

國家間的 會計基準差異와 經營意思決定***

Frederick D.S. Choi*

李 昌 雨**

.....《目 次》.....	
I. 머리말	IV. 追加檢證分析: 獨逸과 日本에 의한 取得의 경우
II. 研究의 動機	V. 맺음말
III. 美國과 英國의 比較	

I. 머리말

현재까지 外國에 대한 直接投資에 관한 學問的 研究는 주로 國際的 多邊化가 株主의 부에 대하여 미치는 危險減少의 效果나 또는 그의 決定變數에 관하여 집중되어 왔다(Grubel(1968), Black(1974), Agmon and Lessard(1977), Kogut(1983), Stulz(1981)). 이와 같은 研究의 대부분은 美國의 海外投資의 影響에 대하여 그 초점을 맞추고 있다. 최근에 들어서는 美國 企業이 外國의 企業에 의하여 取得/合併 되는 것이 富의 分配에 미치는 影響을 研究하는 학자들이 늘고 있다. 예를 들어, Doukas와 Travalos(1988)는 企業의 取得이 取得하는 企業의 株價收益率에 미치는 影響을 研究하였으며, Cakici, Hessel, 그리고 Tandon(1991)은 美國內의 國際的 企業取得 및 合併이 被取得會社의 株價收益率에 미치는 影響을 研究하였다.

本 研究는 國際的인 企業取得에 관한 會計實務의 實證分析을 통하여 기존의 研究結果에 더하고자 하는 취지로 이루어졌다. 本 研究에서는 營業權의 會計處理에 관한 國家間的 會計基準差異가 企業의 取得時에 제공되는 premium의 差異와 어떠한 相關關係를 갖는 지를 檢證하였다. 本 研究의 結果는, 몇몇 國家들은 그 會計基準의 差異로 인하여 美國의 企業을 取得하는데 있어서 美國보다 더 競爭的 優位에 있다는 것을 말하고 있다. 이와 비슷한 問題는 유럽市場에서 중요한 問題이며(Greenhouse, 1989), 앞으로 1992년말까지 EC가

* New York 大學校 教授

** 서울大學校 經營大學 教授

*** 이 논문은 KPMG Peat Marwick Foundation의 재정적 후원으로 이루어진 것임. 이 논문의 내용에 대하여 도움을 맡을 주신 Joshua Livnat, Paul Zarowin, Thomas Pugel, 그리고 Jacob Thomas 교수들에게 감사드린다. 이 논문과 관련된 오류들은 본 저자들의 책임이다.

철폐하기로 한 國際交易에 있어서의 장애요인 제거노력과는 밀접한 관계가 있다. EC는 최근에 유럽市場에 있어서의 企業의 取得 및 合併에 대한 規制法을 有効화 시킴으로서 國家間의 企業取得·合併이나 joint-venture 활동을 규제하고 있다. 많은 國家들이 資本市場을 개방함에 따라, 國際的 投資活動에 있어서 公정한 게임(fair play)의 원칙은 매우 중요한 문제가 되고 있다(Montagnon과 Riddell, 1990).

本 研究의 實證分析의 結果, 英國企業들이 제공하는 企業取得 premium이 美國企業들보다 더 많으며, 그 premium은 英國企業들의 경우 美國企業들보다 營業權 金額과 더 높은 相關關係가 있고, 英國企業들에 의해 제공되는 더 높은 premium은 營業權을 費用處理하지 않는 英國의 會計基準과 關係가 있는 것으로 나타났다.

本 研究는 追加的으로 獨逸과 日本企業들이 美國企業들을 取得할 때 제공하는 premium과 각 國家에 있어서 會計報告 및 稅務會計의 差異가 相關關係를 갖는지에 대하여도 分析·檢證하였다. 分析의 結果, 獨逸과 日本企業들도 美國企業들보다 더 많은 取得 premium을 내고 있으며, 獨逸企業들의 premium은 日本企業들이 제공하는 premium보다 높은 바, 이 premium 差異는 獨逸과 日本사이에 존재하는 財務會計 및 稅務會計의 差異와 關係가 있다는 것이다.

本 研究는 다음과 같이 構成되었다. 제 2 장에서는 本 研究의 動機 및 研究假說을 설명하고, 제 3 장에서는 研究方法 및 研究에 쓰인 資料에 대한 설명 및 英國과 美國間의 實證分析 結果를 서술하였으며, 제 4 장에서는 追加的 研究結果로서 獨逸과 日本의 경우에 관한 實證分析結果를 보고하고 있으며, 結論은 제 5 장에서 서술하였다.

II. 研究의 動機

資本市場의 國際化 및 外國資本의 投資에 대한 規制의 완화는 投資家들에게 投資의 기회를 확대시키고 있다. 그러나 國家間의 會計基準의 差異로 인하여 投資家들은 비교 가능하지 않은 財務情報에 의존해야만 하는 문제가 생기고 있다. 즉, 다양한 會計處理가 존재하는 상황에서 國際的인 投資活動을 하기 위하여는 外國會社의 財務諸表를 어떻게 理解·分析해야 하는가의 문제가 발생하게 된다(Schiemenan, 1988).

그동안 國家間에 존재하는 會計基準의 差異에 대하여는 많은 研究들이 행하여졌으나(Fitzgerald 등의 研究, 1979, Nobes와 Parker, 1981, Business International, 1982), 그와 같은 差異가 經營意思決定에 미치는 영향에 관하여는 研究가 거의 없는 실정이다. Davidson

〈表 1〉美國內에 있어서의 國家別 企業取得 狀況

國 家	1985	1986	1987	1988	1989
USA	3,916	4,825	4,523	4,086	4,062
UK	79	136	180	270	215
Canada	42	89	68	67	114
France	8	13	27	40	41
Germany	18	26	18	42	30
Japan	12	36	33	68	110
Others	96	114	168	175	219
Total	4,171	5,269	5,012	4,748	4,791

資料 : Automatic Data Processing(M&A Data Base)

과 Kohlmeier(1966), Abel(1969), Gray(1980), 그리고 Weetman과 Gray(1990)의 研究는 그와 같은 會計基準差異가 財務諸表에 미치는 영향이 매우 중요할 수 있다는 결론을 내리고 있다.

本 研究에서는, 國際的인 企業의 取得·合併과 관련된 會計基準差異의 문제를 檢證하고자 한다. 企業의 取得 및 合併이 美國에서는 흔히 발생하는 것이긴 하나, 外國의 企業에 의하여 取得·合併되는 美國會社의 수가 늘어나고 있는 趨勢는 무척 새로운 사실이다. 1980년에 美國에 대한 外國의 投資는 4배정도의 증가를 보여 380조달러를 상회하고 있으며, 이로 인하여 美國內에서 外國人 株主의 所有分이 확대되는 데에 대한 새로운 관심이 대두되고 있다. 〈表 1〉은 1985년부터 1989년 사이에 이루어진 美國企業의 外國會社에 의한 取得 및 合併에 관한 趨勢를 보이고 있다.

1985년부터 1989년의 기간동안 他會社에 의해 取得 및 合併된 美國企業의 수는 23,990개에 달한다. 이중 外國企業의 投資는 1985년의 6%에서 1989년에 이르러는 15%에 달하고 있다. 外國國家別 投資活動을 살펴보면, 英國資本이 가장 활발하며, 그 다음으로 캐나다, 日本, 獨逸, 그리고 프랑스의 순이다.

Ⅲ. 美國과 英國의 比較

1. 營業權 會計基準의 差異와 研究假說

企業의 取得이 買入法에 의하여 會計處理되는 경우, 매입가격과 取得된 純資產의 時價는 營業權이라는 無形固定資產으로 計上된다. 美國에서는 이 營業權을 40년 이내에 걸쳐 費用化하도록 되어있다. 英國의 경우에는 이와 비슷한 會計處理도 가능하지만, 英國의 經營者

들은 營業權을 직접 剩餘金에 대하여 償却하는 會計處理를 선호하고 있다(Rutteman 1987)⁴⁾. 이와 같은 會計處理는 英國會社로 하여금 美國의 會計基準이 적용되었을 때보다는 더 높은 利益을 보고할 수 있게 하는 것이다(Weetman과 Gray, 1990). 그러므로 經營成果에 대한 중요한 決定變數인 利益이 영향받지 않게 됨으로써, 企業을 取得할 때 英國會社들이 美國會社들보다 더 높은 取得 premium을 제공할 수 있다는 것이다(Merger & Acquisitions, 1988).⁵⁾ 그러나, 經營成果에 대한 평가에 의한 보상이라는 관점외에는 取得 premium이 會計基準差異 때문에 발생한다고 하기에는 논리적으로 무리가 있다. 왜냐하면, 美國과 英國 두 國家에서 營業權의 償却은 稅務會計上 費用處理가 되지 않기 때문이다. 또 營業權에 대한 會計基準差異가 英國會社들에게 美國會社들의 경우보다 상대적으로 유리하다 하여도, 그 會計基準差異에서 초래되는 유리한 점들이 被取得會社의 株主에게 전이되어야 할 이유는 경제 이론의 관점에서 볼 때 불분명하다.

