

# 합병기업의 효율성에 관한 연구

## —합병기업의 비용항목 분석—

정 범 석\*

### 〈목 차〉

I. 연구 배경 및 목적	3. 변수와 분석모형
1. 연구의 배경	IV. 합병기업의 비용항목 분석 결과
2. 연구의 목적	V. 결론
II. 우리 나라 기업합병의 현황	참고문헌
III. 실증분석	Abstract
1. 분석자료의 설정	
2. 연구가설의 설정	

## I. 연구 배경 및 목적

### 1. 연구의 배경

전세계적으로 기업 인수·합병(M&A)은 기업활동에서 가장 중요한 문제 중의 하나로 부각되고 있다. 그 발생 건수가 폭발적으로 증가하고 있음은 물론이고 금액 또한 매우 큰 합병들이 줄을 잇고 있다. 최근 합병과 관련된 각종 규제가 완화되고 있는 우리 나라에도 합병 건수가 증가하고 있는데, 시장내 경쟁적 지위의 강화와 기업운영의 효율성을 제고할 목적으로 앞으로 발생건수가 더욱 증가할 것으로 보인다. 최근 우리 나라의 기업 인수·합병(M&A)은 기존의 정부주도에서 벗어나 기

\* 유한대학 경영정보과 조교수

이 연구는 2000년도 유한대학 학술연구비 지원에 의하여 수행되었음.

업의 생존차원에서 자율적이고 경쟁적인 분위기에서 실시되고 있으며 적대적인 기업 인수·합병(M&A)도 늘어나고 있는 상황이다.

일반적으로 기업 인수·합병(M&A)의 목적으로 첫째 시너지효과 가설을 들 수 있다. 시너지효과 가설은 다시 기업경영개선, 규모의 경제, 시장 지배력 확대 등의 영업적·관리적 시너지 가설과 자본비용감소, 자금조달능력 향상 등과 같은 재무적 시너지 가설로 나뉜다. 둘째, 기업 인수·합병(M&A)의 또 다른 목적으로 합병을 통한 법인세절감효과 가설을 들 수 있다.

M&A의 성패를 좌우하는 요소는 아주 복잡하다. 합병 전의 합병기업과 피합병 기업이 합병 후에는 하나의 기업으로 통합되기 때문에 합병 전 두 기업을 산술적으로 합하여 합병 후 기업과 정확한 차이를 분석하는 것은 어려운 일이다. 일반적으로 M&A를 실행하는 목적으로 ① 시너지의 창출 ② 시장점유율의 성장 ③ 경쟁자를 줄이거나 약화시키면서 시장지배력 강화 또는 확보 ④ 상품 또는 기술의 확보 ⑤ 핵심경쟁요소의 확장으로 기존사업의 경쟁력 강화 ⑥ 신규지역 진출 ⑦ 규모의 경제 획득 등 7가지이다. 그러나 의도한 목적을 달성하여 성공적인 M&A를 했다고 인정하는 사례는 20%에 지나지 않으며 성공의 평가는 시점에 따라 판단이 달라질 수 있다.

일반적으로 기업 인수·합병(M&A) 후 시너지를 발생시켰느냐 하는 문제는 크게 두 가지 방법으로 검증되어 왔다. 그 하나는 합병이 시장 또는 산업구조에 미치는 영향과 합병에 관한 각종 규제의 국민경제적 효과 등을 분석하는 이른바 산업조직론적 연구이고, 다른 하나는 합병의 동기와 경제적 효과 및 합병의 영향을 측정하고자 하는 실증연구 등의 재무론적 연구이다. 이 중 합병에 관한 재무론적 연구는 대부분 합병의 동기 및 성과에 관한 이론적 연구와 실증적 연구에 집중되었으나, 최근에는 포트폴리오 이론 및 자본시장 등에 관한 연구가 진전되면서 기업 합병 분야에서도 이들 모형을 이용한 실증적인 연구가 활발히 진행되어 왔다. 이러한 실증적 연구는 크게 두 가지 유형으로 대별된다. 그 하나는 합병기업들의 재무성과를 비교 가능한 통제기업(비합병기업)의 그것과 비교·분석함으로써 합병의 시너지 효과를 측정하는 것이고, 다른 하나는 합병 기업을 대상으로 합병 정보가 반영되었으리라 여겨지는 일정기간 동안의 주가를 분석함으로써 합병의 성과를 측정하는 연구들이다.

Kelly(1967)는 증권 가격의 변화를 포함하는 척도를 이용하여 합병 수익성을 검정한 최초의 학자이다. 21개의 합병기업을 21개의 피합병기업에 대응시킨 42개의

기업으로 표본을 구성하여 5가지의 수익성 척도(보통주식가격변화율, P/E의 변화율, 1주당이익의 변화율, 1주당 순매출액변화율 및 매출액이익률의 변화율)에 기초하여 합병 전과 합병 후의 성과를 비교한 결과 합병이 합병 제안 기업의 주주 부에 거의 영향을 미치지 않는다는 사실을 발견하였다.

