

合併理論과 多角的合併의 富의 再分配效果

郭 喆 孝*

〈目 次〉	
I. 序 論	IV. 多角的 合併의 富의 再分配效果
II. 合併의 一般理論	V. 結 論
III. 多角的 合併의 合理性	

I. 序 論

企業의 成長은 크게 內部的 成長과 外部的 成長으로 나누어진다. 內部的 成長이란 企業利益의 內部留保에 의한 자본축적과 외부자본 조달에 의한 投資로 나타난다. 外部的 成長은 企業이 타기업과 연합하거나 결합하여 成長하는 것을 의미한다. 외부적 成長은 내부적 成長에 비해 그 성장속도가 빠르며, 運用的 側面과 財務的 側面에서 여러가지 利點을 발생시켜 그 관심이 고조되고 있다.

이와 같은 외부적 成長의 한 방법이 企業合併이다. 企業合併은 經濟的 立場에서 여러가지 형태로 분류되고 있다.

첫째, 水平的 合併은 同種産業에 종사하는 기업들이 합병하는 경우로서 能率의 增進이나 競爭의 배제를 목적으로 하고 있다.

둘째, 垂直的 合併은 技術的으로 수직적 관계에 있는 産業部門에 속하는 기업들이 합병하는 경우로서, 原料部門과 製造部門 혹은 製造部門과 販賣部門企業間의 합병으로서 費用節約과 技術的 合理化를 목적으로 하고 있다.

셋째, 異種産業間 혹은 多角的 合併(conglomerate merger)은 經營活動상 상호관련이 없는 산업부문에 속하는 기업과의 합병으로서 純粹合併이라고도 한다.

美國은 1950년 클레이튼법(Clayton Act)의 改正을 통하여 수직적 합병과 수평적 합병을 금지 내지는 규제해 왔다. 따라서 合併에 대한 관심은 주로 多角的 合併에 집중되었다. 미국에서 합병이 활발하게 이루어졌던 시기는 1960년대 후반과 1970년대 후반부터 현재까지이다.

* 釜山女子大學 經營學科 助教授

그리고 우리나라의 경우 1980년에 “獨占規制 및 公正去來에 관한 法律”을 제정하여 기업결합이 야기시킬 수 있는 불공정거래행위 및 경쟁제한행위를 금지시키고, 産業合理化나 國際競爭力을 높이는 경우에 한하여 기업결합을 예외적으로 허용하고 있다. 따라서 수평적, 수직적 합병보다는 다각적 합병의 제약이 덜한 것 같이 보인다.

實際的인 企業活動과 아울러 다각적 합병의 成果에 대한 實證研究는 많이 발표되어 왔으나 理論의 整備는 다소 미흡한 감이 든다. 따라서 學界에서는 理論의 發展을 위한 노력이 요구되고 있다.

정(K.S. Chung)¹⁾과 웨스턴(J.F. Weston)²⁾은 합병理論이 고려해야 할 세가지 문제를 ① 合併의 發生理由, ② 合併參加會社의 特徵, ③ 총체적인 合併活動水準의 變動에 대한 說明으로 요약하고, 합병에 대한 有用한 理論이 되기 위해선 이 세가지 문제를 동시에 해결할 수 있어야 한다고 하였다. 그러나 合併參加會社의 特徵은 합병의 발생이유와 밀접하게 관련되어 있고, 합병활동수준의 변동은 經濟的 環境의 변화에 의한 합병참가 기업의 특징변화로 설명이 가능하리라 생각된다.

따라서 Ⅱ장에서 일반적인 합병의 발생이유를 다루었고 Ⅲ, Ⅳ장에서 다각적 합병의 이론과 합병으로 인한 富의 再分配를 각각 논하였다.

Ⅱ. 合併의 一般理論

合併은 合併에 참가하는 企業의 特徵과 그 目的에 의해 形態가 분류되고 있으며 합병이 발생하는 理由는 이 形態에 따라 각각 달리 나타날 수 있다. 대체로 문헌에서는 합병이 발생하는 이유에 따라 合併理論을 발전시켜 왔다.³⁾ 합병이 발생하는 이유는 바로 合併의 結果로 나타나는 利得의 源泉을 말하는 것으로 合併後 企業의 市場價値에 대한 純增加要因이 된다. 合併利得은 그 特征상 運用的 利得(operating gains)과 財務的 利得(financial gains)으로 區分되고 있다.⁴⁾

合併의 세가지 형태와 합병의 이득에 관한 위의 두 源泉을 분명하게 관련지우기는 매우 어렵

1) K.S. Chung, "A Financial Synergy Theory of Conglomerate Mergers," Working Paper. Graduate School of Management, University of California, Los Angeles. 8. 1980.

2) K.S. Chung and J.F. Weston, "Diversification and Mergers in a Strategic Long-Range Planning Frame-Work," Presented at CMA, Graduate School of Business Administration, New York University. 1. 1981.

3) T. Copeland and J.F. Weston, Financial Theory and Corporate Policy, Addison-Wesley Publishing Company. 1983. p.561.

4) W.G. Lewellen., "A Pure Financial Rationale for The Conglomerate Merger," Journal of Finance(September 1973), p.911.

다. 수평적, 수직적 합병의 이득원천은 운용적 측면에서 발생한다고 할 수 있으며, 多角的 合併의 이득원천은 그 특징상 운용적 측면보다는 재무적 측면에 있다고 볼 수 있다. 그러나 합병의 어떤 형태가 되었던 간에 위의 두 측면에서 이득이 동시에 발생할 수 있으며, 다만 어느 측면이 더 강조되고 또한 그 이득이 얼마나 큰가에 의해 관련지우고 있다. 合併發生理由를 설명해 줄 수 있는 理論들을 論하기로 한다.⁵⁾

1. 效率性 差異

合併의 가장 일반적인 이론은 합병에 참가하는 기업들의 경영에 있어서 效率性的 差異이다. 이 效率性은 經營能力에 있어서의 效率性を 말하는 것으로서 시너지와는 다소 개념상 차이가 있는 것 같다. 만약 效率성이 높은 企業 A가 效率성이 낮은 企業 B를 합병할 때 합병 후 B 企業의 效率性은 A 企業의 效率性 水準까지 상승하게 된다는 것이다. 이러한 효율성의 증대는 個別的 利得뿐만 아니라 社會的 利得을 발생시켜 經濟全體의 效率性水準을 상승시키게 된다. 따라서 극단적인 경우 전체 경제내에 가장 效率성이 큰 하나의 企業만이 存在할 수 있음을 생각할 수 있다. 그러나 이때 規模의 非經濟가 어느 程度의 수준에서 발생하게 되어 이런 상태까지는 이르지 못한다.

결국 합병에 관한 效率性理論은 平均以下の 효율성을 갖는 기업이나 그 潛在力에까지 효율성을 발휘하지 못하는 기업들에 관계된다. 이 경우에 비슷한 형태의 經營活動에 종사하는 企業이 잠재적인 取得企業이 될 가능성이 많다. 이들 기업은 平均以下 혹은 충분히 潛在力을 발휘하지 못하는 被取得企業의 經營成果를 향상시킬 만한 經營能力과 그런 企業을 탐색할 경영적 배경을 보유할 수 있으며, 특히 經營能力에 의한 합병의 가능성이 길다. 그러나 실제로 取得企業은 被取得企業의 成果向上에 대한 영향력을 너무 낙관적으로 생각하여 합병을 위해 지불한 價値만큼 成果를 올리지 못할 수도 있다.

만(H. G. Manne)⁶⁾은 이와 같은 效率性的 差異를, 資本資產市場을 경쟁적으로 유지하는 데 있어 合併의 役割을 강조하여 一般理論으로까지 확장을 했다. 그는 만약 어떤 企業의 經營成果가 부진할 경우, 合併을 더 效率的인 經營에 의한 企業引受의 위협으로 보았다. 이는 곧 企業支配(corporate control)에 대한 市場을 가능케 하는 한 要因이 效率性的 差異라는 주장이다.

5) T. Copeland and J.F. Weston, op. cit., pp.561~569와 J.F. Weston and T. Copeland, Managerial Finance, Dryden Press, 1986, pp.907~912를 참조.

6) H. G. Manne., "Mergers and the Market for Corporate Control", Journal of Political Economy (April 1965), pp.110~120.

2. 시너지效果

시너지(synergy)효과는 企業資産의 運用特性和 生産關係의 特性에 의해 定義하는 것이 앞의 效率性差異와 區分하기 위해 더 좋을 것 같다. 합병으로 인하여 시너지가 성취되느냐 혹은 성취되지 않느냐의 문제는 오랫동안 財務에 관한 이론적 문헌의 쟁점이 되어 왔다. 만약 시너지가 발생한다면 합병후 企業價値(V_{AB})는 합병전 個別企業의 價値(V_A 와 V_B)의 단순합을 초과하여 $V_{AB} > V_A + V_B$ 의 관계가 성립한다. 그리고 시너지가 없다면 $V_{AB} = V_A + V_B$ 의 관계가 성립한다. 다시 말해 시너지가 없을 경우, 價値의 附加原則(value additivity principle)에 의하여 합병전 두 企業의 價値는 합병후 企業價値에 그대로 保存된다는 것이다.

