

합병과 시장지배력의 관계분석

정 범 석* · 이 진**

〈목 차〉

I. 연구배경 및 목적	2. 연구가설의 설정
1. 연구의 배경	3. 변수와 분석모형
2. 연구의 목적	IV. 합병의 시장과급효과 분석결과
II. 합병의 시장과급효과-시장지배력이론	V. 결론
III. 실증분석방법	참고문헌
1. 분석자료의 선정	Abstract

I. 연구배경 및 목적

1. 연구의 배경

기업의 인수합병(M&A)이 전세계적으로 붐몰을 이루고 있다. 최근의 기업간 인수합병은 규모와 다양성에서 과거의 M&A와는 양상이 크게 다르다. 최근 기업 합병의 가장 큰 특징은 합병 건수의 폭발적 증가이다. 부즈알렌 & 해밀턴에 따르면 96~98년 3년간 전세계적으로 기업의 합병과 제휴는 2만여 건에 달하며, 합병 규모도 미국 1천대 기업 매출액(97년 기준)의 21%에 해당한다. 미국 최대 통신업체인 AT&T가 미디어웍을, 도이체텔레콤은 텔레콤이탈리아를 인수하는 등 큼직한 합병이 줄을 잇고 있다.¹⁾

2000년 현재 1/4분기 국제적인 M&A 규모가 1천1백80억달러를 기록, 전년도 같은 기간

* 유한대학 경영정보과 조교수

** 국민대학교 경영학과 박사과정

1) 영국 이코노미스트지 1999. 05. 15.

에 비해 40% 이상 늘어났다.²⁾ 1/4분기에 이루어진 가장 큰 규모의 M&A는 일본담배와 RJR 나비스코간의 합병(80억달러)이며, 비방디와 필터(79억달러), 포드와 볼보(66억달러)의 합병 등은 규모가 큰 대표적인 합병사례이다. 특히 일본기업은 1999년 4/4분기 현재 23억달러에 불과하던 합병규모가 1백26억달러 상당의 인수·합병을 성사시켜 새로운 M&A 주도세력으로 떠오르고 있다. 국제 M&A 시장은 미국과 영국기업들에 의해 좌우되어 왔지만 2000년부터 일본기업의 진출이 두드러지고 있다.

과거 합병에 관한 많은 연구가 있었으나 당시 우리 나라의 기업결합이 정부주도형의 경제 운용정책, 외형기준의 여신관리제도, 부실기업정리 등 극히 제한된 비정상적인 자본시장 상황에서 이루어졌으며, 표본 또한 적어 연구결과의 한계점이 지적되었고, 실효성 측면에서도 다소 미흡하였다고 볼 수 있다. 그러나 1997년 IMF 이후 정부의 일련의 M&A 완화조치³⁾로 더욱 활성화되고, 경쟁개념이 도입된 과거와는 다른 M&A의 성격을 보여주고 있다. 따라서 이 시점에서 M&A에 관한 연구결과는 정책적 시사점뿐만 아니라, M&A 당사자인 기업의 자금조달 정책에도 도움이 될 것으로 생각된다.

2. 연구의 목적

합병이나 업무제휴의 목적은 주로 해당기업의 사업영역을 확대하고 기업협력관계를 강화하는 데 있다. 따라서 기업 M&A의 동향을 단순히 합병규모에만 초점을 맞출 것이 아니라 합병에 따른 시장 파급효과에 관심을 기울일 필요가 있다. 예컨대 AT&T의 미디어원 인수는 합병규모는 크지만 마이크로소프트와 케이블 TV네트워크의 제휴보다는 시장에 미치는 파장이 작을 수도 있기 때문이다.

본 연구는 기존의 연구들에서 기업의 인수·합병의 동기로 뽑는 재무적 시너지 동기(financial synergy effect)와, 영업적·관리적 시너지 동기(operating·managerial synergy effect), 법인세 효과 동기(tax effect) 등 세 가지 중에서 영업적·관리적 시너지 동기(operating·managerial synergy effect), 특히 합병에 따른 시장 파급효과를 중심으로 기업의 시너지 효과를 검정하고자 한다. 이를 위해 합병으로 인한 시너지 동기 가설의 검정에서 합병 후 기업의 시장지배력 강화에 초점을 맞추어 분석을 실시하고자 한다.

합병에 따른 시장 파급효과는 크게 두 가지로 나누어 합병기업의 시장지배력 강화와 주가반응을 검정하였다. 연구방법은 횡단면적으로 합병 후 기업이 비교 가능한 동종의 다른 기업에

2) 미국의 회계컨설팅업체인 KPMG 발표, 2000. 5.

3) 이는 98년 4/1 증권거래법 200조(M&A 제한규정)의 철폐, 적대적 M&A의 전면허용, 외국자본 투자에 대한 규제완화조치 등이다.

비해 시장지배력이 높은지 검정하고, 시간적으로 합병 전보다 합병 후 시장지배력이 강화되었는지 살펴보는 방법을 택하였다.

II. 합병의 시장파급효과 - 시장지배력이론

시장점유율 증대는 이익의 증대를 가져온다고 보고 이러한 시장점유율 증대나 경쟁제한을 통한 독점적 이윤을 확보하기 위하여 M&A가 일어난다고 설명하는 이론이 시장지배력이론(market power theory)이다.

그러나 시장점유율의 증대가 어떻게 규모의 경제나 시너지효과를 가져오느냐에 대해서는 명확하지 않다. 다만 기업이 시장점유율을 증대시키는 것이 단순히 기업의 규모가 커진다는 것을 뜻한다면 이것은 규모의 경제나 시너지 효과에 의한 효율성이론과 다를 바 없고, 또한 합병을 통한 시장점유율의 증대가 규모의 경제를 가져다준다고 해도 전체 산업적인 측면에서 산업의 집중이라는 폐해를 가져와 그 효과가 상쇄되어질 수도 있다. 또한 합병이 단순히 경쟁우위를 확보하려는 동기에서가 아니라 시장내의 경쟁업체를 축출하려고 하거나 경쟁을 제한시켜 독립적 이윤을 확보하려는 동기에서 추진된다면 독점규제를 받게 된다.

일반적으로 시장 독점력의 향상을 기대할 수 있는 것은 수평적 합병의 경우이다. 그러나 복합적 합병(conglomerate merger)의 경우에도 다음과 같은 활동에서 이를 기대할 수 있다.

첫째, 합병 기업이 상호보조(cross-subsidization)를 추진할 수 있다. 가령 한 시장에서의 이윤을 다른 시장에서 시장점유율을 높이는 경쟁에 사용할 수 있기 때문이다.⁴⁾

둘째, 기업이 하나 이상의 시장에서 동시에 경쟁제한을 추구할 수 있다. 그 방법의 하나로써 기업이 하나 이상의 시장에서 공동으로 경쟁하는 기업과 묵시적인 담합(tacit collusion)을 추진하는 방법이다. 이에 대한 실제적인 예로 Porter(1987)는 기업이 자신의 주력시장에서 경쟁기업에 발판을 마련해 주는 대신, 그 기업이 경쟁기업의 주력시장에서 발판을 마련하는 것이라고 하였다. 또 그 외 하나 이상의 시장에서 경쟁을 제한하는 방법으로써, 물품구매와 같은 사업기능을 상호 호혜적으로 거래하거나 결합하는 방법을 들 수 있다. 위의 두 가지 방법은 반경쟁적일 뿐만 아니라 시너지도 창출되므로 그 효과를 평가하기 어렵다.

