

# 합병한 국내 제조기업들의 특징에 관한 실증적 연구 : 환경적 요인과 기업성과를 중심으로\*

이윤숙<sup>1</sup> · 박수훈<sup>2†</sup>

<sup>1</sup>서강대학교 기술경영전문대학원, <sup>2</sup>사우스캐롤라이나 주립대학교

## An Empirical Analysis of the Characteristics of Acquiring Manufacturing Firms in Korea : The Focus on Environmental Factors and Firm Performance

Yoonsuk Lee<sup>1</sup> · Soohoon Park<sup>2†</sup>

<sup>1</sup>Graduate School of Management of Technology, Sogang University

<sup>2</sup>Moore School of Business, University of South Carolina

### ■ Abstract ■

The M&A of firms has been emerged as the effective means of fast diversification and growth in dynamic environment. However, the empirical research about M&A in Korea has not been implemented rich due to the difficulty of obtaining M&A data. In this research, we empirically investigate the relationships among M&A, environment and firms' performance focused on Korean manufacturing firms, understanding the current practice of M&A in Korea.

We use the Manufacturing Productivity Panel Survey Data, which are collected by Korea Productivity Center in 2013. The sample size is 575 and the sample is divided into M&A group and non-M&A group. We conduct logit analysis with the independent variables of environment factors (munificence, dynamic, uncertainty), and firms' performance (sales growth, ROS, labor productivity and Inventory turnover), and dependent variable of M&A group or non M&A group. The results show that M&A is closely related to environment feature and firm performance: M&A firms are likely to be the higher munificence and dynamic and the lower sales growth and higher profitability than non-M&A group. In addition, we also examine the characteristics of firms by M&A types (competitors, customer/supplier and firms from unrelated industry).

These results imply that if firms confront the pressure of uncertainty (dynamic) and the lower growth, they tend to choose M&A. Furthermore, to profoundly understand the behavior of firms about M&A, it is required to classify the M&A firms by merge types.

Keywords : Munificence, Dynamic, Competition, Merge types, Firm performance, Firm Characteristic

논문접수일 : 2015년 01월 14일    논문게재확정일 : 2015년 03월 12일

논문수정일 : 2015년 03월 08일

\* 한국생산성본부와 산업통상자원부에서 제공하는 제조업 생산성 패널조사데이터를 이용하였다.

† 교신저자, soohun99@gmail.com

## 1. 서론

기업들은 빠른 성장과 다각화를 위하여 합병을 선택하기도 하며[18] 합병을 통해 내부적으로 장기간에 걸쳐 개발해야 하는 역량이나 기술 및 유통망 등과 같은 자원을 단시간에 얻을 수 있다. 이에 합병은 “일종의 시간을 사는 전략”으로 불리기도 한다[8]. 최근 기술의 발전이 빠르게 일어나고 경쟁의 강도와 불확실성이 높은 기업 환경을 고려할 때 합병은 단시간에 필요한 기업의 역량을 강화시켜 기업의 경쟁력을 유지할 수 있도록 하는 매력적인 경영 수단으로 볼 수 있다.

파이낸셜 타임즈의 보도에 따르면 올해 2014년 상반기 전 세계 M&A 규모가 2007년 이후 최대 규모인 약 1조 7500달러를 기록하였다고 한다. 지역별로 살펴보면 미국의 경우 총 7485억 달러를 기록해 작년보다 75%가까이 늘어났으며 아시아 지역도 85% 증가한 3278억 달러를 기록했고, 인수합병 활동이 부진했던 유럽도 작년 수준의 두 배를 뛰어넘는 5090억 달러 규모의 M&A가 이루어졌다고 밝혔다. 이러한 수치는 기존에 상대적으로 위험회피 전략이나 유기적/내적인 확장을 통한 성장전략을 선호하던 것에서 합병을 통한 빠르게 성장하려는 경향의 변화가 반영된 것이라고 파이낸셜 타임즈는 분석하고 있다.<sup>1)</sup>

일반적으로 국내 기업들은 해외 기업들과 비교하여 합병 건수와 규모가 작은 것으로 알려져 있다. 대외경제정책연구원의 2012년 보고서에 따르면 국내 기업에 의한 M&A 규모는 과거에 비해 늘어나 2011년 494억 달러로 성장하였으나 글로벌 M&A 거래규모가 2.3조 규모임을 고려하여 살펴본다면 세계 수준에 비해 규모가 상대적으로 작다고 지적하고 있다.<sup>2)</sup> 2014년 다음커뮤니케이션과 카카오의

합병이 발표되며 합병이 사회적으로 큰 주목을 받았지만<sup>3)</sup> 여전히 국내에서 합병은 저조한 편이다. 기술과 소비자요구 등이 급변하는 경영환경의 불확실성을 고려할 때 합병은 기업이 급변하는 외부환경에 대응하고 경쟁력을 확보하는 적절한 수단으로 볼 수 있다. 또한 대규모 생산능력과 자원을 보유한 대기업들이 기술과 아이디어를 가진 벤처기업과의 합병이 빈번히 일어나는 환경이 조성되면 벤처생태계 및 산업 활성화에 기여할 수 있다. 이에 국가에서는 기업 생태계 활성화 및 기업들의 경쟁력 강화를 위하여 기업 간 합병이 활발하게 일어날 수 있는 기업 환경을 조성하기 위하여 노력하고 있다.<sup>4)</sup>

기존의 합병에 관한 국내의 연구들을 살펴보면 경영학의 회계와 전략 분야 그리고 경제학 분야에서 주로 이루어져 왔다. 기존 선행연구는 크게 두 가지 흐름으로 구분할 수 있는데 첫 번째 흐름은 합병과 기업성과와의 관계를 살펴보는 것이고 두 번째는 합병 후 기업 통합 활동을 고찰하는 것이다. 재무나 회계분야에서 합병이 기업성과에 긍정적인 영향을 미칠 것이라는 기대하에 합병과 기업성과에 관계를 재무 데이터를 기반으로 실증하는 연구들이 있어왔다[9, 12]. 그러나 합병과 기업성과의 긍정적 효과를 입증하기 보다는 합병 후 기업성과의 향상에 관한 결과가 일관적으로 나타나지 않고 있다[11, 25]. 또 다른 연구흐름으로는 기업합병을 성과와 직접 연결시키지 않고 합병의 성과에 대한 위험요인을 인지하고 합병의 성과를 높이기 위한 방법으로 합병 후 기업 통합 활동에 대한 연구이다 [19, 27].

국내에서 이루어진 합병에 관한 연구들을 살펴보면 합병에 관한 연구가 많지 않을 뿐만 아니라 주제도 주로 합병과 기업성과(주로 주가 변화)와의 관계를 고찰하는 연구들이 대부분이다. 또한, 데이

1) 2014-06-30 10:01, 뉴스핌 기사의 일부를 인용함.

2) 2012-05-12, 국내기업에 의한 최근 M&A의 주요 특징과 시사점, 대외경제정책연구원 보고서.

3) 2014-05-27 20:56, 오마이뉴스 기사의 일부를 인용함.

4) 정보통신산업연구원, 2014년, 지식서비스 산업 실태 조사 및 정책연구, p. 134.

터나 방법론적인 측면에 있어서도 주로 주가수익률을 사용한 이벤트 분석 혹은 기업의 재무성과의 집단 간 평균 비교 방식이 보편적으로 사용되고 있다(2, 4). 이러한 연구흐름은 국내에서 합병한 기업의 수가 적고 더욱이 합병한 기업들의 실증적 자료를 수집하기 어렵기 때문에 나타난 현상이라고 사료된다.

본 연구는 한국 제조 기업들을 대상으로 합병한 기업들의 환경적, 성과적 요인들을 실증적으로 고찰하는 것을 목적으로 한다. 본 연구에서는 2013년 지식경제부와 한국 생산성본부가 공동으로 주관하여 국내의 600여 제조 기업들을 대상으로 조사한 공신력 있는 데이터를 사용한다. 이 데이터를 기반으로 합병한 기업들과 합병하지 않은 기업들의 전략적, 환경적, 기업성과 요인들을 실증적으로 비교한다. 구체적으로 첫 번째, 환경적 요인과 합병과의 관련성을 살펴보고 두 번째, 기업성과와 합병과의 관계를 고찰하였다. 마지막으로, 합병형태별(경쟁사, 관계사, 타업종) 기업이 보유한 환경적, 성과적 차이가 있는지를 연구하였다. 이를 통하여 한국 제조 기업들의 합병 행태에 관하여 실증 데이터를 기반으로 종합적/체계적으로 살펴보고자 하는 것이 본 연구의 목적이다.

본 연구의 선행 연구와의 차별점은 다음과 같다. 첫 번째, 합병 후 기업성과의 변화를 다루지 않는다. 대부분의 합병 연구들이 합병 후 기업성과에 초점을 둔 것과 달리 본 연구에서는 기업의 환경적 요인, 기업의 특징 그리고 기업의 성과라는 관점에서 합병과의 관련성을 종합적으로 고찰해보고자 한다. 두 번째, 본 연구에서는 독립변수로 환경, 기업성과 및 특징에 관한 다양한 변수를 사용하고 있다. 기존의 선행연구들에서 재무적 정보와 주가 수익률을 주로 사용하여 실증 분석하던 방식에서 벗어나 환경적 요인, 기업 내부의 생산성, 기업 전략 및 주력 상품 성장 단계 등에 다양한 변수를 사용하여 기업의 합병에 관하여 풍부하게 설명하고 있다. 세 번째, 기존의 선행연구들에서는 합병한 기업과 합병하지 않은 기업의 성과적 차이를 입증하기 위하

여 합병한 기업 자료를 기반으로 합병한 기업과 유사한 특징을 지닌 대응되는 임의의 기업들을 뽑아 두 집단의 평균을 비교하는 방식을 주로 사용하고 있다. 하지만, 본 연구에서는 이러한 방식과 달리 총 575개의 제조기업 표본을 선정하고 이들 가운데 최근 합병을 경험한 기업과 아닌 기업으로 분류하여 두 그룹의 차이를 검증하고 있다. 이러한 방식은 기존의 방식에 비하여 비합병 표본 선택 시 연구자의 임의적인 개입에 의한 표본의 편향(bias)을 줄일 수 있고 전체 제조업 기업들 가운데 합병한 기업들의 자연스러운 행태를 살펴볼 수 있다는 장점이 있다.

