

EVA 기법을 활용한 한국 건설기업의 M&A 성과 분석

Analysis of Mergers and Acquisitions Performance of Korean Construction Corporations by Using Economic Value Added(EVA)

최 석 진* 김 두 연** 한 승 현***

Choi, Seok-jin* Kim, Du-yon** Han, Seung-heon***

요 약

최근 세계 건설시장에서는 기업인수합병(Mergers and Acquisitions, M&A)을 통한 기업가치 증대사례가 증가하고 있다. 세계 건설기업들 중 상위권에 속하는 건설기업들은 다양한 분야로의 기업인수합병을 통하여 시장다각화를 추진하고 발주자의 다양한 요구를 수용하고 있으며 이를 바탕으로 시장점유율을 높이고 기업 매출을 증대시키고 있다. 이와 유사하게 국내 건설시장에서도 지난 2002년 이후 기업인수합병 사례가 급격하게 증가하고 있으나 그 급격한 성장추세에도 불구하고 그 성과는 제대로 평가되지 않고 있는 실정이다. 이에 본 연구에서는 EVA 기법을 활용하여 M&A를 통한 국내 건설기업 경영성과의 변화추세를 살펴보고자 한다.

키워드: Mergers and Acquisition(M&A), 성과분석, 경제적 부가가치(Economic Value Added, EVA)

1. 서 론

1.1 연구의 배경 및 목적

최근 세계경제의 성장세를 바탕으로 자금의 유동성이 증가함에 따라 전 세계적인 기업인수합병(Mergers and Acquisitions, 이하 M&A) 시장이 크게 확대되고 있다. 2006년 전 세계 M&A 규모는 전년대비 10.2% 증가한 2.6조 달러로서 미국 주식시장의 시가총액 대비 13.5% 수준에 달하였으며 국내 M&A 시장도 이와 비슷한 증가율을 바탕으로 2006년 국내 M&A 규모가 전년대비 11.2% 증가한 20.8조원을 나타내었다(여은정, 2007).

이러한 추세는 국내 건설시장에서도 나타난다. 공정거래위원회(2007)에 따르면 1991년부터 2002년까지 연평균 20.4건에 불과하던 국내 건설업 M&A 규모는 2003년과 2004년, 각각 42건과 53건으로 증가 추세를 보이기 시작하였으며 2005년, 28건으로 잠시 주춤하다가 2006년에는 93건의 M&A가 수행되어 큰 증가세를 나타내었다.

그러나 M&A 시장의 급격한 성장추세에도 불구하고 그 성과에 대한 평가는 긍정적인 측면과 부정적인 측면을 포함하여 다양하게 나타나고 있다. 김수민(2007)은 주주 관점의 주식가치 창출을 바탕으로 미국 등 6개 선진국 700개 대기업의 M&A 성과를 측정된 결과 70% 이상의 M&A 사례가 실패로 나타나 그 성과가 부정적이라는 점을 적시하였다. 그러나 이와는 달리 기업결합을 통한 시너지의 창출 및 시장영향력 확대 등 주식 이외의 요인으로 나타나는 정량화할 수 없는 이익요소까지 고려하면 M&A 성과를 실패라고 단정할 수는 없다는 견해도 있다.

이러한 M&A 성과에 대한 상반된 주장에도 불구하고 M&A의 영향력은 꾸준히 증가하고 있다. 특히 발주자로부터의 수주를 통해 진행되는 건설산업에서의 M&A는 인수기업의 시장다각화 정도에 큰 영향을 미치며 이는 곧 기업이 수주 가능한 사업의 범위를 결정짓게 된다. 그러나 건설기업의 M&A가 기업의 시장진출에 큰 영향을 미침에도 불구하고 그동안 건설산업에서의 M&A에 대한 연구가 매우 제한적이었다. 특히 지금까지 이루어진 연구들은 주로 기업의 주식변동에 초점을 맞추어 진행되어 왔기 때문에 다양한 외부요인에 쉽게 영향을 받는 주식가치로 M&A에 따른 기업의 성과를 측정하기에는 한계가 있었다. 이에 본 연구에서는 국내 건설기업들이 수행한 M&A를 대상으로 건설기업의 경제적 부가가치를 측정함으로써 M&A의 성과를 보다 객관적으로 분석하는 것을 목적으로 한다.

