

# 다각화 디스카운트의 성장동력 변수로서의 자기자본수익률

김 병 진 (인하대학교)

정 진 영 (인하대학교)

## < 요약 >

본 논문은 2001년부터 2012년까지 KOSPI시장 1,305건의 합병공시를 대상으로 사건연구 방법을 통해 비관련 다각화 합병의 경우 Diversification premium과 Diversification discount의 존재유무를 확인하여 기업의 합리적인 의사결정에 따른 다각화합병의 성장동력변수를 인수기업의 재무적 특성변수에서 찾고자 하였다. 기업은 다각화전략을 통하여 성장을 도모하려는 경향이 있기 때문에 이러한 성장동력 요인이 다각화합병의 동기가 될 수 있음을 제기하였다. 성장율(Growth rate)은 내부유보율(b)\*자기자본수익률(ROE)로 나타낼 수 있으며, 이에 따라 본 연구에서는 자기자본수익률을 성장동력변수로 보고 기업의 성장동력과 다각화 효과가 어떤 관계를 갖는지를 분석하였다. 그 결과 KOSPI시장에서 다각화합병은 Diversification effect에 있어서 Diversification Premium 보다 Diversification Discount가 훨씬 강하게 나타나고 있음에도, 성장율함수의 파라메타인 자기자본수익률이 높은 기업들이 다각화합병을 할 때에는 그 시너지 효과가 매우 커서 시장에서 높은 초과수익률을 올리고 있음을 발견하였다. 이는 자기자본수익률이 한국 시장의 다각화 디스카운트를 극복할 수 있는 좋은 성장동력 변수가 될 수 있음을 최초로 증명한 것이다.

한편, 다국적합병(multinational M&As)에 있어서는 한국기업이 외국기업을 인수한 경우 공시효과가 긍정적으로 나왔으나 자기자본수익률과의 교차회귀분석에서는 일부 유의적인 음(-)의 관계를 보이고 있음을 발견하였다. 또한, Moeller, Schlingemann, and Stulz(2004), 변지호, 안소림(2007)의 연구결과와 같이 본 연구에서도 소규모 합병기업에 대한 시장반응이 대규모 합병기업에 비해 크게 나타나 최근까지도 합병 인수기업의 규모효과는 존재함을 알 수 있었으며, 이러한 규모효과는 자기자본수익률에 따라 다르게 나타나지는 않았다.

핵심단어 : 합병, 다각화, 다각화디스카운트, 다국적합병, 규모효과

## 1. 서론

자유경쟁체제하에 살고 있는 우리는 좀 더 나은 삶을 위해 또는 남에게 뒤처지거나 도태되지 않고 무한한 경쟁사회에서 승자의 위치를 지키기를 추구하며 이를 위해 개인의 역량을 강화하는 방안으로 동맹과 분열을 한다. 경제주체의 일원인 기업 또한 자유경쟁시장에서 시장원리에 따라 더 많은 이윤을 추구하고 혁신을 증가시킨 경쟁력 있는 기업만이 시장을 장악하고 부실기업은 시장에서 도태되어 소멸한다. 이러한 부실기업의 도태와 소멸은 자유경쟁시장원리에서 정화효과를 가져와서 보다 효율적인 자원배분을 유도하고 있다. 그러나 성장 동력은 부족하지만 여유자금이 풍부하거나, 우수인력과 기술을 갖추었지만 관리능력이 취약한 기업의 도태와 소멸은 주주의 부 뿐만 아니라 이해관계자의 부, 채권자의 부 등 경제 전체적인 부의 감소를 초래한다. 이러한 경우 자원의 효율적인 재배치의 수단으로 기업의 인수합병(M&A)은 외부자원의 활용으로 시너지를 창출할 수 있는 기회를 제공한다.

기업의 합병은 기존의 사업영역과는 전혀 다른 새로운 사업영역에 진출하는 다각화합병과 기존의 사업과 관련이 있는 사업에 진출하는 비다각화합병이 있다. 관련분야로의 비다각화합병은 기존의 자금, 인력, 설비, 기술 등 기업의 자원을 보다 효율적으로 활용할 뿐만 아니라 기존의 사업분야와 시너지를 창출하여 기업가치극대화에 이바지 할 수 있다. 한편, 기존의 사업영역과는 전혀 다른 새로운 사업영역으로의 다각화합병은 기업의 경기순환 사이클로부터 안정적인 사업을 영위할 수 있게 하여 산업의 시장 위험을 분산시키는 사업경영상의 이점이 있다는 점에서 합리적인 의사결정에 따른 다각화합병은 기업이 다양한 영역에서 범위의 경제를 누릴 수 있도록 해준다는 의미에서 기업의 훌륭한 성장 도구가 된다.

이러한 이점에도 불구하고 M&A를 통한 다각화전략은 비다각화 합병에 비해 더 낮은 가격에 거래되는 다각화디스카운트가 많은 나라에서 발생하고 있으며 그 부정적인 효과에 기존 연구들이 초점을 맞추고 있다<sup>1</sup>. 서구의 많은 실증연구에서는 다각화기업에 대해 Conglomerate discount<sup>2</sup>의 발생을 보고하고 있으며, 특히 선진자본시장에서의

---

<sup>1</sup> One prominent view is that diversification destroys value because of agency problems or internal investment distortions (Akbulut and Matsusaka, 2010).

<sup>2</sup> 복합기업의 주식 할인 : 업종이 다른 기업 간의 결합으로 이루어진 복합기업의 주식은 각 사업이 별개의 사업체로 존재할 때의 주식가치의 합산보다 낮다.

기업의 다각화전략은 기업가치에 부정적인 영향을 미친다는 결론을 보고하고 있고, M&A 또한 인수기업의 수익률이 합병 전에 비해 합병 후가 더 낮으며 수익성 개선이 미미한 수준에 그친다는 보고를 하고 있다. 그럼에도 불구하고 국내외적으로 기업의 다각화전략의 일환인 M&A는 지속적으로 증가하고 있으며, KOSPI시장에서는 2000년 이후 기업 인수합병의 급격한 증가세를 보이고 있다.

이에 본 논문은 기업의 다각화전략의 일환인 다각화합병이 실질적으로 기업의 가치와 주주의 부를 증가시키는 목적에 적합한가에 대해 KOSPI시장의 M&A 공시시점을 기준으로 인수기업의 재무적 특성과 다각화합병 및 M&A의 집단적 특성이 초과수익률에 미치는 영향을 재규명하고 KOSPI시장에서 다각화합병이 Diversification effect에 있어 Diversification premium과 Diversification discount의 존재유무를 확인하여 다각화합병의 성장동력변수를 인수기업의 재무적 특성변수에서 그 원인을 찾고자 노력하였다. 그 결과 다각화합병은 KOSPI시장에서 Diversification discount가 훨씬 강하게 나타나고 있는 것을 확인하였으나, 성장률 함수<sup>3</sup>의 파라메타인 자기자본수익률이 높은 기업들이 다각화합병을 할 때에는 시너지 효과가 더욱 커서 시장에서 높은 초과수익률을 올리고 있어 자기자본수익률이 합병에 있어 Diversification discount를 뛰어 넘을 수 있는 좋은 성장동력변수가 될 수 있음을 발견하였다.

한국 시장에 있어서 Diversification premium보다 Diversification discount가 훨씬 강하게 나타나고 있음을 보여주는 것은 새로운 산업으로의 진입장벽이 그만큼 높다고 해석할 수 있다. 그러나 재무적 특성변수인 자기자본수익률과의 교차회귀분석 결과 자기자본수익률이 높은 기업은 수익성이 좋은 새로운 투자기회들을 계속 확보하여 다각화합병에 있어서도 경제적 성장을 꾀하며 이를 통해 주주부의 극대화를 창출한다는 것을 알 수 있었다. 따라서 본 연구는 다각화합병에 있어서, 성장동력변수인 자기자본수익률이 다각화디스카운트를 뛰어넘을 수 있는 좋은 원동력이 될 수 있음을 시사하고 있다.

본 논문은 다음과 같이 구성되어 있다. 제2장에서는 국내외 M&A의 시장반응에 대한 선행연구를 살펴보고, 제3장에서는 연구방법 및 분석에 사용된 데이터를 검토한다. 제4장에서는 실증 분석과 연구 결과에 대한 분석을 하고, 마지막 제5장은 본 연구를

---

<sup>3</sup> 성장률 함수(g) = 내부유보율(b) \* 자기자본수익률(ROE)

요약하고 결론을 제시한다.

## 2. 선행연구의 고찰

### 2.1 M&A 및 다각화합병의 시장반응에 대한 국외연구

기업의 국내외 M&A에 있어 피인수기업의 주주가 유의한 양의 초과수익률을 얻는다는 사실은 선행연구에서 확인되었다. Jensen and Ruback(1983)은 이전의 선행연구를 종합한 결과, 피인수기업 주주는 합병의 경우 20%, 공개매수의 경우 30%의 누적초과수익률을 실현한다고 보고하였다. 이러한 현상은 북미나 유럽뿐만 아니라 그 밖의 나라에서도 밝혀지고 있고 또한 다국적 인수합병에서도 보고되고 있다. 따라서 피인수기업의 주주가 기업의 특성, 국적, 업종, 시간 등에 무관하게 초과수익을 얻는 사건임에는 별다른 의견이 없다고 하겠다. 이에 반해 인수합병이 인수기업의 주주에게 미치는 영향은 기업의 재무적 특성에 따라 양(+)과 음(-)의 초과수익률을 보여주는 결과가 혼재되어있다.

