



저작자표시-비영리-변경금지 2.0 대한민국

이용자는 아래의 조건을 따르는 경우에 한하여 자유롭게

- 이 저작물을 복제, 배포, 전송, 전시, 공연 및 방송할 수 있습니다.

다음과 같은 조건을 따라야 합니다:



저작자표시. 귀하는 원저작자를 표시하여야 합니다.



비영리. 귀하는 이 저작물을 영리 목적으로 이용할 수 없습니다.



변경금지. 귀하는 이 저작물을 개작, 변형 또는 가공할 수 없습니다.

- 귀하는, 이 저작물의 재이용이나 배포의 경우, 이 저작물에 적용된 이용허락조건을 명확하게 나타내어야 합니다.
- 저작권자로부터 별도의 허가를 받으면 이러한 조건들은 적용되지 않습니다.

저작권법에 따른 이용자의 권리는 위의 내용에 의하여 영향을 받지 않습니다.

이것은 [이용허락규약\(Legal Code\)](#)을 이해하기 쉽게 요약한 것입니다.

[Disclaimer](#)

2009년 2월
경영학 석사 학위논문

합병기업의 경제적부가가치 유용성에 관한 연구

조선대학교 경영대학원

경영학과

유 성 근

합병기업의 경제적부가가치
유용성에 관한 연구

*A Study on the usefulness of Economic Value Added for
Merger and Acquisition*

2009년 2월

조선대학교 경영대학원

경영학과

유 성 근

합병기업의 경제적부가가치
유용성에 관한 연구

지도교수 이 계 원

이 논문을 경영학 석사학위 논문으로 제출합니다.

2008년 10월

조선대학교 경영대학원

경영학과

유 성 근

유성근의 석사학위 논문을 인준함



2008년 11월

조선대학교 경영대학원

목 차

ABSTRACT

I. 서 론	1
II. 이론적 고찰 및 선행연구	4
1. M&A의 이론적 고찰 및 선행연구	4
2. EVA와 MVA의 이론적 고찰 및 선행연구	13
III. 연구방법 및 변수의 정의	38
1. 표본선정 및 자료수집	38
2. 연구방법 및 변수의 정의	39
IV. 분석결과	45
1. 회귀 분석	45
2. 합병공시 효과	52
V. 결론 및 한계점	59
참고 문헌	60

표 목 차

<표 1> 재무성과평가의 발전단계	17
<표 2> EVA의 정의	20
<표 3> NOPLAT의 계산	22
<표 4> 표본기업 선정내역	39
<표 5> 공시전 기술통계량	45
<표 6> 공시후 기술통계량	46
<표 7> 공시전 상관관계 분석	46
<표 8> 공시후 상관관계 분석	47
<표 9> 전체표본 상관관계 분석	48
<표 10> 합병전 회귀분석 결과	49
<표 11> 합병후 회귀분석 결과	50
<표 12> 전체기간 회귀분석 결과	51
<표 13> 합병공시일 AR과 CAR 비교	53
<표 14> 합병등기일 AR과 CAR 비교	55
<표 15> 합병공시일 평균의 차이 검정	57
<표 16> 합병등기일 평균의 차이 검정	57
<표 17> 합병공시·등기공시일 평균의 차이 검정	58

그림 목 차

<그림 1> M&A의 분류	6
<그림 2> EVA 결정요인	21
<그림 3> EVA와 MVA의 관계	32
<그림 4> 합병공시일 AR과 CAR 비교	54
<그림 5> 합병등기일 AR과 CAR 비교	56

ABSTRACT

A Study on the usefulness of Economic Value Added for Merger and Acquisition

Seong-Keun, Yu

Advisor : Prof. Kae-Won Lee, Ph.D.

Department of Business Administration

Graduate School of Business Administration, Chosun University

These days, many mergers and acquisitions have been attempted as one method of business growth and reorganization, which have caused many problems in evaluation of business values. Therefore, investors have had many difficulties in estimating values of mergers.

Therefore, this study aims to provide information for investors by examining the relations between EVA of mergers and price earning ratio(PER), and demonstrate the effect of public announcement of mergers. For the purposes, this study summarizes the results of a regression analysis and the difference in pre&post means as follows: First, as a result of the regression analysis before a merger, EVA had a statistically insignificant negative (-) coefficient while it had a statistically significant positive (+) coefficient after the merger. In the integrated pre&post regression analysis, EVA had a statistically significant result with PER.

Therefore, it was demonstrated that economic added value can be used as a useful investment index in selecting mergers.

Second, as excess return on the first public announcement of merger showed a statistically significant positive (+) value two days before the public announcement, it is suggested that the effect of public announcement exists. In considering the effect of public announcement of merger registration on excess return, it had a statistically significant negative (-) result only on the day of public announcement ($t=0$), which indicates that there is no effect of effect of public announcement of merger registration.

This study has limitations as follows: First, the period of sampling was short, only two sessions. Second, as only Kosdaq market was used as materials of sampling, it is difficult to generalize the results. Therefore, further studies should deal with even data on the stock market, the period of sampling should be extended and features of each industry should be added for an analysis.

1. 서 론

최근 기업인수·합병은 많은 기업에서 급변하는 경영환경에 대응하는 주요한 기업성장전략과 기업구조조정 수단의 하나로 활발하게 진행되어지고 있다. 기업성장은 새로운 제품의 개발이나 국내·외의 새로운 시장 진출을 통해서 이루어 질 수 있다. 이러한 기업성장에는 기업자체 내의 내부개발을 통해 성장하는 내적성장(internal growth)과 외부적으로 타 기업과의 결합을 통하여 성장하는 외적성장(external growth)으로 구분할 수 있는데, 기업인수·합병은 기업경영의 관점에서 볼 때 외적 성장의 주된 수단으로 이용되고 있다.

M&A 시장은 국내 경제 환경의 변화에 따라 시기 별로 다른 특징을 보이면서 발달하고 있다. 외환위기 이전의 국내 경제는 자원부족으로 인해 주로 정부가 경제 발전을 주도하고 자원 배분의 역할도 하는 개발도상국형 이었다. 이같은 경제 환경에서는 민간 기업들의 성장 속도가 빨랐으므로 기업 간의 자발적인 M&A 필요성이 비교적 적었다. 외환위기 이후에는 과거 경제구조의 비효율성을 제거하면서 경제체질의 구조조정을 진행해 왔다. 시장기능이 강조되면서 민간 기업이 앞장서고 정부가 지원하는 선진국형 경제로 변모하고 있다.

책임경영을 강화하기 위해 경영권 시장이 활성화되고 안정성을 중시하는 보수적인 경영이 확산되면서 기업의 성장 활력을 높이기 위한 경영 수단 중 하나로 M&A의 중요성이 과거에 비해 더 커지고 있다. 새로운 기업을 설립하기 보다는 사업을 영위하고 있는 기업에 대한 M&A를 통해 커다란 위험부담 없이 새로운 시장에 손쉽게 진출할 수 있기 때문이다. 또한 M&A는 기업지배의 수단으로서도 그 중요성이 높아지고 있으며, M&A를 통한 상대기업에 대한 경영권 확보는 그 기업 자산의 이용권을 갖게 되는 것이므로 기업 이해관계자들에게 미치는 영향이 지대하다. 특히 기업지배권 시장이 활성화되는 경제에서는 경제력이 우위에 있는 기업이 그렇지 못한 기업인수 혹은 취득(take over)의 측면이 중요시된다.

우리나라는 그간 자본시장의 불안전성, 소유와 경영의 미분리, 기업성장에 필

재원조달창구의 미비, 정부주도형의 제반 경제정책의 추진이라는 특수한 경제 환경 하에 있었다. 따라서 우리나라에서의 M&A는 외국과는 다른 사회·경제적 배경 하에서 고유한 특성을 형성해 왔다.

결과적으로 우리나라에서의 M&A 행위는 타율적으로 이루어져 온 점, 계열기업간의 M&A가 주류를 이룬다는 점, 피인수기업보다는 인수기업이 협상을 주도하는 구매자시장이고, 인수를 위한 경쟁이 거의 이루어지고 있지 않다는 점, 상호주식보유라는 가공적 확장수단이 많이 이용되어 온 점, 부실기업을 구제하거나 재무구조개선을 위한 M&A가 많은 점 등 여러 가지 특성을 지닌다. 이와 같은 특성을 지니게 된 것은 70~80년대 추진된 정부의 제반 정책과 연관되는 바가 크다. 즉, 그간의 대기업중심의 수출주도형 경제체제의 운용, 중소기업정책, 중화학공업 육성정책, 효과적인 주식분산과 재원조달을 유도하지 못한 자본시장정책, 외형위주의 금융지원의 할당 등 왜곡된 금융정책 그리고 부실기업대책 등에서 연유되고 있다.

2008년도 국내 M&A의 거래는 금융시장 불안과 경기둔화의 우려 속에 2008년 3분기 까지 413억 700만 달러로 작년 같은 기간의 505억 8천 700만 달러보다 18% 감소했다. 2001년 이후 국내 M&A시장에서 경영권 매각이후 기업가치가 가장 크게 상승한 기업은 두산중공업(舊 한국중공업)으로 2001년 3월 두산그룹으로 인수될 당시 5천210억원이던 시가총액은 2008년 9월 현재 8조 5천 537억원으로 8년 만에 시장가치가 15배나 늘었다.

가치경영을 표방하는 오늘날 가장 많이 사용되고 있는 경영성과 평가방식으로 는 EVA(Economic Value Added), MVA(Market Value Added), FCF(Free Cash Flow), ROIC(Return On Investment Capital)등이 있다. 이 기업가치 평가지표 중에서도 당기순이익에 자본조달비용을 함께 고려한 EVA가 기업의 시장가치인 주가에 근거해 MVA와 가장 밀접한 상관관계를 보이고 있다고 평가되고 있다.

이렇게 EVA와 MVA가 밀접한 상관관계를 갖는 이유에 대해 효율적 시장에서의 주가는 미래의 모든 예상 현금흐름을 반영하게 되므로 MVA가 현재가치로 할

인된 미래의 EVA의 합이기 때문이라고 설명되고 있다. 그러나 MVA와 현재가치로 할인된 미래의 EVA에 대하여 실증분석을 실시한 결과는 찾아보기 어려우며, 어느 정도의 미래기간이 현재와 관계가 있는지도 분명하지 않다. 또한, 인플레이션이 매우 높은 경우에는 EVA 측정결과가 왜곡될 수 있다는 연구발표도 있다.

본 연구의 목적은 M&A와 EVA 및 MVA에 대해 고찰해 보고, EVA가 합병기업의 주가수익률을 설명하는지 회귀분석을 통하여 검증하여 향후 M&A 기업에 대한 투자지표로 활용할 수 있는지 여부를 알아보고, 추가적으로 합병기업의 공시시점에서의 공시효과를 검증하기 위하여 AR과 CAR의 차이검증을 실시하고자 한다.

이러한 연구목적을 달성하기 위하여 다음과 같은 연구 범위를 사용하였다. 분석대상 기업으로 DART를 통해 얻어진 2007년도 코스닥 상장기업 중 인수·합병이 종료된 62개사 중 47개사를 대상으로 하였다. 논문은 제1장에서 서론으로 연구의 목적과 연구 범위 및 구성에 대하여 기술하고, 제2장에서는 이론적 고찰 및 선행연구로서 M&A 및 EVA와 MVA에 대하여 살펴보고, 제3장에서 연구방법으로 표본선정 및 자료수집 그리고 변수의 조작적 정의에 대해서 기술하고, 제4장은 실증분석결과를 기술하였으며, 마지막으로 연구의 결론 및 한계점을 도출하였다.

Ⅱ. 이론적 고찰 및 선행연구

1. M&A의 이론적 고찰 및 선행연구

1) M&A의 의의와 유형

(1) M&A의 의의

기업인수·합병(M&A : Merger and Acquisition, 이하 M&A라 칭함)이란, 기업지배권 획득을 목적으로 두 개 기업 이상이 하나로 통합되어 단일 기업이 되는 합병(merger)과 기업이 다른 기업의 주식 또는 자산을 취득하여 경영권을 획득하는 매수(acquisition)가 결합된 개념이다. 따라서 M&A라는 용어는 기업합병, 자산취득, 주식취득의 행위를 총칭한다.¹⁾

기업결합은 결합 당사자들의 사적이익을 증대시키기 위한 것이지만, 하나 또는 복수의 시장에서 시장지배력(market power)을 증대시킬 가능성을 가지고 있다. 기업합병이란 이러한 기업결합 중의 일부분으로서 가장 강력한 경제적인 지배력을 획득할 수 있는 수단으로 이용되고 있다.

(2) M&A의 유형

기업의 합병은 법률적으로 신설합병과 흡수합병의 두 가지 방법이 있다. 신설합병은 2개 이상의 기존 기업이 모두 해산하고 별도의 신설법인을 설립하여 기존 법인의 권리와 의무가 신설법인으로 법률적·실질적으로 포괄 승계된다. 흡수합병은 합병기업이 피 합병기업을 흡수하는 경우로서 이때는 존속하는 회사가 소멸하는 회사의 권리와 의무를 포괄승계 하게 된다.

1) 장영광, 『현대재무관리』 (신영사, 2008), p. 629.

경제적으로 볼 때 기업합병은 수평적 합병, 수직적 합병, 그리고 다각적 합병으로 구분된다. 수평적 합병(horizontal merger)은 동일 업종 간에 이루어지는 합병을 말한다. 수직적 합병(vertical merger)은 한 기업의 생산과정이나 판매경로상의 이전 또는 이후 단계에 있는 기업을 합병하는 것으로 자동차제조회사가 자동차부품회사를 합병한다든지 또는 자동차판매회사를 합병하는 것 등이다. 이와는 달리 다각적 합병(conglomerate merger)은 생산이나 판매 면에서 상호관련성이 전혀 없거나, 업종이 서로 다른 기업 간에 이루어지는 합병형태이다. 합병은 이해 당사자 간의 협상과 법률적 절차를 거쳐 우호적으로 이루어진다는 점에서 인수와 차이가 있을 수 있다. 그러나 합병이란 용어를 넓은 의미로 합병과 인수 모두 포함하는 말로 사용하고 있는 것이 현실이다.²⁾

기업의 인수 또는 매수의 경우는 대상 기업의 자산이나 주식을 취득하여 경영권을 획득하게 되는데, 자산취득에 의한 기업매수의 방법은 영업양도·양수에 의하게 된다. 영업양도는 신용·고객·공장·점포 등 영업용 재산과 종업원 및 경영상의 노하우 등 그 사업을 하는데 필요한 모든 것을 넘겨주는 것이다.

기업의 경영권을 획득하여 기업을 지배하기 위한 목적으로 자산을 취득하는 것이므로 단순한 물적 재산의 부분적 취득은 아니다.³⁾ 주식 취득에 의한 매수방법에는 기 발행 주식을 취득하는 경우와 신주 발행주식의 인수에 의한 경우가 있다. 여기에서 기업 인수는 M&A의 과정적 측면을, 기업 합병은 M&A의 결과적 측면을 나타낸다고 할 수 있으며, 넓은 개념으로는 사업분할, 경영권 참여 등 기업결합과 관련된 일체의 행위를 일컫는 개념이다.⁴⁾

한편, 합병 당사자들의 거래의사에 따라 우호적과 절대적으로 구분할 수 있다. 우호적 M&A란 매수기업의 매수활동이 피 매수기업 경영진의 동의하에 진행되어 협상을 통해 매수조건 등이 결정되는 M&A를 말하며, 적대적 M&A는 매수기업이 피 매수기업 경영진의 동의 없이 백지위임장 투쟁과 기업공개매수 등 강압적

2) 박정식 외, 『현대재무관리』 (다산출판사, 2003), pp. 862-863.

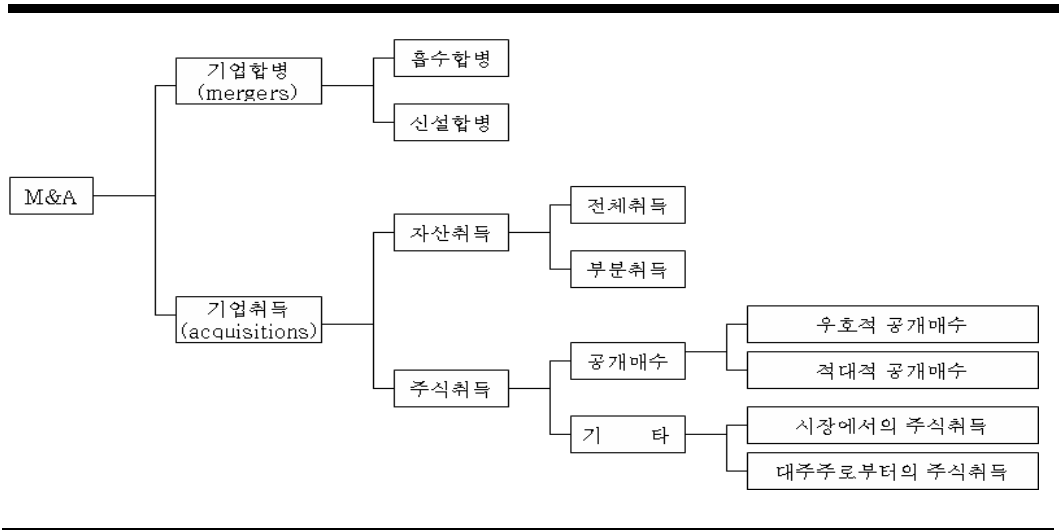
3) 갈정웅, 『M&A의 모든 것』 (서울 : 명진출판, 1991), p. 48.

4) 강천모, “기업인수·합병의 전략적 활용,” 현대경제연구원, 1995.

수단에 의해 주식을 매수하는 것을 말한다.

지금까지 살펴본 M&A의 방법을 그림으로 나타내면 [그림 1]과 같다.

<그림 1> M&A의 분류⁵⁾



2) M&A의 절차⁶⁾

기업의 M&A는 복잡한 자산 형태로 구성된 법적 실체를 대상으로 하는 것이기 때문에 M&A의 절차와 과정은 주어진 제반 여건과 기업이 처한 환경에 따라 달라진다. 따라서 M&A의 진행 절차를 일괄적으로 정형화 또는 표준화시킬 수는 없지만 대부분의 M&A 거래에서 공통적으로 밝게 되는 다섯 단계로 나누어 살펴볼 수 있다. 그리고 이러한 단계를 변형시킴으로써 기업의 상황에 적합한 M&A의 수행전략을 수립할 수 있을 것이다.

