

韓國企業의 合併動機에 관한 實證的 研究 An Empirical Study of Merger Motives in Korea

張 榮 光*

宋 寅 萬**

초 록

본 논문은 우리나라 기업들의 특수한 합병동기를 형성시킨 사회적 경제적 배경과 정책을 평가하고, 두가지 연구방법을 통하여 합병동기를 실증적으로 검증하였다.

우리나라의 합병 매수시장은 그간의 정부주도형의 경제운용정책, 대외지향적 산업화정책, 외형기준의 여신관리제도, 부실기업대책 등에 영향받아 합병 매수가 타율적으로, 구매자시장이로서 비경쟁적으로, 주로 계열기업간에 이루어지면서 성장재원이 부족한 기업들이 금융수혜폭을 늘리고 재무구조 개선의 동기에서 추진되는 면이 많다. 이같은 결과는 설문조사에 의해서도 밝혀지고 있는데, 규모의 경제나 보다 빠른 성장을 추구한다는 동기는 외국과 유사하지만, 외국에서의 합병동기로 부각된 합병을 통한 위험분산동기 보다는 재무구조 개선이나 대외공신력 증대가 주요 합병동기로 제시되고 있다. 합병기업의 재무적 특성변수와 logit모형을 이용한 실증분석 결과에 의하면 성장가능성은 높으나 부채의존도가 높아, 성장재원의 조달에 어려움을 겪은 성장기업이 합병하려는 동기가 높은 것으로 나타나고 있다.

I. 序

企業合併은 합병참여기업(인수기업 및 피인수기업)의 주주, 경영자, 채권자, 거래처, 일반소비자, 그리고 국민경제에 매우 중요한 영향을 미치는 사건이다. 引受企業의 입장

· 本論文은 1988년도 한국학술진흥재단의 자유공모과제 학술연구 조성비에 의해 연구되었음.

* 成均館大學校 經營學科 教授

** 成均館大學校 會計學科 副教授

에서 기업합병은 주요한 외적 성장전략에 속할 뿐 아니라, 기업의 미래 영업성격과 경영 성과에 변화를 가져오는 중요한 투자결정의 하나이다. 또한 합병에 필요한 자금조달 방법 여하에 따라 기업의 수익성 및 위험구조에 큰 변화를 초래할 수 있다. 주주의 입장에서 보면 기업결합이 이루어지는 방법과 조건에 따라 영업효율성이 달라지고 결과적으로는 주주의 富가 영향받게 되며, 소유지분의 변화를 통하여 기업지배의 수단이 되기도 한다. 한편 國民經濟的 차원에서 보면 기업합병은 투자자본의 생산성을 제고시켜 주며 조직을 재정비하고 비능률적인 경영진이 교체되는 기회도 되기 때문에 국민경제의 효율성을 높힐 수 있다는 肯定的인 측면을 가진다. 그러나 경쟁업체와 수평적 합병이 이루어져 시장지배력이 강화되거나 경제적 집중이 이루어지면 국민경제의 차원에서 자원의 효율적 배분을 그르치게 하는 否定的 측면 또한 클 수 있다.

기업합병은 이처럼 기업경영은 물론 금융 및 자본시장, 산업구조에 큰 영향을 미치는 데 기업합병에 관한 가장 根本的인 論點은 기업경영과 국민경제적 관점에서 바람직한가의 여부이다. 즉 “기업이 개별적으로 존재할 때보다 합병이 이루어지면 기업경영의 효율성이 제고되고 자원배분의 효율성이 높아지는가, 아니면 기업합병은 시장지배력 확대와 경제력집중을 초래하는 등 사회경제적 폐해를 가져오기 때문에 규제되어야 하는가?”라는 두 가지 상반되는 논점이라고 할 수 있다.

그간 이루어졌던 기업합병의 원인과 결과에 대한 많은 연구도 두 방향으로 대별할 수 있다. 하나는 주로 産業組織學者에 의해서 이루어진 것으로서 합병기업의 수익성을 事後的으로 分析할 때 합병기업의 수익성은 개선되지 않고, 오히려 시장경쟁을 제한하는 면이 있으므로 기업합병행위는 규제되어야 한다는 입장이다.

다른 입장은 주로 企業財務學者에 의해서 주장되고 있는 것으로서, 事前的 주가반응 자료에 근거할 때 기업합병은 제반 시너지 효과로 인하여 피인수기업은 상당한 正의 합병이득을 누리고 인수기업도 손실을 보지 않게 되어, 기업합병은 효율성증가에 기여한다는 주장이다¹⁾.

기업합병에 대한 규제의 논의는 근래 미국, 영국, 일본 등을 중심으로 기업합병, 매수

1) 우리나라에 있어서 합병이득이 效率性 增加에 기인하는지 아니면 市場支配力 增大에 기인하는지에 대한 실증적 연구에 대해서는, 張榮光, “合併利得의 源泉에 관한 實證的 研究,” 중권학회지, 제9집, 1987, pp. 65-92 參照.

의 건수가 크게 증가하고 대형화 국제화되는 추세와 함께 재연되고 있다. 선진국에서의 제반 경제규제의 완화정책, 합병 매수중개기관의 발달, 차입자금에 의한 기업매수(LBO:leveraged buyout)등 매수기법 다양화 등이 그 배경이 되고 있는데, 근래에 있었던 합병 매수활동의 결과 매수자금 차입에 따른 기업재무구조의 악화, 실물투자경시풍조 등의 폐단이 지적되면서, 합병 매수의 동기가 경제에 미치는 부정적 영향에 대한 비판이 높아지고 있다.

이같이 상반되는 주장은 합병성과에 대한 분석에 근거하여 제기되고 있는데, 기업합병이 資源의 效率的 配分機構로서의 제기능을 다하고 있는지는 합병동기에 대한 연구에 의해서 보완될 필요가 있다. 공공정책의 관점에서 볼 때 합병활동을 예상하고, 합병활동이 공공분야와 개별기업에 미치는 영향을 평가하기 위해서는 기업합병이 어떤 상황에서 어떤 목적을 가지고 왜 일어나는지 合併動機에 대한 實證的 研究가 필요하기 때문이다.

企業合併의 動機에 관한 理論은 그간 여러 학자에 의해서 다양하게 전개되어 왔는데, 일반적으로 영업효율성 증대, 환경변화에 대한 전략적 대응, 시장지배력 증대, 위험분산이나 재무시너지 증대, 節稅등의 동기가 제시되어 왔다.

그러나 합병동기는 조직목표를 달성하고 효율적 경영을 추진하는 주체로서의 기업의 內的 動機만 보아서는 한계가 있다. 그와 같은 동기가 형성된 社會 經濟的 環境에 대한 고려가 필요하다. 우리나라 기업인수시장은 외국과는 다른 사회 경제적 배경하에서 고유한 특성을 형성해 왔으므로 우리나라 기업들의 합병동기도 외국과는 다른 면을 보일 것으로 예상할 수 있다. [장에서 상술하겠지만 우리나라에서의 합병 매수행위는 시장의 불완전성, 소유와 경영의 미분리, 기업성장에 필요한 자원조달 창구의 미비, 정부주도형의 제반 경제정책으로 인하여 많은 경우 타율적으로 이루어져 왔다는 점, 계열기업간의 합병 매수가 주를 이룬다는 점, 피인수기업보다는 인수기업이 협상을 주도하는 구매자시장이고 인수를 위한 경쟁이 거의 이루어지고 있지 않다는 점, 相互株保有방법이라는 가공적 확장수단이 많이 이용되어 온 점, 부실기업을 구제하거나 재무구조 개선을 위한 합병 매수가 많은 점 등 여러가지 특성을 지닌다. 이같은 특성을 지니게 된 것은 정부의 제반정책과 연관되는 바 크다. 그간의 대기업 중심의 수출주도형 경제체제의 운용, 중소기업정책, 중화학공업 육성정책, 효과적인 주식분산과 자원조달을 유도하지 못한 자본시장정책, 외형위주의 금융지원의 할당 등 왜곡된 금융정책 그리고 부실기업대

책 등에 연유되고 있다.

이같은 그간의 주요 정책과 제도적 특징은 우리나라 기업들이 합병을 추진하는 동기에 여러가지 방면으로 영향을 주었기 때문에 합병 매수관련정책의 재검토를 요하는 부분이 적지 않다고 본다.

본 研究의 目的은 이같은 문제의식에서 기업합병이 본래의 자원의 효율적 배분기구로서의 제기능을 다하는지를 평가하기 위해서 한국기업의 합병동기 형성의 정책적 배경을 고찰하고 합병동기를 실증 분석하는데 있다.

이를 위해서 본 논문에서는 먼저 II장에서 우리나라 기업들의 합병동기와 기업합병 매수시장의 특성을 형성한 외적 환경과 그간의 주요 정책을 연관시켜 분석한다. III과 IV장에서는 합병동기에 대한 실증분석의 연구결과를 제시할 것인데, III장에서는 우리나라 합병기업의 합병동기에 대한 說問調査의 내용과 결과를 분석한다. IV장에서는 logit 분석을 통하여 비합병기업과 차이나는 합병기업의 財務的 特性變數(determinants)를 밝힘으로써 합병동기를 검증하고자 한다. V장에서는 결론적으로 본 연구가 지니는 정책적 시사점을 논의한다.

II. 合併動機論

기업합병이 이루어지는 동기에 대해서는 여러가지 이론이 제시되어 왔다. 기존 문헌에서 다루고 있는 보편적인 合併動機理論의 하나는 企業價值極大化 동기와 企業規模極大化 동기로 구분하는 것이다. 전자는 다른 재무의사결정처럼 기업합병으로 인하여 주주의 부가 극대화 될 수 있기 때문에 추진된다는 설명이고, 후자는 주주의 부모다는 경영자가 자신의 이해관계 때문에 기업규모를 극대화시키기 위해서 기업합병이 이루어진다는 주장이다. 후자의 설명은 한국기업의 소유구조나 대리인문제의 해결가능성을 고려할 때 적절한 설명이라고 보기 어렵다. 반면 전자인 기업가치극대화동기는 타당한 주장이긴 하지만 지나치게 일반화된 개념이어서 특별한 정책적 시사점을 지니지 못한다는 문제점을 지닌다.

합병을 통한 기업가치 증가의 가능성은 영업시너지, 시장지배력 증대, 경영전략적 효과 등 여러가지 원천이 있을 수 있기 때문에 보다 구체화된 동기론이 제시될 필요가 있다. 또한 기업합병동기는 수평적 합병, 수직적 합병, 다각적 합병 등 합병형태에 따라

다르게 나타날 수 있고, 또한 경제환경 변화에 따라 다른 동기를 가지고 추진될 수 있다. 각국마다 합병활동에 영향을 미치는 경제정책이나 정부규제, 기업문화 등이 크게 상이할 것이므로 나라마다 특수한 합병동기가 작용할 수 있다.

2.1 韓國의 合併.買受市場의 特性和 政策的 背景

우리나라의 기업합병 매수시장은 그간의 경제정책적 배경때문에 외국과는 다른 동기를 가지고 추진되는 특성을 지니고 있다고 할 수 있다. 따라서 특수한 합병동기가 작용하고 있을 것으로 추측할 수 있는데 이하에서는 그간의 經濟政策的 背景과 관련하여 우리나라 기업합병 매수시장의 특성을 평가하고, 우리나라에서의 合併動機의 特殊性을 논의하기로 한다.

