

피합병기업의 재무적 특성과 합병대상기업 예측에 관한 연구

임관택* 임석필**

〈요 약〉

1988년 초부터 1994년 5월 1일까지 합병된 135개 등록 및 상장기업중 충분한 자료가 확보되어 있는 83개 기업을 표본으로 하여 합병기업의 재무적 특성과 이를 바탕으로 하여 합병대상기업에 대한 예측력을 검증하였다.

피합병기업의 재무적 특성중 통계적인 유의성이 뒷받침된 것들은 다음과 같았다.

피합병기업은 상대적으로 비효율적으로 운영되고 있었으며, 레버리지가 높고, 장기채무지급능력이 낮았으며, 기업의 성장성과 자원간의 불균형이 있는 것으로 나타났다.

예측력검증은 선형판별식을 이용하여 예측에 이용될 재무비율을 선정하였으며, 3개의 모형에 적용한 결과 최저 42.4%에서 최고 62.4%까지의 분류정확도를 얻을 수 있었다.

I. 머릿말

80년대 이후 활발히 전개되고 있는 企業支配權市場(market for corporate control)을 통한 企業의 引受(acquisition) 및 合併(merger)은 다음의 두 가지 관점에서 분석될 수 있다. 첫번째는 기업의 합병·인수가 국가경제에 미치는 영향에 관한 것으로서, 기업의 합병활동이 과연 기업의 경제적 조건들과 효율성에 의해 발생하며, 나아가 사회적으로 이익을 가져다 주는가 하는 문제이다. 이 문제는 특히 1980년대 合併의 狂亂期(the age of merger mania)를 거치면서 미국을 중심으로 한 기업인수합병활동이 활발한 나라에서는 정치적인 문제로까지 비화될 정도로 많은 관심의 대상이 되고 있다. 그러나 기업시장에서의 이러한 활동이 기업의 경쟁력 나아가서 국가의 산업경쟁력에 미치는 영향에 대해서는 많은 논란에도 불구하고 아직도 지배적인 결론이 도출되지 않고 있는 실정이다.

두번째는 인수와 합병이 株主의 富에 미치는 영향에 관한 것이다. 합병의 사건연구(event study)를 이용한 株價 움직임을 분석한 결과, 대부분의 연구들은 합병이 피합병기업의 주주에게 통계적으로 유의적인 超過收益을 실현시킨다는 사실을 알아내었다. 반면에 합병기업

* 한국통신 연구개발원 전임연구원

** 단국대학교 경영학과 부교수

혹은 인수재의기업 株主의 富에 대해서는 결과가 일치하지는 않지만 유의적인 초과수익이 발생하지 않는다는 것이 지배적인 연구결과이다.

우리나라에서도 80년대 중반부터 合併公示가 합병기업 株主의 富에 미치는 영향, 財務比率를 이용한 합병전후의 합병기업의 성과측정, 기업합병의 동기에 관한 분야에서 연구가 진행되고 있다. 그러나 국내기업의 합병건수와 규모가 작고, 더구나 자료의 수집과 측정상의 제한으로 말미암아 피합병기업에 관한 연구는 제한적일 수밖에 없는 실정이다.

引受對象企業의 株主에게 실현되는 超過收益의 有意性이 입증됨에 따라, 인수대상이 되기 쉬운 기업을 식별하려는 노력은 학문적인 연구 차원뿐만이 아니라 증권투자에 있어서도 많은 관심의 대상이 되고 있다.

피합병기업의 예측을 시도한 외국의 기존연구들은 예측과 관련한 주요변수로서 재무비율과 시장가치비율을 이용하였다. 이는 기업의 합병과 관련된 제반정보와 합병에 영향을 미치는 요인들이 기업의 재무보고서와 증권시장에 충실히 반영된다는 전제에 근거한 것이다.

그러나 우리나라의 증권시장과 기업의 합병활동은 상대적으로 시장의 효율성 보다는 시장외적인 요인에 의해 크게 영향을 받고 있다. 증권시장이 공개적으로 이용가능한 정보집합에 대해 효율적이라는 가정하에 기업합병과 관련한 많은 연구가 이루어져 왔으나, 그 타당성과 신뢰성은 이러한 시장외적요인에 의해 제한받아 온 것이 사실이다. 우리나라에서 피합병기업의 예측을 연구하는데는 기업의 재무적 요인과 더불어 정부의 경제정책, 법적규제, 계열기업간의 합병여부 등과 같은 외적요인에 대한 고려도 중요하다.

우리나라의 기업합병은 그간의 정부주도형 경제운용으로 인해 외국과는 다른 동기를 가지고 추진되어온 특성을 지니고 있다. 1960년대 이후 최근까지 우리나라 경제는 자유경쟁 보다는 특정부문에 대한 금융과 세제지원을 통한 정부의 역할이 중요한 역할을 하였으며 기업인수·합병과 같은 적극적 기업활동은 부진하였다. 그간의 산업합리화정책이나 부실기업대책에서 볼 수 있었던 것처럼 정부주도의 기업간 통폐합이나 금융기관 개입에 의한 부실기업인수와 같이 피동적으로 M&A가 이루어지는 특성을 보이게 된다.¹⁾

그러나 1991년 이후부터는 부실기업 정리차원에서 기업결합은 없었으며 재무구조개선을 위한 기업결합의 비중이 크게 증가한 반면, 업종다양화를 위한 경우는 감소하는 추세에 있다. 그리고 90년대 이후 시장개방 등의 국내외 경제여건의 변화로 인해 기업에서 재무구조개선, 경영합리화 및 경쟁력강화 등의 능동적인 경영전략이 채택되고, 증권시장과 기업활동에 대한 각종 규제가 완화됨에 따라 시장원리에 의한 기업합병이 더욱 활성화 될 것으로 기대 된다.²⁾

합병활동은 법적규제의 종류와 강도에 의해서도 영향을 받는데, 우리나라에서는 상법, 독점

1) 장영광, '한국 M&A의 특성과 과제', 상장협(1991, 추계호), pp.12-29.

2) 공정거래위원회 발행 공정거래연보(1994) 참조.

규제 및 공정거래에 관한 법률, 세법, 증권거래법 등에서 합병에 관한 규제조항을 두고 있다.

상법상의 합병규제는 주주, 채권자, 회사 모두를 합병절차의 전 과정에서 평등하게 대우하여 합병후의 지위가 합병전보다 못하게 되지 않도록 하는 공정성 확보에 그 목적이 있다.³⁾

독점규제 및 공정거래에 관한 법률(제7조, 제12조 제1항, 제4항)에서는 합병이 일정한 거래분야에 있어서 경쟁을 실질적으로 제한하는 경우에 해당하는지를 심사하기 위하여 합병의 사전신고주의를 규정하고 있다. 세법상의 합병규제조항은 법인세법에서 해산회사에 대해 청산소득과세를 부과하고 있으며, 해산회사의 주주나 출자자에 대해 배당소득세를 부과하고 있다.(법인세법 제2조 제2항, 제4조 제1항, 제19조, 제26조 제2항)

상장회사에 있어 기업결합과 관련된 주요 쟁점은 증권거래법 제200조의 대량주식소유상한제도 폐지를 들 수 있다. 증권거래법 제200조는 '94년 1월 5일 증권거래법의 개정으로 일정기간의 경과규정('97년 1월 1일 부터 시행)을 두고 사실상 폐지 되었다. 이로써 앞으로는 국내에서도 기업인수 및 합병이 다양한 형태로 전개될 것으로 기대된다.

