

多角化追求企業의 成果的 特性 :

多角化戰略의 效果에 대한 示唆點*

박 철 순**

《目 次》

I. 理論 및 假說	III. 實證分析結果
1. 背景理論	1. 引受企業의 多角化 以前의 成果
2. 多角化 以前의 企業成果가 多角化活動에 미치는 影響	IV. 論 議
	1. 多角化 以前의 企業成果와 多角化戰略의 企業成果에의 影響
II. 研究方法	2. 多角化戰略의 企業成果에의 影響
1. 標本	V. 結論 및 示唆點
2. 資料分析	

要 約

본 논문은 다각화추구기업의 성과적 특성을 다룬 것으로 다음의 두 가지 문제에 중점을 두고 있다. 첫째, 다각화를 추구하는 기업은 다각화를 추구하지 않는 기업에 비해 다각화 이전 성과에 있어서 어떠한 특색을 보이는가? 둘째, 다각화를 추구하는 기업 중 관련다각화를 추구하는 기업과 비관련다각화를 추구하는 기업사이에는 다각화 이전 성과에 있어서 어떠한 차이가 있는가? 본 연구는 다각화는 기업이 속해 있는 산업의 성과가 타산업에 비해 저조하고 기존의 산업내 타기업에 비해 상대적으로 성과가 높은 기업에 의해 추구된다는 사실을 보여 준다. 또한, 기존 사업과 관련있는 사업으로 다각화를 진행한 기업과 관련이 없는 사업으로 다각화를 진행한 기업사이에는 다각화이전의 성과에 있어서 상당한 차이가 있음을 보여 준다. 이러한 결과를 바탕으로 본 연구는 대다수의 기존연구가 보여준 관련다각화기업과 비관련다각화기업간의 성과차이는 다각화전략의 우열에 의해서 발생한 것이 아니라 단순히 다각화 이전의 성과 차이에 기인 하는 것에 지나지 않는다는 사실을 보여준다.

* 본 연구는 서울대학교 경영대학 경영연구소의 연구비 지원에 의해 수행되었음.

** 서울대학교 경영대학 기금 조교수.

다각화와 기업성과간의 차이는 경영전략분야 뿐만 아니라 산업조직론과 재무관리론 등 기타 학문분야에서도 활발히 연구되어 온 주제 중의 하나이다. 이러한 활발한 연구에도 불구하고 다각화와 기업성과간의 관계는 아직도 정확히 규명되지 않았다 (Datta, Pinches, Narayana, 1992; Ramanujam & Varadarajan, 1989). 기업성과에 영향을 미치는 기업의 다각화 활동으로 많은 연구들이 다각화의 정도, 다각화의 진입방법 (entry modes), 그리고 다각화전략 (또는 다각화의 방향), 또는 다각화의 실행 등을 연구하였으나, 대다수의 연구, 특히 경영전략분야에서는 다각화전략이 기업성과에 미치는 영향 (즉, 관련다각화를 추구할 것이냐, 비관련다각화를 추구할 것이냐?)에 집중되어 왔다 (Berry, 1971; Bettis & Hall, 1982; Christensen & Montgomery, 1981; Lubatkin, 1987; Montgomery & Singh, 1984; Rumelt, 1974).

다각화문헌에 있어서 또 다른 독립적인 연구방향은 정반대의 관계 (즉, 한 기업의 성과가 그 기업의 다각화활동에 어떠한 영향을 미치는가?)에 관한 연구이다 (Burgelman, 1983; Grant, Jammine, Thomas, 1988; Miles, 1982; Weston & Mansinghka, 1971). 이 연구들은 주로 기업의 성과가 다각화자체에 대한 의사결정 (즉, 다각화를 할 것이가? 그리고 한다면 어느 정도 할 것인가?)에 주로 중점을 두고 있다. 그러나, 기업성과가 다각화전략의 선택 (즉, 관련다각화를 추구할 것인가 비관련다각화를 추구할 것인가?)에 어떠한 영향을 미치는가에 대한 연구는 아직 미미한 실정이다.

본 연구는 우선 한 기업의 다각화 이전의 기업성과가 그 기업의 다각화 자체 그리고 다각화 전략에 대한 의사결정에 어떠한 영향을 미치는가를 알아 보고자 한다. 이를 통해 본 연구는 다각화에 대해 독립적으로 진행되어온 두 가지의 연구흐름 (즉, 다각화활동이 기업성과에 미치는 영향에 대한 연구와 기업성과가 다각화활동에 미치는 영향에 대한 연구) 사이의 연결고리를 제공하고자 한다. 본 연구는 우선 다각화가 기업성과에 미치는 영향을 분석하기 위해서는 반드시 기업성과가 다각화에 어떠한 영향을 미치는 가에 대한 고려가 선행되어야 한다는 사실을 제안한다. 좀더 자세히 설명하면, 본 연구는 관련다각화를 추구하는 기업과 비관련다각화를 추구하는 기업사이에는 다각화이전의 성과에 있어서 일관된 차이가 있다는 것을 보여 준다. 따라서 기존의 많은 연구가 보여준 관련다각화기업과 비관련다각화기업 사이의 다각화 이후 성과차이의 상당부분은 관련다각화전략과 비관련다각화전략 사이의 우열에 의해 발생한 것이 아니라, 단지 두 기업군사이의 다각화 이전의 일정한 성과차이를 반영한 것에 지나지 않는다는 것이다. 그러므로, 다각화전략이 기업성과에 미치는 실제 영향은 반드시 다각화 이전의 기업성과가 다각화전략에 미치는 영향을 통제함으로써만 분석이 가능하다는 것이다.

