

合併成果에 대한 實證研究

合併成果에 대한 實證研究

- 財務比率分析을 중심으로 -

An Empirical Study on Performance of M&A

韓光植* · 金鎮錫**

Han, Kwang-Sik · Kim, Jin-Seok

目 次

| | |
|----------------|--------------------------|
| I. 序論 | 1. 研究方法 및 模型 設定 |
| II. 理論的 考察 | 2. 實證分析結果와 解釋 |
| 1. 企業合併의 動機 理論 | IV. 結論 |
| 2. 先行研究 檢討 | 1. 研究의 要約 |
| III. 實證研究分析 | 2. 本 研究의 限界 및 앞으로의 研究 方向 |

I. 序 論

IMF 이후 기업의 구조조정방안의 일환으로 M&A가 우리나라에서 폭넓게 인식되고 있다. 우리나라 기업합병은 '60 ~ '70년대 제한적으로 이루어져 오다 '90년대 이후 WTO 체제의 출범과 OECD가입으로 시장개방에 대한 거센 압력, 산업구조 개편과 경쟁력 강화를 위한 대응책으로서 그리고 1997년 말 'IMF 구제 금융'을 맞아 기업 구조조정과 경쟁력 재고를 도모하기 위한 강력한 수단으로서 기업의 성장과 생존을 위한 경영전략적 차원에서의 기업합병의 필요성이 증대되고 있다.

위에서 언급한 외적상황과 더불어 내부적으로도 證券去來法 개정으로 '97년 4월 그동안 기업합병의 걸림돌로 작용하던 證券去來法 200條 1項(上場法人 株式의 大量所有 制

* 본 연구소 상임연구원, 단국대학교 상경학부 교수

** (주) 더존컨설팅, 연구실 연구원

限)이 삭제되었고 強制公開買受制度가 도입되었으며, 그 동안 터부시해 왔던 敵對的 M&A도 허용되었다. 그리고 성숙기에 처한 우리나라 기업의 경제구조와 IMF 외환위기 이후 구조조정을 위한 기업간의 '빅딜', 외자유치를 위한 해외기업의 국내기업 인수·합병 허용 등 앞으로 한국에서의 量的·質的 측면의 활발한 기업합병이 예고되고 있다.

본 연구에서는 우리나라에서 발생한 합병사례를 가지고 재무자료와 재무비율을 이용하여 합병으로 인해 재무개선의 효과가 있는지를 실증적으로 분석하였는데 기존 연구와는 달리 재무비율에 市長價值比率¹⁾을 추가하였다.

본 연구의 구체적인 목적은 다음과 같다.

첫째, 재무비율을 이용하여 합병기업의 합병 전과 합병 후의 재무적 성과를 분석한다.

둘째, 표본을 多角的 合併과 非多角的 合併으로 나누어 합병기업의 재무적 특성과 합병의 재무적 영향이 합併形態別로 어떻게 다른지 규명한다.

이론적 접근에서는 合併動機에 관한 이론들을 살펴보았고 재무비율을 이용한 합병성과에 관한 선행연구들을 검토하였다. 실증분석에서는 합병으로 인한 재무개선의 효과를 알아보기 위하여 합병기업의 전체적인 재무적 성과를 분석하고, 그 다음에 합병을 다각적 합병과 비다각적 합병으로 나누어 기업합병의 유형별로 재무적 성과와 차이를 분석하였다.

실증분석을 위하여 사용된 재무비율로는 기존 연구들에서 사용한 단기 지급능력인 流動性比率, 부채의존도를 나타내는 레버리지比率, 자산이 효율적으로 이용되었는가를 나타내는 活動性比率, 기업의 총괄적인 영업성과를 나타내는 收益性比率, 일정기간 중에 기업의 경영규모 및 경영성과가 얼마나 향상되었는가를 나타내는 成長性比率에 추가적으로 기업의 재무상태와 경영성과에 대하여 證券市場이 어떻게 평가하고 있는가를 나타내는 市場價值比率을 사용하였다.

실증분석을 위한 기초적인 재무자료는 韓國上場協議會의 『上場會社總覽』과 每日經濟新聞社 『會社年鑑』을 이용하였다. 분석기간은 1986년부터 1995년까지의 10년간 합병을 실시한 기업을 대상으로 1984년부터 1997년까지의 14년간의 재무자료를 사용하였다. 기업합병의 효과는 장기적으로 나타나지만, 기업합병으로 인한 자료의 시간적 변화를 축소하기 위하여 합병년도를 기준으로 합병 전·후 2년간 재무제표를 분석하였다.

합병당사기업인 實驗集團에 대응되는 비합병기업들로 구성된 統制集團을 구성하여 순수한 합병의 효과를 측정하였다. 측정된 결과의 분석 검증은 짹짓기 t검증과 非母數統計技法인 Wilcoxon 순위 검증을 하였으며 이에 따른 통계량으로 t-ratio와 Wilcoxon Z

1) 市場價值比率은 기업의 여러가지 의사결정과 그 결과로 얻어지는 재무상태와 경영성과에 대하여 증권시장이 어떻게 평가하고 있는가를 나타내는 비율이다. 여기에는 주당이익 및 주당이익성장을, 주가수익비율(PER), 주가순자산비율(PBR), 배당성향, 경제학자 토빈이 개발한 q비율등이 있다.

값을 제시하였다.

II. 理論的 考察

1. 企業合併의 動機 理論

일반적으로 기업이 합병을 시도하는 동기로는 기업의 효율성 증대, 영업적 시너지효과, 재무적 시너지효과, 성장의 극대화, 시장점유율의 확대, 경영자적 동기가 있는데 이러한 制動機들을 체계화시킨 이론에는 여러 가지가 있으나 본 연구에서는 效率性 理論(Efficiency theory), 代理人問題 理論(Agency theory), 市場支配力 理論(Market power theory), 稅金 效果(Taxes)로 나누어 살펴보자 한다.

(1) 效率性 理論(Efficiency theory)

效率性 理論이란 기업이 기업합병을 통하여 대상기업의 경영성과를 향상시키거나 시너지효과를 달성함으로써 추가적인 이윤을 남길 수 있다는 것으로 사회적 혜택면에서 볼 때 기업합병의 가능성에 대한 가장 낙관적인 이론이다.

1) 差別的 效率成 理論(differential efficiency)

差別的 效率性 理論이란 합병이론중 가장 일반적인 것으로써 만약 A기업의 경영이 B기업의 경영보다 더 효율적일 경우 A기업이 B기업을 인수한다면 B기업의 효율성은 A기업의 효율성 수준으로 향상되고 합병을 함으로써 효율성이 증대된다는 이론이다.

차별적 효율성이론은 經營者 시너지假說(managerial synergy hypothesis)로 불리울 수도 있는데, 만일 기업이 그 기업에서 요구되는 이상의 경영능력을 가진 효율적인 경영팀을 가지고 있다면, 그 기업은 경영자원의 부족으로 인하여 비효율적으로 관리되는 기업을 취득하여 여분의 경영자원을 이용할 수 있다(김광남, 1992, p.7.).

