

다각화 합병과 비다각화 합병간의 성과분석

김동환* · 김안생** · 김종천***

A Study on the Performance Analysis between Conglomerate and Non-conglomerate M&A

Dong-Hwan Kim*, An-Saeng Kim** and Chong-Chun Kim***

요약 본 논문은 1990년부터 1997년 IMF 금융위기가 일어난 시점까지 이루어진 다각화 합병과 비다각화 합병기업들의 M&A 사례를 표본으로하여 합병성과를 분석하였다. 합병성과 측정모형은 시장모형(market model)과 시장조정 수익률 모델(market-adjusted return model)을 그리고 검증은 t-통계량을 이용하였다. 연구결과, 본기간에 발생된 합병성과는 80년대에 비하여 경쟁적이고 보다 자율적인 M&A특성으로 인하여 비다각화합병 기업에게 부(-)의 성과가, 다각화합병기업에게는 정(+)의 성과로 나타났다.

Abstract The purpose of this study analyzes the effects of M&A between conglomerate and non-conglomerate corporations with 57 samples of firms during the period from 1990 to 1997 right before IMF. financial crisis. These models employed to measure effects of M&A in this paper are both market model and market adjusted return model using test of t-statistics. Results of this article show that negative excess returns are observed for non-conglomerate mergers and positive excess gains are exhibited for conglomerate mergers. This implies that conglomerate mergers are more effective than firm specialization in terms of merger effects.

Key Words : market model, market adjusted model, t-value, CAR, conglomerate and non-conglomerate M&A.

1. 서 론

M&A에 관한 재무론적 연구는 대부분 합병의 동기와 성과에 관한 이론적 연구와 실증적 분석에 관심이 집중되어 왔다. 이중 이론적 연구는 포트폴리오 이론 및 효율적 시장가설(EMH)의 획기적인 발전과 함께 평가이론을 M&A에 도입하기 시작한 1960년 말 이후 본격화되기에 이르렀다. 즉 자본자산가액결정모형(CAPM), 상황 선호모형(SPM), 옵션가액결정모형(OPM) 그리고 자본구조이론 등을 이용하여 합병의 동기와 성과를 논의하는 많은 이론적 연구가 시행되어오고 있다. 특히, IMF외환 위기를 맞았던 1997년과 1998년 4월 1일자의 M&A제한규정이었던 증권거래법 제200조의 철폐와 적대적 M&A의 전면허용 그리고 외국자본의 투자제한의 간소화 등 규제완화조치와, 향후 외국인에 대해서 100%까지 주식을 매입할 수 있는 적대적 M&A가 허용될 것

로 보여 우리나라에서도 M&A활동이 보다 본격화 될 것으로 전망되고 있다.

우리나라 M&A의 성장발전과정을 크게 2단계로 분류한다면, 제1단계는 1975년부터 시작하여 1990년까지로써 이 기간동안의 M&A환경은 그 여건조성과 성숙 준비단계였으며, 제2단계인 1990년 초부터 비로소 선진국형 시장경제원리에 근거한 보다 경쟁적이고 자율적인 M&A 시장구조가 형성되면서 활성화 단계로 진입하였다고 볼 수 있을 것이다.

본 연구의 주된 목적은 1990년부터 1997년 사이에 이루어진 상장기업의 M&A 사례를 표본으로 하여 한국에서의 다각화합병과 비 다각화 합병이 기업가치에 미치는 영향을 규명하는데 있다.

이를 위하여 먼저, M&A 당사기업의 합병성과 발생과 차이 유무를 주가 수익율을 측정하여 실증분석하고 다음으로 M&A에 따른 시너지의 잠재적 원천이 어디에 있는지 재무성과분석을 통해서 이를 실증하는데 목적이 있다.

우선, 기존의 합병성과에 대한 실증적 연구결과(대부분 1980~1990년 초 사이의 합병사례에 대한 연구)와

* 호서대학교 경상학부 교수

** 호서대 겸임교수, 경영학박사

*** 환경부 국장, 경제학박사

본 연구인 1990년부터 1997년 사이에 이루어진 합병사례에 대한 실증연구와의 특징적 차이를 알아본다.