本 研究에서는 위와 같은 주장이 實證적으로 입증되는 가에 대한 檢證을 하기 위하여 다음과 같은 研究假說에 대하여 分析하고자 한다.

① 美國企業을 取得·合併할 때, 英國企業이 美國企業보다 더 많은 premium을 제공하는가?

② 英國企業과 美國企業들 간의 premium 差異는, 營業權 會計處理의 差異로 인한 英國企業의 상대적인 유리함과 관계가 있는가?

2. 研究方法

위에 서술된 研究假說들을 檢證하기 위하여 다음의 세단계로 檢證·分析을 시도하였다. 첫째, 美國企業들과 英國企業들이 美國企業을 取得할 때 제공하는 平均 premium의 差異分析을 행하고, 둘째, 回歸分析을 통하여 美國과 英國사이에 營業權과 premium의 相關關係에 서로 差異가 있는가를 分析하고, 마지막으로, Matched-Pair 分析을 통하여 premium의 差異가 營業權會計處理의 상대적 유리성과 相關關係가 있는가를 보았다.

分析에 사용된 資料는 Automatic Data Processing, Inc.⁶⁾에서 구입하였으며, 1985년부터

4) 英國의 경우 營業權을 資本化한후 이를 그 유효기간에 걸쳐 當期純利益에 償却하는 방법도 택할 수 있으나, 실무상으로는 이 방법이 거의 고려되지 않고 있다. 또한 英國의 경우 株當純利益(EPS)이 經常利益을 기준으로 계산되며 이때에 營業權의 償却은 포함되지 않는다. Schieneman (1987).

5) 英國의 取得企業들은 이와 같은 이익을 그들의 株主를 위하여 유보할 수 있다. 본 연구의 범위를 벗어나는 문제이지만은 하나, 英國企業에 의한 取得去來의 경우 상대적으로 높은 取得 premium을 제공하는데에 대하여 株主들이 어떠한 반응을 보이는가를 보는 것은 재미있는 연구가 될 것이다.

6) M&A Data Base에 수록되기 위해서는 取得去來가 1백만불 이상의 규모여야 한다. 不動產의 取得에 관한 去來는 포함되지 않고 있다.

1989년 사이에 美國 및 英國會社에 의하여 取得·合併된 美國會社를 대상으로 하였다.

本 研究에 사용된 取得 premium의 개념은, 取得去來 公示日 현재의 取得價格과 公示日 前의 被取得企業의 時價를 取得된 純資産의 帳簿價額으로 나눈 것으로 하였다.⁷⁾ 會計學에 서 사용된 營業權이라함은 取得價格과 取得된 純資産의 時價와의 差異를 말하지만, 本 研究에 사용된 資料의 한계점 등을 고려하여 위와 같이 정의하였다. 研究에 사용될 營業權의 金額을 구하는 방법으로서, ① 取得會社의 取得후의 貸借對照表로부터 營業權 金額을 직접 구하는 것과 ② 被取得會社의 純資産에 대한 時價를 측정하여 사용하는 것, 또 ③ 被取得 會社의 時價와 取得된 純資産의 帳簿價額의 差異를 대신 사용하는 것 등이 고려될 수 있으 나, 다수의 取得去來가 존재하는 것과, 英國會社들에게 주어진 營業權 會計處理의 多樣性⁸⁾, 또한 本 研究에 사용된 檢證期間동안 FASB33의 資料들이 존재하지 않는 이유때문에 ①과 ②의 방법은 고려되지 않았으며, 실현가능성이나 객관성의 입장에서 위의 ③의 資料를 取 得된 純資産의 帳簿價額으로 나눈 것을 사용하였다.⁹⁾

本 研究에 標本으로 사용된 取得去來들은 다음의 정보가 입수가 가능한 것들에 국한하였다.

- ① 제공된 企業取得價格(OFFPRC)
- ② 被取得會社의 取得公示前 1일, 1주, 1개월, 그리고 2개월전의 株價
(각각, TPRC1D, TPRC1W, TPRC1M, 그리고 TPRC2M)
- ③ 被取得會社의 資本計定の 帳簿價額(TEQUIT)
- ④ 被取得會社의 取得支分率(COMACQ)

7) Heteroschedasticity의 문제를 피하기 위하여 帳簿價額으로 平準化하였다. 다른 방법으로써 時價 를 사용하여 平準化하는 방법이 있는데 그 결과는 동일한 것으로 나타났다. 時價를 사용하여 平準化하는 경우에는 從屬變數가 收益率을 나타내는 개념이 되므로 營業權을 나타내는 獨立 變數의 해석문제가 발생하게 되는 바 그 이유는 營業權으로 사용된 변수가 企業의 規模를 나타 내는 變數가 되기도 하여 係數가 음의 값을 갖게 되기 때문이다.

8) 英國의 법률과 會計基準은 營業權에 관한 會計處理上 많은 유연성이 있다. 營業權에 관한 英國의 會計基準인 SSAP22의 원래의 의도는 利益剩餘金에 대하여 償却處理하는 것을 제한하고자 하는 것이었지만, 法院의 해석은 이와 달리 營業權을 株式超過金이나 其他積立金 등에 償却하는 것을 제한하고 있다. 이와 같은 상황에서 營業權을 추적하기는 쉽지 않다. "Merger Relief"라고 불 리우는 會社法 13장에 규정된 바에 의하면, 被取得會社의 所有株式의 90% 이상을 取得하는 경 우에는 取得을 위하여 발행한 株式을 額面價額으로 기록할 수 있도록 규정하고 있다. 그 결과 營業權은 전혀 기록되지 않게 된다. 또한 英國에 있어서 取得된 純資産의 時價를 어떻게 결정하 는가에 대한 규정이 없다. 가끔 공시된다 해도 營業權에 해당하는 金額을 최대화하기 위한 時 價調整金額은 보통 최소한의 金額이 되는 것이 보편적이다. 이는 營業權의 金額을 최소화하여 取得後의 利益을 증대화시키는 목적으로 행해지기 때문으로 보인다.

9) 本 研究에서 사용된 營業權 金額은 資産의 再評價部分을 포함한다. 이것은 時價를 적절히 반영 하기 위하여 帳簿價額을 조정하는 부분을 의미한다. 이 부분의 會計處理은 營業權의 會計處理과 연관되게 행하여 지며 따라서 本 研究에서 사용된 英國企業의 營業權은 논리상 일관성을 갖게 된다.

〈表 2〉 標本의 크기와 取得去來金額의 分布

PANEL A: 本 研究에 사용된 標本의 國家別 狀況^a

國 家	1985	1986	1987	1988	1989	합 계
USA	201	213	217	239	186	1,056
UK	7	17	27	27	26	104
Total	208	230	244	266	212	1,160

PANEL B: 取得去來金額의 分布(단위: 백만불)

國 家	N	Min.	25%	Median	Mean	75%	Max.
USA	1,056	1.0	10.0	36.6	337.4	195.9	12,635.5
UK	104	1.2	19.5	75.7	453.4	237.6	7,564.7

註) a. 本 研究에 사용된 標本들은 다음과 같은 資料가 갖추어진 取得去來로서 美國會社가 取得의 대상이 된 경우를 포함한다.

OFFPRC : 被取得會社의 株式에 대하여 取得企業이 제공하는 株當取得價格

TPRC1D : 取得公告日 하루전의 被取得會社의 株價.

