

국내기업의 M&A 효과



김 성 진 선임연구원
산은경제연구소

오늘날의 기업 경영활동은 무한 경쟁에서의 생존과 성장이라고 표현할 수 있다. 경제의 글로벌화, 시장의 통합화·단일화, 급격한 기술변화 등으로 기업간 경쟁은 날로 심화되는 추세이다. 이러한 경영환경 변화에 따라 기업의 생존과 성장 전략의 방안으로 M&A의 중요성이 크게 부각되고 있다.

그렇다면 M&A의 효과는 무엇일까? 그것은 기업이 M&A를 하려는 동기에서 찾아야 할 것이다. 그러나, 실제 기업의 M&A 동기는 각 기업의 상황이나 전략, 시대적 환경에 따라 다르게 나타날 수 있다. 또한, 여러 동기가 복합되어 존재할 수도 있으며 서로 독립적인 것이 아니고 유기적으로 결합되어 나타나기도 한다.

따라서 본 고에서는 일반적으로 기업의 성과를 대변하는 주주의 부와 재무성과 측면에서 국내기업의 M&A 효과를 살펴보았다. 이를 위해 1998~2005년 기간에 합병이 이루어진 국내 121개 상장기업을 연구표본으로 사용하여 합병으로 인하여 주주의 부가 증대되는지 여부와 합병 후 재무성고가 개선되는지 여부를 실증 분석하였다. 아울러 국내 865개 기업을 대상으로 한 설문조사를 통하여 M&A 성과저해 요인에 대해 살펴보고 성공적인 M&A가 되기 위한 몇 가지 시사점을 도출해 보았다.

▣ M&A의 효과(1) : 주주의 부

- 합병으로 인한 주주의 초과수익률 발생으로 합병기업 주주의 부가 증대
- 합병기업의 특성에 따라 초과수익률은 상이하게 나타남.
 - 제조업 > 비제조업 • 다각적 결합 > 수직적 결합, 수평적 결합
 - 대기업 > 중소기업 • 2001~2005년 합병 > 1998~2000년 합병

합병으로 인한 주주 부의 증대여부는 사건연구(Event Study)를 통하여 초과수익률이 발생하는지 여부로 살펴보았다. 사건연구란 합병이 없었더라면 기대되는 주기수익률을 구하고 이를 실제수익률에서 차감하여 초과수익률을 측정하는 방법이다. 즉, 초과수익률이 존재한다는 것은 합병으로 인하여 주주의 부가 증대된다는 것을 의미하는 것이다. 초과수익률을 측정하는 방법으로는 여러 가지 모형이 있으나 본 고에서는 일반적인 경우 가장 우수하다는 평가를 받는 시장모형(Market Model)⁹⁾을 사용하였다.

