

정기선사 M&A와 주가수익률 실증분석

박선나* · 이기환**

An Empirical Analysis of Stock Price Reaction to M&A in Liner Shipping Companies

Seonna Park · Kihwan Lee

Abstract : Since 1993, M&A activities have been frequent in Liner shipping market. This study examines the effect of M&A on stock price reaction for acquiring firms listed on the market. The study covers the period from 1993 to 2009 and uses 61 daily closing prices of the acquiring firms before and after the M&A announcement day and is analyzed through the market-adjusted model in an event study. After calculating short-term performance using abnormal returns(AR) and cumulative average abnormal returns(CAR) before and after 30 days from the day of event, the results on the test show that the firm's values slightly increased through the M&A, but it does not attest to the statistical significance. In addition, this study investigates the AR difference between estimating windows and post-event windows for the 3 cases of each period before and after 30 days, 15 days, and 7 days from the event day to analyse the impact of M&A on the addition of acquiring firm's value. Our findings suggest that the M&A between Liner shipping companies is targeted for the long-term business strategy instead of the instant rise in the value of the firm involved.

Key Words : Shipping, M&A, Liner Shipping, M&A effect, Stock Price Reaction

▷ 논문접수: 2012.01.25 ▷ 심사완료: 2012.03.26 ▷ 게재확정: 2012.03.28

* 한국해양대학교 해운경영학과 박사과정, sunsea01@naver.com , 051)410-4380, 대표집필

** 한국해양대학교 해운경영학부 교수, khlee@hhu.ac.kr , 051)410-4387, 교신저자

I. 서 론

오늘날의 기업은 기업 가치의 극대화, 이윤창출 및 기업의 생존 확보를 위한 성장 등의 경영목표 달성을 위하여 경영활동을 영위해나간다. 그 중 기업의 생존을 위한 성장 전략은 내부자원의 확대 및 재생산을 통한 내적성장전략과 기업의 내부자원에 의존하지 않고 외부자원을 이용한 외적성장전략으로 크게 분류된다. 외적성장전략에는 타 회사와의 기술제휴, 개발이 끝난 신제품의 취득, 타 회사의 인수·합병 등의 방법이 있다. 인수·합병은 사업 착수까지의 기간 단축, 기존 인력, 기술 및 경험의 흡수, 브랜드 이미지, 기존 영업망 등을 이용하여 시너지효과를 거둘 수 있는 장점이 있어 기업의 외적성장전략으로 현재까지 많은 기업들이 활용하고 있다.

전 세계적으로 1990년대 초반부터 기업의 M&A 거래가 증가하기 시작하였다. M&A 거래는 2000년대 초반 IT산업 거품경제의 붕괴 등으로 위축되었다가 2003년 이후부터 다시 증가세를 보였으나, 2008년 글로벌 금융위기로 다시 한 번 침체기를 맞고 있다. 하지만 일부 국가에서는 이러한 금융위기를 극복하기 위한 방법으로 구조조정을 목적으로 하는 M&A 또는 시장지배력 확보를 위한 국제적 M&A가 활발히 이루어지고 있다.

이러한 M&A 거래 추세는 정기선 해운시장에서도 동일하게 나타나고 있다. 1990년대부터 지속적으로 정기선 해운기업간의 M&A가 이루어지고 있으며, 이러한 M&A의 동기는 규모의 경제를 통한 비용절감 및 이윤 창출, 시장지배력의 확대, 동종산업 내 기업의 M&A를 통한 범위의 경제효과 등 M&A의 일반적 동기와 유사하다. 실제 정기선 해운기업의 M&A는 정기선 해운시장에서 주도권을 확보하는 것을 목표로 이루어진다. 주도권 확보를 위한 선복량 확보 시 장기간이 소요되는 신조선 발주보다는 M&A를 통해 단기간에 필요한 선복량을 확보하여 절대 경쟁우위를 구축하기 위한 전략으로 기업이 M&A를 활용하고 있다.

1960년대 중반 이전 정기선 해운시장은 선박 기관의 강력화, 고속화, 적내능력 향상, 하역장비인 데릭(Derrick)크레인의 개선으로 미미하게 변화하였다. 그러나 1966년 미국의 선사인 Sealand사가 최초로 원항항로에 풀 컨테이너선을 취항시킨 후 1975년까지 선진국간의 주요 항로에 컨테이너선이 도입되면서 정기선 해운시장은 크게 변화하였다. 이후 기존 선사간의 동맹이 아닌 합작회사, 컨소시엄 등의 형태로 새로운 국제적인 선사그룹이 형성되기 시작하였으며, 그 결과 선주는 규모의 경제로 비용절감효과를 누리게 되었고 반면 화주는 질 높은 서비스를 제공받게 되었다.

1970년대 후반에서 1980년대 초반에는 아시아지역의 대형컨테이너 운항선사의 등장, 미국 해운법의 개정(1984) 및 그에 따른 동맹 외 선사의 등장, 박스 레이트(commodity

box rate)의 도입으로 정기선 해운시장은 전환점을 맞이하였다.

1980년대 후반 이후 정기선 해운시장은 대형 신조선의 급격한 발주 증가로 질서 없는 선복확대에 따른 선복과잉이 확대되었고 운임 경쟁이 심화되어 운임이 하락하였다. 이러한 현상의 주된 원인은 선사 간 서비스 질에 차이가 없어지고, 동맹 외 선사의 규모 확대에 따라 해운동맹이 화주에 대항할 힘을 상실하였기 때문이다.

1990년대 후반에는 컨테이너 운송의 단점인 막대한 투자비 및 단독선사로의 운영 어려움 등을 극복하기 위하여 대형 선사를 중심으로 한 새로운 컨소시엄 형태인 글로벌 얼라이언스가 등장하면서 선사간의 전략적 제휴가 이루어졌다.

2000년대 정기선 해운시장은 중국 및 신흥공업국인 BRICs의 경제성장에 따른 물동량의 증가, 선박의 대형화, 대형선사의 M&A 증가에 따른 서비스·경영의 집약화 등 새로운 변화가 일어나고 있다.

현재까지 지속적으로 이루어지고 있는 정기선 해운시장의 M&A에 대한 선행연구는 사례연구를 통해 M&A의 효과와 전략 등을 분석한 연구가 주를 이루고 있으며, 주가 변동에 따른 재무적 성과에 대한 실증연구는 거의 수행되지 않고 있는 실정이다.

따라서 본 연구에서는 정기선 해운기업간의 M&A가 인수·합병기업의 가치에 어떠한 영향을 미치는지를 주가의 변동에 대한 분석을 통해 고찰해 보고자 한다. 이를 위하여 먼저 정기선 해운시장을 포함한 M&A에 관한 선행연구를 고찰하고 이를 기초로 인수·합병기업의 공시 전·후 주가자료를 수집하여 재무적 단기성과 분석 및 합병공시 전·후 기간별 성과 차이를 비교하고 있다.

이 연구의 구성은 서론에 이어 제2장에서는 M&A의 정의 및 동기, 선행연구를 검토하였으며, 제3장에서는 정기선 해운기업 간 M&A 기업을 표본으로 정기선 해운기업 간 M&A가 인수·합병기업의 가치에 어떠한 영향을 미쳤는지에 대한 실증분석방법 및 그 결과를 기술하고 있다. 제4장 결론에서는 본 연구의 결과를 요약하고 시사점 및 본 연구의 한계점을 밝히고 향후 연구의 방향을 제시하였다.

II. 이론적 배경

M&A는 둘 이상의 기업이 통합되어 하나의 기업이 되는 기업합병과 기업이 인수대상기업의 주식이나 자산을 전부 또는 일부를 취득함으로써 경영권을 획득하는 기업인수 뿐만 아니라(김건우, 2006), 넓은 의미에서 기업의 자산, 생산라인, 자회사 및 기업의 일부분 또는 전부를 제3자에게 매각하는 분리매각(divestiture), 즉 역M&A(reverse M&A)까지도 포함하는 개념이다.

기업 결합의 형태인 M&A는 재무적 관점에서 기업의 경쟁력 확보 및 강화를 위한

영업적·재무적 차원에서의 경영전략으로 불확실성 하에서 이루어지는 매우 중요한 투자결정의 하나이며, 자유경쟁 시장에서 기업의 성장 및 생존을 위한 전략으로써 경제의 효율성을 제고하는 수단이라는 점에서 경제학적 의미를 갖는다(김동환·홍성도, 2001).

기업의 M&A가 일어나는 일반적 동기로는 ①경영의 효율화, ②영업적 시너지효과, ③재무적 이득, ④보완성과 안정성의 증대, ⑤성장의 극대화, ⑥시장지배력의 증대, ⑦경영자적 동기 등으로 분류할 수 있다(김지수·노택환, 1994).

M&A동기에 대한 이론은 M&A의 동기가 성장인지 혹은 기업가치인지에 따라 크게 가치극대화동기이론과 성장극대화동기이론으로 크게 나누어진다.