2.1.1 合併 買受의 他律性

서구에서의 기업합병 매수는 기업 스스로 여러가지 형태의 효율성을 추구하는 동기에서 비교적 자율적으로 추진되고 있다. 그러나 우리나라에서는 기업 스스로의 능동적이고 자율적인 합병 매수보다는 상대적으로 정부의 인수 권유정책에 의해서 타율적으로 이루어지는 경우가 많았다. 그간 政府主導型的 經濟體制運用의 결과 다른 분야와 마찬가지로 기업합병과 관련된 자산거래시장, 자본시장, 금융시장 부문에 대해서도 정부는 다각적으로 그리고 뿌리깊게 개입하여 왔다. 자원이 부족하고 자본축적이 적으며 자본동원기구가 미발달된 상황에서 고도성장을 추진하기 위해서 정부는 對外指向的 産業化 政策을 취하였는데 이는 국제경쟁력 강화를 위한 규모의 경제 실현을 전제한 것이어서 경영단위의 대형화를 필요로 하는 것이었다. 경영단위의 대형화는 비교적 근대적 경영활동에 필요한 경영자원을 갖춘 대기업에 제반 특혜를 주면서 대기업의 확장정책을 권장 혹은 방치함으로써 이루어졌다. 또한 정부주도의 산업구조 고도화 정책을 추진하면서 발생한 중화학공업 분야에 있어서 과잉 중복투자, 산업합리화 정책의 일환으로 경제적 비중이 큰 부실기업의 정리과정에서 경영능력이 뛰어난 재벌기업에게 인수를 권유해온 정책 등이 이 사실을 뒷받침하고 있다.

이같은 정부의 정책적 지원을 받으면서 대기업 스스로는 기존 기업의 인수를 통하여

기업확장의 경영전략을 피하였다. 그간 우리나라의 경제환경은 내적 개발에 의한 기업 성장 전략보다도 기업인수에 의한 외적 성장전략이 나름대로의 경제적 타당성을 지녔기 때문이다. 즉 경영부실의 기업을 헐값에 인수할 수 있는 여건, 그리고 경제성장율이 높은 경제에서는 “시간을 사는 것”과 같은 기업인수가 기회비용 면에서 내적 개발보다 저렴하기 때문이다.

2.1.2 系列企業間の 合併 買受

한국에서의 합병 매수는 당사자 기업들이 사전에 下請企業의 관계이거나 系列企業의 관계에서 이루어지는 것이 적지않은 비중을 차지한다는 특징을 지닌다. <표1>에서 보는 것처럼 1981.4—1983.12사이의 기업결합 646건 중에서 계열관계에 있던 회사간에 이루어진 것이 69.8%(451건)이었고, 새로운 결합관계를 형성한 것은 30.2%(195건)에 불과하였다. '84년부터는 계열기업간 결합의 비중이 줄어드는 추세에 있지만, 다른나라에 비하여 계열기업간의 결합이 큰 비중을 차지한다는 특징을 보이고 있다.²⁾

계열기업간의 합병은 이들 既存關係會社가 경영부실에 직면했을 때 이를 구제 지원하기 위하여 기업합병을 시도하거나 그룹차원의 組織 再整備, 財務構造 改善의 동기에 의해서 추진되는 면이 많다.

<표 1> 企業結合申告現況

	'81	'82	'83	'84	'85	'86	'87	'88	계
비계열기업간 결합	35	88	72	144	81	106	134	138	798
계열기업간 결합(A)	113	200	138	87	92	98	82	45	855
총 계 (B)	148	288	210	231	173	204	216	183	1,653
(A) / (B)	76.4	69.4	65.7	37.7	53.2	48.0	38.0	24.6	51.7

자료 : 경제기획원. 공정거래실

2) <표 1>의 통계는 기업합병 뿐만 아니라 주식취득, 임원겸임, 영업양수 등의 결합수단도 포함되어 있다. 1981—1988년 동안 기업합병이 기업결합 중에서 차지하고 있는 비중은 8—23% 수준이다. 본 연구 III 장에 제시되어 있는 설문조사에서는 43개사 중 37개사(86%)가 계열기업간의 합병이다.

2.1.3 合併買受市場의 非競爭性

대기업위주의 불균형적 성장정책의 결과, 우리나라의 합병 매수시장은 購買者市場 (buyer's market)이라는 특성이 형성되었다. 한국에서 기업인수가 이루어지는 동기는 정부의 기업인수 권유, 경영부실에 직면한 하청기업이나 계열기업에 대한 계열화 혹은 지원이 주를 이루는 데, 이러한 상황에서는 주로 대기업인 인수기업이 인수과정에서 주도권을 갖게 된다. 피인수기업은 기업정리가 시급하고 장외시장의 이용이 거의 불가능하므로, 인수가격과 제조건의 결정이 인수기업 구매자에게 유리하게 진행될 수 밖에 없다.

資本市場政策이 효과적으로 수행되지 못한 결과 주식분산이 잘되어 있지 않은 점 또한 대주주의 주식소유비율을 높혀 이 시장을 非競爭的으로 만든 한 원인이 되고 있다. 이는 기업인수로 인한 초과수익이 존재할 경우 초과수익의 대부분이 인수기업에 돌아감을 뜻한다. 기업결합의 이득이 인수기업과 피인수기업간에 공유되는 것이 바람직한 방향이나 우리나라의 경우는 그렇지 못한 구조적인 문제점을 지니고 있다.³⁾ 기업인수시장의 경쟁이 치열하고 販賣者市場(seller's market)인 미국의 기업인수시장의 경우, 기업결합이득의 대부분이 피인수기업에게 돌아가고 있는 것과는 매우 대조적인 것이다.

기업인수시장이 경쟁적이지 못하고 구매자 위주인 사실은 주식취득에 있어 미국과 같은 公開買受(tend offer)의 방법을 전혀 사용하지 않는 결과를 가져오고 있다. 공개매수의 방법이 이용되지 않는 또 다른 이유는 소유와 경영이 미분리되고 주식분산이 널리 되어 있지 않은 점과 경영부실의 비상장기업을 아주 유리한 가격조건으로 인수할 수 있기 때문이다. 또한 시장에서 타기업을 공개적으로 찬탈하는 것과 같은 공개매수제가 한국기업윤리에는 아직 익숙하지 못하기 때문이다.

2.1.4 成長財源調達の 制約과 財務構造改善 動機

주식시장의 미발달로 成長財源의 調達을 간접금융에 크게 의존하였던 우리나라 기업

3) 林雄基(1988)에 의하면 우리나라 상장기업들의 평균 大株主 1人持分率は 35.62%이고 정황에 비추어 대주주 1인지분율로서 간주할 수 있는 부분까지를 포함하면 42.58%에 이른다.

은 부채의존도가 높을 수 밖에 없는데, 악화된 재무구조를 개선시키려는 동기에서 계열 기업간에 합병이 추진되는 일면이 높다. 또한 대외 공신력의 평가나 금융기관의 여신 결정, 건설도금액 결정이 자본금 등 외형 기준으로 이루어지는 제도적 문제점 때문에, 성장재원이 부족한 기업들이 借入能力 増大의 동기에서 합병을 추진하는 예가 적지 않았다.

재무구조 개선이 주요 합병동기로 작용하는 것은 그간의 정부의 金融政策은 물론 不實企業 對策과도 깊은 연관이 있다. 정부는 그간의 경제성장을 추구하면서 목표달성의 수단으로서 금융수단을 주로 이용하였다. 즉 정부는 어떤 산업을 얼마만큼 어떤 기업으로 하여금 투자하도록 할 것인가를 결정하면서 그 투자배분 목적달성을 위하여 특혜금융 등의 금융자원의 할당방법을 사용하였다. 이같은 정부주도적이고 특혜지원적인 제반 정부시책은 결국 무도한 과잉투자를 가져오고 불황기에 부실기업을 속출케하는 요인으로 작용하였다.

1972년 8.3 조치로 매듭지어졌던 1970년대초의 부실기업문제는 외자도입과 통화증발을 기축으로 하는 1960년대의 인플레이션 확대시책이 가져온 기업의 과잉투자가 기업재무구조의 부실을 초래하여 발생한 것이다. 1980년을 전후로 한 중화학공업 부문의 투자조정은 제2의 오일쇼크 후 중화학공업 부문의 과잉투자 때문에 이루어진 것이었다. 1984년부터 시작된 부실기업문제는 과거 불황시에 과잉투자를 하였던 일부 해외건설업체와 해운업 그리고 무역업체 등을 중심으로 일어나고 있다.

이러한 부실기업에 대한 정부의 대책은 이들 기업의 도산이 국민경제에 미치는 영향과 대외신용도 그리고 은행의 채권보전을 중시하여 상대적으로 경제력이 강한 기업에게 부실기업을 인수토록 종용하는 방식을 사용해왔다. 예를 들면 해외건설업체의 경우는 주거래은행을 통해서 인수기업을 건설하다고 인정되는 기업에게 일정기간의 위탁 경영기간을 거쳐 중국에는 인수시키는 방안을 채택하고 있다. 인수기업에 대해서는 종자돈(seed money)의 제공, 부실기업의 채무에 대한 원리금 상환유예, 비은행차입금의 은행자금 대환 등의 금융지원조치를 약속하고 있다.

이같은 금융지원을 수반한 부실기업대책은 은행의 부실화를 촉진하게 되었다는 점에서 또 다른 문제점을 야기시키고 있다. 은행의 부실화를 시정하기 위하여 정부는 산업합리화 촉진이라는 명분하에 한국은행의 특별융자규정과 조감법을 개정하고 1986년 2월에는 산업합리화 기준을 마련한 바 있다. 은행부실채권의 원활한 정리를 위해 취해진

이 산업합리화 지원정책은 모두 부실기업정리로 이어지는 것으로서 정리과정에서 타율적 기업합병이나 기업인수를 유도하면서 조세지원을 해주는 것이다.

이러한 기업정리 과정은 비경쟁적이고 인수기업 구매자 중심일 수 밖에 없으므로, 인수기업은 금융과 조세면의 혜택 이외에도 정리기업(피인수기업)을 싼 헐값에 인수할 수 있는 이득을 누려온 것이 사실이다. 또한 공금리 혹은 특혜금리수준이 실제금리보다 훨씬 낮은 경제환경에서 저렴한 금리로 특혜금융을 받은 인수기업은 이른바 “인플레이”이득을 얻을 뿐만 아니라 그 채무액이 경감되는 효과를 누리고 이를 기업확장에 필요한 재원조달에 이용하고 있는 것이다.

결국 정부의 금융, 조세 특혜를 수반하는 不實企業對策이나 產業合理化政策도 한국에서 기업인수를 촉진시킨 요인이 되었고 기업인수가 受動的이고 他律的으로 이루어지면서 財務構造改善이 주된 합병동기로 작용한 일면이 크다.

우리나라 기업들이 성장전략의 일환으로 합병을 선호하지만 재원조달의 어려움이 있어서 기업결합의 수단으로서 相互株保有方法의 주식취득을 많이 이용한 것도 특징적인 사실이다⁴⁾. 즉 대중자본의 취약으로 인한 자본조달의 한계를 극복하는 한 방법으로 기업상호간 출자, 상호주보유방식이 큰 비중을 차지하게 되어 결국 架空的 확장수단으로 이용되게 된 것이다.

2.2 合併의 內的 動機

企業合併의 動機는 앞에서 논의한 것처럼 外的 經濟狀況에 의해서도 달라지지만 일정한 여건하에서는 기업가치극대화를 추구하는 경제주체로서 기업은, 합병이 經濟的 妥當성을 지닐 때 기업합병을 추진한다. 즉 기업합병은 투자결정의 하나로서 正(+)의 純現在價值(NPV)가 기대될 때 경제적 타당성을 지닌다. 합병으로 기대되는 미래순현금흐름을 적절한 할인율로 할인한 현재가치와 합병비용의 차가 正이 되는 방향으로 영향을 미치는 요인이 있으면 합병을 추진하는 유인을 갖게 되는 것이다. 따라서 합병으로 인하여 달라지는 현금흐름 즉 매출액, 비용, 세금, 투자소요액에 영향을 주는 純效果가

4) 우리나라에서 주식취득의 성과에 관해서는, 張榮光, “株式取得에 의한 企業結合과 株主의 富,” 한국경제, 제13권, 成大 韓國産業研究所, 1985. 8.

