

일본의 기업결합 효율성과 시장에 미치는 영향에 관한 경제분석(I)

본협회 준법지원실

일본 공정위는 2003년 6월 17일 경쟁정책연구센타를 발족시키고, 공정위 직원과 외부 학식 경험자에 의한 공동연구계획을 정비하였다. 「기업결합의 효율성과 시장에 미치는 영향에 관한 경제분석」은 경쟁정책연구센타의 공동연구계획에 앞서 2002년부터 실시된 것이다.

보고서는 크게 2개의 부분으로 구성된다. 제1장은 기업결합에 의한 효율성과 기업결합규제에 관한 법률상의 사고방식에 대해 정리하고 있으며, 제2장에서는 주로 미국 등에서 행해지고 있는 기법을 활용하여 실시한 경제분석결과에 대하여 정리하고 있다. 경제분석에 대하여는 주요한 복수의 합병사례를 대상으로 한 전체분석(재무분석) 및 4개의 샘플산업에 대한 사례분석(재무분석, 가격분석, 주가이벤트분석)을 행하였다.

I 기업결합에 의한 효율성과 기업결합규제

1. 미국

합병가이드라인에는 「시장지배력을 형성 내지 강화하는 합병 또는 시장지배력의 행사를 용이하게 하는 합병은 허용되어서는 아니 된다」는 사고방식이 나타나 있다. 여기서 말한 시장지

배력이란 「시장이 경쟁적이라면 실현되었을 수준을 넘어 가격을 일정기간 유지할 수 있는 능력」이며, 시장지배력이 발휘된 구체적인 유형으로는 ① 단독의 시장지배력 획득형, ② 과점적 협조형, ③ 단독행위에 의한 경우(일방적 효과, unilateral effects)가 있다.

현재의 합병규칙실무에서는 합병으로 시장지배력이 발생하지 않는 경우에는 물론, 반대로 발생하는 경우에도 합병이 없는 경우에 비하여 합병후에 가격이 하락한다면 바람직하다는 가격기준을 채용하고 있다고 말할 수 있다. 이를테면 합병이 총잉여를 증대시키지도 않고, 합병에 따른 가격저하의 가능성도 없다면 효율성을 고려하지 않는다는 입장이며, 여기서는 합병에 의해 가격이 저하될 가능성이 있는 것, 또는 합병이 없는 경우에 비하여 가격상승의 가능성이 없는 것이 합병을 허용하는 징표가 된다.

2. EU

유럽위원회가 2002년 12월에 공표한 「수평합병에 관한 고시안」에서는 수평합병의 경쟁제한효과를 ① 시장에서의 압도적 지위의 형성 및 강화, ② 과점적 협조형, ③ 비공모 과점형 등 3가지로 분류하고 있다.

「수평합병에 관한 고시안」에서는 경쟁제한효과의 판단시 합병후의 가격증감을 기준으로 한다는 것을 명시적으로 언급하고 있지는 않지만 효율성은 직접소비자에게 이익을 가져다주어야 한다는 것을 강조하고 있는 것으로부터 가격기준을 채용하고 있는 것으로 해석된다. 이것은 평균비용 내지 한계비용의 감소를 초래하는 비용 면에서의 효율성 측면이 고정비용의 삭감보다도 소비자가격의 저하를 가져올 가능성이 높기 때문에, 효율성평가에 보다 관련있는 것으로 설명되고 있는 것으로 짐작된다.

3. 캐나다

1986년 경쟁법에서는 합병이 경쟁의 실질적인 감쇄를 발생시킬 우려가 있는 것으로 판단된 경우에도 합병이 동 법 제96조의 「효율성의 예외」 요건을 만족하는 경우 당해 합병은 허용되며, 합병에 의한 경쟁제한효과와 효율성과의 Trade off가 인정된다. 단, 동 법 제정이래 「효율성의 예외」가 인정된 사건은 Superior Propane 사건 1건뿐이다.

또한 현재, 1986년 경쟁법은 의회에서 개정논의가 진행중에 있어 종전의 규정이 크게 변화할 가능성이 있다. 개정법안은 제96조에 대하여 2가지의 중요한 개정을 제안하고 있다. 첫 번째

째는 합병에 의한 효율성은 고객에게 효율성에 따른 이익을 저가격이라는 형태로 가져다주지 않는 한, 경쟁의 실질적 감쇄를 「상쇄」(제96조제1항)하는 것은 인정되지 않는다는 뜻을 명확히 하는 데에 있다. 두 번째는 시장지배적지위를 형성·강화하는 어떠한 합병에 대해서도 효율성 항변을 부정한다는 것이다. 이리하여 캐나다의 합병규제, 특히 효율성 취급은 현재 과도기에 있으며 향후 전개가 주목된다.

