

국내 합병 · 피합병기업 특성 비교

朱相龍*

<요 약>

'81~'90년 사이의 국내 합병사례 중 34개 표본을 선정하여 분석한 결과 비상장 · 피합병 기업은 대부분 사장요건을 충족치 못하였고, 성장성비율, 재무구조비율, 수익성비율 등의 비교집단간(합병 · 피합병, 합병 · 통제, 합병 · 산업평균, 피합병 · 산업) 연도별 차이는 대부분 비유의적으로 나타났다.

합병기업의 초과수익률은 기존연구와 마찬가지로 성장성비율, 재무구조비율, 수익성비율 등이 유의한 설명력을 갖고 있었다. 한편 Myers- Majluf(1984)의 재무slack 이론은 국내시장을 설명하기에는 다소 미흡한 것으로 여겨진다.

I. 서 론

M&A의 성과 및 동기에 대해 지금까지 많은 연구가 이루어져 왔다. 외국의 경우 합병이 피합병기업의 주주들에게 통계적으로 유의한 초과수익을 실현시키고 합병기업의 주주들에 대해서는 일치된 결론을 보이고 있지 않으나 유의적인 초과수익이 발생하지 않는다는 것이 일반적인 견해이다.

국내의 경우 80년대 중반부터 합병공시가 합병기업 주주의 부에 미치는 영향, 재무비율을 이용한 합병전후의 합병기업의 성과측정, 기업합병동기 등에 대한 연구가 진행되어 왔으나 우리나라의 경우 합병사례가 적고 타율성, 계열기업간 합병, 비경쟁성, 특히 피합병기업의 경우 대부분이 비상장인 관계로 자료부족으로 인해 활발한 연구가 이루어지지 못하고 있는 실정으로 외국과는 성과 및 동기면에서 다른 특성을 보이고 있다.

* 弘益大學校 商經大學 金融保險學科 助教授

** 本 論文은 1996년도 弘益大學校 校內研究費支援으로 作成하였으며, 1997年度 韓國經營學會 春季學術 研究發表會에서 發表한 것임

첫째, M&A의 이득이 미국 등과는 달리 대부분 합병기업에 돌아가고 있고, 합병동기도 보다 빠른 성장을 이루고자 하는 동기는 미국과 같으나 다각화에 의한 위험분산동기는 국내의 경우 중요 동기로 나타나지 않고 있으며 미국의 경우 별로 중요하지 않은 동기인 기업규모확대에 의한 이미지 증대효과와 재무구조개선효과가 중요한 동기로 작용하고 있다¹⁾.

둘째, 국내기업 합병은 비경쟁적이고 타율적이며 정부주도형의 산업 정책상 진행되어온 합병들이 주류를 이루어 구미(歐美)의 시장원리에 근거하여 발생하는 합병과는 다른 양상을 보이고 있다. 즉 합병건수가 미국 등에 비해 상대적으로 적고 동일기업집단내의 상장회사가 비상장회사를 합병하는 사례가 대부분이다. 이러한 형태의 합병은 기업집단의 소유주가 합병비율에 대해서 비합리적 결정을 함으로써 자신들의 부의 증대를 통해 상장회사 소액주주들에게 피해를 줄 가능성이 있을 뿐만 아니라 부실 비상장기업의 변칙 상장수단으로 악용될 소지가 있다.

증권거래법 200조의 폐지로 현재와 같은 정부 주도적인 기업합병은 많이 줄어들고 시장원리에 입각한 M&A가 활성화될 것으로 예상되나 기업집단이 산업에서 차지하는 비중을 고려할 때 동일기업집단내의 비경쟁적 합병도 현재와 같은 추세가 계속되리라 사료된다.

따라서 본 연구에서는 아래와 같은 사항들을 연구목적으로 하고자 한다.

첫째, 대부분 비상장인 피합병기업의 기업공개요건 충족여부를 검토하여 우리나라 합병시장의 문제점 중 하나인 변칙상장여부를 분석한다.

둘째, 기존의 국내 연구들은 합병기업들을 대상으로 합병전후의 성과를 비교하거나 합병이외의 조건이 비슷한 통제기업과의 비교를 통하여 분석하고 있으나 본 연구에서는 다각화, 비다각화 합병을 구분하여 합병기업과 피합병기업, 합병기업과 통제기업, 합병기업과 산업, 피합병기업과 산업 간의 합병전후 년도별 성과(재무비율, 재무비율의 변화, 초과수익, 현금흐름)비교를 통해 국내 합병의 주된 동기로 되어있는 기업규모확대와 재무구조 개선효과를 재검토하고 초과수익과의 연관성을 규명함과 아울러 Myers와 Majluf(1984)의 재무 slack이 풍부한 합병기업과 빈약한 피합병기업의 경우 기업가치를 증대시킨다는 재무slack²⁾이론을 국내에 적용해보고자 한다.

본 연구는 I장의 서론에 이어 II장에서 선행연구들을 요약하였으며 III장에서 연구모형(연구자료, 연구방법)을 소개하였고 IV장에 실증분석의 결과를 제시한 후, V장에서 결론 및 차후 연구에 대한 제언을 수록하였다.

1) 장영광, 송인만(1991) 참조

2) Myers와 Majluf(1984)는 재무(financial)slack을 현금과 유가증권 혹은 무위험부채를 발행할 수 있는 능력으로 정의하였다.

II. 선행연구

장영광(1985)은 1979. 1~1983. 12기간 동안에 합병이 이루어진 71개의 표본기업(상장기업중 합병기업 34, 피합병기업 6, 주식취득기업 31)을 분석대상으로 선정한 후, 월별수익률 자료를 이용하여 (-)11월~(+11)월의 평균비정상수익률(average abnormal returns)과 누적평균비정상수익률(cumulative average abnormal returns)을 산출하였다. 그는 시장모형을 사용하여 비정상수익률을 산정하였으며, 이사회 의 합병결의를 증권거래소가 공시한 날을 사건일로 사용하였다.

그는 기업합병에 대하여는 가치극대화설을, 주식취득에 대하여는 규모극대화설을 각각 설정하여 합병과 주식취득의 방법이 주주의 부에 미치는 영향이 차이가 있는지 없는지의 여부와 재무적 효과가 잘 나타나는 다각적합병에서의 재무구조 개선효과를 검증하였다.

그 결과 합병공시전 피합병기업의 비정상수익은 합병기업보다 두배 정도 높으며, 공시후 합병기업의 비정상수익은 증가추세를 보이나 피합병기업은 하락추세를 보이고 있는 것을 발견하였다. 한편 기업간의 성과차이를 설명해 주는 외생적 설명요인을 형태, 방법, 시장상황, 규모, 산업별로 설정하여 비정상수익을 종속변수로하여 중회귀분석을 실시하였으며, 다각적 합병의 재무구조개선효과를 검증하는데 인수방법과 상대적 부채비율 변수를 사용하였으나 실증분석 결과 의미있는 결론을 내리지 못하였다.

김희석(1990)의 연구에서는 1975. 11.~1988. 10. 기간동안에 합병제외가 공시된 합병결의기업 64개, 합병대상기업 17개를 표본기업으로 (-)249일~(+10)일의 일별수익률을 산출하였다. 이 연구에서는 시장모형외에 업종조정수익률모형을 추가로 사용하여 비정상수익률을 계산하였다. 또한 설명변수로서 합병공시전 합병대상기업의 경영성과와 동일계열간 합병여부를 고려하고 이에 대한 조작적 정의도 다양하게 하여 대응변수로 총자산, 순자산, 주당순자산의 장부가치 비율 등을 적용하여 분석하였다. 이 연구에서는 합병결의 공시를 전후한 기간에서 합병대상기업과 합병제외기업의 비정상수익률을 산출하여 합병에 따른 주주 부의 변화 유무를 검증하고, 우리나라에서 어떤 변수들이 각 기업의 주주 부의 변화 차이를 적절히 설명하고 있는가를 규명하고 있다. 그 결과에 의하면 주주부의 변화 유무에 대한 검증에서 두모형 모두 공시직전일에 유의적인 비정상수익률을 보이지 못하고 있는 것으로 나타났다. 그리고 합병대상기업의 주주가 얻는 비정상수익률보다 합병제외기업의 주주가 얻는 비정상수익률이 상대적으로 작게 나타났다.

주주 부의 변화차이의 원인에 대한 검증에서는 누적비정상수익률을 종속변수로 하고 상대적 규모, 합병대상기업의 공시전 경영성과, 인수유형, 시황, 기존관계를 독립변수로 한 중회귀분석을 시도하여 합병대상기업과 합병제외기업간의 비정상수익률의 차이를 설명해 줄 수 있는 요인을 추정하고자 하였다. 규모변수로는 주당순자산을 의미있는 설명변수로 제시하고 있으며, 경영성과변수로는 납입자본이익률을 의미있는 것으로 분석하고 있다. 그리고 각 변수들간의 상관계수를 구하여 합병대상기업간 비정상수익률의 차이원인을 설명하고 있는데, 총자산의 상대적 규모를 비정상수익률차이의 적절한 설명변수로 제시하면서 합병대상기업의 상대적 규모가 클수록 낮은 비정상수익률을 얻는 것으로 결론짓고 있다.

이석규(1989), 이석규·송종준(1991)의 연구에서는 1980.1.1~1988.7.31 기간동안에 56개 사례(상장기업 중 합병기업 41, 피합병기업 15)에 대하여 시장조정수익률, 평균조정수익률, 위험조정수익률의 방법을 사용하여 (-)40주~(+)20주의 비정상수익률을 산출하여 분석하고 있다.

또한 동(同)기간 동안의 합병사례 중 30개 사례의 재무제표자료를 이용하여 7개 재무비율에 대해 합병전과 합병후의 비율변화를 합병기업, 피합병기업, 결합기업으로 구분하여 비교분석하였다. 이 결과에 의하면 합병기업 주주는 (-)8주~공시일 기간 동안 1.1%~2.52%의 비정상수익을 얻는 것으로 나타났으며, 피합병기업의 경우 비정상수익은 4.31%~7.66%를 보이고 있다. 관련합병(-1.60%~-4.4%)보다 복합적합병(-1.4%~9.4%)의 경우가 훨씬 큰 비정상수익이 발생하는 것으로 분석되었다. 또한 재무적 자료를 이용한 분석에서는 유동성, 활동성, 성장성, 수익성 측면에서 피합병기업이 합병기업보다 우수하였고, 레버리지(leverage) 측면에서는 합병기업이 피합병기업보다 부채의존도가 높게 나타났으며, 위험측면에서도 합병기업이 유의적으로 더 높게 나타났다. 따라서 이 연구는 기업합병의 시너지효과를 긍정적으로 시사하는 증거를 확인할 수 있었다고 주장하고 있으며, 복합적 합병이 시너지효과 측면에서 더욱 우수했음을 밝히고 있다. 결론적으로 이 연구에서는 합병정보를 반영하는 측면에서 우리 주식시장의 효율성이 극히 낮음을 지적하면서 한국에서의 기업합병은 시너지동기에 따라 추구된다는 평가를 내리고 있다.