더구나 다각화합병은 이론적, 실증적으로 상반된 주장을 제시하고 있는데. 부정적 견해로는, Levy and Sarnat(1970)가 완전자본시장하에서 주주들은 스스로 분산투자를 통해 위험을 감소시킬 수 있으므로 다각화합병이 주주에게 이득이 될 수 있다는 견해는 설득력이 없다고 하였으며, Larcker(1983), Morck Shleifer and Vishny(1990)은 실증분석을 통해 인수기업의 경영자가 주주부의 희생하에 자신의 통제하에 있는 자산을 확대하거나 자산의 위험분산을 위해 다각화합병을 추구한다는 결과를 제시하였다. 다각화합병의 긍정적 견해로는, Diamond and Verrecchia(1982)가 정보불균형 하에서 주주들이 경영자의 노력을 관찰할 수 없는 경우 다각화합병은 기업위험을 감소시킬 수 있다고 보고하고 있으며, Stoughton(1988), Ranakrishnan and Thakor(1988), Aron(1988) 등도 다각화합병에 따른 기업고유위험 감소 또는 대리비용 감소로 인수기업 주주들에게 이득이 된다고 하였다. Akbulut and Matsusaka (2010)은 57년간의 미국의 합병 데이터 분석을 통해 인수기업과 피인수기업의 수익률을 종합적으로 살펴본 결과 diversification premium이 나타난다고 주장하였으며, Mitton and Vorkink(2010)은 1977년부터 2003년까지의 미국의 diversification discount를 가지는 기업을 분석한 결과 이러한 기업들은 주주들에 대한 보상 차원에서 더 높은 기대수익률을 가지려고 한다고 주장하고 있다. 이렇듯 다각화 합병이 주주부에 미치는

영향에 대해서는 혼재된 결과가 존재하며 diversification discount와 diversification premium을 야기하는 기업의 재무적인 특성은 아직 뚜렷하게 밝혀진 바가 없다.

인수합병의 재무적, 집단적 특성변수에 따라 인수기업 주주에 미치는 공시효과를 실증 분석한 연구들을 살펴보면, Maqieira et al.(1998)은 다각화합병보다 비다각화합병에서 초과수익률이 더 크다고 밝혔고, Moeller et al.(2004)은 12,023건의 합병 공시에 대하여 인수기업의 시장반응을 분석하여 인수기업 규모에 따라 합병공시 주주의 부에 미치는 영향이 다르다는 것을 발견하여 이를 "규모효과(Size effect)"로 제시하였다. 이들은 인수기업의 규모에 따라 합병공시로 인한 초과 수익률의 부호가 다르게 나타난다고 주장하였는데, 규모가 작은 기업은 양(+)의 초과수익률을 보이고 규모가 큰 기업은 음(-)의 초과수익률을 보인다고 주장하였다. 한편 Shleifer and Vishny(2003)은 1990년대의 M&A와 그 이전 1980년대의 M&A는 같은 성격으로 일반화하여 규정하기에는 어려움이 있다고 지적하고 있으며, Faccio et al.(2006)의 서유럽 17개국을 대상으로 한 연구에서는 국가나 시기를 막론하고 피인수기업이 비상장기업이고 인수기업 규모가 작을수록 인수기업 주주의 부가 증가한다고 주장하였다. 이로써 M&A의 성공여부, 시기, 합병의 방법, 목적, 기업의 규모와 상장여부 등에 따라 인수기업 주주에 미치는 공시효과가 상이함을 알 수 있다. 또한 합병의 공시 효과에 대한 연구는 연구의 대상이 되는 표본 기간이나 분석에 사용된 연구방법에 따라서 일치된 결론을 보이지 못하고 있다는 것을 알 수 있다.<sup>4</sup>

## 2.2 M&A 및 다각화합병의 시장반응에 대한 국내연구

M&A공시효과에 관한 대부분의 국내 연구는 외국의 경우와는 달리 피인수기업 뿐만 아니라 인수기업 또한 양(+)의 공시초과수익률을 얻는다고 보고하고 있다. 공시효과의 원인에 관한 연구로서, 국내 M&A연구의 효시라고 할 수 있는 장영광(1985)은 1984년 이전의 합병에서 피인수기업 9.7% 인수기업은 4.2%의 초과수익률을 얻는다고 보고하고, 송영균과 주상룡(1997)은 1980년대 인수기업의 공시효과가 양(+)임을 보였으나 공시초과수익률이 합병후 비정상 현금흐름수익률과 유의적인 관계가 없었음을 근거로 M&A시장이 비효율적일 가능성이 있음을 제시하였다.

---

<sup>4</sup> 인수합병의 동기이론 요약 : 시너지효과 이론 Jensen and Ruback(1983), 저평가이론 Bradley, Desai, and Kim(1983), 시장지배력 이론 Eckbo(1983), 대리인 이론 Jensen(1986), 경영자의 Hubris이론 Roll(1986), 경영효율성 이론 Anslinger and Copeland(1996), 정보불균형으로 인한 주식시장의 평가오류 때문이라는 Shleifer and Vishny(2003) 등이 있다.

강준구(1998)는 동종산업간 비다각화합병과 비재벌기업간의 합병에서 공시효과가 유의적으로 더 컸으며, 공시일의 초과수익률은 합병전의 경영성과, 피인수기업의 상대적 규모와 정(+)의 관계라는 것을 밝혀내었다. 김위생, 서점식(2000)은 전체 합병기업의 공시효과는 양(+)의 초과수익률을 얻지만 피인수기업이 상장회사인 경우에는 초과수익률을 발견하지 못했다고 하여 외국처럼 피인수기업의 상장여부가 합병성과에 영향을 미칠 가능성을 제시하였다. 또한 김희석, 조정식(2002)은 합병기업의 공시전 부채비율이 높고, 30대 재벌 소속기업 간 합병에서, 그리고 외환위기 이후인 경우에 공시효과가 더 컸다고 하였다.

기업지배구조와 합병 성과의 관계에 대한 연구로서는 강준구 외 2인(2001)<sup>5</sup>이 재벌기업의 M&A공시효과를 분석한 결과, M&A는 기업가치를 증가시키지만 30대 재벌기업의 합병은 기업가치를 증가시키지 못하는 이유로 심각한 대리인문제의 가능성을 제시하였으며, 김동순과 김병선(2002)은 한국기업이 외국기업을 인수한 경우 공시효과가 부정적이고 특히 개도국 기업을 인수한 경우에 공시효과가 더 저조하다고 하였다. 그리고 조지호와 전상경(2004)은 기업지배구조가 합병기업의 초과수익률에 영향을 미치며 특히 외환위기 이후의 합병성과에서 외국인 지분율의 영향력이 증가했다고 밝혔다.

많은 국내의 합병 연구들이 국내 M&A시장의 여건이 크게 변화되기 전인 외환위기 이전의 거래를 주로 연구대상으로 삼았다면, 변진호, 안소림(2007)은 그 이후 시대인 1998년부터 2005년까지 264개의 합병공시를 분석한 결과를 보여주고 있다. 연구 결과 기업규모에 따라 초과수익률이 차이가 나는 규모효과(Size effect)를 국내에서도 확인하였으나 그 원인을 밝히지는 못하였다. 강효석과 김성표(2009a)는 합병 뿐 아니라 영업양수와 주식취득 방식에 의한 인수합병을 연구표본에 포함시켜 합병과 주식취득보다는 영업양수가, 관련인수합병보다는 비관련인수합병이, 계열보다는 비계열 인수합병에서, 그리고 인수기업이 소규모일수록 누적초과수익률이 유의적으로 더 높다고 보고하였다.

이와 같이 국내의 M&A관련 연구는 인수기업이 대부분 양(+)의 초과수익률을 가져오고 있으며 개별기업의 재무적 특성, M&A의 집단적 특성에 따른 차별적 영향을

---

<sup>5</sup> 강준구외 2인(2001)은 소유권과 경영권이 분리되어 있지 않고 소유경영자를 견제할 수 있는 기업지배구조가 제대로 존재하지 않는 상황에서 재벌기업의 소유경영자들이 개별 인수기업의 가치극대화보다는 재벌 전체의 외형적 확정이나 사적 이익의 추구를 위해 합병을 이용한다라고 시사함.

받는다는 것을 보고하고 있으나, 다각화전략으로서 다각화합병의 성장동력의 원인변수를 제대로 설명한 연구는 거의 없다고 하겠다. 따라서 본 논문은 KOSPI시장을 통하여 기업의 다각화전략의 일환인 M&A가 급격한 증가세를 보이기 시작한 2001년부터 최근(2012년)까지의 M&A공시자료를 통하여 인수기업의 재무적 특성변수와 M&A의 집단적 특성이 시장에 미치는 영향을 분석하고 KOSPI시장에서 다각화합병이 Diversification effect에 있어 Diversification premium과 Diversification discount의 존재유무를 확인하여 다각화합병의 성장동력변수를 찾아내는 데에 그 궁극적인 목적을 두었다.

### 3. 연구방법 및 표본

#### 3.1 연구방법

본 연구는 기업의 다각화전략의 일환인 다각화합병이 실질적으로 기업의 가치와 주주의 부를 증가시키는 목적에 적합한가에 대해 KOSPI시장의 합병공시 시점 인수기업의 초과수익률(Abnormal Return)을 통해 확인하고자 사건연구(event study)를 실시하였다. 또한 다각화합병 및 M&A의 집단적 특성에 따른 차별적인 시장반응을 살펴 보고자 단변량분석을 실시하였으며, 다각화합병이 Diversification effect에 있어 Diversification premium과 Diversification discount의 존재유무를 확인하여 다각화합병의 성장동력변수를 인수기업의 재무적 특성변수에서 규명하고자 교차변수를 통제변수로 사용하는 다중회귀분석을 실시하였다. 그리고 합병 이전의 점진적인 시장반응을 동시에 고려하기 위하여  $CAR(-1,1)$ ,  $CAR(-2,1)$ ,  $CAR(-3,1)$ ,  $CAR(-4,1)$ ,  $CAR(-5,1)$ 를 중점적 분석대상으로 하였다.

##### 3.1.1 초과수익률의 계산

본 연구에서 사용된 초과수익률(Abnormal Return)은 시장모형(market model)보다는 모수추정의 편의(bias)를 최소화할 수 있는 시장조정모형(market adjusted model)을 이용하였다. Bouwman et al.(2007)은 인수합병 공시가 여러 번 있었던 기업의 경우 시장모형의 모수추정기간에 또 다른 인수합병 공시가 겹쳐 추정결과에 편의(bias)가 생길 수 있기 때문에 시장모형에 의한 조정 대신 시장조정모형을 추천하고 있다.

$$AR_{i,t} = R_{i,t} - R_{m,t}$$

여기서

$AR_{i,t}$  : 개별주식  $i$ 의  $t$ 일의 초과수익률

$R_{i,t}$  : 개별주식  $i$ 의  $t$ 일의 실제수익률

$R_{m,t}$  :  $t$ 일의 시장지수 수익률

시장조정모형의 시장수익률은 KOSPI 지수수익률을 사용하였으며, 초과수익률(Abnormal Return)을 사건기간 동안 더하여 누적초과수익률(Cumulative Abnormal Return)을 구하였다. 본 연구는 KOSPI시장에서 M&A의 공시에 대한 시장반응을 보는 것이므로 공시일을 기준일로 초과수익률을 구하였다.