긍정적인 것으로 기대일때 추진되는 동기를 갖게 되는데, <표 2>은 이를 정리한 것이다.⁵⁾

<표 2> 企業合併의 內的 動機

	<動 機>	<기대되는 현금흐름효과>
영업시너지	<ul style="list-style-type: none"> · 영업통합으로 인한 규모의 경제 · 투자소요액 절감 · 경영능률의 차이 	비용·매출 투자액 매출·비용
환경변화에 따른 경영전략적 대응	<ul style="list-style-type: none"> · 보다빠른 성장전략 · 제품포트폴리오의 재구성 · 자원의 보완적 이용(요소시장의 균형 추구) 	매출 매출 비용
과소평가	<ul style="list-style-type: none"> · 내적 개발보다도 유리한 투자기회 (저렴한 확장방법) 	투자액
재무시너지	<ul style="list-style-type: none"> · 재무적 규모의 경제(자본조달비용 절감) · 위험분산 · 차입능력 증대 · 세계상의 혜택 	비용 할인율 할인율
시장지배력 능력	<ul style="list-style-type: none"> · 재무구조개선(대외공신력 증대, 위험공부담) · 경쟁제한, 시장에서의 지배력 증대 	세금 할인율 매출

기업합병은 兩社의 생산, 판매, 일반경영관리 부문이 통합되면서 발생할 수 있는 영업시너지(operating synergy)효과를 기대하면서 추진되는 경우가 많다. 우리나라 기업 특히 화학, 철강, 자동차산업 등의 생산규모가 최적규모 이하에 있다고 가정할 때 합병으로 인하여 대형화가 이루어진다면 비용절감 등의 營業效率性의 증가를 적지않게 기대할 수 있을 것이다.

기업의 환경변화에 대한 經營戰略的 對應과 조직재정비는 내적 개발에 의해서도 가능하지만, 기존의 타기업을 인수하는 합병전략이 더 유리할 수 있다. 특히 그간의 우리 경제처럼 경제성장율이 높고 시장확대가 빠른 상황에서는 시간이 많이 소요되는 내적 개발의 기회비용이 매우 크고 익숙치 않은 사업에 착수하여 겪는 시행착오와 위험의 가능성이 크므로 조기진입이 가능한 외적성장전략인 합병이 선호되는 면이 강하다고 볼 수 있다. 특히 우리나라의 재벌그룹들은 새로운 환경변화에 대비하여 합병방법을 통하

5) 기업합병의 상세한 일반적 동기론에 대해서는, P.Steiner, Mergers: Motives, Effects, Policies, Ann Arbor, Univ. of Michigan Press, 1975 등을 참조하기 바람. 여기서는 우리나라의 경제실상과 관련하여 강조할 내용만을 중심으로 서술한다.

여 보다 빠른 성장을 확보하고 제품다양화와 시장다변화 그리고 사업영역의 확대를 추구하므로써 미래의 성장기회로 삼는 예가 적지 않다. 또한 기업합병은 성장에 필요한 제자원이 균형적으로 갖추어져 있지 않은 경우, 확보하지 못한 생산요소를 획득하는 기회로 삼든다든지, 서로의 단점을 보완하고 장점을 살리는 상호보완적 동기에 의해서 추진되기도 한다.

기업합병은 過小評價된 자산의 취득을 가능케 한다는 점에서 추진되기도 한다. 그간 한국에서의 합병대상기업은 비상장기업이 주를 이루고 이들이 경영애로에 봉착하거나 부실기업을 구제하는 방법으로 인수하는 경우가 많았으므로 어느 기업보다 상대기업의 자산이 과소평가된 것을 잘 알고 있을 가능성이 있다.⁶⁾

기업합병은 財務시너지(financial synergy)효과를 추구하여 추진될 수 있다. 합병으로 인하여 대규모자금거래에 따른 단위당 資本費用이 減少될 수 있고, 합병으로 인한 기업 규모확대는 신용도와 對外公信力 上昇效果를 가져와 차입금비용을 저렴하게 하는 財務上의 規模經濟의 효과가 나타날 수도 있다. 특히 앞의 2.1절에서 지적한 것처럼 한국 금융기관의 여신관리제도 운용이나 정책결정에 있어서 자본금 등 외형 기준으로 신용도가 평가되는 경향이 있으므로, 자본조달에 어려움을 겪는 기업으로서는 이같은 借入能力 增大의 동기에서 합병이 검토될 수 있다. 그간에 있었던 종합상사와 건설업체와의 합병은 기업규모대형화를 통한 대외공신력 증대가 주된 합병동기이었다고 할 수 있다.

기업합병을 통하여 기업규모가 대형화되면 기업자원사용의 집중적 능력이 커질 수 있으므로 市場支配力 增加와 競爭制限의 목적으로 기업합병이 이루어질 수도 있다. 그러나 현행 우리나라 “독점규제와 공정거래와 관한 법률(公正去來法)”에서는 이와 같은 경쟁제한적인 기업합병을 금하고 있고, 더우기 합병 결과 이러한 가능성이 높은 경우에는 경제기획원 공정거래실에서의 사전합병승인과정에서 규제를 받게 된다. 다만 산업합리화나 국제경쟁력 강화를 위해서는 예외가 인정되고 있으므로 시장지배력 증대의 동기가 전혀 없다고 볼 수는 없을 것이다.

6) 司空臺(1980)은 신설된지 2-3년된 기업의 도산가능성이 제일 많다는 결과와 기존기업의 확장속도가 신설기업보다도 빠른 점을 들어 내적 개발의 불리성을 논증하고 있다.

Ⅲ. 合併動機에 관한 說問調查

본 연구에서는 企業合併의 動機를 實證的으로 分析하기 위하여 두가지 연구방법을 이용하였다. 먼저 전초적인 연구로서 설문서를 통하여 합병기업의 합병담당자가 인지하는 기업합병의 동기를 조사하였는데, 이 조사결과는 본 Ⅲ장에 소개되어 있다. Ⅳ장에서는 설문조사에 근거하여 합병기업과 비합병기업과의 차이를 나타내는 재무적 특성을 밝힘으로써 주요 합병동기에 대한 검증을 시도하였다.

설문서를 이용한 방법은 일종의 探查研究로서 어떤 이론을 검증하거나 확인한다기보다는 후속연구에 기초자료를 제공하려는 데 목적을 두고 주로 사실의 발견이나 가설의 도출에 이용되고 있다.

탐사연구방법으로서의 설문서 연구는 적은 비용으로 상대적으로 많은 표본을 대상으로 할 수 있다는 長點이 있다. 또한 응답자들로부터 면담 등과 같은 다른 탐사연구보다 솔직한 응답을 도출해 낼 수 있고, 설문서 내용이 통일되어 있기 때문에 연구결과에 대한 신뢰성이 높아질 수 있다.

반면에 설문서에 의한 연구는 몇 가지 限界點을 내포하고 있다. 첫째로 설문서에 대한 응답율이 낮아 무응답으로 인한 偏倚가 발생할 우려가 있다. 둘째로 설문응답자 각자의 개인적인 배경에 따라 설문 내용을 상이하게 받아들일 수 있기 때문에 설문서 내용이 기대했던 만큼의 일관성이 없을 수 있다.

본 연구에서는 이러한 한계점을 최대한으로 극복하고자 설문서 내용 및 문구의 선정, 그리고 응답자의 선정 및 응답결과의 회수 등에 세심한 배려를 하였다.

3.1 說問書 作成

본 연구에서 사용된 설문서는 6부로 나누어져 있는데, 전체적으로 다른 기업과 합병하게 된 동기를 알아낼 수 있도록 구성된 부분이 주를 이루고 기업합병과 관련된 주요 사항을 알아볼 수 있는 항목도 추가되어 있다.

설문서의 제1부는 합병을 할 때 一般的으로 발생할 수 있는 狀況인 경쟁정도, 피합병 회사의 의견이 반영된 정도, 그리고 합병에 따른 어려운 점 등을 알아보는 설문항목으로 구성되었다.

제2부는 合併原因이 되는 주요 項目들이 열거되어 있다. 이 중에서 8번 항목을 제외한 15번까지 처음 14개 항목은 Baker, Miller와 Ramsperger(1981)의 연구에서 이용된 설문항목이다. 제2부를 Baker 등(1981)의 연구에서 이용된 항목으로 구성한 이유는 Ⅱ장에서 논의한 합병동기를 대부분 포함하고 있고 우리나라 기업합병의 동기를 외국의 것과 간접적으로 비교할 수 있도록 하기 위해서이다. 추가적으로 Baker 등(1981)의 연구에서는 빠져있지만 우리나라의 경우 주요 항목이 되리라고 예상되는 3개의 설문항목으로 8)재무구조 개선, 16)차입능력 증대와 17)자본조달 비용절감을 포함시켰다.

제3부는 우리나라 합병기업이 대부분 계열기업간에 이루어지고 있음을 감안하여 系列企業間 合併에 특이한 기업합병의 動機가 있는지 여부를 알아보려고 하는데 있다. 그러나 설문대상 기업이 대부분 계열기업간의 합병일 경우 제2부와 제3부는 그 응답에서 큰 차이가 없을 것으로 예상된다.

제2부와 제3부에서는 주요항목이 순서대로 배치되거나 한 곳으로 집중되는 것을 방지하기 위하여 모든 항목을 혼합하여 배열시켰다. 특히 본 설문서에서 확인할 수 없는 다른 주요 합병동기가 있을 가능성을 배제할 수 없기 때문에 각 부의 끝에 다른 요인을 추가적으로 응답할 수 있도록 허용하고 있다. 이는 응답을 개방시켜 설문에 대한 柔軟性을 부여함으로써 실제의 동기를 보다 적정하게 추정하고자 하는데 그 목적이 있다. 이로 인하여 응답자의 설문에 대한 이해정도, 설문이 응답자에게 의도대로 명확하게 인지되었는지 여부 등을 밝히는데 도움이 될 것으로 생각된다. 2부와 3부는 Baker 등(1981)의 경우와 같이 응답스케일을 5등급(전혀 고려 안됨, 약간 고려 대상, 그런대로 중요, 상당히 중요, 대단히 중요)으로 구분하였다.

제4부는 기업합병의 財務, 會計的 側面에 관련되는 설문항목으로 구성되어 있다. 합병회계처리상의 문제점, 합병의 자율성 여부, 합병으로 인한 이익분배여부, 합병재원의 확보 등에 관한 설문항목이 포함되어 있고 추가적으로 합병에 관련된 제도상의 문제점을 명시하도록 요구하고 있다.

제5부는 제2부와 제3부에서 응답된 기업합병동기를 재확인하는 내용으로 구성되어 있다. 설문조사에 솔직하지 않을 가능성을 줄이기 위해서 주요 합병동기를 나열하고 가장 중요하다고 여기는 것 3개를 선택하도록 하였다. 제2부와 제3부와 마찬가지로 응답을 개방시킴으로써 설문응답에 대해 유연성을 부여하고자 하였다. 또한 설문대상기업의 합병동기 뿐만 아니라 다른 기업이 합병하게 된 주요 동기에 대해서도 응답하도록 하였다.

마지막으로 설문서의 제6부에는 응답자의 신상에 관한 질문(근무연한, 담당업무 및 직위)이 포함되어 있으며 응답자들이 본 연구에 대해 추가적으로 제안할 수 있는 여백이 마련되어 있다.