장영광·송인만(1991)의 연구에서는 기업합병의 동기를 다각적 합병(conglomerate merger)동기와 비다각적 합병(horizontal merger)동기로 나누어 1984년~1988년 기간의 합병기업중 106개 기업을 대상으로 설문조사를 실시한 결과 가장 중요한 합병동기로 규모의 경제, 재무구조개선, 기업성장전략, 대외공신력증대, 기업가치의 부양, 제품다양화의 달성 등을 제시하고 있다. 또한 합병기업의 재무적 변수(부채의존도, 유동성,

성장가능성, 수익성, 불안정성 등)를 이용한 추정결과에서는 부채의존도변수와 성장가능성변수가 유의적으로 나타나 높은 성장을 추구하는 기업으로서 성장재원이 부족한 기업이 합병수단을 많이 이용하고 있음을 밝히고 있다. 따라서 그들은 기업이 부채차입능력을 제고시키거나 기업규모를 확대함으로써 기업의 대외이미지를 고양하는 방편으로 기존기업과의 합병이라는 수단을 선택한다고 주장하였다.

임관택·임석필(1994)의 연구에서는 합병기업의 재무적 특성과 이를 바탕으로 하여 합병대상기업에 대한 예측력을 검증한 결과, 유동자산/매출액, 이자보상율, 순이익/총자산, 매출액/총자산이 합병되지 않은 기업과 유의한 차이를 보이고 있다. 즉, 피합병기업은 합병되지 않은 기업에 비해 상대적으로 비효율적으로 운영되고 있었으며 레버리지(leverage)가 높고 장기채무 지급능력이 낮으며 기업의 성장성과 자원간의 불균형이 존재하는 것으로 나타났다.

김규영·조현상(1996)의 연구에서는 우리나라에서의 기업합병효과를 검증하기 위하여 1981년~1991년 사이의 합병기업 중 39개의 합병기업과 11개의 피합병기업을 대상으로 합병이외의 다른 조건들을 통제한 비교기업을 선정하고, 사건연구의 방법에 기초하여 주가자료와 회계자료를 이용하여 합병관련기업과 비교기업간의 차이분석을 실시하였다. 이 연구에서 발견된 실증분석 결과는 다음과 같이 요약될 수 있다. 첫째, 보통주 누적비정상이익률(CAR)에 의한 분석의 경우 이 연구의 실증분석효과는 선행연구들에서 밝히고 있는 것과는 차이가 있는 것으로 나타났다. 즉, 합병기업의 CAR이 낮게 측정되었고 합병기업-비교기업간 t-검증에서도 유의적인 차이를 발견할 수 없었다. 둘째, 재무비율에 의한 분석의 경우 합병기업의 유동성과 성장성에 관련된 재무비율들만이 비교기업의 그것들과 통계적으로 유의적인 차이를 보였다. 이는 저자들이 밝힌 바와 같이 비교기업으로 사용된 기업이 자의적으로 선정되었고 경영효율성 측정변수가 적절히 선정되지 못한 것에 기인된 결과로 보인다.

Jensen과 Ruback(1983)의 연구를 살펴보면 인수제외기업 및 인수대상기업의 경우 모두 공개매수제의 방법이 유의적이며 높은 초과수익률을 나타내었다. 단지, 인수대상기업의 경우는 공개매수제외와 합병 모두에서 초과수익이 발생하였으나 인수제외기업의 경우에는 합병의 경우에서만 초과수익이 발생하였음을 보고하고 있다.

Bruner(1988)는 재무구조변화가 합병동기를 제공한다는 가설을 합병과 피합병의 재무비율과 재무비율의 변화에 따른 주주부 변화를 실증분석한 결과 Myers-Majluf(1984)의 재무 Slack이 풍부한 합병기업과 빈약한 피합병기업의 경우 가치를 증대시킨다는 주장을 지지하는 결론을 얻고 있다.

Ⅲ. 연구 모형

1. 자료

본 연구에 이용한 합병사례는 「한국증권거래소」의 공시자료와 「증권시장」지 및 공정거래위원회 자료를 통하여 각 합병사례에 대한 공시를 확인하였다. 이 자료들을 이용하여 1981년부터 1990년 사이에 공시된 합병건 중 합병기업이 상장기업인 경우와 주가초과수익률, 재무비율, 현금흐름(Cashflow) 등을 획득할 수 있는 경우만을 연구대상으로 하였다. 연구대상 표본의 선정은 80건 중에서 3년내 재합병이 이루어진 경우, 재무제표 추적이 불가능한 경우, 금융업종의 경우, 주가의 초과수익률(AR)의 추정이 불가능한 경우 등의 28건을 제외하고, 여기서 다시 피합병 기업의 재무제표를 구하지 못한 18건을 추가로 제외하여 34건으로 표본을 구성하였다(<표1>~<표4> 참조). 자세한 기업명칭과 공시일자 등은 <부록1>에 수록하였다.

피합병기업의 상장요건 충족 여부를 확인하기 위해서 필요한 사항들은 「유가증권상장규정」을 기준으로 하였고, 합병기업의 주가초과수익률(Abnormal Return:AR)의 측정을 위해 한국신용평가(주)에서 개발한 KIS-SMAT data file을 이용하였으며, AR의 계산은 시장모형(market model)을 이용한 시장 및 위험조정 초과수익률(market and risk adjusted abnormal return), 시장조정수익률(market adjusted return) 및 단순수익률(raw return)을 사용하였다.

표본기업의 Cashflow의 측정을 위해서는 상장기업의 경우에는 한국신용평가(주)에서 개발한 KIS-FAS data file을 이용하되, 자세한 자료의 획득은 상장기업협의회 공시실 자료를 이용하였는데, 비상장기업의 경우는 한국신용평가(주) 발간 「한국기업총람」, 생산성본부 발간 「한국기업총람」, 매일경제신문사 발간 「회사연감」 등을 이용하며, 자세한 자료의 획득은 증권업협회 공시실 자료, 증권감독원 기업등록국 자료, 한국공인회계사회 외부감사 공시실 자료 등을 이용하여 측정하였다. 본 연구를 위한 현금흐름은 영업이익에 감가상각액을 합산하여 구하고³⁾, M&A공시가 있는 년도를 기준으로 공시년 이전 5년간과 공시년 이후 5년간의 현금흐름을 측정하였다. 초과수익률과 현금흐름의 비교를 위해서 본 연구에서는 현금흐름을 수익률단위로 바꾸었다. 현금흐름을 현금흐름수익률로 바꾸는 방법 중에서 본 연구는 현금흐름총액을 총자산(total assets)으로 나눈 자산당현금흐름수익률과 자기자본(equity)으로 나눈 자본당현금

3) 자본예산(capital budgeting) 등에서 이용되는 현금흐름은 세후순이익에 감가상각비를 합한 수치를 이용하나, 본 연구에서는 기업간 횡단면 분석을 위해서 합병회계처리, 자금조달방법 등에 영향을 받지 않는 방법을 택하였다.

흐름수익률을 사용하였으며, 기업의 시장가치로 나누어주는 방법은 대부분의 피합병 기업이 비상장기업인 관계로 이용하지 않았다. 총매출액으로 나누어주는 방법은 매출액의 불안정성이 커서 이용하지 않았고, 총발행주식수로 나누어주는 방법은 M&A 이후의 주식수가 임의적인 주식교환비율 설정에 의해 달라질 수 있으므로 제외하였다.

해당기업이 소속되어 있는 산업의 평균 현금흐름을 측정하기 위해 한국산업은행 발행 「재무분석」 및 한국은행 발간 「기업경영분석」을 이용하였다.

합병기업에 대한 통제기업은 상장기업중 합병기업과 동일한 업종에 속해 있으면서 합병공시시점에 자산규모가 유사한 기업을 선정하였으며 다른 사건에 의한 영향을 통제하기 위해 분석기간내에 합병이 이루어지지 않은 기업을 선정하였다(부록1 참조). 특히 이 자료는 한국신용평가(주)에서 개발한 KIS-FAS data file을 이용하여 현재 상장된 기업들 중에서 합병기업의 합병공시때의 자산규모와 유사한 기업을 선정하였다. 피합병기업의 통제기업은 비교대상에 포함시키지 않았다. 이유는 피합병기업의 규모가 작아서 그 통제기업의 탐색이 용이하지 않았기 때문이다.

〈표 1〉 합병·피합병 기업의 등록·상장 현황

분류		년										
		81	82	83	84	85	86	87	88	89	90	합계
합 병 기 업	상 장 기 업	9 (4)	6 (0)	9 (3)	15 (4)	10 (8)	6 (4)	8 (4)	6 (3)	3 (1)	5 (3)	77 (34)
	등 록 기 업	0	0	0	0	0	0	0	0	0	1	1
	미 등 록 기 업	0	0	1	1	0	0	0	0	0	0	2
	총 계	9	6	10	16	10	6	8	6	3	6	80 (34)
피 합 병 기 업	상 장 기 업	6 (3)	1	1	6 (3)	1 (1)	1	1	1 (1)	0	0	18 (8)
	등 록 기 업	2 (1)	1	4 (1)	2	7 (6)	4 (4)	2 (2)	5 (2)	2 (1)	7 (3)	36 (20)
	미 등 록 기 업	1	4	11 (2)	9 (1)	2 (1)	1	5 (2)	0	1	1	35 (6)
	총 계	9 (4)	6 (0)	16 (3)	17 (4)	10 (8)	6 (4)	8 (4)	6 (3)	3 (1)	8 (3)	89 (34)

주1) ()는 표본으로 채택된 기업수

주2) 합병기업수 80과 피합병기업수 89의 차이는 1개 합병기업에 대해 2개 이상의 피합병기업이 존재하기 때문이다.

주3) 등록기업은 장외등록기업이 아니라 증권감독원에 등록한 기업을 말한다. 미등록 기업은 합병시 반드시 등록을 하여야 하며, 등록후 6개월이 지나야 합병가능하다(증권거래법 제3조 참조).