우리나라 기업결합은 계열기업간에 이루어지는 것이 특징이다. 1981년 부터 1993년 사이에 발생한 총 2429건의 기업결합 중에서 48%인 1159건이 계열기업간의 결합이었으며, 특히 대규모기업집단의 경우는 그 비율이 52% 였다.⁴⁾

이러한 현상은 재벌그룹 중심의 경제력 집중현상 및 소유와 경영이 분리되지 못한 한국기업의 지배구조 특성을 반영한 것이다. 이같은 구조하에서는 자회사가 경영부실에 직면했을 때 기업합병을 통하여 이를 구제지원하거나, 그룹차원의 조직재정리, 재무구조개선 등이 용이할 뿐만 아니라 비계열회사와의 공개적 합병·매수 방법보다는 계열회사내의 폐쇄적인 방법이 그 절차가 간결하고 불확실성이 적다는 장점도 갖게 된다.⁵⁾

이와 같은 중요성에도 불구하고 시장의적요인의 계량화가 어렵기 때문에 이 연구는 재무정보를 이용한 합병기업 예측에 한정하며 구체적인 방법은 다음과 같다. 첫째, 피합병기업의 합병전 3년에 걸친 재무비율을 이용하여 피합병기업과 피합병기업간에 차이를 보여주는 재무비율을 추출함으로써 우리나라 피합병기업의 재무적 특성을 분석한다. 둘째로 기존의 연구에서 제시된 피합병기업의 특성이 우리나라 기업에도 적용될 수 있는지를 검증하기 위해 5개의 가설을 판별모형을 이용하여 검증한다. 마지막으로, 판별함수에 의해 추정된 모형을 별도의 검증표본에 적용함으로써 합병대상기업에 대한 예측가능성을 검증한다.

3) 권기범, '회사의 합병 및 영업양수·도', 한국상장회사협의회, 1992.

4) 공정거래위원회 발행 공정거래연보(1994) 참조.

이 자료에는 합병 뿐만 아니라 임원겸임, 영업양수 등의 수단도 포함되어 있다. 이 연구의 표본기간중인 1988년부터 1993년 사이의 계열기업간의 결합은 전체 건수의 36%로 그 이전기간 동안의 55%에 비해 상대적으로 낮은 비율을 보이고 있다.

5) 장영광, 前掲書, pp.12-29.

II. 자료 및 재무비율의 선정

1. 표본구성

피합병기업의 표본은 1988년 1월 1일 부터 1994년 5월 1일 까지 합병된 등록 및 상장기업을 대상으로 하였다. 표본기간 동안 합병된 등록 및 상장기업은 모두 135개였으나 이 중에서 52개 기업은 분석에 필요한 자료를 찾을 수 없어 표본에서 제외 되었다.

〈부록 1〉에 첨부한 합병사건이 발생한 기업의 상호는 매일경제신문사 발행의 企業年鑑에서, 이들 기업에 대한 회계자료는 한국신용평가 주식회사 발행의 企業年鑑에서 수집하였다. 표본에서 제외된 52개의 기업은 합병전 3년에 걸쳐 최소한 1개 년도분의 회계자료가 없거나, 3년간의 회계자료가 있더라도 자료가 지나치게 단순하여 표본으로 이용될 수 없는 기업들이다. 〈부록 1〉의 마지막 열은 합병발생기업이 최종적으로 표본에 포함되었는가를 나타낸다. 표본에 포함된 83개의 기업중 1988년 부터 1992년 사이에 합병된 59개의 기업은 모형의 추정을 위한 推定標本(estimation sample)으로 사용되었다.

〈표 1〉은 피합병기업의 산업분포를 나타내는데, 총 83개의 피합병기업중 74개의 기업이 한국표준산업분류기준상의 제조업, 도소매업, 운수·창고업에 속해 있음을 알 수 있다.

〈 표 1 〉 피합병기업의 산업별 분포

| 산 업 | 추 정 표 본 | | | 검 증 표 본 | | | 최종합계 |
|-------|---------|----|----|---------|----|----|------|
| | 전체 | 제외 | 최종 | 전체 | 제외 | 최종 | |
| 농, 임업 | 3 | 2 | 1 | | | | 1 |
| 어 업 | 3 | 1 | 2 | | | | 2 |
| 광 업 | 1 | 1 | | | | | |
| 제 조 업 | 60 | 21 | 39 | 33 | 13 | 20 | 59 |
| 건 설 업 | 2 | | 2 | 1 | | 1 | 3 |
| 도소매업 | 11 | 3 | 8 | 6 | 4 | 2 | 10 |
| 숙 박 업 | 1 | | 1 | | | | 1 |
| 운수창고 | 7 | 2 | 5 | | | | 5 |
| 금 융 업 | 1 | 1 | | | | | |
| 서비스업 | 2 | 1 | 1 | 1 | | 1 | 2 |
| 미 분 류 | 3 | 3 | | | | | |
| 계 | 94 | 35 | 59 | 41 | 17 | 24 | 83 |

〈 표 2 〉 표본추출의 결과

| 표분구분 | 추 정 표 본 | | 검 증 표 본 | |
|------|---------|------|---------|------|
| | 실험집단 | 통제집단 | 실험집단 | 통제집단 |
| 표본수 | 59 | 59 | 24 | 101 |

이러한 피합병기업에 대응하는 표본으로 59개의 합병되지 않은 기업이 짝짓기 표본방식에 의해 선정되었다. 합병되지 않은 기업은 대응되는 피합병기업의 합병발생 이전 3년간, 이후 1년간에 합병활동이 없는 기업으로서, 동일업종에 속하며 규모가 유사한 기업이 선발되었다. 선정된 표본은 합병년도순으로 〈 부록 2 〉에 요약되어 있다.

1993년 부터 1994년 5월 1일 까지 합병된 24개의 기업을 예측력 검증을 위한 檢證標本 (holdout sample)으로 사용하였다. 24개의 표본기업은 제조업 20개, 건설업 1개, 도소매업 2개, 서비스업 1개 이다. 검증표본의 통제집단은 피합병기업의 산업별 분포를 고려하여 해당 산업에 속하는 표본수에 대해 5배에 해당하는 120개의 합병되지 않은 기업을 선발하였다. 이 중 재무자료가 불완전한 19개의 기업을 제외하고 최종 101개의 기업이 표본으로 확정되었다.

이러한 과정을 거쳐 최종적으로 확정된 표본을 요약하면 〈 표 2 〉와 같다.

2. 표본추출과 계량분석상의 문제점

모든 실증분석은 표본의 무작위추출(random sampling)을 전제로 하고 있다. 그러나 기업의 도산을 예측하는 모형이나 기업의 피합병가능성을 추정하는 것과 같이 흔하지 않은 사건을 연구하기 위한 자료는 무작위로 표본을 추출한 뒤 변수를 관찰하는 것이 아니라, 먼저 종속변수가 관측된 후에 즉 파산한 기업이나 합병된 기업이 표본으로 추출된다. 이렇게 선택적 또는 임의적으로 추출된 표본(choice-based sample)에 무작위표본을 가정한 추정방법을 적용할 경우에는 편기(choice-based sample bias)가 발생하게 된다. 이러한 편기의 결과는 파산 또는 피합병된 기업이 기업 전체의 모집단에 비해 과도하게 표본에 포함되고 따라서 분류정확도나 예측력이 과대평가되는 것으로 나타나게 된다.

Zmijewski(1985)는 실증분석을 통해 이러한 편기가 존재함을 보여주었으며, 조정된 프로빗(probit)모형을 이용하여 파산기업이 표본에 포함될 확률(sample frequency rate)이 모집단에서의 확률(population frequency rate)에 접근할 수록 편기가 감소함을 밝혀냈다. 그밖에 이러한 편기가 전체적인 분류율이나 예측률에는 영향을 미치지 않으며 통계적 추론에도 영향을 미치지 않음을 밝혔다.

한편 Palepu(1986)는 사건이 二項的으로 발생한다는 가정하에 실험집단과 통제집단간에

同數로 표본을 구성할 경우 합병대상기업에 대한 예측력이 과장된다는 것을 지적하였다. 이러한 경우 Palepu(1986)는 조건부최대우도추정법(conditional maximum likelihood estimation)이나 가중최대우도추정법(weighted maximum likelihood estimation)과 같은 방법을 사용하여 모형의 추정에 관해서는 편기되지 않은 추정치(unbiased estimates)를 얻을 수 있었다. 하지만 이러한 경우에도 예측력검증에 있어서는 표본과 모집단에서의 비율이 일치하도록 大標本을 사용해야만 한다는 사실을 밝혀냈다.

이 연구에서는 자료의 한계에 따라 선택적 표본추출에 따른 편기를 수정하지 않은 방법을 사용하였다.

