

# 冠岳自動車部品(株)

## —合併에 대한 事例—

沈 炳 求

(서울大 經營大 教授)

1981년 10월초 어느 토요일 오후 늦게 冠岳自動車部品(株)의 田進漢 社長은 부하직원들이 벌써 다 퇴근한 후에도 그의 사무실에서 혼자 남아 회전의자를 창밖으로 향하게 앉아, 멀리 남산 꼭대기쪽을 바라보면서 깊은 생각에 잠겼다. 그 전에는 自動車製造業體의 전문 경영인으로 있다가, 4년전인 1977년에 현재의 회사에 최고경영자로서 취임해 와 그 동안 여러 사업을 박력있게 추진해 왔으며, 그 과정에서 중요한 의사결정을 위하여 고심한 적이 한 두번이 아니었지만 이번의 新林레이용(株)의 引受에 관한 결정은 지금까지 자신이 접한 의사결정문제 중에서 가장 難題인 것으로 생각되어졌다. 현재 한계에 다다른 기업의 流動性과 外部로부터의 借入能力을 향상시키기 위하여 영업의 기복이 심하고 장래전망도 그렇게 밝지 않은 섬유업체의 新林레이용(株)을 인수하는 것이 과연 현명한 결정이 될 것인가 하는 고민속에서 9월을 다 보내고, 이제 곧 결단을 내려야 하는 시점에 이른 것이다.

### 冠岳自動車部品(株)의 歷史와 經營多角化計劃

관악자동차부품(株)은 1965년에 설립된 회사로서, 트럭·승용차·버스 등의 브레이크 시스템을 주로 제조·판매하며 이 외에 트럭·승용차·버스 등의 프레임(frame)과 열처리장치도 제작하고 있다. 회사가 설립될 당시에 우리나라의 自動車工業은 주로 외국으로부터 主要部品을 수입해 와 국내에서 組立生産하는 단계였기 때

문에 국내의 자동차부품공업은 형성조차 되어 있지 않았으며, 회사도 처음에는 자동차부품의 修理 및 組立을 하는 소규모의 기업으로 출발하였다. 그러나 1970년대 초반이후 政府는 그동안 輕工業製品 위주의 輸出에 대한 반성과 함께 국내 産業構造의 高度化를 위한 노력의 일환으로 자동차공업을 중점 육성산업의 하나로 선정하여 외국기업과의 기술 제휴나 합작투자를 장려하였으며, 자동차산업에 대해 금융·세계상의 지원 제도를 마련하였고, 이에 따라 전부터 1人當 GNP의 향상에 따른 內需形成과 함께 해외시장에 대한 수출의 가능성을 타진해 오던 재벌그룹을 중심으로 자동차공업에 대한 투자가 확대되기 시작하였다. 이와 함께 자동차부품공업에 대한 기술개발, 투자 등에 대해서도 마찬가지로 육성시책이 마련되어 冠岳自動車部品(株)도 성장의 기틀을 마련할 수가 있었던 것이다.

1980년 한해동안 회사는 1,180억 賣出에 39억의 純利益을 기록하였는데, 1977~1980년까지 영업실적 및 재무상태는 <表 1>에 나타나 있다.

1977년에 社長으로 취임한 후 경영전반에 대한 검토를 한 결과 田社長은 合併에 의한 經營多角化를 적극적으로 추진해야 할 필요성을 절실히 느끼게 되었다. 1977년 당시 회사가 제작·판매하고 있는 제품에 대한 전체수요중 外國으로부터 輸入해 오는 부분을 제외한 내수규모는 약 700억으로, 이중 대부분이라고 할 수 있는 85%를 국내의 10개미만의 자동차회사가 차지하고 있어 기업의 영업실적이나 향후의 성장 여부가 이와 같은 소수의 자동차제조회사의 수요에