5) “박정식 외, *op. cit.*, p. 866.”

6) 김진태, “기업가치 평가모형에 기초한 기업가치와 주가간의 상관관계에 관한 연구: EVA 평가방법과 FCF 평가방법을 중심으로” (석사학위논문, 동국대학교, 1998), pp. 14-18

(1) 인수전 단계의 관리 (manage preacquisition phase)

M&A를 추진하고자 하는 기업은 그 목적을 명확하게 하기 위해 기업의 강점(strengths)과 약점(weaknesses)에 대해 파악하여 회사의 현황을 분석하여야 한다. 그리고 목적에 맞는 대상 업종 및 기업의 특성을 결정하고 기초적 자금 조달 계획 등 M&A의 추진 방법 및 계획을 수립해야 하는 M&A의 전략과 기준 설정을 필요로 한다. 기업은 M&A를 시도함에 있어서 신규 분야의 진출이나 경쟁력의 강화와 같은 각각의 목적 달성을 위한 적절한 전략이 필요하다.

(2) 인수 대상기업의 검토 (Screen Candidate)

이 단계에서는 M&A 목표에 부합되는 기준들을 근거로 후보기업들을 발견하고 그 기업에 대한 탐색 및 선별 과정을 통하여 목표 기업을 선정하는 단계이다. M&A에 있어서 그 대상 기업의 올바른 선정이 성공 여부를 결정하는 만큼 후보 기업을 선별하는 과정은 기업이 M&A를 통하여 기업의 목표를 성공적으로 달성할 수 있는가를 결정하는 시발점이 된다.

(3) 인수대상 기업들에 대한 가치평가 (Value Remaining Candidates)

전 단계의 선별과정에서 최종적으로 남은 기업을 가능한 목표기업의 대상으로 하여 실행하게 되는 단계이다. 목표기업에 대한 가치평가는 M&A라는 의사결정에 있어서 결정적인 요인이 된다. 그러므로 이 단계는 M&A의 과정 중 가장 중요하고 어려운 과정이라고 할 수 있다.

(4) 협상단계 (Negotiate)

M&A 거래에는 복합된 자산형태로 구성된 법적 실체를 대상으로 하므로 인수자와 매도자의 입장에 차이가 생겨 거래가격이 원활히 체결되기는 어렵다. 이러

한 이유로 거래 협상은 실제 M&A 거래에 있어서 중요한 역할을 차지하고 있다. 협상단계는 자사의 최고 매수 호가를 설정하는 것뿐만 아니라 제3자에 의한 지불 가능성에 대한 검토도 이루어져야 한다. 또한 협상 단계에서는 신중한 협상 전략과 더불어 철저한 보안이 요구된다.

(5) 합병 후 통합 (Manage Postmerger Integrate)

합병 후 인수를 위해 지불된 프리미엄을 가능한 빨리 회수하기 위해 인수 합병한 기업에 대한 인수 후 통합 관리적 측면을 고려한 단계이다. 기업의 성장 수단으로서의 M&A는 거래 절차가 종료되었다고 해서 끝나는 것이 아니다. 인수자의 입장에서는 M&A 거래가 완료된 시점부터 본격적인 경영관리, 즉 인수기업과 인수 대상기업의 통합을 위한 사후관리가 시작된다.

3) 기업공시정보 및 정보이론

(1) 기업공시정보

증권시장에서의 기업공시정보는 증권투자자와 관련된 경제사회 각종산업 등의 모든 정보를 포함하는 개념으로 파악할 수 있으나 그 핵심은 기업에 관한 정보의 공시라고 할 수 있다. 기업정보의 공시는 이해자 집단인 주주, 증권투자자, 종업원, 거래자, 채권자, 소비자 등이 요구하는 목적에 따라 공시가 요청되고 있다. 즉, 기업정보는 이해자 집단의 의사결정의 매개수단이 되기 때문이다.

이와 같이 기업정보가 중심이 되는 증권투자정보는 유가증권의 투자판단에 활용될 수 있기 때문에 증권거래법 등 관계규정에서 핵심이 될 만큼 중요한 내용으로 취급하고 있다. 기업공시의 목적은 투자자보호에 있기 때문에 증권 가치를 판단할 수 있는 중요한 정보, 즉 투자의 판단자료를 일반대중에게 정기적 또는 수시적으로 적시에 완전하게 공시하는 계속공시(continuing disclosure)를 통하여 시장관리를 하는 동시에 일반 투자대중을 보호하고자 하는데서 출발한 것이다. 기

업내용공시제도(Corporate Disclosure System)란 기업으로 하여금 자사주식의 투자판단에 필요한 기업 내용, 즉 경영실적·재무상태·합병·증자 등 주가에 상당한 영향을 미칠 수 있는 중요한 기업 내용의 정보를 완전히 공시하도록 함으로써 투자자가 기업의 실체를 정확히 파악하여 투자자 스스로의 자유로운 판단과 책임하에 투자결정을 할 수 있도록 하는 제도이다. 그리고 공시제도는 증권시장 내 정보의 불균형을 해소하여 증권거래의 공정성을 확보하고 투자자를 보호하는 제도로서 자율규제기관으로서의 증권거래소의 대표적 자율규제기능 중 하나라고 할 수 있다.⁷⁾

정보공시는 투자자에 대하여 유가증권의 투자판단에 필요한 정보를 제공하는 것을 목적으로 한다. 즉, 투자자가 유가증권에 대하여 상대적인 투자가치의 판단을 가능하게 함으로써 자원의 효율적 배분을 높이는 데 기여할 뿐만 아니라 투자자를 증권거래에 관한 착취적 행위로부터 보호하는데 기여한다. 즉, 증권투자 판단에 필요하고 충분한 정보를 갖게 될 때 그것에 관한 거래의 착취적인 행위로부터 자기를 지킬 수 있는 것이다.⁸⁾

(2) 정보이론

정보이론은 합병협상이나 공개매수과정에서 생산된 기업에 관한 새로운 정보에 의하여 기업가치가 재평가된다는 것이다. 즉, 합병이나 공개매수 자체가 피인수기업 주식이 과소평가되었다는 것을 투자자에게 알리는 기능을 함으로써 시장이 기업가치를 정확하게 평가하도록 한다는 것이다. 이 이론에 의하면 투자자들은 기업의 미래 현금흐름에 대한 정보를 완전히 가지고 있지 못하므로(정보의 비대칭성) 인수대상기업의 자산이 시장에서 과소평가될 가능성이 있다는 것이다. 이 경우 기업인수 시도는 기업이 저평가되어 있다는 정보를 투자자에게 전달함으로써, 시장에서 저평가되어 있는 대상기업의 가치를 재평가하도록 유도하거나, 대상기업의 경영자들로 하여금 기업의 가치를 증가시키는 행동을 하도록 유도한다

7) 이미홍, “정정공시가 주가에 미치는 영향” (석사학위논문, 조선대학교, 2008), p. 5.

8) 김좌희, 『현대증권학원론』, (무역경영사, 1995), p. 136.

고 주장한다. 그런데 강준구 등(2001)의 연구에 의하면 한국 기업들의 경우에는 대다수의 M&A사례가 상장기업이 비상장기업을 인수하는 형태이므로 피인수기업의 저평가 가설을 적용하기가 힘들고, 그 측정에도 많은 어려움이 따르므로 한국 시장에 적용할 수 있는 이론은 아니라고 주장하였다.⁹⁾

4) 선행연구

합병과 관련한 국내 연구를 살펴보면, 김희석 등(2002)¹⁰⁾은 1981년부터 2000년까지 유가증권시장에서 합병을 공시한 기업 중에서 합병제외기업 73개, 합병대상기업과 30개 기업을 대상으로 분석하였으며, 합병제외기업의 공시 전 -10일부터 +1일까지의 누적평균초과수익률은 5.4%이고, 통계적으로 유의성이 있는 것으로 나타났다. 그리고 IMF 이후 기간에서 합병공시에 따라 주주부(富)가 더 증가한 것으로 나타났다. 그 외 요인들은 주주 부 변화의 적절한 설명변수가 되지 못하는 것으로 나타났다.

조경식 등(2003)¹¹⁾은 2000년부터 2002년까지 우리나라에서 합병을 공시한 45개 합병제외기업들을 대상으로 합병공시가 주요 이해관계자인 주주 부를 증가시켰는지에 대해 시장모형(market model)을 이용하여 분석했다. 그 결과 첫째, 우리나라 코스닥시장에서 합병 제외기업은 공시전후에 주주 부가 증가함을 보이고 있다. 둘째, 코스닥시장에서는 일반기업보다는 벤처기업 주주들이 더 높은 초과수익률을 얻는 것으로 나타났다. 이와 같은 실증분석 결과는 유가증권시장 상장기업들을 대상으로 분석한 국내 대부분의 실증연구의 결과와도 일치한다.

김종원(2006)¹²⁾은 2000년부터 2005년 사이에 발생한 합병기업 중 109개사를 대상으로 시장조정모형(market adjusted model)을 이용하여 개별주식의 초과수익률

9) 강준구 외, “기업집단과 대리인 문제: 재벌 및 비 재벌 인수기업의 합병성과 비교연구,” 재무연구, 2001, pp. 49-88.

10) 김희석, 조경식, “합병관련기업 주주 부 변화의 결정요인”, 재무관리연구, 제19권 제2호, 2002.

11) 조경식 외, “코스닥시장에서 합병공시가 주주 부에 미치는 효과”, 경영학연구, 제32권 제3호, 2003.

12) 김종원, “코스닥시장에서 비상장기업의 합병에 관한 연구” (박사학위논문, 한성대학교, 2006),

을 측정 한 후, 표본의 평균초과수익률(AAR)과 누적평균초과수익률(CAAR)을 산정하여 합병제의기업의 합병공시효과 및 합병공시효과에 미치는 요인을 분석하였다. 그 결과 합병에 따른 새로운 주식대량보유자 지분율이 높을수록 합병제의기업의 누적초과수익률이 더 큰 것으로 나타났다.

외국의 선행연구를 살펴보면, Dodd(1980)¹³⁾는 1971년부터 1977년까지 뉴욕증권거래소 상장회사 가운데 합병이 이루어진 151개 기업을 대상으로 일별주가자료와 시장모형을 사용하여 최초로 합병, 공개매수 및 기업지배에 대해 연구하였다. 그 결과 피합병기업의 경우에는 -1일 및 0일에 있어 평균예측잔차는 각각 8.74%, 4.3%이며 -1일의 t값은 23.8, 0일의 t값은 11.71로 유의적 수준으로 정의 초과수익이 발생하였으며, 매수기업 전체 표본의 -1일 및 0일의 평균 예측 잔차는 -0.54%, -0.62%이며 t값은 -2.46, -2.83으로 유의성은 적더라도 負의 수익이 발생한 것으로 연구되었다.

Asquith-Bruner-Mulins(1983)¹⁴⁾는 합병이 합병기업의 가치에 어떠한 영향을 미치는지 그리고 일련의 합병계획에 따른 합병의 순서와 피 합병의 크기 및 합병의 시기가 어떤 관계를 갖는지를 연구하였다. 1963년부터 1979년까지 발생한 합병회사를 대상으로 분석한 결과, 합병 기업의 경우는 -480일에서 -20일까지, -15일에서 0일까지, 합병완료일전 -15일부터 합병완료일까지의 초과수익률이 각각 +14.3%, -0.5%, +0.2%로 관찰되었고, 합병대상기업의 경우는 각각 -14.1%, +2.7%, +0.9%의 초과수익률이 관찰되었다고 보고하였다. 또한 합병기업의 초과수익은 피 합병 기업의 크기, 합병 성공 및 시기(즉 1969년을 기준으로 이후의 시점에서 더 큰 초과수익을 보임)와 정의 관계를 가지고 유의성이 떨어지긴 하지만 합병의 순서와는 負의 관계를 갖는 것으로 나타났다.

13) Dodd, P., "Merger Proposals, Management Discretion and stocholder Wealth", *Journal of Financial Economics*(June 1980), pp. 105-137.

14) Asquith, P. R. F. Bruner., and D. W. Mullins, "The Gains to Bidding Firms from Merger", *Journal of Financial Economics*, (1983), pp. 121-139.

Jensen & Ruback(1983)¹⁵⁾는 합병발표일을 연구 기준일로 1977년부터 1983년까지의 모든 연구 결과를 모집하여 표본수로 가중치로 두고 합병의 정보효과에 관한 모든 실증 연구를 종합하였다. 피 합병회사의 경우 -1일부터 공시일의 이상주가변동률은 +6.24% ~ +13.41%이었고, 가중평균은 +7.72%를 기록하였다. 공시일 전 약 1개월간의 이상주가변동률은 +13.30% ~ +21.78%, 가중평균은 +15.90%이었다. 합병회사의 경우 -1일부터 공시일까지의 초과상승 수익률은 +2.0% ~ +11.09%이었고, 가중평균은 +0.05% 이었다. 발표일전 약 1개월간의 초과 상승수익률은 +2.0% ~ +3.48%, 가중평균은 +1.73% 이었다.

Healy, Palepu 및 Ruback(1992)¹⁶⁾는 1979년부터 1984년까지 미국의 공공산업 기업에서 합병이 완료된 50개 대규모 합병사례를 표본으로 하여 주가가 아닌 영업현금흐름을 이용하여 합병기업과 합병대상기업의 합병 후 성과를 측정하였다. 합병 전 -5년에서 -1년과 +1년에서 +5년까지의 영업현금흐름 수익률을 이용하여 검정한 결과 합병기업은 산업평균에 비해 영업현금흐름 수익이 합병 후 증가하였으며, 이것은 자산의 생산성 면에서 증가하는 것으로 나타났다. 또한 합병은 설비 투자나 연구개발의 감소를 유발하지는 않았으므로 현금흐름의 증가효과는 장기적인 성과를 희생한 결과는 아니라고 설명하였다. 그리고 합병 후 영업현금흐름의 증가와 합병 공시일에서의 비정상주가수익률은 매우 큰 양(+)의 상관관계를 나타내었는데, 이는 성과개선에 대한 기대가 합병공시시점에서 주가에 반영되기 때문이라고 설명하였다.

15) Jensen. M. C. & R. S. Ruback, "The Market for Corporate Control: The Scientific Evidence", *Journal of Financial Economics*, 11, (April 1983), pp. 5-50.

16) Healy, P. M., Palepu, K. G., and Ruback, R. S., "Does Corporate Performance Improve after Merger?", *Journal of Financial Economics*, 31, (1992), pp. 135-175.

2. EVA와 MVA의 이론적 고찰 및 선행연구

1) EVA

(1) EVA의 배경 및 정의

① EVA의 개발배경

기업을 둘러싼 다양한 경영환경의 변화에 대응하여 목표 달성과 경영성과 측정을 위하여 여러 가지 다양한 경영기법들을 개발하여 왔다. 이러한 각종 경영기법과 주요 경영지표는 시대의 변화와 함께 어떻게 발전해 왔는지를 고찰함으로써, 어떠한 배경에서 경제적 부가가치(EVA : Economic Value Added)가 '90년대 이후의 주요 경영지표로써 자리를 잡았는지를 살펴보겠다.

1970년대는 EPS경영의 시대, 1980년대는 LBO(Leveraged Buyouts)경영의 시대였다. 그리고 1990년대는 ROE와 EVA로 대표되는 주주가치 중시 경영의 시대라고 할 수 있다. 미국에서는 1970년대까지 경상이익의 증대를 통한 EPS의 향상이 곧 기업가치의 증가로 이어진다고 생각하였다. 이에 따라 각 기업들은 경상이익의 증대 및 이익의 안정화를 위해 비 관련 업종으로의 사업다각화를 통한 기업의 복합화(Conglomerate)를 추진하였다. 그러나 당초의 기대 대로 EPS는 안정적으로 증가하였지만, 대부분의 복합기업의 주가는 특정분야에 특화되는 등 유사업종기업의 주가수준보다 낮아지는 현상을 보였다.

1970년대에 EPS의 높은 증가율이 기업가치 증대로 이어지지 않자, 1980년대에 새롭게 이용되기 시작한 것이 LBO(Leveraged buyout)이다. LBO는 피 매수기업의 자산이나 수익력을 담보로 한 부채에 의해 자금의 대부분을 조달하여 기업을 매수하고¹⁷⁾, 피 매수기업의 이익이나 자산의 매각대금으로 이들 채무를 상환해

17) 기업매수에 있어 LBO를 통한 자금조달을 원천별로 살펴보면 기업매수자금 중 10%정도만이 자기자본의 출자분이고 나머지 금액은 은행차입과 정크본드를 통해 조달한 것으로 알려지고 있다.

나가는 기업매수 방식이다. 미국에서는 피 매수기업의 사업부문을 타 기업에 매각하는 동시에 나머지 사업부문의 생산성 향상에 주력하여 동 기업의 가치를 증가시키는 방식이 주류를 이루어 왔다.

LBO기업의 경영효율화는 극도의 채무 레버리지 효과에 의존하는 것으로 조달자금의 이자 및 원금지급이 원활하게 이루어질 수 없으면 회사의 도산으로 이어질 수 있다는 위기감이 경영효율화의 강력한 동기로 이어지게 된다는 것이다. 즉, 기업가치의 원천은 회계상의 이익이 아닌 현금흐름(Cash flow)이고, 기업의 이익이 투자자의 기대수익률, 즉 자본비용을 상회하지 않으면 가치증가로 이어질 수 없다는 것이다.

LBO기업에 있어서 주된 투자자는 주주가 아닌 채권자이다. 그러므로 경영자는 EPS를 높이기 위해 회계상의 이익증대를 도모하기 보다는 매기 거액의 이자지급에 필요한 현금 확보에 초점을 두었다. 이와 같이 명확히 인식된 자본비용을 상회하는 현금흐름의 창출에 경영자는 전념하게 되었고, LBO기업의 가치는 상승하게 되었다. LBO에 관한 실증연구결과¹⁸⁾에 의하면, LBO기업의 현금흐름은 매수 후 2~4년 동안 평균 40% 증가하고, 재상장한 LBO경영기업의 가치총액은 평균 235% 증가(시장상황변화를 고려하면 96% 증가)한 것으로 나타나고 있다. 결국 LBO에 의한 기업경영은 다수의 미국기업에 커다란 영향을 미쳐 기업경영의 사고혁신을 가져오게 하였다. 단순한 EPS 증대를 위한 이익의 확대가 아닌 투자자의 기대이익, 즉 자본비용을 상회하는 현금흐름의 증대를 기업채무의 목표달성을 위한 표적으로 삼게 된 것이다. 이를 위해서는 현재의 경영시스템을 근본적으로 개선할 필요가 있다는 생각을 갖게 하였다.