셋째, 기업은 시장의 잠재적 신규참여자의 진입을 방해할 수 있다. 이를 달성하는 효과의 방법으로써 시장 선도자(market leader)가 집중적 기업매수(concentric acquisition)를 추진하는 방법을 들 수 있다. 잠재적 경쟁을 방해하였을 때 나타나는 효과는 앞서 언급한 방법의

4) Phillip Morris사가 Miller사를 합병한 뒤 이러한 행위를 한 것으로 일컬어지고 있다.

효과보다 더욱 평가하기 어렵다.

이상의 효과에서 발생하는 이득을 흔히 담합의 시너지(collusive synergies) 또는 경쟁자의 상호 관련(competitor interrelationships)(M.E. Porter(1987))이라 한다. 이러한 이름에서 나타나 있듯이 기업의 입장에서는 위의 결탁의 효과가 시너지와 마찬가지로 이득을 가져다준다. 그러나 경제 전체의 입장에서 그 효과는 단순히 기업의 고객으로부터 기업으로 부를 이전시키는 효과에 불과하다. 독점적 경쟁에서 가끔 발생하게 되는 효율성 이득은 비수평적 합병에서는 발생하지 않는다(F.A. Schever(1986)).

시장지배력이론도 합병의 동기로서 좀처럼 내세워지지 않는다. 심지어는 이 목적으로 추진된 것으로 강력히 믿어지고 있는 1900년대 초반의 합병에서조차 다른 효율성 동기가 이유로 제시되어지거나, 시장이 광범위하기 때문에 추진된다는 이유가 내세워졌다. 그러나 이에 관한 간접적인 증거는 존재한다. Jensen(1984)은 경쟁기업의 주가에 대해 합병 공시와 미연방 거래 위원회(FTC : Federal Trade Commission)의 조사, 합병 취소 등이 가져오는 효과를 검정한 사건연구(event study)의 결과를 요약하였다. 시장지배력이론에 따르면 합병 공시에 따라 경쟁기업의 주가는 상승하여야 하며 합병이 취소되거나 제소되었을 경우에는 하락하여야 한다. Jensen은 위의 두 가지 경우에 주가가 하락하는 현상을 발견하지 못하였으므로 시장지배력이론을 기각하였다.

시장지배력이론에 대해 회계적 성과를 근거로 하는 연구에서는 혼동된 결과가 나타나고 있는 반면, 주가 변화를 중심으로 한 사건연구에서는 이 이론이 대체적으로 기각되고 있다. 그러나 이 결과 역시 뚜렷하지 못하다.

또한 기업합병의 이득이 존재하는 경우 그것이 효율성 증대에서 오는 것인지 시장지배력의 증대에서 오는 것인지가 명확히 규정되지 못하고 있으며, 아울러 합병의 이득은 산업집중에 의해 경쟁이 저해되고 담합과 독점효과가 발생되기 때문이라고 주장되어지나 산업집중이 경쟁을 감소시키느냐에 대한 실증적 연구의 결과도 결정적인 것이 되고 있지 못한 상태에 있다.

Kelly(1967)는 증권가격의 변화를 포함하는 척도를 이용하여 합병 수익성을 검정한 최초의 학자이다. 21개의 합병 기업을 21개의 비합병 기업에 대응시킨 42개의 기업으로 표본을 구성하여 5가지의 수익성 척도(보통 주식가격 변화율, P/E 배수의 변화율, 1주당 이익의 변화율, 1주당 순매출액 변화율 및 매출액 이익률의 변화율)에 기초하여 합병 전과 합병 후의 성과를 비교한 결과 합병이 합병 제안 기업의 주주 부에 거의 영향을 미치지 않는다는 사실을 발견하였다.

Weston-Masinghka(1971)의 연구는 부채 차입량의 증대로 인해 다각적 합병 이후의 합병기업의 자기자본 순이익률이 증가하였다는 사실을 입증하였다. 또한 한 기업집단내에서의 다각적 합병 이후 자산의 활용도가 높아져 낮았던 총자산수익률을 그 산업의 평균수준으로 끌어

올리는데 성공한 사실을 실증하였다. 이는 생산 작업, 경영의 비효율을 제거하여 기업활동에 있어서의 자산의 활용도가 증가한 데서 기인한 것이라 설명한다.

Schall(1972)의 연구는 완전자본시장의 재정거래 활동을 이용하여 합병의 총위험 감소 효과가 기업가치의 증대에는 뚜렷한 영향을 미치지 못하고 있다고 설명하고 있으며, Elgers, Clark(1980)는 실증분석에 의하여 비다각적 관련합병에서보다 다각적 합병에서 보다 높은 합병 성과를 나타내고 있다는 것을 설명하고 있으며, Singh(1971)은 피합병기업의 특성으로 유동성이 양호하나 영업활동이 부진하고 수익성이 낮은 특성을 나타낸다고 설명하고 있다.

합병의 파급효과에 대한 국내의 주요 연구들을 살펴보면 다음과 같다.

장영광(1985)의 연구는 1979. 1~1983. 12기간 동안 기업 합병이 이루어진 71개 상장기업(합병 기업 34개, 피합병기업 6개, 주식 취득기업 31개)을 선정하여 월별수익률 자료를 이용하여 공시 전 -11월에서 공시 후 11월까지 약 2년간의 평균초과수익률 및 누적 평균초과수익률을 구하여 이를 분석한 결과 합병기업의 누적 평균비정상수익률이 -11월부터 공시일까지 17.2%, 공시 후부터 +11월까지 21.4%의 비정상수익률을 보이고 있으며 공시시점 전후의 비정상수익, 즉 공시 전 -1월과 공시월의 평균비정상수익은 5.47%($t=1.92$), 4.21%($t=2.25$)로 통계적으로 유의하였다.

김희석(1990)의 연구는 국내 기업간 합병에서 합병제의 기업의 주주는 공시전 약 5주전부터(-30일) 공시일까지의 기간 중 약 2.7%의 초과수익률을 얻는 것으로 나타났다. 또한 공시 전 -30일부터 공시일까지의 기간 동안 피합병기업의 주주들은 8.7%의 누적 초과수익률을 얻어 주주의 부가 증가하는 것으로 나타났다. 합병기업의 주주가 얻는 비정상수익률보다 피합병기업의 주주가 얻는 비정상수익률이 더 높은 것으로 나타났다. 또한 표본 합병기업과 유사한 통제 집단을 대상으로 재무제표 자료를 이용하여 유동성·레버리지·수익성·활동성·성장성·이익의 변동성·배당성 등에 대하여 합병 전후의 비율변화를 비교·분석한 결과 다각적 합병에서는 우수한 시너지효과에 의해 시너지 동기가설이 입증되나 비다각적 합병의 경우는 시너지효과와 증거가 희박하다고 설명하고 있다. 이는 시너지효과 이외의 다른 동기에 의한 개연성을 시사해 주고 있으며 시너지효과와 원천으로 규모 이외 효율성 향상, 거래비용의 절약, 보완자원의 활용, 원활한 물류흐름의 도모 등의 영업적 시너지효과보다는 공동 보험효과, 부채수용능력의 증대, 배당 증대효과 등의 재무적 시너지효과들이 더욱 두드러진다고 설명하고 있다.