그러나 합병에 참가하는 기업의 실무진이 느끼고 있는 合併의 正當性(몇개의 문헌에서도 마찬가지지만)은 적어도 潛在的인 實質利得이 있다는 것이다.⁷⁾ 이러한 잠재적인 실질이득은 시너지효과로 설명될 수 있으며, 대체로 다음과 같이 세가지 형태로 구분될 수 있다.⁸⁾

(1) 運用시너지(operating synergy)

運用시너지 혹은 運用의 經濟(operating economies)는 수평적 합병과 수직적 합병에서 주요 利得의 源泉이다. 수평적 합병에 대하여 運用經濟의 源泉은 規模의 經濟(economics of scale)와 같은 어떤 형태를 나타내야만 한다. 이러한 규모의 경제는 다시 합병후에 시설의 不可分性(indivisibilities)과 더 나은 시설의 이용을 반영해야 한다. 그렇지 않을 경우 조직적 능력에 있어서 중요한 보완이 이루어져 內部投資로부터 短期에 달성할 수 없는 利得을 제공해야만 運用시너지 혹은 運用의 경제가 나타난다.

운용의 경제가 성취될 수 있는 또 다른 영역은 수직적 합병이다. 한 산업의 다른 단계에 있는 企業을 합병한다는 것은 다른 계층들과의 조정을 더욱 효율적으로 수행할 수 있다는 것이 확실해야만 運用시너지가 이득된다. 즉 이러한 주장은 意思疏通의 費用과 여러가지 형태의 交渉과 機會的인 행동이 수직적 합병에 의하여 회피가능하다는 것이다.

(2) 財務的 시너지(financial synergy)

財務的 시너지는 주로 재무레버리지와 관련되어 나타나는 데, 多角的 合併에서 運用시너지의 發生可能性을 배제할 경우 財務的 시너지는 多角的 合併의 合理性을 설명해 줄 수 있는 源泉이다. 그러나 재무적 시너지의 가능성은 財務理論에서 해결되지 않은 몇가지 문제점을 포함하고 있음에도 불구하고 合併에 관한 實證的 分析은 直接 혹은 間接的으로 재무적 시너지의 기본적인

7) T. Copeland and J. F. Weston, op. cit., p. 565.

8) J. F. Weston and T. Copeland, op. cit., pp. 907~908.

인 문제에 관하여 다소간 해결가능성을 제시하고 있다.

재무적 시너지는 資本機能(capital function)의 비용이 여러가지 이유로 더욱 감소되는 효과를 말한다. 만약 두 企業의 현금흐름이 完全 正(+의 相關關係가 아니면 破産確率は 저하되고 나아가 기존의 破産費用의 現在價値는 이 효과로 말미암아 더욱 감소하게 된다.⁹⁾ 다시 말해 합병후 破産危險은 현금 흐름의 위험이 감소된 결과로 합병전 個別企業의 파산 위험보다 낮아져서 債權의 價値가 증대된다는 것이다. 현금흐름의 상관에 의한 이러한 債權의 相互保險效果는 주주의 희생으로 채권자에게 이득을 얻게 해준다.¹⁰⁾ 그러나 이 효과는 합병후에 레버리지를 증가시킴으로서 상쇄되어 질 수도 있으며, 그 결과 利子의 法人稅節約으로 株主의 富가 증대할 수도 있다. 합병에 의한 負債調達能力(debt capacity)¹¹⁾의 증대는 옵션價格決定理論(option pricing theory)과 관련하여 명백하게 분석되고 있다. 多角的 合併에서 실현될 수 있는 또다른 재무적 시너지의 측면은 資本의 발행비용과 거래비용에 대한 규모의 경제이다.¹²⁾

이와 같은 財務的 시너지는 주로 運用的 시너지가 없는 것으로 假定된 多角的 合併의 利得源泉으로 주장되고 있으나 어떤 형태의 합병에서도 나타날 수 있는 것으로 생각할 수 있다. 다만 합병의 형태에 따라 그 크기에 차이가 날 뿐이고 그 크기를 결정하는 것은 매우 어려운 작업으로 생각된다.

(3) 環境變化에 대한 戰略的 再整備

企業의 長期戰略計劃에 대한 문헌이 최근에 많이 증가하고 있는데 戰略的 計劃의 強調點은 企業運用意思決定의 영역이 아니라 기업환경과 그 구성요건들과 관계된 영역에 놓여 있다.

합병에 관한 전략적 계획의 接近方法은 規模의 經濟의 가능성이나 혹은 기업의 現在의 경영 능력에서 사용되지 않고 있는 능력의 이용을 의미하는 것으로 나타난다. 또한 外部的 多樣化에 의하여 기업이 현재 능력의 보강에 필요한 경영기술을 획득하는 데에서도 전략계획에 대한 합병의 합리성을 찾을 수 있다. 이 방법에 대하여 제시될 수 있는 문제점은 새로운 능력과 신시장은 내부투자를 통해 달성할 수 있다는 데에 있다. 그러나 環境의 變化가 企業으로 하여금 신속한 조정을 요구한다면 기존기업의 합병은 상당한 양(+의 이득을 가져다 줄 수 있다.

3. 情報 및 信號發生

합병에 대한 세번째 가능한 理論은 情報假說(information hypothesis)에 의한 것이다. 이것

9) W.G. Lewellen, op. cit., pp.527~529.

10) R.C. Higgins and L.D. Schall, "Corporate Bankruptcy and Conglomerate Merger," Journal of Finance (March 1975), pp.93~114.

11) 一定한 利子率로 調達할 수 있는 負債의 最大金額

12) H. Levy and M. Sarnat, "Diversification, Portfolio Analysis and the Uneasy Case for Conglomerate Mergers," Journal of Finance (September 1970) pp.765~802.

은 合併의 協商過程에서 발생하는 새로운 情報에 의한 合併參加企業의 株式에 대한 再評價를 가리킨다. 브래들리-데사이-킴(M. Bradley, A. Desai and E.H. Kim)은 情報假說을 두가지 形態로 구분하고 있는데¹³⁾ 그 중의 하나가 叱責(kick in the pants)假說이다. 즉 經營者는 株主에 의하여 높은 價値를 달성할 수 있는 運用戰略을 수행하도록 誘因을 받는다는 것이다. 두번째는 隱蔽(sitting on the gold mine) 假說로서 합병의 협상은 새로운 情報를 포함하고 있거나 혹은 取得企業이 더 나은 정보를 가지고 있는 것으로 판단하도록 投資者를 유도할 수 있다. 따라서 투자자는 이미 低評價된 株式을 再評價할 수도 있다.

情報效果의 세번째 측면은 低評價假說의 변형이다. 企業은 여러가지 理由로 低評價될 가능성이 있다. 한가지 이유는 經營者가 企業의 潛在力까지 企業을 運營하지 못했기 때문이며, 이것은 또 非效率的 經營의 한 측면이 된다. 두번째 이유는 取得企業이 內部情報를 가지는 경우로서 이 特殊情報를 어떻게 획득하는가는 환경에 따라 다르다. 그러나 취득회사가 투자자가 가지 못하는 情報를 보유하고 있다면 합병시에 市場에서 거래되는 株式價値보다 더 높은 價値를 부여할지도 모른다. 저평가가설에 대한 또 다른 측면은 경제적 추세에 의해 나타나는 企業의 9비율이다. 이 비율은 자기자본과 이자부담채권의 시장가치를 기업순자산의 現行代替原價로 나눈 값이다. 이 비율이 1보다 작게 나타나면 기업의 代替原價가 그 市場價値보다 높아 생산시설의 확보에 있어 企業을 직접 매입하는 것이 유리하다는 것을 나타낸다.

4. 代理權問題

젠센-멕클링(M. C. Jensen and W. H. Meckling)¹⁴⁾은 代理權問題에 대하여 여러가지 意味를 논하고 있다. 대리권 문제는 經營者가 企業所有主持分の 극히 일부분만을 소유했을 때 발생한다. 部分的 所有權은 多數의 소유주들이 費用의 대부분을 부담하기 때문에 經營者로 하여금 덜 활동적으로 일하게 하거나 더 많은 특권을 소비하게 할 수 있다. 광범위하게 분산된 소유권을 갖는 大企業에서, 個別株主는 경영자의 행위를 감시하기 위해 實質的인 資源을 소비할 충분한 誘因(incentive)를 갖지 않는다는 主張이 성립될 수 있다. 經營者에 대한 수많은 보상의 整備와 경영자의 市場이 代理權問題를 완화시킬 수도 있다.¹⁵⁾

그리고 또 다른 市場의 構造가 企業引受의 위험이 되고 있는데 이것이 경영자를 감시하기 위한 個別株主의 노력을 대신할런지도 모른다. 따라서 젠센과 멕클링은 企業의 成果가 부진할 경

13) M. Bradley, A. Desai and E.H. Kim, "The Rationale Behind Interfirm Tender Offers: Information or Synergy?," *Journal of Financial Economics* 11(1983) p.184. 183~206.

