

금융기관 합병 공시효과

조경식* · 이원복**

〈요 약〉

본 연구는 우리나라 금융기관들을 대상으로 합병공시 전·후 합병금융기관과 피합병금융기관의 주주부 변화유무와 변화차이 원인에 관하여 분석하였다.

분석의 결과 합병금융기관은 표본 전체에서 누적기간 (-30,0)과 (-10,+1) 동안 평균적으로 정(+)의 누적평균 초과수익률을 얻었고 통계적 유의성이 있는 것으로 나타났다. 이것은 우리나라 합병금융기관에서 합병공시 전·후에 주주부를 증가시킨다는 가설과 일치하는 것이다. 업종별 구분에서는 합병과 피합병금융기관 모두에서 리스와 종합금융회사가 평균적으로 은행이나 증권회사보다 매우 높은 초과수익률을 보이는 것으로 나타났다. 개별적으로 대부분의 합병금융기관에서는 정(+)의 초과수익률을 얻었으나 국민은행, 한일리스, LG증권에서는 부(-)의 초과수익률을 얻었고, 피합병금융기관에서는 한일은행, 한외종합금융, 한국기술금융에서 정(+)의 초과수익률을 얻었으나 나머지 금융기관에서는 부(-)의 초과수익률을 얻는 것으로 나타났다.

I. 서 론

미국을 위시한 주요 선진국들은 1980년대 중반 이후 국제금융시장이 개방화·자유화가 진전되면서 금융기관간 인수·합병(M&A)이 증가하고 있다. 미국의 경우 1980년대 초까지 금융산업의 도산이 증가하자 그 해결방안의 하나로 인수·합병이 진행되었고 최근 들어서는 국제금융의 주도권 확보를 위해 은행대형화를 추진하고 있다. 유럽은 대형화, 복합화 그리고 유럽통화 통합에 대비한 지역선점을 위하여 국가 간 금융기관 합병이 추진되었다. 이웃 일본에서는 금융부실 처리과정에서 인수·합병이 주류를 이루고 있다. 우리나라에서는 1997년 11월 22일 전례가 없는 외환위기로 인하여 국제통화기금(IMF)의 구제금융을 지원받았다. 이때 IMF측이 자금지원 조건으로 요구했던 핵심내용이 금융기관 구조조정이었다. 이에 정부는 모든 금융기관의 감독책임은 지는 통합금융

* 대구대학교 경제경영연구소 전임연구원

** 대구대학교 경제무역학부 교수

*** 본 논문은 2002년도 대구대학교 학술연구비 지원에 위한 논문이며, 유익한 조언과 지적을 해 주신 익명의 심사위원님들께 감사를 드립니다.

감독기구인 '금융감독원'을 설립하였고, 부실금융기관 구조조정 방안으로 부실금융기관 폐쇄라는 극단적인 조치보다는 인수합병(M&A)을 통하여 가급적 기존의 금융기관을 살리면서 경쟁력을 강화한다는 의지를 보이면서, 금융기관 합병에 대하여 합병 허용범위, 인가기준 그리고 합병기관 지원 등 제도적인 보완을 시행하였고, 이에 따라 우리나라에서 금융기관간 합병이 많이 이루어졌다.

지금까지 국외 선행연구에서 이루어진 금융기관 합병에 관한 연구는 주로 은행합병을 대상으로 이루어졌는데, 그 주요 내용들을 구분하면 다섯 가지로 요약할 수 있다. 첫째, 주가자료를 사용하여 합병공시 전·후 주주부 변화유무에 관한 연구(본 연구 선행연구 참조, pp.4-5). 둘째, 합병후 회계자료를 사용한 합병성과와 초과수익률과의 관계 연구(Cornett and Tehranian, 1992 ; Pilloff, 1996) 셋째, 피합병은행에 지불한 프리미엄의 결정요인에 관한 연구(Palia, 1993) 넷째, M&A 결과에 따른 비용효율성과 수익효율성 존재 유무(Berger and Humphrey, 1992 등) 다섯째, 은행합병이 중소기업 차입자의 신용공급에 미치는 영향에 관한 연구(Berger *et al.*, 1998)이다. 이중 합병공시에 따른 주주부 변화유무에 대하여 국외 실증연구들은 다음과 같이 요약할 수 있다. 합병·인수에서 실증 분석기간, 모수추정 모형, 그리고 사용한 주가자료 등의 차이에도 불구하고 피합병은행 주주들은 거의 대부분의 연구에서 유의적인 정(+)의 초과수익률을 얻는 것으로 보고하고 있다. 그러나 합병은행 주주들은 연구자별로 서로 다른 결과들을 보여주고 있다. 아마도 이것은 미국을 위시한 선진국들의 은행합병시장은 시장경제원리가 지배하는 경쟁시장 특성을 갖기 때문으로 여겨진다. 금융기관합병에 관한 국내 선행연구에서는 주로 은행합병을 대상으로 하여 회계자료를 중심으로 위험성, 수익성 그리고 비용효율성 분석을 통하여 금융기관 합병효과를 분석한 연구가 있었다(양원근, 1996 ; 김대호, 2000 ; 등). 그러나 국내 선행연구에서는 금융기관 합병공시때 사건연구를 통하여 가장 주요한 이해당사자인 주주부 변화유무에 관한 연구는 드물었다. 따라서 우리나라 금융기관을 대상으로 합병공시가 주요 이해관계자인 주주부 증가유무와 그 변화차이 원인에 관하여 합병공시 전·후 주가자료를 중심으로 분석하는 것이 본 연구의 목적이다.

본 연구가 국내·외 선행연구와는 다음과 같은 두 가지 측면에서 차이가 있다. 첫째, 국외 선행연구에서는 금융기관 중 주로 은행합병만을 대상으로 합병공시 전·후 주주부 변화유무를 분석하였으나, 본 연구는 은행뿐만 아니라 비은행부문(예를 들면, 리스와 종합금융, 증권회사)까지 포함한 전체 금융기관을 분석한 점이다. 둘째, 국내 선행연구에서는 주로 재무제표 자료만을 중심으로 위험성, 수익성, 그리고 비용효율성을 분석하거나 시뮬레이션을 통한 합병효과 분석방법이 있었다. 그러나 본 연구에서는 주가자료

를 중심으로 합병이라는 사건연구를 통하여 합병공시 전·후 주주부 변화유무와 변화 차이 원인을 분석한 점이다.

II. 이론적 배경과 선행연구 검토

1. 이론적 배경

Miller와 Modigliani(1961)은 어떤 기업을 인수하는 합병기업의 가치는 피합병 기업의 이익과 피합병기업이 제공하는 성장기회들의 할인된 현가로 나타낼 수 있다고 하였다. 따라서 피합병기업의 성장기회들에 대한 기대수익률이 자본비용보다 크면 한 합병기업은 가치를 창출할 것이고 합병이 이루어 질 것이다. Manne(1965)는 기업인수 활동을 경영자들이 주주부를 극대화하기 위하여 행동한다는 즉, 가치를 증가시키는 활동으로 보았다. 자원의 효율적 이용, 비용절감, 증가된 독점력 행사, 그리고 비효율적인 경영자 교체 등으로 인하여 가치가 증가될 수 있다는 것이다. 그러나 Mueller(1969)는 경영자주의 이론(managerial theory)을 주장하면서 경영자들이 그들 자신의 부를 증가시킬 목적으로 합병·인수 활동을 행하는 것으로 보았다. 즉, 기업규모와 경영자 자신에 대한 보상과는 정(+의) 함수관계이기 때문에 경영자는 비록 투자수익률이 낮더라도 기업규모를 확대하기 위하여 합병을 한다는 것이다.