〈表 1〉 관악자동차부품(株)의 營業實績

(單位：億圓)

| 項 目                            | 年 度 | 1977      | 1978      | 1979      | 1980      |
|--------------------------------|-----|-----------|-----------|-----------|-----------|
| 賣出額                            |     | 1,073     | 764       | 888       | 1,181     |
| 稅後純利益                          |     | 55        | 30        | 40        | 39        |
| 減價償却                           |     | 14        | 15        | 17        | 23        |
| 現金流入 <sup>1)</sup>             |     | 62        | 38        | 49        | 55        |
| 總資本利益率                         |     | 12.6%     | 8.1%      | 7.8%      | 9.3%      |
| 自己資本利益率 <sup>2)</sup>          |     | 18.4%     | 8.9%      | 14.3%     | 13.2%     |
| 1株當 純利益(EPS) <sup>3)</sup> (圓) |     | 346       | 164       | 236       | 232       |
| 1株當 配當金(DPS) <sup>4)</sup> (圓) |     | 94        | 79        | 75        | 75        |
| 株價(最高~最低)(圓)                   |     | 1,300~800 | 1,000~800 | 1,500~900 | 1,300~900 |
| 平均 P E R                       |     | 3.25      | 6.05      | 5.15      | 4.75      |
| 平均配當收益率                        |     | 8.4%      | 7.9%      | 6.2%      | 6.8%      |
| 運轉資本                           |     | 269       | 225       | 287       | 313       |
| 純固定資產(기계설비-감가상각)               |     | 156       | 160       | 231       | 284       |
| 長期負債                           |     | 43        | 96        | 165       | 227       |
| 優先株 및 自己資本                     |     | 396       | 395       | 405       | 416       |

1) 現金流入：(純利益+減價償却)-優先株配當金

2, 3, 4) 優先株에 대한 것은 除外

거의 의존하지 않을 수 없다는 점을 문제점으로 발견하였다. 다른 한편으로는 자동차회사에 部品을 공급하는 기업을 상호간에는 경쟁이 매우 치열하였으며, 만약 1970년대 중반의 석유위기 때와 같은 상황이 재현된다고 한다면, 기업의 생존여부 자체가 위협받는 취급제품시장에 있어 구조적인 문제점이 존재하고 있었다. 물론 이러한 市場의 構造的인 危險으로부터 벗어나고자 자동차부품산업과는 성격이 다른 事業에 대한 설비 투자를 통하여 企業內的인 多角化(internal diversification)를 이룩하기 위하여 田社長 부임 이전에도 새로운 사업에 대한 몇차례의 진출지도가 있기는 했으나 자동차 부품산업 이외의 분야에 대해 당시의 경영진들이 市場이나 技術에 관한 전문지식이나 경험이 거의 없이 매번 고전을 면하지 못했던 前歷이 있었던 것이다. 그리하여 田사장은 市場이나 技術면에서 기반이 전혀 없는 상태에서의 신규진출 대신 經營 및 技術, 노우하우(know-how)가 어느정도 축적되어 있고 市場도 개척되어 있는 상태에서의 새로운 事業에 대한 투자의 방편으로 다른 기업의 合併을 적극적으로 검토하였다. 田社長의 合併에 대한 의도는 다음과 같았다.

첫째, 단일산업에 종사함으로써 나타나는 기

업의 의존도를 낮추고, 기술혁신이 비교적 활발히 이루어지고 있는 이 분야에서 이에 대한 적용이 신속적으로 되지 못할 경우에 입게 될 위험을 줄이며,

둘째, 利益과 현금흐름을 안정화시키고,

셋째, 향후 기업의 성장을 경기사이클이 주기적이고 변화가 심한 자동차 산업으로부터의 영향을 낮추며,

네째, 회사의 부품을 공급받아 자동차를 생산·판매하는 자동차제조회사로부터의 후방통합(backward integration)의 위험을 사전에 방지한다는 것이었다.

이러한 田사장의 合併을 통한 경영다각화계획은 1970년대말 국내의 자동차회사가 해외시장의 低價輸出에 의한 가격경쟁의 한계로 인해 좀더 고급화된 제품수출에 착안하여 部品을 외국기업으로부터 輸入해 오는 경향을 보이기 시작하자 더욱 가속화되었다.

