0.420** (0.035)	-0.427 (0.184)	-0.328 (0.123)	-0.251 (0.686)	-0.488 (0.166)
+1월 ~ +24월	-0.862 (0.215)	-1.038** (0.019)	-1.118 (0.101)	-0.660* (0.071)	-0.723 (0.526)	-1.273* (0.099)
+1월 ~ +36월	-1.759* (0.070)	-1.800*** (0.003)	-2.012* (0.063)	-1.323** (0.027)	-1.670 (0.280)	-2.066** (0.041)

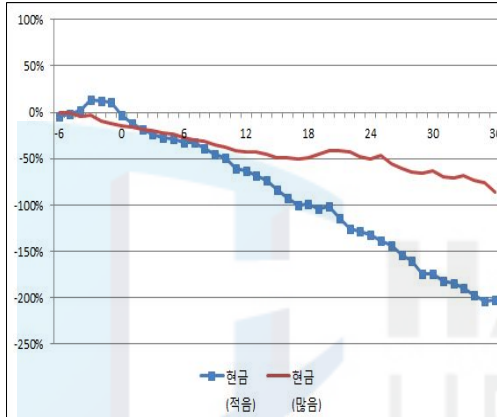
Panel C : 현금少 · 현금多기업의 차이분석(+1월 ~ +36월 CAR)

구분	전체			코스피			코스닥		
	현금少	현금多	t-값	현금少	현금多	t-값	현금少	현금多	t-값
시장모형	-1.745	-1.568	-0.132 (0.895)	-1.996	-0.714	-1.150 (0.260)	-1.455	-2.333	0.391 (0.698)
통제기업 접근모형	-1.759	-1.800	0.038 (0.970)	-2.012	-1.323	-0.610 (0.547)	-1.670	-2.066	0.223 (0.824)

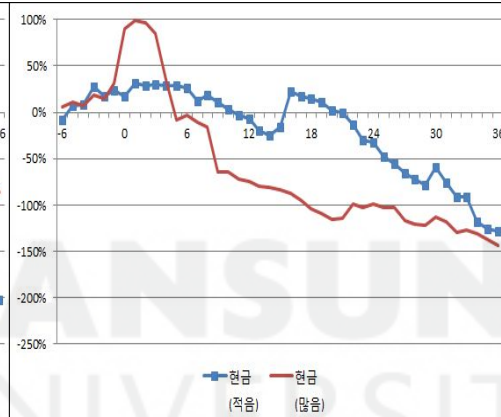
주) *10%, **5%, ***1%유의수준을 나타냄

<그림 5-5> 현금보유량에 따른 합병기업의 누적초과수익률 그래프(시장모형)

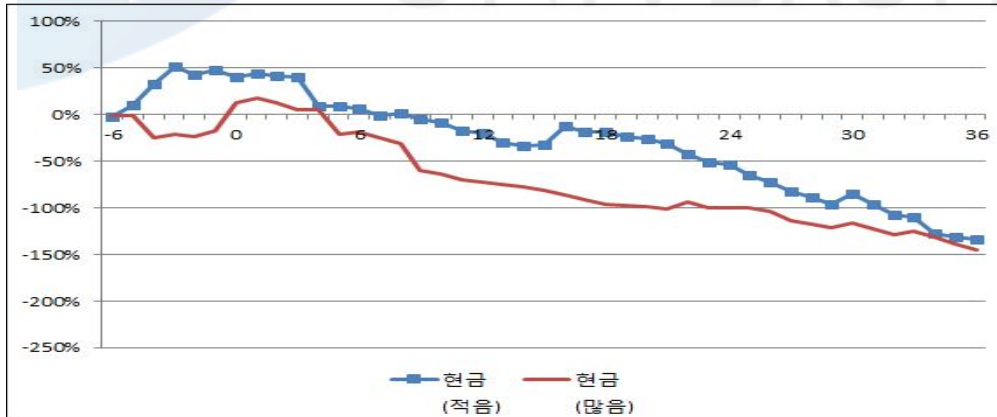
Panel A : 코스피



Panel B : 코스닥



Panel C : 전체



5) 부채감시가설 검증결과

부채비율이 높은 합병기업의 장기성결과 부채비율이 낮은 합병기업의 장기성결과 다 높을 것이라는 부채감시가설을 검증한 결과이다.

[표 5-13]은 부채비율이 높은 합병기업(이하 부채高기업이라 한다)과 부채비율이 낮은 합병기업(이하 부채低기업이라 한다)의 누적초과수익률을 시장모형(Panel A)과 통제기업접근모형(Panel B)에 따라 측정한 표를 나타내고 있으며, Panel C는 부채高기업과 부채低기업의 차이분석결과에 대한 t값과 유의수준을 나타내고 있다. 부채高기업과 부채低기업의 구분은 재무제표상(합병직전년도)의 부채비율을 기준으로 상위50%는 부채高기업, 하위 50%는 부채低기업으로 분류하였다.

<그림 5-6>은 시장모형에 따라 측정한 부채高기업과 부채低기업의 누적초과수익률 그래프를 코스피시장(Panel A), 코스닥시장(Panel B), 전체시장(Panel C)으로 나누어서 나타내고 있다.

(1) 시장모형

[표 5-13] Panel A와 Panel C에서 코스피시장을 살펴보면, 부채高기업은 장기간(합병 후 36개월) 누적초과수익률이 -2.159이고 부채低기업은 -0.551로써, 장기적으로 부채高기업의 누적초과수익률이 부채低기업보다 더 높지 않음을 알 수 있다(통계적으로 유의하지 않음). 따라서 코스피시장에서는 부채감시가설이 성립한다고 볼 수 없다.

코스닥시장을 살펴보면, 부채高기업은 장기간(합병 후 36개월) 누적초과수익률이 +0.078이고 부채低기업은 -3.866으로써, 장기적으로 부채高기업의 누적초과수익률이 부채低기업보다 더 높음을 알 수 있다(통계적으로 유의함). 따라서 코스닥시장에서는 부채감시가설이 성립하고 있다.

전체시장을 살펴보면, 부채高기업은 장기간(합병 후 36개월) 누적초과수익률이 -1.224이고 부채低기업은 -2.089로써, 장기적으로 부채高기업의 누적초과수익률이 부채低기업보다 더 높음을 알 수 있다. 그러나 통계적 유의성이 없어 전체시장에서는 부채감시가설이 성립한다고 볼 수 없다. 이러한 결과는 <그림 5-6>에서 알 수

있듯이 코스피시장에서는 부채高기업의 누적초과수익률이 더 낮고, 코스닥시장에서는 부채高기업의 누적초과수익률이 더 높게 나타남에 따라 전체시장에서는 그 결과가 상쇄되어 두 집단간의 차이가 나타나지 않는 것으로도 해석이 가능하다.

(2) 통제기업접근모형

[표 5-13] Panel B와 Panel C를 살펴보면, 통제기업접근모형은 시장모형과 그 결과가 동일하게 나타나고 있다. 따라서 통제기업접근모형에 의해서도 우리나라 M&A 시장 전체의 관점에서 볼 때 부채감시가설이 성립한다고 볼 수 없다.

(3) 가설검증결과

위의 연구결과는 부채비율이 높은 합병기업의 합병 후 기업가치가 더 높아질 것이라고 주장한 Brealy and Myers(1991)와 Ghosh and Jain(2000)의 연구결과와 비교하여 볼 때, 유사한 결과를 보이고는 있지만 통계적 유의성이 없어 우리나라 M&A 시장 전체의 관점에서 볼 때 부채감시가설이 성립한다고 볼 수 없다.

위의 연구결과에 따라 부채비율이 높은 합병기업은 부채비율이 낮은 합병기업보다 합병 후 장기적으로 더 높은 누적초과수익률을 얻을 것이라는 가설 3-5는 기각한다.

[표 5-13] 부채비율에 따른 합병기업의 누적초과수익률(CAR)

Panel A : 시장모형

구분 기간	전 체		코스피		코스닥	
	부채高	부채低	부채高	부채低	부채高	부채低
-6월 ~ -1월	0.278 (0.409)	0.027 (0.916)	-0.313 (0.185)	0.309* (0.072)	1.040* (0.095)	-0.490 (0.160)
+1월 ~ +6월	-0.197 (0.597)	-0.451 (0.163)	-0.303 (0.210)	-0.107 (0.160)	-0.082 (0.901)	-0.754 (0.190)
+1월 ~ +12월	-0.475 (0.273)	-0.971** (0.045)	-0.685* (0.077)	-0.200* (0.077)	-0.130 (0.862)	-1.758** (0.036)
+1월 ~ +24월	-0.734 (0.259)	-1.329* (0.067)	-1.317* (0.079)	-0.331 (0.119)	0.154 (0.888)	-2.545** (0.037)
+1월 ~ +36월	-1.224 (0.149)	-2.089* (0.054)	-2.159* (0.061)	-0.551* (0.077)	0.078 (0.953)	-3.866** (0.036)