14) M.C. Jensen and W.H. Meckling, "Theory of the Firms, Managerial Behavior, Agency Costs and Ownership Structure," *Journal of Financial Economics* (October 1976), pp.305~360.

15) E. Fama, "Agency Problems and the Theory of the Firm," *Journal of Political Economy*, (April 1980), pp.288~307.

우 非效率性 혹은 代理權問題 때문에 企業支配(corporate control)에 대한 市場을 강조하였으며, 合併을 企業引受의 위협으로 보았다.

5. 市場支配力

가끔 합병의 이유로서 대두되는 또 다른 설명은 合併이 企業의 市場占有率을 높인다는 것이다. 그러나 시장점유율의 증대가 어떻게 경제 혹은 시너지를 유발하는가를 명백하지 않다. 만약 시장점유율의 증대가 단순히 기업이 더 커지는 것을 意味한다면 그때는 이미 規模의 經濟에 관한 이야기가 되기 때문이다. 또한 市場支配力이 合併의 이유로서 충분한 설명력을 갖지 못하는 것은 企業의 內部的 成長에 의해 시장지배력 혹은 시장점유율을 증대시킬 수 있다는 데 있다. 한편, 합병은 시장지배력의 문제에 대하여 상당한 法的 制限을 받고 있다.

6. 稅制의 惠擇

기업합병의 이유로서 세금효과도 충분한 설명력을 갖고 있다. 우리나라의 現行稅法에서는 손실을 본 一般法人의 경우 향후 3년간 그 손실을 補填하는 企業의 利益에 대하여 法人稅를 감면해주고 있으므로 이러한 企業을 흡수하면 稅制의 惠擇을 받을 수 있다.¹⁶⁾ 또 세금효과는 일반적으로 높은 세율이 적용되는 個人所得을 利益의 實現에 대한 期間調整을 할 수 있고, 그리고 낮은 稅率이 적용되는 資本利得으로 전환하는 데에서도 나타난다. 한편 합병에서 財務的 시너지를 나타내는 負債調達能力의 증대로 합병후 財務레버리지를 증가시키면 株主는 利子の 法人稅節約效果로 인하여 利得을 볼 수도 있다.

7. 非效率的 經營

合併의 이유로서 非效率的 經營理論은 위에서 논한 效率性理論 혹은 代理權問題와 구분하기가 쉽지 않다. 어떤 측면에서 非效率的 經營은 단순히 기업의 잠재력에까지 성과를 달성하지 못하여 제 3의 支配集團이 이 企業分野의 資產을 더욱 효과적으로 管理할 수 있다는 것을 의미할 수도 있다. 만약 이럴 경우 非效率的 經營은 多角的 合併에 대한 合理性을 제공할 수도 있다. 따라서 效率性理論은 특별한 經營活動에 경험이 있는 영역에 적용되는 수평적 합병의 기초로 생각될 수 있으며, 비효율적 경영이론은 多角的 合併의 기초로 생각될 수 있다.

이제까지 合併의 一般的 理論을 여러가지로 分類하여 설명하였으나 이들은 합병참가기업들의

16) 具孟會, 現代財務管理, 法文社, 1986, pp.620~621.

특징에 따라 중복되어 적용될 수 있으며, 합병의 형태에 따라 그 利得의 크기도 달라질 수 있다고 생각된다.

Ⅲ. 多角的 合併의 合理性

Ⅱ장에서 합병으로 발생하는 利得이 어디에 근거하고 있는가를 중심으로 合併理論을 분류하여 살펴보았다. 그러나 多角的 合併의 경우, 그 특징상 關聯이 없는 産業에 종사하는 企業들간의 합병이기 때문에 합병의 이득이 발생하는 원천은 수평적·수직적 합병과는 다소 상이하다. 따라서 多角的 合併의 이유로서 運用시너지보다는 財務시너지를 강조하는 경향이 짙다. 그렇다고 하더라도 運用시너지를 전혀 감안하지 않을 수는 없다. 수평적·수직적 합병의 運用시너지는 다각적 합병의 運用시너지와는 그 형태가 달리 나타난다. 문헌에 나타나고 있는 多角的 合併의 合理性은 대체로 네가지로 제시되고 있는데¹⁷⁾ ① 規模의 最大化¹⁸⁾, ② 防禦的 多樣化¹⁹⁾, ③ 株當利益의 效果²⁰⁾, 그리고 ④ 財務레버리지 關聯效果²¹⁾ 등으로 구분될 수 있다. 이들의 效果는 實際의 多角的 合併에서 중복되어 발휘된다고 생각하는 것이 좋을 것 같다. 위의 네가지 合理性은 그 성격상 ①, ②는 運用적 성과로, ③, ④는 재무적 성과로 구분해 볼 수 있다. 그리고 다음 논의에서, 財務레버리지 關聯효과와는 Ⅱ장의 財務시너지에서 다루었으므로 생략하기로 한다.

1. 規模의 最大化目的

多角的 合併의 經濟的 合理性은 利益의 最大化보다는 規模의 最大化에 있다는 것이다. 라이드(S. R. Reid)는 以前 研究의 結果에 기초하여 ‘合併의 類型뿐만 아니라 합병으로 인한 成長의 形態는 企業의 結果的인 成長과 그 收益可能性 패턴에 관하여 差別的인 效果를 가질 것이다’라는 假說을 세우고, 規模關聯變數와 株主利益變數를 이용하여 검증하였다.²²⁾ 그 결과 그는 ‘多角的 合併은 다른 成長戰略을 이용한 기업과 비교하여 독특한 成果패턴을 보임으로써 여러가지

17) P. Asquith and E.H. Kim, "The Impact of Merger Bids on the Participating Firm's Security Holders," *Journal of Finance* (December 1982), p.1211.

18) S.R. Reid, "A Reply to the Weston/Mansinghka, "Criticism Dealing With Conglomerate Mergers," *Journal of Finance* (September 1971), pp.937~946.

19) J.F. Weston and S.K. Mansinghka, "Tests of Efficiency Performance of Conglomerate Firms," *Journal of Finance* (September 1971), pp.919~936.

20) W.J. Meads, "Instantaneous Merger Profit as a Conglomerate Meger Motive," *Western Economic Journal* (December 1969), pp.295~306.

21) W.G. Lewellen, op. cit., pp.521~537.

22) S.R. Reid, op. cit., pp.937~946.

合併形態 가운데 특별한 경우이며, 株主利益變數가 다른 合併形態보다 多角的 合併에서 더 강하게 나타나는 반면, 規模의 最大化가 多角的 合併에서는 특히 강한 요인으로 나타나고 있다'는 결론을 내리고 있다. 즉 多角的 合併의 결과는 보통주의 시장가격에서보다 매출액과 자산의 증가가 더 크다는 것이 일관성있게 나타났다는 것이다. 따라서 그는 規模의 最大化를 多角的 合併의 이유로 대두시키고 있다. 한편, 라이드는 經營者의 利害를 반영하기 위한 세가지 척도로 ① 賣出額成長率, ② 資産成長率, ③ 雇用の 成長率과 株主의 利害를 반영하기 위한 세가지 척도로 ① 株式市場價値의 成長率, ② 總資産利益率의 成長, ③ 賣出額純利益率의 成長을 이용하여 연구한 결과 經營者利害를 반영하는 세가지 척도의 성장율이 다른 기업과 비교했을 때 多角的 合併이 양호하게 나타난 반면, 多角的 合併은 株主利害를 반영하는 척도가 덜 효과적인 성과를 보였음을 발견했다.²³⁾ 이것은 경영자의 이해가 규모의 최대화에 의존하고 있음을 엿보게 해준다.

이러한 規模의 最大化는 代理權關係에 의한 설명도 가능하다. 株式이 광범위하게 분산되어 있어 株主가 경영자의 成果를 정확하게 관찰할 수 없고 경영자의 보상이 규모의 변수와 관련되어 契約이 될 때 경영자는 規模의 증대를 통하여 자기의 위험을 감소시킬 수 있다.²⁴⁾ 다시 말해 규모의 최대화가 다각적 합병에 의한 多樣化效果를 나타내어 賣出額 등 規模의 變數에 대한 위험감소로 經營者의 利得이 증가될 수 있다. 따라서 경영자는 규모의 최대화를 위해 다각적 합병에 관심을 갖는다는 것이다.