그리하여 田사장이 취임한 1977년에 1개 회사를 인수하였는데, 1978년에는 2개 기업, 1979년에도 2개 기업을 인수하였고, 1980년에는 국내 여건이 매우 불투명하여 하나도 인수하지 않았다. 인수한 5개 기업은 다음과 같다.

1977. 12: 「三德엔지니어링」 인수, 보통주 2,

810,000株와 交換

1978. 3: 「新林機械」 인수, 현금 및 어음으로 인수

1978. 10: 「서울運輸」 인수

1979. 4: 「現代金屬」 합병, 현금으로 인수

1979. 11: 「南道食品」 인수, 현금 230억으로 인수

인수한 5개기업중에서 1977년에 인수한 「三德엔지니어링」(株)와 1979년 11월에 인수한 「南道食品」의 규모가 가장 컸는데 「삼덕엔지니어링」의 인수로 매출액이 연간 약 270억원이 증가했으며 1979년의 「南道食品」의 인수로 매출액이 380억 정도 증가하였다. 그리고 1976년에서 1980년 사이에 자동차부품분야에서의 매출액이 300억이 감소했음에도 불구하고 이 기간중 기업의 매출은 합병에 힘입어 500억이 증가하였던 것이다.

### 經營組織

경영다각화계획의 실행으로 한 産業에 대한 의존도를 낮추는데는 성공했지만 다른 한편으로는 크게 두 가지 측면에서 기업의 경영에 큰 변화를 초래하였는데, 그 하나는 재무상태에 대한 것이며, 나머지 하나가 바로 기업의 조직구조에 관한 것이었다. 서로 다른 사업을 영위하는 기업을 인수함으로써 市場과 技術이 다양해짐에 따라 종전의 集權的인 기업조직을 전제로 한 중앙집권적 의사결정과정은 상당히 다각화된 현재의 기업실정에 비추어 부적절하게 되었다. 5개기업의 합병이 완료된 1979년말에는 최고 경영진들이 회사가 취급하고 있는 모든 상품과 이에 대한 市場의 자세한 정보나 기술변화에 대한 지식을 종전처럼 얻을 수가 없게 되었고 그동안 多角化를 급속도로 추진해 왔기 때문에 冠岳自動車部品(株)은 상당히 分權化된 조직구조를 지니게 되었고, 따라서 의사결정의 실질적인 權限과 責任도 각 事業部の 責任者에게로 이양되는 경향을 강하게 보였다.

1981년 현재 회사에는 7개 사업부가 있으며, 각 사업부마다 마케팅, 購買, 製造, 研究開發, 人事, 會計 등의 部署가 있다. 각 사업부에는 최고책임자로서 常務理事級의 本部長이 있으며,

이들은 자신이 맡고 있는 事業의 成長이나 利益에 대해 제 1차적인 책임을 지고 있으며, 해당 업무내용을 社長인 田進漢氏에게 직접 보고하도록 되어 있다. 이들은 정기적인 봉급이나 보너스 외에도, 그들의 실적에 따라 매년 최고 기본급의 60%까지 추가보너스를 받을 수가 있다. 각 사업부의 賣出 및 利益目標은 기업의 장기적인 5개년계획과의 연계하에서 매년의 豫算編成時에 公式化되는데, 이는 각 사업본부장의 責任下에서 결정되어 社長과 스탭陣이 검토할 수 있도록 해당년도의 매출·이익목표를 담은 예산을 그 前年度 11월까지 작성·제출하도록 되어 있다. 그리고 회사의 스탭진은 각 사업부에 대해 法律上, 管理上에서 나타나는 문제나 재무적인 측면에서 지원을 하고, 정책당국(관할 행정기관, 세무서 등)이나 금융기관, 경쟁기업과의 관계에서 생기는 일, 資金調達, 合併과 같은 일도 다룬다. 田社長은 비록 급속한 합병추진으로 인해 組織構造가 分權化되는 경향을 보이기는 했지만, 회사의 정교한 자본예산시스템(capital budgeting system)을 기초로 각 사업부의 실적에 따라 그 사업부의 경영자를 고용하거나, 해고시킬 수 있는 그의 權限을 통하여 분권화된 조직에 대해 어느 정도의 적절한 통제를 할 수 있으리라 믿고 있는 터였으며, 1981년 금년에 새로운 기업을 인수하는 경우에도 회사가 새로운 업무를 잘 소화해 내리라고 자신하고 있고, 이와 같은 社長の 심중을 잘 헤아리고 있는 그의 스탭진들은 구체적인 여러 合併件에 대해 이전부터 준비를 하고 있었던 것이다.