설문서가 작성된 후 2회에 걸친 事前檢證(성균관대학교 경영학과 및 회계학과 대학원 학생)를 거친 다음 내용이 불분명한 것은 수정하고 몇 가지 사항들을 추가로 고려하여 설문서를 최종적으로 확정시켰다.

3.2 標本의 選定 및 應答者의 特性

본 연구에서 설문서 발송대상으로 한 기업은 경제기획원 공정거래실의 자료를 토대로 하여 1984년부터 1988년까지 5년간 합병한 기업을 대상으로 하였다. 두 번 이상 합병한 기업은 그 중에서 최근 것을 대상으로 선정한 결과 106개의 標本을 說問書 對象企業으로 설정하였다.

說問書 回收現況이 <표 3>에 나타나 있다. 총 106건의 설문서 발송 중에서 44개 기업으로부터 설문서를 회수할 수 있었기 때문에 回收率은 약 41.5%로서 상당히 높은 편이다⁷⁾. 응답한 기업과 응답하지 않은 기업간에 기업특성상 차이가 있는 지 여부는 본 연구의 IV장에서 구체적으로 검증될 것이다. 응답기업 중 37개 기업이 系列企業間 合併으로서 대부분의 합병이 계열간에 이루어지고 있음을 볼 수 있다.

<표 3>의 제2부에서 보듯이 총 응답기업 44개 기업 중에서 10일 이내에 설문서에 응답한 기업은 34개 기업(77%)이고, 나머지 10개 기업은 15일 이후에 설문에 응답한 것으로 나타났다⁸⁾. 15일 이후에 응답한 10개 기업 중에서 5개 기업은 2번의 전화통화 후

7) 설문서 회수율은 전화통화를 한 경우에는 42.2%이고 전화통화를 하지 않은 경우에는 39.1%이었기 때문에 두 경우간에 차이가 없었다. 따라서 통화여부와 응답여부는 상관이 없는 것으로 볼 수 있다. 다만 전화통화없이 응답한 기업은 9개 기업이었는데, 이 중 5개 기업이 15일 이후에나 응답하고 있어 전화통화가 없으면 응답기간이 상당히 늦어지고 있음을 볼 수 있다.

8) 빠른 응답과 늦은 응답이 응답결과에 미치는 영향을 분석한 결과 일반사항(설문서의 제1부 및 제4부)이 몇 항목에서 차이가 있는 것으로 밝혀졌다. 그러나 본 설문서 주요 내용인 제2부 및 제3부에서 두 집단간의 차이 <signed rank sum test에 의거>가 발견되지 않았다. 따라서 본 연구의 결과보고서에 서는 이 두 집단을 구분하여 설명하지 않을 것이다.

응답한 기업이다. 따라서 응답 용의가 있는 기업은 대부분 단시일 내에 설문서를 회수하고 있음을 볼 수 있다. 회수된 설문 중에서 한 기업은 응답이 불충분하여 응답 결과의 분석에서는 제외되었다.

〈표 3〉 設問紙 回收現況

제1부 : 응답현황						
설문지 발송건수	응답건수(%)	응답자 현황				
		계열간 합병	비계열 합병	기 타		
		37	6	1		
106	44(41.5%)					

제2부 : 설문지 회수 소요일수						
소요일	0-5일	6-10일	11-15일	16-20일	21일 이상	합계
건수	1	33	0	9	1	44

3.3 設問書 應答結果

설문서 응답결과는 크게 두 부분으로 요약할 수 있다. 첫번째는 설문서의 제2부, 제3부 및 제5부로 구성된 기업합병의 동기에 대한 사항이며, 두번째는 설문서의 제1부와 제4부로 구성된 기업합병에 관련된 일반사항이다.

3.3.1. 企業合併動機에 관한 設問調查結果

기업합병 동기에 관련된 설문서 제2부의 설문응답결과가 〈표 4〉에 요약 정리되어 있다. 설문응답결과를 합병의 형태에 따라 합병동기가 다른가를 보기 위해서 非多角的 合併(합병기업간에 상호관련되어 있는 경우로써 horizontal, vertical 그리고 congeneric merger 모두가 이에 해당)과 多角的 合併(conglomerate merger를 말함)의 합병동기로 나누어 연구결과가 제시되고 있다. 또한 〈표 4〉에는 비다각적 합병과 다각적 합병간, 또는 본 연구와 Baker 등(1981) 연구간의 Spearman 順位相關係數가 나타나 있다.

본 연구의 설문응답에서 가장 중요한 합병동기로 밝혀진 것은 다음 여섯 항목이다.

- * 기업규모의 확대로 조직, 생산, 판매에서 경제성 제고(規模의 經濟)
- * 財務構造 改善
- * 기업의 성장을 보다 빠르게 달성(企業成長 戰略)
- * 기업규모 확대로 기업의 힘과 이미지(對外 公信用) 增大
- * 企業價値를 부양
- * 製品多樣化를 달성

이외에도 비다각적 합병의 경우에는 시장점유율 증대, 그리고 다각적 합병의 경우에

〈표 4〉 企業合併動機에 관한 說問應答結果

합병동기	본 연구의 응답결과			Baker 등(1981)의 연구결과		
	비다각적	다각적	전체	비다각적	다각적	전체
1. 규모의 경제성제고	3.57(1)	3.23(4)	3.40(1.5)	2.18	2.14	2.17
2. 타지역으로 확장	2.14	2.36	2.26	2.51(6)	2.10	2.44(6)
3. 제품다양화 달성	3.24(6)	3.09(5.5)	3.16(6)	2.69(5)	2.62(4)	2.68(4)
4. 기업이미지 증대	3.24(6)	3.41(2.5)	3.30(4)	2.33	2.24(5.5)	2.31
5. 기술이나 경험 획득	2.71	2.64	2.67	2.48	2.03	2.40
6. 인적자원 확보	2.38	2.45	2.42	2.07	1.74	2.01
7. 원자재 판매망 확보	2.71	2.32	2.51	1.58	1.45	1.56
8. 재무구조 개선	3.24(6)	3.41(2.5)	3.33(3)	- 해당없음 -		
9. 세금절감 효과	2.33	2.64	2.49	1.64	2.00	1.70
10. 판매의 계절변동증화	1.71	2.27	2.00	2.11	2.24(5.5)	2.13
11. 여유자금 투자	1.62	2.14	1.88	2.25	1.93	2.19
12. 다각화 위험분산	2.33	3.05	2.70	3.10(2)	3.31(2)	3.14(2)
13. 기업가치 부양	3.29(3)	3.09(5.5)	3.19(5)	2.97(3)	2.86(3)	2.95(3)
14. 시장점유율 증대	3.29(3)	2.64	2.95	2.79(4)	1.75	2.61(5)
15. 기업성장 전략	3.29(3)	3.50(1)	3.40(1.5)	3.81(1)	3.88(1)	3.82(1)
16. 차입능력 증대	2.62	2.86	2.74	- 해당없음 -		
17. 자본조달비용 절감	2.29	3.05	2.67	- 해당없음 -		
Spearman 순위상관계수	Rs=0.72(**)			Rs=0.67(**)		
	Rs=0.5(*)					

註 1) Baker 등 (1981)의 연구결과는 연구보고서 결과를 본 연구의 목적에 맞도록 재분류한 것임.

2) ()는 각 항목별로 응답평균이 6번째까지 높은 순위까지 표시함.

3) (**)는 a=0.05 수준에서, (*)는 a=0.10 수준에서 유의함을 나타냄.

는 다각화로 위험분산이나 자본조달비용 절감 등의 합병동기가 상대적으로 중요한 합병동기로 제시되고 있다. 그러나 비다각적 합병과 다각적 합병의 사이에는 높은 상관관계가 있어(Spearman 순위상관계수가 0.72로 매우 높고, 이는 5% 수준에서 유의함) 유사한 항목들이 합병의 주요동기가 되고 있는 것으로 밝혀졌다.

3.3.2. 美國 合併動機와의 比較

본 연구의 결과는 미국 기업을 대상으로 한 Baker 등(1981)의 결과와 매우 유사한 면이 많다. 합병을 통하여 규모의 경제를 추구하고, 보다 빠른 성장을 달성하기 위한 것이 兩國 모두 주된 기업합병의 동기로 제시되고 있다. 비다각적 합병과 다각적 합병의 합병동기가 매우 유사할 뿐만 아니라, 통합된 전체 결과간에 높은 순위상관계수(Spearman 순위상관계수가 0.50이고 이는 5% 수준에서 유의함)가 존재하고 있다.

그러나 다음과 같은 두 가지 면에서 크게 差異點이 있음을 밝힐 수 있다.

1) Baker 등(1981)에서 미국 기업의 비교적 중요한 합병원인으로 지적되었던 다각화에 의한 危險分散이라는 기업합병동기가 우리기업의 경우에는 주요한 합병동기로는 부각되고 있지 않다.

2) Baker 등(1981)에서는 별로 중요하지 않았던 합병동기인 기업규모확대에 의한 기업의 힘과 이미지(對外公信力) 增大가 본 연구에서는 매우 중요한 역할을 하고 있으며, Baker 등(1981)에서는 전혀 고려되지도 않았으나 II장에서 우리나라 특유의 합병동기로 논의하였던 財務構造 改善이 본 연구에서는 매우 중요한 합병동기로 부각되고 있다는 것이다.

한편 본 설문서의 제2부에서 추가적으로 중요원인이 될 것이라고 여기는 것을 기입하도록 했는데 많은 기업이 이에 응답하고 있어 설문서에 대한 관심이 대체적으로 높고 우리나라의 경우 특이한 합병원인이 많음을 알 수 있다. 이 중 특기할 만한 합병원인으로 는 감량경영 등의 효율적인 경영관리, 산업합리화 정책의 일환 등이 있었고, 기타 피합병기업의 자본잠식, 피합병기업에 대한 채권확보 그리고 주식분산의 합법화 등도 있었다. 이와 같이 우리나라의 기업합병동기가 몇 가지 측면에서 외국의 경우와 다른 이유는, 첫째로 II장에서 논의한 우리나라의 금융정책과 부실기업대책에서 보듯이 합병을 통하여 기업내용에 관계없이 기업규모를 확대시킴으로써 얻을 수 있는 이점이 상대적으로 크고, 재무구조 개선의 계기로 삼고 있기 때문일 것이다. 둘째로 우리나라 기업의 합

병이 II 장에서 지적한 것처럼 대부분 계열기업간의 합병이거나 산업합리화 정책에 따른 政府主導型的 他律的 合併이라는데 기인한 것으로 보인다.

우리나라 기업의 합병동기는 <표 5>에 나타나 있는 日本企業의 합병 매수동기와도 여러가지 차이점을 보인다. 물론 합병동기의 분류가 본 연구와 상이하고 동기조사를 실시한 기관에 따라 조금씩 차이를 보이나, 대체로 일본에서는 사업다각화, 보완적 자원의 취득, 판로확대 등이 주된 동기로 제시되고 있다.

<표 5> 日本企業들의 M&A 動機

조사 기관 순위	山一證券		野村證券		大和證券		日本經濟新聞	
	동기	응답율	동기	응답율	동기	응답율	동기	응답율
1	사업의 다각화	34.3	R&D의 강화	47.1	사업의 다각화	50.6	기술 및 노하우의 획득	35.6
2	사업규모 확대 기술, 인재 등의 보완	29.0	다각화 판로확대	37.9	판매력증대 부실기업의 구제	48.2	신규사업참여 판로확대	34.5
3		21.8		27.1		37.2		16.1
4	합리화의 촉진	10.6	주변사업 확대	26.4	기술 및 노하우의 획득	30.2	생산거점 확보	8.0
5	신규사업의 리스크회피	2.9	신제품도입	24.5	해외판로 확대	23.3	해외진출	4.6

資料 : 증권감독원, 기업의 합병 매수제도, 1989.12, p. 21.