TPRC1W : 取得公告日 일주일전의 被取得會社의 株價

TPRC1M : 取得公告日 한달전의 被取得會社의 株價

TPRC2M : 取得公告日 두달전의 被取得會社의 株價

TEQUIT : 계산에 사용된 被取得會社의 資本金

COMACQ : 取得된 株式이 被取得會社에서 차지하는 비율(普通株式基準)

TSHOUT : 被取得會社의 최근 12개월동안 현존하는 總 發行株式數(普通株式基準)

위의 標本을 결정함에 있어서 普通株式이 대금결제의 수단으로 사용된 取得去來는 제외하였다. 이는 買入法에 의한 會計處理가 이루어진 取得去來들을 확보하기 위한 것이다. 또한 極端值로 판단되는 경우는 이를 標本에서 제거하였는데, 純資本 1불당 取得 premium이 50보다 크거나 -20보다 작은 경우, 또한 純資本 1불당 營業權 金額이 100보다 큰 경우를 포함한다.

⑤ 被取得會社의 總 發行株式數(TSHOUT)

위의 標本產出過程을 통하여, 美國企業들에 의하여 取得된 1,217개의 標本과 英國會社에 의하여 取得된 105개의 標本이 本 研究에 사용되었으며 그 내용은 〈表 2〉와 같다.

총 1,322개의 標本中에서 14개(美國企業에 의한 13개의 取得去來, 英國企業에 의한 1개의 取得去來)의 標本은 極端值의 경우로 판단되어 標本에서 제외하였다. 標本選出過程에 사용된 極端值라 함은 取得된 純資産 1불당의 取得 premium이 50보다 같거나 크거나, -20보다 작거나 같은 경우이며, 取得된 純資産 1불당 營業權 金額이 100보다 큰 경우를 말한다.¹⁰⁾ 또한 買入法이 사용된 取得去來만을 標本으로 사용하기 위하여 株式의 交換이 이루어진 모든 取得去來를 제외하였다.¹¹⁾ 이결과, 美國企業의 取得에 의한 1,056개의 取得去來

10) 이와같은 근단치를 표본에 포함한 경우에도 결과는 같았다. 그러나 보고된 실증분석결과는 이 극단치를 배제하고 이루어진 것이다.

11) 이 제한 조항에 의하여 148개의 美國企業에 의한 取得去來가 제외되었다. 엄격히 말해서 148개 모두 支分풀링법을 사용한다고 볼 수 없다. 그러나 研究에 사용된 美國企業에 의한 取得去來의

와 英國企業의 取得에 의한 104개의 取得去來 등 총 1,160개의 標本이 사용되었다. 標本の 年度別 추이는 <表 2>의 Panel A에 보고되었으며 Panel B는 國家別로 標本の 規模의 分布를 나타낸다.

3. 實證分析結果：美國과 英國

1) 平均值 差異分析

<表 3>은 平均值 差異分析의 結果를 나타낸다. 이 分析에서는 美國과 英國企業에 의한 取得去來에서 제공된 取得 premium의 平均值에 대한 差異를 分析하였다. 取得去來 premium은 公示日 하루전, 일주일전, 한달전, 그리고 두달전 등 4번에 걸쳐 시차를 두고 계산하였다.¹²⁾

위의 分析의 結果, 英國企業들이 제공하는 取得 premium 平均值가 美國企業들에 의한 取得 premium 平均值보다 큰 것으로 나타났다. 또한 取得 premium은 美國 및 英國企業들에 의한 取得 모두의 경우 取得去來 公示日까지 감소하고 있다. 取得價格이 고정되어 있으므로, 이와 같은 결과는 기존의 研究에서 나타난 결과, 즉 公示日 以前부터 資本市場이 반응을 보인다는 것과 일관된 결과이다.¹³⁾ 또한 美國과 英國企業들의 取得 premium 平均值의 差異

<表 3> 取得純資產에 대한 取得 premium의 平均值分析
(美國과 英國企業에 의한 取得의 比較分析)

取得 國家	N	PREM1D ^a	PREM1W ^a	PREM1M ^a	PREM2M ^a
UK	104	0.9329	1.0595	1.1283	1.4109
USA	1,056	0.3876	0.4555	0.5135	0.5423
差異		0.5453	0.6040	0.6148	0.8686
差異의 有意度：Prob>:T: ^b		.0133	.0147	.0113	.0249

註) a. 取得 premium들은 다음과 같이 계산되었다.

PREM1D = 取得公告日 하루전을 기준으로 계산된 총 取得 premium을 取得된 純資產으로 나눈것

PREM1W = 取得公告日 일주일전을 기준으로 계산된 총 取得 premium을 取得된 純資產으로 나눈것

PREM1M = 取得公告日 한달전을 기준으로 계산된 총 取得 premium을 取得된 純資產으로 나눈것

PREM2M = 取得公告日 두달전을 기준으로 계산된 총 取得 premium을 取得된 純資產으로 나눈것

b. 이곳에서 보고된 P 값들은 편차가 같은가를 檢證하는 F test의 結果를 기초로 하여 계산된 값들이다.

標本の 수가 크므로 標本에서 제외하여도 큰 영향이 없을 것으로 판단하였으며, 英國企業에 의한 取得去來의 경우에는 株式을 交換한 경우가 하나도 없었다.

12) 다른 관찰시점에 관한 資料는 Data Base에 포함되지 않아서 고려되지 않았다.

13) 대부분의 研究에서는 Market Model에 의한 非正常累積收益率(CAR)이 取得去來 公示日 전부터 양의 값을 가지며 증가하는 것으로 나타나고 있다. 이에 관하여는 다음의 논문들을 참조하기 바

도 取得公示日까지 감소되고 있다.¹⁴⁾

2) 回歸分析模型

이곳에서는 營業權이 取得 premium과 관계가 있는가, 또 관계가 있다면 美國企業에 의한 取得과 英國企業에 의한 取得사이 존재하는 取得 premium의 差異에 營業權이 어떻게 다르게 영향을 미치는가를 보고자 한다.

營業權은 企業의 正常收益 超過實現能力을 나타낸다. 이에는 貸借對照表에 표시되지 않은 無形固定資產, 研究開發費, 廣告費 및 獨占利益力 등이 포함된다. 企業의 取得은 被取得會社와의 결합을 통한 資產의 synergy 效果에 의해 가능케 되는 보다 높은 利益의 산출을 목표로 이루어진다. 이는 또 經營者의 성과평가가 산출된 利益에 의하여 이루어질때 보다 높은 經營者에 대한 보상을 의미하게 된다. 美國企業에 의한 企業取得의 경우, 제공되는 取得價格의 결정은 營業權을 비용으로 償却處理해야 하는 會計基準때문에 제한받게 되어 經營者의 성과평가에 영향을 주지만, 利益剩餘金에 직접 償却하는 英國企業의 경우 그러한 부담이 없으므로 取得 premium의 결정시에 美國企業보다 상대적으로 유리한 입장에 놓이게 되는 것이다. 이와 같은 논리를 檢證하기 위하여 다음의 回歸分析模型을 사용하였다.¹⁵⁾

$$PREM_i = a_0 + b_1 D_i + b_2 D_i GWQ_i + b_3 GWQ_i + e_i \quad (1)$$

i는 각각의 取得去來를 표시하며 PREM은 取得去來 i에 대한 取得 premium을 나타내고, GWQ는 그와 관련된 營業權 金額을 나타낸다.¹⁶⁾ D는 Dummy 變數로서 英國企業에 의한 取得의 경우 1이 되며 美國企業에 의한 取得의 경우에는 0의 값을 갖는다. 각 變數의 계산은 다음과 같이 이루어졌다. 예를 들어 取得公示日 하루전의 경우,

$$PREM_1D = (OFFPRC - TPRC_1D) \times (TSHOUT \times COMACQ) / (TEQUIT \times COMACQ)$$

$$GWQ = (TPRC_1D \times TSHOUT \times COMACQ - TEQUIT \times COMACQ) / (TEQUIT \times COMACQ)$$

營業權이 企業의 正常超過 收入實現能力을 나타내므로, 다른 사항이 같다면, 보다 높은 營業權과 보다 높은 取得 premium의 관계가 나타나게 될 것이다. 이 논리는 英國의 경우에는 해당되나, 美國의 경우에는 利益減少의 效果가 초래되므로 주의를 기울여야 한다. 그

란다. Dodd(1980), Wansley, Lane, 그리고 Yang(1983), Huang Walkling(1987).