Weston-Manshinka(1971)의 연구는 부채 차입량의 증대로 인해 다각적 합병 이후의 합병기업의 자기자본순이익률이 증가하였다는 사실을 입증하였다. 또한 한 기업집단내에서의 다각적 합병 이후 자산의 활용도가 높아져, 낮았던 총자산수익률을 그 산업의 평균수준으로 끌어올리는데 성공한 사실을 실증분석하였다. Hayn의 연구(1989)는 세금효과를 분석했다. 합병기업이 지급수단으로 현금지급을 제외할 경우 피합병기업 주주들에게 높은 비정상수익률이 발생하는 것으로 밝히고 있다.<sup>1)</sup>

Healy, Palepu, Ruback(1992)의 연구에서는 미국에서 1979~1984년중 발생한 50개의 합병사례에서 Cashflow를 가지고 합병의 성과를 검증하였는데, 대부분의 기업에서 향상된 Cashflow를 보임으로써 주식수익률과 강한 상관관계가 있음을 보였다.

정병권(1993)의 연구는 1986년 초부터 1991년 말 사이에 국내기업이 해외기업을 인수·합병한 사례 중 30개 기업을 표본으로 선정하였다. 합병 공시연도 전후 5년간씩의 재무제표를 이용하여 성장성 및 수익성비율을 측정하여 t-test를 실시하였다. 연구결과, 합병 후 수익성에 負의 유의적인 차이가 존재하며, 성장성에 있어서는 매출액증가율과 순이익증가율은 유의적인 負의 차이가 존재하나 총자산증가율은 유의적인 차이가 없는 것으로 나타났다. 이 연구는 해외 기업을 인수·합병한 국내 합병제안기업의 합병 후 성과는 전반적으로 나빠진 것으로 결론을 내리고 있다. 그 이유로 연구 대상 표본 기업의 선정과 합병 당시 국내의 경기상황의 차이 및 합병 제안기업의 합병 동기요인의 차이를 들었다.

김규영·조현상(1996)의 연구결과는 1981~1991년에 기업합병 공시를 한 상장법인 중 표본으로 39개 합병기업과 11개 피합병기업 및 통제기업을 선정하여 분석한 결과, 합병기업의 누적평균비정상수익률이 통제기업보다 낮게 나타나고 있으므로 주주의 부의 측면에서 평가할 때 합병효과가 발생하였다고 단정할 수 없다고 하였다. 또한 기업합병의 효과를 재무비율에 의해 평가할 때, 합병기업은 통제기업과 비교하여 유동성과 성장성에 관련된 비율들만 유의적인 차이를 보이고 있다고 하였다.

1) 외국의 경우는 우리 나라와 기업의 인수·합병(M&A) 배경이 상이하기 때문에 우리 나라의 기업과 나란히 비교한다는 것은 다소 무리가 있다.

송영균·주상룡(1997)은 합병기업의 초과수익률이 현금흐름의 증가(생산성 증가)에 의한 것인지, 아니면 시장비효율성에 의한 것인지를 초과수익과 비정상 현금흐름수익률을 통해 분석하였다. 그 결과 우리 나라 합병의 경우 현금흐름 증가효과는 존재하나 이것이 합병기업의 초과수익을 충분히 설명하지 못하는 것으로 보아 시장비효율성도 배제할 수 없다고 하였다.

채병완·김관혁(2000)은 1990~1996년까지 합병한 기업 중 57개 기업을 선정하여 조세효과와 부채조달능력, 영업실적을 합병전과 비교·분석하였다. 그 결과, 조세절감효과와 부채조달능력의 상승을 검증하였으나, 영업실적은 감소하는 것으로 나타났다. 이는 금융비용의 손비처리로 인한 조세효과로서 설명하였다.

앞서 언급한 연구결과들 이외에도 대체로 의도하였던 시너지 창출이 무엇이든 합병 이후 기업의 영업성과가 악화된다는 연구결과들이 많다. 정병석·이진(2000)은 합병기업이 합병 후 매출액증가와 같은 양적인 성장에도 불구하고 합병기업의 수익성을 높이는 측면에서는 성공적이지 않다는 연구결과를 보였다.

## 2. 연구의 목적

기존의 많은 연구들이 그 양의 방대함에도 불구하고 결과에 있어서는 상당 부분 서로 엇갈리고 있어 이를 일반화하기에는 어렵다고 볼 수 있다. 뿐만 아니라 대부분의 연구가 기업의 M&A의 성과에만 분석의 초점을 두어 합병 직전 합병기업들이 놓여있는 상황분석을 통한 동기와 합병 시너지효과의 잠재적인 원천에 관한 조사는 간과하고 있다. 즉, 합병 전 합병기업의 재무적 특성에 대한 분석을 통해 입수한 정보와 합병 후의 재무적 변동을 관련시켜 합병의 효과를 해석하려는 노력이 부족하였다. 따라서 본 연구는 합병의 성과에 관한 분석은 물론 합병 전 합병기업이 비교가능한 동류의 다른 기업에 비해 합병 후 어떠한 효율/비효율을 나타내는지 분석하여 보고, 합병 후 영업성과(수익성)가 악화되었다면 그 원인이 무엇인지 각 비용항목들을 조사하여 보는데 그 목적이 있다. 합병의 동기가 무엇이었던 합병 후 영업성과가 악화된 하나의 원인이 비용증가 때문이었는지, 증가하였다면 구체적으로 어떤 비용이 증가하였는지를 밝힐 수 있다면 이미 합병을 실시하였거나 차후 합병을 실시할 기업에게 좋은 지침을 제공할 수 있을 것으로 사료된다.