2. 防禦的 多樣化

포포트폴리오理論을 이용하여 多角的 合併의 成果를 설명할 수 있는데, 이것이 곧 多角的 合併의 多樣化效果로서 運用시너지에 한정하여 논의되고 있다. 특히 웨스턴-만싱카(J. F. Weston and S. K. Manshingka)는 방어적 다양화효과를 多角的 合併의 合理性으로 주장하고 있다.²⁵⁾

방어적 다양화는 企業의 傳統的인 製品市場領域에서²⁶⁾ 일어나는 발전으로부터의 收益性에 관한 逆의 效果, 즉 收益性 低下를 회피하기 위한 다양화로 정의되고 있다. 다시 말해 다각적 企業은 企業實體의 收益力을 회복하려 하고 계속기업으로서 그 가치를 유지하려는 經濟的 機能을 수행한다는 명제에 의해 정당성을 갖게 되고 방어적 다양화는 收益性回復과 價値維持의 경제적 기능의 수행으로 볼 수 있다. 방어적 다양화는 ① 賣出額과 利益의 不安定性, ② 成長發展의

23) Ibid. pp.937~946.

24) Y. Amihud, P. Dodd and M. Weinstein, "Conglomerate Mergers, Managerial Motives and Stockholder Wealth", Journal of Banking and Finance 10(1986), pp.401~410.

25) J. F. Weston and S. K. Manshingka, op. cit., pp.919~921.

26) 이 영역은 넓게 보아 취득회사가 종사하고 있는 산업으로 생각해도 좋을 것 같다.

低下, ③ 競爭力低下, ④ 기술적 퇴보와 ⑤ 産業과 관련된 不確實性 등을 회피하기 위한 것이라고 생각할 수 있다. 잠재적으로 양호하지 못한 이러한 현상은 수많은 産業에서 그 정도의 차이는 있으나 발생했고 발생할 수 있을 것으로 보여 방어적 다양화의 효과가 크다면 이것을 이용한 多角的 合併의 합리성은 더욱 강화될 수 있다.

그러나 이와 같은 방어적 다양화의 문제는 內部的 成長戰略에 의하여 해결될 수 있기 때문에 그 타당성은 다소 약화될 가능성이 있다. 또한 完全資本市場의 假定하에 投資者는 기업이 제공하는 多樣化를, 개인적으로 포트폴리오를 이용한 다양화를 이룩할 수 있기 때문에 다각적 합병의 다양화로 초과수익을 얻는다는 것은 가능하지 않다. 현실적인 입장에서 완전자본시장은 불가능하기 때문에 방어적 다양화효과의 이득을 인정할 수 밖에 없을 것 같다. 하지만 멜리셔-러시(R. W. Mellicher and D. F. Rush)²⁷⁾는 그들의 實證研究結果, 방어적 다양화는 우월하거나 혹은 현저한 성과를 얻는 효과적인 도구는 아닐 것 같다는 결론을 내리고 있다.

3. 株價收益率

다각적 합병의 세번째 합리성은 취득기업이 합병전 상대적으로 낮은 株價收益率에 의해 특징 지워지는 기업을 합병하여 株當利益의 增大를 가져올 수 있다는데 있다. 합병의 시너지 효과와 합병후 成長率의 변화를 고려하지 않고 단순히 株價收益率의 差異를 이용한 일시적인 株當利益의 效果는 합병전 높은 株價收益率을 갖는 기업에 발생하게 된다.²⁸⁾ 그러나 이같은 株當利益의 效果는 合併條件에 의하여 변동하기 때문에 합병이득을 결정하기가 곤란하다. 즉 합병조건으로서 株式交換比率를 점차 높이게 되면 합병전에 取得企業의 株價收益率이 피취득기업의 주가수익률 보다 높더라도 합병후 취득기업의 주당이익은 점차 감소하게 되어 합병전의 주당이익에 미치지 못하는 경우도 발생할 수 있다. 따라서 주가수익률의 차이에 의하여 취득기업의 주당이익의 크기는 합병조건에 의하여 결정된다.

그러나 취득기업의 주가수익률이 높다는 것이 암묵적으로 피취득기업보다 차별적으로 더 양호한 利益의 成長展望을 반영하는 것으로 볼 수 있다면 장기적으로 合併利得을 가질 수 있는 것으로 생각될 수 있다. 이러한 효과는 運用시너지의 결과로 보는 것이 타당할 것 같다. 결국 합병참가기업의 株價收益率差異와 합병조건에 의한 株當利益의 즉각적인 效果는 合併의 合理性을 다루는데 있어 그 有用성이 덜한 것 같다.

이제까지 다각적 합병의 合理的인 근거가 되는 몇가지 이론을 논의하였는데, 運用시너지의

27) R. W. Mellicher and D. F. Rush, "The Performance of Conglomerate Firms: Recent Risk and Return Experience," *Journal of Finance* (May 1973) p.387.

28) 具孟會, 前掲書, pp.627~629.

효과를 理論上 제시할 수 있으나 以前의 實證研究 結果는 有意的인 것이 아니었다. 이러한 경우 運用시너지를 배제하게 되면, 다각적 합병의 합리성은 財務的 시너지에서 구할 수 밖에 없다. 이 財務的 시너지는 경우에 따라 합병후 企業價値가 합병전 個別企業價値의 단순한 합으로 보존된다고 하더라도 株主와 債權者의 富에 變化를 초래할 수 있다.

Ⅳ. 多角的 合併의 富의 再分配效果

富의 再分配效果에 앞서 合併이 財務的 시너지에 의해 企業價値를 증가시키는데에 대한 견해를 보자. 먼저 合併의 純粹한 財務的 效果는 完全資本市場에서 전혀 성취될 수 없다는 견해이다. 즉 기업합병에 合理性을 부여하는 運用시너지를 발생시킬지라도 그러한 運用시너지가 없는 경우에는 合併企業의 總市場價値는 變動이 없다는 것이다. 또 다른 견해는 資本市場이 不完全할 경우 財務的 利得이 발생한다는 것이다. 이러한 財務的 利得은 기업세금부담의 감소, 대리권 비용의 감소, 기대되는 파산비용의 감소 등을 포함하여 總企業價値를 증가시킨다는 것이다.

그러나 일반적으로 多角的 合併의 경우 실증연구의 결과 運用시너지의 크기는 의미있는 것으로 보이지 않는다. 또한 財務시너지의 效果도 합병후 기업가치의 증가에 뚜렷한 의미를 부여하기에는 부족한 것 같다. 따라서 價値의 단순한 합이 유지될 수 있다는 가정하에서, 多角的 合併에 참가하는 기업의 株主와 債權者 간의 富의 變化를 論하기로 한다.

1. 옵션價格決定理論의 意味와 富의 再分配效果

(1) 옵션價格決定理論의 意味

블랙과 슐츠(F. Black and M. Scholes)는 옵션價格決定模型(option pricing model : OPM)을 제시하는 가운데 모든 企業負債는 企業價値에 대한 옵션의 결합으로 생각할 수 있다고 하였으며²⁹⁾, 갈래와 마스리스(D. Galai and R.W. Masulis)³⁰⁾는 OPM을 CAPM과 결합하여 株式와 社債의 價値評價模型을 전개하고 있다.

우선 OPM에 의한 株式價値의 評價模型을 살펴보면 다음과 같다.³¹⁾

$$S = VN(d_1) - Ce^{-rT}N(d_2) \dots\dots\dots(1)$$

단, S ; 주식가치,

T ; 채권의 만기까지의 기간

29) F. Black and M. Scholes, "The Pricing of Option and Corporate Liabilities," Journal of Political Economy 81(1973), pp.637~639.

30) D. Galai and R.W. Masulis, "The Option Pricing Model and the Risk Factor of Stock," Journal of Financial Economics 3(1976), pp.53~81.

31) Ibid, p.56.

V ; 기업가치,	$N(\cdot)$; 표준정규 누적분포 함수
σ^2 ; 기업현금흐름의 분산,	
C ; 채권의 액면가,	$d_1 = \frac{\ln(V/C) + (\gamma_f + \frac{1}{2}\sigma^2) T}{\sigma \sqrt{T}}$
γ_f ; 무위험 수익률,	$d_2 = d_1 - \sigma \sqrt{T}$

위 (1)식의 의미는 다음과 같다. 企業의 持分價値는 유려피전 콜옵션으로 간주될 수 있는데 株主는 社債의 만기일에 社債의 額面價 이상의 企業價値에 대한 請求權을 갖는 것으로 볼 수 있다. 즉 株主는 만기일에 사채의 액면가와 같은 行使價格(exercise price)으로 기업을 재매입 하는 옵션을 갖는 것으로 간주 될 수 있다. 만약 만기일의 기업가치 V_T 가 C 이상이면 持分價値(equity value)는 0 이상이 될 것이고, 기업가치 V_T 가 C 이하이면 株式은 價値가 없게 된다. 즉, 주주는 만기일에 기업가치가 사채의 액면가보다 크면 사채를 상환하여 사채액면가 이상의 기업가치를 소유하게 된다. 그러나 사채의 액면가가 기업가치보다 클 경우 상환하지 않고 기업을 채권자에게 넘겨준다는 것이다.