2. 선행 연구

<표 1>과 <표 1-1>은 지금까지 행해진 국외 선행연구들을 요약·정리한 표이다.

초과수익률(Abnormal Return ; AR)을 계산하기 위하여 모수추정을 사용한 모형은 시장모형(market model)을 가장 많이 사용한 것을 알 수 있다(총 15건 중 12건(약 80.0%)). 사건일은 합병 공시일을 가장 많이 사용하였다(약 15건 중 11건(약 73.3%)). 사용한 주가수익률은 총 15건 중 12건(약 80.0%)이 일별 주가수익률을 사용하였다. 분석의 결과 먼저 합병은행에서는 합병공시일(0)에 총 9건 중 평균초과수익률이 정(+의)과 (0)을 보이며 통계적으로 유의한 값을 보인 경우가 2건, 부(-)의 값을 보이며 통계적으로 유의한 값을 보인 경우가 2건, 정(+의) 값을 보였으나 통계적으로 유의하지 않게 나타난 경우가 3건, 부(-)의 값을 보였으나 통계적으로 비유의하게 나타난 경우가 2건으로 나타났다. 누적평균초과수익률(CAR)에서는 총 14건 중 초과수익률이 정(+의)을 보이며 통계적으로 유의한 값을 보인 경우가 3건, 부(-)의 값을 보이며 통계적으로 유의한

값을 보인 경우가 6건, 정(+)의 값을 보였으나 통계적으로 유의하지 않게 나타난 경우가 4건, 부(-)의 값을 보였으나 통계적으로 비유의하게 나타난 경우가 1건으로 나타났다. 요약하면 합병 공시 전·후 합병은행들은 분석기간, 사용한 모수추정 모형, 그리고 사용한 추가자료상의 차이로 인하여 그 결과가 서로 다르게 나타났다. 피합병은행에서는 합병은행에서와는 달리 부분적으로 통계적 유의성은 없었으나 거의 일치된 결과(+)들을 보이는 것으로 나타났다. 합병공시일(0)에 총 5건 중 초과수익률이 정(+)을 보이며 통계적으로 유의한 값을 보인 경우가 3건, 부(-)의 값을 보이며 통계적으로 유의한 값을 보인 경우가 1건, 정(+)의 값을 보였으나 통계적으로 유의하지 않게 나타난 경우가

<표 1> 국외 선행연구 요약 : 은행합병

연구자 (년도)	인수 방법	표본 기간	표본 수	추정 모형	사건일	모수 추정	사용한 수익률	결 과	
								합 병	피합병
Desai and Stover (1985)	합 병	1976~ 1982	합 병 : 18, 13, 14	시장	공시일 승인일 완료일	-270~ -31	일 별	0 : (+) C : (+)	-
Petty and Trifts (1985)	P&A	1972~ 1981	합 병 : 11	시장	합병일	-60~ -11	일 별	C : 전 : (+)** 후 : (-)**	-
Bertin <i>et al.</i> (1987)	합 병	1982~ 1987	합 병 : 33	시장	공시일	-121~ -21	일 별	0 : (+) C : (+)**	-
James and Wier (1987)	합 병	1972~ 1983	합 병 : 60	시장	공시일	-80~-16 +16~+80	일 별	0 : (+) C : (+)**	-
Neely (1987)	합 병	1979~ 1985	합 병 : 26 피합병 : 26	시장	공시일	-119~ -11	주 별	0 : (-)** C : (+)	0 : (+)** C : (+)**
Trifts and Scanlon (1987)	합 병	1982~ 1985	합 병 : 17 피합병 : 14	시장	공시일	-61~-41 +21~ 41	주 별	0 : (0)** C : (+)**	0 : (-)** C : (+)
Sushka and Bendeck (1988)	합 병	1972~ 1985	합 병 : 41	평균 조정	승인일	-340~ -120 (평균수익)	일 별	C : (-)**	-
Hannan and Wolken (1989)	합 병	1982~ 1987	합 병 : 43 피합병 : 69	시장	공시일	-90~ -16	일 별	0 : (-)** C : (-)**	0 : (+)** C : (+)**

주) 1. 0 : 공시일의 평균초과수익률 C : 합병 공시전부터 합병 공시일까지 누적평균초과수익률

2. **, ***는 각각 $\alpha = 5\%$, 1% 유의수준에서 유의함.

3. P&A : 자산부채이전(purchase & assumption) 방식.

4. Madura와 Wiant(1994)의 누적초과수익률은 합병 후 (+)36월의 수익률을 나타냄.

<표 1-1> 국외 선행연구 요약: 은행합병

연구자 (년도)	인수 방법	표본 기간	표본 수	추정 모형	사건일	모수 추정	사용한 수익률	결 과	
								합 병	피합병
Cornett and De (1991)	합 병	1982~ 1986	합 병 : 152 피합병 : 37	시장	공시일	+16~ +75	일 별	0 : (+)*** C : (+)	0 : (+)*** C : (+)
Cornett and Tehraniian (1992)	합 병	1982~ 1987	합 병 : 30	시장	공시일	-136~ -16	일 별	C : (-)**	C : (+)***
Houston and Ryngaert (1994)	합 병	1985~ 1991	합 병 : 131 피합병 : 22	시장	공시일	-230~ -31	일 별	C : (-)***	C : (+)***
Madura and Wiant (1994)	합 병	1983~ 1987	합 병 : 152	시장	공시일	-62~ -3	월 별	0 : (-) C : (-)***	-
Zhang (1995)	합 병	1980~ 1990	합 병 : 458 피합병 : 458	평균 조정	공시일	-	일 별	0 : (-) C : (+)	0 : (+) C : (+)***
DeLong (2001)	합 병	1988~ 1995	합 병 : 280 피합병 : 280	시장	공시일	-300~ -51	일 별	C : (-)	C : (+)***
Houston <i>et</i> <i>al.</i> (2001)	합 병	1985~ 1996	합 병 : 64 피합병 : 64	N	완료일	-	일 별	C : (-)***	C : (+)***

주) 1. 0 : 공시일의 평균초과수익률 C : 합병공시전부터 합병공시일까지 누적평균초과수익률.
 2. **,***는 각각 $\alpha = 5\%$, 1% 유의수준에서 유의함.
 3. N : 시장순수익률(net-of-market returns).

1건으로 나타났다. 누적평균초과수익률에서는 총 9건 중 초과수익률이 정(+)을 보이며 통계적으로 유의한 값을 보인 경우가 7건(77.8%), 정(+)의 값을 보였으나 통계적으로 유의하지 않게 나타난 경우가 2건이다. 요약하면 피합병은행 거의 모든 경우에서 정(+)의 초과수익률을 얻는 것으로 나타났다. 이것은 미국을 위시한 선진국들의 은행 M&A 시장은 시장경제원리가 지배하는 경쟁시장 특성을 갖기 때문으로 여겨진다.

Ⅲ. 연구설계와 실증방법

1. 가설 설정

이론적 배경과 국외 선행연구들을 살펴볼 때, 금융기관 M&A 활동 또한 궁극적으로 가치극대화 혹은 주주부 극대화를 위한 금융기관의 주요한 재무의사결정이므로 합병금융기관과 피합병금융기관의 주주에게 부가 증가할 것이라는 기대하에 이루어지므로 다음과 같은 가설을 설정하였다.

가설 1 : 금융기관 합병공시 전·후 합병금융기관 주주는 정(+)의 초과수익률을 얻을 것이다.

가설 2 : 금융기관 합병공시 전·후 피합병금융기관 주주는 정(+)의 초과수익률을 얻을 것이다.