가치극대화동기(value maximization motive)이론은 기업의 투자행위의 한 형태인 M&A가 기업의 가치를 증가시키거나, M&A로 인한 양(+)의 기대이익을 발생시키기 위하여 실행되어야 한다는 이론으로, M&A로 인한 두 기업의 결합은 기업 자원의 결합으로, 결합된 자원은 기업의 주당 가치를 극대화 시킬 가치창출의 근거가 된다는 것이다.

성장극대화동기(growth maximization motive)는 주당가치의 극대화가 아닌 주주들의 이익과는 별개로 매출액의 극대화, 성장률의 극대화, 기업규모의 극대화, 대기업 경영을 위한 수단으로 M&A활동이 이루어진다는 이론으로 비가치극대화(non-value maximization)이론 이라고도 한다. 대개 적극적인 기업취득전략을 가진 기업이며 다각적 M&A를 추진하는 경우에 적용되는 이론이다.

한편 M&A에 관한 연구가 활발하게 진행되어 왔는데 다음에서는 일반기업을 대상으로 연구한 결과와 해운기업의 M&A 연구결과로 구분하여 고찰하고 있다.

1. M&A효과에 관한 선행연구

M&A에 관한 연구는 1968년부터 세계적으로 인사, 조직, 재무, 회계, 경영전략 등 다양한 분야에서 연구되었다.

M&A를 통한 기업의 가치 변동과 관련한 실증연구는 많은 학자들에 의해 진행되어 왔으나, 학자들마다 상이한 결론을 도출하고 있다. M&A효과에 대한 연구는 Kelly(1968)와 Hogarty(1970)에 의해 처음으로 심도 있는 분석이 이루어졌다.

Kelly(1968)는 1946년부터 1960년까지 합병이 진행된 21개 표본을 대상으로 합병기업과 피합병기업의 주가를 이용하여 시장가치, 주가수익률, 주당순자산, 영업수익, 보통주 주당수익을 비교·분석하였다. 분석 결과, 투자의 형태는 시장가치나 자본이익률에 영향을 미치지 않으며, 피인수기업은 인수기업에 비해 높은 주가수익률을 보였다. 또한 합병기업의 경우 자본회전율이 향상되었으며, 혼합합병 기업을 제외하고 확장의 형태는 이익률에 영향을 미치지 않는 것으로 보고하였다.

Halpern(1973)은 M&A 효과분석에 처음으로 자본자산가격결정모형(CAPM)을 도입하여, 잔차분석방법을 이용하여 합병공시일을 기준으로 M&A정보가 주가에 반영되는 시초일과 합병공시일 사이에 M&A 공시에 따른 주주 부의 변화를 분석하였다. 1950년 1월부터 1955년 7월 사이 77개 표본에 있어서 합병공시 전 7개월부터 공시일까지의 합병이 양(正)의 초과수익을 보여 주주 부에 영향을 미침을 보고하였다. 또한 M&A프리미엄은 주주의 지분가치가 작은 소기업의 프리미엄이 약 5%인데 비해, 대기업의 프리미엄은 영(0)에 가까운 것으로 나타나 시너지나 성과향상에 의한 이득이 주로 소규모의 인수대상기업에 발생하는 것으로 평가하고 있다.

Dodd and Ruback(1977)은 1958년부터 1976년까지 뉴욕증권거래소(NYSE)에서 공개매수가 이루어진 172건을 표본으로 선정하여 M&A 공시에 따른 시장반응을 사건모형을 이용하여 분석하였다. 최초의 공개매수는 공시 월에 피인수기업의 비정상수익률이 가장 높은 t값을 가지며 통계적 유의성을 나타냈다. 성공사례의 경우 비정상수익률이 20.58%, 실패사례는 비정상수익률이 18.96% 발생하였다. 또한 인수기업의 경우도 비정상수익률이 발생하나, 피인수기업보다는 낮은 것으로 분석되었다. Dodd and Ruback(1977) 연구의 가장 큰 특징은 성공적인 공개매수 뿐만 아니라 실패의 경우도 분석하였다는 점이다.

Dodd(1980)의 연구에서는 뉴욕증권거래소에 상장된 기업 중 1971년부터 1977년까지 성사여부와 관계없이 M&A 의사를 표시한 151개 기업의 일별 주가자료를 사용하여 사건연구법의 시장모형을 이용하여 분석하였다. 분석 결과, M&A에 성공한 71개 표본의 경우 합병제의 10일전부터 승인일 까지 누적평균초과수익률이 합병기업은 -7.22%, 피합병기업은 33.96%로 나타났고, 합병이 취소된 80개 표본은 합병기업의 경우 음(-)의 초과수익률이, 피합병기업의 경우 양(+)의 누적초과수익률이 나타났다. 본 연구에서는 합병의 성사여부와 관계없이 합병기업의 경우 음(-)의 초과수익이, 피합병기업의 경우 양(+)의 효과가 실현되었다고 고찰하였다.

Agrawal, Jaffe and Mandelker(1992)의 연구에서는 NYSE/AMEX에 상장된 기업 중 1955년 1월부터 1987년 12월까지 M&A가 이루어진 765건의 사건의 합병 후 성과를 분석한 결과, 합병 후 5년 이상 기간 동안 인수기업의 주주들은 통계적으로 10%이상의 손해를 보는 것으로 나타났다. 다각화 합병과 동일업종 합병은 음(-)의 장기초과수익률을 가지지만, 동일업종 합병의 대부분이 경영성과가 낮은 업종에 속하기 때문에 다각화 합병의 손실이 훨씬 적은 것으로 분석되었다.

Wilcox, Chang and Grover(2001)의 연구에서는 1996년 미국 통신법의 개정의 결과 통신 산업의 M&A 및 전략적 제휴가 많이 발생함에 따라, 44개의 M&A 건수를 표본으로 선정하여 사건연구법으로 기업의 시장가치 평가에 M&A 및 전략적 제휴가 어떠한 영향을 미쳤는지 분석하였다. 동종 산업간 M&A 및 회사의 규모가 큰 대기업의 경

우 가치가 더 많이 상승한 것으로 파악되었다.

Changqi and Ningling(2010)은 중국산업의 M&A에 대한 연구를 통해 중국 주식시장에 등록된 기업의 국제적 M&A 자료를 바탕으로 사전 M&A 활동과 국가보유 주식의 비율이 인수기업의 성과에 정(+)의 영향을 준 것으로 나타났다.

M&A에 대한 국내연구는 장영광(1985)의 연구를 시초로 체계적인 접근을 통해 지속적으로 이루어졌다. 장영광(1995)은 1979년부터 1983년까지 합병 및 주식취득이 이루어진 71개의 기업을 대상으로 월별 수익률 자료를 이용하여 M&A 공시일을 사건일로 사건 전·후 11개월간의 기간에 대한 월평균비정상수익률과 누적월평균비정상수익률을 산출하였다. 이 연구에서는 비정상수익률의 크기 비교를 통해 합병으로 인한 성과차이의 원인, 재무구조 개선효과, 다각적 M&A의 재무구조개선 효과를 실증 분석하여 인수기업과 피인수기업 주주들은 음(-)의 초과수익률이 발생하였으며 기업의 재무구조 개선효과도 크지 않았고 기업 규모의 극대화만이 성립한다고 보았다.

이석규(1989)의 연구는 1980년부터 1988년 동안 M&A가 발생한 56개 표본기업을 대상으로 공시 전 100주부터 40주까지의 주간 수익률로 추정된 베타계수를 이용하여 M&A 공시일을 사건일로 사건 전·후 40주간 비정상수익률을 측정하고 동기간 M&A 사례 중 30개 표본의 M&A 전·후 재무제표 자료 중 7가지 재무비율에 대한 집단(인수, 피인수, 통제)간 차이를 비교·분석하였다. 이러한 분석을 통해 우리나라 주식시장의 경우 정보 반영 측면에서 효율성이 극히 낮으며, 우리나라에서는 시너지 동기에 따라 기업 M&A가 추구된다고 고찰하였다.

정형찬·박경희(1999)의 연구에서는 1980년부터 1994년까지 합병이 이루어진 120개 기업을 대상으로 합병일 이후 3년간 합병기업의 초과수익률을 추정하여 합병기업 주가의 장기성과를 측정한 결과 유의적인 초과수익률은 발견할 수 없었다. 그러나 비상장기업을 합병한 합병기업을 대상으로 장기성과를 측정한 결과 장기성과가 획일적이지 않고 합병 형태에 따라 달라진다는 결과를 도출하였다.

조경식·박준철·김희석·이장형(2003)은 우리나라 코스닥시장에 2000년부터 2002년까지 M&A를 공시한 45개 기업을 대상으로 M&A공시가 주주의 부를 증가시켰는지를 기업의 주가자료를 이용하여 분석한 결과 평균적으로 주주의 부가 증가하는 것으로 나타났으며 통계적으로 유의한 것으로 나타났다. 또한 표본을 벤처기업과 일반기업 집단으로 나누어 집단 간 초과수익률의 평균차이를 t-검정을 이용하여 분석한 결과 일반기업보다는 벤처기업 주주들이 평균적으로 더 높은 초과수익률을 얻는 것으로 파악되었다.

