

# KDI 政策研究

제26권 제2호(통권 제94호)

## 경제위기 이후 부실기업 구조조정에 있어서의 M&A의 역할

- 주식인수 및 영업양수 방식에 의한 기업결합을 중심으로 -

최 용 석

(한국개발연구원 부연구위원)

The Role of M&A in Restructuring Korea's Distressed Firms

Yong-Seok Choi

(Associate Fellow, Korea Development Institute)

- 핵심주제어: 합병 및 인수(Mergers and Acquisitions), 기업구조조정  
(Corporate Restructuring), 경제위기(Financial Crisis)
- JEL 코드: G3

## ABSTRACT

With the outbreak of the financial crisis in mid-1997, the Korean government has removed a majority of M&A-related regulations in order to facilitate M&A transactions. This was based upon the belief that M&As are one of the most efficient ways to restructure financially distressed firms compared to other government-driven restructuring programs. In this paper, we try to empirically assess the role of M&A in restructuring distressed firms in Korea following the financial crisis. In doing so, three empirical analyses have been conducted. The first analysis attempts to identify financial characteristics of the insolvent M&A targets. The second exercise directly tests the change in performance of insolvent M&A targets before and after such M&A transactions. The third analysis is a more general assessment on the role of M&A transactions to determine if being involved in an M&A transaction (regardless of its motivate) has reduced the probability of becoming insolvent in the future. Overall, we find some evidence supporting that M&A activities after the financial crisis have played a positive role in restructuring financially distressed firms in Korea.

---

1997년에 발생한 경제위기 이후 정부는 원활한 부실기업 정리를 촉진하기 위해 기업 간 합병 및 인수(M&A)와 관련한 많은 규제를 완화하였다. 이는 시장메커니즘에 의해 주도되는 M&A의 활성화가 정부에 의해 주도되는 다른 기업구조조정 수단들보다 효율적인 방식일 수 있다는 믿음에 기초한 것이었다. 본 연구는 지금까지 여타 실증연구에서 사용되지 않았던 공정거래위원회의 기업결합 신고자료를 토대로 기업구조조정을 위한 국내 M&A 시장의 특성을 파악하고 경제위기 이후 부실기업 구조조정에 있어서의 M&A의 역할에 대한 실증적 평가를 시도한다.

이를 위해 본 연구에서는 다음의 세 가지 실증분석을 수행하였다. 첫째, M&A의 대상기업이 되었던 부실기업의 재무적 특성을 분석하여 기업구조조정과 관련된 M&A 시장의 전체적인 특성을 파악한다. 둘째, 수익성 및 효율성 지표에 대한 분석을 통해 부실화된 M&A 대상기업들의 성과가 M&A 거래 이후 실제로 개선되었는지의 여부를 분석한다. 셋째, M&A 대상기업들이 사후적으로 부실화될 확률이 감소하였는지의 여부를 분석한다. 이러한 실증분석의 결과들은 재무적으로 곤경 상태에 있는 부실기업을 대상으로 한 M&A 거래가 M&A 대상기업의 기업성과를 개선시키는 데 어느 정도 효과가 있음을 시사하고 있다.

## I. 서론

1997년에 발생한 경제위기 이후 부실기업에 대한 구조조정은 한국경제가 해결해야 할 가장 중요하고도 시급한 정책과제로 다루어져 왔으며, 주지하는 바와 같이 이를 위한 다양한 정부정책이 도입·시행되었다. 이러한 정부정책에는 부실기업의 정상화를 위한 워크아웃 프로그램의 도입, 부실기업의 도산절차를 효율화하기 위한 도산 관련법 및 제도의 개혁, 그리고 부실채권의 인수 및 정리업무를 담당하는 자산관리회사(asset management companies) 등의 육성 등이 포함될 것이다.

이와 동시에 국내외 투자자에 의한 기업 간의 합병 및 인수(M&A; mergers and acquisitions) 제도의 활용 역시 기업구조조정을 위해 사용 가능한 다양한 수단들 중의 하나로서 강조되어 왔다. 이는 시장메커니즘에 의해 주도되는 M&A의 활성화가 정부에 의해 주도되는 다른 기업구조조정 수단들보다 더 효율적인 방식일 수 있을 뿐 아니라, 기업에 의한 새로운 투자를 유도하고 경영, 생산 및 마케팅 방식 등에 있어 보다 선진적인 기술을 도입케 함으로써 장기적으로 기업의 효율성 및 생산성을 향상시킬 수 있다는 믿음에 기초한 것이다.<sup>1)</sup>

이처럼 M&A의 활성화를 통해 기업의 구조조정을 촉진하고 기업의 효율성 및 생산성을 향상시키기 위하여 한국정부는 경제위기 이후 M&A와 관련된 규제들을 완화하는 조치를 적극적으로 취하여 왔다. 특히 경제위기 이후 대부분의 국내기업들이 심각한 자금난을 겪고 있는 상황에서 해외자본에 의한 국내기업의 M&A와 관련된 많은 규제들이 철폐되었으며, 이와 동시에 국내기업 간의 M&A 거래를 촉진시키기 위한 정책적 노력 또한 지속되어 왔다.<sup>2)</sup> 이러한 정부의 M&A 관련 규제완

1) 기업구조조정 촉진을 위한 M&A 거래의 증가는 우리나라에서만 아니라 동일한 시기에 경제위기를 겪었던 인도네시아, 말레이시아 및 태국 등 여타 동아시아국가들에서도 공통적으로 나타났던 현상이다. 이들 동아시아국가에서의 해외자본에 의한 M&A 거래(cross-border M&A)의 발생원인 및 그 효과에 대한 분석은 Mody and Negishi(2001)를 참조하라.

2) 예를 들어, 1998년 2월에는 의무공개매수제도가 폐지되었고, 같은 해 5월에는 외국

화 노력과 더불어 M&A 거래에 대한 기업들의 인식 변화에 따라, 국내에서의 M&A 거래는 경제위기 이후 지속적인 증가 추세를 보이고 있는 것이 사실이다.

그렇다면 과연 경제위기 이후 지금까지의 M&A 거래가 국내 부실기업들의 구조조정에 있어 긍정적인 역할을 수행하였다고 평가할 수 있는가? 이에 대한 답변은 경제위기 이후 우리나라 M&A 시장의 역할에 대한 이해를 증진시키고 향후 기업구조조정을 위한 수단으로서 M&A 거래가 활용될 수 있을 것인가에 대한 정책방향을 설정하는 데 도움을 줄 것으로 판단된다. 앞서 설명한 대로 경제위기 이후 기업구조조정을 위한 M&A의 역할이 강조되어 왔음에도 불구하고, 그 역할에 대한 실증적인 연구는 국내에서 찾아보기 힘들다.<sup>3)</sup> M&A의 역할에 대한 실증연구를 수행할 수 있을 만큼 M&A 거래에 대한 체계적인 자료가 국내에 축적되어 있지 못한 것이 그 한 원인이었을 것으로 판단된다.

본 연구는 지금까지 여타 실증연구에서 사용되지 않았던 공정거래위원회의 기업결합 신고자료<sup>4)</sup>를 한국신용정보의 기업재무자료와 결합시킨 데이터베이스를 구축, 이를 이용하여 기업구조조정을 위한 국내 M&A 시장의 특성을 파악하고 경제위기 이후 부실기업 구조조정에 있어서의 M&A 거래의 역할에 대한 실증적 평가를 시도하는 것을 목적으로 한다. 특히 부실화된 M&A 대상기업(즉, 피합병 또는 피인수기업)에 분석의 초점을 맞춰, M&A 거래 이후 이들 기업들의 성과가 실제로 개선되었는지를 분석함으로써 기업구조조정에 있어 M&A 거래의 효율성에 대해 평가해 보고자 한다. 이를 위해 본 연구에서는 다음과 같은 세 가지 실증분석을 수행하였다. 먼저 M&A의 대상기업이 되었던 부실기

---

인에 의한 적대적 M&A가 전면적으로 허용되었으며, 기업구조조정을 위한 M&A의 기업결합심사기준도 완화되었다. M&A에 대한 정부의 규제완화정책에 대하여는 제 II장에서 보다 자세히 논의하기로 한다.

- 3) 임관택·임석필(1994)은 1988~94년중 합병된 기업들을 이용하여 합병대상기업의 재무적 특성을 연구하였으며, 주상용(1997)은 1981~90년중 합병된 기업들을 대상으로 국내 합병기업과 피합병기업의 재무적 특성의 차이를 연구하였다. 필자가 조사한 바로는 경제위기 이후 M&A 거래에 대한 연구는 아직 없는 것으로 보인다.
- 4) 동 기업결합 신고자료는 『독점규제 및 공정거래에 관한 법률』에 의하여 일정한 조건의 기업 간 인수·합병에 대하여 공정거래위원회에 신고된 자료를 취합한 것이다. 동 자료의 성격에 대한 자세한 논의는 제 III장에서 다룬다.