### 財務狀態

冠岳自動車部品(株)의 당면한 문제는 과거 4년간의 계속적인 5개 기업의 합병으로 인하여 資金事情이 악화일로에 있다는 점이었다. 短期負債를 살펴보다라도 1976~1980년 사이에 40억원 수준에서 220억원으로 급증하였고, 금융기관으로부터의 貸出限度를 1981년 초반에 이미 모두 소진해 버렸던 것이다. 물론 이를 감안하여 1981년의 자금지출은 주로 내부자금조달에 의하여 하도록 계획했지만 외부로부터의 借入의 한계는

合併을 통하여 經營多角化를 이룩하고자 하는 會社의 戰略에 커다란 위협이 아닐 수 없었다.

株式交換을 위주로 한 합병방법도 생각해 보았으나 冠岳自動車部品(株)의 낮은 P/E比率(price-earning ratio)이 처음부터 주식교환을 통한 합병방안을 위협하고 있었다. 합병을 하는 목표중의 하나가 바로 미래의 企業成長을 위한 것이기는 하지만, 會社가 P/E比率이 높은 성장기업을 인수하게 되면 필연적으로 1주당순이익(EPS)이 稀釋되는 것을 피할 수가 없고, 그렇게 될 경우 앞으로의 기업의 P/E比率은 더욱 압박을 받게 될 것이며, 결과적으로 成長企業과의 주식교환을 통한 합병은 더욱 더 어려워지게 되는 것이다.

결국 기업은 합병에 필요한 대부분의 資金을 負債를 끌어들이어 충당하지 않으면 안되게 되어 있는 사정에 놓여 있으며, 부채차입은 금융기관의 대출한도에 묶여 더 이상 불가능한 상태에 있는 바, 主去來銀行과 제 2금융권의 보험회사와 협의한 결과, 주거래 은행은 추가적인 자기자본의 증가에 의한 재무구조의 개선없이 장기자금의 대부분은 불가능하다는 견해를 보이고 있으며, 보험회사는 유동성이 양호한 기업을 합

병대상으로 인수하게 되면, 앞으로의 借入能力이 증가하기는 하지만 기존의 長期債權者들은 現金引受에 대해 단호한 제동을 걸지 모른다는 우려를 나타내었다. 이처럼 부채조달의 한계와 낮은 PER수준으로 인하여 합병을 통한 경영다각화계획은 붕괴위기에 직면하고 있었던 바, 마침 유력한 인수대상이 되고 있는 新林레이용(株)은 시장성유가증권을 약 200억원 정도 보유하고 있어 이를 인수하게 되면 이후의 합병계획에 있어서도 새로운 資金源泉의 역할을 할 수 있을 것으로 기대하고 있는 것이다.

### 新林레이용(株)의 歷史

新林레이용(株)은 인조견사를 생산하는 기업으로 1950년대 초반에 현재의 大株主이자 회장으로 있는 李俊浩(64歲)氏에 의해 설립된 회사이다. 국내 레이용 제조업체 중에서는 비교적 규모도 크고 會社의 年輸도 긴 편에 속했는데 지난 3년간 흑심한 경영난에 허덕이다 전년도인 1980년에 겨우 赤字로 돌아서서, 이 해의 영업실적은 賣出額 550억에 稅前利益 50억을 기록하였다. 최근 2년간 李俊浩 會長이 경영일선에 다시 나

