

# 세계 M&A 시장 전망과 시사점

2011. 11.

연구위원	박용린
연구원	안유미



**자본시장연구원**  
Korea Capital Market Institute



— 《 著 者 註 》 —

역사적으로 과열과 침체를 거듭하며 현재의 모습에 이르고 있는 세계 M&A 시장은 수년전 미국에서 시작된 금융 위기로 또한 한 번의 침체기를 겪고 최근 부활의 조짐을 보이고 있습니다. 현재 세계 경제의 불확실성에도 불구하고 향후 미국 경제가 회복되고 유럽 재정위기가 안정될 경우 세계 M&A 시장은 또 한 번의 활황이 예고되고 있습니다.

이러한 M&A 시장의 활황세는 과거 수십 년간 추세적으로 진행되어온 세계 주요 대형기업의 보유 현금의 증가와 세계 경제의 풍부한 유동성, 그리고 금융 위기에도 불구하고 과거 수년간 급증한 기업이익 등 다양한 M&A 환경 요인에 의해 뒷받침되고 있습니다.

글로벌 시장에서 경쟁해야만 하는 우리나라 기업들 입장에서, 그리고 이를 뒷받침하는 산업 및 금융정책 당국자들의 입장에서 다가오는 또 다른 대형 M&A의 물결을 예상하고 이에 대해 중장기적인 글로벌 경영 전략 및 정책적 대비책을 마련하는 것은 현 시점에서 중요한 과제라고 할 수 있을 것입니다.

아무쪼록 본 보고서가 해외시장에 진출하는 우리나라 기업과 정책당국자들에게 현재 세계 M&A 시장의 거시적 흐름을 파악하고 기업의 성공적인 해외 진출과 M&A를 통한 기업성장 발전에 유용한 지침이 될 수 있기를 바랍니다. 독자 여러분의 많은 관심과 의견 개진을 부탁드립니다, 관련 문의 사항은 아래의 필자에게 연락하시기 바랍니다.

박 용 린 yrpark@kcmi.re.kr 3771-0830

안 유 미 woops67@kcmi.re.kr 3771-0869



# 목 차

<b>Executive Summary</b> .....	v
<b>Abstract</b> .....	xi
<b>I. 서론</b> .....	1
<b>II. 해외 Merger Wave 개관 및 이론적 고찰</b> .....	5
1. 각 Merger Wave의 특징 .....	5
2. Merger Wave에 대한 이론적 고찰 .....	12
<b>III. 기업보유 현금의 추세적 증가 및 M&amp;A에 대한 영향</b> ...	17
1. 기업보유 현금의 추세적 증가 .....	17
2. 기업 현금 보유에 대한 이론적 고찰 .....	20
3. 기업 현금 보유 증가의 M&A Wave에 대한 영향 .....	23
4. 기업 순현금흐름 및 M&A Wave에 대한 영향 .....	24
<b>IV. Merger Wave 가능성 검토</b> .....	27
1. Merger Wave의 결정요인 .....	27
2. 결정요인별 Merger Wave 가능성 .....	28
<b>V. 향후 Merger Wave의 전망</b> .....	35
1. 최근 세계 M&A 시장 현황 .....	35
2. 최근 국내 M&A 시장 현황 .....	36

3. 향후 Merger Wave의 특징 전망 .....	41
4. 산업별 M&A의 동인 .....	43
VI. 결론 및 시사점 .....	49
참 고 문 헌 .....	55

## 표 목 차

<표 III-1> 주요 국가별 기업 현금 및 총자산 현황 .....	19
<표 III-2> 국내 기업의 총자산 대비 EBITDA .....	26
<표 V-1> 국내기업에 의한 해외 M&A 현황 .....	36
<표 V-2> 국내기업 해외 M&A 업종별 비중 .....	37
<표 V-3> 국내기업에 의한 주요 해외 M&A 거래 .....	38
<표 V-4> 국내 M&A 시장규모 .....	40
<표 V-5> 주요 국내 M&A 거래 .....	41
<표 V-6> 최근 주요 산업별 M&A 동인 .....	46
<표 V-7> 대표 산업별 M&A의 주요 동인 .....	48
<표 VI-1> 대표 산업별 주요 대형 M&A(2007-2010) .....	52

## 그 립 목 차

<그림 I-1> 연도별 세계 M&A 거래금액 .....	2
<그림 III-1> 기업보유 현금 및 총자산대비 현금 비중 .....	18
<그림 III-2> 기업보유 현금 및 총자산대비 순현금흐름 비중 .....	26
<그림 IV-1> 신용스프레드 및 3개월 LIBOR 금리 .....	29
<그림 IV-2> 기업이익률 및 S&P500 추가수익비율 .....	31

## 약 어 표

CAR	Cumulated Adjusted Returns
CNCF	Corporate Net Cash Flow
CP	Commercial Paper
EBITDA	Earnings Before Interest, Taxes, Depreciation and Amoritization
IT	Information Technology
LBO	Leveraged Buyout
LIBOR	London Interbank Offered Rate
M&A	Mergers and Acquisitions
MBO	Management Buyout
MMF	Money Market Fund
NYSE	New York Stock Exchange
PE	Private Equity
R&D	Research and Development
RP	Repurchase Agreement

## 《 Executive Summary 》

- 세계 M&A 시장은 주기적인 M&A 시장의 활성화(Boom)와 침체기(Bust)로 뚜렷이 구분되며, M&A 거래는 특정 시기 및 산업을 중심으로 집중적으로 발생하는 특성이 있으며, 이를 통상 Merger Wave라 지칭
  - 1890년 말부터 현재 시점까지 총 6차례에 걸친 Merger Wave가 있었으며 각 Merger Wave는 각 시기의 경제 및 산업 환경, 기술발전과 규제 상황에 따라 각각 다른 특색을 지니며 진행
  - 1차(1890년대), 2차(1920년대), 3차(1960년대), 4차(1980년대), 5차(1990년대) 및 6차(2000년대)
  - 6차의 Merger Wave 모두 주식시장의 폭락으로 마감됨
  
- 제1차에서 제6차까지의 각 Merger Wave의 특성은 다음과 같음
  - 제1차 Wave는 1890년대 미국에서 시작되었으며 Wave 발생 전 전반적인 경제의 불황, 기업설립에 대한 주정부의 신규 법안 제정 및 NYSE에서의 산업 주식 매매 개시 등이 발생 배경이며, 생산설비의 통합(consolidation)이 가장 큰 특징으로서 규모의 경제를 통한 비용의 절감보다 경쟁배제를 통한 가격 지배력 강화를 위한 수평적 결합이었음

- 제2차 Wave는 1920년대에 발생하였으며 제1차 Wave의 여파로 제정된 반독점법의 규제를 피하는 방향으로 진행되었으며 수직적 통합 및 과점구조의 형성으로 범위의 경제를 위한 합병 및 지주회사의 출현이 특징
- 제3차 Merger Wave는 제2차 세계대전 후 회복기인 1950년대에 발생하였으며 성장 동력의 확보 및 이익변동성을 낮추기 위한 다각화 및 복합기업(conglomerate)의 출현이 큰 특징이며 대리인 문제가 큰 이슈로 부각
- 제4차 Wave는 1980년대 초반에 시작되었으며 반독점법의 변화, 금융시장의 규제 완화, 정크본드 시장의 발달, 적대적 M&A 및 LBO의 성행 등이 큰 특징으로서 제3차 Wave로 인한 다각화와 복합기업화를 되돌리는 과정에서 사상 유래가 없었던 규모 및 건수의 구조조정을 기록하였으며, 기업 주주권 강화와 자본시장의 발달은 대리인 비용의 감소와 기업지배구조의 강화를 가져옴
- 제5차 Wave는 1990년대 초에 시작하였으며 Merger Wave가 미국뿐만 아니라 유럽과 아시아 시장에서도 전개되었으며, 세계 경제의 글로벌화, 기술 발전, 규제 완화에 기인한 국경 간 M&A의 급증과 사모펀드(private equity)의 부상이 큰 특징임
- 제6차 Wave는 2000년대 초에 시작하였으며 M&A 시장의 글로벌화, 국경 간 M&A의 급증 및 사모펀드의 지속적인 비중 강화가 특징으로 전 세계적 과잉 유동성으로 인하여 M&A 시장이 활성화되고 현금 지급 M&A 거래가 증가

□ **Merger Wave에 대한 이론은 크게 신고전주의, 행태주의, 그리고 마켓타이밍 이론이 있음**

- 신고전주의 이론은 Merger Wave가 다수의 기업들의 동시적인 구조조정을 유인하는 경제적, 기술적 요인이 Merger Wave의 주요 동인임을 주장
- 행태주의 이론은 경영자의 비합리적 M&A 의사결정 또는 경영자와 주주간 대리인 문제가 Merger Wave의 주요 동인임을 주장
- 마켓타이밍 이론은 금융시장에서의 일시적인 주가의 고평가는 기업들로 하여금 주식발행을 통하여 실물 자산을 인수할 유인을 갖게 한다는 이론

□ **한편, 미국 기업들의 현금 보유는 1980년대 이후 장기적으로 증가하는 추세**

- 2010년말 총자산 대비 6.6%인 2조 470억 달러의 현금성 자산을 보유하고 있으며 1981년 3.3%로 최저점을 기록한 이후 지속적인 상승 추세
- 기업 현금 보유액의 증가는 유럽과 중국, 한국, 일본 등 아시아·태평양 지역에서도 관찰되는 세계적인 현상임