## II. 우리 나라 기업합병의 현황

1981년부터 1998년까지 공정거래위원회에 신고한 총 기업결합건수는 4,246건이고 그 중 계열사간 기업결합이 174건이고 계열관계에 있지 않은 회사간의 기업결합인 비계열사간 결합은 2,505건이다.

〈표 2-1〉 기업결합신고현황<sup>2)</sup>

(단위 : 건)

구분 \ 연도	1981~1991	1992	1993	1994	1995	1996	1997	1998	계
기업결합건수	2,157	149	123	195	325	393	418	486	4,246
계열	1,016	69	74	74	52	137	123	196	1,741
비계열	1,141	80	49	121	273	256	295	290	2,505

〈표 2-2〉 유형별 기업결합

(단위 : 건, %)

구분 \ 연도	1981~1991	1992	1993	1994	1995	1996	1997	1998	계
수 평	575 (27.25)	39 (26.2)	36 (29.3)	40 (20.5)	58 (17.9)	75 (19.1)	78 (18.7)	172 (35.4)	1073 (25.3)
수 직	414 (23.8)	38 (25.5)	34 (27.6)	24 (12.3)	43 (13.2)	70 (17.8)	80 (19.1)	107 (22.0)	810 (19.1)
혼 합	1168 (48.95)	72 (48.3)	53 (43.1)	131 (67.2)	224 (68.9)	248 (63.1)	260 (62.6)	207 (42.6)	2,363 (55.6)
계	2,157 (100.0)	149 (100.0)	123 (100.0)	195 (100.0)	325 (100.0)	393 (100.0)	418 (100.0)	486 (100.0)	4,246 (100.0)

기업결합을 유형별로 살펴보면 수평결합(경쟁관계에 있는 기업간의 결합)은 전체 기업결합 건수 중 25.3%를 차지하고 수직적 결합은 19.1%, 혼합결합은 55.6%를 차지하고 있다(〈표 2-2〉). 이를 보면 수평적 결합의 비중이 꾸준히 증가하고 있는

2) 공정거래백서, 1999, 공정거래위원회.

것을 알 수 있는데 특히 1998년의 경우는 1997년보다 두 배 이상 증가하였다.

기업결합의 수단별 분류는 주식취득, 임원겸임, 합병 및 영업양수, 회사신설 등으로 나누어 볼 수 있다. 1997년에 주식취득과 회사신설의 비중이 높았던 데 비해 1998년에는 합병으로 인한 영업양수로 인한 기업결합이 증가하고 있다.

〈표 2-3〉 수단별 기업 결합

연도 구분	1981~ 1991	1992	1993	1994	1995	1996	1997	1998	계
주식취득	889 (33.25)	34 (22.8)	29 (23.6)	77 (39.5)	142 (43.7)	159 (40.5)	130 (31.1)	92 (18.9)	1,551 (36.5)
임원겸임	196 (6.35)	2 (1.3)	2 (1.6)	2 (1.0)	4 (1.2)	16 (4.0)	27 (6.5)	32 (6.6)	281 (6.6)
합 병	364 (24.1)	62 (41.6)	55 (44.7)	48 (24.6)	48 (14.8)	63 (16.0)	75 (17.9)	151 (31.1)	866 (20.4)
영업양수	138 (5.55)	12 (8.1)	13 (10.6)	13 (10.6)	10 (3.1)	25 (6.4)	23 (5.5)	81 (16.7)	315 (7.4)
회사신설	571 (30.75)	39 (26.2)	24 (19.5)	24 (19.5)	121 (37.2)	130 (33.1)	163 (39.0)	130 (26.7)	1,233 (29.1)
계	2,157 (100.0)	149 (100.0)	123 (100.0)	195 (100.0)	325 (100.0)	393 (100.0)	418 (100.0)	486 (100.0)	4,246 (100.0)

우리 나라 기업결합 현황을 보면 우선 유형별로 수평적 합병이 늘고있는 추세이다. 이는 1997년 IMF의 금융지원을 받은 이후 비관련사업으로의 다각화를 추진하는 것보다 기업의 구조조정 차원에서 기업결합이 이루어지면서 규모의 경제를 추구한 것으로 보인다. 수단별로 보면 합병으로 인한 기업결합이 늘어나는 추세여서 이 또한 IMF 금융지원 이후 어려워진 경영환경을 타개하기 위해 한계사업의 정리 등을 목적으로 합병 및 영업양수가 이루어진 것으로 보여진다. 그렇다면 우리 나라 기업합병은 규모의 경제실현과 한계사업의 정리를 통한 원가절감으로 인해 수익성을 증대시키려는 목적이 크다고 할 수 있다.

### Ⅲ. 실증분석

#### 1. 분석자료의 설정

본 연구의 분석기간은 1985년부터 1997년이다. 실증분석에 사용된 표본기업은 분석기간중 합병을 실시한 96개의 합병기업과, 합병기업과 동일한 업종에 속하며 합병을 실시하지 않은 기업 중 매출액규모가 비슷한 96개의 상장법인으로 구성된 통제기업이다.