2) 營業시너지 理論(operating synergy theory)

營業시너지란 영업적인 측면에서 賣出額, 賣出原價 등의 개선을 통해 영업이익을 증대시키는 시너지효과를 말하는 것으로 수평적 합병, 수직적 합병 및 다각적 합병등 어떠한 형태의 합병에서도 성취될 수 있다. 영업시너지는 規模의 經濟(economies of scale)와 範圍의 經濟(economies of scope)를 통해서 이루어진다.

3) 財務시너지 理論(financial synergy)

기업은 합병을 통하여 기업 자체로 분산투자를 하게 된다. 이는 자금조달에 있어서 자

본비용의 감소 내지는 자금조달상의 이익을 가져온다. 이러한 혜택을 財務시너지效果라 한다(선우석호, 1997). 일반적으로 특정 기업이 한가지 종류의 사업부문이나 업종을 운영하는 것 보다는 여러 사업부문이나 업종을 운영하면 기업위험(business risk)은 줄어들게 된다. 또한 기업합병은 기업의 채무 부담능력 또는 차입능력을 증가시켜 채무시너지를 가져올 수 있다.

4) 企業低評價理論(undervaluation)

企業底評價理論은 특정 기업의 株價가 내재가치나 代替原價(replacement cost)보다 낮은 경우에 기업합병이 일어난다는 이론이다.

기업저평가의 원인은 경영자가 회사의 경영능력을 완전히 사용하지 못하거나 합병의 인수자가 내부정보(insider information)를 가지고 있을 때 발생한다. 이러한 기업저평가이론은 토빈의 q 비율 이론에 의하여 설명할 수 있다. q 비율이란 기업 주식에 의하여 나타나는 자산의 대체비용에 대한 기업 주식의 市場價值比率로서 정의할 수 있다. q 비율의 크기가 낮을수록 기업합병의 이익이 커져서 외부자에 의한 기업합병이 더 촉진된다는 이론이다.

(2) 代理人理論(Agency theory)

代理人問題와 관련된 합병 동기를 ① 代理人問題 해결을 위한 합병, ② 經營者主義, ③ 餘裕現金흐름 假說로 나누어 보기로 한다.

1) 代理人問題 解決을 위한 合併

代理人問題란 소유와 경영이 분리된 기업에 있어서 주주의 대리인인 경영자가 기업가치의 극대화보다는 경영자 자신의 이기적인 목표, 즉 적은 노력과 많은 수입 등을 추구하는 불성실한 행위를 함에 따라 주주와 경영자 사이에 이행상충이 일어나는 문제를 말한다(김홍업, 1995, p.5). 그리고 주인이 아닌 대리인이 경영함에 의해 생겨나는 경영자 감시비용, 내부통제, 보상 등의 비용, 대리인 문제에 따른 손실 등의 추가적인 비용을 代理費用이라 한다. 그런데 대리인비용이 매우 크다면 대리인비용을 많이 부담하는 기업은 타 기업을 합병함으로써 낭비적인 요인을 제거하고, 효율성을 증가시킬 수 있다. 이와 같이 대리인비용 때문에 기업합병이 일어난다는 이론을 代理人問題 理論이라 한다(John, 1986, pp. 394~404).

2) 經營者主義(managerialism)

經營者主義는 기업합병이 대리인문제를 해결하기 위해 발생한다는 견해와는 달리 기업합병이 오히려 대리인문제를 더 확대시킨다는 것이다. 이 이론에 의하면 경영자의 입장에서 기업규모의 확대가 자신의 보수·승진과도 연결되어 있기 때문에 사업규모를 가능한

合併成果에 대한 實證研究

확장하려는 성향을 가지게 되고, 이러한 경영자의 성향에 의해 기업합병이 발생한다는 것이다. 따라서 기업합병은 주주의 이익추구를 위해서가 아니라 경영자 자신의 이익을 얻기 위한 동기에서 이루어졌다는 것이다(노택환, 김지수, 1994).

3) 餘裕現金흐름 假說(Free cash flow hypothesis)

餘裕現金흐름(Free cash flow)이란 정(+)의 순현재가치를 지닌 투자에 소요되는 자금을 초과하는 현금흐름으로서 이것의 차분에 있어 주주와 경영자간에는 이해 상충이 발생된다는 것이다.

Jensen(1986, 1988)이 제시한 이 가설은 많은 여유의 현금흐름을 가진 기업의 경영자들은 이 현금흐름을 배당 등의 형태로 주주에게 지급하여야 하지만 자신들의 이익을 위해서 그렇게 하지 않을 때는 그 기업이 합병대상이 된다는 가설이다.

(3) 市場支配力 理論(Market power theory)

이 이론은 시장지배력의 증대는 이익의 증대를 가져온다고 보고 이러한 시장 점유율의 증대나 경쟁제한을 통한 독점적 이윤을 확보하기 위하여 기업합병이 일어난다는 것이다(노택환, 김지수, p. 154).

시장점유율의 증대는 본질적으로 규모의 경제성을 의미하는데 기업의 상대적 규모를 증가시키는 것이 시너지효과나 사회적 이득을 가져오는냐에 대해서는 명확하지는 않다.

(4) 稅金效果 理論(Tax effect theory)

기업합병의 稅金效果는 기업합병이 없었을 경우에 합병당사회사 및 그 주주들이 부담해야 하는 세금의 합계가 기업합병을 통하여 감소되는 것을 의미한다. 만약 기업합병이 세금동기에 의해 이루어졌다면 이때의 세금효과는 기업합병으로 인해 발생되는 去來費用(transaction costs) 등을 상쇄하고 남는 稅金節約額(tax savings)이 될 것이다.

2. 先行研究 檢討

합병성과에 관한 연구들을 외국과 우리나라의 연구로 나누어 보기로 한다.

(1) 외국의 연구

Kelly(1967)의 연구는 1946년부터 1960년까지의 기간 동안 합병한 기업중 매출액이 20% 이상 증가한 기업 21개를 標本 抽出하여 보통주의 가격 변화율, 주가/수익률의 변화, 주당수익률, 주당순매출액 이익보전 등을 이용하여 합병 전과 합병 후의 성과를 비교

하였다. 여기에서 비합병기업군은 주당순이익에서 다소 높은 이익마진을 내고 있는 반면, 합병기업군은 수익성 등에 별다른 영향을 미치지 않는다는 결론을 얻었다.

Singh(1971)의 연구는 1954년부터 1960년까지의 영국의 56개 기업을 표본으로 하여 합병성과를 분석하였다. 여기서 사용된 연구방법은 합병 후의 각 합병기업의 수익성과 합병 전의 합병기업과 피합병기업의 결합된 수익성을 비교하였다. 이 연구에서 합병기업의 합병후 流動性은 향상되었으나 수익성은 상당히 감소하였다는 결론을 얻었다.

Hoshino(1982, pp. 153~165)의 연구는 일본의 합병기업들을 대상으로 하여 1970년대 발생한 15개의 합병기업을 표본으로 하여 합병 전과 합병 후의 재무비율과 합병경험이 있는 기업들과 합병경험이 없는 기업들간의 재무비율을 비교하였다. 이 연구에서는 합병후 부채비율, 총자산순이익률을 등이 합병 전보다 감소하였고, 활동성비율만이 높아졌다는 결론을 얻었다.