김용섭(2006)은 2000년부터 2005년 코스닥 상장기업의 M&A 표본에 대한 M&A공시가 기업가치에 미치는 영향에 대해 장·단기 효과로 구분하여 합병 전·후 초과수익률과 부채비율, 기업형태에 따른 자산규모, ROE의 기업가치 초과수익률 존재유무 등을 실증 분석하였다. 단기효과의 경우 기업합병에 따른 호재가 확실히 주가에 유의적인 영향을

미치지만, 장기적으로는 유의적인 영향을 미치지 못한다는 결과를 도출하였다.

백대기·곽재우·조문기(2008)의 연구에서는 2000년 1월부터 2006년 12월까지 M&A가 이루어진 기업 중 증권거래소에 상장된 85개 표본기업을 대상으로 사건연구를 통해 M&A가 합병기업의 주주 부를 증가시켰는지 검증하고, M&A기업의 초과수익률이 단기간에 재무적 동기에 영향을 받는지 다중회귀분석을 이용하여 검증하였다. 검증 결과 M&A가 합병기업의 주주 부를 증가시키고 있으며, 합병기업의 M&A 전 부채비율 및 영업현금흐름이 초과수익률에 영향을 미치는 것으로 나타났다.

강효석·김성표(2009)는 2000년부터 2006년까지 유가증권시장과 코스닥시장에서 M&A가 이루어진 221건의 사례를 표본으로 선정하여 인수합병 완료 후 2~3년간 인수기업의 주식성과와 영업성과를 시장조정모형을 이용하여 분석하였다. 인수기업의 공시일 주가반응은 양(+)으로 나타났으나, 인수 후 장기주식의 성과는 비유의적인 음(-)으로 분석되었으며, 장기주식성과는 다각화 여부, 소규모합병 여부, 피인수기업의 상장여부 등과는 유의적 관계가 없었으나 공시일 주가반응과는 유의적인 음(-)의 관계로 측정되어 장기주식수익률의 반전현상이 인수합병 시장에도 나타난 것으로 결과를 도출하였다.

2. 정기선해운기업의 M&A에 관한 선행연구

해운기업의 M&A는 국내외 많은 학자들에 의해 이론적 실증적으로 연구되어왔다. Alix, Slack and Comtois(1999)의 연구에서는 글로벌 해운산업에서 정기선 해운기업의 전략적 제휴가 생존을 위한 유일한 방안이라 여겨지나, 캐나다 해운기업인 CP Ships의 사례 분석을 통해 새로운 서비스 항로 개척 시 기업의 인수가 전략적 제휴와 함께 효과적인 대안으로 제시되고 있다.

Panayides and Gong(2002)은 최근 정기선 해운기업의 M&A는 조직목표를 성취하기 위한 전략으로 빈번히 이용되고 있기에, 이러한 M&A가 인수기업 및 피인수기업에 미치는 효과에 대하여 4개 기업을 선정하여 주가자료를 바탕으로 사건연구법을 활용하여 실증 분석하였다. M&A 공시일을 기준으로 단기성과(-30, 30)를 측정한 결과 공시 후 기업가치가 상승한 것으로 나타나 M&A가 기업가치에 유의한 영향을 미치는 것으로 파악되었으나, 4개의 샘플을 분석한 것이라는 한계점을 가지고 있다.

Darkow, Kaup and Schiereck(2008)은 글로벌 물류산업의 M&A 성공 요인에 대한 연구에서 1991년부터 2006년까지 물류기업에서 발생한 200개의 M&A 사례를 표본으로 사건연구방식을 이용하여 분석하였다. 물류기업의 M&A는 자본시장 뿐 아니라 인수기업, 피인수기업에 긍정적인 영향을 미쳤으며, 국경 간 거래가 국내 거래보다 성공적인 것으로 나타났다. 또한 사기업의 인수가 더 높은 수익을 가져온다고 보았다.

Fusillo(2009)는 정기선 해운산업 M&A의 구조적 요인에 대하여 연구하였다. 해운동

맹이 사라짐에 따라 시장지배자의 지위를 얻기 위해 합병, 전략적 제휴와 같은 기업의 연합현상이 나타났으며, 거대하고 비용 효율이 높은 운송인이 시장을 주도하게 되었다. 이러한 현상으로 기업들은 M&A를 통한 성장으로 규모의 경제효과를 보고자 하는 것으로 보고하였다.

국내연구를 보면, 박영태(1998)는 해운기업의 전략적제휴가 1995년 하반기 이후 M&A등과 같은 형태인 신 글로벌 제휴체제로 진전되고 있으며, M&A로 인해 초대형 정기선사가 출범하여 선대 집중화 현상이 나타났다고 보았다. 이러한 현상에 대해 국적 선사는 전략적 제휴확대 등 독자적 경쟁력 강화전략을 추진해 나가야 한다고 하였다.

류동근(1999)은 컨테이너선사의 제휴전략 수립방안에 대한 연구에서 전략적 제휴(M&A 포함)를 통하여 비용절감, 규모의 경제 실현, 시장점유율 확대, 해상운임의 안정화, 양질의 물류서비스 제공, 새로운 서비스 항로 개척 등 여러 가지 효과를 볼 수 있다고 보았다. 성공적인 제휴를 위하여 전략적 의사결정, 제휴형태의 선택, 제휴파트너의 선택, 제휴관리 등 4단계의 제휴전략 수립과정에 따라 전략적 제휴를 추진하고, 최고경영자의 지속적인 관심이 요구된다고 보고하였다.

임종섭(2003)은 정기선 해운기업간의 전략적 제휴와 M&A 시 영향을 미치는 요소에 대해 설문조사법을 이용하여 분석하였다. 그 결과, 경영전략의 글로벌화, 자본조달의 원활화 및 물류수용의 글로벌화, 선복 공동이용, 신규시장 개척, 화물집화망 확대, 기업인지도 향상, 리드타임 감소, 항만시설 및 서비스 공동 활용, 서비스 빈도의 증가, 선사간 경쟁심화에 대응, 시장진입장벽 대응이 기업연합 결정요인과 유형 선택의 관계에 영향을 미친다고 나타났다. 또한 기업연합 결정요인과 전략적 제휴 세부 유형간 관계 분석 결과 투자비용 분담 정도, 시장진입에 대한 대응, 자본조달 원활화가 영향을 미치는 것으로 분석되었다.

임종섭(2004)은 정기선 해운기업의 기업연합 유형선택에 11가지 요소가 영향을 미친다고 가정하고 설문조사법을 이용하여 분석하였다. 그 결과 신규시장 개척과 화물집화망 확대, 리드타임 감소, 서비스빈도 증가, 신규시장개척이 전략적 제휴를 선택하는 요소였으며, 기업인지도 향상이 인수합병 시 영향을 주는 요소로 나타났다.

박영태·전호진(2008)은 인수합병공시가 인수기업 가치에 미치는 영향에 관하여 정기선 해운기업을 포함한 물류기업의 M&A 사례를 대상으로 실증적으로 연구하였다. 1999년 1월부터 2008년 1월까지 M&A를 실시한 글로벌 물류기업 35개사 51건을 표본으로 선정하여 분석하였다. 사건일을 합병공시일로, 사건기간을 공시 전·후 30일로 설정하고 비정상수익률 및 누적비정상수익률을 살펴 본 결과 -15일부터 -1일까지 지속적으로 누적비정상수익률이 증가한 것으로 나타났다.

Ⅲ. 분석방법 및 분석결과

1. 연구방법 및 가설설정

(1) 가설설정

기업의 궁극적 경영목표는 기업 가치의 극대화, 이윤창출, 성장을 통한 기업 생존의 확보이다. 급변하는 경영환경 속에서 기업은 생존을 위하여 기업규모의 확대 및 질적 변화의 도모, 기업경쟁력 제고가 필수적이다. 즉, 새로운 환경에 적응하기 위하여 기업은 신제품 개발, 새로운 시장 개척, 조직 개편 등을 추구하여 대내·외적으로 성장·발전하려고 끊임없이 노력하고 있다. 이러한 과정에서 중요한 성장의 수단으로 이용되는 것이 M&A이다. 특히 기업이 내부적으로 이윤을 축적하여 꾸준히 성장을 하는 경우도 있지만, 새로운 기술의 습득과 시장 확대 등을 위해 다른 기업을 인수하거나 합병하여 외적 성장을 꾀하는 것도 중요한 전략으로 널리 활용되고 있다.

M&A동기에 대한 이론은 크게 기업의 투자행위의 한 형태로 M&A가 이루어지며, M&A가 기업의 가치를 증가시키거나, M&A로 인해 양(+)의 기대이익을 발생시키기 위하여 실행된다는 가치극대화동기이론과 기업의 가치 상승, 즉 주주들의 이익과는 별개로 매출액, 성장률의 극대화를 위하여 M&A가 발생한다는 성장극대화이론 2가지로 분류된다.

M&A는 성장을 통한 재무정책의 수단으로 시장점유율 확대, 규모의 경제, 원가절감 등 경영의 효율화를 통한 시너지효과를 유발시켜 기업 가치를 증대시키려는 인수·합병 기업에게는 좋은 기회를 제공한다. 또한 자본시장과 이해 관계자들에게는 자본시장의 활성화와 수익효과를 얻을 수 있는 투자기회를 제공하게 되며, 계속기업(going concern)으로 생존하기 위해서도 매우 중요한 수단이다(김용섭, 2007).