### 3.1.2 다각화합병 및 M&A의 집단적 특성에 대한 단변량 분석

본 연구에서는 다각화합병 및 M&A의 집단적 특성에 따른 차별적인 시장반응이 존재하는가를 살피고자 누적초과수익률을 검정변수로 하는 평균의 차이검정인  $t$ -검정을 실시하였다. 또한 모든  $t$ -검정은 이분산성을 가정하였다. 다각화여부별 시장반응은 이중산업간의 합병과 동종산업간의 합병을 기준으로 집단을 분류하여 평균의 차이검정을 실시 하였으며, M&A의 집단적 특성에 따른 분류로서는 다국적여부별, 기업규모별로 분류하였는데, 다국적여부별 시장반응은 외국기업인수여부를 기준으로 집단을 분류하여 집단간 차이검정을 실시하였고, 기업규모별 시장반응은 합병공시를 발표하기 직전연도 KOSPI시장에 상장된 모든 기업을 대상으로 시가총액을 평균하여 평균값을 기준으로 "대(L)", "소(S)" 집단으로 분류하였으며 검정변수인 누적초과수익률이 이러한 집단간에 차이가 존재하는지를 분석하였다.

### 3.1.3 시장반응에 대한 다중회귀분석

KOSPI시장에서 다각화합병 및 M&A의 집단적 특성에 따른 차별적인 시장반응을 살펴보고 다각화합병이 Diversification effect에 있어 Diversification premium과 Diversification discount의 존재유무를 확인하여 다각화합병의 성장동력변수를 인수기업의 재무적 특성변수인 자기자본수익률에서 규명해 보기 위하여, 먼저 합병공시 이전 시장의 점진적인 반응을 살펴보고자  $CAR(-1,1)$ ,  $CAR(-2,1)$ ,



CAR(-3,1), CAR(-4,1), CAR(-5,1)를 종속변수로 투입하였다. 인수기업의 재무적 특성변수로는 시가총액, 부채비율, 매출액수익률, 총자산회전율, EBITDA마진율, ROE, Tobin Q를, 다각화합병 및 M&A의 집단적 특성변수는 다각화합병더미변수, 다국적합병더미변수, 소규모기업합병더미 변수를, 다각화합병의 성장동력의 원인변수를 규명하기 위한 변수로는 자기자본수익률(ROE)을 사용하였으며 모형의 주요 특징은 다음과 같다.

첫째, <Model 1>은 KOSPI시장에서 인수기업의 재무적 특성이 인수기업의 주주의 부에 미치는 영향과 Diversification effect에 있어 Diversification premium과 Diversification discount의 존재유무 및 M&A의 집단적 특성에 따른 차별적 시장반응을 확인하기 위한 다중회귀모형식이다.

#### <Model 1>

$$CAR_i = \alpha_i + \beta_1 \text{Size} + \beta_2 \text{Leverage} + \beta_3 \text{Net Income/Sale} + \beta_4 \text{Total Asset Turnover} + \beta_5 \text{EBITDA margin} + \beta_6 \text{ROE} + \beta_7 \text{Tobin Q} + \beta_8 \text{Diver Dummy} + \beta_9 \text{Multi Dummy} + \beta_{10} \text{Size Dummy}$$

둘째, <Model 2>은 합병의 효과에 있어 인수기업의 재무적 특성변수인 자기자본수익률이 다각화합병의 효과, 국외합병, 규모효과에 영향을 미치는지를 알아보기 위하여 자기자본수익률을 교차변수로 한 다중회귀모형식이다.

#### <Model 2>

$$CAR_i = \alpha_i + \beta_1 \text{Size} + \beta_2 \text{Leverage} + \beta_3 \text{Net Income/Sale} + \beta_4 \text{Total Asset Turnover} + \beta_5 \text{EBITDA margin} + \beta_6 \text{ROE} + \beta_7 \text{Tobin Q} + \beta_8 \text{Diver Dummy} + \beta_9 \text{Multi Dummy} + \beta_{10} \text{Size Dummy} + \beta_{11} \text{Diver Dummy} * \text{ROE} + \beta_{12} \text{Multi Dummy} * \text{ROE} + \beta_{13} \text{Size Dummy} * \text{ROE}$$

이 회귀식에서 각 독립 변수들의 정의는 아래와 같다:

**Size(시가총액)** : 시가총액은 합병공시를 발표하기 직전년도 기말 KOSPI의 보통주

기말주가총액과 우선주 기말주가총액을 합하여  $\ln(\text{보통주기말주가총액} + \text{우선주 기말주가총액})$ 으로 측정하였다.

**Leverage(부채비율)** : 부채비율은 재무레버리지와 유동성을 대변하는 변수로서 합병공시를 발표하기 직전 연도 기말 재무제표상의 부채를 총자산으로 나누어 측정하였다.

**Net Income/Sale(매출액수익률)** : 일정기간 동안의 기업 전체의 경영활동에 따른 수익성을 나타내는 지표로서 합병공시를 발표하기 직전 연도 기말 재무제표상의 당기순이익을 매출액으로 나누어 측정하였다.

**Total Asset Turnover(총자산회전율)** : 기업의 자산을 얼마나 효율적으로 활용하는가를 나타내는 활동성지표로서 합병공시를 발표하기 직전 연도 기말 재무제표상의 매출액을 총자산으로 나누어 측정하였다.

**EBITDA margin(EBITDA마진율)** : 현금창출능력과 수익성을 대변하는 지표로서 합병공시를 발표하기 직전 연도 기말 EBITDA를 매출액으로 나누어 측정하였다.

**ROE(자기자본수익률)** : 자기자본수익률은 주주자본의 수익성을 나타내는 변수로서 합병공시를 발표하기 직전 연도 기말 재무제표상의 당기순이익을 자기자본으로 나누어 측정하였다.

**Tobin Q**: Q비율은 자산의 시장가치를 기업의 자산대체비용으로 나눈 값으로서 기업의 성과나 가치를 나타낸다고 할 수 있다. 본 연구에서는 Servaes(1991)의 연구에서와 같이 부채의 장부가치와 주식의 시장가치를 합한 값을 총자산으로 나누어서 Q비율을 구하였다.

**Diver Dummy(다각화합병더미)** : KOSPI시장에서 합병공시를 할 때 이중산업간의 합병이면 1, 그렇지 않으면 0으로 하였다.

**Multi Dummy(다국적합병더미)** : KOSPI시장에서 합병공시를 할 때 피인수기업이 외국기업이면 1, 그렇지 않으면 0으로 하였다.

**Size Dummy(소규모기업합병더미)** : KOSPI시장에 상장된 모든 기업을 대상으로 합병공시를 발표하기 직전 연도 기말 시가총액을 평균하여 평균보다 적으면 1, 그렇지 않으면 0으로 하였다.

**Diver Dummy\*ROE** : KOSPI시장에서 다각화합병에 있어서 다각화디스카운트의 성장동력을 규명하기 위한 변수로서 Diver Dummy에 ROE를 교차하여 측정하였다.

**Multi Dummy\*ROE** : KOSPI시장에서 다국적합병에 있어서 집단의 특성에 따른 시장반응의 원인변수를 규명하기 위해 Multi Dummy에 ROE를 교차하여 측정하였다.

**Size Dummy\*ROE** : KOSPI시장에서 규모효과(Size effect)를 규명하기 위한 변수로 Size Dummy에 ROE를 교차하여 측정하였다.

### 3.2 표본

본 연구의 표본은 2001년부터 2012년까지 KOSPI시장에서 기업의 다각화전략의 일환으로 M&A를 공시하고 그 효력이 발생한 비금융권 기업을 대상으로 SDC와 한국거래소(KRX)가 제공한 전체 1,318건중 사건일 전후로 주가수익률 자료를 수집할 수 없는 13건을 제외한 1,305개 사건을 표본으로 FnGuide가 제공하는 주가자료 및 재무자료를 이용하였다.

<표 1>은 KOSPI시장에서 M&A를 공시한 표본자료의 연도별 현황 및 다각화합병과 비다각화합병의 현황을 보여주고 있다. 다각화합병과 비다각화합병의 구분은 SDC가 제공하는 데이터자료의 정보항목중 Primary SIC Code를 NAICS Coed로 전환하여 앞자리 2개가 연속적으로 동일하면 다각화합병으로 그렇지 않으면 비다각화합병으로 구분하였으며 2001년부터 2012년까지 전체 표본 1,305건중 다각화합병은 575건이며 비다각화합병 730건이다. 또한 합병공시현황은 2006년을 기준으로 급격한 증가세를 보이고 있으며 <그림 1> "KOSPI시장의 연도별 M&A추이"에서 보여주듯이 다각화합병과 비다각화합병의 증감추이는 비슷하게 움직이고

있음을 알 수 있다.

<Table 1 around here>

<Figure 1 around here>

<표 2>은 표본전체의 분석대상 자료를 가지고 KOSPI시장에서 M&A를 공시한 시점을 사건 기준일로 하여 시장조정모형을 통해 구한 사건일 전후 (-10~+10)까지의 초과수익률과 누적초과수익률이다. 공시일 전후  $CAR(-10,1)$ 은 2.24%에서 공시일 전후  $CAR(-1, 1)$ 은 1.42%까지 통계적으로 유의하게 나타났다. 이는 기업의 다각화전략의 일환인 M&A가 인수기업의 주주의 부를 증가하는 것을 의미하며 선행연구 김희석과 조경식(2002), 장봉규와 정두식(2004), 변진호와 안소림(2007)와 일치되는 결과이다. <그림 2>은 공시일 전 10일부터 공시일 후 10일까지 인수기업의 초과수익률(AR)과 누적초과수익률(CAR)을 보여주는 그림이다. 인수기업의 초과수익률은 합병공시가 있기 약 5일 전부터 M&A에 대한 시장반응이 시작되고 그 효과는 인수합병 공시 후 10일까지도 지속적으로 유지된다. 본 논문에서는 공시이전 점진적인 시장반응을 동시에 고려하기 위하여  $CAR(-1,1)$ ,  $CAR(-2,1)$ ,  $CAR(-3,1)$ ,  $CAR(-4,1)$ ,  $CAR(-5,1)$ 를 중점적 분석대상으로 하였다.