II 경제학적 기법을 이용한 분석

1. 분석의 목적

최근, 독점금지법의 운용과 경쟁정책의 기획·입안시 경제학적인 분석을 적극적으로 도입하는 것이 중요시되고 있다. 이 배경으로서는 SCP 패러다임에 근거한 과점적인 시장구조를 문제시하는 하버드학파의 사고방식이 그 어떠한 시장에서든지 모두 타당한 것은 아니며, 개개 시장별로 시장구조, 시장의 안정성과 과거의 기업행동, 진입압력 등을 가미하면서 시장의 경쟁상황에 대하여 파악할 필요가 있는, 이른바 포스트 시카고학파의 사고방식이 지지되고 있는 것에 따른 것이다. 기업결합 분야에서는 특히 합병전의 시점에서 합병후의 경쟁상황을 예측하려고 하는 성질상, 경제분석이 중요시되는 것은 당연한 것으로 생각되며, 경제분석의 연구가 가장 잘 이루어지고 있는 미국에서도 기업결합에 관한 경제분석이 무수히 행해지고 있다.

우리나라에서 효율성의 달성을 이유로 기업결합을 인정한 사례는 없지만, 주로 기업결합에 의한 효율성이라는 측면에 중점을 두고, 종전부터 경제학자에 의해 실시되었던 기법과 미국의 경쟁당국에서 사용되고 있는 기법 등을 참고로 하여 기업결합에 의한 효율성의 달성상황과 기업결합 후의 시장성과(performance)의 변화에 대하여도 분석하였다. 또한 분석의 결과를 토대로, 당해 분석대상이 된 합병에 대하여 실제로 기업결합으로 효율성이 달성되고 있는지 또한 이것이 시장성과로 나타나고 있는지에 대하여도 정리하였다.

단, 기업결합의 효율성과 기업결합의 시장성과 상황을 예측하는 기법은 이번에 사용한 방법 이외에도 존재하고 또한 사용하는 자료(data)에 있어서도 이번 분석에서 사용된 자료 이외의 출처(source)도 있는 바, 이것들에 대해서도 모두 다 검토를 한 것은 아니다. 이런 의미에서 이번의 분석결과는 한정적인 것이라고 말할 수 있다. 오히려 이번 분석에서는 일본에서 대부분 행해졌던 합병에 관한 분석을 실제로 행해 봄으로써, 경제분석기법의 축적을 도모함과 아울러

각 분석기법의 특징과 문제점을 정리하는 것을 목적으로 하고 있다.

이하에서는 각 분석의 구체적인 기법에 대하여 설명한 후 분석결과에 대하여 소개하고자 한다.

2 분석기법

1) 전체분석

(1) 분석의 목적

복수의 사례를 전체로 보고 합병당사자의 효율성이 합병후에 상승하고 있는지 혹은 그렇지 않은지에 대하여 자료를 이용하여 사후적으로 검증한다.

(2) 분석의 대상이 된 재무자료

합병기업이 속한 산업과, 합병이 행해진 시대의 고유한 요인을 제거하기 위하여 합병기업의 재무자료에서 경쟁기업의 재무자료를 뺀 수치(상대적 지표)¹⁾를 이용하여 분석하였다.

분석에 이용한 구체적인 재무지표는 <표1>과 같다(전부 14개 지표).

<표 1> 분석에 이용한 재무지표

매출액비용지표	제조원가 비율, 원재료비 비율, 노무비 비율, 판매관리비 비율, 인건비 비율
매출액 이익율지표 ²⁾	영업이익율, 경상이익율
자본 이익율지표	자기자본 이익율, 자기자본 경상이익율, 총 자산 이익율
기타	생산성지표 등

(3) 분석대상이 된 합병 등

1980년 1월부터 1999년 12월, 20년간 공정위에 신고되었던 금융기관 이외의 합병 중 합병 당사자 모두 합병전의 총 자산이 100억엔 이상, 합병후의 총 자산이 300억엔 이상이며, 상장

1) 상대적 지표란 합병기업의 지표-경쟁기업의 지표, 즉 합병기업의 합병전 각 지표의 수치는 합병당사자가 합병전부터 1개의 사업체였다고 가정한 경우의 수치(복합합병당사자의 가중치평균치)를 이용하였다.