본 논문의 기여점은 다음과 같다. 첫 번째, 학문적으로 합병에 관한 풍부한 실증 데이터가 부족한 상황에서 다양한 변수를 사용하여 합병기업들의 특징을 고찰하였다. 또한 기존에 데이터와 분석 방법에 있어 제한적으로 이루어진 합병에 관한 연구 분야를 풍부하게 하였다는 것이다. 이를 통하여 기업의 합병 행태에 관하여 환경, 성과, 기업특징이라는 세 가지 축을 중심으로 이해할 수 있다. 두 번째, 실무적 관점으로 한국 제조 기업들이 어떠한 상황에서 왜 합병을 하는지를 실증함으로써 국내 기업들의 합병 행태에 관한 정보를 제공할 수 있다. 또한 기업의 입장에서 경쟁사의 합병행위를 분석하거나 혹은 자사의 합병결정에 있어 의사결정 시 참고해야하는 주요 요인들 및 분석 프레임으로 사용할 수 있다.

본 논문은 다음과 같이 구성되어 있다. 두 번째 장에서는 기존의 문헌을 기반으로 환경적 요인과 기업합병 그리고 합병과 기업성과에 관하여 살펴본다. 세 번째 장은 기술통계와 로짓분석을 통하여 합병과 비합병 기업의 특징의 차이를 살펴보고 합병형태별 기업의 특성의 차이를 상세히 살펴본다. 네 번째 장에서는 본 연구를 통하여 도출된 결론을 제시하고 결론의 의미에 대하여 심층적으로 고찰한다. 마지막으로 연구의 시사점과 한계점을 제시하였다.

## 2. 문헌연구

본 장에서는 우선 기업합병을 중심으로 기업환경 그리고 기업성과와의 관계를 살펴보고 합병을 다시 관계사, 경쟁사, 타업종의 세 가지 형태로 구분하여 합병형태별 환경적, 성과적 요인들의 차이점을 고찰하였다.

### 2.1 기업 환경과 합병

기업환경은 기업에게 있어서 위기(threat)와 기회(opportunity)를 제공한다. 이에 기업들은 지속적으로 환경에 대응을 하며 조직을 환경에 적응(adaptation)시켜 나간다. 이러한 적응방식은 규모(scale of operation), 기술(technology), 구조(structure), 인력(human resources) 등에 측면에서 구체화되고[16] 이러한 차원들의 운영을 통해서 기업들은 환경에 기업을 적응시켜나가게 된다. 기업이 이러한 수단을 실행/운영하고자 할 때 개발(make) 혹은 구매(buy)의 두 가지 차원의 획득전략을 고려할 수 있다. 개발이란 자체적으로 이러한 부족한 역량을 개발하는 것이고 구매(buy)란 부족한 부분을 기업합병을 통하여 단기간에 획득하는 것으로 볼 수 있다.

환경적 요인은 기업들이 이러한 개발(make)과 구매(buy)를 결정하는데 영향을 주는 주요요인이다. Baum and Wally[10]은 환경의 역동성(dynamism)과 풍요성(munificence)이 높은 경우 의사결정의 속도가 빠른 것이 기업의 성장과 수익성에 모두 긍정적인 영향이 있음을 실증하였다. 이러한 환경 하에서는 기업은 시간이 필요한 자체개발을 통한 역량의 개발보다는 합병을 통한 방법이 기업의 경쟁력 향상에 적합할 수 있다. 합병은 기업이 환경에 대응하기 위한 기술과 규모, 구조의 변화를 이루는데 기여할 수 있는 수단이고 이러한 수단들은 기업이 환경 변화에 적응하는 하나의 방법임을 고려해 볼 때 기업이 처한 환경은 기업의 합병 결정과 밀접한 관련이 있음을 추론해 볼 수 있다.

본 논문에서는 기업의 환경적 특징을 역동성

(dynamism), 풍요성(munificence), 그리고 경쟁강도(strength of competition)의 세 가지 차원으로 구분하여 합병한 기업과 합병하지 않은 기업들 사이에 환경적 차이가 존재하고 있는지를 살펴보고자 한다.

### 2.2 기업성과와 합병

1980년대 경영학 분야에서는 경제학의 산업조직론의 이론을 채용하여 구조-행위-성과(structure-conduct-performance model) 모델을 제시하였는데 [1, 23] 이 이론의 핵심은 기업이 속한 산업의 구조와 환경에 의하여 기업의 행위(conduct)가 결정되고 이러한 행위가 기업의 성과에 영향을 준다는 것이다. 즉, 같은 환경에 처한 기업들일지라도 기업들의 상이한 경영활동에 의하여 성과의 차이가 있음을 보여주는 것으로 구조-행위-성과 모델은 동일한 기업 환경을 가진 기업들이 왜 상이한 기업 성과를 가지는가라는 질문에 대하여 기업 행위의 중요성을 지지하는 이론이다. 합병은 성장을 단축하거나 혹은 다각화 등을 통해 미래에 기업의 업종변경 등을 결정할 수 있는 중요한 의사결정행위로 볼 수 있다[6]. 이에 합병은 인수기업이 기업의 구조적 변화를 단시간에 취할 수 있도록 하는 기업의 전략적 경영활동으로 볼 수 있는 것이다. 합병의 위험성(재무적 위험 그리고 합병 후 기업통합과정에 걸리는 노력과 어려움)을 고려해 보았을 때 합병은 기업이 일상적으로 할 수 있는 낮은 단계의 의사결정이 아닌 기업차원에서 고려해야하는 매우 중요한 의사결정 활동으로 볼 수 있다.

기업의 성과는 일반적으로 기업 활동의 결과로 인식되고 이에 대다수의 논문에서 기업성과는 종속변수로 사용된다. 그러나 기업의 성과는 기업의 특정한 방식의 의사결정을 유발하는 요인으로도 작용한다. 예를 들어 기업과 혁신과의 관계를 살펴볼 때 기업 성과와 기업의 혁신활동 사이에는 U자 관계가 존재하는데 이는 기업의 성과가 좋거나 나쁘면 기업은 연구개발 활동과 같은 혁신활동에 투자를 더 많이 하는 경향이 있다는 것으로 기업의 성과는 기존에

수행된 기업의사결정과 경영활동의 결과이기도 하지만 현재의 성과는 다시 특정 기업의 활동을 유발하는 원인으로도 볼 수 있음을 의미한다[28]. 합병 연구들에 있어 기업성과와 합병과의 관계를 살펴보면 결과가 일관적으로 나타나지 않고 있다. 일부 연구들은 기업의 수익성이 낮고 성장률이 저하되었을 때 이를 타개하기 위하여 합병을 하는 경향이 있다고 밝히고 있고[13, 34] 또 다른 연구들에서 기업의 성과가 좋을 때는 재무적 위험을 감수할 수 있는 여력이 있으므로 기업이 합병을 하는 경향이 있다고 주장하고 있다[30]. 기업성과와 합병의 관계가 일관적으로 나타나지는 않지만 선행연구들을 살펴보면 기업성과가 합병에 영향을 주고 있음을 알 수 있다.

## 2.3 기업합병형태에 따른 기업환경과 기업성과

합병형태는 일반적으로 인수기업과 피인수기업의 관계를 기반으로 정의된다. 가장 많이 사용되는 합병형태는 기업의 업종을 기반으로 관련된 산업의 기업을 합병하는 연관(related)합병과 기업이 속한 산업과 다른 산업의 기업을 합병하는 비연관(unrelated)합병이다[3, 5, 17, 29, 31]. Chatterjee[15]은 연관합병을 다시 수평적 합병과 수직적 합병으로 구분하여 경쟁사를 합병하는 경우를 수평적으로 구매기업 혹은 공급 기업을 합병하는 경우를 수직적 합병으로 제시하였다. 또한 미국의 Federal Trade Commission (FTC)은 인수기업과 피인수기업의 관계에 의거하여 수평적 합병, 수직적 합병, 제품 확장, 시장 확장 그리고 비연관 합병의 5가지 형태로 구분하고 있다[33]. 이들의 분류에 따르면 수평적 합병은 동종 산업에 속하고 시장이 겹치는 기업들 간에 합병을 의미하고 수직적 합병은 인수기업과 피인수기업의 관계가 공급자-구매자인 경우를 일컬으며 제품 확장은 기업이 기능적으로 연관이 있는 제품을 가진 기업을 합병하는 경우를 말하며 시장 확장은 인수기업과 피인수기업이 동일한 제품을 생산/판매하지만 지리적으로 시장이 다른 경우에 합병이 일어나는 것을 지칭한다. 마지막으로 비연관 합병은 두 기업이 위

에서 언급한 특정한 연관성이 발견되는 않는 타업종의 기업을 합병하는 경우를 일컫는다.