□ 기업 현금 보유 동기에 대한 이론은 다음과 같으며, 이 중 기업 현금 보유액 증가는 예비적 동기, 대리인 동기, 전략적 동기가 주로 작용

— 현금 보유 동기에 대한 이론

- 거래비용 동기(transaction motive)
- 예비적 동기(precautionary motive)
- 세금 동기(tax motive)
- 대리인 동기(agency motive)
- 전략적 동기(strategic or predatory motive)

— 현금 보유 금액이 많은 기업은 타 기업을 M&A하고자 하는 경향이 나타나며 대부분 주주가치의 훼손으로 나타남

□ 그러나, 보유 현금의 증가 추세는 M&A 시장의 구조적 변화를 가져온 주요 동인(driver)임에도 불구하고 Merger Wave를 구체적으로 촉발하는 것은 아니며 총자산 대비 기업 순현금흐름이 Merger Wave 발생 시기를 더 잘 설명

— 기업 순현금흐름은 EBITDA와 유사한 개념으로 영업으로부터의 현금흐름이며 총자산 대비 순현금흐름 비중은 자산 규모 대비 사업으로부터의 현금유입 규모임

— 또한 순현금흐름이 높은 기업은 경영자로 하여금 향후 경제 및 사업을 양호하게 전망하도록 하는 계기를 제공

- 총자산 대비 순현금흐름 비중이 높은 시기는 Merger Wave의 시작 시기와, 그리고 순현금흐름 비중이 급락하는 시기는 Merger Wave의 종결 시점과 대체적으로 일치
- 총자산 대비 순현금흐름 비중이 6.3%에 이르는 2011년은 제7차 Wave의 출발점에 서있을 가능성이 높은 시기임

□ 기타 Merger Wave에 영향을 미치는 요소는 거시경제 요인, 기업 환경 요인 및 외생적인 요인으로서의 기술적 변화와 규제 변화 등을 들 수 있음

- 거시경제 요인으로서의 신용 스프레드는 2009년 사상 최고치를 기록한 이후 빠르게 축소 중이며 LIBOR 금리의 경우 역사적 최저점을 기록 후 반등 모색 중
- 기업 환경요인으로서의 기업 수익성은 이미 금융위기 직전의 수익률을 이미 초과하여 1950년 이후 최고치를 기록 중이며 주식시장 주가수익비율은 과거 50여년 간의 역사적 평균보다 다소 낮음
- 외생적 요인으로서의 기술적 변화는 정보통신 기술의 발전이 일단락 되고 추가적으로 광범위한 규제완화가 이루어지고 있지 않은 상황으로 과거 Merger Wave와 달리 Wave 축진의 동력은 약한 상황

- 향후의 Merger Wave는 글로벌 경쟁, 지속적 기술개발 및 규제완화라고 하는 제5차 및 제6차 Merger Wave의 기본적인 동인이 유지될 것으로 전망되며, 그 주요한 특징은 다음과 같을 것으로 예상
  - 풍부한 현금을 바탕으로 한 경영 전략적 M&A 증가
  - 국경 간 M&A, 특히 아시아 M&A 비중의 증가
  - 사모펀드의 역할 강화
  
- 산업별 M&A의 주요 동인 가운데 가장 큰 부분을 차지하는 것은 고성장 지역 진출, 규모의 경제를 위한 산업통합, 전후방 기업의 인수 등을 들 수 있음
  
- Wave의 초기에 인수자로서 적극적으로 참여하는 것은 상당한 선점효과(first-mover advantage)가 있는 것으로 알려져 있으므로 자금력과 해외시장 진출의 니즈를 가진 국내 기업의 적극적인 고려가 요청됨
  - 성숙 단계에 이른 국내시장 탈피로 새로운 수익원을 창출하고 성장 동력을 확보
  - 시장지배력의 확보와 시장 주도자로 변화하기 위한 지속적인 글로벌화
  - 에너지 자원의 전략적 중요성 증대에 따른 지속적 자원개발 확보

« **Abstract** »

The global M&A market goes through periodic booms and busts, referred to as merger waves, where M&A activities cluster around specific periods and industries. There have been six merger waves in the history of global M&As and they occurred in: the 1890s, 1920s, 1960s, 1980s, 1990s, and 2000s. From the fifth wave(1990s), the M&A boom spread to Europe and Asia. Each wave is unique in its economic, technological, regulatory, and general background.

The first wave was driven by horizontal consolidation resulting in monopolies, whereas the second wave was driven by vertical integration leading to oligopolies. The third(1960s) was characterized by diversifications; the fourth(1980s) was to unwind the diversification and focus on core businesses. The two most recent waves were driven by the competition in a more globalized business environment, and the rise of private equity and some Asian countries including China.

Corporate cash holdings have increased since the 1980s. This is also true for European and Asian corporations at least since the early 2000s. Such an increase in the share of cash to total assets is affected by precautionary, agency, and strategic motives behind the cash holdings.

However, unlike the common observation in the press, corporate cash holdings themselves do not necessarily ignite merger waves. Rather, corporate net cash flow better predicts the timing of a merger wave. Corporate net cash flow relative to total assets shows the available resources and profitability, and it could have predicted three out of four waves since the 1950s.

In the US, corporate net cash flow relative to total assets in 2010 was 6.3%, close to the historical high of 7.0% recorded in 1966, when the third wave started. In addition, credit markets are showing improvements: credit spreads are tightening and LIBOR is at a historical low. Also, corporate profitability in 2010 is near its historical high and firm valuations are slightly lower than historical averages as shown in the S&P 500 P/E ratio. All of these factors point to an imminent merger wave in a few years.

Participating in the early stage of an M&A boom is more profitable than entering at a later stage. Korean firms competing in the global market are well advised to anticipate what is coming in the global M&A market and to exploit the first mover's advantage.

## I. 서론

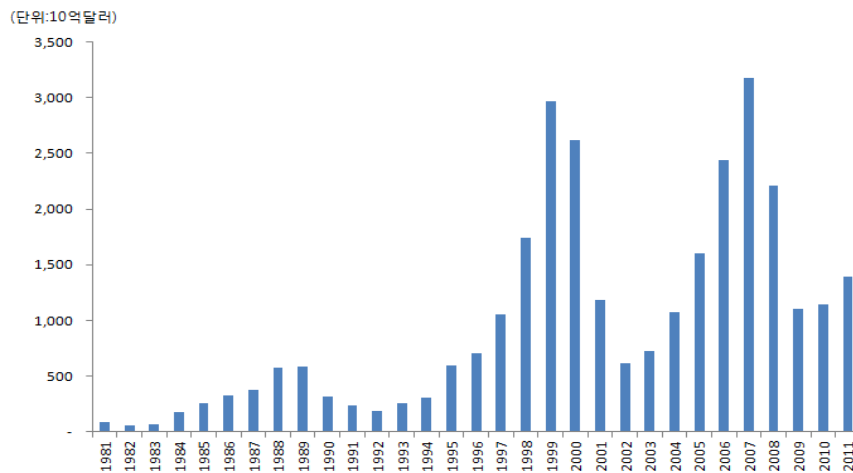
- 세계 M&A 시장은 주기적인 M&A 시장의 활성화(Boom)와 침체기(Bust)로 뚜렷이 구분되며, M&A 거래는 특정 시기 및 산업을 중심으로 집중적으로 발생하는 특성이 있으며, 이를 통상 Merger Wave라 지칭
  - 1890년 말부터 현재 시점까지 총 6차례에 걸친 Merger Wave가 있었으며 각 Merger Wave는 각 시기의 경제 및 산업 환경, 기술 발전과 규제 상황에 따라 각각 다른 특색을 지니며 진행
  - 1999년 제5차 Wave 및 2007년 제6차 Wave의 정점에서 세계 M&A 시장 규모는 각각 3조 2천억 달러, 3조 달러에 이름
  
- 한편, 미국 기업들은 1980년대 초부터 총 자산 대비 보유 현금 비중을 지속적으로 증가시켜 왔으며 이는 1980년대 이후의 Merger Wave와 관련하여 이러한 Wave의 직·간접적인 유발 요인으로 인식
  - 미국뿐만 아니라 유럽, 중국, 일본 및 국내 기업들도 2000년대 들어 현금 보유액을 지속적으로 증가시켜 왔음
  
- 또한, Merger Wave의 거시 환경을 조성하는 요인인 신용 및 유동성의 경우도 금융위기 극복 과정에서 세계 경기침체의 방지 등을 목적으로 양적 완화 정책이 시행되었으며, 최근의 EU 재정위기로 이러한 정책이 당분간 계속 추진될 것으로 예상됨

## 2 세계 M&A 시장 전망과 시사점

□ 따라서, 최근의 거시경제 및 산업구조 환경과 기업의 현금성자산 보유 현황에 대한 검토를 바탕으로 금융위기 이후 장차 Merger Wave가 전개될 가능성을 고찰하고 이를 통하여 국내 기업의 해외 M&A를 통한 세계시장에서의 경쟁 전략 및 성장 전략에 대한 시사점과 금융 및 산업정책 당국의 주의 환기가 필요