둘째, “기업은 성장전략으로서 업종의 전문화와 기업의 지배권 확보 및 대형화를 추구하지만 업종다각화를 통하여 보다 큰 성과와 초과수익을 실현하는지를 검토한다.

2. 실증분석의 모형

2.1 연구가설

본 연구에서는 이론적지식과 선행연구의 실증분석을 근거로 기업 M&A 동기는 시너지효과를 얻기 위함이며, 이는 M&A정보가 추가수익에 반영되어 기업가치의 극대화 및 주주부의 증대에 영향을 미친다는 기본 이론과 함께 다음과 같은 연구가설을 설정하였다.

가 설 : 1990년대의 합병성과의 크기는 업종전문화(비다각화)나, 업종다각화나에 따라 영향을 받으며 그 성과는 비 다각화합병보다 다각화 합병에서 더 크게 나타날 것이다.

이러한 연구가설에 대한 논리적 근거는 다음과 같다.

우리나라에서는 1980년대부터 M&A에 대한 관심과 연구가 시작되면서 지금까지 기업합병·인수의 동기와 효과에 대해서 많은 연구가 이루어져 왔다. 지금까지의 연구내용은 대부분 기업의 M&A동기는 시너지효과를 얻기 위함이며, 또한 공시정보가 합병공시일 전후동안에 추가수익에 반영되어 합병 당사기업의 주주의 부에 영향을 미치는지의 추가변화 유무에 국한된 것이었다. 또한 1985년부터 1991년 초 사이에 이루어졌던 연구는 당시 국내 M&A 환경이 매우 열악하고 극히 제한된 비정상적인 자본시장 상황 하에서 이루어진 사례에 의한 연구이었기 때문에 연구결과의 문제점과 한계성이 있었고, 실효성 측면에서도 다소 미흡하였다고 할 수 있다.

이에 비하여 최근 국내 M&A시장여건도 1990년대 중반부터는 IMF 등 급변하는 국내외의 기업 환경의 변화로 인하여 기업의 생존과 국제경쟁력차원에서 선진국형의 자발적·경제적 통폐합이나 주식공개매수 등 적극적인 기업합병을 통한 업종의 보다 전문화나 다각화를 위한 M&A가 증가할 것이다. 따라서 그 성과의 크기는 업종다각화, 즉 다각적 합병에서 발생하는 초과 수익을 이업종 전문화에 의한 비다각적합병 기업보다 더 큰 초과 수익을 나타낼 것이다.

2.2 분석 자료

분석대상인 합병유형별 주식초과수익율과 누적초과수익율 및 재무성과 측정은 「한국신용평가(주)」에서 개발

및 발간한 KIS-SMAT data file과 재무분석자료인 「한국 기업총람(1988년부터 1997년말까지의 10개년간의 재무제표)」 및 외부감사 공시실 자료 등을 이용하였다. 본 연구에 이용한 합병사례는 1990. 1. ~ 1997. 12. 사이의 「한국상장사협의회」의 합병공시 월보에 의거 조사된 표본을 분석대상으로 선정하였다.

표본선정기준은 ①상장기업이어야 하며, ②공시전후 -180일에서 +120일 사이의 추가자료와, ③합병전후 3~4년간의 재무성과 분석을 위한 재무제표의 자료입수가 가능하고, ④피합병기업의 자산은 합병기업 규모의 10% 이상이며 자본금 규모가 20억원 이상인 기업을 대상으로 하였다.

또한 분석기간인 1990년부터 1997년 사이에 이루어진 기업합병 및 인수건수는 합병이 86건, 피합병건수가 88건이었으나 본 연구에서 채택한 표본의 합병 및 피합병기업은 다각화기업합병이 37개 기업, 비 다각화기업합병이 20개 기업으로 모두 57개기업을 표본기업으로 선정하였다.

특히 통제집단(control groups)의 구성은 합병기업의 짝 기업군과 피합병기업의 짝 기업군으로 하여, 통제기업을 선정하였다.