* 일반회원, 연세대학교 토목공학과 석사과정(교신저자)
sjchoi@yonsei.ac.kr

** 일반회원, 연세대학교 토목공학과 박사과정
cagedbird@yonsei.ac.kr

*** 종신회원, 연세대학교 사회환경시스템공학부 부교수, 공학박사
shh6018@yonsei.ac.kr

2 건설산업 M&A에 관한 연구고찰

기존에 나타난 건설산업 M&A에 관한 연구들을 사용된 방법론에 따라 구분하면 다음과 같다. 먼저 Choi and Russell(2004)은 미국 건설기업들이 수행한 171건의 M&A를 대상으로 CAR(Cumulative Abnormal Return) 기법을 활용하여 성과를 측정하였으며 이를 통하여 약 절반의 M&A 사례만이 이익을 가져다 준 것으로 파악하였다. 또한 최중수(2005)는 Choi and Russell(2004)의 연구에서 활용된 CAR 기법을 국내 건설기업들에 적용하여 대부분의 국내 건설기업 M&A 결과가 긍정적이지 못하다는 분석결과를 내놓았다. 그러나 이들 연구에서 활용된 CAR 기법은 주식시장의 변동정도에 초점을 맞추어 M&A 성과를 측정하는 기법으로서 M&A 이외의 원인으로 인해 주가가 변동할 경우 성과측정의 정확도가 떨어진다는 단점이 있으며 또한 주식의 변동에 영향을 미치는 다양한 원인으로 인해 단기적인 성과측정만이 가능하다는 한계를 가지고 있다.

이의섭(2006)은 국내 건설기업들 중 지난 2000년부터 2003년까지 외국기업과 국내기업에 인수된 각각 4개의 기업들을 대상으로 인수 이후 시공능력순위의 변화를 살펴보는 연구를 수행하였다. 이를 통하여 외국기업들이 인수한 건설기업들은 인수 직후 시공능력순위가 상승하였다가 점차 하락한 반면, 국내기업들이 인수한 건설기업들은 시공능력순위가 상승하거나 비슷한 순위를 유지하고 있다는 분석결과가 도출되었다.

이외에도 이주연(1998)은 5개 해외 선진 건설기업을 선정하여 M&A 사례조사를 실시하고 M&A를 통한 다각화가 기업에 미친 영향에 대해 살펴보았다. 한승헌 외(2006)는 ENR지에 나타난 세계 상위 225대 건설업체들 중 M&A를 통하여 사업구조의 변화를 가져온 기업을 파악하였는데, 이들 기업들은 M&A를 통하여 해외사업비중을 늘리고 사업을 다각화하였으며 이를 바탕으로 경쟁력을 확보하고 매출을 늘려 ENR지에 나타난 세계 건설기업순위를 향상시켜온 것으로 나타났다. 그러나 이들 연구는 정량적인 성과측정에 목적을 두지 않고 사례별 전략과 정성적 분석에 치우친 한계를 갖고 있다.

한편, 김인섭(1997)은 토빈 Q(Tobin Q)¹⁾를 활용하여 1990년부터 1995년까지 국내 주식시장에 상장된 건설기업 26개사의 기업가치를 측정하였는데, 이러한 토빈 Q는 M&A 이후 나타난 성과가 아닌 주식시장에서 나타난 상장기업의 가치파악에 그 목적을 두어 M&A로 인한 성과파악과는 거리가 있다.

3. M&A 성과측정

3.1 성과분석 대상의 선정

본 연구에서는 해외 건설시장에서 나타난 M&A 성과분석의 선행적 연구로서 우선 지난 2002년 국내에서 수행된 건설기업의 M&A 사례를 다루었다. M&A 사례는 기업재무자료를 전문적으로 제공하는 블룸버그 터미널을 활용하여 획득하였으며 재무제표의 신뢰성을 확보하고 시장에 대한 영향력을 고려하여 2002년에 수행된 M&A 사례들 중 인수자(Acquire)가 시공능력평가 30위 이내에 속한 일반건설업체인 사례만을 추렸다. 이렇게 추려진 M&A 사례는 총 5건이었으며 그중 두 건이 동일한 인수자에 의해 같은 날 수행되어 총 분석대상 기업은 4개 기업으로 선정되었다.