2) 매출액 비율의 상승/하락과 매출액 이익율의 저하/상승은 표리의 관계에 있기 때문에 매출액 기준 이익율의 상대적 지표의 추이를 봄으로써 매출액 비용비율의 개선상황에 관한 평가에 도움이 되었다.

기업간의 합병, 수평합병과 혼합합병 [수직합병 제외³⁾] 등의 조건을 충족한 35건의 사례를 3가지 유형으로 분류하였다(표2 참조).

〈표 2〉 분류 유형과 사례 건수

유형	사례 건수
I. 전사례(수평합병 및 혼합합병)	35
II. 수평합병만(관계회사간의 합병 제외)	20
III. II의 수평합병 중, 합병당사자의 매출액비가 4배 이내의 합병	17

(4) 분석기법

① t검정

상대적 지표가 합병전 3년간의 중앙치(中央値)와 비교하여 합병 1~5년 후에 통계적으로 의미있게 개선되고 있는지 혹은 그렇지 못한지에 대하여 유형별로 나누어 t검정을 하였다.

② 합병후 지표가 상승/하락한 기업비율의 추이

합병전과 비교하여 합병후에 상대적 지표가 상승/하락한 기업비율의 추이를 유형별로 검증하였다.

③ 앙케이트 조사

유형 II(수평합병만 20개 사례) 중 1990년 이래의 16개 사례(7개 제품분야)에 대하여, 합병의 배경, 목적, 합리화의 상황 등에 관한 앙케이트 조사를 실시하였다.

(5) 분석기법상의 제약

- 이번 분석은 대상을 좁혀 한 것이며, 분석결과가 모든 합병사례에 꼭 들어맞는 것은 아니다.
- 합병전의 어느 시점의 수치와 비교할 것인가, 또한 합병의 효과가 나타날 때까지 합병

3) 예를 들면, 비용지표의 경우에는 개별합병당사자의 지표를 매출액에서 가중한 평균치로 하는 것이며, 수직합병의 경우에는 합병전에 하방사업자는 상방사업자로부터 상품을 구매하여 판매하고 있기 때문에, 하방사업자의 비중이 과대하게 되고, 상방사업자의 비중이 과소하게 된다. 더욱이 수직합병 중 많은 사례가 제조업자와 계열판매사와의 합병이며, 합병에 의해 시장에 주는 영향도 적다고 생각되어 분석대상에서 일률적으로 제외하였다.

- 후 어느 정도의 기간을 관찰하여 평가할 것인가에 대하여 논의의 여지가 있다.
- 재무자료는 합병 이외의 여러 가지 요인으로부터도 영향을 받는다.

2) 사례분석

(1) 전체분석의 한계

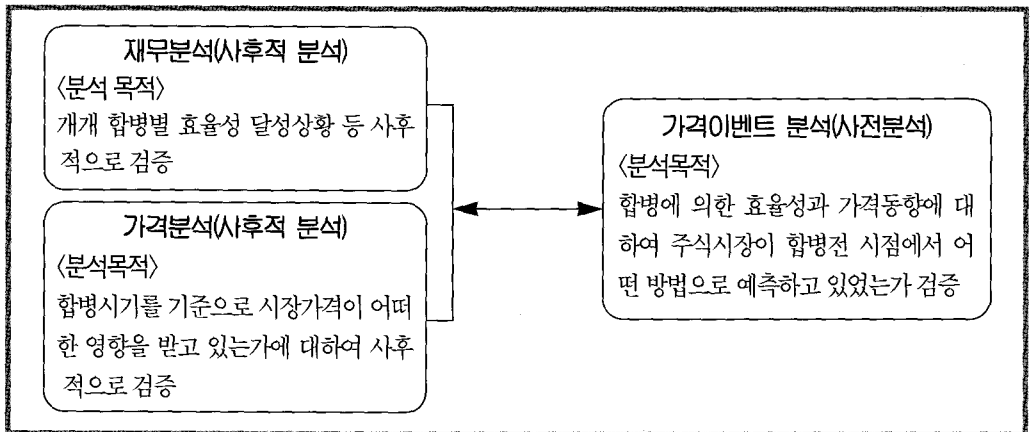
전체분석에서는 복수의 사례를 전체로 보고 재무자료(상대적 지표)의 개선·악화 상황을 검증하였으나, 다음과 같은 점 때문에 검증이 충분하다고는 말할 수 없다.