2. 표본 선정 및 자료 수집

실증분석을 위하여 표본으로 추출한 금융기관은 1998년도 1월부터 2001년도 12월까지 증권거래소에 합병을 공시한 28개 중 합병금융기관은 14개(전체표본 중 50% 해당), 피합병금융기관은 9개(전체 표본 중 약 32% 해당)가 최종표본으로 선정되었다¹⁾. 최종 표본에서 제외된 그 이유들을 살펴보면 다음과 같다. 먼저 합병금융기관에서 합병비율이 1:0인 금융기관(n=5), 전체 사건기간(공시전 (-) 249일~공시후 (+)10일) 동안 합병을 2번 공시한 금융기관(n=4), 수익률자료가 비유의($\alpha = 10\%$ 기준)하거나 자료를 입수하지 못한 금융기관(n=3), 비상장(협회등록 포함) 금융기관(n=2) 등 총 14개의 표본은 최종표본에서 제외하였다. 그리고 피합병금융기관에서 살펴보면, 전체표본 중 비상장 금융기관(n=16, 전체표본 중 약 57% 해당), 수익률 자료가 비유의($\alpha = 10\%$ 기준)하거나 자료를 입수하지 못한 금융기관(n=3) 등 총 19개의 표본이 최종 표본에서 제외하였다. <표 2>는 연도별 최종 표본에 선정된 표본들의 현황을 나타내었고, <표 3>은 업종별로 구분한 표인데, 구분 기준은 한국산업표준 분류 중 상세 분류를 기준으로 구

<표 2> 연도별 표본 현황

구 분	1998	1999	2000	2001	계
합병금융기관	6	3	1	4	14
피합병금융기관	6	2	0	1	9
계	12	5	1	5	23

<표 3> 업종별 표본 현황

구 분	은행	리스와 종합금융	증권	금 고	계
합병금융기관	7	4	3	0	14
피합병금융기관	4	4	1	0	9
계	11	8	4	0	23

1) 합병금융기관과 피합병금융기관이 동시에 상장된 표본수(matched pair)는 9개이다(부록 참조).

분하였다. 주가자료는 일별 주가수익률 자료 중 1998년 1월부터 1999년 12월까지의 자료는 한국증권연구원에서 계산한 수익률 자료(KSRI-STOCK Database)를 사용하였고, 2000년 1월부터 2001년 12월까지의 주가수익률 자료는 현대증권과 한국신용평가(주)에서 계산한 주가수익률 자료(KIS-SMAT)를 사용하였다²⁾.

3. 초과수익률 측정

본 연구는 시장모형(market model)을 사용하여 초과수익률(잔차)을 계산하였고, 정상수익률의 모수추정을 위하여 합병공시일 기준으로 합병 공시전 (-)249일~(-)100일 즉, 150일간 일별 주가수익률과 종합주가지수수익률 자료를 사용하였다.

IV. 실증분석 결과 및 해석

1. 합병금융기관

1) 표본 전체

합병공시일(0)을 전후하여 합병금융기관 전체표본의 (-)30일부터 (+)10일까지 평균 초과수익률과 누적평균초과수익률, 그리고 그 유의성을 검토하기 위하여 t-값을 <표 4>에 나타내었다. <표 5>는 <표 4>의 결과를 요약한 표이다.

먼저 평균초과수익률에서 살펴보면 합병 공시전 (-)1일에는 평균적으로 0.97%(t값 : 0.79)로 나타났고, 합병공시일(0)과 합병공시일 (+)1일에는 반대로 부(-)의 값을 보였는데, 각각 평균적으로 -1.05%(t값 : -0.89), -1.88%(t값 : -1.22)로 나타났으나 모두 통계적 유의성은 없었다(가설1 : 기각). 누적평균초과수익률에서 살펴보면, 합병 공시 전 (-)30일부터 공시 후 (+)10일까지 평균적으로 20.32%(t 값 = 1.38)의 초과수익률을 보였으나 통계적 유의성이 발견되지 않았다. 그러나 합병 공시 전 (-)30일부터 공시일(0)까지는 평균적으로 21.92%(t 값 = 1.81)의 초과수익률을 보였고, 합병공시 전 (-)10일부터 공시 후 (+)1일까지의 누적초과수익률에서도 3.45%의 누적평균초과수익률을 보였고 각각 $\alpha = 10\%$ 유의수준에서 유의하게 나타났다(가설 1 : 채택). 이 같은 결과는, 비록 표본수의 제한으로 말미암아 일반화하기에는 무리가 없지 않으나, 우리나라 금융기관 합병공

2) 일별 주가수익률을 서로 다른 자료들로부터 사용한 이유는 연구개시때 최근의 수익률자료(2000년~2001년) 입수가 불가능하였기 때문이다.

<표 4> 합병금융기관(n = 14) 평균초과수익률과 누적평균초과수익률 : 표본 전체

관찰기간	AR	t 값	CAR
-30	0.0057	0.7392	0.0057
-29	-0.0019	-0.1674	0.0038
-28	0.0119	0.9835	0.0157
-27	0.0226	1.2929	0.0383
-26	0.0083	0.8420	0.0466
-25	-0.0009	-0.0628	0.0457
-24	0.0007	0.0425	0.0464
-23	0.0136	1.2221	0.0600
-22	0.0171	0.9755	0.0771
-21	-0.0024	-0.1485	0.0748
-20	0.0203	1.2936	0.0950
-19	0.0064	0.3441	0.1014
-18	-0.0010	-0.0671	0.1004
-17	-0.0121	-0.9940	0.0882
-16	0.0027	0.1839	0.0909
-15	0.0067	0.5986	0.0976
-14	0.0092	0.7864	0.1068
-13	-0.0081	-0.5789	0.0987
-12	0.0120	0.7282	0.1107
-11	0.0053	0.4112	0.1160
-10	0.0237	1.5559	0.1397
-9	0.0338	1.9865*	0.1735
-8	0.0175	1.3605	0.1910
-7	-0.0022	-0.1437	0.1888
-6	0.0118	0.8475	0.2006
-5	-0.0141	-0.8106	0.1865
-4	0.0318	1.6115	0.2183
-3	-0.0014	-0.1103	0.2168
-2	0.0032	0.2347	0.2200
-1	0.0097	0.7898	0.2298
0	-0.0105	-0.8932	0.2192
+1	-0.0188	-1.2188	0.2005
+2	0.0079	0.7054	0.2084
+3	-0.0154	-1.1791	0.1930
+4	0.0154	1.3931	0.2083
+5	-0.0042	-0.3758	0.2041
+6	-0.0204	-2.4342**	0.1837
+7	-0.0125	-1.2506	0.1712
+8	0.0220	1.6634*	0.1932
+9	0.0232	1.4398	0.2164
+10	-0.0131	-0.9321	0.2032

주) 1. AR : 평균초과수익률, CAR : 누적평균초과수익률.

2. **, *는 $\alpha = 5\%$, 10% 유의수준에서 유의함.

시 전·후에 시너지(synergy) 효과 등으로 인해 평균적으로 합병금융기관 주주부가 증가된다는 가설이 지지된다고 할 수 있겠다.

<표 5>의 마지막 열은 각 분석기간의 초과수익률이 영(0)보다 큰 합병금융기관 수를 나타내었다. 합병 공시전 (-)30일부터 공시일(0)까지 전체 표본 14개 중 약 71%인 10개가 평균적으로 정(+)의 초과수익률을 보였으나, 나머지 4개 금융기관 주주들은 평균적으로 부(-)의 초과수익률을 얻는 것으로 나타났다.