1990년대는 기업의 경영환경이 더욱 급변하는 가운데 미국에서는 기업경쟁력강화를 위해 적극적인 M&A 및 사업재편(Restructuring), 연구·개발(R&D)에의 집중적인 투자가 이루어졌고, 이를 위해 투자결정, 자금조달, 경영성과평가 등에 있

18) 山一經濟研究所, “美國經營管理의 新潮流,” 證券日報, 1996. 5., p. 8.

어 기업의 의사결정이 더욱 중요하게 되었다. 그러나 이러한 의사결정에 있어서 기존의 방법들은 한계점을 노출하기 시작하였다. 예를 들면, 개별 프로젝트의 투자판단기준으로 이용되던 순현재가법(NPV)은 설비투자 등의 의사결정에 대해 대략적인 내용을 제시할 수는 있지만, 이들 투자안의 수익성에 대한 사후관리에 대해서는 유용한 정보를 제공해주지 못했다. 한편, 1980년대 중반 이후 미국에서는 남미 환위기 및 LBO 붐에 의한 기업의 채무과다와 경기침체로 인해 신용경색현상이 일어났다. 이에 기업들은 부채변제를 우선시하는 한편, 자기자본증대를 위해 자본시장을 통해 적극적인 자본조달을 추구하였다. 이 시기에 전통적인 연금 및 생명보험회사 외에 정크본드(junk bond)등에 투자하는 새로운 기관투자자가 성장하게 되면서, 자본시장은 간접금융 위기의 상황에서 그 완충역할을 훌륭히 수행하였다. 이러한 기관투자자의 성장으로 기업의 투자자금조달에 있어서도 간접금융보다는 증권시장을 통한 직접금융이 선호됨에 따라 투자자본의 성과를 측정하는 총자본이익율(ROA), 자기자본이익율(ROE) 등 투자자본비용을 중시하는 성과측정지표들이 이용되기 시작하였다. 그러나 이들 지표 역시 회계상의 이익에 기초한 것으로서 투자자, 특히 주주의 투자자본에 대한 기회비용은 고려하고 있지 않다. 또한, 기업의 다양한 의사결정에 각각 독자적인 경영지표들이 사용됨으로써 경영성과평가에 비효율성이 초래되었다. 따라서 주주자본에 대한 기회비용까지 고려하고 다양한 의사결정에 종합적으로 사용되는 새로운 경영관리지표가 필요하게 되었는데, 그 조건을 충족시키는 지표가 바로 EVA였다.

EVA는 1980년대 후반 미국의 경영 컨설팅 회사인 Stern Stewart사가 당시의 LBO 경영의 교훈을 기초로 새로운 경영관리지표로서 개발한 것이다.

② EVA의 정의

EVA란 기업 본래의 고유한 영업활동을 통해 창출한 순 가치의 증가분으로 세

후영업이익에서 투하자본에 대한 자본비용이 공제된 잔여이익을 말한다.¹⁹⁾ 즉, 채권자와 주주라는 자본제공자의 리스크 부담에 대한 코스트와 공공서비스의 제공자인 국가 또는 지방공공단체에 대한 세금을 차감한 순수한 이익으로, 기업의 최종적 리스크 부담자인 주주에게 전액 귀속되는 부분이다. 따라서 EVA가 양(+)이라는 것은 주주들에게 기회비용을 초과하여 경제적으로 새로운 가치를 창출하였다는 것을 의미하고, EVA가 음(-)이라면 투자자들은 자본제공에 대한 대가를 충분히 보상받지 못하고 있음을 의미한다. 그러므로 EVA는 기업의 가치창출여부를 명확히 보여주는 지표로서 가치 중심경영의 핵심적인 역할을 하고, 기업재무의 궁극적인 목표인 주주 가치를 극대화로 연결시키는 도구가 된다. 이를 수식으로 나타내면 아래와 같다.

$$\begin{aligned}
 EVA &= \text{세후순영업이익} - \text{자본비용} \\
 &= (\text{영업이익} - \text{법인세}) - (\text{타인자본비용} + \text{자기자본비용}) \\
 &= \text{세후순영업이익} - (\text{투하자본} \times \text{가중평균자본비용})
 \end{aligned}$$

결론적으로 EVA란 기업이 영업활동을 통해 달성한 이익에서 영업활동을 위해 투입한 자본에 대한 합당한 자본비용을 차감한 후의 성취된 이익의 양을 측정하는 것이다.

(2) EVA의 정보 유용성

① 경영목표로서의 EVA

과거 기업의 목표는 외형 지표인 매출액과 순이익만을 증가시키는 것이었다. 그 후 점차 비용관리가 중요시 되면서 수익에서 비용을 차감한 경상이익의 증대가 기업재무의 새로운 목표가 되었다. 미국의 경우 1970년대에 경상이익의 증대

19) 김응한 외, “상장기업 EVA분석,” 한국증권거래소, 1998.

를 위해 복합기업(Conglomerate)화 전략이 성행하였다. 그러나 경상이익 중심이던 손익계산서의 관리시기가 퇴조하면서 기업분석에서는 자상이익률(Return On Assets : ROA), 자본이익률(Return On Equities : ROE) 등의 대차대조표와 손익계산서를 함께 고려한 지표들이 점차 중요한 위치를 차지하게 되었다.

최근에 들어서는 가치창조 관점의 경영이 기업경영의 신조류를 형성하고 있다. 주주가 제공한 자기자본에 대해서 기회비용적 관점에서 비용으로 인식하여 주주의 부를 극대화하는 것이 곧 기업가치의 극대화를 가져온다는 개념이며, 이를 위해서는 재무제표 뿐 만 아니라 재무제표에 나타나지 않는 자본비용까지 관리하게 하는 것이다. 즉, 기업가치 창조를 경영목표로 설정·관리하게 되었는데 그 핵심은 EVA이다.

기업 재무성과 평가 발전과정을 요약하면 아래 <표 1>와 같이 나타낼 수 있다.

<표 1> 재무성과평가의 발전단계²⁰⁾

관 점	I/S		B/S			가치창조
	1	2	3	4	5	
단 계	1	2	3	4	5	6
관리대상	수익관리	비용관리	ROA관리	ROE관리	ROIC관리	EVA관리
실무과제	부문별 수익배분, 간접부문의 수익결정	부문별 비용관리 (부문별 손익계산서 완비)	부문별 자산배분	-	-	자본비용의 추계 (WACC)
비 고	손익을 고려하지 않음	투자효율을 고려하지 않음	자산의 배분이 비교적 용이	지표가 자본 구성의 영향을 받음	다음단계 로의 이행준비 완료	산정이 복잡하여 이해하기 어려움
			자본비용을 지표에 반영하지 않음			

20) 윤석길, “企業價值評價 指標로서 經濟的 附加價値의 有用性에 관한實證研究”(碩士學位論文, 大田大學校, 2005), p.9

② 주식 투자지표로서의 EVA

주식 투자자들이 기업에 투자하고자 할 때 주가지표로 삼는 것은 경제 여건에 따라 변해 왔다. 1980년대에 투자기준은 유동성(시중자금)중심 이었다. 국내 주식 시장을 개방한 1990년도부터 외국인 투자자들이 증권 시장에 진출하면서부터 가치투자가 시작되었다고 보아도 과언이 아니다. 즉 투자기업은 주가수익비율(Price Earnings Ratio : PER), 자기자본수익률(Return On Equity : ROE), 주가수익비율의 성장률(Price Earning Growth : PEG)등이 기업분석 및 주식투자지표로 추가되어 사용되었다. 당기순이익을 자기자본으로 나누는 ROE는 대차대조표상의 자기자본을 경영자가 얼마나 효율적으로 운용해 높은 수익을 얻었는지, 즉 투자효율성 및 향후이익 성장성을 판단하는 지표이다. 다만, ROE를 계산하는데 있어서 채투자 자원으로 실무상 사용되는 감가상각비가 당기순이익에서 차감되고 있기 때문에 현금흐름(cash flow)을 수반하지 않는 감가상각비와 퇴직급여충당금등을 당기순이익에 가산한 수정 ROE를 계산하여 이 값이 시중 실제 금리를 상회하면 투자대상으로 바람직하다고 판단한다.

PEG는 PER가 일정기간 동안의 기업이익만을 고려할 뿐 해당기업이 성장성을 고려하지 못한다는 점을 해결하기 위해 만들어진 투자지표로써 PER를 기업의 성장률로 나누어 성장성이 주가와 이익에 얼마나 영향을 끼치고 있는가를 나타낸다. 또한, 국내주식시장과는 달리 최근 미국에서는 당기순이익 대신 영업이익을 중시하는 EVA가 기존의 경영분석 지표인 EPS, PER, ROE등을 대신하여 기업 및 증권계에서 널리 알려져 있다. 왜냐하면 EVA는 주식시장을 매개로 하여 MVA(Market Value Added)의 예측치로서의 기능을 하기 때문에 주식투자지표로 사용할 수 있다. MVA란 어떤 회사의 주식이 시장에서 평가되는 가치와 그 주식에 투여된 자금의 차액을 의미한다. 다시 말하면 투자자가 그 회사에 투자한 자금과 그들이 현재 시장에서 회수할 수 있는 자금과의 차액을 의미하기 때문이다. MVA는 투하자본(타인자본 + 자기자본)의 시장가액에서 실제투하자금의 장부가액을 차감한 금액이지만 이론적으로는 장래 EVA를 가중평균 자본비용(weighted

average cost of capital : WACC)으로 할인한 현재가치가 된다. 그러므로 EVA는 반드시 주가에 대응하는 것은 아니지만 기업가치의 증가없이 주가상승은 있을 수 없으므로 EVA가 주식투자 지표로써 활용될 수 있을 것이다.²¹⁾

③ 투자의사결정 기준으로서의 EVA

EVA는 영업자산의 가치를 평가대상으로 하므로 EVA에 의한 투자의사결정은 기존의 NPV법이나 IRR법보다 더 나은 투자의사결정방법이 될 수 있다. 일반적으로 기업은 영업활동이 근본활동이며 이러한 기업 본연의 활동에 의한 수익력의 증가여부, 곧 EVA의 증가여부에 의한 투자의사결정은 기업의 근본적인 수익력을 증가시키는 것이라 할 수 있다. 또한, 총자본이익률·자기자본이익률 등 회계상 이익에 기초하여 투자자본의 성과를 측정하는 기존 지표들은 투자자의 투자자본에 대한 기회비용을 비용으로써 인식하지 못한다.

EVA는 투자자의 기대수익까지 반영함으로써 신규사업의 투자결정여부 심의시 기업의 시장가치에 미치는 영향을 측정하여 평가하기 때문에 신규사업의 투자결정판단기준으로 활용될 수 있다.

(3) EVA의 산출방법²²⁾

EVA는 기업이 영업활동을 통해 달성한 이익에서 투입된 자본에 대한 정당한 자본비용을 차감한 후에 산출되는 이익으로서, 회계적 이익에 대한 정보와 요구 자기자본비용을 동시에 고려하여야 하므로 주주의 입장에서 더 유익한 정보를 제공해주는 기능을 수행한다. 결국 EVA는 기업의 수익성을 주주의 입장에서 좀 더 명확하게 파악할 수 있도록 조정한 개념이다. 먼저 EVA의 정의를 수식으로 나타내면 다음과 같다²³⁾.

21) 김희중, “經濟的 附加價值(EVA)와 株價와의 相關關係에 관한 研究” (碩士學位論文, 昌原大學校, 2004), pp. 18-19.

22) “윤석길, *op. cit.*, pp. 12-19.”

23) 강효석·남명수, “자본효율성 재고를 위한 가치창조경영의 도입,” 한국상장회사협의회, 상장협 연구보고서, 1997.

<표 2> EVA의 정의²⁴⁾

$$\begin{aligned}
 EVA &= \text{Net Operating Profit Less Adjusted Tax(NOPLAT)} - \text{Capital Charge} \\
 &= \text{NOPLAT} - \text{WACC} \times \text{IC} \\
 &= (\text{NOPLAT} / \text{IC} - \text{WACC}) \times \text{IC} \\
 &= (\text{ROIC} - \text{WACC}) \times \text{IC}
 \end{aligned}$$

여기에서,

$$\text{IC(투자자본)} = \text{순운전자본} + \text{고정자산} + \text{기타 영업자산}$$

$$\text{ROIC} = \frac{\text{NOPLAT}}{\text{IC}} = \frac{\text{EBIT}}{\text{매출액}} \times \frac{\text{매출액}}{\text{IC}}$$

$$\text{WACC} = \frac{E}{V} \times r_e + \frac{D}{V} \times r_d \times (1 - \tau)$$

즉, 위의 <표 2>를 다시 정리하면 다음과 같이 정리할 수 있다.

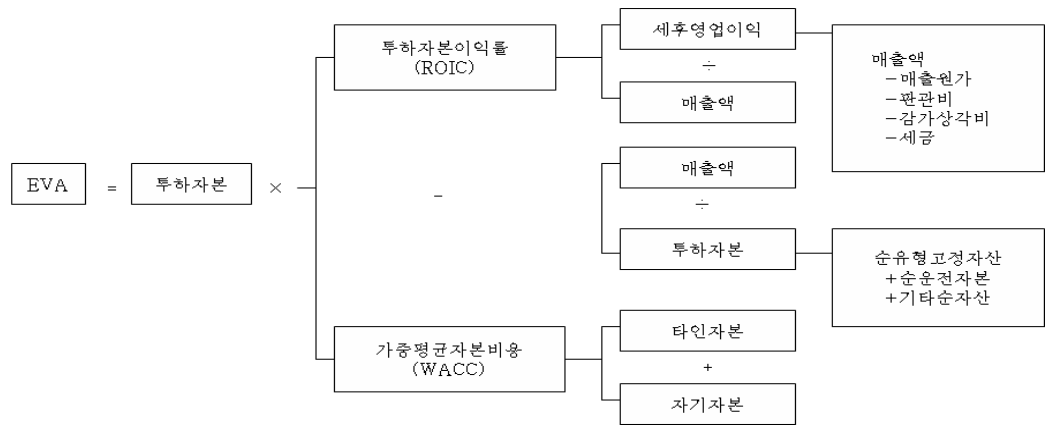
$$EVA = \text{IC} \left[\frac{\text{NOPLAT}}{\text{IC}} - [(k_d \times \text{부채비중} + k_e \times (1 - \text{부채비중}))] \right]$$

EVA는 크게 세후순영업이익(NOPLAT), 투자자본(IC), 가중평균자본비용(WACC)등 3가지 요소로 구성되어 있다. 정확한 EVA산출을 위해서는 투자자본, 가중평균자본비용 산출을 위한 자기자본비용, 그리고 세후순영업이익이 정확히 추정되어야 한다.

이를 그림으로 나타내면 아래 <그림 2>와 같다.

24) 강효석·남명수, "자본효율성 재고를 위한 가치창조경영의 도입," 한국상장회사협의회, 상장협 연구보고서, 1997.

<그림 2> EVA 결정요인²⁵⁾



① 세후순영업이익(Net Operating Profit Less Adjusted Tax: NOPLAT)

NOPLAT는 순수영업활동으로부터 창출된 세후 순 현금유입액으로 정의되며, 손익계산서상의 영업이익에서 영업외수익 및 비용 중 실제 사업 본연의 활동과 관련된 수익, 비용항목을 차감하여 창출된 이익에서 법인세를 차감한 금액이다.

NOPLAT의 계산방법은 다음과 같다.²⁶⁾

가. EBIT(영업이익, 또는 이자 및 법인세전 이익) : EBIT에 포함되지 않는 것은 일반적으로 이자수익, 이자비용, 영업의 중단으로부터 발생한 손익, 특별손익, 비업무용 투자로부터 발생한 투자이익 등이다. 특히 고정자산에 대한 감가상각은 차감항목이 되어야 하지만, 영업권의 상각은 차감되어서는 안 된다.

25) 강효석 외, 『기업가치평가론』 (홍문사, 2001, 제3판), p. 40.

26) 황선용·신우용, “EVA와 주가변동간의 실증분석을 통한 한국에서의 주주자본주의에 관한 연구,” 재무관리논총, 2004, pp. 52-53.

나. EBIT에 대한 법인세 : 총 법인세를 이자비용, 이자수익, 기타 영업외손실 (영업외수익-영업외비용을 의미)에 적용될 법인세를 감안하여 조정한 것과 같다. 중요한 계정을 고려하여 조정한 것을 간단히 정리하면 <표 3>과 같다.

<표 3> NOPLAT의 계산

매출액 - 매출할인
- (판매관리비 - 무형고정자산상각 ²⁷⁾)
- 감가상각비
- 연구개발비상각
= 세전영업이익
- 법인세
= NOPLAT

② 투자자본(Invested Capital : IC)

투자자본(IC)은 기업이 주된 영업활동을 위해 투자된 자분을 의미한다. 이는 주주의 입장이나 채권자의 입장에서 측정하는 개념이 아니라 기업의 관점에서 측정하는 개념으로 기업이 본연의 영업을 위해서 투자한 자금을 말한다.²⁸⁾ 자금조달측면에서 보면 이자비용이 발생하고 있는 장기차입금, 회사채 등의 부채와 자기자본의 합계가 투자자본이 될 것이다. IC를 측정하는 이유는 기업 전체 자산을 영업 활동과 관련된 자산과 영업활동과 관련이 없는 자산으로 구분하여 정보이용자에게 기업의 자금운용과 조달에 대한 정보를 제공하기 위함이다. IC를 구하는 방식은 세 가지가 있는데 이를 살펴보면 다음과 같다.

첫 번째 방법은 투자의 경제성분석시에 현금흐름의 추정은 영업상 현금흐름에서 투자비를 차감하여 계산하는데 이때의 투자비에는 영업 관련 고정투자비와 순운전자본이 고려된다.

27) 영업권, 상표권 등의 무형고정자산상각은 영업활동으로 인한 실제적 현금유출이 아니므로 비용으로 고려해서는 안된다. 즉 IC를 구할 때 역시 무형고정자산을 고려하지 않는데, 이는 바로 *NOPAT*와 *IC*의 일관성을 위해서임.