합병의 형태는 합병의 목적/동기와 밀접한 관련이 있다. 기업이 시장지배력을 높이거나 할 경우에는 수평적 합병을 하려는 경향이 있고 신성장동력을 위한 기술을 얻거나 새로운 산업에 진입하고자 할 때는 타업종의 기업을 합병한다. 또한 내적인 효율성 증진을 통하여 성과를 높이거나 할 경우는 공급사를 합병하려는 경향이 나타난다. 기업의 합병형태의 차이는 기업이 합병을 하는 동기와 합병을 통한 기업의 기대하는 성과가 다른 것을 의미한다. Park[30]은 기업의 다각화를 다루면서 기업성과와 기업합병형태와의 관계를 살펴보고 있는데 그에 따르면 산업의 수익성이 좋은 경우 기업은 연관합병을 선호하는 경향이 나타나지만 산업의 수익성이 떨어지면 비연관 합병을 통하여 타 산업으로의 진입을 시도하는 경향이 있다고 보고하였다. 이는 기업이 속한 산업의 성장성이 높은 경우 기업들은 수익성이 높을 가능성이 크고 풍요로운 산업에서 더 빠른 성장과 수익을 얻기 위하여 연관합병을 선택한다는 것이다. 반면에 기업이 속한 산업이 쇠퇴하거나 혹은 역동성 및 경쟁 강도가 높아져 기업 환경의 조건이 불리해진다면 기업들은 새로운 성장동력을 얻기 위하여 타산업으로의 비연관 합병을 선택하는 경향이 높다는 것이다. 즉, 합병형태에 따라 환경과 기업의 성과적 특징이 상이하게 나타나고 있음을 제시하였다.

이에 본 논문에서는 합병과 비합병 기업들 사이에 환경적, 기업특성, 기업성과의 차이를 살펴볼 뿐 아니라 합병한 기업들의 합병형태(경쟁사, 관계사, 타업종)를 구분하여 각 합병형태별 환경적, 기업특성, 기업성과의 차이가 있는지를 고찰한다.

## 3. 분석방법

### 3.1 자료 수집 및 표본의 특성

본 연구에서는 한국 제조기업을 대상으로 2013

년 한국생산성 본부에서 실시한 제조업 생산성 패널 데이터를 사용하였다. 본 데이터는 기업의 주요 부서인 재무, 인사, 기획, 영업, 생산, 구매, 연구개발 등의 부서의 책임자 혹은 담당자에게 각 부서와 관련된 설문을 실시하였다. 제조 산업별 자동차, 기계, 조선, 통신기기등 주요 제조산업에 속한 기업들이 고르게 선정하여 산업별 층화표본을 선정하여 선정된 기업을 대상으로 설문을 실시하였고 27%의 응답률을 보였다.

기존 합병을 연구하는 기존문헌들을 살펴보면 합병한 기업들의 목록을 기반으로 합병한 기업들과 유사한 업종, 크기 등으로 대응하는 합병하지 않은 기업들을 뽑아 비교하는 형태로 주로 이루어지고 있다. 이와 같은 방식은 합병한 기업들과 대응하는 표본기업을 선택할 때 연구자의 주관이 많이 개입될 수 있고 대응하는 표본기업을 선정하는데 어려움이 존재한다. 그러나 본 연구에서는 한국의 제조산업을 대상으로 표본을 선정하여 그 안에 얼마나 많은 기업들이 최근 3년 간 합병을 하였는지를 조사하여 실제 전체 기업들 가운데 합병이 어느 정도 비율로 일어나고 있는지 포착하고 있다.

기존의 합병에 관한 연구를 살펴보면 합병연구시 가장 어려운 점 중에 하나가 데이터를 수집하는 것이다. 장영광과 송인만의 1991년의 연구를 살펴보면 이들은 1984년부터 1988년까지 5년간 합병한 106개 기업들을 대상으로 설문을 실시하였다. 설문에 대한 응답률은 전체 표본의 41.5%로 최종 표본의 기업의 수가 44개에 불과하였다. 이러한 부분은 합병연구의 데이터 수집의 어려움을 보여주는 예로 볼 수 있다.

본 연구에서 최종적으로 조사된 데이터 601개 중 26개를 제외한 575개의 자료를 활용하여 분석을 실시하였다. 최초의 데이터의 주력제품 단계에서 쇠퇴기에 소속되어 있는 데이터에 합병된 기업이 포함되어 있지 않아 다중공선성의 문제가 발생할 가능성이 존재하여 제외하였으며, 매출액 증가율에서 이상점(outlier)로 인해 분석에 문제를 발생시키는 데이터를 제외하여 최종적으로 575개 기업의 자료를 사용한 것이다.

### 3.2 변수의 정의

본 연구에서 독립변수를 크게 통제변수인 기업의 특성과 환경적 요인 그리고 기업성과의 세 가지 그룹으로 구분하였다. 각 변수의 조작적 정의는 <표 1>에 정리하였다.

기업의 특성을 살펴보는 변수로는 주력제품경쟁 전략, 주력제품단계, 기업연혁, 기업크기, 주력제품 매출비중을 사용하였다. 주력제품경쟁전략은 기업이 신제품을 얼마나 적극적으로 개발하는가를 측정하였고 주력제품단계는 기업의 주력제품의 생애주기를 단계별로 나누어 범주형 자료 형태로 측정하였다. 주력제품의 비중은 기업의 단일 상품에 대한 집중화 정도를 파악하기 위한 변수로 측정되었다.

환경적 요인은 풍요성, 역동성, 경쟁의 불확실성, 그리고 1위 기업의 점유율 변수를 사용하였다. Dess와 Beard[20]는 경영환경의 불확실성을 측정할 수 있는 요인들로 동태성(dynamic), 복잡성(complexity), 풍부성(munificence)의 세 가지 차원을 제시하였고 이 세 가지 차원들의 높고 낮음으로 기업이 처한 환경의 불확실성을 이해할 수 있다고 제시한다. 본 논문에서는 복잡성을 제외한 풍요성, 역동성을 사용하였고 리커트 척도(likert scale)를 사용한 설문을 기반으로 세 문항으로 구성된 구성개념(construct)으로 측정되었다. 풍요성은 기업의 속한 산업의 특성이 기업의 지속적인 성장을 뒷받침하는 환경인지를 보는 것으로 생산능력증대(capacity), 성장성/쇠퇴성(growth/decline), 기회/위협(opportunity/threat)의 세 가지 측면으로 측정하였다[22, 14, 20]. 역동성은 기업이 속한 산업의 패턴을 파악하기 어렵고 예측가능성이 낮은 산업으로 불안정성(instability) 및 불확실성(uncertainty)이 높은 산업 특징을 지칭한다[20]. 풍요성과 역동성은 요인점수로 변환하여 변수로 사용하였다. 본 연구에서는 기업이 속한 산업의 변화의 속도와 신제품 출시 속도 등으로 측정되었다. 또한 기업이 속한 시장의 경쟁강도 및 특징을 살펴보기 위하여 경쟁강도라는 변수를 도

입하였다. 본 논문에서는 경쟁상황을 측정하기 위하여 Herfindahl-Hirschman index와 유사하게 각 기업이 주력으로 있는 산업에서 1위 기업의 시장점유율을 조사하여 사용하였다.

기업성과는 매출액 증가율, ROS, 노동생산성, 제품재고회전율을 사용하여 기업의 성장성, 수익성, 내부적 생산성을 반영하고자 하였다. 구체적으로 매출액 증가율은 기업의 성장성을 표현하고 ROS는 기업의 수익성을 그리고 노동생산성과 제품재고회전율은 기업 내부의 운영효율성을 파악하기 위한 지표로 사용하였다.

### 3.3 분석 방법

본 연구에서는 분석을 위하여 기술통계, 두 집단 평균비교와 로짓분석을 실시하였다. 기술통계 방법을 사용하여 우리나라 제조 기업들의 산업별, 크기별, 형태별 특징을 살펴보았다. t-test를 통하여 합병한 기업과 합병하지 않은 기업들의 환경, 기업특성, 기업성과의 차이가 있음을 검증하였으며 합병과 주요 변수들 간의 인과관계를 살펴보기 위하여

로짓분석을 실시하였다. 본 연구에서 로짓분석을 사용한 이유는 크게 두 가지이다. 첫째, 본 연구에서는 합병과 비합병이 독립변수가 아닌 종속변수로 사용되고 있다. 이에 종속변수가 합병과 비합병이라는 이분형 명목변수로 기존의 회귀분석 방법을 이용할 수가 없다. 이에 로짓분석을 사용하여 각 독립변수가 합병과 비합병에 미치는 체계적인 인과관계를 살펴보았다. 둘째, 본 연구에서 t-test와 로짓분석을 동시에 사용한 이유는 t-test를 통하여 합병한 그룹과 합병하지 않은 그룹의 환경적, 성과적 요인의 차이를 검증할 수 있지만 이러한 경우에 각 변수의 효과가 다른 요인들이 통제되지 않은 상태의 결과로 정확한 인과관계를 보여주는 데 한계가 존재한다. 이에 로짓분석을 사용하여 기업 특성을 통제된 후 기업의 환경적, 성과적 요인이 두 집단을 구별하는 중요한 요인임을 엄밀하게 식별하고자 로짓분석을 사용하였다.

마지막으로 합병한 기업들 합병형태(경쟁사 합병, 관계사 합병, 타업종 합병)로 구분하여 각 합병 형태별 환경, 기업특성 그리고 기업성과의 관계 살펴보기 위하여 기술통계를 사용하였다.

〈표 1〉 변수정의

요인	변수	변수 정의
기업 특성	주력제품경쟁전략	기업의 신제품 전략 (1. 신제품 개발을 적극적으로 시도하지 않는다. 2. 선도기업의 성과에 따라 선택적으로 신제품을 개발하여 시장을 공략한다. 3. 경쟁사보다 먼저 개발하여 고객 및 시장변화에 주도적 역할을 한다.)
	주력제품단계	제품의 생애주기 (1. 도입기, 2. 성장기, 3. 성숙초기, 4. 성숙후기)
	기업연혁	2013-설립연도
	기업크기	2012년도 기준 종업원 수
	주력제품매출비중	주력제품이 전체 매출에서 차지하는 비중
환경적 요인	풍요성	기업이 속한 산업의 성장성
	역동성	기업이 속한 산업의 신제품/기술 도입 속도 및 변화
	경쟁강도	산업에 속한 1위기업의 점유율
기업 성과	매출액 증가율	(2012년 매출액-2011년 매출액)/2011년 매출액
	ROS	순이익/매출액
	노동생산성	부가가치/평균 종업원 수
	제품재고회전률	매출액/재고액

## 4. 분석 결과

### 4.1 합병한 제조 기업들의 일반적 특징

기술통계를 기반으로 합병한 기업들의 일반적인 특징을 살펴보았다. <표 2>는 대기업 중소기업에 따른 합병기업의 특징을 보여주는 표이다. 표를 살펴보면 전체 표본 중에 대기업보다 중소기업의 비율이 훨씬 높지만(83.48% vs. 16.22%) 합병한 기업들 가운데 중소기업과 대기업의 비율을 살펴보면(57.89% vs. 42.11%)로 대기업 중소기업의 비율차이에 비하면 대기업의 합병 비율이 상대적으로 높음을 알 수 있다.