<Table 2 around here>

<Figure 2 around here>

### 3.2.1 변수의 기술통계량

<표 3>는 KOSPI시장에서 2001년부터 2012까지 기업의 다각화전략의 일환으로 M&A를 공시하고 그 효력이 발생한 비금융권 기업의 표본 1,305개의 재무적 특성변수와 누적초과수익률에 대한 기술통계량이다. 종속변수의 누적초과수익률 평균은 1.4%~1.5%이며 독립변수의 재무적 특성변수들은 M&A공시 직전 연도 재무자료에 근거하였다. 또한 전체표본은 <표 3>에서 보듯이 1,305개로 결측값은 존재하지 않는다.

<Table 3 around here>

#### 4. 실증분석 결과

##### 4.1 다각화합병 및 M&A의 집단적 특성에 따른 인수기업의 재무적 특성(차이분석)

<표 4>는 KOSPI시장에서 다각화합병 및 M&A 집단적 특성에 따른 인수기업의 재무적 특성을 나타내고 있다. 다각화합병여부에 있어서는 다각화합병이 비다각화합병보다 부채비율이 유의적으로 높으며 다국적합병여부에 외국기업은 인수하는 경우가 유의적으로 시가총액과 총자산회전율은 높고 EBITDA마진율이 낮다. 기업규모에 있어서는 소규모기업이 ROE와 Tobin Q가 유의적으로 낮게 나왔다. 이로써 M&A의 집단적 특성 및 다각화합병에 따른 인수기업의 재무적 특성변수가 각각 달리 반응함을 확인할 수 있다. 표본에 있어서는 다각화합병이 574건, 비다각화합병이 731건으로 비다각화합병이 27.35% 높으며, 다국적합병여부에 있어서는 외국기업을 인수하는 경우가 222건, 국내기업을 인수하는 경우가 1,083건으로 국내기업을 인수하는 경우가 387.83% 높다. 기업규모에 있어서는 대규모기업이 453건, 소규모기업이 852건으로 소규모기업이 88.07% 높게 나타났다.

<Table 4 around here>

##### 4.2 다각화합병 및 M&A의 집단적 특성에 따른 시장반응(차이분석)

<표 5>는 KOSPI시장에서 다각화합병 및 M&A의 집단적 특성에 따른 시장반응을 t-test로 차이검증을 실시한 결과이다. Panel A는 다각화여부별 시장반응을 보여주고 있는데 다각화합병과 비다각화합병 모두 일관성 있게 유의적인(+)의 관계에 있으나, 비다각화합병이 다각화합병보다 유의적으로 누적초과수익률이 높다. 이는 Maquieria et al.(1998)의 비다각화합병이 인수기업 주가에 (+)의 초과수익률을 가져온다는 연구결과와 강준구(1998)의 한국 주식시장에서 동종산업간의 합병이 이종산업간의 합병보다 더 초과수익률이 높다는 연구결과와 일치한다. Panel B는 다국적여부별 시장반응을 보여주고 있는데 외국기업을 인수하는 다국적합병이 일관적으로 누적초과수익률이 크게 나타났으나 한 시점 CAR(-3,1)에서만 통계적으로 유의한 결과를 보이고 있다. Panel C는 기업규모별 시장반응을 보여주고 있는데 소규모기업이 대규모기업보다 유의적으로 일관성 있게 누적초과수익률이 높다. 이는

Moeller et al(2004)에 의한 인수기업이 소규모 일수록 인수합병 공시에 있어 초과수익률이 더 높다는 연구결과와 변진호와 안소림(2004)이 한국의 주식시장에서 인수합병 공시에 있어 소규모효과가 존재함을 실증분석한 결과와도 일치함을 보여주고 있다.

<Table 5 around here>

### 4.3 시장반응에 대한 다중회귀분석

<표 6>은 기업의 다각화전략으로써 다각화합병이 KOSPI시장에서 인수기업의 재무적 특성에 따른 인수기업의 주주의 부에 미치는 영향과 Diversification effect에 있어 Diversification premium과 Diversification discount의 존재유무 및 M&A의 집단적 특성에 따른 차별적 시장반응을 검증하고자 <Model 1>을 가지고 다중회귀분석을 실시한 결과이다. 회귀식의 Adj.  $R^2$  값과 F값이 초과수익률의 누적기간별로 통계적으로 매우 유의하게 나타나고 있고 설명력도 높은 것으로 나타났다. <표 6>에서 보는 바와 같이 누적초과수익률의 기간이 길수록 설명력과 F값이 크게 나타나고 있다.

먼저 <표 6>에서 인수기업의 재무적 특성변수가 인수기업의 주주에게 미치는 영향으로서 부채비율은 누적초과수익률에 있어 유의적으로 일관성 있게 정(+)의 관계를 보여주고 있는 것을 파악할 수 있다. 이는 채권자에게서 주주에게로의 부의 이전가설(expropriation wealth from bondholder)에 따른 합병전 피인수기업의 부채의존도가 낮고, 인수기업의 부채의존도가 높을수록 인수기업의 주주의 부에 더 큰 양(+)의 영향을 미친다는 가설을 지지하고 있다. 다음으로 주주자본의 수익성을 나타내는 자기자본수익률은 누적초과수익률에 있어 일관성 있게 유의적인 음(-)의 관계를 보여주는데 이는 자기자본이익률이 높은 기업들은 기업내 성장요인이 크기 때문에 비용이 큰 M&A를 선호하지 않는다는 의미이다. 이는 Lang, Stulz, Walking(1989)은 경영성과가 좋은 인수기업은 경영성과가 좋지 못한 인수기업 보다 합병에서 더 적은 이득을 본다는 연구결과와도 일치한다.

다음으로 Diversification effect에 있어 Diversification premium과 Diversification discount의 존재유무 및 M&A의 집단적 특성에 따른 차별적 시장반응을 검증을 위한 더미변수에서 다각화변수더미와는 유의적으로 일관성 있는

음(-)관계를, 다국적더미변수와 소규모기업더미변수와는 유의적으로 일관성 있는 정(+)의 관계를 보여주고 있는데, 다각화더미변수가 음(-)의 관계에 있다는 것은 KOSPI시장에서 다각화합병은 Diversification premium보다 Diversification discount가 훨씬 강하게 나타나고 있다는 증거를 보여 주고 있는데, 이는 다각화합병을 통한 기업의 다각화전략에 있어서 새로운 산업으로의 진입장벽이 그 만큼 높으며 시너지효과는 장기간에 걸쳐 나타난다 라고 해석할 수 있다. 또한 사업다각화는 경영주로 하여금 자신의 특화된 능력을 발휘할 고유영역을 벗어나게 함으로써 자신의 경영능력을 제대로 발휘하지 못 하게하여 기업가치에 부정적 영향을 미친다는 Berger and Ofek(1995), Servaes(1996), Lins and Servaes(1997)의 연구결과가 KOPIS시장에도 존재함을 확인할 수 있다. 그리고 다국적합병은 양(+)의 관계에 있는데 이는 김동순, 김병선(2002)이 한국기업이 외국기업을 인수한 경우 공시효과가 부정적이고 특히 개도국 기업을 인수한 경우에 공시효과가 더 저조하다라는 보고와는 결과를 달리하고 있다. 소규모기업더미변수가 양(+)의 관계에 있다는 것은 Moeller et al.(2004)의 인수기업의 규모가 작을수록 공시 초과수익률이 더 크다는 연구결과와 변진호와 안소림(2004)이 한국의 주식시장에서 인수합병 공시에 있어 소규모효과가 존재함을 실증분석한 결과와 동일하게 본 연구에서도 재차 확인시켜주고 있다.

<Table 6 around here>

#### 4.4 기업의 성장동력인 자기자본수익률과 다각화합병

<표 7>은 KOSPI시장에서 다각화합병의 성장유인을 확인하기 위하여 성장율함수의 파라메타인 자기자본수익률과 다각화합병더미변수 및 M&A의 집단적 특성변수를 교차변수로 구성한 <Model 2>를 다중회귀분석을 실시하였다. 회귀식의 Adj. R<sup>2</sup> 값과 F값이 초과수익률의 누적기간별로 통계적으로 매우 유의하게 나타나고 설명력도 높은 것으로 나타났다. <표 7>에서 보는 바와 같이 누적초과수익률의 기간이 길수록 설명력과 F값이 보편적으로 크게 나타나고 있다. 먼저 <표 7>에서는 부채비율과 자기자본수익률, 다각화더미변수, 다국적더미변수, 소규모기업더미변수는 <표 6>에서와 동일하게 <Model 1>의 다중회귀분석 결과를 지지하여 강건성을 보여주고 있다.

다각화합병더미변수와 자기자본수익률의 교차변수에서 유의적인 정(+)의 관계를 보이고 있는데 이는 본 연구의 궁극적인 목적인 다각화합병의 유인이 기업의 성장동력에

기인한다는 것을 보여주는 좋은 증거라고 할 수 있다. 자기자본수익률이 높은 기업들의 주주들은 기업내 성장요인이 크기 때문에 비용이 큰 M&A를 꺼려하므로 <표 6>에서와 같이 합병의 초과수익률에 유의한 음의 효과를 보이고 있지만, 다각화합병의 경우에는 일반적인 Diversification discount를 상쇄시킬 수 있을 만큼 유의한 양의 효과를 나타내고 있다.