28) “김응한 외, *op. cit.*, p. 119.”

$$\begin{aligned} \text{투하자본} &= \text{투자비} + \text{순 운전자본} \\ \text{여기에서, 투자비} &= \text{영업관련 고정자산} + \text{영업관련 기타자산} \\ \text{순운전자본} &= \text{영업관련 유동자산} - \text{영업관련 부채} \end{aligned}$$

두 번째 방법은 자산을 중심으로 투하자본을 계산하는 방법이다.

$$\begin{aligned} \text{투하자본} &= \text{이자발생부채} + \text{자기자본} - \text{비 사업용자산} \\ \text{여기에서, 이자발생부채} &= \text{이자를 지급하는 차입금, 회사채 등으로} \\ &\quad \text{채권자 투자액} \\ \text{자기자본} &= \text{주주의 투자액} \\ \text{비 사업용자산} &= \text{순수영업활동에 투자되지 않은 자산} \end{aligned}$$

세 번째 방법은 자본조달 측면에서 투하자본을 계산하는 방식으로 다음과 같이 계산할 수 있다.

$$\begin{aligned} \text{투하자본} &= \text{영업관련 자산} - \text{비 이자발생부채} \\ \text{여기에서, 영업관련 자산} &= \text{영업관련 유동자산} + \text{영업관련 고정자산} \\ &\quad + \text{영업관련 기타자산} \\ \text{비 이자발생부채} &= \text{이자를 지급하지 않는 부채} \end{aligned}$$

③ 가중평균자본비용(Weighted Average Cost of Capital : WACC)

기업은 원활한 경영을 위해서나 새로운 투자를 위해서 투자자금을 필요로 하며, 자금을 사용할 때는 그 대가를 지불하여야 한다. 타인으로부터 자금을 조달했을 때에는 적절한 이자를 지급해야 하며, 자기자본으로 조달한 경우에도 그 대가를 지불해야 한다. 이러한 자금조달의 방법은 외부차입, 사내유보자금, 회사채 및 주식발행 등이 있다. 회사전체 자본비용은 가중평균자본비용(WACC)으로서 각 자금조달 원천별 자본비용을 자금의 구성비로 가중 평균한 비용이다. 즉, WACC는 순수영업활동을 위해 투자된 기업의 평균조달비용이다.

EVA를 계산할 때에는 이자를 부담하는 타인자본비용 뿐만 아니라, 자기자본 비용까지도 고려해야 하기 때문에 가중평균자본비용을 사용해야 한다.

WACC는 다음과 같이 산출된다.

$$WACC = \frac{S}{S+B} \times k_e + \frac{B}{S+B} \times k_d \times (1-\tau)$$

여기에서, S 는 자기자본, B 는 타인자본(자본비용이 수반되는 부채만을 고려), 그리고 $S+B$ 는 기업의 가치, τ 는 법인세, 그리고 k_e 는 자본자산가격결정모형(CAPM)이나 배당평가모형을 통해서 산정된 자기자본비용, k_d 는 타인자본비용을 의미한다.

가. 자기자본비용의 계산

ㄱ) CAPM을 이용한 자기자본비용의 계산

CAPM을 이용하여 자기자본비용을 산정하는 방법은 기업의 위험도에 따라 주주에게 위험에 따른 초과수익을 지불하여야 한다는 것으로, 기업은 기업의 위험도에 따라 무위험이자율에서 위험초과수익률을 합한 주주의 기대수익률을 보장하여야 한다는 의미이다. 이를 식으로 나타내면 다음과 같다.

R_f 는 무위험 수익률, β 는 개별기업에 대한 위험도가 자본시장평균수익률의 몇 배 인가를 나타내는 계수, $E(R_m)$ 은 시장 기대수익률을 의미한다.

ㄴ) 배당평가모형을 이용하는 방법

배당평가모형을 이용하여 자기자본을 산정하는 방법은 자기자본비용이 배당률과 미래배당의 성장률에 따라 결정된다는 것으로 다음과 같이 나타낼 수 있다.

$$k_e = \left(\frac{D}{P_0} \right) + g$$

여기에서 k_e 는 자기자본비용, D 는 배당금, P_0 는 현재시점의 주식가치, g 는 배당성장률로서 자기자본이익률에 배당성향을 곱하여 결정된다.

ㄷ) 주당순이익을 과거 평균주가로 나누어 산정하는 방법

주당순이익을 과거평균주가로 나누어 산정하는 방법은 다음과 같이 주당순이익을 평균주가로 나누어 단순히 자기자본비용을 계산하는 것으로 실무에서 간편하게 자기자본비용을 산정하는 경우에 주로 사용되고 있다.

$$k_e = \text{주당순이익} / \text{평균주가}$$

나. 타인자본비용의 계산

타인자본비용의 계산은 회계자료를 이용하는 방법과 회사의 신용도를 감안하여 시장조달 가능 금리를 활용하는 방법이 있다.

ㄱ) 회계자료를 이용하여 부채를 추정하는 방법

기본적으로 장부상의 이자비용을 이자발생부채로 나누어 기업별 타인자본비용(k_d)을 추정한다.

$$k_d = \left(\frac{\text{총이자비용} + \text{사채발행비} + \text{이자비용실제발생액}}{\text{이자발생부채}} \right)$$

ㄴ) 회사 신용도를 감안하여 시장조달 가능 금리를 활용하는 방법

시장에서 회사를 평가하는 위험도를 감안하여 회사가 조달하는 부채비용을 추정하는 방법이다. 이를 위해 회사의 채권등급을 결정하는 모형을 개발하고, 시장의 채권등급별 스프레드를 산정하여 무위험이자율에 가산하여 부채비용을 추정하는 방법이다.

④ 투자자본수익률(Return On Invested Capital : ROIC)

투자자본수익률(ROIC)은 기업의 재무활동을 고려하지 않고 본연의 영업활동으로부터 벌어들인 기업의 부가가치를 좀더 정확하게 측정하기 위하여 산출한다.

ROIC는 NOPLAT을 IC으로 나눈 값이다. 이 값이 WACC을 상회하면 EVA는 양(+)이 되므로 이에 따라 기업가치는 증대되고, ROIC가 WACC을 하회하면 EVA는 음(-)이 되어 기업가치는 감소하게 된다. 이를 식으로 나타내면 다음과 같다.

$$\begin{aligned}
 EVA &= NOPLAT - WACC \\
 &= IC \times (ROIC - WACC) \\
 &\langle \text{양적측면} \rangle \langle \text{질적측면 : 초과수익률} \rangle
 \end{aligned}$$

- $ROIC = NOPLAT / IC$
- $WACC$ 은 타인자본과 자기자본의 가중평균 비용률로써 IC 의 최저필수 수익률(투자가의 기대수익률)을 의미한다.

(4) EVA와 기업가치²⁹⁾

기업이 자본비용보다 높은 수익률을 제공하는 사업에 투자할 때 창출되는 부가가치인 EVA는 아래의 식 (11)에서 나타나듯 투자수익률과 자본비용의 차이에 투자금액 곱한 것과 같다.

$$\begin{aligned}
 EVA &= NOPLAT - WACC \times IC \\
 &= (NOPLAT / IC - WACC) \times IC \\
 &= IC \times (ROIC - WACC)
 \end{aligned}$$

여기에서,

IC = Invested Capital

$ROIC$ = Return On Invested Capital (투자자본수익률)

$WACC$ = Weighted Average Cost of Capital (자본비용)

$NOPLAT$ = Net Operating Profit Less Adjusted Taxes (세후순영업이익)

29) 김석용, “기업가치 평가모형에 기초한 기업가치와 주가간의 상관관계에 관한 연구: EVA평가방법과 FCF평가방법을 중심으로,” (석사학위논문, 동국대학교, 1998), pp. 33-35.

아래의 식은 순수한 영업활동의 성과를 반영하는 투하자본 수익률이 재무활동의 결과를 나타내는 가중평균자본비용보다 높을수록, 그리고 투하자본 수익률이 가중평균비용을 능가 하는 한 투자규모가 클수록 EVA가 크다는 사실을 보여준다.

$$EVA = IC \times (ROIC - WACC)$$

여기에서,

$$IC = \text{유동자산} + \text{순고정자산} + \text{기타영업용 자산}$$

$$ROIC(\text{투하자본 수익률}) = \text{NOPLAT} / IC$$

$$WACC(\text{가중평균 자본비용}) = \text{자기자본비용} \times \text{자기자본/총자본} + \text{세후 타인자본비용} \times \text{타인자본/총자본}$$

기업가치는 현재의 투하자본에 미래에 발생되는 모든 예상 EVA의 현재가치, $\Sigma PV(EVA)$ 를 합한 것으로 정의할 수 있다.³⁰⁾

$$V = IC + \Sigma PV(EVA)$$

$$IC = \text{Invested Capital}$$

$$EVA = IC \times (ROIC - WACC)$$

$$\Sigma PV(EVA) = \text{미래 발생되는 EVA의 현재가치}$$

위의 식에서 $\Sigma PV(EVA)$ 는 시장부가가치(Market Value Added : MVA)를 의미한다. MVA는 시장에서 형성된 기업가치에서 주주와 채권자의 실제 투자액을 차감하는 금액이다. 주가는 미래의 모든 예상현금흐름을 반영하므로, 효율적 시장에서는 모든 미래의 경제적 부가가치(EVA)의 현재가치의 합계가 MVA로 나타나게 된다. 따라서 EVA에 의한 기업가치 접근법을 나타내면 다음과 같다.

$$V = IC + \Sigma PV(EVA)$$

$$= IC + MVA$$

30) “강효석 외, op. cit. pp. 27.”

2) MVA

(1) MVA의 정의

MVA는 시장에서 형성된 기업가치에서 주주와 채권자의 실제투자액을 차감한 금액을 의미한다. 효율적 시장에서의 주가는 미래의 모든 예상 현금흐름을 반영하게 되므로 MVA는 미래의 초과이익(경제적 부가가치, EVA)의 현재가치의 합계로 나타낼 수 있다. 그러나 미래의 초과이익을 추정하는 것은 현실적으로 불가능하기 때문에 일반적으로 대응치를 많이 사용하고 있다. 외국의 경우에는 시가총액을 MVA의 대응치로 해석하기도 한다. 증권거래소에서는 기업별로 과거의 EVA를 누적한 것을 MVA의 대응치로 사용하고 있다. 이것은 미래 EVA는 과거에 발생한 EVA만큼 창출할 것이라고 가정하는 것이다. 또한, MVA는 기업이 주주들의 투자에 대해 얼마만큼 가치를 창출했는지 그리고 창출할 것인지를 보여준다. 성공적인 기업들은 양(+)의 MVA를 보여주고 이것은 그 기업에 투자된 자본의 가치가 증가되었다는 것을 의미한다. 반면 성공적이지 못한 기업들은 그 기업에 투자된 원래의 자본 가치보다 현재의 기업가치가 더 낮다는 것을 의미한다. 따라서 한 기업이 MVA 창출 면에서 성공적인지 아닌지는 그 기업의 수익률에 의존한다.

MVA는 앞서 정의한 바 있는 경제적 부가가치(EVA), 즉 경제적 이익(economic profit)이 무난히 동일하게 지속된다고 가정하고, 이들 경제적 이익을 현재가치로 할인하여 모두 합계한 수치이므로 훌륭한 장기적 성과측정 지표가 되는 것이다. MVA에서 'Market'이란 기업에 투자자본의 조달기회를 주는 금융자본시장을 의미한다. 경제적 이익을 할인할 때 금융자본시장에서의 수급상황에 의해 결정되는 자본비용을 그 할인율로 활용하기 때문에 'Market'이란 용어가 사용된 것이다. 따라서 MVA란 'Market'에서 결정된 자본비용으로 할인한 EVA라고 할 수 있다. 그리고 한 기업의 주가는 투자자들의 미래 수익에 대한 예측에 기초

하여 결정된다는 것을 감안한다면 MVA와 주가와의 관계를 이해할 수 있을 것이다. 즉, 한 기업이 양(+) 또는 음(-)의 MVA를 성취했는지는 미래 자본비용률에 대비한 미래 기대수익률의 수준에 의존한다. MVA는 모든 미래 EVA의 현재가치이다. 한 기업이 EVA를 증가시키면 그 기업의 MVA도 증가한다.

(2) MVA의 산출방법

MVA는 기업의 시장가치(Market Value : MV)와 총자본(Total Capital : TC)의 차이를 말하며, 부채의 시장가치와 장부가치는 같다고 가정할 수 있기 때문에 MVA는 자기자본의 시장가치(MVE)에서 자기자본의 장부가치(BVA)를 차감한 것과 같다. 자기자본의 시장가치(MVE)는 연말종가에 발행주식수를 곱하여 산출한다. 이를 식으로 나타내면 다음과 같다.

시장부가가치(MVA)

$$= \text{기업가치}(MV) - \text{총자본}(TC)$$

$$= \text{시장가치}(\text{자기자본과 부채의 시장가치}) - \text{총자본}(TC)$$

$$= \text{자기자본의 시장가치}(MVE) - \text{자기자본의 장부가치}(BVA)$$

또한, 시장에서 형성된 기업가치(자본의 시장가치+부채의 시장가치)에서 투자금액을 차감한 것으로 시장에서 평가되는 특정기업의 시장프리미엄(Market Premium)을 말한다.³¹⁾ 즉 기업의 시장가치에서 기업의 장부상 투자자본(이자지불부채+지분+이익잉여금)을 차감한 성장성이 반영된 미래 EVA의 현재가치 합이다.³²⁾

$$MVA = \text{시장가치} - \text{총투자자본}$$

$$= (\text{투자자본} + \text{미래 EVA의 현재가치}) - \text{투자자본}$$

$$= \text{미래 EVA의 현재가치}$$

31) 일반적으로 부채의 시장가치는 장부가치와 동일한 것으로 간주한다.

32) 김석용, 『기업분석·평가론』 (삼영사, 2002), p. 330.

상기 방법 이외에도 세후영업이익(NOPLAT)과 가중평균자본비용(WACC) 및 투하자본(IC)를 이용하여 MVA를 구할 수 있다.

$$MVA = \frac{NOPLAT}{WACC} - IC$$

여기에서,

$$NOPLAT = IC \times ROIC$$

$$WACC(\text{가중평균 자본비용}) = \text{자기자본비용} \times \text{자기자본} / \text{총자본} + \text{세후 타인자본비용} \times \text{타인자본} / \text{총자본}$$

$$IC = \text{유동자산} + \text{순고정자산} + \text{기타영업용 자산}$$

MVA가 (+)인 경우는 기업의 자산이 증가하는 것을 말하며, (-)인 때는 자본 잠식 상태를 뜻한다.

3) EVA와 MVA의 비교

효율적 시장가설에 의하면 기업가치가 주가로 반영되므로 기업이 창출한 EVA는 주식시장과 연계되어 기업의 시장가치에 연결된다. 시장부가가치(Market Value Added : MVA)는 자본 제공자가 시장을 통하여 회수할 수 있는 금액의 시장가치에서 자본 제공자의 실제투자액을 차감한 금액으로 주식시장에서는 시가총액(Market Value)에서 주주지분을 차감한 금액으로 표현된다. 그러므로 자본제공자의 입장에서 보면 EVA보다 MVA가 주주가치를 증가(+) 시키는지, 또는 감소(-) 시키는지를 쉽게 파악할 수 있게 해준다. 그러나 경영자의 입장에서는 주식시장의 영향을 받는 MVA 보다는 자신의 경영능력을 반영할 수 있는 EVA를 경영관리의 수단으로 더욱 선호한다. 따라서 EVA를 기업의 투자의사결정과 업적평가 등 내부관리지표로 이용하면서, 투자자를 위한 외부평가지표로서 MVA를 이용하면, EVA의 최대화를 통하여 MVA의 최대화를 달성 할 수 있게 되므로 궁극

적으로 주주 부의 극대화라는 기업재무관리 목표와 일치하게 된다.³³⁾ 그러나 EVA의 최대화가 경영자의 최종목표인 주가의 극대화로 직접적으로 연결되는 것은 아니고, 기업의 미래에 대한 전망을 할 때 시장원리가 가능해야 하고, 정보에 있어서도 효율적인 주식시장이 개입되어야 한다. 따라서, 비록 현 시점의 EVA가 양(+)이어도 주식시장에서 당해 기업의 미래 성장성 등을 비관적으로 보면, MVA는 음(-)으로 나타날 수도 있다. 반대로 기업이 적극적인 구조조정(restructuring)등을 시행한 이후의 시점에서는 EVA가 음(-)으로 나타난다고 하더라도, MVA는 양(+)으로 나타날 수도 있다. 한편, 이론적인 EVA와 MVA의 관계에 있어서는 MVA는 주식시장에서 평가한 미래의 EVA를 자본비용으로 할인한 현재가치로 보고 있다.

$$MVA = EVA_1 / (1 + C^*) + EVA_2 / (1 + C^*)^2 + EVA_3 / (1 + C^*)^3$$

단, C^* : WACC가 일정함을 가정

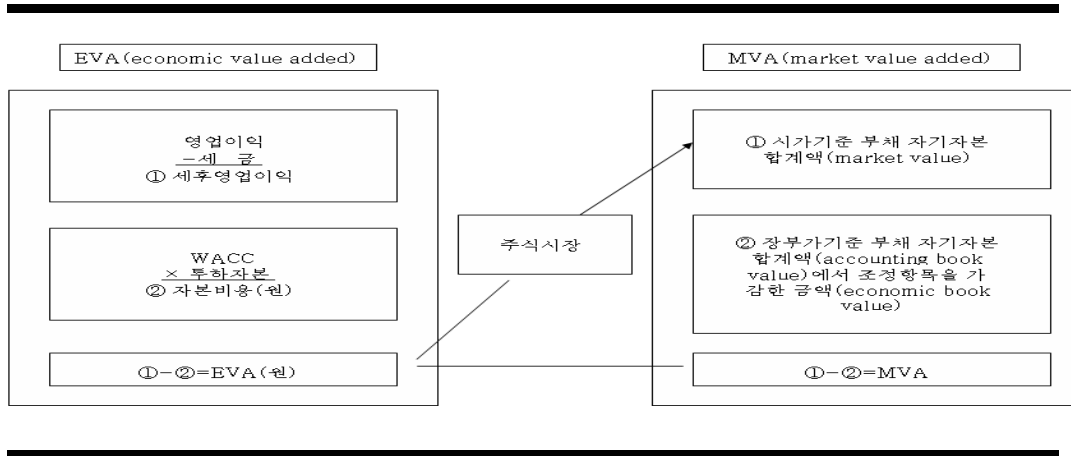
위 식에서 미래 EVA가 일정하게 영구적으로 지속된다고 가정하면, MVA는 EVA를 가중평균자본비용으로 할인한 현재가치이다.