— 최근 Google의 Motorola 인수 건과 같은 대형 글로벌 IT 기업 간의 합병연횡은 이들과 경쟁관계에 있는 국내 선도 IT 업체들에게 성장 및 사업 전략에서 매우 중요한 의미를 가짐

<그림 1-1> 연도별 세계 M&A 거래금액



자료: Datastream

□ 본 연구에서는 과거 수 차례에 걸쳐 발생한 Merger Wave의 거시경제 및 산업구조 환경의 분석을 통하여 금융위기 이후 차기 Merger Wave가 향후 전개될 가능성을 고찰해보고 이를 통하여 다음과 같은 연구의 효과를 기대

- 국내 기업의 글로벌 경쟁 전략 및 성장 전략에 대한 시사점 제공
- Merger Wave의 발생 가능성 관련 정책 당국 및 업계의 주의 환기
- 국내 기업의 해외 M&A 관련 산업 및 금융 정책적 지원 방안 모색을 위한 근거의 제시



## II. 해외 Merger Wave 개관 및 이론적 고찰

- 기존의 문헌에서는 현재까지 역사적으로 모두 6회의 Merger Wave가 있었던 것으로 논의됨
  - 1차(1890년대), 2차(1920년대), 3차(1960년대), 4차(1980년대), 5차(1990년대) 및 6차(2000년대)
  - 1990년대의 제5차 Wave 이후 과거의 Merger Wave와 규모 및 건수에서 이전 Wave와 달리 대형화 진행
    - 1990년대 5차 Merger Wave는 금액적으로도 1983~1989년간의 4차 Merger Wave의 5배가 넘는 금액
    - 총 M&A 건수도 미국 및 유럽 각각 119,035 및 116,925건으로 4차 Wave 발생 건수의 각각 4배 및 9배 수준임
  - 과거 Merger Wave는 모두 주식시장의 붕괴에 따라 종결되는 공통적인 특징을 가짐

### 1. 각 Merger Wave의 특징

#### 가. 제1차 Merger Wave(1897~1904)

- 1890년대 미국에서 시작된 제1차 Merger Wave의 배경으로는 Wave 발생 전 전반적인 경제의 불황, 기업설립에 대한 주정부의 신규 법안 제정 및 NYSE에서의 산업 주식 매매 개시 등을 들 수 있음 (O'Brien(1988))

## 6 세계 M&A 시장 전망과 시사점

- 특별히 제1차 Wave를 “Great Merger Wave”로 부르기도 함
- 유럽에서는 1880~1904 년간 발생
- 제1차 Wave는 산업 생산설비의 통합(consolidation)이 가장 큰 특징으로서 Stigler(1950)는 이를 “merging to form monopolies”라고 규정
- 규모의 경제를 통한 비용의 절감보다 경쟁배제를 통한 가격 지배력 강화를 위한 수평적 결합으로서 다양한 산업에서 독점기업 출현 (Lamoreaux(1985))
- 제1차 Wave에 의한 독점기업의 출현은 미국에서 공정거래 관련 규제당국의 반독점 입법을 초래
  - 미국 Sherman Antitrust Act(1890)는 반독점법의 효시로 미국 연방정부가 트러스트, 카르텔 및 독점에 대한 조사권을 부여
  - 미국 Clayton Act(1914)는 미국 공정거래위원회 및 법무부가 합병 후 독점이 되는 합병 건 뿐만 아니라 모든 합병을 승인 하도록 하였음
- 1903~1905 년간의 주식시장의 약세장에 의해 제1차 Wave 붕괴

### 나. 제2차 Merger Wave(1916~1929)

- 제1차 Wave의 독점화 경향에 대응하여 제정된 반독점법은 오히려 제2차 Wave를 촉발한 환경을 제공하였으며 반독점법의 규제를 피하는 방향으로 진행
  - 반독점법은 독점기업의 해체와 자산매각을 가져옴에 따라, 제2차 Wave는 수평적 통합이 아닌 수직적 통합(vertical integration)의 방향으로 진행

- Stigler(1950)는 이러한 제2차 Wave를 독점기업이 아닌 과점구조 (oligopolistic structure)에 의한 지배로 규정
- 이 시기 통합(consolidation)의 본질은 제1차 Wave가 시장지배력의 강화를 위한 목적이었던 것과 달리 범위의 경제를 위한 합병 및 지주회사의 출현임
- 유럽에서는 1919~1929 년간 발생
- 제2차 Wave는 결국 1929년 주식시장의 폭락으로 마감

#### 다. 제3차 Merger Wave(1965-1973)

- 제3차 Merger Wave는 제2차 Wave 이후의 세계 대공황과 이어진 제 2차 세계 대전 후 1950년대의 전후 회복기와 맞물려 등장하였으며 미국과 영국의 경우 다른 양상으로 나타남
  - 미국은 다각화와 복합기업(conglomerate)의 출현으로 진행된 반면 영국은 수평적 통합으로 진행(Sudarsanam(2003))
  - 미국은 기업들의 성장 동력의 확보, 그리고 1950년 반독점법의 강화로 수평적 또는 수직적 통합보다 다각화를 위한 M&A에 집중하였으나, 이의 동인(driver)에 대해서는 이견 존재
    - Celler-Kefauver Act(1950)는 경쟁을 감소시키는 주식인수를 금지했지만 자산인수를 금지시키지 못했던 Clayton Act(1914)를 강화하여 자산인수도 금지하였으며, 직접적인 경쟁자가 아닌 기업을 인수할 경우에도 인수 조건을 강화
    - 주식시장에서의 기업가치를 높이고 이익 변동성을 낮추기 위해 소속 산업 외의 사업을 인수·합병(Sudarsanam(2003))

## 8 세계 M&A 시장 전망과 시사점

- 당시 데이터, 애널리스트 보고서 및 기업정보 부족, 기관투자자 층의 부족, 회사채 시장의 유동성 부족 등으로 불완전하였던 외부 자본시장(external capital market)과 달리 기업 내부 유보 자금을 바탕으로 하는 내부 자본시장(internal capital market)은 모니터링, 정보우위, 자본비용, 자원분배 측면에서 외부 자본시장보다 유리하였으며, 복합기업의 경우 이익의 변동성, 낮은 부도 가능성 등의 측면에서 내부 자본시장을 통한 자금조달에 주력(Williamson(1970))
  - 또한 이 시기 M&A는 피인수 기업의 경영진을 교체하지 않는 경우가 많았으며 경영자 시장의 불완전성으로 M&A를 통하여 유능한 경영자를 확보하려는 유인도 존재(Matsusaka(1993))
  - 마지막으로, 다각화가 특징인 이 시기 M&A는 경영자의 사적 유인을 바탕으로 한 경영자와 주주 간 대리인 문제가 크게 작용(Amihud and Lev(1981), Jensen(1986))
- 제3차 Merger Wave는 1973년 오일쇼크 및 이로 인한 주식시장 침체로 붕괴

### 라. 제4차 Merger Wave(1981~1989)

- 제4차 Wave는 1970년대의 불황과 인플레이션을 극복한 1980년대 초반에 출현되었으며, 반독점법의 변화, 금융시장의 규제 완화, 정크본드 시장의 발달, 전자산업의 기술 발전에 의해 촉발되었으며 M&A 시장은 사상 유래가 없었던 규모 및 건수의 구조조정 등이 특징임
- 제4차 Wave는 제3차 Wave의 무분별한 비효율적 다각화를 되돌리는 과정에서 발생(Bhagat et al.(1990), Shleifer and Vishny(1991))

- 제4차 Wave의 주요 특징은 적대적 M&A, 상장폐지(going private), 차입매수(LBO) 및 경영자매수(MBO) 등으로 이러한 형태의 M&A가 증가한 것은 이러한 M&A가 대리인 비용을 크게 감소시키고 기업 지배구조를 강화하는데 적합한 M&A 방식이었기 때문(Holmstrom and Kaplan(2001))
- 이러한 방식의 M&A는 1980년대 들어 형성되기 시작한 미국의 두터운 기관투자자 층 및 주주권 강화, 효율화된 자본시장 등에 의해 크게 영향을 받음(Blair(1993), Donaldson(1994))
  - 약화된 반독점 기조, 효율화된 자본시장, 주주통제의 개선 등으로 기업들이 핵심 사업에 주력할 수 있는 환경 조성(Blair(1993))
  - 외부 자본시장의 효율화로 외부 자본시장의 비용이 하락한 반면, 내부 자본시장 관련 중간 관리자의 기득권 추구 및 관료화 경향은 기업들로 하여금 외부 자본시장에 대한 의존을 강화(Bhide(1990))
  - 또한, 제3차 Wave에서 형성된 복합기업 구조는 개별 산업의 충격에 효율적 대응이 불가능하였음(Mitchell and Mulherin(1996))
- 유럽에서는 1983~1989 년간 존재
- 제4차 Wave는 1989년 주식시장의 폭락과 이에 촉발된 정크본드 시장의 붕괴로 마감

#### 마. 제5차 Merger Wave(1993~2000)

- 1993년에 시작된 제5차 Merger Wave의 가장 큰 특징은 Wave의 국제적인 성격과 국경 간 M&A의 급증으로 제5차 Wave의 경우 그 이전 Wave와는 비교가 되지 않는 규모와 수를 나타내었으며, 전 세계적으로 20조 달러 이상의 M&A 시장규모 형성