14) 이 결과는 美國企業들이 取得을 위한 競爭過程에서 보다 더 競爭的이기 위하여 노력한 결과로 나타나는 것이라 보여진다. 다른 해석으로서는, 市場이 取得去來의 競爭에서 누가 이길 것인가를 豫測하고 있다고도 볼 수 있다.

15) 다른 模型도 가능하겠으나, 本 研究에서는 (1)의 식에 나타난 것이 적절하다고 보았다. 營業權에 대한 取得 premium의 分布를 살펴본 결과 線形的인 關係를 갖는 것으로 나타났다.

16) 取得된 株式의 時價가 取得去來에 포함된 總 金額대신에 사용되었는데 이는 後者가 取得 premium을 포함하는 金額이어서 獨立變數와 從屬變數가 자동적으로 相關關係가 높아지기 때문이다.

러나 正常超過收益 回歸分析模型에서 營業權에 대한 係數 즉 b_3 는 양수가 될 것이다. 만약 英國과 美國企業들 사이에 營業權의 會計基準差異로 인한 經濟的 效果가 존재한다면, $D*GWQ$ 의 係數인 b_2 또한 양수가 될 것이다. 위의 回歸分析에서 Dummy 變數는 절편 및 기울기에 모두 사용되고 있다. 기울기에 대한 Dummy 變數는 美國과 英國企業에 존재하는 營業權과 取得 premium間的 相關關係에 있어서의 差異를 나타내는 것이며, 절편에 대한 Dummy 變數는 營業權과 상관없는 美國企業과 英國企業 사이에 존재하는 取得 premium 결정의 구조적인 差異를 나타낸다.

<表 4>는 위 (1)식을 사용한 實證分析의 結果를 나타낸다. GWQ 의 係數는 統計的으로는 유의하지 않으나 $PREM2M$ 의 경우를 제외하고는 양의 값을 가지며, $D*GWQ$ 의 係數는 .0001의 有意水準에서 유의하며 또 양의 값을 갖는 것으로 나타났다.

위의 결과는 營業權 金額이 클수록 取得 premium이 커지며, 英國企業들이 美國企業보다 더 많은 取得 premium을 제공하는바, 이는 營業權의 會計基準差異에 기인할 것이라는 것을 나타낸다. 절편에 대한 Dummy 變數는 統計的으로는 유의하지 않으나, 음의 값을 갖는데, 이는 營業權이 존재하지 않는 상황에서는 英國企業들이 美國企業들보다 유리한 입장이

<表 4> 回歸分析結果: 營業權과 取得 premium의 相關關係(美國과 英國의 比較)

$$\text{Model I: } PREM_i = a_0 + b_1 D_i + b_2 D_i GWQ_i + b_3 GWQ_i + e_i$$

變 數	PREM1D	PREM1W	PREM1M	PREM2M
N^a	1,160	1,160	1,160	1,160
R^2	.230	.2466	.2205	.2949
Intercept	0.3413 (4.033)	0.4018 (4.446)	0.5036 (5.690)	0.5439 (4.182)
D	-0.1449 (-1.173)	-0.1546 (1.050)	-0.1433 (-1.064)	-0.4992 (-2.497)
$D*GWQ$	0.3553 (3.513)	0.4186 (3.107)	0.4517 (3.329)	0.9905 (3.991)
GWQ	0.0408 (0.426)	0.0501 (0.462)	0.0098 (0.087)	-0.0016 (-0.010)
Model Specification ^b : Prob > χ^2	.0033	.0178	.0640	.0884

註: 괄호안에 표시된 숫자들은 White(1980)의 研究에 근거하여 heteroscedasticity를 조정한 t값들이다.

$PREM$ = 取得公告日 하루전 ($PREM1D$), 일주일전 ($PREM1W$), 한달전 ($PREM1M$), 그리고 두달전 ($PREM2M$)을 기준으로 계산한 取得된 純資産 1분당 取得 premium

D = 取得企業이 英國會社인 경우에는 1 美國企業인 경우에는 0의 값을 갖는다.

GWQ = 取得公告日 하루전, 일주일전, 한달전, 그리고 두달전을 기준으로 계산된 純資産 1분당 營業權 金額

a. 美國企業에 의한 取得去來 1,056개와 英國企業에 의한 取得去來 104개를 포함함.

b. 이 統計數値는 White(1980)의 Model Specification 檢證에 근거를 두고 있음.

아니라는 것을 의미한다.¹⁷⁾

3) Matched Pair에 의한 實證分析

美國의 會計基準하에서는 取得企業의 貸借對照表에 計上되는 營業權은 償却과정을 통하여 보고되는 純利益에 영향을 준다. 그러나, 英國에서의 會計處理은 이와 달리 純利益에 영향을 주지 않음으로 해서 발생하는 상대적인 유리함 때문에, 다른 조건이 같다면 동일한 企業을 놓고 取得하고자 하는 경쟁을 벌일 경우에 더 많은 取得 premium을 제공할 수 있게 된다. 英國企業이 取得 premium을 더 많이 제공하는 것이 위와 같이 利益減少를 초래하지 않는 會計處理上的 유리함과 관련이 있는가를 實證分析하기 위하여 다음과 같은 관계를 설정하였다.

$$PREM_{us} = f(GW_{us}, X_2, X_3, \dots)$$

$$PREM_{uk} = f(GW_{uk}, GW^*_{uk}, X_2, X_3, \dots)$$

위의 식에서 $PREM_{us}$ 와 $PREM_{uk}$ 는 각각 美國企業과 英國企業에 의하여 제공되는 取得 premium을 나타낸다. GW_{us} 와 GW_{uk} 는 각각 美國과 英國의 取得企業의 財務諸表上에 표시될 營業權 金額을 나타내며, X_2, X_3 등의 變數는 取得 premium에 영향을 주는 기타 요소들을 표시한다. GW^*_{uk} 는 英國企業들에게만 특이하게 존재하는, 營業權에 관한 會計處理의 영향으로 인하여 발생하는 상대적인 유리함을 나타내는 變數이다. 만약, X_2, X_3 , 그리고 기타 요소들이 英國企業에 의한 取得과 美國企業에 의한 取得에 共通的으로 영향을 주는 것이라고 가정하면, 두 國家間의 取得 premium의 差異($PRMDF = PREM_{uk} - PREM_{us}$)는 다음과 같이 표시될 수 있다.

$$PRMDF = f(GWDF, GW^*_{uk})$$

위의 식에서 $GWDF$ 는 GW_{uk} 에서 GW_{us} 를 차감한 것이다. 이와 같은 관계설정에 의하여 다음과 같은 回歸分析模型을 分析에 사용하였다.

$$PRMDF_i = a_0 + b_1 GWDF_i + b_2 GWCO_i + e_i \quad (2)$$

이곳에서 i 는 각각의 Matched-Pair를 의미하며, $GWCO$ 는 GW^*_{uk} 에 대한 proxy 變數로서 다음과 같은 관계를 갖는다.

$$GW_{uk} = GWDF + GWCO.$$

위의 回歸分析模型에서 從屬變數가 matched-pair 사이의 取得 premium 差異이므로, $GWDF$ 의 係數 b_1 은 被取得會社の 正常超過收益能力과 英國企業의 會計基準 差異로 인한 상대적인

17) 理論적으로 볼때, 다른 조건이 다 같다면 營業權이 존재하지 않을 때 美國과 英國企業들에 의한 取得 premium에 차이가 있을 수는 없다.