〈表 2〉 新林레이용(株)의 營業實績

(單位: 億원)

| 項目           | 1976        | 1977        | 1978      | 1979      | 1980      |
|--------------|-------------|-------------|-----------|-----------|-----------|
| 純賣出額         | 593         | 581         | 479       | 621       | 545       |
| 稅前利益         | 94          | (23)        | (62)      | 17        | 48        |
| (稅前)賣出額利益率   | 15.9%       | —           | —         | 2.7%      | 8.8%      |
| 稅後純利益        | 45          | (12)        | (32)      | 8         | 25        |
| 減價償却         | 39          | 40          | 41        | 43        | 33        |
| 現金流入         | 84          | 28          | 9         | 51        | 58        |
| 總資本利益率       | 5.3%        | —           | —         | 1.0%      | 3.4%      |
| 自己資本利益率      | 5.9%        | —           | —         | 1.1%      | 3.8%      |
| 1株當 純利益(원)   | 122.5       | (32.5)      | (84.5)    | 22        | 67        |
| 1株當 配當金(원)   | 100         | 87.5        | —         | —         | —         |
| 1株當 帳簿價格(원)  | 1,984       | 1,952.5     | 1,868.5   | 1,890     | 1,821     |
| 株價(最高~最低)(원) | 4,800~3,700 | 2,400~1,100 | 1,400~600 | 1,300~800 | 1,600~900 |
| 平均PER        | 8.5         | —           | —         | 12        | 5.2       |
| 運轉資本         | 391         | 388         | 366       | 379       | 412       |
| 純固定資産        | 366         | 34.1        | 34.2      | 33.8      | 23.9      |
| 長期負債         | —           | —           | —         | —         | —         |
| 自己資本         | 754         | 742         | 710       | 718       | 652       |

〈表 3〉 新林 레이용(株)의 貸借對照表(1980. 12. 31)

(單位: 億원)

| 資 産             |        | 負債 및 資本 |        |
|-----------------|--------|---------|--------|
| 現 金             | 25.64  | 外上買入金   | 28.63  |
| 市場性有價證券         | 200.24 | 未支給金    | 11.45  |
| 外上賣出金(貸損充當金差減後) |        | 流動負債    | 40.08  |
| 在庫資産            | 104.56 |         |        |
| 完製品             | 43.76  | 普通株     | 269.59 |
| 在工品             | 21.61  | 留保利益    | 382.60 |
| 原材料             | 39.19  | 資本合計    | 652.19 |
| 先給費用            | 2.83   |         |        |
| 流動資産            | 451.9  |         |        |
| 純固定資産           | 239.12 |         |        |
| 기타投資資産          | 1.25   |         |        |
|                 | 240.37 |         |        |
| 總資産             | 692.27 | 總資本     | 692.27 |

서기 이전에는 고용경영자들이 경영을 계속해 왔으나, 영업부진이 계속되자 한동안 경영에서 거의 손을 뗀 李會長이 자신이 30년 가까이 몸담아 온 섬유업체에서의 마지막 몸부림이라 여기고, 직접 경영일선에 나서 최근에 비록 미미하긴 하지만 약간의 경기회복에 힘입어 전년도에야 흑자를 기록할 수 있었던 것이다.

그러나 李회장은 자신의 고령도 고려하고, 무엇보다도 장기적으로 섬유업에 속하고 있는 자기회사의 전망이 밝지 않음을 알고, 현재의 양호한 流動성과 收益性回復을 장점으로 내세워 다른 기업에 賣却할 것을 결심하여 적절한 願買者를 물색하고 있었으며 新林레이용(株)의 주거래 은행은 그 후보의 한 사람으로 冠岳自動車部品の 田社長을 李회장에게 추천하였다.

田社長과 그의 스태진이 신림레이용에 대해 평가한 長·短點은 다음과 같다.

장점으로는 첫째, 기업경영에 당장 필요하지 않은 시장성유가증권을 약 200억 정도 보유하고 있으며, 둘째, 長·短期負債가 예상외로 거의 없고, 세째 기계설비도 最新의 것으로 구비하고 있으며, 네째 李회장이 회사의 합병이후에도 비록 상당한 고령이긴 하지만 자신이 오랫동안 몸담아 온 會社와 業界에 대한 마지막 봉사의 기회라 생각하고 관악자동차부품이 필요하다면 最高經營者나 中間管理者들에게 자신의 경영에 대한 경험과 지식을 배울 수 있도록 2년간 더 신림

레이용(주)의 경영자로 머무르기를 자원하고 있다는 점이었다.