김규영·조현상(1996)의 연구결과는 1981. 1. 1~1991. 7. 30에 기업합병 공시를 한 상장법인 중 표본으로 39개 합병기업과 11개 피합병기업 및 통제기업을 선정하여 분석한 결과 보통주식의 비정상수익률에 있어서는 합병기업의 누적 평균비정상수익률이 통제기업보다 낮게 나타나고 있으므로 합병효과와 발생이 없다는 해석을 할 수 있는 것이다. 이러한 해석의 차이는

기존 연구들에서는 비교대상을 설정하지 않고 합병기업의 기간비교를 통한 수익률의 증가만을 상정했기 때문으로 생각할 수 있다.

이석규·송종준(1991)의 연구는 기업의 합병행위가 매출액성장률을 높이는 등 합병이 시너지 동기 이외의 다른 동기로 행해졌다는 약간의 증거가 있는 것으로 나타났으나, 합병 전 합병기업들의 특성에서 성장지향적인 면은 발견할 수 없었다. 또한 합병기업들의 제반 재무적 특성정보들을 볼 때 적어도 전체적인 면에서 한국에서의 기업합병이 전문경영자나 소유경영자의 개인적 동기에 따라 추구되었을 가능성을 시사하는 뚜렷한 증거는 발견하지 못하였다. 시너지 동기의 가능 원천으로서의 규모의 경제 등 영업상의 효율성향상의 증거가 빈약한 반면 합병기업들의 여유 차입능력의 활용, 공동 보험효과로부터 증대된 부채차입 능력의 활용, 피합병기업의 실질적인 현금배당의 증대효과 등 재무적 요인들이 더 기여했을 것이라는 증거를 확인할 수 있었다. 그러나 합병기업의 재무구조를 개선하기 위한 동기나 복합적 합병의 방어적 다각화 동기를 입증할 만한 근거를 발견할 수는 없었다.

정병권(1993)의 연구는 1986년초부터 1991년말 사이에 국내기업이 해외기업을 인수·합병한 사례 중 30개 기업을 표본으로 선정하였다. 합병 공시연도 전후 5년간씩의 재무제표를 이용하여 성장성 및 수익성비율을 측정하여 t-test를 실시하였다. 연구결과, 합병 후 수익성에 負의 유의적인 차이가 존재하며, 성장성에 있어서는 매출액증가율과 순이익증가율은 유의적인 負의 차이가 존재하나 총자산증가율은 유의적인 차이가 없는 것으로 나타났다. 이 연구는 해외기업을 인수·합병한 국내 합병제안기업의 합병 후 성과는 전반적으로 나빠진 것으로 결론을 내리고 있다. 그 이유로 연구대상 표본기업의 선정과 합병 당시 국내외 경기상황의 차이 및 합병 제안기업의 합병 동기요인의 차이를 들었다.

Ⅲ. 실증분석방법

1. 분석자료의 선정

실증분석에 사용된 표본기업은 1985년부터 1998년까지 합병을 실시한 국내 상장기업을 대상으로 한다. 분석기간 중 합병을 실시한 96개의 합병기업과 그리고 합병기업과 동일한 업종에 속하며 합병을 실시하지 않은 기업 중 매출액규모가 비슷한 96개의 상장법인으로 구성된 통제기업이다.⁵⁾ 상장기업의 재무비율자료는 KIS-FAS를 이용하였고, 합병연도를 기준으로 전후 3

5) 2회 이상 합병을 실시한 기업의 경우는 최초 합병공시일을 기준으로 한번만 자료로 선정하였다.

년, 총 7년간의 재무비율을 이용하였다. 상장기업의 수익률 자료는 KIS-SMAT를 이용하였다. 비 상장기업의 재무비율자료는 한국신용평가주식회사 Data Base에서 구하였다.⁶⁾

〈표 2-1〉 연도별 표본기업 수

년도	85	86	87	88	89	90	91	92	93	94	95	96	97	합계
표본수	6	6	8	8	1	2	5	7	8	11	5	9	20	96

2. 연구가설의 설정

합병으로 시장지배력이 강화되는지 검정하기 위한 연구가설은 크게 세 가지로 나누어 분석하였다. 이때 시장지배력을 나타내는 대용변수는 기업재무자료 중 매출액 항목을 이용하였다.

가설 1 : 합병 후 합병기업은 합병을 실시하지 않은 기업보다 시장지배력이 클 것이다.

이는 합병의 시장 파급효과를 보기 위한 횡단면적인 분석방법이다. 합병을 실시하지 않은 기업과 합병기업을 비교함으로써 합병의 시장파급효과를 분석하고자 하는 연구가설이다. 이를 검정하기 위한 방법으로 합병 전후 합병기업과 통제기업간의 매출액관련 비율이 차이가 있는지를 살펴본다.

가설 2 : 합병 후 합병기업은 합병 전보다 시장지배력이 클 것이다.

이는 합병의 시장파급효과에 대한 시간적인 분석방법이다. 합병기업이 합병전과 합병후 어떠한 변화가 생겼는지 알아봄으로써 합병의 시장 파급효과를 분석하고자하는 연구가설이다. <가설 1>과 마찬가지로 합병 전후의 매출액관련 비율이 차이가 있는지를 살펴본다.

가설 3 : 합병기업에 대한 주식 투자자들의 반응은 호의적이다.

이는 합병기업이 합병 전후 높은 초과수익률을 나타냄으로써 합병에 대해 투자자들이 긍정적인 반응을 하는지 여부를 알아보기 위한 연구가설이다. 합병 전후의 주가 움직임을 사건연구

6) 이 밖에 한국산업은행 『재무분석』, 한국은행 『기업경영분석』, 매일경제신문 『회사연감』 등의 자료를 이용하였다.

를 통해 검정한다.

3. 변수와 분석모형

분석방법은 크게 장부가 분석과 시가분석으로 나뉜다. 장부가 분석은 기업의 재무비율을 이용한 분석방법이고 시가분석은 기업의 시장가치의 변화를 보는 것이다. 합병 후 시장지배력 (market power)이 증가하는 것을 보기 위하여 횡단면 분석과 시간적 분석을 병행하여 실시하였다. 횡단면 분석은 합병을 실시한 기업과 통제기업과의 재무비율의 차이를 분석한 것이고 시간적 분석은 합병기업의 합병전과 후를 분석한 것이다. 이때 시장지배력에 대한 대용변수로서 매출액관련 비율을 사용하였다.

가설검정을 위해 사용된 재무적 변수는 <표 2-2>와 같다.⁷⁾

<표 2-2> 분석에 사용된 매출관련 재무비율

재무비율	계 산 식
매출액증가율	$\frac{\text{당기매출액} - \text{전기매출액}}{\text{당기매출액} - \text{전기매출액}} \times 100$
매출액총이익률	$\frac{\text{매출총이익}}{\text{매출액}} \times 100$
매출액영업이익률	$\frac{\text{영업이익}}{\text{매출액}} \times 100$
매출액경상이익률	$\frac{\text{경상이익}}{\text{매출액}} \times 100$
매출채권비율	$\frac{\text{매출채권}}{\text{재고자산}} \times 100$
매출채권회전율	$\frac{\text{매출액}}{\text{매출채권}} \times 100$

매출관련 재무비율의 분석방법은 비교대상기업들간의 차이를 t-test를 통한 검정이다. 분석에 사용된 검정 통계치는 다음과 같다.