3. 재무비율선정

〈 표 3 〉 재무비율 목록

| 집단구분 | 변수명 | 계 산 식 |
|--------------|--|---|
| 1. 유동성비율 집단 | CAST QUIC QR CARA NETWOR CR SALI SAQU | (현금+유가증권)/총자산 당좌자산/총자산 당좌자산/유동부채 현금/유동부채 순운전자본/총자산 유동자산/유동부채 유동자산/매출액 당좌자산/매출액 |
| 2. 레버리지비율 집단 | ER NWFL LEV DR TIE | 자기자본/총자산 고정장기적합률 장기부채/총자산 총부채/자기자본 (EBIT+이자지급액)/이자지급액 |
| 3. 수익성비율 집단 | MAL OPIN ROE ROI INCO | 순이익/매출액 영업이익/매출액 순이익/자기자본 순이익/총자산 이자지급액/매출액 |
| 4. 성장성비율 집단 | GRSAL GREQT | 년간 매출액 성장률 년간 자기자본 성장률 |
| 5. 활동성비율 집단 | TURN0 | 매출액/총자산 |
| 6. 기타 | FLOEQ FLOAS UNSTA | 현금흐름/자기자본 현금흐름/총자산 3년간 영업이익의 표준편차 |

우리나라 피합병기업의 특성을 분석하고 예측력을 검증하기 위해 사용될 재무비율의 선발은 표준적으로 사용되고 있는 24개의 재무비율을 대상으로 하였으며 < 표 3 >은 그 목록을 나타낸다. 재무비율들을 합병전 3년 동안 기업의 재무보고서에서 수집되었으며 피합병기업인 실험집단(MER)과 합병되지 않은 통제집단(NON)간의 유의적인 차이를 나타내는 변수를 찾기 위해 t-test를 실시 하였다.

t-test 수행시 개별변수의 분산도를 줄이고 t값의 유의성을 높이기 위해 각 재무비율에서 최대값과 최소값을 제외하였다. < 표 4 >는 각 재무비율의 평균과 t-값을 나타낸다.

유동성비율 집단에서는 SALI(유동자산/매출액)가 합병 3년전부터 피합병기업과 합병되지 않은 기업간에 유의적인 차이를 나타냈다.

레버리지비율 집단에서는 TIE(이자보상비율)가 합병전 3년째에 0.05, 합병전 2년째는 0.1의 유의수준에서 차이를 나타냈고, ER(자기자본/총자산)은 합병전 3년째에 0.1의 유의수준에서 차이를 나타냈다. 한편, 피합병기업의 LEV(장기부채/고정자산)이 합병되지 않은 기업에 비해 모두 높았으나 유의성은 없었다.

수익성비율 집단에서는 예상대로 피합병기업의 ROI(순이익/총자산)이 합병되지 않은 기업에 비해 낮았으며 합병전 3년째와 2년째에 0.05의 유의수준에서 차이를 보였다. 피합병기업의 ROE(자기자본수익률)이 높게 나타난 것은 효율적인 경영때문이 아닌 상대적으로 취약한 재무구조를 반영한 것으로 보인다.

또한, OPIN(영업이익/매출액)과 INCO(금융비용부담율)가 합병 1년전에 유의한 차이를 보이고 있는데, 이는 합병발생 직전 피합병기업의 수익성이 급격히 악화되고, 금융비용에 대한 부담이 증가하는 것으로 볼 수 있다.

성장성비율에서는 GREQT(자기자본성장률)가 합병 1년전에 유의적인 차이를 나타냈다.

활동성비율의 지표로 사용된 TURNO(매출액/총자산 : 총자산회전율)는 합병전 3년째와 2년째에는 0.05의 유의수준에서, 합병 1년전에는 0.01의 수준에서 차이를 나타내어 피합병기업이 資産利用의 측면에서 합병되지 않은 기업에 비해 상대적으로 비효율적임을 확인할 수 있었다.

예상과는 달리 현금흐름에 있어서는 합병된 기업과 합병되지 않은 기업간에 차이점을 발견할 수는 없었다.

합병전 각 년도에 대한 t-test 결과와의 비교를 위해 합병전 3년동안의 각 비율의 평균치에 대해서 t-test를 실시한 결과 각 년도에 대한 t-test 와 유사한 결과를 얻을 수 있었다.

유의수준 5%를 한계치로 하여 피합병기업과 합병되지 않은 기업간 유의한 차이를 보이는 재무비율은 4개(SALI, TIE, ROI, TURNO)로 압축되었다.

〈 표 4 〉 재무비율의 평균과 t-test 결과

| 변수명 | 기업 구분 | 3 년 전 | | 2 년 전 | | 1 년 전 | | 3년 평균 | |
|--------|----------|---------|---------|---------|---------|---------|---------|---------|---------|
| | | mean | t-값 | mean | t-값 | mean | t-값 | meam | t-값 |
| CAST | MER | 0.0695 | * | 0.0828 | | 0.0762 | | 0.0753 | |
| | NON | 0.0941 | -1.7980 | 0.0881 | -0.5431 | 0.0899 | -1.0117 | 0.0907 | -1.3065 |
| QUIC | MER | 0.3088 | | 0.3146 | | 0.2991 | | 0.3075 | |
| | NON | 0.3158 | -0.2366 | 0.3133 | 0.0469 | 0.3181 | -0.6650 | 0.3157 | -0.3165 |
| QR | MER | 0.5671 | | 0.5473 | | 0.5584 | | 0.5576 | |
| | NON | 0.6042 | -0.6617 | 0.5842 | -0.7075 | 0.6077 | -0.7687 | 0.5987 | -0.7943 |
| CARA | MER | 0.1285 | | 0.1257 | | 0.1343 | | 0.1295 | |
| | NON | 0.1708 | -1.4556 | 0.1561 | -1.0560 | 0.1638 | -0.8782 | 0.1636 | -1.2525 |
| NETWOR | MER | -0.0523 | | -0.0972 | | -0.0947 | * | -0.0814 | |
| | NON | -0.0267 | -0.6474 | -0.0444 | -1.1582 | -0.0339 | -1.4376 | -0.0350 | -1.2182 |
| CR | MER | 1.0051 | | 0.9351 | | 0.9546 | | 0.9650 | |
| | NON | 0.9907 | 0.1841 | 0.9586 | -0.3535 | 1.0001 | -0.5532 | 0.9832 | -0.2771 |
| SALI | MER | 0.6535 | * | 0.6226 | ** | 0.8078 | *** | 0.7022 | *** |
| | NON | 0.4760 | 1.7755 | 0.4846 | 2.6049 | 0.4926 | 3.7540 | 0.4844 | 3.4567 |
| SAQU | MER | 0.3548 | | 0.3744 | * | 0.4502 | *** | 0.3956 | ** |
| | NON | 0.2919 | 1.2268 | 0.3018 | 1.8520 | 0.2954 | 3.4273 | 0.2964 | 2.5775 |
| ER | MER | 0.0675 | * | -0.0447 | | -0.0245 | | -0.0005 | |
| | NON | 0.2234 | -1.8892 | 0.2152 | -1.5716 | 0.2033 | -1.4536 | 0.2140 | -1.6005 |
| NWFL | MER | 1.1288 | | 2.7512 | | 2.4537 | | 2.1343 | * |
| | NON | 0.5347 | 1.4781 | 0.8844 | 1.3510 | 1.1347 | 1.2028 | 0.8513 | 1.8824 |
| LEV | MER | 0.3842 | | 0.4697 | | 0.4517 | | 0.4352 | |
| | NON | 0.2774 | 1.2032 | 0.2863 | 1.1456 | 0.3023 | 0.9823 | 0.2887 | 1.1035 |
| DR | MER | 3.0943 | | 6.8596 | | 3.6899 | | 4.8759 | |
| | NON | 4.4568 | -1.1437 | 3.7078 | 1.3977 | 4.2783 | -0.3165 | 4.1394 | 0.5777 |
| TIE | MER | 1.2205 | ** | 1.2264 | * | 1.3462 | | 1.2590 | ** |
| | NON | 2.0773 | -2.5643 | 1.8005 | -1.6679 | 1.8212 | -1.5574 | 1.9154 | -2.5970 |
| MAL | MER | -0.0313 | | -0.0314 | ** | -0.0362 | | -0.0486 | * |
| | NON | 0.0047 | -1.6013 | 0.0073 | -1.9951 | 0.0071 | -0.9835 | 0.0063 | -1.8849 |
| OPIN | MER | 0.0389 | | -0.1069 | | 0.0321 | * | -0.0121 | |
| | NON | 0.0670 | -1.2779 | 0.0708 | -1.0957 | 0.0795 | -1.8786 | 0.0725 | -1.3712 |
| ROE | MER | 0.1331 | | 0.2127 | | -0.0474 | | 0.0982 | |
| | NON | 0.0888 | 0.4444 | 0.1091 | 0.5177 | -0.0009 | -0.1868 | 0.0656 | 0.3012 |
| ROI | MER | -0.0101 | ** | -0.0144 | ** | -0.0057 | | -0.0063 | *** |
| | NON | 0.0189 | -2.0405 | 0.0177 | -2.2665 | 0.0175 | -0.6234 | 0.0180 | -2.6486 |
| INCO | MER | 0.5902 | | 0.2584 | | 0.1309 | *** | 0.3265 | |
| | NON | 0.0687 | 1.0472 | 0.0624 | 1.2033 | 0.0678 | 3.0654 | 0.0663 | 1.1608 |
| GRSAL | MER | 0.2525 | | 0.2994 | | 0.1190 | * | 0.2262 | |
| | NON | 0.1944 | 0.4357 | 0.2197 | 0.9305 | 0.2372 | -1.7600 | 0.2166 | 0.1735 |