[그림 1]은 합병공시 전 (-)30일부터 공시후 (+)10일까지 누적평균초과수익률의 추

<표 5> 합병금융기관 평균초과수익률과 누적평균초과수익률 요약 : 표본 전체

구 분	전체(n = 14) (%)	t 값	수익률 > 0 (n)
AR(-1)	0.97	0.79	9
AR(0)	-1.05	-0.89	5
AR(+1)	-1.88	-1.22	6
CAR(-30, +10)	20.32	1.38	9
CAR(-30, 0)	21.92	1.81*	10
CAR(-10, +1)	3.45	1.95*	11

주) *는 $\alpha = 10\%$ 유의수준에서 유의함.

[그림 1] 합병금융기관 누적평균초과수익률 추이 : 표본 전체



주) (0)은 합병공시일을 의미함.

이를 나타내고 있다. 특히 합병 공시전 (-)30일부터 공시일(0)까지 누적평균초과수익률은 꾸준히 상승하여, 합병정보가 공시일 이전에 이미 주가에 반영되고 있음을 알 수 있다.

2) 개별 금융기관

여기서는 개별 금융기관별로 합병공시효과를 살펴보고 그 원인을 규명하였다. 합병공시일(0)에 주주부 변화유무를 살펴보는 것도 의미가 있을 수 있겠으나, 우리나라에서는 합병공시일 전후 (-1, +1) 동안 M&A에 대한 정보가 시장에 충분히 반영되지 못할 것으로 보이기 때문에 개별 금융기관별로 합병공시 효과를 누적기간 (-30, +10)과 (-30, 0)를 중심으로 살펴보고자 한다. <표 6>은 개별 합병금융기관을 중심으로 누적평균초과수익률과 평균초과수익률을 나타내었다.

상업은행(합)과 한일은행(피)이 합병을 공시한 경우 상업은행의 누적평균초과수익률은 누적기간 (-30, +10)과 (-30, 0)에서 각각 18.77%, 28.32%의 초과수익률을 보였다. 이것은 비록 두 은행이 모두 부실하고, 기업금융과 소매금융을 취급하는 성격이 동일하고, 지점 점포가 중복되는 경우도 많아 상호 보완성이 작지만, 상업은행이 합병을 통하여 슈퍼은행이 되고 그에 따른 시너지(synergy) 효과가 생기리라는 기대가 시장에 반영된 때문으로 보인다. 국민은행(합)과 장기신용은행(피)이 합병을 공시한 전후에 국민은행의 CAR(-30,+10)에서 -21.15%, CAR(-30,0)에서 -26.33%의 초과수익률을 보였다. 이것은 합병공시 전·후 시너지 효과 등으로 금융기관 주주부가 증가하게 된다는 가치극대화 가설과는 상반된 결과가 나왔다³⁾. 외환은행(합)과 한외종합금융(피)의 합병공시 전후에 외환은행의 CAR(-30,+10)에서 39.54%, CAR(-30,0)에서 33.03%의 누적평균초과수익률을 얻는 것으로 나타났다. 이것은 먼저 두 금융기관의 기존관계 측면에서 살펴보면 두 금융기관은 서로 계열회사 관계이고, 외환은행이 한외종합금융의 지분을 많이 소유하고 있어(47.16%) 합병이 상대적으로 용이하고, 절차면에서 간단하며, 불확실성을 줄일 수 있고, 높은 프리미엄을 지불하지 않아도 되는 장점 등으로 영업시너지가 외환은행에 생기리라는 기대가 시장에 반영된 때문으로 보인다. 하나은행(합)과 보람은행(피)이 합병공시를 전후하여 하나은행이 정(+)의 누적초과수익률을 보였는데(CAR(-30,

3) 이러한 사례는 합병관련 이론 중 어떤 이론으로 설명이 가능한지는 추후 연구에서 다루어져야 할 것으로 사료된다. 참고로 국민은행(합)은 퇴출은행인 대동은행을 자산인수방식(P&A)으로 합병을 한 후, 바로 부실은행인 장기신용은행을 인수하였다.

<표 6> 합병금융기관 누적평균초과수익률과 평균초과수익률 요약 : 개별

구분		CAR(%)			AR(%)		
합병	피합병	(-30, +10)	(-30, 0)	(-10, +1)	(-1)	(0)	(+1)
상업은행	한일은행(상)	18.77	28.32	-13.54	3.66	-0.38	-12.30
국민은행	장기신용은행(상)	-21.15	-26.33	4.02	2.03	6.26	-2.03
외환은행	한외종합금융(상)	39.54	33.03	5.68	2.96	-3.06	-2.49
하나은행	보람은행(상)	15.42	12.77	4.48	-2.51	1.68	-0.73
강원은행	현대종합금융(상)	29.38	19.78	14.03	-0.83	0.36	7.62
조흥은행	충북은행(상)	11.79	18.08	13.78	-0.62	-4.48	0.38
국민은행	주택은행(상)	-36.66	-36.48	-8.24	0.59	-1.36	2.08
은행 평균		8.15 (0.79)	7.02 (0.68)	2.89 (0.73)	0.75 (0.89)	-0.14 (-0.11)	-1.07 (-0.47)
산업리스	한국기술금융(상)	170.62	143.19	46.46	9.5	-9.23	-12.01
한일리스	상은리스외1	-45.15	-24.30	-17.91	-11.02	-6.78	-2.08
동양증권	현대증권	90.59	76.33	19.12	0.50	5.49	0.13
금호증권	금호캐피탈	13.54	33.21	22.13	4.34	-0.22	-7.26
리스·증권 평균		57.40 (1.22)	57.11 (1.62)	17.45 (1.31)	0.83 (0.19)	-2.68 (-0.81)	-5.31 (-1.95)
LG 증권	LG증권(상)	-19.72	-0.69	17.02	4.90	-4.84	2.08
삼성증권	삼성투신(협)	22.40	18.49	10.01	-0.71	3.01	5.17
리젠트증권	일은증권(상)	-4.82	11.53	1.25	0.85	-1.20	-4.82
증권 평균		-0.71 (-0.06)	9.78 (1.74*)	9.43 (2.07**)	1.68 (1.01)	-1.01 (-0.45)	0.81 (0.27)

주) ()는 t-값. **, *는 각각 $\alpha = 5\%$, 10% 유의수준에서 유의함.

+10) : 15.42%, CAR(-30, 0) : 12.77%], 이것은 우량은행간 최초의 자발적인 합병이라는 점과 중간 규모 은행끼리 합병을 통하여 하나은행(합)이 선도은행으로 도약하여 여러 가지 시너지 효과가 생기리라는 기대가 반영된 때문으로 보인다. 강원은행(합)과 현대종합금융(피)이 먼저 합병을 한 후 조흥은행(합)이 강원은행을 합병키로 예정되어 있었는데, 강원은행의 CAR(-30, +10)에서 29.38%, CAR(-30, 0)에서 19.78%, 조흥은행의 CAR(-30, +10)에서 11.79%, CAR(-30, 0)에서 18.08%의 누적평균초과수익률을 얻는 것으로 나타났다. 이러한 합병사례는 시중은행, 지방은행, 그리고 중급사가 합병하는 경우로 새로운 합병 모델을 제시하는 것으로서 규모의 경제와 범위의 경제효과 제고, 대외신인도 향상, 그리고 지방경제 활성화 등을 통한 영업 시너지 효과가 생기리라는 기대가 시장에 반영된 때문으로 추정된다. 국민은행과 주택은행이 합병한 경우 국민은행 CAR(-30, +10)에서 -36.66%, CAR(-30, 0)에서 -36.48%의 누적초과수익률을 보였다. 이러한 사례 또한 합병공시 전·후 시너지 효과 등으로 금융기관 주주부가 증가하게 된다는 가치극대화 가설과는 상반된 결과가 나왔다⁴⁾. 이것은 합병 후 국민은행이 중복 점포 정리, 중복되는 부서나 인력, 그리고 조직의 감축과 같은 규모의 경제 효과 등 영업시너지를 얻기가 어려운 점 등이 시장에 반영된 때문으로 보인다. 은행전체의 누적기간 (-30, +10)과 (-30, 0)에서는 평균적으로 정(+)의 초과수익률(8.15%(t 값 = 0.79), 7.02%(t 값 = 0.68))를 보였고, 합병공시일에는 (-)0.14%(t 값 = -0.11)의 초과수익률을 얻는 것으로 나타났으나 통계적 유의성은 발견되지 않았다⁵⁾.