상장기업의 재무자료는 KIS-FAS를 이용하였고, 합병연도를 기준으로 합병 전 3년과 합병연도를 포함한 3년간의 재무비용을 이용하였다.

〈표 3-1〉 연도별 표본기업수

년도	1985	1986	1987	1988	1989	1990	1991	1992	1993	1994	1995	1996	1997	합계
표본수	6	6	8	8	1	2	5	7	8	11	5	9	20	96

#### 2. 연구가설의 설정

정범석·이진(2000)의 연구를 보면 합병으로 인해 오히려 영업성과가 악화된다는 결과를 보였는데, 본 연구는 이를 바탕으로 합병기업이 합병 후 비용측면에서 어떤 비효율이 존재하는지 검증하였다. 이를 위해 비용을 매출원가(재료비), 판매비와 관리비(노무비와 경비), 영업외비용(금융비용), 법인세비용으로 크게 나누고 다음의 가설을 설정하였다.

첫 번째 연구가설은 합병 후 합병기업은 합병을 실시하지 않은 통제기업보다 비용이 적게 계상된다는 것이다. 이는 합병기업의 비용절감효과를 보기 위한 횡단면적인 분석방법이다. 두 번째 연구가설은 합병 후 합병기업은 합병 전보다 비용이 적게 계상된다는 것이다. 이는 합병의 비용절감효과에 대한 추세적인 분석방법이다.

가설 1 : 합병기업은 합병을 실시하지 않은 통제기업보다 합병 후, 비용이 절감될 것이다.

가설 1-1 : 합병기업의 매출원가(재료비)가 통제기업보다 적다.

가설 1-2 : 합병기업의 판관비(노무비와 경비)가 통제기업보다 적다.

가설 1-3 : 합병기업의 영업외비용(금융비용)이 통제기업보다 적다.

가설 1-4 : 합병기업의 법인세비용이 통제기업보다 적다.

가설 2 : 합병기업은 합병 전보다 합병 후, 비용이 절감될 것이다.

가설 2-1 : 합병 후 기업의 매출원가(재료비)가 합병 전보다 적다.

가설 2-2 : 합병 후 기업의 판관비(노무비와 경비)가 합병 전보다 적다.

가설 2-3 : 합병 후 기업의 영업외비용(금융비용)이 합병 전보다 적다.

가설 2-4 : 합병 후 기업의 법인세비용이 합병 전보다 적다.

### 3. 변수와 분석모형

분석방법은 횡단면분석과 추세분석을 병행하여 실시하였다. 횡단면분석은 합병을 실시한 기업과 통제기업과의 재무비용의 차이를 분석한 것이고 추세분석은 합병기업의 합병 전·후 3년간을 비교·분석한 것이다. 이때 비용을 매출원가(재료비), 판관비(노무비와 경비), 영업외비용(금융비용), 법인세비용으로 크게 나누고 각 비용항목과 관련된 세부계정들을 비교하였다. 가설검증을 위해 사용된 재무적 변수는 <표 3-2>와 같다.

재무비용들은 합병 전·후 각 3년과 합병 당해 연도를 포함한 자료가 이용되었고, 통제기업은 합병기업의 각 연도별 표본수대로 선정하여 합병기업과 동일한 방법을 적용하여 재무비용을 구하였다. 각 재무비용의 비교는 각 비교 그룹의 재무항목의 3년간 평균을 구하여 비교하는 방법을 사용하였다.

비교에 사용된 각 재무항목들은 기업마다 규모가 틀리기 때문에 이를 조정하기 위하여 기업별 매출액으로 나누어 가중을 하는 방법과 당기순이익으로 나누어 가중을 하는 방법 두 가지를 사용하였는데 당기순이익으로 나누었을 때는 유의적인 결과를 얻지 못하여 본 연구에서는 제외시켰다.<sup>3)</sup>

3) 당기순이익으로 조정하였을 때 유의적인 결과를 얻지 못한 이유는 합병으로 인한 일시적 손익의 발생으로 합병 후 몇 년간은 당기순이익이 진정한 기업의 성과로써 안정적이지 못하며, 또한 결손금이나



재무비율<sup>4)</sup>의 차이분석은 비교 대상 기업들 간의 재무비율 차이를 t-test를 통해 검증하였다. 분석에 사용된 검정통계치는 다음과 같다.

〈표 3-2〉 분석에 사용된 관련 재무비용<sup>5)</sup>

분류 1	분류 2
매출원가	기초재고 당기매입 기말재고
판매비와 관리비 (인건비)	노무비 급여와 임금 퇴직금
판매비와 관리비 (경비)	세금과 공과 감가상각비 접대비(기밀비) 광고선전비 판매촉진비
영업외비용 (이자비용)	지급이자 사채이자
법인세 비용	법인세 등

$$T = \frac{\bar{A}_i - \bar{A}_j}{\sqrt{\frac{VAR_i}{n_i} + \frac{VAR_j}{n_j}}}$$

$\bar{A}_{i,j}$  : 비교대상기업  $i$ 와  $j$ 의 재무비율

$VAR_{i,j}$  : 비교대상기업  $i$ 와  $j$ 의 분산

$n_{i,j}$  : 비교대상기업  $i$ 와  $j$ 의 표본수

합병차익, 자산재평가 등의 회계처리 방법을 달리 하였을 경우 그 크기가 달리 나타나기 때문으로 추론된다.