1980년대부터 정기선 해운기업들은 해상업무 부분과 육상의 ICD, 철도, 육상 운송업, 터미널, 포워딩, 물류업자와의 사슬 통합 등을 통하여 선사의 대형화를 지속적으로 추진하였다. 해운산업의 특성상 신조선의 공급이 단기간에 이루어지지 못한다는 점에서 빠른 시간 내에 선복을 확보하는 수단으로 M&A를 활용하였으며, 메가 캐리어의 출현으로 비용절감, 경영의 효율성 추구, 자본집중을 통한 규모의 경제를 추구하면서, 육상 화물 운송사슬의 하역업, 통관업, 철도운송업, 트럭운송업 등의 진출을 통하여 글로벌경영을 추진하여 고객지향 서비스를 도모하고 있다(진형인·정환호·김병철, 2008).

정기선 해운기업들의 M&A는 선대 확장에 따른 시장지배력 증가 및 M&A 이전 보다 높은 수익을 창출한다는 점에서 투자자들에게 긍정적인 신호로 작용하여 기업의 가치가 상승하였을 것으로 예측되며, 이는 M&A가 기업의 가치극대화를 위하여 이루어진다고 할 수 있다.

이러한 점을 바탕으로 이 연구에서도 해운기업의 M&A에 대한 자료를 활용하여 해운기업의 경우도 인수·합병의 동기가 기업의 가치 증대를 목적으로 이루어진다는 가치극대화동기이론이 적용되는지를 실증적으로 분석하는데 초점을 두고 있다. 따라서 다른 산업에 속하는 기업들을 대상으로 한 연구에서 이론적 실증적으로 밝혀지고 있는 M&A를 통한 기업가치 증대 효과가 해운기업에도 나타났는지 검증하기 위하여 다음과 같이 가설을 설정하고 있다.

가설. 해운업의 M&A 시장에서 다른 기업을 인수·합병한 정기선 해운기업의 M&A 후 주가 수익률은 상승하여 기업가치의 증대를 가져올 것이다.

앞서 선행연구에서 살펴보았듯이, 인수·합병(M&A)이 인수·합병기업의 가치에 미치는 영향에 대한 학자들의 연구결과는 상이한 것으로 도출되고 있으며 현재까지 일관된 결과를 도출할 수 없지만, 인수·합병 공시 후 주가 변동이 발생한다는 점에서는 동일한 결과가 나타나고 있다. 하지만 정기선 해운기업간의 M&A는 M&A 이전보다 선대의 확대 등을 통한 시장 지배력의 증가 및 높은 수익창출이 발생할 것이라는 점에서 투자자들에게 긍정적인 신호로 작용할 것이다. 이러한 점을 근거로 정기선 해운기업의 M&A 성과 측정을 위하여 초과수익률 추이 분석 및 M&A공시일 전후의 수익률 차이를 분석하여 검증하고자 한다.

(2) 비정상 초과수익률의 측정방법

M&A의 성과 측정 방법은 사건연구(event studies)접근법, 회계적(accounting studies)접근법, 설문조사(surveys of executives)접근법, 사례연구(case studies)접근법으로 구분된다.

사건연구 접근법은 M&A를 통해 실현되는 ‘주주의 시장 수익률’(market based returns to shareholders)을 기준으로 M&A의 성과를 측정하는 방법으로, M&A 공시 시점을 전후하여 해당기업의 주주가 비정상 초과수익률(abnormal return, AR)을 달성하는지 여부가 주요 연구 대상이다. 사건연구 접근법은 조사기간을 기준으로 단기성과 측정과 장기성과 측정으로 구분된다. 단기성과 측정은 M&A 공시일을 사건일(event day)로 하여 사건일 전후의 단기간동안의 주가수익률을 통해 주주의 부가 증가하였는지를 분석하는 방법이다. 장기성과 측정은 M&A 이후 2~3년간 M&A 기업의 주가를 조사하여 M&A의 장기적 성과를 조사하는 방법이다.

사건연구에서 비정상 초과수익률은 일반적으로 시장조정수익률모형(market adjusted return model)과 시장모형(market model)을 통해서 추정되는데, 본 연구에서는 단기성

과의 측정을 위해 시장조정수익률모형을 사용하여 초과수익률을 추정한다.

이 연구에서 활용되고 있는 시장조정수익률모형은 개별주식의 정상적인 기대수익률이 시장지수의 기대수익률과 동일하다고 가정한다. 즉, 이모형은 시장포트폴리오가 각 개별주식의 집합이고 각 개별주식의 체계적 위험이 1이라고 가정하는 것과 같다.

그러나 합병과 같은 경영환경이 급변하는 상황에서는 베타계수가 안정적이지 못하여 단기간에 변화하는 것으로 가정하는 것이 합리적이라 할 수 없기에 시장모형은 사용할 수 없다.

따라서 본 연구에서는 시장모형 대신 시장조정수익률모형에 의하여 비정상 초과수익률을 산출한다. 시장조정수익률모형에 의한 초과수익률은 다음과 같다.

$$AR_{it} = R_{it} - R_{mt}$$

AR_{it} : 개별주식 i 의 t 일의 초과수익률

R_{it} : 개별주식 i 의 t 일의 실제수익률

R_{mt} : 종합주가지수의 t 일의 일일수익률

누적초과수익률(cumulative abnormal returns, CAR)은 사건기간 동안의 AR을 누적한 것이며 다음의 식으로 계산한다.

$$CAR_{it} = \sum_{t=1}^n AR_{it}$$

자본시장은 자금의 공급자와 수요자를 연결시켜 효율적으로 자금을 배분하는 역할을 담당하며, 시장에서 이용가능한 모든 정보가 투자자에게 즉시 전달되어 증권가격에 충분히 반영된다는 정보효율성을 포함한 시장효율성이 존재한다. 이러한 개념을 근거로, 증권가격에 영향을 미칠 수 있는 모든 정보가 증권가격에 신속하고 충분히 반영되는 시장을 효율적 자본시장(efficient capital market)이라 정의한다.

효율적 자본시장에서 투자자와 기업은 정보가 즉각적으로 가격에 반영되기 때문에 투자자들은 정상적인 수익률만을 기대할 수 있으며, 증권을 발행할 때 기업은 공정한 가격으로 발행하게 된다.

주가에 영향을 미칠 수 있는 모든 정보가 주가에 신속하고 충분히 반영되고 있는지는 실증적인 문제이며 효율적 자본시장의 개념은 현실적으로 검증하여야 하는 하나의 가설이기에, 이를 효율적 시장가설(efficient market hypothesis ; EMH)이라 한다(김영규·이의택·김형규·신용재, 2008).

Fama(1970)는 정보가 주가에 반영되는 유형에 따라 효율적 시장가설을 약형, 준강

형, 강형 효율적 시장 등 세 가지 유형의 가설로 구분하고 시장이 효율적일수록, 정보가 주가에 반영되는 속도가 빠를수록 정보가 주가에 충분히 반영된다고 보았다.

Dodd(1980), 정형찬·박경희(1999), 김용섭(2006) 등 기존 선행연구에서는 M&A에 따른 인수·합병기업의 가치증가에 대한 단기적 성과를 측정하기 위하여 인수·합병기업의 주가수익률을 활용하여 합병 공시일을 기준으로 M&A 전후 기업가치 변동을 분석하였다. 이에 본 연구에서도 정기선 해운기업 간 M&A의 단기성과 측정을 위하여 주가자료를 바탕으로 합병공시일로 사건일로 설정하고, 사건연구법인 시장조정수익률모형을 활용하고자 한다. 사건기간의 경우, 기존 선행연구에서는 연구자의 관점에 따라 사건기간의 설정에 차이가 많다. 본 연구에서는 정기선 해운기업의 주가변동에 대하여 연구한 Panayides and Gong(2002)의 연구에서 활용된 방법론을 기초로 하여 다음과 같이 사건기간을 설정하였다.

즉 사건일/사건기간은 합병 공시일을 기준으로 기준일 전 30일부터 후 30일까지로 설정하고 시장조정모형에 보인 초과수익률과 누적수익률을 계산하여 인수·합병이 이루어진 후 주가가 상승하고 있는지를 분석할 것이다.

그리고 M&A 공시 후 주가가 실제로 증가하였는지를 통계적으로 검정하기 위하여 두 집단 간 평균의 차이가 통계적으로 유의한지를 파악하는 t-검정을 이용하여 공시 전후의 초과수익률(AR)에 차이가 있는지를 살펴볼 것이다.

2. 표본선정

본 연구는 1993년 1월 1일부터 2009년 12월 31일까지 17년간 정기선 해운기업간의 M&A가 이루어진 사례 66건 중 인수·합병기업이 상장기업인 총 36건을 표본으로 선정하였으며, 주가자료의 획득이 어려운 기업은 연구의 표본에서 제외하였다.