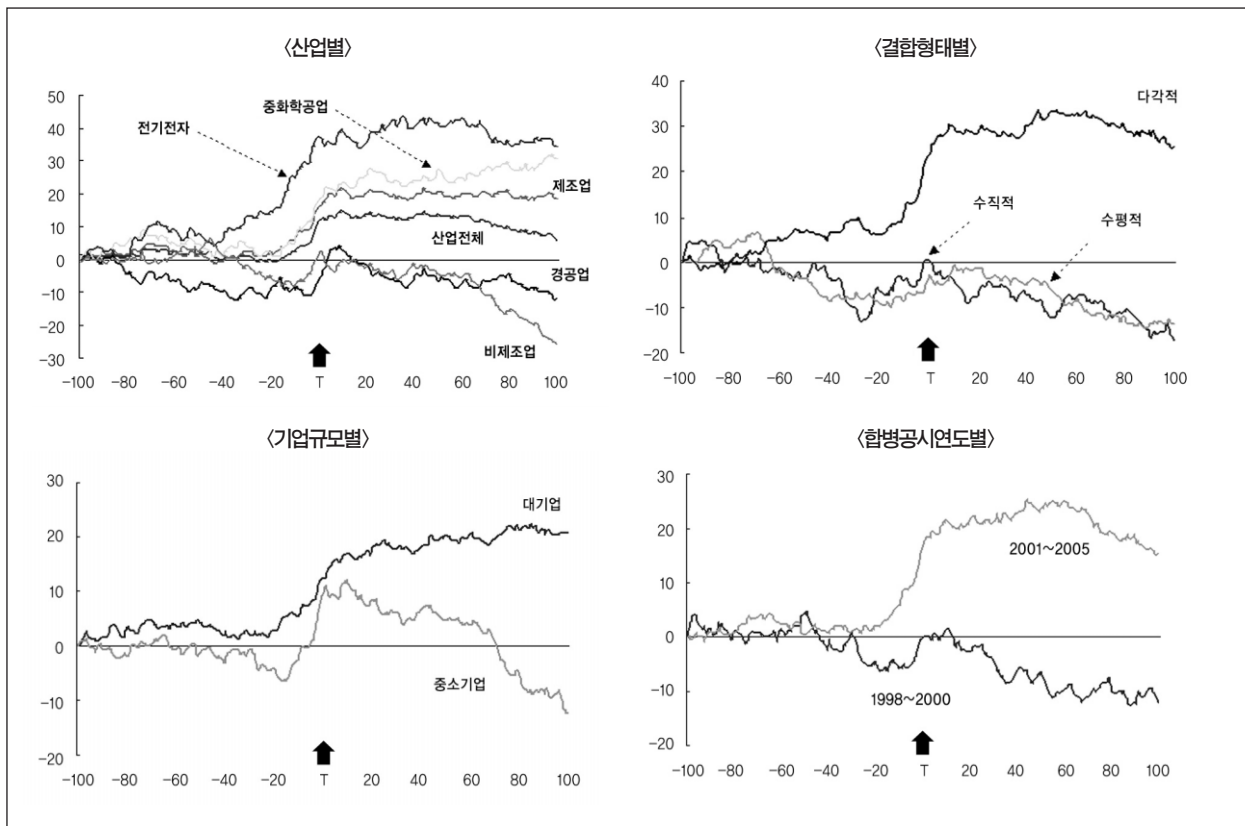
분석결과, 합병으로 인한 초과수익률의 발생으로 합병기업의 주주의 부가 증대되는 것을 확인할 수 있었다. <그림 1>은 합병공시일 100일전부터 100일후까지의 누적평균초과수익률의 추이를 나타낸 것으로 합병공시일을 전후하여 누적평균초과수익률이 크게 상승하

는 모습을 나타내고 있다. 특히, 합병공시 1주전부터 합병 공시일까지의 기간에서 매우 높은 초과수익률이 발생하고 통계적 유의성도 높았다. 이는 합병을 통하여 기업가치가 상승할 것이라는 시장의 기대를 반영하기 때문이다. 그러나, 합병공시일 이후 실제 합병이 진행되는 기간 중에는 누적초과수익률의 추이가 산업, 결합형태, 기업규모, 합병공

시 연도별로 각기 상이하게 나타나고 있어 모든 합병이 증대된 주주의 부를 지속시키는 것은 아니라는 것을 보여주고 있다.

산업별로는 제조업의 누적평균초과수익률이 비제조업보다 높게 나타나고 있어 제조업의 합병성고가 더욱 높은 것으로 나타났다. 특히, 합병공시일 이후 비제조업은 시간이 지날

〈그림 1〉 합병공시일 전후 누적평균초과수익률 추이



주 1) T는 합병공시일 2) 세로축 수익률(%), 가로축 기간(일)

1) 시장모형은 합병기업 개별주식의 수익률과 시장수익률이 선형관계를 가지고 있다고 가정을 하고 합병이 없었을 경우의 기대수익률을 회귀식으로 추정한 후 이를 실제 수익률에서 차감하여 초과수익률을 측정하는 방법이다. 이를 수식으로 표현하면 아래와 같다.

$$\hat{\epsilon}_{jt} = R_{jt} - \hat{R}_{jt} = R_{jt} - (\hat{\alpha}_j + \hat{\beta}_j R_{mt})$$

$\hat{\epsilon}_{jt}$: 기간 t에서 증권 j의 초과수익률(오차항)

R_{jt} : 기간 t에서 증권 j의 실제수익률

\hat{R}_{jt} : 기간 t에서 증권 j의 기대수익률

$\hat{\alpha}_j$: R이 0일때의 주식 j의 수익률(회귀상수)

$\hat{\beta}_j$: 주식 j의 베타계수(회귀계수)

R_{mt} : 기간 t에서 시장수익률

본 고에서는 합병의 영향을 받지 않았을 것으로 추정되는 합병공시일 200일전부터 100일전까지의 개별 주식 주가수익률과 종합주가지수(코스닥기업은 코스닥지수) 수익률을 시장수익률로 사용하여 $\hat{\alpha}_j$ (회귀상수)와 $\hat{\beta}_j$ (회귀계수)를 추정하였다. 추정한 회귀상수와 회귀계수를 분석기간인 합병공시일 100일전부터 100일후까지에 적용하여 기대수익률을 구하고, 이 기간의 실제수익률과 기대수익률을 비교하여 초과수익률을 측정하였다.