업의 재무적 특성을 분석한다. 즉, 어떠한 특성을 가지고 있는 부실기업들이 M&A의 대상기업이 될 가능성이 높은지에 대하여 분석한다. 이를 통해 기업구조조정과 관련된 M&A 시장의 전체적인 특성을 파악하고자 한다. 두 번째 실증분석에서는 부실화된 M&A 대상기업들의 성과가 M&A를 통해 실제로 개선되었는지 여부를 분석한다. 이를 위해 이들 기업의 다양한 수익성 및 효율성 지표를 M&A 거래 이전과 이후로 나누어 파악하고 이를 비교·분석한다. 세 번째 실증분석에서는 M&A 거래의 경제적 역할에 대한 보다 일반적인 평가를 내리고자 한다. 즉, M&A 대상기업들이 사후적으로 부실화될 확률이 감소하였는지의 여부를 기존의 부실예측모형을 활용하여 분석한다.

본 연구의 구성은 다음과 같다. 제Ⅱ장에서는 경제위기를 전후하여 M&A 거래 활성화를 위해 정부가 취하였던 규제완화정책에 대하여 간략하게 서술한다. 여기에서는 M&A 거래에 대한 정부정책의 뚜렷한 방향전환이 있었음을 발견하게 될 것이다. 제Ⅲ장에서는 본 연구에서 사용한 데이터가 어떻게 구축되었는지 그리고 그 성격은 어떠한지에 대하여 논의함과 동시에 경제위기 이후 최근까지의 M&A 거래추이를 살펴볼 것이다. 제Ⅳ장에서는 본 연구에서 수행한 세 가지 실증분석의 접근방법에 대하여 설명하고 그에 따른 실증분석결과를 보고한다. 제Ⅴ장에서는 실증분석의 주요 결과를 요약하면서 부실기업 구조조정을 위한 M&A의 역할에 대하여 전반적인 평가를 내리도록 한다.

## Ⅱ. M&A 관련 정부정책의 변화

전통적으로 한국의 M&A 시장은 산업화가 진행된 여타 선진국들과 비교해 볼 때 가장 비활동적이고 폐쇄적이었다고 할 수 있다. 그 이유 중의 하나는 M&A 거래를 제약하는 여러 가지 법적·제도적 규제가 존재하였기 때문이었다고 할 수 있다.<sup>5)</sup> 예를 들어, 외국기업의 경우는 국

5) 국내에서 M&A 거래가 활성화되지 않은 또 다른 이유들로는 한국기업의 지배구조와 경영문화의 특성, 고용조정 등 합병·인수 후의 가치창출이 어려운 점, 합병·인수, 특히 적대적 M&A에 대한 국민의 정서적 반감, M&A 인프라의 부족 등을 들 수

내기업의 지분을 장외에서 취득할 수 없도록 되어 있었으며 외국인투자자는 제한된 한도 내에서 주식시장을 통한 포트폴리오 투자만이 가능하였다. 그러나 경제위기를 겪으면서 M&A에 대한 정부 및 기업의 시각이 변화하기 시작하였다.

한국의 경제위기는 막대한 부실채권을 가진 기업들의 도산에 의해 발생하였으며 또한 그 결과 새로운 수많은 부실기업들이 생겨나게 되었다. 당시 한국경제에 있어 가장 중요한 해결과제는 이러한 부실기업들의 구조조정을 효과적으로 달성하는 것이었으며, 이러한 과정에서 M&A는 가장 시장친화적인 방식으로 국내외 유동성을 끌어들이어 기업 구조조정을 효과적으로 달성할 수 있는 수단으로 부각되기 시작한 것이다.<sup>6)</sup>

경제위기를 전후한 정부정책의 변화를 살펴보면 M&A 거래에 대한 정부의 규제완화 추세는 더욱 확인해진다. <표 1>은 1997년부터 1998년 사이에 이루어진 M&A와 관련된 주요 정부정책의 변화를 요약하고 있다. 경제위기 직전인 1997년 2월에 개정된 「외국인투자 및 외자도입에 관한 법률」의 내용을 보면, M&A와 관련된 규제가 엄격했음을 알 수 있다. 예를 들어, 외국인투자자가 총자산이 2조원 이상인 국내기업의 경영권을 인수할 경우에는 재정경제원 장관의 승인을 받아야 했으며, 우호적 인수·합병의 경우에도 이사회 결의가 있을 경우에만 외국인투자자가 10% 이상의 구주를 취득할 수 있었다.

또한 같은 해 4월에 개정된 「증권거래법」에 의하면, 내국인에 의한 상장기업 주식의 10% 이상 취득을 허용하였으나 새롭게 의무공개매수제도(obligatory tender offer system)를 도입하였다. 의무공개매수제도에 대해서는 어느 기업의 지분을 25% 이상 인수하고자 하는 경우 인수기업은 공개매수(tender offer)를 통해 '50% + 1' 이상의 지분을 반드시 취득하여야 하며, 기취득 지분과 '50% + 1'주만큼의 지분 차이는 과거 12개월중

---

있다(선우석호[2000]).

- 6) 이와 같은 M&A 거래의 필요성에 대한 내부적인 수요 이외에도, 국제통화기금(IMF)은 586억달러의 구제금융을 제공하는 조건으로 한국경제의 근본적 개혁을 요구하였는데, 여기에는 해외기업에 의한 한국기업 인수를 활성화하기 위한 제도적 완화조치가 포함되어 있었다.

〈표 1〉 1997년 이후 M&A 관련 정부정책 변화의 주요 내용

일 자	관련 법규	내 용
1997. 2. 1	외국인투자 및 외자도입에 관한 법률	<ul style="list-style-type: none"> <li>• 외국인투자 및 외자도입에 관한 법률의 개정                             <ul style="list-style-type: none"> <li>- 이사회 결의가 있을 경우 그리고 우호적 인수·합병의 경우에 한하여, 외국인투자자 1인당 개별기업 지분 10% 이상의 구주 취득을 허용</li> <li>- 총자산이 2조원 이상인 기업의 경우, 외국인투자자로의 경영권 이전은 재정경제원 장관의 승인을 받아야 함.</li> </ul> </li> </ul>
1997. 4. 1	증권거래법	<ul style="list-style-type: none"> <li>• 증권거래법 개정                             <ul style="list-style-type: none"> <li>- 상장기업 주식의 10% 이상 취득 허용</li> <li>- 의무공개매수제도의 도입(상장회사의 지분을 25% 이상 취득할 경우에는 반드시 '50% + 1'주 이상을 공개매수(tender offer)에 의해 취득하여야 하며 추가매수분의 가격은 과거 12개월간 취득가격 중 최고가격으로 함)</li> </ul> </li> </ul>
1997. 12. 30	증권거래법	<ul style="list-style-type: none"> <li>• 기업인수·합병 활성화 방안                             <ul style="list-style-type: none"> <li>- 의무공개매수제도를 '50% + 1'주 이상 공개매수에서 '40% + 1'주 이상 공개매수로 완화</li> <li>- 종목당 외국인 투자한도를 50%에서 55%로 상향 조정</li> </ul> </li> </ul>
1998. 2. 4	증권거래법 및 외국인투자 촉진법	<ul style="list-style-type: none"> <li>• 기업구조조정을 위한 증권거래법 및 외국인투자 촉진법 개정                             <ul style="list-style-type: none"> <li>- 의무공개매수제도의 폐지</li> <li>- 상장기업의 자사주 취득한도를 10%에서 33.3%로 상향 조정</li> <li>- 인수·합병절차의 간소화                                     <ol style="list-style-type: none"> <li>1. 비상장법인이 상장법인을 합병할 경우 감사인 지정제도 폐지</li> </ol> </li> </ul> </li> </ul>

<표 1>의 계속

일 자	관련 법규	내 용
1998. 2. 4	증권거래법 및 외국인투자 촉진법	2. 증권관리위원회 소집시기를 합병승인을 위한 주주총회 6개월 전에서 3개월 전으로 단축 - 총자산 2조원 이상 기업의 외국인투자자로의 경영권 이전에 대한 재정경제부 장관의 승인제도 폐지 - 이사회 동의 없이 외국인이 취득할 수 있는 1인당 개별기업 지분을 10%에서 33%로 상향 조정(단, 산업자원부 장관 및 국방부 장관이 지정한 81개 방위산업체는 제외)
1998. 2. 20	근로기준법	<ul style="list-style-type: none"> <li>• 경영악화를 방지하기 위한 사업의 양도·인수·합병의 경우를 경영상 이유에 의한 해고의 요건이 되는 긴박한 경영상의 필요가 있는 경우로 간주하여 고용조정이 가능하도록 허용</li> </ul>
1998. 12. 28	증권거래법	<ul style="list-style-type: none"> <li>• 기업의 구조조정 및 인수·합병의 활성화를 지원하기 위하여 회사합병절차를 간소화                         <ul style="list-style-type: none"> <li>- 소규모합병(손속회사가 합병으로 인하여 발행하는 신주의 총수가 그 회사의 발행주식 총수의 5% 이하인 합병)의 경우에는 주주총회절차를 생략할 수 있도록 하고, 회사합병시 채권자의 이의제출기간을 2개월에서 1개월로 단축</li> </ul> </li> </ul>

자료: Youn and Choi(2003)로부터 재구성.