〈表 5〉 回歸分析結果：Matched Pair^a의 比較分析(N=104)

PANEL A: $PRMDF_i = a_0 + b_1GWDF_i + e_i$

變數	PREMDF1D	PREMDF1W	PREMDF1M	PREMDF2M
\bar{R}^2	.7624	.7629	.8068	.5114
Intercept	0.1631 (1.218)	0.1677 (1.108)	0.0989 (0.759)	0.5370 (2.020)
GWDF	0.4169 (6.584)	0.4880 (5.468)	0.4936 (7.954)	0.7309 (3.659)
Model Specification ^b : Prob> χ^2	.1859	.3218	.3505	.1894

PANEL B: $PRMDF_i = a_0 + b_1GWDF_i + b_2XRP_i + e_i$

變數	PREMDF1D	PREMDF1W	PREMDF1M	PREMDF2M
\bar{R}^2	.7607	.7611	.8065	.5109
Intercept	0.1429 (1.072)	0.1482 (0.975)	0.0654 (0.484)	0.6181 (1.839)
GWDF	0.4175 (6.584)	0.4887 (5.472)	0.4948 (7.979)	0.7306 (3.679)
XRP	0.4008 (0.748)	0.3868 (0.704)	0.6625 (1.268)	-1.6390 (-0.833)
Model Specification ^b : Prob> χ^2	.1285	.5718	.2731	.4245

PANEL C: $PRMDF_i = a_0 + b_1GWDF_i + b_3GWCO_i + e_i$

變數	PREMDF1D	PREMDF1W	PREMDF1M	PREMDF2M
\bar{R}^2	.9302	.8402	.8360	.7295
Intercept	-0.1895 (-1.685)	-0.2268 (-1.855)	-0.1407 (-1.264)	-0.5263 (-2.381)
GWDF	0.4585 (33.810)	0.5413 (13.732)	0.5228 (15.280)	1.0206 (5.165)
GWCO	0.2737 (4.090)	0.3292 (4.010)	0.2237 (2.440)	0.9233 (3.415)
Model Specification ^b : Prob> χ^2	.0645	.0959	.0778	.1414

PANEL D: $PRMDF_i = a_0 + b_1GWDF_i + b_2XRP_i + b_3GWCO_i + e_i$

變數	PREMDF1D	PREMDF1W	PREMDF1M	PREMDF1M
\bar{R}^2	.8311	.9411	.8377	.7273
Intercept	-0.2349 (-2.212)	-0.2271 (-2.310)	-0.1971 (-1.769)	-0.4928 (-2.640)
GWDF	0.4604 (31.595)	0.5437 (14.358)	0.5255 (16.166)	1.0192 (5.250)
XRP	0.7752 (1.673)	0.8592 (1.583)	0.9593 (1.891)	-0.5806 (0.462)
GWCO	0.2785 (4.291)	0.3350 (4.244)	0.2309 (2.635)	0.9191 (3.515)
Model Specification ^b : Prob> χ^2	.0308	.3329	.1127	.4102

註: 괄호안에 표시된 수치들은 White(1980)의 研究에 근거하여 heteroscedasticity를 조종한 뒤의 t값 들이다.

PREMDF = 美國과 英國간의 取得 premium의 差異를 나타내며 진술한 마와 같이 取得公告日 하루전, 일주일전, 한달전, 그리고 두달전을 기준으로 하여 계산되었다.

GWDF = 美國과 英國간의 取得된 純資産에 대한 營業權 金額의 差異를 나타내며 위의 PREMDF와 같이 내 시점에서 계산되었다.

XRP = 英國企業에 의한 取得公告日 당시의 파운드당 미화환 美國企業에 의한 取得공고일 당시의 파운드당 미화로 나눈 것에서 1을 차감한 비율을 말하며, 換率에 대한 資料는 CITIBASE로부터 구하였다.

GWCO = 英國企業이 갖는 營業權 會計處理上의 상대적 유리함을 나타내는 變數임.

a. Matching은 다음과 같은 우선순위에 의하여 이루어졌다: 取得去來 당사자간의 산업적인 관계(SIC Code를 기준으로하였음), 取得去來의 형태, public tender offer의 존재유무, 被取得會社의 반응태도, 그리고 대금결제수단 등.

b. 이것은 White(1980)의 Model Specification 檢證研究를 기초로 하였음.

유리함의 영향 두가지를 나타내게 되는 반면, GWCO의 係數 b_2 는 후자의 경우만 나타내게 될 것이다.

營業權에 取得 premium의 差異에 영향을 줄 가능성이 있는 變數들에 대한 통제를 위하여 대응(matching)은 다음과 같이 이루어졌다.

① 모든 標本取得去來들은(取得企業과, 被取得企業모두) 4 digit에 의한 SIC 산업부호로 재정리하였다.

② 英國企業에 의한 각각의 取得去來에 대하여, 取得유형, tender offer의 존재여부, 그리고 取得企業과 被取得企業간의 산업별 관계를 기준으로 美國企業에 의한 取得去來를 대응시켰다.

取得유형(TYPE)과 tender offer의 존재(TENDER)는 기존의 研究에서 取得 premium을 설명하는 중요한 變數들로서 판명된 바 있다[(Huang과 Walkling 1987), (Wansley, Lane and Yang, 1983), (Choi와 Lee, 1991)]. 따라서 위의 대응 과정에서 이 두 變數들에게 우선권을 두고 행해졌다. 또한 換率變動의 영향을 고려하기 위하여 換率比較變數(XRP)를 포함시켰다. 美國의 달러화에 대한 英國 파운드화의 상대적인 강세는 그렇지 않은 경우보다 더 높은 取得 premium을 제공하는 결과를 유발시킬 수 있기 때문이다. 換率比較變數(XRP)의 계산은 英國企業에 의한 取得去來가 공시된 날의 파운드화에 대한 美國달러환율 美國企業에 의한 取得去來가 공시된 날의 두 貨幣間的 비율로 나눈 것에서 1을 차감한 것으로 이루어졌다.

實證分析의 結果는 <表 5>에서 보고되었다. 比較分析의 목적으로 GWCO를 제외한 實證分析의 結果는 panel A와 B에 보고되었다. 分析에 사용된 回歸分析模型의 설명능력은 51%에서 80.7%에 이루어 높은 설명능력을 나타내고 있다. 절편은 PRMDF2M를 제외한 모든

관측시점에서 유의하지 않은 것으로 나타났으며 b_1 係數는 양의 수를 가지며 또한 統計적으로 유의하다. 營業權의 差異(GWDF)의 係數 b_1 의 크기가 <表 4>에 보고된 $D \times GWQ$ 와 GWQ 의 係數의 합계와 비슷하다는 것은 유의할 만한 결과이다. 이 결과는 GWDF가 被取得企業의 正常超過收益實現能力과 英國企業의 營業權 會計基準差異로 인한 유리함을 동시에 나타내는 것을 의미한다. 換率比較變數(XRP)의 係數인 b_2 는 PRMDF2M을 제외하고는 양의 수를 가지나 統計적으로는 유의하지 않은 것으로 나타나고 있다. 이것은 換率變動의 영향이 取得 premium의 差異를 설명하는 데에 큰 도움이 되지 않는 것을 말한다. Panel C와 D는 英國企業의 상대적인 유리함, 즉 GWCO 變數의 영향에 대한 實證分析結果를 나타내고 있다. GWCO의 係數인 b_3 는 그 크기에 있어서 b_1 보다 작으며, 이것은 GWCO가 會計基準差異로 인한 상대적 유리함의 영향만을 나타내고 있는 것을 의미한다.

결론적으로, 이곳에서의 實證分析의 結果는 英國企業에 의하여 제공된 높은 取得 premium은 營業權의 會計基準差異와 양의 관계를 가지며 또한 그 관계는 統計적으로 유의한 것으로 나타나고 있다.

IV. 追加檢證分析 : 獨逸과 日本에 의한 取得의 경우

1. 背景 및 研究動機

이곳에서의 分析의 목적은, 위에서 分析된 結果가 英國企業에 의한 取得去來의 경우 외에 他國家企業에 의한 取得去來에도 일관되게 나타날 것인가를 檢證하는데에 있다. 자세히 말하자면, 美國企業을 取得하는 경우 獨逸企業이나 日本企業이 제공하는 取得 premium이 營業權과 관련된 會計處理基準의 差異와 관계가 있는지 또 어떠한 정도의 관계가 있는지를 研究하는 것이다. 세계 여러 國家의 營業權에 관한 會計基準 및 稅務會計處理基準을 검토하여 보면, 國家間에 서로 다른 會計基準내지는 稅務會計處理基準을 적용하고 있는 것을 알 수 있다. 최근의 研究結果에 의하면 美國企業을 取得하기 위하여 外國企業들이 제공하는 取得 premium의 크기에 差異가 있다는 것이 알려졌다. 企業의 取得 및 합병의 경우, 日本企業들이 가장 높은 取得 premium을 제공하며 그 다음으로 캐나다, 英國, 그리고 獨逸의 순이다(Tandom, Hessel, Cakici, 1989).