| | | | | | | | | | |
|-------|-----|--------|---------|--------|---------|--------|---------|--------|---------|
| GREQT | MER | 0.3800 | | 0.0899 | | 0.1269 | | 0.1912 | |
| | NON | 0.2523 | 0.4906 | 0.1624 | -0.3757 | 0.2034 | -0.3191 | 0.2033 | -0.0896 |
| TURNO | MER | 1.1054 | ** | 1.0158 | ** | 0.8825 | *** | 1.0246 | ** |
| | NON | 1.4025 | -1.9787 | 1.3121 | -2.1898 | 1.2477 | -2.8744 | 1.3185 | -2.2102 |
| FLOEQ | MER | 0.1043 | | 0.1015 | | 0.0813 | | 0.0889 | |
| | NON | 0.0715 | 0.5205 | 0.0535 | 0.6783 | 0.0990 | -0.2640 | 0.0746 | 0.4008 |
| FLOAS | MER | 0.0169 | | 0.0222 | | 0.0116 | | 0.0169 | |
| | NON | 0.0178 | -0.0871 | 0.0134 | 0.6916 | 0.0173 | -0.5041 | 0.0162 | 0.1267 |
| UNSTA | MER | | | | | | | 1402.1 | |
| | NON | | | | | | | 2828.0 | -0.8911 |

주 : *** : $\alpha=0.01$ 수준에서 유의함
 ** : $\alpha=0.05$ 수준에서 유의함
 * : $\alpha=0.1$ 수준에서 유의함

Ⅲ. 가 설

재무비율에 관한 피합병기업의 특성을 분석하기 위해 기존의 연구를 바탕으로 다음과 같은 5개의 연구가설을 설정하였다.

<가설 1> : 경영진이 비효율적인 기업은 합병대상이 되기 쉽다.⁶⁾

이 가설은 인수에 의한 위협은 經營者를 감시하려는 개별 株主의 노력을 대체할 수 있으며, 기업지배권시장과 인수를 통한 위협이 경영자의 무능과 대리인문제에 대한 효율적인 통제수단뿐만 아니라, 가치극대화 행동을 하지 않는(non-value-maximizing behavior) 경영자에 대한 징계수단으로 사용될 수 있음을 강조한 것이다.⁷⁾

Palepu(1986)는 이 가설을 검증하기 위해 평균초과이익률과 자기자본 순이익률을 사용하였으나, 본 연구에서는 총자산회전률(TURNO)과 총자산순이익률(ROI)을 사용하였다.

낮은 총자산회전률은 비효율적인 자산의 운영을 의미하며, 이는 현 경영진이 과도한 투자를 부담하면서도 매출액의 증가를 이룰 수 없음을 의미한다.⁸⁾ 총자산순이익률은 대표적인 수익성비율로서 총자산을 얼마나 효율적으로 이용하여 영업성과를 올렸는가를 나타낸다.

<가설 2> : 레버리지가 낮은 기업일수록 합병대상이 되기 쉽다.

6) Palepu, K.G., "Predicting Takeover Target", Journal of Accounting and Economics 8(1986), pp.3-35.

7) Shapiro A. C., "Takeover and Market for Corporate Control", in Modern Corporate Finance(Macmillan Publishing Co., 1991), chap.30.

8) J.K. Dietrich and E. Sorenson, 'An Application of Logit Analysis to Prediction of Merger Target', Journal of Business Research 12(1984), pp.393-402.

이 가설은 總資産에 대한 長期負債比率(LEV)과 利子補償比率(TIE)을 이용하여 검증한다. 여기에서 낮은 負債比率는 잠재적 합병대상기업의 미활용된 부채수용능력(debt capacity)에 대한 대응치로 이용되고 있다. 즉, 부채비율이 낮은 기업을 합병함으로써 더 많은 부채수용력을 활용하여 이익을 얻을 수 있다는 것이다. 따라서 이 변수에 대한 계수는 음(-)의 부호를 갖을 것으로 기대된다.

利子補償比率(TIE)은 장기부채비율(LEV)의 代替測定値로서 사용한다. 장기부채비율은 대차대조표로부터 계산되어지는 정태적 비율이나 이자보상비율은 현금흐름에 의하여 장기채무지급능력을 파악하고자 하는 동태적 비율이다. 따라서 TIE는 양(+)의 부호를 갖을 것으로 예상된다.

< 가설 3 > : 流動性이 부족한 기업일수록 합병대상이 되기 쉽다.

기업이 보유한 유동성이 기업의 피합병 가능성에 미치는 영향에는 서로 상반되는 가설이 존재한다. Belkaoui(1978)는 유동성을 인수회피를 위한 기업능력의 지표로 인식하여 유동성이 작은 기업일수록 합병대상이 되기 쉬울 것으로 생각하였다. 그러나 Dietrich와 Sorenson(1984)은 높은 유동비율은 비효율적 자산의 배치로 인한 과도한 유동성을 의미하며 이는 한편 아직 활용되고 있지 않은 負債受容力을 의미하기 때문에 유동성과 합병가능성은 正의 관계가 있다고 주장하였다.

유동성에 대한 측정치로는 賣出額에 대한 流動資産의 比率(SALI)을 이용한다.

< 가설 4 > : 기업의 규모가 클수록 합병가능성은 감소한다.

이 가설은 기업인수시 규모와 관련된 去來費用의 존재한다는 Palepu(1986)의 가설을 인용한 것이다. 이러한 비용은 합병대상기업이 방어를 위한 지연전략을 사용할 경우에 이에 대응하기 위해 소모되는 비용 뿐만 아니라 합병대상기업의 조직을 인수기업으로 흡수하는데 드는 비용을 포함한다.

< 가설 5 > : 成長성과 資源간의 불균형 관계가 클수록 합병대상이 되기 쉽다.

이 가설은 成長과 資源간의 不均衡이 존재하는 기업이 합병대상이 되기 쉽다는 Palepu(1986)의 가설을 인용한 것이다. 즉 낮은 성장성-풍부한 자원을 갖는 기업과 높은 성장성-빈약한 자원을 갖고 있는 기업은 취약한 점을 보완하며 성과를 극대화할 수 있는 방향으로의 합병이 발생할 가능성이 높다는 것이다.

기업의 성장성은 연간 매출액증가율(GRSAL)을, 유동성은 총자산에 대한 순운전자본의 비율(NETWOR)을 이용하고, 레버리지는 총자산에 대한 장기부채의 비율(LEV)을 이용하였다.

이들 변수를 이용하여 낮은 성장율-높은 유동성-낮은 레버리지의 결합과 높은 성장율-낮은 유동성-높은 레버리지의 결합에는 더미변수로서 1의 값을 할당하고 나머지 결합들에는 0의 값을 할당하였다.