- 복수의 사례를 전체로 본 점에 대하여, 개개의 합병에 따라 비용과 이익의 상황이 다르며, 전체적인 경향과는 다른 경향을 가지는 합병사례도 존재하기 때문에 개별사례별로 검증할 필요가 있다.
- 재무자료(상대적 지표)를 사용한 점에 대하여, 시장가격의 변화는 합병기업과 경쟁기업에 동등한 영향을 미치기 때문에 전체분석에서 사용한 상대적 지표에는 영향이 없으며 가격변동의 식별은 불가능하기 때문에 별도가격에 관한 분석을 할 필요가 있다.

(2) 사례분석의 내용

사례분석에서는 도표1에 제시된 3가지 분석을 행하였다. 이번 분석에서는 재무분석과 가격 분석에 의한 합병의 영향을 사후적으로 추측하고 이 결과를 주가이벤트 분석에서 파악하는 합병전 시점에서의 합병 영향의 예측과 비교해 봄으로써 재무·가격분석과 주가이벤트 분석과의 정합성(주가이벤트 분석의 예측정도)의 정도에 대하여도 검증을 하였다.

〈도표 1〉



(3) 사례분석의 대상

전제분석에서 대상으로 한 유형 II (수평합병 20개 사례)에 대하여, 당해 합병당사자가 제조하고 있는 주요제품 8개 분야 중에서 자료의 이용가능성 때문에, 「석유제품」, 「시멘트」, 「탄소제품」, 「판지」의 4개 제품 분야에서의 합병 등 13개 사례를 분석대상으로 하였다(도표1).

〈표 3〉 사례분석 대상

	사 례	년도	재무	가격	주가
석유제품	- 大協石油 = 丸善石油 석유정제부문 통합	1984	○	○	○
	- 昭和石油 = 웰식유 합병	1985		○	
	- 大協石油 = 丸善石油	1986	○	○	○
시멘트	- 三菱金屬 = 三菱鑛業시멘트 합병	1990	○	○	○
	- 小野田시멘트 = 秩父시멘트 합병	1994	○	○	○
	- 住友시멘트 = 大阪시멘트 합병	1994	○	○	○
	- 宇部興産 = 三菱material 사업통합	1998		○	○
	- 秩父小野田 = 日本시멘트 합병	1998	○	○	○
탄소제품	- 東海카본 = 東洋카본 합병	1992	○	○	○
판지	- 日本紙業 = 十條板紙 합병	1997		○	
	- レンゴ = セツ 합병	1999	○	○	○
	- 高峻製紙 = 三興製紙 합병	1999	○	○	○
	- 王子系 4사의 판매부문 합병	2001		○	

주1) 재무분석의 대상 : 합병당사자 쌍방이 상장되고 있는 사례만 분석(9개 사례)

주2) 가격분석의 대상 : 합병당사자의 상장·비상장에 관계없이 합병이외에 시장에 영향을 미치는 이벤트도 포함하여 분석(13개 사례)

주3) 주가이벤트 분석의 대상 : 합병당사자 쌍방이 상장되어 있는 사례 이외에 일부 사업만을 통합하려는 사례도 포함하여 분석(10개 사례)

3) 구체적 분석방법

(1) 재무분석(사후적 분석)

① 분석기법

개별사례별로 합병당사자와 경쟁기업의 상대적 지표가 합병전 3년간의 중앙치와 비교하여

합병 1~5년 후에 상승/하락하고 있는가를 분석하였다.

② 분석대상이 된 자료

전체분석에서 대상이 된 재무자료와 동일

③ 분석기법상의 제약

전체분석에 있어서의 제약 이외에도 다음과 같은 제약이 있다.

- 단일기업의 합병후 5년간의 지표의 추이라는 자료 세트(date set)의 제약으로 통계적인 기법을 사용할 수 없어, 합병전의 중앙치와 합병후 수치의 대소를 비교하고 있기 때문에 지표의 상승·하락의 방향에 대한 일정한 평가는 가능하였으나, 그 정도에 대한 평가는 불가능하였다.