3.3.3. 系列企業間的 合併動機

우리나라 기업의 합병동기가 외국과는 다른 일면을 지니고 있음은 계열기업간의 합병 동기에 대한 조사 분석에서도 확인할 수 있다. 응답기업 43개 중에서 37개 기업이 계열 기업간 합병이라고 답했는데 설문서 제3부의 응답결과를 보면 계열기업이면서도 굳이 합병을 하게 된 주요합병동기는 다음과 같다.

- * 組織整備를 통한 경비절감(응답평균 : 3.68)
- * 財務構造 改善(응답평균 : 3.51)
- * 對外公信力 増大(응답평균 : 3.43)
- * 經營不實化 整理 및 合理化(응답평균 : 3.08)

위의 대부분의 요인은 계열기업 합병의 주요 원인이 계열기업 중 어느 하나가 경영상

어려움을 겪고 있을 때 다른 기업과 합병시킴으로써 이를 해결하려는 의도와 관련되어 있음을 볼 수 있다. 이와 같은 사실은 전화를 통해 몇몇 기업의 합병내용을 설명하는 과정에서도 확인된 것이다.

본 설문서 제5부의 설문응답 결과에 따르면 응답기업의 경우 가장 중요한 합병동기로는 경영관리의 비효율성 제거(총 응답수의 20%)와 재무구조 개선 및 자본충실화 달성(19%)으로 나타났고 기타 동기로 기업가치 증대, 제품다양화 달성, 규모의 경제성 제고, 다각화를 통한 위험분산, 대외 공신력 증대, 빠른 성장을 달성 등은 8% 내지 10% 정도로 나타났다.

제2부에서는 성장전략이 가장 중요한 원인 중이 하나였는데 제5부에서는 그 중요성이 떨어지고 경영관리의 비효율성 제거가 가장 중요한 요소가 되었다. 이는 제5부의 응답결과가 제2부의 응답결과와 다소 상이하고 제3부의 응답결과와 매우 유사하여 설문지를 통한 학습효과가 존재하지 않았나 하는 의문이 든다. 제5부에서는 제2부에서 가려진 솔직한 합병동기가 제시될 수 있는 면이 있는데, 응답기업이 다른 기업의 합병동기에 대해서 느끼는 합병동기는 그들 자신의 합병동기와 약간 상이한 양상을 보이고 있다. 다른 기업에 대해서는 중요한 합병동기로 재무구조 개선 및 자본충실화 달성(총응답수의 20%), 제품의 시장점유율 제고(17%), 경영관리의 비효율성 제거(16%) 그리고 다각화를 통한 위험분산(14%)을 들었고, 기타의 합병동기로는 제품다각화를 달성(11%), 제품의 시장유율제고(11%) 그리고 기업의 대외 공신력 제고(9%)를 들고 있다.

이 부분의 조사결과를 보면 財務構造改善 및 資本充實化 達成이 우리나라 기업의 특징적인 합병동기임을 재확인할 수 있고, 제2부 및 제3부에서는 중요한 것으로 제시되어 있지 않았던 製品의 市場占有率 提高라는 動機가 주요 동기로 나타난 것은 경쟁제한적 기업합병동기가 작용할 가능성을 부인하기 어렵다는 점을 암시하는 것으로 해석할 수 있다.

3.3.4. 企業合併에 關聯된 一般事項에 관한 說問調查結果

기업합병에 관련된 일반사항의 설문응답 결과가 <표 6>에 요약 정리되어 있다. 일반적으로 대부분의 기업은 합병대상기업으로 피합병회사 이외의 기업을 대체안으로 고려한 적이 없으며 합병을 하기 위하여 다른 기업과 심한 경쟁을 하지 않은 것으로 보인다. 합병시의 피합병회사의 의견(요구조건)은 어느 정도 반영하고 있는 것 같으나 그렇

〈표 6〉 企業合併에 關連된 一般事項에 對한 設問結果

항 목	응답평균	SCALE	비 고
〈PART I〉 1. 다른 회사를 합병 고려	1.58	1=전혀 고려 안함 7=매우 심각히 고려	
2. 다른 회사와 경쟁	2.40	1=전혀 경쟁이 없었음 7=경쟁이 매우 심함	
3. 피합병회사 의견 반영	4.51	1=전혀 반영 안됨 7=거의 모두 반영	
4. 합병시 어려움	3.57	1=매우 쉬움 7=매우 어려움	항목(어려운 순서대로) 1. 정부의 규제 2. 주주지분유지 및 합병재원조달 3. 기타 1) 피합병회사 인원거취문제 2) 이해관계자(채권자 및 일반주주)의 동의 3) 합병비율 및 회계처리결정
〈PART II〉 1. 합병회계처리 문제	3.30	1=전혀 없음 7=매우 어려움	항목(심각한 순서대로) 1. 정부의 규제 2. 세무처리 3. 기타 1) 회계장부의 불명확
2. 합병의 자율성	2.54	1=완전 자율 7=완전 타율	타율적이도록 하는 요소(빈도순) 1. 정부가 관여 2. 주거래은행이 관여 3. 그룹내 경영합리화 정책일환
3. 합병으로 인한 이득	4.70	1=전혀 없음. 7=매우 크다	이득의 귀속(빈도순) : 1. 합병, 피합병회사에 골고루 2. 주로 합병회사 3. 피합병회사
4. 합병재원의 확보	2.67	1=매우 쉬움 7=매우 어려움	확보원(빈도순) : 1. 여유자금 2. 주로 합병회사 3. 기타 1) 은행에서 차입 2) 부동산처분
5. 제도상의 문제점		(서술응답)	1. 합병 및 피합병회사의 자산평가 및 영업권 금액결정 2. 정부승인절차 및 합병규제 3. 기타

註) PART I은 설문서의 제1부, PART II는 설문서의 제4부를 요약처리한 것임.

게 높은 편은 아닌 것으로 나타나고 있다. 이 결과는 제 II장에서 논의한 바 있는 것처럼, 우리나라 합병 매수시장이 인수기업 중심의 購買者市場이고 非競爭的인 市場임을 반증하는 것으로 볼 수 있다. 합병의 업무추진에 그다지 많은 어려움을 느끼고 있는 것 같지는 않았으나 가장 큰 어려움은 政府의 規制(응답자 20기업 중 12기업)로 들고 있고 피합병기업의 인원거취 문제와 채권자와 주주 등 이해관계자의 동의가 주된 어려움으로 제시되고 있다. 반면 주주지분 유지와 재원조달에서는 그렇게 큰 어려움을 느끼고 있지 않는 것 같다. 합병재원은 주로 여유자금이나 추가적인 주식발행으로 충당되고 있는 것으로 밝혀졌다. 이는 우리나라에서 계열기업간의 합병이 주를 이루면서 계열기업간 相互株保有方法 등을 이용함으로써 합병재원조달의 문제가 크지 않았음을 반증하는 것으로 보인다.

합병회계문제는 그렇게 심각하지는 않았으나 무엇보다도 합병기업의 자산 가액결정이 큰 문제점으로 제기되고 있다. 합병은 대부분 자율적으로 이루어지고 있다고 응답했으나 상당히 타율적인 요소가 가미되었다고 응답한 기업의 대부분은 정부나 주거래 은행의 관여하에 또는 그룹 차원에서 경영합리화 정책의 일환으로 합병이 이루어지고 있는 것으로 나타났다. 합병으로 인하여 발생한 이득은 상당히 크다고 느끼는 경우가 많았으며, 합병으로 인한 이득은 관련된 두 기업에 골고루 귀속(응답자 33기업 중 16기업)되고 있다고 인식하는 것 같다. 또한 주로 합병(인수)기업에 귀속된다고 생각하는 경우가 (12기업)가 피합병회사에 귀속된다고 생각하는 경우 (5기업)보다 훨씬 많았다. 이는 합병이득이 존재할 경우, 인수기업에 유리하게 배분되고 있음을 암시하는 것으로 보인다.

끝으로 본 설문서 제6부에서는 본 연구에서 추가적으로 고려되었으면 하는 사항을 명기하도록 했는데 여기에 응답한 기업은 12기업이고, 그 중 중요한 지적사항은, 우리나라 합병은 대부분 기존 관련기업간의 합병이거나 정부의 정책에 의한 합병이기 때문에 이에 대한 세심한 고려가 필요하다는 것과 합병시에 합병기업의 가치평가, 회계처리 및 세무상의 문제 등이 중요한 문제가 되고 있다는 점을 제시하고 있다.

IV 合併企業의 財務的 特性을 利用한 合併動機에 관한 實證研究

4.1 研究모델의 設定 및 變數의 定義

앞의 Ⅲ장의 설문조사 결과에 따르면 우리나라 기업합병의 주요한 동기가 될 수 있는 요소는 다음과 같다고 볼 수 있다.

- * 기업규모의 확대로 규모의 경제성 확보
- * 보다 빠른 기업성장을 달성
- * 재무구조 개선 및 자본충실화 달성
- * 기업규모의 확대로 대외공신력과 기업이미지 증대

위의 합병동기 이외에도 기업가치의 증대, 제품다양화 달성, 다각화를 통한 위험분산 및 시장점유율 제고 등도 상당히 중요한 합병동기가 되고 있다는 것이 밝혀졌다. 본 절에서는 합병기업이 합병하지 않는 기업과 차이가 나는 企業特性(주로 財務的特性)이 무엇인지를 밝혀 주요 합병동기를 검증해 보고자 한다.

Ⅲ장에서의 설문조사에 의한 결과만으로는 단정적인 추론이 불가능하지만 보다 적은 비용으로 많은 표본을 이용하므로써 모델의 설정 또는 설명변수의 선정에 주요한 기초 자료를 제공할 수 있다는 장점이 있다.

본 실증연구에서는 Ⅱ장에서의 논의와 Ⅲ장에서의 설문조사 결과에 근거하여 합병동기가 될 수 있는 요소로써 여섯 개의 설명변수를 선정하고, 이를 재무적 자료를 이용하여 다음과 같이 정의하였다.

- 부채의존도(X_1)=(총부채/총자산)
- 유동성(X_2)=(순운전자본/총자산)
- 성장가능성(X_3)=과거 3년간 매출액 증가율
- 성장재원불균형(X_4)=

{	1	{	만일 X_1 은 높으나 X_1 이 높고 X_2 가 낮은 기업
		{	또는 X_2 은 낮으나 X_1 이 낮고 X_2 가 높은 기업
	-0		기타의 기업
- 수익성(X_5)=(영업이익/총자산)
- 불안정성(X_6)=과거 3년간 영업이익의 표준편차

위의 설명변수 중에서 부채의존도(X_1)와 유동성(X_2)은 기업의 재무구조가 되는 변수로써 財務構造改善이 합병동기가 되는지 검증할 수 있다. 재무구조가 상대적으로 좋지 않은 기업이 합병할 동기가 크다고 할 때 X_1 이 높고 X_2 가 낮을수록 합병하려는 동기가 클 것이다. 즉 X_1 변수와 합병동기간에는 陽의 상관관계, 그리고 X_2 변수와 합병동기간에는 陰의 상관관계가 있을 것으로 기대된다.