Stevence(1973, pp. 153~165)의 연구에서는 1966년에 인수된 미국의 피취득기업 40개를 표본으로 선정하고 피취득 경험이 없고 규모가 비슷한 기업 40개를 통제기업으로 선정하여 짹짓기 표본(paired-sample)으로 두 집단간의 재무적 특성을 분석하였다. 이 연구에서는 피취득 기업들의 流動性은 높고, 負債依存度는 낮다는 결론을 얻었다.

Meeks and Meeks(1981, pp. 149~158)의 연구에서는 합병에 의한 내부수익률의 변화에 대한 수익성측정의 문제점을 연구했다. 賣出額 利益率, 自己資本利益率, 總資產利益率 등 이러한 측정에 영향을 주는 편차의 영향으로 합병으로 발생하는 富, 합병 년도의 회계처리 방법, 부채비율의 변화, 매출액, 交渉力에 있어서의 변화 등을 제시하였다. 매출액을 제외한 다른 모든 요소에 의해 영향을 받고 총자산수익률은 부채비율의 변화와 매출액을 제외한 3가지 요소에 의해 영향을 받는다. 따라서 타당한 효율성의 변화의 지표는 總資產收益率이라는 결론을 도출하였다.

Stapleton(1982, pp. 9~28)의 연구에서는 부채차입액의 증대로 인해 다각적 합병 이후의 합병기업의 自己資本純利益率이 증가하였다는 결론을 얻었다. 그리고 한 기업집단 내에서의 다각적 합병 이후 자산의 활용도가 높아져 낮았던 총자산수익률을 그 산업의 평균수준으로 끌어올리는데 성공한 사실을 실증하면서 이것은 생산, 작업, 경영의 비효율을 제거하여 기업활동에 있어서의 자산의 활용도가 증가한 데서 기인한 것이라 설명하였다.

Lang, Stultz, Walking(1989, pp. 137~154)의 연구에서는 공개매수 제의와 관련 공개매수를 실행한 전후의 목표기업과 제의기업의 경영성과를 연구하였다. 목표기업과 제의기업의 q비율을 공개매수가 이루어진 연도를 기준으로 5년전부터 5년후까지 조사하였다. 이 연구에서는 목표기업의 q비율은 5년후에 상승하였으나 제의기업의 q비율은 변화가 없었고 q비율이 높은 기업이 q비율이 낮은 기업을 매수했을 때, 기업인수의 효과가

가장 크다는 결론을 얻었다.

(2) 우리나라의 연구

李錫圭의 연구(1989)에서는 1980년부터 1985년까지의 분석기간을 대상으로 분석목적에 적합한 30개씩의 합병기업과 피합병기업을 표본으로 선정하였다. 연구결과로서 기업의 합병이 결합기업의 流動性 향상, 레버리지 증대, 收益性向上 그리고 配當性向의 증대에 정(+)의 영향을 미쳤다는 실증적인 증거를 확인하였다. 아울러 복합적 합병의 성과가 관련 합병의 성과보다 우수했다는 증거를 확인했다. 전체적으로 합병 전 상당 기간동안 합병기업이 시너지동기 이외의 다른 동기에 따라 투자 의사 결정을 했을 가능성은 희박하다고 볼 수 있다.

崔相德의 연구(1991)에서는 1980년부터 1991년까지 기업합병을 한 108개 기업중 합병기업 83건, 피합병기업 12건 총 95건을 표본으로 선정하였고, 합병기업에 대한 통제집단으로 40개 상장기업을 선정하여 표본집단을 구성하였다. 연구결과로는 流動性, 레버리지, 收益性 그리고 配當性向이 합병 후에 증가된 것으로 나타나 한국의 합병이 시너지동기에 의하여 추구되고 있음을 입증하였다. 한편, 다각적 합병과 비다각적 합병에 대하여는 다각적 합병에서는 流動性, 成長性, 配當性向이 증가하며 비다각적 합병에서는 레버리지, 活動性 비율이 증가하는 것으로 나타났다.

朴大鉉의 연구(1997)에서는 1986년부터 1994년의 기간 중에 합병을 경험한 35개 표본을 선정하여 합병 전 2년과 합병 후 2년의 재무비율을 평균을 사용하였으며 분석도구로는 짹표본 t검정과 윌콕슨 순위검정 그리고 Mann-Whitney검정을 사용하여 합병당사기업과 합병 당사기업 동일 업종의 재무비율의 변화 비교, 합병기업의 재무비율과 피합병기업의 재무비율 비교, 피합병기업이 상장기업일 경우와 비상장기업일 경우의 재무비율의 변화 비교, 합병당사기업이 동일 업종인 경우의 합병으로 인한 재무비율의 변화와 합병당사기업이 다른 업종인 경우의 합병으로 인한 재무비율의 변화를 분석하였다. 이 연구에서는 합병 후의 成長性의 증가가 업종평균의 성장성 증가보다 커으며 피합병기업이 성장성과 收益性에 있어 합병기업에 비해 절대적인 우위에 있으며 流動性에 있어서도 어느 정도 우위에 있는 것으로 나타났다. 마지막으로 安定性의 경우에는 동종 업종간의 합병시에 成長性의 경우에는 이종 기업간의 합병시에 상대적으로 높은 증가율을 보였다는 결론을 얻었다.

최의주의 연구(1997)에서는 1985년 7월부터 1993년 11월까지 합병을 실시한 기업 50개를 선정, 26개의 표본을 선정하여 합병전 2년과 합병후 2년의 재무비율의 평균을 비교하였다. 이 연구에서 합병기업 전체를 대상으로 분석한 경우 流動性, 레버리지, 活動性, 收益性, 成長性에서는 합병 후 순수한 재무개선이 나타나지 않았다. 그리고 다각적 합병과 비다각적 합병 성과차이분석에서도 수익성비율중 自己資本純利益率에서 다각적

합병이 비다각적 합병보다 상대적으로 합병 후 재무성과가 증가한다는 사실을 제외하면 재무구조개선의 효과가 없었다는 결론을 얻었다.

III. 實證研究分析

1. 研究方法 및 模型 設定

실증분석은 재무자료를 이용한 재무적 특성 변수(流動性比率, 레버리지比率, 收益性比率, 成長性比率, 活動性比率, 市場價值比率)에 대하여 합병 전후의 성과차이를 분석하여 합병의 초과수익과 재무개선 효과의 관계를 분석한 다음, 합병의 형태에 따른 다각적 합병과 비다각적 합병의 성과차이를 측정하고자 한다.

(1) 假說의 設定

본 연구는 우리나라의 기업들이 합병함에 따라 합병 전에 비하여 합병 후에 재무적 성과에 어떠한 차이가 있는지를 분석하고자 한다.

첫째, 합병을 경험한 합병기업들이 합병전보다 재무적 성과가 발생하였는지와 어떤 재무비율이 더 합병시너지효과를 잘 반영하는지를 살펴보고자 한다.

둘째, 합병의 형태별로 다각적 합병과 비다각적 합병(수평적 합병과 수직적 합병)으로 표본을 분류하여 우리나라의 기업합병은 어떤 유형에서 더욱 큰 재무적 성과를 가져오는지를 분석하고자 한다. 실증분석을 위한 두가지의 가설을 다음과 같이 설정하였다.

〈假說 1〉

H0 : 합병으로 인하여 우리나라의 기업합병의 재무적 성과에 차이가 있다.

H1 : 합병으로 인하여 우리나라의 기업합병의 재무적 성과에 차이가 없다.