I. 理論 및 假說

1. 背景理論

기업의 다각화활동이 기업성과에 미치는 연구에 있어서, 산업조직 및 재무관리분야의 학자들은 다각화 그 자체 또는 다각화의 정도가 기업성과에 미치는 영향 (즉, 다각화를 할 것이냐, 한다면 어느정도 할 것이냐?)에 대해 관심을 가지고 연구가 진행되어 왔다. 반면에 경영전략분야에서는 다각화 자체 보다는 어떻게 다각화를 하는 것이 기업성과에 긍정적인 영향을 미치는가에 보다 큰 관심을 가져왔다. 이러한 경영전략분야에서의 관심주제로는 다각화전략 (관련산업으로의 다각화를 할 것인가 비관련산업으로 다각화를 할 것인가?), 다각화의 진입방법 (새로운 산업으로의 진입을 내부개발을 통해 할 것인가, 합작투자로 할 것인가, 아니면 인수합병을 통해 할 것인가?), 다각화 이후 실행의 적합성 등이 있다. 다시말해, 경영전략분야학자에 따르면, 기업의 성과는 단순히 그 기업이 다각화를 하느냐 마느냐에 의해 결정되는 것이 아니라 그 기업이 어떻게 다각화를 추구하는지에 의해 결정된다는 것이다.

다각화전략이 기업성과에 미치는 영향에 대한 연구는 Rumelt (1974)의 연구를 시발로 경영전략분야에서 활발히 이루어져 왔다. 하지만, 비록 관련다각화가 비관련다각화보다 우월하다는 믿음이 학계뿐만 아니라 기업들 사이에도 팽배해 있으나, 이 믿음에 대한 실증적 결과는 연구에 따라 상당한 차이가 있다 (Chatterjee, Lubatkin, Schweiger, & Weber, 1992; Grant, Jammie, & Thomas, 1988; Ramanujam & Varadarajan, 1989). 심지어 일부 학자는 다각화전략 자체는 산업효과 또는 위험효과를 통제하고 나면 기업성과에 아무런 영향을 미치지 못한다고 주장한다 (Bettis, 1981; Bettis & Mahajan, 1985; Christensen & Montgomery, 1981). 예를 들어, Christensen과 Montgomery (1981)는 산업구조는 기업의 성과 뿐만 아니라 다각화전략에 지대한 영향을 미친다고 제안하였다. 이들에 따르면 높은 수익률을 보이는 산업은 그 산업의 구조적 특징이 그 산업내 기업의 성과에 긍정적인 영향을 미치고 동시에 그 산업내 기업들로 하여금 관련다각화를 추구하도록 한다. 반면에 낮은 수익률을 보이는 산업의 구조적 특징은 그 산업내 기업의 성과에 부정적인 영향을 미칠 뿐만 아니라 그 기업들로 하여금 비관련다각화를 선호하도록 한다는 것이다. 따라서, 관련다각화기업과 비관련다각화기업간의 성과차이는 이러한 산업변수에 의해서 설명되고 다각화전략 자체에 의한 성과차이는 실제로 미미하다는 것이다.

수익률이 낮은 산업에 있는 기업들이 비관련다각화를 추구하는 이유를 설명하기 위해

Christensen & Montgomery (1981)는 “방어적 다각화 (defensive diversification)”의 개념을 사용하였다. 방어적 다각화란, 기업이 전통적으로 기업활동을 영위하던 산업에서 전개되는 불리한 제 여건을 극복하기 위하여 새로운 산업으로 진출하는 현상을 말한다 (Weston & Mansinghka, 1971). 일반적으로 수익성이 낮은 산업에 속해 있는 기업의 경우 이러한 방어적 다각화의 동기를 갖게 된다. 하지만 이러한 기업이 현재 속해 있는 산업과 관련있는 산업의 경우 기존 산업과 마찬가지로 수익률을 비롯한 여러 가지 산업전망이 좋지 않은 경향이 많으므로, 이러한 기업들은 비관련산업으로의 다각화를 시도하게 된다는 것이다 (Christensen & Montgomery, 1981).

다각화 문헌에 있어서 또 하나의 연구흐름은 역관계 즉, 기업성과가 다각화에 미치는 영향을 규명하고자 하는 흐름이다. 이 연구들은 기본 주장에 있어서 뿐만 아니라 실증결과 또한 상당한 차이가 있다. Miles (1982)와 Grant, Jammie와 Thomas (1988)의 주장에 따르면 성과가 높은 기업은 기존 사업으로부터의 높은 수익이 그들로 하여금 새로운 사업에 대한 투자를 가능하게 하기 때문에, 성과가 저조한 기업보다 더 활발한 다각화를 추구하는 경향이 있다. 반면에 Weston과 Mansinghka (1971)는 기업의 성과가 저조할 경우 그 기업은 기존 산업에서 전개되는 여러 불리한 조건들을 다른 산업으로의 진출을 통하여 회피하고자 하기 때문에 저조한 기업성과는 그 기업으로 하여금 활발한 다각화를 추진할 동기를 부여한다는 것이다. 따라서 성과가 낮은 기업은 높은 기업에 비해 보다 활발한 다각화를 추구하는 경향이 있다는 것이다.

다각화 문헌에 있어서의 두가지 큰 연구흐름 (즉, 다각화가 기업성과에 미치는 영향에 대한 연구와 기업성과가 그 기업의 다각화활동에 미치는 영향에 관한 연구)은 서로 독립적으로 진행되어 왔다. 본 연구에서는 다각화전략의 기업성과에 미치는 영향에 대한 분석은 기업성과의 다각화전략에 미치는 영향을 고려하지 않고는 이루워질 수 없다는 사실을 증명하고자 한다. 먼저 다각화 이전의 기업성과가 그 기업의 다각화 활동에 어떠한 영향을 미치는지 알아보자.

2. 多角化 以前의 企業成果가 多角化活動에 미치는 影響

기업성과가 그 기업의 다각화전략에 어떠한 영향을 미치는지를 검토하기 전에, 우선 성과가 그 기업의 다각화 자체에 대한 의사결정에 어떠한 영향을 미치는지 알아보자. 기업성과가 다각화 자체에 대한 의사결정에 미치는 영향을 분석한 기존 연구의 예측은 서로 일치하지 않고 있다. Weston과 Mansinghka (1971)와 Burgelman (1983)에 따르면, 최고경영자

는 기존의 주요 사업에서 모든 일이 순조로울 때는 결코 새로운 사업에의 진출을 고려하지 않는다. 기존의 주요 사업의 현재 및 앞으로의 전망이 어려울 때야 비로서 최고 경영자는 다각화를 심각하게 고려하게 된다는 것이다. 따라서 이들은 성과가 나쁜 기업이 좋은 기업에 비해 보다 활발한 다각화를 추구하게 된다는 것이다. 반면에, Miles (1982)와 Grant, Jammine과 Thomas (1988)는 성과가 높은 기업의 경우 기존 사업으로부터의 높은 수익률 특히 높은 현금유동성을 다각화에 소요되는 많은 자금의 공급원으로 사용될 수 있으므로, 성과가 높은 기업이 낮은 기업보다 적극적인 다각화를 추진하는 경향이 있다고 주장한다.