그리고 리스와 종합금융회사는 은행과 증권회사와 비교할 때 평균적으로 합병공시 전·후 매우 높은 초과수익률을 얻는 것으로 나타났다(CAR(-30, +10) : 57.40%(t 값 = 1.22), CAR(-30, 0) : 57.11%(t 값 = 1.62)). 한국산업리스(합)와 한국기술금융(피)이 합병한 경우 한국산업리스의 누적평균초과수익률이 매우 높게 나타났는데(CAR(-30, +10) : 170.62%, CAR(-30, 0) : 143.19%), 이것은 산업은행이 구조조정 차원에서 부실채권

4) 참고로 두 은행의 최종 합병비율은 1 : 1.6888로 확정되었는데, 이것은 합병협상 과정에서 국민은행이 주택은행보다 큰 대가(비용)를 치른 것으로 해석된다.

5) 이것은 합병공시일(0)에서 Madura and Wiant(1994), Zhang(1995)의 연구와 비교하면 합병 공시때 부(-)의 값을 보인 점과 통계적으로 비유의하게 나타난 점은 동일하다. 그러나 Neely(1985), Hannan and Wolken(1989)의 연구와 비교하면 동일한 부호(-)를 얻은 점에서는 동일하나 통계적으로 유의하지 않게 나타난 점이 다르다. 그리고 누적초과수익률(-30, 0)에서 Desai and Stover(1985), Neely(1985), Cornett and De(1991), 그리고 Zhang(1995)의 연구결과와 동일한 부호를 얻은 점과 통계적으로 비유의하게 나타난 점이 동일하다.

규모가 8,600억원에 달하는 한국산업리스의 경영을 정상화시키고(효율성 이론), 여신전문 금융기관으로 기능을 강화하며, 영업부문에도 벤처캐피탈 업무를 강화(경영다각화)한다는 정보가 시장에 반영된 때문으로 보인다. 그러나 상은리스 등과 합병을 공시한 한일리스금융(합)은 합병공시 전후 부(-)의 초과수익률을 얻는 것으로 나타났다⁶⁾. 동양종합금융(합)과 현대종합금융(피), 금호종합금융(합)과 금호캐피탈(피)이 합병을 통하여 누적기간 전체에서 정(+)의 초과수익률을 보였다(동양종합금융 - CAR(-30, +10) : 90.59%, CAR(-30, 0) : 76.33% ; 금호종합금융 - CAR(-30, +10) : 13.54%, CAR(-30, 0) : 33.21%). 이것은 기존의 예금대출 업무를 기반으로 유가증권 인수주선 업무, 기업공개 업무, M&A, 기업구조조정 업무, 자산운용 업무 등 투자은행 업무를 전국적으로 확장하고 지방의 중소 중견업체까지 전문적인 기업금융서비스를 제공한다는 합병목적이 시장에 반영된 때문으로 추정된다.

증권회사에서 살펴보면, LG증권(합)과 LG종합금융(피)이 합병한 경우 LG증권의 주주부가 감소하는 것으로 나타났다(CAR(-30, +10) : -19.72%, CAR(-30, 0) : -0.69%). 이러한 사례 또한 M&A가 주주부를 극대화한다는 이론과는 상반되는 것이다⁷⁾. 삼성증권(합)과 삼성투자신탁(피)이 합병한 경우 삼성증권의 누적초과수익률이 증가하였다((CAR(-30, +10) : 22.40%, CAR(-30, 0) : 18.49%). 이것은 합병을 통하여 증권거래소 상장이 유지되고, 중개영업 점유율의 2% 증가, 투신시장 점유율 20%의 증가가 이루어지리라는 기대, 수익성 향상, 시장지배력 강화, 그리고 시장점유율 1위 등 여러 가지 시너지(synergy) 효과가 생기리라는 기대감이 시장에 반영된 때문으로 보인다. 리젠트증권(합)과 일은증권(피)과의 합병의 경우 리젠트증권(합)의 누적기간이 (-30,+10)일 동안에는 (-)4.82%을 보였으나, 누적기간이 (-30,0)일 동안에는 반대로 (+)11.53%의 누적초과수익률을 보이는 것으로 나타났다.

요약하면 우리나라 합병금융기관의 공시 전·후에 영업시너지, 경영다각화를 통한 위험감소, 경영효율성 도모, 시장지배력 강화 등 여러 가지 시너지효과로 인하여 평균적으로 주주부가 증가하는 것으로 여겨진다. 다만 일부 합병금융기관에서는 주주부가 하락하는 것으로 나타났는데, 그 원인으로 합병비용 산정의 불합리성 등이 주요한 요인으

6) 한일리스가 상은리스 및 한일할부금융을 합병하여 회사명을 한빛금융으로 변경하였다.

7) 참고로 이것은 합병비용 협상시 LG종합금융회사(피)의 자본금이 대부분 잠식되어 있었고, 법정관리나 화의 중인 기업에게 추가적인 부실가능성이 있었음에도 불구하고, LG증권(합)이 LG종합금융회사 가치를 너무 높게 평가한 사례 중 하나이다.

로 보인다.

2. 피합병금융기관

1) 표본 전체

합병공시일(0)을 전후하여 피합병금융기관의 (-)30일부터 (+)10일까지 평균초과수익률과 누적평균초과수익률, 그리고 그 유의성을 검토하기 위하여 t-값을 <표 7>에 나타내었다. <표 8>은 <표 7>의 분석결과를 요약한 표이다.

평균초과수익률에서 살펴보면, 합병공시전 (-)1일에 평균적으로 4.67%(t 값 : 2.40)로 나타났고 통계적으로 $\alpha = 5\%$ 유의수준에서 유의하였다. 그러나 합병공시일(0)에는 -1.41%(t 값 : -0.75)의 평균초과수익률을 보였고 통계적 유의성은 나타나지 않았다(가설2 : 기각). 이것은 합병금융기관과 비교할 때 공시전 (-)1일에서는 정(+)의 초과수익률, 공시일(0)과 공시후 (+)1일에 각각 부(-)의 초과수익률을 보였고 거의 비슷한 평균초과수익률을 보인 점이 동일하다. 누적평균초과 수익률에서 살펴보면, 합병공시 전 (-)30일부터 공시 후 (+)10일까지 평균적으로 7.41%(t 값 : 0.64), 합병공시 전 (-)30일부터 공시일(0)까지는 평균적으로 0.36%(t 값 : 0.06), 합병공시 전 (-)10일부터 공시 후 (+)1일까지는 평균적으로 2.34%(t 값 : 0.75)의 누적초과수익률을 각각 보여 모두 정(+)의 값으로 나타났으나 모두 통계적 유의성은 나타나지 않았다(가설 2 : 기각). 합병금융기관과 비교하면 모든 누적기간에서 정(+)의 초과수익률을 보인 점에 있어서는 동일하나, 합병금융기관보다 상대적으로 작은 누적평균초과수익률을 보이는 것으로 나타났다. <표 8>의 마지막 column은 각 기간의 수익률이 (0)보다 큰 피합병금융기관 수를 나타내었다. 누적초과수익률 (-30, +10)일 동안 정(+)의 초과수익률을 보인 금융기관은 4개(44.4% 해당)이었으며, 나머지 5개 피합병금융기관 주주들은 평균적으로 이익을 얻지 못하는 것으로 나타났다. 합병공시일(0)에는 합병금융기관 주주부가 정(+)의 초과수익률을 보인 금융기관은 3개 뿐 이었다.