7) 재무비율들은 합병 전후 각 3년과 합병 당해 연도를 포함한 7년간의 자료가 이용되었다. 통제기업은 합병기업의 각 연도별 표본수대로 선정하여 합병기업과 동일한 방법을 적용하여 재무비율을 구하였다.

$$T = \frac{\overline{A}_i - \overline{A}_j}{\sqrt{\frac{VAR_i}{n_i} + \frac{VAR_j}{n_j}}}$$

$\overline{A}_{i,j}$: 비교대상기업 i 와 j 의 재무비율

$VAR_{i,j}$: 비교대상기업 i 와 j 의 분산

$n_{i,j}$: 비교대상기업 i 와 j 의 표본수

합병의 시장파급효과 중 두 번째인 투자자의 반응은 시장조정모형(market adjusted model)을 이용한 합병기업의 비정상 수익률(AR : abnormal return)을 구하여 분석하였다.

$$\text{비정상수익률} : AR_{jt} = R_{jt} - R_{mt}$$

R_{jt} : t 시점의 j 주식의 주가수익률

R_{mt} : t 시점의 종합주가수익률

$$\text{평균비정상수익률} : AAR_t = \frac{1}{N} \sum_{j=1}^N AR_{jt}, \quad \text{누적평균비정상수익률} : CAAR_j = \sum_{t=t_0}^{t_1} AAR_{jt}$$

j : 개별주식, t : 기간, N : 표본기업수

n : 합병공시(합병) 전 -60일에서 공시일

누적평균비정상수익률은 합병의 공시 전 60일과 합병의 공시 후 60일로 설정하여 총 121 일간의 주가수익률을 이용하여 분석을 실시하였다.

IV. 합병의 시장파급효과 분석결과

합병의 시장파급효과를 크게 합병 후 기업의 시장지배력 강화와 비정상수익률의 발생 두 가지로 나누어 분석을 실시하였다. <표 4-1>은 합병기업과 통제기업의 재무비율의 평균값과 표준편차를 나타낸 것이다. 표를 보면 거의 전 기간에 걸쳐 매출액증가율과 매출채권비율, 매출채권회전율의 표준편차가 매우 크다는 것을 알 수 있다.⁸⁾

8) 이 비율들의 경우 표본이 정규성을 띄지 않아 편위가 발생할 수도 있다.

〈표 4-1〉 기간별 합병기업과 통제기업의 재무비율 평균

* ()은 표준편차

기 간	t-3		t-2		t-1		
	합병기업	통제기업	합병기업	통제기업	합병기업	통제기업	
매출액증가율	0.1590 (0.244)	0.2021 (0.480)	0.1718 (0.203)	31.0600 (70.668)	0.1803 (0.407)	31.0600 (0.668)	
매출액총이익률	0.1999 (0.141)	0.1766 (0.096)	0.2292 (0.150)	0.1460 (0.122)	0.1811 (0.165)	0.1460 (0.122)	
매출액영업이익률	0.0160 (0.090)	0.0177 (0.125)	0.0183 (0.089)	0.0002 (0.109)	-0.0454 (0.120)	0.0002 (0.109)	
매출액경상이익률	0.5193 (0.801)	0.4567 (1.377)	0.5784 (0.586)	0.2849 (2.486)	0.4352 (1.235)	0.2849 (2.486)	
매출채권비율	1.9422 (2.578)	1.9241 (4.500)	2.3441 (2.441)	1.5467 (1.836)	2.1819 (3.013)	1.5467 (1.836)	
매출채권회전율	17.383 (74.54)	153.316 (1197.3)	97.344 (400.7)	17.230 (29.57)	22.4947 (3.113)	17.2309 (29.577)	
t 0	t+1		t+2		t+3		
합병기업	통제기업	합병기업	통제기업	합병기업	통제기업	합병기업	통제기업
0.0524 (0.820)	11.3991 (39.626)	-0.1124 (0.356)	404.789 (1174.01)	0.0591 (0.237)	20.7011 (37.006)	0.0076 (0.278)	20.3156 (50.49)
0.0773 (0.271)	0.1479 (0.120)	0.1024 (0.289)	0.1581 (0.121)	0.1784 (0.214)	0.1619 (0.116)	0.2082 (0.203)	0.1476 (0.146)
-0.2665 (0.463)	-0.0773 (0.402)	-0.5014 (1.024)	-0.0013 (0.100)	-0.1559 (0.275)	0.0087 (0.072)	-0.0905 (0.155)	0.0177 (0.036)
-0.3667 (2.527)	0.5312 (1.229)	-1.8614 (3.929)	0.7382 (1.062)	0.1339 (0.777)	0.4464 (0.387)	0.2782 (0.831)	0.4610 (0.326)
3.3753 (8.147)	1.4891 (2.140)	2.3263 (2.655)	1.2771 (0.857)	2.6592 (3.258)	1.3166 (0.817)	2.0711 (2.690)	1.3167 (0.866)
13.4818 (30.385)	28.9845 (113.876)	12.3981 (0.991)	19.5884 (26.009)	18.088 (34.82)	12.2621 (10.011)	20.0494 (40.06)	25.0292 (22.99)

1. 합병 후 기업의 시장지배력은 합병 전보다 강화되는가?

합병기업의 시장지배력 강화는 합병기업의 매출관련비율이 시간적으로 변화가 있는지 여부와 합병기업과 합병을 실시하지 않은 통제기업과 매출관련비율이 차이가 있는지 여부를 분석하는 방법을 이용하여 분석하였다.

기업합병 후 시장지배력이 강화되는지 여부를 알기 위하여 합병기업과 통제기업의 매출관련 비율들을 횡단면, 시간적으로 분석하였다. 합병기업의 시장지배력에 관한 시간적 분석결과는 <표 4-2>에 나타나 있다.⁹⁾

합병 전 3년과 합병 당해 연도의 매출관련 재무비율을 비교한 결과를 보면 매출액증가율은 합병 당해 연도에 11.47%($p<0.1$)가 증가하였으며, 매출액영업이익률과 매출액경상이익률은 오히려 각각 -4.24%($p<0.05$), -11.46%($p<0.1$)로 유의적으로 감소한 것으로 나타났다.

합병 전 2년과 합병 당해 연도의 매출관련 재무비율을 비교한 결과를 보면 매출액증가율은 합병 당해 연도에 9.66%($p<0.1$)가 증가하였으며, 매출액경상이익률은 오히려 -9.69%($p<0.1$)로 유의적으로 감소한 것으로 나타났다.

<표 4-2> 합병 당해 연도와 각 비교연도의 재무비율과의 차이에 대한 검정결과

재무비율	(t-3)	(t-2)	(t-1)	(t+1)	(t+2)	(t+3)
매출액증가율	11.4721* (39.647)	9.6609* (65.600)	-3.6833 (39.626)	8.9950* (11.730)	7.8593 (70.931)	16.9185 (85.440)
매출액총이익률	-3.0207 (0.1599)	0.1828 (0.0915)	0.0048 (0.1203)	-0.0328 (0.1882)	-0.0047 (0.1868)	-0.0646 (0.2255)
매출액영업이익률	-4.2482** (0.4166)	-7.7548 (0.3941)	-0.0139 (0.4024)	-0.0040 (0.1788)	-0.0124 (0.1844)	-0.0354 (0.1802)
매출액경상이익률	-11.4664* (2.3498)	-9.6904* (0.0938)	-0.0782 (1.2290)	-0.0196 (1.7474)	-0.0234 (1.7264)	-0.0350 (1.8268)
매출채권비율	5.9015 (2.7780)	-5.7623 (0.9387)	-0.0122 (2.1402)	0.8301 (2.4223)	1.0161 (2.7778)	1.3161 (3.1736)
매출채권회전율	-286.084 (181.32)	12.4447 (110.07)	13.9129 (113.88)	-13.6204 (151.98)	48.8846 (163.28)	49.3743 (176.86)

()은 표준편차 * : $p<0.1$, ** : $p<0.5$, *** : $p<0.01$

합병 전 1년과 합병 당해 연도의 매출관련 재무비율을 비교한 결과를 보면 모두 비유의적인 결과를 나타내고 있어 합병 직전연도와 합병 당해 연도의 매출액관련 비율들은 통계적으로 유의적인 차이가 없는 것으로 나타났다.