10 세계 M&A 시장 전망과 시사점

- 유럽에서는 Wave 당시 미국 M&A 시장규모에 버금가는 규모의 M&A 시장을 형성하였으며, 아시아 M&A 시장도 비약적 발전을 이룸
- 국경 간 M&A의 급증은 상품, 서비스 및 자본시장의 글로벌화와 기술개발, 규제 완화에 기인하며, 세계 시장에서의 경쟁 강화에 따라 국제 경쟁력 확보를 위해 각국 기업들이 M&A에 크게 의존
  - 글로벌화를 통하여 비용절감, 신규 시장진출을 도모하며 주식 시장의 활황세를 M&A에 적극 활용
  - 특히 각국 금융, 통신, 유틸리티 산업의 규제 완화와 민영화는 국경 간 M&A 활성화의 주요 원인
  - 또한, 하이테크, 바이오, 제약 등 R&D 집약적인 산업의 경우 장기간이 소요되는 자체 개발보다는 국경 간 M&A를 통해 원천기술을 확보하려는 경향이 나타남
- 제5차 Wave는 관련 기업 간에 나타나는 경향이 높았으며 자산매각 보다는 인수 또는 합병이 대부분이며
  - 제5차 Wave는 가동률이 높은 기업이 주로 관련되었으며 (Andrade and Stafford(2001)), 이는 제5차 Wave의 성격이 글로벌 시장 주도권을 위한 성장에 주력하는 것이며 전문화 또는 구조조정이 아님을 의미
- 제5차 Wave는 상대적으로 대형 M&A가 많았으며, 1990년대 주식시장 활황세는 인수기업으로 하여금 주식발행을 통하여 인수대금 지급을 가능하게 하였으며, 회사채 시장의 발전과 낮은 금융비용은 Merger Wave의 주요한 환경 제공
- 반면, 제5차 Wave에서 적대적 M&A의 비중은 미국과 영국을 중심으로 크게 감소

- 1990년대의 강세장으로 피인수기업 주주들의 인수가에 대한 거부감이 적었음
  - 1980년대의 적대적 M&A에 대한 방어 대책의 수립 등으로 1990년대는 적대적 M&A가 상대적으로 어려워짐
  - 스톡옵션, 주주행동주의, 사외이사의 역할 강화 등 개선된 기업 지배구조로 적대적 M&A를 통한 주주권 행사의 필요성이 감소
  - 그러나, 유럽 대륙의 경우 오히려 적대적 M&A가 많았음
- 2000년 기술주 버블의 붕괴와 함께 제5차 Wave는 종결되었으며, 전체적으로 이 시기 M&A는 주주가치의 훼손을 가져온 것으로 분석(Moeller et al. 2005)

#### 바. 제6차 Merger Wave(2003~2007)

- 2000년의 주식시장 폭락 이후 시장의 회복이 마무리된 2003년에 시작된 제6차 Merger Wave의 가장 큰 특징은 1990년대의 글로벌화와 글로벌 시장에서의 산업통합(industry consolidation) 추세의 지속이며, 1990년대와 마찬가지로 미국, 유럽 및 아시아 시장에서 골고루 진행
- 제6차 Wave는 전 세계적 과잉 유동성에 주로 기인하였으며, M&A 대가로서 주식발행보다는 현금 지급이 더 많았고, 낮은 금융비용 및 높은 기업 현금 보유액에도 불구하고 과열된 M&A 양상을 보이지는 않았으나 이 시기의 M&A도 제5차 Wave와 마찬가지로 주주가치의 훼손을 가져온 것으로 평가되고 있음(Alexandridis et al.(2010))
  - 유럽 기업들이 국경 간 M&A에 가장 적극적이며, 중국 기업들의 참여도 활발

## 12 세계 M&A 시장 전망과 시사점

- 통신, 석유 및 가스, 소매, 제약, 전력 등의 산업에서 글로벌 산업 통합 추세가 활발
- 반면, 중국 및 일본에서의 일부 적대적 M&A를 제외하고는 적대적 M&A 활동은 역사적 저점 수준
- 제6차 Wave의 주요 동인은 다음과 같음
  - 1990년대의 제5차 Wave의 연장선상에서 2000년의 기술주 버블 붕괴 및 2002년 9·11사태로 지연된 M&A가 개시됨
  - 2000년 초의 주식시장 폭락과 경기침체로 부실화된 기업과 개발도상국의 민영화로 M&A 매물 증가
  - 현금이 풍부한 기업에 의한 신규 해외시장 진출을 위한 M&A
  - 세계 M&A 시장에서 사모펀드(private equity)의 역할 강화와 대형화 진행
- 제6차 Wave는 2007년 Sub-prime 사태와 2008년 리먼 사태로 인한 주식시장 폭락으로 마감됨

## 2. Merger Wave에 대한 이론적 고찰

### 가. 신고전주의 이론(Neoclassical Theory)

- 신고전주의 이론은 다수의 기업들의 동시적인 구조조정을 유인하는 경제적, 기술적 요인이 Merger Wave의 주요 동인임을 주장하며 이 이론에 의하면 Merger Wave는 항상 경제적 활황기에 나타나며, 이는 활황기 기업 현금흐름의 증가가 기업가치의 증가와 동시에 재무적 제약의 완화로 나타나면서 M&A 가격이 기업가치에 근접하기 때문에 나타남

- Coarse(1937)는 M&A 활동이 기술적 변화에 의해 촉발됨을 주장
- Gort(1969)는 제품시장에서의 불균형이 산업의 구조조정과 M&A를 일으킨다고 주장
- Jensen(1993)은 기술적 충격 및 제품 시장의 충격이 과잉 생산설비를 야기하고 이러한 과잉설비를 축소하는 과정이 M&A라고 주장
- Jovanovich and Rousseau(2001, 2002)는 경제적 및 기술적 변화가 기업 간 성장 기회의 편차를 가져오고, M&A를 통하여 자원이 좀더 생산적인 기업으로 재분배가 이루어짐을 주장
- Sundarsanam(2003)은 정치적, 경제적, 사회적, 기술적 측면이 모두 M&A 활동에 영향을 미친다고 주장하며, 대표적인 사례로 조세개혁, 반독점 법안의 강화, 규제완화, 민영화를 들고 있음
- Rhodes-Kropf and Robinson(2008)은 기업 간 자산이 보완재적 성격을 가질 때 M&A가 일어나며, 이러한 보완성을 높이는 경제적, 기술적 충격이 일어날 때 M&A가 활발해짐을 주장
- Harford(1999)에서는 현금 보유액이 많은 기업일수록 M&A 시장에 보다 적극적으로 참여하는 것을 실증적으로 보임
- Harford(2005)는 특정 산업의 충격 및 제도적 충격만으로 Merger Wave가 발생하지 않으며, 거시경제적으로 충분히 낮은 비용의 자본과 풍부한 유동성이 존재해야만 M&A가 활발해짐을 보임

### 나. 행태주의 이론(Behavioral Theory)

- 행태주의 이론은 M&A의 상당수가 주주가치의 훼손을 가져온다는 실증 분석 결과에 주목하여 경영자의 비합리적 M&A 의사결정 또는 경영자와 주주간 대리인 문제에 초점을 맞춘 이론임

- Jensen(1986, 2004)은 산업 충격 또는 금융시장 활황에 따른 대리인 문제가 주주가치의 훼손을 가져오는 M&A의 원인으로 주장
- Roll(1986)은 경영자의 과도한 자심감이 자만(hubris)를 가져와 M&A의 시너지를 과대평가하도록 한다고 주장
- Auster and Sirower(2002)는 Merger Wave를 발전, 확산, 분산의 3단계로 나눔
  - 발전 단계는 거시 및 경쟁 환경에 의해 촉발되며, 확산 단계에서 발전 단계에서의 초기 M&A의 성공이 이후 다른 기업의 M&A 활동을 촉발하며, 분산 단계에서는 시장의 과열로 M&A에 대한 불충분한 분석, 자만, 대리인 문제 등이 작용하며 M&A 실패 사례가 많이 나타나면서 소멸된다고 주장
- Gorton, Kahl and Rosen(2005)은 주주가치의 훼손을 가져오는 M&A가 꼭 M&A 시장의 과열 단계에서만 발생하는 것이 아니라고 주장하고, 그 이유로 경영자의 사익을 위한 M&A는 선제적 방어적인 차원이라도 발생 단계와 상관없이 주주가치가 훼손됨을 주장

#### 다. 마켓타이밍 이론(Market Timing Theory)

- 마켓타이밍 이론은 금융시장에서의 일시적인 주가의 고평가는 기업들로 하여금 주식발행을 통하여 실물 자산을 인수할 유인을 갖게 한다는 이론임(Myers and Majluf(1984))
  - Shleifer and Vishny(2003)는 금융시장의 강세로 인하여 주가가 일시적으로 고평가될 때 기업마다 고평가의 정도가 다르기 때문에 주가가 상대적으로 더 고평가된 기업의 경영자가 덜 고평가된

기업을 주식발행을 통하여 인수하게 된다고 주장하고 있으며 주요 가정은 피인수 기업 경영자가 주주가 아닌 자신의 효용을 극대화한다는 것으로, 이 이론의 시사점은 M&A 활동이 주식시장의 장세와 밀접한 관련을 가질 것이라는 것임