새로운 산업으로의 진입장벽이 높고 경영주의 특화된 능력을 발휘할 수 있는 고유영역을 벗어나서 주주부에 부정적인 영향을 미치는 Diversification discount 현상은 다각화 의사결정을 내리는 경영자와 미래 기대현금흐름에 의존하는 투자자 사이에 다각화의 장래성에 대한 인식의 차이에 기인할 수 있으나, 성장율함수의 파라메타인 자기자본수익률이 높은 기업들이 다각화합병을 할 때에는 경영자와 주주간에 다각화의 미래 현금흐름에 대해 동일하게 긍정적인 기대를 가짐으로써 대리인문제가 감소하여 다각화 시너지 효과가 더욱 크게 나타날 수 있다는 것을 의미한다. 본 연구를 통하여 자기자본수익률이 다각화디스카운트를 극복할 수 있는 성장동력의 원인변수가 됨을 규명하였다는 것에 큰 의의를 둘 수 있는 것이다. 다국적더미변수와 자기자본수익률의 교차회귀분석에서는 일부분 유의적인 음(-)관계를 보이고 있는 것으로 나타났는데 이는 외국기업에 대한 정보 접근성이 어렵고 다국적합병 자체가 정보의 차이를 가져다 준다는 점 또한 간과할 수는 없는 듯하다. 또한 기업규모효과는 자기자본수익률과의 교차회귀분석으로는 유의한 설명력을 갖지 못하였다.

<Table 7 around here>

## 5. 결론

본 연구는 기업의 다각화전략의 일환인 다각화합병이 실질적으로 기업의 가치와 주주의 부를 증가시키는 목적에 적합한가에 대해 KOSPI시장의 M&A 공시시점을 기준으로 인수기업의 재무적 특성과 다각화합병 및 M&A의 집단적 특성이 초과수익률에 미치는 영향을 재규명하고 KOSPI시장에서 다각화합병이 Diversification effect에 있어 Diversification premium과 Diversification discount의 존재유무를 확인하여 다각화합병의 성장동력변수를 인수기업의 재무적 특성변수에서 그 원인을 찾고자 노력하였다. 그 결과 KOSPI시장에서 M&A는 기존 연구들과 일치하게 인수기업의 주주들에게 유의한 정(+)의 초과수익률을 보이는 것을 확인하였다. 본



연구의 공헌인 주요 실증분석 결과는 다음과 같다. 첫째, KOSPI시장에서 다각화합병은 Diversification effect에 있어서 Diversification Premium 보다 Diversification Discount가 훨씬 강하게 나타나고 있었다. 이는 다각화합병을 통한 기업의 다각화전략에 있어 새로운 산업으로의 진입장벽이 그 만큼 높으며 시너지효과는 장기간에 걸쳐 나타나고 또한 사업다각화는 경영주로 하여금 자산의 특화된 능력을 발휘할 고유영역을 벗어나게 함으로써 자신의 경영능력을 제대로 발휘하지 못 하게하여 기업가치에 부정적 영향을 미친다는 선행연구 결과를 뒷받침 하는 것이다. 둘째, 성장률함수의 파라메타인 자기자본수익률이 다각화디스카운트를 뛰어넘을 수 있는 좋은 성장동력이 됨을 실증분석결과 통해 증명하였다. 셋째, 외국기업을 인수하는 다국적합병에 있어서는 김동순, 김병선(2002)이 한국기업이 외국기업을 인수한 경우 공시효과가 부정적이고 특히 개도국 기업을 인수한 경우에 공시효과가 더 저조하다라는 보고와는 달리 주주부에 긍정적인 효과가 있음을 확인하였다. 넷째, Moeller, Schlingemann, and Stulz(2004), 변지호, 안소림(2007)의 연구결과와 같이 본 연구에서도 소규모 합병기업에 대한 시장반응이 대규모 합병기업에 비해 크게 나타나 최근까지도 합병 인수기업의 규모효과는 존재함을 알 수 있었다. 다섯째, 인수기업의 부채비율이 높을수록 주주의 부에 정(+)의 영향을 미치고 있었는데 이는 부채의존도와 관련하여 주주부가 증가하게 되는 가설을 지지함을 보인다. 즉, 채권자에게서 주주에게로의 부의 이전가설(expropriation wealth from bondholder)에 따르면 합병전 피인수기업의 부채의존도가 낮고, 인수기업의 부채의존도가 높을수록 인수기업의 주주의 부에 다 큰 양(+)의 영향을 미친다는 기존의 가설을 지지하고 있었다. 마지막으로, 주주자본의 수익성을 나타내는 자기자본이익률(ROE)은 인수기업의 주주의 부에 음(-)의 영향을 미치고 있었는데, 이는 자기자본이익률이 높은 기업의 주주들은 기업내 성장요인이 크기 때문에 비용이 큰 M&A를 선호하지 않는다는 의미로 해석된다.

이러한 본 논문은 기업의 다각화전략의 일환인 다각화합병이 KOSPI시장에서 다각화프리미엄(Diversification Premium)보다 다각화디스카운트(Diversification Discount)가 훨씬 강하게 나타나고 있지만 성장률함수의 파라메타인 자기자본수익률이 성장동력이 되어 다각화디스카운트(Diversification Discount)를 뛰어넘을 수 있는 좋은 증거가 됨을 제시함으로써 기업의 다각화전략으로써의 다각화합병의 연구에 새로운 시각을 제시하였다는 데에서 큰 의의를 찾을 수 있다

## 참 고 문 헌

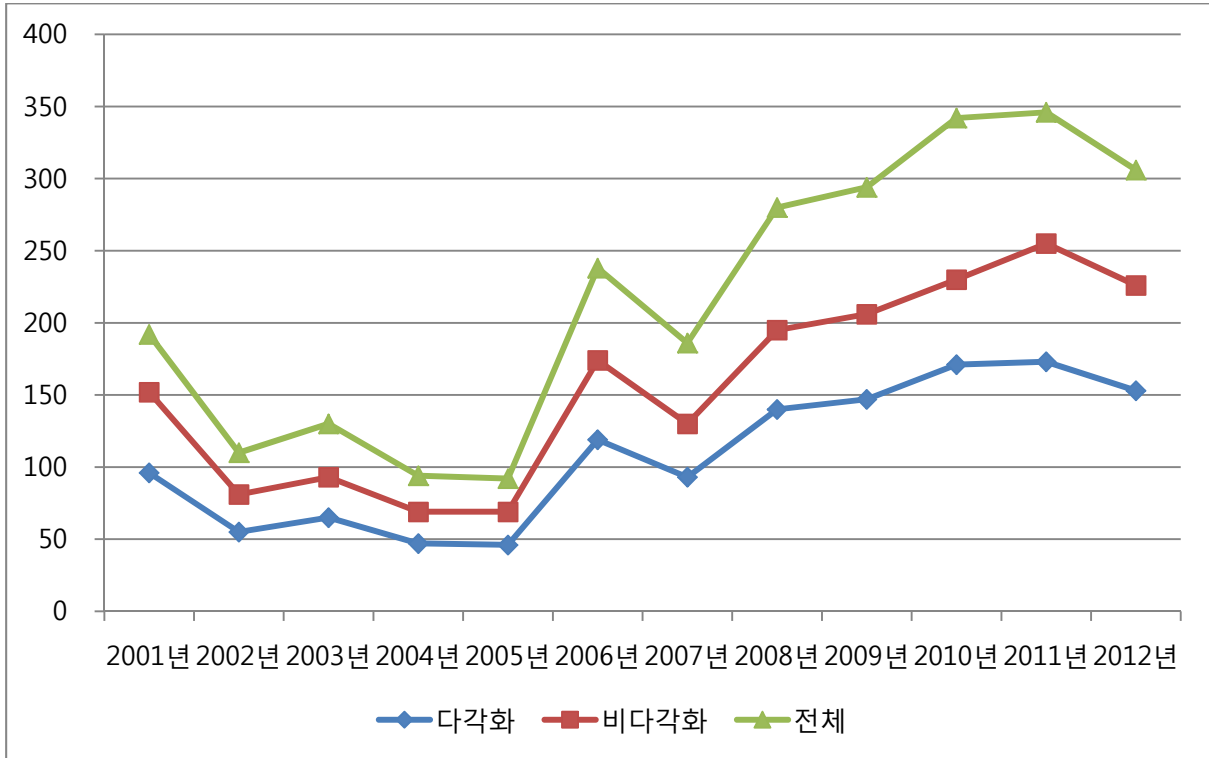
- 강준구, “기업합병의 경제적 동기와 기업가치 증대요인”, 한국금융연구원 연구보고서, 1998.
- 강준구, 김진모, 배기홍, “기업집단과 대리인문제: 재벌 및 비재벌 인수기업의 합병성과 비교분석”, 재무연구, 제14권 제2호(2001), pp. 49-88.
- 강효석, 김성표, “인수합병 공시가 인수기업의 주주에 미치는 영향”, 재무연구, 제22권 (2009a), pp. 73-112.
- 강효석, 김성표, “기업 인수합병의 장기성과”, 금융연구, 제23권 제4호(2009b), pp. 63-101.
- 김동순, 김병선, “한국기업관련 국제 M&A의 주주 부에 미치는 효과”,  
춘계공동학연연구발표집 (5개 재무학회 통합학술대회), (2002), pp. 1-41.
- 김위생, 서점식, “증권시장개방과 M&A 공시효과”, 재무연구, 제13권(2000), pp. 245-275.
- 김희석, 조정식, “합병관련기업 주주부 변화의 결정요인”, 재무관리연구, 제19권(2002), pp.77-109.
- 권경택, 기석도, “ROE비율을 이용한 기업부실 예측”, 산업경제연구, 제15권 제3호 통권 41호,(2002), pp.13-31.
- 변진호, 안소림, “합병 인수기업의 규모효과에 관한 연구”, 재무연구, 제20권 제2호(2007), pp. 37-68.
- (Translated in English) Byun, Jinho and So-Lim Ahn, 2007, Acquirer’s Firm Size and Stock Market Response to M&A Announcement, *The Korean Journal of Finance* 20(2), pp. 37-68.
- 송영균, 주상룡, “한국에서의 기업합병의 성과에 관한 연구: Cashflow를 중심으로”, 증권학회지, 제10권(1997), pp. 71-102.
- 장봉규, 정두식, 2004, 증권거래법 개정과 합병공시효과, 재무관리연구, 제21권 제1호, pp.59-86
- 장영광, “기업합병과 주식취득이 주주 부에 미치는 영향에 관한 실증연구”, 고려대학교 대학원 박사학위논문, 1985.
- 조지호, 전상경, “기업지배구조가 인수합병의 성과에 미치는 영향”, 재무관리연구, 제21권 (2004), pp. 1-25.
- Akbulut, M. and Matsusaka, J., 2010, 50+ Years of Diversification Announcements, *The financial Review* 45, pp. 231-262.
- Asquith, P., 1983, Merger Bids, Uncertainty and Stockholder Returns, *Journal of Financial Economics* 11, pp. 51-83.