3.2 경제적 부가가치 기법

경제적 부가가치(Economic Value Added, 이하 EVA)는 1980년대 후반 미국의 Stern & Stewart사에서 개발한 재무성과 측정지표의 일종으로서 회계상 공포된 세후 영업이익에서 자본비용을 차감한 잔액을 나타낸다 (홍성수, 1997). 이는 회계적 이익에서 법인세를 차감한 후 남은 순이익을 기준으로 기업의 성과를 평가하던 기존의 방법과는 달리 자본조달에 따른 자본비용을 고려하는 방식을 취한다. 이 방식은 영업에서 얻어진 이익이 투자에 소요된 자본비용을 초과할 때 경제적 이익이 발생했다고 평가하므로 기업의 실질적인 성과를 파악하는데 더 유리하다. EVA를 계산하는 방법으로는 영업이익 기준법, 경상이익 기준법, 현금흐름 기준법 등이 있으며 본 연구에서는 영업이익 기준법을 활용하였다. 영업이익 기준법을 계산하기 위한 식은 다음과 같다.

$$\begin{aligned} \text{EVA} &= \text{세후 영업이익(NOPLAT}^2)) - \text{가중평균자본비용(WACC}^3)) \\ &= (\text{영업이익} - \text{법인세비용}) - \text{가중평균자본비용} \end{aligned}$$

영업이익 기준법은 영업이익에서 법인세와 가중평균자본비용을 차감하여 계산하는 방법으로 영업이익이 모두 현금으로 유입된다고 가정하는 방법이다(홍성수, 1997).

3.3 EVA 분석의 진행

본 연구에서는 다음과 같은 과정을 통하여 M&A 수행기업의 재무제표를 분기별로 살펴보았다. 먼저 M&A로 인한 기업성과의 변화를 살펴보기 위하여 M&A 수행일자(Event day)를 기준으로 수행 이전의 네 분기부터 수행 이후 여덟 분기까지 총 13 분기의 EVA 추세를 파악하였다. 그 후 영업이익 기준법을 적용하기 위해 필요한 영업이익과 법인세비용은 해당 기업에서 공개된 손익계산서를 통해 파악하였다. 마지막으로 해당 기업의 대차대조표에 나타난 총자산을 바탕으로 가중평균자본비용(WACC)을 구하여 EVA 분석에 활용하였다.

가중평균자본비용은 총자산에 가중평균자본비용 구성비

1) 토빈 Q는 기업 시장가치의 적정성을 평가하는 기준으로써 기업의 총시장가치를 대체원가로 나눈 비율을 나타낸다.

2) NOPLAT; Net Operating Profit Less Adjusted Taxes
3) WACC; Weighted Average Cost of Capital

율을 곱하여 계산되어지며 가중평균자본비용 구성비율을 구하는 식은 다음과 같다(홍성수, 1997).

$$\begin{aligned} & \text{가중평균자본비용 구성비율} \\ & = \text{타인자본비용 구성비율} + \text{자기자본비용 구성비율} \\ & = (\text{타인자본비율} \times \text{평균 이자율} \times (1 - \text{법인세율})) \\ & \quad + (\text{보통주 자본비용} \times \text{자기자본비율}) \end{aligned}$$

가중평균자본비용의 계산에는 표2에 나타난 것과 같은 다양한 가정 사항들이 전제되어야 한다. 먼저 타인자본과 자기자본의 비율이 6.42:3.58로 가정되었는데 이는 M&A 성과분석 기간 동안 나타난 건설업의 자기자본비율의 평균(35.8%)을 근거로 한 것이다(한국은행, 각 년).

또한 분기별 국고채(3년 만기) 이자율을 근거로 하여 평균 이자율을 산정하였다. 국고채 이자율은 정부가 발행하는 채권에 대한 이자율로서 시장의 금리상황을 잘 반영하는 특성이 있다. 이에 본 연구에서는 각 분기별 국고채 이자율을 파악하여 평균이자율로 가정하였다.

보통주 자본비용은 시가배당률과 배당성장률을 합하여 계산하였다. 여기서는 평균 시가배당률을 5%로 가정하고, 평균 배당성장률을 10%로 가정하여 보통주 자본비용을 15%로 설정하였다⁴⁾.