즉, 첫째, 분석 대상 집단에 속한 기업과 연혁, 제품 구성, 규모가 유사한 기업일 것, 둘째, 분석 대상 집단에 속한 기업과 동일한 기간의 재무제표가 이용가능하고 결산시점이 같으며, 자료가 필요한 기간 중에 회계 방법상에 큰 변동이 없었을 것, 셋째, 1990. 1. ~ 1997. 12. 사이에 합병한 경험이 없었으며, 자료가 필요한 기간 중에 구조적 변동이 없었던 기업일 것. 이상과 같이 연구표본을 선정함에 있어 기준을 세심하게 배려 하였는 바, 그 이유는 그동안 선행연구에서의 표본선정기준과 자료제시가 미흡하였던 점을 보다 구체화하고 명확히 함으로써 연구·분석결과의 적절성과 신뢰성, 그리고 실효성을 제고하기 위함이다.

2.3. 분석모형의 설계 및 가설검정방법

2.3.1 실증모형(I) - 시장모형(market model)

주식 초과수익의 율 계산의 시장모형을 이용할 경우 기업합병 공시전후의 주가가 공시에 대해 유의적으로 움직였는가의 여부는 공시정보와 무관한 기간의 추가움직임을 비교, 분석함으로써 파악할 수 있다. 따라서 합병의 영향을 받았을 것으로 보이는 합병 공시일을 포함한 초과수익을 관찰기간인 분석기간과 합병과 무관한 평상적 추정기간으로서 α , β 추정기간으로 구분할 필요가 있다.

여기서, 먼저 시장모형(이하 실증모형이라고 함)을 이용하여 표본기업의 합병 전 -180일에서 기준일인 -50일

동안(130일) 주식수익율과 시장주가 수익 율을 이용하여 최소자승법을 적용, 회귀모수인 α_j 와 β_j 를 추정하였다.

다음은 추정기간($t = -180$ 일~ $t = -51$)에서 구한 회귀 모수 추정치 α_j , β_j 를 이용하여 분석기간(사건기간)의 정상적 기대수익율($R_{j,t}$)를 구하고 실제수익율($R_{j,t}$)에서 이것($R_{j,t}$)을 차감하여 분석기간의 초과수익율($AR_{j,t}$)를 산출하였다.

여기서 정상적 기대수익율은 사건기간중(-50일에서 공시일까지)에 정보가 반영되지 않은 주가수익율이며, 이의 계산식과 계산과정은 식 (1), (2), (3)과 같다.

$$AR_{j,t} = R_{j,t} - R_{j,t} \text{ 또는 } AR_{j,t} = R_{j,t} - (\alpha_j + \beta_j R_{m,t}) \dots (1)$$

$$(R_{j,t} = \alpha_j + \beta_j R_{m,t})$$

$$R_{j,t} = \alpha_j + \beta_j R_{m,t} \dots (2)$$

$$AR_{j,t} = R_{j,t} - R_{j,t} \dots (3)$$

2.3.2 실증모형(II) - 시장조정 수익율모형(Market adjusted model)

동 모형은 일반적으로 사용되는 정상수익율의 발생 모형들 중 사건기간의 주가수익율($R_{j,t}$)에서 동기간의 시장평균수익율($R_{m,t}$)을 차감한 차이를 초과 수익 율로 간주하는 방법으로서 회귀모수(α , β)를 추정할 필요가 없는 단순한 모형이다.

$$AR_{j,t} = R_{j,t} - R_{m,t} \dots (4)$$

이상의 실증모형의 (I)과 (II)와의 차이점은 시장모형이 시장조정 수익율 모형보다 개별주식수익율의 변화는 시장적 요인에 의해서 영향을 받는다는 관계를 보다 현실적으로 반영된 초과수익율을 측정하는 방법이라는 점에서 의미가 있는 분석모형이라고 할 수 있다.

다음은 이상과 같이 개별기업별로 구해진 초과수익 율을 기초로 포트폴리오 전체의 평균초과수익 율(average abnormal return : AAR)을 다음과 같이 산출 한다.

$$AAR_t = \left(\frac{1}{N}\right) \sum_{j=1}^N AR_{j,t} \dots (5)$$

그리고 사건기간부터 특정시점까지의 시간의 경과와 더불어 초과수익율이 어떻게 변화하는가를 밝히기 위해 서 그 기간의 초과수익율을 누적시킨다. t_0 시점부터 t_1 시점까지의 누적평균초과수익율(cumulative abnormal return : CAR)은 다음과 같이 산출한다.