(2) 가격분석(사후적 분석)

① 회귀분석

가격을 피설명변수로 가격에 영향을 주는 수요요인 및 비용요인 자료 이외에 합병 시기를 기준으로 한 가격변화를 파악하는 가상(dummy)변수를 설명변수로 투입하여 다음의 추계식에 의해 회귀분석을 하였다⁴⁾. 당해 가상변수의 계수(δ)가 합병전후에서의 가격변화로 파악된다.

$$\begin{aligned} \ln P &= \alpha + \beta_1 \ln a_1 + \dots + \beta_m \ln a_m + r_1 \ln c_1 + \dots + r_n \ln c_n + \delta D \\ &= \alpha + \sum \beta_i \ln a_i + \sum r_j \ln c_j + \delta D \dots \text{㉠} \end{aligned}$$

(P: 가격, 수요변동요인, 요소가격, D: 합병후에 1을 취한 가상)

추계식 ㉠의 구체적인 추계방법에 대하여 기본적으로는 특히 계열상관문제(系列相關問題)에 대한 대응을 취하지 않은 전형적인 최소이승법(最小二乘法, 최소제곱법)에 의해 각 설명변수의 계수를 추정하였다. 그러나 자료가 시계열(時系列; 어떤 현상의 시간적 변화를 관찰하여 얻은 값의 계열)인 관계로 최소이승법(最小二乘法)에서는 계열상관 등의 면에서 적합하지 않은 경우에는 Beach와 MacKinnon 방법⁵⁾에 의해 추계하였다⁶⁾.

4) 여기서는 유도형가격방정식(Reduced Form Price Equation)이 대수선형(對數線形)인 것으로 가정되었다. 이 때문에 합병가상변수의 계수가 유사하게 합병에 의한 가격상승율을 나타내게 된다.

5) 오차항에 1단계의 계열상관 $e^t = \rho e^{t-1} + e^t$ 가 있다고 가정하고 각 설명변수의 계수와외의 수치 ρ 를 최우법(最尤法)에 의해 구하는 방법이다.

6) 월례(月次)의 자료를 사용하여 분석을 실시한 경우, 어느 분석에서도 계열상관이 강하게 작용하여 타당한 분석결과를 얻

② 예측치와 실측치의 도표화(graph)

합병후의 가격변동에 대하여 추계식 ①을 사용하여 산출한 예측치(①식의 δD 항을 제하고 산출할 수치)와 실측치를 그래프로 계산해 냄으로써(plot) 합병전·후의 가격변화를 시각적으로 파악하였다.

③ 앙케이트 조사

가격분석의 대상이 된 수평합병 가운데 1990년대의 사례에 대하여는 합병당사자·경쟁기업·거래처기업에 대해 합병후의 경쟁상황의 변화 등에 대하여 앙케이트 조사를 실시하였다.

④ 분석기법상의 제약

- 실세가격을 보다 잘 반영하는 가격자료로 물가지수자료 이외의 자료가 존재할 가능성이 있다.
- 가격에 영향을 주는 요인을 모두 특정하여 이 요인의 변화를 나타내는 자료를 수집하는 것은 곤란하다.
- 분석기간 중에 기술혁신 등에 의해 원재료의 가격이 제품가격에 미친 영향의 정도가 점차 변하는 사례도 있다.
- 합병 등의 개시시기 이후 1을 취한 가상이 합병의 영향을 반영하는 것인지, 동 시기에 일어난 별도의 다른 이벤트의 영향을 반영하는 것인지 등을 꼭 특정할 수 있는 것은 아니다.

(3) 가격이벤트 분석(사전분석)

① 이벤트일의 특정

주가이벤트 분석은 합병정보가 처음 주식시장에 유입된 날(이벤트일)의 합병당사자와 경쟁기업 주가의 움직임으로부터 합병후의 시장가격 등의 동향에 대하여 예측하는 것이다. 때문에 가장 먼저 이벤트일을 특정할 필요가 있다.

이번 분석에서는 과거의 신문 기사를 검색함으로써 처음 합병보도가 행해진 날(日)을 특정하고 이 전후의 합병당사자의 주가의 움직임을 봄으로써 구체적인 이벤트일의 특정을 시도해보았다⁷⁾.

을 수 없기 때문에 이번 분석에서는 3개월 간격 내지 6개월 간격의 자료를 사용하여 분석하였다. 예를 들면, 이번 달의 가격이 지난달의 가격으로부터 90%의 영향을 받는 경우(상당히 강한 계열상관이 있는 경우), 3개월 간격으로 자료를 취함으로써 이번 달 가격이 3개월 전의 가격으로부터 받은 영향은 $0.93 = 0.729$ 가 되어, 계열상관의 정도가 낮게 된다.