營業權에 관한 會計基準의 差異외에 높은 取得 premium을 설명할 수 있는 變數가 있는바, 예를 들어 獨逸과 日本에서는 營業權償却額이 費用處理가 되고 있다(Hammer, 1990). 따라서 本 研究에서는 會計基準내지 稅務處理基準의 差異와 取得 premium이 어떠한 相關關

係를 갖는가를 分析하고자 한다.

獨逸과 日本에서의 營業權에 관한 會計基準과 稅務處理基準은 美國 및 英國과 다른 바 다음과 같이 요약될 수 있다.

A. 會計處理基準

- ① 日本：營業權은 적당한 기간(약 5년정도)에 걸쳐 純利益에 대하여 償却處理한다.
- ② 獨逸：營業權은 純利益이나 利益剩餘金에 대하여 償却處理한다.

B. 稅務處理基準

- ① 日本：營業權 金額은 稅務上 費用處理 가능하다.
- ② 獨逸：營業權 金額은 稅務上 費用處理가 가능하며 償却期間은 15년으로 한다.

요약하자면, 獨逸에서는 보고된 純利益에 營業權을 償却하지 않아도 되는 반면, 日本에서는 會計報告上 비용으로 처리하여야 하며 두나라 공히 營業權은 稅務報告上 비용으로 인정 받을 수 있다는 것이다. 그러므로 이 장에서 實證分析하고자 하는 주제는 두나라 사이의 取得 premium들이 서로 다른 會計基準 또는 稅務處理基準과 어떠한 관련이 있는가를 보는 것이다.

2. 研究方法 및 研究에 使用된 資料

이 章에서 사용된 實證分析方法은 前章에서의 그것과 같다. 즉 첫째 美國企業에 의한 取得 premium과 獨逸 및 日本企業에 의한 取得 premium의 平均值 差異分析을 하고, 둘째 각 나라별로 回歸分析을 하여 營業權이 取得 premium을 설명할 수 있는지를 보았으며, 마지막으로 Matched-pair分析을 통하여 나라간의 取得 premium差異가 營業權의 會計 및 稅務處理基準의 差異와 相關關係가 있는가를 檢證하고자 하였다.

檢證에 사용된 標本은 被取得企業이 美國企業이며 取得하는 企業은 美國, 獨逸 또는 日本企業이고 또 1985년부터 1989년까지의 기간동안에 공시된 取得去來증 Automatic Data Processing에 기록되어 있는 것으로 한정하였다. 資料蒐集의 과정은 3장에서 기록된 것과 동일하다. 標本으로 사용된 取得去來는 美國企業에 의한 取得 1,217개와 104개의 外國企業에 의한 取得去來이다.

총 1,321개의 標本 중 13개의 美國企業에 의한 取得去來는 極端值로 판명되어 제외되었고, 買入法에 의한 會計處理가 이루어진 取得去來만을 대상으로 하기 위하여 株式의 교환으로 이루어진 取得去來는 제외하였다. 그 결과, 1,056개의 美國企業에 의한 取得과 104개의 外國企業에 의한 取得去來만이 本 研究에 사용되었으며 <表 6>의 Panel A는 標本の 年度別 分布를 나타내며 Panel B는 각 나라 별로 取得去來의 크기에 대한 分布를 보고하고

〈表 6〉 標本의 國家別, 年度別 分布(獨逸과 日本의 取得去來)

Panel A : 標本으로 사용된 取得去來의 추이

國 家	1985	1986	1987	1988	1989	합 계
Japan	1	6	6	11	16	40
Germany	0	3	3	5	4	15
합 계	1	9	9	16	20	55

Panel B : 取得去來의 크기分布(단위 : 백만불)

분 布	USA	Japan	Germany
100%	12,635.5	3,477.8	2,723.5
75%	195.9	210.1	116.4
50%	39.6	37.8	41.4
25%	10.0	4.9	10.2
Min.	1.0	1.3	4.4
Mean	377.4	271.5	235.4
N	1,056	40	15

註 : 本 研究에 사용된 標本들은 다음과 같은 資料가 갖추어진 取得去來로서 美國會社가 取得의 대상이 된 경우를 포함한다.

PFPRC : 被取得會社의 株式에 대하여 取得企業이 제공하는 주당 取得價格

TPRC1D : 取得公告日 하루전의 被取得會社의 株價

TPRC1W : 取得公告日 일주일전의 被取得會社의 株價

TPRC1M : 取得公告日 한달전의 被取得會社의 株價

TPRC2M : 取得公告日 두달전의 被取得會社의 株價

TEQUIT : 계산에 사용된 被取得會社의 資本金

COMACQ : 取得된 株式이 被取得會社에서 차지하는 비율(普通株式基準)

TSHOUT : 被取得會社의 최근 12개월동안 현존하는 總 發行株式數(普通株式基準)

위의 標本을 결정함에 있어서 普通株式이 대금결제의 수단으로 사용된 取得去來는 제외하였다.

이는 買入法에 의한 會計處理가 이루어진 取得去來들을 확보하기 위한 것이다. 또한 極端值로 판단되는 경우는 標本에서 제거되었는데, 純資本 1불당 取得 premium이 50보다 크거나 -20보다 작은 경우, 또한 純資本 1불당 營業權 金額이 100보다 큰 경우를 포함한다.

있다.

3. 實證分析結果 : 美國과 獨逸, 美國과 日本

1) 平均值 差異分析

平均值 差異分析의 結果는 〈表 7〉에 보고되었다.

美國과 日本의 比較에서의 分析結果는 日本企業들이 美國企業보다 더 높은 取得 premium을 제공하며 이는 또한 統計的으로도 有意性이 있는 것으로 나타났다. 이는 會計報告上 費用處理 되는 것은 양 國家間에 공통적이지만, 日本의 경우 稅務上 費用處理가 될 수 있다는 差異點이 稅金減少效果와 연결되어 取得 premium을 높게 제공할 수 있다는 가설을 뒷받침하는 결과로 보인다.

〈表 7〉 取得된 純資産에 대한 平均 取得 premium의 比較(美國, 獨逸, 日本의 比較)

取得國家別 비교	N	PREM1D ^a	PREM1W ^a	PREM1M ^a	PREM2M ^a
Japan	40	0.7876	0.7575	0.8498	0.9608
USA	1,056	0.3876	0.4555	0.5135	0.5423
Prob>:T: ^b		0.0276	0.1269	0.1028	0.1016
Germany	15	0.8383	0.8553	0.9827	0.9180
USA	1,056	0.3876	0.4555	0.5135	0.5423
Prob :T: ^b		0.129	0.2024	0.1502	0.3632

註 : a. 取得 premium들은 다음과 같이 계산되었다.

PREM1D = 取得公告日 하루전을 기준으로 계산된 총 取得 premium을 取得된 純資産으로 나눈것

PREM1W = 取得公告日 일주일전을 기준으로 계산된 총 取得 premium을 取得된 純資産으로 나눈것

PREM1M = 取得公告日 한달전을 기준으로 계산된 총 取得 premium을 取得된 純資産으로 나눈것

PREM2M = 取得公告日 두달전을 기준으로 계산된 총 取得 premium을 取得된 純資産으로 나눈것

b. 이곳에서 보고된 P값들은 편차가 같은가를 檢證하는 F test의 결과를 기초로 하여 계산된 값들이다.

〈表 8〉 國家別 回歸分析結果(營業權과 取得 premium의 相關關係)

$$\text{Model : } \text{PREM}_i = a_0 + b_1 \text{GWQ}_i + e_i$$

Panel A : Japanese Acquisitions(N=40)

變 數	PREM1D	PREM1W	PREM1M	PREM2M
R ²	.189	.064	.000	.000
Intercept	0.3506 (2.539)	0.4115 (1.552)	0.6522 (2.159)	0.7457 (3.511)
GWQ	0.2556 (2.273)	0.1989 (1.910)	0.1199 (0.993)	0.1399 (0.657)
Model Specification ^b : Prob>χ ²	.0891	.1019	.1272	.0438

Panel B : German Acquisitions(N=15)

變 數	PREM1D	PREM1W	PREM1M	PREM2M
R ²	.410	.421	.237	.177
Intercept	0.1982 (0.659)	0.2269 (0.772)	0.3823 (0.947)	0.3528 (0.823)
GWQ	0.9031 (3.278)	0.9093 (3.342)	1.0637 (2.314)	0.9001 (2.001)
Model Specification ^b : Prob>χ ²	.4506	.3830	.3495	.4315

註 : PREM = 取得公告日 하루전(PREM1D), 일주일전(PREM1W), 한달전(PREM1M), 그리고 두 달전(PREM2M)을 기준으로 계산된 取得된 純資産에 대한 取得 premium.