〈표 2〉 표본기업의 업종별 현황

업종		표본 종류	합병기업	피합병기업
농업·수렵업 및 임업			0	2 (1)
광업			0	2
제조업	음식료품제조업		6 (5)	3 (3)
	섬유제품제조업		4 (3)	6 (4)
	의복 및 모피제품제조업		6 (4)	2 (2)
	목재 및 나무제품제조업		6 (1)	3
	펄프·종이 및 종이제품 제조업		1	4 (3)
	코크스·석유제품 및 핵연료제조업		3 (1)	2
	화합물 및 화학제품 제조업		7 (1)	5
	고무 및 플라스틱 제조업		1 (1)	1
	비금속 광물제품 제조업		2 (2)	5 (1)
	제1차금속산업		3 (1)	1
	조립금속제품 제조업		9 (4)	15 (7)
	자동차 및 트레일러 제조업		3 (1)	1 (1)
	기타운송장비 제조업		1	3
	가구 및 기타제조업		1	3 (1)
건설업			12 (6)	13 (7)
도·소매 및 소비자용품 수리업			7 (2)	1 (1)
운수·창고 및 통신업			6 (2)	6 (1)
금융 및 보험업			2	3
부동산업			0	3
기타 공공·사회 및 개인서비스업			0	5 (2)
합 계			80 (34)	89 (34)

주1) ()는 연구를 위한 표본에 채택된 기업수
 주2) 업종 분류는 한국표준산업분류(KSIC)에 근거함

〈표 3〉 합병기업의 계열현황

분류 \ 년도		81	82	83	84	85	86	87	88	89	90	총계
합 병	계열	9 (4)	5	9 (3)	11 (3)	10 (8)	5 (4)	8 (4)	6 (3)	3 (1)	6 (3)	72 (33)
	비계열	0	1	1	5 (1)	0	1	0	0	0	0	8 (1)
계		9 (4)	6 (0)	10 (3)	16 (4)	10 (8)	6 (4)	8 (4)	6 (3)	3 (1)	6 (3)	80 (34)
피 합 병	계열	9	5	14	12	10	5	8	6	3	8	80
	비계열	0	1	2	5	0	1	0	0	0	0	9
계		9	6	16	17	10	6	8	6	3	8	89

주1) 피합병기업의 표본현황은 합병기업수와 동일함

주2) ()는 표본기업수

〈표 4〉 다각화 및 비다각화 합병현황

분류 \ 년도		81	82	83	84	85	86	87	88	89	90	총계
다각화		7 (4)	3	5 (1)	12 (4)	7 (5)	4 (3)	4 (2)	1 (1)	0	3 (2)	46 (22)
비다각화		2	3	5 (2)	4	3 (3)	2 (1)	4 (2)	5 (2)	3 (1)	3 (1)	34 (12)
계		9 (4)	6	10 (3)	16 (4)	10 (8)	6 (4)	8 (4)	6 (3)	3 (1)	6 (3)	80 (34)

주) ()는 표본기업수

2. 연구방법

장영광·송인만(1991), 김규영·조현상(1996)은 합병기업과 통제기업간 분석, 임관택·임석필(1994)은 피합병기업과 통제기업간의 재무비율들의 유의성을 분석한 결과 다소 차이는 있지만, 부채비율, 성장성비율, 수익성비율에서 차이를 보이고 있다. 따라서 본 연구는 다른 연구와는 달리 부채비율, 성장성비율, 수익성비율에 국한시켜

아래와 같이 정의된 초과수익률, 현금흐름수익률 및 변화율, 부채비율 및 변화율, 순부채비율 및 변화율, 성장성비율 및 분석모형을 이용하여 국내합병동기 및 성과의 재조명과 아울러 Myers-Majluf(1984)의 재무slack 이론이 국내합병시장에도 적용되는가 분석해보기로 하며, 피합병기업의 상장요건 검토는 규정을 단순히 적용하면 분석이 가능한 관계로 IV장의 실증분석결과에서 논하고자 한다.

(1) 초과수익률(Abnormal Return)

초과수익률(Abnormal Return)은 주가가 체계적인 위험에 의한 영향 이외에 다른 사건으로부터 영향을 받지 않은 기간동안의 수익률과 사건일을 전후한 수일간의 수익률을 비교함으로써 주식의 초과수익률을 도출하였다. 사건일(Event Day)은 2종류로 설정하였다. 하나는 공시일을 0일로 볼 때 -1일, 0일, 1일을 포함하는 3일을 사건일로 보는 것이며, 다른 하나는 0일, 1일을 포함하는 2일을 사건일로 보는 것이다⁴⁾. AR(초과수익률) 및 CAR(누적초과수익률)은 market model, market adjusted model 및 단순수익률(raw return)을 이용하여 구하였고 아래와 같은 식들을 이용하여 검증하였다⁵⁾.

각 모델을 간단히 설명하면 아래와 같다.

1) market model 이용

$$AR_{jt} = R_{jt} - a_j - b_j \times R_{mt}$$

AR_{jt} : t일의 주식 j의 초과수익률

R_{jt} : t일의 주식 j의 일별수익률

a_j : 시장수익률이 0일 때 주식 j의 기대수익률

b_j : 주식 j의 체계적 위험

R_{mt} : t일의 종합주가지수 수익률

b_j 는 합병공시일 전 -209일부터 -30일까지 180일의 기간을 이용하여 최소자승법(Ordinary Least Squares Method)에 의해 추정하였고, AR_{jt} 의 분산추정치 S_{jt}^2 와 t시점의 평균초과수익률 AAR_t 는 다음과 같이 추정하였다.

4) 합병공시시간에 따라 공시효과가 달라질 수 있으므로 두가지 사건일을 비교하였다.

5) Brown and Warner (1980, 1985)에서 밝힌 것처럼 초과수익률계산모형은 각각 문제점을 내포하고 있으나 검증력은 비슷한 관계로 가장 보편적으로 사용되는 시장모형을 적용하였다.

$$\cdot S_{jt}^2 = S_j^2 \left[1 + \frac{1}{ED_j} + \frac{(R_{mt} - \overline{R_m})^2}{\sum_{T=1}^{ED_j} (R_{mT} - \overline{R_m})^2} \right]$$

S_j^2 : 시장모형 회귀분석시에 얻어진 주식 j의 잔차분산

ED_j : 주식 j의 추정기간

R_{mt} : 검증기간중 t일의 시장전체수익률

$\overline{R_m}$: 추정기간 동안의 시장전체수익률 평균

R_{mT} : 추정기간 중 T일의 시장전체 수익률

$$\cdot AAR_t = \frac{1}{N} \sum_{j=1}^N AR_{jt} \quad (N: \text{표본기업수})$$

CAR(누적초과수익률), CAAR(누적평균초과수익률), CAR의 Z(t_0, t_1)값은 아래의 식을 이용하여 구하였다.

$$\cdot CAR_j = \sum_{t=t_0}^{t_1} AR_{jt}$$

t_0, t_1 : 검증기간의 시작일과 끝일

$$\cdot CAAR = \sum_{t=t_0}^{t_1} AAR_t \quad \dots\dots\dots (1)$$

$$\cdot Z(t_0, t_1) = \sqrt{N/T} \times ASCUM_T \quad \dots\dots\dots (2)$$

$$\cdot ASCUM_T = (1/N) \sum_{j=1}^N \sum_{k=t_0}^{t_1} \frac{AR_{jk}}{S_{jk}}$$

AR_{jk} : 검증기간중 k일의 기업 j의 초과수익률

S_{jk} : AR_{jk} 의 표준편차 추정치

t_0, t_1 : 검증기간의 시작일과 끝일

T : $t_1 - t_0 + 1$

N : 표본기업수

2) market adjusted model을 이용한 수익률

$$AR_{jt} = R_{jt} - R_{mt}$$

- AR_{jt} : t일의 주식 j의 초과수익률
- R_{jt} : t일의 주식 j의 일별수익률
- R_{mt} : t일의 종합주가지수 수익률

3) 단순수익률(raw return)

단순수익률은 사건일 현재 개별기업의 전일 대비 수익률을 이용하며, 그 누적값은 사건일로 선정한 공시전 -1일부터 +1일 까지의 수익율의 단순합을 이용한다.

(2) 현금흐름(Cashflow) 및 현금흐름수익률(Cashflow return)

수익성을 검토하기 위해서 채택한 변수로 현금흐름(Cashflow)은 세후순이익에 감가상각비를 더하는 기존의 방법과는 달리 영업이익과 감가상각비의 합으로 정의하였다. 기업별·년도별 현금흐름 수익률(Cashflow return)은 합병공시전 5년과 합병공시 후 5년간의 현금흐름을 총자산(장부가), 자기자본(장부가)으로 나누어 구하였다⁶⁾.

- 자산현금흐름수익률 (cfa) = (영업이익 + 당기순이익) / 합병기업의 총자산
- 자본현금흐름수익률 (cfe) = (영업이익 + 당기순이익) / 합병기업의 총자기자본

산업 평균 현금흐름(Industry Average Cashflow)은 산업은행 발간 『재무분석』에서 제시하는 산업총매출액과 산업평균 영업이익률, 산업평균 감가상각률을 이용하여 다음과 같이 추정하였다.

· 산업평균 현금흐름 = 산업총매출액 × (산업평균 영업이익률 + 산업평균 감가상각률)

산업조정 현금흐름 수익률(Industry Adjusted Cashflow Return)의 산출에 있어 자산당 산업조정 현금흐름 수익률은 {(현금흐름 / 총자산) - (산업 총현금흐름 / 산업 총자산)}으로 정의하였고, 자기자본당 산업조정 현금흐름 수익률은 {(현금흐름 / 자기자본) - (산업 총현금흐름 / 산업 총자기자본)}으로 정의하였다.

6) 송영균·주상룡(1996), Healy Palepu and Ruback(1992) 참조.

(3) 부채비율

부채비율은 다음과 같이 자산에 대한 부채의 비율로 구하였다.

- 합병기업의 부채비율 $debt_{mi} = \frac{(\text{합병기업의 부채총계})_i}{(\text{합병기업의 자산총계})_i}$
- 피합병기업의 부채비율 $debt_{fi} = \frac{(\text{피합병기업의 부채총계})_i}{(\text{피합병기업의 자산총계})_i}$
- 통제기업의 부채비율 $debt_{ci} = \frac{(\text{통제기업의 부채총계})_i}{(\text{통제기업의 자산총계})_i}$
- 산업평균의 부채비율 $debt_{si} = \frac{(\text{산업평균 부채총계})_i}{(\text{산업평균 자산총계})_i}$

(4) 순부채비율

Myers와 Majluf(1984)에 의해서 정의된 재무 slack의 대응치로써 순부채비율을 다음과 같이 정의하였다⁷⁾. 순부채비율과 재무 slack은 순부채비율이 작을수록 재무 slack이 많게 된다.

각 비교대상의 순부채비율은 합병기업의 부채에서 유동자산을 차감한 후 자산으로 나누어 주는 방법으로 구하였다.