표 2. 가중평균자본비용 구성비율 가정사항

항목	가정치
타인자본비율	64.2%
자기자본비율	35.8%
평균 이자율	분기별 국고채(3년 만기) 이자율
법인세율	30.8% (=법인세 28% + 주민세 2.8%)
보통주 자본비용	15%

4. M&A 수행기업의 EVA 추세 분석

4.1 M&A 수행기업의 EVA 추세

M&A 수행 건설기업의 EVA를 계산한 결과는 표 3과 같다. 분석대상으로 삼은 기업들은 모든 분기에 걸쳐 음수의 EVA 결과를 나타내었다. 이는 기업경영에서 얻어진 결과가 손해라는 의미로 해석되며 기업의 규모가 큰 기업일수록 더 큰 손해를 나타내었다.

EVA가 음수로 나타나는 이유는 기업의 활동으로 얻어진 이익보다 대출 등으로 이루어진 타인자본과 그에 대한 이자, 그리고 주주들에 대한 보상이 더 크게 나타났기 때문이다. 즉 M&A를 수행한 국내 건설기업들은 주주들에 대한 보상 등 자본비용을 고려하면 기업 채산성이 매우 떨어지는 것으로 해석할 수 있다⁵⁾.

4) 시가배당률과 배당성장률은 각 기업의 고유수치로서 기업별로 산출되는 것이 마땅하나 본 연구에서는 자료취득의 한계로 인하여 각각 5%와 10%로 가정하여 적용하였다.

표 3. 분기별 M&A 수행기업의 EVA 추세

분기	A사	B사	C사	D사	E사
-4	-1600.1	-1819.5	-16226.3	-27203.5	-3825.7
-3	-1835.5	-1635.3	-17137.2	-25828.5	-3773.5
-2	-2103.4	-1591.5	-18301.7	-26787.0	-3922.5
-1	-1819.9	-1793.8	-17522.1	-30542.1	-4188.4
M&A 수행분기	-1869.3	-1847.9	-16241.1	-28051.6	-3855.5
1	-1989.1	-1861.2	-15569.8	-28055.1	-3813.7
2	-2115.5	-1887.6	-15602.7	-26567.2	-3525.4
3	-2341.6	-1817.8	-16561.8	-27949.3	-3466.3
4	-1993.9	-1655.6	-16739.5	-28752.9	-3826.3
5	-2480.8	-1825.4	-18636.2	-29162.3	-3614.5
6	-2363.2	-1767.5	-18288.4	-30739.9	-4007.0
7	-2316.2	-2075.6	-18829.7	-29132.6	-3794.7
8	-2311.3	-2080.0	-20340.6	-28363.3	-3607.8

4.1 전분기 대비 EVA 변화추세

기업의 EVA 변화추세를 전분기 대비 변화율로 나타내면 그림 1과 같으며 여기에 나타난 전분기 대비 변화율은 그 추세를 파악하기 위하여 세 분기에 걸친 이동평균으로 계산되었다. 또한 그림 1에 나타난 굵은 선은 전체 기업들의 평균 EVA 변화율을 나타낸다.

이를 살펴보면 M&A를 수행한 기업들이 M&A 수행 이후에 대체적으로 긍정적인 EVA 수치 변화를 경험한 것을 알 수 있다. 특히 M&A 수행 분기와 수행 이후의 첫 분기에서 EVA 변화율이 상승하였으나 그 이후의 분기에서는 다시 하락하였다. 이는 M&A로 인하여 건설기업들이 일시적으로 기업성과의 개선을 나타내었으나 그 기간이 짧고 지속적이지 못했음을 나타낸다.