그리고 (1)식에서 株式價値 S 에 대한 각 母數의 효과를 보면 다음과 같다.

$$0 \leq \frac{\partial S}{\partial V} \leq 1, \frac{\partial S}{\partial C} < 0, \frac{\partial S}{\partial \gamma_f} > 0, \frac{\partial S}{\partial \sigma^2} > 0, \frac{\partial S}{\partial T} > 0 \dots \dots \dots (2)$$

즉, 株式의 價値는 企業價値, 無危險收益率, 企業현금흐름의 分散에 관하여 增加函數이며 社債의 額面價에 대하여는 減少 函數이다.

기업의 가치가 資本構造에 의하여 영향을 받지 않는다는 가정을 하면 기업의 負債價値(D)는 다음과 같다.³²⁾

$$D = V - S = VN(-d_1) + Ce^{-\gamma_f T} N(d_2) \dots \dots \dots (3)$$

또한 負債價値 $D(=V-S)$ 에 대한 각 모수의 효과는 다음과 같다.

$$0 \leq \frac{\partial D}{\partial V} (=1 - \frac{\partial S}{\partial V}) \leq 1, \frac{\partial D}{\partial C} (= -\frac{\partial S}{\partial C}) > 0, \frac{\partial D}{\partial \gamma_f} (= -\frac{\partial S}{\partial \gamma_f}) < 0, \\ \frac{\partial D}{\partial \sigma^2} (= -\frac{\partial S}{\partial \sigma^2}) < 0, \frac{\partial D}{\partial T} (= -\frac{\partial S}{\partial T}) < 0 \dots \dots \dots (4)$$

즉, 負債의 價値는 기업가치와 사채의 액면가에 대하여 증가함수이고 무위험수익률, 기업현금흐름의 분산 및 만기에 대하여 감소함수이다.

위의 (2)와 (4)식은 企業合併에 대한 富의 配分配效果를 파악하는데 유용하게 적용된다.³³⁾ 즉

32) Ibid. p.56.
33) Ibid. p.68.

합병후 현금흐름의 분산이 합병전 개별기업의 현금흐름 분산의 합보다 적으면 채권자는 이득을 얻게 되고 株主는 오히려 손해를 보게 된다.

(2) 株主富와 債權者富의 變動

完全資本市場에서 두 기업의 株主富와 債權者富에 관한 순수한 다각적 합병의 효과를 논한다. 여기에서 富의 變化를 확실히 하기 위해 어떠한 經濟的 시너지도 없음을 가정하기로 한다. 따라서 다음과 같은 관계가 성립한다.

$$V_{AB} = V_A + V_B \dots\dots\dots (5)$$

(5)식과 같은 상황에서 합병전 두 기업의 株主와 債權者의 富가 合併후 어떻게 變化하는가를 보기 위해 각 기업의 현금흐름 특성을 다음과 같이 정의한다.

$$\begin{aligned} E(X_A) &= \bar{X}_A, & E(X_B) &= \bar{X}_B \\ E(X_A - \bar{X}_A) &= \sigma_A^2, & E(X_B - \bar{X}_B) &= \sigma_B^2 \\ X_{AB} &= X_A + X_B \\ \sigma_{AB}^2 &= \sigma_A^2 + \sigma_B^2 + 2\rho_{A,B} \sigma_A \sigma_B \text{ (단, } \rho_{A,B} < 1) \end{aligned}$$

단, X_A, X_B ; 기업 A, B의 현금흐름
 $\sigma_A^2, \sigma_B^2, \sigma_{AB}^2$; 기업 A, B 및 합병후 기업 AB의 현금흐름의 분산
 $\rho_{A,B}$; 합병전 기업 A와 기업 B의 상관계수

CAPM 하에서 기업 A의 현금흐름 X_A 의 市場價值, 즉 A企業의 市場價值를 구하면 다음과 같다.

$$V_A = \gamma^{-1} \{ \bar{X}_A - \lambda \rho_{A,M} \sigma_A \} \dots\dots\dots (6)$$

단, $\rho_{A,M}$; X_A 와 시장 포트폴리오와의 상관계수

$$\lambda ; \frac{Cov(X_A, M_M)}{\sigma_M^2}$$

$$\gamma = 1 + \gamma_f \text{ (무위험수익률)}$$

또한 A企業의 負債價值(D_A)는 다음과 같다.³⁴⁾

$$D_A = \gamma^{-1} \{ \gamma V_A F^*(C_A') - \sigma_A f^*(C_A') + C_A [1 - F^*(C_A')] \} \dots\dots\dots (7)$$

단, C_A ; A기업의 社債額面價

$$C_A' = \frac{C_A - \gamma V_A}{\sigma_A}$$

$f^*(\cdot), F^*(\cdot)$; 각각 표준정규밀도함수와 표준 정규분포 함수

34) T. Copeland and J.F. Weston, op. cit., p.579의 식 (17.1) 참조.

그리고 현금흐름이 결합정규분포를 갖는 A, B企業이 合併할 때 그 企業價値는 다음과 같다.

$$V_{AB} = \gamma^{-1} \{ \bar{X}_{AB} - \lambda \cdot \rho_{AB, M} \sigma_{AB} \} \dots \dots \dots (8)$$

또한 앞의 定義에서 $X_{AB} = X_A + X_B$ 이므로 다음 式이 성립된다.³⁵⁾

$$\rho_{AB, M} \sigma_{AB} = \rho_{A, M} \sigma_A + \rho_{B, M} \sigma_B \dots \dots \dots (9)$$

따라서 (8)式에 (9)式을 代換하고 정리하면 다음과 같다.

$$\begin{aligned} V_{AB} &= \gamma^{-1} \{ (\bar{X}_A - \lambda \rho_{A, M} \sigma_A) + (\bar{X}_B - \lambda \rho_{B, M} \sigma_B) \} \\ V_{AB} &= V_A + V_B \dots \dots \dots (5) \end{aligned}$$

결국 완전자본시장의 경우, 經濟的 시너지를 배제하면 합병의 결과는 합병전 두 기업가치의 단 순합이 된다.

한편 $C_{AB} = C_A + C_B$ 이면 C_{AB}' 는 $(C_{AB} - \gamma V_{AB}) / \sigma_{AB}$ 가 되어 합병후 負債價値(D_{AB})는 다음과 같다.

$$\begin{aligned} D_{AB} &= \gamma^{-1} \{ \gamma (V_A + V_B) F^*(C_{AB}') - (\sigma_A^2 + \sigma_B^2 + 2\rho_{A, B} \sigma_A \sigma_B)^{\frac{1}{2}} f^*(C_{AB}') \\ &\quad + (C_A + C_B) [1 - F^*(C_{AB}')] \} \dots \dots \dots (11) \end{aligned}$$

$V_{AB} = V_A + V_B$ 일 때 $D_{AB} = D_A + D_B$ 이면 합병전 請求權者에 의해 합병후 기업의 株主持分과 債權에 대한 교환이 가능하다고 하더라도 합병으로 인한 請求權의 變化는 없을 것이다. 따라서 富의 再分配效果를 $\Delta D = D_{AB} - (D_A + D_B)$ 로 정의하면 $\Delta D = 0$ 일 때 富의 變化는 일어나지 않는다.

기업 A, B에 대하여 (7)式과 (11)式을 ΔD 에 代換하면 다음과 같다.

$$\begin{aligned} \Delta D &= \gamma^{-1} \{ \gamma (V_A - C_A) [F^*(C_{AB}') - F^*(C_A')] + (\gamma V_B - C_B) [F^*(C_{AB}') - F^*(C_B')] \\ &\quad + \sigma_A f^*(C_A') + \sigma_B f^*(C_B') - (\sigma_A^2 + \sigma_B^2 + 2\rho_{A, B} \sigma_A \sigma_B)^{\frac{1}{2}} f^*(C_{AB}') \} \dots \dots \dots (12) \end{aligned}$$

두 기업 A, B의 합병전 현금흐름이 完全 正(+)의 相關을 갖지 않을 경우

$$\sigma_A + \sigma_B \geq (\sigma_A^2 + \sigma_B^2 + 2\rho_{A, B} \sigma_A \sigma_B)^{\frac{1}{2}} \dots \dots \dots (13)$$

의 關係가 성립한다. 이를 (12)式에 代換하고 정리하면 다음과 같다.

$$\begin{aligned} \Delta D &\geq \gamma^{-1} \{ \sigma_A [(f^*(C_A') + C_A' F^*(C_A')) - (f^*(C_{AB}') + C_A' F^*(C_{AB}'))] \\ &\quad + \sigma_B [(f^*(C_B') + C_B' F^*(C_B')) - (f^*(C_{AB}') + C_B' F^*(C_{AB}'))] \} \dots \dots \dots (14) \end{aligned}$$