한편 단점으로는 무엇보다도 레이용産業의 未來가 어둡다는 것이었다. 레이용 산업은 과거 한때 상당한 성공을 거둔 적도 있지만 나일론·아크릴류 등의 합섬섬유쪽으로 消費者들의 選好가 바뀌었고 가장 최근에는 流行이 무명이나 견직물쪽으로 기울어져 그동안 레이용산업의 대부분의 기업들은 계속 操業短縮을 하거나 아예 손을 떼는 추세에 있었다. 이와 같은 레이용산업의 어려움은 당장 新林레이용(株)의 최근의 동향을 살펴보더라도 알 수 있었다. 즉, 신림레이용의 시장의 60% 이상은 자동차타이어코드에서 점하였는데, 나일론 코드의 등장과 함께 타이어코드 시장에서 레이용의 시장점유율은 최근 5년동안 반 가까운 수준으로 하락했으며, 物量面에서는

〈表 4〉 타이어코드에 대한 消費推移

|      | Rayon | Nylon | Cotton | 合 計  |
|------|-------|-------|--------|------|
| 1967 | 43%   | n.a.* | 57%    | 100% |
| 1970 | 64%   | n.a.* | 36%    | 100% |
| 1975 | 86%   | 10%   | 4%     | 100% |
| 1976 | 83%   | 14%   | 3%     | 100% |
| 1977 | 77%   | 20%   | 3%     | 100% |
| 1978 | 71%   | 27%   | 2%     | 100% |
| 1979 | 70%   | 29%   | 1%     | 100% |
| 1980 | 64%   | 35%   | 1%     | 100% |

\* n.a.: not available

무게도 38%나 감소하였다. 타이어코드에 대한 최근의 소비동향은 <表 4>와 같다.

### 新林레이용(株)의 展望分析

冠岳自動車部品の 경영자들은 신림레이용의 장기적인 전망이 매우 불투명하므로 인수후 계속 가지고 있을 경우에는 현재보다 실적이 계속 나빠질 것이며 따라서 궁극적으로는 청산하지 않으면 안될 것으로 보고 있고 田社長 자신도 만일 이를 인수하게 되면 회사의 成長目標에 기여하게 될 것으로는 보지 않으며, 시간이 흐를수록 회사의 부담으로 남아 收益性에 악영향을 미칠 것이라는 점을 상당히 우려하였다. 그는 이미 사양길에 접어든 신림레이용이 多角化計劃의 戰略的 目標을 달성하는 데 기여할 수 있을 것으로는 전혀 기대하지 않고 있으며, 오히려 기존영업까지도 경영위기에 말려들지 않을까 경제심을 지니고 있던 중이었다. 그는 또 기존의 경영자들 중에 설사 다소의 樂觀論을 펴는 자가 있다하더라도 이들은 장기적으로 신림레이용의 수익성회복이나 향상에 직결되는 技術이나 노우하우를 지니고 있지 못한 것으로 평가되었다.

또한 회사의 정교한 자본예산시스템과 成果를 고려한 人事考課 및 組織管理를 통하여 어떤 기업을 인수하든 그 조직관리에 어느 정도 자신감을 지니고 있었지만 최근 스태프陣이 정밀분석을 한 결과 인수대상이 되고 있는 신림레이용의 합병에 있어서는 규모가 커서 기존의 조직구조가 쉽게 이를 소화해 낼 수 있을 것으로는 전혀 보이지 않았다.

이와 같은 여러 가지 점으로 인하여 田社長은 현금순환환인 투자수익(DCF-ROI)가 어느 정도의 水準에서든간에 행동을 빨리 취하는 것이 망

설여졌던 것이다.