합병 후 1년과 합병 당해 연도, 합병후 2년과 합병 당해 연도, 합병 후 3년과 합병 당해 연도의 매출관련 재무비율을 비교한 결과를 보면 모두 비유의적인 결과를 나타내고 있어 합병 연도와 합병 후 연도의 매출액관련 비율들은 합병 후 1년에서 매출액증가율이 8.99% 증가한

9) 모든 분석결과는 합병기업의 합병 당해 연도 재무비율에서 각 연도별 재무비율을 차감한 값이다.

것을 제외하고는 다른 비율들은 통계적으로 유의적인 차이가 없는 것으로 나타났다. 이는 합병으로 인한 효과가 합병 이듬해부터는 전혀 나타나지 않음을 의미한다.

합병기업의 시간적인 분석결과를 보면 합병 후 매출액증가율은 합병 전 3년, 합병 전 2년 합병 후 1년보다 합병 당해 연도에 증가하나, 매출액영업이익률과 매출액경상이익률은 합병 전 3년, 합병 전 2년보다 오히려 감소하고 있었다. 이를 제외한 기타 기간에서는 유의적인 차이를 보이지 않고 있다.

2. 합병기업의 시장지배력은 합병을 실시하지 않은 기업보다 강화되는가?

〈표 4-3〉은 합병연도를 포함하여 합병 전 3년부터 합병 후 3년까지 합병기업과 통제기업의 연도별 재무비율의 평균값과 표준편차를 나타낸 것이다. 표에서 합병기업과 통제기업의 매출채권비율과 매출채권회전율의 표준편차가 상당히 크다는 것을 알 수 있다.

합병기업의 시장지배력에 관한 횡단면적 분석을 실시하기 위하여 합병기업의 통제기업의 재무비율 차이를 분석하였다. 각 연도별로 합병기업의 재무비율에서 통제기업의 재무비율을 차감하여 나온 값을 t-test하여 그 결과를 〈표 4-3〉에 나타내었다.

합병기업과 통제기업의 합병 전 3년 매출관련 재무비율을 비교한 결과를 보면 모두 비유의적인 결과를 나타내고 있다. 합병기업과 통제기업의 합병전 2년 매출관련 재무비율을 비교한 결과를 보면 매출액증가율은 합병기업이 30.88%($p < 0.01$) 더 크며, 매출액 총이익률은 오히려 -0.08%($p < 0.05$)로 유의적으로 작게 나타났다. 합병기업과 통제기업의 합병 전 1년 매출관련 재무비율을 비교한 결과를 보면 매출액증가율은 합병기업이 30.87%($p < 0.01$), 매출액경상이익률은 오히려 0.04%($p < 0.1$)로 유의적으로 크게 나타났다.

합병기업과 통제기업의 합병 당해 연도 재무비율 차이를 비교한 결과를 보면 매출액증가율, 매출액영업이익률, 매출액경상이익률이 각각 11.34%($p < 0.1$), 0.11%($p < 0.05$), 0.18%($p < 0.1$)로 합병기업이 유의적으로 큰 것을 알 수 있다.

합병기업과 통제기업의 합병 후 1년의 재무비율 차이를 비교한 결과를 보면 매출액증가율, 매출액영업이익률, 매출액경상이익률이 각각 5.32%($p < 0.05$), 0.10%($p < 0.05$), 0.34%($p < 0.01$)로 합병기업이 유의적으로 컸다. 반면 매출채권비율은 -0.34%($p < 0.05$)로 유의적으로 합병기업이 작았다.

〈표 4-3〉 기간별 합병기업과 통제기업의 재무비율차이에 대한 검정결과

기 간	t-3	t-2	t-1
기 업	(합병기업)-(통제기업)	(합병기업)-(통제기업)	(합병기업)-(통제기업)
매출액증가율	0.0378 t=0.7028 (0.5074)	30.8882*** t=2.7275 (70.7210)	30.8797*** t=2.7278 (70.6954)
매출액총이익률	-0.0236 t=-1.2509 (0.1787)	-0.0831*** t=-2.448 (0.2120)	-0.0350 t=-1.1421 (0.1918)
매출액영업이익률	0.0015 t=0.0970 (0.1542)	-0.0181 t=-0.7815 (0.1448)	0.0459* t=1.9329 (0.1485)
매출액경상이익률	-0.0651 t=-0.3830 (1.6041)	-0.2939 t=-0.7448 (2.4644)	-0.1509 t=-0.3605 (2.6146)
매출채권비율	-0.0280 t=-0.0501 (5.2795)	-0.7978 t=-1.5954 (3.1231)	-0.6343 t=-1.0800 (3.6677)
매출채권회전율	137.611 t=1.0685 (1208.11)	-82.6421 t=-1.2439 (409.544)	-5.6964 t=-0.3865 (90.8359)
t 0	t+1	t+2	t+3
(합병기업)-(통제기업)	(합병기업)-(통제기업)	(합병기업)-(통제기업)	(합병기업)-(통제기업)
11.3467* t=1.7858 (39.6781)	404.9021 t=1.6896 (0.1176)	20.6127*** t=2.2954 (37.0239)	20.2943 t=1.4986 (50.6672)
0.0705 t=1.5888 (0.2774)	0.0073 t=0.1497 (0.2342)	-0.0265 t=-0.4244 (0.2722)	-0.0606 t=-1.0048 (0.2486)
0.1891* t=1.9236 (0.6142)	0.3153*** t=3.3791 (0.4475)	0.1459** t=2.0505 (0.3105)	0.1083*** t=2.9175 (0.1531)
0.8980** t=2.009 (2.7915)	3.4663 t=1.1607 (14.322)	0.2455 t=1.0698 (1.0005)	0.1828 t=0.7740 (0.9739)
-1.8862 t=-1.352 (8.7079)	-1.1503** t=-2.0326 (2.7140)	-1.5075** t=-1.9937 (3.2958)	-0.7543 t=-1.0351 (3.0046)
15.5027 t=0.8853 (109.352)	7.1899 t=1.0190 (33.837)	-0.0673 t=-0.0121 (24.1255)	4.9797 t=0.4251 (48.292)

() : 표준편차 * : p<0.1. ** : p<0.5. *** : p<0.01

합병기업과 통제기업의 합병 후 2년의 재무비율 차이를 비교한 결과를 보면 매출액증가율, 매출액경상이익률이 각각 20.61%(p<0.05), 0.13%(p<0.1)로 합병기업이 유의적으로 컸다. 또한 합병 후 3년의 재무비율 차이를 비교한 결과를 보면 매출액경상이익률이 0.09%(p<0.01)로 합병기업이 유의적으로 컸다. 합병기업과 통제기업의 횡단면적 분석결과를 보면

합병을 실시한 기업은 합병을 실시하지 않은 기업보다 매출액증가율과 매출액 대비 이익이 전반적으로 증가함을 알 수 있으며, 특히 매출액경상이익률은 거의 전 분석기간에서 계속적으로 유의적으로 합병기업이 큰 것으로 나타났다.