각 변수의 '높고, 낮음'에 대한 선정은 각 변수의 값이 표본의 평균보다 높으면 '높음'으로 정의하고, 그렇지 않으면 '낮음'으로 정의하였다.

IV. 實證分析

1. 모형

실증분석은 t-test 결과에 의해 선정된 4개의 변수와 가설의 검증을 위해 추가된 3개의 변수에 대해 多重判別分析(multiple discriminant analysis)을 적용하였다.

모델에 포함될 설명변수간의 상관관계를 분석한 결과 매출액에 대한 유동자산의 비율(SALI)와 매출액에 대한 당좌자산의 비율(SAQU)간의 상관관계수는 1에 가까웠고, 총자산순이익률(ROI)과 이자보상비율(TIE)간의 상관관계수는 0.58이었으며, 나머지 변수들간의 상관관계수는 모두 ± 0.2 이하였다. 따라서 매출액에 대한 유동자산의 비율(SALI)와 매출액에 대한 당좌자산의 비율(SAQU)은 계량분석상 동일한 변수로 간주하여 SALI만을 채택하였으며, 총자산순이익률(ROI)과 이자보상비율(TIE)을 교대로 선택하여 다음과 같은 3개의 모형이 최종적으로 선정되었다.

2. 분석결과 및 설명

개별 판별함수의 유의성을 나타내기 위해 Mahalanobis D2값을 이용하였다. Mahalanobis D2값이 클수록 피합병기업과 합병되지 않은 기업 집단간의 거리가 크다. 이 값을 F값으로 변환하였을때 3개의 모형중에서 2개의 모형이 0.1의 유의수준에서 양 집단을 구별해 주고 있다.

<가설1>을 검증하기 위한 TURNO(총자산회전율)과 ROI(총자산순이익율)은 모든 모형에서 음(-)의 부호를 나타내고 있다. 이는 총자산회전율과 총자산순이익율이 낮은 기업일수록 합병대상이 되기 쉽다는 것을 나타낸다.

레버리지와 합병대상의 가능성을 설명하는 <가설2>에서는 모든 모형에서 LEV(총자산에 대한 장기부채의 비율)은 양(+)의 부호를 TIE(이자보상비율)는 음(-) 부호를 일관되게 나타내고 있어, 우리나라 기업은 <가설2>와는 달리 부채비율이 높고 이자보상비율이 낮을수록 합병대상이 될 가능성이 크다고 볼 수 있다.

이러한 결과는 레버리지가 낮을수록 합병대상이 되기 쉽다는, 즉 피합병기업의 미활용된 부채수용능력이 합병의 동기로 작용한다는 Dietrich & Sorenson(1984)과 Palepu(1986)의 연구결과와는 대조적인 것이다.

〈 표 5 〉 판별모형의 추정결과

| 구 분 | 모형 1 | 모형 2 | 모형 3 |
|----------|----------|---------|----------|
| CONSTANT | -0.0567 | 0.1374 | -0.1264 |
| ·TURNO | -0.0593 | -0.0735 | -0.0588 |
| ROI | -10.1725 | | -11.0734 |
| LEV | 0.3097 | 0.2525 | 0.3230 |
| TIE | | -0.1092 | -0.0387 |
| SALI | 0.0329 | 0.0421 | 0.0334 |
| ASET | -0.0104 | -0.0087 | -0.0103 |
| GRDUMMY | 0.4925 | 0.3151 | 0.4960 |
| Maha-D | 0.4304 | 0.2419 | 0.4345 |
| F 값 | 2.09 * | 1.18 | 1.82* |

주 : * 는 $\alpha=0.1$ 수준에서 유의함.

〈가설3〉에서는 SALI(매출액에 대한 유동자산의 비율)가 모두 양(+)의 계수값을 나타내고 있다. 이러한 결과는 Dietrich 와 Sorenson(1986)의 연구결과와 일치하는 것으로서, 과다한 유동성 보유와 비효율적인 자산배치의 특성을 나타낸다고 볼 수 있다. 이는 〈가설1〉에서 검증한 바와 같이 피합병기업이 낮은 총자산회전율을 나타내는 특성과 일치하는 결과이다.

합병에서의 자산규모의 역할을 이해하기 위한 〈가설4〉에서 ASET(자산)은 모든 모형에서 음(-)의 부호를 보이고 있다.

〈가설5〉를 검증하기 위한 GRDUMMY변수는 모든 모형에서는 양의 값을 보여 우리나라의 피합병기업은 기업의 성장가능성과 보유한 자원간의 불균형이 큰 특성을 갖는 것으로 나타났다.

3. 豫測力 檢證

도출된 판별함수의 타당성은 판별함수의 예측력에 대한 검증을 통해 이루어진다. 판별함수의 예측력 검증에는 24개의 피합병기업과 101개의 통제집단으로 구성된 새로운 표본이 사용되었다. 검증표본(holdout sample)에 대해 예측력을 검증한 결과는 다음과 같다.

〈 표 6 〉 판별모형의 예측력 검증결과

| 구 분 | 모형 1 | 모형 2 | 모형 3 |
|-----|--------|--------|--------|
| 분류율 | 62.4 % | 42.4 % | 62.4 % |

분류율은 판별모델에 의해 피합병기업이 피합병기업으로, 합병되지 않은 기업이 합병되지 않은 기업으로 옳게 분류된 비율을 나타내는데, 모형에 따라 최저 42.4% 에서 최고 62.4% 사 이로 나타났다.

모형 1의 예를 들자면, 개별 집단별로 정확히 분류된 비율을 계산했을때 24개의 피합병기업중 16개 기업이 정확히 분류되고 나머지 8개 기업은 합병대상이 아닌 기업으로 분류되어 66.7%의 분류정확도를 나타냈다. 합병되지 않은 기업에서는 총 101개의 기업중 62개의 기업이 합병되지 않은 기업으로 정확히 분류되어 60.4%의 분류정확도를 나타냈다.

V. 요약 및 한계

5가지의 가설에 의한 피합병기업의 재무적 특성은 다음과 같이 정리될 수 있다.

첫째, 우리나라의 피합병기업은 상대적으로 비효율적으로 운영되고 있으며 기업의 총자산 회전율과 총자산순이익률이 낮을수록 합병대상이 되기 쉬운 것으로 나타났다.

둘째, 우리나라의 기업은 레버리지가 크고 장기채무지급능력이 작을수록 합병대상이 될 확률이 높은 것으로 나타났다. 이러한 결과는 합병대상기업의 미활용된 부채수용력이 합병을 주도하는 기업의 부채수용력을 증가시킴으로써 가치를 제공한다는 외국에서의 연구결과와는 상반되는 것이다.

이는 우리나라 기업합병시장의 특수성과 밀접한 관계가 있는 것으로 보인다. 우리나라에서는 기업 스스로의 능동적이고 자율적인 합병보다는 부실기업에 대한 정부의 인수권유정책에 의해 타율적으로 이루어지는 경우가 많았으며, 이는 결국 무모한 과잉투자를 유발시키고 불경기에는 부실기업을 속출케 하는 요인으로 작용하였다.⁹⁾

셋째, 과도한 유동성으로 인한 기회비용이 클수록 합병대상이 될 가능성이 높다. 피합병기업의 유동비율은 합병되지 않은 기업에 비해 낮은 반면, 매출액에 대한 유동자산의 비율과 매출액에 대한 당좌자산의 비율은 높은 특성을 갖는 것으로 나타났다.

9) 장영광, 송인만, "한국기업의 합병동기에 관한 실증적 연구", 경영학연구(1991,5), pp.1-37.

넷째, 통계적인 유의성은 없었으나 피합병기업들은 합병되지 않은 기업에 비해 상대적으로 자산규모가 작은 특성을 나타냈다.

다섯째, 우리나라의 피합병기업은 기업의 성장성과 보유한 자원간의 불균형이 큰 특성을 갖는 것으로 나타났다.

합병대상기업의 예측은 모형별로 42.4%에서 62.4%까지의 분류정확도를 나타냈으며, 평균적으로 피합병기업에 대해서는 66.7%, 합병대상이 아닌 기업은 47.8%를 정확히 분류하였다.