CAR는 합병·인수유형별 성과분석기간 등 공시일기 준 공시전후별 초과수익율이 어떠한 변화를 보이는지를 알아보기 위한 것이며 합병성과여부를 보여주는 가장 중요한 의미를 갖고 있다.

$$CAR_t = \sum_{i=1}^T AAR_t \dots (6)$$

2.3.3 가설검정방법

본 연구에서 사용된 특정시점에서의 합병성과와 시 너지효과 및 재무성과 차이에 대한 통계적 검정방법은 t-통계량을 이용하였다.

가. 주식초과수익율의 통계적 검정방법

최종적으로 식(5)와 식(6)에서 구한 평균초과수익이 나 누적적 평균초과수익율의 통계적 유의성을 검증하기 위하여 귀무가설 $H_0 : AAR_t = 0$ 으로 설정하고 초과수 익이 쯤이 아닐 수 있는 가능성에 대한 통계적 검증을 한다.

실제로 분산이 알려지지 않고 소표본인 경우는 표본 분산(S^2)을 대신 하는 것이 일반적이다. 따라서,

$$Z = \frac{AAR}{\sigma/\sqrt{N}} \text{ 대신에 아래식 (7)과 같이 } t = \frac{AAR}{S/\sqrt{n}}$$

를 사용해서 검정통계량을 계산하였다.

일일초과수익율의 t-통계량에 대한 검정방법의 유의 수준(α)은 1%, 5%, 10%, 20% 등 4가지이며 양측검증 하였다. 또한 표준편차(S)는 추정기간 $t = -180$ 일에서 $t = -51$ 일까지 130일간, 개별기업의 초과수익율에 의거 산출하여 이를 사건기간($t = -50 \sim t = +10$)의 일일초과 수익율에 적용, 아래식 (7)에 의거 t-Value를 구하였다.

$$t = \frac{AAR}{S/\sqrt{n}}$$

- AAR : 평균초과수익율
- S : 표준편차
- n : 표본수

그리고 두 집단간의 합병·인수에 따른 초과수익율의 차이분석을 시행하였는 바 이는 ①합병기업과 피합병기업간 ②계열사와 비계열 합병기업간 ③다각화와 비다각 화 합병기업간 등 3가지의 짝짓기 식으로 성과차이를 분석하였다.

두 집단에 대한 평균초과수익율(AARt) 차이(AAR1 - AAR2)의 통계적 유의성을 검증하기 위한 통계량은 아래 식(8)과 같다.

$$t = \frac{AAR_{t1} - AAR_{t2}}{S_1^2/n_1 + S_2^2/n_2} \dots (8)$$

AAR_{t_2} = 대상기업군의 평균초과수익률
 S_1 = 합병기업군의 평균초과수익률의 표준편차
 S_2 = 상대기업군의 평균초과수익률의 표준편차
 n_1, n_2 = 두 집단 각각의 표본 기업수
 • 합병기업군 : 다각화,
 • 대상기업군 : 비다각화,
 AAR_{t_1} = 합병기업군의 평균초과수익률

3. 실증분석결과

3.1 다각화합병과 비다각화합병 간의 합병성과 차이분석

다각화와 비다각화 합병기업간의 일별누적평균 초과 수익률에 대한 성과차이 및 t값의 결과와 수익률추이는 <표 1>, <표 2>와 <그림 1>, <그림 2>에 나타나 있다. 이들 합병의 성과차이를 분석한 <표 1>와 <그림 1> 및 <그림 2>에서 보여주듯이 합병전후 공히 다각적 합병과 비다각적 합병간 성과가 모형 I, II에서 모두 1% 유의 수준에 유의적인 현저한 정(+)의 초과수익률 차이를 나타내고 있음을 보여주고 있다. 즉, 모형에서는 전분석기간에서 +11.8%의 정(+)의 CAR와 t값이 +14.2, 모형II에서도 전분석기간에서 +10.7%의 정(+)의 CAR와 t값 +11.6%의 강한 유의적인 정(+)의 누적평균초과수익률 차이를 보여주고 있어, 이는 다각적 매수기업에서는 정(+)의 초과수익이 발생함 반면, 비다각적 인수기업은 부(-)의 수익이 발생함으로써 기인한 것으로 분석되었다.