[그림 2]는 합병공시 전 (-)30일부터 공시 후 (+)10일까지 피합병금융기관 표본전체 누적평균초과수익률(CAR)의 추이를 나타내고 있다. 앞에서 분석한 합병금융기관의 CAR 추이와는 서로 상이한 모습인 'U'자형을 나타내었다⁸⁾.

8) 이러한 추이를 보이는 이유에 대하여 명쾌하게 설명이 어렵기 때문에 추후 연구에서 보다 자세하게 다루어져야 할 점이라고 사료된다.

<표 7> 피합병금융기관(n=9) 평균초과수익률과 누적평균초과수익률 : 표본 전체

관찰기간	AR	t값	CAR
-30	0.0272	1.1071	0.0272
-29	0.0331	2.5852**	0.0603
-28	0.0085	0.3840	0.0688
-27	-0.0176	-0.7382	0.0512
-26	-0.0158	-0.7869	0.0355
-25	-0.0148	-0.6948	0.0207
-24	-0.0094	-0.4009	0.0113
-23	-0.0107	-0.5403	0.0007
-22	-0.0028	-0.1629	-0.0021
-21	0.0083	0.5413	0.0061
-20	-0.0032	-0.1686	0.0029
-19	-0.0314	-2.8700***	-0.0285
-18	0.0012	0.0804	-0.0273
-17	0.0086	0.8479	-0.0186
-16	-0.0052	-0.3315	-0.0238
-15	-0.0102	-0.9555	-0.0340
-14	-0.0042	-0.2452	-0.0383
-13	-0.0103	-1.2074	-0.0485
-12	-0.0060	-0.5751	-0.0545
-11	0.0082	0.7861	-0.0463
-10	-0.0116	-0.8387	-0.0579
-9	0.0074	0.4035	-0.0506
-8	0.0226	1.2963	-0.0279
-7	0.0019	0.1043	-0.0261
-6	-0.0195	-0.7833	-0.0455
-5	0.0012	0.0444	-0.0443
-4	0.0234	1.5064	-0.0209
-3	-0.0278	-1.1962	-0.0487
-2	0.0197	1.2608	-0.0290
-1	0.0467	2.4001**	0.0177
0	-0.0141	-0.7490	0.0036
+1	-0.0265	-1.1289	-0.0229
+2	0.0117	0.6286	-0.0112
+3	0.0071	0.3546	-0.0040
+4	0.0316	1.5956	0.0276
+5	-0.0044	-0.2907	0.0232
+6	-0.0056	-1.1187	0.0176
+7	-0.0077	-0.6151	0.0099
+8	0.0276	1.2221	0.0375
+9	0.0433	2.4514**	0.0808
+10	-0.0067	-0.4076	0.0741

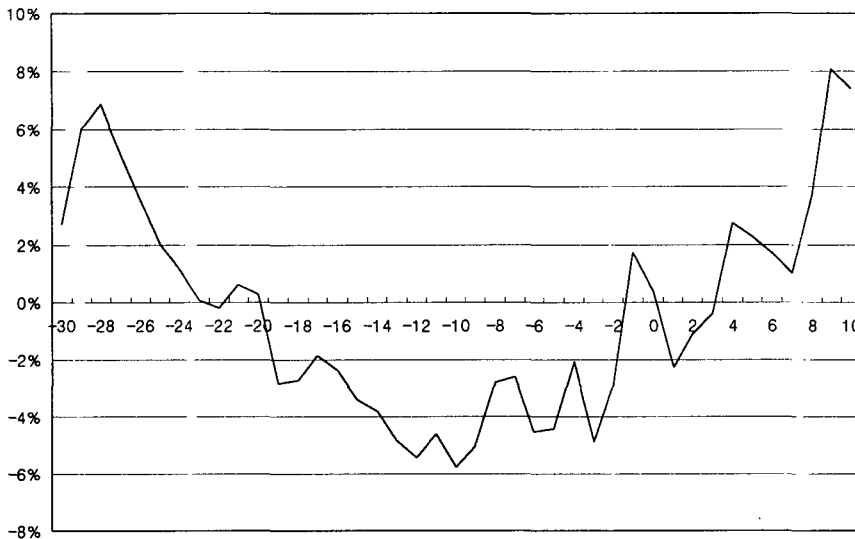
주) 1. AR : 평균초과수익률, CAR : 누적평균초과수익률.
 2. ***, **는 각각 $\alpha = 1\%$, 5% 유의수준에서 유의함.

<표 8> 피합병금융기관 평균초과수익률과 누적평균초과수익률 요약 : 표본 전체

구 분	전 체(n=9) (%)	t 값	수익률 > 0 (n)
AR(-1)	4.67	2.40**	7
AR(0)	-1.41	-0.75	3
AR(+1)	-2.65	-1.13	2
CAR(-30, +10)	7.41	0.64	4
CAR(-30, 0)	0.36	0.06	3
CAR(-10, +1)	2.34	0.75	6

주) **는 $\alpha = 5\%$ 유의수준에서 유의함.

[그림 2] 피합병금융기관 누적평균초과수익률 추이 : 표본 전체



주) (0)은 합병공시일을 의미함.

2) 개별 금융기관

<표 9>는 피합병금융기관의 개별 누적평균초과수익률과 평균초과수익률을 나타내었다. 한일은행(피)과 상업은행(합)이 합병한 경우 한일은행 CAR(-30, +10)에서 17.25%, CAR(-30, 0)에서 26.34%의 누적초과수익률을 보였는데, 이것은 두 은행간 규모 차이가 없지만 합병을 통하여 슈퍼은행이 되어 여러 가지 시너지 효과가 발생하리라는 기대가 반영된 때문으로 여겨진다. 그러나 국민은행(합)과 합병한 장기신용은행(피), 하나은행(합)과 합병한 보람은행(피), 조흥은행(합)과 합병한 충북은행(피) 모두에서 누적기간

<표 9> 피합병금융기관 누적평균초과수익률과 평균초과수익률 요약 : 개별

구분		CAR(%)			AR(%)		
합병	피합병	(-30, +10)	(-30, 0)	(-10, +1)	(-1)	(0)	(+1)
상업은행	한일은행(상)	17.25	26.34	-15.39	5.54	-1.21	-12.78
국민은행	장기신용은행(상)	-6.25	-9.24	2.43	11.02	9.09	-6.08
하나은행	보람은행(상)	-9.49	-13.32	0.51	-0.27	0.66	-2.30
조흥은행	충북은행(상)	-10.40	-17.99	8.67	1.27	2.71	-0.69
은행 평균		-2.22 (-0.34)	-3.55 (-0.35)	-0.94 (-0.18)	4.39 (1.74)	2.81 (1.26)	-5.46 (-2.03**)
외환은행	한외종합금융(상)	19.82	13.53	-3.48	-2.64	-6.06	-7.78
산업리스	한국기술금융(상)	71.38	32.10	8.77	2.42	-7.00	-5.31
강원은행	현대증권(상)	46.11	-1.95	18.09	9.62	-0.82	12.62
LG 증권	LG증권(상)	-25.04	-8.55	2.71	14.46	-9.69	0.55
리스·증권 평균		28.07 (1.36)	8.78 (0.97)	6.52 (1.41)	5.96 (1.57)	-5.89 (-3.17**)	0.02 (0.00)
리젠트증권	일은증권(상)	-36.70	-17.70	-18.44	0.61	-0.36	-2.04

주) ()는 t-값. **, *는 각각 $\alpha = 5\%$, 10% 유의수준에서 유의함.