결국 EVA가 과거 실적치를 기준으로 한 개념이라면, MVA는 미래의 예상 EVA를 기준으로 한 미래지향적 개념이라 할 수 있다.

EVA와 MVA의 관계를 도식화 하면 <그림 3>과 같으며, 주식시장은 시장원리가 적용되고 정보에 대해 효율적인 시장이 전제가 된다.

33) Uyemura, Kantor, Pettit, Stern Stewart 사의 공동연구에 의하면 세계 100대 은행(95.12.31일 현재)의 EVA를 비롯한 EPS, 순이익, ROE, ROA의 MVA와 상관관계 (분석기간:1986년-1995년까지 10년간)를 분석한 결과 EVA와 MVA의 상관관계가 상대적으로 가장 높은 것으로 나타나고 있다.

[그림 3] EVA와 MVA의 관계³⁴⁾



4) EVA와 MVA에 대한 비판

EVA 및 MVA는 오늘날 많은 관심의 대상이 되고 있으나, 한편으로는 비판의 주장도 제기되고 있다. 비판의 대부분은 EVA의 개념보다는 EVA의 시장가치인 MVA에 대한 비판으로 집중되고 있다. 첫째, MVA도 기존의 경영지표와 다를 것이 없는 주식가치평가에 있어서 하나의 측정수단에 불과한 것이라는 의견이다. 전술한 바와 같이, EVA가 양(+)으로 나타나더라도 MVA는 음(-)을 나타내는 데에 대한 명확한 설명변수가 나와 있지 않다. 둘째, 시장원리가 가능하고 효율적 시장 하에서 결정된 주가에 의해 MVA가 사후적으로 설명하고 있지만 MVA와 주가간의 관계가 불분명하여 주식시장의 평가에 의해 기업의 MVA가 과대 또는 과소평가되는 경향이 있다. 셋째, MVA로 주가를 설명하려는 것에 대해, 주가는 본질적으로 산업의 구조조정, 경기변동, 성장성 등과 같은 외적 환경요인에 의해 변동될 수 있으며 MVA는 이러한 기업 외적요인에 의한 변동요인을 다소 무시하

34) 신우용, “企業價值 評價指標로서 EVA의 適合性에 寬限 研究”(碩士學位論文, 中央大學校, 2004), p.46.

고 있다는 것이다. 넷째, MVA 및 EVA는 인플레이션에 의해 왜곡될 수 있다. 오래된 기업일수록 취득원가에 의해 표시되는 영업자산의 가치가 과소평가되어 최근에 설립된 기업보다 유리하여 EVA가 상대적으로 과대평가될 수 있다. 그러나 이러한 왜곡은 낮은 자산의 유지비용 증가에 의해 상쇄되므로 실질적으로 크지는 않을 것이다.

5) 선행연구

이동훈(2000)³⁵⁾은 1996년부터 1998년까지 280개 기업을 대상으로 주식시장에서 주식평가지표로서 EVA가 기존의 회계적 성과지표인 EPS, ROA, ROE, CFPS보다 더 유용한가를 실증분석하였다. 분석결과 첫째, 주당 EVA 및 회계적 성과지표가 주가와 유의적인 상관관계를 갖는 것으로 나타났으며, CFPS, EPS, EVAPS, ROA, ROE 순으로 상관관계가 나타났다. 둘째, 주가와 회계적 성과지표 사이에 인과관계를 분석 하였으며, 모두가 유의적인 관계를 갖고 있는 것으로 나타났으며, CFPS, EPS, EVAPS, ROA, ROE 순으로 설명력이 높게 나타났다.

양기인(2002)³⁶⁾은 1997년부터 2001년까지 코스닥 시장에 등록된 기업 중 113개 기업을 대상으로 EVA와 MVA의 관련성을 중심으로 투자결정의 기준 지표로 EVA를 활용해 보고자 분석 하였다. 분석결과, 첫째 1997년 EVA와 각 연도별 MVA의 상관관계가 미약한 것 이외에는 모두 현재 EVA와 미래의 MVA간 상관관계가 있는 것으로 나타났다. 둘째, EVA가 MVA에 얼마만큼 영향력을 미치는지를 검증하였으며, 그 결과 1997년을 제외하고는 각 연도에 있어서 EVA가 MVA를 유의적으로 설명하고 있다. 셋째, EVA와 당기순이익의 다중회귀분석을 실시하였으며, 그 결과 1997년을 제외하고는 모두 1%수준에서 유의한 것으로 나타났다.

35) 이동훈, “주식평가지표로서 경제적 부가가치 유용성에 관한연구”(석사학위논문, 부산대학교 대학원, 2000)

36) 양기인, “投資決定基準으로서의 EVA와 MVA의 關聯性에 관한 研究”(碩士學位論文, 漢陽大學校, 2002)

황선용·신우용(2004)³⁷⁾은 1992년부터 2001년까지 계속 상장된 336개 기업을 대상으로 EVA에 의한 평가기법과 NPV기법, Sales기법 등의 평가기법에 의해 주가변동에 실증분석 하였다. 분석 결과 기업가치평가지 EVA의 설명력이 Sales모형보다는 낮고, NPV모형보다는 높다는 결론을 얻었다.

윤석길(2004)³⁸⁾은 1996년부터 2002년도까지의 상장기업 중에서 제조업 중 280개 기업을 대상으로 EVA 및 주당 EVA가 기존의 회계이익지표보다 MVA와 주식초과수익률을 더 잘 설명하는지와 주당 EVA의 공시로 인한 공시효과를 살펴봄으로써 EVA가 가치평가지표 및 투자지표로서 유용한지를 분석하였다. 첫째, MVA와 상관관계가 높은 변수로서 EVA, 주당 EVA, EPS 등의 순으로 높은 상관성을 보이고 있었다. 둘째, 장기누적초과수익률인 CAR와 회계이익지표 및 EVA 그리고 주당 EVA를 대상으로 상관관계분석과 다중회귀분석을 실시한 결과, EVA가 CAR와 상관관계가 통계적으로 유의하게 나타나지는 않았으나, 다중회귀분석의 결과에서는 EVA가 CAR를 가장 잘 설명하고 있는 것으로 분석되었다. 셋째, 주당EVA가 양(+)인 기업과 음(-)인 기업의 두 그룹으로 분류한 뒤 국내증권시장에서의 공시효과를 분석한 결과, AAR이 사건일 이전 거래일부터 양(+)의 초과수익률을 보이고 있었으며, 그 효과 또한 상당기간 지속적으로 나타나고 있었다. 그러나 두 집단간의 검증기간 전체의 CAAR는 공시일 전부터 양(+)의 수익률을 보이고 있었으며, 두 집단간의 추이가 거의 비슷하게 움직이고 있어 주당 EVA의 차이로 인한 공시효과는 미미한 것으로 분석되었다.

전현태(2004)³⁹⁾는 1993년부터 2000년도까지의 상장기업 중에서 225개 기업을 대상으로 EVA와 MVA와의 관계를 분석하여 유의적인 양(+)의 관계가 있는지, 그리고 EVA의 구성요소인 투하자본과 투하자본수익률(ROIC)에서 가중평균자본비용률(WACC)을 차감한 초과수익률, 그리고 MVA간의 관계를 분석하였다. 그 결과 EVA와 MVA 간에 유의적인 양(+)의 관계가 존재함을 발견하였으며, EVA

37) “황선용·신우용, *op. cit.*”

38) “윤석길, *op. cit.*”

39) 전현태, “경제적부가가치(EVA)와 시장부가가치(MVA)의 관계에 관한 연구” (석사학위논문, 영남대학교, 2004)

를 구성요소별로 분해하여 MVA와의 관계를 분석한 경우에는 투자자본과 유의적인 음(-), 초과수익률에 있어서는 유의적인 양(+)의 관계를 보이는 상반된 결과를 나타내어 투자자본수익률의 가중평균자본비용률을 상회하는지 여부에 더 민감하게 반응하는 것으로 나타났다. 연도별 분석에 있어서는 EVA와 MVA 간에 항상 양(+)의 결과를 나타내고 있지는 않았다.

Stern Stewart & Co.(1991)⁴⁰⁾는 1984년부터 1988년까지 미국 제조업 재무자료를 이용하여 주가 변화와 EVA, 주당순이익(EPS), 자기자본이익률(ROE), 총자본이익률(ROA), 매출액, 배당금 등 주가관련지표들의 변화에 대한 상관관계를 분석하였다. 그 결과 주가와 EVA의 상관관계가 다른 관련 지표들보다 더 높게 나타났다. 둘째, (-)의 EVA와 (-)의 MVA 사이에는 상관관계가 나타나지 않고 있었는데 그 이유를 EVA가 음(-)인 기업은 잠재적으로 기업의 파산, 재조직, 자본수정, 합병과 같은 사건이 발생할 가능성이 높아 MVA를 왜곡시키기 때문이라고 주장하였다.

Grant(1996)⁴¹⁾는 Stern Stewart & Co. 데이터 베이스로부터 얻은 EVA와 MVA의 상관관계를 분석하였으며, EVA는 기업의 MVA에 유의적인 영향을 미치는 것으로 나타났다. EVA/투자자본과 MVA/투자자본 변수들을 구분하여 연구한 결과 EVA/투자자본 비율로 MVA/투자자본 변수를 대략 0.32 가량 설명할 수 있는 것으로 나타났으며, 또한 투자자본수익률과 자본비용의 차이, MVA/투자자본에 대한 회귀분석의 결과 상관계수가 0.37 이라고 주장하였다. 이러한 현상은 EVA와 MVA가 높은 상관관계를 가지고 있어 EVA/투자자본 비율이 높은(낮은) 기업은 MVA/투자자본 비율이 높다(낮다)는 것을 보여준다. 즉, EVA가 높은 기업은 시장에서 높은 평가를 받게되어 주가가 상승하게 된다는 것을 보여주고 있다.

Milunovich · Tsuei(1996)⁴²⁾는 1990년부터 1995년까지의 기간 중 미국의 컴퓨터

40) Stewart, G. Bennet, "The Quest for Value," Harper Business, 1991.

41) Grant, James L., "Foundation of EVA for Investment Managements," *Journal of Portfolio Management*, (Fall 1996), pp. 41-48.

42) Milunovich, Steven and Albert Tsuei, "EVA in the Computer Industry," *Journal of Applied Corporate Finance*, (Spring 1996), pp. 104-115.

회사들을 대상으로 기존의 성과변수(EPS, ROE, ROA, FCF)와 EVA를 대상으로 MVA와의 상관관계를 분석하였으며, EVA가 다른 성과지표변수보다 어느 정도 상관관계가 더 높다는 것을 발견하였다. MVA에 대한 회귀분석 결과, 상관계수가 EVA 0.42로 가장 높았고, EPS의 성장률은 0.34, ROE와 EPS가 0.29로 나타났으며 이것은 컴퓨터업계의 속성이 수익변화에 민감하기 때문인 것으로 해석된다.

Uyemura · Kantor · Pettit(1996)⁴³⁾는 1986년부터 1995년까지 미국의 100대 은행을 대상으로 EPS, NI(순이익), ROE, ROA, EVA를 대상으로 주주의 가치를 가장 잘 설명할 수 있는 지표를 검증하였다. 연구결과 MVA와의 상관관계가 EVA 40%, ROA 13%, ROE 10%, NI(순이익) 8%, EPS 6%로 EVA가 가장 높게 나타나 EVA가 기존의 성과지표에 비하면 주식시장의 투자자들에 의해서 주가에 민감하게 반영되고 있다고 해석하였다.

O'Byrne(1996)⁴⁴⁾은 1985년부터 1993년 사이에 6,551개 기업을 대상으로 EVA가 M/B(시장가치 대 장부가치)비율을 얼마나 잘 설명하는가를 분석하였으며, 그 결과M/B비율을 결정하는데 있어서 양(+)의 EVA가 음(-)의 EVA보다 더 큰 영향을 미치는 것으로 나타났다. 또한, 산업효과를 고려하는 독립변수를 차감할 경우 위의 식은 M/B비율의 변동성의 56%를 설명할 수 있었다. 그의 연구에 의하면 5년의 기간 동안 EVA의 변화는 시장가치 변동의 55%를 설명해 주는 반면 NOPLAT는 33%밖에 설명하지 못했다. 그는 EVA가 타 투자지표보다 시장가치를 예측하는데 더 유용하다고 주장하였다.

Dodd & Chen⁴⁵⁾은 1983년부터 1992년까지의 미국의 566개 기업을 대상으로 Compustat Data와 1992년 Stern Stewart Performance 1000 데이터베이스를 이용하여 주가수익률과 EVA를 포함한 주가관련 지표와의 상관관계를 분석하였다.

43) Uyemura, D., C. Kantor & Justin Pettit, "EVA for Banks: Value Creation, Risk Management, and Profitability Measurement," *Journal of Applied Corporate Finance*, (Summer 1996), pp. 94-113.

44) Stephen F. O'Byrne, "EVA and Market Value," *Journal of Applied Corporate Finance*, (Spring 1996).

45) Dodd, James L. & Chen, Shimin, "EVA: A new panacea?", *Business and Economic Review*, Vol. 42, (Jul-Sep 1996), pp. 26-28.

연구결과 주가수익률과 가장 높은 상관관계를 나타낸 것은 ROA 24.5%이고 그 다음으로 주당 EVA가 20.2%로 높았다. 그 밖의 관련지표인 EPS와 ROE 등은 5%와 7%로 상대적으로 낮은 상관관계를 보였다. 결과적으로 EVA가 주식수익률을 설명하는 유일한 변수는 아니며, 기존의 회계지표들 보다는 투자수익률을 더 잘 설명하고 있다고 주장하였다.

Lehn & Makhija(1996)⁴⁶⁾는 1987년, 1988년, 1992년, 1993년에서 241개 미국기업을 대상으로 주식수익률과 6개의 투자지표와의 관계를 분석하였다. 검증결과 EVA 59%, MVA 58%, ROE 46%, ROA 46%, ROS(Return On Sales) 39%로서 EVA가 큰 차이는 아니지만 다른 투자지표들보다 주식수익률을 더 잘 설명하고 있다고 주장하였다. 또한 EVA와 MVA에 기초한 기업의 성과가 CEO 해고에 영향을 미치는지 검토하였는바, EVA/MVA와 CEO의 이적과는 역의 관계가 있고 기업 활동에 더 집중하는 기업들이 그렇지 않은 기업보다 매우 높은 MVA를 보여주고 있다고 주장하였다.

46) Lehn, K. and A. K. Makhija, "EVA and MVA : As Performance Measures and Signals for Strategic Change," *Starategy and leadership*, Vol.24, (May/June 1996), pp. 34-38.

Ⅲ. 연구방법 및 변수의 정의

1. 표본선정 및 자료수집

본 연구의 목적을 달성하기 위해 다음의 기준에 의하여 선정된 기업을 대상으로 DART 및 KOCOinfo의 기업정보 TS2000 자료를 이용하였다. 그리고 경제적 부가가치(EVA)와 투자자본(IC), 세후순영업이익(NOPLAT), 투자자본수익률(ROIC), 가중평균자본비용(WACC)의 자료는 한국경제 증권 Site의 투자지표 자료를 활용하였다.

첫째, 표본기업은 2007년도에 합병 종료된 코스닥 상장기업을 대상으로 한다.

둘째, 표본기업 중 2007년 1월 1일 이전에 합병 공시된 기업은 제외한다.

셋째, 표본기업 중 결산월이 12월이 아닌 기업은 제외한다.

넷째, 표본기업 중 감사 등이 있는 기업은 제외한다.

다섯째, 표본기업 중 2007년에 합병이 2회 이상 이루어진 기업 중 2번째로 이루어진 표본은 제외한다.

첫 번째 기준인 2007년도에 합병이 종료된 기업은 62개 기업이며, 분석대상에서 제외된 기업으로 2007년 1월 1일 이전 합병공시 기업 9개, 결산월이 12월이 아닌 기업 1개, 2007년도 감사 등이 있는 기업 3개, 합병이 2회 이상 이루어진 기업 2개 등 총 15개 기업을 제외한 47개 기업을 대상으로 분석을 실시하였다.

위에서 열거한 표본기업 선정에 대한 내역은 <표 4>과 같다.

<표 4> 표본기업 선정내역

구 분		표 본
최초 선정기업		62개
제외된 기업	2007년 1월 1일 이전 합병공시 기업	9개
	결산월이 12월이 아닌 기업	1개
	2007년도 감사등이 있는 기업	3개
	합병이 2회 이상 이루어진 기업	2개
	소 계	15개
최종 선정기업		47개

2. 연구방법 및 변수의 정의

1) 합병기업의 EVA의 유효성 검증

본 연구의 목적인 합병기업의 EVA 유효성을 검증하고자 회귀분석을 실시하였으며, 다음과 같이 연구모형과 회귀분석에 사용된 변수는 다음과 같이 계산하였다.

(1) 연구모형

$$AAR_{i,t} = \alpha + \beta_1 \ln Asset + \beta_2 Current + \beta_3 Debt + \beta_4 Op + \beta_5 Eva + \varepsilon_{i,t}$$

여기에서,

$AAR_{i,t}$: 각 연도별 12월의 누적적초과수익률

$\ln Asset$: 총자산에 자연대수 값을 취한 값

$Current$: 유동자산 ÷ 유동부채 × 100%

$Debt$: 부채 ÷ 총자산 × 100%

Op : 영업이익률 ÷ 매출액 × 100%

Eva : 경제적 부가가치

(2) 변수의 정의

① 평균초과수익률

본 연구는 합병기업의 합병직전연도와 합병연도의 일별초과수익률(AR)과 이를 누적한 누적초과수익률(CAR)을 산출하여 종속변수로 사용하여 회귀분석을 실시하기 위하여 각 연도 12월 한달 간의 AAR을 사용하였으며, 다음과 같이 계산하였다. 표본기업의 일간 수익률 자료와 종합주가지수를 동일가중시장지수로 선택한 시장조정 수익률모형을 이용하여 AAR를 계산하였다.