Panel B : 통제기업접근모형

구분 기간	전 체		코스피		코스닥	
	부채高	부채低	부채高	부채低	부채高	부채低
-6월 ~ -1월	0.263 (0.381)	-0.038 (0.868)	-0.251 (0.272)	0.391** (0.022)	0.946* (0.093)	-0.654** (0.010)
+1월 ~ +6월	0.067 (0.776)	-0.384** (0.038)	-0.335 (0.165)	-0.057 (0.535)	0.277 (0.486)	-0.534* (0.085)
+1월 ~ +12월	-0.131 (0.679)	-0.615** (0.028)	-0.638* (0.071)	-0.117 (0.389)	0.286 (0.577)	-1.025** (0.029)
+1월 ~ +24월	-0.613 (0.273)	-1.287** (0.033)	-1.685** (0.014)	-0.093 (0.736)	0.416 (0.635)	-2.412** (0.016)
+1월 ~ +36월	-1.468* (0.063)	-2.091** (0.011)	-2.748** (0.011)	-0.587 (0.266)	-0.210 (0.859)	-3.526*** (0.009)

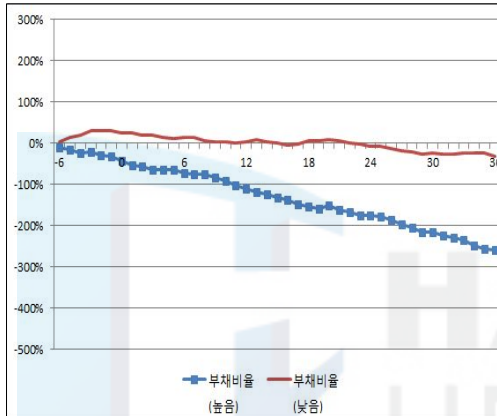
Panel C : 부채高 · 부채低기업의 차이분석(+1월 ~ +36월 CAR)

구분	전체			코스피			코스닥		
	부채高	부채低	t-값	부채高	부채低	t-값	부채高	부채低	t-값
시장모형	-1.224	-2.089	-0.649 (0.519)	-2.159	-0.551	1.463 (0.155)	0.078	-3.866	-1.835* (0.075)
통제기업 접근모형	-1.468	-2.091	-0.571 (0.570)	-2.748	-0.587	2.035* (0.051)	-0.210	-3.526	-1.972* (0.056)

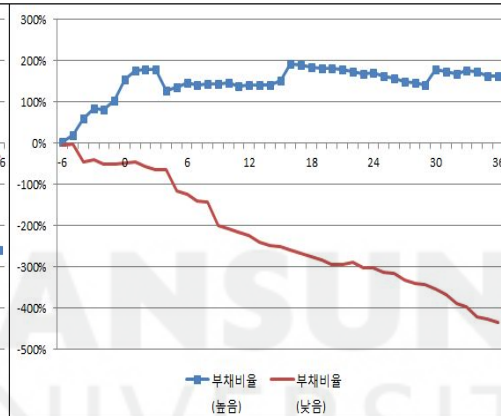
주) *10%, **5%, ***1%유의수준을 나타냄

<그림 5-6> 부채비율에 따른 합병기업의 누적초과수익률 그래프(시장모형)

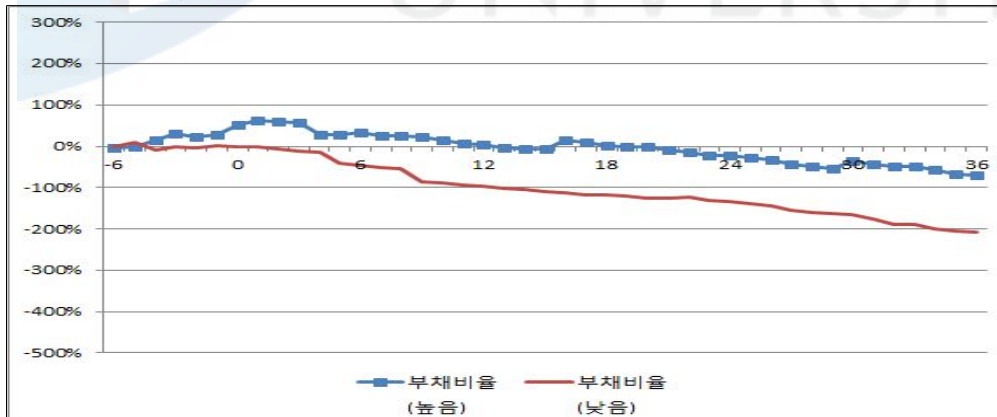
Panel A : 코스피



Panel B : 코스닥



Panel C : 전체



4. 검증결과의 요약

[표 5-14]는 가설 1(합병의 장기주식성과), 가설 2(합병의 장기채무성과), 가설 3(합병의 주요동기가설)의 검증결과에 대하여 요약한 표이다.

[표 5-14] 가설검증결과 요약

구분		가설내용	검증결과
가설 1		합병기업은 합병 후 장기적으로 양(+)의 누적초과수익률을 보일 것이다.	기각
가설 2	2-1	합병기업은 비합병기업에 비해 합병 후 장기적으로 수익성비율이 더 높을 것이다.	기각
	2-2	합병기업은 비합병기업에 비해 합병 후 장기적으로 안정성비율이 더 높을 것이다.	기각
	2-3	합병기업은 비합병기업에 비해 합병 후 장기적으로 활동성비율이 더 높을 것이다.	기각
	2-4	합병기업은 비합병기업에 비해 합병 후 장기적으로 성장성비율이 더 높을 것이다.	기각
가설 3	3-1	다각화합병기업은 비다각화합병기업에 비해 합병 후 장기적으로 더 높은 누적초과수익률을 얻을 것이다.	기각
	3-2	소규모합병기업은 대규모합병기업에 비해 합병 후 장기적으로 더 높은 누적초과수익률을 얻을 것이다.	채택
	3-3	가치주기업은 성장주기업에 비해 합병 후 장기적으로 더 높은 누적초과수익률을 얻을 것이다.	채택
	3-4	현금보유량이 적은 합병기업은 현금보유량이 많은 합병기업보다 합병 후 장기적으로 더 높은 누적초과수익률을 얻을 것이다.	기각
	3-5	부채비율이 높은 합병기업은 부채비율이 낮은 합병기업보다 합병 후 장기적으로 더 높은 누적초과수익률을 얻을 것이다.	기각

제 2 절 회귀분석

1. 기술통계량

합병기업의 누적초과수익률(CAR)에 영향을 미치는 요인들을 알아보기 위해 누적초과수익률을 종속변수로 사용한 다중 회귀분석을 실시하였다.

[표 5-15]는 회귀분석에 사용된 변수들의 기술통계량을 나타낸 표이다.

종속변수인 누적초과수익률은 합병 후 1월에서 36개월까지의 전체주식시장의 누적초과수익률이며, 시장모형에 의한 누적초과수익률과 통제기업접근모형에 의한 누적초과수익률을 번갈아 사용한다.

독립변수에는 합병의 주요 동기가설 5가지에 대한 변수를 사용하였다.

통제변수인 재무비율변수는 수익성, 안정성, 활동성, 성장성비율에 속하는 재무비율 중 선행연구에서 사용한 대표적인 재무비율을 한 개씩 선정하였다. 수익성비율에서는 매출액순이익률, 안정성비율에서는 유동비율, 활동성비율에서는 총자산회전율 그리고 성장성비율에서는 매출액증가율을 각각 선정하였다.



[표 5-15] 회귀분석에 사용된 변수들의 기술통계량

Panel A : 시장모형

구분		관찰수(N)	평균	표준편차	25%	중앙값	75%
시장모형CAR		68	-1.656	5.473	-3.044	-0.770	0.749
다각화 효과	다각화	26	-2.987	6.502	-3.320	-1.124	0.517
	비다각화	42	-0.832	4.621	-2.805	-0.479	1.419
규모 효과	소규모	34	0.034	4.388	-1.329	0.356	2.072
	대규모	34	-3.346	5.972	-3.960	-1.493	-0.122
성과 역전	가치주	34	-0.153	2.662	-1.180	-0.226	1.160
	성장주	34	-3.159	7.005	-4.766	-2.557	0.538
잉여현금 흐름	적음	34	-1.745	7.124	-3.399	-0.254	1.720
	많음	34	-1.568	3.170	-2.900	-0.962	0.637
부채 감시	높음	34	-1.224	4.831	-3.621	-0.901	2.023
	낮음	34	-2.089	6.090	-2.693	-0.495	0.570
매출액순이익률(%)		68	-24.628	75.848	-13.638	1.157	3.749
유 동 비 율 (%)		68	192.822	162.356	100.639	142.87	207.879
총자산회전율(회)		68	0.966	0.584	0.601	0.872	1.283
매출액증가율(%)		68	23.699	56.038	1.920	10.100	26.358

Panel B : 통제기업접근모형

구분		관찰수(N)	평균	표준편차	25%	중앙값	75%
통제기업모형CAR		68	-1.780	4.478	-3.825	-1.187	0.519
다각화 효과	다각화	26	-3.324	4.410	-5.138	-1.975	-0.280
	비다각화	42	-0.823	4.298	-3.484	-0.364	1.727
규모 효과	소규모	34	-0.594	4.295	-2.759	-0.287	1.761
	대규모	34	-2.965	4.402	-4.401	-1.447	-0.098
성과 역전	가치주	34	-0.462	2.419	-1.927	-0.468	0.657
	성장주	34	-3.098	5.594	-6.369	-3.329	0.451
잉여현금 흐름	적음	34	-1.759	5.480	-4.517	-0.838	0.835
	많음	34	-1.800	3.269	-3.008	-1.264	0.136
부채 감시	높음	34	-1.468	4.455	-4.229	-0.983	0.872
	낮음	34	-2.091	4.547	-2.681	-1.339	0.170
매출액순이익률(%)		68	-24.628	75.848	-13.638	1.157	3.749
유 동 비 율 (%)		68	192.822	162.356	100.639	142.870	207.879
총자산회전율(회)		68	0.966	0.584	0.601	0.872	1.283
매출액증가율(%)		68	23.699	56.038	1.920	10.100	26.358