3. 합병 전후 합병기업 주가수익률의 비정상수익률이 발생하는가?

합병기업에서 합병 전후 60일간 비정상수익률이 발생하는지 검정하기 위하여 시장조정수익률 모형을 이용하여 합병기업의 주가수익률을 분석한 결과가 <표 4-4>와 <그림 4-1> <그림 4-2>에 나타나 있다. <표 4-4>는 합병 전후 60일의 평균비정상수익률을 나타내고 있다. 합병 공시 전 14일에서부터 합병공시 일까지를 보면 합병공시 14일에서 유의적인 0.0104의 비정상수익률을 보이고 합병 전 13, 12, 10, 9, 7, 4, 2일에서 유의적인 음의 비정상수익률을, 11, 8, 6, 5, 3, 1일에서 유의적인 양의 비정상수익률을 보인다.

합병공시 후는 공시당일, 4, 5, 7, 9, 10, 11일을 제외한 나머지 일에서 유의적인 양의 비정상수익률을 보인다. 특히 합병 후 2일과 3일에서는 각각 0.0072와 0.0054의 유의적 양의 비정상수익률을 보이고 있어 합병 공시의 효과가 반영되고 있다.

<그림 4-1>과 <그림 4-2>는 합병 전후 30일, 10일간 합병기업의 비정상수익률과 누적평균 비정상수익률을 나타낸 것이다. 합병기업의 합병일 전후 비정상수익률을 분석한 결과 합병 전후 비정상수익률이 발생하는 것을 알 수 있다. 합병 전후 30일간의 AAR과 CAAR를 보면 합병공시 후 12일 이후부터 매우 큰 폭의 비정상수익률이 발생함을 알 수 있다. 합병 전후 10일간의 AAR과 CAAR는 합병 후 2, 3일에서 가장 크고, 합병 후 8, 9일에서는 오히려 감소하는 것으로 나타났다.

시장이 효율적이라면 합병공시 후 10일 이후에 비정상수익률이 발생할 수 없다. 하지만 분석 결과 합병공시 후 10일 이후 큰 폭의 비정상수익률이 발생하는 것은 시장이 비효율적이라기보다는 합병공시일과 실제 합병개시일의 차이와 합병의 무산에 대한 위험을 감안하여 발생한 것으로 생각된다. 실제로 합병기업들의 합병공시일과 합병개시일의 차이는 보통 20일 내지 30일간의 기간이 소요되며, 합병을 공시하고 이러한 합병이 무산되는 경우도 있다. 하지만 합병일 이후 비정상수익률이 발생하는 이유를 충분히 설명할 수 없으며, 차후 이에 대한 더욱 세밀한 분석이 필요하다.

〈표 4-4〉 합병공시일 전후 60일의 평균비정상수익률(AAR)

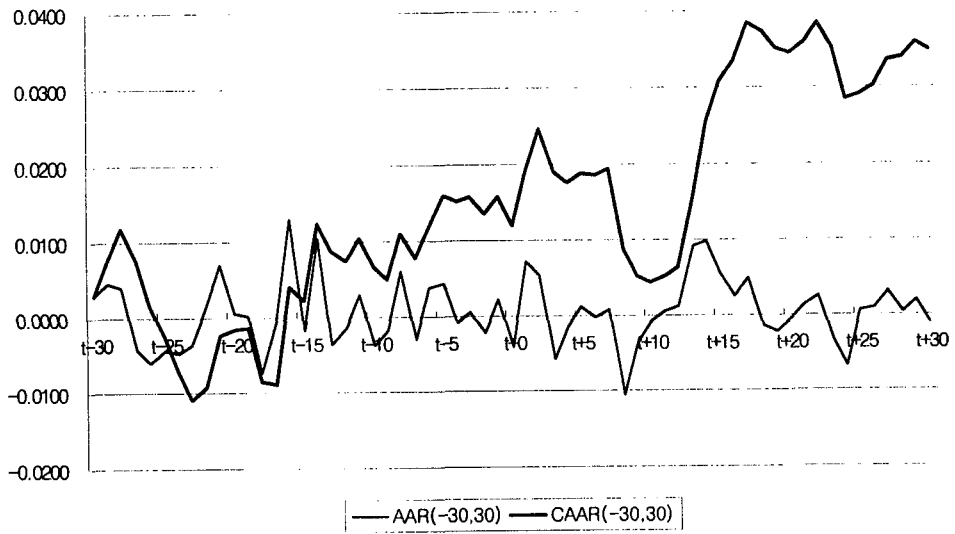
기간	AAR	표준편차	t-value	기간	AAR	표준편차	t-value
t-60	-0.0039	0.0699	-1.4075	t-30	0.0031 ^{***}	0.0895	13.6316
t-59	0.0012 ^{***}	0.0843	-14.9010	t-29	0.0046 ^{***}	0.0940	11.6676
t-58	-0.0093 ^{***}	0.0489	12.1393	t-28	0.0041 ^{***}	0.1208	-10.0718
t-57	-0.0039 ^{***}	0.1820	-18.2369	t-27	-0.0041 ^{***}	0.1609	-12.1280
t-56	-0.0041 ^{***}	0.1067	-3.2713	t-26	-0.0060 ^{***}	0.1073	-11.3759
t-55	-0.0052 ^{***}	0.1281	-10.9754	t-25	-0.0043	0.1953	-0.0163
t-54	0.0030 ^{***}	0.1152	-10.6558	t-24	-0.0047 ^{***}	0.0921	-8.1260
t-53	0.0032	0.0699	-1.4075	t-23	-0.0036 ^{***}	0.0541	6.8749
t-52	0.0074 ^{**}	0.0958	2.6289	t-22	0.0016 ^{***}	0.1995	10.8396
t-51	0.0055 ^{***}	0.1515	11.7410	t-21	0.0070	0.0601	0.4259
t-50	0.0040 ^{***}	0.1155	12.7399	t-20	0.0007 ^{***}	0.0838	-10.2677
t-49	-0.0050 ^{***}	0.1265	15.8917	t-19	0.0002 ^{***}	0.1803	-14.6861
t-48	-0.0057 ^{***}	0.1460	-14.1693	t-18	-0.0073 [*]	0.0469	1.7561
t-47	-0.0009 ^{***}	0.1538	-8.5721	t-17	-0.0003 ^{***}	0.1805	19.6293
t-46	0.0009 ^{***}	0.0717	-3.7566	t-16	0.0130 ^{***}	0.0925	-14.2991
t-45	0.0010 [*]	0.0610	-1.7972	t-15	-0.0019 ^{***}	0.2186	13.0991
t-44	0.0026 ^{***}	0.0884	3.8813	t-14	0.0104 ^{***}	0.0890	-21.3896
t-43	-0.0016 ^{***}	0.0967	5.0278	t-13	-0.0037 ^{***}	0.0605	-0.4432
t-42	0.0048 ^{***}	0.0827	6.9572	t-12	-0.0014 ^{***}	0.1030	3.9501
t-41	0.0012 ^{***}	0.1693	12.5680	t-11	0.0031 ^{***}	0.1044	-16.6943
t-40	-0.0016 ^{***}	0.0663	3.4913	t-10	-0.0038 ^{***}	0.0719	-20.7262
t-39	0.0030	0.04185	0.3352	t-9	-0.0018 ^{***}	0.1364	8.2970
t-38	-0.0032 ^{***}	0.0974	6.9093	t-8	0.0061 ^{***}	0.1162	-9.4950
t-37	0.0068 ^{***}	0.0786	-15.8990	t-7	-0.0031 ^{***}	0.0961	7.7109
t-36	0.0018 ^{***}	0.1583	16.5070	t-6	0.0038 ^{***}	0.1028	18.2315
t-35	0.0068 ^{***}	0.0959	13.4059	t-5	0.0043 [*]	0.0697	1.8734
t-34	-0.0029 ^{***}	0.1838	13.5374	t-4	-0.0007 ^{***}	0.0855	7.9128
t-33	0.0520 ^{***}	0.0909	4.5367	t-3	0.0006	0.1117	-1.1537
t-32	0.2348 ^{***}	0.1072	17.3791	t-2	-0.0022 ^{***}	0.0958	13.1784
t-31	0.0042 ^{***}	0.0555	22.7823	t-1	0.0022 ^{***}	0.1077	-16.9871