7) 예를 들면 t일 아침(조간)에 합병보도가 게재된 경우, 합병당사자의 주가가 t-1일의 종가(終價)에서 t일의 시가(始價)

② 이벤트일의 이상(異常)수익률(AR)의 계측

①에서 특정한 이벤트일의 합병기업과 경쟁기업의 실제 주식수익률(금일 주가와 작년 오늘 주가의 차이)과 통상수익률(이하 NR이라고 함)과의 차이[이상수익률(이하 AR이라 함)]를 계측한다.

일반적으로 기업주가는 시장전체의 주식의 움직임(日經平均과 TOPIX등)과 연동하여 움직이는 것으로 생각하기 때문에 기업주가의 시계열 자료를 이용하여 우선 다음의 식에 의해 NR을 계산한다⁸⁾.

$$St - St-1 = Rt + \alpha + \beta MRt + \epsilon t \dots \textcircled{C}$$

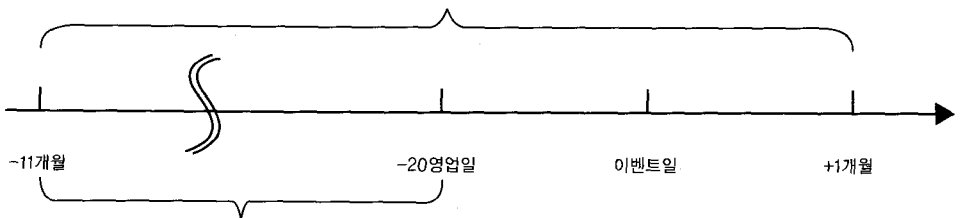
(MRt = MSt - MSt-1)

(St : t기의 분석대상 주식의 주가, Rt : t기의 수익률, MRt : t기의 시장전체의 수익률, ϵt : 오차항, MSt : t기의 주식지수)

①식의 Rt가 NR이다. 여기서는 이하의 2가지 방법에 의해 이벤트일의 실제수익률과 NR(계산상의 수치)과의 차이인 AR을 파악하려고 하였다.

- (i) 이벤트일의 합병기업 및 경쟁기업의 AR이 통계적으로 의미있게 +/- 인가의 여부에 대해 이벤트일의 11개월 전부터 이벤트일의 1개월 후까지 1년간의 자료를 사용하여 합병 발표일에 1을 취한 가상변수를 투입한 회귀분석
- (ii) 이벤트일의 11개월 전부터 20영업일전까지의 자료를 이용해 위 식의 계수의 수치를 추계하여, AR의 추이를 시각적으로 파악하기 위해 이 추계식을 이용, 이벤트일의 20영업일전까지 1개월 후까지의 AR의 누적치(CAR)를 도표화

이 기간의 자료를 이용하여 ①식을 추정((i)의 경우)



에 걸쳐 급격하게 변동하고 있다면, t-1일의 주식시장의 폐회후에 합병정보가 시장에 유입된 것으로 추측된다.

8) 이 모델은 시장모델이라고 칭한다. 이에 반해 주가수준이 장기적으로 일정하다고 가정하는 모델은 평균일정수익률모델(Constant Mean Return Model)로 칭해진다.

이 기간의 자료를 이용하여 ㉠식을 추정((ii)의 경우)

③ AR에 영향을 주는 요인

합병후에 다음과 같은 변화가 일어날 것을 주식시장이 예측한 경우, 이벤트일의 합병기업과 경쟁기업의 AR은 변화할 것으로 생각되기 때문에 ②의 방식으로 파악한 이벤트일의 합병기업과 경쟁기업의 AR의 움직임으로부터 주식시장이 합병후 다음과 같은 변화가 일어날 것으로 예측한 것을 추정하는 것이 가능하다.

- 시장가격의 변화 : 당해 합병에 의해 가격이 상승할 것으로 시장이 예측한 경우, 합병기업과 경쟁기업의 이익이 상승할 것이라는 예측에 근거하여 합병기업과 경쟁기업의 AR은 상승한다.
- 합병기업의 효율성의 변화 : 합병기업의 효율성이 높아 질 것으로 시장이 예측한 경우, 합병기업의 이익이 상승할 것이라는 예측에 근거하여 합병기업의 AR은 상승한다.
- 시장에서의 상대적 입장의 변화 : 합병기업의 경쟁기업에 대한 상대적 입장이 향상할 것으로 시장이 예측한 경우, 합병기업의 이익은 상승하고, 경쟁기업의 이익은 하락할 것이라는 예측에 근거하여 합병기업의 AR은 상승하고, 경쟁기업의 AR은 하락한다.