당해 주식의 최고가격으로 취득하여야만 한다. 이러한 의무공개매수제도는 기업의 경영권 변화에 따라 소액주주들이 입을 수 있는 손해를 제한하려는 취지로 도입되었으나, 국내의 M&A 시장의 활성화에 큰 걸림돌로 작용한 것이 사실이다(김영산[2002] 참조).

M&A 거래에 대한 이와 같은 비교적 엄격한 규제는 경제위기 직후인 1997년 말 이후부터 급격히 완화되기 시작하였다. 1997년 말 ‘기업인수·합병 활성화 방안’이 마련되어 의무공개매수 한도가 기존의 ‘50% + 1’주에서 ‘40% + 1’주로 하향 조정되었으며, 종목당 외국인의 상장사에 대한 주식투자 한도도 50%에서 55%로 상향 조정되었다. 1998년 2월에는 기업구조조정을 촉진시키기 위하여 「증권거래법」과 「외국인투자촉진법」이 개정되었는데, 이때 의무공개매수제도가 전면 폐지되었으며<sup>7)</sup> 자산규모 2조원 이상의 기업에 대한 외국인투자자의 인수·합병의 경우 요구되던 재정경제부 장관의 승인제도 역시 폐지되었다.

아울러, 1998년 2월에는 국내 M&A 거래의 활성화에 걸림돌 중의 하나로 인식되어 왔던 「근로기준법」이 개정되었다. 즉, “경영악화를 방지하기 위하여 기업이 영업양도·인수·합병을 한 경우를 경영상의 이유에 의한 해고의 요건이 되는 긴박한 경영상의 필요가 있는 경우로 간주”할 수 있는 법적 근거를 「근로기준법」에 마련함으로써, M&A 거래시 기업구조조정을 위한 고용조정이 가능하도록 허용한 것이다.<sup>8)</sup>

같은 해 12월에는 「증권거래법」을 개정하여 기업의 구조조정 및 인수·합병의 활성화를 지원하기 위하여 소규모합병(준속회사가 합병으로 인하여 발행하는 신주의 총수가 그 회사의 발행주식 총수의 5% 이하인 합병)의 경우에는 주주총회절차를 생략할 수 있도록 하였으며, 회사합병시 채권자의 이의제출기간도 2개월에서 1개월로 단축하였다.

7) 당시 「증권거래법」의 개정이유서에 의하면 의무공개매수제도의 폐지 이유를 “……, 기업 간 인수·합병의 필요성이 증대함에 따라, ……”, 기업의 구조조정을 지원하기 위하여, ……”, 의무공개매수제도를 폐지한다”라고 명시적으로 밝히고 있다. 의무공개매수제도를 폐지하는 대신 기업의 경영권방어 수단을 확충하기 위하여 상장기업이 자기주식을 취득할 수 있는 한도를 10%에서 33.3%로 확대하는 조치도 함께 시행하였다.

8) 동 개정안 이전에는 사용자가 합법적으로 피고용자를 해고할 수 있는 경우는 사용자 기업이 해고 시점 이전에 지속적으로 상당한 정도의 재무적 손실을 보고 있는 경우로 한정되어 있었다.

본장에서는 경제위기 이후 M&A 거래에 대한 정부의 규제완화정책의 변화에 대하여 간략히 살펴보았다. 요컨대, 이러한 규제완화정책은 경제위기 발생 후 국제기구들이 우리 정부에 요구한 한국경제의 근본적인 개혁프로그램의 일환으로 추진된 측면도 있으나, 기업구조조정의 한 수단으로서 자율적인 기업 간 인수·합병을 활성화시키고자 했던 내부적인 요구에 의한 것이기도 하였다. 그렇다면 경제위기 이후 우리나라에서의 M&A 거래추이는 실제로 어떠한가, 그러한 M&A 거래가 부실기업 구조조정에 있어 어떠한 역할을 수행하였는가? 이에 대한 평가를 다음의 두 장에서 시도해 보기로 한다.

### III. 분석자료

본격적인 실증분석에 들어가기에 앞서 본장에서는 실증분석에서 사용된 분석자료에 대하여 간략히 설명함과 동시에 경제위기 전후 우리나라에서의 M&A 거래추이에 대하여 살펴보고자 한다.

본 연구에서 사용된 분석자료는 크게 두 종류이다. 첫 번째는 M&A 거래에 관한 자료로서, 공정거래위원회로부터 입수한 1998년부터 2001년까지의 기업결합(business combination) 자료를 이용하였다. 『독점규제 및 공정거래에 관한 법률』 제12조에 의하면 기업들이 일정조건에 해당하는 기업결합을 하는 경우, 동 법에 규정된 기한 내에 공정거래위원회에 신고하도록 되어 있다.<sup>9)</sup> 신고대상이 되는 기업결합으로는 ① 상대회사 발행주식 총수(의결권 없는 주식은 제외)의 20%(상장법인은 15%) 이상을 소유하게 되는 경우(이하 주식취득이라 한다), ② 일방이 대규모 회사(계열회사의 자산 또는 매출액을 모두 합한 금액이 2조원 이상인 회사)인 경우 그 임원 또는 종업원이 상대회사의 임원을 겸임하는 경우

9) 기업결합회사 일방의 자산 또는 매출액의 규모(계열사의 자산 또는 매출액을 포함하여 계산)가 천억원 이상인 회사 간의 기업결합인 경우에 신고의무가 있으며, 신고 의무자는 주식취득인 경우는 취득회사, 흡수합병인 경우는 존속회사, 신설합병의 경우는 합병 당사회사가 공동으로, 영업양수의 경우는 양수회사, 임원겸임의 경우는 겸임임원의 소속회사, 회사신설의 경우는 신설에 참여하는 회사이다.

(이하 임원겸임이라 한다), ③ 다른 회사와의 합병을 하는 경우, ④ 다른 회사의 영업의 전부 또는 주요 부분의 양수·임차 또는 경영의 수임이나 다른 회사의 영업용 고정자산의 전부 또는 주요 부분의 양수를 하는 경우(이하 영업양수라 한다), ⑤ 새로 설립되는 회사 주식의 20% 이상을 인수하는 경우(이하 회사신설이라 한다) 등의 다섯 가지가 있다.

공정거래위원회가 이와 같이 기업결합 신고를 받는 가장 중요한 목적은 경쟁제한적 기업결합 행위를 방지하는 데에 있다. 그러나 공정거래위원회의 기업결합 신고자료는 우리나라의 M&A 거래와 관련하여 그 유형별로 가장 체계적인 정보를 담고 있는 자료로 평가할 수 있다.<sup>10)</sup> 동 기업결합 신고자료에는 위의 다섯 가지 기업결합 유형별로 신고기업과 피신고기업의 명칭, 기업결합 신고일자와 승인일자 등의 정보가 기록되어 있으며 이를 이용하여 우리나라에서의 M&A 거래에 대한 기업별 데이터를 구축할 수 있다.

그러나 위에서 언급한 다섯 가지의 기업결합 유형은 경쟁제한성을 평가하는 제도의 취지에 따라 임원겸임과 같이 일반적인 M&A에 대한 정의보다 다소 광의의 개념까지도 포함하고 있다. 따라서 다음 장의 실증분석에서는 다른 기업에 대한 주식취득, 다른 회사와의 합병, 다른 회사의 영업양수 등 세 가지 경우만을 분석의 대상으로 삼아 실증분석을 수행하게 될 것이다.

<표 2>는 1995년부터 2002년까지의 기간 동안 공정거래위원회에 신고처리된 기업결합 건수의 추이를 유형별로 보여주고 있다. 전체 기업결합 신고건수는 경제위기 직후인 1998년에 전년 대비 16.3%, 1999년에 14.6%, 그리고 2000년에는 26.2% 증가하였으나 기업의 구조조정이 어느 정도 마무리된 2001년부터는 전체 건수가 조금씩 줄어들고 있음을 알 수 있다. 그러나 전체건수는 경제위기 이전과 비교해 볼 때 여전히 높은 수준이다. 다음으로 기업결합의 유형별 구성비를 보면 경제위기 직후인 1998년에는 합병을 통한 기업결합이 전체의 31.1%를 차지하고 있으나

10) 동 기업결합 신고자료를 제외하고는 우리나라에서의 M&A 거래에 대한 미시적인 통계자료는 존재하지 않는다. 이에 따라 지금까지 국내의 M&A에 대하여 연구한 대부분의 기존 문헌들은 신문 등 언론매체를 통하여 알려진 M&A 거래에 대한 정보를 수집함으로써 이루어져 왔다.