4) 여기서 재무비율로 표현 한 것은 각 재무비용을 매출액과 당기순이익으로 나누었기 때문이다.

5) 본 연구에서 제조원가의 노무비와 손익계산서상의 판매비와 관리비인 급여, 임금 등을 인건비라는 항목으로 통합하여 분석하고, 또한 각각 나누어 분석하였다.

### IV. 합병기업의 비용항목 분석 결과

#### 1. 합병기업은 통제기업보다 합병 후 비용절감효과를 가지는가?

합병기업의 합병 후 3년 평균과 통제기업의 3년 평균의 값을 구하기 위해 합병기업의 합병 전을 기준으로 동종의 업종에 속하면서 규모가 비슷한 통제기업을 선정하여 6년간의 자료를 조사하였다. 그리고 합병기업의 비용항목을 합병 후 3년간의 평균값과 통제기업의 마지막 3년의 값을 각각 평균한 뒤, 합병기업의 각 항목의 평균값에서 통제기업 각 항목의 평균값을 차감하여 나온 값<sup>6)</sup>이 '0'과 유의적으로 다른지 검증하는 방법을 택하였다.

〈표 4-1〉 (합병기업의 합병 후 3년 평균)-(통제기업의 3년 평균)

분 류 1		분 류 2	
△ 매출원가	0.0355** (0.1265)	△ 기초재고	-0.0127 (0.2071)
		△ 당기매입	-0.0356 (0.6032)
		△ 기말재고	-0.0032 (0.0717)
△ 판매비와 관리비	0.02754* (0.1360)	△ 노무비	0.0126** (0.3118)
		△ 급여와 임금	0.0017** (0.0246)
		△ 퇴직금	-0.0002** (0.0027)
		△ 세금과공과	0.00009 (0.0039)
		△ 감가상각비	0.0006 (0.0062)
		△ 접대비(기밀비)	0.0004 (0.0027)
		△ 광고선전비	0.00192 (0.0296)
		△ 판매촉진비	-0.00003 (0.0209)
△ 영업외비용	0.00136 (0.4435)	△ 지급이자	-0.0070 (0.2342)
		△ 사채이자	-0.0026 (0.0501)
△ 법인세비용	0.00446 (0.0962)		

( )는 표준편차, \* : p<0.1, \*\* : p<0.05

$$6) \Delta \text{매출원가} = \left( \frac{\text{매출원가}_{\text{합병 후 합병기업}}}{\text{매출액}_{\text{합병 후 합병기업}}} \right) - \left( \frac{\text{매출원가}_{\text{통제기업}}}{\text{매출액}_{\text{통제기업}}} \right)$$

〈표 4-1〉은 합병기업의 합병 후 3년 평균과 통제기업의 3년 평균의 차이를 구한 것으로 그 평균값이 '0'보다 크다는 것은 합병기업의 재무비용항목의 값이 더 크다는 것을 의미한다. 이를 보면 분류 1에서 매출원가와 판관비가 '0'보다 커서 합병기업의 매출원가와 판관비가 통제기업보다 크다는 것을 알 수 있는데 이는 합병 후 합병기업의 두 항목이 합병을 실시하지 않은 기업보다 커서 비효율적인 운영을 하고 있을 수도 있다는 것을 말한다.

분류 2에서 매출원가 항목 중 어느 부분이 차이가 나는지 검증하지 못하였으나, 판관비의 경우 노무비와 급여, 임금이 합병기업에서 더 크게 나타남을 볼 수 있다. 이는 인건비 부담이 매출액에 비해 상대적으로 크게 나타나 인력의 효율성이 떨어진다는 것을 알 수 있다. 하지만 퇴직금의 경우에는 통제기업이 더 커서 결국 합병기업은 합병 후 중복되는 업무를 수행하고 있는 인원감축을 통한 인건비 절감 노력이 부족했다는 결론을 내릴 수 있다. 그러나 영업외비용에서 금융비용이나 법인세 등의 통제기업과의 차이는 발견하지 못하였다.

## 2. 합병 후 합병기업은 합병 전에 비해 비용절감효과를 가지는가?

합병 후 합병기업과 합병 전 합병기업의 비용항목을 비교하여 비용절감효과를 가지는지 검증하기 위하여 합병 전·후 3년간의 평균을 각각 구하였다. 그리고 합병기업의 비용항목을 합병 후 3년간의 평균값에서 합병 전 3년간의 평균값의 차이를 구하여 나온 값<sup>7)</sup>이 '0'과 유의적으로 다른지 검증하는 방법을 택하였다.

〈표 4-2〉는 합병기업의 합병 후 3년 평균과 합병 전 합병기업의 3년 평균의 차이를 구한 것으로 그 평균값이 '0'보다 크다는 것은 합병 후 기업의 재무비용항목의 값이 더 크다는 것을 의미한다.

이를 살펴보면 분류 1에서 판관비가 '0'보다 커서 합병 후 기업의 판관비가 합병 전 보다 크다는 것을 알 수 있는데, 이는 합병 후 합병기업이 매출액에 비해 판매비와 관리비를 합병 전보다 더 많이 부담한다는 것을 의미한다. 그렇다면 구체적으로 어떤 항목의 부담이 큰지 보기 위하여 분류 2를 가지고 검증하였다.