35) $\rho_{AB, M} \sigma_{AB} = \frac{C_{ov}(\bar{X}_{AB}, \bar{X}_M)}{\sigma_{AB} \cdot \sigma_M} \cdot \sigma_{AB} = \frac{C_{ov}(\bar{X}_A + \bar{X}_B, \bar{X}_M)}{\sigma_M} = \frac{C_{ov}(\bar{X}_A, \bar{X}_M) \cdot \sigma_A}{\sigma_M \cdot \sigma_A} + \frac{C_{ov}(\bar{X}_B, \bar{X}_M) \cdot \sigma_B}{\sigma_M \cdot \sigma_B}$
 $= \rho_{A, M} \sigma_A + \rho_{B, M} \sigma_B$

위의 (13)式에서 $C_A' \neq C_B' \neq C_{AB}'$ 이면 $\Delta D > 0$ 이고 $C_A' = C_B' = C_{AB}'$ 이면 $\Delta D = 0$ 이다. 그러므로 富의 再分配가 일어나지 않는 경우는 $\rho_{AB} = 1$ 이외에 $C_A' = C_B' = C_{AB}'$ 일 때에도 발생한다고 볼 수 있다.³⁶⁾

결국 다각적 합병의 경우 $\rho_{A,B} < 1$ 인 경우에 $\Delta D > 0$ 임이 증명되어 負債의 價値는 기업의 현금흐름에 대한 분산이 작아지면 더욱 커진다는 OPM의 意味와 동일하다. 반대로 株主의 富는 $S_{AB} < S_A + S_B$ 로서 감소하게 된다.³⁷⁾

(3) 債權者間的 富의 再分配

合併前 두 기업채권자 사이의 富의 再分配效果는 합병전 두 기업의 현금흐름의 分散에 의해 결정된다. $C_A = C_B$ 이고, $\sigma_B > \sigma_A$ 이라고 할 때 $D_{AB} > D_A + D_B$ 이면 株主로부터 債權者에게로 富의 再分配가 나타난다. 이 때 負債의 額面價가 동일하기 때문에 $D_A^e = D_B^e = \frac{C_A \text{ 혹은 } C_B}{C_A + C_B} (D_{AB})$ 로서 각 債權의 합병후 價値(D^e)는 동일하다. 그러나 $\sigma_B > \sigma_A$ 이기 때문에 $(D_A^e - D_A) < (D_B^e - D_B)$ 가 분명하게 성립한다. 따라서 합병전 高分散債權은 低分散債權보다 합병후 가치가 더 증가할 것이다.

또한 $D_A > D_A^e$ 의 경우가 발생할 수 있는데 저분산채권의 가치는 총채권의 가치를 증가시키는 합병에서 실제로 감소할 수 있다. 이 경우 株主와 低分散債權者로부터 高分散債權에 대한 富의 再分配가 발생한다.³⁸⁾

그러나 債權에 대한 위험의 감소는 기업의 총가치를 변동시키지 않는 가운데 株主로부터 債權者에게로 富의 再分配를 나타내기 때문에 증권소유자의 富를 합병 이전의 원래 상태로 되돌리기 위한 수 많은 대채안이 이용되고 있다. 한가지 방안은 負債의 額面價를 증가시켜 그 금액을 株主에게 分配하는 것이다. 이 과정은 $\Delta D = 0$ 이 될 때까지 계속되어야 한다. 또한 합병기업의 負債比率가 수익률 변동의 감소를 상쇄시키기 위해 증대될 수 있다. 負債金額의 증대는 합병을 통하여 기업의 總價値가 利子の 法人稅控除로부터 증가됨을 의미한다. 즉 증가된 負債金額(ΔC_{AB})은 $\Delta C_{AB} \cdot t$ 만큼 기업가치에 증가를 가져다 줄 수 있다. (t; 법인세율)

2. 誘因效果와 多樣化效果의 富의 再分配

(1) 多角的 合併의 두가지 見解

合併에 관해 시도된 最近의 實證研究는, 合併은 합병기업들의 普通株市場價格에 관하여 양호

36) C. H. Lam and K. J. Boudreaux, "Conglomerate Merger, Wealth Redistribution and Debt: A Note," *Journal of Finance* (March 1984), p. 277.

37) D. Galai and R. W. Masulis op. cit., p. 67.

38) C. H. Lam and K. J. Boudreaux, op. cit., p. 278.

한 효과를 나타낸다는 증거를 제시하고 있다.³⁹⁾ 즉 被取得企業의 株主는 합병으로부터 커다란 양(+)⁴⁰⁾의 非正常的인 收益을 얻고 取得企業의 株主는 합병으로 인하여 거의 영향을 받지 않는다는 것이다. 이러한 실증적 연구는 합병기업의 株主에 대한 효과가 강하게 나타날지라도 여전히 많은 문제가 해결되지 않은 채 남아 있다.

먼저 이러한 研究는 企業請求權者의 한 집단인 株主의 收益만을 조사하고 있다. 보고된 양(+)⁴¹⁾의 非正常的인 收益은 다른 請求權者의 희생으로 얻어질 가능성이 있다. 즉 合併은 合併企業의 어떤 請求權者에게 손실을 부담시킬런지 모른다.⁴²⁾ 그리고 株主의 양(+)⁴³⁾의 非正常的인 收益은 단순히 다른 請求權者에 대한 負(-)의 非正常的인 收益을 반영할런지 모른다.

제센과 맥클링은 負債調達企業의 株主가 기업의 위험을 증가시킬 投資案을 수행함으로써 債權者의 富를 탈취할 誘因이 있음을 주장한다.⁴⁴⁾ 합병 또한 기업투자가기 때문에 株主가 기업 현금흐름의 變動性을 증가시킬 기업들을 取得할 誘因이 있음을 알 수 있다. 즉 株主들은 合併을 통하여 企業의 危險을 증가시켜 運用시너지가 없을지라도 債權者의 희생으로 양(+)⁴⁵⁾의 非正常 收益을 얻을런지 모른다. 債權者들은 既存負債의 債務不履行危險의 증대 때문에 損害를 본다. 이 경우에 株主에 대한 양(+)⁴⁶⁾의 비정상수익은 債權者로부터 富의 移轉을 반영하게 된다.

그리고 이와는 반대로 합병은 完全正(+)⁴⁷⁾ 相關이하의 분리된 두 기업의 현금흐름을 결합함으로써 합병기업의 債務不履行 危險을 감소시킨다는 주장이 있다.⁴⁸⁾ 채무불이행 위험의 감소는 합병기업의 발행채권의 市場價値를 증가시킨다. 어떠한 運用시너지 혹은 순수한 財務效果가 없다면 합병후 기업의 시장가치는 단순히 합병전 기업가치의 단순합이다. 이것은 발행채권의 가치증가는 합병기업의 持分價値의 동시적인 하락을 유도함을 의미한다. 즉 앞에서 논한 바와 같이 합병은 기업수준에서 多樣化效果를 갖는다. 이 효과는 株主로부터 債權者에게로의 富의 移轉을 창출한다.

(2) 富의 再分配效果

株主와 債權者 사이의 富移轉의 방향에 대한 이러한 반대예측은 기업합병의 다른 측면에 초점을 둔 결과이다. 첫째 접근방법은 株主와 代理關係에 연유하는 유인 즉, 誘因效果(incentive effect)에 초점을 두는 반면, 두번째의 접근방법은 證券所有者에 대한 企業多樣化의 效果, 즉 多樣化效果(diversification effect)에 초점을 두고 있다. 이러한 두 效果가 어떻게 相互作用을 하고 어느 것이 실제로 우세한가는 株主의 收益만을 조사함으로써는 해결할 수가 없다. 양(+)⁴⁹⁾의 株主收益은 富의 移轉이 合併의 유일한 가능한 결과는 아니기 때문에 반드시 債權者의 負(-)

39) G. Mandelker, T. C. Langetieg, 그리고 P. Dodd 등의 논문이 있다. 참고문헌 참조.

40) P. Asquith and E. H. Kim, op. cit., p.1209.

41) M. C. Jensen and W. H. Meckling, op. cit., pp.305~60.

42) R. C. Higgins and L. D. Schall, op. cit., pp.93~114.

D. Galai and R. W. Masulis, op. cit., pp.53~81 등이 있음.

의 收益을 의미하는 것은 아니다. 예를 들어 運用시너지는 채권자에 관한 富의 손실을 강요하지 않고 株主富의 증가를 초래할 수 있다. 그래서 富의 移轉에 관한 더욱 직접적인 증거를 제공하기 위해서 株主와 債權者의 收益을 둘 다 조사하는 것이 요구된다.