GWQ = 위 PREM과 같이 네 시점에서 계산된 純資産에 대한 營業權 金額.

* 이것은 White(1980)의 Model Specification 檢證에 의한 것이다.

美國과 獨逸의 비교 결과, 獨逸企業들에 의한 取得 premium 역시 美國의 것보다 더 높은 것으로 나타남, 이 또한 會計報告 및 稅務處理上的 獨逸의 상대적 유리함에 의하여 取得 premium을 더 높게 제공할 수 있다는 가설을 뒷받침하는 것으로 보인다. 이와 같은 分析의 結果를 토대로 하여, 다음에서 獨逸 및 日本에서 營業權과 取得 premium의 관계, 즉 營業權이 取得 premium을 설명하는 능력이 있는가를 보고자 한다.

2) 回歸分析

각 나라별 回歸分析의 結果는 <表 8>에 보고되었다. <表 8>에서 보는 바와 같이, 獨逸과 日本의 경우도 모두 營業權과 取得 premium간에 높은 相關關係가 나타났는데 이 결과는 위에서 살펴본 英國의 경우와 일관된 결과이다. 특이할 사항은, 獨逸의 경우 日本의 경우보다 營業權變數에 대한 係數가 더 높은 것으로 나타났는데, 이는 獨逸의 경우 會計處理 및 稅務處理上 상대적으로 유리한 입장 때문에 더 높은 取得 premium이 나타나는 것으로 보인다.

3) Matched Pair 分析

이章에서 행해진 matched pair 分析은 標本의 크기가 작다는 점을 고려하여 獨逸과 日本의 경우를 합하여 이루어졌다. 日本에 비해 상대적으로 유리한 獨逸의 會計基準의 영향을 고려하여 다음의 回歸分析模型을 사용하였다.

$$\text{PREMDF}_i = a_0 + b_1 \text{GWDF}_i + b_2 \text{GWCO}_i + b_3 \text{DFCO}_i + e_i \quad (3)$$

위의 식에서 DFCO는 GWCO에 Dummy 變數 D를 곱한 것이며 D는 獨逸企業에 의한 取得去來의 경우 1의 값을 가지며 日本企業에 의한 取得去來의 경우에는 0의 값을 갖는다. 實證分析의 結果는 <表 9>에 보고되었다.

Panel A는 비교목적으로 보고되었는바, 獨逸 및 日本企業에 의한 取得去來 모두 取得 premium의 差異와 營業權의 差異間에 양의 관계가 있는 것으로 나타났다. 이 결과는 앞장에서의 결과와 일관된 것이다. Panel B에서 取得去來 公示日 하루전을 기준으로 측정된 取得 premium의 差異의 경우, 營業權의 會計 및 稅務處理基準의 差異에서 발생하는 상대적인 유리함(GWCO)이 取得 premium과 양의 관계가 있으며 統計적으로도 有意성이 있는 것으로 나타나고 있다. 獨逸의 경우에만 존재하는 稅務處理上的 유리함은 DFCO 變數의 係數가 양의 값을 가지며 統計적으로 有意성이 있는 것에 나타나고 있다고 보아진다. 換率變動으로 인한 영향의 결과는 Panel C에 보고되었다. XRP의 係數는 양의 값을 가지나, 統計적으로는 有意성이 없는 것으로 나타나고 있다. <表 9>에 보고된 實證分析의 結果는 일반적으로 取得 premium이 獨逸과 日本에 존재하는 會計 및 稅務處理基準의 상대적 유리함과 관계가 있는 것으로 해석된다. 獨逸의 경우에는 稅務處理上的 유리함 외에 會計基準上的 유

〈表 9〉 獨逸과 日本의 Matched pair 比較分析(N=55, 15 Germany & 40 Japan)

PANEL A : $PREMDF_i = a_0 + b_1GWDF_i + e_i$

變 數	PREM1D	PREM1W	PREM1M	PREM2M
R ²	.0834	.1004	.0351	.0738
Intercept	0.4576 (2.739)	0.2891 (1.608)	0.3769 (1.888)	0.3912 (1.996)
GWDF	0.1807 (2.432)	0.2166 (2.651)	0.1540 (1.722)	0.2119 (2.303)
Model Specificationb: Prob> χ^2	.9470	.4823	.226	.0963

PANEL B : $PREMDF_i = a_0 + b_1GWDF_i + b_2GWCO_i + b_3DFCO_i + e_i$

變 數	PREM1D	PREM1W	PREM1M	PREM2M
R ²	.2327	.1169	.0139	.0396
Intercept	0.0235 (0.112)	0.0679 (0.282)	0.2974 (1.125)	0.3876 (1.478)
GWDF	0.3333 (3.873)	0.2883 (2.927)	0.1797 (1.600)	0.2107 (1.774)
GWCO	0.2872 (2.112)	0.1447 (0.857)	0.0221 (0.117)	-0.0204 (-0.107)
DFCO	0.5263 (2.211)	0.4091 (1.260)	0.3431 (0.875)	0.1321 (0.329)
Model Specificationb: Prob> χ^2	.9161	.3039	.7794	.3766

PANEL C : $PREMDF_i = a_0 + b_1GWDF_i + b_2GWCO_i + b_3DFCO_i + b_4XRP_i + e_i$

變 數	PREM1D	PREM1W	PREM1M	PREM2M
R ²	.2422	.1223	.0428	.0819
Intercept	-0.0383 (-0.180)	0.0021 (0.009)	0.1815 (0.672)	0.2473 (0.924)
GWDF	0.3298 (3.854)	0.2855 (2.907)	0.1845 (1.667)	0.2224 (1.912)
GWCO	0.2851 (2.109)	0.1456 (0.865)	0.0308 (0.166)	-0.0029 (-0.015)
DFCO	0.5185 (2.191)	0.3974 (1.227)	0.3335 (0.863)	0.1262 (0.321)
XRP	0.7390 (1.280)	0.7586 (1.147)	1.1885 (1.594)	1.3446 (1.831)
Model Specificationb: Prob> χ^2	.7121	.4721	.8325	.5732

註 : 괄호안의 수치는 t 값들임.

PREMDF = 美國과 外國間의 取得 premium의 差異를 나타내며 전술한 마와같이 取得公告日 하 루전, 일주일전, 한달전, 그리고 두달전을 기준으로 하여 계산되었다.

GWDF = 美國과 外國과의 取得된 純資産에 대한 營業權 金額의 差異를 나타낸다.

GWCO = 外國企業이 美國企業에 대하여 갖는 營業權 會計 處理上的 상대적 유리함을 나타내는 變數

XRP = 外國企業에 의한 取得公告日 당시의 외화에 대한 미화를 美國企業에 의한 取得公告日 당시의 外貨에 대한 美貨로 나눈 것에서 1을 차감한 비율임.

換率에 대한 資料는 CITIBASE에서 구하였다.

- DFCO = D*GWCO. D는 獨逸企業에 의한 取得時 1, 日本企業에 의한 取得時 0의 값을 갖는다.
- a. Matching은 다음과 같은 우선순위에 의하여 이루어졌다. : 取得去來 당사간의 산업적인 관계 (SIC Code를 기준으로하였음), 取得去來의 형태, Public Tender Offer의 존재유무, 被取得 會社의 반응태도, 그리고 대금결제수단등.
 - b. 이것은 White(1980)의 Model Specification 檢證研究를 기초로 하였다.

리함이 取得 premium에 追加적으로 영향을 주고 있다는 결과는 특기할 만하다.

獨逸과 日本의 경우에 대한 결과를 요약하자면, 獨逸 및 日本의 取得企業들은 美國의 取得企業들 보다 더 높은 取得 premium을 제공하며, 獨逸企業에 의한 取得 premium은 日本企業의 경우보다 더 높다고 보아진다. 營業權의 償却은 獨逸과 日本에서 모두 費用處理가 되므로 이 결과는 獨逸과 日本의 경우 稅金減免效果를 볼 수 있다는 점에서 일관성이 있으며, 또한 獨逸의 경우 日本과 달리 會計報告上 利益이 감소되지 않는 것과 관련이 있는 것으로 보인다. 그러므로, 위의 결과를 종합하여 볼 때, 각 나라별 取得 premium의 差異는 營業權에 관한 會計 및 稅務處理基準의 差異와 밀접한 관계가 있는 것으로 볼 수 있다.