成長可能性(X_3)변수로는 성장가능성이 상대적으로 큰 기업이 합병하려는 동기가 큰지의 여부를 검증할 수 있다. 성장가능성이 높은 기업일수록 합병하려는 동기가 큰 것으로 예상되므로 X_3 와 합병동기간에는 역시 陽의 상관관계가 있을 것으로 예상된다. 이와 관련하여 성장재원불균형을 나타내는 dummy변수(X_4)는 성장성과 기업 성장재원간의 불균형 상태를 측정함으로써 成長財源不均衡이 큰 기업일수록 합병하려는 동기가 큰지 여부를 검증할 수 있다. 성장재원의 불균형은 상대적으로 성장가능성은 높으나 기존의 부채의존도가 높아 이를 뒷받침해 줄 수 있는 부채차입여력이 없다든지 유동성이 낮을 때 발생한다고 본다. 이 경우에는 다른 기업을 합병함으로써 이러한 성장재원 불균형 상태를 해소하려는 동기가 클 것이다. 이에 대해 성장가능성은 낮으나 부채차입능력이 크다든지 유동성이 매우 높아 성장재원의 총당여력이 많은 기업은 합병의 대상이 될 것이다. 따라서 X_4 와 합병동기와는 陽의 상관관계가 있을 것으로 기대된다.

위의 네 개의 변수로써 설문조사결과에 의한 주요 합병동기 중 재무적 지표로 측정하기 어려운 규모의 경제성 달성과 기업공신력(기업이미지) 증대라는 요소를 제외한 다른 합병동기는 모두 검증할 수 있다. 한편 기업공신력(기업이미지) 증대의 동기는 이의 주요 목적 중의 하나가 차입능력의 확대에 있다고 본다면 기업공신력 증대를 위한 합병유인을 부채의존도변수(X_1)와 합병동기간의 상관관계에서 유추할 수 있다.

이상의 네 변수 이외에도 수익성변수(X_5)와 불안정성변수(X_6)를 추가로 고려하였다. 收益性變數는 기업이 비효율적인 경영관리로 수익성이 저하되었을 때 합병할 유인이 커지게 되는 지를 추론할 수 있게 될 것이며, 不安定性變數로는 기업이 다각화되지 않았거나 제품의 다양화가 이루어지고 있지않아 영업위험의 요소가 많을 때 기업합병의 유인이 증대하는 지를 추론할 수 있다. 따라서 이 두 변수 모두가 합병유인과 陽의 상관관계가 있을 것으로 기대된다.

위에 정의된 설명변수를 이용하여 합병동기를 설명하기 위한 연구모델로써 다음과 같은 logit 모델을 채택하였다.

$$p = 1 / \{1 + \exp(a + b * X)\}$$

여기에서

$$p = \begin{cases} \text{만일 합병기업이면 } 1 \\ \text{합병기업이 아니면 } 0 \end{cases}$$

$b =$ 설명변수에 의한 회귀계수 vector

이와 같은 logit 모델은 종속변수가 (1,0)으로만 구별될 수 없는 상황에서 단순한 判別分析用으로 이용되는 MDA(multivariate discriminant analysis)보다는 설명변수와 종속변수의 상관관계를 측정할 수 있다는 장점이 있다. 여기에서는 앞에서 도입된 설명변수와 합병동기와의 상관관계를 측정할 수 있다는 장점이 있다. 여기에서는 앞에서 도입된 설명변수와 합병동기와의 상관관계를 고려할 때 본 연구의 檢證假說을 다음과 같이 설정할 수 있다.

- b_1 (부채의존도 회귀계수) ≥ 0
- b_2 (유동성 회귀계수) ≤ 0
- b_3 (성장가능성 회귀계수) ≥ 0
- b_4 (성장재원 불균형 회귀계수) ≥ 0
- b_5 (수익성 회귀계수) ≤ 0
- b_6 (불안정성 회귀계수) ≥ 0

위의 모델은 변수가 상호간에 독립적이며 독립변수(X)와 종속변수(Y)간의 관계가 직선적이라는 가정하에 유효한 것으로 변수간의 상호작용을 고려하지 못하고 있다는 단점이 있다. 따라서 본 연구에서는 실제 모델을 추정하는 과정에서 각 변수간의 곱을 이용한 상호작용모델을 도입시켰다.⁹⁾

相互作用모델은 종속변수에 영향을 미치리라 예상되는 두 개 이상의 설명변수가 있을 때 어느 한 설명변수가 종속변수에 미치는 영향이 다른 설명변수의 수준에 따라 달라질 수 있는 관계가 예상될 때 보다 적절한 추론을 가능케 한다는 장점이 있다. 예를 들어 본 연구에 있어서 두 변수, 부채의존도(X_1)와 성장가능성(X_2)만을 이용할 때 다음과 같이 두 개의 모델을 설정할 수 있다.

기본 모델 : $Y = a + b_1 \cdot X_1 + b_2 \cdot X_2$

상호작용모델 : $Y = a + b_1 \cdot X_1 + b_2 \cdot X_2 + b_3 \cdot IT$

(단, IT는 상호작용변수로서 두 변수의 곱 즉, $IT = X_1 \cdot X_2$ 로 정의됨)

9) 상호작용모델에서 대한 보다 구체적인 응용에 대해서는, 宋寅萬, “代替情報變數間的 相互作用效果를 反映한 모델의 設定 : 取得原價에 의한 物價變動을 反映한 利益,” 회계학연구(제7호), 1987. 11, pp125-144 參照.

기본모델에서 변수 X_1 이 Y 에 미치는 영향은 회귀계수 b_1 의 크기와 b_1 의 t 통계값에 의해 추론된다. 반면 상호작용모델에서는 X_1 이 Y 에 미치는 영향은

$$\partial Y / \partial X_1 = b_1 + b_2 \cdot X_2$$

로 표현된다. 즉 X_1 이 Y 에 미치는 영향은 다른 설명변수(X_2)의 수준과 b_2 의 크기에 따라 달라질 수 있다¹⁰⁾. 따라서 만일 이러한 관계가 예상될 때 상호작용변수를 고려한 모델이 보다 적절한 추론을 가능하게 할 것이다.

4.2. 標本의 選定 및 說明變數에 대한 記述統計

본 연구에서 이용될 標本은 총 58개의 합병기업과 이에 짝짓기로 대응하는 58개의 비합병기업, 총 116개 기업으로 구성된다. 먼저 합병기업은 1984년부터 1988년 사이(5년간) 합병한 기업으로서 앞의 설문지 연구에서 설문서에 응답한 기업 중 모델 검증에 이용될 자료가 이용 가능한 기업 29개와 이와 같은 숫자로 대응하여 설문서에 응답하지 않은 기업 중 임의로 29개를 선정하였다.

이러한 합병기업의 對應하는 標本으로 58개의 비합병기업이 짝짓기 표본 방식에 의해 선정되었다. 비합병기업은 대응되는 합병기업의 前 3년간, 後 1년간에 합병활동이 없는 기업으로서 합병기업과 세 가지 基準(동일 업종, 유사한 규모 및 상장여부)에 의해 짝지워졌다. 선정된 표본이 합병년도순으로 <부록>에 요약되어 있다.

모델에 이용된 설명변수에 대한 記述統計 및 變數間的 相關關係가 <표 7>에 나타나 있다. 부채의존도변수(X_1)와 불안정성변수(X_2)는 합병여부 dummy변수(Y)와 陽의 상관관계를 가지고 있으나, 기타 유동성변수(X_3), 성장성변수(X_4)와 수익성변수(X_5)는 陰의 상관관계를 보이고 있다. 이는 합병기업이 비합병기업에 비하여 부채의존도와 영업 활동면에서의 불안정성은 상대적으로 높지만 유동성, 성장성 및 수익성 면에서는 상대적으로 낮음을 나타낸다. 그러나 전체적으로 볼 때 부채의존도변수만 그 상관계수가 0.153으로 높은 편이고, 기타의 설명변수인 합병여부 dummy변수와의 상관계수는 매우 낮았다. 반면에 수익성변수와 성장가능성변수의 상관관계는 0.321로써 상당히 높은 편이다. 또한 수익성변수와 부채의존도 그리고 유동성변수와 성장가능성변수의 상관관계

10) 따라서 상호작용의 효과는 설명변수간의 多重共線性과는 관계가 없다.

〈표 7〉 變數의 記述統計와 相關係數

설명변수	기술통계		상관계수					
	평균	표준편차	Y	X ₁	X ₂	X ₃	X ₄	X ₅
X ₁ :부채의존도	0.811	0.263	0.153					
X ₂ :유동성	-0.044	0.208	-0.109	-0.187				
X ₃ :성장가능성	0.151	0.232	-0.004	0.010	-0.217			
X ₄ :성장개원불균형	0.371	0.485	0.018	-0.117	0.092	0.207		
X ₅ :수익성	0.070	0.074	-0.127	-0.269	0.321	-0.074	0.139	
X ₆ :불안정성	3184	5488	0.023	0.108	-0.040	-0.092	0.031	0.118

도 각각 -0.269 와 -0.217 로써 비교적 높은 陰의 상관관계가 있는 것으로 나타났다.

합병기업과 비합병기업 그리고 합병기업내에서 설문에 응답한 기업과 응답하지 않은 기업간 각 변수값의 차이에 대한 t -통계값이 〈표 8〉에 나타나 있다. 검증결과에 따르면 설문에 응답한 기업과 응답하지 않은 기업간에는 유의한 차이점은 발견되지 않았다. 합병기업과 비합병기업 간에는 부채의존도변수 경우만 합병기업이 비합병기업보다 10% 수준에서 유의적으로 높은 것으로 나타났고 기타의 변수에서는 유의한 차이가 발견되지 않았다.

그러나 이렇게 단일변수간의 차이만을 검증하면 다른 설명변수와의 상관관계를 전혀 고려하지 못하게 된다. 따라서 본 연구에서 제시되고 있는 것과 같은 다변수모델에 의한 검증을 필요로 한다.

4.3. 모델의 推定結果

연구모델을 추정한 결과가 〈표 9〉에 제시되고 있다. 〈표 9〉에는 각 변수에 대해 추정된 회귀계수와 그 t -통계값 그리고 모델의 설명력을 나타내는 R^2 -통계값이 나타나 있다.

상호작용변수를 고려하지 않은 기본모델에서는 모든 설명변수가 통계적으로 유의하지 않았다. 다만 유동성변수(X_2)를 제외한 다른 모든 설명변수의 부호는 예측했던 방향으로 나타나고 있음을 볼 수 있다.

상호작용모델에서는 실제로 여러 변수간에 상호작용변수를 임의로 시도해본 결과 부

〈표 8〉 標本集團別 說明變數의 平均값 및 그 差異에 대한 t-통계값

설명변수	평균				t-통계 값	
	합병 기업			비합병	합병-비합병	응답-무응답
	응답기업	무응답	통 합			
X ₁ -부채의존도	0.895	0.807	0.851	0.771	1.66*	1.06
X ₂ -유동성	-0.106	-0.028	-0.067	-0.022	-1.17	-1.48
X ₃ -성장가능성	0.103	0.197	0.150	0.152	-0.04	-1.23
X ₄ -성장재원불균형	11개	11개	22개	20개	0.19	0.00
X ₅ -수익성	0.063	0.076	0.070	0.088	-1.37	-0.67
X ₆ -불안정성	3573	2972	3272	3024	0.24	0.45

註 1) *는 10% 수준에서 유의함을 나타냄.

2) 성장재원 불균형변수의 값은 "1"(성장재원불균형)으로 분류된 기업의 수를 나타냄.

〈표 9〉 研究모델의 推定結果 : 각 變數의 回歸係數 및 그 t-통계값과 모델의 χ^2 -통계값

설명변수	회귀계수(t-통계값)		
	기본모델	상호작용모델	축소모델
a- 상 수	-0.78(-0.83)	-7.38(-2.85)	-7.76(-3.21)
b ₁ -부채의존도	1.13(1.10)	9.27(2.96)***	9.57(3.17)***
b ₂ -유동성	-0.64(-0.62)	0.63(0.45)	0.65(0.47)
b ₃ -성장가능성	-0.28(-0.32)	35.50(2.87)***	35.92(2.90)***
b ₄ -성장재원불균형	0.12(0.29)	0.83(1.70)*	0.79(1.65)*
b ₅ -수익성	-2.26(-0.73)	-1.31(-0.32)	-
b ₆ -불안정성	0.00(0.11)	0.00(-0.32)	-
b ₇ -상호작용(성장가능성과 부채의존도)	-	-44.81(-2.90)***	-45.45(-2.93)***
b ₈ -상호작용(성장가능성과 유동성)	-	-4.90(-0.83)	-5.72(-1.03)
χ^2 -통계값	4.47	22.95***	22.68***

註 1) 상호작용변수인 IT'은 (X₃·X₁)로, IT₂는 (X₃·X₂)로 정의되었음.