(초과수익률 측정)

$$AR_{i,t} = R_{i,t} - R_{m,t} \dots \dots \dots \text{식(1)}$$

$R_{i,t}$: i기업의 t일의 수익률

$R_{m,t}$: t일의 종합주가지수 수익률

식(1)으로부터 측정된 초과수익률의 검증일별 또는 검증기간별 평균초과수익률(AAR)은 식(2)에 의해 산정된다.

$$AAR_{i,t} = \frac{1}{N} \sum_{i=1}^N AR_{i,t} \dots \dots \dots \text{식(2)}$$

② EVA

EVA는 기업이 영업활동을 통해 달성한 이익에서 투입된 자본에 대한 정당한 자본비용을 차감한 후에 산출되는 이익으로써, 회계적 이익정보와 요구 자기자본비용을 동시에 고려함으로써 기업의 수익성을 주주의 입장에서 좀 더 정확하게

파악할 수 있도록 조정한 개념으로 아래와 같이 표현할 수 있다. EVA와 그 구성 요소인 IC(투자자본), NOPLAT(세후순영업이익), ROIC(투자자본수익률), WACC(가중평균자본비용)의 자료는 한국경제 증권 Site⁴⁷⁾에서 분석대상 기업별로 조회하여 그 값을 사용하였다.

$$\begin{aligned}
 EVA^{48)} &= \text{Net Operating Profit Less Adjusted Tax(NOPLAT)} \\
 &\quad - \text{Capital Charge} \dots\dots\dots\text{식(3)} \\
 &= NOPLAT - WACC \times IC \\
 &= (NOPLAT / IC - WACC) \times IC \\
 &= (ROIC - WACC) \times IC
 \end{aligned}$$

③ 기업규모

합병성과를 측정하는 회계정보 중 매출액의 크기나 자산의 규모는 매우 유의한 변수임은 이미 기존의 연구를 통하여 입증된 바 있으며, 이중 본 연구에 사용된 자산규모는 결산일 현재의 대차대조표의 자산총액을 사용하였다. 자산총액에 LN값을 취하여 계산하였다.

④ 유동비율(current ratio)

단기채무(1년)의 상환능력을 측정하는 비율로써, 전통적으로 200%이상이 채권자에게 안정적으로 평가한다.

$$\text{유동비율} = \frac{\text{유동자산}}{\text{유동부채}} \times 100$$

본 연구에서 유동비율을 사용한 이유는 기업의 안정성과 유동성을 파악하는 대표적 비율인 유동비율을 통하여 기업합병이후 기업의 단기지급능력 및 유동성의 변화유무를 파악하기 위함이다. 즉, 본 연구의 분석대상인 코스닥상장기업들이 거

47) <http://www.hankyung.com/stockplus/>

48) “강효석·남명수, *op. cit.*”

래소시장에 상장된 기업들에 비해 상대적으로 규모가 작은 점을 고려한다면 기업 합병에 따른 비용지출이나 기업합병 이후 매출증가에 따른 운전자본의 증가 역시 단기적으로 유동성을 악화시킬 가능성이 있다고 생각된다. 또는 오히려 이와는 반대로 기업합병 후 유동비율이 개선되어 기업인수합병의 주요 동기중 하나인 재무적 개선효과가 나타나는가를 검증하기 위해서이다.⁴⁹⁾

⑤ 부채비율

레버리지 비율(Leverage ratios)이라고도 하며, 기업자본 중에서 타인자본의 의존도를 측정하여 채권보전과 자본조달의 안정성을 나타내는 비율이다. MM이론에 따르면 타인자본을 많이 사용할수록 기업가치는 증가한다고 하였다. 따라서 재무레버리지는 정(+)의 관계를 기대할 수 있다.

$$\text{부채비율} = \frac{\text{부채총액}}{\text{자기자본총액}} \times 100$$

기업이 M&A를 하는 동기 중 하나가 재무구조의 개선에 있지만 실제 합병에 따른 합병비용과 인수비용의 지출로 인해 오히려 부채가 증가할 수 있다. 더욱이 앞서의 유동비율과 마찬가지로 본 연구의 분석대상이 상대적으로 규모가 작은 코스닥기업인 점을 고려 한다면 기업합병이 기업의 안정성에 어떤 영향을 주고 있는가에 대한 분석은 중요한 문제라고 하겠다. 따라서 본 연구에서는 이를 위하여 부채비율이 기업합병이후 유의적 변화가 있는지 여부를 분석함으로써 기업합병이 기업의 안정성에 영향을 주는지 여부에 대한 검증을 실시하고자 한다.⁵⁰⁾

⑥ 매출액 대비 영업이익률(ROS : return on sales)

매출액대비 영업이익을 나타내는 지표로써, 해당 기업의 영업성과를 나타낸다.

49) 이춘범, “코스닥상장기업의 합병성과에 관한 실증연구:기업특성 및 M&A형태에 따른 합병성과 차이를 중심으로” (박사학위논문, 단국대학교, 2007). p. 78.

50) “이춘범, *op. cit.*, p. 79.”

이는 기업 이익의 배분보다는 영업성과에 초점을 맞추기 때문에, 수익성지표로 사용되기에는 한계점을 갖고 있으나, 영업이 기업의 경영활동에 차지하는 비중을 감안한다면 경영효율성을 나타내는 지표로 사용될 수 있을 것이다.

$$\text{매출액 영업이익률} = \frac{\text{영업이익}}{\text{매출액}} \times 100$$

2) 합병공시 효과

또한, 합병관련 공시의 효과성을 검증하기 위하여 AR과 CAR의 유의성을 검증하고자 차이검증을 실시하고 합병관련 공시일 전·후의 평균의 차이분석을 실시하고자 다음과 같이 초과수익률을 계산하였다.

본 연구는 사건일 전후의 일별초과수익률(AR)과 이를 누적한 누적초과수익률(CAR)을 산출하여 시장에 유의적인 반응이 나타나는지를 분석한다. 합병공시와 합병등기 공시가 주가에 미치는 영향을 검증하기 위해 표본기업의 합병공시일을 찾아내고 이 합병공시일을 사건일로 하여 사건일 전후 각각 30일간의 일별초과수익률을 산정하였다.

본 연구에서는 표본기업의 일간 수익률 자료와 종합주가지수를 동일가중시장지수로 선택한 시장조정 수익률모형을 이용하여 AR를 계산하였다.

(초과수익률 추정)

$$AR_{i,t} = R_{i,t} - R_{m,t} \dots \dots \dots \text{식(4)}$$

$R_{i,t}$: i기업의 t일의 수익률

$R_{m,t}$: t일의 종합주가지수 수익률

식(4)로 부터 추정된 초과수익률의 검증일별 또는 검증기간별 평균초과수익률

(AAR)은 식(5)에 의해 산정된다.

$$AAR_{i,t} = \frac{1}{N} \sum_{i=1}^N AR_{i,t} \dots\dots\dots \text{식(5)}$$

그리고 공시전 30일에서 공시후 30일 동안의 누적평균초과수익률(CAR : Cumulative Average Abnormal Returns)은 다음 식(6)와 같이 산출된다.

$$CAR = \sum_{t=-30}^{t=+30} AAR_t \dots\dots\dots \text{식(6)}$$

IV. 분석 결과

1. 회귀 분석

1) 기술통계량

<표 5> 공시전 기술통계량

구 분	최소값	평균	중위수	최대값	표준편차
AAR	-0.0300	-0.0019	-0.0013	0.0200	0.0095
LN자산	3.0000	5.8776	6.0000	8.0000	0.9272
유동비율	47.2600	308.0502	194.3000	1,609.7900	328.0203
부채비율	0.0000	116.9365	57.2600	1423.0000	221.6448
매출액영업이익률	-627.1800	-46.2973	1.0800	32.2700	139.9463
EVA	-205.70000	-6.7694	-4.1000	181.5000	61.6115

<표 5>는 공시전 변수들의 기술통계량을 나타낸다. 기업의 평균수익률은 평균은 -0.0019, 중위수는 -0.0013으로 나타났으며, 기업규모의 평균은 5.8776, 중위수는 6.000으로 나타났다. 또한 유동비율의 평균은 308.0502, 중위수는 194.3000으로 부채비율의 평균은 116.9365, 중위수는 57.2600로 나타났으며, 매출액영업이익률의 경우에는 평균은 -46.2973, 중위수는 1.0800로 나타났으며, EVA는 평균 -6.7694, 중위수는 -4.1000으로 나타났다.

<표 6>은 공시후 변수들의 기술통계량을 나타낸 결과이다. 기업의 평균수익률은 평균은 0.0210, 중위수는 0.0174으로 나타났으며, 기업규모의 평균은 6.4694, 중위수는 6.000으로 나타났다. 또한 유동비율의 평균은 156.3173, 중위수는 110.2300으로 부채비율의 평균은 223.7567, 중위수는 91.2500로 나타났으며, 매출액영업이익률의 경우에는 평균은 -20.1586, 중위수는 -5.9500로 나타났으며, EVA는 평균 -18.3000, 중위수는 -29.2000으로 나타났다.

<표 6> 공시후 기술통계량

구 분	최소값	평균	중위수	최대값	표준편차
AAR	-0.0400	0.0210	0.0174	0.1500	0.0393
LN자산	5.0000	6.4694	6.0000	8.0000	0.7933
유동비율	27.0700	156.3173	110.2300	1,012.0300	154.3842
부채비율	7.3200	223.7565	91.2500	2109.0700	338.4917
매출액영업이익률	-130.3800	-20.1586	-5.9500	18.3400	34.7852
EVA	-198.2000	-18.3000	-29.2000	588.5000	114.3106

공시전·후의 기술통계량의 결과를 보면, 평균수익률의 경우에는 공시후가 공시전보다 높은 평균값을 보이고 있으며, 기업규모의 경우에도 약간 높아졌다. 부채비율의 경우에는 오히려 높아져 기업의 합병이후 오히려 부채비율은 악화되었다는 것을 알 수 있다. 매출액영업이익률의 경우에는 공시후에도 음으로 나타났지만 그 이익률의 하락률은 낮아졌으며, EVA의 경우에는 공시후 평균 값이 오히려 낮아지는 것으로 나타났다.

2) 상관관계 분석

<표 7> 공시전 상관관계 분석

구분	AAR	기업규모	유동비율	부채비율	매출액영업이익률
기업규모	0.190 *				
유동비율	0.036	-0.147			
부채비율	-0.229 *	0.059	-0.283 **		
매출액영업이익률	0.380 ***	0.408 ***	0.097	0.070	
EVA	0.113	0.208 *	0.162	-0.037	0.304 **

※ ***,**,*는 각각 유의수준(p값) 1%, 5%, 10%를 나타냄.

<표 7>는 공시전의 변수 간 상관관계를 나타내고 있다.

종속변수와 독립변수 간 상관관계를 살펴보면, 기업규모와는 10% 이내에서 통계적으로 유의한 양(+)의 관계를 보이고 있으며, 부채비율은 10% 이내에서 통계

적으로 유의한 음(-)의 값을 보이고 있다. 또한 매출액영업이익률과는 1%내에서 매우 유의한 양(+)의 상관관계가 있는 것을 알 수 있다. 그러나 EVA는 통계적으로 유의적이지는 않지만 주가수익률과 양(+)의 관계를 보이고 있음을 알 수 있다.

독립변수 간 상관관계를 살펴보면, 매출액영업이익률의 경우에는 기업규모와 통계적으로 1% 이내에서 매우 유의한 수준에서 양(+)의 관계를 보이고 있으며, EVA는 10% 이내에서 통계적으로 유의한 양(+)의 관계를 보이고 있다. 유동비율과 부채비율은 5% 이내에서 통계적으로 음(-)의 관계가 있음을 알 수 있다. 매출액영업이익률과 EVA의 경우에는 5% 이내에서 통계적으로 매우 높은 양(+)의 관련이 있음을 알 수 있다.

<표 8>은 공시후 변수 간 상관관계를 나타내고 있는데, 종속변수와 독립변수 간 상관관계를 살펴보면, 유동비율은 10% 이내에서 통계적으로 유의한 양(+)의 관계를 보이고 있으며, 부채비율은 5%이내에서 통계적으로 유의한 음(-)의 상관관계를 보이고 있으며, EVA의 경우에는 5% 이내에서 통계적으로 유의한 양(+)의 관계를 보이고 있다. 독립변수간의 상관관계를 살펴보면, 기업규모와 유동비율을 5% 이내에서 통계적으로 유의한 양(+)의 상관관계를 보이고 있으며, 매출액영업이익률과 EVA는 10% 이내에서 통계적으로 유의한 양(+)의 관계를 나타내고 있다. 유동비율과 부채비율은 공시전과 마찬가지로 10% 이내에서 통계적으로 유의한 음(-)의 상관관계를 보이고 있음을 알 수 있다. 마지막으로 매출액 영업이익률과 EVA는 5% 이내에서 통계적으로 유의한 양(+)의 관계를 나타내고 있다.

<표 8> 공시후 상관관계 분석

구 분	AAR	기업규모	유동비율	부채비율	매출액영업이익률
기업규모	0.029				
유동비율	0.217 *	0.259 **			
부채비율	-0.290 **	-0.121	-0.283 **		
매출액영업이익률	-0.135	0.230 *	0.058	0.066	
EVA	0.342 ***	213 *	0.032	0.180	0.241 **

※ ***,**,*는 각각 유의수준(p값) 1%, 5%, 10%를 나타냄.

<표 9> 전체표본 상관관계 분석

구분	AAR	기업규모	유동비율	부채비율	매출액영업이익률
기업규모	0.137 *				
유동비율	0.021	0.251 **			
부채비율	-0.225 **	-0.023	-0.280 **		
매출액영업이익률	0.099	0.358 ***	0.050	0.073	
EVA	0.258 ***	0.165 *	0.096	0.109	0.181 **

※ ***,**,*는 각각 유의수준(p값) 1%, 5%, 10%를 나타냄.

전체표본의 상관관계를 살펴보면, AAR과 기업규모는 10% 이내에서 통계적으로 유의한 상관관계가 있음을 알 수 있으며, 부채비율은 5% 이내에서 통계적으로 음(-)의 상관을 나타내고 있으며, EVA는 1% 이내에서 통계적으로 유의한 양(+)의 상관관계를 보이고 있다.

독립변수간의 관계를 살펴보면, 기업규모와 유동비율은 5% 이내에서 통계적으로 유의한 양(+)의 상관관계를 보이고 있으며, 매출액영업이익률은 1% 이내에서 매우 높은 상관을 보이고 있으며, EVA는 10% 이내에서 유의한 양(+)의 관계를 보이고 있음을 알 수 있다.

또한, 유동비율과 부채비율은 5% 이내에서 통계적으로 유의한 음(-)의 상관관계를 보이고 있음을 알 수 있다. 매출액영업이익률과 EVA는 5% 이내에서 통계적으로 유의한 양(+)의 상관관계를 보이고 있음을 알 수 있다.

상관관계를 분석한 결과, 변수들간의 다중공선성이 나타날 것으로 예상하여 다중공선성을 검증한 결과 공차한계의 값이 0.1보다 크고 VIF값이 10보다 작게 나타남으로써 공선성은 존재하지 않는 것으로 나타났다.

3) 회귀분석 결과

<표 10> 합병전 회귀분석 결과

구 분	계수 값	공차한계	VIF	비 고
상 수	-0.001 (-0.085)			
기업규모	0.037 (0.240)	0.784	1.275	
유동비율	0.068 (0.505)	0.848	1.180	
부채비율	-0.280 * (-1.982)	0.909	1.100	
매출액영업이익률	0.396 ** (2.561)	0.761	1.314	
EVA	-0.014 (-0.097)	0.874	1.144	
$AdjR^2$ (F 값)	0.126 * (2.389)			

※ ***,**,*는 각각 유의수준(p값) 1%, 5%, 10%를 나타냄.

<표 10>은 합병기업의 합병전의 회귀분석 결과이다. 수정된 $AdjR^2$ 값은 0.126으로 10%이내에서 통계적으로 유의한 것으로 나타났다. 이는 회귀식의 적합성을 나타내는 것으로 회귀식은 큰 무리가 없음을 알 수 있다.

기업규모와 유동비율은 통계적으로 유의하지 않는 계수 값을 보이고 있으며, 부채비율은 10% 이내에서 통계적으로 유의한 음(-)의 계수 값을 보여 부채비율은 주가수익률과 부(-)의 관계가 있음을 알 수 있다. 매출액영업이익률은 계수 값이 0.396이며 t값이 2.561로 5% 이내에서 통계적으로 매우 높게 나타났다. EVA는 통계적으로 유의하지 않는 음(-)의 계수 값을 보이고 있다.

다중공선성을 나타내는 공차한계와 VIF를 살펴본 결과, 모든 변수간에는 다중공선성이 존재하지 않는다는 것을 알 수 있다.

<표 11> 합병 후 회귀분석 결과

구 분	계수 값	공차한계	VIF	비고
상 수	-0.032 (-0.641)			
기업규모	0.089 (0.613)	0.778	1.286	
유동비율	0.333** (2.310)	0.792	1.263	
부채비율	-0.310** (-2.181)	0.813	1.231	
매출액영업이익률	0.273* (2.003)	0.888	1.126	
EVA	0.322** (2.003)	0.861	1.162	
<i>AdjR</i> ² (F 값)	0.210*** (2.329)			

※ ***,**,*는 각각 유의수준(p값) 1%, 5%, 10%를 나타냄.

<표 11>는 합병기업의 합병 후의 회귀분석 결과를 나타낸 결과이다.

기업규모의 경우에는 통계적으로 유의하지 않는 양(+)의 계수 값을 나타내고, 유동비율의 경우에는 합병전과는 다르게 5% 이내에서 통계적으로 유의한 양(+)의 계수 값을 나타내고 있음을 알 수 있다. 합병을 통하여 기업의 유동성의 변화가 주식수익률에 영향을 미쳤음을 알 수 있다. 부채비율과 영업이익률의 경우에는 합병전과 동일한 결과를 나타내고 있음을 알 수 있다. 그러나 합병전의 EVA는 통계적으로 유의하지 않게 나타났으나 합병 후에는 주가수익률과 통계적으로 유의한 양(+)의 계수 값을 보이고 있음을 알 수 있다.

다중공선성을 나타내는 공차한계와 VIF를 살펴본 결과, 모든 변수 간에는 다중공선성이 존재하지 않는다는 것을 알 수 있다.

이상에서는 합병 전·후의 EVA와 주가수익률과 어떠한 영향을 미치는 가를 알아보기 위하여 연도별로 나누어서 회귀분석을 실시하였다. 추가적으로 전체기간

의 경우 EVA가 추가이익률과 어떠한 관계가 있는지 알아보기 위하여 전체기간을 이용하여 회귀분석을 실시하고자 한다.