- Asquith, P., R. Bruner and W. Mullins, "The Gains to Bidding Firms from Merger", *Journal of Financial Economics* Vol. 11(1983), pp. 121-139.
- Bouwman, C., K. Fuller, and A. Nain, 2007, Market Valuation and Acquisition Quality: Empirical Evidence, *The Review of Financial Studies*.
- Bradley, M., Desai, A. and E. Kim, "The rationale behind inter-firm tender offers", *Journal of Financial Economics* (1983), pp. 184-186.
- Bruner, R., 2004, Where M&A Pays and Where it Strays: A Survey of the Research, *Journal of Applied Corporate Finance* 16.
- Diamond, D. and R. Verrecchia., "Option Managerial Contracts and Equilibrium Security Prices," *Journal of Finance*, 37, (1980), 275-287.
- Dodd, P., 1980, Merger Proposals, Management Discretion and Stockholder Wealth, *Journal of Financial Economics* 8, pp. 105-137.
- Eckbo, B. and K. Thorburn, 2000, Gains to bidder firms revisited: Domestic and foreign acquisitions in Canada, *Journal of Financial and Quantitative Analysis* 35, pp. 1-25.
- Faccio, M., J. McConnell, and D. Stolin, 2006, Returns to Acquirers of Listed and Unlisted Targets, *Journal of Financial and Quantitative Analysis* 41, pp.197-218.
- Fee, C. and S. Thomas, "Sources of gains in horizontal mergers: evidence from customer, supplier, and rival firms", *Journal of Financial Economics*, Vol. 74(2004), pp. 423-460.
- Galai, J. M. and R. W. Masulis., "The Option Pricing Model and the Risk Factor of Stock," *Journal of Financial Economics*, 3, (1976), 53-81.
- Houston, J., C. James, and M. Ryngaert, 2001, Where do merger gains come from?: Bank mergers from the perspective of insiders and outsiders, *Journal of Financial Economics* 60, pp. 285-331.
- Jensen, C. and R. Ruback, 1983, The Market for Corporate Control: The Scientific Evidence, *Journal of Financial Economics* 11, pp. 5-50.
- Kaplan, S. and M. Weisbach, 1992, The success of acquisitions: evidence from divestitures, *Journal of Finance* 47, pp. 108-138.
- Kim, H. E. and McConnell, J. J., "Conglomerate Mergers and the Co-insurance of Corporate debt," *Journal of Finance*, 32, (1977), 349-363.
- Kohers, N. and T. Kohers, "The value creation potential of high-tech merger", *Financial Analysts Journal*, Vol. 53(2000), pp. 40-48.
- Larcker, D., "Managerial Incentives in Mergers and Their Effects on Shareholder Wealth," *Midland Corporate Finance Journal*, 1, (1983), 29-35.
- Levy, H., and M. Sarnat., "Diversification, Portfolio Analysis and the Uneasy Case for Conglomerate

- Mergers," *Journal of Business*, 25, (1970), 795-802.
- Maquieria, C., W. Megginson, and L. Nail, 1998, Wealth creation versus wealth redistributions in pure stock-for-stock mergers, *Journal of Financial Economics* 48, pp. 3-33.
- Mitchell, M. and E. Stafford, "Managerial Decisions and Long-term stock price performance", *Journal of Business*, Vol. 73(2000), pp. 287-329.
- Mitton and Vorkink, 2010, Why do firms with diversification discounts have higher expected returns? *Journal of financial and quantitative analysis* 45, pp. 1367-1390.
- Moeller, S. B., F. P. Schlingemann, and R. Stulz, 2004, Firm size and the gains from acquisitions, *Journal of Financial Economics* 73, pp. 201-228.
- Mueller, D., 1980, *The Determinants and Effects of Mergers: An International Comparison*, Cambridge, MA: Oelgeschlager, Gunn and Hain.
- Servaes, H., 1991, Tobin's Q and the Gains from Takeovers, *Journal of Finance* 46, pp. 409-419.
- Shleifer, A. and R. Vishny, "Stock Market Driven Acquisitions", *Journal of Financial Economics*, Vol. 70(2003), pp. 295-311.
- Stoughton, N. M., "The Information Content of Corporate Mergers and Acquisition Offers," *Journal of Financial and Quantitative Analysis*, 23, 1988, 175-197.
- Walker, M., "Corporate takeovers, strategic objectives, and acquiring-firm shareholder wealth", *Financial Management*, Vol. 29(2000), pp. 53-66.

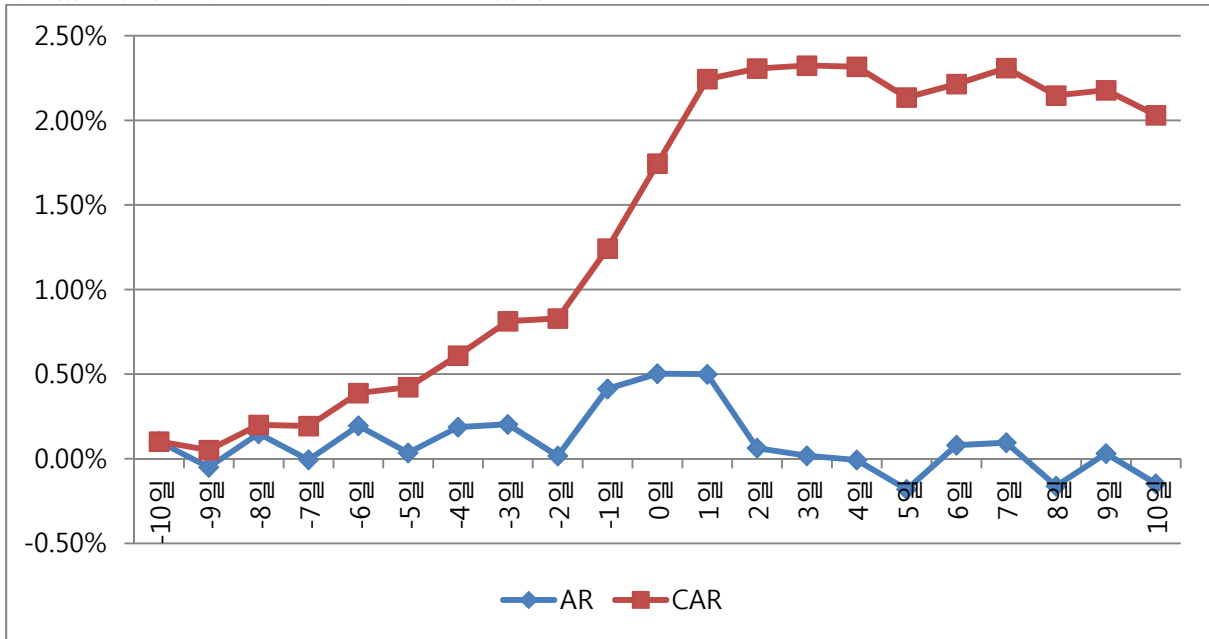
<그림 1> KOSPI시장의 연도별 M&A 추이

이 그림은 2001년부터 2012년까지 SDC와 KRX가 제공한 KOSPI시장에서 M&A를 공시한 기업중 비금융권 기업을 대상으로 그 공시효력이 발생한 다각화M&A(575개 사건), 비다각화M&A(730개 사건), 전체(1,305개 사건)의 연도별 추이를 나타내고 있다. 다각화M&A와 비다각화M&A는 SDC가 제공하는 합병데이터의 정보항목중 Primary SIC Code를 NAICS Code로 전환하여 앞자리 2개가 연속적으로 동일하면 다각화M&A로, 그렇지 않으면 비다각화M&A로 구분하였다. 종축은 표본의 사건수의 의미함.



<그림 2> M&A 공시일 주변 인수기업의 초과수익률(AR) 및 누적초과수익률(CAR)

이 그림은 2001년부터 2012년까지 SDC와 KRX가 제공한 KOSPI시장에서 M&A를 공시한 기업중 비금융권 기업을 대상으로 그 공시효과가 발생한 1,305개 사건을 M&A 공시일 주변 인수기업의 초과수익률(Abnormal Return)을 사건일 기준으로 시장조정모형(Market adjusted model)을 이용하여 측정하고 그 초과수익률(Abnormal Return)을 사건기간 동안 더하여 구한 누적초과수익(Cumulative Abnormal Return)를 나타낸 그림이다. 시장수익률은 KOSPI 지수수익률을 이용하였으며 사건 기준일은 공시일을 기준으로 하였다.



### <표 1> KOSPI시장에서 다각화합병 및 비다각화합병 공시현황

이 표는 2001년부터 2012년까지 SDC와 KRX가 제공한 KOSPI시장에서 M&A를 공시한 기업중 비금융권 기업을 대상으로 그 공시효력이 발생한 전체 1,305개 사건의 연도별 현황이다. 다각화M&A와 비다각화M&A는 SDC가 제공하는 합병데이터의 정보항목중 Primary SIC Code를 NAICS Code로 전환하여 앞자리 2개가 연속적으로 동일하면 다각화M&A로, 그렇지 않으면 비다각화M&A로 구분하였다.