- 합병기업의 순부채비율 $NDR_{mi} = \frac{(\text{합병기업의 부채총계} - \text{합병기업의 유동자산총계})_i}{(\text{합병기업의 자산총계})_i}$
- 피합병기업의 순부채비율 $NDR_{fi} = \frac{(\text{피합병기업의 부채총계} - \text{피합병기업의 유동자산총계})_i}{(\text{피합병기업의 자산총계})_i}$
- 통제기업의 순부채비율 $NDR_{ci} = \frac{(\text{통제기업의 부채총계} - \text{통제기업의 유동자산총계})_i}{(\text{통제기업의 자산총계})_i}$
- 산업평균 순부채비율 $NDR_{si} = \frac{(\text{산업평균 부채총계} - \text{산업평균 유동자산총계})_i}{(\text{산업평균 자산총계})_i}$

7) Asquith와 Mullins(1986), Bruner(1988)는 순부채비율을 ((부채-현금 및 유가증권) / 총자산)으로 정의하였으나 본 연구에서는 피합병기업 재무자료 미비로 위와 같이 정의하였다.

(5) 성장성 변수

본연구에서 채택한 성장성 변수는 자산증가율, 자본증가율, 매출액변화율, 순이익증가율을 고려하였으나 상관관계 분석에서 모든 변수가 서로 유의적인 상관관계를 가지고 있는 것으로 나타나, 그 변동성이 작은 자산증가율을 주로 고려하였다.

(6) 분석모형

첫째, 재무비율 및 재무비율의 변화에 대하여 비교집단(합병과 피합병, 합병과 통제, 합병과 산업, 피합병과 산업)⁸⁾ 간의 평균차이에 대한 년도별 유의성을 검증하기 위해 다음과 같은 t-test를 이용하였다.

$$t = \frac{\bar{X}_1 - \bar{X}_2}{\sqrt{s^2(1/n_1 - 1/n_2)}}$$

$$s^2 = \frac{(n_1 - 1)s_1^2 + (n_2 - 1)s_2^2}{(n_1 + n_2 - 2)}$$

\bar{X}_1, \bar{X}_2 : 각 집단의 평균

s_1, s_2 : 각 집단의 표준편차

n_1, n_2 : 각 집단의 표본수

s^2 : 통합분산

재무비율변화율은 두가지 방법에 의해서 구하였으며, 기준시점은 합병공시 1년전을 적용하였다.

- 기준시점 대비 변화율

$$\Delta DR_i = DR_{iT_n} - DR_{iT_0}$$

$$\Delta NDR_i = NDR_{iT_n} - NDR_{iT_0}$$

- 전년 대비 변화율

$$\Delta DR_i = DR_{iT_n} - DR_{iT_{n-1}}$$

$$\Delta NDR_i = NDR_{iT_n} - NDR_{iT_{n-1}}$$

8) 피합병과 통제기업의 비교경우는 산업, 규모 등에서 적절한 통제기업의 선택이 현실적으로 힘든 관계로 분석대상에서 제외하였음

둘째, 합병기업의 초과이익률과 연도별 재무비율간의 연관성을 파악하기 위해서 합병기업 초과이익률을 종속변수, 연도별 수익성비율, 부채비율, 성장성비율을 설명변수로 다음과 같은 다중회귀분석을 행하였다. 또한 다중회귀분석에서 다각화합병과 비다각화합병의 경우를 분리하여 분석을 실시하였다.

<MODEL I> $CAR = \Delta acf + \Delta ecf + \Delta debt + \Delta ndebt + (\Delta debt \times size) + size$

<MODEL II> $CAR = \Delta acf + \Delta ecf + \Delta debt + \Delta ndebt + (\Delta ndebt \times size) + size$

CAR : market model return, market adjusted model return, raw return

Δacf : 자산현금수익률의 기준년도(공시 -1년)대비 증가율

Δecf : 자본현금수익률의 기준년도(공시 -1년)대비 증가율

$\Delta debt$: 부채비율의 기준년도(공시 -1년)대비 증가율

$\Delta ndebt$: 순부채비율의 기준년도(공시 -1년)대비 증가율

size : $\ln(\text{피합병기업의 총자산} / \text{합병기업의 총자산})(\text{공시} -1\text{년 기준})$

<MODEL III> $CAR = acf + ecf + debt + ndebt + (debt \times size) + size$

<MODEL IV> $CAR = acf + ecf + debt + ndebt + (ndebt \times size) + size$

acf : 자산현금수익률

ecf : 자본현금수익률

debt : 부채비율

ndebt : 순부채비율

size : $\ln(\text{피합병기업의 총자산} / \text{합병기업의 총자산})(\text{공시} -1\text{년 기준})$

<MODEL V>

$CAR = \Delta acf + \Delta ecf + \Delta debt + \Delta ndebt + (\Delta debt \times \Delta asset) + \Delta asset$

<MODEL VI>

$CAR = \Delta acf + \Delta ecf + \Delta debt + \Delta ndebt + (\Delta ndebt \times \Delta asset) + \Delta asset$

Δacf : 자산현금수익률의 기준년도(공시 -1년)대비 증가율

Δecf : 자본현금수익률의 기준년도(공시 -1년)대비 증가율

$\Delta debt$: 부채비율의 기준년도(공시 -1년)대비 증가율

$\Delta ndebt$: 순부채비율의 기준년도(공시 -1년)대비 증가율

$\Delta asset$: 합병기업 총자산의 전년대비 증가율

$$\langle \text{MODEL VII} \rangle \quad CAR = acf + ecf + debt + ndebt + (debt \times \Delta asset) + \Delta asset$$

$$\langle \text{MODEL VIII} \rangle \quad CAR = acf + ecf + debt + ndebt + (ndebt \times \Delta asset) + \Delta asset$$

본 연구에서는 앞에 제시한 모형 이외에 모든 변수의 전년대비 증가율을 독립변수로 이용한 분석도 병행하여 실시하였다. 그러나 각 변수들이 기준년도 대비 변화율을 독립변수로 이용하였을 때보다 유의적인 결과를 가져오지 않았기 때문에 본 연구에서는 제시하지 않았다.

IV. 실증분석 결과

1. 피합병기업의 상장요건 검토

유가증권 상장에 관하여 체계적으로 규정된 것은 증권거래법이 제정된 1962년 1월부터이며, 증권거래소에서 1963년 6월에 상장규정과 유가증권상장 심사기준을 제정함으로써 상장제도가 마련되었다. 이러한 상장제도는 증권시장의 성장과 발전과정에서 증권거래소시장을 통한 기업의 원활한 자금조달을 위해 상장규정 및 상장심사 기준도 많은 변화를 경험하였다.

본 연구에서는 81년부터 96년까지의 합병사례('81~'90 : 본연구의 표본 34개 사례, '91~'96 : 27개 사례)에 대하여 해당년도의 「유가증권상장규정」상의 상장요건 중 검토요건을 피합병기업의 자료상의 미비로 인해 객관적인 자료의 수집이 가능한 설립후 경과년수, 자본금, 매출액, 부채비율, 납입자본이익률 등으로 한정시켜 분석한 결과는 다음과 같다.

88년 7월까지의 상장요건은 매출액, 부채비율, 납입자본 이익률 등의 요건이 제외된 설립일, 자본금을 만족하면 되었기 때문에 이 기간동안에 합병이 이루어진 기업 중 표본에 포함된 기업 30개(비상장기업 21개, 상장기업 9개) 중 21개의 비상장기업은 당시의 상장요건(설립후 경과년수와 자본금)만을 고려했을 때, 동양유리섬유(86년 합병)만 조건을 충족치 못했으나, 부채비율(동업종 산업평균의 1.5배), 납입자본이익률(1년 만기 정기예금 최고이율 이상) 등 재무요건이 추가된 88년 7월기준을 소급적용했을 경우 비상장기업은 21개중 4개, 상장기업은 9개중 3개기업만이 요건을 충족하였다. 재무요건이 추가된 이후에 합병된 기업 중 표본에 속한 기업들은 모두 상장요건을 충족시키지 못한 상태에서 합병을 통한 변칙상장을 하고 있다.

〈표 5〉 피합병기업 상장요건 및 충족여부 검토표

기업명	공시일	설립일	자본금	매출액	부채비율	납입자본이익률
심사요건 80/03/24재정		설립후 2년경과	자본금 5억이상	심사요건 에서 제외	심사요건에서 제외(500%)	심사요건에서 제외(15%)
한국텔레비	81/02/10	72/11/22	12		357	0.16
삼익공영	81/02/13	77/10/24	30		744	18.4
대한종합건설(상)	81/04/24	72/11/24	50		726	79.92
대우개발(상) **	81/07/22	63/09/18	1500		493	60.24
서통화학(상) **	81/09/09	64/02/11	29.2		208	44.19
동양철강	82/09/23					
신일전자	83/03/12	76/08/30	6		187	1.33
심사요건 83/09/07 재정		설립후 3년경과	자본금 5억이상	심사요건 에서 제외	심사요건에서 제외(500%)	심사요건에서 제외(15%)
토프론	83/09/27	73/02/01	11		2416	366
프리차드코리아	83/10/07	79	10		46.77	-45.3
동양종합상사	84/04/27	73/11/01	17		1710	14.6
부국제강(상)	84/05/23	56/12/20	20		401	-28.36
금호건설(상)	84/07/03	69/02/24	150		588	-4.5
대능건설(상)	84/09/01	67/08/23	54		자본잠식	-62.1
심사요건 84/10/25 재정		설립후 3년경과	자본금 5억이상	심사요건 에서 제외	심사요건에서 제외(500%)	심사요건에서 제외(15%)
동립산업	85/01/04	54/07/15	43.5		-398	4.64
동양종합산업	85/03/07	66/01/21	50		171	4.41
백화산업	85.03/18	66/11/01	7		305	-42.14
세대제지 **	85/04/03	71/07/06	160		264	18.56
대한준설공사	85/07/31	67/08/16	210		276	5.09
우창건설(상)	85/10/07	69/02/18	100		791	-3.8
삼경개발	85/10/31	69/12/31	15.4		100	2.67
거화	85/12/30	74/04/04	53.5		154	4.89
동양유리섬유	86/03/13	79/12/11	4		200	32.75
진흥요업	86/08/02	73/03	40		244	13.75
대한종합개발	86/11/17	77/10/15	27.5		388	3.02
전일섬유	87/04/10	73/10/01	11.8		67	21.39
호남에틸렌**	87/07/30	75/04/16	100		64.4	34.65
산다	87/09/19	79/12/24	22		자본잠식	-0.8
원미섬유공사**	87/10/12	65/10/07	23.7		354	16.94
국제통신공업	88/02/26	70/09/09	8		1195	23.62
삼성반도체(상)	88/05/20		759		295	19.57
한일섬유공업	88/06/30	73/01/20	0.8		자본잠식	-0.8
심사요건 88/07 재정 재무내용첨가		설립후 3년경과	자본금 5억이상 89/3/27 10억이상		동업종 산업평균의 1.5배 미만(500%)	1년만기 정기예금 최고이율 이상(15%)
해태음료	89/08/14	73/02/01	31.7		4233	4.13
한일염직	90/04/30	81/11/01	11		자본잠식	160