이러한 결과의 원인은 다음과 같이 해석될 수 있다. 먼저 국내 건설기업들의 M&A 목적이 단기적인 이익추구에 그치고 있다. 이는 M&A를 바탕으로 신시장에 진출하거나 시장점유율을 늘리는 등의 지속개발형 전략으로 M&A를 수행하는 것이 아니라 특정 사업수주 또는 대형사업의 지분참여 등의 기업경영상의 목적으로 M&A를 수행할 때 나타나는 결과들이다. 둘째, M&A 성과의 단편성은 기업들의 M&A 이후 전략에서도 찾아볼 수 있다. 기업결합 이후 수행되어야 하는 업무처리체계 조정, 인력배치 조정, 기업문화 융합 등의 수행에서 소홀한 준비로 인해 M&A 성과를 제대로 발휘하지 못하고 있는 것이다. 실제로 선진국 700개 대기업의 M&A 사례를 조사한 결과 통합 상의 장애요인을

5) 비단 건설업뿐만 아니라 현재 한국의 기업들은 대체적으로 음수의 EVA를 나타내는 경우가 많다. 이는 기업들이 외형성장에만 치중하고 내실경영에 소홀했기 때문으로 분석될 수 있다(홍성수, 1997).

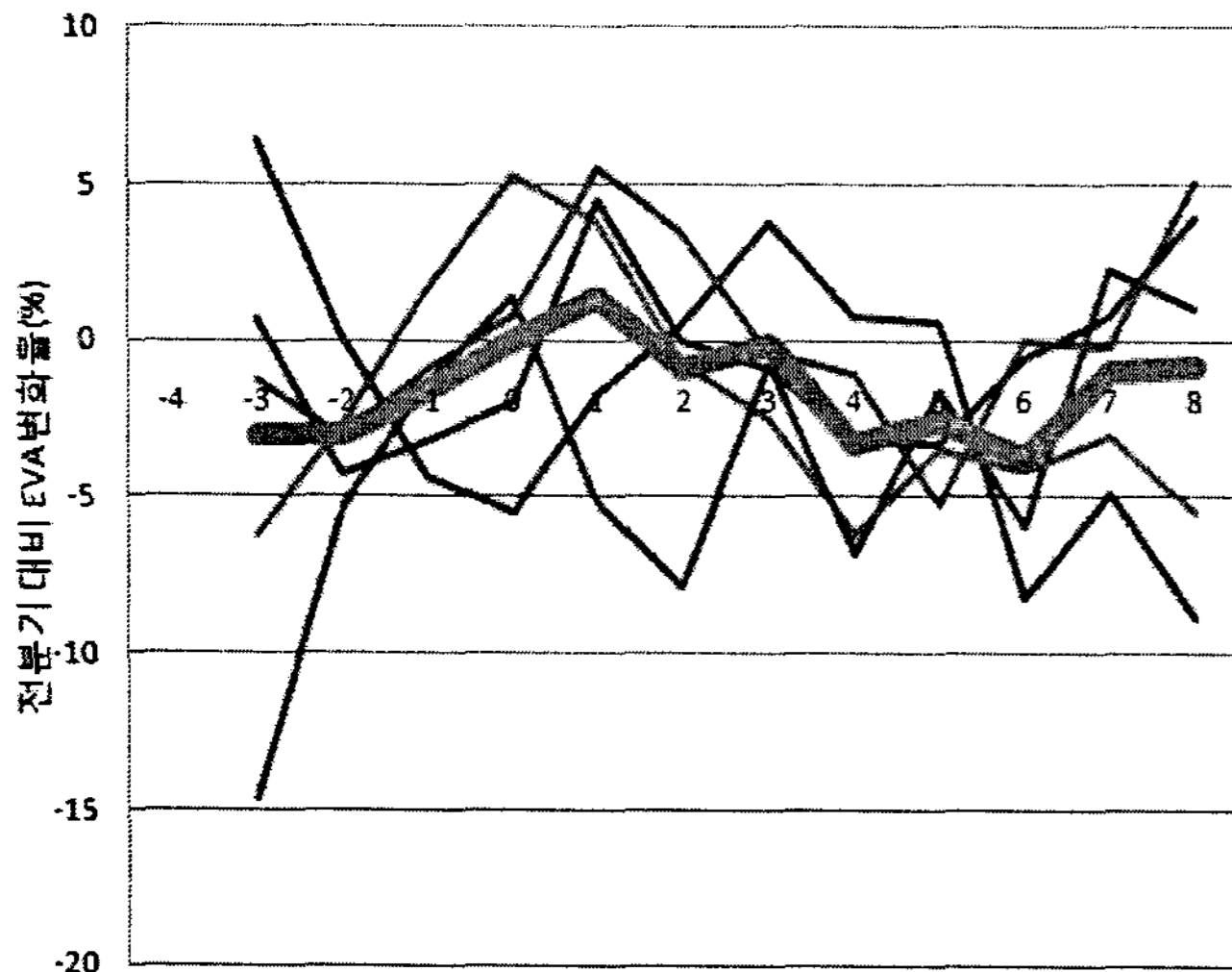


그림 1. 전분기 대비 EVA 변화율(%)
고려하지 못한 것이 가장 큰 M&A 실패요인으로 나타났다
(김수민, 2007)