<표 2> 기업크기와 합병여부

	대기업 (중견기업 포함)	중소기업	합계
비합병	79 (13.74%)	458 (79.65%)	537 (93.39%)
합병	16 (2.78%)	22 (3.83%)	38 (6.61%)
합계	95 (16.22%)	480 (83.48%)	575 (100%)

주) Fisher's Exact Test for Count Data :  $p$ -value < 0.001.

<표 3>은 산업별 합병빈도를 나타낸 것이다. 살펴보면 자동차산업이 18건으로 가장 높고 일반 기계산업이 10건, 통신 및 조선 산업이 각각 5건으로 조사되었다.

<표 4>는 산업별 합병을 다시 합병형태별로 살펴본 표이다. 표를 살펴보면 자동차 산업의 경우 타업종을 합병한 빈도가 가장 높았고 일반기계는 경쟁사를 그리고 통신과 조선은 두드러진 특징을 보이지 않았다. <표 3>과 <표 4>를 복합적으로 고려하여 볼 때 자동차 산업이 과점산업으로 규모가 큰 기업들이 많고 철강, 전기, 소프트웨어 등 다양한 산업이 복합적으로 관련되어 있고 또한 최근 전기자동차 등의 패러다임이 변하는 신기술과 제품이 나오는 상황을 고려할 때 기업이 합병을 통하여 새로운 기술과 역량을 얻는 형태의 합병이 빈번히 이루어지고 있음을 보여준다고 추론하였다.

<표 3> 산업별 합병빈도

	비합병	합병	합계
자동차	738 (24.00%)	18 (3.13%)	164 (27.13%)
일반기계	188 (32.700%)	10 (1.74%)	204 (34.43%)
조선	103 (17.91%)	5 (0.87%)	112 (18.78%)
통신기기	108 (18.78%)	5 (0.874%)	118 (19.65%)
합계	537 (93.39%)	38 (6.61%)	575 (100.00%)

주) Fisher's Exact Test for Count Data :  $p$ -value = 0.057.

<표 4> 합병형태와 산업의 분류

	자동차	일반기계	조선	통신기기	합계
경쟁사	3 (7.89%)	5 (13.16%)	2 (5.26%)	2 (5.26%)	12 (31.58%)
관계사	6 (15.79%)	2 (5.26%)	1 (2.63%)	2 (5.26%)	11 (28.95%)
타업종	9 (23.68%)	3 (7.89%)	2 (5.26%)	1 (2.63%)	15 (39.47%)
합계	18 (47.37%)	10 (26.23%)	5 (13.16%)	5 (13.16%)	38 (100.00%)

<표 5> 합병형태와 합병목적 구분

합병목적	경쟁사	관계사	타업종	합계
시장점유율 확대	8	3	3	14
신기술 및 신제품 도입	0	1	8	9
공급사슬의 안정성/ 효율성과 원가 절감	1	6	3	10
기타	3	1	1	5
합계	12	11	15	38

<표 5>는 합병유형과 합병목적은 정리한 표이다. 이 표를 살펴보면 합병형태와 합병동기의 두 변수 간에 관련이 있음을 알 수 있다. 경쟁사를 합병한 경우 합병의 목적은 시장점유율의 확대이고 관계사를 합병한 경우는 공급사슬의 효율성 및 원가절감이 주된 목적으로 나타났고 타업종을 합병한 경우에는 신시장 개척 혹은 신제품 개발이 주요 목적임을 알 수 있었다. 이는 합병형태와 합병의 목적이 긴밀히 연관 되어있음을 보여주고 합병형태에 따라 합병의 목적이 상이함을 보여주고 있다.



이를 종합적으로 고찰해보면 우리나라 제조업에 있어 합병이 가장 많이 일어나는 산업은 자동차 산업으로 볼 수 있고 합병의 유형은 경쟁사, 관계사, 타업종을 합병하는 경우가 고르게 분포하고 있으며 기업이 합병을 하는 목적은 합병유형에 따라 서로 상이함을 알 수 있다.

#### 4.2 합병한 기업과 합병하지 않은 기업의 차이점 분석

합병한 기업과 아닌 기업을 구분하여 각 기업들의 기업특성, 환경적 요인 및 기업성과에 있어 차이가 있는지를 알아보고자 t-test를 실시하였다. 본 분석에서는 전체 575개 기업 가운데 합병한 기업과 아닌 기업을 나누어 두 집단과의 차이를 살폈다.

<표 6>에 각 기업특성, 환경적 요인 및 기업성과에 관한 부분을 변수로 합병한 기업과 합병하지 않은 기업들 사이에 평균을 비교하였다. 기업특성에 관한 부분을 살펴보면 기업연혁과 기업크기에 있어 합병한 기업들이 그렇지 않은 기업들보다 평균값이 높은 것으로 나타났고(기업연혁 : 23.34 vs. 18.23; 기업크기 : 296.34 vs. 138.18) 이는 통계적으로 유의한 결과를 보였다. 반면에 기업이 주력하고 있는 매출비중은 통계적으로 유의한 차이를 보이지 않았다. 환경적 요인을 살펴보면 풍요성과 1

위 기업의 점유율에 있어 합병한 기업과 아닌 기업들 사이에 유의한 차이가 있음을 볼 수 있다. 즉, 합병한 기업들이 직면한 환경의 풍요성이 높고 1위 기업의 점유율이 낮은 것을 볼 수 있다.

기업성과 부분을 살펴보면 매출액 증가율과 제품재고회전률 등이 두 그룹에 있어 통계적으로 유의한 차이를 보였다. 특히, 합병한 기업들의 매출액 증가율은 평균 -0.05의 음의 값을 보였다. 이는 비합병 기업 그룹에 중소기업이 많이 포함되어 있고 일반적으로 중소기업의 매출액성장률이 대기업보다 높다는 특징에 기인하는 것으로도 볼 수 있으나 합병한 기업들이 매출액 증가율이 음의 값을 보인다는 것은 일반 대기업 평균보다도 매우 낮다. 또한 우리나라에서는 특이하게도 대기업의 매출액 증가율이 높은 편이라는 것을 고려해 보았을 때 합병한 기업들의 성장성이 매우 저하되어 있음을 알 수 있다. 또한 흥미로운 점은 제품재고회전율이 합병한 기업들이 현저히 낮은 값을 보인다는 것이다. 제품재고회전율이 높다는 것은 재고관리가 잘되거나 상품이 잘 팔린다는 것으로 해석할 수 있는데 매출액 성장률이 음의 값과 관련지어 고려해볼 때 기업의 시장판매의 부진 혹은 시장예측 실패로 인한 내적 효율성의 저하로 해석해 볼 수 있다.

<표 7>은 변수 간에 상관관계를 보여준다. 상관관계 표를 살펴보면 기업의 연혁이 높을수록 역동성이 떨어지는( $\rho = -0.080, p\text{-value} < 0.100$ ) 반면 기업의 노동생산성은 높음( $\rho = 0.112, p\text{-value} < 0.005$ )을 볼 수 있다. 이는 안정적인 산업에 일반적으로 기업연혁이 높고 이러한 기업들은 노동생산성을 높여 원가절감 등의 효율성이 중요한 운영요소인 것으로 사료된다. 또한 풍요성과 역동성이 부의 상관관계( $\rho = -0.367, p\text{-value} < 0.001$ )가 유의한 것으로 나타났는데 이는 두 가지 요인이 서로 반대로 움직이는 경향이 있음을 보여준다. 즉 풍요성이 높으면 역동성이 대체로 낮거나 혹은 역동성이 높으면 풍요성이 대체로 낮아지는 경향이 있다는 것을 보여준다. 기업성과 간에 관계를 살펴보면 매출액 증가율과 ROS와의 유의한 관계는 나타나지 않았지만 기업의 노동생산성이 높을수록 ROS가 높

<표 6> 합병한 기업과 아닌 기업의 특징

요인	변수	비합병 <sup>a</sup> (n = 537)	합병 <sup>a</sup> (n = 38)	t-test <sup>b</sup> (p-value)
기업 특성	기업연혁	18.23	23.34	0.007**
	기업크기	138.18	296.34	0.033*
	주력제품매출비중	72.54	70.48	0.595
환경적 요인	풍요성	4.38	4.23	0.360
	역동성	4.56	4.22	0.012*
	1위 기업 점유율	43.47	37.87	0.012*
기업 성과	매출액 증가율	0.20	-0.05	0.000***
	ROS	0.03	0.04	0.627
	노동생산성	63.24	62.72	0.970
	제품재고회전률	170.05	60.17	0.046*

<sup>a</sup>. 평균.

<sup>b</sup>. \*  $p < 0.1$ , \*\*  $p < 0.05$ , \*\*\*  $p < 0.01$ , \*\*\*\*  $p < 0.001$ .