기업명	공시일	설립일	자본금	매출액	부채비율	납입자본이익률
성운물산	90/05/19	75/12/05	14.5		392	6.96
삼양판지공업	90/12/22	75/01/15	4.8		255	82.9
한진조선	90/09/03	74/03/09	27.6		자본잠식	-241
계몽기획	90/12/09	66/12/19	162		51	1.18
심사요건 91/11/19 매출액요건첨가		설립후 5년경과	자본금 20억이상	최근 3년 평균150억 당해 년도 200억이상	동업종 산업 평균의 1.5배 미만(기업부채/ 평균부채)	1년만기 정기예금 최고이율 이상 (15% 추정)
금성부품	92/01/24	66/02/01	215	749	111.26	7.96
반도스포츠	92/01/24	73/03/02	40	296	9000	-163
대우조선공업	94/04/21	78/09/26	1조375	1,554,460 (백만원)	161.68/332.47	14
한주화학**	94/06/15	73/06/15	23.8	354	자본잠식	8.98
대일특수필립	94/06/30	88/02/24	5	59	/197.92	-310
한국복합화물 터미널	94/07/16	90/04/30	141	9.5	121/1221.28	-5.79
골든벨상사	94/07/30	66/07/01	75	5850	723/324.65	0.9
금성통신	94/08/02	69/10/25	328	2369	267/206.89	-72
대화주택	94/08/13	84/04/26	58	350	629/560.45	-43
한국대동전자	94/08/29	72/10/10	39	166	61.5/249.82	-2.7
심사요건 94/4/30		설립후 5년이상	자본금 30억이상	최근3년 평균150억. 최근년도 200억이상	동업종평균 부채의 1.5배 미만(기업부채/ 평균부채)	1년만기 정기예금 최고이율이상 (15%추정)
봉신산업	94/12/09	88/02/02	16	33.76	1000.4/233.18	-12
금성계전(상)						
금성기전	95/04/04	79/05/15	3.75		664/205.22	16.26
고려나일론	95/06/05	56/08/09	6.04		578/235.82	-56.6
삼성건설	95/06/15	54/07/19	2200	818.97	689.4/564.07	1.94
한화정공	95/06/23	87/08/12	664.54	373.47	231/205.22	-33.09
백산화성	95/06/30	81/02/02	55	185.31	546.8/189.97	2.2
덕산토건*	95/07/31	62/04/03	34.5	907.68	448.18/564.07	121
한화통신	95/09/12	88/05/30	15	95.18	311/240.52	12.46
현대에너지어링*	95/09/14	74/02/12	50	1090.55	155.65/564.07	53.18
한일레저개발	95/09/14	82/11/01	200	12.75	254.87/87.43	-14.58
유진산업	95/09/21	88/12/15	15.6	121.99	자본잠식	-136
우리자동차판매	95/10/16	77/02/26	1000	26953.04	1463/352.02	18.78
효성기계공업	95/11/14	78/06/05	60	1255.97	자본잠식	-16.39
한화전자정보통신	96/04/20	83/10/25	100	955.46	280.63/210.05	5.6
극동산업	96/05/03	73/10/16	7		559/180.03	-27.7
진로인터네셔널	96/05/06	91/03/14	70	690.78	725.82/352.02	4.8

주) * : 상장요건 충족 (88년 7월 이후)
 ** : 소급적용시 충족 (88년 7월 기준)
 (상) : 상장회사

본 연구의 표본 기간에는 포함되지 않았지만 매출액(최근 3년평균 150억, 당해년도 200억 이상)이 추가된 91년 11월 이후 합병사례 27건을 분석한 결과도 24건이 상장요건을 충족하지 못한 것으로 나타나 「상장법인의 합병신고에 관한 규정」이 제정된 1992년 이후에도 합병에 의해 변칙상장이 이루어지고 있음을 알 수 있다(<표-5> 참조).

이러한 문제를 해결하기 위해 1996년 2월 「상장법인의 합병신고에 관한 규정」에 상장법인이 자산총계, 자본금 또는 매출액 중 두가지 이상이 자신보다 더 큰 비상장법인과 합병하고자 하는 경우, 그 상장법인은 기업공개요건 중 납입자본이익률 등의 중요 요건을 충족하는 경우에 한하여 합병할 수 있도록 하였으나 아직도 개선의 여지가 많다(<부록2> <부록3> 참조).

2. 비교대상간 차이 검정

(1) 재무비율을 이용한 분석

재무비율을 이용한 분석은 분석대상변수의 증가율이나 변화율을 고려하지 않고 비율 자체값을 이용하여 t-test를 실시한 것으로 그 결과는 다음과 같다.

합병기업과 피합병기업, 합병기업과 합병기업의 산업평균, 합병기업과 합병기업의 통제기업, 피합병기업과 피합병기업의 산업평균의 차이검정결과 네가지 변수에서 모두 극소수의 몇몇 년도와 변수에서 유의한 차이가 있는 것으로 나타났으나 그 양상이 일정하지 않았다(<표 6>~<표 9> 참조).

<표 6> 합병기업 VS 피합병기업

구분 년도	자산현금흐름 수익률			자본현금흐름 수익률			부 채 비 율			순부채비율		
	M평균	T평균	T값	M평균	T평균	T값	M평균	T평균	T값	M평균	T평균	T값
-5	0.096	0.046	1.15	-0.149	0.514	-0.93	0.806	0.826	-0.25	0.262	0.251	0.11
-4	0.095	0.076	0.83	0.613	0.371	1.00	0.831	0.865	-0.33	0.275	0.288	-0.12
-3	0.102	0.101	0.01	0.359	0.405	-0.19	0.867	0.838	0.28	0.322	0.279	0.39
-2	0.094	0.088	0.37	1.471	0.370	1.01	0.873	0.888	-0.14	0.333	0.339	-0.05
-1	0.082	0.047	1.51	0.504	0.274	1.60	0.868	0.837	0.29	0.341	0.301	0.36

주) M평균 : 합병기업의 수익률 평균
 T평균 : 피합병기업의 수익률 평균
 T 값 : t 통계
 (전체표 공통) ** : 유의수준 5%, * : 유의수준 10%

〈표 7〉 합병기업 VS 합병기업의 산업평균

구분 년도	자산현금흐름 수익률			자본현금흐름 수익률			부 채 비 율			순부채비율		
	M평균	I평균	T값	M평균	I평균	T값	M평균	I평균	T값	M평균	I평균	T값
-5	0.096	0.083	1.17	-0.150	0.561	-1.03	0.806	0.821	-0.76	0.262	0.281	-0.50
-4	0.095	0.091	0.29	0.613	0.680	-0.74	0.832	0.823	0.19	0.276	0.285	-0.18
-3	0.102	0.089	1.01	0.360	0.699	-1.65	0.868	0.816	0.68	0.322	0.273	0.64
-2	0.094	0.086	0.89	1.471	0.666	0.75	0.873	0.808	0.81	0.334	0.266	0.84
-1	0.083	0.079	0.35	0.505	0.562	-0.50	0.869	0.802	0.99	0.341	0.265	1.15
0	0.148	0.079	1.05	0.417	0.468	-0.78	0.82	0.797	0.32	0.344	0.245	1.42
+1	0.065	0.071	-0.45	0.405	0.369	0.12	0.887	0.763	1.54	0.387	0.252	1.74
+2	0.075	0.071	0.34	0.396	0.445	-0.58	0.892	0.762	1.35	0.412	0.257	1.62
+3	0.066	0.069	-0.33	0.139	0.382	-1.16	0.889	0.763	1.21	0.431	0.262	1.64
+4	0.061	0.068	-0.75	0.357	0.344	0.22	0.927	0.763	1.45	0.446	0.268	1.58
+5	0.052	0.066	-1.31	0.336	0.382	-0.68	0.965	0.963	1.59	0.470	0.256	1.75*

주) M평균 : 합병기업의 수익률 평균
 I평균 : 산업평균 수익률
 T 값 : t 통계량

〈표 8〉 합병기업 VS 합병기업의 통제기업

구분 년도	자산현금흐름 수익률			자본현금흐름 수익률			부 채 비 율			순부채비율		
	M평균	C평균	T값	M평균	C평균	T값	M평균	C평균	T값	M평균	C평균	T값
-5	0.096	0.082	0.91	-0.150	0.384	-0.774	0.806	0.782	0.81	0.262	0.218	0.91
-4	0.095	0.089	0.30	0.613	0.401	1.71*	0.832	0.793	0.78	0.276	0.232	0.79
-3	0.102	0.093	0.54	0.360	0.508	-0.72	0.868	0.767	1.27	0.322	0.225	1.20
-2	0.094	0.091	0.28	1.471	0.460	0.94	0.874	0.748	1.48	0.334	0.223	1.30
-1	0.082	0.081	0.09	0.505	0.454	0.45	0.869	0.771	1.35	0.314	0.246	1.31
0	0.147	0.083	0.97	0.417	0.423	-0.08	0.821	0.764	0.73	0.344	0.254	1.16
+1	0.065	0.093	-1.67*	0.405	0.423	-0.21	0.887	0.754	1.60	0.387	0.235	1.79*
+2	0.074	0.084	-0.59	0.396	0.347	0.74	0.892	0.754	1.39	0.384	0.245	1.39
+3	0.066	0.074	-0.62	0.139	0.287	-0.71	0.889	0.752	1.26	0.399	0.240	1.48
+4	0.061	0.060	0.01	0.357	0.224	2.38**	0.927	0.755	1.45	0.411	0.269	1.23
+5	0.052	0.059	-0.57	0.336	0.247	1.78*	0.965	0.778	1.42	0.448	0.287	1.23

주) M평균 : 합병기업의 수익률 평균
 C평균 : 통제기업의 수익률 평균
 T 값 : t 통계량

<표 9> 피합병기업 VS 피합병기업의 산업평균

구분 년도	자산현금흐름 수익률			자본현금흐름 수익률			부 채 비 율			순부채비율		
	M평균	i평균	T값	M평균	i평균	T값	M평균	i평균	T값	M평균	i평균	T값
-5	0.046	0.092	-1.07	0.515	0.516	-0.01	0.826	0.686	1.47	0.251	0.193	0.61
-4	0.077	0.095	-1.03	0.372	0.670	-1.22	0.865	0.709	1.56	0.288	0.215	0.73
-3	0.102	0.093	0.67	0.406	0.646	-1.56	0.838	0.687	1.72*	0.279	0.208	0.87
-2	0.089	0.089	-0.04	0.370	0.606	-1.51	0.888	0.687	2.35**	0.339	0.205	1.59
-1	0.047	0.085	-1.68	0.275	0.492	-1.96*	0.837	0.702	1.41	0.301	0.205	1.02

주) T평균 : 피합병기업의 수익률 평균
 i평균 : 피합병기업의 산업평균 수익률
 T 값 : t 통계량

(2) 재무비율변화율을 이용한 분석

재무비율변화율을 이용한 분석은 전년 대비 변화율과 기준년도 대비 변화율 중 기준년도 대비 변화율을 이용하여 분석을 하였다. 그 결과 다른 변수들은 모두 비율에 의한 분석과 유사한 결과를 보였지만 합병기업과 합병기업의 산업평균간 차이분석에서는 부채비율과 순부채비율면에서 양자간에 차이가 있는 것으로 나타났다(<표 10> ~ <표 13> 참조).