5. 결론

본 연구에서는 2002년에 M&A를 수행한 국내 건설기업들을 대상으로 EVA 분석을 수행하여 M&A 성과를 살펴 보았다. 국내 건설기업들은 M&A를 통하여 기업성과의 개선을 나타내었으나 그 기간이 매우 짧았으며 지속되어 나타나지 못하였다. 이는 건설기업들의 M&A 전략이 단편적인 경영에 맞추어져 있거나 M&A 이후의 통합과정에서 실패한 것으로 고려된다.

본 연구는 해외 건설시장에서의 M&A 성과분석에 관한 선행연구로서 대상기업의 수와 그 구성이 단순하고 2002년에 국내에서 나타난 사례들로 국한되었다는 한계를 지닌다. 또한 자료의 한계로 인하여 보통주 자본비용의 계산에서 시가배당률과 배당성장률을 가정하여 진행된 것이 결과의 정확도를 떨어뜨렸다고 평가할 수 있다.

향후 진행될 연구에서는 다수의 전세계 M&A 수행기업

을 대상으로 사례별 전략과 특성을 파악하고 그에 따른 성과를 다각적인 관점에서 파악하고자 한다. 또한 주가변동에 초점을 맞춰 진행되어온 기존의 연구들과의 비교를 통하여 M&A 성과를 평가하고자 한다.

참고문헌

1. 공정거래위원회 (2007). "2006년도 통계연보", 공정거래위원회 심판행정팀
2. 김수민 (2007). "주주들이 돈 번 M&A는 30%뿐... 왜 그럴까?", 조선일보 Weekly Biz, 2007년 8월 10일자, 조선일보
3. 김인섭 (1997). "M&A 관련 기업의 가치평가에 관한 연구: 한국 건설기업을 중심으로", 석사학위논문, 고려대학교
4. 여은정 (2007). "우리나라 M&A시장 전망과 시사점", 주간금융브리프, 제16권 제35호, 한국금융연구원, pp.3-9
5. 이의섭 (2006). "건설업체 M&A 그 이후... 경영 성과 개선되고 있는가." 건설저널, 2006년 12월호, 한국건설산업연구원, pp.52-53.
6. 이주연 (1998). "기업인수합병(M&A)를 통한 건설업체의 다각화 전략 수립에 관한 연구 - 관련형 다각화를 중심으로", 석사학위논문, 연세대학교
7. 최종수 (2005). "국내외 건설부문 기업결합성과 분석." 한국건설관리학회논문집, 제6권 제5호, 한국건설관리학회, pp.128-138.
8. 한국은행 (각 년호). "기업경영분석 결과", 한국은행 경제통계국
9. 한국은행 (2007). "시장금리(월, 분기, 년).", 국가통계포털 <www.kosis.kr> (2007.10.5).
10. 한승현 외 (2006), 선진국의 토목·건축분야 수주동향과 전략, 연구용역보고서, 건설교통부
11. 홍성수 (1997). *경제적 부가가치 경영 혁명*, 초판, 새로운 제안
12. J. Choi and J. S. Russell (2004). "Economic Gains Around Mergers and Acquisitions in the Construction Industry of the United States of America", Canadian Journal of Civil Engineering, Vol. 31, National Research Council of Canada, pp.513-525

Abstract

There is an increment in Mergers and Acquisitions(M&A) case in international construction market. The world best construction corporations are now merging or acquiring with other companies in variety fields to increase their share of the market in diversified markets and boost their sales. Similarly, M&A cases of Korean construction corporations are now increasing.

Although M&A cases are now rapidly increasing, performances of M&A cases haven't been measured. With Economic Value Added technique, the M&A performances of Korean construction corporations are measured in this study.

Key words : Mergers and Acquisition(M&A), Performance Analysis, Economic Value Added(EVA)