* : p<0.1, ** : p<0.5, *** : p<0.01

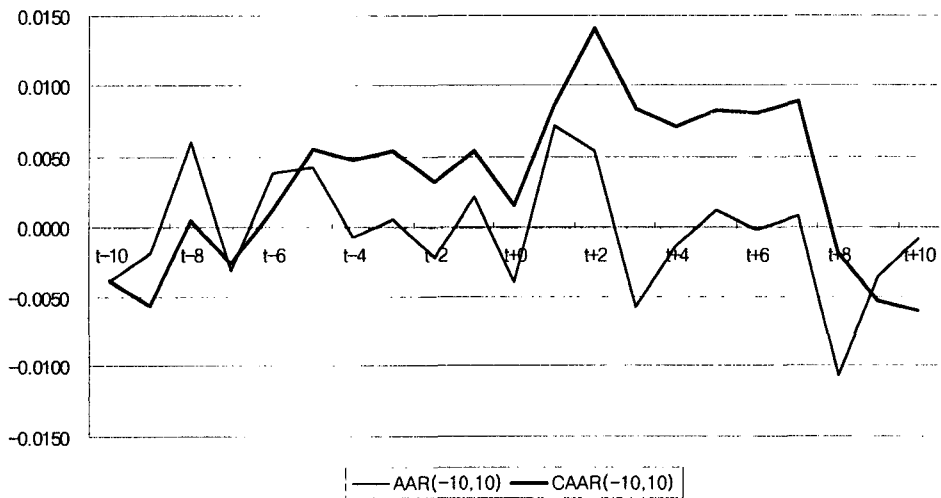
〈표 4-4〉 합병공시일 전후 60일의 평균비정상수익률(계속)

기간	AAR	표준편차	t-value	기간	AAR	표준편차	t-value
t+0	-0.0039***	0.1992	12.2588	t+30	-0.0009***	0.1076	7.4462
t+1	0.0072***	0.1519	7.3746	t+31	0.0044***	0.1281	8.8265
t+2	0.0054***	0.1504	-16.1968	t+32	0.0048***	0.0922	18.5173
t+3	-0.0057	0.0550	-0.2166	t+33	0.0032***	0.1049	16.9509
t+4	-0.0013***	0.0919	6.0768	t+34	0.0057***	0.1658	19.9855
t+5	0.0012	0.0755	-0.8755	t+35	0.0092***	0.0811	7.8788
t+6	-0.0002***	0.0413	10.8676	t+36	-0.0003***	0.0995	2.3889
t+7	0.0008***	0.2101	-12.0480	t+37	0.0035***	0.2065	-10.2409
t+8	-0.0107***	0.1138	-5.1280	t+38	-0.0079***	0.1229	-9.4680
t+9	-0.0035	0.0734	-0.0564	t+39	-0.0022***	0.0681	-15.0763
t+10	-0.0008***	0.0459	-5.1330	t+40	-0.0012***	0.0613	8.9781
t+11	0.0007	0.0920	0.7904	t+41	-0.0011***	0.0834	2.2241
t+12	0.0013***	0.2728	6.4624	t+42	-0.0001***	0.1098	-20.2350
t+13	0.0092***	0.2191	10.6834	t+43	-0.0040***	0.1203	6.5814
t+14	0.0098***	0.0876	15.1488	t+44	0.0030***	0.1265	-10.6500
t+15	0.0055***	0.0762	3.0780	t+45	-0.0040***	0.0897	9.1013
t+16	0.0026***	0.1057	8.6718	t+46	0.0008***	0.1010	-9.1273
t+17	0.0050	0.0950	-0.8084	t+47	-0.0046	0.0826	-1.8645
t+18	-0.0013***	0.1266	6.7951	t+48	-0.0005***	0.1147	-11.1463
t+19	-0.0022***	0.0807	9.2869	t+49	-0.0047	0.1506	-1.8664
t+20	-0.0005***	0.1256	5.0049	t+50	-0.0035	0.1266	1.2046
t+21	0.0014***	0.0843	9.1326	t+51	0.0031***	0.0918	-8.9088
t+22	0.0026***	0.1147	2.4325	t+52	-0.0053***	0.1814	14.3456
t+23	-0.0034***	0.1483	-12.0085	t+53	0.0057***	0.1789	13.6436
t+24	-0.0067***	0.0893	11.4539	t+54	0.0062***	0.0795	6.5095
t+25	0.0007	0.0616	-0.1212	t+55	0.0005***	0.0835	8.2122
t+26	0.0011***	0.0820	9.5082	t+56	0.0043***	0.0704	-10.0668
t+27	0.0032	0.0602	0.2789	t+57	-0.0026***	0.1467	-18.1151
t+28	0.0004***	0.0821	15.0545	t+58	-0.0079	0.122	1.9332
t+29	0.0020***	0.1014	-7.4500	t+59	0.0042***	0.1094	-4.5119

* : p<0.1, ** : p<0.5, *** : p<0.01



<그림 4-1> 합병 전후 30일간의 AAR과 CAAR



<그림 4-2> 합병 전후 10일간의 AAR과 CAAR

4. 가설검정 결과의 요약

합병 후 합병기업은 합병 전보다 시장지배력이 크다는 <가설 1>에 대한 검정결과는 먼저 합병기업에 대한 시간적인 분석결과 합병기업이 합병 후 합병전보다 매출액증가율은 합병전보다 크나, 매출액 대비 이익비율은 합병 후 오히려 감소하는 것으로 나타났다. 결국 양적인 시장지배력은 증가하나 수익률 면에서의 개선은 발견할 수 없었다.

합병 후 합병기업은 합병을 실시하지 않은 기업보다 시장지배력이 크다는 <가설 2>에 대한 검정으로 합병기업과 통제기업의 횡단면 분석결과를 보면 합병을 실시한 기업은 합병을 실시하지 않은 기업보다 매출액증가율과 매출액 대비 이익이 전반적으로 증가함을 알 수 있으며, 특히 매출액경상이익률은 거의 전 분석기간에서 유의적으로 합병기업이 큰 것으로 나타났다. 그러므로 합병기업은 통제기업보다 매출액과 수익성이 전반적으로 좋은 것으로 결론지을 수 있다.