<표 10> 합병기업 VS 피합병기업

구분 년도	자산현금흐름 수익률			자본현금흐름 수익률			부 채 비 율			순부채비율		
	M평균	T평균	T값	M평균	T평균	T값	M평균	T평균	T값	M평균	T평균	T값
-5	0.458	0.356	0.095	-0.483	0.138	-0.281	-0.012	0.017	-0.361	-0.143	-36.57	1.3935
-4	-0.403	-2.379	0.944	-0.522	-2.911	1.131	-0.016	0.311	-1.289	-0.301	-26.81	1.4827
-3	0.061	0.264	-0.301	-0.985	0.103	-1.053	-0.003	0.268	-1.178	-0.289	-14.60	0.9558
-2	-0.669	-0.401	-0.328	-1.759	-0.593	-0.673	-0.004	0.303	-1.511	-0.088	-6.968	0.4116

주) M평균 : 합병기업의 수익률 평균
 T평균 : 피합병기업의 수익률 평균
 T 값 : t 통계량

〈표 11〉 합병기업 VS 합병기업의 산업평균

구분 년도	자산현금흐름 수익률			자본현금흐름 수익률			부 채 비 율			순부채비율		
	M평균	I평균	T값	M평균	I평균	T값	M평균	I평균	T값	M평균	I평균	T값
-5	0.4584	0.095	1.074	-0.483	0.227	-0.847	-0.012	0.028	-1.13	-0.143	0.055	-1.342
-4	-0.403	0.183	-0.735	-0.522	0.477	-0.884	-0.016	0.029	-1.58	-0.301	0.589	-1.92**
-3	0.061	0.150	-0.153	-0.984	0.482	-1.477	-1.299	0.019	-1.30	-0.289	0.021	-1.77**
-2	-0.666	0.117	-1.356	-1.759	0.381	-1.311	-0.005	0.007	-1.09	-0.087	0.004	-0.696
0	-0.064	-0.001	-0.078	-0.109	-1.385	0.047	-0.053	-0.006	-1.37	0.056	0.021	0.27
+1	-0.721	-0.114	-0.995	0.658	-0.155	1.159	0.019	-0.043	1.69*	0.490	0.085	1.55
+2	-0.928	-0.086	-1.001	0.123	-0.105	0.292	0.012	-0.045	1.48	0.639	0.097	1.43
+3	-0.961	-0.100	-1.001	-0.753	-0.161	-0.586	0.003	-0.044	1.02	1.087	0.128	1.94*
+4	-0.882	-0.108	-1.002	-0.249	-0.210	-0.046	0.044	-0.043	1.74*	1.096	0.164	1.84*
+5	-0.618	-0.120	-0.859	0.377	-0.153	1.180	0.081	-0.050	2.04**	1.527	0.124	1.83*

주) M평균 : 합병기업의 수익률 평균
 I평균 : 합병기업의 산업평균 수익률
 T 값 : t 통계량

〈표 12〉 합병기업 VS 합병기업의 통제기업

구분 년도	자산현금흐름 수익률			자본현금흐름 수익률			부 채 비 율			순부채비율		
	M평균	C평균	T값	M평균	C평균	T값	M평균	C평균	T값	M평균	C평균	T값
-5	0.458	0.101	0.83	-0.483	0.555	-1.05	-0.01	0.123	-1.82*	-0.143	0.491	-0.83
-4	-0.403	0.307	-0.87	-0.522	0.261	-0.64	-0.02	0.108	-2.09**	-0.301	0.045	-0.73
-3	0.061	0.322	-0.42	-0.985	0.581	-1.55	-0.003	0.032	-0.78	-0.289	-0.231	-0.18
-2	-0.669	-0.150	-0.83	-1.759	0.329	-1.27	-0.005	0.001	-0.20	-0.088	-0.045	-0.24
0	-0.064	0.033	-0.12	-0.109	0.034	-0.22	-0.05	0.005	-1.36	0.056	-0.473	1.56
+1	-0.721	-0.086	-1.01	0.658	0.074	0.83	-0.01	-0.009	0.74	0.490	-0.006	0.79
+2	-0.928	-0.251	-0.79	0.124	-0.114	0.30	0.01	-0.007	0.48	0.430	0.062	0.47
+3	-0.961	-0.179	-0.90	-0.753	-0.339	-0.40	0.003	-0.014	0.36	0.864	0.403	0.53
+4	-0.882	-0.221	-0.85	-0.249	-0.403	0.18	0.04	-0.007	0.87	0.856	0.363	0.66
+5	-0.618	-0.430	-0.30	0.377	-0.349	1.68	0.08	0.032	0.68	1.369	0.208	1.28

주) M평균 : 합병기업의 수익률 평균
 C평균 : 피합병기업의 수익률
 T 값 : t 통계량

〈표 13〉 피합병기업 VS 피합병기업의 산업평균

구분 년도	자산현금흐름 수익률			자본현금흐름 수익률			부 채 비 율			순부채비율		
	M평균	T평균	T 값	M평균	T평균	T 값	M평균	T평균	T 값	M평균	T평균	T 값
-5	0.356	0.109	0.24	0.138	0.222	-0.04	-36.57	-0.307	-1.387	0.014	0.027	-0.13
-4	-2.379	0.177	-1.32	-2.911	0.562	-1.92*	-26.81	-0.425	-1.475	0.311	0.031	1.11
-3	0.264	0.147	0.35	0.103	0.500	-1.12	-14.60	-0.379	-0.949	0.268	0.025	1.05
-2	-0.401	0.072	-0.83	0.594	0.321	-1.53	-6.967	-0.238	-0.403	0.303	0.016	1.41

주) M평균 : 피합병기업의 수익률 평균
 T평균 : 피합병기업의 산업평균 수익률
 T 값 : t 통계량

3. 회귀분석 결과

(1) 수익률(car)에 대한 분석

식 (1), (2)를 이용하여 누적수익률을 분석한 결과 다른 연구에서 보여지는 양상과 비슷하게 단순수익률만 통계적으로 유의하지 않은 것으로 나타났을 뿐 다른 수익률은 모두 통계적으로 유의한 값을 보였다.

〈표 14〉 누적수익률의 통계값

구분 값	raw ret(3)	raw ret(2)	macar(3)	macar(2)	mcar(3)	mcar(2)
caar (t 값)	0.0258633 (2.0780**)	0.0149484 (1.6788)	0.0251435 (2.3349**)	0.0175487 (2.2205**)	0.0232959 (2.1192**)	0.0159529 (2.0338*)

주1) ** : 유의수준 5%, * : 유의수준 10%
 주2) · raw ret(3) : 3일누적 단순수익률
 · raw ret(2) : 2일누적 단순수익률
 · macar(3) : 3일누적 시장모형 수익률
 · macar(2) : 2일누적 시장모형 수익률
 · mcar(3) : 3일누적 시장조정모형 수익률
 · mcar(2) : 2일누적 시장조정모형 수익률

(2) 상관관계 분석

본 연구의 회귀분석을 위해 기존 연구들에서 초과 수익률에 비교적 영향을 주는 것으로 나타난 수익성 변수(자산현금 수익률, 자본현금 수익률), 부채변수(부채비율, 순부

채비율), 성장성 변수(size, 자산증가율)들과 수익률(종속변수)간의 상관관계를 살펴본 결과 수익률(앞에 언급한 6가지 수익률)에 대해 일부설명변수들이 높은 상관관계를 갖는 것으로 나타났지만 그 값이 나타나는 양상이 일정하지 않고 분산되어 나타났다.

수익성 변수, 부채변수, 성장성 변수 자체는 본 상관분석에서는 합병 5년전부터 합병후 5년까지 대부분의 기간에서 낮게 나타났다.

이 비율들의 전년대비변화율 분석에서는 높은 상관관계를 얻을 수 없었고, 기준년도 대비 변화율에 대한 분석에서는 자산현금흐름 증가율, 자본현금흐름 증가율 그리고 부채비율의 증가율이 합병직전 그리고 합병후 지속적으로 수익률과 높은 상관관계를 갖고 있는 것으로 나타났다.

수익성변수 및 기준년도대비 변화율, 부채변수 및 기준년도 대비 변화율, 성장성 변수간의 상관관계는 년도에 따라 다양한 결과를 보이고 있다.⁹⁾

(3) 회귀분석의 결과

본 분석에서는 수익률 및 상관관계 분석의 결과에 의거 수익성 변수, 부채변수, 성장성변수 및 기준년도 대비 변화율을 설명변수들로 종속변수인 수익률도 일반적으로 많이 사용하는 시장모형 수익률을 적용한 3일누적초과수익률을 이용하여 분석을 진행하였다.¹⁰⁾

앞에서 제시한 8개 모형에 대한 회귀분석 결과는 다음과 같다¹¹⁾. 모형들 중 가장 설명력이 높게 나타난 모형은 <MODEL II>와 <MODEL V>로 나타났다. <MODEL II>는 각 변수의 기준년도 대비 증가율과 기업규모(size)를 고려한 변수를 독립변수로 하여 회귀분석을 실시한 모형으로 수익성을 나타내는 변수인 자산현금흐름 증가율과 자본현금흐름 증가율이 유의한 영향을 미치는 것으로 나타났다. 재무구조비율을 나타내는 순부채증가율(Δ ndebt)은 수익률(car)에 영향을 미치지 않는다는 결과를 보이고 있는데 이는 다른 모형에서도 일관되게 영향을 미친다는 결과를 얻을 수 없었으므로 본 모형을 대표모형의 하나로 제시하였다(<표 15> 참조).

<MODEL V>는 각 변수의 기준년도 대비 증가율과 자산의 연간 증가율을 독립변수로 회귀분석을 실시한 모형이다. 분석결과 자산현금흐름 수익률과 자본현금수익률 그리고 부채증가율×자산증가율 변수가 합병전에 유의한 결과를 나타냈다(<표 16> 참조). 합병전에 변수들이 주가수익률(car)에 높은 영향을 미치고 합병후에는 유의한 영향을 미치지 않는다는 결과는 다른 8개 모형에서도 유사하게 나타났다. 이러한 결과는 미국 등의 연구에서 각 변수들의 미래 예측값들이 주가수익률(car)에 영향을 미

9), 10), 11) 구체적인 자료는 저자에게 문의 요망

친다는 결과와는 반대로 우리나라의 경우는 과거의 변수값들이 합병이라는 사건으로 인한 주가초과수익률에 영향을 미치고 있다는 것을 보여준다.