이러한 기업성과의 다각화 자체에 대한 영향에 대한 상반된 주장은 각각 다각화에 대한 필요조건을 제시한 것일 뿐 어느 것도 충분조건은 되지 못한다. 즉, Weston과 Mansinghka (1971)와 Burgelman (1983)의 주장은 기업이 다각화를 하고자 하는 동기 측면을 제시한 테 반해, 실제로 그 기업이 다각화를 추구할 수 있는지 하는 능력측면을 간과한 것이다. 반면에, Miles (1982)와 Grant, Jammine과 Thomas (1988)의 관점은 기업이 다각화를 추구하기 위한 능력측면을 강조한 반면 그 기업이 왜 다각화를 추구하고자 하는가에 대한 동기측면을 설명해 주지 못하고 있다.

다각화는 기업이 다각화 추진을 위한 동기나 능력 어느 한 가지만 가지고 있을 때는 이루 어질 수 없다. 다각화를 위한 동기와 능력을 동시에 가지고 있을 때에만 비로서 그 기업은 실제로 다각화를 추진하게 된다. 그러면 어떠한 기업이 다각화를 추진할 동기와 능력을 동시에 가지고 있는가? 이 문제에 대한 답은 Weston과 Mansinghka (1971)가 제시한 "방어적 다각화"개념에서 유추해 볼 수 있다. 즉, 이 개념에 따르면 비록 기업의 성과 자체는 높더라도 그 기업이 속해있는 산업의 현재 및 앞으로의 전망이 어두울 경우 그 기업은 다각화를 하고자 하는 강한 동기를 가질 수 있는 것이다. 따라서 기업이 성과가 낮은 산업에 속해있고 (동기측면) 동시에 그 기업 자체의 성과가 그 산업내 타기업의 성과보다 높을 때 (능력측면), 그 기업은 다각화를 추구하는 경향이 있다고 볼 수 있다. 그러므로 본 연구는 기업성과가 다각화 자체의 의사결정에 미치는 영향에 대한 가설로서 다음을 제시한다.

가설 1: 관련다각화 및 비관련다각화를 추구하는 기업은 모두 다른 산업에 비해 성과가 낮은 산업에 속해 있다.

가설 2: 관련다각화 및 비관련다각화를 추구하는 기업은 모두 그들이 속해있는 산업 내에서 타기업보다 높은 성과를 가진 기업이다.

그럼 다각화 이전의 기업성과가 다각화전략 (즉, 관련다각화 또는 비관련다각화)의 선택에는 어떠한 영향을 미치는가? 최고경영자에 있어서 위험부담 (risk-taking)은 불확실성 하의 의사결정을 의미한다 (March & Shapira, 1987). 불확실성이란 일정 현상의 미래에 대한 결과 또는 상태를 예측하는 능력의 결여를 뜻한다. 따라서 불확실성은 어떤 과업을 수행하기 위해 요구되는 정보의 양과 의사결정자가 현재 가지고 있는 정보의 양 사이의 차이로 측정될 수 있다 (Galbraith, 1977). 일반적으로 최고경영자는 기존 사업과 관련있는 사업보다 관련이 없는 사업에 대해 보다 낮설고 관련지식 및 정보도 부족하므로, 비관련사업에 대해 보다 높은 불확실성을 가지게 되고, 따라서 비관련다각화를 관련다각화보다 더 위험성이 큰 의사결정으로 인식하게 된다 (Sitkin & Pablo, 1992).

한편 개개인의 위험부담에 대한 선호도는 상당부문 상황의존적 (context-dependent)이다 (Kahneman & Tversky, 1979; March & Shapira, 1987; Sitkin & Pablo, 1992). 상황의존적인 개인의 위험선호도에 대한 이론 중 가장 널리 알려진 것은 Kahneman과 Tversky (1979)에 의해 제시된 "prospect" 이론이다. Prospect이론에 따르면 현재 좋은 상황에 있는 사람은 위험을 회피하고자 하는 성향이 크고, 현재 나쁜 상황에 처한 사람은 대체로 위험을 선호하는 경향이 크다. Shapira (1986)와 MacCrimmon와 Wehrung (1986)의 연구에서도 최고경영자들은 모든 일들이 순조롭게 진행되고 있을 때에는 위험부담이 따르는 의사결정을 하지 않아야 하고 또한 실제로 하지 않을 것이라고 밝히고 있다. 많은 일들이 악화되어 어려운 상황에 처할 때에야 비로서 이를 최고경영자들은 위험부담이 따르는 의사결정을 할 의사가 있다는 것이다 (March & Shapira, 1987). 일들이 순조롭게 진행되고 있느냐 아니냐는 주로, 해당 최고경영자가 속해 있는 기업의 현재 경영성과를 결정적인 참고사항 (critical reference points) (Kahneman & Tversky, 1979) 또는 열망하고 있는 목표성과에 대한 수준 (an aspiration level of target performance) (March & Shapira, 1987)과 비교함으로써 결정된다.