- Rhodes-Kropf and Vishwanatan(2004)은 피인수 기업의 경영자가 주주가치의 극대화를 목표로 하되 주식시장의 고평가로 M&A의 시너지를 고평가하게 되기 때문에 주식발행에 의한 M&A에 합의하게 된다고 주장
- Dong, et al(2003), Ang and Cheng(2003)은 회계수치를 이용하여 기업가치를 추정하고 마케타이밍 가설을 실증적으로 지원



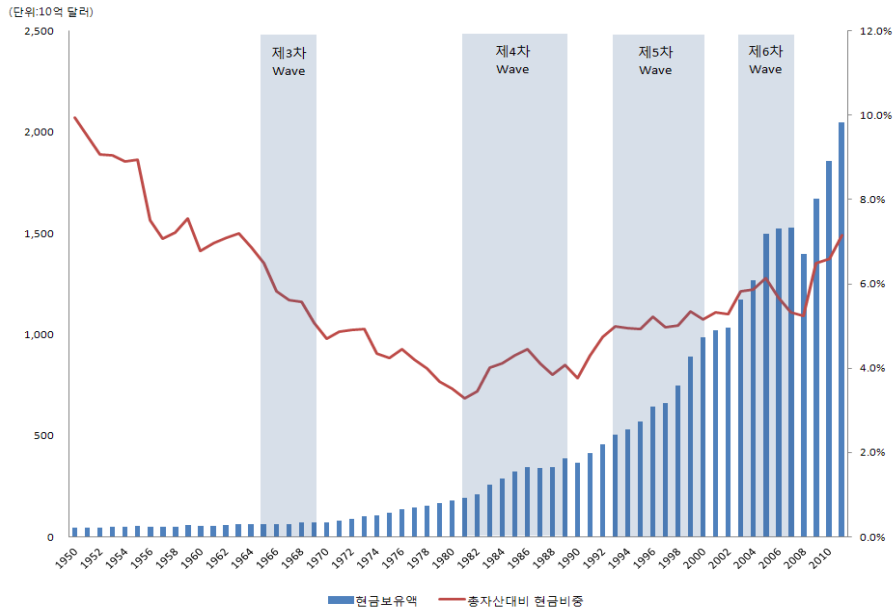
### III. 기업보유 현금의 추세적 증가 및 M&A에 대한 영향

#### 1. 기업보유 현금의 추세적 증가

- 미국 기업들의 현금 보유는 1980년대 이후 장기적으로 증가하는 추세
  - 2010년말 기준 비금융 비농업 부문 미국 기업은 총 2조 470억 달러의 현금 및 현금성 자산(이하 “현금”)을 보유하고 있는 상황이며 이는 총자산 대비 약 6.6%에 해당
    - 현금 및 현금성 자산은 현금, 요구불예금, 정기예금, MMF, 외국은행 예금, 환매조건부채권(RP), 국채, 지방채, 뮤추얼펀드, 기업어음(CP), 특수채(Agency Securities)를 포함
  - 미국 기업의 총자산 대비 현금 비중은 1965년 이후 가장 높은 수준으로 1981년 3.3%로 최저점을 기록한 이후 지속적인 상승 추세
    - 1950년 이후 1980년까지 하락 추세를 지속하다가 1981년 이후 상승세로 전환
  - 2007년 금융위기 발생 이후 기업 경영의 안정성 및 유동성을 높이기 위해 미국 기업들은 구조조정과 R&D의 축소 등을 통하여 현금 보유액을 지속적으로 증가시켜 왔으며, 신용경색의 완화와 함께 저리의 자금을 통하여 예비자금 성격의 차입금도 증가시킴
    - 2011년 상반기 현재 총자산 대비 현금 비중은 7.2% 수준까지 상승
  
- 기업 현금 보유액의 추세적 증가는 미국에서뿐만 아니라 유럽과 중국, 한국, 일본 등 아시아·태평양 지역에서도 관찰되는 세계적인 현상임

- 자료의 부족으로 지역별 현금 보유의 장기적 추세를 살펴보기는 어려우나 2000년 기술주 버블 붕괴 이후 각 지역 기업들의 총자산 대비 현금 보유 비중은 지속적으로 증가
- 유럽의 경우, 2002년 5.1%였던 총자산 대비 현금 비중이 2010년 8.0%에 이르고 있으며 우리나라의 경우 2002년 3.9%에서 2010년 6.4%로, 일본의 경우 2002년 7.7%에서 2010년 9.4%로 증가
- 특히, 중국의 경우 현금 보유액은 2002년 총 590억 달러에서 2010년 총 4,910억 달러로, 총자산 대비 현금 비중은 2002년 11.4%에서 2010년 15.1%에 이르고 있어 최근 중국 기업의 활발한 해외 기업 M&A의 재원을 제공하고 있음

<그림 III-1> 기업보유 현금 및 총자산대비 현금 비중



자료: Federal Reserve Board, Bloomberg

<표 Ⅲ-1> 주요 국가별 기업 현금 및 총자산 현황

(단위: 십억 달러)

지역	구분	2002	2003	2004	2005	2006	2007	2008	2009	2010
미국	현금	1,034	1,172	1,266	1,497	1,521	1,527	1,399	1,672	1,856
	자산	19,543	20,146	21,612	24,436	26,819	28,646	26,743	25,759	28,119
	현금/ 자산	5.3%	5.8%	5.9%	6.1%	5.7%	5.3%	5.2%	6.5%	6.6%
유럽	현금	416	522	598	663	681	761	814	968	1,047
	자산	8,129	8,701	9,531	10,063	10,982	11,864	11,997	12,289	13,100
	현금/ 자산	5.1%	6.0%	6.3%	6.6%	6.2%	6.4%	6.8%	7.9%	8.0%
중국	현금	59	70	87	104	145	228	269	368	491
	자산	519	621	770	921	1,202	1,700	2,143	2,595	3,249
	현금/ 자산	11.4%	11.2%	11.3%	11.3%	12.1%	13.4%	12.5%	14.2%	15.1%
한국	현금	25	35	44	57	65	83	88	101	110
	자산	642	674	862	979	1,194	1,449	1,374	1,501	1,714
	현금/ 자산	3.9%	5.2%	5.1%	5.8%	5.5%	5.7%	6.4%	6.7%	6.4%
일본	현금	313	358	452	454	441	458	507	553	635
	자산	4,047	47,359	60,772	5,224	5,196	5,584	6,589	6,288	6,781
	현금/ 자산	7.7%	0.8%	0.7%	8.7%	8.5%	8.2%	7.7%	8.8%	9.4%

자료: Federal Reserve Board, Bloomberg

## 2. 기업 현금 보유에 대한 이론적 고찰

- 1980년 이후 미국 기업들의 현금 보유액 증가는 각 시기별 경제, 시장 구조, 기술 및 대리인 비용의 크기 등에 따라 대체적으로 다음의 세 가지의 원인이 작용하는 것으로 평가
  - 대리인 문제가 있는 기업의 경우 양질의 투자기회가 없음에도 불구하고 경영진이 주주들에게 보유 현금을 배당으로 지급하지 않았음
  - 1980년대 이후의 정보기술 및 파생상품 등 금융기술의 발전은 예비적(precautionary) 성격의 현금 보유 유인을 감소시켰음
  - 1990년대 이후의 글로벌화와 경쟁심화는 기업 운영의 불확실성을 높여 지속적인 현금 보유 유인을 증가시켰음
  
- 따라서 이러한 관점에서 문헌에서는 다음과 같은 기업 현금 보유 동기에 대한 이론을 전개
  - 거래비용 동기(transaction motive)
    - 비현금 자산을 지급 등 일반 기업경영 상의 필요에서 현금으로 전환할 때 생기는 거래비용으로 인해 자산 중 일정 비율을 현금으로 보유한다는 이론(Baumol(1952), Miller and Orr(1966), Vickson(1985) 등)
  - 예비적 동기(precautionary motive)
    - 자본시장 접근 비용이 높을 경우, 불리한 충격에 대응하기 위해 현금을 보유한다는 이론(Myers and Majluf(1984), Opler, Pinkowitz, Stulz & Williamson(1999), Almeida, Campello and Weisbach(2004), Acharya, Almeida and Campello(2007))
  - 세금 동기(tax motive)

- 외국에 계열사를 둔 기업들의 경우 과세문제로 이익을 본국으로 송금하지 않음으로써 생기는 현금 보유 유인 발생(Foley, Hartzell, Titman and Twite(2007))

— 대리인 동기(agency motive)

- 대리인 문제가 있는 기업의 경우 양질의 투자기회가 없음에도 불구하고 경영진이 주주들에게 보유 현금을 배당으로 지급하지 않으므로 대리인 비용의 크기에 따라 현금 보유 규모가 결정된다는 이론(Jensen(1986), Dittmar, Mahrt-Smith and Servaes (2003), Pinkowitz, Stultz and Williamson(2006), Harford, Mansi and Maxwell(2008))

— 전략적 동기(strategic or predatory motive)

- 현금 보유가 제품시장에서 시장점유율을 높이기 위한 수단으로 사용된다는 이론으로 경쟁이 심한 산업의 경우 전략적 경쟁수단으로 현금을 보유(Fresard(2010))

□ 미국 기업 현금 보유액의 지속적 증가는 기업들이 기업 운영에서 당면하는 위협의 증가(즉, 예비적 동기의 현금 보유) 및 배당 지급 기업의 지속적 감소와 밀접한 연관이 있음