〈표 7〉 기초통계 및 상관계수

	평균	표준 편차	상관계수											
			1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	
1. 기업연혁	18.58	11.38	1.000											
2. 기업크기	148.64	209.26	0.303***	1.000										
3. 주력제품매출비중	72.41	25.53	-0.100*	-0.051	1.000									
4. 연구개발비비중	0.02	0.04	-0.048	-0.046	-0.040	1.000								
5. 풍요성	0.00	1.11	0.031	-0.013	-0.055	0.104*	1.000							
6. 역동성	0.00	1.03	-0.080†	0.011	0.046	-0.005	-0.367***	1.000						
7. 1위 기업 점유율	43.10	17.99	0.031	0.029	-0.053	0.090*	0.010	0.038	1.000					
8. 매출액 증가율	0.19	1.03	-0.024	-0.025	0.001	-0.029	0.000	-0.041	0.019	1.000				
9. ROS	0.03	0.13	0.020	-0.002	0.062	-0.380***	-0.025	-0.012	0.063	0.040	1.000			
10. 노동생산성	63.21	81.94	0.112**	0.095*	-0.062	-0.152***	-0.020	0.048	0.012	0.026	0.277***	1.000		
11. 제품재고회전율	162.79	1183.55	0.016	0.101*	0.017	0.010	0.003	0.064	0.101*	0.018	0.010	0.021	1.000	

†  $p < 0.1$ , \*  $p < 0.05$ , \*\*  $p < 0.01$ , \*\*\*  $p < 0.001$ .

〈표 8〉 로짓분석 결과

		모델 1	모델 2	모델 3
기업 특성	(상수)	<b>-3.793**</b>	-2.291	-1.996
	주력제품경쟁전략 2(중간)	<b>1.605†</b>	<b>1.845*</b>	<b>1.957*</b>
	주력제품경쟁전략 3(적극적)	1.328	<b>1.547†</b>	<b>1.737†</b>
	주력제품단계 2(성장기)	-1.454	<b>-2.086†</b>	<b>-2.359†</b>
	주력제품단계 3(성숙초기)	-1.236	-1.672	<b>-2.054†</b>
	주력제품단계 4(성숙후기)	-1.027	-1.343	-1.706
	기업연혁	0.021	0.026†	<b>0.029†</b>
	기업크기	<b>0.001**</b>	<b>0.001**</b>	<b>0.002***</b>
	연구개발비비중	0.000	-0.001	-0.001
주력제품매출비중	5.862	5.948	<b>7.069†</b>	
환경적 요인	풍요성		<b>0.341†</b>	<b>0.373*</b>
	역동성		0.208	<b>0.365†</b>
	1위 기업 점유율		<b>-0.034**</b>	<b>-0.037**</b>
기업 성과	매출액 증가율			<b>-1.833*</b>
	ROS			<b>2.598†</b>
	노동생산성			-0.001
	제품재고회전율			-0.000
Pseudo R <sup>2</sup>		0.096	0.141	0.181
Log Likelihood		-126.506	-120.163	-114.577
Likelihood ratio test			12.686**	11.170*

†  $p < 0.1$ , \*  $p < 0.05$ , \*\*  $p < 0.01$ , \*\*\*  $p < 0.001$ .

은 것으로 나타났다( $\rho = 0.277$ ,  $p$ -value  $< 0.001$ ).

〈표 8〉는 합병한 기업과 합병하지 않은 기업을 종속변수로 하여 기업특성, 환경적 그리고 기업성과를 독립변수로 하여 로짓분석을 실시한 결과표이다. 모델 1은 기본모델로 기업의 제품전략과 주력제품의 생애주기 특성, 기업연혁과 크기, 주력제품매출 비중과 연구개발비 비중을 통제변수로 사용하여 합병한 기업과 비합병 기업을 구분할 수 있

는 요인인지를 살펴보았다. 분석결과 기술통계에서 제시한 바와 같이 합병한 기업이 기업의 크기가 큰 편임을 알 수 있었다.

모델 2에서는 기본모델에 풍요성, 역동성 그리고 1위 기업 점유율의 환경적 요인을 독립변수로 추가하여 로짓분석을 실시하였다. 분석결과 합병한 기업일수록 풍요성이 높고 1위 기업의 점유율이 낮은 것으로 나타났다.

모델 3은 전체 모델로 모델 2에 기업성과 변수들을 추가하여 로짓분석을 실시하였고 본 연구에서 가장 중요한 모델로 볼 수 있다. 분석결과를 전반적으로 살펴보면 환경적 요인으로는 모델 2에서 유의하지 않았던 역동성도 종속변수에 유의한 영향을 주는 것으로 나타났고 이는 역동성이 높을수록 기업들이 합병을 하는 경향이 높다는 것을 의미한다. 즉, 풍요성, 역동성이 높을수록 그리고 1위 기업의 점유율이 낮을수록 기업이 합병을 한다는 것을 보여준다. 기업성과적 측면을 살펴보면 매출액 증가율은 음으로 유의한 반면 ROS는 양으로 긍정적인 영향을 보였다. 반면에 노동생산성과 제품재고회전율은 종속변수에 유의한 영향을 보이지 않았다. 또한 통제변수에 있어서도 기업의 제품경쟁전략이 적극적일수록, 제품의 생애주기가 초기일수록 기업의 연혁이 높고 기업의 크기가 클수록 마지막으로 주력제품의 비중이 높을수록 기업들은 합병을 하는 것으로 나타났다.

<표 9>는 분석의 결과를 정리해 놓은 표이다. 표를 살펴보면 최근 합병을 한 기업들은 환경의 풍요성과 역동성이 높고, 1위 기업의 점유율이 낮아 경쟁의 강도가 높은 것을 알 수 있다. 풍요성이 높다는 것은 산업 안에 기업이 성장하는데 좋은 여건을 갖추고 있음을 의미한다. 즉, 시장에서의 수요가 증가하여 기업들에게 제품을 더 많이 판매하여 이익을 얻거나 성장을 하는데 유리한 여건을 의미한다. 이러한 산업 환경에 있는 기업들이 합병을 통하여 기업의 생산규모 혹은 기술 및 자원을 시장으로부터 구매하여(합병) 풍요로운 환경에서 더 많은 이익을 가져가고자 하는 것으로 보인다. 이는 2003년 Park의 연구에서 기업이 속한 산업의 평균 수익성이 좋을수록 기업이 속한 산업의 매력도(attractive)가 높은 것을 의미하고 이러한 산업에 속한 기업들은 산업 내의 경쟁기업 및 기업의 현재 산업과 관련이 있는 업종의 기업을 합병하는 경향이 있다고 언급하고 있다. 또한 역동성이 높은 산업 환경은 산업의 변화 속도가 빠르고 산업의 변화 추세를 예측하기 어려운 특징을 지닌다. 이러한 환경 하에 기업

들은 경영에 있어 속도가 중요하고 이에 시간이 걸리는 자체개발보다 합병을 선호하는 경향이 나타나는 것으로 사료된다. 마지막으로 1위 기업의 시장점유율이 낮을수록 기업들이 합병을 하는 경향이 관찰되었는데 이는 1위 기업의 시장점유율이 낮다는 것은 기업이 속한 산업의 기업들 간의 경쟁이 세고 주도권을 지닌 주 기업의 없다는 것을 의미한다. 이러한 환경은 기업들 간의 경쟁이 강도가 세다는 것을 의미하는데 기업의 경쟁의 강도가 셀수록 기업들이 합병을 하는 경향이 있다는 것을 뜻한다. 이를 종합해 보면 산업의 풍요성이 높으면서 역동성이 높고 경쟁의 강도가 높은 경우 기업들이 합병을 하는 경향이 있다는 것을 나타낸다. 또한 상관관계에서는 역동성과 풍요성이 서로 반대방향으로 움직이는 요인들이었는데 본 분석결과에서는 역동성과 풍요성이 모두 높을 때 기업들이 합병을 하는 것으로 나타났는데 이는 합병을 하는 기업들이 처한 특수한 상황(풍요성과 역동성이 모두 높은)일 수도 있고 혹은 이질적인 합병의 형태에 따른 상이한 속성이 이런 결과로 반영된 것일 수도 있다.

기업성과적인 측면을 살펴보면 기업의 성장이 떨어지고 기업의 수익성이 높을수록 합병을 하는 경향을 보였다. 궁극적으로 합병은 성장을 위한 것으로 다각화를 위한 성장 혹은 생산규모의 증가와 신기술의 도입을 통한 성장으로 나누어 생각해 볼 수 있는데 기업들이 현재 높은 수익성으로 여유자원이 많고 기업의 성장이 둔화된 경우에 합병을 하는 것으로 보인다. 수익률이 좋은 기업이 더욱 적극적인 합병을 시도하는 경향이 나타나기도 하는데 이는 이러한 기업들은 수익성이 나쁜 기업에 비하여 현금의 보유량이 많고 지속적으로 유입되고 있기 때문이다[21, 26]. 본 연구 결과에서는 매출액과 ROS 외에 노동생산성과 제품재고회전율의 변수를 사용하였는데 이러한 부분은 합병에 유의한 영향을 주지는 않았지만 그 추정치의 값이 음의 값으로 합병을 하는 기업들이 대체로 낮은 노동생산성과 제품재고회전율을 가지고 있음을 짐작해 볼 수 있다.

〈표 9〉 합병한 기업과 아닌 기업의 차이 비교

분류	합병한 기업의 특징
기업 특징	<ul style="list-style-type: none"> <li>• 경영활동을 오랫동안 지속함</li> <li>• 크기가 큼</li> <li>• 주력제품의 매출 비중이 높음</li> </ul>
환경적 요인	<ul style="list-style-type: none"> <li>• 풍요성이 높음</li> <li>• 역동성이 높음</li> <li>• 1위 기업의 점유율이 낮음</li> </ul>
기업 성과	<ul style="list-style-type: none"> <li>• 매출액 증가율이 음의 값임(성장성이 멈추었음)</li> <li>• ROS가 높음(수익성이 좋음)</li> </ul>

또한 경영활동을 오랫동안 지속했으며 큰 기업일수록 합병을 시도하는 경향이 있다. 이는 합병을 하는 기업들이 주로 중견기업 이상의 대기업의 비율이 높았던 앞에 살펴본 기술통계의 결과와 일치한다. 또한 주력제품의 매출액 비중이 높은 것으로 나타났는데 합병이 일종의 다각화라는 것을 고려해 볼 때 주력제품에 대한 의존도 탈피 및 주력제품을 대체하기 위한 새로운 제품을 찾기 위하여 합병을 선택하였거나 주력제품의 경쟁력을 더욱 높이기 위한 전략으로서 합병을 선택한 것으로 보인다.