〈假說 2〉

H0 : 다각적 합병의 경우와 비다각적 합병의 경우의 재무적 성과에 차이가 있다.

H1 : 다각적 합병의 경우와 비다각적 합병의 경우의 재무적 성과에 차이가 없다.

(2) 標本企業의 選定

본 연구의 실증분석을 위한 표본은 분석기간 동안 합병을 행한 기업으로 구성된 實驗集團과 이러한 합병기업에 대응되는 비합병기업인 統制集團으로 구분하고, 실증분석에 사용된 재무자료는 韓國上場協議會 『上場會社總攬』과 每日經濟新聞社 『會社年鑑』의 자

合併成果에 대한 實證研究

료를 이용하였다.

1) 實驗集團의 選定

첫째, 1986년 1월부터 1995년 12월까지 10년간 합병을 실시한 기업 53건을 대상으로 한다.

둘째, 분석기간중 2회이상 합병을 실시한 기업과 피합병기업이 2개 이상인 기업을 제외 한다.

셋째, 관리대상 기업과 자료부족 기업은 제외한다.

넷째, 합병기업은 재무자료 획득이 가능하도록 상장기업에 한정하여 선정하고 피합병기업은 상장기업과 비상장 등록기업에서 선정한다.

다섯째, 표본을 제조업으로 한정하여 동질적인 집단의 재무적 특성을 파악한다.

이상 여섯 가지의 기준에 의하여 최종적으로 17건으로 확정하였다.

2) 統制集團의 選定

첫째, 한국표분산업분류(KSIC)에 의한 동일 산업내에 존재하는 기업에서 선정한다.

둘째, 총자산 규모 및 매출액이 유사한 기업을 선정한다.

셋째, 분석기간중에 합병을 하지 않은 기업에서 선정한다.

넷째, 자료획득이 용이하도록 상장기업에 한정한다.

다섯째, 관리대상 기업이나 자료부족 기업은 제외하였다.

(3) 研究方法

1) 實證分析方法

첫째, 실험집단의 합병회계년도를 기준으로 합병전 2개년도와 합병후 2개년도의 재무비율들을 각 기업별, 각 연도별로 파악후 합병 전 평균과 합병 후 평균을 구한다.

둘째, 통제집단의 경우도 실험집단의 합병회계년도를 기준으로 합병 전·후 2개년도의 재무비율의 평균을 구한다.

셋째, 위의 비율들을 구한 후 실험집단과 통제집단의 합병 전과 후의 평균을 구한후 합병 후에서 합병 전의 평균을 차감하여 각각의 합병성과를 구하고 이를 다시 실험집단의 성과에서 통제집단의 성과를 차감하여 합병으로 인한 순수한 성과를 평가한다.

넷째, 위의 방법으로 실험집단과 통제집단의 전체 재무비율을 측정하여 짹표본기법(paired sample)²⁾으로 합병기업과 비합병기업의 성과 차이, 다각적 합병과 비

2) 짹표본기법이란 조사항목이 아닌 다른 항목에 의하여 표본의 구성원이 다른 표본에 대응되는 구성원과 짹지어지는 표본을 말하며 다른 변수들에 가능한 영향을 제거함으로써 더 좋은 차이의 특정치를 얻음을 목적으로 한다.

產業研究

다각적 합병간의 성과차이를 분석하고 t 값으로 성과의 유의성을 검증한다. 짹짓기 표본기법은 합병 전과 후의 성과차이를 분석할 때 실험집단 각각에 대하여 통제집단을 짹을 이루도록 대응시켜 외부적 산업요인 및 시장변화에 의한 요인 등을 제거한 순수한 합병성과를 분석하는 방법으로 다음과 같다.

$$Ds = Xs2 - Xs1$$

Ds : 실험집단의 합병 성과

Xs2 : 실험집단의 합병 후 2년간의 평균비율

Xs1 : 실험집단의 합병 전 2년간의 평균비율

$$Dc = Xc2 - Xc1$$

Dc : 통제집단의 합병 성과

Xc2 : 통제집단의 합병 후 2년간의 평균비율

Xc1 : 통제집단의 합병 전 2년간의 평균비율

$$D = Ds - Dc \text{ (실험집단의 합병으로 인한 순수한 성과)}$$

다섯째, 합병성과 유의성 검증을 t 검증과 wilcoxon 순위검증을 이용하였다. t 검증은 독립된 두가지의 평균차의 차이를 검증할 때 사용된다. 다시 말해, 두집단의 평균이 통계적으로 유의한 차이를 보이는지 여부를 검증할 때 이용된다. wilcoxon 순위 검증은 비모수통계 분석으로 두집단간의 차이를 부호와 크기를 고려하여 검증하는 방법이다. 이는 표본의 수가 적어 t 검증이 부적정할 때 사용하는 통계적 분석으로 본 연구에서는 짹짓기 t 검증의 보완적 의미로 사용된다. 통계량은 Z값이다.

여기서 t 값은 아래와 같다.

$$tn-1 = \frac{D}{Sd/n}$$

단 D : D의 평균, Sd : D의 표준편차, n : 표본수

2. 實證分析結果와 解釋

(1) 合併企業의 合併成果 差異에 대한 分析結果 解釋

1) 流動性 分析

유동비율과 당좌비율을 사용하여 측정한 단기지급능력을 나타내는 유동성비율 측면에서 합병기업의 특성 및 변동을 분석한 결과는 <표 3-1>과 같다.

合併成果에 대한 實證研究

〈표 3-1〉 합병기업의 유동성 성과분석(n=17)

| 분류항목 | | 유동비율 | 당좌비율 |
|-------------------|----------------------------|--|---|
| 실험집단 | 합병전 평균치 합병후 평균치 | 126.784 104.794 | 73.184 63.577 |
| 통제집단 | 합병전 평균치 합병후 평균치 | 132.714 107.281 | 81.94794 67.189 |
| 실험집단 (합병후-합병전) | 평균차 t-value wilcoxon | -21.990 -1.800(0.0907) -37.500(0.0797) | -9.608 -1.256(0.2273) -21.500(0.3289) |
| 통제집단 (합병후-합병전) | 평균차 t-value wilcoxon | -25.4338 -1.789(0.0925) -4.500(0.0348) | -14.7582 -1.399(0.1808) -35.500(0.0984) |
| 순수합병성과 (실험-통제) | 평균차 t-value wilcoxon | 3.4438 0.1832(0.8569) 0.3500(0.5477) | 5.150294 0.442(0.6640) 0.3100(0.4307) |

주 : ()안의 값은 p값이다. 양측검정으로서 유의수준 5%에서 $0 \leq p \leq 0.05$ 이면 통계적으로 유의한 상당한 차이가 있음을 나타내고 유의수준 10%에서 $0.05 \leq p \leq 0.1$ 이면 통계적 유의한 어느 정도 차이가 있다고 본다. 아래의 표들에서도 같은 방법으로 적용된다.

〈표 3-1〉에서 보듯이 유동비율과 당좌비율은 합병으로 인하여 증가하였으나 통계적으로 유의한 수준에서 재무적 성과가 발생하지 않았다.

2) 레버리지 분석

자기자본비율로 측정한 장기 지불능력인 레버리지비율에서 합병기업의 특성과 변동을 분석한 결과는 〈표 3-2〉와 같다.