수익률 실제수익률이 기대수익률보다 낮게 나타나 누적평균초과수익률은 하향하는 형태를 보이고 있다. 제조업에서는 전기전자, 중화학공업, 경공업 순으로 누적평균초과수익률이 높게 나타나고 있으며, 경공업의 경우에는 비제조업과 유사하게 합병공시일 이후 하락하는 형태를 보이고 있다.

결합형태별로는 전후방 관련 기업과의 수직적 결합이나 동종 기업과의 수평적 결합보다는 이종 기업간의 다각적 결합에서 보다 높은 초과수익률이 발생하였다. 이는 동종 사업을 계속 영위하며 비용절감, 규모의 경제효과 등을 추구할 때 보다는 신규사업 진출 등의 사업 다양화를 추진할 때 합병의 기대효과가 높은 것으로 해석할 수 있다.

기업규모별로는 대기업이 중소기업보다 높은 누적평균초과수익률을 보이고 있다. 중소기업의 경우에는 합병공시 1주 전부터 합병공시일까지의 누적평균초과수익률은 대기업보다 높았으나, 이후 급속히 하락하는 형태를 보이고 있다. 즉 중소기업의 경우에 초기에는 합병을 통한 성장기대는 높았으나, 실제 합병의 추진단계에서는 성과가 기대에 미치지 못하는 것으로 추정된다. 이는 합병공시 자체보다는 합병공시 이후 당초 합병목적에 부합하는 효율적 통합과정의 중요성을 반증하는 것으로도 볼 수 있다.

합병공시연도별로는 1998~2000년 기간보다는 2001~2005년 기간에서 발생한 합병에서 누적평균초과수익률이 높은 것으로 나타났다. 이는 외환위기 이후 정부, 채권단 등 기업 이해관계자들에 의한 구조조정 차원의 합병이 활발하

았던 시기보다는 기업의 자율적 판단에 의해 합병이 진행되었던 시기에서 합병의 기대효과가 높았다는 것을 추론해 볼 수 있다.

▣ M&A의 효과(2) : 재무성과

- 재무성과 지표 및 합병기업 특성(해당산업, 결합형태, 기업규모)에 따라 재무성과 개선여부는 상이
- 수익성지표는 대체로 합병 후 2~3년 경과한 시점에서 정(+)의 효과가 나타남.
- 성장성지표는 대체로 합병 후 부(-)의 효과가 나타남.
- 안전성지표는 대체로 합병 후 1~2년 경과한 시점에서 정(+)의 효과가 나타남.

합병으로 인한 재무성과 개선여부를 검증하기 위하여 재무제표를 이용하여 합병공시연도 전후를 기준으로 수익성, 성장성, 안전성의 변화를 살펴보았다. 분석에 이용한 재무성과 지표는 <표 1>과 같으며 합병전후 또는 합병 후 일정기간을 짝지어 t-테스트를 실시하여 유의성을 검증하였다.

분석결과, 재무성과의 변화는 <표 2>와 같이 지표, 산업, 결합형태, 기업규모별로 다소 상이한 결과가 나타났으나, 대체로 수익성·안전성 지표는 합병 후 2~3년이 경과한 시점에서 긍정적인 효과가 나타나고 성장성 지표는 합병 후 부(-)의 효과가 많이 나타났다.

수익성 지표는 대체로 제조업이 합병 후 약 3년, 비제조업이 합병 후 약 2년이 경과한 시점에서 긍정적인 효과가 나타

<표 1> 재무성과 지표

구 분	지 표	산 식	분 석 기 간
수 익 성	총 자 산 순 이 익 률	당기순이익 ÷ 총자산	T-1 vs T+1, T+1 vs T+2 ~ T+5
	매 출 액 총 이 익 률	매출총이익 ÷ 매출액	"
	매 출 액 영 업 이 익 률	영업이익 ÷ 매출액	"
	매 출 액 순 이 익 률	당기순이익 ÷ 매출액	"
성 장 성	총 자 산 금 액, 매 출 액	-	T+1 vs T+2 ~ T+5
안 전 성	부 채 비 율	부채 ÷ 자기자본	T-1 vs T+1, T+1 vs T+2 ~ T+5
	유 동 비 율	유동자산 ÷ 유동부채	"

주 1) T는 합병공시연도

2) 성장성 지표는 비교기준 연도가 합병후 1년(T+1)으로 이는 합병전 1년(T-1)과 합병후 1년(T+1)을 비교하면 기업간 물리적 결합에 따라 총자산과 매출액은 당연히 증가하기 때문에 비교의 의미가 없음. 또한 특정기간과 짝을 지어 비교하기 때문에 전년대비 증가율 등의 비율지표가 아닌 금액기준을 이용하였음.