2. 회귀분석모형

합병기업의 장기성과에 영향을 미치는 요인들을 알아보기 위한 다중회귀분석모형은 식(6)과 같다.

$$CAR_{it} = \alpha_{it} + \beta_1 CM_{it} + \beta_2 SI_{it} + \beta_3 BM_{it} + \beta_4 CF_{it} + \beta_5 DB_{it} \\ + \beta_6 PR_{it} + \beta_7 SR_{it} + \beta_8 AR_{it} + \beta_9 GR_{it} + \beta_{10} MK_{it} + \varepsilon_{it} \cdots \cdots \text{식(6)}$$

CAR_{it} : i기업의 t기간 누적초과수익률

i기업 : 합병기업

t기간 : 합병일 이후 +1월~+36월

CM_{it} (다각화효과가설 더미변수) : 다각화합병은 1, 비다각화합병은 0

SI_{it} (규모효과가설 더미변수) : 소규모합병은 1, 대규모합병은 0

BM_{it} (성과역전가설 더미변수) : 가치주 기업은 1, 성장주기업은 0

CF_{it} (잉여현금흐름가설 더미변수) : 현금흐름보유량이 적으면 1, 많으면 0

DB_{it} (부채감시가설 더미변수) : 부채비율이 높으면 1, 낮으면 0

PR_{it} (수익성비율변수) : 매출액순이익률(%)

SR_{it} (안전성비율변수) : 유동비율(%)

AR_{it} (활동성비율변수) : 총자산회전율(회)

GR_{it} (성장성비율변수) : 매출액증가율(%)

MK_{it} (시장 더미변수) : 코스피 상장법인이면 1, 코스닥 상장법인이면 0

3. 상관관계분석

[표 5-17]은 회귀분석에 사용된 변수들의 상관관계분석결과를 나타낸 표이다.

종속변수인 CAR(누적초과수익률) 변수는 시장모형CAR 변수와 통제기업CAR 변수가 있으므로, [표 5-17]의 왼쪽 하단 부분은 시장모형CAR 변수와 기타 변수와의 상관관계를 나타내었고, 오른쪽 상단 부분은 통제기업CAR 변수와 기타 변수와의 상관관계를 나타내었다.

또한, 독립변수 및 통제변수들간의 상관관계인 다중공선성 테스트를 실시하였다. 본 연구에서는 다중공선성(multi-collinearity) 문제를 검토하기 위하여 분산팽창지수(variance inflation factor, VIF)지표를 검토하였다. 시장모형(통제기업접근모형과 동일함) 회귀분석에서 도출된 각 변수별 VIF 값들이 [표 5-16]에 나타나 있다. 일반적으로 VIF값이 5이상이면 다중공선성이 통계적으로 회귀분석결과에 큰 영향을 미친다고 평가하는데, 본 연구에서는 VIF값이 모두 2 미만이었다. 따라서 본 연구모형에서 다중공선성은 크게 문제되지 않는다고 판단된다.

[표 5-16] 변수들의 분산팽창지수

변 수	VIF
CM_{it}	1.379
SI_{it}	1.401
BM_{it}	1.440
CF_{it}	1.162
DB_{it}	1.562
PR_{it}	1.578
SR_{it}	1.260
AR_{it}	1.345
GR_{it}	1.345
MK_{it}	1.538

[표 5-17] 변수 간의 상관관계

	시장모형 CAR _{it}	CM _{it}	SI _{it}	BM _{it}	CF _{it}	DB _{it}	PR _{it}	SR _{it}	AR _{it}	GR _{it}	MK _{it}
통제기업 CAR _{it}		-.273** (0.024)	.267** (0.028)	.296** (0.014)	0.005 (0.970)	0.070 (0.570)	.406*** (0.001)	-0.106 (0.391)	.274** (0.024)	-0.161 (0.189)	0.022 (0.856)
CM _{it}	-0.193 (0.115)	1	-0.061 (0.624)	0.061 (0.624)	0.121 (0.325)	-.303** (0.012)	-0.220* (0.072)	0.137 (0.265)	-0.225* (0.065)	.294** (0.015)	-0.029 (0.816)
SI _{it}	.311*** (0.010)	-0.061 (0.624)	1	0.176 (0.150)	0.118 (0.339)	-0.176 (0.150)	-0.026 (0.834)	0.219* (0.072)	0.063 (0.609)	-0.168 (0.172)	-.355*** (0.003)
BM _{it}	.277** (0.022)	0.061 (0.624)	0.176 (0.150)	1	-0.235* (0.053)	-.294** (0.015)	.263** (0.030)	-0.051 (0.677)	0.035 (0.774)	-0.135 (0.272)	0.237* (0.052)
CF _{it}	-0.016 (0.895)	0.121 (0.325)	0.118 (0.339)	-0.235* (0.053)	1	0.059 (0.634)	0.001 (0.994)	0.115 (0.352)	-0.008 (0.950)	0.083 (0.503)	-0.178 (0.147)
DB _{it}	0.080 (0.519)	-.303** (0.012)	-0.176 (0.150)	-.294** (0.015)	0.059 (0.634)	1	-0.079 (0.524)	-.329*** (0.006)	0.196 (0.110)	0.125 (0.310)	0.178 (0.147)
PR _{it}	.450*** (0.000)	-0.220* (0.072)	-0.026 (0.834)	.263** (0.030)	0.001 (0.994)	-0.079 (0.524)	1	-0.101 (0.415)	.415*** (0.000)	-.318*** (0.008)	.275** (0.023)
SR _{it}	-0.213* (0.081)	0.137 (0.265)	0.219* (0.072)	-0.051 (0.677)	0.115 (0.352)	-.329*** (0.006)	-0.101 (0.415)	1	-0.202* (0.099)	-0.086 (0.485)	-.250** (0.040)
AR _{it}	.291** (0.016)	-0.225* (0.065)	0.063 (0.609)	0.035 (0.774)	-0.008 (0.950)	0.196 (0.110)	.415*** (0.000)	-0.202* (0.099)	1	-0.106 (0.392)	0.102 (0.406)
GR _{it}	-0.124 (0.314)	.294** (0.015)	-0.168 (0.172)	-0.135 (0.272)	0.083 (0.503)	0.125 (0.310)	-.318*** (0.008)	-0.086 (0.485)	-0.106 (0.392)	1	-0.175 (0.153)
MK _{it}	0.049 (0.690)	-0.029 (0.816)	-.355*** (0.003)	0.237* (0.052)	-0.178 (0.147)	0.178 (0.147)	.275** (0.023)	-.250** (0.040)	0.102 (0.406)	-0.175 (0.153)	1

주1)상관계수 값은 Pearson상관관계를 통해 계산된 값이며, 괄호안의 수치는 양측검증에 대한 P값이다.(*:P<0.1, **:P<0.05, ***:P<0.01)

주2)왼쪽 하단 부분은 시장모형CAR 변수와 기타 변수와의 상관관계이고, 오른쪽 상단 부분은 통제기업CAR 변수와 기타 변수와의 상관관계이다.

4. 회귀분석결과

1) 시장모형CAR를 종속변수로 하는 회귀분석결과

[표 5-18]은 시장모형에 의한 장기간(+1월에서 +36월까지) 누적초과수익률(CAR)을 종속변수로 사용한 다중회귀분석의 결과이다. 독립변수는 합병의 주요동기가설과 관련된 변수(CM_{it} , SI_{it} , BM_{it} , CF_{it} , DB_{it})를 사용하였고, 통제변수로 수익성비율, 안전성비율, 활동성비율, 성장성비율에 속하는 재무비율 중 선행연구에서 사용된 PR_{it} (매출액순이익률), SR_{it} (유동비율), AR_{it} (총자산회전율), GR_{it} (매출액증가율)과 주식시장(MK_{it}) 변수를 사용하였다.

CM_{it} 변수는 합병기업의 다각화 여부가 합병기업의 장기 누적초과수익률에 영향을 미치는지를 측정하는 것으로, 가설 3-1의 실증분석결과에 따라 음(-)의 부호를 나타낼 것으로 예상하였다. 분석결과 통계적 유의성이 없는 음(-)의 부호를 보임으로써, 다각화합병기업의 누적초과수익률이 비다각화합병기업의 누적초과수익률보다 더 높다고 볼 수 없다. 따라서, 가설 3-1의 다각화효과가설의 검증결과(기각)를 지지한다고 볼 수 있다([표 5-18]의 모형1).

SI_{it} 변수는 합병기업의 규모가 합병기업의 장기 누적초과수익률에 영향을 미치는지를 측정하는 것으로, 가설 3-2의 실증분석결과에 따라 양(+)의 부호를 나타낼 것으로 예상하였다. 분석결과 통계적 유의성이 높은 양(+)의 부호를 보임으로써, 소규모합병기업의 누적초과수익률이 대규모합병기업의 누적초과수익률보다 더 높다고 해석할 수 있다. 따라서, 가설 3-2의 규모효과가설의 검증결과(채택)를 지지한다고 볼 수 있다([표 5-18]의 모형2).