가설 1과 가설 2에서 본 연구는 관련 및 비관련다각화는 전반적으로 성과가 저조한 산업 내에서 비교적 경영성과가 높은 기업들에 의해 추구된다고 제시하였다. 기업성과가 산업평균 성과보다 높다고 할 지라도 최고경영자의 위험부담에 대한 선호도는 산업대비 기업성과의 높, 낮이에 의해 달라질 수 있다. 예를 들어, 평균적 성과가 낮은 산업에 속한 기업이라 할 지라도 그 산업 내에서 월등한 성과를 보이는 기업은 평균적 성과가 높은 산업에 속한 기업들 보다 경영성과가 높다. 따라서 이러한 기업들의 최고경영자들은, 비록 산업내 성과는 그 산업 내 타기업 평균보다 높지만 그 성과가 타산업전체 평균성과보다 낮은 기업의 최고경영

자에 비해, 보다 위험을 회피하고자 하는 경향이 있을 것이다 (Kahneman & Tversky, 1979; March & Shapira, 1987). 이러한 기업의 경우 최고경영자는 비관련다각화보다 위험의 정도가 낮다고 인식되는 관련다각화를 선호하게 되고 실제로 이를 추진할 것이다. 반면에 기업성과가 산업평균성과보다 높지만 여전히 타산업전체 평균성과보다 낮은 기업의 최고경영자는, 기업성과가 산업평균보다 높고 또한 타산업전체 평균성과보다 높은 기업의 최고경영자에 비해, 위험부담에 대한 선호도가 클 것이다. 따라서 이들은 위험부담이 관련다각화보다 높다고 인식되는 비관련다각화를 선호하게 된다. 따라서, 기업성과가 다각화전략에 미치는 영향에 대해 다음의 가설이 가능하다.

가설 3: 관련다각화를 추구하는 기업은 비관련다각화를 추구하는 기업에 비해
다각화이전 산업평균대비 기업성과가 높은 기업이다.

가설 3으로부터 우리는 관련다각화를 추구하는 기업은 비관련다각화를 추구하는 기업보다 다각화 이전의 경영성과가 높은 기업임을 알 수 있다. 기존의 많은 연구에 의하면 관련다각화된 기업의 수익률이 비관련다각화된 기업보다 높다는 실증결과를 보여주고 있고, 이러한 실증결과를 토대로 관련다각화가 비관련다각화보다 기업성과에 보다 긍정적인 효과를 미친다는 이론을 뒷받침하고 있다. 만일 가설 3이 사실이라면 기존 연구의 실증결과는 다각화 이전의 수익률 차이를 고려하지 않은 것으로서 비관련다각화 대비 관련다각화의 우월성을 과대 평가하고 있다고 볼 수 있다. 따라서 가설 3은 다각화전략의 기업성과에 대한 연구는 반드시 다각화 이전의 기업성과를 통제한 후에만 정확하게 이루어질 수 있다는 사실을 보여주고 있다.

II. 研究方法

1. 標本

본 연구의 표본은 1974년부터 1979년 사이에 일어난 기업인수 중 피인수기업이 제조업 또는 광물업에 속해 있고 이들의 자산규모가 최소한 1,000만불 이상인 기업인수를 the Federal Trade Commission (FTC) Large Merger Series에서 추출하였다. The FTC Large Merger Series는 모든 기업인수를 세 종류로 구분하고 있다: 수평적합병 (horizontal mergers), 수직적합병 (vertical mergers), 그리고 복합기업형합병 (conglomerate mergers). 복합기업형합병은 다시 제품확장형합병 (product extension

mergers), 시장확장형합병 (market extension mergers), 그리고 기타 기업복합형합병 (other conglomerate mergers) 등 세 가지의 하부 그룹으로 나뉘어 진다. FTC 분류에서의 '시장확장형합병'은 넓은 의미의 수평적다각화 (horizontal diversification)의 특수한 형태로 볼 수 있다 (Lubatkin, 1987). 본 연구의 주안점은 수평적다각화나 수직적다각화에 있는 것이 아니라, 관련 및 비관련다각화에 있으므로, 수평적합병, 수직적합병, 그리고 시장 확장형합병은 제외하고 '제품확장형합병'과 '기타 기업복합형합병'만 연구분석에 포함하였다.

FTC의 정의에 따르면 '제품확장형합병'은 인수 및 피인수기업이 생산 또는 분배에 있어서 기능적으로 서로 관련이 있으나 서로 직접적인 경쟁관계에 있지 않는 제품을 판매하는 경우의 기업인수이다. 한편 '기타 기업복합형합병'은 기본적으로 전혀 서로 관련이 없는 기업간의 통합으로 정의되어 있다. 이러한 기업인수의 정의는 관련다각화 및 비관련다각화의 일반적으로 통용되는 정의와 상당히 일치하는 것이다 (Montgomery, 1982; Lubatkin, 1987). 이에 따라 본 연구는 FTC 분류상의 '제품확장형합병'과 '기타 기업복합형합병'을 각각 관련 및 비관련다각화로 취급하였다.

1974년과 1979년 사이에 FTC Large Merger Series에서 '제품확장형합병'과 '기타 기업복합형합병'으로 분류된 모든 기업인수를 기본 표본집단으로 하고, 그 중에서 인수 및 피인수기업에 관한 자료를 Compustat Industrial Annual File에서 구할 수 없는 기업인수는 제외하였다. 그 결과 표본으로 채택된 기업인수는 총 180개 였다.

2. 資料分析

본 연구에서는 기업의 성과지표로서 자산수익률 (returns on assets: ROA)과 매출증가율을 사용하였다. 본 논문에는 제시하지 않았지만 본 연구는 자본수익률 (returns on equity)과 투자자본수익률 (returns on invested capital)도 성과지표로서 분석하였다. 이 두 지표는 자산수익률을 사용했을 때와 비슷한 결과를 가져 왔으나 통계적 유의도에서 다소 떨어졌다. 다각화 이전의 성과지표로는 기업인수 이전 3년간의 자료가 사용되었고, 다각화 이후의 성과로는 기업인수 이후 5년간의 자료가 사용되었다.

기업성과는 전체 경제의 경기변동에 따라 변화한다. 이러한 경기변동에 따른 기업성과의 변화를 통제하기 위하여, 본 연구에서 사용한 두 가지 성과지표는 성과프리미엄지표 (performance premium) (Rumelt, 1977)로 전환되어 분석되었다. 각 성과프리미엄지표는 다음과 같이 측정되었다:

$$PR_{it} = R_{it} - AR_t; PS_{it} = S_{it} - AS_t,$$

PR_{it} 와 PS_{it} 는 각각 t 연도에서의 i 번째 기업의 자산수익률 및 판매증가율의 프리미엄지표이고; R_{it} 와 S_{it} 는 t 연도의 i 번째 기업의 자산수익률 및 매출증가율이며; AR_t 와 AS_t 는 t 연도에 있어서의 모든 S&P400기업의 평균자산수익률 및 평균매출증가율이다.