이와 같은 합병의 誘因效果와 多樣化效果에 대한 애스퀴스와 킴(P. Asquith and E. H. Kim)⁴³⁾의 연구결과는 富의 再分配效果를 명쾌하게 밝혀주지는 못하고 있다. 그의 연구결과는 반드시 어떠한 誘因效果 혹은 多樣化效果도 없다는 것을 의미하지는 않는다. 다만 두가지 效果가 동시에 존재하고 단순히 서로서로의 효과를 相殺시킬 가능성이 있다는 것이었다.

그러나 多樣化效果와 誘因效果를 구분해내기 위한 검증결과는 債權者의 收益이 合併參加企業의 株式 사이의 相關關係와 혹은 동일한 합병에 대한 株主들의 收益과 관계가 없다는 가설을 기각할 수 없었기 때문에, 합병은 다양화 효과도 발생시키지 않고 유인효과에 의해서 동기부여도 되지 않는다는 것이었다. 따라서 多角的 合併의 경우 $V_{AB}=V_A+V_B$ 를 강조하는 결과를 나타내고 있다,

이러한 결과는 앞 절에서 논한 바와 같이 株主와 債權者 사이의 富의 再分配에 대한 그들의 이해갈등을 해결한 결과로 보여질 수 있다. 즉 株主는 多樣化效果에 의한 債權者의 富를 감소시키기 위해 財務레버리지를 증가시키는 것과 같은 財務的 再整備를 하거나 合併前의 발행부채를 상환하고 낮은 이자율로 부채를 재발행함으로써 다양화효과를 상쇄시킬 수 있다.⁴⁴⁾ 債權者들은 제한적인 負債規制條項을 설정하여 그들로부터 株主에게로의 誘因效果 형태의 富의 移轉을 효과적으로 방지할 수도 있다.⁴⁵⁾ 따라서 합병의 動機가 무엇이든지간에 債權者의 富에 대한 인지할만한 영향도 발생하지 않고 債權者와 株主 사이의 富의 移轉도 발생하지 않는다는 결론을 내릴 수 있다.

3. 代理權問題와 株主의 富

代理權問題와 관련한 株主富는 誘因效果로서 나타나게 된다. 이 효과는 앞서 본 바와 같이 다양화 효과에 의해 상쇄될 수 있는 가능성을 배제할 수 없다. 그러나 多角的 合併에서 株主가 이익을 얻을 수 있다는 理論的 可能性을 이 효과는 보여주고 있다. 또한 代理權問題는 代理人(agent)인 經營者와 主人(principal)인 株主와의 관계이므로 합병에 의한 이들 사이의 富의 變動을 이론적으로 다루는 것도 意義가 있을 것으로 생각된다. 이 문제의 논의에서 먼저 債權者가 그들의 權利를 보호하기 위한 me-first rule을 규정하지 않는다는 것을 전제로 한다. 만약

43) P. Asquith and E.H. Kim., op. cit., pp.1209~1228.

44) R.C. Higgins and L.D. Schall, op. cit., pp.93~114.

45) C. Smith and J. Warner, "On Financial Contracting: An Analysis of Bond Covenants," *Journal of Financial Economics* 7(June 1979), pp.117~162.

이런 전제가 없을 경우 經營者와 株主 사이의 관계에서 富의 變化를 명확하게 따질 수 없기 때문이다.

(1) 合併에 대한 經營者誘因

多角的 合併의 利得에 관한 일반적인 견해는 運用시너지의 존재를 인정하지 않는 반면 財務시너지의 존재만을 가정하거나 혹은 財務시너지의 效果도 명백하게 주장하지 못하는 것이었다. 그러나 다각적 합병의 運用시너지는 經營者 및 그 管理的 機能에 있어서 費用節減으로 나타날 수 있고 어떤 기업의 경영이 事業部制組織을 통제하는데 있어서 比較優位를 갖는 것이 가능하기 때문에 多角的 合併이 수평적·수직적 합병과 다르다는 일반적인 생각은 잘못일 수도 있다. 이같은 생각은 生産機能의 정의에서 암묵적으로 생겨났다고 볼 수 있다. 이런 관점에서 多角的 合併은 수평적·수직적 합병에서와 같이 취득 및 피취득기업의 株主에게 利得을 주는 가치증대활동으로 볼 수 있다.⁴⁶⁾

이 때 多角的 合併의 이득을 누리기 위해 取得企業의 經營者가 多角的 合併을 시도하게 된다는 것이다. 이같은 多角的 合併의 經營者理論(managerial theory)은 일반적으로 經營者는 株主의 제약을 받지 않고 行動한다는 假定에 전제되어 있다.⁴⁷⁾ 이 경우 경영자시장⁴⁸⁾과 企業支配에 대한 市場과 같은 監視構造(monitoring mechanisms)는 효과가 없는 것으로 생각되고 株主는 경영자를 통제할 수 없게 된다.⁴⁹⁾ 따라서 經營者는 負(-)의 現在價値를 갖는 投資案을 집행할 수 있으며, 株主에 의한 解雇와 罰則과 같은 위협을 받지 않는다고 가정한다. 그리고 경영자의 보상은 그것이 直接的 혹은 間接的이던 간에 資産規模의 함수로 가정하고 企業合併은 成長을 위한 誘因에 대한 반응으로 본다.

(2) 經營者 危險減少와 最適補償契約

일반적으로 企業水準에서의 多樣化는 資本市場에서 개인적으로 포오트폴리오를 구성하여 多樣化를 달성할 수 있는 投資者, 즉 株主에 의해 가치가 없는 것으로 볼 수 있다. 그러나 經營者는 그들의 富가 企業의 成果에 달려 있기 때문에 그들이 달성할 수 있는 포오트폴리오 다양화의 量에 관심을 갖는다. 따라서 경영자는 관련이 없는 기업을 취득하여 위협을 줄이려고 한다. 즉 경영자는 多角的 合併을 통한 多樣化의 동기를 갖게 된다.

이와 같은 危險減少假說은 많은 논문에서 다루어져 왔는데, 아마후드-레브(Y. Amihud and B. Lev)⁵⁰⁾는 쟈센-맥클링의 代理權費用의 構造를 이용하여 多角的 合併을 經營者의 특권이라

46) Y. Amihud, et al. op. cit., p.402.

47) D. Meller, "A Theory of Conglomerate Merger," Quarterly Journal of Economics 83, 1969. pp.643~663.

48) H. Manne, op. cit., pp.110~120.

49) Y. Amihud, et al., op. cit., p.402.

50) Y. Amihud and B. Lev, op. cit., pp.605~617.

고 하였다. 그리고 샤벨(S. Shavell)⁵¹⁾과 홀름스트롬(B. Holmstrom)⁵²⁾ 등의 最適契約理論(optimal contracting theory)에 의하면 株主가 경영자보상을 기업의 確率的 收益에 의존하게 하는 것이 최적이라고 한다. 따라서 경영자는 보상계약과 관련하여 多角的 合併과 같은 危險減少活動에 개입할 誘因을 갖게 된다.

위와 같은 경영자 위험감소가설은 이미 다이아몬드-베레키아(D. Diamond and R. Verrecchia)⁵³⁾에 의하여 설명되어 있다. 그들에 의하면 기업의 경영자는 고용된 代理人이고 그의 노력의 결과가 확실하게 株主에 의해 관찰되지 않으므로, 主人 즉 株主에 의하여 高안된 최적유인계약은 부분적으로 株式의 價格에 의존하게 된다. 다이아몬드-베레키아는 경영자의 노력이 확인가능하거나 확인불가능한 두가지 극단적인 경우를 논하고 있다. 관찰가능한 경우에 株主는 직접 경영자의 노력을 관찰할 수 있어 경영자에게 최적수준의 노력을 선택하도록 지시할 수 있다. 그 결과 기업현금흐름의 위험은 株主와 經營者 사이에 적절하게 배분될 수 있다. 경영자의 노력수준이 관찰가능하지 않은 경우에, 株主가 위험중립일지라도 경영자의 보상이 기업의 確率的 結果에 의존하는 次善의 유인계약이 있을 수 있다. 이 결과 경영자 노력의 수준은 완전히 관찰가능한 경우보다 더 낮고, 경영자의 효용이 확률적 보상으로 정의됨에 따라, 경영자에 대한 기대보상은 위험부담을 보상하기 위해 더 높아져야 한다는 것이다.

위와 같은 理論的 背景하에서, 발행주식의 상당부분을 소유하고 있는 단 하나의 株主集團을 갖는 기업, 즉 株主支配企業(stockholder controlled firms)과 주식이 광범위하게 분산되어 있는 기업, 즉 經營者 支配企業(manager controlled firms)에서 經營者와 株主의 富가 합병에 의해 어떻게 變動하는가를 살펴보자.