BM_{it} 변수는 합병기업의 B/M비율이 합병기업의 장기 누적초과수익률에 영향을 미치는지를 측정하는 것으로, 가설 3-3의 실증분석결과에 따라 양(+)의 부호를 나타낼 것으로 예상하였다. 분석결과 통계적 유의성이 있는 양(+)의 부호를 보임으로써, 가치주합병기업의 누적초과수익률이 성장주합병기업의 누적초과수익률보다 더 높다고 해석할 수 있다. 따라서, 가설 3-3의 성과역전가설의 검증결과(채택)를 지지한다고 볼 수 있다([표 5-18]의 모형3).

CF_{it} 변수는 합병기업의 현금보유량이 합병기업의 장기 누적초과수익률에 영향을

미치는지를 측정하는 것으로, 가설 3-4의 실증분석결과에 따라 음(-)의 부호를 나타낼 것으로 예상하였다. 분석결과 통계적 유의성은 없지만 음(-)의 부호를 보임으로써, 현금보유량이 적은 합병기업의 누적초과수익률이 현금보유량이 많은 합병기업의 누적초과수익률보다 더 높다고 볼 수 없다. 따라서, 가설 3-4의 잉여현금흐름가설의 검증결과(기각)를 지지한다고 볼 수 있다([표 5-18]의 모형4).

DB_{it} 변수는 합병기업의 부채규모가 합병기업의 장기 누적초과수익률에 영향을 미치는지를 측정하는 것으로, 가설 3-5의 실증분석결과에 따라 양(+)의 부호를 나타낼 것으로 예상하였다(가설 3-5는 통계적 유의성이 없어 기각하였지만, 부채비율이 높은 합병기업의 누적초과수익률이 더 높게 나왔다). 분석결과 양(+)의 부호를 보이고 있지만 역시 통계적 유의성이 없어, 부채비율이 높은 합병기업의 누적초과수익률이 부채비율이 낮은 합병기업의 누적초과수익률보다 더 높다고 해석할 수는 없다. 따라서, 가설 3-5의 부채감시가설의 검증결과(기각)를 지지한다고 볼 수 있다([표 5-18]의 모형5).

통제변수(재무비율)에서는 수익성비율인 PR_{it} (매출액순이익률)만이 통계적으로 유의하게 종속변수인 누적초과수익률에 양(+)의 영향을 미치는 것으로 나타났다. 이는 제5장 실증분석의 결과(합병의 장기재무성과 검증)에서 비록 통계적 유의성은 없었으나 수익성비율만은 비합병기업에 비해 합병기업의 장기재무성고가 더 높았던 결과와 연관성이 있는 것으로 보인다.

통제변수 중 시장변수(MK_{it})는 통계적으로 유의한 결과가 나타나지 않아 합병기업의 장기주식성과(누적초과수익률)에 시장변수의 영향은 없는 것으로 나타났다.

[표 5-18] 회귀분석결과 - 시장모형

변수	예측 부호	주요동기 가설 관련변수	통제 변수	모형 1	모형 2	모형 3	모형 4	모형 5	전체 모형
		N = 68	N = 68	N = 68	N = 68	N = 68	N = 68	N = 68	N = 68
절편	?	-5.469*** (0.003)	0.145 (0.939)	0.351 (0.857)	-2.086 (0.266)	-1.049 (0.597)	0.236 (0.906)	-0.121 (0.951)	-3.132 (0.159)
CM _{it}	-	-1.633 (0.235)		-0.692 (0.608)					-0.306 (0.821)
SI _{it}	+	3.281** (0.023)			4.215*** (0.001)				3.864*** (0.005)
BM _{it}	+	2.925** (0.046)				2.189* (0.083)			1.636 (0.227)
CF _{it}	-	0.348 (0.791)					-0.178 (0.886)		-0.221 (0.855)
DB _{it}	+	1.675 (0.240)						0.789 (0.555)	1.606 (0.254)
PR _{it}	+		0.031*** (0.002)	0.030*** (0.002)	0.031*** (0.001)	0.027*** (0.006)	0.031*** (0.002)	0.032*** (0.002)	0.031*** (0.002)
SR _{it}	-		-0.006 (0.117)	-0.006 (0.143)	-0.008** (0.034)	-0.006 (0.113)	-0.006 (0.125)	-0.006 (0.175)	-0.006 (0.110)
AR _{it}	-		0.834 (0.471)	0.753 (0.522)	0.413 (0.701)	0.997 (0.383)	0.835 (0.474)	0.681 (0.568)	0.221 (0.843)
GR _{it}	-		-0.002 (0.878)	0.000 (0.995)	0.006 (0.555)	-0.001 (0.929)	-0.002 (0.889)	-0.002 (0.837)	0.006 (0.607)
MK _{it}	+/-	0.732 (0.616)	-1.377 (0.293)	-1.312 (0.321)	0.172 (0.894)	-1.756 (0.180)	-1.406 (0.293)	-1.508 (0.259)	-0.515 (0.713)
F값		2.729**	4.172***	3.480***	6.016***	4.113***	3.425***	3.499***	3.790***
Adj. R ²		0.134	0.191	0.182	0.310	0.218	0.178	0.183	0.294

주1) 변수의 정의 : 식(6) 참조

주2) *10%, **5%, ***1%유의수준을 나타냄

2) 통제기업CAR를 종속변수로 하는 회귀분석결과

[표 5-19]는 통제기업접근모형에 의한 누적초과수익률(CAR)을 종속변수로 사용한 다중회귀분석의 결과이다. 독립변수와 통제변수는 시장모형과 동일하다.

CM_{it} 변수는 시장모형과 동일하게 통계적으로 유의하지 않는 음(-)의 부호를 보이고 있다([표 5-19]의 모형1).

SI_{it} 변수도 시장모형과 동일하게 통계적으로 유의한 양(+)의 부호를 보이고 있다([표 5-19]의 모형2).

BM_{it} 변수도 시장모형과 동일하게 통계적으로 유의한 양(+)의 부호를 보이고 있다([표 5-19]의 모형3).

CF_{it} 변수도 시장모형과 동일하게 통계적으로 유의하지 않는 양(+)의 부호를 보이고 있다([표 5-19]의 모형4).

DB_{it} 변수도 시장모형과 동일하게 통계적으로 유의하지 않는 양(+)의 부호를 보이고 있다([표 5-19]의 모형5).

재무비율을 나타내는 통제변수와 주식시장 통제변수도 시장모형과 동일한 결과를 나타내고 있다.



[표 5-19] 회귀분석결과 - 통제기업접근모형

변수	예측 부호	주요동기 가설 관련변수	통제 변수	모형 1	모형 2	모형 3	모형 4	모형 5	전체 모형
		N = 68	N = 68	N = 68	N = 68	N = 68	N = 68	N = 68	N = 68
절편	?	-4.190*** (0.005)	-1.047 (0.515)	-0.593 (0.716)	-2.427 (0.146)	-2.201 (0.190)	-1.039 (0.543)	-1.339 (0.420)	-3.500* (0.069)
CM _{it}	-	-2.324** (0.039)		-1.531 (0.178)					-1.410 (0.230)
SI _{it}	+	1.832 (0.112)			2.607** (0.020)				2.003* (0.084)
BM _{it}	+	2.931** (0.014)				2.115** (0.048)			2.222* (0.059)
CF _{it}	-	0.731 (0.492)					-0.016 (0.988)		0.322 (0.757)
DB _{it}	+	1.077 (0.349)						0.864 (0.446)	1.285 (0.289)
PR _{it}	+		0.022*** (0.009)	0.021** (0.011)	0.022*** (0.006)	0.018** (0.025)	0.022*** (0.009)	0.023*** (0.007)	0.019** (0.019)
SR _{it}	-		-0.002 (0.501)	-0.002 (0.641)	-0.003 (0.313)	-0.002 (0.497)	-0.002 (0.507)	-0.002 (0.652)	-0.001 (0.662)
AR _{it}	-		0.857 (0.384)	0.677 (0.492)	0.596 (0.532)	1.015 (0.293)	0.857 (0.387)	0.689 (0.495)	0.405 (0.675)
GR _{it}	-		-0.005 (0.615)	-0.001 (0.909)	0.000 (0.987)	-0.004 (0.661)	-0.005 (0.620)	-0.006 (0.570)	0.002 (0.845)
MK _{it}	+/-	0.029 (0.980)	-1.081 (0.331)	-0.938 (0.397)	-0.123 (0.914)	-1.448 (0.190)	-1.084 (0.339)	-1.225 (0.279)	-0.760 (0.529)
F값		3.056**	2.994**	2.839**	3.629***	3.301***	2.455**	2.577**	2.854***
Adj. R ²		0.155	0.130	0.141	0.191	0.171	0.115	0.124	0.217

주1) 변수의 정의 : 식(6) 참조

주2) *10%, **5%, ***1%유의수준을 나타냄

제 6 장 결 론

제 1 절 연구결과의 요약

본 연구는 2003년부터 2006년까지의 합병기업 중 코스피시장과 코스닥시장에 상장되어 있는 총 68개의 합병기업을 대상으로 합병의 장기성과(장기주식성과와 장기재무성과)와 합병의 주요 동기가설에 대해 실증분석하고자 하였다.

첫째, 합병기업의 장기주식성과(long-run stock performance)를 검증하기 위해 시장모형과 통제기업접근모형을 사용하여 합병기업의 장기(합병월부터 +36월까지) 누적초과수익률을 구하였다. 결과는 두가지 모형 모두에서 통계적으로 유의한 음(-)의 누적초과수익률이 측정됨으로써, 합병기업의 장기주식성과는 감소하는 것으로 나타났다. 또한, 코스피시장에 상장된 기업과 코스닥시장에 상장된 기업 모두 동일한 결과를 보임으로써, 시장에 따른 차이는 없는 것으로 나타났다.