본 연구에서 분석된 FTC Large Merger Seriesd의 대부분의 인수 및 피인수기업은 제조업 및 광물업에서 최소한 자산규모가 1,000만불이 넘는 대기업이므로, 본 연구 표본기업의 성과지표에 대한 참고점 (reference point)으로서 전기, 가스, 수도산업, 금융산업, 그리고 운송산업을 제외한 S&P400기업의 평균성과가 사용되었다.

산업성과프리미엄지표도 비슷한 방법으로 다음과 같이 측정되었다:

$$PRI_{it} = RI_{it} - AR_t; PSI_{it} = SI_{it} - AS_t,$$

PRI_{it} 와 PSI_{it} 는 t 연도 i 번째 기업이 속해 있는 산업의 평균자산수익률 및 평균매출증가율의 프리미엄지표이고; RI_{it} 와 SI_{it} 는 t 연도 i 번째 기업이 속해 있는 산업의 평균자산수익률 및 평균매출증가율이며; AR_t 와 AS_t 는 t 연도 S&P400기업의 평균자산수익률 및 매출증가율이다.

III. 實證分析結果

1. 引受企業의 多角化 以前의 成果

다각화 이전의 인수기업성과에 대한 분석결과는 <표 1>에 요약되어 있다. 인수, 합병을 통해 관련다각화 및 비관련다각화를 추진하는 기업이 속한 산업의 다각화 이전 성과를 보면, 관련인수기업이나 비관련인수기업이 속한 산업평균 자산수익률은 모두 S&P400기업 평균수익률보다 월등히 낮은 것을 알 수 있다. 관련인수기업의 산업평균 자산수익률의 경우, S&P400 평균자산수익률 대비 프리미엄이 -0.008 ($P<0.001$)로서, 일반적으로 관련인수를 추진하는 기업이 속한 산업의 수익률은 타산업평균보다 낮다는 것을 알 수 있다. 관련인수기업의 산업평균 매출증가율은 S&P400 평균매출증가율 대비 프리미엄이 -0.039 (통계적 유의성없음)로서 타산업평균과 통계적으로 유의한 차이를 볼 수 없다. 비관련인수기업의 경우,

〈표 1〉 인수기업의 다각화 이전의 성과^a

		관련인수기업	비관련인수기업	차이
자산수익율	S&P400평균대비 산업평균자산수익률 프리미엄	-0.008*** (0.002)	-0.019*** (0.003)	0.011***
	산업평균대비 기업자산수익률 프리미엄	0.023*** (0.002)	0.014*** (0.004)	0.009*
	S&P400평균대비 기업자산수익률 프리미엄	0.015*** (0.002)	-0.005+ (0.003)	0.020***
매출증가율	S&P400평균대비 산업평균매출증가율 프리미엄	-0.039 (0.073)	-0.030+ (0.016)	-0.009
	산업평균대비 기업매출증가율 프리미엄	0.048** (0.017)	0.030+ (0.017)	0.018
	S&P400평균대비 기업매출증가율 프리미엄	0.009 (0.012)	-0.000 (0.014)	0.009

^a 평균값 아래 팔호안 숫자는 표준편차임.

+ p<.10; * p<.05; ** p<.01; *** p<.001

S&P400 대비 산업평균 자산수익률 프리미엄이 -0.019 ($p<0.001$)로서, 비관련인수기업의 산업평균수익률은 타산업평균에 비해 상당히 낮은 수준이다. 비관련인수기업의 산업평균 매출증가율은 S&P400 대비 프리미엄이 -0.030 ($p<0.10$)로서 타산업평균보다 한계적으로 이긴 하나 낮은 수준이다. 따라서, 관련 및 비관련다각화를 추진하는 기업의 기존 산업은 관련다각화의 경우 저수익, 평균적 성장 산업으로, 비관련다각화의 경우는 저수익, 저성장 산업으로 특징지을 수 있다. 이상의 결과는 “관련다각화 및 비관련다각화를 추구하는 기업은 모두 다른 산업에 비해 성과가 낮은 산업에 속해 있다”는 가설 1을 지지하고 있다.

관련 및 비관련인수기업의 다각화 이전의 산업내 성과를 보면, 우선 관련인수기업의 경우 그 기업이 속해 있는 산업의 평균자산수익률 대비 프리미엄이 0.023 ($p<.001$)으로서 그 산업내 타기업들보다 훨씬 높은 수익률을 보이고 있다. 산업평균매출액증가율 대비 프리미엄 또한 0.048 ($p<.01$)로서 산업내 타기업들보다 높은 매출증가율을 달성한 기업들이다. 비관련인수기업의 산업내 성과는 자산수익률의 경우 산업평균자산수익률 대비 프리미엄이 0.014 ($p<.001$)로, 역시 산업내 타기업에 비해 높은 수익률을 올리고 있었고, 매출증가율에 있어서도 산업평균매출증가율 대비 프리미엄이 0.030 ($p<.10$)으로 한계적이기는 하나 통계적으로 유의한 수준으로 산업내 타기업에 비해 높은 매출증가율을 실현하고 있다. 이상의 결과는

관련 및 비관련인수기업은 다각화 이전에 해당 산업내 기업중에서 고수익, 고성장을 달성하고 있던 기업이라는 사실을 입증하고 있다. 이 결과는 “관련다각화 및 비관련다각화를 추구하는 기업은 모두 그들이 속해있는 산업 내에서 타기업보다 높은 성과를 가진 기업이다”라는 가설 2를 지지한다.