④ 분석기법상의 제약

- 일본에서는 기업간의 주식보합이 높고, 또한 기관투자자의 행동에 의해 주가의 움직임이 좌우될 가능성이 있다.
- AR의 움직임을 설명할 때, 시장가격의 변화, 효율성의 변화, 상대적 입장의 변화 등 모든 것을 조합하여 검토하는 것은 곤란하다.

3. 분석결과

1) 전체분석

여기서는 분석대상이 된 14개 지표 중 효율성의 달성상황을 파악하는데 가장 직접적인 것으로 생각되는 비용지표(매출액 제조원가 비율, 매출액 원재료비 비율, 매출액 노무비 비율, 매출액 판매관리비 비율, 매출액 인건비 비율)로 초점을 좁혀 분석결과를 소개한다.

(1) t 검정 결과

이번 분석에서는 5가지의 비용지표에 대해, 분석대상이 된 합병을 3가지의 유형으로 분류하여 합병후 5년간에 대해 분석을 하였기 때문에, $5 \times 3 \times 5 = 75$ 종류의 t 검정을 행한 것이 된다. 이 가운데 통계적으로 의미있게 개선되고 있는 결과를 얻은 것이 1개, 의미있게 나빠지고 있

는 결과를 얻은 것은 3개뿐이었다.

이 때문에, 이번 분석대상이 된 합병사례를 전체로 보고 합병후의 합병기업의 비용지표(경쟁기업과의 비율에서 본 상대적 지표)가 합병전과 비교하여 의미있게 개선 또는 악화되고 있는 것으로는 말할 수 없다⁹⁾.

〈과거의 분석과의 비교〉

종전의 우리나라에서의 유사한 연구는 우리가 파악하고 있는 한 대부분, 합병전 시점의 합병당사자의 재무지표에 대해 소멸기업은 무시하고 존속기업만을 주목한 분석이었다면, 이번 분석에서는 소멸기업에도 주목하여(존속기업과 소멸기업의 자료를 가중평균하여) 분석을 하였다. 종전의 연구사례에 따라 소멸기업의 자료를 무시하고 존속기업의 자료에만 주목한 분석을 해 본 것인 바, 합병후에 상대적 지표가 통계적으로 의미있게 악화되고 있는 것이 다수 보인다. 소멸기업을 무시한 분석의 경우, 합병전부터 경영상황이 악화되었던 소멸기업의 수치로 끌고 가는 모습에서 합병후의 지표가 의미있게 악화되고 있는 것으로 평가할 수 있다고 생각한다.

이 때문에, 종전의 연구에서 합병기업의 경영지표가 의미있게 악화되고 있는 것으로 분석한 사례도 볼 수 있으나 소멸기업의 수치로 강제로 끌고 간다는 편견이 있는 것을 에누리해서 이의 결과를 평가할 필요가 있다고 생각한다.

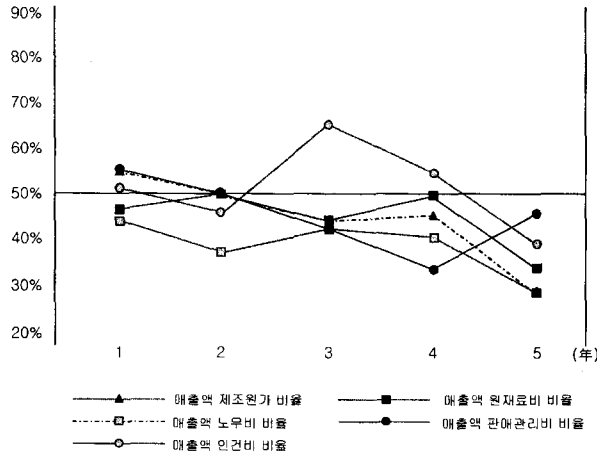
(2) 합병후 비용지표가 하락한 기업비율의 추이

통계적 유의성과는 별개로, 분석대상기업 중 합병후에 비용지표의 상대적 지표가 하락한 기업의 비율에 주목한 것이 도표2, 도표3이다(유형Ⅱ와 유형Ⅲ의 분석결과는 거의 같기 때문에 여기서는 유형Ⅱ의 분석결과는 생략하였다).