둘째, 합병기업의 장기재무성과(long-run financial performance)를 검증하기 위해 재무비율(수익성, 안정성, 활동성, 성장성비율)을 이용하여 합병기업과 비합병기업의 재무성과를 비교하는 모형을 사용하였다. 합병 후 3년간의 각 재무비율의 평균을 구해 합병기업과 비합병기업의 재무성과를 비교한 결과, 통계적 유의성은 없지만 합병기업의 재무성과가 비합병기업의 재무성과보다 오히려 더 저조한 것으로 나타났다. 따라서 합병기업의 장기재무성과 개선효과는 없는 것으로 볼 수 있다.

셋째, 시장모형과 통제기업접근모형에 의하여 측정한 합병기업의 누적초과수익률을 이용하여 합병의 주요 동기가설(다각화효과가설, 규모효과가설, 성과역전가설, 잉여현금흐름가설, 부채감시가설)을 검증하였다.

다각화효과가설을 검증하기 위하여 다각화합병기업과 비다각화합병기업의 누적초과수익률(합병 후 3년간)을 비교한 결과 비다각화합병기업의 누적초과수익률이 오히려 더 높게 나타남으로써, 우리나라 주식시장에서 다각화효과가설은 성립하지 않는 것으로 볼 수 있다.

규모효과가설을 검증하기 위하여 소규모합병기업과 대규모합병기업의 누적초과수익률(합병 후 3년간)을 비교한 결과 소규모합병기업의 누적초과수익률이 더 높게 나타남으로써, 우리나라 주식시장에서 규모효과가설은 성립하는 것으로 볼 수 있다.

성과역전가설을 검증하기 위하여 가치주기업과 성장주기업의 누적초과수익률(합병 후 3년간)을 비교한 결과 가치주기업의 누적초과수익률이 더 높게 나타남으로써, 우리나라 주식시장에서 성과역전가설은 성립하는 것으로 볼 수 있다.

잉여현금흐름가설을 검증하기 위하여 현금보유량이 적은 합병기업과 현금보유량이 많은 합병기업의 누적초과수익률(합병 후 3년간)을 비교한 결과 두 집단간에 통계적으로 유의한 차이가 나타나지 않아, 우리나라 주식시장에서 잉여현금흐름가설은 성립하지 않는 것으로 볼 수 있다.

부채감시가설을 검증하기 위하여 부채비율이 높은 합병기업과 부채비율이 낮은 합병기업의 누적초과수익률(합병 후 3년간)을 비교한 결과 부채비율이 높은 합병기업의 누적초과수익률이 더 높게 나타났으나 통계적 유의성이 없으므로, 우리나라 주식시장에서 부채감시가설은 성립하지 않는 것으로 볼 수 있다.

넷째, 합병 후 장기간(합병월부터 +36월까지) 누적초과수익률을 종속변수로 하고, 합병의 주요동기가설변수를 독립변수로 사용한 다중회귀분석을 실시하였다.

CM_{it} 변수는 분석결과 통계적 유의성이 없는 음(-)의 부호를 보임으로써, 다각화 합병기업의 누적초과수익률이 비다각화합병기업의 누적초과수익률보다 더 높을 것이라는 가설 3-1의 다각화효과가설을 지지하지 않는 것으로 나타났다.

SI_{it} 변수는 분석결과 통계적 유의성이 있는 양(+)의 부호를 보임으로써, 소규모 합병기업의 누적초과수익률이 대규모합병기업의 누적초과수익률보다 더 높을 것이라는 가설 3-2의 규모효과가설을 지지하는 것으로 나타났다.

BM_{it} 변수는 분석결과 통계적 유의성이 있는 양(+)의 부호를 보임으로써, 가치주 합병기업의 누적초과수익률이 성장주합병기업의 누적초과수익률보다 더 높다는 가설 3-3의 성과역전가설을 지지하는 것으로 나타났다.

CF_{it} 변수는 분석결과 통계적 유의성이 없는 음(-)의 부호를 보임으로써, 현금보유량이 적은 합병기업의 누적초과수익률이 현금보유량이 많은 합병기업의 누적초과수익률보다 더 높다는 가설 3-4의 잉여현금흐름가설을 지지하지 않는 것으로 나타났다.

DB_{it} 변수는 분석결과 통계적 유의성이 없는 양(+)의 부호를 보임으로써, 부채비율이 높은 합병기업의 누적초과수익률이 부채비율이 낮은 합병기업의 누적초과수익

를보다 더 높다는 가설 3-5의 부채감시가설을 지지하지 않는 것으로 나타났다.

제 2 절 연구의 시사점 및 향후 과제

본 연구의 결과 합병기업의 합병 후 장기성과(장기주식성과 및 장기재무성과)는 없거나 저조한 것으로 나타났다.

이러한 결과는 Agrawal, Jaffe, and Mandelker(1992)의 분석처럼 합병당시 예상했던 효율성 향상에 대한 주주들의 과잉기대가 조정되는 결과이거나, 신호영(2000)의 분석처럼 아직까지 국내 합병의 원인이 생산성 향상보다는 사업확장이나 부실계열사의 퇴출지연을 위한 계열합병이 많은 비중을 차지하고 있는 결과로 해석할 수 있다.

실제로 2010년 1월 발표한 공정거래위원회의 「2009년 기업결합 동향」을 살펴보면, 2009년 국내 기업결합의 가장 두드러진 특징은 비계열사의 신규 인수는 줄어 들고 계열사간 합병이 늘어난 것이라고 하였다. 비계열사의 신규 인수는 284건으로 전체 기업결합에서 차지하는 비중이 2008년보다 감소(76%→69%)한 반면, 계열사간 기업결합은 129건으로 그 비중이 증가(24%→31%)하였다는 것이다.

이와같이 국내 M&A시장이 2000년대 이후로 자율화가 많이 이루어 지기는 하였으나, 아직까지도 상당수의 M&A가 정부 또는 금융기관의 주도로 부실기업 정리와 산업구조조정의 일환으로 이루어 지고 있다는 사실과 대기업 중심의 계열사간 흡수 합병이 많은 비중을 차지하고 있다는 사실, 그리고 기업경영자들이 M&A를 기업가 치극대화를 위한 수단으로 이용하기보다는 시장점유율의 확대나 사업확장을 위한 수단으로 이용하고 있다는 사실 등의 원인으로 합병의 장기성과가 양호하게 나타나지 못한 것으로 결론을 내릴 수 있다.

본 연구의 한계점은 다음과 같다.

첫째, 합병기업만을 대상으로 M&A의 장기성과를 연구하였다는 점이다. 물론 M&A의 가장 대표적인 유형이 합병이고 대부분의 연구가 합병에 국한되어 있기는 하지만, M&A의 장기성과를 정확히 측정하기 위해서는 합병 외에 다른 유형의 M&A(주식취득·회사설립·영업양수·임원겸임 등)에 관한 연구가 함께 이루어져야 한다고 본다.

둘째, 주식시장에 상장된 합병기업만을 대상으로 연구를 하였다는 점이다. 실제 합병기업은 비상장기업에도 상당수 존재하지만, 현재의 시스템으로는 비상장기업에 대한 합병관련자료나 재무자료를 구하기가 매우 어렵기 때문이다. 그러나 합병의 정확한 성과를 측정하기 위해서는 비상장합병기업에 관한 연구도 이루어 져야 한다고 본다.

셋째, 장기재무성과 측정모형이 다양하지 않다는 점이다. 장기주식성과 측정모형은 많은 연구를 통해 다양한 모형들이 개발되어 있지만, 장기재무성과 측정모형은 그렇지 못하다. 대부분의 장기재무성과에 관한 연구는 재무비율의 비교로 이루어 지고 있다. 그러나, 이러한 방식은 합병외의 다른 사건의 영향을 배제할 수 없기 때문에 합병의 장기재무성과를 정확히 측정하기가 어렵다는 한계를 가지고 있다.

본 연구자는 향후 연구과제로 두 가지를 선정하였다.

첫째, 합병의 장기주식성과 측정모형에 관한 것이다. 이번 연구에서는 합병의 장기주식성과를 측정하기 위해서 시장모형과 통제기업접근모형에 의한 누적초과수익률을 사용하였다. 그러나, 선행연구들을 살펴보면 누적초과수익률(CAR) 외에도 보유기간초과수익률(BHAR), 3factor 모델 등 합병의 장기주식성과를 측정하는 다양한 모형과 측정방식들이 존재함을 알 수 있다. 따라서, 본 연구자도 향후에 좀더 다양한 모형과 측정방식을 사용하여 합병의 장기주식성과를 연구할 계획이다.

둘째, 합병의 장기재무성과 측정모형의 개발에 관한 것이다. 합병의 장기재무성과는 측정방식에 따라 다른 결과를 보일수도 있기 때문에 다양한 장기재무성과 측정모형의 개발이 필요하다고 본다. 실제로 장기재무성과에 관한 상당수의 연구가 합병의 장기재무성과는 저조한 것으로 분석하고 있지만, 이원흠(2007)은 재무적사건이 장기적으로 기업의 내재가치에 미치는 효과를 구분하여 추정할 수 있는 사건연구방법론을 새롭게 제시하고, 이들 모형을 이용해 2000년~2005년 동안의 75개 합병기업의 내재가치 변화를 분석한 결과 합병으로 인한 정(+)의 장기효과가 존재한다고 주장하였다. 본 연구자도 합병의 장기재무성과를 측정할 수 있는 새로운 모형을 개발하여 보다 정확한 합병의 장기재무성과를 연구할 계획이다.