〈표 3-2〉 합병기업의 레버리지 성과표 (n=17)

| 분류항목 | | 자기자본비율 |
|-------------------|----------------------------|---|
| 실험집단 | 합병전 평균치 합병후 평균치 | 33.801 48.437 |
| 통제집단 | 합병전 평균치 합병후 평균치 | 32.897 26.845 |
| 실험집단 (합병후-합병전) | 평균차 t-value wilcoxon | 14.637 0.921(0.3706) -2.500(0.9265) |
| 통제집단 (합병후-합병전) | 평균차 t-value wilcoxon | -6.052 -1.681(0.1121) -34.500(0.1089) |
| 순수합병성과 (실험-통제) | 평균차 t-value wilcoxon | 20.689 1.290(0.2153) 1.550(0.2633) |

產 業 研 究

〈표 3-2〉에서 보듯이 합병후 자기자본비율이 증가하였으나 통계적으로 유의한 수준은 아니다.

3) 收益性 分析

총자본순이익율과 자기자본순이익율로 측정한 수익성비율 분석에서 합병기업의 특성과 변동을 분석한 결과는 〈표 3-3〉와 같다.

〈표 3-3〉 합병기업의 수익성 성과표 ($n=17$)

| 분 류 항 목 | | 총자본순이익율 | 자기자본순이익율 |
|-------------------|----------|-----------------|-----------------|
| 실험집단 | 합병전 평균치 | 2.312 | 5.510 |
| | 합병후 평균치 | -0.717 | -6.109 |
| 통제집단 | 합병전 평균치 | 1.650 | 3.242 |
| | 합병후 평균치 | -0.12412 | -49.735 |
| 실험집단 (합병후-합병전) | 평균차 | -3.030 | -11.619 |
| | t-value | -1.225(0.2379) | -1.490(0.1555) |
| | wilcoxon | -27.500(0.2069) | -32.500(0.1324) |
| 통제집단 (합병후-합병전) | 평균차 | -1.774 | -52.978 |
| | t-value | -1.543(0.1422) | -1.468(0.1614) |
| | wilcoxon | -26.500(0.2247) | -43.500(0.0395) |
| 순수합병성과 (실험-통제) | 평균차 | -1.256 | 41.358 |
| | t-value | -0.487(0.6327) | 1.206(0.2451) |
| | wilcoxon | 0.9500(0.6777) | 1.500(0.9632) |

〈표 3-3〉을 보면 알 수 있듯이 합병으로 인하여 총자본순이익율은 감소하였고 자기자본순이익율은 증가하였으나 통계적으로 유의한 수준에서 재무적 성과가 발생하지 않았음을 알 수 있다.

4) 活動性 分析

총자산회전율과 고정자산회전율로 측정한 활동성 비율 분석에서 합병기업의 특성과 변동을 분석한 결과는 〈표 3-4〉에 나타나 있다.

〈표 3-4〉 합병기업의 활동성 성과표 ($n=17$)

| 분 류 항 목 | | 총자산회전율 | 재고자산회전율 |
|-------------------|----------|-----------------|-----------------|
| 실험집단 | 합병전 평균치 | 1.036 | 7.555 |
| | 합병후 평균치 | 1.269 | 8.120 |
| 통제집단 | 합병전 평균치 | 1.124 | 6.539 |
| | 합병후 평균치 | 1.083 | 7.486 |
| 실험집단 (합병후-합병전) | 평균차 | 0.233 | 0.565 |
| | t-value | 0.828(0.4195) | 0.299(0.7685) |
| | wilcoxon | -20.500(0.3529) | -16.500(0.4586) |

合併成果에 대한 實證研究

| 분류항목 | | 총자산회전율 | 재고자산회전율 |
|-------------------|----------------------------|--|--|
| 통제집단 (합병후-합병전) | 평균차 t-value wilcoxon | -0.040 -0.801(0.4345) -11(0.6195) | 0.946 1.216(0.2415) 16.500.4586) |
| 순수합병성과 (실험-통제) | 평균차 t-value wilcoxon | 0.273 0.861(0.4017) -1.500(0.6027) | -0.388 -0.173(0.8641) -0.110(0.3778) |

〈표 3-4〉를 보면 총자산증가율은 증가하였고 재고자산회전율은 감소하였으나 모두 통계적으로 유의한 수준은 아니기 때문에 재무적 성과가 발생하지 않았다고 본다.

5) 成長性 分析

총자산증가율과 매출액증가율로 측정한 성장성비율 분석에서 합병기업의 특성과 변동을 분석한 결과는 〈표 3-5〉과 같다.

〈표 3-5〉 합병기업의 성장성 성과표 (n=17)

| 분류항목 | | 총자산증가율 | 매출액증가율 |
|-------------------|----------------------------|---|---|
| 실험집단 | 합병전 평균치 합병후 평균치 | 14.377 12.953 | 8.480 7.713 |
| 통제집단 | 합병전 평균치 합병후 평균치 | 15.535 14.549 | 8.084 8.299 |
| 실험집단 (합병후-합병전) | 평균차 t-value wilcoxon | -1.424 -0.318(0.7545) -20.500(0.3529) | -0.767 -0.148(0.8838) -12.500(0.5791) |
| 통제집단 (합병후-합병전) | 평균차 t-value wilcoxon | -0.986 -0.184(0.8557) -10.500(0.6441) | 0.215 0.0486(0.918) -1.500(0.9632) |
| 순수합병성과 (실험-통제) | 평균차 t-value wilcoxon | -0.437 -0.059(0.9534) -4.500(0.8536) | -0.982 -0.179(0.8595) -0.500(1.0000) |

〈표 3-5〉에서 보여주듯이 총자산증가율의 경우는 합병후에 더욱 감소하였고 매출액증가율의 경우는 실험집단과 통제집단 모두 합병후에 증가한 가운데 실험집단이 더욱 큰 증가률을 가져와 순수합병성과가 2.002%가 발생하였다. 합병으로 인하여 매출액증가율은 향상되었으나 통계적으로 유의한 수준에는 미치지 못하였다. 따라서 성장성비율에서는 재무적 성과에 차이가 없다고 볼 수 있다.

6) 市長價值 分析

주당순이익성장율과 주가수익비율 그리고 주가순자산비율로 측정한 시장가치비율 분석에서 합병기업의 특성과 변동을 분석한 결과는 <표 3-6>과 같다.

<표 3-6> 합병기업의 시장가치비율 성과표 (n=17)

| 분류항목 | | EPS성장을 | PER | PBR |
|-------------------|-------------|-----------------|-----------------|----------------|
| 실험집단 | 합병전 평균치 | 57.850 | 20.400 | 1.224 |
| | 합병후 평균치 | -194.179 | 36.214 | 1.541 |
| 통제집단 | 합병전 평균치 | -272.885 | 25.634 | 1.102 |
| | 합병후 평균치 | -58.981 | 13.941 | 1.140 |
| 실험집단 (합병후-합병전) | 평균차 | -252.029 | 15.814 | 0.316 |
| | t-value | -1.697(0.1090) | 2.009(0.0617) | 0.738(0.4707) |
| | Wilcoxon합병전 | -30.500(0.1594) | 33.500(0.1202) | -5(0.8273) |
| 통제집단 (합병전-합병후) | 평균차 | 213.903 | -11.6929 | 0.037 |
| | t-value | 0.944(0.3587) | -1.498(0.1534) | 0.191(0.8505) |
| | Wilcoxon합병전 | -5.500(0.8176) | -27.500(0.2069) | 6(0.7723) |
| 순수합병성과 (실험-통제) | 평균차 | -465.933 | 27.507 | 0.279 |
| | t-value | -1.899(0.0756) | 2.637(0.0179) | 0.632(0.5362) |
| | Wilcoxon합병전 | -1.800(0.0984) | 2.710(0.0232) | -1.500(0.9540) |

<표 3-6>에서 보면 주당순이익성장율의 경우 합병후에 비율이 감소하였으나 통계적인 유의성은 없었다.