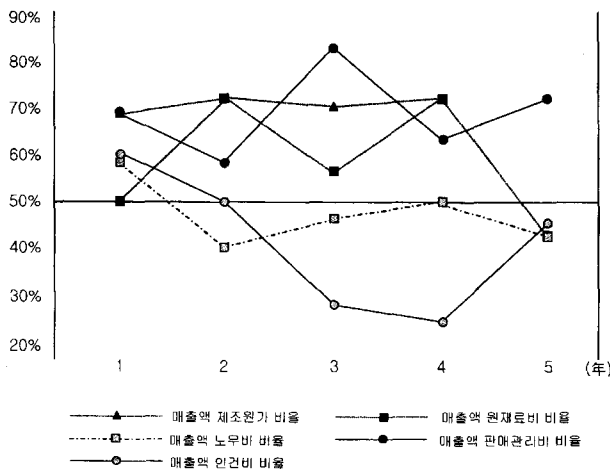
유형Ⅰ[(분석대상이 된 전 사례는(35개 사례))에서는 합병후 비용지표가 하락한 기업의 비율이 대략 50%를 하회하였으나 유형Ⅲ[분석대상 중 수평합병이며 합병당사자의 매출액비가 4배 이내의 합병(17개 사례)]에서는 매출액 제조원가 비율, 매출액 원재료비 비율, 매출액 인건비 비율에 대해 합병후 비용지표가 하락한 기업의 비율이 대략 50%를 넘고 있다. 이 때문에 수평합병의 측면이 혼합합병과 비교하여 합병에 의한 비용의 하락효과가 생기기 쉽다고도 생각할 수 있다¹⁰⁾.

9) 이익율지표와 생산성지표에 대해서도 통계적으로 의미있는 결과를 얻을 수는 없었다. 다른 한편, 경쟁기업의 매출액과의 대비에서 본 합병기업의 매출액 점유는 합병후 의미있게 하락한 결과를 얻었다.

〈도표 2〉 합병후 비용지표가 하락한 기업의 합병유형 I)



〈도표 3〉 합병후 비용지표가 하락한 기업의 합병유형 III)



10) 판별분석의 기법에 의해 5개 비용지표를 포함 14개의 재무지표를 동시에 사용하여 합병전 그룹과 합병후 그룹을 수량적으로 식별하기 위하여 관수(判別關數)를 특정, 이 판별관수에 실제의 자료를 맞추어보고, 합병전의 그룹 자료가 합병후 그룹에 바르게 분류되고 있는가에 대하여 검증을 행한 바(정확하게 판별된 비율을 판별정도라 한다), 유형 I 보다도 유형 II와 유형 III 쪽이 판별정도가 높았다. 따라서 유형 I 과 비교하여 유형 II와 유형 III 쪽이 합병전 자료와 합병후 자료의 상위가 크다고 말할 수 있다.

(3) 앙케이트조사 결과

재무분석의 대상이 된 수평합병 20개 사례 중 1990년 이후의 합병사례인 16개 사례(7개 제품분야)에 대해 합병의 배경과 목적, 합리화의 상황 등에 관한 앙케이트조사를 실시하였다. 결과를 정리한 것은 다음과 같다.

- 합병의 배경은 [글로벌화 경쟁의 격화](92%)가 가장 많았고, 다음으로 [국내수요의 감퇴](58%), [경쟁기업의 합병 등](42%).
- 합병의 목적은 [비용부담의 경감](92%)이 가장 많았고, 다음으로 [연구·기술개발부문의 강화](50%), [업계에서의 주도적인 입장의 확보](42%).
- 합병에 따른 합리화로 예상했던 사항은 [인원 삭감](82%)이 가장 많았고, 다음으로 [물류비의 삭감](55%), [설비의 통폐합](46%), [원재료비의 삭감](36%). 합리화의 달성상황은 [인원의 삭감]과 [원재료비의 삭감]에 대하여, 당초 예상했던 합리화가 [달성되었다]고 하는 것이 많았다. [물류비의 삭감]과 [설비의 통폐합]에 대하여는, 당초 예상했던 합리화가 그 이상 달성되었다고 한 사례도 소수지만 있었다.
 - 장기적인 생산성의 개선에 대한 구체적인 사례를 든 합병당사자는 거의 없다.
 - 경쟁기업이 당해 합병으로 인해 받은 장점은 특별히 없다는 회답이 80% 이상

이상으로부터 이번 앙케이트의 대상이 된 합병에 한하여 말한다면, [인원의 삭감]이 가장 기대되며, 실제로 합리화가 달성된 비율도 높다고 말할 수 있다. 또한 합병기업의 기술혁신의 진전 등에 의해 장기적인 효율성의 개선과 경쟁기업으로의 효율성의 고른 효과는 아주 없다고 말할 수 있다.

- 다음호에 계속 -

일본 월간 「공정취인」 2003. 9월호 발췌