분류 2에서 보면 매출원가 항목 중 기초재고가 합병 후 기업에서 더 크게 나타났다. 또한 판관비의 경우는 앞의 통제기업과의 비교에서와 마찬가지로, 노무비와 급

7)  $\Delta \text{매출원가} = \left( \frac{\text{매출원가}_{\text{합병 후 합병기업}}}{\text{매출액}_{\text{합병 후 합병기업}}} \right) - \left( \frac{\text{매출원가}_{\text{합병 전 합병기업}}}{\text{매출액}_{\text{합병 전 합병기업}}} \right)$

여, 임금이 합병 전보다 합병 후가 더 크게 나타남을 볼 수 있었다. 이는 인건비 부담이 매출액에 비해 상대적으로 합병 후가 더 크게 나타나 인력의 효율성이 떨어진다는 것을 알 수 있다. 하지만 퇴직금의 경우는 합병 전이 더 커서 결국 합병을 위해 미리 인력에 대한 구조조정을 실시하여 퇴직금 지급이 늘었다고 할 수도 있으나 반대로 합병 후 퇴직금 지급이 줄어 매출액에 비해 인력감축 노력이 부족하였다고도 할 수 있다. 그러므로 합병 후 지속적인 구조조정 등을 통한 인원감축이 인건비 등의 비용을 감소시켜 수익성을 높이는 데 기여할 수 있음에도 불구하고 합병 후 기업들의 구조조정 노력이 부족하다는 것을 알 수 있다.

<표 4-2> (합병기업의 합병 후 3년 평균)-(합병기업의 합병 전 3년 평균)

분류 1		분류 2	
△ 매출원가	0.0132 (0.2419)	△ 기초재고	0.0096** (0.0803)
		△ 당기매입	-0.0023 (0.5557)
		△ 기말재고	0.0026 (0.5554)
△ 판매비와 관리비	0.0195*** (0.3460)	△ 노무비	0.0095** (0.3255)
		△ 급여와 임금	0.0024*** (0.0952)
		△ 퇴직금	-0.0003*** (0.0271)
		△ 세금과 공과	0.0006 (0.0257)
		△ 감가상각비	0.0006*** (0.0324)
		△ 절대비(기밀비)	-0.0001 (0.0278)
		△ 광고선전비	0.0006 (0.0979)
△ 판매촉진비	0.0012** (0.0240)		
△ 영업외비용	0.0165 (0.2251)	△ 지급이자	-0.0016 (0.0759)
		△ 사채이자	0.0030 (0.0224)
△ 법인세비용	-0.0014 (0.0542)		

( )는 표준편차, \*\* : p<0.05, \*\*\* : p<0.01

판관비에서 인건비 말고도 대표적인 고정비라고 할 수 있는 감가상각비가 합병 후의 매출액에 비하여 증가한 것으로 나타나, 결국 중복되는 자산을 제때에 처분하지 못하여 자산의 효율성 측면에서 볼 때에 합병 후가 합병 전에 비해 훨씬 떨어진다는 것을 의미한다. 이는 기초재고가 합병 후 증가하는 것과 관련하여 합병 후 자산의 비효율적 운영이 존재한다고 결론지을 수 있다. 합병 후 판매촉진비가 증가하

는 것은 기업의 인지도 등을 위한 불가피한 현상이라고 보겠다. 그러나 앞서의 결과와 마찬가지로 영업외비용에 대한 금융비용과 법인세 등의 감소효과를 발견하지 못하였다.

〈표 4-3〉은 분류 1에서 합병기업의 합병시점과 합병 전 후 3년 차이를 각각 구한 것이다. 결과를 보면 합병 후 매출원가가 증가한다는 것을 알 수 있다. 또한 합병 전 판관비가 합병 시점에 비해 커서 합병시점에서 기업의 판관비가 합병 전보다 크다는 것을 알 수 있어 합병 후 합병기업이 매출액에 비해 판매비와 관리비를 합병 전보다 더 많이 부담한다는 〈표 4-2〉의 결과와 일치하였다.

〈표 4-3〉 (합병기업의 합병시점)-(합병기업의 합병 전 후 3년) : 분류 1

	-3	-2	-1	+1	+2	+3
△ 매출원가	0.0132 (0.2419)	0.0114 (0.0524)	0.0139** (0.3315)	0.0070 (0.0475)	-0.0224*** (0.1695)	-0.0248*** (0.1129)
△ 판매비와 관리비	0.0195*** (0.0615)	0.0155*** (0.3668)	0.0132** (0.0913)	0.0045 (0.4101)	0.0035 (0.0810)	0.0055 (0.0847)
△ 영업외비용	0.0165 (0.2251)	0.0083 (0.1661)	0.0061 (0.2627)	-0.0009 (0.1117)	0.0112 (0.1097)	0.0058 (0.2232)
△ 법인세 등	-0.0014 (0.0542)	-0.0025 (0.0464)	-0.0075 (0.0904)	-0.0017 (0.0715)	-0.0033 (0.1000)	-0.0023 (0.1263)