2) ***는 1%수준에서, *는 10% 수준에서 통계적으로 유의함을 나타냄.

채의존도와 성장가능성의 상호작용을 고려한 모델에서 매우 흥미있는 결과를 도출할 수

있었다¹¹⁾. 먼저 상호작용변수(IT₁)가 1%수준에서 통계적으로 유의하게 나타나고 있는데, 이는 부채의존도와 성장가능성이 합병에 미치는 영향에는 상호작용이 존재할 수 있다는 점과 상호작용변수(IT₁)을 고려함으로써 보다 적절한 추론을 할 수 있다는 것을 시사한다. 이에 따라 χ^2 -통계치로 추정되는 모델의 설명력은 상호작용변수의 도입으로 현저히 증가하고 1% 수준에서 통계적으로 유의하게 되었다. 또한 이 모델에서 성장재원불균형변수도 10% 수준에서 유의하게 나타나고 있어 성장재원불균형도 합병하려는 동기가 될 수 있는 가능성이 높음을 보여준다.

본 모델의 추정결과에서 가장 주목되는 것은 負債依存度變數(X_1)와 成長可能性變數(X_2) 그리고 그 相互作用變數(IT₁)가 모두 1% 수준에서 유의하게 나타난 사실로 보아 부채의존도와 성장가능성이 합병동기로서 역할이 매우 클 수 있다는 것을 나타낸다. 그러나 상호작용모델에서 개별변수 각각의 합병변수로서의 역할은 앞에서 제시한 것처럼 $\partial Y / \partial X_1 = b_1 + b_3 X_2$ 로 표시되므로 보다 체계적인 분석을 필요로 한다.

즉 부채의존도의 합병동기로서의 역할은 $\partial Y / \partial X_1$ 인데, 이는 X_2 의 평균치(0.151)를 이용하여 다음과 같이 추정할 수 있다.

$$\frac{\partial Y}{\partial X_1} = b_1 + b_3 X_2 = 9.27 + (-44.81)[0.151] = 2.50$$

또한 같은 방법으로 X_1 의 평균치(0.811)를 이용하여 성장가능성의 합병동기로서의 역할은 다음과 같이 추정된다.

$$\frac{\partial Y}{\partial X_2} = b_2 + b_3 X_1 = 35.5 + (-44.81)[0.811] = -0.84$$

위의 결과에 따르면 부채의존도의 합병동기로서의 역할이 특히 큰 데, 이는 독자적이 되기 보다는 성장가능성과 결부시킬 때 크게 부각되고 있음을 볼 수 있다. 이는 우리나라 기업의 합병동기에 암시하는 바가 매우 크다고 볼 수 있다. 일반적으로 우리나라 기업은 성장성은 매우 높으나 부채의존도가 높아 큰 장애요인이 되고 있다. 다시 말하면

11) 기타 변수간의 상호작용변수도 고려하였으나 크게 중요성이 없는 것으로 나타나 최종모델에서는 생략되었다. 또한 본 모델의 추정결과를 통해서 부채의존도(X_1)와 성장가능성(X_2)의 상관관계가 매우 낮아도 (<표 7>에서 이 두 변수간의 상관계수는 0.1로 나타났다) 상호작용이 있을 수 있다는 것을 알 수 있다. 즉 이러한 결과가 多重共線性때문에 도출된 것이 아니라는 사실을 뒷받침한다.

우리나라 기업은 주로 부채에 의존하여 급격한 성장을 달성하고 있는 데, 부채차입능력을 높이기 위해서는 재무구조를 개선시키거나 기업의 규모를 확대시킴으로써 기업의 대외이미지 즉 기업신용도를 높히려는 시도를 하게 될 것이다. 그러나 이러한 기업은 시간이 많이 소요되는 내적개발보다는 계속영업체제의 기존기업과의 합병이라는 수단을 택할 가능성이 매우 높다. 이러한 모델 추정결과는 앞의 설문서 연구에서 기업의 합병동기로 부각된 성장전략의 일환, 재무구조의 개선, 기업이미지 개선 등과도 일치하고 Ⅱ장에서 논의한 바 있는 한국기업 특유의 합병동기를 형성시킨 정책적 배경에 대한 설명과도 일치하는 결과라 볼 수 있다.

성장가능성이 합병동기로서의 역할이 陰으로 나타남으로써 예상했던 바와 상이한데 이러한 결과는 성장가능성변수의 측정이 과거의 재무적 수치에 근거하고 있기 때문에 발생했을 가능성이 높다. 뒤의 4.4에서 검증되고 있듯이 합병기업은 합병후에 성장성이 현저하게 증대함으로써 이는 기업이 합병전에는 성장성이 상대적으로 낮으나(이사실은 <표 8>에서 합병-비합병 기업의 비교에서도 나타났다) 합병을 통하여 이를 타개하고 합병후에 급격한 성장을 달성하고 있다고 볼 수 있다. 이러한 추론은 성장재원불균형변수가 陽의 상관관계를 보이는 사실과 더불어 성장재원의 불균형이 큰 기업일수록 합병하려는 동기가 높다는 것을 의미한다.

수익성과 불안정성 그리고 유동성은 본 모델에서 그 부호가 예측했던 방향과 일치하나 통계적인 유의성을 찾을 수 없어 주요 합병동기가 되지 못한 것으로 검증되었다. 본 연구의 결과는 유의하게 나타나지 않은 수익성변수와 불안정성 변수를 제거시키고 추정된 축소모델(<표 9>참조)에서도 거의 유사하게 나타났다.

축소모델에서는 유동성변수를 그대로 존속시켰는데 이는 성장재원불균형이란 요소로써 유동성이 역할을 할 수 있을 것으로 기대했기 때문이었다. 그러나 어느 모델에서도 유동성은 유의한 합병동기가 되지 못하는 것으로 나타났다.

4.4 研究의 限界點

본 IV에서와 같이 모델을 통하여 합병동기를 밝히려는 시도에는 몇 가지 한계점이 있다. 첫째로 합병은 합병기업과 피합병기업 합병당사자 모두의 이해관계가 일치할 때 이루어지기 때문에 본 연구에서와 같이 被合併企業에 대한 보완된 분석없이 단지 합병기

업의 자료만을 분석하는 것은 완전하지 못한 면이 있다. 우리나라 합병 매수시장은 인수기업 중심의 구매자 시장이므로 인수기업만 보더라도 큰 문제는 없겠지만, 합병이 기존 계열기업간에 이루어지고 있는 경우에 피합병기업의 사정 예컨대 부실화 등 때문에 합병이 수행되고 있음을 주시할 필요가 있다.

둘째로 모델에 이용된 변수들이 모든 합병원인을 망라할 수 없다는 한계점이 있다. 예를 들면 기업의 대외공신력 증대, 제품다양화의 달성을 명시적으로 모델에 포함시킬 수 없었다. 따라서 본 연구에서는 기업의 재무자료에 의하여 설명할 수 있는 변수로 한

〈표 10〉 合併企業 財務比率의 年度別 推移

변 수	평 균 값			t-통계값	
	합병전년도 (y-1)	합병년도 (y)	합병익년도 (y+1)	(y)- (y-1)	(y+1)- (y-1)
b ₁ -부채의존도	0.843 (0.827)	0.836	0.850	-0.48	1.10
b ₂ -유동성	-0.065 (0.067)	-0.052	-0.074	0.65	-0.24
b ₃ -성장가능성	0.161 (0.075)	0.222	0.205	1.59	2.33**
b ₄ -수익성	0.076 (0.073)	0.068	0.061	-0.83	-1.36
b ₅ -불안정성	2665 (2807)	3999	5682	1.67*	1.93*
기업규모-매출액	189063 (167891)	222061	217903	2.04**	1.48
-총자산	157866 (158965)	223403	226713	2.48**	2.43**

註 1) 성장재원의 불균형변수는 변수정의의 특성상 매년 측정할 필요가 없어 이를 생략하였음.

2) 전체 58개 대상기업 중 자료수집이 어려운 y-1기의 3개 기업을 제외한 55개 기업에 대해 y-1기와 y기를 비교하였으며, y+1기의 경우 '89년 자료가 아직 공표되지 않은 관계로 해당기업을 다시 제외한 40개 기업을 대상으로 y-1기와 y+1기를 비교하였음(괄호속의 평균값이 40개 기업을 대상으로 한 값임).

3) *는 10% 수준에서, **는 5% 수준에서 유의함을 나타냄.

정되었다. 또한 시간의 흐름에 따라 특성변수가 달라질 가능성도 있는데, 이용할 수 있는 시계열 자료가 미비하여 시도하지 못하였다.

다만 부분적으로 이 측면을 보완할 수 있는 것은 합병기업의 재무비율을 합병전과 합

병후로 나누어 이러한 비율들이 합병으로 인하여 어떻게 달라지고 있는지를 분석해 보는 것이다. <표 10>은 이 결과를 나타낸 것인데, 특히 成長可能性이 합병전에 비해 합병후에 통계적으로 유의한 수준으로 변화하고 있음은 특기할 만한 점이다. 이는 기업의 보다 빠른 성장을 통하여 합병을 시도하고 있다는 증거이기도 하다. 또한 합병을 통해서 安定性도 상당히 향상되고 있으며 企業規模도 급격히 증대되고 있음을 주시할 필요가 있다.

V. 要約 및 結論

본 研究의 目的은 우리나라 기업의 合併動機를 實證的으로 연구하기 위한 것이다. 이를 위하여 문헌조사를 통하여 우리나라 기업들의 합병동기를 형성한 정책적 배경을 평가하였고, 두 가지 연구방법을 통하여 합병동기를 실증적으로 검증하였다.

기업들은 효율적 경영을 추진하는 주체로서 영업시너지, 경영전략적 대응, 과소평가, 재무시너지, 시장지배력 증대 등의 동기와 같이 외국과 유사한 기업 내적동기에서 합병을 추진하는 면도 있겠지만, 우리나라 기업들은 외국과는 다른 社會的 經濟的 背景이나 政策때문에 특이한 한국 합병 매수시장의 성격이 형성되고, 상이한 합병동기도 작용하고 있다고 볼 수 있다.

우리나라 합병 매수시장은 그간의 정부주도형의 경제운용, 대외지향적 산업화정책으로 인하여 自律的 합병 매수보다는 상대적으로 정부의 인수 권유정책에 의해서 他律的으로 이루어지는 경우가 많았다. 또한 系列企業間의 合併이 높은 비중을 차지하기 때문에 그룹차원의 조직정비, 재무구조 개선의 동기에서 추진되는 일면이 높다. 대기업위주의 불균형적 성장정책의 결과 합병 매수시장이 購買者市場으로서 非競爭的인 특성을 지니면서 대부분의 합병이득이 인수기업에 돌아간다는 문제점을 지닌다. 그간 외형기준의 대외 공신력 평가나 여신결정의 관행때문에 금융수혜폭을 늘리려는 동기에서 합병을 추진하는 경우도 많았다. 특히 成長財源이 부족한 기업들에게서 합병결과 借入能力 增大를 통한 성장재원의 확보나 財務構造 改善의 動機가 강하게 작용하고 있다. 금융 조세 특혜를 수반했던 정부의 부실기업 대책이나 산업합리화 정책 역시 재무구조 개선이 주된 합병동기로 작용하게 하는 한 원인이 되고 있다.