관련 및 비관련인수기업간의 산업내 성과차이를 보면, 산업평균대비 자산수익률 프리미엄에 있어서 0.009 ($p<.05$)의 차이를 보이고 있다 (관련인수기업 0.023: 비관련인수기업 0.014). 즉, 다각화 이전의 산업내 기업수익률에 있어서, 관련다각화를 추구하는 기업은 비관련다각화를 추구하는 기업보다 높은 수익률을 달성하고 있는 기업이다. 하지만 관련 및 비관련인수기업의 산업평균대비 매출증가율 프리미엄은 각각 0.048과 0.030을 기록하므로써, 두 그룹간의 성과차이(0.018)는 통계적으로 유의하지 않다. 이상의 결과는 “관련다각화를 추구하는 기업은 비관련다각화를 추구하는 기업에 비해 다각화이전 산업평균대비 기업성과가 높은 기업이다”라는 가설 3을 매출증가율관점에서는 지지하지 못하고 있으나, 자산수익률관점에서 지지하고 있다.

IV. 論 議

1. 多角化 以前의 企業成果와 多角化戰略의 企業成果에의 影響

이상에서 본 연구는 관련 및 비관련다각화기업의 공통점으로는 둘 다 다각화 이전에 성과가 저조한 산업에서 높은 성과를 올리고 있는 기업이라는 사실을 보여 주었다. 두 그룹간에 이러한 공통점이 존재하는 반면에 차이점 또한 상당하다는 사실이 입증되었다. 특히 다각화 이전의 산업평균대비 자산수익률에 있어서 두 그룹간에는 현저한 차이가 있음을 알 수 있다. <표 1>에 따르면, 관련인수기업의 경우 S&P400평균대비 자산수익률은 0.015 ($p<0.001$)로서, 그 기업이 속한 산업의 평균수익률은 타산업평균에 비해 낮으나 산업내 수익률이 월등하여 이들의 수익률은 타산업평균수익률보다 높다는 사실을 알 수 있다. 비관련인수기업의 경우 S&P400평균대비 자산수익률은 -0.005 ($p<.10$)로서, 그 기업이 속한 산업의 평균수익률이 타산업평균수익률보다 낮을 뿐만 아니라, 산업내 수익률도 타산업평균수익률과의 격차를 극복할만큼 높지 못하다.

비록 가설로서는 제시하지 못했으나 <표 1>에서 관련 및 비관련인수기업간에는 또 다른 중요한 차이점이 있다는 사실을 발견할 수 있다. 관련 및 비관련인수기업 모두 타산업에 비해 수익률이 낮은 산업에서 활동하고 있으나, 관련인수기업의 산업수익률 (-0.008)이 비관련

인수기업의 산업수익률 (-0.019)에 비해 상대적으로 높다 (0.011, $p < .001$). 따라서 관련인수기업은 비관련인수기업에 비해 상대적으로 수익성이 높은 산업에 속해 있으며, 산업내 수익률도 높은 기업이다. 관련인수기업은 비관련인수기업에 비해 수익성이 높은 사업에 속해 있고 동시에 산업내 수익률도 높으므로 관련인수기업의 산업을 고려하지 않은 기업수익률은 비관련인수기업에 비해 월등히 높은 것을 알 수 있다. 〈표 1〉에 따르면, 관련인수기업의 S&P400평균대비 기업자산수익률 프리미엄은 0.015 ($p < .001$)로서 비관련인수기업의 프리미엄 (-0.005, $p < .10$)보다 0.020 ($p < .001$)이나 높다. 이상의 결과는 관련다각화를 추구하는 기업과 비관련다각화를 추구하는 기업사이에는 다각화 이전의 기업수익률에 있어서 상당한 차이가 존재한다는 사실을 보여준다.

관련다각화를 추진하는 기업과 비관련다각화를 추진하는 기업사이에는 다각화 이전의 수익률에 있어서 일정한 차이가 있으므로 두 그룹간의 다각화 이후의 수익률차이는 상당부분 다각화 이전의 수익률 차이를 반영하고 있다. 따라서, 다각화전략의 기업수익률에의 영향은 단순히 두 그룹간의 다각화 이후의 수익률차이로 분석해서는 안되고 반드시 다각화 이전의 수익률차이를 통제한 후의 수익률차이로 분석이 이루어져야 한다. 그러면 다각화 이전의 수익률을 통제하고 난 후의 두 그룹간의 수익성차이는 과연 어떻게 될 것인가?

2. 多角化戰略의 企業成果에의 影響

〈표 2〉는 관련 및 비관련인수기업의 다각화 이후 수익률을 보여주고 있다. 기존의 대부분의 연구결과와 마찬가지로 관련인수기업의 다각화 이후 수익률 (0.006, $p < .01$)은 비관련인수기업의 수익률 (-0.002, 통계적 유의성 없음)보다 높다 (0.008, $p < .001$). 하지만 관련인수기업과 비관련인수기업 사이에는 다각화 이전에 이미 수익성에 있어서 상당한 차이 (0.020, $p < .001$)가 있기 때문에 이러한 다각화 이후의 두 그룹간 수익률의 차이는 진정한 의미에 있어서 다각화전략의 기업수익률에의 영향이라고 볼 수 없다.

〈표 2〉 관련 및 비관련인수기업의 다각화 이후 수익률과 수익률변화^a

	관련인수기업	비관련인수기업	차이
다각화 이후의 S&P400 평균 대비 기업자산수익률 프리미엄	0.006*** (0.002)	-0.002 (0.002)	0.008**
통합기업자산수익률 프리미엄 변화	-0.010**	-0.002	

^a 평균값 아래 괄호안 숫자는 표준편차임.

* $p < .10$; * $p < .05$; ** $p < .01$; *** $p < .001$

따라서 진정한 의미의 다각화전략의 기업수익률에의 영향은 다각화 이전 및 이후 수익률의 변화를 비교함으로써 분석될 수 있다. 다각화전략은 인수기업뿐만 아니라 피인수기업의 수익률에도 영향을 미칠 수 있으므로 다각화전략의 수익률에 미치는 영향은 다각화 이후의 인수기업 및 피인수기업 수익률의 합에서 다각화 이전의 인수 및 피인수기업 수익률의 합을 감한 값을 비교하여야 한다. Compustat File에서는 기업인수 이후의 기업수익률은 인수 및 피인수기업의 통합수익률이므로, 본 연구는 기업인수 이전의 인수 및 피인수기업의 통합수익률을 다음과 같이 측정하였다:

$$CROA_{i,t} = (NI1_{i,t} + NI2_{i,t}) / (TA1_{i,t} + TA2_{i,t}).$$

$CROA_{i,t}$ 는 t연도 i번째 인수의 다각화 이전의 통합자산수익률이고; $NI1_{i,t}$ 와 $NI2_{i,t}$ 는 각각 t연도 i번째 인수에서 인수 및 피인수기업의 순이익이며; $TA1_{i,t}$ 와 $TA2_{i,t}$ 는 각각 t연도 i번째 인수에서 인수 및 피인수기업의 총자산규모를 나타낸다.