합병기업에 대한 주식 투자자들의 반응은 호의적일 것이라는 <가설 3>에 대한 검정결과는 합병일 전후 유의적으로 '0'과 다른 비정상수익률을 보임으로써 가설을 채택하는 결과를 보였다. 결국 합병은 시장에서 투자자에게 좋은 정보로 받아들여져 합병기업의 주주는 합병에 대한 공시일을 전후로 하여 초과수익을 얻는 것으로 생각될 수 있다.

V. 결 론

본 논문은 합병을 실시하는 기업의 동기가설 중 하나인 시장지배력이론의 검정을 논문의 목적으로 하고 분석을 실시하였다. 분석기간은 1985년부터 1998년까지 합병을 실시한 우리나라 상장기업이며 분석방법은 합병기업의 재무비율에 대한 시간적 분석과 통제기업과의 비교를 통한 횡단면적 분석을 병행하여 실시하였다. 또한 합병에 대한 시장반응을 살펴보기 위하여 시장모형을 이용한 사건연구도 병행하여 실시하였다.

분석결과 우리나라 합병기업은 합병 후 매출액의 증가추세가 나타나지만 시간적으로 보면 수익성의 개선현상은 나타나지 않는 것을 알 수 있었다. 하지만 통제기업과 비교해 볼 때는 매출액의 증가와 수익성 개선현상이 나타나 합병 후 통제기업 대비 질적 효과가 있는 것을 알 수 있었다. 합병의 시장반응은 합병을 전후로 유의적 비정상수익률이 발생하여 시장은 합병에 대해 긍정적인 반응을 보임을 알 수 있었다.

본 논문의 한계점으로 첫째, 분석에 사용된 표본의 재무비율들의 표준편차가 크기 때문에

분석결과에 대한 편이가 존재할 수 있으며, 통제기업의 선정이 임의적이어서 통제기업이 합병을 실시하지 않은 일반 상장기업을 대표한다는 증거를 제시하지 못하였다. 둘째, 횡단면적인 분석과 시간적 분석결과와의 차이에 대한 설명을 하지 못하였다. 시간적 분석결과에서는 합병 후 매출액 성장률은 증가하나 매출액 대비 수익성은 오히려 감소하는 것으로 나타났는데 횡단면 분석결과는 합병기업이 통제기업보다 매출액증가율은 물론이고 매출액 대비 수익성비율도 유의적으로 높은 것으로 나타났다. 이는 기업이 합병으로 양적인 팽창에도 불구하고 수익성은 오히려 떨어진다는 시간적인 분석결과와 배치되는 결과이다.

그럼에도 불구하고 본 논문은 합병으로 시장지배력이 강화됨을 보이기 위해 매출액관련 재무비율을 비교적 자세히 분석하였으며,¹⁰⁾ 합병 후 매출액증가에 비해 기업의 수익성이 떨어진다는 것은 밝혀내어 합병이 시장지배력을 강화하기는 하지만 장기적으로는 합병당사자 기업의 수익성을 높이는 측면에서 성공적이라고 할 수 없다는 사실을 밝혀내었다.

향후 연구에서는, 첫째 시간적으로 수익성이 악화되고 있는 이유를 밝히기 위하여 비용분석 등을 통하여 규명할 수 있을 것이다. 둘째, 합병 후 매출액의 증가와 시장에서의 긍정적인 반응의 관계를 다중회귀분석을 통하여 분석하면 합병 후 비정상수익률을 어느 정도 설명할 수 있을 것이다. 셋째, 합병의 공시일과 합병일 모두에서 주가의 반응을 살펴봄으로써 합병에 대한 투자자의 반응을 비교분석 할 필요가 있다.

10) 앞으로 매출액 관련비율뿐만 아니라 전반적인 재무비율을 사용하여 분석하여야 할 것이다.

참 고 문 헌

1. 공정거래위원회 : “공정거래년보” 1998.
2. 매일경제신문사 : “회계년감.”
3. 김규영·조현상(1996), “한국에서의 기업합병효과에 관한 실증적 연구,” 증권학회지 제19집, pp.1~26.
4. 김희석(1990), “기업합병 및 인수가 주주부에 미치는 영향,” 서울대학교 대학원 박사학위논문.
5. 이석규(1989), “한국기업합병의 동기와 성과에 관한 실증적 연구,” 연세대학원 박사학위논문.
6. 이석규·송중준(1991), 한국 기업합병의 성과분석과 법제개선, 대한상공회의소
7. 장영광(1985), “기업합병과 주식취득이 주주의 부에 미치는 영향에 관한 연구,” 고려대 대학원 박사학위논문.
8. 장영광·송인만(1991), “한국기업의 합병동기에 관한 실증적 연구,” 경영학연구 제20권 제2호, pp.1~41.
9. 정병권(1993), “기업합병성과에 관한 실증연구 - 해외기업인수를 중심으로,” 경희대학교 원 석사학위논문.
10. Elgers, P.T. and J.J. Clark(1980), “Merger Types and Shareholder Returns: Additional Evidence,” *Financial Management*, pp.66~72.
11. Fred Weston, Kwang S. Chung(1990), *Mergers, Restructuring and Corporate Control*, Prentice-Hall.
12. Jensen, M.C., and R.S. Ruback(1983), “The Market for Corporate Control : The Scientific Evidence,” *Journal of Financial Economics 11*.
13. Kelly, E.M.(1967), ‘The Profitability of Growth through Mergers’ Pennsylvania State University Univ. Park, Pa.
14. Langetieg, T.C.(1979), “An Application of a Three-Factor Performance Index to Measure Stockholder Gains From Merger,” *Journal of Financial Economics 6*, pp.365~383.
15. Lewellen(1971), “A pure Financial Rational for the Conglomerate Mergers,” *Journal of Finance 26*, pp.521~537.

16. Porter M.E.(1987), "From Competitive Advantage to Corporate Strategy," *Harvard Business Review* (May-June).
17. Schall L.D.(1972), "Asset Valuation, Firm Investment and Firm Diversification," *Journal of Business*, Vol.45, No.1, January, pp.11~28.
18. Schever. F.A.(1980), *Industrial Market Structure and Economic Performance*, Houghton Mifflin : Boston.
19. Weston, J.F.(1982), "Diversification and mergers in a Strategic Long-Range-Planning Framework," ch. 13 in M. Kenanand L.J White, eds., *Mergers and Acquisitions*. D.C. Heath. Lexington, Mass, pp.315~347.

Abstract

An Empirical Study on the Change in Market Power after Mergers & Acquisition

Chung, Bhum-suk · Lee, Jin

There are three major motives for M&A, financial synergy effect, operating & managerial synergy effect, and tax effect. The purpose of this study is to prove the operating & managerial synergy effect of M&A. To do this, we analyze the market-ripple effect of M&A, focusing on the increase in market power.

Specifically we use cross-sectional data from 1985 to 1998 to show whether a market power of mergers is higher than that of a matched non-merging control group. we use time series data to show whether a market power of merger is higher than that of pre-merger. Also we use the event study using market model to show the stock price movement after mergers.

The result is that although revenue increase after mergers, profit of the firms does not improve after mergers. Also there is sufficient evidence to say that there is a cumulative abnormal return for the firms after mergers.