인수·합병(M&A) 공시 및 실행과 관련한 모든 자료는 Thomson Reuters Financial SDC Platinum에서 수집하였다. 또한 각 표본의 주가정보는 Thomson Reuters Datastream에서 획득하였으며, 각 표본이 속해있는 주식시장의 종합주가지수는 Yahoo Finance 홈페이지와 New Infomax V3.0 Database를 이용하여 자료를 수집하였다.

선정된 표본은 아래 <표 1>과 같다.

<표 1> 실증분석 표본

	인수·합병기업	피인수·합병기업	형태	합병공시일	합병일
1	TMM	Tecomar	A	1992.8	1993.1
2	CP Ships	Canada Maritime	A	1993.2	1993.2
3	COSCO	Five Star Shipping	A	1994.1	1994.1
4	NOL	Orient Marine	A	1995.1	1995.1
5	CP Ships	Cast	A	1994.7	1995.3
6	TMM	Flota Mercante Grancolombiana	A	1996.11	1998.2
7	Hanjin Shipping	DSR Senator	A	1996.12	1997.1
8	CP Ships	Lykes Line	A	1996.12	1997.7
9	CP Ships	Contship	M	1997.8	1997.10
10	NOL	APL	A	1997.4	1997.11
11	CP Ships	Ivaran Line	A	1998.3	1998.5
12	MISC	KPB	A	1998.10	1998.11
13	Evergreen	Lloyd Triestino	A	1998.7	1998.10
14	MISC	PNSL	A	1998.4	1998.11
15	NYK	Showa Line	M	1998.3	1998.10
16	Evergreen	Uniglory Marine	M	1997.9	1997.9
17	CSAV	Libra	A	1999.3	1999.3
18	AP Moller	Safmarine	A	1999.2	1999.6
19	CSAV	Montemar SA	A	1999.6	1999.6
20	MOL	Navix Line	M	1998.11	1999.4
21	AP Moller	Sea-land	A	1999.7	1999.12
22	K-Line	Taiyo Kaiun Kabushiki	A	1999.11	2000.2
23	K-Line	Kobe Nippon Kisen	A	2000.2	2000.3
24	CP Ships	CCAL	M	2000.4	2000.4
25	CSAV	Norasia	A	2000.5	2000.5
26	K-Line	Taiyo Nippon Kisen	A	2002.6	2003.1
27	COSCO	China International Marine Containers	A	2004.8	2004.12
28	AP Moller	P&O Nedlloyd	M	2005.5	2005.8
29	TUI(Hapag-Lloyd)	CP Ships	M	2005.8	2005.12
30	MOL	P&O Nedlloyd - Liner Business(2)	M	2005.11	2006.2
31	CSCL	Universal Shipping(ASIA)	A	2006.8	2006.9
32	AP Moller	Hoegh Autoliner	A	2008.1	2008.3
33	CSCL	Shanghai China Shipping	A	2008.5	2008.6
34	NYK	TMM	A	2008.12	2009.1
35	MOL	Kansai Kisen Kaisha	A	2009.3	2009.9
36	NYK	Taiheiyo Kaiun	A	2009.5	2009.12

자료 : Thomson Reuters Financial SDC Platinum.

3. 실증분석 결과

본 절에서는 정기선 해운기업 간의 M&A에서 M&A공시가 사건일 전·후 30일 동안 인수·합병기업의 가치를 증대시켰는지를 분석하기 위하여 공시 전후에 초과수익률이 실현되고 있는지를 살펴볼 것이다.

1) M&A 공시 전·후 단기 초과수익률 분석

M&A로 기업가치가 단기적으로 증대하는지를 검증하기 위하여 인수·합병기업의 주가자료를 바탕으로 시장조정수익률모형을 활용하여 36개의 표본을 대상으로 M&A 공시일을 사건일로 설정하고 사건일 중심으로 61일간(공시 전 30일부터 공시 후 30일까지)의 초과수익률을 분석하였다.

아래 <표 2>는 시장조정수익률모형에 의한 단기성과의 결과로, 전체표본에 대한 61일(-30, +30)간의 비정상초과수익률(AR)과 그에 따른 t값, 누적초과수익률(CAR)과 t값을 나타내고 있다.

이러한 M&A공시는 <표 2> 및 <그림 1>에서 살펴볼 수 있듯이 공시일 당일에 AR은 -0.3%로 음(-)의 값을 보였으나, 다음 날에는 양의 초과수익률을 보이고 있다. 한편 공시일의 CAR은 3.6%로 양(+)의 수익률을 시현하고 있는 것으로 조사되었다.

분석기간 중 AR은 사건 전후로 -1%에서 +1% 사이에서 큰 변동이 없는 것으로 나타났다으며, CAR를 살펴보면 공시일 -30일부터 양(+)의 수익률을 보이면서 지속적으로 상승하다 +24일에 7.3%로 최고의 CAR를 기록하였다. M&A 이전부터 초과수익률이 시현되고 있으나, 사건일 이후에도 지속적으로 정의 초과수익률이 실현되어 분석기간 중 최고 7.3%의 누적수익률을 보이는 등으로 인해 기업의 가치를 증대시키고 있는 것으로 나타나고 있다. 이러한 추이를 볼 때 M&A로 인해 정기선 해운기업의 가치는 증가하고 있는 것으로 보인다. 그런데 AR과 CAR의 값에 대한 통계적 유의성은 없어 이 논문에서 주장하고 있는 기업 가치극대화 가설을 실증적으로 뒷받침하기에는 한계가 있는 것으로 생각된다. 하지만 기존의 연구와 차이가 있는 것은 기존 연구가 한정된 표본을 이용해 분석한 것과는 달리 1993년부터 2009년 동안 약 15년간에 걸쳐 이루어진 정기선 해운기업의 M&A 표본을 36개로 확장하여 분석하고 있는 점이 기존의 연구와는 차별성이 있는 것으로 생각된다. 즉 분석기간을 확장하고 표본수도 확대하여 분석한 점에서 의의가 있으며, 추가자료를 활용해 기업가치의 증대여부를 분석하고 있는 점도 우리나라의 선행연구와는 차이가 있다.

<표 2> 공시일 전·후 30일간 비정상초과수익률과 누적초과수익률 분석 1

	AR					CAR				
	N	평균	표준 편차	표준 오차	t값	N	평균	표준 편차	표준 오차	t값
-30	36	0.9286	2.6147	0.4358	2.1308**	36	0.9286	2.6147	0.4358	2.1308**
-29	36	0.3631	1.8752	0.3125	1.1619	36	1.2917	3.4298	0.5716	2.2597**
-28	36	0.7974	5.8897	0.9816	0.8123	36	2.0891	7.0419	1.1736	1.7800*
-27	36	0.8297	5.3026	0.8838	0.9388	36	2.9188	11.6640	1.9440	1.5014
-26	36	0.1281	2.1026	0.3504	0.3655	36	3.0469	11.5080	1.9180	1.5886
-25	36	-0.0331	2.8235	0.4706	-0.0703	36	3.0138	11.1934	1.8656	1.6155
-24	36	0.3997	2.6158	0.4360	0.9168	36	3.4135	11.3703	1.8951	1.8013*
-23	36	-0.5284	2.7214	0.4536	-1.1649	36	2.8852	11.1510	1.8585	1.5524
-22	36	-0.6054	2.5659	0.4277	-1.4156	36	2.2798	10.7910	1.7985	1.2676
-21	36	-0.4516	1.7454	0.2909	-1.5524	36	1.8282	10.5641	1.7607	1.0384
-20	36	1.1629	3.4599	0.5767	2.0166*	36	2.9911	11.3947	1.8991	1.5750
-19	36	0.2780	2.1657	0.3610	0.7701	36	3.2690	11.5271	1.9212	1.7016*
-18	36	-0.1586	2.1562	0.3594	-0.4414	36	3.1104	11.9805	1.9968	1.5577
-17	36	-0.3280	2.3227	0.3871	-0.8473	36	2.7824	12.5140	2.0857	1.3341
-16	36	0.1418	3.2137	0.5356	0.2648	36	2.9242	14.7079	2.4513	1.1929
-15	36	0.8324	2.8541	0.4757	1.7499*	36	3.7566	16.3026	2.7171	1.3826
-14	36	0.3502	1.9593	0.3266	1.0724	36	4.1068	16.2109	2.7018	1.5200
-13	36	-0.0108	1.4492	0.2415	-0.0449	36	4.0960	15.6393	2.6066	1.5714
-12	36	0.2894	2.5450	0.4242	0.6822	36	4.3853	16.6767	2.7795	1.5778
-11	36	0.1959	1.8876	0.3146	0.6227	36	4.5812	16.9525	2.8254	1.6214
-10	36	-0.5155	2.7438	0.4573	-1.1273	36	4.0657	17.2350	2.8725	1.4154
-9	36	-0.1224	1.9238	0.3206	-0.3816	36	3.9434	16.8553	2.8092	1.4037
-8	36	-0.0966	1.5302	0.2550	-0.3787	36	3.8468	16.5136	2.7523	1.3977
-7	36	0.1202	1.8964	0.3161	0.3804	36	3.9670	17.3572	2.8929	1.3713
-6	36	0.0383	2.4245	0.4041	0.0949	36	4.0054	17.2812	2.8802	1.3907
-5	36	-0.2159	1.9812	0.3302	-0.6539	36	3.7894	17.0217	2.8369	1.3357
-4	36	-0.1112	1.6415	0.2736	-0.4064	36	3.6783	17.1458	2.8576	1.2872
-3	36	-0.4941	1.9220	0.3203	-1.5424	36	3.1842	17.5894	2.9316	1.0862
-2	36	0.3446	1.9151	0.3192	1.0796	36	3.5288	17.9251	2.9875	1.1812
-1	36	0.3518	2.4981	0.4164	0.8449	36	3.8806	17.7309	2.9552	1.3131
0	36	-0.3210	1.7783	0.2964	-1.0831	36	3.5596	17.7991	2.9665	1.1999
1	36	0.5371	2.5363	0.4227	1.2706	36	4.0967	18.1737	3.0289	1.3525
2	36	-0.0061	2.0289	0.3381	-0.0180	36	4.0906	17.8545	2.9758	1.3746
3	36	-0.4908	1.9277	0.3213	-1.5276	36	3.5998	17.9885	2.9981	1.2007
4	36	0.4974	2.2460	0.3743	1.3289	36	4.0973	18.1568	3.0261	1.3540
5	36	0.4506	3.5686	0.5948	0.7577	36	4.5479	18.9197	3.1533	1.4423
6	36	-0.4482	2.3870	0.3978	-1.1267	36	4.0997	19.5271	3.2545	1.2597
7	36	-0.1335	1.6627	0.2771	-0.4818	36	3.9661	19.6514	3.2752	1.2109
8	36	0.0052	2.5690	0.4282	0.0121	36	3.9713	19.5735	3.2622	1.2174