— 기업들의 비체계적 위험(idiosyncratic risk)의 지속적 증가 추세(Campbell, Lettau, Malkiel and Xu(2001))와 현금흐름 변동성과의 관련성(Irvine and Pontiff(2007)), 업력이 짧고 높은 비체계적 위험을 가진 신규 상장기업의 유입(Fama and French(2004), Brown and Kapadia(2007))

— 미국 기업의 장기 현금 보유 증가 추세는 기업 현금흐름의 위험도가 높아지고, 재고나 외상매출금 등의 감소, R&D 집약화 등 기업의 근본적인 체질이 변화한 것과 밀접한 관련이 있으며 대리

인 동기는 기업 현금 보유액 증가에 큰 영향은 없는 것으로 나타남(Bates, Kahle and Stultz(2009))

— 1990년대 이후 미국 기업의 배당률 및 배당 기업 비중이 지속적으로 감소하고 있음(Fama and French(2001))

• 배당 비지급 기업의 평균 순부채비율은 1980년 19.3%에서 2006년 -5.0%로 감소

□ 기업 현금 보유의 대리인 동기 관련, 현금 보유 금액이 많은 기업은 타 기업을 M&A하고자 하는 경향이 나타나며, 이러한 M&A는 대부분 주주가치의 훼손으로 나타남(Harford(1999))

— 인수기업의 주가 하락뿐만 아니라 인수 후 피인수기업의 경영성 과도 나빠짐

— M&A의 성격도 다각화(diversifying)를 위한 M&A인 경우가 많음

— 주주가치의 훼손을 가져오는 M&A는 경쟁도가 낮은 시장에 속하면서 기업 지배구조가 약한 기업의 경우에서 발생하는 경향이 많음 (Giroud and Mueller(2011))

□ 현금 보유가 제품시장에서 경쟁회사의 진입을 막거나(pre-emptive device) 시장점유율을 높이기 위한 수단으로 사용된다는 전략적 동기 이론은 글로벌 기업 간 경쟁이 치열한 현재의 경쟁 및 기술개발 환경 등에 많은 시사점 제공

— 현금 보유가 기업가치에 부정적인 영향을 미친다는 일반적인 실증결과와는 달리 경쟁 환경에 노출된 기업의 현금 보유는 기업가치와 총자산이익률을 높이는 것으로 분석됨(Fresard(2010))

— 이는 현금 보유의 예비적 동기에서 한 걸음 더 나아가 현금 보유가 실질적인 기업가치 제고 효과가 있음을 의미함

### 3. 기업 현금 보유 증가의 M&A Wave에 대한 영향

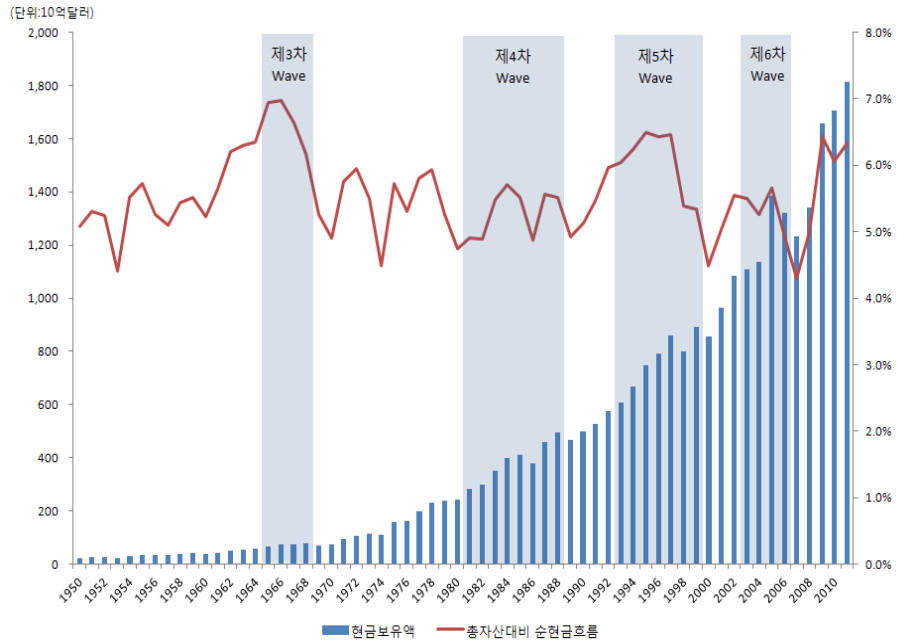
- 미국 기업 보유 현금의 장기적 증가 추세는 Merger Wave 빈도의 단축을 가져옴
  - 보유 현금 증가의 장기 추세가 시작된 1981년 이후 약 30년간 제4차, 제5차 및 제6차의 3회의 Merger Wave가 발생
  - 반면, 1981년 이전은 1890년대 말부터 1980년까지 약 80여 년간 총 3회의 Merger Wave 발생
  - 즉, 글로벌화, 경쟁 격화로 인한 유기적(organic) 성장의 한계, 고도의 기술발전 등의 진행과 맞물려 현금 보유의 예비적 동기가 크게 증가하였으며, 이는 동시에 이러한 환경에서 목표 성장률을 달성하기 위한 M&A 활동으로 나타남
  
- 그러나, 보유 현금의 증가 추세는 M&A 시장의 구조적 변화를 가져온 주요 동인(drive)임에도 불구하고 Merger Wave를 구체적으로 촉발하는 것은 아님
  - 1950년부터 1981년까지 기업들의 총자산 대비 현금 비중이 지속적으로 감소하는 상황에서도 제3차 Merger Wave 발생
  - 기업 보유 현금의 증가가 Merger Wave를 촉발한다면 Merger Wave를 촉발할 수 있는 총자산 대비 현금 비중의 절대적인 수준은 존재하지 않으며 구체적인 Merger Wave의 시작점을 예측하지 못하는 문제점 존재
  - 따라서 일반적으로 알려진 바와는 다르게 기업 보유 현금의 추세적 증가는 Merger Wave의 직접적인 동인이라고 할 수는 없음

#### 4. 기업 순현금흐름 및 M&A Wave에 대한 영향

- 한 가지 주목할 만한 사실은 기업 순현금흐름(CNCF, Corporate net cash flow)이 기업 보유 현금 또는 총자산 대비 현금 비중보다 Merger Wave 발생 시기를 더 잘 설명하고 있는 것임
  - CNCF는 회계학적으로 영업이익에 재고가치 변동 및 감가상각 등 비현금성 비용을 합산한 것으로 EBITDA와 유사한 개념으로 기본적으로 영업으로부터의 현금흐름 개념임(U.S. Department of Commerce, Bureau of Economic Analysis(BEA))
  - 따라서 총자산 대비 순현금흐름 비중은 기본적으로 자산수익성과 밀접한 관련이 있으며 총자산 대비 순현금흐름이 높은 기업은 자산 규모 대비 사업으로부터의 현금유입이 활발히 이루어지는 기업 또는 구조조정을 통하여 자산 효율성을 높인 기업임
  - 또한 이러한 기업은 기본적으로 수익성이 높은 기업임을 의미할 수 있으며 경영자로 하여금 향후 경제 및 사업을 양호하게 전망하도록 하는 계기를 마련할 수 있으며, 이는 Merger Wave의 원인에 대한 신고전주의와 행태주의(즉, hubris)와 동시에 정합적일 수 있음
  - 결론적으로 Merger Wave의 촉발 시기는 현금 보유액 자체 또는 총자산 대비 현금 보유액보다는 총자산 대비 현금 보유액의 증가분에 의해 더 잘 설명됨
  
- 미국 기업 순현금흐름은 현금 보유액과 마찬가지로 지속적으로 1950년 이후 지속적으로 증가하고 있으나, 총자산 대비 순현금흐름 비중은 비교적 일정 주기를 두고 제한된 범위 내에서 등락을 거듭하고 있음

- 기업 순현금흐름은 2010년 말 기준 1조 7,049억 달러에 이르고 있으며, 총자산 대비 순현금흐름 비중은 최저 4.3%(2007년), 최고 7.0%(1966년) 사이에서 움직이고 있음
- 총자산 대비 순현금흐름 비중이 높은 시기는 Merger Wave의 시작 시기와, 그리고 순현금흐름 비중이 급락하는 시기는 Merger Wave의 종결 시점과 대체적으로 일치함을 알 수 있음
  - 1965년에 시작된 제3차 Wave는 총자산 대비 순현금흐름 비중이 6.9%였던 시기에 시작하고 1974년 4.5%로 급락하던 시기에 Wave 종결되었으며 이 시기 총자산 대비 현금 비중은 지속적으로 하락하였음
  - 1981년에 시작된 제4차 Wave 시기는 총자산 대비 순현금흐름 비중이 4.9%에서 5.7% 사이를 등락하던 시기로, 제4차 Wave 시작 시기와 총자산 대비 순현금흐름 비중이 서로 일치하지 않으나 이 시기는 보유 현금흐름에 의해 M&A가 주도되던 시기가 아닌 기업의 구조조정과 관련된 LBO가 주종을 이루던 시기로서 정크본드 시장의 발달로 M&A에 있어서 보유 현금의 중요성이 떨어지던 시기임
  - 1993년에 시작된 제5차 Wave는 총자산 대비 순현금흐름 비중이 6.0%에서 시작되었으며, 2000년 4.5%로 급락하면서 제5차 Wave 종결
  - 2003년에 시작된 제6차 Wave는 총자산 대비 순현금흐름 비중이 5.5%일 때 시작되었으며, 2007년 4.3%로 하락하면서 종결
- 이러한 관점에서 보면 총자산 대비 순현금흐름 비중이 6.3%에 이르는 2011년은 제7차 Merger Wave의 출발점에 서있을 가능성이 높은 시기임