V. 맺 음 말

本 研究는 國際적으로 존재하는 會計基準의 差異가 企業의 取得시에 어떠한 영향을 미치는가를 分析하였다. 더욱 자세히 설명하면, 國家間的 營業權 會計基準의 差異가 몇몇 外國의 경우에 美國의 경우보다 더욱 유리한 입장을 제공하며 이는 取得 premium의 差異로 나타난다는 가설을 實證分析을 통하여 檢證하였다. 實證分析의 結果, 英國企業에 의한 取得去來의 경우 美國企業에 의한 取得去來의 경우보다 取得 premium의 平均値가 높으며, 英國企業에 의한 取得 premium은 美國企業에 의한 取得 premium 보다 營業權과 더 높은 相關關係가 있고, 그 取得 premium의 差異分은 英國과 美國의 取得企業이 장부상에 計上할 營業權 金額의 差異와 관계가 있는바, 이는 다른 會計基準의 적용으로 인한 상대적인 유리함 때문인 것으로 나타났다. 그러나 이와 같은 결과는, 왜 英國企業이 他企業을 取得할 때 높은 取得 premium을 줌으로써 그들 株主에게 不利益을 초래하는가에 대한 의문점을 제기한다.

本 研究에서는 또한 獨逸과 日本企業에 의한 取得去來를 分析하여 위의 英國의 경우와 같은 방법으로 實證分析을 행하였다. 그 결과로서는, 獨逸과 日本企業에 의한 取得去來의 경우, 美國의 경우보다 더 높은 取得 premium이 제공되며, 獨逸과 日本의 경우, 取得 premium이 營業權과 높은 相關關係를 갖고 있고, 獨逸企業과 日本企業에 의한 더 높은 取得 premium은 營業權의 會計 및 稅務處理基準의 差異로 인한 상대적인 유리함과 관계가

있는 것으로 나타났다. 또한 獨逸의 경우에는 日本에 비해 會計報告上 유리한 입장인데 이는 兩國家間의 取得 premium 差異에 반영되고 있는 것으로 나타났다.

그러나 本 研究의 결과는 研究에 사용된 獨立變數 및 從屬變數의 측정과 관련된 제한점을 갖고 있다. 예를 들어, 取得 premium의 差異를 측정할 때의 가장 이상적인 방법으로 한 取得對象企業을 놓고 경쟁한 英國 및 美國企業들간에 제공된 取得 premium의 差異를 사용하는 것이 바람직하지만, 資料의 不足 등으로 인하여 平均值 差異分析을 해야만 하였다. 또한 營業權의 측정에 있어서도 取得價格과 取得된 純資產의 時價와의 差異만을 고려하여야 하는데, 時價에 대한 資料의 不足으로 인하여 取得價格과 帳簿價額을 대신 사용하였다. 또한 實證分析이 5년간의 기간에만 국한된 것도 하나의 한계점으로 볼 수 있다.

물론 取得 premium을 결정하는데에 경영전략적 요소 등이 영향을 줄 수도 있겠으나, 本 研究에서 보고된 研究結果는 國家間에 존재하는 會計基準의 差異가 經營者의 의사결정에 영향을 준다는 가설을 뒷받침하고 있다.

참 고 문 헌

- Abel, R. 1969. A comparative simulation of German and U.S. accounting principles. *Journal of Accounting Research* 7 (Spring): 1-11.
- Agmon, T. and D.R. Lessard. 1977. Investor Recognition of Corporate International Diversification. *Journal of Finance* (September): 1049-55.
- Amit, R., J. Livnat, and P. Zarowin. 1989. A classification of mergers and acquisitions by motives: Analysis of market responses. *Contemporary Accounting Research* Vol. 6, No. 1(Fall): 143-58.
- An edge to foreign buyers? *Mergers and Acquisitions* 22 (Mar/Apr): 7-8.
- Black, F. 1981. International capital market equilibrium with investment barriers. *Journal of Financial and Quantitative Analysis* (March): 113-26.
- Choi, D.S.F. and C. Lee, 1991. The Competitive Effects of Accounting Diversity on International Mergers and Acquisitions. *Working Paper* New York University
- Davidson, S., and J.M. Kohlmeier. 1966. A measure of the impact of some foreign accounting principles. *Journal of Accounting Research* 4 (Autumn): 183-212.
- Dodd, P. 1980. Merger proposals, management discretion and stockholder wealth. *Journal*

- of Financial Economics*. 8:105-37.
- Doukas, J. and N.G. Travalos. 1988. The effect of corporate multinationalism on shareholders' wealth: Evidence from international acquisitions. *Journal of Finance* (December): 1161-75.
- Fitzgerald, R.D., A.D. Sticker and T.R. Watts. 1979. *International Survey of Accounting Principles and Reporting Practices*. Ontario, Canada: Price Waterhouse International.
- Greenhouse, S. 1989. Europe's Buyout Bulge. *The New York Times* (November 5), D1, D6.
- Grubel, H.G. 1968. Internationally diversified portfolios: Welfare gains and capital flows. *American Economic Review* (December): 1299-1314.
- Hammer, R. 1990. Do accounting rules influence international business combination decisions? Unpublished manuscript presented at the Price Waterhouse Symposium on Accounting and Auditing, August 7.
- Huang, Y.S. and R.A. Walkling. 1987. Target abnormal returns associated with acquisition announcements: Payment, acquisition form, and managerial resistance. *Journal of Financial Economics* 19:329-49.
- Jensen, M.C. 1988, Takeovers: Their Causes and Consequences, *Journal of Economic Perspectives* Vol. 2, No. 1 (Winter) 21-48.
- Jensen, M.C. and R. Ruback, 1983. The market for corporate control: The scientific evidence, *Journal of Financial Economics* 11, 5-50.
- J.P. Morgan. 1989. *World Financial Markets* (various issues).
- Kogut, B. 1983. Foreign direct investment as a sequential process. *The Multinational Corporation in the 1980's*, edited by C. Kindleberger and D. Andretsch. Cambridge, Massachusetts: The MIT Press.
- Lev, B. and J.A. Ohlson. 1982. Market-Based empirical research in accounting: A review, interpretation, and extension. *Journal of Accounting Research*, Supplement: 249-322.
- Montagnon, P. and P. Riddell. 1990. A delicate case of jurisdictions. *Financial Times* (September 20).
- Nobes, C. and R. Parker. 1981. *Comparative International Accounting*. Homewood, Illinois: Richard D. Irwin, Inc.

- Riley, V.J. Jr. 1988. The U.S. on sale. *Chief Executive* 48(Nov/Dec): 46-51.
- Robinson, J.R. and P.B. Shane. 1990. Acquisition Accounting Method and Bid Premia for Target Firms. *The Accounting Review*, Vol. 65, No. 1 (January): 25-48.
- Rutteman, P. 1987. Where has all the goodwill gone? *Accountancy* 100 (August): 32-36.
- Schienman, G. 1988. The effect of accounting differences on cross border comparisons: A global telecommunications equipment study. *International Accounting and Investment Review* (April): 1-14.
- Stulz, R. 1981. On the effects of barriers to international investment. *Journal of Finance* (September): 923-34.
- Tandon, K., C. Hessel and N. Cakici. 1989. International mergers and acquisitions: foreign ownership in the US and effects on shareholder wealth. Unpublished working paper, City University of New York, Baruch College.
- Walkling, R.A. and M.S. Long, 1984, Agency theory, managerial welfare, and takeover bid resistance, *Rand Journal of Economics* 15, 54-68.
- Wansley, J.W., W.R. Lane and H.C. Yang. 1983. Abnormal returns to acquired firms by type of acquisition and method of payment. *Financial Management* (Autumn): 16-22.
- Watts, R.L. and J.L. Zimmerman. 1986. *Positive Accounting Theory*. Prentice Hall, Inc. Englewood Cliffs, New Jersey.
- White, H. 1980. A heteroskedasticity-consistent covariance matrix estimator and a direct test for heteroskedasticity. *Econometrics* (1980): 817-38.