【참고문헌】

1. 국내문헌

- 강준구·김진모·배기홍(2001), “기업집단과 대리인문제”, 『재무연구 제14권 제2호』, pp.49-88.
- 강효석·김성표(1)(2009), “기업 인수합병의 장기성과”, 『금융연구 제23권 제4호』, pp.63-101.
- 강효석·김성표(2)(2009), “인수합병 공시가 인수기업의 주주에 미치는 영향”, 『재무연구 제22권』, pp.73-112.
- 곽철호·김병권·김동욱(2007), “한국기업의 사업다각화가 자본구조에 미치는 영향 : 외환위기 이후기간 패널자료분석”, 『금융공학연구 제6권 제1호』, pp.169-193.
- 국찬표·구본열(2001), 『현대재무론』, 비봉출판사, pp.577-589
- 권택호·박진우(2007), “직접다각화 및 지분관계를 통한 간접다각화가 기업가치에 미치는 영향”, 『재무연구 제20권 제2호』, pp.93-124.
- 김경식(2007), “합병 이후 장기적 주가 및 경영성과 결정요인에 관한 실증연구”, 중앙대학교 대학원 박사학위논문.
- 김동우(2009), “인수합병 이후 재무적성과 관계에 관한 연구”, 인천대학교 대학원 석사학위논문.
- 김용섭(2006), “M&A공시가 기업가치에 미치는 단기·장기효과에 대한 실증분석”, 호서대학교 대학원 박사학위논문.
- 김용식(2009), “내부회계관리제도와 기업지배구조”, 서강대학교 대학원 박사학위논문.
- 김위생·서점식(2000), “증권시장개방과 M&A공시효과”, 『재무연구 제13권 제2호』, pp.245-275.
- 박승록(2008), “세계 경제권별 M&A시장 현황과 시사점”, 『한국경제연구원 연구 08-06』, p.34.

- 박정식 · 박정원(2005), 『현대투자론』, 다산출판사
- 변진호 · 안소림(2007), “합병 인수기업의 규모효과에 관한 연구”, 『재무연구 제20권 제2호』, pp.37-68.
- 서동표(2010), “중소기업의 ERP 시스템 도입효과에 관한 연구”, 한성대학교 대학원 박사학위논문.
- 서병덕 · 신달순(2003), “합병기업의 합병 후 장기성과에 관한 실증적 연구”, 『회계정보연구 제21권』, 한국회계정보학회, pp.101-133.
- 송영균 · 주상룡(1997), “한국에서의 기업합병의 성과에 관한 연구 : Cashflow를 중심으로”, 『증권학회지 제10집』, pp.71-102.
- 신호영(2000), “합병의 장기성과에 관한 연구”, 『회계정보연구 제14권』, 한국회계정보학회, pp.175-187.
- 안소림(2005), “합병공시에 있어 인수기업의 규모에 의한 초과수익률 차이에 관한 연구”, 이화여자대학교 대학원 석사학위논문.
- 오현탁(1994), “합병기업의 수익률 행태와 장기적 성과”, 『재무관리연구 제11권』, pp.171-189.
- 윤영섭 · 김성표(1999), “사업다각화와 대리인문제가 기업가치에 미치는 영향”, 『재무연구 제12권 제1호』, pp.1-37.
- 이병기(2006), “우리나라 기업합병의 경제성과 분석”, 『한국경제연구원 연구 06-16』, pp.1-127.
- 이원흠(2007), “내재가치를 이용한 사건연구방법론의 개발에 관한 연구”, 『재무연구 제20권』, pp.143-183.
- 이춘범(2007), “코스닥상장기업의 합병성과에 관한 실증연구”, 단국대학교 대학원 박사학위논문.
- 장경천 · 김연권(2007), “가치주와 성장주의 투자성과분석”, 대한경영학회 『하계학술발표대회 발표논문집』, pp.193-222.
- 장영광(1985), “기업합병과 주식취득이 주주의 부에 미치는 영향에 관한 실증적 연구”,

고려대학교 대학원 박사학위논문.

정두식(2005), “M&A가 기업 가치에 미치는 영향에 관한 실증적 연구”, 『산업경제연구 제18권 제3호』, pp.1009-1033.

정재욱(2007), “지배주주와 외부주주의 이해상충과 합병 후 장기성과”, 『회계학연구 제32권』, pp.123-154.

정진한 · 김창완 · 김성민 · 김민식(2007), “IT중소벤처의 경쟁력 강화를 위한 M&A 활성화 방안 연구”, 『정보통신정책연구원 연구보고 07-12』, pp.1-165

허성욱(2002), “M&A 성과에 관한 실증 연구”, 영남대학교 대학원 석사학위논문.

허익구(2004), “M&A 이후의 주가반응과 재무효과에 관한 실증적 연구”, 『국제회계연구 제11집』, pp.123-141.



2. 국외문헌

- Agrawal, A., J. Jaffe, and G. Mandelker(1992), "The Post-Merger Performance of Acquiring Firms: A Re-examination of an Anomaly", *Journal of Finance* 47., pp.1605-1621.
- Asquith, P.(1983), "Merger Bids, Uncertainty and Stockholder Returns", *Journal of Financial Economics* 11., pp.51-83.
- Barber, B. M. and J. D. Lyon(1997), "Detecting Long-run Abnormal Stock Returns: The Empirical Power and Specification of Test Statistics", *Journal of Financial Economics* 43., pp.341-372.
- Berger, P. and E. Ofek(1995), "Diversifications' Effect on Firm Value", *Journal of Financial Economics* 37., pp.39-65.
- Bouwman, C., K. Fuller, and A. Nain(2007), "Market Valuation and Acquisition Quality: Empirical Evidence", *The Review of Financial Studies* 22., pp.633-679.
- Bradley, M., G. Jarrell, and E. Kim(1984), "On the Existence of an Optimal Capital Structure: Theory and Evidence", *Journal of Finance* 39., pp.857-880.
- Brealey, R. A. and S. C. Myers(1991), "Principle of Corporate Finance", *McGraw-Hill*. NY.
- Brown, S. J. and J. B. Warner(1985), "Using Daily Stock Returns", *Journal of Financial Economics* 14., pp.3-31.
- Bruner, R.(2004), "Where M&A Pays and Where it Strays: A Survey of the Research", *Journal of Applied Corporate Finance* 16., pp.63-76.
- Chan, K. C. and N. F. Chen(1988), "An Unconditional Asset-Pricing Test and The Role of Firm Size as an Instrumental Variable of Risk", *journal of*

- Finance* 43., pp.309-325.
- Chen, J. and Y. F. Zhang(1998), "Setup planning using Hopfield net and simulated annealing." *International Journal of Production Research* 36., pp.981-1000.
- Cornett, M. M. and H. Tehranian(1992), "Changes in corporate performance associated with bank acquisitions", *Journal of Financial Economics* 31., pp.211-234
- Demsetz, H. and K. Lehn(1985), "The Structure of Corporation Ownership: Cause and Consequences", *Journal of Political Economics*., pp.1155-1178.
- Dodd, P.(1980), "Mergers Proposals, Management Discretion and Stockholder Wealth", *Journal of Financial Economics* 8., pp.105-137.
- Fama, E. F.(1980), "Agency Problems and the Theory of the Firm", *Journal of Political Economy* 88., pp.288-307.
- Fama, E. F. and K. R. French(1993), "Common Risk Factors in the Returns of Stock and Bonds", *Journal of Financial Economics* 33., pp.3-56.
- Franks, J., R. Harris, and S. Titman(1991), " The Post-Merger Share Price Performance of Acquiring Firms", *Journal of Financial Economics* 29., pp.81-96.
- Fuller, K., J. Netter, and M. Stegemoller(2002), "What do Returns to Acquiring Firms Tell Us? Evidence From Firms that make Many Acquisitions", *Journal of Finance* 57., pp1763-1793.
- Ghosh, A. and C. J. Jain(2000), "Financial Leverage Changes associated with Corporate Mergers", *Journal of Corporate Finance* 6., pp.377-402.
- Halpern, P. J.(1983), "Corporate Acquisitions A Theory of Special Cases, A Review of Event Studies Applied to Acquisitions", *Journal of Finance* 38., pp.297-317.

- Harris, M. and A. Raviv(1990), "Corporate Control Contests and Capital Structure", *Journal of Financial Economics* 20., pp.55-86.
- Hayward, M. L. A. and D. C. Hambrick(1995), "Explaining Premiums Paid for Large Acquisitions : Evidence of CEO Hubris", Working Paper, Columbia University, New York. NY., pp.103-127.
- Healy, P. M., K. G. Palepu, and R. S. Ruback(1992), "Does Corporate Performance Improve after Merger?", *Journal of Financial Economics* 31., pp.135-175
- Heron, R. and E. Lie(2002), "Operating Performance and the Method of Payment in Takeovers", *Journal of Financial & Quantitative Analysis* 37., pp.137-155.
- Hitt, M., J. Harrison, and R. Ireland(2001), "Mergers and Acquisition : A Guide to Creating Value for Stakeholders", Oxford University Press, New York.
- Ikeda, K. and N. Doi(1983), "The Performances of Mergering Firms in Japanese Manufacturing Industry", *Journal of Industrial Economics* 31., pp.257-266.
- Jensen, M. C.(1986), "Agency Costs of Free Cash Flow, Corporate Finance and Takeovers", *American Economic Review* 76., pp.323-329.
- Jensen, M. C. and R. S. Ruback(1983), "The Market for Corporate Control : the Scientific Evidence", *Journal of Financial Economics* 11., pp.5-50.
- Jensen, M. C. and W. H. Meckling(1976), "Theory of the Firms: Managerial Behaviors, Agency Costs and Ownership Structure", *Journal of Financial Economics* 3., pp.305-360.
- Lakonishok, J., A. Shleifer, and R. W. Vishny(1994), "Contrarian Investment Extrapolation and Risk", *Journal of Financial Economics* 49.,

pp.1541-1578.