우리나라 합병 매수시장이 자원의 효율적 배분기구로서의 제기능을 다하기 위해서는 산업합리화정책(부실기업대책), 자본시장정책, 금융정책 면에서 이 市場의 競爭度를 높이는 방향으로서의 政策轉換이 있어야 할 것이다. 구체적으로 산업합리화정책에서는 부실대상기업과 인수기업선정에 객관적 기준의 설정이 공개적으로 마련될 필요가 있으며, 은행의 債權保全에만 중점을 둘 것이 아니고 限界企業은 과감히 청산하는 정책이 필요하다고 본다. 자본시장정책 면에서는 실질적인 주식분산을 유도하고 장외시장의 육성을 통하여 인수시장의 경쟁을 촉진할 필요가 있으며 公示制度도 보완하여 인수대상기업에 대한 객관적 평가와 정보보급이 가능한 企業評價制度가 확립될 필요가 있다. 성장재원 조달의 한계가 합병 매수시장이 정상적으로 기능하는데 제약요소가 되었음을 감안할 때 자본시장과 금융시장의 자금공급기능이 확충되는 방향에서 與信管理制度의 개선이 요구되고 合併 買受仲介機關의 육성도 필요하다고 본다.

한편 합병동기에 대한 實證分析은 먼저 說問書調查를 통하여 시도하였다. 1984년에서 1988년까지 5년간에 걸쳐 합병한 106개 기업에 설문서를 발송하였고 44개 기업으로부터 설문서를 회수하여 이를 분석하였다. 여기에서 부각된 主要 合併動機로는 규모의 경제 달성, 기업의 성장전략, 재무구조 개선, 대외공신력 증대, 기업가치 및 부양 제품다양화 등이었다. 규모의 경제나 보다 빠른 성장을 추구한다는 동기는 외국과 유사한 결과이었다. 그러나 외국의 경우 강조되고 있지 않은 財務構造 改善이나 對外公信用 增大가 주요 합병동기로 부각되고 있는 것이 특기할 만한 사실이었다. 이러한 결과는 系列企業間의 合併을 검증한 결과에서도 유사하게 나타났다. 이처럼 우리나라 기업의 합병동기가 외국과 상이한 일면을 나타내는 이유는 그간의 우리나라 금융정책과 부실기업대책에서 보듯이 합병을 통하여 기업규모를 확대시킴으로서 얻을 수 있는 이점이 상대적으로 크고, 성장재원의 조달에 어려움을 경험한 기업들이 차입능력 증대나 재무구조 개선의 계기로 삼는데 있는 것으로 추측된다.

합병동기에 대한 두번째 실증분석은 합병기업의 財務的 特性變數를 이용한 연구를 통해서 시도하였다. 56개 합병기업과 규모, 산업 그리고 상장여부로 짝지워진 비합병기업 표본 56개로 구성된 총 116개 표본을 대상으로 logit모형을 이용하여 재무적 특성변수를 추정하였다. 모델의 추정결과에 따르면 높은 성장가능성, 높은 부채의존도 그리고 성장가능성과 부채의존도간의 상호작용이 主要 說明變數로 부각되었으며, 성장재원의 불균형을 나타내는 변수도 상당히 유의하게 나타났다. 즉 성장가능성은 높으나 부채의존도

가 높아 성장재원의 조달에 어려움을 겪은 성장기업이 합병을 하려는 동기가 높은 것으로 검증되었다. 이러한 결과는 설문서 연구결과에서 나타난 기업성장전략이나 재무구조 개선 그리고 대외 공신력 증대가 주된 합병동기라는 결과와도 일치하는 것이다.

본 연구의 貢獻點으로는 우리나라 기업의 합병동기를 실증적으로 분석하려는 시도를 하였다는 데서 찾을 수 있다. 우리나라에서의 기업합병에 관한 그간의 연구들은 주가자료를 이용하여 합병성과를 분석하거나 합병회계제도를 평가하는 연구가 주를 이루는데 본 연구에서처럼 기업합병의 동기에 관한 說問調查를 실시하고, 합병기업의 財務的 特性變數를 추정하는 실증분석을 시도한 것은 그간 전무한 편이었다. 물론 합병동기를 실증적으로 분석하려는 시도가 몇 가지 한계점, 예를 들어 모든 합병동기를 동시에 고려할 수 없다든지 이를 대응변수로 표현하기 어렵다든지 하는 등의 한계점이 있지만, 우리나라 합병기업의 형태를 밝혀려 했다는 점에서 큰 의의가 있다고 생각한다.

본 연구의 가장 큰 限界點으로는 합병 당사자 중에서 단지 합병기업만을 고려하고 피합병기업은 고려하지 않았다는 것이다. 이는 피합병기업의 자료를 구하기 어려웠다는 데 기인한다. 합병당사자 양편을 모두 고려할 수 있다면 보다 보완된 연구가 이루어질 것으로 기대한다.

참 고 문 헌

- 司空臺, “經濟成長과 經濟力集中,” 韓國開發研究, KDI, 1980.
- 宋寅萬, “代替情報變數間의 相互作用 效果를 反映한 모델의 設定: 取得原價에 의한 利益과 物價變動를 反映한 利益,” 會計學研究(제 7호), 1987년 11월, pp. 125-144.
- 李奎億과 李聖淳, 企業結合과 經濟力集中, 韓國開發研究院, 1985년 9월.
- 林雄基, 企業所有構造와 資本市場發展, 韓國信用評價(株), 1988. 9.
- 張榮光, 韓國企業合併의 財務的 成果,” 韓國經濟(제 12권), 1984, pp. 265-282.
- 張榮光, “株式取得에 의한 企業結合과 株主의 富,” 韓國經濟(제 13권), 1985, pp. 107-131.
- 張榮光, “合併利得의 源泉에 관한 實證的 研究,” 證兼學會誌, (제9집), 1987.
- 證兼監督院, 企業의 合併. 買受制度, 1989. 12.
- Baker, H. K., Miller, T. O. and Ramsperger B.J..” Typology of Merger Motives,” *Akron Business and Law Review*, Winter 1981, pp.24-29.
- Belkaoui, A.,” Financial Ratios as Predictors of Canadian Takeover,” *Journal of Financial Economics*, Spring 1978, pp.93-107.
- Carleton, W., Harris, R. and Stewart, J.,” An Empirical Study of Merger Motives,” *Report prepared for the Small Business Administration*, 1982.
- DeAnglo, L. E.,” Accounting Numbers as Market Valuation Substitutes:A Study of Management Buyouts of Public Stockholders,” *The Accounting Review*, July 1986, pp.400-420.
- Dietrich, J. K. and Sorensen E.,” An Application of Logit Analysis to Prediction of Merger Targets,” *Journal of Business Research*, 1984, pp.393-402.
- Dodd, P. and Ruback, R.,” Tender Offers and Stockholder Returns:An Empirical Analysis,” *Journal of Financial Economics*, 1977, pp.351-373.
- Jensen, M. J. and Ruback R. S., ” The Market for Corporate Control:The Scientific Evidence,” *Journal of Financial Economics*, April 1983, pp.5-50.
- Hong, H., Kaplan, R.S. and Mandelker, G., “Pooling vs. Purchase : The Effects of

- Accounting for Mergers on Stock Prices," *The Accounting Review*, January 1979, pp.31-47.
- Kim, E. H. and McConnel J., "Conglomerate Mergers and the Coinsurance of Corporate Debt," *Journal of Finance*, May 1977, pp.349-370.
- Lewellen, W., Loderer, C. and Rosenfeld, A., "Merger Decisions and Executive Stock Ownership in Acquiring Firms," *Journal of Accounting and Economics*, 1985, pp.209-231.
- Palepu, K., "Predicting Takeover Targets ; A Methodological and Empirical Analysis," *Journal of Accounting and Economics*, March 1986, pp.3-35.

<附錄> 標本의 構成

합병 년도	실험집단		상장여부 ²⁾	산업분류 ³⁾	통제집단
	회사명	응답 ¹⁾			
1984	효성물산	—	○	도소매업	쌍용
	삼미도파	—	○	도소매업	동국부역
	미도영	...	○	도소매업	부흥
	한신공	...	○	건설업	태평양건설
	대한종합식품업	○	○	음식료품	롯데대점
	만호계강공업	○	○	1차금속산업	고려대점
	경우개발	○	○	건설업	삼부토건
	광주고속	○	○	운수창고업	대한통운
	삼천리	○	○	화학석유업	동양화학
	금호	○	○	화학석유업	동력
1985	제일계당	...	○	음식료품	삼양식품
	한아건설	...	○	건설업	대림건설
	코오건설	—	○	건설업	삼성건설
	동방유량	...	○	음식료품	동양맥주
	세화양조	○	○	종이제조업	신성종이
	동양고속	○	○	음식료품	호남식품
1986	롯데칠성음료	...	○	음식료품	진로
	서산산업	...	○	비금속광물업	현대시멘트
	대한방직	...	○	섬유, 의복업	한경방직
	쌍용자동차	○	○	조립금속업	현대미모조선
	삼양유지사료	...	○	음식료품	고려산주관
	동성철강업	○	○	1차금속산업	한국건설
1987	거성산업	...	...	도소매업	이건산업
	전선방산업	...	○	섬유, 의복업	대한화학
	선화주조	...	○	나무제품업	대성창기
	에스콰이어	...	...	음식료품	대선주조
	풍한방직	...	...	섬유, 의복업	얼유성모직
	한진전자	...	...	섬유, 의복업	영성모직
	금성사	○	○	조립금속업	한영전차
	경주주조호텔	○	○	조립금속업	한성왕도체
	한보주조	...	...	오락, 문화업	태성왕개발
	세일로	○	○	건설업	고려울산개발
한국화학	○	○	섬유, 의복업	도울산업	
1988	흥남방직	○	○	섬유, 의복업	제일합섬
	한국지퍼	○	○	섬유, 의복업	제일합섬
	회성산업	...	...	오락, 문화업	화성산업
	코오엔지니어링	...	...	조립금속업	대우엔지니어링
	대한상선제철	...	○	운수창고업	대우상선
	경원기계공업	...	...	조립금속업	두산기계
	한주통산	...	...	섬유, 의복업	한주통산

합병 년도	실험집단		상장여부 ¹⁾	산업분류 ²⁾	통제집단
	회사명	응답 ³⁾			
	동아인쇄공업	...	...	오락, 문화-업	동아출판사
	금강개발산업	...	...	도소매업	롯데쇼핑
	보문관광	...	...	오락, 문화-업	남주개발
	새 모	...	...	기타제조업	영실업
	한양화학	○	○	화학, 석유-업	태평양화학
	대우정밀공업	○	...	조립금속-업	국제종합기계
	삼영화학공업	○	○	화학, 석유-업	한국화장품
	삼성전자	○	○	조립금속-업	대우전자
	두산전자	○	...	섬유, 의복-업	여수에너지
	양정물산	○	...	도소매업	삼정
	한보종합건설	○	○	건설업	신성
	동일교역	○	...	비금속광물	와이엔드비
	남선물산	○	○	섬유, 의복-업	삼풍

- 註 1) 설문지에 대한 응답여부로서 0표한 기업이 응답한 기업임.
 설문회수 기업과 설문미회수 기업 공히 29개 기업으로서 총 58개 기업임.
 2) 상장법인 여부로서 0한 기업이 상장법인임. 전체 58개 실험집단
 표본 중 비상장법인은 22개 기업임. 통제집단의 경우도 상장여부가 실험집단과 같음.
 3) 상장법인 분류 방식에 의거하여 18개 산업군으로 구분하였으며 해당년도 당시 기준임. 통제집단도 같음.