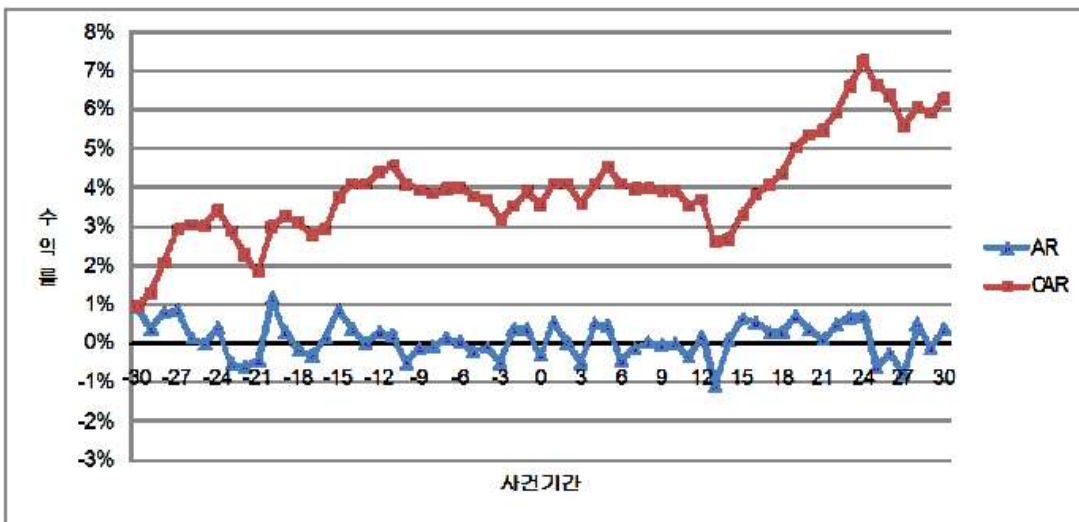
주 : “*”는 유의수준 10%, “**”는 유의수준 5%, “***”는 유의수준 1%에서 통계적 의미 가짐.

<표 2> 공시일 전·후 30일간 비정상초과수익률과 누적초과수익률 분석 2

	AR					CAR				
	N	평균	표준 편차	표준 오차	t값	N	평균	표준 편차	표준 오차	t값
9	36	-0.0497	1.7905	0.2984	-0.1665	36	3.9216	19.9663	3.3277	1.1785
10	36	-0.0195	1.6636	0.2773	-0.0703	36	3.9022	20.1413	3.3569	1.1624
11	36	-0.3627	2.2080	0.3680	-0.9855	36	3.5395	19.8060	3.3010	1.0722
12	36	0.1537	2.3307	0.3884	0.3957	36	3.6932	20.0387	3.3398	1.1058
13	36	-1.1008	5.1644	0.8607	-1.2789	36	2.5924	19.7619	3.2936	0.7871
14	36	0.0749	1.7627	0.2938	0.2549	36	2.6673	19.7496	3.2916	0.8103
15	36	0.6334	2.0317	0.3386	1.8705*	36	3.3007	20.5885	3.4314	0.9619
16	36	0.5258	2.4801	0.4133	1.2721	36	3.8265	20.7643	3.4607	1.1057
17	36	0.2568	2.1297	0.3550	0.7234	36	4.0833	21.0409	3.5068	1.1644
18	36	0.2735	2.3423	0.3904	0.7005	36	4.3567	21.2634	3.5439	1.2294
19	36	0.6752	2.3952	0.3992	1.6913*	36	5.0319	22.6295	3.7716	1.3342
20	36	0.3344	2.7641	0.4607	0.7260	36	5.3664	22.6909	3.7818	1.4190
21	36	0.0890	5.5262	0.9210	0.0967	36	5.4554	26.3401	4.3900	1.2427
22	36	0.4745	2.5601	0.4267	1.1121	36	5.9299	27.0421	4.5070	1.3157
23	36	0.6581	2.8329	0.4721	1.3939	36	6.5880	28.3800	4.7300	1.3928
24	36	0.6706	1.9980	0.3330	2.0139*	36	7.2587	28.5907	4.7651	1.5233
25	36	-0.6340	5.0757	0.8460	-0.7495	36	6.6246	27.9672	4.6612	1.4212
26	36	-0.2716	2.1973	0.3662	-0.7418	36	6.3530	27.7054	4.6176	1.3758
27	36	-0.7764	2.2593	0.3766	-2.0619**	36	5.5766	27.6250	4.6042	1.2112
28	36	0.4917	3.0580	0.5097	0.9647	36	6.0683	29.1604	4.8601	1.2486
29	36	-0.1480	2.3350	0.3892	-0.3803	36	5.9203	28.5632	4.7605	1.2436
30	36	0.3491	2.7960	0.4660	0.7492	36	6.2694	27.6114	4.6019	1.3624

주 : “*”는 유의수준 10%, “**”는 유의수준 5%, “***”는 유의수준 1%에서 통계적 의미 가짐.

<그림 1> 정기선 해운기업 간 M&A 공시에 따른 단기성과 분석



2) M&A 공시 전·후 수익률 차이에 대한 분석

정기선 해운기업간 M&A에서 공시일 전·후 인수·합병기업의 수익률은 차이가 있는지에 대하여 공시일을 기준으로 (-30, 30), (-15, 15), (-7, 7) 3개의 사건기간을 설정하여 비정상초과수익률(AR)의 차이를 분석하였다.

가) 공시 전 30일, 공시 후 30일간 초과수익률 차이 분석

공시일 전 (-30, -1)과 공시일 후(0, 29) 비정상초과수익률(AR)을 이용하여 분석한 결과, <표 3>와 같이 공시 전 기간의 AR 평균은 0.13%이나 t값이 1.313으로, 공시 후 AR 평균은 0.07%이나 t값이 0.761로 통계적 유의성을 갖지는 못하였다. 공시 후 AR이 공시 전 AR보다 낮게 발생한 것으로 나타났으나, 두 기간의 AR의 차이에 대해서도 통계적 유의성을 갖지 못하는 것으로 나타났다.

<표 3> 공시 전·후 30일간 비정상초과수익률 분석

구분	N	평균 AR	표준 편차	t값	유의 확률	차이에 대한 t값	차이에 대한 유의확률
공시 전	36	0.1293	0.5910	1.313	0.198	0.608	0.547
공시 후	36	0.0680	0.5357	0.761	0.451		

나) 공시 전 15일, 공시 후 15일간 초과수익률 차이 분석

공시일 전 (-15, -1)과 공시일 후(0, 14) 비정상초과수익률(AR)을 이용하여 분석한 결과, <표 4>와 같이 공시 전 기간의 AR 평균은 0.06%이나 t값이 0.759로 통계적 유의성을 갖지는 못하였다. 또한 공시 후 AR 평균은 -0.81%이나 t값이 -0.750으로 통계적 유의성을 갖지 못 하였다. 공시 후 AR이 공시 전 AR보다 낮게 발생하였으며, 공시 후 인수·합병기업의 가치는 하락한 것으로 나타났으나, 통계적 유의성을 갖지 못하는 것으로 도출되었다.