주가수익비율(PER)은 실험집단의 경우 합병 전보다 합병 후에 증가하였고 순수합병성과는 27.507배가 향상되었다. 이는 합병으로 인하여 주가수익비율은 상당히 향상되었다는 걸 나타내며 통계적으로도 5%수준에서 유의함을 보여 재무적 성과에 상당한 차이가 있었음을 알 수 있다.

주가순자산비율(PBR)은 합병으로 인하여 오히려 더 악화되었음을 보인다. 그러나 이는 통계적으로 유의하지는 못하다. 따라서 합병으로 인하여 시장가치비율은 주가수익비율에서만이 재무적 개선효과가 있었다고 본다.

(2) 合併 形態別 分析結果와 해석

위에 기술한 합병성과 분석을 다시 다각적 합병(6개기업)과 비다각적 합병(11개기업)으로 나누어 볼 때 각각에서 어떠한 재무적 성과차이가 있었는지 살펴보자 한다.

1) 流動性 分析

合併成果에 대한 實證研究

〈표 3-7〉 합병형태별 유동성 성과표 (다각=6, 비다각=11)

| 분류항목 | | 다각적합병 | | 비다각적합병 | |
|-----------------|----------------------------|---|---|---|--|
| | | 유동비율 | 당좌비율 | 유동비율 | 당좌비율 |
| 실험집단 | 합병전평균치 합병후평균치 | 107.075 99.103 | 72.962 64.137 | 137.535 107.898 | 73.305 63.271 |
| 통제집단 | 합병전평균치 합병후평균치 | 123.574 92.54 | 90.983 61.785 | 137.700 115.320 | 77.019 70.137 |
| 실험집단 (후-전) | 평균차 t-value Wilcoxon | -7.971 -0.582(0.5852) -3.500(0.5625) | -8.825 -0.749(0.4871) -4.500(0.4375) | -29.636 -1.706(0.1186) -18(0.1230) | -10.034 -0.970(0.3547) -8(0.5195) |
| 통제집단 (후-전) | 평균차 t-value Wilcoxon | -31.034 -2.214(0.0777) -8.500(0.0938) | -29.198 -2.266(0.0728) -7.500(0.1563) | -22.379 -1.062(0.3129) -1.500(0.2061) | -6.881 -0.472(0.6468) -9(0.4648) |
| 합병성과 (실험-통제) | 평균차 t-value Wilcoxon | 23.062 2.730(0.0413) 1.150(0.6225) | 20.372 1.886(0.1178) 1.990(0.1563) | -7.257 -0.253(0.8052) -0.274(0.8984) | -3.152 -0.187(0.8552) -0.160(0.9658) |

〈표 3-7〉을 보면 유동비율의 경우 다각적 합병의 경우 합병후에 재무적성과가 통계적으로 유의한 수준에서 재무적 성과가 발생하였다. 한편 당좌비율에서는 다각적합병과 비다각적합병 모두 통계적으로 유의한 수준에서 재무적 성과가 발생하지 않았다.

2) 레버리지 分析

〈표 3-8〉 합병형태별 레버리지 성과표 (다각=6, 비다각=11)

| 분류항목 | | 다각적합병 | | 비다각적합병 | |
|-----------------|----------------------------|--|--------|--|--------|
| | | 자기자본비율 | 자기자본비율 | 자기자본비율 | 자기자본비율 |
| 실험집단 | 합병전평균치 합병후평균치 | 28.239 22.362 | | -3.152 -0.187(0.8552) 1(0.9658) | |
| 통제집단 | 합병전평균치 합병후평균치 | 27.701 23.695 | | 35.731 28.562 | |
| 실험집단 (후-전) | 평균차 t-value Wilcoxon | -5.876 -1.352(0.2342) -6.500(0.2188) | | 25.826 1.069(0.3101) 7(0.5771) | |
| 통제집단 (후-전) | 평균차 t-value Wilcoxon | -4.005 -0.828(0.4449) -5.500(0.3125) | | -7.168 -1.424(0.1846) -14(0.2402) | |
| 합병성과 (실험-통제) | 평균차 t-value Wilcoxon | -1.870 -0.822(0.4483) -1.310(0.6875) | | 32.995 1.356(0.2047) 1.800(0.1230) | |

産業研究

〈표 3-8〉에서 보듯이 자기자본비율에서는 비다각적합병의 경우가 합병으로 인하여 증가하였으나 통계적 유의성이 없다.

3) 收益性 分析

〈표 3-9〉 합병형태별 수익성 성과표 (다각=6, 비다각=11)

| 분류 항 목 | | 다각적합병 | | 비다각적합병 | |
|-----------------|----------------------------|--|---|--|--|
| | | 총자본순이익률 | 자기자본순이익률 | 총자본순이익률 | 자기자본순이익률 |
| 실험집단 | 합병전평균치 합병후평균치 | 1.693 0.463 | -1.78667 -1.3925 | 2.650 -1.362 | 9.49 -8.682 |
| 통제집단 | 합병전평균치 합병후평균치 | 1.753 0.467 | 2.2175 -2.16083 | 1.593 -0.446 | 3.801 -75.685 |
| 실험집단 (후-전) | 평균차 t-value Wilcoxon | -1.230 -2.131(0.0862) -7.50(0.1563) | 0.394 0.070(0.9462) -2.5(0.6875) | -4.013 -1.044(0.3206) -8(0.5195) | -18.173 -1.596(0.1415) -17(0.1475) |
| 통제집단 (후-전) | 평균차 t-value Wilcoxon | -1.28583 -1.202(0.2830) -5.5(0.3125) | -4.378 -4.946(0.0043) -10.5(0.0313) | -2.040 -1.191(0.2611) -9(0.4648) | -79.487 -1.446(0.1787) -7(0.5771) |
| 합병성과 (실험-통제) | 평균차 t-value Wilcoxon | 0.055 0.052(0.9600) 0.15(1.0000) | 4.772 0.778(0.4715) 0.515(0.8438) | -1.972 -0.493(0.6326) -0.4(0.7646) | 61.315 1.162(0.2721) 0(1.0000) |

〈표 3-9〉를 보면 수익성비율에 있어서 다각적합병의 경우와 비다각적합병의 경우 모두 재무적 성과가 없었다.