이러한 결과를 종합적으로 고찰해보면 기업의 합병은 기업이 처한 환경과 기업성과와 밀접한 관련을 맺고 있음을 볼 수 있다. 기업들이 속한 산업의 풍요성이 높아 수익성은 높지만 기업의 성장이 둔화될 때 기업들이 합병을 통한 성장을 꾀하는 것으로 판단된다. 또한 이러한 합병에 적극적으로 나서는 기업들은 비교적 적극적인 신제품 도입 전략을 가진 기업들로 보인다. 본 장에서는 기업의 합병과 비합병을 종속변수로 하여 두 집단을 구분할 수 있는 특징들을 살펴보았다. 그러나 기업의 합병은 합병이라는 것으로 단일한 사건으로도 볼 수 있지만 일부 연구들에서는 합병은 그 형태에 따라 그 동기가 상이하고[15] 이에 합병을 형태별로 구분하여 살펴보는 것이 필요하다고 언급하고 있다. 이에 다음 장에서는 합병형태별 각 독립변수들의 차이를 고찰해보고자 한다.

〈표 10〉 합병형태별 특징

요인	변수	경쟁사 <sup>a</sup> (n = 12)	관계사 <sup>a</sup> (n = 11)	타업종 <sup>a</sup> (n = 15)
기업 특성	기업연혁	20.167	19.455	<b>28.733</b>
	기업크기	229.917	<b>406.909</b>	268.400
	주력제품매출비중	<b>73.750</b>	67.711	70.533
환경적 요인	연구개발비비중	<b>0.008</b>	0.079	0.031
	풍요성	<b>4.278</b>	4.455	4.422
	역동성	4.528	4.485	<b>4.733</b>
기업 성과	1위 기업 점유율	38.457	40.317	<b>35.516</b>
	매출액 증가율	<b>-0.213</b>	0.011	0.017
	ROS	0.054	<b>-0.091</b>	0.067
	노동생산성	72.824	<b>52.044</b>	62.469
	제품재고회전률	85.734	<b>39.491</b>	54.894

<sup>a</sup> 평균.

### 4.3 합병형태별 기업 특성의 차이

앞서 합병과 비합병으로 구분하여 기업들 간에 여러 변수의 차이가 있는지를 살펴보았다. 합병한 기업들은 다시 합병형태에 따라 세 가지로 분류하였다. 경쟁사를 합병하는 경우, 관계사를 합병하는 경우 그리고 타업종의 기업을 합병하는 경우로 구분하고 각 형태에 따른 변수별 차이 혹은 특징이 다르게 나타나고 있는지를 기술통계로 살펴보았다. 분산분석과 같은 모수를 검정하는 방법이 아닌 기술통계로 각 그룹별 특징을 살펴본 이유는 합병한 기업들의 수가 총 38개이고 이를 다시 합병형태별로 분류하면 각 그룹의 수가 30 미만으로 작은 소표본으로 모수적 검정방법을 사용하기에 적합하지 않기 때문이다.

〈표 10〉은 합병형태별 각 변수별로 기술통계를 제시한 표이다. 표를 살펴보면 경쟁사, 관계사, 타업종에 따른 각 변수별 특징이 상이한 것을 볼 수 있다. 우선 환경적 요인을 중심으로 살펴보면 경쟁사를 합병하는 기업들의 경영환경이 풍요성과 역동성이 다른 형태의 합병그룹에 비하여 낮은 것으로 나타났다. 또한 1위 기업의 점유율이 가장 낮은 것은 타업종을 합병한 그룹으로 이 그룹이 속한 기업들

의 경쟁강도가 세다는 것을 의미한다. 기업의 성과적 요인을 살펴보면 경쟁사를 합병한 기업들의 성장률이 가장 낮은 것으로 나타났고(매출액 증가율의 평균이 -0.213) 관계사를 합병한 기업들의 수익률과 노동생산성 및 제품재고회전률이 가장 낮은 것으로 나타났다. 기업특징에 관한 요인들을 살펴보면 타업종을 합병한 기업들의 기업연혁이 제일 높았고 관계사를 합병한 기업들의 기업크기가 제일 큰 것으로 나타났다. 또한 경쟁사를 합병한 기업들의 주력제품 성장단계의 평균값이 가장 높은 것으로 나타났고 주력제품의 비중도 가장 높은 것으로 나타났다. 연구개발비 비중의 경우 경쟁사를 합병하는 경우가 평균이 가장 낮은 것으로 나타났다.

<표 11>은 위에 기술통계의 결과를 합병형태별로 모아서 정리한 표이다. 이 표를 살펴보면 합병형태별 기업들의 환경적, 성과적, 기업특징이 상이하게 나타나고 있음을 알 수 있고 이러한 특징들이 기업의 합병동기와 관련지어 이해할 수 있음을 알 수 있다.

첫 번째 경쟁사를 합병한 기업들에 관하여 살펴보면 경쟁사를 합병한 기업들의 합병동기는 주로 시장점유율 확대였다. 분석을 통하여 드러난 이들의 특징을 살펴보면 환경의 풍요성과 역동성이 낮은 안정된 산업 환경을 가지고 있음을 알 수 있고 주력제품의 비중이 높고 연구개발비의 비중이 낮다. 또한 기업 성과적 특징을 살펴보면 매출액 증가율은 음의 값으로 성장이 저하되고 있지만 노동생산성과 제품재고회전율은 높은 편이다. 이를 종합해

보면 경쟁사를 합병하는 기업들은 주로 경영환경이 성숙기에 접어든 안정된 산업으로 경쟁의 강도가 비교적 높고 연구개발비의 비중이 낮은 것을 볼 때 최첨단 기술을 기반으로 경쟁하는 산업은 아닌 것으로 보인다. 이러한 산업 하에 기업들이 지속적인 성장을 이루기 위하여 경쟁사를 합병하여 시장점유율을 확대하는 동시에 생산의 규모의 경계를 이루어 원가절감 및 운영의 효율성을 통한 성장을 이루고자하는 것으로 사료된다. 이러한 점으로 살펴볼 때 경쟁사를 합병하는 기업들은 산업이 성숙하여 성장이 정체되고 기업 간의 경쟁이 치열해지면서 기업의 성장성이 낮아져 이를 타개하고자 합병을 선택하는 것으로 사료된다. 흥미로운 부분은 성장률은 음수이지만 수익성은 다른 형태의 합병을 한 기업들 보다 낮지 않은 것으로 보여 합병을 하기 위한 재무적인 여력이 있는 기업들로 추측된다.

둘째, 관계사를 합병한 기업들은 공급사슬의 효율성과 원가절감이 합병의 동기로 조사되었다. 본 분석을 통하여 나타난 두드러진 특징은 환경의 풍요성과 1위 기업의 점유율이 다른 형태의 합병보다 높은 것으로 나타났다. 또한 성과적 측면으로는 수익성이 제일 낮고(음의 값을 기록함) 노동생산성과 제품재고회전율과 같은 운영성과도 가장 낮은 것으로 나타났다. 또한 기업의 특징을 살펴보면 기업의 규모가 가장 크고 연구개발비의 비중이 제일 높은 것으로 나타났다. 이를 종합하여 고찰해보면 관계사를 합병하는 기업들은 환경적 요인보다는 내부적으로 운영의 효율성이 저하되어 수익성이 떨

<표 11> 합병형태별 동기와 특징정리

분류	경쟁사	관계사	타업종
합병동기	• 시장점유율 확대	• 공급사슬의 효율성 및 원가절감	• 신시장 개척 및 신제품 개발
기업특징	• 주력제품 매출 비중이 높음 • 연구개발 투자가 낮음	• 기업크기가 큼 • 연구개발비 비중이 높음	• 기업연혁이 높음
환경적 요인	• 풍요성이 낮음	• 풍요성 높음 • 역동성 낮음 • 1위 점유율 높음	• 역동성이 높음 • 1위 기업의 점유율이 낮음
기업성과	• 매출액 증가율이 음의 값 • 노동생산성 높음 • 재고회전율 높음	• 수익률이 낮음 • 노동생산성이 낮음 • 재고 회전률이 낮음	• 매출액 증가율이 높음 • 수익률이 높음

어지고 이를 타개하고자 관계사를 합병하는 것으로 보인다. 관계사 합병은 일종의 수직계열화와 같은 형태를 고려할 수 있는데 이를 통하여 기업 간 거래 및 운영의 효율성의 시너지를 얻고자 하는 것으로 사료된다.

마지막으로 타업종을 합병한 기업들의 합병동기는 신시장 개척 및 신제품 개발로 조사되었다. 이 그룹의 특징을 살펴보면 환경적 특징으로는 역동성이 높은 편이고 1위 기업의 점유율이 상대적으로 낮다. 기업의 특성을 살펴보면 기업의 연혁이 높은 것으로 나타났다. 성과적인 측면에서 살펴보자면 이런 형태의 합병을 한 기업들은 매출액 증가율과 수익률이 모두 높은 것으로 나타났다. 이러한 요인들을 종합해 보면 이러한 형태의 합병을 하는 기업들은 현재 기업의 성과가 좋지만 기업 환경의 역동성이 높아 제품의 진부화가 빠르게 일어나고 경쟁강도가 높은 치열한 환경에 놓여있고 이러한 산업에서 지속적으로 경쟁력을 빠르게 얻기 위하여 보유한 풍부한 자원을 기반으로 타업종의 기업을 합병하여 새로운 기술과 역량을 획득하는 것으로 보인다.