<표 4> 공시 전·후 15일간 비정상초과수익률 분석

구분	N	평균 AR	표준 편차	t값	유의 확률	차이에 대한 t값	차이에 대한 유의확률
공시 전	36	0.0638	0.5041	0.759	0.453	1.106	0.276
공시 후	36	-0.8089	0.6469	-0.750	0.458		

다) 공시 전 7일, 공시 후 7일간 초과수익률 차이 분석

공시일 전 (-7, -1)과 공시일 후(0, 6) 비정상초과수익률(AR)을 이용하여 분석한 결

과, <표 5>와 같이 공시 전 기간의 AR 평균이 0.005%, 공시 후 AR 평균은 0.03% 로 나타났으나, t값이 공시 전 0.032, 공시 후 0.177로 통계적 유의성을 갖지 못 하였다. 이 사건기간에는 다른 사건기간의 분석결과와 달리, 공시 후 AR이 공시 전 AR보다 높게 발생한 것으로 나타났으나, 공시 전과 공시 후의 차이에 대한 t값이 -0.121로 통계적 유의성을 갖지 못하는 것으로 도출되었다.

<표 5> 공시 전·후 7일간 비정상초과수익률 분석

구분	N	평균 AR	표준 편차	t값	유의 확률	차이에 대한 t값	차이에 대한 유의확률
공시 전	36	0.0048	0.9122	0.032	0.975	-0.121	0.904
공시 후	36	0.0313	1.0602	0.177	0.860		

3) 분석결과의 시사점

M&A의 재무적 성과를 측정한 선행연구들의 경우, 연구자가 선택한 표본에 따라 공시 후 인수·합병기업의 가치에 대한 분석결과가 상이하게 나타났다. Changqi and Ningling(2010), 정형찬·박경희(1999), 박영태·전호진(2008) 등의 연구에서는 M&A로 인수·합병기업의 가치가 상승한 것으로 나타났고, Dodd and Ruback(1977), Dodd(1980), Agrawal, Jaffe and Mandelker(1992), 장영광(1985), 강효석·김성표(2009) 등의 연구에서는 M&A로 인수·합병기업의 가치가 하락하고 있다는 결과를 보여주었다. 이상의 연구는 해운기업이 아닌 일반 제조업을 대상으로 하여 분석한 결과로 M&A가 기업의 가치를 증대시키기도 하는 반면 그렇지 않은 경우도 있어 실증연구에서는 일관된 결과를 얻지 못하고 있다.

본 연구에서는 정기선 해운기업 간 M&A가 인수·합병기업의 가치 변화에 어떠한 영향을 미쳤는지 분석하기 위하여 우선 초과수익률의 실현 여부 그리고 누적초과수익률의 추이가 증가하는지를 살펴보았다. 이 연구에서 누적초과수익률은 지속적으로 증가하고 있어 인수·합병이 정기선 해운기업의 가치에 정(+)의 영향을 미치는 것으로 나타났다. 그러나 이러한 추이가 통계적으로는 유의하지 않은 것으로 나타나 실증연구의 견고성은 보여주지 못하고 있다. 이러한 추이의 견고성을 확인하기 위해 해운기업의 M&A 공시 전·후 기간별 초과수익률이 차이가 있는지에 대한 검정을 위해 두 기간의 초과수익률 차이에 대한 t-검정을 실시하여 분석한 결과 통계적 유의성은 없는 것으로 나타났다. 따라서 공시 후 초과수익률이 시현되었으나, 공시 전과 큰 차이가 없는 것으로 보인다. 이러한 결과는 공시 후 더 높은 초과수익률이 시현되는 것으로 밝힌 Panayides and Gong(2002)의 연구결과와는 상이한 것으로 생각된다. 그런데 Panayides

and Gong(2002)의 연구는 단지 4개 해운기업의 M&A를 대상으로 분석한 결과로 이를 일반화하기에는 한계가 있는 것으로 판단된다.

정기선 해운기업 간의 M&A는 인수·합병기업에게 해운시장에서 시장지배력 확대, 폭넓은 글로벌네트워크 구축, 규모의 경제효과를 통해 비용절감 및 이윤창출 등의 효과를 얻기 위한 장기적 경영전략으로 활용되고 있다. 하지만 정기선 해운기업 간의 M&A는 동종 산업간의 M&A로 리스크 분산효과가 발생하지 않고, M&A 초기에 대량의 현금 유출이 발생하여 리스크가 상승한다는 점, 영업리스크가 상승할 것이라는 점 등으로 단기적으로는 오히려 인수·합병기업의 가치가 하락한 것으로 판단된다.

이러한 연유로 이 연구에서 설정한 “해운기업 간의 M&A는 인수·합병기업의 주가수익률 상승으로 기업의 가치를 증가시킬 것”이라는 연구가설을 지지하는 증거는 찾지 못했으나, 앞으로 확보된 표본기업을 대상으로 연구기간을 연장하는 등의 방법을 통해 좀 더 면밀한 분석을 수행할 필요가 있을 것으로 생각된다.

V. 결론

본 연구에서는 M&A가 기업의 궁극적인 목표인 기업가치 극대화를 위한 목적으로 이루어진다는 가치극대화동기이론을 바탕으로, 정기선 해운기업 간 M&A가 인수·합병기업 가치의 증대를 가져올 것이라는 가설을 설정하고, 주가자료를 바탕으로 기업의 가치증대가 발생하였는지 사건연구법에 널리 활용되는 시장조정수익률모형을 이용하여 검증하였다. 이를 위하여 정기선 해운기업 간 M&A 사례를 조사하고, M&A가 인수·합병기업의 가치에 어떠한 영향을 미쳤는지 M&A 공시일을 사건일로, M&A공시 전·후 30일간을 사건기간으로 정하여 단기성과를 분석하였다. 즉 공시 후 초과수익률이 이전에 비해 높은지를 검정하였다. 또한 누적수익률의 추이 조사를 통해 기업가치가 증가하였는지도 살펴보았다.

이를 보다 자세히 설명하면, 정기선 해운기업 간 M&A가 이루어진 기업 중 지금까지 상장된 기업으로 남아있는 36개 기업을 표본으로 선정하여, 인수·합병기업의 주가자료를 활용하여 초과수익률을 분석하였다. 분석기간(-30, +30)동안 비정상수익률(AR)이 -1% ~ 1% 사이에 시현되고 있었으며, 누적초과수익률(CAR)은 지속적으로 상승하다 +24일에 7.3%로 최고를 기록한 후 소폭 하락하는 추이를 보였다. 이처럼 초과수익률의 분석에서는 어느 정도 기업가치가 상승하는 것으로 나타나 연구가설을 어느 정도 지지하고 있다. 하지만 정기선 해운기업의 M&A 후 시현된 초과수익률이 통계적으로 유의하지 않아 M&A가 인수·합병기업의 기업가치 증대에 영향을 미쳤는지에 대한 실증적 증거는 약한 것으로 생각된다.

또한 정기선 해운기업 간 M&A 공시가 인수·합병기업의 가치 변화에 어떠한 영향을 미쳤는지 분석하기 위하여, 정기선 해운기업의 M&A 공시일 전과 후의 수익률에 차이가 있는지를 공시 전·후 30일, 15일, 7일간을 각각 분석기간으로 설정하여 실증 분석하였다. 공시일 전 30일 동안의 AR 평균과 공시일 후 30일 동안의 AR 평균의 차이가 있는지를 대응표본 t-검정을 통해 분석하였다. M&A 공시 전·후 AR에 있어 차이가 있었으나, 가설과는 달리 M&A 공시 후가 공시 전보다 낮은 초과수익률을 나타냈으며, 이 차이는 통계적으로는 유의하지 않은 것으로 나타났다. 또한 공시일 전 15일, 7일의 경우도 AR에 있어서의 차이가 있는지를 분석한 결과, 미미한 차이는 있으나 통계적 유의성을 찾지 못하였다. 통계적 유의성을 갖지는 못했으나 이 연구가 갖는 의의를 살펴보면, 무엇보다도 연구대상 기간을 약 15년에 걸쳐 이루어진 M&A기업 36개를 분석대상으로 하여 기존의 연구에 비해 연구결과의 객관성을 높인 것으로 생각된다.

이러한 분석결과는 우리가 설정한 “정기선 해운기업 간의 M&A가 기업의 가치를 증가시킬 것”이라는 가설은 채택하기 어려울 것으로 보인다. 하지만 초과수익률과 누적초과수익률의 추이를 보면 M&A 공시 후 주가가 다소 상승하고 있는 것으로 보여 기업 가치증대 가설을 다소 지지하는 증거는 보여준 것으로 생각된다. 연구가설이 보다 엄밀한 통계적 검정을 통해 지지되어야 하나 그렇지 못한 것으로 드러나 추가적인 분석이 필요한 것으로 생각된다.