4) 活動性 分析

〈표 3-10〉 합병형태별 활동성 성과표 (다각=6, 비다각=11)

| 분류 항 목 | | 다각적합병 | | 비다각적합병 | |
|-----------------|----------------------------|--|--|--|--|
| | | 총자본회전율 | 재고자산회전율 | 총자본회전율 | 재고자산회전율 |
| 실험집단 | 합병전평균치 합병후평균치 | 1.054 0.94 | 9.131 7.980 | 1.026 1.449 | 6.695 8.196 |
| 통제집단 | 합병전평균치 합병후평균치 | 1.111 1.12 | 8.356 10.147 | 1.130 1.064 | 5.548 6.034 |
| 실험집단 (후-전) | 평균차 t-value Wilcoxon | -0.114 -1.940(0.1100) -7.5(0.1563) | -1.150 -0.643(0.5482) -1.5(0.8438) | 0.423 0.983(0.3487) -2(0.8984) | 1.501 0.540(0.6004) -12(0.3203) |
| 통제집단 (후-전) | 평균차 t-value Wilcoxon | 0.008 0.106(0.9194) -0.5(1.000) | 1.790 0.864(0.4267) 1.5(0.8438) | -0.066 -1.010(0.3362) -8.5(0.4805) | 0.485 0.940(0.3693) 9(0.4648) |
| 합병성과 (실험-통제) | 평균차 t-value Wilcoxon | -0.122 -1.641(0.1616) -1.775(0.1563) | -2.94167 -0.910(0.4045) -0.5(1.0000) | 0.49 1.101(0.3360) 1.002(0.8984) | 1.015 0.349(0.7342) 0.12(0.3203) |

合併成果에 대한 實證研究

〈표 3-10〉에서 보듯이 활동성비율에서 다각적합병의 경우와 비다각적합병의 경우 모두 재무적 성과가 발생하지 않았다.

5) 成長性 分析

〈표 3-11〉 합병형태별 성장성 성과표 (다각=6, 비다각=11)

| 분류항목 | | 다각적합병 | | 비다각적합병 | |
|-----------------|----------------------------|--|--|---|---|
| | | 총자산증가율 | 매출액증가율 | 총자산증가율 | 매출액증가율 |
| 실험집단 | 합병전평균치 합병후평균치 | 13.912 15.503 | 11.566 13.395 | 14.631 11.563 | 6.797 4.614 |
| 통제집단 | 합병전평균치 합병후평균치 | 23.621 15.32 | 10.105 6.966 | 11.125 14.129 | 6.981 9.026 |
| 실험집단 (후-전) | 평균차 t-value Wilcoxon | 1.590 0.265(0.8015) 1.5(0.8438) | 1.828 0.164(0.8755) -0.5(1.0000) | -3.068 -0.491(0.6335) -17(0.1475) | -2.183 -0.386(0.7073) -7(0.5771) |
| 통제집단 (후-전) | 평균차 t-value Wilcoxon | -8.301 -1.209(0.2805) -5.5(0.3125) | -3.139 -0.441(0.6775) -2.5(0.6875) | 3.003 0.4123(0.6890) 3(0.8311) | 2.044 0.353(0.7313) 4(0.7646) |
| 합병성과 (실험-통제) | 평균차 t-value Wilcoxon | 9.892 1.325979(0.2422) 1.550(0.3125) | 4.967 0.604(0.5718) 0.635(0.5625) | -6.072 -0.578(0.5755) -0.49(0.4648) | -4.227 -0.584(0.5721) -0.67(0.5771) |

〈표 3-11〉에서 보듯이 성장성비율의 경우도 합병으로 인하여 다각적합병과 비다각적합 병 모두 재무적 성과가 발생하지 않았다.

6) 市場價值 分析

〈표 3-12〉 합병형태별 시장가치 성과표 (다각=6, 비다각적=11)

| 분류항목 | | 다각적합병 | | | 비다각적합병 | | |
|-----------------|----------------------------|---|--|--|---|---|---|
| | | EPS성장을 | PER | PBR | EPS성장을 | PER | PBR |
| 실험집단 | 합병전평균치 합병후평균치 | 50.283 -313.358 | 25.275 46.958 | 1.236 2.375 | 61.977 -129.173 | 17.740 30.354 | 1.218 10.863 |
| 통제집단 | 합병전평균치 합병후평균치 | 4.584 -0.792 | 43.015 27.175 | 1.507 1.246 | -424.231 -90.721 | 16.154 6.723 | 0.881 1.081 |
| 실험집단 (후-전) | 평균차 t-value Wilcoxon | -363.642 -1.487(0.1970) -7.5(0.1563) | 21.683 1.402(0.2196) 6.5(0.2188) | 1.138 0.980(0.3717) 2.5(0.6875) | -191.15 -0.991(0.3449) -7(0.5771) | 12.613 1.367(0.2014) 12(0.3203) | -0.131 -0.77(0.4589) -7.5(0.5352) |
| 통제집단 (후-전) | 평균차 t-value Wilcoxon | -5.376 -0.120(0.9089) 3.5(0.5625) | -15.84 -0.751(0.4863) 1.5(0.8438) | -0.260 -0.637(0.5518) -0.5(1.0000) | 333.510 0.954(0.3624) -8(0.5195) | -9.430 -1.787(0.1041) -19(0.1016) | 0.2 0.988(0.3461) 8(0.4473) |
| 합병성과 (실험-통제) | 평균차 t-value Wilcoxon | -279.593 -1.061(0.3371) -1.25(0.6875) | 48.324 2.032(0.0478) 1.178(0.1563) | 1.074 0.995(0.3652) 0.755(0.6875) | -567.573 -1.593(0.1421) -1.733(0.226) | 16.153 1.826(0.0977) 2.20(0.37) | -0.154 -0.463(0.6528) -0.66(0.5195) |

〈표 3-12〉에서 보듯이 주당순이익성장률은 다각적합병과 비다각적합병 모두 재무적 성과가 없었다. 그러나 주가수익비율의 경우 다각적합병의 경우 5%유의수준에서 재무적 성과가 발생하였고 비다각적합병의 경우 10%유의수준에서 재무적성과가 발생하여 다각적합병의 경우가 더욱 큰 재무적 성과가 발생하였다. 주가순자산비율의 경우는 다각적합병과 비다각적합병의 경우 모두 재무적 성과가 발생하지 않았다.

IV. 結論

1. 研究의 要約

(1) 合併企業 全體의 成果差異

합병후의 성과 측정을 위해서 합병기업들의 재무비율을 사용하였다. 본 연구에서는 流動性, 레버리지, 收益性, 活動性, 成長性, 市場價值비율로 구분하여 12가지 재무비율을 대상으로 하였다. 분석결과를 보면 유동성비율, 레버리지비율, 수익성비율, 활동성비율, 성장성비율에서 합병으로 인하여 재무적 성과가 발생하지 않았으며 시장가치비율의 주가수익비율(PER)만이 통계적으로 유의적인 재무적 성과가 발생하였다. 국내·외의先行研究들에서는 합병으로 인하여 유동성, 수익성, 활동성에서 재무개선효과가 있는 것으로 나타났으나 본 연구에서는 시장가치비율의 주가수익비율만이 재무적 성과가 나타났다.