( )는 표준편차, \*\* : p<0.05, \*\*\* : p<0.01

〈표 4-4〉 (합병기업의 합병시점)-(합병기업의 합병 전 후 3년) : 분류 2

	-3	-2	-1	+1	+2	+3
△ 기초재고	0.0076 (0.0603)	0.0053 (0.0547)	0.0007 (0.1909)	-0.0096 (0.0065)	-0.1496* (0.0011)	-0.0092* (0.1036)
△ 당기매입	0.0091 (0.2454)	0.0127 (0.1942)	0.1256 (0.0098)	0.0064 (0.1133)	0.0257 (0.0491)	0.0453 (0.2100)
△ 기말재고	0.0018 (0.0722)	0.0016 (0.0257)	0.0016 (0.2413)	0.0026 (0.9810)	-0.0024 (0.0981)	-0.0032 (0.0085)
△ 노무비	0.0153*** (0.1906)	0.0011 (0.0896)	-0.0068 (0.1818)	0.0032 (0.2000)	0.0024 (0.0560)	-0.0042 (0.1905)
△ 급여와 임금	0.0020** (0.1818)	0.0013 (0.0187)	0.0016 (0.3500)	-0.0006 (0.2908)	-0.0000 (0.2708)	0.0004 (0.1078)
△ 퇴직금	-0.0002* (0.0051)	-0.0001*** (0.1760)	-0.0009** (0.1212)	-0.0001 (0.0911)	0.0002 (0.1010)	0.0002 (0.1908)
△ 세금과 공과	0.0003 (0.0099)	0.0006*** (0.1752)	0.0003** (0.0098)	0.0000 (0.1009)	-0.0001 (0.0099)	-0.0003* (0.2020)
△ 감가상각비	0.0013*** (0.0039)	0.0007** (0.1291)	0.0007** (0.0012)	0.0000 (0.1300)	0.0005 (0.1203)	0.0007 (0.0516)
△ 접대비(기밀비)	-0.0000 (0.0234)	-0.0000 (0.1716)	0.0000 (0.0708)	0.0001 (0.0908)	-0.0001 (0.4570)	0.0000 (0.3209)
△ 광고선전비	0.0003 (0.0178)	-0.0001 (0.0820)	0.0007 (0.0013)	0.0006 (0.1054)	-0.0008 (0.0899)	-0.0011 (0.2098)
△ 판매촉진비	0.0001 (0.2987)	-0.0006 (0.1200)	-0.0013 (0.6202)	-0.0004 (0.2301)	-0.0004 (0.6480)	-0.0027 (0.1207)
△ 지급이자	0.0059 (0.2128)	-0.0002 (0.9988)	0.0004 (0.0063)	-0.0009 (0.0101)	0.0088 (0.0156)	-0.0018 (0.0290)
△ 사채이자	0.0071** (0.5128)	0.0049*** (0.2121)	-0.0016 (0.1298)	-0.0011 (0.2122)	0.0011 (0.0034)	0.0023 (0.0170)

( )는 표준편차, \* :  $p < 0.1$ , \*\* :  $p < 0.05$ , \*\*\* :  $p < 0.01$

〈표 4-4〉는 분류 2에서 합병기업의 합병시점과 합병 전 후 3년 차이를 각각 구한 것인데, 이를 살펴보면 합병시점과 합병 후의 비교는 매출원가 항목 중 기초재고가 합병 후 기업에서 더 크게 나타난 앞의 결과와 일치한 것을 빼고는 모두 비유의적인 것으로 나타났다. 합병시점과 합병 전의 비교에서는 합병 전 3년의 노무비와 급여, 임금이 합병시점보다 크게 나타났다. 퇴직금의 경우는 앞의 결과와 마찬가지로

지로 합병 전이 더 컸다.

경비 중 세금과 공과, 감가상각비가 합병시점에서 더 크게 나타나 감가상각비가 합병 후 매출액에 비하여 증가한다는 앞의 결과와 동일하게 나타났다. 금융비용의 경우 합병시점에서 더 크게 나타나 금융비용의 절감효과를 보지 못한다는 앞서의 결과와 동일하게 나타났다.

## V. 결 론

본 논문의 분석기간은 1985년부터 1997년 사이에 합병을 실시한 96개의 합병기업과 합병기업과 동일한 업종에 속하며 합병을 실시하지 않은 기업 중 매출액규모가 비슷한 96개의 상장법인으로 구성된 통제기업 자료를 이용하여 합병 후 비용 측면에서 비효율이 발생하는지 검증하였다.

검증방법은 합병기업과 통제기업을 비교하는 횡단면적인 방법과 합병기업의 합병 전과 합병 후를 비교하는 추세적인 방법을 모두 적용하였다.

연구결과, 합병 후 합병기업의 비용 항목이 합병을 실시하지 않은 통제기업보다 크게 나타나 비용측면에서 비효율적인 운영을 하고 있을 수도 있음을 보여 주었다. 판관비의 경우는 합병기업이 더 크게 나타나 매출액 대비 인건비 부담이 통제기업에 비해 상대적으로 크므로 인력의 효율성이 떨어진다는 것을 알 수 있다. 하지만 퇴직금의 경우는 합병 후보다 통제기업, 합병 전이 더 커서 합병기업은 합병 후 중복되는 업무를 수행하고 있는 인원감축을 통한 인건비 절감 노력이 부족했다는 결론을 내릴 수 있다. 이러한 결과는 합병 전과 후를 비교한 경우에도 같게 나왔다.