연 도	전체	다각화 합병	비다각화 합병	다각화 합병비율	비다각화 합병비율
2001 년	96	56	40	58%	42%
2002 년	55	26	29	47%	53%
2003 년	65	28	37	43%	57%
2004 년	47	22	25	47%	53%
2005 년	46	23	23	50%	50%
2006 년	119	55	64	46%	54%
2007 년	93	37	56	40%	60%
2008 년	140	55	85	39%	61%
2009 년	147	59	88	40%	60%
2010 년	171	59	112	35%	65%
2011 년	173	82	91	47%	53%
2012 년	153	73	80	48%	52%
합계	1,305	575	730	44%	56%

**<표 2> KOSPI시장에서 M&A 공시시점 인수기업의  
초과수익률과 누적초과수익률**

이 표는 2001년부터 2012년까지 SDC와 KRX가 제공한 KOSPI시장에서 M&A를 공시한 기업중 비금융권 기업을 대상으로 그 공시효력이 발생한 1,305개 사건을 M&A 공시시점 인수기업의 초과수익률(Abnormal Return)을 사건일 기준으로 시장조정모형(Market adjusted model)을 이용하여 측정하고 그 초과수익률(Abnormal Return)을 사건기간 동안 더하여 구한 누적초과수익률(Cumulative Abnormal Return)) 각각의 t-test결과를 보여주고 있다. 시장수익률은 KOSPI 지수수익률을 이용하였으며 사건 기준일은 공시일을 기준으로 하였다. \*\*\*, \*\*, \*는 각각 1%,5%,10% 수준에서 통계적으로 유의함을 나타내고 있다.

<b>AR</b>	<b>Mean</b>	<b>t-value</b>	<b>CAR</b>	<b>Mean</b>	<b>t-value</b>
-10AR	0.0010	1.044	CAR(-1,1)	0.0142***	6.932
-9AR	-0.0005	-0.578	CAR(-2,1)	0.0143***	6.263
-8AR	0.0015	1.560	CAR(-3,1)	0.0163***	6.413
-7AR	-0.0001	-0.068	CAR(-4,1)	0.0182***	6.812
-6AR	0.0019**	2.066	CAR(-5,1)	0.0186***	6.449
-5AR	0.0003	0.355	CAR(-6,1)	0.0205***	6.860
-4AR	0.0019**	2.105	CAR(-7,1)	0.0204***	6.536
-3AR	0.0020**	2.239	CAR(-8,1)	0.0219***	6.700
-2AR	0.0002	0.175	CAR(-9,1)	0.0214***	6.252
-1AR	0.0041***	4.038	CAR(-10,1)	0.0224***	6.472
0AR	0.0050***	4.491	CAR(1,10)	0.0029	0.935
1AR	0.0050***	4.362	CAR(-10,10)	0.0203***	4.669



### <표 3> 주요 변수들에 대한 기술통계량

이 표는 종속변수와 인수기업의 재무적 특성변수의 기술통계량을 제시하고 있다. 종속변수로서 CAR(-1,1)은 M&A공시전 -1일에 공시후 1일까지의 초과이익률의 누계, CAR(-2,1)은 M&A공시전 -2일에 공시후 1일까지의 초과이익률의 누계, CAR(-3,1)은 M&A공시전 -3일에 공시후 1일까지의 초과이익률의 누계, CAR(-4,1)은 M&A공시전 -4일에 공시후 1일까지의 초과이익률의 누계, CAR(-5,1)은 M&A공시전 -1일에 공시후 1일까지의 초과이익률의 누계를 나타낸다. 인수기업의 재무적 특성을 나타내는 독립변수의 측정은 M&A공시 직전 년도 재무자료에 근거하였다. Size는 Ln(보통주기말주가총액+우선주기말주가총액) 값, Leverage는 부채총계/총자산, Net Income/Sale는 당기순이익/총매출액, Total Asset Turnover는 총매출액/총자산, EBITDAmargin은 EBITDA/매출액, ROE는 당기순이익/총자산, Tobin Q는 (시가총액+부채의장부가)/자산의 장부가치 이다.

Variables	First quartile	Mean	Median	Third quartile	Standard deviation	Sample size
CAR(-1,1)	-0.024	0.014	0.006	0.038	0.073	1,305
CAR(-2,1)	-0.028	0.014	0.005	0.045	0.082	1,305
CAR(-3,1)	-0.028	0.016	0.006	0.048	0.092	1305
CAR(-4,1)	-0.028	0.018	0.006	0.051	0.096	1,305
CAR(-5,1)	-0.034	0.018	0.008	0.057	0.103	1,305
Size	24.849	26.445	26.396	28.452	3.328	1,305
Leverage	0.309	0.470	0.475	0.616	0.206	1,305
Net Income/Sales	0.012	0.177	0.049	0.098	2.616	1,305
Total Asset Turnover	0.603	0.941	0.828	1.136	0.663	1,305
EBITDA margin	0.049	0.488	0.094	0.146	5.429	1,305
ROE	0.023	0.048	0.086	0.147	1.628	1,305
Tobin Q	0.773	1.956	0.995	1.334	14.052	1,305

**<표 4> 다각화합병 및 M&A 집단적 특성에 따른  
인수기업의 재무적 특성**

이 표는 KOSPI시장에서 M&A의 집단적 특성에 따른 재무변수들의 특성이다. 각 변수의 측정은 합병공시 직전 년도 재무자료에 근거하였다. Size는  $\ln(\text{보통주기말주가총액} + \text{우선주기말주가총액})$  값, Leverage는 부채총계/총자산, Net Income/Sale는 당기순이익/총매출액, Total Asset Turnover은 총매출액/총자산, EBITDAmargin은 EBITDA/매출액, ROE는 당기순이익/총자산, Tobin Q는 (시가총액+부채의장부가)/자산의 장부가치 이다. Diver Dummy는 합병공시시 이종산업간의 합병이면 Y, 동종산업간의 합병이면 N, Multi Dummy는 합병공시시 피인수기업이 외국기업이면 Y, 그렇지 않으면 N, Size Dummy는 공시 직전연도 KOSPI시장에 상장된 모든 기업을 대상으로 시가총액을 평균하여 평균이상이면 L, 평균이하이면 S, Sample size는 2001년부터 2012년 까지 KOSPI시장에서 M&A를 공시하고 그 효력이 발생한 비금융권 기업을 대상으로 SDC와 KRX가 제공한 자료이다. \*\*\*, \*\*, \*는 각각 1%, 5%, 10% 수준에서 통계적으로 유의함을 뜻한다.

		Sample size	Size	Leverage	Net Income/Sales	Total Asset Turnover	EBITDA margin	ROE	Tobin Q
Total		1,305	26.670	0.471	0.177	0.943	0.493	0.048	1.959
Diver Dummy	Y	574	26.323	0.501	0.129	0.965	0.600	0.006	2.613
	N	731	26.541	0.446	0.214	0.922	0.401	0.080	1.439
	t-tset		-1.173	4.805***	-0.588	1.128	0.657	-0.729	1.374
Multi Dummy	Y	222	27.666	0.482	0.068	1.056	0.115	-0.025	1.213
	N	1083	26.195	0.468	0.199	0.918	0.565	0.063	2.108
	t-test		5.672***	0.961	-1.475	2.841***	-2.483**	-0.739	-0.865
Size Dummy	L	453	29.215	0.471	0.149	0.940	0.710	0.167	3.707
	S	852	24.972	0.470	0.191	0.942	0.371	-0.015	1.025
	t-test		34.408***	0.040	-0.375	-0.034	1.074	2.531**	2.403**

**<표 5> 다각화합병 및 M&A 집단적 특성에 따른  
인수기업의 시장반응의 차이분석**

이 표는 KOSPI시장에서 M&A 집단적 특성에 따른 차별적 시장반응을 검정한 t-test결과이다. Diver Dummy는 합병공시시 이중산업간의 합병이면 Y, 동종산업간의 합병이면 N, Multi Dummy는 합병공시시 피인수기업이 외국기업이면 Y, 그렇지 않으면 N, Size Dummy는 공시 직전연도 KOSPI시장에 상장된 모든 기업을 대상으로 시가총액을 평균하여 평균이상이면 L, 평균이하이면 S임. 초과수익률(Abnormal Return)은 사건일 기준으로 시장조정모형(Market adjusted model)을 이용하여 측정하고 그 초과수익률(Abnormal Return)을 사건기간 동안 더하여 누적초과수익률(Cumulative Abnormal Return)을 구하였다. 시장수익률은 KOSPI 지수수익률을 이용하였으며 사건 기준일은 공시일을 기준으로 하였다. \*\*\*, \*\*, \*는 각각 1%,5%,10% 수준에서 통계적으로 유의함을 나타내고 있다.

**Panel A : 다각화여부별 시장반응**

구분	Y(A)	N(B)	Difference(A-B)	t-statistics
CAR(-1,1)	0.007	0.019	-0.012	-2.872***
CAR(-2,1)	0.008	0.018	-0.010	-2.367**
CAR(-3,1)	0.010	0.020	-0.010	-1.958**
CAR(-4,1)	0.011	0.023	-0.012	-2.338**
CAR(-5,1)	0.011	0.024	-0.013	-2.308**

**Panel B : 다국적여부별 시장반응**

구분	Y(A)	N(B)	Difference(A-B)	t-statistics
CAR(-1,1)	0.017	0.013	0.004	0.886
CAR(-2,1)	0.020	0.012	0.008	1.407
CAR(-3,1)	0.025	0.014	0.011	1.707*
CAR(-4,1)	0.027	0.016	0.011	1.593
CAR(-5,1)	0.022	0.017	0.005	0.642

**Panel C : 기업규모별 시장반응**

구분	L(A)	S(B)	Difference(A-B)	t-statistics
CAR(-1,1)	0.001	0.021	-0.020	-5.553***
CAR(-2,1)	0.001	0.021	-0.020	-4.966***
CAR(-3,1)	0.002	0.023	-0.021	-4.859***
CAR(-4,1)	0.003	0.026	-0.023	-4.879***
CAR(-5,1)	0.002	0.027	-0.025	-4.834***