Lang, R., R. M. Stulz, and R. A. Walkling(1991), "A Test of The Free Cash Flow Hypothesis : The Case of Bidder Returns", *Journal of Financial Economics* 29., pp.315-336.

Langetieg, T. C.(1978), "An Application of a Three-Factor Performance Index to Measure Stockholder Gains from Merger", *Journal of Financial Economic* 6., pp.365-384.

Lewellen, W. G.. (1971), "A Pure Financial Rationale for The Conglomerate Merger", *Journal of Finance* 26., pp.521-537.

Lev, B. and G. Mandelker(1972), "The Microeconomic consequences of Corporate Mergers", *Journal of Business* 45., pp.85-104.

Levy, H. and M. Sarnat(1970), "Diversification, Portfolio Analysis and the Uneasy Case for Conglomerate Mergers", *Journal of Business* 25., pp.795-802.

Loderer, C. and K. Martin(1992), "Post-Acquisition Performance of Acquiring Firms", *Financial Management* 19., pp.69-79.

Loughran, T. and A. M. Vijh(1997), "Do Long-term Shareholders Benefit from Corporate Acquisition", *Journal of Finance* 52., pp.1765-1790.

Maksimovic, V. and G. Phillips(2001), "The Market for Corporate Assets: Who Engages in Mergers and Asset Sales and Are There Efficiency Gains?", *Journal of Finance* 56., pp.2019-2065.

Maloney, M. T., R. E. McCormick, and M. L. Mitchell(1993), "Managerial Decision Making and Capital Structure", *Journal of Business* 66., pp.189-218.

Manne, H. G.(1965), "Mergers and the Market for Corporate Control", *Journal of Political Economics* 73., pp.110-121.

Mitchell, M. L. and E. Stafford(2000), "Managerial Decision and Long-Term

- Stock Price Performance", *Journal of Business* 73., pp.287-329.
- Moeller, S. B., F. P. Schlingemann, and R. M. Stulz(2004), "Firm Size and Gains from Acquisition", *Journal of Financial Economics* 73., pp.201-228.
- Mueller, D.(1980), "The Determinants and Effects of Mergers: An International Comparison", Cambridge, MA : Oelgeschlager, Gunn and Hain.
- Odagiri, H. and T. Hase(1989), "Are Mergers and Acquisitions Going to be Popular in Japan Too?", *International Journal of Industrial Organization* 7., pp.49-78.
- Rau. R. and T. Vermaelen(1998), "Glamour, Value and the Post-Acquisition Performance of Acquiring Firms", *Journal of Financial Economics* 49., pp.223-253.
- Roll, R.(1986), "The Hubris Hypothesis of Corporate Takeovers", *Journal of Business* 59., pp.197-218.
- Servaes, H.(1991), "Tobin's Q and the gains from Takeovers", *Journal of Finance* 46., pp.409-419.
- Stulz, R. M.(1990), "Managerial Discretion and Optimal Financing Policies", *Journal of Financial Economics* 26., pp.3-27.

웹 페이지

공정거래위원회 <http://www.ftc.go.kr>

금융감독원 전자공시시스템 <http://dart.fss.or.kr>

통계청 <http://www.nso.go.kr>

한국거래소 상장공시시스템 <http://kind.krx.co.kr>

한국신용평가정보 <http://www.kisinfo.com>

【부 록】

[부록 1-1] 합병기업의 전체 장기성과자료 - 시장모형

기간	전체		코스피		코스닥	
	CAR	t값	CAR	t값	CAR	t값
-6	-0.017	-2.274**	-0.025	-1.774*	-0.011	-1.677
-5	0.049	-2.035**	-0.009	-1.242	0.096	-1.671
-4	0.037	-0.500	-0.012	-0.777	0.076	-0.199
-3	0.151	0.862	0.052	-0.162	0.229	1.041
-2	0.094	0.217	0.012	-0.150	0.159	0.253
-1	0.153	0.819	-0.002	0.441	0.275	0.720
0	0.262	0.481	-0.087	0.084	0.537	0.476
1	0.304	0.730	-0.137	-0.015	0.651	0.770
2	0.269	1.076	-0.180	-0.546	0.624	1.299
3	0.226	1.149	-0.215	-0.755	0.573	1.462
4	0.069	0.987	-0.249	-0.909	0.320	1.366
5	-0.059	0.807	-0.264	-0.924	0.103	1.244
6	-0.062	0.230	-0.292	-0.994	0.119	0.643
7	-0.132	-0.182	-0.308	-1.047	0.007	0.187
8	-0.144	-0.184	-0.349	-1.127	0.017	0.208
9	-0.324	-0.381	-0.396	-1.152	-0.267	0.011
10	-0.363	-0.402	-0.438	-1.220	-0.304	0.029
11	-0.433	-0.837	-0.503	-1.350	-0.377	-0.406
12	-0.461	-0.917	-0.530	-1.467	-0.407	-0.452
13	-0.519	-1.081	-0.548	-1.632	-0.496	-0.556
14	-0.557	-1.129	-0.597	-1.636	-0.525	-0.590
15	-0.568	-1.220	-0.659	-1.613	-0.497	-0.691
16	-0.492	-1.283	-0.707	-1.706*	-0.322	-0.719
17	-0.545	-1.301	-0.748	-1.804*	-0.385	-0.679
18	-0.575	-1.041	-0.741	-1.886*	-0.444	-0.404
19	-0.607	-1.132	-0.750	-1.888*	-0.495	-0.477
20	-0.628	-1.173	-0.713	-1.742*	-0.561	-0.544
21	-0.664	-1.239	-0.779	-1.736*	-0.573	-0.608
22	-0.684	-1.241	-0.836	-1.615	-0.564	-0.667
23	-0.757	-1.302	-0.877	-1.701*	-0.663	-0.679
24	-0.770	-1.307	-0.911	-1.784*	-0.659	-0.651
25	-0.827	-1.409	-0.924	-1.818*	-0.751	-0.745
26	-0.880	-1.405	-0.994	-1.832*	-0.789	-0.727
27	-0.982	-1.453	-1.068	-1.817*	-0.913	-0.796
28	-1.033	-1.520	-1.127	-1.896*	-0.959	-0.825
29	-1.088	-1.664	-1.197	-1.988*	-1.002	-0.937
30	-1.005	-1.716*	-1.188	-2.053**	-0.861	-0.965
31	-1.094	-1.787*	-1.252	-2.114**	-0.969	-1.001
32	-1.180	-1.589	-1.275	-2.019*	-1.105	-0.828
33	-1.178	-1.681*	-1.285	-2.066**	-1.094	-0.906
34	-1.289	-1.769*	-1.350	-2.030*	-1.240	-1.010
35	-1.353	-1.735*	-1.398	-1.995*	-1.318	-0.984
36	-1.395	-1.810*	-1.442	-2.030*	-1.357	-1.060

*10%,**5%,***1%유의수준을 나타냄

[부록 1-2] 합병기업의 전체 장기성과자료 - 통제기업접근모형

기간	전체		코스피		코스닥	
	CAR	t값	CAR	t값	CAR	t값
-6	-0.021	-0.734	0.016	0.494	-0.050	-1.122
-5	0.015	0.261	0.067	1.046	-0.025	-0.278
-4	0.110	0.830	0.042	0.498	0.163	0.716
-3	0.163	1.069	0.105	0.899	0.208	0.807
-2	0.075	0.431	0.078	0.595	0.073	0.246
-1	0.113	0.606	0.070	0.487	0.146	0.464
0	0.197	0.864	-0.020	-0.125	0.369	0.948
1	0.236	0.933	-0.064	-0.350	0.472	1.104
2	0.168	0.635	-0.106	-0.545	0.384	0.860
3	0.150	0.546	-0.117	-0.509	0.360	0.788
4	0.134	0.476	-0.137	-0.555	0.347	0.749
5	0.102	0.355	-0.176	-0.704	0.320	0.677
6	0.039	0.127	-0.216	-0.849	0.240	0.471
7	-0.007	-0.024	-0.238	-0.919	0.175	0.333
8	-0.002	-0.006	-0.271	-0.978	0.210	0.391
9	-0.016	-0.048	-0.289	-1.029	0.200	0.363
10	-0.035	-0.106	-0.343	-1.197	0.208	0.375
11	-0.127	-0.366	-0.402	-1.385	0.091	0.158
12	-0.176	-0.490	-0.398	-1.319	0.000	0.000
13	-0.236	-0.631	-0.408	-1.290	-0.101	-0.161
14	-0.303	-0.777	-0.468	-1.465	-0.173	-0.264
15	-0.368	-0.917	-0.558	-1.652	-0.218	-0.325
16	-0.308	-0.710	-0.582	-1.680	-0.093	-0.127
17	-0.391	-0.879	-0.600	-1.634	-0.226	-0.303
18	-0.436	-0.953	-0.613	-1.534	-0.297	-0.390
19	-0.484	-1.044	-0.626	-1.513	-0.372	-0.485
20	-0.521	-1.083	-0.641	-1.482	-0.426	-0.536
21	-0.545	-1.129	-0.681	-1.531	-0.438	-0.550
22	-0.586	-1.175	-0.742	-1.613	-0.463	-0.564
23	-0.678	-1.325	-0.792	-1.669	-0.589	-0.699
24	-0.753	-1.447	-0.909	-1.921 *	-0.629	-0.733
25	-0.824	-1.540	-0.961	-1.975 *	-0.716	-0.810
26	-0.942	-1.706 *	-1.066	-2.118 **	-0.844	-0.926
27	-1.082	-1.906 *	-1.180	-2.263 **	-1.005	-1.074
28	-1.143	-1.977 *	-1.247	-2.338 **	-1.061	-1.114
29	-1.230	-2.089 **	-1.362	-2.428 **	-1.126	-1.168
30	-1.148	-1.913 *	-1.371	-2.350 **	-0.973	-0.995
31	-1.222	-2.016 **	-1.391	-2.364 **	-1.088	-1.102
32	-1.292	-2.110 **	-1.431	-2.359 **	-1.183	-1.191
33	-1.306	-2.109 **	-1.461	-2.378 **	-1.183	-1.179
34	-1.297	-2.125 **	-1.526	-2.405 **	-1.116	-1.141
35	-1.384	-2.217 **	-1.555	-2.408 **	-1.249	-1.247
36	-1.582	-2.413 **	-1.688	-2.496 **	-1.499	-1.423