이 통합지표는 다시 이전의 방법과 동일한 방법으로 성과프리미엄지표로 전환되어 분석되었다. <표 2>의 세 번째줄은 이러한 관련 및 비관련인수기업의 통합수익률 프리미엄 변화를 보여준다. 결과는 놀랍게도 비록 관련인수기업의 다각화 이후의 수익률이 비관련인수기업의 수익률보다 높으나, 각 다각화전략 자체에 의한 수익률 변화는 관련인수기업이 비관련인수기업에 비해 보다 부정적이다. 좀 더 자세히 설명하면, 관련인수기업의 통합수익률 프리미엄은 0.010 ($p<.01$) 감소한 반면 비관련인수기업의 프리미엄은 통계적으로 유의한 변화를 가져오지 않았다. 이러한 결과는 횡단적 분석에 의한 기존의 연구가 보여준 다각화전략과 수익률과의 관계는 다각화 이전의 수익률에 의해 상당부문 왜곡된 것으로서, 다각화전략의 진정한 영향을 보여주는 것이 아니라는 사실을 입증하고 있다.

V. 結論 및 示唆點

이상의 실증결과는 관련다각화를 추구하는 기업과 비관련다각화를 추구하는 기업 사이에는 다각화 이전의 성과에 있어서 일정한 차이가 존재한다는 사실을 보여주고 있다. 그러므로 기존의 많은 연구가 관련다각화의 우수성을 보여주기 위해 제시한 관련 및 비관련다각화기업의 다각화 이후의 성과차이는 상당부분 관련다각화의 우수성 때문이 아니라, 단순히 이러한 다

각화 이전 두 그룹간의 성과차이에 기인한다. 본 연구의 주요 시사점의 하나는 관련 및 비관련다각화기업간의 다각화 이후 성과차이는 이처럼 상당부문 다각화 이전의 성과차이에 기인하므로, 다각화전략 자체의 기업성과에 미치는 영향은 이러한 다각화 이전의 성과차이를 통제한 이후에야 분석이 가능하다는 사실을 보여주는 것이다.

또한 본 연구는 앞서 제시한 실증적 불완전성에도 불구하고 다각화전략은 여전히 기업성과에 중요한 영향을 미치고 있다는 사실을 보여주고 있다. 다시 말해, 본 연구의 실증결과에 의하면 다각화전략은 다각화이전의 성과를 통제하더라도 여전히 기업성과에 영향을 미치고 있다. 하지만 기존의 많은 연구와는 달리 본 연구의 결과는 관련다각화가 비관련다각화보다 기업성과에 오히려 보다 부정적인 영향을 미친다는 사실을 보여주고 있다. 이는 기존의 많은 연구가 보여준 다각화전략과 기업성과와의 관계는 관련 및 비관련기업간의 다각화 이전 성과차이에 의해 상당히 왜곡된 것이라고 볼 수 있다.

이론적으로 관련다각화는 비관련다각화에 비해 보다 많은 상승효과 (synergy)를 창출하므로 관련다각화가 비관련다각화보다 기업성과에 보다 긍정적인 효과를 가져온다는 주장은 상당히 설득력이 있다. 이러한 이론적인 설득력에도 불구하고 왜 본 연구는 관련다각화가 비관련다각화보다 기업성과면에서 우월하다는 결과를 보여주지 못하는가? 사업간 관련성에 대한 정의에 있어서의 문제점 (Markides & Williamson, 1996) 등 여러 가지 이유가 있을 수 있으나, 또 하나 중요한 가능성은 기존의 연구가 관련다각화의 잇점에 치중한 나머지 관련다각화로 인한 잠재적 상승효과를 실제로 현실화시키는데 따른 비용 및 어려움을 간과하여 이를 전개했다는 비판이다 (Nayyar, 1992; Park, 1995 & in press). 즉, 관련다각화는 비관련다각화에 비해 잠재적으로 보다 많은 상승효과가 있으나 이는 어디까지나 잠재적 상승효과지 실제로 현실화된 상승효과가 아니다. 이러한 잠재적 상승효과를 실제로 실현하는데에는 상당한 비용 및 어려움이 따른다 (Nayyar, 1992; Park, 1995; Porter, 1985). 따라서 본 연구의 실증결과가 보여주는 것처럼 관련다각화가 기대한 만큼의 성과를 거두지 못하는 이유는 관련다각화의 높은 잠재적 잇점 (즉, 잠재적 상승효과)에도 불구하고 많은 기업이 이러한 잠재적 잇점을 현실화하기 위해 치르는 비용이 잇점을 상쇄하기 때문이다. 따라서 관련다각화는 이러한 비용을 최소화할 수 있는 기업, 즉 상승효과의 원천인 자원공유나 지식이전을 원활히 하기위한 조정능력 (coordination capability)이 뛰어난 기업만이 관련다각화를 통한 잇점을 향유할 수 있다는 것이다 (Park, in press).