이러한 분석결과는 1990년대의 국내 합병시장 상황이 선진국의 시장경쟁원리가 적용된 후, 보다 자율적인 상태에서의 다각적 합병에게 보다 큰 합병시너지 효과를 가져다 준 것으로 해석할 수 있으며, 국내기업간의 합병에 따른 초과수익이 비다각적 합병보다 다각적 합병에서 보다 크게 나타나고 있다고 한 장영광 교수의 연구결과와도 일치되고 있다.

3.2 연구가설의 검증

다각화 합병기업과 비다각화 합병기업의 합병효과를 분석한 결과, 분석기간 (t-50~t+10)의 보통주 초과수익

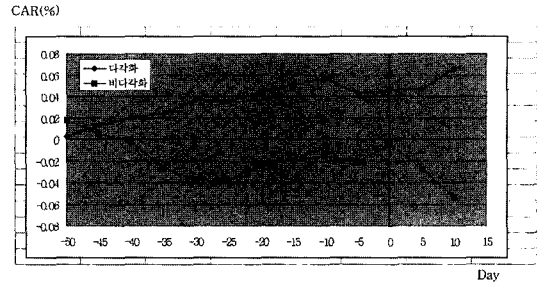


그림 1. 모형 I에 의한, 다각화 및 비다각화 합병기업의 누적평균초과수익률 비교

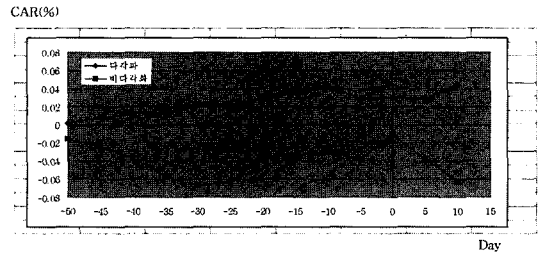


그림 2. 모형 II에 의한, 다각화 및 비다각화 합병기업의 누적평균초과수익률 비교

을 변화 추정에서 다각화 합병기업에게는 공시일 전후에 통계적 유의성이 있는 CAR가 +4.5%~+6.5%인 정(+)의 값인 초과수익을 보여줌으로써 합병시너지가 있는 것으로 나타난 반면, 비다각화 합병기업에게는 공시일 전후에 모두 -5.3%~-6.3%인 부(-)의 수익성으로 나타남에 따라 합병이득이 없는 것으로 분석됨으로써 본 연구 가설3에서 제시한 “1990년 이후에 이루어진 업종 전문화를 위한 비다각화 합병기업과 업종다각화를 위한 합병기업의 합병성과는 다각화 합병기업에게 더 크게 나타난다.” 라는 세 번째의 연구가설에 부합되는 것으로 분석되었다. 이러한 분석결과는 장영광(1985)의 분석과는 일치하고 있으나, 최상덕(1991) 연구에서는 비다각적 합병기업이 더 큰 초과수익을 얻고 있다는 결과와는 상반되고 있으며, 또한 외국의 경우에는, 1958년

표 1. 합병진행누적기간별 성과비교

누적기간	모형I				모형II					
	다 각	비다각	성과차이	t-값	다 각	비다각	성과차이	t-값		
$T_{-50} \sim T_0$	0.046	-0.004	0.050	5.99	a	0.029	-0.011	0.040	4.31	a
$T_0 \sim T_{+10}$	0.019	-0.057	0.076	8.25	a	0.016	-0.052	0.068	7.31	a
$T_{-50} \sim T_{+10}$	0.065	-0.053	0.118	14.24	a	0.045	-0.063	0.107	11.62	a