그러므로 합병 후 지속적인 구조조정 등을 통한 인원감축이 노무비 등의 비용을 감소시켜 수익성을 높이는 데 기여할 수 있음에도 불구하고 합병 후, 구조조정 노력이 부족하였다는 것을 알 수 있다.

인건비를 제외한 대표적인 고정비라고 할 수 있는 감가상각비가 합병 후 매출액에 비하여 증가하여 자산의 효율성 측면에서 볼 때, 합병 후가 합병 전에 비해 훨씬 떨어진다는 결과를 얻었다. 그러나 영업외비용에 대한 금융비용과 법인세 등의 감소효과를 발견하지 못하였다.

전반적으로 합병 후 기업은 매출액에 비해 인적자원과 물적자원의 효율성이 떨어

진다는 결론을 얻었는데 우리 나라의 경우 충분한 준비과정이 없이 진행되었던 부문에서의 M&A과정에서 특히 두 회사 간의 규모 차이가 큰 경우 피합병기업이 합병기업에 비하여 지니는 우수한 프로세스, 기술, 노하우 등의 측면이 사장되기 쉽고 많은 우수 인력들이 그 조직을 떠나게 되는 경우가 많다. 이때 인적요인의 특성에 기인하는 문제점이 발생하여 기대했던 시너지의 실현을 어렵게 했을 것으로 추론된다.

합병 후 기업의 매출액이 증대되는 것이 겉으로 보기에 는 기업이 성장하는 것으로 보이지만 실제로 매출액의 증가에 비해 이익이 크게 나타나지 않는다는 정범석·이진(2000)의 연구에 대해 본 연구는 그 이유가 합병 후 기업의 인적·물적 자원의 비효율성으로 인한 것임을 간접적으로 알 수 있었다. 합병기업이 진정한 시너지효과를 내기 위해서는 인적·물적자원의 관리를 좀더 효율적으로 하여 합병 후 기업이 갖는 인적·물적자원이 매출에 기여하는 관리적 효율성을 높여서 기업의 영업성과를 개선할 수 있도록 할 필요가 있을 것으로 보이며, 중복되는 인적·물적 자원에 대한 효율적 관리가 필요하다고 하겠다.



## 참 고 문 헌

1. 공정거래위원회(1999), 공정거래백서.
2. 김규영·조현상(1996), “한국에서의 기업합병효과에 관한 실증적 연구,” 증권학회지 제19집, pp.1~26.
3. 김위생·서점식(2000), “증권시장개방과 M&A 공시효과,” 재무연구, 제13권, 제2호, pp.245~275.
4. 나영오(1994), 기업합병의 시너지 효과와 부의 이전효과에 관한 실증적 연구, 홍익대학교 박사학위논문.
5. 송영균·주상용(1997), “한국에서의 기업합병의 성과에 관한 연구: Cashflow 분석을 중심으로,” 증권학회지, 제20집, pp.71~104.
6. 이규익·박병형(1993), 기업결합 - 경제적 효과와 규제, 한국개발연구원.
7. 정범석·이진(2000), “합병과 시장지배력의 관계분석,” 경영정보연구, 제4호, 대한경영정보학회, pp.327~348.
8. 정병권(1993), 기업합병성과에 관한 실증연구 - 해외기업인수를 중심으로, 경희대학교 석사학위논문.
9. 채병완·김광혁(2000), “기업결합과 조세효과에 관한 연구,” 회계정보연구, pp 317~340.
10. Hayn, C.(1989), “Tax Attributes as Determinants of Shareholder Gains in Corporate Acquisitions,” *Journal of Financial Economics* 23, pp.121~153.
11. Healy, P.M., K.G. Palepu, and R.S. Ruback(1992), “Does Corporate Performance Improve after Merger?,” *Journal of Financial Economics* 31, pp.135~175.
12. Kelly, E.M.(1967), *The Profitability of Growth through Mergers*, Pennsylvania State Univ., Park. Pa.
13. Kent Clark and Eli Ofek(1994), “Mergers as a Means of Restructuring Distressed Firms: An Empirical Investigation,” *Journal of Financial and Quantitative Analysis*, Vol. 29, pp.541~565.

14. Rock, M.L., R.H. Rock and Martin Sikora(1994), *The Mergers and Acquisitions Handbook*, McGraw-Hill.
15. Weston, J.F. and S.K. Manshingka(1971), "Test of Efficiency Performance of Conglomerate Firms," *Journal of Finance*, Vol. 26, No. 4, September, pp.919~936.

## Abstract

### A Study on the Efficiency of the Mergers & Acquisition

—focus on the Cost analysis—

Chung, Bhum-suk

This study investigates whether the post-merger bad performance of merging firms was caused by the increase of cost and which cost is responsible for that, if it were. To do this, it is investigated whether there is any difference in terms of cost between pre-merger versus post-merger firms. Also the comparison of cost is used between merging firms and non-merging control groups.

The finding is that the merging firms have a bigger cost than the non-merging control group and the post-merger firms have a bigger cost than the pre-merger firms. Especially labor cost to revenue and depreciation cost to revenue are statistically very different among them. Thus it is suggested that there are inefficiency of manpower and assets.