본 연구의 가장 큰 약점중 하나는 실증분석이 “인수, 합병을 통한 다각화”만을 대상으로 이루어져, 그 결과가 또 다른 대표적 진입방법인 “자체개발을 통한 다각화” (diversification

through internal development)에도 적용될 수 있는가에 대한 의문이다. 즉, 본 연구의 결과인 관련인수가 비관련인수에 비해 그다지 좋은 성과를 가져오지 못하는 이유는 관련다각화 자체의 문제점때문이 아니라, 관련다각화에는 인수가 자체개발보다 부적절한 방법일지도 모르기 때문이다. 일반적으로 관련다각화의 잇점은 자원공유 (Chatterjee, 1986; Porter, 1987; Singh & Montgomery, 1987)와 지식이전 (Hitt, Ireland, 1985; Porter, 1987; Rumelt, 1974)에서 발생한다. 이러한 자원공유 및 지식이전에 따른 잇점은 인수를 통한 관련다각화의 경우 자체개발을 통한 관련다각화에 비해 그다지 크지 않을 가능성이 있다. 보통 자원공유 및 지식이전은 피인수기업의 모든 기업활동이 아니라 특정활동만을 필요로 한다. 하지만 인수의 경우, 인수기업은 피인수기업을 선택적으로 구매할 수 없다 (Hamel, 1991; Hennart, 1988; Kogut, 1988). 따라서 인수기업은 피인수기업의 기업활동중 필요한 활동 뿐만 아니라 불필요한 활동 내지 자산에 대해서도 지불하여야 한다. 이러한 불필요한 활동 및 자산의 재매각가격은 인수기업이 실제로 지불한 금액보다 훨씬 낮거나 특히 그 활동이나 자산의 기업특수성이 클 경우 (highly firm-specific) 재매각자체가 불가능하다. 따라서 다각화전략 (관련 및 비관련다각화)과 다각화 진입방법 (인수 및 자체개발을 통한 다각화)사이의 적합성이 기업성과에 미치는 영향에 대한 보다 심도있는 연구가 요구된다.

참 고 문 헌

- Berry, C. H. 1971. Corporate growth and diversification. *Journal of Law and Economics*, 14(2): 371-383.
- Bettis, R. A. 1981. Performance differences in related and unrelated diversified firms. *Strategic Management Journal*, 2: 379-393.
- Bettis, R. A., & Hall, W. K. 1982. Diversification strategy, accounting determined risk, and accounting determined return. *Academy of Management Journal*, 25: 254-264.
- Bettis, R. A., & Mahajan, V. 1985. Risk/return performance of diversified firms. *Management Science*, 31: 785-799.
- Burgelman, R. A. 1983. Corporate entrepreneurship and strategic management: Insights from a process study. *Management Science*, 29: 1349-1364.

- Chatterjee, S. 1986. Types of synergy and economic value: The impact of acquisitions on merging and rival firms. *Strategic Management Journal*, 7(2): 119-139.
- Chatterjee, S., Lubatkin, M. H., Schweiger, D. M., & Weber, Y. 1992. Cultural differences and shareholder value in related mergers: Linking equity and human capital. *Strategic Management Journal*, 13: 319-334.
- Christensen, H. K., & Montgomery, C. A. 1981. Corporate economic performance: Diversification strategy vs. market structure. *Strategic Management Journal*, 2: 327-343.
- Datta, D. K., Pinches, G. E., & Narayanan, V. K. 1992. Factors influencing wealth creation from mergers and acquisitions: A meta analysis. *Strategic Journal Management*, 13: 67-84.
- Galbraith, J. 1977. *Organization design*. Reading, MA: Addison-Wesley.
- Grant, R., Jammine, A., & Thomas, H. 1988. Diversity, diversification, and profitability among British manufacturing companies. *Academy of Management Journal*, 31: 771-801.
- Hamel, G. 1991. Competition for competence and inter-partner learning within international strategic alliances. *Strategic Management Journal*, 12: 83-103.
- Hennart, J. 1988. A transaction costs theory of equity joint ventures. *Strategic Management Journal*, 9: 361-374.
- Hitt, M. A., & Ireland, R. D. 1985. Corporate distinctive competence, strategy, industry and performance. *Strategic Management Journal*, 6(3): 273-293.
- Kahneman, D., & Tversky, A. 1979. Prospect theory: An analysis of decision under risk. *Econometrica*, 47: 263-291.
- Kogut, B. 1988. Joint ventures: Theoretical and empirical perspectives. *Strategic Management Journal*, 9: 319-332.
- Lubatkin, M. 1987. Merger strategies and stockholder value. *Strategic Management Journal*, 8: 39-53.
- MacCrimmon, K. R., & Wehrung, D. A. 1986. *Taking risks: The management of uncertainty*. New York: Free Press.

- Markides, C. & Williamson, P.J. 1996. Corporate diversification and organizational structure: A resource-based view," *Academy of Management Journal*, 340-367.
- March, J. G. & Shapira, Z. 1987. Managerial perspectives on risk and risk taking. *Management Science*, 33(11): 1404-1418.
- Miles, R. H. *Coffin nails and corporate strategies*. Englewood Cliffs, NJ: Prentice-Hall.
- Montgomery, C. A. 1982. The measurement of firm diversification: Some new empirical evidence. *Academy of Management Journal*, 25: 299-307.
- Montgomery, C. A., & Singh, H. 1984. Diversification strategy and systematic risk. *Strategic Management Journal*, 5: 181-191.
- Park, C. In press. Mutual trust as a critical linkage between value appropriation and value maximization. *The Seoul Journal of Business*.
- Park, C. 1995. The dynamics of acquisitive diversification: a new approach to the consequences of diversification. Ph.D. dissertation, Columbia University, New York.
- Porter, M. E. 1987. From competitive advantage to corporate strategy. *Harvard Business Review*, 65(3): 43-59.
- Ramanujam, V., & Varadarajan, P. 1989. Research on corporate diversification: A synthesis. *Strategic Management Journal*, 10: 523-551.
- Rumelt, R. P. *Strategy, structure, and economic performance*. Cambridge, MA: Harvard University Press.
- Rumelt, R. P. 1977. *Diversity and profitability*. Working paper no.MGL-51. Graduate School of Management, University of California, Los Angeles.
- Rumelt, R. P. 1982. Diversification strategy and profitability. *Strategic Management Journal*, 3: 359-369.
- Shapira, Z. 1986. *Risk in managerial decision makings*. Unpublished ms.. Hebrew University.
- Singh, H., & Montgomery, C. A. 1987. Corporate acquisition strategies and economic performance. *Strategic Management Journal*, 8: 377-386.

- Sitkin, S. B., & Pablo, A. L. 1992. Reconceptualizing the determinants of risk behavior. *Academy of Management Review*, 17(1): 9-38.
- Weston, J.F., & Mansinghka, S. K. 1971. Tests of the efficiency performance of conglomerate firms. *Journal of Finance*, 26: 919-936.