<그림 III-2> 기업보유 현금 및 총자산대비 순현금흐름 비중



자료: Federal Reserve Board

□ 참고로, 국내 기업들의 총자산 대비 EBITDA는 1999년 14.7%에서 전반적으로 감소 추세를 보이며 2010년 12.5%까지 하락하여 국내 M&A 시장 성장의 동력은 다소 약한 것으로 평가

<표 III-2> 국내 기업의 총자산 대비 EBITDA

1999	2002	2003	2002	2003	2004	2005	2006	2007	2008	2009	2010
14.7%	17.1%	15.4%	16.0%	15.9%	16.3%	13.9%	12.7%	12.1%	14.4%	12.0%	12.5%

주 : 대상기업은 유가증권 및 코스닥 상장사와 외감법인을 대상으로 함  
 자료: 상장사협의회

## IV. Merger Wave 가능성 검토

### 1. Merger Wave의 결정요인

- M&A 활동 및 Merger Wave에 영향을 미치는 요소는 크게 거시경제 요인, 기업 환경 요인 및 외생적인 요인으로서의 기술적 변화와 규제 의 변화를 들 수 있음
  - 거시경제 요인은 주로 M&A 관련 자금조달과, 기업 자금조달 및 수익 전망 등에 영향을 미치는 신용시장 및 시장 유동성과 관련 되어 있으며, 본 분석에서는 신용시장 지표로 신용스프레드 (credit spread)와 LIBOR(London Interbank Offered Rate)를 사용
    - 신용스프레드는 무디스 Baa 회사채 수익률에서 10년 만기 미국 국채 수익률을 차감한 수치로 정의
    - LIBOR는 특히 LBO 거래에서 인수금융 금리의 기준 이자율로 주로 사용
  - 기업 환경요인은 기업 수익성, 현금흐름 및 가치평가로서 기업의 M&A 관련 재원과 위험 선호도, 그리고 M&A 대상기업의 매력적인 가치평가와 관련
  - 외생적 요인으로서의 기술적 변화는 정보통신 기술의 발달, 바이오 산업의 발달 등 기술의 변화가 다양한 사업기회를 창출하고 이러한 신기업간 또는 신기업과 구기업 간의 M&A 활동의 증가가 유발하는 것이며, 규제적 요인은 금융, 통신 및 방송 산업 등과 같이 규제 산업 내에서 규제의 변화로 M&A 활동이 활발해지는 경우를 지칭

## 2. 결정요인별 Merger Wave 가능성

### 가. 거시경제 요인

#### 1) 신용시장

- 미국 신용 스프레드와 Merger Wave는 상대적으로 뚜렷한 상관관계를 찾기 어려우나, 제3차 Wave(1965~1973)를 제외한 과거 사례를 보면 신용 스프레드의 급등 후 최고치를 기록한 이후 1~2년 이내에 시작
  - 신용 스프레드의 급등은 금융시장 경색 및 경기 침체 말기에 주로 나타나는 현상으로 향후 경기회복 전망에 따른 M&A 활동의 증가가 나타나는 것으로 해석

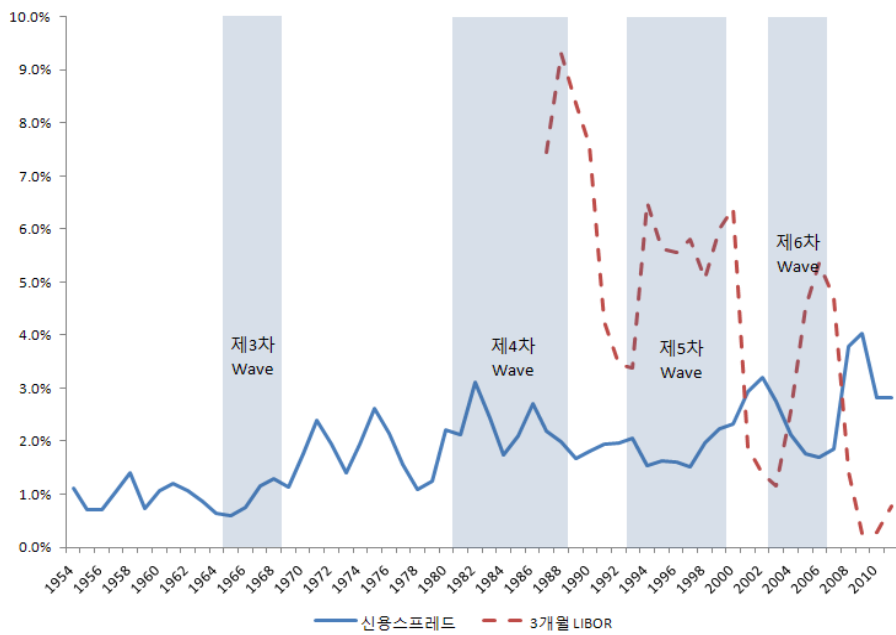
- 2011년 현재 시점의 신용 스프레드는 2.8% 수준으로서 2009년 4.0%로 1950년 이후 사상 최고치를 기록한 이후 빠르게 축소되고 있으며 향후 Merger Wave가 발생할 수 있는 환경이 조성되고 있는 중인 것으로 평가

#### 2) 이자비용

- LBO의 인수금융 기준 금리로 자주 사용되는 LIBOR 금리는 자료가 존재하는 1987년 이후 Merger Wave의 진행과 매우 높은 상관관계를 보임
  - 1987년 이후의 제5차 및 제6차 Merger Wave는 모두 LIBOR 금리가 급격히 하락한 직후 반등하면서 시작하였으며 M&A 관련 금융비용의 하락으로 M&A 유인이 증가한 이유로 해석

— 2011년 현재 시점은 2010년 역사상 최저점을 기록한 LIBOR 금리가 반등을 모색하고 있는 상황으로 판단

<그림 IV-1> 신용스프레드 및 3개월 LIBOR 금리



자료: Federal Reserve Board, Datastream

## 나. 기업환경 요인

### 1) 기업 수익성

- 제3차 Wave를 제외한 Merger Wave는 전체적으로 기업 수익성이 낮은 시점에서 발생하고 있으며 이는 신용 스프레드와 마찬가지로 기업들이 현재 수익성은 낮지만 현금흐름의 급증과 향후 사업 환경의 개선 전망에 따라 M&A 활동에 나서기 때문임

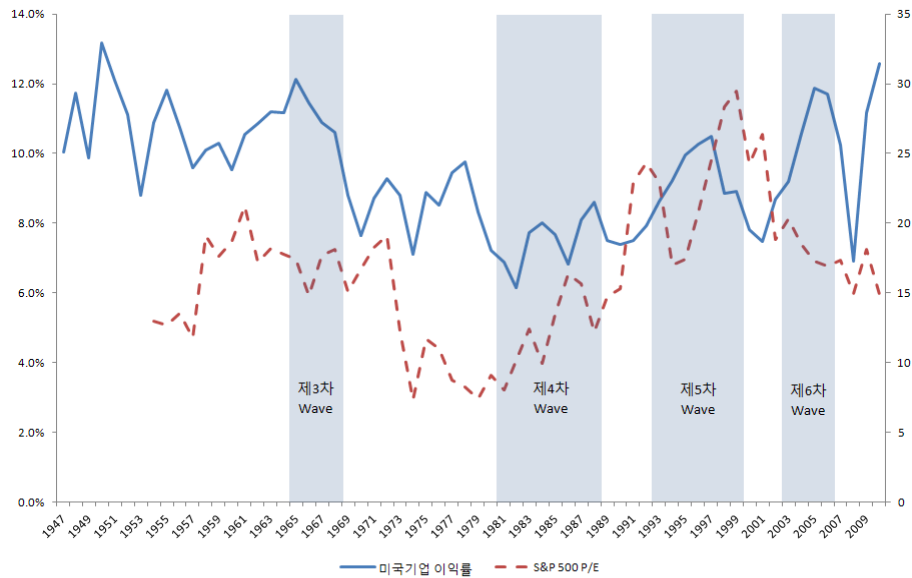
- 기업 수익성은 GDP에서 재고평가 및 감가상각을 조정한 순이익의 비중으로 정의
  - 제3차 Wave는 기업 수익성이 12.1%로 높은 상황에서 시작되었던 반면, 제4차, 제5차 및 제6차 Wave는 기업 수익성이 수년간 악화되어온 시점에서 향후 사업 환경의 개선을 예상하고 시작
- 2010년의 미국 기업 부문 수익률은 12.6%로서 금융위기 직전의 수익률을 이미 초과하여 1950년 이후 최고치를 기록 중
- 기업 수익성의 개선은 현금흐름의 개선과 기업들의 M&A에 대한 자신감을 강화시켜 향후 추가적인 Merger Wave를 가져올 가능성이 높음