〈표 2〉 우리나라의 기업결합 추이

	1995	1996	1997	1998	1999	2000	2001	2002	전체
주식 취득	142 (43.7)	159 (40.5)	130 (31.1)	92 (18.9)	146 (26.2)	268 (38.1)	234 (36.4)	215 (35.7)	1,386 (33.6)
	—	[12.0]	[-18.2]	[-29.2]	[58.7]	[83.6]	[-12.7]	[-8.1]	—
합병	48 (14.8)	63 (16.0)	75 (17.9)	151 (31.1)	145 (26.0)	68 (9.7)	73 (11.3)	65 (10.8)	688 (16.7)
	—	[31.3]	[19.0]	[101.3]	[-4.0]	[-53.1]	[7.4]	[-11.0]	—
영업 양수	10 (3.1)	25 (6.4)	23 (5.5)	81 (16.7)	111 (19.9)	84 (11.9)	62 (9.6)	78 (13.0)	474 (11.5)
	—	[150.0]	[-8.0]	[252.2]	[37.0]	[-24.3]	[-26.2]	[25.8]	—
신설 회사 인수	121 (37.2)	130 (33.1)	163 (39.0)	130 (26.7)	113 (20.4)	179 (25.5)	98 (15.2)	101 (16.8)	1,035 (25.0)
	—	[7.4]	[25.4]	[-20.2]	[-13.1]	[58.4]	[-45.3]	[3.1]	—
임원 겸임	4 (1.2)	16 (4.0)	27 (6.5)	32 (6.6)	42 (7.5)	104 (14.8)	177 (27.5)	143 (23.8)	545 (13.2)
	—	[300.0]	[68.8]	[18.5]	[31.3]	[147.6]	[70.2]	[-19.2]	—
전체	325 (100.0)	393 (100.0)	418 (100.0)	486 (100.0)	557 (100.0)	703 (100.0)	644 (100.0)	602 (100.0)	4,128 (100.0)
	—	[20.9]	[6.4]	[16.3]	[14.6]	[26.2]	[-8.4]	[-9.5]	—

주: ( ) 안은 각 연도별 전체 기업결합에 대한 비중(%)이며, [ ] 안은 전년 대비 증가율(%)임. 음영부분은 공정거래위원회로부터 입수한 자료를 의미하며, 또한 제IV장에서의 실증분석시 사용된 M&A 거래를 나타냄.  
 자료: 공정거래위원회, 『공정거래백서(2002)』, 2003.

1999년 이후에는 주식취득이 기업결합 수단으로 가장 많이 활용되고 있으며 2000년에는 전체의 38.1%를 차지하였다.

앞서 설명한 대로 공정거래위원회로부터 입수한 기업결합 신고자료는 해당기업의 명칭과 기업결합 시기 등에 대한 정보만을 지니고 있으므로 M&A 거래가 기업의 성과 등에 미친 영향을 분석하기 위해서는 기업의 재무자료가 필요하다. 본 연구에서 동 재무자료는 한국신용정보의 기업재무 데이터베이스를 사용하였으며, 실증분석에서 사용된 데이터베이스는 이 두 자료를 결합하여 구축하였다.<sup>11)</sup>

#### IV. 실증분석 방법 및 결과

본장에서는 부실기업 구조조정에 있어서의 M&A 거래의 역할을 실증적으로 평가하고자 한다. 실증분석의 방법에 대한 이해의 편의를 돕기 위하여 데이터를 다음의 네 종류의 기업군으로 분류하기로 한다. 그룹 A는 부실기업이면서 M&A 대상이 된 기업군, 그룹 B는 부실기업이나 M&A 대상이 되지 않은 기업군, 그룹 C는 우량기업이면서 M&A 대상이 된 기업군, 그리고 마지막으로 그룹 D는 우량기업으로 M&A 대상이 되지 않은 기업군 등이다.

본장에서는 세 가지의 실증분석을 수행하는데, 그 첫 번째는 부실기업(즉, 그룹 A와 그룹 B)만을 분석대상으로 하여 이들 두 그룹의 재무적 특성의 차이점을 분석하고자 한다. 보다 구체적으로는 부실기업들 중에서 어떠한 재무적 특성을 지니고 있는 기업들이 M&A의 대상이 될 가능성이 높은가에 대하여 분석한다. 이를 통해 우리나라에서 부실기업을 대상으로 하는 M&A 거래의 결정요인에 대하여 살펴보고자 하는 것이다. 두 번째 실증분석은 부실기업을 대상으로 한 M&A 거래의 효과에 대한 평가를 목적으로 한다. 따라서 이 경우에는 부실기업 중 M&A의 대상이 된 그룹 A만을 분석의 대상으로 하여 M&A 거래 전후의 재무적 성과를 비교하게 된다. 세 번째 실증분석은 M&A의 역할에 대한 보다 일반적인 평가를 위한 것으로서, M&A의 대상이 된 기업들이 사후적으로 부실기업화될 가능성이 줄어드는가에 대한 분석이다. 따라서 이 경우에는 모든 그룹을 분석의 대상으로 한다.

이러한 실증분석을 진행하기에 앞서 먼저 부실기업과 우량기업을 어떠한 기준으로 나누어 정의할 것인가에 대하여 결정하여야 한다. 부실기업을 어떻게 정의하느냐에 따라 위에서 논의한 분석의 대상이 변화하기 때문에 부실기업에 대한 정의는 매우 중요하다고 할 수 있다. 부실의

---

11) 공정거래위원회의 기업결합자료와 한국신용정보의 기업재무자료를 결합하는 데 있어 두 자료에 공통으로 포함되어 있는 변수는 기업의 명칭뿐이었으나 많은 경우 두 자료로부터의 기업명칭이 완벽하게 매칭되지 않았다. 따라서 실증분석에서 실제로 사용된 자료의 수는 <표 2>에 나타난 것보다 적다.

정의는 solvency 측면에서 파악하는 것이 정의상 바람직하고 따라서 시장가치에 기준한 순자산(net asset)이 부(否)의 값을 가지는 경우로 보아야 할 것이다. 그러나 실제로 시장가치에 기준한 순자산의 파악이 어려우므로, 일반적인 실증분석에서는 실제로 파산절차에 들어간 기업을 부실기업으로 정의하는 경우가 있다. 그러나 이러한 정의방식을 본 연구에서 사용할 경우 사용 가능한 자료 중 분석 가능한 기업의 숫자를 상당한 정도로 감소시킴으로써 통계적으로 의미 있는 실증분석을 불가능하게 만들게 된다. 예를 들어, 1999년도에 파산한 기업들 중 M&A 거래의 대상이 된 기업은 단지 여섯 기업에 불과하여 계량기법을 이용한 분석을 활용할 수 없다. 더욱이 본 연구의 목적상 한 기업이 실제로 파산하였는지의 여부는 그리 중요한 것이 아니다. 오히려 상당한 정도의 재무적 어려움을 겪고 있음에 따라 파산할 위험성이 높은 기업들, 즉 부실징후가 있는 구조조정 대상기업들이 본 연구의 주된 실증분석 대상이라고 할 수 있다.

이러한 점을 감안하여 본 연구에서는 다음과 같이 부실기업을 정의하도록 한다. 즉, 어느 기업의 이자보상배율(interest coverage ratio)<sup>12)</sup>의 값이 3개 연도(예를 들어,  $t-2$ 기,  $t-1$ 기 및  $t$ 기)에 걸쳐 연속적으로 1보다 작은 경우 동 기업을  $t$ 년도에 부실기업인 것으로 정의한다. 이와 같이 이자보상배율이 3개 연도에 걸쳐 연속적으로 1보다 작은 경우를 부실기업으로 정의하는 것은 채무상환능력 저하 상태가 3년 연속 지속됨으로써 파산의 위험성이 상당히 높은 상태에 있는 부실징후기업을 부실기업으로 정의하기 위한 것이다.<sup>13)</sup>

12) 이자보상배율은 기업의 이자비용 차감 전 영업이익(EBIT; Earnings before Interest and Tax)을 이자비용으로 나누어 계산한다. 이자보상배율이 1보다 작다는 것은 기업이 영업이익으로 이자비용조차 감당할 수 없다는 것을 의미하며, 채무상환능력이 저하된 상태를 의미한다.

13) 실증분석결과의 안전성(robustness)을 검토하기 위하여 부실기업에 대한 정의를 과거 2년간 연속적으로 이자보상배율이 1 이하인 기업 및 과거 3년간 평균 이자보상배율이 1 이하인 기업 등으로 변화시켜 실증분석을 시도하여 보았으나, 실증분석결과에 대한 해석상에는 큰 변화가 나타나지 않았다.

## 1. 부실기업을 대상으로 한 M&A시장의 특성

앞서 언급한 바와 같이 본절에서는 부실기업들 중에서 어떠한 재무적 특성을 가진 기업들이 M&A 대상기업이 될 가능성이 높은가에 대한 실증분석을 수행한다. 이러한 분석을 통해 우리나라에서 부실기업을 대상으로 하는 M&A 시장의 특성을 살펴보고자 한다.