## 5. 결 론

본 논문에서는 한국 제조기업들의 데이터를 바탕으로 합병한 기업들과 아닌 기업들의 환경적, 성과적 요인들에 있어 차이점이 있는지를 실증적으로 고찰하였다. 본 논문의 분석 결과를 정리하면 다음과 같다.

첫째, 기업이 처한 환경은 기업의 합병결정과 밀접한 관계를 가진다. 본 연구에서는 기업의 환경을 측정하는 요소로 풍요성, 역동성, 경쟁강도를 사용하였고 합병한 기업들이 이러한 세 가지 환경적 요인에 있어 합병하지 않은 기업들과 유의한 차이가 있는가를 살펴보았다. 결과를 살펴보면 기업들은 풍요성과 역동성 그리고 경쟁강도가 높으면 합병을 하는 경향이 나타났다. 풍요성과 역동성은 일반적으로 서로 다른 방향으로 움직이는 경향이 있는

데 본 연구에서는 합병한 기업들의 환경은 풍요성도 높고 역동성도 높은 것으로 나타났다. 이는 기업이 속한 산업의 수익성과 성장성이 좋으면서 불확실성이 높고 예측가능성이 낮으면[7] 기업들은 성장하는 산업에서 기회를 포착하여 성장과 이익을 얻기 위하여 합병을 하려는 경향이 높아지는 것으로 추론된다. 이는 상황이론(contingency theory) 관점에서 살펴볼 때 이러한 환경에서는 시간이 걸리는 내부개발보다 합병이 더 적합한 선택으로 보인다. 또한 경쟁의 강도가 높을수록 합병을 하는 경향을 보였는데 이 역시 경쟁이 치열한 상황에서는 의사결정 및 경영전략 실행에 있어 속도가 중요한 요소일 수 있고 이에 기업들이 합병을 선택하는 경향이 높을 수 있다. 흥미로운 점은 같은 본 연구에서 환경의 역동성과 풍요성을 기업의 전략부서 담당자들의 설문을 통하여 측정되었는데 이는 동일한 산업에 속해 있을지라도 기업마다 환경의 역동성, 불확실성의 정도를 다르게 인지할 수 있고 [32] 합병은 환경의 역동성과 불확실성을 더 크게 평가하는 기업들이 더욱 선호할 것으로 사료된다.

둘째, 합병과 기업성과는 밀접한 관련이 있다. 분석 결과 합병한 기업들은 매출액 증가율이 떨어지고 있고 수익성은 좋은 것으로 나타났다. 이는 합병과 기업의 성장과 밀접한 관련이 있으며 수익성이 좋지만 성장동력이 저하되어 성장률이 떨어질 때 기업이 합병을 행하는 것으로 보인다. 이는 합병이 기업에게 내적 개발의 시간의 단축시키는 역할을 하지만 합병에 들어가는 투자금액이 크고 합병의 실패확률도 매우 높다. 일례로 1998년 미국의 크라이슬러와 독일의 다임러의 합병, AOL과 타임워너의 합병은 대표적인 합병 실패사례로 알려져 있고 이러한 합병 실패사례는 많이 보도된다. 실제로 M&A의 성공률은 30% 정도로<sup>5)</sup> 알려져 있다. 합병이 가지는 성공에 대한 위험성(risk)를 고려해볼 때 기업의 여유자금이 많이 상황에서 이루어 질 수 있는 의사결정으로 볼 수 있고 본 연구 결과에

5) 2014-05-21 13:22 비즈니스위치 기사의 일부를 인용.

서 보여주는 기업들의 비교적 높은 수익성은 이러한 부분을 실증적으로 보여주고 있다고 볼 수 있다. 기존 이론에서는 수익성이 좋은 기업이 합병을 한다는 의견[21, 26]과 수익성이 나쁜 기업이 합병을 한다[13, 34]는 의견이 동시에 나타나고 있지만 한국 기업들의 경우 수익성이 좋을 때 합병을 하는 경향이 있는 것으로 사료된다.

셋째, 합병형태별로 환경적 요인과 성과적 요인이 상이하게 나타난다. 본 논문에서는 인수기업과 피인수기업과의 관계에 의거하여 경쟁자 합병, 관계사 합병 그리고 타업종 합병의 세 가지 형태로 합병을 분류하였다. 이러한 분류를 기반으로 합병형태별 환경적 요인과 기업성과 변수들 가운데 차이점을 살펴보았다. 분석 결과 세 형태의 기업들이 서로 상이한 특징을 가지고 있는 것으로 나타났다. 경쟁사를 합병하는 기업들은 다른 형태의 합병보다 풍요성과 역동성이 낮았고 매출액 증가율도 음의 값으로 가장 낮은 수치를 보여주었다. 이는 경쟁사를 합병하는 기업들은 시장이 성숙하고 경쟁이 치열하지만 고객의 수요의 증가가 크지 않은 성숙한 산업이다. 이러한 산업에서 기업의 성장이 둔화되고 있고 이러한 환경의 어려움을 극복하기 위하여 동종 업계의 기업을 합병하여 규모의 경제 및 효율성의 시너지를 얻고자 하는 것으로 보인다. 관계사를 합병하는 기업들은 환경적 요인으로 풍요성과 역동성이 높은 산업에 속해있으나 수익성과 노동생산성과 제품재고회전율 같은 운영성과가 매우 낮게 나타나고 있다. 이에 기업들이 고객사 혹은 공급사를 통합하여 수직계열화를 통한 운영의 효율성의 시너지를 얻고자 하는 것으로 보인다. 타업종의 경우 환경의 풍요성과 역동성이 비교적 높고 경쟁의 강도가 가장 센 환경을 보유한 것으로 나타나고 있다. 또한 매출액 증가율과 수익성이 다른 형태에 비하여 좋은 편인데 이러한 기업들은 기업이 속한 환경의 변화가 심하기 때문에 타업종의 기업합병을 통하여 새로운 기술과 혹은 신제품을 개발의 시간을 단축하는 것으로 사료된다. 즉, 이에 환경, 합병과 기업성과를 논의하는데 있어 합병형

태를 분리하는 것이 기업의 합병을 더욱 잘 이해할 수 있을 것으로 보인다. 또한 기업합병 형태는 합병 후 성과에도 상이한 영향력을 보일 것으로 예측된다. 예를 들어, 기업의 경쟁자 합병은 동종업계의 기업을 합병하는 것으로 비교적 단시간에 기업의 성과를 높일 수 있다. 왜냐하면 지식이 많고 산업에 대한 이해가 높기 때문에 그리고 이러한 경우 기업의 성과가 안 좋은 경우 행하여지는 것이 대부분으로 단기간의 성과 향상을 기대하고 행하여지는 행위로 볼 수 있다. 이는 연관합병이 비연관 합병 보다 합병 후 기업성과 향상이 높다[24]라는 실증연구들도 이를 뒷받침하는 결과로 볼 수 있다. 반면에 타업종의 기업을 합병 것은 미래의 성장을 위한 것으로 합병 성공의 위험 확률이 높고 성과가 단기간에 나오기 어려운 구조로 합병 직후 기업 성과 향상에 영향을 주지는 않을 것으로 보인다. 또한 관계사를 합병하는 것은 기업의 내부 효율성 향상을 위한 것으로 기업의 매출액 증가율과 같은 외형적 성장보다는 노동생산성 및 제품재고회전율과 같은 내부 운영성과 향상에 기여할 것으로 예상된다. 이에 기존의 대다수 합병 연구들에서 그러하듯이 합병 후 기업성과를 고찰할 때 관계사를 합병하는 경우에는 기존의 재무적 정보가 적절한 측정수단이 아닐 수 있다. 이러한 결과는 향후 합병에 관한 연구를 할 시 형태에 따라 구분하여 실시하는 것이 기업합병에 대한 이해를 높이는데 기여할 것으로 사료된다.

## 6. 시사점 및 한계점

본 논문의 시사점은 다음과 같다. 첫 번째, 본 연구는 합병한 한국 제조기업의 환경적 요인과 기업 성과적 특징을 실증 데이터를 기반으로 실증하고 있다. 기존에 한국에서 수행된 합병에 대한 연구들을 살펴보면 주로 합병 후 기업성과 향상을 다루고 있으나 이렇게 환경적 요인과 기업의 내부적 성과 변수를 활용하여 분석한 논문은 없다. 본 연구를 통하여 실무자와 학자들은 한국 제조기업들의 합병

행태에 관한 이해를 넓히고 본 연구의 발견을 기반으로 심화된 연구를 수행할 수 있을 것으로 기대한다.

두 번째, 기존의 합병논문들은 합병한 기업의 성과 향상을 살펴보기 위하여 합병한 기업의 데이터를 수집하고 수집한 데이터를 중심으로 기업크기와 산업 등의 정보를 기준으로 대응이 되는 비합병 기업을 선택하여 두 집단의 성과의 차이를 검증하고 있다. 그러나 이러한 방법은 앞서 언급한 바와 같이 대응되는 기업을 뽑을 때 연구자의 주관에 상당부분 개입할 수 있고 대응기업을 선택하기 어렵다는 단점이 존재한다. 하지만 본 연구에서는 비교적 큰 표본을 선정하여 그 안에 합병한 기업들과 아닌 기업들을 비교하여 연구하고 있는데 이는 우리 제조산업에 합병의 행태를 자연스럽게 포착하고 있다. 이는 기존 방법에서 나타난 편향과 오류를 줄이면서 합병한 기업과 아닌 기업들의 차이를 자연스럽게 볼 수 있다는 장점이 있다.

셋 번째, 기업의 외부적 성과와 내부적 성과를 동시에 고려하여 기존의 외부적 성과만으로 파악이 힘든 합병의 동기에 대한 부분을 밝혔다. 본 논문에서는 기업의 성과를 수익성, 성장성외에 노동생산성 및 제품재고회전률 등을 사용하여 살펴보았다. 이는 기존의 수익성과 성장성에 바탕을 둔 것과 달리 내적인 효율성 및 생산성을 알 수 있는 성과지표를 사용한 것으로 기업의 내적 모습을 포착하는데 도움을 주고 있다. 이를 통하여 실제로 관계사를 합병하는 기업들이 외부적으로는 문제가 없지만 내적으로 생산성과 효율성이 심각하게 낮은 수준으로 이를 타개하기 위한 목적으로 관계사 합병을 하고 있음을 유추할 수 있었다.