<표 12> 전체기간 회귀분석 결과

구 분	계수 값	공차한계	VIF	비 고
상 수	-0.016 (-0.657)			
기업규모	0.106 (0.954)	0.774	1.292	
유동비율	0.044 (0.402)	0.811	1.233	
부채비율	-0.211 ** (-2.028)	0.887	1.127	
매출액영업이익률	0.005 (0.044)	0.831	1.203	
EVA	0.213 ** (1.881)	0.921	1.086	
<i>AdjR</i> ² (F값)	0.116 ** (2.423)			

※ ***,**,*는 각각 유의수준(p값) 1%, 5%, 10%를 나타냄.

전체기간에 대한 추가적인 회귀분석을 실시한 결과 <표 12>과 같이 나타났다.

기업규모와 유동비율, 영업이익률의 경우에는 통계적으로는 유의하지는 않지만 양(+)의 계수 값이 나타났으며, 부채비율의 경우에는 일반적인 결과와 동일하게 5% 이내에서 통계적으로 유의한 음(-)의 계수 값이 나타났다. 특히 EVA의 경우에는 5% 이내에서 통계적으로 유의한 양(+)의 값으로 나타남을 알 수 있다.

일반적으로 투자지표로 활용하는 EVA는 합병기업에 대한 투자의사결정시 투자지표로 활용할 수 있는 정보라는 것을 추론할 수 있다.

2. 합병공시 효과

1) 합병공시 및 합병등기 효과분석

본 연구에서는 기업의 합병공시일과 합병등기일을 사건일($t=0$)로 보고 그 이전과 이후의 일별수익률을 토대로 한 평균초과수익률과 누적초과수익률의 크기를 관찰하는 방식으로 공시의 효율성을 추론하고자 한다.

<표 13>와 <표 14> 및 <그림 4>와 <그림 5>는 합병공시일과 합병등기일을 기준으로 추가반응을 AR과 CAR을 통해 살펴본 결과이다. 각 수익률의 누적기간은 각 공시일을 '0'으로 하여 -30일~+30일로 하였다.

<표 13>와 <그림 4>는 합병공시일의 전체 표본 47개를 대상으로 한 결과이다. 합병공시의 경우 AR은 공시 전 6일에 5%이내에 통계적으로 유의한 양(+의 값을 나타내고 전 5일에서 3일까지는 통계적으로 유의하지는 않지만 음(-)의 값을 나타내다가 공시 전 2일에는 10% 이내에서 통계적으로 유의한 양(+의 값을 나타내고 전 1일과 공시일에는 1% 이내에서 통계적으로 매우 유의한 양(+의 값을 나타내고 있음을 알 수 있다. 그리고 공시일 이후에는 통계적으로 유의하지 않는 하락과 상승을 거듭하고 있음을 알 수 있다.

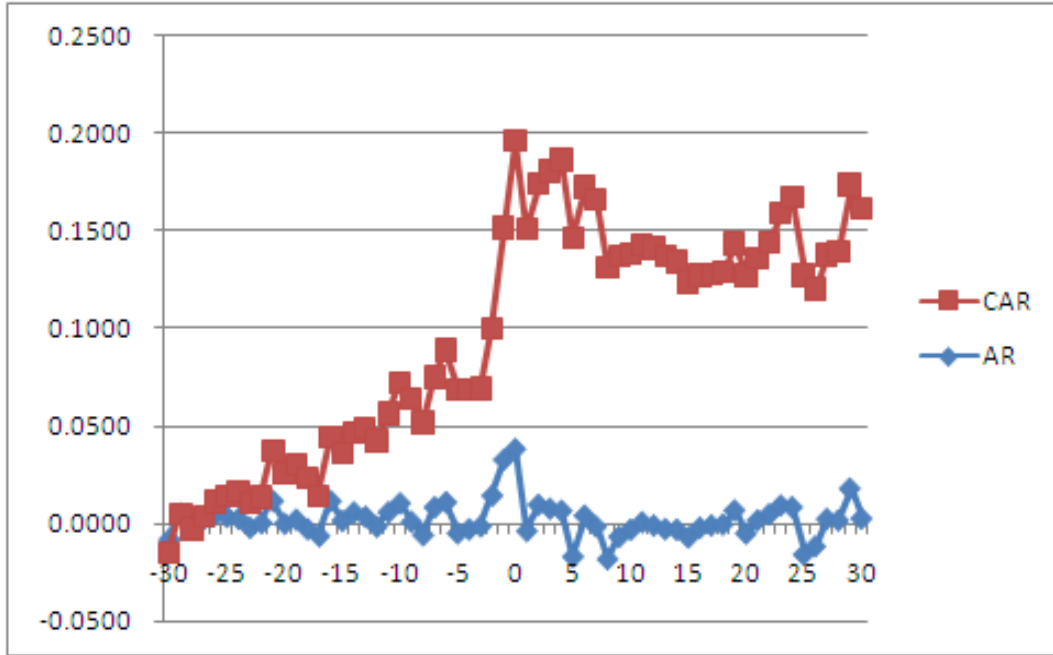
CAR의 경우를 살펴보면, 공시 전 14일전부터 통계적으로 유의한 값을 보이고 있음을 알 수 있으며, 공시일 후 4일까지는 누적초과수익률이 상승하다가 공시일 후 5일부터 18일까지 지속적으로 하락하고 있다.

이상과 같은 결과를 토대로 볼 때 합병공시의 효과는 공시 전 6일부터 공시일 4일까지 나타나다가 그 후에는 점차 사라지고 있다는 것을 알 수 있다.

<표 13> 합병공시일 AR과 CAR 비교

일자	ar 평균	t	유의 확률	car 평균	t	유의 확률
-30	-0.0074	-1.0865	0.2827	-0.0074	-1.0865	0.2827
-29	0.0059	1.0649	0.2923	-0.0016	-0.2060	0.8376
-28	-0.0006	-0.0932	0.9262	-0.0022	-0.2372	0.8135
-27	0.0030	0.4067	0.6860	0.0008	0.0632	0.9499
-26	0.0052	0.7930	0.4317	0.0059	0.4155	0.6796
-25	0.0041	0.7083	0.4822	0.0100	0.6152	0.5413
-24	0.0031	0.5223	0.6039	0.0131	0.7530	0.4551
-23	-0.0015	-0.3108	0.7573	0.0116	0.6490	0.5195
-22	0.0009	0.1675	0.8677	0.0125	0.7024	0.4859
-21	0.0121	1.7926	0.0793	0.0247	1.3303	0.1897
-20	0.0005	0.0973	0.9229	0.0252	1.3591	0.1805
-19	0.0026	0.4578	0.6491	0.0278	1.3606	0.1800
-18	-0.0022	-0.3298	0.7430	0.0255	1.1897	0.2400
-17	-0.0058	-1.0374	0.3047	0.0197	0.8980	0.3737
-16	0.0121	1.5837	0.1198	0.0319	1.4438	0.1553
-15	0.0020	0.3384	0.7365	0.0339	1.5683	0.1234
-14	0.0064	1.0802	0.2855	0.0402	1.8132	0.0760
-13	0.0041	0.7516	0.4559	0.0444	1.9193	0.0609
-12	-0.0010	-0.1906	0.8496	0.0434	1.8042	0.0775
-11	0.0064	1.2526	0.2164	0.0497	2.0686	0.0440
-10	0.0110	1.4718	0.1476	0.0607	2.2992	0.0259
-9	0.0015	0.2454	0.8072	0.0622	2.2221	0.0310
-8	-0.0053	-0.8629	0.3925	0.0569	2.0138	0.0497
-7	0.0089	1.2341	0.2232	0.0658	2.2631	0.0282
-6	0.0115	2.1543	0.0363	0.0773	2.5400	0.0144
-5	-0.0044	-0.7461	0.4592	0.0729	2.4547	0.0178
-4	-0.0023	-0.3855	0.7016	0.0706	2.4952	0.0161
-3	-0.0008	-0.1309	0.8964	0.0698	2.4584	0.0176
-2	0.0149	1.8080	0.0769	0.0847	2.9742	0.0046
-1	0.0334	3.4825	0.0011	0.1181	3.9200	0.0003
0	0.0388	3.7919	0.0004	0.1569	4.7689	0.0000
1	-0.0033	-0.4019	0.6895	0.1537	4.4303	0.0001
2	0.0102	0.8835	0.3814	0.1639	4.5914	0.0000
3	0.0082	0.8074	0.4234	0.1721	4.6761	0.0000
4	0.0071	0.6596	0.5127	0.1792	4.6264	0.0000
5	-0.0164	-1.8066	0.0771	0.1628	4.3728	0.0001
6	0.0047	0.5711	0.5706	0.1675	4.4850	0.0000
7	-0.0009	-0.1836	0.8551	0.1666	4.6041	0.0000
8	-0.0177	-2.7362	0.0087	0.1489	4.1437	0.0001
9	-0.0062	-1.0536	0.2974	0.1427	3.7869	0.0004
10	-0.0025	-0.3908	0.6977	0.1402	3.6523	0.0006
11	0.0013	0.3154	0.7538	0.1415	3.6619	0.0006
12	-0.0004	-0.0577	0.9542	0.1411	3.7960	0.0004
13	-0.0022	-0.4158	0.6794	0.1389	3.8112	0.0004
14	-0.0026	-0.4323	0.6675	0.1364	3.8149	0.0004
15	-0.0064	-1.1793	0.2441	0.1299	3.5744	0.0008
16	-0.0015	-0.2753	0.7842	0.1284	3.5900	0.0008
17	-0.0003	-0.0521	0.9587	0.1281	3.6324	0.0007
18	0.0002	0.0270	0.9786	0.1283	3.6500	0.0006
19	0.0074	1.2054	0.2340	0.1357	3.6938	0.0006
20	-0.0045	-0.6464	0.5211	0.1312	3.6051	0.0007
21	0.0023	0.4271	0.6712	0.1335	3.6954	0.0006
22	0.0053	0.8206	0.4160	0.1388	3.7964	0.0004
23	0.0098	1.1092	0.2729	0.1486	3.7816	0.0004
24	0.0090	1.1249	0.2662	0.1576	3.7441	0.0005
25	-0.0153	-2.0967	0.0413	0.1423	3.6317	0.0007
26	-0.0111	-1.7654	0.0839	0.1312	3.2296	0.0022
27	0.0030	0.4142	0.6806	0.1342	3.1467	0.0028
28	0.0023	0.3315	0.7417	0.1365	3.0796	0.0034
29	0.0185	2.4727	0.0170	0.1550	3.3805	0.0014
30	0.0032	0.5950	0.5547	0.1582	3.2846	0.0019

<그림 4> 합병공시일 AR과 CAR 비교



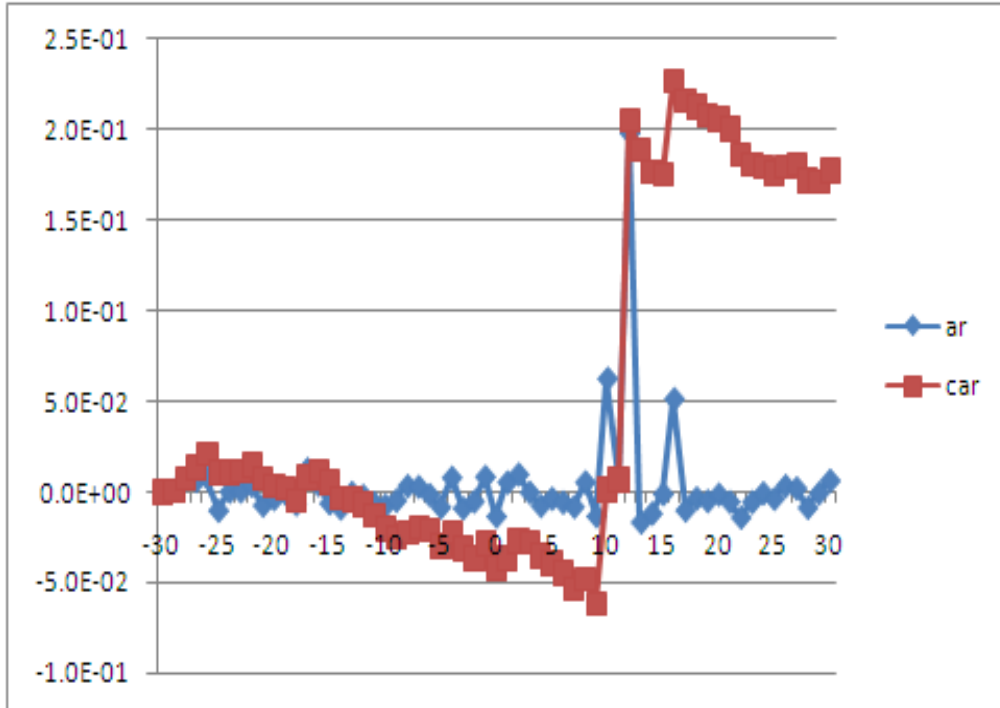
<표 14>과 <그림 5>는 합병등기일 전후의 기업의 초과이익률과 누적초과이익률을 나타낸 표와 그래프이다.

이를 바탕으로 분석하면, AR의 경우 합병등기일 전 17일에 0.0125로 10% 이내에서 통계적으로 유의한 양(+)의 값을 보이다가 시장에서는 반응이 없다가 합병등기일에 -0.0136으로 통계적으로 10% 이내에서 유의한 값을 나타내고 있다. 또한 합병등기일 13일 후에는 -0.0169로 통계적으로 10% 이내에서 유의한 음(-) 값을 나타내고 있다. 17일 후에는 AR이 -0.0103($t=-1.694$)로 10%내에서 통계적으로 유의한 음(-)의 값을 보이고 있다.

<표 14> 합병등기일 AR과 CAR 비교

일자	ar	t	유의 확률	car	t	유의 확률
-30	8.4E-06	0.0011	0.9991	8.4E-06	0.0011	0.9991
-29	0.0008	0.0914	0.9276	0.0008	0.0846	0.9329
-28	0.0068	0.8320	0.4095	0.0076	0.6266	0.5339
-27	0.0060	0.8122	0.4207	0.0136	1.1575	0.2528
-26	0.0076	1.4866	0.1437	0.0211	1.5683	0.1234
-25	-0.0104	-1.6195	0.1119	0.0108	0.8412	0.4044
-24	0.0001	0.0112	0.9911	0.0109	0.7571	0.4527
-23	0.0002	0.0251	0.9801	0.0111	0.6160	0.5408
-22	0.0035	0.4773	0.6353	0.0145	0.6675	0.5076
-21	-0.0075	-1.2145	0.2305	0.0070	0.2793	0.7812
-20	-0.0040	-0.8307	0.4103	0.0030	0.1212	0.9040
-19	-0.0008	-0.1273	0.8993	0.0022	0.0857	0.9321
-18	-0.0069	-1.2269	0.2258	-0.0047	-0.1788	0.8589
-17	0.0125	1.8482	0.0707	0.0078	0.2933	0.7706
-16	0.0039	0.8208	0.4158	0.0117	0.4356	0.6651
-15	-0.0063	-1.2328	0.2237	0.0054	0.1905	0.8497
-14	-0.0092	-1.5755	0.1217	-0.0038	-0.1339	0.8940
-13	-0.0007	-0.0988	0.9217	-0.0044	-0.1499	0.8815
-12	-0.0023	-0.3685	0.7142	-0.0067	-0.2398	0.8115
-11	-0.0063	-1.0487	0.2995	-0.0130	-0.4937	0.6238
-10	-0.0076	-1.1493	0.2561	-0.0206	-0.7491	0.4575
-9	-0.0048	-0.8809	0.3828	-0.0254	-0.8601	0.3940
-8	0.0031	0.4812	0.6325	-0.0223	-0.6966	0.4894
-7	0.0028	0.3989	0.6917	-0.0195	-0.5888	0.5587
-6	-0.0018	-0.2456	0.8071	-0.0213	-0.6354	0.5282
-5	-0.0085	-1.2443	0.2194	-0.0298	-0.9113	0.3667
-4	0.0078	1.0662	0.2917	-0.0220	-0.7248	0.4721
-3	-0.0091	-1.5534	0.1269	-0.0311	-1.1085	0.2732
-2	-0.0054	-0.8304	0.4104	-0.0365	-1.2211	0.2280
-1	0.0082	1.0816	0.2848	-0.0283	-0.8771	0.3848
0	-0.0136	-1.9393	0.0584	-0.0419	-1.3188	0.1935
1	0.0052	0.7012	0.4866	-0.0366	-1.1246	0.2664
2	0.0095	1.3598	0.1802	-0.0271	-0.7853	0.4361
3	-0.0004	-0.0525	0.9583	-0.0275	-0.7837	0.4371
4	-0.0078	-1.0313	0.3076	-0.0353	-1.0215	0.3122
5	-0.0038	-0.5635	0.5757	-0.0391	-1.1333	0.2627
6	-0.0058	-0.9754	0.3343	-0.0449	-1.3342	0.1884
7	-0.0083	-1.0769	0.2869	-0.0532	-1.5240	0.1341
8	0.0053	0.8372	0.4066	-0.0479	-1.3472	0.1842
9	-0.0135	-1.0118	0.3167	-0.0614	-1.6090	0.1142
10	0.0625	0.9786	0.3327	0.0011	0.0164	0.9870
11	0.0057	0.2297	0.8193	0.0068	0.0985	0.9219
12	0.1980	1.0399	0.3036	0.2049	0.9968	0.3238
13	-0.0169	-1.9602	0.0558	0.1880	0.9278	0.3582
14	-0.0120	-1.5796	0.1208	0.1759	0.8739	0.3865
15	-0.0012	-0.1533	0.8788	0.1747	0.8711	0.3880
16	0.0513	1.0109	0.3171	0.2259	1.0982	0.2776
17	-0.0103	-1.6943	0.0967	0.2157	1.0503	0.2988
18	-0.0036	-0.5041	0.6165	0.2121	1.0273	0.3094
19	-0.0051	-0.8274	0.4121	0.2069	1.0062	0.3194
20	-0.0015	-0.2490	0.8044	0.2055	1.0017	0.3215
21	-0.0056	-0.8761	0.3853	0.1999	0.9763	0.3338
22	-0.0141	-2.7021	0.0095	0.1857	0.9099	0.3674
23	-0.0056	-0.8987	0.3733	0.1801	0.8789	0.3839
24	-0.0008	-0.1333	0.8945	0.1793	0.8774	0.3847
25	-0.0038	-0.6153	0.5413	0.1754	0.8595	0.3943
26	0.0032	0.5455	0.5880	0.1786	0.8795	0.3835
27	0.0018	0.3063	0.7607	0.1805	0.8905	0.3777
28	-0.0088	-1.6342	0.1088	0.1716	0.8494	0.3999
29	-0.0009	-0.1325	0.8952	0.1708	0.8421	0.4039
30	0.0061	1.0716	0.2893	0.1769	0.8783	0.3841

<그림 5> 합병등기일 AR과 CAR 비교



합병등기일의 사건과 관련하여서는 주가수익률은 등기일 전에는 지속적인 하락을 보이다가 등기일 1일전에 통계적으로 유의하지는 않지만 양(+)의 값을 보이며, 공시일에는 음(-)의 값으로 전환하였다가, 합병등기 후 1~2일은 다시 양(+)의 값으로 변하다가 그 후에는 지속적인 음(-)의 값을 보이는 패턴을 가지고 있음을 알 수 있다. CAR의 경우에는 통계적으로 유의한 값은 존재하지 않는 것으로 나타났다.