그러나 短期的인 側面에서 볼 때에는 합병에 대한 분석을 책임지고 있는 申副社長이 제시하는 바와 같이 그렇게 매력적이지 않은 것도 아니었다. 비록 1977, 1978년에 걸쳐 계속 赤字를 기록했지만 固定費의 절약, 非收益性事業의 讓渡 또는 處分, 마아케팅 및 R&D 組織의 축소개편과 활성화, 새로운 기계설비에 의한 生産工程의 統合 등의 노력이 좋은 결과를 보이기 시작하여 1980년에는 비록 소폭이긴 하지만 흑자로 돌아섰다는 점이 지적되었다. 申부사장 휘하의 스태프陣의 분석에 의하면 신림레이용(주)는 1984년까지는 현재의 賣出, 製品價格 및 마아진을 유지하고 그 이후에는 매년 賣出額이 10~15%씩 감소할 것으로 예상되지만, 한편으로 冠岳自動車部品の 스태프陣의 강한 책임감이 稅前利益을 1%정도 기여할 수 있을 것으로 추정되었다.

資金側面에서는 향후 6~8년간 매년 평균 3억 정도의 支出이 있을 것으로 예상되고 있다. 合併分析班이 작성한 推定損益計算書는 <表 5>와 같다.

申副社長은 이와 같은 그의 스태프陣의 분석은 상당히 保守的인 것이며, 신림레이용(주)에 미래 이익을 실제보다 과소평가하고 있다고 생각하고 있다. 즉 中小規模의 기업들이 지금 레이용業界를 떠나고 있고 또 앞으로도 이와 같은 추세는 계속될 것이기 때문에, 신림레이용(주)는 현재보다 市場占有率을 높일 수가 있는데, 이를 고려하지 않고 보수적으로 분석하였다는 것이다.

### 合併에 對한 評價

冠岳自動車部品の 경영자들은 적절한 인수가격을 400억으로 보고 있으나, 신림레이용측

<表 5> 新林레이용의 推定損益計算書

(單位: 億圓)

|           | 1981  | 1982  | 1983  | 1984  | 1985  | 1986  | 1987  |
|-----------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|
| 純 賣 出 額   | 550   | 550   | 550   | 520   | 480   | 426   | 400.7 |
| 稅 前 利 益   | 48.4  | 53.9  | 53.9  | 36.4  | 27.24 | 19.17 | 8.41  |
| 稅 後 純 利 益 | 23.23 | 25.87 | 25.87 | 17.47 | 13.08 | 9.2   | 4.04  |
| 減 價 償 却   | 30    | 30    | 30    | 30    | 30    | 30    | 30    |
| 現 金       | 55.17 | 58.03 | 58.03 | 48.93 | 44.16 | 39.97 | 34.37 |

은 400억은 너무 낮다고 이의를 제기하고 있다.

그러나 田社長은 회사가 어떤 기업을 인수하든간에 DCF-ROI에 의한 적정한 이익이 보장되어야 한다고 주장하고 있다.

그는 합병도 자본예산의 특별한 경우에 불과하며 미래의 利益實現을 기대하면서 경제적 자원을 투입하는 것이므로 결국 合併에 적용되는 評價節次도 資本豫算編成節次와 개념적으로 同一하여, 관련되는 모든 현금유출과 현금유입이 추정되고 DCF-ROI가 결정되어야 한다고 생각하고 있다. 다만 합병은 자본예산에서 신제품개발에 대한 투자와 유사하며 이에 대한 要求收益率도 신규투자의 경우로 고려되어야 한다고 보고 있다. 의사결정직전의 冠岳自動車部品(株)의 株式는 1,450원 線에서 거래되고 있으며 新林레이용(株)의 株式價는 1,500원 線이다.

그리고 관악자동차부품의 향후 3년간의 利益展望은 다음과 같다.

이 회사에서는 소액투자의 경우에는 각 事業部의 長의 책임하에서 原因行爲의 타당성검토 및 지출결과에 대한 분석을 기초로 투자여부가 결정되며, 그 限度를 넘는 투자의 경우에는 社內的 投資審査委員會의 심사를 거쳐야 하는데 위원회는 社長을 위원장으로 하고, 스태프를 맡고 있는 副社長, 經理擔當理事, 生産 및 技術擔當理事, 社內的 稅務專門家, 투자안을 제안한 부서의 長, 그 외 事案에 따라서 관련부서의 重役으로 구성된다.