지금까지 M&A 대상기업들의 재무적 특성을 파악하고자 하는 많은 실증연구들이 있어 왔다. 이러한 연구들은 주로 M&A 시장에서 인수대상이 되기 쉬운 기업을 식별하기 위해 피합병기업 예측모형을 이용하였으며 예측모형의 설명변수로는 재무비율과 시장가치비율을 이용하였다. 예를 들어, Hasbrouck(1985)은 1976년부터 1981년까지 86개 미국기업의 인수·합병자료를 이용하여 기업의 규모가 작을수록 그리고 기업의 q-ratio가 낮을수록<sup>14)</sup> 인수·합병의 대상이 될 가능성이 높음을 보였다. Mørck, Shlifer and Vishny(1988)는 1980년중 이루어진 미국에서의 M&A 거래를 우호적(friendly) M&A와 적대적(hostile) M&A로 분류하고, 두 M&A 시장에서 M&A 대상기업의 특성이 어떻게 다른가에 대하여 연구하였다. 이들은 우호적 M&A의 경우 최고경영진들에 의한 주식보유비율이 높을수록 M&A 대상기업이 될 가능성이 높으며, 적대적 M&A의 경우에는 기업의 q-ratio가 낮을수록 M&A 대상기업이 될 가능성이 높음을 보여 적대적 M&A가 시장규율적인 역할(disciplinary role)을 하였음을 보였다. 국내에서도 M&A 대상기업의 특성에 대한 몇 가지 연구가 있었다. 1988년부터 1994년 사이에 합병된 83개 기업을 분석한 임관택·임석필(1994)에 의하면, 기업의 자산수익률이 낮을수록 그리고 부채비율 및 유동자산비율이 높을수록 M&A 대상기업이 될 가능성이 높다는 것을 실증적으로 보였다.

본 실증분석에서도 기존의 문헌에서 널리 사용되고 있는 피합병기업 예측모형을 이용하여 M&A 대상기업들의 재무적 특성을 파악하고자 한다. 다만, 본 연구의 목적이 부실기업에 있어 M&A 거래의 역할에 대한

14) q-ratio는 주식시장에서 평가된 기업의 시장가치를 기업 실물자본의 대체비용으로 나눈 값으로서 그 비율이 1보다 작다는 것은 시장에서 평가한 기업의 시장가치가 그 기업이 실제 보유한 자산의 가치보다 낮다는 것을 의미한다.

실증분석이므로 분석의 대상을 부실기업(위에서 언급한 그룹 A와 그룹 B)만으로 한정하여 어떠한 부실기업들이 피합병기업이 될 가능성이 높은가에 대하여 살펴보기로 한다.

실증분석에 사용된 모형은 로짓모형(logit model)으로서 그 추정식은 다음과 같이 나타낼 수 있다.

$$\Pr(t\text{년도에 M\&A 대상기업} = 1) = \psi(X_{t-1}'\beta)$$

여기에서  $\Pr(\cdot)$ 은 확률(probability)을,  $\psi$ 는 로지스틱 분포함수(logistic cumulative distribution function)를 각각 나타내며,  $X_{t-1}$ 은 t-1기의 기업의 재무적 특성을 나타내는 설명변수 벡터이다. 본 모형은 한 연도의 기업의 재무상태로 그 다음 연도에 기업이 M&A 대상이 되는가의 여부를 설명하는 모형이라고 할 수 있다. 여기에서 M&A 대상기업이 될 확률에 영향을 미치는 기업의 재무적 특성을 나타내는 변수들은 먼저 t 검증에 의해 M&A 대상기업과 M&A 비대상기업 간 평균값이 통계적으로 유의한 차이를 보이는 변수들을 선택하였으며, 관련 국내의 문헌에서 자주 사용되는 변수들 중에서 데이터의 수집이 가능한 변수들도 포함시켰다(표 3 참조).<sup>15)</sup>

로짓회귀모형의 결과는 <표 4>에 보고되어 있는 바와 같다. 첫 번째 모형 (i)은 재벌계열회사 더미변수를 포함시키지 않은 것이며, 두 번째 모형 (ii)는 이들을 모두 포함시킨 경우이다. 두 경우 모두에 있어 자산 규모 변수의 추정계수가 통계적으로 유의한 양(+)의 값을 갖는 것으로 나타나, 기업규모가 클수록 M&A 대상기업이 될 가능성이 높음을 보여 주고 있다. 이것은 기존의 미국의 적대적 M&A 시장을 대상으로 한 실증분석의 결과, 즉 기업의 규모가 작을수록 M&A의 거래비용이 적게 들기 때문에 M&A 대상기업이 될 가능성이 높다는 결과와는 반대되는 것이다. 이러한 결과의 차이는 우리나라에서의(특히 공정거래위원회에 신고하는) M&A의 성격이 대부분 적대적이 아닌 우호적 M&A이기 때문

15) 아직까지 M&A의 결정요인에 대한 이론이 확립되어 있지 않아, 경우에 따라 상반되는 이론적·실증적 결과가 기존문헌에서 발견되고 있다. 따라서 각 설명변수들에 대한 이론적 배경은 아래에서 실증분석결과를 분석할 때 보다 자세히 설명하도록 한다.



〈표 3〉 설명변수의 정의

변수명	정 의
ln(ASSET)	기업 총자산의 자연로그값
ICR	이자보상배율(interest coverage ratio, 이자비용 차감 전 영업이익 ÷ 이자비용)
CUR	유동비율(current ratio, 유동자산 ÷ 유동부채)
DAR	부채-자산비율(debt-equity ratio, 총부채 ÷ 자기자본)
OIA	총자산경상이익률(ordinary income to total assets ratio, 경상이익 ÷ 총자산)
ATR	총자산회전율(total assets turnover ratio, 매출액 ÷ 총자산)
Rank5 Rank630 Rank3170	재벌계열회사를 나타내는 더미변수로서 Rank5는 1998년 말 자산규모 기준 상위 5위 재벌계열회사, Rank630은 상위 6~30위 재벌계열회사, Rank3170은 상위 31~70위 재벌계열 회사를 나타냄

인 것으로 해석된다.<sup>16)</sup>

재벌계열회사 더미변수를 포함시킨 경우 자산규모 변수의 추정계수는 여전히 통계적으로 유의한 양의 값을 가지나 재벌계열회사 더미변수가 포함되지 않은 경우에 비해 추정계수값이 거의 50% 정도(0.492에서 0.257로) 감소하였으며, 모든 재벌계열회사 더미변수 역시 통계적으로 유의한 추정계수를 갖는 것으로 나타났다. 이러한 결과는 경제위기 이후 많은 재벌계열회사들이 구조조정을 하는 과정에서 활발한 인수 및 합병을 활용하였던 것을 반영한다고 할 수 있다.

다음으로 이자보상배율(ICR) 및 부채자산비율(DAR)의 경우는 두 가지 모형에 있어 모두 통계적으로 유의하지 않은 것으로 나타났다. 이론

16) 앞서 언급한 대로 Mørck, Shleifer, and Vishny(1988)는 미국에서의 우호적 인수·합병과 적대적 인수·합병의 경우 인수·합병 대상기업의 특성에 대하여 실증적으로 분석한 바 있다. 동 연구결과에 따르면, 적대적 인수·합병의 경우에는 기업규모가 작을수록 인수·합병의 대상이 될 가능성이 많으나, 우호적 인수·합병의 경우에는 기업의 규모가 통계적으로 유의한 설명변수가 되지 못하였다.

〈표 4〉 M&amp;A 대상기업에 대한 로짓모형 추정결과

	표본: 부실기업	
	(i)	(ii)
상수항	-12.471*** (1.207)	-8.716*** (1.353)
Ln(ASSET)	0.492*** (0.063)	0.257*** (0.074)
ICR	0.094 (0.259)	0.089 (0.246)
CUR	1.284** (0.505)	1.130** (0.524)
DAR	0.001 (0.066)	0.0001 (0.007)
OIA	-0.621** (0.256)	-0.390 (0.258)
ATR	-3.415*** (1.083)	-2.992*** (1.120)
Rank5		1.789*** (0.455)
Rank630		1.710*** (0.298)
Rank3170		1.862*** (0.292)
LR $\chi^2$ [p-value]	74.78 [0.00]	128.05 [0.00]
Pseudo R <sup>2</sup>	0.0837	0.1433
표본기업수	2,373	2,373

주: 종속변수는 당해연도에 M&A 대상기업이면 1, 아니면 0의 값을 취하며, 연도 및 산업더미변수가 포함되어 있다. ( ) 안은 표준오차이며 \*, \*\* 및 \*\*\* 등은 추정계수가 각각 10%, 5% 및 1% 수준에서 유의함을 나타낸다.

적으로는 이자보상배율이 높을수록 그리고 부채자산비율이 낮을수록 M&A 대상기업이 될 가능성이 많다. 즉, 낮은 부채비율(혹은 높은 이자보상배율)이 잠재적 합병대상기업의 미활용된 부채수용능력을 의미하므로 부채비율이 낮은 기업을 합병함으로써 더 많은 부채수용력을 활용하

여 이익을 얻을 수 있다는 것이다(임관택·임석필 [1994]). 그러나 본 회귀분석에서 이용한 분석대상 데이터들은 모두 이자보상배율이 과거 3년 동안 1 이하인 부실기업들임을 감안할 때, 이자보상배율 및 부채자산비율에 관한 정보는 M&A 대상기업이 될 가능성에 커다란 영향을 미치지 않는다고 해석할 수 있을 것이다.