났다. 결합형태별로는 수직적 결합이 수평적·다각적 결합보다 매출액총이익률과 매출액영업이익률 등에서 개선효과 두드러졌다. 이는 수직적 결합의 특성상 전후방 관련 기업의 결합으로 원가절감, 유통비용 감소 등의 효과가 발생하기 때문일 것이다. 기업규모별로는 대기업이 중소기업보다 수익성지표에서 긍정적인 효과가 빨리 나타났으며, 특히 대기업의 경우 총자산순이익률과 매출액순이익률의 개선효과가 통계적으로 유의한 것으로 나타났다.

합병이후 기간의 총자산과 매출액을 비교한 성장성 지표는 분석기간 동안에 대체로 부(-)의 효과가 나타났다. 특히, 총자산은 지속적으로 감소한 것으로 나타나 합병기업은 중북투자 부문의 정비를 통한 비효율성 개선을 우선시하는 것

으로 추정된다.

부채비율과 유동비율을 사용한 안전성 지표는 대체로 합병 후 1~2년이 경과한 시점에서 긍정적인 효과가 많이 나타났다. 특히, 부채비율은 합병후부터 비율이 하락하는 경향이 나타났으며, 합병 후 3년부터는 통계적으로도 유의한 것으로 나타났다. 안전성 지표는 산업별로는 제조업에서, 결합형태별로는 다각적 결합에서, 기업규모별로는 대기업에서 긍정적인 효과의 유의성이 높았다.

▣ M&A 성과저해 요인

M&A를 추진하였을 때 성과를 저해하는 요인을 국내 865개 기업을 대상으로 설문조사를 통하여 살펴보았다.

〈표 2〉 재무성과 지표의 변화

			T+1	T+2	T+3	T+4	T+5
수익성 지표	산업	산업 전체	②	④	① ② ③ ④	① ② ③ ④	①* ② ③ ④
		제조업	②	④	①* ② ③ ④	① ② ③ ④	①* ② ③ ④
		비제조업		② ③ ④	① ② ③ ④	① ② ③ ④	① ② ③ ④
	결합형태	수직적	②	① ② ③ ④	①* ② ③ ④	① ② ③ ④	①* ② ③ ④
		수평적		④	① ② ③ ④	① ② ③ ④	① ② ③ ④
		다각적	② ③	②	① ④	① ④	①** ② ③ ④
	기업규모	대기업	② ③ ④	①* ② ③ ④	①*** ③ ④**	①* ④	①*** ② ③ ④***
		중소기업	②	④	① ② ③ ④	① ② ③ ④	① ② ③ ④
성장성 지표	산업	산업 전체					⑥
		제조업					⑥
		비제조업		⑥			⑥
	결합형태	수직적		⑥			⑥
		수평적					⑥
		다각적		⑥	⑥	⑥	⑥
	기업규모	대기업					
		중소기업					
안전성 지표	산업	산업 전체	⑦	⑦ ⑧	⑦* ⑧	⑦* ⑧	⑦** ⑧
		제조업	⑦	⑦ ⑧	⑦** ⑧	⑦* ⑧	⑦ ⑧
		비제조업		⑦ ⑧	⑦ ⑧	⑦	⑦
	결합형태	수직적		⑦ ⑧	⑦ ⑧	⑦	⑦ ⑧
		수평적	⑦ ⑧		⑦*	⑦	⑦ ⑧
		다각적	⑦	⑧	⑦** ⑧	⑦* ⑧**	⑦ ⑧
	기업규모	대기업	⑦ ⑧	⑦ ⑧	⑦*** ⑧	⑦* ⑧*	⑦** ⑧**
		중소기업	⑦	⑦ ⑧	⑦ ⑧	⑦	⑦ ⑧