본 연구에서 추가로 실시한 다각화 여부에 따른 영향의 분석에서는 다각화 합병의 경우 자산현금흐름과 자본현금흐름에서 유의한 영향을 미친다는 결과를 보였고, 합병전에는 몇몇 변수들이 유의한 영향을 미치는 것으로 나타났으나 합병후에는 유의한 영향을 미치는 변수가 거의 없는 것으로 나타났다. 한편, 비다각화 합병의 분석에서는 주가수익률(car)에 유의한 영향을 미치는 변수가 거의 없는 것으로 나타나 전체적인 결과가 다각화 합병에 의한 결과로부터 도출되었음을 보여주고 있다.

마지막으로 각 설명변수가 주가수익률에 미치는 영향과 각 변수의 변화율이 주가수익률에 미치는 영향을 비교해 본 결과 각 변수의 변화율(본 연구에서는 기준년도 대비 변화율)이 더 높은 영향을 미치는 것으로 나타났다.

〈표 15〉 MODEL II에 대한 회귀분석 결과

$$\langle \text{MODEL II} \rangle \text{ CAR} = \Delta \text{acf} + \Delta \text{ecf} + \Delta \text{debt} + \Delta \text{ndebt} + (\Delta \text{debt} \times \text{size}) + \text{size}$$

년	INTERCEP	Δacf	Δecf	Δdebt	Δndebt	$\Delta \text{debt} \times \text{size}$	size
-5년	0.04710	-0.01695	0.00697	0.02539	-0.17274	-0.00626	-0.01242
	2.564**	-2.075*	1.753*	0.632	-1.509	0.316	-0.718
-4년	0.03327	-0.01314	0.00877	0.15857	-0.11788	0.00408	-0.00036
	2.299**	-3.352**	3.060**	0.509	-1.366	0.284	-0.257
-3년	0.01376	0.02359	-0.03169	-0.00666	0.03464	0.01785	0.00347
	1.013	3.367**	-3.804**	-0.396	0.247	1.742*	0.271
-2년	0.03200	0.00502	-0.00449	-0.02237	-0.08879	0.02681	-0.00682
	2.193**	0.970	2.434**	-0.803	-0.500	1.675	-0.502
0년	0.02926	-0.01237	0.00962	0.05166	-0.00728	-0.05043	-0.01156
	2.108**	-4.271**	3.699**	2.861**	-0.101	-3.121**	-0.904
+1년	0.02540	-0.00603	0.00397	0.02189	-0.11393	-0.01596	-0.00840
	1.877*	-1.541	1.102	1.446	-1.670	-1.678	-0.664
+2년	0.02675	-0.00578	0.00472	0.02065	-0.04980	-0.01306	-0.01012
	2.075**	-3.143**	2.290**	1.751*	-0.777	-1.820*	-0.789
+3년	0.02770	-0.00632	0.00193	0.00750	-0.02929	-0.00632	-0.00875
	1.879*	-3.23**	1.033	1.066	-0.559	-1.099	-0.578
+4년	0.02999	-0.00738	0.00552	0.00356	0.00003	-0.00346	-0.01268
	2.199**	-3.469**	2.735**	0.548	0.001	-0.556	-0.901
+5년	0.02769	-0.00834	0.00532	0.00266	0.01682	-0.00510	-0.00889
	2.048*	-2.049*	0.921	0.685	0.560	-1.137	-0.628

주1) ** : 유의수준 5%, * : 유의수준 10%
 주2) CAR : 시장모형을 이용한 3일누적초과수익률

〈표 16〉 MODEL V에 대한 회귀분석 결과

$$\langle \text{MODEL V} \rangle \text{ CAR} = \Delta \text{acf} + \Delta \text{ecf} + \Delta \text{debt} + \Delta \text{ndebt} + (\Delta \text{debt} \times \Delta \text{asset}) + \Delta \text{asset}$$

변수 년	INTERCEP	Δacf	Δecf	Δdebt	Δndebt	$\Delta \text{debt} \times \Delta \text{asset}$	Δasset
-4년	0.02710	-0.01112	0.00632	0.02500	-0.10193	-0.61389	-0.00011
	3.011**	-3.172**	2.399**	2.722**	-1.419	-2.623**	-0.008
-3년	0.00634	0.02824	-0.01677	0.02675	0.08760	-0.5208	0.01603
	0.557	3.508**	-4.122**	2.501**	0.539	-1.675	0.738
-2년	0.03817	0.00522	-0.00484	0.02471	-0.27416	1.4866	-0.1229
	3.593**	0.843	-2.414**	1.99**	-1.439	1.062	-3.33**
0년	0.00932	-0.00531	0.00386	-0.00501	0.16560	-0.26825	0.02163
	0.899	-2.032*	1.585	-0.288	1.283	-2.316**	1.34
+1년	0.02237	-0.00811	0.00447	-0.00563	0.09774	-0.14021	-0.00666
	2.43**	-2.486**	1.496	-0.934	1.475	-3.725**	-0.789
+2년	0.01224	-0.00687	0.00597	-0.00166	0.06024	-0.32692	0.01741
	1.113	-4.036**	3.085**	-0.36	1.143	-2.243**	0.345
+3년	0.01577	-0.00628	0.00358	-0.00029	0.03050	-0.75488	-0.05423
	1.325	-3.66**	2.062**	-0.088	0.581	-3.001**	-0.96
+4년	0.00811	-0.00711	0.00551	-0.00066	0.02671	-0.29789	0.05343
	0.631	-3.562**	2.796**	-0.192	0.0651	-1.463	1.109
+5년	0.01225	-0.0073	0.00703	-0.00103	0.00726	-0.17016	0.05328
	0.949	-1.726*	1.198	-0.444	0.202	-0.661	0.739

주1) ** : 유의수준 5%, * : 유의수준 10%

주2) CAR : 시장모형을 이용한 3일누적초과수익률

V. 결 론

본 연구는 첫째, 국내 합병기업의 문제점 중의 하나인 변칙상장 여부를 검토하며, 둘째, 합병 전후의 연도별 합병·피합병, 합병·통제, 합병·산업, 피합병·산업간의 재무비율에 차이가 있는가를 기존 연구에서 주장하는 기업규모, 재무구조 요인, 수익성 및 Myers와 Majluf (1984)의 재무 slack 이론을 대상으로 검증하였다.

분석결과 다음과 같은 결론을 얻을 수 있었다.

첫째, 변칙상장 여부는 역시 예상대로 대부분 상장요건을 충족치 못하고 있었다.

둘째, 합병 전후 연도별로 비교집단간의 차이분석에 있어서는 재무비율 자체를 사용한 경우, 연도에 따라 차이가 있었으나 대부분 유의하지 않은 것으로 나타났다. 재

무비율의 기준년도(공시직전 년도)에 대한 변화율을 이용하여 비교집단간 차이분석을 실시한 결과는 합병기업과 합병기업의 산업평균간의 차이분석에서만 부채비율이 합병후, 그리고 순부채비율이 합병전에 통계적으로 유의한 차이가 있는 것으로 나타났다.

셋째, 회귀분석결과 8개 모형 중에서 <MODEL II>와 <MODEL V>을 대표모형으로 삼아 결과를 일반화시킬 수 있었는데, 그 결과는 주가의 초과수익률에 영향을 미치는 변수는 합병공시전의 자산현금수익률과 자본현금수익률 등 과거의 수익성 변수들이므로 나타났다. 또한 다각화 여부에 따른 분석에서는 다각화 합병에서는 과거 수익성 변수들과 재무구조 비율이 영향을 크게 미치고 있는 것으로 나타났고 비다각화 합병의 경우는 주가의 초과수익률에 영향을 미치는 변수를 추출해낼 수 없었다.

결론적으로 비교집단간의 재무비율은 유의성 있는 차이를 보이지 않으나 합병기업 초과수익률은 기존연구와 비슷하게 기업규모확대요인, 재무구조요인, 수익성요인으로 설명될 수 있었고, Myers와 Majluf의 재무 slack이론은 국내 시장을 설명하기에 다소 미흡한 것으로 볼 수 있다.

본 연구의 한계점으로는 표본으로 이용한 합병건수가 적었고, 특히 피합병기업의 경우 대부분 자료의 불충분으로 심도있는 분석이 어려웠으며 설명변수간에 년도에 따라 다중공선성(multicollinearity)문제가 발생하였는데 이를 충분히 검증하지 못했다. 따라서 위에서 설명한 결과들을 일반화시키는데는 좀더 신중을 기해야 할 것으로 생각된다.