표 2. 다각화 및 비다각화 합병기업의 성과차이분석

DAY	모형 I					모형 II				
	다각	비다각	성과차이	t-Value		다각	비다각	성과차이	t-Value	
-50	0.0021	0.0181	-0.016	-1.9300	C	0.0010	-0.0158	0.0168	1.8203	C
-49	0.0045	0.0161	-0.0116	-1.3993	d	0.0029	-0.0138	0.0167	1.8095	C
-48	0.0027	0.0235	-0.0208	-2.5090	b	-0.0011	-0.0023	0.0012	0.1300	
-47	-0.0002	0.0249	-0.0251	-3.0277	a	-0.0058	-0.001	-0.0048	-0.5201	
-46	0.0065	0.0167	-0.0102	-1.2307		0.0008	-0.012	0.0128	1.3869	d
-45	0.013	0.0053	0.0077	0.9288		0.0079	-0.0235	0.0314	3.4023	a
-44	0.017	-0.0011	0.0181	2.1834	b	0.0144	-0.0304	0.0448	4.8543	a
-43	0.0224	-0.0099	0.0323	3.8963	a	0.0163	-0.0333	0.0496	5.3744	a
-42	0.0167	-0.004	0.0207	2.4970	b	0.0103	-0.0287	0.039	4.2258	a
-41	0.0165	0.0006	0.0159	1.9180	C	0.0092	-0.0298	0.039	4.2258	a
-40	0.0207	-0.0016	0.0223	2.6900	a	0.0129	-0.0361	0.049	5.3094	a
-39	0.0249	-0.005	0.0299	3.6068	a	0.0157	-0.0366	0.0523	5.6669	a
-38	0.0234	-0.0092	0.0326	3.9324	a	0.0129	-0.0427	0.0556	6.0245	a
-37	0.0237	-0.0079	0.0316	3.8118	a	0.0141	-0.0411	0.0552	5.9811	a
-36	0.0269	-0.0067	0.0336	4.0531	a	0.0160	-0.0376	0.0536	5.8078	a
-35	0.0237	-0.0272	0.0509	6.1399	a	0.0126	-0.0576	0.0702	7.6065	a
-34	0.0189	-0.0355	0.0544	6.5621	a	0.0061	-0.0596	0.0657	7.1189	a
-33	0.0149	-0.0391	0.054	6.5139	a	0.0004	-0.0615	0.0619	6.7071	a
-32	0.0178	-0.0405	0.0583	7.0326	a	0.0026	-0.0666	0.0692	7.4981	a
-31	0.0305	-0.0363	0.0668	8.0579	a	0.0157	-0.064	0.0797	8.6358	a
-30	0.0364	-0.0373	0.0737	8.8902	a	0.0222	-0.0664	0.0886	9.6002	a
-29	0.034	-0.0436	0.0776	9.3607	a	0.0194	-0.0676	0.087	9.4268	a
-28	0.0359	-0.042	0.0779	9.3969	a	0.0215	-0.0656	0.0871	9.4376	a
-27	0.0338	-0.035	0.0688	8.2992	a	0.0204	-0.0619	0.0823	8.9175	a
-26	0.0337	-0.0335	0.0672	8.1062	a	0.0203	-0.0697	0.09	9.7519	a
-25	0.0348	-0.038	0.0728	8.7817	a	0.0213	-0.0634	0.0847	9.1776	a
-24	0.0419	-0.0332	0.0751	9.0591	a	0.0287	-0.0552	0.0839	9.0909	a
-23	0.0438	-0.0267	0.0705	8.5042	a	0.0303	-0.0473	0.0776	8.4083	a
-22	0.0415	-0.0231	0.0646	7.7925	a	0.0276	-0.0347	0.0623	6.7505	a
-21	0.039	-0.0135	0.0525	6.3329	a	0.0235	-0.0274	0.0509	5.5152	a