주 1) 해당기간에 정(+)의 효과가 나타난 재무성과지표를 표시

2) 재무성과지표 : 수익성지표 ① 총자산순이익률, ② 매출액총이익률, ③ 매출액영업이익률, ④ 매출액순이익률

성장성지표 ⑤ 총자산, ⑥ 매출액, 안전성지표 ⑦ 부채비율, ⑧ 유동비율

3) T+1은 T-1과 비교, T+2 이후 기간은 T+1과 비교

4) *, **, *** 은 각각 10%, 5%, 1%에서 유의함을 나타냄

〈표 3〉 M&A 성과 저해요인

		조직문화통합	인력구조조정 전문인력이탈	피합병회사 정보볼투명	경영비전 신뢰성	시스템 등 인프라통합	계
전 체		24.1	26.0	9.2	20.5	20.2	100.0
산업	제 조 업	21.9	26.0	8.5	21.7	21.9	100.0
	경 공 업	17.1	23.1	13.7	23.9	22.2	100.0
	중화학공업	24.5	29.1	7.0	19.5	19.9	100.0
	전기 전자	19.3	19.3	6.8	26.1	28.4	100.0
	비 제조업	27.3	25.9	10.1	18.9	17.7	100.0
	도소매·숙박	23.9	28.3	8.7	17.4	21.7	100.0
	운수·창고	24.4	28.9	13.3	20.0	13.3	100.0
	전기·가스·건설	36.3	19.8	9.9	18.7	15.4	100.0
	통신·정보처리	15.4	30.8	10.3	25.6	17.9	100.0
기타비제조업	32.6	23.3	7.0	14.0	23.3	100.0	
기업 규모	대 기 업	25.9	25.9	8.0	21.2	19.0	100.0
	중 소 기 업	22.8	26.1	10.0	20.0	21.0	100.0
M&A 추진	경 험 유	28.6	21.0	12.1	22.3	16.1	100.0
	경 험 무	22.4	27.8	8.2	20.1	21.5	100.0

주) 음영은 상위 2개 응답비중 항목임.

조사결과 <표 3>과 같이 인력구조조정 또는 전문인력 이탈, 조직문화 통합과 같은 인적자원 관리문제가 가장 비중있게 지적되었다. 산업별로는 제조업이 인력구조조정 또는 전문인력이탈을 가장 큰 저해요소로 꼽은 반면, 비제조업은 조직문화 통합문제의 비중이 더 높게 나타났다. 세부업종별로는 전기전자의 경우 기술집약적 산업의 특성상 인프라통합과 경영비전의 신뢰성 문제에 대한 응답이 가장 높았다. 경공업과 통신·정보처리에서는 경영비전 신뢰성에 대한 문제가 높은 비중을 차지하여 이들 업종에서 M&A가 성공을 거두기 위해서는 경영자의 리더십이 중요함을 반증하고 있다. 기업규모별로는 대기업과 중소기업 모두 전체 응답결과와 유사하였으나, M&A 추진경험별로는 결과가 다소 상이하였다. M&A 추진경험이 있는 기업에서 조직문화, 경영자의 비전과 같은 무형자산의 통합에 대한 응답이 상대적으로 높게 나타났다.

□ 성공적인 M&A를 위한 시사점

이상 국내기업의 M&A 효과와 성과 저해요인에 대한 분석을 바탕으로 성공적인 M&A를 위한 몇 가지 시사점을 다음과 같이 도출할 수 있다.

첫째, M&A는 전략적 목표를 가지고 중·장기적 관점에서

접근해야 한다. M&A의 효과는 산업, 결합형태, 기업 규모별로 상이하게 나타났었다. 따라서 M&A를 통한 단순한 외형 확대보다는 시너지효과나 생산요소 확보 등의 전략적 목표가 명확해야 한다. 또한, M&A에 대한 성과는 M&A 직후 바로 나타나는 것이 아니기 때문에 통합과정에서 소요되는 기간 등을 고려하여 중장기적 측면에 M&A를 추진하는 것이 바람직할 것으로 보인다.

둘째, M&A 이후 효율적 조직통합을 위한 충분한 계획이 수립되어야 한다. M&A 성과 저해요인에서 살펴본 바와 같이 종업원관리, 이질적 기업문화의 통합 등 인적자원관리 문제에 대한 충분한 고려가 있어야 할 것이다. 결국 M&A 성과가 극대화되기 위해서는 M&A 실행 자체보다는 통합 이후의 과정이 더욱 중요하다는 것을 유추해 볼 수 있다.

셋째, 경영진의 신속한 의사결정과 리더십이 중요하다. M&A 거래 특성상 추진단계에서는 비밀유지와 함께 경영진의 신속한 의사결정이 매우 중요할 것이다. 또한, 이후 통합 단계에서는 통합조직에 대한 명확한 비전 제시, 통합사업에 대한 권한과 책임의 구분 등 경영진의 강력한 리더십으로 조직을 신속하게 정비할 때 M&A의 성과가 극대화될 수 있을 것이다. 