CAR(-30, +10), CAR(-30, 0)동안 부(-)의 누적평균초과수익률을 얻는 것으로 나타났다. 이러한 이유를 합병비율, 정부지원 규모와 시기, 그리고 감자부담 측면에서 살펴보면, 피합병은행들(장기신용은행, 보람은행, 충북은행)은 부실화 정도가 예상외로 심각하여 당초 합병비율이 현재 주가수준차이보다 더 벌어져 피합병은행들의 누적평균초과수익률이 하락한 것으로 보인다. 또한 정부지원 규모와 시기가 불확실하고 감자부담이 커져 이러한 사실이 피합병은행들의 주가에는 악재로 작용하여 누적평균초과수익률이 부(-)의 값을 갖는 것으로 추정된다. 은행전체의 누적기간 (-30, +10), (-30, 0)에서는 평균적으로 부(-)의 초과수익률(-2.22%(t 값 = -0.34), -3.55%(t 값 = -0.35)), 합병공

시일에는 2.81%(t 값 = 1.26)의 초과수익률을 얻는 것으로 나타났으나 통계적 유의성은 발견되지 않았다⁹⁾. 그리고 누적초과수익률(-30, 0)에서는 대부분의 국외 선행연구에서 정(+)의 누적평균초과수익률과 통계적으로 유의하게 나타난 것과는 서로 상반되는 결과를 얻는 것으로 나타났다.

리스와 종합금융회사는 합병금융기관에서처럼 은행과 증권회사와 비교할 때 상대적으로 합병공시 전·후 높은 초과수익률을 얻는 것으로 나타났다(CAR(-30, +10) : 28.07%(t 값 = 1.36), CAR(-30, 0) : 8.78%(t 값 = 0.97)]. 외환은행(합)과 한외종합금융(피)의 합병은 두 금융기관은 계열회사 관계이기 때문에 한외종합금융(피)이 외환은행(합)에 흡수합병됨으로 생산성 향상이 이루어지리라는 기대가 반영되어 주가가 상승한 것으로 추정된다. 한국기술금융(피)이 한국산업리스(합)와 합병한 경우 한국기술금융의 초과수익률이 매우 높게 나타났는데(CAR(-30, +10) : 71.38%, CAR(-30, 0) : 32.10%), 이것은 한국산업은행이 부실한 한국기술금융에게 대출금 출자전환과 신규출자 지원이 이루어지리라는 기대와 국내 최대규모 여신전문 금융회사를 육성하겠다는 정보가 시장에 반영된 때문으로 여겨진다(시장지배력 제고). LG종합금융(피)이 LG증권에 흡수합병됨으로서 누적평균초과수익률이 부(-)의 수익률(CAR(-30, +10) : -25.04%, CAR(-30, 0) : -8.55%)로 나타난 것은 LG종합금융이 IMF 이후 환차손과 부실기업여신으로 대규모 손실을 입었고, 업무영역이 광범위하지만 점포망 제한과 인력부족으로 업무활동이 한계가 있어 합병을 통하여 시너지가 크지 않으리라는 투자자들의 기대가 반영된 때문으로 추정된다.

일은증권(피)과 리젠트증권(합)의 경우 일은증권의 누적평균초과수익률이 부(-)의 값을 보이는 것으로 나타났다(CAR(-30, +10) : -36.70%, CAR(-30, 0) : -17.70%). 이것은 리젠트 대주주가 사실상 일은증권 대주주이고, 두 회사를 합쳐도 시장점유율(1.4%)이 낮기 때문에 합병효과가 크지 않는 점, 그리고 주식매수청구가격이 합병공시 전·후 주가에도 미치지 못하다는 사실이 시장에 알려졌기 때문으로 보인다.

요약하면 3개의 피합병금융기관에서는 여러 가지 시너지 효과 등으로 인하여 합병공시 전·후 주주부가 증가하는 것으로 나타났으나, 나머지 피합병금융기관에서는 합병비용, 정부지원 규모와 시기, 감자부담, 그리고 주식매수 청구가격 등의 요인으로 공시 전·후 주주부가 감소한 것으로 보인다.

9) 이것은 합병공시일(0)에 Zhang(1995)의 연구결과와는 정(+)의 결과로 나타난 점과 통계적으로 비유의하게 나타난 점에서는 동일하나, 대부분의 다른 연구결과와 비교할 때 통계적으로 비유의 한 점에서 다르다.

V. 결 론

본 연구는 우리나라 금융기관들을 대상으로 합병공시 전·후 합병금융기관과 피합병 금융기관의 주주부 변화유무와 변화차이 원인에 관하여 분석하였다.

분석의 결과를 요약하면 다음과 같다. 첫째, 합병금융기관은 표본 전체에서 누적기간 (-30, 0)과 (-10, +1) 동안 평균적으로 정(+)의 누적평균초과수익률을 얻었고 통계적 유의성이 있는 것으로 나타났다. 이것은 우리나라 합병금융기관에서 합병공시 전·후에 주주부를 증가시킨다는 가설과 일치하는 것이다. 둘째, 업종별 구분에서는 합병과 피합병금융기관 모두 리스와 종합금융회사가 평균적으로 은행이나 증권회사보다 매우 높은 초과수익률을 보이는 것으로 나타났다. 셋째, 개별적으로 대부분의 합병금융기관에서는 정(+)의 초과수익률을 얻었으나, 국민은행, 한일리스, LG증권에서는 부(-)의 초과수익률을 얻었고, 피합병금융기관에서는 한일은행, 한외종합금융, 한국기술금융에서 정(+)의 초과수익률을 얻었으나 나머지 기관에서는 부(-)의 초과수익률을 얻는 것으로 나타났다.

본 연구의 의의와 시사점은 다음과 같다. 첫째, 국내 선행연구에서 거의 이루어지지 않았던 우리나라 금융기관들을 대상으로 합병공시 전·후 주주부 변화유무와 그 원인을 분석한 점, 그리고 합병공시효과를 은행뿐만 아니라 리스와 종합금융, 증권회사까지 범위를 확장하여 분석한 점이다. 둘째, 미국을 위시한 선진국의 시장과는 다르게 우리나라 금융기관 M&A 시장은 합병공시 전·후 합병금융기관 주주부가 평균적으로 증가하는 것으로 나타났으나, 피합병금융기관에서는 평균적으로 주주부가 미미하게 발생하거나 거의 발생하지 않은 점을 발견한 점이다. 셋째, 우리나라 금융기관 M&A 시장에서는 평균적으로 은행과 증권회사보다는 상대적으로 리스와 종합금융회사가 합병기관이든 피합병기관이든 합병공시 전·후 주주부가 매우 크게 증가한 점을 발견한 점이다. 이러한 분석결과는 향후 우리나라 금융기관들의 적극적인 구조조정의 일환으로 금융기관 인수·합병이 활성화될 것에 대비하여 많은 관심이 되는 부문으로 여겨진다.