피합병기업의 재무적 특성을 분석하고 이를 통해 합병대상기업의 예측가능성을 실험한 본 연구는 우리나라 기업합병의 특수성과 관련하여 다음과 같은 한계 및 과제를 지니고 있다.

첫째, 예측력을 높이기 위해서는 회계자료 이외에 주가수익비율(PER), 주식의 시장가치 및 거래량과 같은 시장자료와 배당성향, 기업의 소유구조 등의 변수들도 포함되어야 할 것이다.¹⁰⁾

둘째, 우리나라의 기업합병은 기업지배권시장을 통해서 이루어지지 않고 계열기업간에 内部的 必要性에 의해 발생하는 경우가 많기 때문에, 이러한 특성이 고려되지 않고 수행된 피합병기업의 연구결과를 일반화하기에는 무리가 있을 것으로 보인다.

그러나 기업합병시장을 국가 단위가 아닌 다각화기업 내부에 존재하는 시장 단위로 축소한다면 이러한 연구결과도 계열기업의 통폐합 및 효율적 經營을 위한 지침으로 활용할 수 있을 것이다.

넷째, 표본구성에서 발생하는 偏倚(bias)를 줄이고 예측 정확도를 높이기 위해서는 검증표본의 통제집단을 대표본으로 구성하여야 한다. 선택적 표본추출의 경우 추정과정에서는 조정을 통해서 偏倚를 피할 수 있으나, 예측력 검증에서는 두 표본집단의 비율이 모집단에서의 비율과 유사하도록 구성되어야만 不偏(unbiased)한 결과를 얻을 수 있을 것이다.

다섯째, 기업합병의 정확한 재무적 특성과 예측도를 높이기 위해서는 표본기간별 또는 기업합병 사유별로 분할된 표본에 대한 연구가 필요할 것이다. 1988년 부터 1993년 7월10일 까지의 64개 기업에 똑같은 방법을 적용한 결과, 선정된 재무비율이 일부 변경되었으며, 일부 가설에 대해서는 검증결과가 달라지기도 하였다.

10) Ambrose와 Megginson의 연구는 합병대상이 될 가능성과 기업의 소유구조와는 밀접한 관계가 있음을 보여주고 있다. 이들은 기업의 내부소유자 지분과 기관투자자 지분이 합병의 확률결정에 미치는 영향을 분석하였다.

參 考 文 獻

- 권기범, '회사의 합병 및 영업 양수·도', 한국상장회사협의회, 1992.
- 장영광, '한국 M&A의 특성과 과제', 상장협(1991, 추계호), PP.12-29.
- 장영광, 송인만, '한국기업의 합병동기에 관한 실증적 연구', 경영학연구(1991.5), pp.1-37.
- 공정거래위원회, 공정거래연보, 1994
- Belkaoui, A., "Financial Ratios as Predictors of Canadian Takeover", *Journal of Business Finance and Accounting* 5.1(1978), pp.93-107.
- Bradley, Michael, Anand Desai and E. Han Kim, "Specialized resources and competition in the market for corporate control", Working paper, *University of Michigan of MI at Ann Arbor*, 1982.
- Bradley, Michael, Anand Desai and E.Han Kim, "Synergistic Gains from Corporate Acquisitions and their Division between the Stockholders of Target and Acquiring firms", *Journal of Financial Economics* 21 (1988), pp.3-40.
- Brent, Ambrose and William Megginson, "The Role of Asset Structure, Ownership Structure, and Takeover Defences in Determining Acquisition Likelihood", *Journal of Financial and Quantitative Analysis* 27 (1992), pp.575-589.
- Dietrich, J.K. and E. Sorenson, "An Application of Logit Analysis to Prediction of Merger Target", *Journal of Business Research* 12(1984), pp.393-402.
- Franks, J.R. and Harris R.S., "Shareholder Wealth Effects of Corporate Takeovers", *Journal of Financial Economics* 23(1989), pp. 225-249.
- Huang, Y. S. and R. A. Walkling, "Target Abnormal Returns Associated with Acquisition Announcements", *Journal of Financial Economics* 19(1987), pp.329-349.
- Jensen, Micheal C. and Richard S. Ruback, "The Market for Corporate Control : The Scientific Evience", *Journal of Financial Economics* 11(1983), pp.5-55.
- Malatesta, P. H., "Corporate mergers", Unpublished Ph. D. dissertation, *University of Rochester of New York at Rochester*, 1981.
- Manne, H.G., "Merger and Market for Corporate Control", *Journal of Political Economy*, 1965, pp.110-120.
- Manski, C.F. and D. McFadden, Alternative estimators and sample designs for discrete choice analysis, in : C.F. Manski and D. McFadden. eds., *Structural analysis of discrete data with econometric applications*, Cambridge, Mass. : M.I.T. Press,

1981.

Palepu, K.G., "Predicting Takeover Target", *Journal of Accounting and Economics* 8(1986), pp.3-35.

Shapiro, A. C., "Takeover and Market for Corporate Control", in *Modern Corporate Finance*(Macmillan Publishing Co., 1991), chap.30.

Stulz, R. M., Walking R.A. and Song M.H., "The Distribution of Target Ownership and Division of Gains in Successful Takeovers", *Journal of Finance* 45(1990), pp.817-833.

Zmijewski, M.E., "Methodological Issues Related to the Estimation of Financial Distress Prediction Models", *Journal of Accounting Research* 22(1984), pp.59-82.

〈 부록 1 〉 피합병기업중 등록 및 상장기업 현황

1. 88년 기업 합병 현황

| 연번 | 합 병 회 사 | 피 합 병 회 사 | | 합병일자 | 표본기업 |
|----|----------|-------------|-----|-------|------|
| | 회 사 명 | 회 사 명 | 산업 | | |
| 1 | 남선물산 | 한일섬유공업 | 제조 | 7. | |
| 2 | 동양나이론 | 원미섬유공업 | 제조 | 2.22 | |
| 3 | 두산산업 | 두산컴퓨터 | 제조 | 6. | 0 |
| 4 | (주)리몽드 | 한진전자 | 제조 | 3.5 | |
| 5 | 삼영화학공업 | 국제통신공업 | 제조 | 5.6 | |
| 6 | 성창기업 | 성창임원개발 | 임업 | 2. | |
| 7. | (주)에스콰이아 | (주)제일산업 | 제조 | 1. | 0 |
| 8 | (주)일성 | 일양전기 | 제조 | 1. | |
| 9 | 풍한방직 | 내외홍업 | 도소매 | 2. | |
| 10 | 한국카프로락탐 | 고려카프로락탐 | | 4.27 | |
| 11 | 한국화약 | (주)산석 | 제조 | 1. | |
| 12 | 한양화학 | 한국프라스틱공업(상) | 제조 | 5.31 | |
| 13 | 해태음료 | 해태농수산 | 제조 | 7. | |
| 14 | 홍영수산 | 홍영 I.O.E | 어업 | 7. | 0 |
| 15 | 경원기계공업 | (주)세기 | 제조 | 9. | 0 |
| 16 | (주)대한상선 | (주)한진해운 | 운수 | 10.5 | 0 |
| 17 | 동아인쇄공업 | (주)동아출판사 | 제조 | 12. | 0 |
| 18 | (주)보광 | 진광화학공업 | | 7. | |
| 19 | 삼성전자 | 삼성반도체통신(상) | 제조 | 11.1 | 0 |
| 20 | 양정물산 | 장안쇼핑 | | 9. | |
| 21 | 한국YKK판매 | (주)대기 | 제조 | 11. | 0 |
| 22 | 한룩식품 | 한국카바이드공업 | 제조 | 9. | |
| 23 | 한주통산 | 서우산업 | 제조 | 9. | 0 |
| 24 | 화승전자 | 한원전자 | 제조 | 11. | 0 |
| 25 | 현대중공업 | 현대엔진공업 | 제조 | 12.23 | 0 |
| 26 | 한보종합건설 | 한보철강공업 | 제조 | 12.31 | 0 |