이러한 결과를 보이고 있는 것은 이 연구에서 표본으로 하고 있는 정기선 해운기업 간의 M&A는 단기적인 기업 가치극대화를 위함이 아닌 해운시장에서 인수·합병기업이 시장지배력을 높이고 글로벌네트워크를 한층 더 넓게 구축하며, 규모와 범위의 경제효과를 통해 비용절감 및 이윤창출 등의 효과를 얻고자하는 보다 장기적인 관점에서 이루어지는 경영전략으로 활용되고 있기 때문이기도 한 것으로 생각된다. 또한 단기적인 관점에서 대량의 현금유출에 대한 리스크 상승, M&A효과 중 하나인 리스크 분산효과가 동종 산업간 M&A로 발생하지 않는다는 점과 영업리스크가 상승할 것이라는 점 등으로 투자자들에게 부정적인 영향을 미쳐 인수·합병기업의 가치가 하락한 것으로 판단된다. 따라서 주가의 장기적인 흐름에 대한 분석 및 기업의 재무제표 등 재무적 성과 등에 대한 조사도 이루어져야 할 것으로 생각된다.

그러나 이 연구는 해운산업의 특성상 해운기업 간의 M&A에 대한 자료 및 M&A 성과 분석을 위한 주가 자료 수집상의 한계로 인수·합병기업의 단기성과에 대한 연구만을 진행하였으며, 주가수익률에 영향을 주는 다른 요인에 대한 통제가 이루어지지 못하였다. 또한 인수·합병기업의 장기성과 및 피인수·합병기업의 가치에 M&A가 어떠한 영향을 주었는지 실증분석이 실시되지 못한 한계점이 있다. 이러한 문제점들을 바탕으로 추후 연구가 이루어진다면 가치 있는 연구가 될 것으로 사료된다.

참고문헌

- 장효석·김성표, “기업 인수합병의 장기성과”, 『금융연구』, 제23권, 제4호, 2009, 63-101.
- 김건우, 「재무관리」, 홍문사, 2006.
- 김광희·김현덕, “우리나라와 일본의 해운정책 비교 연구”, 『한국항만경제학회지』, 제23집, 제3호, 2007, 103-126.
- 김동환·홍성도, 「벤처기업 M&A」, 무역경영사, 2001.
- 김영규·이의택·김형규·신용재, 「증권투자론」, 율곡출판사, 2008.
- 김지수·노택환, 「기업의 합병·매수론」, 영남대학교 출판부, 1994.
- 김용섭, “M&A공시가 기업가치에 미치는 단기·장기효과에 대한 실증분석 - 코스닥 상장기업을 중심으로”, 호서대학교 벤처전문대학원, 박사학위논문, 2007.
- 류동근, “컨테이너선사의 제휴전략 수립방안에 대한 고찰”, 『해상교통정책』, 통권 제24호, 1권, 1999, 97-105.
- 박선나, “해운기업 M&A와 주가변동 분석에 관한 실증분석”, 한국해양대학교 대학원, 석사학위논문, 2011.
- 박영태, “세계 정기선해운시장에서의 신글로벌제휴체제 출범에 관한 고찰”, 『한국항만경제학회지』, 제14권, 1998, 577-600.
- 박영태·전호진, “인수합병공시가 인수 기업가치에 미치는 영향에 관한 실증적 연구”, 『유통정보학회지』, 제11권, 제2호, 2008, 57-82.
- 백대기·곽재우·조문기, “M&A 기업의 재무적 동기와 초과수익률”, 『산업과 경영』, 제21권, 제1호, 2008, 181-197.
- 진형인·정환호·김병철, “해운환경변화에 따른 서해안 항만 발전방안 연구 - 목포항을 중심으로”, 『한국항만경제학회지』, 제24권, 제4호, 2008, 71-96.
- 이석규, “한국기업합병의 동기와 성과에 관한 실증연구”, 연세대학교 대학원, 박사학위논문, 1989.
- 임중섭, “정기선 해운기업의 기업연합 결정요인에 관한 실증적 연구”, 중앙대학교 대학원, 박사학위논문, 2003.
- 임중섭, “정기선사의 기업연합 유형선택에 관한 연구”, 『물류학회지』, 제14권, 제3호, 2004, 141-165.
- 장영광, “기업합병과 주식취득이 주주의 부에 미치는 영향에 관한 실증적 연구”, 고려대학교 대학원, 박사학위논문, 1985.
- 정형찬·박경희, “합병일 이후 합병기업 주가의 장기성과”, 『재무관리연구』, 제16권, 제1호, 1999, 83-114.
- 조경식·박준철·김희석·이장형, “코스닥시장에서 합병공시가 주주부에 미치는 효과”, 『경영학연구』, 제32권, 제3호, 2003, 707-732.

- Agrawal, A., Jaffe, J. F. and Mandelker, G. N., "The Post-Merger Performance of Acquiring Firms: A Re-examination of an Anomaly," *Journal of Finance*, Vol.47, No.4, 1992, 1605-1621.
- Alix, Y., Slack, B. and Comtois, C., "Alliance or Acquisition? Strategies for Growth in the Container Shipping Industry, the Case of CP Ships," *Journal of Transport Geography*, Vol.7, 1999, 203-208.
- Barber, B. M. and Lyon, J. D., "Detecting Long-run Abnormal Stock Returns: The Empirical Power and Specification of Test Statistics," *Journal of Financial Economics*, Vol.43, 1997, 341-372.
- Changqi, W. and Ningling, X., "Determinants of Cross-Border Merger & Acquisition Performance of Chinese Enterprises," *Procedia Social and Behavioral Sciences*, Vol.2, 2010, 6896-6905.
- Darkow, I., Kaup, C. and Schiereck, D., "Determinants of Merger & Acquisition Success in Global Logistics," *International Journal of Logistics*, Vol.11, No.5, 2008, 333-345.
- Dodd, P. and Ruback, R., "Tender offers and stockholder returns : An empirical analysis," *Journal of Financial Economics*, Vol.5, 1977, 351-373.
- Dodd, P., "Merger Proposals, Management Discretion and Stockholder Wealth," *Journal of Financial Economics*, Vol.8, No.2, 1980, 105-137.
- Fama, E. F., "Efficient Capital Markets : A Review of Theory and Empirical Work," *Journal of Finance*, Vol.25, No.2, 1970, 383-417.
- Fusillo, M., "Structural Factors Underlying Mergers and Acquisitions in Liner Shipping," *Maritime Economics & Logistics*, Vol.11, No.2, 2009, 209-226.
- Halpern, P. J., "Empirical Estimates of the Amount and Distribution of Gains to Companies in Mergers," *Journal of Business*, Vol.46, No.4, 1973, 554-575.
- Hogarty, T. F., "The Profitability of Corporate Mergers," *Journal of Business*, Vol.43, No.3, 1970, 317-327.
- Kelly, E. M., "The Profitability of Growth Through Mergers," *The Journal of Finance*, Vol.23, No.3, 1968, 546-547.
- Panayides, P. M. and Gong, X., "The Stock Market Reaction to Merger and Acquisition Announcements in Liner Shipping," *International Journal of Maritime Economics*, Vol.4, 2002, 55-80.
- Wilcox, H. D., Chang Kuo-Chung and Grover, V., "Valuation of Mergers and Acquisitions in the Telecommunications Industry: a Study on Diversification and Firm Size," *Information and Management*, 2001, 459-471.

국문요약

정기선사 M&A와 주가수익률 실증분석

박선나 · 이기환

본 연구에서는 M&A동기 중 기업의 궁극적인 목표인 기업가치 극대화를 위한 목적으로 이루어진다는 가치극대화동기이론을 바탕으로 정기선 해운기업 간 M&A가 인수·합병기업 가치의 증대를 가져올 것이라는 가설을 설정하고 사건연구법 중 시장조정수익률모형을 활용하여 실증분석을 실시하였다. 이를 위하여 정기선 해운기업 간 M&A 사례를 조사하고, M&A가 인수·합병기업의 가치에 어떠한 영향을 미쳤는지 주가자료를 바탕으로 사건일로 M&A 공시일로, 사건기간을 M&A공시 전·후 30일간으로 정하여 단기성과를 분석하였다. 즉 공시 후 초과수익률이 이전에 비해 높은지를 검정하였으며, 누적수익률의 추이 조사를 통해 기업가치가 증가하였는지도 살펴보았다.

그 결과, 분석기간(-30, +30)동안 비정상수익률(AR)이 -1% ~ 1% 사이에 시현되고 있었으며, 누적초과수익률(CAR)은 지속적으로 상승하다 +24일에 최고를 기록한 후 소폭 하락하는 추이를 보였다. 이처럼 초과수익률의 분석에서는 어느 정도 기업가치가 상승하는 것으로 나타나 연구가설을 어느 정도 지지하고 있다. 하지만 정기선 해운기업의 M&A 후 시현된 초과수익률이 통계적으로 유의하지 않아 M&A가 인수·합병기업의 기업가치 증대에 영향을 미쳤는지에 대한 실증적 증거는 약한 것으로 나타났다.

이 연구에서 표본으로 하고 있는 정기선 해운기업 간의 M&A는 인수·합병기업이 해운시장에서 시장지배력을 높이고 글로벌네트워크를 한층 더 넓게 구축하며, 규모와 범위의 경제 효과를 통해 비용절감 및 이윤창출 등의 효과를 얻고자하는 보다 장기적인 관점에서 이루어지는 경영전략으로 활용되고 있기 때문이기도 한 것으로 생각된다.

핵심 주제어 : 해운, M&A, 정기선해운, M&A효과, 주가변동