(2) 多角的 合併과 非多角的 合併間의 成果差異

본 연구에서 선정한 총 17개의 표본기업들을 다각적 합병(6개 기업)과 비다각적 합병(11개 기업)으로 나누어 합병형태별로 재무적 성과를 측정해 보았다. 분석결과를 보면 유동성비율의 유동비율과 시장가치비율의 주가수익비율을 제외하고는 나머지 재무비율들에서는 합병 형태별로 재무적 성과에 차이가 발생하지 않았다. 유동비율과 주가수익비율의 경우에 다각적 합병이 통계적으로 유의한 수준에서 더 큰 재무적 성과가 나타났다.

이상과 같이 우리나라의 기업합병에서 합병성과가 나타나지 않은 이유를 살펴보면 본 연구에서 사용한 표본기업 선정상의 한계점과 합병성과 측정방법상의 한계점을 감안하더라도 우리나라의 기업합병의 경우 정부 주도형의 경제운용정책, 외형기준의 여신관리제도, 부실기업정책 등에 영향을 받아서 타율적이고 비경쟁적으로 이루어져 왔으며 대규모 기업 및 계열기업을 중심으로 부실기업 정리와 산업구조조정의 목적으로 행한 경우가 많았다. 따라서 우리나라 합병기업들의 표면적으로 가장 대표적인 합병동기인 재무개선효과

合併成果에 대한 實證研究

보다는 計量화할 수 없는 다른 동기들이 많이 작용했을 것으로 판단된다. 그리고 피합병 기업의 재무상태가 좋지 않은 경우가 많아서 합병으로 인하여 오히려 합병 직후에는 합병기업의 재무비율이 악화되었을 것으로 생각된다.

2. 本 研究의 限界 및 앞으로의 研究 方向

본 연구가 가지는 한계점과 앞으로의 방향을 제시하자면 다음과 같다.

첫째, 發生主義에 의한 재무비율들이 기업의 가치를 나타내는 정확한 尺度가 아니라는 비판이 가능하며 우리나라 기업들이 공시한 재무제표의 정보가 다소간의 왜곡을 포함하고 있다는 비판이 가능하다.

둘째, 합병으로 인한 자료의 시간적 변화를 축소하기 위하여 합병 연도를 기준으로 합병 전·후 2년간의 재무제표를 분석하였는데 합병기업들의 재무적 성과가 장기간에 걸쳐서 발생된다고 한다면 본 연구가 한계점을 지니게 될 수 밖에 없다.

셋째, 본 연구는 합병기업들의 재무비율들의 平均值를 가지고 분석한 것으로서 개개의 기업별로 재무적 성과를 누리는 기업들이 존재함에도 불구하고 일부 재무상태가 많이 악화된 기업들에 의해 그 성과가 희석되게 반영될수 있었다는 비판이 가능하다.

앞에서 언급한 우리나라의 기업합병의 배경과 본 연구의 한계점에 기인하여 합병으로 인한 정확한 재무적 성과를 측정하기에 어려웠다고 본다. 그러나 1997년말 外換危機 이후 우리나라 기업들은 새로운 국면에 접어들게 되었고 점차 기업 스스로의 경영 전략적 측면에서의 합병이 증가하리라 기대가 되며 관련법규 개정이나 대외적 환경이 이를 뒷받침하고 있다.

앞으로의 연구에서는 표본을 상장기업 뿐이 아니라 비상장기업으로까지 넓히고 합병기업만이 아니라 피합병기업의 성과를 측정해 보는게 바람직하다고 여겨진다. 표본의 수와 범위를 넓혀서 합병기업을 규모별로 나누어 합병성과를 측정해 보는 것도 바람직하고 發生主義에 의한 재무제표 분석과 병행하여 現金主義에 의한 현금흐름의 관점에서 접근을 시도해 보는 것도 의미가 있을 것으로 본다. 마지막으로 합병기업들에 대응한 비합병기업들로 구성된 통제집단의 선정에도 보다 합리적인 방법을 강구해 보아야 할 것이다.

参考文献

- 김지수, 노택환, 기업의 합병·매수론 : M&A의 경제적, 경영적 연구, 영남대학교 출판부, 1994.
- 김광남, 기업합병 성과와 재무적 특성, 충남대학교 대학원 박사학위 논문, 1992.
- 김정홍, 기업매수 합병에 관한 연구, 관동대학교 행정대학원 석사학위 논문, 1995.
- 박대현, 기업합병의 시너지효과에 대한 실증적 연구, 서울대학교 대학원 석사학위 논문, 1997.
- 박정식, "현대 재무관리", 다산출판사, 1994.
- 선우석호, "기업합병·매수와 구조개편", 법문사, 1997.
- 이석규, 한국 기업합병의 동기와 성과에 관한 실증적 연구, 연세대학교 대학원 박사학위 논문, 1989.
- 최상덕, 기업합병의 성과 및 성과원인변수에 관한 실증적 연구, 세종대학교 대학원 박사학위 논문, 1991.
- 최의주, 합병이 기업의 재무비율에 미치는 영향에 관한 실증적 연구, 경희대학교 대학원 석사학위 논문, 1997.

- Jensen, M. C., "Agency cost and Free cash flow, Corporate Finance and Takeovers", American Economic Review, 76 (May 1986)
- Kelly, E. M., "The Profitability of Growth through Merger", The Pennsylvania State University park, 1967.
- Lang, L. H., Stultz, R. M. and Walkling R. A., "Managerial Performance, Tobin's q, and the Gains from Successful Tender Offer," Journal of Financial Economics, 24, 1989.
- Singh, A., "Takeover, Relevance to the Stock Market and the Theory of the Firm", Cambridge, 1971.
- Stapleton R. C., "Mergers, Dept Capacity and the Valuation of Corporate Loans", Mergers and Acquisition, 1982.
- Stevence, Donald L., "Financial Characteristics of Merged Firm : A Multivariate Analysis", Journal of Financial and Quantitative Analysis, 8 March, 1973.

合併成果에 대한 實證研究

Yasuo Hosshino, "The Performance of Corporate Mergers in Japan,
"Journal of Business Finance and Accounting, Vol. 9 No. 2,
1982.

ABSTRACT

An Empirical Study on Performance of M&A

Han, Kwang-Sik · Kim, Jin-Seok

The purpose of this study attempted to have empirical analysis on financial performance of our listed enterprises on the basis of comparison between its financial status before and after M&A in Korea. Twenty four listed enterprises which underwent M&A from 1986 to 1995 were organized as a test group and another group of 24 enterprises were made into a control group and by means of paired sample difference in average between two groups during the period of 2 years before the M&A and 2 years thereafter was computed and then net M&A effect was produced by deducting difference in average between the test group and control group and resulting figures were subjected to t-test and Wilcoxon Signed-Rank Test.

As a result of this study it could be discovered that enterprises in Korea which underwent M&A did not show significant difference in any financial performance after M&A but only showed significant difference in performance in market value ratio and earning ratio for stocks (PER).

Also based on M&A types any significant improvement in financial performance appeared more frequently with conglomerate M&A than with non-conglomerate case solely in quick ratio and net sales growth ratio but there was no significant difference in performance in terms of financial ratio. From this study it was possible to confirm that there was no significant difference in financial performance through M&A of

合併成果에 대한 實證研究

our enterprises but some difference in stock earning ratio (PER) thus showing that our enterprises which went through M&A are receiving positive appraisal from our capital market. And it was also discovered that while there was no significant difference in financial performance when analysis on the basis of M&A types but some significant financial performance in terms of quick ratio net sales growth ratio in conglomerate M&A.