2. 89년 기업 합병 현황

| 연번 | 합 병 회 사 | 피 합 병 회 사 | | 합병일자 | 표본기업 |
|----|----------|-----------|----|-------|------|
| | 회 사 명 | 회 사 명 | 산업 | | |
| 1 | 영일산업 | 진일산업 | 어업 | 5. | |
| 2 | 롯데캐논 | 롯데산업 | 제조 | 1. | |
| 3 | 성광홍산 | 성광합섬 | 제조 | 4. | 0 |
| 4 | (주)세모 | 삼우트레이딩 | 제조 | 1. | |
| 5 | (주)울산싸이로 | 울산탱크터미널 | 운수 | 2. | |
| 6 | 대우자동차부품 | 대우에치엠에스공업 | 제조 | 12. | 0 |
| 7 | 동부화학 | 영남화학 | 제조 | 2.28 | 0 |
| 8 | 동창제지 | 동창판지 | 제조 | 7.26 | |
| 9 | (주)미원 | (주)엠제이씨 | 제조 | 7.12 | 0 |
| 10 | (주)한진 | 대한종합운송 | 운수 | 12.20 | |

3. 90년 기업 합병 현황

| 연번 | 합 병 회 사 | 피 합 병 회 사 | | 합병일자 | 표본기업 |
|----|------------|-------------|-----|-------|------|
| | 회 사 명 | 회 사 명 | 산업 | | |
| 1 | (주)도투락 | (주)봉명 | 광업 | 1. 1 | |
| 2 | (주)레이디가구 | 신한공기 | 제조 | 1.15 | |
| 3 | 경인에너지 | (주)성운물산 | 운수 | 9. 1 | 0 |
| 4 | (주)남양사 | 남양냉동식품 | 농업 | 7. 1 | |
| 5 | (주)논노상사 | (주)논노엔터프라이즈 | 제조 | 11.30 | |
| 6 | (주)대우엔지니어링 | 전엔지니어링 | 서비스 | 12.31 | 0 |
| 7 | 대우조선공업 | 대우기공 | 제조 | 12.27 | 0 |
| 8 | 도원익스프레스 | (주)성전유통 | 제조 | 2.25 | 0 |
| 9 | '' | (주)유산 | 도소매 | 2.25 | 0 |
| 10 | 동방산업 | (주)동보 | 제조 | 12. 1 | 0 |
| 11 | 범양강철 | 조양직물 | 제조 | 12. 1 | 0 |
| 12 | (주)양우화성 | 한국후지기계 | 제조 | 6.30 | 0 |
| 13 | 한국셀시바가이기 | 한스제약 | 제조 | | |

| | | | | | |
|----|----------|------------|----|-------|---|
| 14 | 한국트럭터미날 | 서울남부터미날 | 운수 | 12.8 | 0 |
| 15 | (주)한진중공업 | 광명목재 | 창고 | 10.1 | 0 |
| 16 | " | (주)부산수리조선소 | 제조 | 10.1 | 0 |
| 17 | " | (주)한진조선 | 제조 | 10.1 | 0 |
| 18 | 홍원산업 | 홍원제지 | 제조 | 10.27 | 0 |

4. 91년 기업 합병 현황

| 연번 | 합 병 회 사 | 피 합 병 회 사 | | 합병일자 | 표본기업 |
|----|--------------|-----------|-----|-------|------|
| | 회 사 명 | 회 사 명 | 산업 | | |
| 1 | 금성통신 | 금성전기(상) | 제조 | 6.1 | 0 |
| 2 | (주)대한아이소플라스트 | 한창전기공업 | 제조 | 5.13 | 0 |
| 3 | (주)마이크로랜드 | 케이서시스템 | 도소매 | 7.1 | |
| 4 | (주)충무산업 | (주)대유 | 제조 | 5.4 | |
| 5 | 개양물산 | 동광제약 | 제조 | 12.30 | 0 |
| 6 | 대우조선공업 | 신아조선공업 | 제조 | 12.26 | 0 |
| 7 | (주)럭키 | 럭키소재(상) | 제조 | 10.31 | 0 |
| 8 | " | 럭키유화 | 제조 | 9.30 | |
| 9 | " | 럭키제약 | 제조 | 10.31 | 0 |
| 10 | 일신산업 | 홍익개발 | 서비스 | 8.31 | |
| 11 | (주)진로유통 | 한국터미날 | 운수 | 12.26 | 0 |
| 12 | 천광산업 | 천광요업 | 제조 | 12.15 | 0 |
| 13 | 태평양금속 | 한국웨어라이트 | 제조 | 12.26 | 0 |
| 14 | (주)풍산 | 풍산금속상사 | 도소매 | 7.1 | 0 |
| 15 | 한양투자금융 | 금성투자금융 | 금융 | 8. | |

5. 92년 기업 합병 현황

| 연번 | 합 병 회 사 | 피 합 병 회 사 | | 합병일자 | 표본기업 |
|----|---------|-----------|----|------|------|
| | 회 사 명 | 회 사 명 | 산업 | | |
| 1 | (주)금성사 | 금성부품 | 제조 | 6.1 | 0 |
| 2 | 두산유업 | 두산농산 | 제조 | 7.1 | 0 |

| | | | | | |
|----|---------|------------|-----|-------|---|
| 3 | 대도물산공업 | 대도정수공업 | 도소매 | 1.15 | |
| 4 | 대림자동차공업 | 대림오토바이판매 | 도소매 | 6.1 | 0 |
| 5 | (주)동방개발 | 동방산업 | 제조 | 6. | 0 |
| 6 | 럭키금성상사 | 반도스포츠(상) | 제조 | 8.1 | 0 |
| 7 | 서통산업 | 서통화학 | 제조 | 1. | |
| 8 | 설아패션 | 한주화학 | 제조 | 8. | 0 |
| 9 | 일성제지 | 창도제지 | 제조 | 3.31 | 0 |
| 10 | (주)우성산업 | 미세린코리아 | 제조 | 6.15 | |
| 11 | 일신산업 | (주)한음파 | 제조 | 6.4 | |
| 12 | 진로 | 진로위스키 | 제조 | 3.28 | |
| 13 | 한국전자 | 태석디스플레이테크 | 제조 | 7.1 | 0 |
| 14 | (주)논노상사 | 논노익스프레스 | 도소매 | 10.31 | 0 |
| 15 | " | (주)스페이스리서치 | 건설 | 10.31 | 0 |
| 16 | 대왕실업 | (주)대왕 | 도소매 | 8.31 | 0 |
| 17 | " | 대왕수산 | 어업 | 8.31 | 0 |
| 18 | " | 대왕축산 | 농업 | 8.31 | 0 |
| 19 | " | 은양관광호텔 | 숙박 | 8.31 | 0 |
| 20 | (주)상운 | (주)마이크로랜드 | 도소매 | 12.31 | 0 |
| 21 | 쌍방울상사 | 쌍방울전자 | 제조 | 12.8 | 0 |
| 22 | 영풍광업 | 영풍건설 | 건설 | 6.30 | 0 |
| 23 | 풀무원식품 | 풀무원신선식품 | 제조 | 9.1 | 0 |
| 24 | 한라선재 | 한라철강 | 도소매 | 9.14 | 0 |
| 25 | 화승산업 | (주)화승 | 도소매 | 10.1 | 0 |