-20	0.0441	-0.0235	0.0676	8.1544	a	0.0285	-0.0348	0.0633	6.8588	a
-19	0.0458	-0.0311	0.0769	9.2762	a	0.0311	-0.0411	0.0722	7.8232	a
-18	0.0512	-0.0236	0.0748	9.0229	a	0.0359	-0.0323	0.0682	7.3897	a
-17	0.0539	-0.0286	0.0825	9.9517	a	0.0383	-0.0422	0.0805	8.7225	a
-16	0.0518	-0.0288	0.0806	9.7226	a	0.0368	-0.0353	0.0721	7.8123	a
-15	0.0508	-0.0196	0.0704	8.4922	a	0.0360	-0.0343	0.0703	7.6173	a
-14	0.05	-0.0183	0.0683	8.2388	a	0.0352	-0.0309	0.0661	7.1622	a
-13	0.0495	-0.0228	0.0723	8.7214	a	0.0347	-0.035	0.0697	7.5523	a
-12	0.0576	-0.0183	0.0759	9.1556	a	0.0426	-0.0363	0.0789	8.5491	a
-11	0.0606	-0.0195	0.0801	9.6622	a	0.0467	-0.0372	0.0839	9.0909	a
-10	0.0561	-0.0153	0.0714	8.6128	a	0.0428	-0.0296	0.0724	7.8448	a
-9	0.0597	-0.0151	0.0748	9.0229	a	0.0469	-0.0303	0.0772	8.3649	a
-8	0.0558	-0.0106	0.0664	8.0097	a	0.0426	-0.0242	0.0668	7.2381	a
-7	0.0482	-0.019	0.0672	8.1062	a	0.0343	-0.0358	0.0701	7.5956	a
-6	0.0416	-0.0213	0.0629	7.5875	a	0.0285	-0.0427	0.0712	7.7148	a
-5	0.0422	-0.0215	0.0637	7.6840	a	0.0276	-0.038	0.0656	7.1080	a
-4	0.0449	-0.0183	0.0632	7.6236	a	0.0299	-0.0311	0.061	6.6096	a
-3	0.0431	-0.0248	0.0679	8.1906	a	0.0269	-0.0355	0.0624	6.7613	a
-2	0.0502	-0.0227	0.0729	8.7937	a	0.0334	-0.0326	0.066	7.1514	a
-1	0.0452	-0.0234	0.0686	8.2750	a	0.0294	-0.0277	0.0571	6.1870	a
공시일0	0.0457	-0.004	0.0497	5.9952	a	0.0288	-0.011	0.0398	4.3125	a
1	0.0332	-0.0039	0.0371	4.4753	a	0.0160	-0.0104	0.0264	2.8605	a
2	0.0342	-0.0095	0.0437	5.2714	a	0.0166	-0.0266	0.0432	4.6809	a
3	0.0368	-0.0123	0.0491	5.9228	a	0.0186	-0.0263	0.0449	4.8651	a
4	0.0427	-0.0179	0.0606	7.3100	a	0.0237	-0.0284	0.0521	5.6452	a
5	0.0469	-0.028	0.0749	9.0350	a	0.0279	-0.0381	0.066	7.1514	a
6	0.0476	-0.0246	0.0722	8.7093	a	0.0288	-0.0379	0.0667	7.2272	a
7	0.0583	-0.0214	0.0797	9.6140	a	0.0385	-0.0372	0.0757	8.2024	a
8	0.064	-0.0363	0.1003	12.0989	a	0.0444	-0.0484	0.0928	10.0553	a
9	0.0655	-0.0428	0.1083	13.0639	a	0.0448	-0.053	0.0978	10.5970	a
10	0.0651	-0.053	0.1181	14.2461	a	0.0446	-0.0627	0.1073	11.6264	a