투자안을 제안한 부서의 長은 事前에 스스로 투자안에 대한 면밀한 검토후 투자할 가치가 있다고 판단될 때에는 非公式的으로 社長과 스태프를 맡고 있는 副社長과 충분히 협의하며, 여기에서 투자대상으로서의 가치가 충분할 경우에는 公式的으로 投資審査委員會에 회부하여 검토를 하게 되는데, 제안부서의 長은 해당투자안의 性

格과 內容에 관한 概要, 매년의 現金流入과 現金流出, 技資始作時點과 終了時點, 推定回收期間 등을 상세히 기재한 제안서를 위원회에 제출하도록 되어 있다. 그리고 투자가 종료된 이후에는 투자결정 이전에 기대했던 回收期間(payback period)이나 技資收益率을 실현했는지를 검토하여 그 결과를 보고서로 제출하도록 되어 있다.

田社長의 기업의 자본예산시스템과 관련하여 가장 중요하게 생각하는 項目은 대략 다음과 같은 4가지이다,

첫째, 투자의 規模이다. 비록 투자심사위원회에 정식으로 회부된 투자대상이라 할지라도 투자규모가 작은 것은 가능한 한 빠른 시간내에 可否를 결정짓거나 위원들의 의견을 존중하여 결정을 내리며 규모가 큰 투자는 상당히 오랜 시간 심사숙고하여 최종결단을 내린다.

둘째, 技資의 類型이다. 관악자동차부품(주)에서는 투자대상을 ① 원가절약형 ② 기존설비 확장형 ③ 신규투자의 3가지 유형으로 구분하여 분석하고 있는데 田社長은 만일 동일한 技資收益率이 기대된다면 원가절감형의 대체투자같은 투자안을 우선적으로 투자한다는 입장이다. 왜냐하면 원가절감형의 투자안은 所要되는 投資額과 절감되는 費用을 거의 정확하게 社內에서 예측할 수 있기 때문에 예측에 있어 確實性이 매우 높기 때문이며, 설비확장형의 투자에 있어서는 향후 市場의 需要量과 수요의 持續性與否에 대해 모험을 걸어야 하며 더구나 신규투자의 경우에는 新製品에 대한 需要量이나 소비자의 選好의 持續性은 물론 價格이나 그 외의 거의 모든 사항에 있어 不確實性이 앞의 두 유형의 투자안보다 더 크다고 여기고 있기 때문이다.

셋째, 提案者가 누구냐 하는 점이다. 해당분야에서 오랫동안 근무했거나, 여러 관련업무들 두루 해 본 경력을 지니고 있거나, 또는 현재 자신의 업무에 두각을 나타내고 있는 者가 제안한 投資案은 그의 判斷이나 意見을 존중하지만, 그렇지 못한 者가 제안한 투자안은 좀더 긴 시간을 두고 생각하거나, 본인에게 투자제안에 대한 根據를 보다 자세히 설명하도록 하고 있다.

네째, 투자안에 대해 要求하는 投資收益率의 수준이다. 관악자동차부품(株)에서는 지금까지

〈表 6〉 冠岳自動車部品(株)의 推定利益

|           | 1981  | 1982  | 1983  |
|-----------|-------|-------|-------|
| 純 利 益(億)  | 47.23 | 50.54 | 54.58 |
| 1株當純利益(원) | 292   | 318   | 348   |

註: 새로운 기업을 인수하지 않고 현상태가 계속될 경우의 推定值임.

투자여부를 결정짓는 투자수익률에 대해 公式的으로 明確한 수준을 정해 놓고 이를 엄격하게 적용해 오지는 않았는데 대략 원가절감형의 투자안은 12%線이며, 기존설비확장형의 경우는 15~16%, 신규투자의 경우에는 18~20%선을 적용하고 있다. 이 외에도 총투자액에 대한 회

收期間도 아울러 고려하여 의사결정을 한다. 그러나 이와 같은 投資收益率水準이 절대적인 것은 아니며, 경우에 따라서는 투자안의 수익률이 그 이하라도 다른 장점들이 있을 경우에는 투자 대상으로 받아들여질 수가 있다.