(3) 株主富와 經營者富의 變化

株主支配企業과 經營者支配企業으로 모든 企業을 양분하는 것은 문제가 없는 것은 아니지만 일단 두 개의 범주로 나눌 수 있다고 가정한다. 이 때 株主支配企業은 다이아몬드-베레키아의 주장과 같이 경영자의 노력수준이 관찰가능한 경우와 밀접하게 관련되는 것으로 생각할 수 있다. 그리고 경영자지 배기업의 경우 株式이 광범위하게 분산되어 있어 경영자의 노력이 주주에 의하여 관찰하기가 쉽지 않고, 관찰할 수 있다고 하더라도 경영자의 행동을 감시하기 위한 비용이 더 크다고 할 수 있다. 따라서 다각적 합병이 多樣化를 이룩하여 위험을 감소시키는 활동으로 보여진다면, 株主支配企業보다 經營者支配企業의 經營者의 富가 더 높게 평가될 수 있

51) S. Shavell, "Risk Sharing and Incentives in the Principal and Agent Relationship," Bell Journal of Economics (Spring 1979), pp.55~73.

52) B. Holmstrom, "Moral Hazard and Observability", Bell Journal of Economics(Spring 1979), pp.74~91.

53) D. Diamond and R. Verrecchia, "Optimal Managerial Contracts and Equilibrium Security Prices," Journal of Finance (May 1982), pp.275~288.

다. 이 때 경영자지배기업은 多樣化 目的만을 위해서 合併을 기꺼이 수행하려 할 것이다. 그리고 경영자의 보상이 확률적 결과에 의존하게 되어 경영자는 株主보다 더 많은 이득을 얻게 된다고 할 수 있다. 한편 經營者支配企業의 株主는 株主支配企業의 株主보다 다각적 합병의 이득이 크지 않음을 알 수 있다. 그리고 아미후드—도드—바인스타인(Y. Amihud, P. Dodd and M. Weinstein)은 실증연구결과 경영자의 노력이 쉽게 관찰될 수 없는 經營者支配企業의 株主와 經營者가 多角的 合併으로부터 利得을 얻는다고 하였다.⁵⁴⁾

V. 結 論

企業의 外部的 成長은 중요한 企業活動이다. 외부적 성장의 한 방법으로서 합병은 시대에 따라 그 차이는 있었지만 매우 중요시되어 왔다. 따라서 이제까지 合併의 理論的 合理性과 多角的 合併의 富의 再分配問題를 다루었다.

먼저 合併의 利得源泉은 합병의 유형에 따라 다르다고 할 수 있다. 관련산업과의 합병에서는 대체로 運用시너지가 이득의 주요원천이었으며, 관련이 없는 산업과의 합병인 多角的 合併은 運用시너지보다 財務시너지가 이득의 주요원천이었다. 그러나 多角的 合併의 경우 논자에 따라 實證研究의 결과를 이용하여 어떠한 시너지도 발생하지 않는다는 주장도 있다. 이와 같은 내용을 종합해 볼 때 合併의 利得은 그 參加企業의 特性和 動機에 따라 각각 다르게 나타나는 것 같다.

한편 다각적 합병의 경우, 富의 再分配도 역시 利得源泉과 合併動機에 대한 見解를 달리함에 따라 차이가 나고 있다. 옵션가격 결정이론이 의미하는 것에 따르면, 多角的 合併의 多樣化效果로 인해 企業危險이 감소하며 이 위험감소는 債權者의 富를 증가시키는 한편, 株主의 富를 감소시킨다. 그리고 代理權問題와 관련지어 볼 때, 多角的 合併의 動機가 株主와 經營者의 誘因에 있을 경우 취득기업의 주주가 초과수익을 얻는다. 이러한 결과는 한 마디로 규정할 수는 없지만, 취득기업과 피취득기업의 특성에 의하여 다르게 나타난다고 할 수 밖에 없다.

그리고 合併의 결과 富의 再分配가 參加企業의 特성에 따라 명확하게 규명되어 질 수 있다면 합병후 企業經營意思決定에 매우 유용하게 이용될 수 있을 것으로 보인다.

54) Y. Amihud, et. al., op. cit., p.409.

參 考 文 獻

1. 具孟會, 現代財務管理, 法文社, 1986.
2. Amihud, Y. and B. Lev, "Risk Reduction as a Managerial Motive for Conglomerate Mergers," *Bell Journal of Economics*(Autumn 1981), pp.605~617.
3. Amihud, Y., P. Dodd and M. Weinstein, "Conglomerate Mergers, Managerial Motives and Stockholder Wealth," *Journal of Banking and Finance* 10(1986), pp.401~410.
4. Asquith, P. and E.H. Kim, "The Impact of Merger Bids on the Participating Firm's Security Holders," *Journal of Finance* (December 1982), pp.1209~1228
5. Black, F. and M. Scholes, "The Pricing of Option and Corporate Liabilities," *Journal of Political Economy* 81 (1973), pp.637~654.
6. Bradley, M., A. Desai and E.H. Kim, "The Rationale Behind Interfirm Tender Offers: Information or Synergy?," *Journal of Financial Economics* 11(1983), pp.183~206.
7. Chung, K.S., "A Financial Synergy Theory of Conglomerate Mergers," Working Paper. Graduate School of Management, University of California, Los Angeles (1980).
8. Chung, K.S. and J.F. Weston, "Diversification and Mergers in a Strategic Long-Range Planning Frame-Work," Presented at CMA, Graduate School of Business Administration, New York University (1981).
9. Copeland, T. and J.F. Weston, *Financial Theory and Corporate Policy*, Addison-Wesley Publishing Co., 1983.
10. Diamond, D. and R. Verrecchia, "Optimal Managerial Contracts and Equilibrium Security Prices," *Journal of Finance* (May 1982), pp.275~288.
11. Dodd, P., "Merger Proposals, Management Discretion and Stockholder Wealth," *Journal of Financial Economics* 8(1980), pp.105~108.
12. Fama, E., "Agency Problems and the Theory of the Firms," *Journal of Political Economy* (April 1980), pp.288~307.
13. Galai, D. and R.W. Masulis, "The Option Pricing Model and the Risk Factor of Stock," *Journal of Financial Economics* 3(1976), pp.53~81.
14. Higgins, R.C. and L.D. Schall, "Corporate Bankruptcy and Conglomerate Merger," *Journal of Finance* (March 1975), pp.93~114.
15. Holmstrom, B., "Moral Hazard and Observability," *Bell Journal of Economics* (Spring, 1979), pp.74~91.
16. Jensen, M.C. and W.H. Meckling, "Theory of the Firms, Managerial Behavior, Agency Costs and Ownership Structure," *Journal of Financial Economics* 3(October, 1976), pp.305~360.
17. Lam, C.H. and K.J. Boudreaux, "Conglomerate Merger, Wealth Redistribution and Debt. A Note," *Journal of Finance* (March 1984), pp.275~281.
18. Langetieg, T.C., "An Application of a Three Factor Performance Index to Measure Stockholder Gains from Merger," *Journal of Financial Economics* 6(1978), pp.789~810.
19. Levy, H. and M. Sarnat, "Diversification, Portfolio Analysis and the Uneasy Case for

- Conglomerate Mergers," *Journal of Finance* (September, 1970), pp.795~902.
20. Lewellen, W.G., "A Pure Financial Rationale for the Conglomerate Merger," *Journal of Finance* (September, 1973), pp.521~537.
 21. Mandelker, G., "Risk and Return: The Case of Merging Firms," *Journal of Financial Economics*, 2(1974), pp.303~36.
 22. Manne, H.G., "Mergers and the Market for Corporate Control", *Journal of Political Economy* (April 1965), pp.110~120.
 23. Meads, W.J., "Instantaneous Merger Profit as a Conglomerate Merger Motive," *Western Economic Journal* (December 1969), pp.295~306.
 24. Meller, D., "A Theory of Conglomerate Mergers," *Quarterly Journal of Economics* 83(1969), pp.643~663.
 25. Melicher, R.W. and D.F. Rush, "Evidence on the Acquisition-Related Performance of Conglomerate Firms," *Journal of Finance* (March 1974), pp.141~149.
 26. Melicher, R.W. and D.F. Rush, "The Performance of Conglomerate Firms: Recent Risk and Return Experience," *Journal of Finance* (May 1973), 381~388.
 27. Reid, S.R., "A Reply to the Weston/Mansinghka, "Criticisms Dealing with Conglomerate Mergers," *Journal of Finance* (September 1971), pp.937~946.
 28. Shavell, S., "Risk Sharing and Incentives in the Principal and Agent Relationship," *Bea Journal of Economics* (Spring 1979), pp.55~73.
 29. Smith, C. and J. Warner, "On Financial Contracting: An Analysis of Bond Covenants," *Journal of Financial Economics* 7(June 1979), pp.117~162.
 30. Weston, J.F. and T. Copeland, *Managerial Finance*, Dryden Press, 1986.
 31. Weston, T.F. and S.K. Mansinghka, "Tests of Efficiency Performance of Conglomerate Firms," *Journal of Finance* (September 1971), pp.919~936.