6. 93년 기업 합병 현황

| 연번 | 합 병 회 사 | 피 합 병 회 사 | | 합병일자 | 표본기업 |
|----|---------|-----------|----|------|------|
| | 회 사 명 | 회 사 명 | 산업 | | |
| 1 | 대보산업 | 대보화학 | | 1.1 | |
| 2 | 대상상사 | 신주산업 | | 1.30 | |
| 3 | 대한모방 | 동아견직 | 제조 | 5.1 | |

| | | | | | |
|----|-----------|------------|-----|-------|---|
| 4 | 듀폰코리아마스크 | 한국듀폰특수폴리머 | 제조 | 4.20 | 0 |
| 5 | 럭키석유화학 | 럭키웍스트 | 제조 | 1. | |
| 6 | 삼도건설 | (주)동림산업 | 제조 | 1.1 | 0 |
| 7 | (주)성림업계 | 한국카브레터공업 | 제조 | 4. | 0 |
| 8 | (주)장수유통 | 강북유통 | 도소매 | 5.11 | |
| 9 | 중외기계 | (주)중외상사 | 제조 | 4.1 | |
| 10 | 진도종합건설 | (주)진도엔지니어링 | | 1.12 | |
| 11 | 코오롱엔지니어링 | (주)코오롱가스텍 | 제조 | 4.30 | |
| 12 | (주)하림 | (주)하림식품 | | 1.1 | |
| 13 | 한국종합기계 | 한국비커스 | 제조 | 7. | 0 |
| 14 | 화승화학 | (주)화승강업 | 제조 | 3. | 0 |
| 15 | 해태산업(주) | 해태식품(주) | | 5.25 | |
| 16 | 사조냉장(주) | 사조식품(주) | 제조 | 8.7 | 0 |
| 17 | (주)벽산 | (주)벽산A.L.C | | 8.10 | 0 |
| 18 | 서통상사(주) | 서통산업(주) | 도소매 | 11.11 | 0 |
| 19 | 기아전자(주) | 트리폴전자(주) | | 11.15 | 0 |
| | | 서아(주) | | | 0 |
| 20 | (주)신호종합개발 | (주)청원팔프 | 제조 | 12.18 | 0 |
| 21 | 공성통신전자(주) | 에이브코리아 | 제조 | 11.1 | 0 |
| 22 | 바이엘코리아(주) | 한국바이엘약품 | 제조 | 7.1 | 0 |
| 23 | 삼익 | 삼도건설(주) | 건설 | 12.31 | 0 |
| 24 | 우방주택 | 우방랜드 | 서비스 | 12.31 | 0 |
| 25 | 일경식품(주) | 한암 | 제조 | 9.15 | 0 |
| 26 | 중부 | 부림 | 제조 | 12.10 | 0 |
| 27 | 창원 | 세진물산 | 도소매 | 10.8 | 0 |
| 28 | 태경산업(주) | 한국전열화학공업 | 제조 | 7.1 | 0 |
| 29 | 한국네슬레(주) | 네슬레식품 | 제조 | 9.30 | 0 |
| 30 | 현대물류(주) | 대성기업 | 제조 | 12.15 | 0 |
| 31 | 현대중공업 | 현대중장비산업 | 제조 | 12.31 | 0 |

7. 94년 기업 합병 현황(5월 1일 현재)

| 연번 | 합 병 회 사 | 피 합 병 회 사 | | 합병일자 | 표본기업 |
|----|-------------|------------|-----|------|------|
| | 회 사 명 | 회 사 명 | 산업 | | |
| 1 | 건영건설(주) | 건영농산 | 도소매 | | |
| 2 | 대성산업개발(주) | 대성기업 | 제조 | 4.22 | 0 |
| 3 | 동방유량(주) | 풍진(주)(상) | 제조 | 4.19 | 0 |
| 4 | 삼풍 | 캠브리지멤버스 | 제조 | 3.31 | |
| 5 | 삼호 | 삼호유통 | 도소매 | 2.28 | |
| 6 | 세방석유 | 삼경석유 | 도소매 | 3.1 | |
| 7 | 쌍용중공업 | 승리기계제작소(상) | 제조 | 3.21 | |
| 8 | 태평양 | 태평양프랑세아 | 제조 | 3.8 | |
| 9 | 한국후지필름판매(주) | 한국후지필름 | 제조 | 1.1 | |

〈 부록 2 〉 추정표본의 구성

| 연 번 | 실 험 집 단 | 산 업 구 분 | 통 제 집 단 |
|-----|------------|---------|-----------|
| 1 | 두산컴퓨터 | 사무기기 | (주)큐닉스컴퓨터 |
| 2 | (주)제일산업 | 가죽신발 | (주)비제바노 |
| 3 | 홍영 I.O.E | 어업 | (주)남북수산 |
| 4 | (주)세기 | 전기전자 | 청주전자(주) |
| 5 | (주)한진해운 | 운수 | (주)삼선 |
| 6 | (주)동아출판사 | 출판 | (주)교학사 |
| 7 | 삼성반도체통신(상) | 전기전자 | 동양전자통신(주) |
| 8 | (주)대기 | 섬유 | 대영물산(주) |
| 9 | 서우산업 | 의복 | (주)꿈나무 |
| 10 | 한원전자 | 전기전자 | 대성전기공업(주) |
| 11 | 현대엔진공업 | 기계장비 | 금성산전(주) |
| 12 | 한보철강공업 | 1차금속 | 서울제강(주) |
| 13 | 성광합섬 | 섬유 | 경진염직공업(주) |
| 14 | 대우에치엠에스공업 | 운수장비 | 효성기계공업(주) |
| 15 | 영남화학 | 화학제품 | 경도화학공업(주) |
| 16 | (주)엠제이씨 | 음식료품 | (주)비락 |
| 17 | (주)성운물산 | 운수 | 중앙상선(주) |
| 18 | 전엔지니어링 | 서비스 | (주)전홍 |
| 19 | 대우기공 | 조립금속 | (주)기린산업 |
| 20 | (주)성전유통 | 의복 | 삼구통상(주) |
| 21 | (주)유산 | 도소매 | (주)동아실업 |
| 22 | (주)동보 | 섬유 | 유평실업(주) |
| 23 | 조양직물 | 섬유 | (주)성도섬유 |
| 24 | 한국후지기계 | 기계장비 | 동영공업(주) |
| 25 | 서울남부터미널 | 운수 | (주)동부고속 |
| 26 | 광명목재 | 창고 | 선경창고(주) |
| 27 | (주)부산수리조선소 | 운수장비 | (주)남성조선 |
| 28 | (주)한진조선 | 운수장비 | 대우조선공업(주) |

| | | | |
|----|------------|------|-------------|
| 29 | 홍원제지 | 종 이 | 국일제지공업(주) |
| 30 | 금성전기(상) | 전기전자 | 대우기전공업(주) |
| 31 | 한창전기공업 | 전기전자 | 동신전선(주) |
| 32 | 동광제약 | 화학제품 | (주)동구약품 |
| 33 | 신아조선공업 | 운수장비 | (주)코렉스 |
| 34 | 럭키소재(상) | 화학제품 | (주)에스케이시 |
| 35 | 럭키제약 | 화학제품 | (주)한국그락소 |
| 36 | 한국터미널 | 운 수 | (주)속리산고속 |
| 37 | 천광요업(주) | 비금속 | (주)삼원 |
| 38 | 한국훼라이트 | 전기전자 | 신아전기공업(주) |
| 39 | 풍산금속상사 | 도소매 | (주)경안실업 |
| 40 | 금성부품(상) | 전기전자 | 두산전자(주) |
| 41 | 두산농산 | 음식료품 | (주)샤니 |
| 42 | 대림오토바이판매 | 도소매 | 대창석유(주) |
| 43 | 동방산업 | 의 복 | (주)캄파리 |
| 44 | 반도스포츠(상) | 기타제조 | 조선무역(주) |
| 45 | 한주화학 | 가죽신발 | (주)유진산업 |
| 46 | 창도제지 | 종 이 | (주)완산제지 |
| 47 | 태석디스플레이테크 | 전기전자 | 한국전기초자(주) |
| 48 | 논노익스프레스 | 도소매 | 그랜드산업개발(주) |
| 49 | (주)스페이스리서치 | 건 설 | 에덴녹화산업(주) |
| 50 | (주)대왕 | 도소매 | 양우인더스트리(주) |
| 51 | 대왕수산 | 어 업 | 제원실업(주) |
| 52 | 대왕축산 | 농 업 | (주)한농종묘 |
| 53 | 온양관광호텔 | 숙 박 | (주)서한사 |
| 54 | (주)마이클로랜드 | 도소매 | (주)엘렉스컴퓨터 |
| 55 | 쌍방울전자 | 전기전자 | 대륙전선(주) |
| 56 | 영풍건설 | 건 설 | 동아종합환경(주) |
| 57 | 풀무원신선식품 | 음식료품 | 정남식품(주) |
| 58 | 한라철강 | 도소매 | (주)에스콰이어콜렉션 |
| 59 | (주)화승 | 도소매 | 해태상사(주) |