〈부록 1〉 표본기업(합병, 통제, 피합병)의 업종 및 계열, 상장 현황

공시일	합병회사	통제기업	업종	피합병회사	업종	상장
81/02/13	삼익주텍	한신공업	건설업	삼익공업	조립금속제품제조업	상/등
81/04/24	대한전선	대우중공업	조립금속제품제조업	대한종합건설	건설업	상/상
81/07/22	대우	현대상사	도·소매·소비자용품수리업	대우개발	건설업	상/상
81/09/09	서통	대동공업	조립금속제품제조업	서통화학	펠프· 종이 및 종이제품	상/상
83/03/12	신일산업	국제전선	조립금속제품 제조업	신일전자	조립금속제품 제조업	상/등
83/09/27	동양나일론	제일모직	섬유의복 및 모피제품제조업	토프론	섬유의복 및 모피제품제조업	상/비
83/10/07	경남기업	공영토건	건설업	프리차드코리아	서비스업	상/비
84/04/27	동양제과	동방유랑	음식료품 제조업	동양종합상사	도·소매·소비자용품수리업	상/비
*84/05/23	만호제강	대유통상	섬유의복 및 모피제품제조업	부국제강	조립금속제품 제조업	상/상
84/07/03	광주고속	세방기업	운수, 창고 및 통신업	금호건설	건설업	상/상
84/09/01	미도파	화성산업	도·소매·소비자용품수리업	대농건설	건설업	상/상
85/01/04	제일제당	동양맥주	음식료품제조업	동립산업	음식료품 제조업	상/비
85/03/07	동양시멘트	한국유리	비금속 광물제품 제조업	동양종합산업	건설업	상/등
85/03/18	백화양조	서울식품	음식음료품 제조업	백화산업	음식료품 제조업	상/등
85/04/03	새풍(한국합판)	한솔제지	목재 및 나무제품 제조업	세대제지	종이류 및 동제품제조업	상/등
85/07/31	한양	현대건설	건설업	대한준설공사	서비스업	상/등
85/10/07	동양고속	고려운수	운수, 창고 및 통신업	우창건설	건설업	상/상
85/10/30	코오롱건설	두산건설	건설업	삼경개발	농림축산업	상/등
85/12/30	동아자동차	만도기계	자동차 및 트레일러 제조업	거화	자동차 및 트레일러 제조업	상/등
86/03/13	벽산	두산유리	건설업	동양유리섬유	섬유제품 제조업	상/등
86/05/10	동성철강공업	대양금속	조립금속제품 제조업	동아철강	조립금속제품 제조업	상/등
86/08/02	진흥기업	극동건설	건설업	진흥요업	비금속 광물제품 제조업	상/등
86/11/17	대한방직	갑울	섬유제품 제조업	대한종합개발	건설업	상/등
87/04/10	전방	경남모직	섬유제품제조업	전일섬유	섬유제품 제조업	상/비
87/07/30	대립산업	동아건설	건설업	호남에틸렌	가구 및 기타제조업	상/등
87/09/19	한국화약	새한미디어	화학물 및 화학제품 제조업	산다	조립금속제품 제조업	상/비
87/10/12	동양나이론	한일합섬	섬유제품 제조업	원미섬유공업	의복 및 모피제품 제조업	상/등
88/02/16	삼영화학공업	내소날프라	고무 및 프라스틱제품 제조업	국제통신공업	전자·전기기기 제조업	상/등
88/05/20	삼성전자	대우전자	조립금속제품 제조업	삼성반도체통신	조립금속제품 제조업	상/상
88/06/30	남선물산	대한모방	의복 및 모피제품 제조업	한일섬유공업	섬유제품 제조업	상/등
89/08/14	해태제과	동원산업	음식료품 제조업	해태음료	음식료품 제조업	상/등
90/04/30	한일방직	성안	섬유제품 제조업	한일염직	섬유제품 제조업	상/등
90/05/19	경인에너지	쌍용정유	코크스·석유제품·핵연료	(주)성운물산	운수, 창고 및 통신업	상/등
90/12/22	삼양식품	농심	음식료품 제조업	삼양판지공업	펠프· 종이· 종이제품제조업	상/등

주1) *는 합병기업과 피합병기업이 비계열관계

주2) 통제기업은 상장기업 중 합병기업과 동일업종에 속해 있으면서 합병공시 시점에 합병기업과 자산규모가 유사한 기업

〈부록 2〉 표본의 자산·자본 비교

기업명		구 분		자 산		자 본	
합병기업	피합병기업	합병기업	피합병기업	합병기업	피합병기업	합병기업	피합병기업
삼익주택	삼익공영	95,904,326,000	26,706,181,000	*12,585,089,000	22,330,107,000		
대한전선	대한종합건설	253,000,000,000	37,938,678,000	61,112,049,000	36,306,520,000		
대우	대우개발	315,000,000,000	315,000,000,000	*53,041,332,000	262,000,000,000		
서통	서통화학	45,809,400,000	22,942,659,000	*9,808,884,000	15,496,552,000		
신일산업	신일전자	28,948,285,000	1,751,000,000	3,311,749,000	1,142,000,000		
동양나일론	토프론	229,000,000,000	28,637,000,000	63,540,032,000	27,499,000,000		
경남기업	프리차드코리아	308,000,000,000	864,000,000	31,941,492,000	275,000,000		
동양제과	동양종합상사	71,410,762,000	31,182,000,000	*13,725,797,000	29,460,000,000		
만호제강	부국제강	*14,219,179,000	37,370,000,000	*2,858,612,000	29,534,000,000		
광주고속	금호건설	*60,822,653,000	118,000,000,000	*18,126,343,000	101,000,000,000		
미도파	대농건설	39,241,361,000	11,793,000,000	*7,076,223,000	22,951,000,000		
제일제당	동립산업	275,000,000,000	34,121,000,000	55,460,506,000	27,265,000,000		
동양시멘트	동양종합산업	219,000,000,000	-	69,189,907,000	-		
백화양조	백화산업	28,037,460,000	6,860,000,000	8,640,299,000	5,169,000,000		
세풍	세대제지	*38,907,311,000	78,674,000,000	*-6,438,050,000	57,063,000,000		
한양	대한건설공사	686,000,000,000	93,668,000,000	84,883,694,000	68,739,000,000		
동양고속	우창건설	*28,686,444,000	93,192,000,000	*3,714,444,000	82,736,000,000		
코오롱건설	삼경개발	157,000,000,000	716,000,000	16,306,303,000	50,000,000		
동아자동차	거화	97,073,347,000	17,157,000,000	20,248,466,000	10,405,000,000		
벽산	동양유리섬유	66,367,760,000	2,109,000,000	20,489,300,000	1,406,000,000		
동성철강공업	동아철강	*202,536,000	3,654,000,000	6,676,499,000	2,251,000,000		
진흥기업	진흥요업	311,000,000,000	18,960,000,000	*10,657,821,000	13,455,000,000		
대한방직	대한종합개발	105,000,000,000	15,877,000,000	19,379,119,000	12,626,000,000		
전방	전일섬유	85,776,189,000	2,928,751,000	32,049,578,000	1,178,827,000		
대립산업	호남에틸렌	817,000,000,000	270,000,000,000	111,000,000,000	106,000,000,000		
한국화약	산다	167,000,000,000	19,301,000,000	52,353,307,000	17,883,000,000		
동양나이론	원미섬유공업	303,000,000,000	12,744,000,000	78,816,047,000	7,740,000,000		
삼영화학공업	국제통신공업	61,169,772,000	7,125,000,000	16,472,024,000	6,575,000,000		
삼성전자	삼성반도체통신	1,140,000,000,000	973,000,000,000	*222,000,000,000	868,000,000,000		
남선물산	한일섬유공업	35,051,972,000	1,718,576,000	*-69,000,000,000	1,847,782,000		
해태제과	해태음료	264,000,000,000	-	31,421,260,000	-		
한일방직	한일염직	37,881,796,000	6,498,000,000	*14,757,448,000	19,108,000,000		
경인에너지	(주)성운물산	512,000,000,000	22,745,000,000	144,000,000,000	18,123,000,000		
삼양식품	삼양판지공업	205,000,000,000	8,183,000,000	41,593,627,000	5,880,000,000		
평	균	208,867,957,441	72,544,245,156	37,111,741,206	58,796,712,125		

주1) 자산, 자본 규모는 공시직전년도 기준

주2) * : 피합병기업의 자산 및 자본이 합병기업의 자산 및 자본보다 큰 경우

〈부록 3〉 합병·피합병 기업의 자산, 자본금, 매출액 비교('92~'95)

(단위 : 억원)

구분 공시일	기업명		자산		자본		매출액	
	합병	피합병	합병	피합병	합병	피합병	합병	피합병
92/01/24	금성사	금성부품	33092	1007	7040	215	36828	749
92/01/24	럭키금성상사	반도스포츠	7863	450	1589	40	36852	296
94/04/21	대우중공업	대우조선공업	<u>24621</u>	<u>37135</u>	<u>10579</u>	<u>13579</u>	<u>8822</u>	<u>15544</u>
94/06/30	대일화학	대일특수필립	510	104	389	5	519	59
94/07/16	광주고속	한국복합화물 터미널	12306	251	3266	141	7213	9
94/07/30	한화	폴든벨상사	8421	909	2343	75	<u>2816</u>	<u>5850</u>
94/08/02	금성사	금성통신	36521	4338	12528	328	43235	2369
94/08/29	대동	한국대동전자	149	132	66	39	<u>101</u>	<u>166</u>
94/12/09	봉신중기	봉신산업	228	66	125	16	207	33
95/04/04	엘지산전	금성계전(상)	6141	3081	1823	240	7843	2705
95/06/05	코오롱	고려나일론	11010	447	3213	1231	<u>7623</u>	<u>18385</u>
95/06/15	삼성물산	삼성건설	<u>12574</u>	<u>19941</u>	3291	2200	155764	818
95/06/23	한화기계	한화정공	5400	924	1395	664	2801	373
95/06/30	벽산	벽산화성	2499	261	676	55	1975	185
95/07/31	한화	덕산토건	8545	1789	2380	34	3833	907
95/09/12	한국마벨	한화통신	449	69	101	15	386	95
95/09/14	현대건설	현대엔지니어링	49913	1346	7245	50	31011	1090
95/09/14	한일합섬	한일레저개발	9155	200	1087	200	4715	12

주1) _(밑줄)은 피합병기업의 금액이 합병기업보다 큰 경우임

주2) 합병공시 직전 년도 기준

참 고 문 헌

- 김규영·조현상, “한국에서의 기업합병에 관한 실증적 연구”, 증권학회지 제 19집, 1996, 1-26.
- 김명렬, “합병기업의 효과”, 월간‘증권연구’, 동서경제연구소, 1988, 32-41.
- 김희석, “기업합병 및 인수가 주주 부에 미치는 영향”, 서울대학교 대학원, 박사학위 논문, 1990.8.
- 박경서, “M&A 경제적효과에 관한 고찰”, 상장협, 1995 추계호.
- 위성승, “우리나라 M&A 규제에 관한 고찰”, 증권조사월보, 1995. 6.
- 이석규, “한국기업합병의 동기와 성과에 관한 실증적 연구”, 연세대학교 대학원, 박사학위논문, 1989. 6.
- 이석규·송종준, “한국기업합병의 성과분석과 법제개선”, 대한상공회의소, 1991.
- 임관택·임석필, “피합병기업의 재무적 특성과 합병대상기업 예측에 관한 연구”, 재무관리연구 제12권 제2호, 1994. 12, 41-64,
- 장영광, “기업합병과 주식취득이 주주 부에 미치는 영향에 관한 실증연구”, 고려대학교 대학원, 박사학위 논문, 1985. 6
- 장영광·송인만, “한국기업의 합병동기에 관한 실증적 연구”, 경영학연구, 제20권 제 2호, 1991, 1-38.
- Asquith P. and D.W. Mullins et al, “Equity Issues and Offering Dilation,” *Journal of Financial Economics* 15, 1986, 61-89.
- Brown, S.J. and J.B. Warner, “Measuring Security Price Performance,” *Journal of Financial Economics* 8, 1980, 205-258
- Brown, S.J. and J.B. Warner, “Using Daily Stock Returns,” *Journal of Financial Economics* 14, 1985, 3-31.
- Jensen, Michael C., and Richard Ruback, “The Market for Corporate Control,” *The Financial Economics* 16, 1983, 373-388.
- Myers, S.C. and N.S. Majluf, “Corporate Financing and Investment Decisions when Firms Have Information That Investors Do Not Have,” *Journal of Financial Economics* 13, 1984, 187-221
- Robert F. Bruner, “The use of Excess Cash and Debt Capacity as a motive for Merger,” *Journal of Financial and Quantitative Analysis* vol.23. 2, 1988, 199-218