다음으로, 유동비율의 경우를 살펴본다. 유동비율은 유동자산을 유동부채로 나눈 값으로서 기업의 단기 유동성을 나타내는 지표이다. 로짓 모형의 추정결과 유동비율이 높은 기업일수록 M&A 대상기업이 될 확률이 높아지는 것으로 나타났다. 일반적으로 높은 유동비율은 비효율적 자원배분에 따라 유동성을 과대하게 보유하는 것으로 해석될 수 있으므로, 동 해석에 따르면 유동비율이 높을수록, 즉 기업의 효율성이 떨어질수록 M&A 대상기업이 될 가능성이 높음을 의미한다.<sup>17)</sup>

마지막으로, 기업의 수익성 또는 효율성을 나타내는 두 가지 변수인 총자산경상이익률(OIA)과 총자산회전율(ATR)에 대한 추정계수 결과를 보면, 두 변수 모두 통계적으로 유의한 음(-)의 추정계수를 가지는 것으로 나타났다.<sup>18)</sup> 이는 수익성 및 효율성이 낮은 기업일수록 M&A의 대상이 될 확률이 높음을 의미한다.

요컨대, 위에서의 실증분석결과를 우리나라에서 부실기업을 대상으로 하는 M&A 시장의 경우, 기업의 효율성 및 수익성이 낮을수록 M&A 대상기업이 될 가능성이 높음을 보여주고 있다. 이러한 결과는 일견 기존의 적대적 M&A에 대한 미국에서의 실증연구에서 강조되는 바와 같이 M&A 거래가 기업에 대해 일종의 시장규율적인 역할(disciplinary role)을 수행한다고 하는 주장을 어느 정도 뒷받침하는 것처럼 해석될 수도 있다. 그러나 본 연구에서 다루고 있는 M&A 거래들은 공정거래위

17) 유동비율의 추정계수가 통계적으로 유의한 양의 값을 갖는 결과에 대해 또 다른 해석도 가능하다. 즉, 다른 모든 조건들이 일정할 때 단기유동성이 '상대적으로' 풍부한 부실기업들이 M&A의 대상이 될 가능성이 높다는 것이다. 그러나 이러한 결과는 Belkaoui(1978)의 분석결과와는 반대되는 것이다. 그는 유동성을 합병 및 인수 시도를 회피할 수 있는 기업능력의 지표로 파악하여 유동성이 작은 기업일수록 합병대상이 되기 쉬울 것으로 분석하였다.

18) 재벌계열회사 더미변수가 포함된 모형 (ii)의 경우에는 총자산경상이익률이 통계적으로 유의한 것으로 추정되지는 않았으나 이 경우에도 추정계수는 음의 부호를 갖고 있다.

원회에 신고된 것들로서 적대적 M&A들과는 기본적으로 그 성격이 다르다는 점에서 이러한 M&A 거래들이 규율적인 동기에 의해 이루어졌다고 보기는 힘들다. 오히려, 비효율적이고 수익률이 낮은 기업들(다시 말해 M&A 시장에서의 공급자들)이 재무적 어려움으로부터 벗어나기 위한 동기에서 거래가 이루어졌다고 해석하는 것이 보다 설득력 있는 설명이 될 것이다.

## 2. M&A 거래 전후의 M&A 대상기업의 성과 변화

M&A 거래 이후 기업들의 성과가 개선되었느냐의 여부는 중요한 실증분석 대상 중의 하나이다. 따라서 그 중요성만큼이나 이에 관한 많은 실증연구들이 있어 왔다. 그러나 이와 관련한 대부분의 실증문헌들은 피인수기업이 아닌 인수기업들의 성과개선 여부, 특히 M&A가 발표된 시점을 전후한 인수기업 주가에 대한 주식시장의 반응에 대한 연구에 집중되어 왔다. 이와 같은 연구의 대체적인 결과는, 피인수기업의 주식보유자들은 그들의 보유주식에 대한 프리미엄으로 인해 인수·합병으로부터 이익을 얻으며 인수기업의 주식보유자들은 일반적으로 이익도 손해도 보지 않아, 전체적으로는 M&A 거래로부터 이익을 얻는다는 것이다.<sup>19)</sup>

한편 Healy, Palepu, and Ruback(1992)은 기존의 연구와는 조금 다른 접근방법을 취하였는데, 인수 이후의 기업회계자료를 사용하여 합병결과에 따른 영업성과(operating performance)의 변화를 직접적으로 검증하였다. 그들은 1979년부터 1984년까지 이루어진 미국 합병기업의 인수 이후 성과를 기업의 영업상 현금흐름의 변화를 이용하여 측정하였으며, 이러한 기업성과가 통계적으로 유의하게 개선되었음을 보였다. 그러나 Ravenscraft and Scherer(1987)가 분석한 95개의 공개매수 결과에 따르면 피인수기업의 수익성이 하락하는 것으로 나타나 M&A 이후 피인수기업의 경영개선효과가 존재하지 않는다는 결론을 내렸다. 우리나라에 대한 연구로는 Bae, Kang, and Kim(2002)의 연구가 있는데, 이들은 인수기업

19) Healy, Palepu, and Ruback(1992)을 참조하라.

의 주식시장에서의 비정상 주식이운율을 분석하였다. 이 연구는 인수 재벌계열회사의 소액주주들이 손해를 보는 대신, 지배주주는 같은 재벌 회사의 다른 계열사들의 가치를 증대시킴으로써 M&A 거래에 연루된 재벌계열회사들 사이에 소위 터널효과(tunneling effect)가 존재한다는 것을 실증적으로 입증하였다.

본절의 주된 관심사는 M&A 거래 이후 부실상태에 있는 M&A 대상 기업의 성과가 개선되었는지의 여부를 평가함으로써, M&A가 부실기업의 구조조정에 있어 긍정적인 역할을 수행하였는지를 검증하고자 하는 것이다. 따라서 여기에서의 실증분석은 M&A 대상기업에만 초점을 맞추어 동 기업들의 M&A 이전 및 이후의 성과를 평가하고자 한다.

이러한 평가를 수행함에 있어 관련 표본기업들을 추출하는 데에는 두 가지 문제점이 있다. 첫째, 우리가 가지고 있는 데이터 중 완전한 합병이 이루어진 경우에는 분석이 가능하지 않다. 이는 일단 완전합병이 이루어진 이후에는 피합병기업만의 재무상태를 나타내는 자료가 존재할 수 없기 때문이다. 따라서 공정거래위원회에 신고된 자료들 중에서 (완전합병을 제외한) 주식인수 및 영업양수의 두 가지 경우만을 분석의 대상으로 하였다. 두 번째 문제점은 입수된 기업결합자료의 시계열이 1998년부터 2001년까지만 존재한다는 데 있다. 즉, 기업결합의 시점이 너무 최근이기 때문에 M&A 거래의 장기효과를 평가하기가 어렵다는 것이다. 주어진 데이터로 평가할 수 있는 M&A 거래 이후의 효과는 최장 2년에 불과하므로, 본절에서의 실증분석결과는 M&A 거래의 단기효과로 해석되어야 할 것이다.<sup>20)</sup>

본절에서는 Healy, Palepu, and Ruback(1992)에서의 실증분석 방법에 따라 세 가지 재무변수를 기업성과지표로 선정하였다. 세 가지 변수는 총자산경상이익률(OIA; Ordinary Income to Total Asset), 매출액경상이익률(OIS; Ordinary Income to Sales Ratio), 그리고 총자산회전율(STA; Sales to Total Asset Ratio) 등이다.<sup>21)</sup> 이러한 변수들은 특정산업에 있을 수 있

20) Healy, Palepu, and Ruback(1992)에서 M&A에 의한 성과분석은 M&A 거래 이후 5년까지의 자료를 이용하여 수행되었다. 그러나 연도별로 추정된 성과개선효과는 M&A 거래 이후 2차 연도에 가장 컸으며 그 이후에는 점차 줄어드는 모습을 보였다.

21) 총자산경상이익률(OIA)은 ROA(return on assets)비율이라고도 불리는 것으로 총자산

는 외부충격에 의해 변화할 수 있으므로 이들 변수의 절대값을 비교하는 것은 무의미할 것이다. 따라서 우선 각 변수들의 산업평균값을 한국 표준산업분류(2-digit)에 따라 연도별로 계산한 후 이를 각 기업의 변수값으로부터 차감한 값을 분석에 이용하였다.

<표 5>는 M&A 거래 전후의 (산업별 평균값을 차감한) 성과변수의 평균값들과 그 값들의 평균차 및 평균차 검증을 위한 t-value 등을 보고하고 있다. Panel A는 M&A 거래 전후 각 1년 사이의 성과변화를 비교하고 있는데, 성과변수 중 매출액경상이익률로 측정된 성과만이 10% 수준에서 통계적으로 유의하게 개선된 것으로 나타나고 있다. 그러나 비교대상을 M&A 거래 2년 후로 할 경우 검증결과는 상당히 다른 모습을 나타낸다. Panel B는 M&A 거래 전후 각 2년 사이의 성과변화를 비교하고 있는데, 선택한 세 개의 변수 모두에서 기업성과의 개선이 통계적으로 유의하게 나타났다.<sup>22)</sup> Panel C는 M&A 거래 1년 전과 2년 후의 성과를 비교하고 있으며, 이 경우에도 Panel B에서의 경우와 비슷한 결과를 보여주고 있다.

요컨대, 본절의 실증결과에서는 M&A 거래가 부실기업인 피인수기업의 성과를 실제로 증가시켰으며, 그러한 효과는 M&A 거래 직후연도가 아닌 2년차에 통계적으로 유의하게 나타남을 알 수 있다.