*10%,**5%,***1%유의수준을 나타냄

[부록 2] 합병기업과 통제기업 명단

Panel A : 코스피

구분	합병연월	합병기업	통제기업	업 종
1	2003년 08월	(주)경인양행	(주)보락	화 학
2	2003년 10월	일진홀딩스(주)	(주)다우기술	서비스업
3	2004년 02월	KG케미칼(주)	울촌화학(주)	화 학
4	2004년 02월	SK가스(주)	(주)광주신세계	유통업
5	2004년 05월	(주)F&F	(주)대현	섬유,의복
6	2004년 07월	(주)아이에이치큐	(주)영원무역홀딩스	서비스업
7	2004년 09월	아시아나항공(주)	(주)천일고속	운수창고
8	2004년 10월	조광피혁(주)	신라교역(주)	가죽가방
9	2004년 10월	경남기업(주)	남광토건(주)	건설업
10	2004년 11월	현대자동차(주)	현대모비스(주)	운수장비
11	2004년 11월	(주)케이씨씨	S-OIL(주)	화 학
12	2005년 03월	동원시스템즈(주)	(주)키스톤글로벌	전기,전자
13	2005년 04월	삼성SDI(주)	(주)신도리코	전기,전자
14	2005년 05월	(주)백광소재	(주)벽산	비금속
15	2005년 06월	(주)팜스코	(주)MH에탄올	음식료업
16	2005년 09월	(주)성안	(주)SG충남방직	섬유,의복
17	2005년 10월	대성지주(주)	(주)E1	유통업
18	2005년 10월	(주)STX	(주)롯데미도파	유통업
19	2005년 11월	SC엔지니어링(주)	한솔피엔에스(주)	서비스업
20	2005년 12월	(주)노루홀딩스	평화홀딩스(주)	서비스업
21	2005년 12월	고려제강(주)	포스코강판(주)	철강,금속
22	2006년 03월	(주)롯데삼강	(주)농심	음식료업
23	2006년 03월	대상(주)	삼양식품(주)	음식료업
24	2006년 05월	(주)이엔쓰리	한국주강(주)	기계
25	2006년 05월	(주)대유에이텍	(주)체시스	운수장비
26	2006년 05월	우리들제약(주)	슈넬생명과학(주)	의약품
27	2006년 06월	(주)삼영홀딩스	(주)남성	유통업
28	2006년 06월	(주)대유신소재	S&T모터스(주)	운수장비
29	2006년 06월	(주)봉신	홍아해운(주)	운수창고
30	2006년 09월	삼화페인트공업(주)	태경산업(주)	화 학

Panel B : 코스닥

구분	합병연월	합병기업	통제기업	업 종
1	2003년 08월	씨제이인터넷(주)	케이티하이텔(주)	인터넷
2	2003년 12월	STS반도체통신(주)	(주)루티즈	반도체
3	2004년 01월	(주)네패스	에이피시스템(주)	반도체
4	2004년 09월	(주)티브로드한빛방송	(주)씨제이오쇼핑	방송서비스
5	2004년 09월	(주)승일	(주)한국가구	기타 제조
6	2004년 11월	(주)코아브리드	쌍용정보통신(주)	컴퓨터
7	2004년 11월	(주)지아이블루	(주)바이오스마트	정보기기
8	2005년 01월	(주)위지트	(주)나노트로닉스	의료·정밀
9	2005년 02월	(주)에스엔에이치	(주)제이콤	통신장비
10	2005년 03월	(주)레드로버	인선이엔티(주)	기타서비스
11	2005년 04월	한국자원투자개발(주)	(주)에임하이글로벌	반도체
12	2005년 05월	(주)유비프리시전	헤스본(주)	기계·장비
13	2005년 05월	(주)이큐스앤자루	대동기어(주)	기계·장비
14	2005년 05월	(주)큐리어스	(주)클라스타	정보기기
15	2005년 05월	(주)텍셀네트컴	성호전자(주)	IT부품
16	2005년 05월	(주)태광이엔시	(주)비츠로시스	전기전자
17	2005년 10월	(주)에스지엔지	(주)유성티엔에스	운송
18	2005년 11월	(주)KT뮤직	(주)옴니텔	디지털
19	2005년 11월	(주)와이디온라인	(주)SBS콘텐츠허브	디지털
20	2005년 12월	(주)바른손게임즈	(주)프리지엠	디지털
21	2006년 01월	(주)한국사이버결제	에스지에이(주)	소프트웨어
22	2006년 01월	소프트포럼(주)	(주)필링크	소프트웨어
23	2006년 01월	(주)리홈	(주)룩손에너지홀딩스	유통
24	2006년 01월	SK브로드밴드(주)	(주)한네트	통신서비스
25	2006년 01월	(주)텔로드	(주)케이에스리소스	통신장비
26	2006년 06월	(주)이루온	(주)나우콤	소프트웨어
27	2006년 07월	(주)유진로봇	(주)메디프론디비티	유통
28	2006년 07월	(주)에스폴리텍	(주)뉴보텍	화학
29	2006년 07월	(주)시노팩스	(주)파루	IT부품
30	2006년 07월	코오롱아이넷(주)	현대정보기술(주)	컴퓨터
31	2006년 07월	(주)마이크로로봇	에이치엘비(주)	전기전자
32	2006년 08월	(주)크라제산업개발	(주)에이디칩스	유통
33	2006년 08월	(주)느엔터테인먼트	(주)능률교육	출판·매체
34	2006년 08월	(주)비트컴퓨터	(주)토탈소프트뱅크	소프트웨어
35	2006년 08월	(주)에스씨디	(주)비츠로테크	전기전자
36	2006년 08월	(주)티모테크놀로지	(주)휴바이론	통신장비
37	2006년 09월	대화제약(주)	(주)셀바이오텍	제약
38	2006년 11월	제이씨현시스템(주)	(주)버추얼텍	유통

ABSTRACT

An Empirical Study on the Long-run Performance of M&A

Lee, Jung Haak

Major in Accounting

Dept. of Business Administration

Graduate School, Hansung University

This study tested the hypotheses regarding to long-run stock performance and long-run financial performance of the firms that had M&A events between 2003 and 2006.

The long-run stock performance was measured by the cumulative abnormal return(CAR) from the market-model and control firm approach model. Both models resulted in negative CARs, therefore, the merging firms showed long-run stock performance. Those firms which listed in both KOSPI and KOSDAQ showed identical results, this results implied that there was no difference between two markets.

To investigate the M&A firms' long-run financial performance, this study compared financial ratios of M&A firms with unconsolidated firms. As a result, for three years' activities for both groups, there was not any statistically significant difference. The merging groups even showed a lower performance than the unconsolidated company groups. Thus, there are no financially improved performance of merging firms.

This study investigated five hypotheses for M&A firms by using cumulative abnormal returns.

First, to verify the hypothesis of conglomeration effect of M&A, this paper compared the CARs between the M&A firms with conglomeration strategy and M&A firms without conglomerate strategy. As a result, the M&A companies without conglomerate strategy has the higher CARs, therefore the theory of conglomeration effect was not valid in the Korean market.

Second, to investigate the hypothesis of size effect, this study compared CARs with the small sized M&A firms and large ones. The test showed that CARs of small firms have higher than the large one, so that the theory of the size effect was proved to be valid.

Third, this study also compared CARs with value-stock firms with the glamour-stock firms in order to examine the performance extrapolation hypothesis. Since the value-stock firms showed higher CARs, the performance extrapolation hypothesis was accepted.

Fourth, for the free cash flow hypothesis, this study compared the small cash firms with large cash firms. The results showed that M&A firms with large amount of cash had the higher CARs. Therefore, free cash flow theory didn't hold in the Korean stock markets.

Finally, this study compared the low debt ratio firms with high debt ratio firms in order to prove the debt monitoring hypothesis. Although, the high debt ratio firms showed the higher CARs, the test did not come up with statistically significant results, so the debt monitoring theory was not valid in Korean market.