본 논문의 한계점은 다음과 같다. 첫째, 합병한 기업의 표본의 수가 작아서 통계적 검정 방법을 사용하는데 한계가 존재한다. 본 논문의 표본의 수는 총 575개이지만 이중 합병을 경험한 기업의 수는 38개 업체이고 이를 다시 합병형태별로 분류한다면 각 형태별 약 10개 업체 정도이다. 이러한 한계로 합병타입별 기업의 특징을 살펴볼 때 분산분석 같은 통계적 검정을 실시하기는 어려웠다. 이는 합

병 연구가 가진 본질적인 제한점으로 볼 수 있으나 향후 이러한 부분을 보완하기 위한 대규모 표본 혹은 다른 방식의 표본을 설정하여 좀 더 정밀한 분석을 고려해 볼 수 있을 것이다.

둘째, 탐색적 연구로 각 변수간의 인과관계를 고려하지 않고 합병여부와 합병형태별 각 변수들의 종속변수에 영향력을 살펴보았다. 그러나 여기서 사용한 독립변수들은 상호간에 인과관계가 존재하고 있다. 예를 들어, 환경은 기업성과에도 직접적으로 영향을 줄 수 있고 기업특징과 성과도 상당부분 인과관계가 존재할 수 있다. 그러나 본 연구에서는 독립변수들 간에 인과관계는 고려하지 않고 있어 향후 회귀분석 혹은 구조방정식방법을 통한 독립변수들 간에 인과관계를 고려한 연구도 고려해 볼 수 있다.

셋째, 환경, 합병, 기업성과와의 관계를 고찰하고 있지만 기업성과에 있어 합병 전 기업성과와 합병 후 기업성과를 구별하고 있지 않아서 합병이 기업 성과에 미치는 영향을 세밀하게 포착하고 있지는 않다. 본 연구에서 사용한 기업성과는 합병 후 기업성과인데 향후 연구에서는 이러한 부분을 엄밀하게 구분하여 기업들의 합병 전 성과와 합병 후 성과를 조사하여 차이를 살펴보는 것도 의미 있을 것이다.

마지막으로, 제조기업들을 대상으로 하고 있기 때문에 서비스기업으로까지 확장하여 본 논문의 결과를 일반화하기에는 무리가 있다. 향후 서비스 기업의 합병도 연구해볼 필요가 있을 것으로 사료된다.

## 참 고 문 헌

- [1] 김창수, 이유경, “경영환경 변화에 따른 전략, 조직구조, 조직문화 간 적합성에 관한 연구”, 『경영과학』, 제28권, 제3호(2011), pp.47-60.
- [2] 서병덕, 신달순, “합병기업의 합병 후 장기성과에 관한 실증적 연구”, 『회계정보연구』, 제21권(2003), pp.101-133.
- [3] 양대천, “동종·이종 합병에 따른 원가의 구



- 조 및 행태 차이”, 『회계학연구』, 제36권, 제3호(2011), pp.251-281.
- [4] 오현택, “합병기업의 수익률 형태와 장기적 효과”, 『재무관리연구』, 제11권, 제1호(1994), pp.171-189.
- [5] 이병기, 『우리나라 기업합병의 경제성과 분석』, 한국경제연구원 연구보고서, 2006.
- [6] 장영광, 송인만, “한국기업의 합병동기에 관한 실증적 연구”, 『경영학연구』, 제20권, 제2호(1991), pp.1-37.
- [7] 주기중, 김장호, “환경 불확실성과 지역인프라가 기업문화, 운영성과, 마케팅성과에 미치는 영향”, 『경영과학』, 제29권, 제3호(2012), pp. 67-80.
- [8] 제해진, 『M&A와 기업구조조정 전략』, 씨앤북, 2004.
- [9] Agrawal, A., J.F. Jaffe, and G.N. Mandelker, “The Post-Merger Performance of Acquiring Firms : A Re-examination of an Anomaly,” *The Journal of Finance*, Vol.47, No.4(1992), pp.1605-1621.
- [10] Baum R.J. and S. Wally, “Strategic decision speed and firm performance,” *Strategic Management Journal*, Vol.24, No.11(2003), pp.1107-1129.
- [11] Brouthers, K.D., P. van Hastenburg, and J. van den Ven, “If Most Mergers Fail Why Are They so Popular?,” *Long Range Planning*, Vol.31, No.3(1998), pp.347-353.
- [12] Bruner, R.F., “Does M&A pay? A Survey of Evidence for the Decision-Maker,” *Journal of Applied Finance*, Vol.12, No.1(2002), pp. 48-68.
- [13] Burgelman, R., “A Process Model Of Internal Corporate Venturing in the Diversified Major Firm,” *Administrative Science Quarterly*, Vol.28, No.2(1983), pp.223-244.
- [14] Castrogiovanni, G.J., “Environmental Munificence; A Theoretical Assessment,” *Academy of Management Review*, Vol.16, No.3(1991), pp.542-565.
- [15] Chatterjee, S., “Types of Synergy and Economic Value : The Impact of Acquisitions on Merging and Rival Firms,” *Strategic Management Journal*, Vol.7, No.2(1986), pp.119-139.
- [16] Child, J., “Strategic Choice in the Analysis of Action, Structure, Organizations and Environment : Retrospect and Prospect,” *Organization studies*, Vol.18, No.1(1997), pp. 43-76.
- [17] Daley, L., V. Mehrotra, and R. Sivakumar, “Corporate Focus and Value Creation : Evidence from Spinoffs,” *Journal of Financial Economics*, Vol.45, No.2(1997), pp.257-281.
- [18] Datta, D.K., and J.H. Grant, “Relationships between Type of Acquisition, the Autonomy Given to the Acquired Firm, and Acquisition Success : An Empirical Analysis,” *Journal of Management*, Vol.16, No.1(1990), pp. 29-44.
- [19] De Noble, A.F., L.T. Gustafson, and M. Hergert, “Planning for Post-Merger Integration-Eight Lessons for Merger Success,” *Long Range Planning*, Vol.21, No.4(1988), pp.82-85.
- [20] Dess, G.G. and D.W. Beard, “Dimensions Of Organizational Task Environments,” *Administrative science quarterly*, Vol.29, No.1(1984), pp.52-73.
- [21] Grant R., A. Jammie, and H. Thomas, “Diversity, Acquisitions, and Profitability among British Manufacturing Companies 1972~1984,” *Academy of Management Journal*, Vol.31, No.4(1988), pp.771-801.
- [22] Goll, I. and A. Rasheed, “Rational Decision-Making and Firm Performance : The Mode-

- rating Role of The Environment," *Strategic Management Journal*, Vol.18, No.7(1997), pp. 583-591.
- [23] Hoskisson, R.E., M.A. Hitt, W.P. Wan, and D. Yiu, "Theory and Research in Strategic Management : Swings of a Pendulum," *Journal of management*, Vol.25, No.3(1999), pp. 417-456.
- [24] Hubbard, R.G. and D. Palia, "Benefits of Control, Managerial Ownership, and the Stock Returns of Acquiring Firms," *Rand Journal of Economics*, Vol.26, No.4(1995), pp.782-792.
- [25] Lubatkin, M., "Mergers and the Performance of the Acquiring Firm," *Academy of Management Review*, Vol.8, No.2(1983), pp.218-225.
- [26] Miles, R.E., *Coffin Nails and Corporate Strategies*, Prentice-Hall : Englewood Cliffs, NJ. 1982.
- [27] Nahavandi, A. and A.R. Malekzadeh, "Acculturation in Mergers and Acquisitions," *Academy of management review*, Vol.13, No.1 (1988), pp.79-90.
- [28] Nohria, N. and R. Gulati, "Is Slack Good or Bad for Innovation?," *Academy of management Journal*, Vol.39, No.5(1996), pp.1245-1264.
- [29] Odagiri, H. and T. Hase, "Are Mergers and Acquisitions Going to be Popular in Japan Too? : An Empirical Study," *International Journal of Industrial Organization*, Vol.7, No.1(1989), pp.49-72.
- [30] Park, C., "Prior Performance Characteristics of Related and Unrelated Acquirers," *Strategic Management Journal*, Vol.24, No.5(2003), pp.471-480.
- [31] Singh, H. and C. Montgomery, "Corporate Acquisition Strategies and Economic Performance," *Strategic Management Journal*, Vol.8, No.4(1987), pp.377-386.
- [32] Weick, K.E., "Middle Range Theories of Social Systems," *Behavioral Science*, Vol.19, No.6(1974), pp.357-367.
- [33] Walsh, J.P., "Top Management Turnover Following Mergers and Acquisitions," *Strategic Management Journal*, Vol.9, Vol(1988), pp.173-183.
- [34] Weston, J.F. and S.K. Mansinghka, "Tests of the Efficiency Performance of Conglomerate Firms," *The Journal of Finance*, Vol.26, No.4(1971), pp.919-936.

## 〈부록〉 설문지

### 풍요성

- 1) 우리 회사가 속한 산업에서는 매출이 지속적으로 증가하고 있다.
- 2) 우리 회사가 속한 산업에서는 고용이 지속적으로 증가하고 있다.
- 3) 우리 회사가 속한 산업은 수익성이 좋은 편이다

### 역동성

- 1) 우리 회사가 속한 산업에서는 상품들이 빠르게 구식화(진부화)되고 있다.
- 2) 우리 회사가 속한 산업에서는 신제품 도입이 빠르게 이루어지고 있다.
- 3) 우리 회사가 속한 산업에서는 새로운 프로세스(생산공정) 도입이 빠르게 이루어지 있다.