동일한 성과비교 방식을 부실기업이 아닌 정상기업에 대한 M&A 거래의 경우에도 적용해 볼 수 있을 것이다. 이 경우의 평균차 검증결과는 <표 6>에 보고되어 있다. OIA 변수에 의해 평가해 볼 때, 기업의 성과는 표에 나타난 세 가지 시차 모두에 있어 개선되는 것으로 나타나지만, OIS와 STA 변수들에 의해 평가해 볼 때에는 M&A 거래의 긍정적인 효과가 뚜렷이 나타나지 않는다. OIS 변수를 이용한 2년차 평균을 비교한 경우(Panel B의 경우)에만 개선효과가 통계적으로 유의할 뿐 나머지 경

---

을 얼마나 효율적으로 이용하여 영업성과를 올렸는가를 총괄적으로 나타내는 지표라고 할 수 있으며, 이는 다른 두 변수와 다음과 같이 연관되어 있다;  $OIA = OIS \times STA$ . 매출액경상이익률(OIS)은 기업의 매출마진을 나타내는 지표로 사용되며 총자산회전율(STA)은 기업의 생산·판매활동 또는 영업상 효율성을 나타내는 지표로 사용된다.

22) OIA 및 STA의 경우 M&A 거래 2년 이후의 평균값이 음(-)인 것은 M&A 거래 이후에도 두 변수로 측정된 부실기업들의 성과가 산업평균에 미치지 못함을 의미한다.

〈표 5〉 M&A 거래 전후 피인수기업의 성과 변화에 대한 Mean-difference Tests(부실기업의 경우)

기업성과변수	OIA	OIS	STA
<b>Panel A</b>			
M&A 거래 1년 전 평균(a)	-0.007	-0.01	-0.064
M&A 거래 1년 후 평균(b)	0.051	0.077	-0.122
평균차(b-a)	0.058	0.087	-0.058
평균차 검증을 위한 t-value	1.44	1.91*	-0.97
피합병기업수	48	48	48
<b>Panel B</b>			
M&A 거래 2년 전 평균(c)	-0.061	-0.074	-0.074
M&A 거래 2년 후 평균(d)	-0.007	0.076	-0.023
평균차(d-c)	0.053	0.151	0.051
평균차 검증을 위한 t-value	2.48*	2.07***	3.06***
피합병기업수	34	34	34
<b>Panel C</b>			
M&A 거래 1년 전 평균(e)	-0.008	-0.028	-0.067
M&A 거래 2년 후 평균(f)	-0.0003	0.087	-0.012
평균차(f-e)	0.077	0.115	0.055
평균차 검증을 위한 t-value	2.13**	2.30**	2.42**
피합병기업수	35	35	35

주: 모든 기업성과변수는 평균값을 계산하기 이전에 산업평균값을 차감하여 계산하였다. t-value에 표시된 \*, \*\*, 및 \*\*\* 등은 평균차가 0라는 귀무가설을 각각 10%, 5%, 및 1% 수준에서 기각함을 의미한다.

우에는 개선효과가 미미하며, 특히 STA 변수의 경우에는 오히려 성과가 악화된 것으로 나타났다. 이러한 결과는 M&A 거래에 의한 기업의 성과 개선효과가 대상기업이 부실기업인 경우에 보다 더 뚜렷이 나타난다고 할 수 있을 것이다.

〈표 6〉 M&A 거래 전후 피인수기업의 성과 변화에 대한 Mean-difference Tests(정상기업의 경우)

기업성과변수	OIA	OIS	STA
<b>Panel A</b>			
M&A 거래 1년 전 평균(A)	0.001	0.037	-0.039
M&A 거래 1년 후 평균(B)	0.050	0.057	-0.091
평균차(B-A)	0.049	0.020	-0.052
평균차 검증을 위한 t-value	2.84***	0.77	-1.89*
피합병기업수	215	215	215
<b>Panel B</b>			
M&A 거래 2년 전 평균(C)	-0.0001	0.033	-0.055
M&A 거래 2년 후 평균(D)	-0.031	0.07	-0.069
평균차(D-C)	0.031	0.374	-0.014
평균차 검증을 위한 t-value	2.61***	1.89***	-0.7
피합병기업수	133	133	133
<b>Panel C</b>			
M&A 거래 1년 전 평균(E)	0.001	0.039	-0.05
M&A 거래 2년 후 평균(F)	0.074	0.079	-0.117
평균차(F-E)	0.073	0.04	-0.067
평균차 검증을 위한 t-value	2.92***	1.54	-1.81*
피합병기업수	145	145	145

주: 모든 기업성과변수는 평균값을 계산하기 이전에 산업평균값을 차감하여 계산하였다. t-value에 표시된 \*, \*\*, \*\*\* 등은 평균차가 0라는 귀무가설을 각각 10%, 5% 및 1% 수준에서 기각함을 의미한다.

### 3. M&A 거래가 부실확률에 미친 영향

본절에서는 기업부실과 관련한 M&A 거래에 대하여 보다 일반적인 평가를 수행해 보고자 한다. 즉, 앞서 설명한 그룹 A, B, C 및 D군에 속한 모든 기업들을 표본으로 하여, M&A 대상기업으로서 M&A 거래에 참여하였던 것이 이후 부실기업이 될 확률을 낮추느냐의 여부를 묻는



실증분석이다. 기존의 이론적·실증적 문헌들은 M&A 거래의 주요 동기로 가용한 자원을 M&A 거래 당사자 간에 보다 효율적으로 활용할 수 있다든지, 재무적으로 곤경에 처해 있으나 살아남을 가능성이 있는 기업을 소생시킬 수 있다든지 하는 인수기업과 피인수기업 간의 시너지 효과를 들고 있다. 따라서 M&A 거래의 성공여부는 M&A 거래 이후 피인수기업이 부실화되지 아니하고 정상기업으로서 영업활동을 지속할 수 있는지의 여부로 간접적으로 평가될 수 있을 것이며, 바로 이 점이 본절에서 실증적으로 평가해 보고자 하는 것이다.

본절에서의 실증분석 방식은 기업의 부실예측모형에서 일반적으로 사용되고 있는 것과 동일하며, 첫 번째 소절에서의 실증분석 방법과도 비슷하다. 즉, 여기에서도 다음과 같은 로짓회귀모형을 상정한다.

$$\Pr(t\text{년도에 부실기업} = 1) = \psi(Z_{t-1}'\gamma)$$

여기에서  $\psi(\cdot)$ 는 앞서와 마찬가지로 로지스틱 누적분포함수이며,  $Z_{t-1}$ 은  $t-1$ 기 기업의 특성을 나타내는 재무변수들이며, M&A 더미변수가 포함되어 있다.<sup>23)</sup> 기업의 특성을 나타내는 재무변수들을 선택함에 있어서는 앞서와 마찬가지로 부실기업과 정상기업 간 평균값이 통계적으로 유의한 차이를 보이는 변수들을 선택하였으며 기업 부실예측모형과 관련한 기존의 문헌에서 주로 사용되는 재무변수들을 포함시켰다. (표 7 참조)

로짓회귀분석의 결과는 <표 8>에 요약되어 있다. 회귀분석의 결과는 우리나라를 대상으로 한 부실예측모형에서의 분석결과(강동수 외[2000])와 크게 다르지 않다. 모든 변수들을 포함시킨 모형 (iii)에서 보면, 기업의 수익성을 나타내는 현금흐름(CFL)의 추정계수와 기업의 효율성을 나타내는 매출액 대 총부채(STL)의 추정계수는 모두 음(-)의 부호를 가지고 있으며 통계적으로도 유의하다. 이는 보다 수익성이 높고 효율적인 기업일수록 부실화될 가능성이 낮음을 시사한다. 또한, 기업의 외부차입

23) 기업의 부실여부가 M&A의 결정에도 영향을 줄 수 있으므로 M&A 더미를 이와 같이 포함시키는 것은 회귀분석에 있어 내생성문제(endogeneity problem)를 발생시킬 수 있다. 여기에서는 M&A 더미에 1기의 시차를 부여함으로써 이러한 문제를 일정 정도 줄이고자 하였다.

〈표 7〉 설명변수의 정의

변수명	정 의
ICR	이자보상배율(이자비용 차감 전 영업이익 ÷ 이자비용)
MNA	M&A 대상기업임을 나타내는 더미변수
CAB	차입금상환능력((현금+예금+유가증권+손익활동현금흐름) ÷ 총차입금)
CFL	현금흐름(손익활동현금흐름 ÷ 총부채)
STL	매출액 대 총부채(매출액 ÷ 총부채)
BAR	차입금의존도(총차입금 ÷ 총자산)
IEB	차입금이자부담률(이자비용 ÷ 총차입금)
OAT	영업자산회전율(매출액 ÷ 영업자산)
Rank5 Rank630 Rank3170	재벌계열회사를 나타내는 더미변수로서 Rank5는 1998년 말 자산규모 기준 상위 5위 재벌계열회사, Rank630은 상위 6~30위 재벌계열회사, Rank3170은 상위 31~70위 재벌계열 회사를 나타냄

에 대한 의존도를 나타내는 차입금의존도(BAR)의 추정계수는 양(+)의 부호를 가지고 있으며 통계적으로 유의하다. 이는 외부차입의존도가 높은 기업일수록 향후 부실화될 가능성이 높음을 시사한다.