그러나 본 연구는 다음과 같은 점에서 한계점이 있으며 향후 연구방향을 제시하면 다음과 같다. 첫째, 표본수의 부족으로 인하여 금융기관 합병공시효과에 대한 결과를 일반화하기에는 무리가 없지 않다. 향후 우리나라에서도 금융기관 합병사례가 많아져 보다 많은 표본을 가지고 분석하는 것이 필요하다. 둘째, 최종표본 선정시 가능한 한 다른 사건의 오염가능성을 배제하기 위하여 엄격한 표본 선정과정을 거쳤지만, 표본수의 제한으로 말미암아 유·무상증자나 액면분할 등의 사건이 있는 표본들은 제외하지 않고 표본에 포함하였기 때문에 약간의 다른 사건의 오염가능성이 존재한다고 할 수 있다. 향

후 보다 엄격하게 표본을 추출하여 가능한 한 다른 사건의 오염을 방지하여 분석하여야 할 것이다. 셋째, 본 연구는 표본수의 제한으로 인하여 단지 전체표본과 개별적으로 구분하여 부분적인 설명만으로 주주부 변화차이 원인을 추정하였다. 향후 많은 표본으로 이론적인 배경에 근거하여 설명변수들을 도입하여 횡단면 회귀분석을 통하여 주주부 변화유무 차이를 분석하여야 할 것이다. 넷째, 피합병금융기관 전체의 누적평균초과수익률의 추이가 'U'자형으로 나타난 이유와 개별적으로 일부 합병금융기관의 주주부가 감소한 이유에 대한 해석이 미비하였다. 이에 대한 추가적인 연구가 이루어져야 할 것이다.

참 고 문 헌

- 김대호, “국내 은행간 합병의 효과분석”, 재무관리연구, 제17권, (2000), 283-306.
- 양원근, “우리나라 은행합병의 효과분석 : 모의합병은행의 비용, 위험, X-효율성 감소 (증대)효과”, 재무연구, 제11권, (1996), 143-169.
- 양원근, 은행합병의 이론과 분석, 한국금융연구원, 1996.
- Berger, A., Humphrey, D., “Megamergers in banking and the use of cost efficiency as an antitrust defense,” *The Antitrust Bulletin*, 37, (1992), 541-600.
- Berger, Allen N., Anthony Saunders, Joseph M. Scalise and Gregory F. Udell, “The effects of bank mergers and acquisitions on small business lending,” *Journal of Financial Economics*, 50, (1998), 187-229.
- Berger Allen N., Rebecca S. Demsetz and Philip E. Strahan, “The consolidation of the financial services industry : Causes, consequences, and implications for the future,” *Journal of Banking & Finance*, 23, (1999), 135-194.
- Bertin, W. J., F. Ghazanfari and K. H. Torabzadh, “Failed bank acquisitions and successful bidders return,” *Financial Management*, 16, (1987), 93-99.
- Cornett, Marcia M., Sankar De, “Common stock returns in corporate takeover bids : Evidence from interstate bank mergers,” *Journal of Banking & Finance*, 15, (1991), 273-295.
- Cornett, Marcia M., Hassan Tehranian, “Changes in corporate performance associated with bank acquisitions,” *Journal of Financial Economics*, 31, (1992), 211-234.
- DeLong, Gayle L., “Stockholders gains from focusing versus diversifying bank mergers,” *Journal of Financial Economics*, 59, (2001), 221-252.
- Desai, A. and R. Stover, “Bank holding company acquisitions, stockholder returns and regulatory uncertainty,” *Journal of Financial Research*, 8, (1985), 145-156.
- Hannan, T., Wolken, J., “Returns to bidders and targets in the american process : evidence from the banking industry,” *Journal of Financial Services Research*, 3, (1989), 5-16.
- Houston, Joel F., Michael D. Ryngaert, “The overall gains from large bank mergers,” *Journal of Banking & Finance*, 18, (1994), 1155-1176.
- Houston, Joel F., Christopher M. James and Michael D. Ryngaert, “Where do merger

- gains come from? Bank mergers from the perspective of insiders and outsiders," *Journal of Financial Economics*, 60, (2001), 285-331.
- James, C., Wier, P., "Returns to acquirers and competition in the acquisitions market : the case of banking," *Journal of Political Economy*, 95, (1987), 355-370.
- Madura, J., K. J. Wiant, "Long-term valuation effects of bank acquisitions," *Journal of Banking & Finance*, 18, (1994), 1135-1154.
- Manne, Henry G., "Mergers and the market for corporate control," *Journal of Political Economy*, 73, (1965), 110-120.
- Miller, M., Modigliani, F., "Dividend policy, growth, and the valuation of shares," *The Journal of Business*, 34, (1961), 411-440.
- Morck, R., Shleifer, A., Vishny, R., "Do managerial objectives drive bad acquisitions?," *Journal of Finance*, 45, (1990), 31-48.
- Mueller, D., "A theory of conglomerate mergers," *Quarterly Journal of Economics*, 83, (1969), 643-659.
- Neely, W. P., "Banking acquisitions : acquirer and target shareholder returns," *Financial Management*, 16, (1987), 66-74.
- Palia, D., "The managerial, regulatory, and financial determinants of bank merger premiums," *The Journal of Industrial Economics*, 41, (1993), 91-102.
- Pettey, R. H., Jack W. Trifts, "Do banks overbid when acquiring failed banks?," *Financial Management*, 14, (1985), 5-15.
- Pilloff Steven J., "Performance changes and shareholder wealth creation associated with mergers of publicly traded banking institutions," *Journal of Money, Credit, and Banking*, 28, (1996), 294-310.
- Rhoades Stephen A., "The efficiency effects of bank mergers : An overview of case studies of nine mergers," *Journal of Banking & Finance*, 22, (1998), 273-291.
- Sushka, M. E., Y. Bendeck, "Bank acquisitions and stockholder's wealth," *Journal of Banking & Finance*, 12, (1988), 551-562.
- Trifts, J. and K. Scanlon, "Interstate bank mergers : The early evidence," *Journal of Financial Research*, 10, (1987), 305-311.
- Zhang, Hao, "Wealth effects of U.S. bank takeovers," *Applied Financial Economics*, (1995), 329-336.

<부 록> 표본 기업

번호	합병공시일	합병 금융기관	AR	피합병 금융기관	AR
1	1998. 8. 24.	상업은행	○	한일은행(상)	○
2	1998. 9. 29.	국민은행	○	장기신용은행(상)	○
3	1998. 10. 16.	외환은행	○	한외종합금융(상)	○
4	1998. 10. 27.	하나은행	○	보람은행(상)	○
5	1998. 12. 2.	한국산업리스	○	한국기술금융(상)	○
6	1998. 12. 30.	강원은행	○	현대종합금융(상)	○
7	1999. 3. 18.	조흥은행	○	충북은행(상)	○
8	1999. 8. 23.	LG증권	○	LG종합금융(상)	○
9	1999. 8. 25.	한일리스금융	○	상은리스 외1	
10	2000. 9. 8.	삼성증권	○	삼성투자신탁증권(협)	
11	2001. 2. 9.	동양종합금융	○	현대울산종합금융	
12	2001. 3. 12.	금호종합금융	○	금호캐피탈	
13	2001. 4. 23.	국민은행	○	주택은행(상)	
14	2001. 12. 14.	리젠트증권	○	일은증권(상)	○

주) 1. ○ : 실증분석에 포함된 표본을 나타냄.

2. 피합병금융기관에서 (상) : 상장 금융기관, (협) : 협회 등록금융기관을 나타냄.