① : 0는 표본기업체수입 ② : t-Value는 성과차이에 대한 값임.

③ : a,b,c,d는 각각1%,5%,10%,20%의 유의수준에서 각 시점의 평균누적초과수익율이 0과 유의적으로 다름을 의미함. 단, 양측검정임

부터 1997년 사이에 이루어진 연구초점중 하나가 다각화합병기업(Conglomerates)의 합병성과의 실증분석이 었는 바, 여기의 연구결과에서도 서로 일치되지 않은 다른 결론을 내리고 있음을 알 수 있다.

즉, Reid(1968)는 대규모의 기업에서 다각화합병은 경영자의 욕구를 충족한 대신, 이익 또는 시장가치 증대에는 실패하였고, Elgers-Clark(1980)는 비다각화보다 다각화 합병에서 더 높은 CAR은 것으로, Weston-Mansinghka(1971)는 다각화 합병이 자산의 수익을 증대에 기여한 것으로 분석하였으며, Melicher-Rush(1973)는 다각화 합병이 유의적인 수익을 실현하지 못하였다고 분석하였다.

그러나 본 연구에서 다각화 합병기업에게 CAR가 정(+)의 값으로 합병시너지와 이익이 나타난 그 배경과 요인을 살펴보면 다음과 같은 요인이 작용했을 것으로 짐작된다. 1990년 이후의 국내 합병기업의 특징중 하나가 해외시장개척과 외국기업 등에 대한 투자가 늘어나는 등 전략적 수단의 경영다각화를 위한 합병이 증가하고 있다는 점이며 업종의 전문화보다는 업종다양화로 급변하는 국내외 기업환경변화에 대응하고 다양하게 유망기업을 합병함으로써 1990년대에 이루어진 다각화 합병결과가 비다각화 합병보다 유리한 합병효과를 가져다 준 것으로 여겨진다.

4. 결 론

본 연구는 국내의 1990년부터 1997년 사이에 일어난 다각화합병과 비다각화합병 기업들의 M&A사례를 표본으로 하여 이의 성과와 합병시너지의 잠재적 요인을 실증분석하였다.

연구결과, 기업합병 시너지효과로 대표되는 합병관련 기업의 주가수익율에 의한 합병전후의 보통주 초과수익이 측정·검증됨으로써 결국 합병은 기업가치와 주주의 부를 증대시키는 행위임을 실증분석을 통해서 알 수 있었다. 이러한 합병의 성과는 주식가치의 증대뿐만 아니라, 공통적인 여러 가지 효과를 가져다 주는 것이 기업 합병인 바, 이는 이익안정화효과, 경비절감 및 자금조달 능력의 제고, 시장지배력 증대, 재무유동성 및 인적자원의 효율성 증대 효과 등을 가져다 주며, 또한 재무적인 측면에서도 재무구조 개선효과와 이익율과 성장성 측면의 경제적 이익의 증대효과도 가져다 주는 것으로 분석되었다.

특히, 1990년대(1990~1997)에 이루어진 합병성과는 경쟁적이고 보다 자율적인 M&A시장의 특성으로 인하여 경영비다각화 합병과 다각화 합병의 경우, 비다각화 합병기업에게 부(-)의 성과가, 다각화 합병기업에게는 정(+)의 성과로 나타났다. 이로써 업종전문화보다는 업종다각화를 위한 합병에서 보다 큰 합병효과를 얻은 것으로 나타났다.

이와 같은 연구결과, M&A는 기업합병 시너지효과로 대표되는 합병관련기업의 주가수익율에 의한 합병전후의 보통주(+)의 초과수익이 측정·검증됨으로써 결국 합병은 기업가치와 주주의 부를 증대시키는 행위임을 실증분석을 통해서 알 수 있었다.

본 연구는 합병성과 연구상 현실적인 국내 합병?인수 사례 표본의 부족현상과 합병유형별 분류의 세분화 등 미흡 그리고 한정된 자료 등으로 본 연구결과를 일반화하거나 실효성 측면에서 많은 한계가 있을 것으로 본다. 따라서 향후 상장기업의 합병사례가 증가할 것에 대비하고 폭넓은 자료의 이용으로 M&A연구의 활성화와 보다 객관적이고 일반화시킬 수 있는 연구발전이 필요하다 하겠다. 무엇보다도 1997년 IMF 금융위기 이후, 1998년 4월 증권거래법 개정으로 허용된 적대적 M&A에 대한 연구가 활성화되어야 할 것이다. 향후, M&A 유형별에 따른 연구가 계속되어야 할 것이다.

참고문헌

- [1] 장영광, “기업합병과 주식취득이 주주의 부에 미치는 영향에 관한 실증적 연구”, 고려대학교 대학원, 박사학위논문, 1985.8.
- [2] 최상덕, 기업합병의 성과 및 성과원인 변수에 관한 실증연구, 세종대학교 대학원, 박사학위논문, 1991.8.
- [3] Elgers P. T., and J. J. Clark, “Merger Types and Shareholder Returns : Additional Evidence,” Financial Management, 1980.
- [4] Melicher, R.W., and D.F.Rush, “The Performance of Conglomerate Firms : Recent Risk and Return Experience,” Journal of Finance, May.1973,pp381-388.
- [5] Reid, S.R., “Mergers, Managers and the Economy”, McGraw-Hill, New York, 1968.
- [6] Weston, J, F., and S.K. Mansinghka, “Tests of the Efficiency Performance of conglomerate Firms,” Journal of Finance, Vol. 26. NO. 4, 1971.