이 회귀분석에서 주된 관심은 M&A 더미변수에 대한 추정계수에 관한 것이다. 가장 간단한 추정식인 모형 (i)을 제외한 나머지 두 경우 모두 M&A 더미변수의 추정계수는 음(-)의 부호를 가지며 10% 수준에서 통계적으로 유의하다. 동 변수의 추정계수가 음의 부호를 가지고 있다는 것은 M&A 거래에 참여한 M&A 대상기업의 경우 향후 재무적 곤경을 겪을 가능성이 낮다는 것을 의미한다.<sup>24)</sup>

24) 그러나 추정계수의 유의성이 10% 정도에 그치기 때문에 동 결과를 통해 M&A 거래가 기업의 부실화를 줄여줄 수 있다고 단정적으로 주장하기에는 어려운 측면이 있는 것이 사실이다. 따라서 본 결과는 그러한 개연성이 있음을 나타내고 있는 정도로 해석에 신중을 기하는 것이 필요하다.

〈표 8〉 기업부실에 대한 로짓모형 추정결과

	(i)	(ii)	(iii)
상수항	-2.585*** (0.731)	-0.645** (0.255)	-1.248*** (0.812)
ICR	-0.003* (0.002)	-0.002 (0.002)	-0.003 (0.002)
MNA	-0.191 (0.268)	-0.488* (0.288)	-0.546* (0.316)
CAB	-0.005*** (0.001)	-0.001 (0.001)	-0.001 (0.001)
CFL		-0.065*** (0.004)	-0.055*** (0.004)
STL		-0.019*** (0.001)	-0.015*** (0.001)
BAR			0.013*** (0.001)
IEB			0.001 (0.001)
OAT			0.0002 (0.0004)
Rank5	-0.309 (0.273)	0.039 (0.292)	0.106 (0.295)
Rank630	0.610*** (0.142)	0.388** (0.162)	0.439** (0.171)
Rank3170	0.736*** (0.148)	0.443*** (0.170)	0.424** (0.180)
LR $\chi^2$ [p-value]	316.907 [0.00]	1,595.38 [0.00]	1,494.55 [0.00]
Pseudo R <sup>2</sup>	0.058	0.2944	0.3133
표본기업수	22,499	8,607	7,947

주: 종속변수는 부실기업인 경우 1의 값을, 우량기업의 경우 0의 값을 취하며, 연도 및 산업더미변수가 포함되어 있다. ( ) 안은 표준편차이며 \*, \*\* 및 \*\*\*는 추정계수가 10%, 5% 및 1% 수준에서 유의함을 의미한다.

## V. 결 론

본 연구에서는 외환위기 이후 M&A와 관련된 정부의 규제완화정책의 추이 및 우리나라에서의 M&A 거래추이를 공정거래위원회의 기업결합자료를 이용하여 살펴보았다. 본 연구에서의 실증분석결과는 재무적으로 곤경상태에 있는 부실기업을 대상으로 한 주식인수 및 영업양수에 의한 기업결합 거래가 M&A 대상기업의 기업성과를 개선시키는 데 어느 정도 효과가 있음을 시사하고 있다.

이하에서는 본 연구의 한계와 더불어 앞으로의 연구에서 추가적으로 다루어질 수 있는 몇 가지 사항에 대하여 언급하기로 한다. 첫째, 본 연구의 실증분석 부분에서 언급하였듯이 실증분석을 위한 자료의 시계열이 M&A 거래의 장기적인 효과를 분석하기에는 너무 짧다. 비록 본 연구의 실증분석이 M&A 거래 이후 단기적인 효과에 대하여는 어느 정도 의미 있는 결과를 도출하였다고 하더라도, M&A 거래에 의한 실질적인 이득은 장기간에 걸쳐 나타날 수 있다. 이러한 문제점은 향후 M&A와 관련된 실증분석 자료의 시계열을 연장시킴으로써 해결해야 할 것이다.

둘째, 본 연구에서의 실증분석은 M&A 대상기업(피인수기업)을 중심으로 하여 이루어졌으며 M&A를 추진하는 인수기업에 대해서는 분석하지 않았다. 이는 본 연구의 주된 목적이 부실화된 기업들에 대한 M&A 거래의 효과에 대하여 분석하는 것이며, M&A를 추진하는 인수기업에 대한 분석은 본 연구의 범위를 벗어나는 것이기 때문이다. 향후 인수기업과 피인수기업의 성과를 동시에 분석하는 것은 M&A 거래의 전체적인 효과를 이해하는 데 반드시 필요한 연구가 될 것으로 생각된다.

향후 연구에 있어 또 하나의 중요한 주제는 M&A 거래에 대한 산업별 분석이다. Mitchell and Mulherin(1996)은 1982년부터 1989년 사이의 미국자료를 이용하여 기업인수와 구조조정에 대한 산업별 분석을 수행하였으며, M&A 거래의 시계열자료를 볼 때 산업별로 군집화되는 현상이 나타남을 보고하여 산업에 가해진 부정적인 충격이 M&A 거래를 활성화시킴을 보였다. 우리나라에 있어서도 M&A에 대한 보다 풍부한 시계열자료를 확보할 경우, 이에 대한 분석을 통해 M&A 거래와 산업별 충격 간의 상관관계 등에 관한 연구가 가능할 것이다.

## 참 고 문 헌

- 강동수·임영재·한진희·강진원·양정삼, 『기업부실과 구조조정 정책방향의 재정립』, 정책연구시리즈 2000-01, 한국개발연구원, 2000.
- 주상용, 『국내 합병·피합병기업 특성 비교』, 『재무관리연구』, 제14권 제1호, 1997.
- 임관택·임석필, 『피합병기업의 재무적 특성과 합병대상기업 예측에 관한 연구』, 『재무관리연구』, 제12권 제2호, 1994.
- 김영산, 『한국에서의 적대적 기업 인수합병』, mimeo, 2002.
- 선우석호, 『M&A 시장 활성화 방안』, 『시장규율 제고를 통한 새로운 기업질서의 모색』, 대통령자문 정책기획위원회, 2000.
- Agrawal, A., J.F. Jaffe, and G.N. Mandelker, "The Post-merger Performance of Acquiring Firms: A Re-examination of an Anomaly," *Journal of Finance* 47, 1992, pp.1605~1621.
- Bae, Kee-Hong, Jun-Koo Kang, and Jin-Mo Kim, "Tunneling or Value Added: Evidence from Mergers by Korean Business Groups," *Journal of Finance* 62, 2002, pp.2695~2740.
- Belkaoui, A., "Financial Ratios as Predictors of Canadian Takeover," *Journal of Business Finance and Accounting* 5.1, 1978, pp.93~107.
- Bradley, M. and G. Jarrell, "Comment in Knights," *Raiders and Targets*, Oxford, UK: Oxford University Press, 1998, pp.252~259.
- Dietrich, J.K. and E. Sorenson, "An Application of Logit Analysis to Prediction of Merger Target," *Journal of Business Research* 12, pp.393~402.
- Franks, Julian, Robert Harris, and Sheridan Titman, "The Postmerger Share-price Performance of Acquiring firms," *Journal of Financial Economics* 29, 1991, pp.81~96.
- Hasbrouck, J., "The Characteristics of Takeover Targets: q and other measures," *Journal of Banking and Finance* 9, 1985, pp.351~362.
- Healy, Paul M., Krishna G. Palepu, and Richard S. Ruback, "Does Corporate Performance Improve After Mergers?" *Journal of Financial Economics* 31, 1992, pp.135~175.

- Korea Fair Trade Commission, *Statistical Year Book of 2002*, 2003.
- Mitchell, Mark L. and J. Harold Mulherin, "The Impact of Industry Shocks on Takeover and Restructuring Activity," *Journal of Financial Economics* 41, 1996, pp.193~229.
- Mody, Ashoka and Shoko Negishi, "The Role of Cross-Border Mergers and Acquisitions in Asian Restructuring," in Stijn Claessens, Simeon Djankov, and Ashoka Mody(eds.), *Resolution of Financial Distress*, The World Bank, Washington D.C, 2001.
- Mørck, Randall, Andrei Shleifer, and Robert W. Vishny, "Characteristics of Targets of Hostile and Friendly Takeovers," in Alan J. Auerback(ed.), *Corporate Takeovers: Causes and Consequences*, Chicago and London: The University of Chicago Press, 1988.
- Rau, Raghavendra and Theo Vermaelun, "Glamour, Value and the Post-Acquisition Performance of Acquiring Firms," *Journal of Financial Economics* 49, 1998, pp.223~253.
- Ravenscraft, David and F.M. Scherer, "Life After Takeover," *The Journal of Industrial Economics*, Vol.36, No.2, 1987, pp.147~156.
- Youn, Taehoon and Yong-Seok Choi, "Hostile M&A in Korea after the Financial Crisis," mimeo, 2003.