이와 같이 합병공시일과 합병등기일의 초과수익률과 누적적 초과수익률을 살펴본 결과 합병공시일 관련하여서는 공시 전 2일부터 공시 당일까지는 통계적으로 유의한 양(+)의 값을 보이는 것으로 볼 때, 공시효과는 공시 전 2일부터 공시당일까지 공시효과가 존재하는 것을 알 수 있다.

또한, 합병등기일과 관련하여서는 합병등기일 당일만 음(-)으로 유의한 값이 나타나는 것으로 보아 등기효과는 당일만 존재한다는 것을 말할 수 있다.

2) 합병공시 및 합병등기일의 표본의 차이검정

<표 15>과 <표 16>은 합병공시 및 합병등기일을 사건기준일로 하여 공시 전·후 및 합병등기일 전·후의 효과를 알아보기 위하여 평균의 차이검정을 실시한 결과이다.

<표 15> 합병공시일 평균의 차이 검정

구 분		상관관계	평 균	t	유의확률
AR	합병공시 전·후	0.119(0.531)	.0039	1.984	.057
CAR	합병공시 전·후	-0.369(0.045)	-.1075	-15.298	.000

<표 15>를 살펴보면 합병공시일 전·후의 초과수익률(AR)의 상관관계는 0.119로 나타났으며 통계적으로 유의하지 않는 것으로 나타났다. 또한 평균의 차이는 0.0039로 나타났으며 통계적으로 10% 이내에서 유의한 것으로 나타났다.

합병공시일 전·후의 누적초과수익률(CAR)의 상관관계는 -0.369로 5% 이내에서 통계적으로 유의한 음(-)의 상관관계를 보이고 있다는 것을 알 수 있다.

또한 평균의 차이는 -0.1075로 나타났으며, 통계적으로 1% 이내에서 매우 유의한 값을 나타내고 있다.

<표 16> 합병등기일 평균의 차이 검정

구 분		상관관계	평 균	t	유의확률
AR	합병등기 전·후	-0.075(0.693)	-.0082	-1.110	.276
CAR	합병등기 전·후	-0.645(0.000)	-.1135	-5.091	.000

<표 16>에서 나타난 합병등기일 대응표본 검정을 살펴보면, AR의 경우 상관관계는 통계적으로 유의하지 않는 음(-)의 관계를 나타내고 있으며, 평균값을 검정한 경우에도 평균의 차이가 통계적으로 유의하지 않는 음(-)의 값을 보이는 것

을 알 수 있다. 또한 누적초과수익률(CAR)의 경우에는 통계적으로 1% 이내에서 유의한 음(-)의 상관관계를 보이고 있으며, 평균 차이를 검정한 결과 1% 이내에서 통계적으로 유의한 음(-)의 차이를 보이고 있다는 것을 알 수 있다.

<표 17> 합병공시 및 등기공시일 평균의 차이 검정

구분	평균	t	유의확률
합병 전 EVA - 합병 후 EVA	11.53061	0.576265	0.5677
합병 전 MVA - 합병 후 MVA	120.3959	4.692932	0.0000

<표 17>는 합병관련 공시 즉, 합병공시 및 합병 등기공시에 따른 공시 전·후의 EVA와 MVA의 차이 분석을 실시한 결과이다.

먼저 합병관련 공시 전·후의 EVA를 살펴보면, 평균의 차이값이 11.5306이며 t값은 0.5763(p=0.5677)로 통계적으로 유의하지 결과를 보이고 있다. 평균의 차이값이 양(+)의 값을 보이고 있다는 것은 합병전의 EVA 평균값이 합병후의 EVA 값보다 높다는 것을 알 수 있다.

또한 MVA의 결과를 살펴보면, 평균의 차이 값이 120.3959이며 t값은 4.6929(p=0.000)으로 1% 이내에서 통계적으로 유의한 값을 나타내고 있다. MVA의 산출은 EVA의 산출을 이용한 것으로 EVA와 동일한 결과를 보이고 있음을 알 수 있다.

위의 결과로 볼 때, 합병전의 EVA와 MVA가 합병후의 EVA와 MVA보다 높게 나타난다는 것을 의미한다고 할 수 있다. 따라서 기업이 합병 후의 경영성과에 좀 더 많은 노력을 경주하여 경제적부가가치를 높이기 위한 노력을 경주하여야 할 것이다.

V. 결론 및 한계점

최근 기업인수·합병은 많은 기업에서 급변하는 경영환경에 대응하는 주요한 기업성장전략과 기업구조조정 수단의 하나로 활발하게 진행되어지고 있으며, 기업의 가치를 평가하는 데 많은 어려움을 겪고 있으며, 투자자의 입장에서도 합병기업의 가치를 정확히 예측하는데 많은 애로사항이 발생하고 있다.

따라서, 본 연구는 합병기업의 EVA와 추가수익률 관계를 살펴봄으로써 투자자들에게 정보를 제공하고, 합병기업의 합병공시 효과를 검증하고자 하였다. 이를 위하여 회귀분석과 사건일을 전·후로 한 평균의 차이분석을 실시한 결과를 정리하면, 첫째, 합병 전 회귀분석 결과에서는 EVA는 통계적으로 유의하지 않는 음(-)의 값을 나타내고 있으며, 합병 후에는 EVA는 주식수익률과 통계적으로 유의한 양(+)의 계수 값을 나타내고 있음을 알 수 있다. 또한, 합병 전·후를 통합한 전체기간의 회귀분석에서도 합병 후의 결과와 동일하게 EVA가 추가수익률과 통계적으로 유의한 결과를 나타냈다.

따라서, 경제적부가가치가 합병기업의 선택에 있어서도 유용한 투자지표로 사용될 수 있음을 알 수 있다.

둘째, 합병과 관련한 최초공시일의 초과수익률은 합병공시일 전 2일전부터 합병공시일까지 통계적으로 유의한 양(+)의 수익률이 나타내고 있어 합병공시의 효과는 존재한다는 것을 알 수 있다. 또한 합병등기 공시의 초과수익률 효과를 살펴보면, 합병공시와는 달리 공시당일(t=0)만이 통계적으로 유의한 음(-)의 결과가 나타나 합병등기 공시효과는 없다는 것을 알 수 있다.

본 연구의 한계점으로는 첫째 표본기간이 2기간만을 사용하여 분석하였기에 표본기간이 짧고, 둘째 표본의 선정에 있어 코스닥시장의 자료만을 이용하여, 표본이 매우 작아 일반화하는데 곤란하다는 한계점이 있다.

따라서 추후 연구에서는 유가증권시장의 자료까지 포함하여 표본을 선정하고 또한 표본의 기간을 장기간으로 선정하여 분석하고 산업별 특성변수를 추가하여 분석할 필요가 있을 것으로 판단된다.

참 고 문 헌

<국내 문헌>

- 갈정웅, 『M&A의 모든 것』 (서울 : 명진출판, 1991), p. 48.
- 강준구·김진모·배기홍, “기업집단과 대리인 문제: 재벌 및 비 재벌 인수기업의 합병 성과 비교연구,” 한국재무학회, 2001, pp. 49-88.
- 강천모, “기업인수·합병의 전략적 활용,” 현대경제연구원, 1995.
- 강효석·이원흠·조장연, 『기업가치평가론』 (홍문사, 2001, 제3판), p. 40.
- 강효석·남명수, “자본효율성 재고를 위한 가치창조경영의 도입,” 한국상장회사협의회, 상장협 연구보고서, 1997.
- 김석용, “기업가치 평가모형에 기초한 기업가치와 주가간의 상관관계에 관한 연구: EVA 평가방법과 FCF 평가방법을 중심으로” (석사학위논문, 동국대학교, 1998), pp. 33-35.
- _____, 『기업분석·평가론』 (삼영사, 2002), p. 330.
- 김응한·김명균·이재경, “상장기업 EVA분석,” 한국증권거래소, 1998.
- 김종원, “코스닥시장에서 비상장기업의 합병에 관한연구” (박사학위논문, 한성대학교, 2006).
- 김좌희, 『현대증권학원론』 (무역경영사, 1995), p. 136.
- 김진태, 기업가치 평가모형에 기초한 기업가치와 주가간의 상관관계에 관한 연구: EVA 평가방법과 FCF 평가방법을 중심으로” (석사학위논문, 동국대학교, 1998), pp. 14-18.
- 김희중, 經濟的 附加價值(EVA)와 株價와의 相關關係에 관한 研究” (碩士學位論文, 昌原 大學校, 2004), pp. 18-19.
- 김희석·조경식, “합병관련기업 주주부 변화의 결정요인,” 재무관리연구, 제19권 제2호, 2002.
- 박정식·박종원·조재호, 『현대재무관리』 (다산출판사, 2003), pp. 862-862.

- 신우용, “企業價值 評價指標로서 EVA의 適合性에 寬限 研究”(碩士學位論文, 中央大學校, 2004), p. 46.
- 양기인, “投資決定基準으로서의 EVA와 MVA의 關聯性에 寬限 研究”(碩士學位論文, 漢陽大學校, 2002)
- 윤석길, “企業價值評價 指標로서 經濟的 附加價値의 有用性에 관한 實證研究”(碩士學位論文, 大田大學校, 2005), p. 9.
- 윤성진, “우리나라 기업의 M&A 실태분석 및 사례연구 (석사학위논문, 경성대학교, 2006), pp. 7-8.
- 이동훈, “주식평가 지표로서 경제적부가가치 유용성에 관한 연구”(석사학위논문, 부산대학교, 2000).
- 이미홍, “정정공시가 주가에 미치는 영향”(석사학위논문, 조선대학교, 2008), p. 5.
- 이춘범, “코스닥상장기업의 합병성과에 관한 실증연구:기업특성 및 M&A형태에 따른 합병 성과 차이를 중심으로”(박사학위논문, 단국대학교, 2007). p. 78.
- 장영광, 『현대재무관리』(신영사, 2008), p. 629.
- 전현태, “경제적부가가치(EVA)와 시장부가가치(MVA)의 관계에 관한 연구”(석사학위논문, 영남대학교, 2004).
- 조경식·박준철·김희석·이장형, “코스닥시장에서 합병공시가 주주부에 미치는 효과,” 경영학연구, 제32권 제3호, 2003.
- 황선웅·신우용, “EVA와 주가변동간의 실증분석을 통한 한국에서의 주주자본주의에 관한 연구,” 재무관리논총, 2004, 제10권 제1호, pp. 52-53.

<해외 문헌>

- Asquith, P. R. F. Bruner., and D. W. Mullins, "The Gains to Bidding Firms from Merger", *Journal of Financial Economics*, (1983), pp. 121-139.
- Dodd, James L. & Chen, Shimin, "EVA: A new panacea?", *Business and*

- Economic Review*, Vol. 42, (Jul-Sep 1996), pp. 26-28.
- Dodd, P., "Merger Proposals, Management Discretion and stockholder Wealth", *Journal of Financial Economics*(June 1980), pp. 105-137.
- Grant, James L., "Foundation of EVA for Investment Managements," *Journal of Portfolio Management*, (Fall 1996), pp. 41-48.
- Healy, P. M., Palepu, K. G., and Ruback, R. S., "Does Corporate Performance Improve after Merger?", *Journal of Financial Economics*, 31, (1992), pp. 135-175.
- Jensen. M. C. & R. S. Ruback, "The Market for Corporate Control: The Scientific Evidence", *Journal of Financial Economics*,11, (April 1983), pp. 5-50.
- Lehn, K. and A. K. Makhija, "EVA and MVA : As Performance Measures and Signals for Strategic Change," *Starategy and leadership*, Vol.24, (May/June 1996), pp. 34-38.
- Milunovich, Steven and Albert Tsuei, "EVA in the Computer Industry," *Journal of Applied Corporate Finance*, (Spring 1996), pp. 104-115.
- Stephen F. O'Byrne, "EVA and Market Value," *Journal of Applied Corporate Finance*, (Spring 1996).
- Stewart, G. Bennet, "The Quest for Value," Harper Business, 1991.
- T. Copeland, T. Koller, J. Murrin(1994), *Valuation: Measuring and Managing the Value of Companies, 2nd ed.*, Mckinsey & Company, Inc., pp. 424-439.
- Uyemura, D., C. Kantor & Jusin Pettit, "EVA for Banks: Value Creation. Risk Management, and Profitability Measurement," *Jorunal of Applied Corporate Finance*, (Summer 1996), pp. 94-113.
- 山一經濟研究所, "美國經營管理の 新潮流", 證券日報, 1996. 5., p. 8.

<기타 자료>

금융감독원 전자공시시스템, dart.fss.or.kr

한경 증권plus, hankyung.com/stockplus.

한국상장회사협의회 www.kocoinfo.com.

< 분석대상 표본기업 >

번호	회 사 명	거래소코드	최초공시일	합병등기일
1	(주)세중나모여행	039310	2007/01/15	2007/04/03
2	(주)펜엔터테인먼트	068050	2007/01/24	2007/04/10
3	(주)삼화네트웍스	046390	2007/01/26	2007/05/02
4	(주)다스텍	043710	2007/02/16	2007/05/02
5	(주)쌈지	033260	2007/03/14	2007/06/01
6	엠넷미디어(주)	056200	2007/02/05	2007/06/04
7	(주)엔케이바이오	019260	2007/04/02	2007/06/09
8	(주)김중학프로덕션	054120	2007/03/14	2007/06/09
9	(주)티엘아이	062860	2007/04/03	2007/06/11
10	(주)다우데이터	032190	2007/04/12	2007/06/20
11	이노메탈로봇(주)	070080	2007/03/30	2007/07/04
12	(주)평산	089480	2007/04/16	2007/07/12
13	(주)에당엔터테인먼트	049000	2007/04/30	2007/07/25
14	(주)희훈디엔지	019640	2007/04/30	2007/08/03
15	(주)에듀박스	035290	2007/05/25	2007/08/09
16	용현비엠(주)	089230	2007/05/28	2007/08/14
17	(주)유비컴	043220	2007/05/22	2007/08/14
18	(주)보더스티엠	071530	2007/06/04	2007/08/10
19	(주)옴토매직	010170	2007/05/23	2007/08/24
20	하이셀(주)	066980	2007/05/08	2007/08/29
21	(주)씨엘엘씨디	035710	2007/06/11	2007/08/30
22	(주)에피밸리	068630	2007/06/29	2007/09/11
23	(주)리노스	039980	2007/06/25	2007/10/04
24	(주)그랜드포트	033880	2007/06/21	2007/10/02
25	(주)이노칩테크놀로지	080420	2007/08/02	2007/10/12
26	(주)디케이디엔아이	033310	2007/07/24	2007/10/15
27	(주)엑스로드	074140	2007/08/07	2007/10/25
28	(주)엑사이엔씨	054940	2007/07/16	2007/10/25
29	(주)세로닉스	042600	2007/08/08	2007/10/17
30	에스케이커뮤니케이션즈(주)	066270	2007/06/25	2007/11/02
31	(주)아이니츠	032860	2007/07/30	2007/11/05
32	오성엘에스티(주)	052420	2007/07/30	2007/11/01
33	엘엔엠(주)	052300	2007/08/16	2007/11/09
34	(주)세계투어	047600	2007/08/13	2007/11/02
35	미주씨앤아이(주)	053040	2007/08/20	2007/11/08
36	(주)무학	033920	2007/08/22	2007/11/13
37	(주)에스비엠	037630	2007/09/12	2007/12/04
38	비전하이테크(주)	015050	2007/08/31	2007/11/22
39	(주)자연과환경	043910	2007/09/17	2007/12/04
40	(주)한틀시스템	058420	2007/09/05	2007/12/05
41	(주)온세텔레콤	036630	2007/07/02	2007/11/12
42	(주)인스프리트	073130	2007/09/18	2007/12/12
43	(주)제강홀딩스	045290	2007/09/12	2007/12/31
44	(주)쿨투	056020	2007/10/18	2007/12/27
45	(주)에스지엔지	040610	2007/10/09	2007/12/27
46	(주)포넷	048270	2007/09/03	2007/11/29
47	(주)정상제이엘에스	040420	2007/10/09	2007/12/28

감사의 글

먼저 본 논문이 완성될 수 있도록 많은 가르침과 지도를 해주신 이계원 교수님과 한경희 선생님께 깊은 감사를 드립니다. 그리고 바쁘신 와중에도 논문의 심사를 해주시고 많은 관심과 격려를 해주신 이한재 교수님, 김규영 교수님과 지난 2년 동안 경영대학원에서 많은 가르침을 주신 이강옥 원장님과 여러 교수님께 깊은 감사를 전합니다.

좀 더 젊은 나이에 배움을 계속하기 위해 시작하였던 대학원의 생활이 바쁜 직장생활 등으로 인해 어려움도 많았지만 함께 했던 동기와 선·후배 학우들의 도움으로 무사히 학업을 마칠 수 있게 되어 모든 학우들에게 고마움을 전합니다.

또한 지금의 제가 있도록 언제나 아낌없는 사랑을 베풀어 주신 부모님, 그리고 부족한 사위에게 늘 변함없는 신뢰를 보내주신 장인, 장모님께 깊은 감사와 사랑을 전합니다.

끝으로 인생의 반려자로서 13년 동안 힘들고 어려울 때 큰 힘이 되어준 사랑하는 아내 이명숙씨, 그리고 항상 밝고 건강하게 자라준 사랑하는 아들 태환 이와 공주처럼 예쁜 지인 이에게도 감사를 전합니다.

2008년 11월

유 성 근 드림