주):Panel A : 합병공시시 이중산업간의 합병이면 Y, 동종산업간의 합병이면 N

Panel B : 합병공시시 피인수기업이 외국기업이면 Y, 그렇지 않으면 N

Panel C : 공시 직전연도 KOSPI시장에 상장된 모든 기업을 대상으로 시가총액을 평균하여 평균이상이면 L, 평균이하이면 S

<표 6> 다각화합병 및 M&A의 집단적 특성변수에 따른 시장반응분석

이 표는 2001년부터 2012년까지 SDC와 KRX가 제공한 KOSPI시장에서 M&A를 공시한 기업중 비금융권 기업을 대상으로 그 공시효력이 발생한 1,305개 사건을 M&A의 집단적 특성변수 및 인수기업의 재무적 특성에 따른 시장반응을 확인하고자 다중회귀분석한 결과이다. M&A 공시시점 인수기업의 초과수익률(Abnormal Return)을 사건일 기준으로 시장조정모형(Market adjusted model)을 이용하여 측정하고 그 초과수익률(Abnormal Return)을 사건기간 동안 더하여 구한 누적초과수익률(Cumulative Abnormal Return)을 종속변수로 하고 인수기업의 재무적 특성 변수와 M&A의 집단적 특성변수를 독립변수로 포함시켰다. 종속변수로써 CAR(-1,1)은 M&A공시전 -1일에 공시후 1일까지의 초과수익률의 누계, CAR(-2,1)은 M&A공시전 -2일에 공시후 1일까지의 초과수익률의 누계, CAR(-3,1)은 M&A공시전 -3일에 공시후 1일까지의 초과수익률의 누계, CAR(-4,1)은 M&A공시전 -4일에 공시후 1일까지의 초과수익률의 누계, CAR(-5,1)은 M&A공시전 -1일에 공시후 1일까지의 초과수익률의 누계를 나타낸다. 인수기업의 재무적 특성을 나타내는 독립변수의 측정은 M&A공시 직전 년도 재무자료에 근거하였다. Size는 Ln(보통주기말주가총액+우선주기말주가총액) 값, Leverage는 부채총계/총자산, Net Income/Sales는 당기순이익/총매출액, Total Asset Turnover은 총매출액/총자산, EBITDAMargin은 EBITDA/매출액, ROE는 당기순이익/총자산, Tobin Q는 (시가총액+부채의장부가)/자산의 장부가치이다. 또한 M&A의 집단적 특성변수로써 Diver Dummy는 합병공시시 이중산업간의 합병이면 1, 그렇지 않으면 0, Multi Dummy는 합병공시시 피인수기업이 외국기업이면 1, 그렇지 않으면 0, Size Dummy는 공시 직전연도 KOSPI시장에 상장된 모든 기업을 대상으로 시가총액을 평균하여 평균이하이면 1, 그렇지 않으면 0 이다. \*\*\*, \*\*, \*는 각각 1%,5%,10% 수준에서 통계적으로 유의함을 나타내고 있다.

Model 1	CAR(-1,1)	CAR(-2,1)	CAR(-3,1)	CAR(-4,1)	CAR(-5,1)
Intercept	-0.013 (-0.539)	-0.019 (-0.712)	-0.003 (-0.117)	0.000 (-0.006)	0.007 (0.216)
Size	0.000 (0.306)	0.000 (0.372)	0.000 (-0.195)	0.000 (-0.337)	-0.001 (-0.486)
Leverage	0.023** (2.260)	0.030*** (2.637)	0.033*** (2.598)	0.041*** (3.045)	0.038*** (2.668)
Net Income/Sales	0.000 (-0.111)	-0.002 (-1.239)	-0.002 (-1.387)	-0.003 (-1.609)	-0.002 (-1.087)
Total Asset Turnover	-0.002 (-0.609)	-0.002 (-0.540)	-0.003 (-0.799)	-0.003 (-0.658)	-0.002 (-0.522)
EBITDA margin	0.000 (-0.408)	0.000 (0.422)	0.001 (0.610)	0.001 (0.937)	0.001 (0.455)
ROE	0.000 (0.298)	-0.002 (-1.088)	-0.005*** (-3.262)	-0.007*** (-4.118)	-0.008*** (-4.417)
Tobin Q	0.000 (0.456)	0.000 (-0.131)	0.000 (-0.478)	0.000 (-0.850)	0.000 (-0.328)
Diver Dummy	-0.012*** (-2.804)	-0.011** (-2.419)	-0.011** (-2.142)	-0.014*** (-2.577)	-0.015*** (-2.598)
Multi Dummy	0.010* (1.857)	0.014** (2.178)	0.017** (2.391)	0.017** (2.369)	0.011 (1.392)
Size Dummy	0.023*** (4.211)	0.024*** (3.857)	0.023*** (3.326)	0.023*** (3.195)	0.023*** (2.956)
F-value	3.993	4.050	4.890	6.052	5.535
(P-value)	(0.000)	(0.000)	(0.000)	(0.000)	(0.000)
Adj. R <sup>2</sup>	0.022	0.030	0.029	0.037	0.034

**<표 7> 자기자본수익률과 다각화합병의 효과**

이 표는 2001년부터 2012년까지 SDC와 KRX가 제공한 KOSPI시장에서 M&A를 공시한 기업중 비금융권 기업을 대상으로 그 공시효력이 발생한 1,305개 사건에서 다각화M&A가 선택되었던 원인변수를 확인하고자 다중회귀분석한 결과이다. M&A 공시시점 인수기업의 초과수익률(Abnormal Return)을 사건일 기준으로 시장조정모형(Market adjusted model)을 이용하여 측정하고 그 초과수익률(Abnormal Return)을 사건기간 동안 더하여 구한 누적초과수익률(Cumulative Abnormal Return)을 종속변수로 하고 인수기업의 재무적 특성 변수와 M&A의 집단적 특성변수, 그리고 재무적 특성 변수와 M&A의 집단적 특성변수를 교차변수로 구성하여 독립변수에 포함시켰다. 종속변수로써 CAR(-1,1)은 M&A공시전 -1일에 공시후 1일까지의 초과수익률의 누계, CAR(-2,1)은 M&A공시전 -2일에 공시후 1일까지의 초과수익률의 누계, CAR(-3,1)은 M&A공시전 -3일에 공시후 1일까지의 초과수익률의 누계, CAR(-4,1)은 M&A공시전 -4일에 공시후 1일까지의 초과수익률의 누계, CAR(-5,1)은 M&A공시전 -1일에 공시후 1일까지의 초과수익률의 누계를 나타낸다. 인수기업의 재무적 특성을 나타내는 독립변수의 측정은 M&A공시 직전 년도 재무자료에 근거하였다. Size는 Ln(보통주기말주가총액+우선주기말주가총액)값, Leverage는 부채총계/총자산, Net Income/Sale는 당기순이익/총매출액, Total Asset Turnover는 총매출액/총자산, EBITDAmargin은 EBITDA/매출액, ROE는 당기순이익/총자산, Tobin Q는 (시가총액+부채의장부가)/자산의 장부가치이다. 또한 M&A의 집단적 특성변수로써 Diver Dummy는 합병공시시 이중산업간의 합병이면 1, 그렇지 않으면 0, Multi Dummy는 합병공시시 피인수기업이 외국기업이면 1, 그렇지 않으면 0, Size Dummy는 공시 직전연도 KOSPI시장에 상장된 모든 기업을 대상으로 시가총액을 평균하여 평균이하이면 1, 그렇지 않으면 0 이다. 교차변수 Diver Dummy\*ROE는 Diver Dummy에 ROE를 곱한값, Multi Dummy\*ROE는 Multi Dummy에 ROE를 곱한값, Size Dummy\*ROE는 Size Dummy에 ROE를 곱한값이다. \*\*\*, \*\*, \*는 각각 1%,5%,10% 수준에서 통계적으로 유의함을 나타내고 있다.

Model 2	CAR(-1,1)	CAR(-2,1)	CAR(-3,1)	CAR(-4,1)	CAR(-5,1)
Intercept	-0.013 (-0.552)	-0.019 (-0.725)	-0.004 (-0.125)	-0.001 (-0.018)	0.007 (0.207)
Size	0.000 (0.442)	0.000 (0.486)	0.000 (-0.097)	0.000 (-0.214)	0.000 (-0.387)
Leverage	0.024** (2.338)	0.030*** (2.617)	0.033** (2.556)	0.039*** (2.952)	0.037*** (2.570)
Net Income/Sales	0.000 (0.273)	-0.001 (-0.884)	-0.002 (-1.077)	-0.002 (-1.201)	-0.001 (-0.751)
Total Asset Turnover	-0.001 (-0.432)	-0.001 (-0.379)	-0.003 (-0.677)	-0.002 (-0.485)	-0.002 (-0.382)
EBITDA margin	-0.001 (-0.752)	0.000 (0.112)	0.000 (0.341)	0.001 (0.584)	0.000 (0.165)
ROE	-0.037*** (-3.201)	-0.033** (-2.528)	-0.035** (-2.413)	-0.043*** (-2.842)	-0.038** (-2.350)
Tobin Q	0.000 (0.934)	0.000 (0.247)	0.000 (-0.167)	0.000 (-0.464)	0.000 (-0.027)
Diver Dummy	-0.015*** (-3.494)	-0.014*** (-3.006)	-0.014*** (-2.709)	-0.018*** (-3.277)	-0.019*** (-3.160)
Multi Dummy	0.011* (1.898)	0.014** (2.211)	0.017** (2.418)	0.017** (2.407)	0.011 (1.417)
Size Dummy	0.022*** (4.025)	0.023*** (3.755)	0.023*** (3.296)	0.023*** (3.185)	0.023*** (2.960)
Diver Dummy * ROE	0.038*** (3.610)	0.035*** (3.011)	0.037*** (2.830)	0.047*** (3.434)	0.041*** (2.799)
Multi Dummy * ROE	-0.001 (-0.244)	-0.003 (-1.207)	-0.003 (-1.022)	-0.007** (-2.077)	-0.007* (-1.863)
Size Dummy * ROE	0.001 (0.089)	-0.002 (-0.298)	-0.005 (-0.690)	-0.007 (-0.891)	-0.008 (-0.848)
F-value	4.108	3.903	4.463	5.892	5.128
(P-value)	(0.000)	(0.000)	(0.000)	(0.000)	(0.000)
Adj. R <sup>2</sup>	0.030	0.028	0.033	0.047	0.040