## 2) 기업가치

- 기업의 수익성 대비 주식시장에서의 가치평가는 투자자의 위험 선호도의 변화 또는 행태적인 이유로 과열과 침체를 반복
- 주가수익비율(P/E ratio)은 주식시장의 전반적인 가치평가 수준을 나타내는 지표로서 1950년대 이후의 Merger Wave와 큰 상관관계를 보이지는 않음
  - 제3차 Wave의 경우 P/E가 15이상인 시기에 시작된 반면, 제4차 Wave의 경우는 P/E가 10이하에서 시작되었으며, 제5차 Wave는 P/E가 20이상에서 시작되어 급등락한 반면 제6차 Wave는 P/E가 20정도에서 시작한 후 지속 하락하였음
  - 이는 기본적으로 향후 개선될 것으로 예상되는 사업 전망이 이미 주가에 선반영되어 나타나는 현상으로 일부 설명 가능

— 그림에도 불구하고 현 시점은 P/E가 약 15정도 수준으로서 1954년부터 2010년까지 P/E의 역사적 평균인 16.4보다 다소 낮은 수준으로서 M&A 대상기업의 매력도는 높은 편임

<그림 IV-2> 기업이익률 및 S&P500 주가수익비율



주: Federal Reserve Board, S&P

#### 다. 외부적 요인

□ M&A에 대한 신고전학과 이론에 의하면 산업 내 M&A는 경제적 이유뿐만 아니라 특정 산업과 관련되어 발생하는 기술적 또는 규제적 변화 등 외생적인(exogenous)인 요인에 의해서도 발생

— 단 이러한 개별 산업 내 M&A 활동의 증가가 Merger Wave의 증가로 직접적으로 이어지는 것은 아니며 개별 산업 내 M&A 활동

증가가 경제 및 금융시장의 풍부한 유동성과 겹칠 때 Merger Wave의 발생 가능성이 높음(Hartford(2005))

- 또한 상당수의 경우 규제완화가 산업 내부의 구조적인 문제에 대응하기 위해 이루어진다는 점에서 외생적이기보다는 내생적(endogenous)이라는 연구 결과가 있음(Ovtchinnikov(2010))

□ 기술의 변화가 Merger Wave의 큰 비중을 차지했던 시기는 혁신적인 기술의 도입이 이루어졌던 20세기 초와 20세기 말의 제1차 및 제5차 Wave라고 할 수 있음

- 20세기 초는 전기 및 연소기관의 발명, 20세기 말은 인터넷 및 통신 등 정보통신 기술의 발달을 들 수 있음
- 이러한 기술은 해당 산업뿐만 아니라 기타 모든 산업의 생산성을 향상시켜 산업의 초과 시설(excess capacity)을 초래하며 궁극적으로 산업 내 통합(consolidation)의 유인이 생김

□ M&A가 활발했던 미국 및 영국을 중심으로 1970년대 이후 규제완화가 에너지, 통신, 미디어 및 금융산업 등을 중심으로 지속적으로 이루어진 결과 1990년대 말 이후 미국 및 영국에서 광범위한 규제완화는 추가적으로 이루어지지 않고 있는 상황

- 미국은 1970년대 초 전면적인 운송산업 규제완화를 시작으로 2000년까지 에너지, 통신, 미디어 및 금융 등의 산업을 중심으로 지속적으로 규제 완화가 진행되면서 1980년대 및 1990년대 해당 산업의 활발한 M&A 활동을 유발
  - 운송산업의 경우, 철도활성화 개혁법안(1976), 항공운송 규제완화법(1977), 항공 규제완화법(1978), 자동차운송법(1980), 해운법(1984) 등

- 에너지산업의 경우 긴급천연가스법(1977) 등
  - 통신산업은 통신법(1996) 및 미디어 관련 법 개정
  - 금융산업에서의 Gramm-Leach-Bliley 법(1999)
- 영국은 1979년 보수당 집권 이후 규제완화와 민영화를 적극 추진 하였으나 현재는 부분적 민영화만 추진 중
- 교통법(1980, 1985), British Telecom 및 런던 버스서비스의 민영화(1984), 철도 민영화(1993)

- Merger Wave를 주도했던 미국과 영국을 중심으로 2000년 이전 규제 완화가 일단락되고 그리고 정보통신 기술의 급격한 발전과 도입이 완료된 2000년 이후의 Merger Wave인 제6차 Wave의 경우 외생적인 요인에 의한 M&A 비중이 감소하였으며 이러한 M&A 시장의 성격은 향후에도 지속될 가능성이 높을 것으로 예상
- 제6차 Wave의 경우, 지속되는 현금 보유액 증가를 바탕으로 한 글로벌 시장점유율 증가와 고성장시장 진출 등 전략적 M&A가 주류를 이룸



## V. 향후 Merger Wave의 전망

### 1. 최근 세계 M&A 시장 현황

- 2010년 전세계 M&A는 2007년 금융위기 이후 가장 활황세를 시현 (Thomson Reuters(2011))
  - 2010년 M&A 시장의 큰 특징은 신흥시장의 부각으로서 전 세계 M&A의 33.1%를 차지하였으며, 이는 2009년 18.8%에서 크게 증가한 수치
  - 또한 2010년은 국경 간 M&A는 전체 M&A 규모의 39.1%를 차지하였으며, 이는 2009년 비중 27.6% 대비 큰 폭의 증가
    - 국경간 M&A 비중의 증가는 향후 세계 M&A 시장의 활황세가 이어질 것을 나타냄
  - 2010년 사모펀드(Private Equity)에 의한 M&A는 2009년 대비 89.2% 증가하였으며 세계 M&A의 9% 수준
    - 사모펀드(PE)에 의한 M&A 비중의 증가는 향후 세계 M&A 시장의 활황세가 이어질 것을 나타냄
  
- 2011년 3사분기까지의 세계 M&A 시장은 EU 재정위기와 미국 경기 불황에 대한 우려로 인한 주식시장 침체 및 변동성의 증가로 2010년의 대폭적인 시장 상황의 개선을 이어나가고 있지 못한 상황
  - 세계 전체적으로, 3사분기 M&A 규모 및 건수는 전년 동기 대비 각각 31% 및 10% 감소하였으며, PE의 경우는 건수 기준으로 13% 감소

- 미국의 경우, 주가 침체로 현금 보유 기업들의 경우 M&A보다 자사주 매입을 선호. 또는 구조조정의 방법으로 매각 대신 spinoff 선택
- 중국, 인도 등 아시아 시장의 경우는 지속적인 M&A 시장의 활황세 이어짐

## 2. 최근 국내 M&A 시장 현황

- 국내 기업에 의한 해외 M&A는 세계 M&A 시장과 유사한 추세를 형성하고 있음
  - 금융위기 직후까지 활발하던 국내 기업의 해외 M&A가 2009년 급감 후 2010년부터 회복되기 시작하여 2010년 119억 달러를 기록하였으며, 2011년 10월 현재까지 112억 달러 기록
  - 국내 기업의 글로벌 M&A는 점차 심화되는 국제적 경쟁 환경에서 시장 확보를 위한 기업의 해외진출과 성장 동력 발굴의 주요 수단임

**<표 V-1> 국내기업에 의한 해외 M&A 현황**

	2008	2009	2010	2011.10
건수	38	34	44	36
금액(10억 달러)	16.0	6.8	11.9	11.2

자료: Mergerstat, 자본시장연구원

- 다만 현재까지 국내기업에 의한 해외 M&A의 주된 목적은 자원 확보와 거대 소비 시장인 중국 및 기타 아시아 국가로의 진출임
  - 국내 기업들은 공기업과 일부 대기업을 중심으로 에너지, 광업, 금융 및 소비재 기업 인수에 주력하는 상황이며 금액 기준으로 에너지 산업이 42.5%, 금융이 17.1%, 광업이 12.6%, 소비재가 8.5% 차지
  - 따라서 해외 M&A에 적극적으로 참여하고 있는 소수의 특정 공기업 및 대기업뿐만 아니라 글로벌 시장에서 경쟁하며 자금력을 지닌 국내 기업들의 해외 M&A 시장에서의 선제적 대응이 필요

**<표 V-2> 국내기업 해외 M&A 업종별 비중**

에너지	금융	광업	소비재	산업제품 및 서비스	화학 및 제품	전자	통신	컴퓨터	서비스	부동산
42.5%	17.1%	12.6%	8.5%	6.7%	3.7%	2.8%	1.5%	1.3%	0.7%	0.6%

주 : 2008년부터 2011년까지 거래금액 합산  
 자료: Mergerstat, 자본시장연구원

<표 V-3> 국내기업에 의한 주요 해외 M&A 거래

인수회사	피인수회사	금액	업종	국가
한국석유공사	Offshore International Group Inc	900	에너지	미국
	Altius Holdings	515	에너지	카자흐스탄
	Anadarko Petroleum Corporation	1,550	에너지	미국
	Dana Petroleum Plc	2,905	에너지	영국
	Harvest Energy Trust	3,733	에너지	캐나다
	Tullow Congo Limited	435	에너지	콩고
국민연금공단 + KKR	Colonial Pipeline Company	1,000	에너지	미국
한국동서발전	Jamaica Public Service Company Limited	285	에너지	자메이카
한국전력공사	Lisbon Star Management Ltd	400	에너지	필리핀
	PTBayanResourcesTbk	517	광업	인도네시아
한국광물자원공사	Capstone Mining Corp	164	광업	캐나다
한국광물자원공사; SK 네트워크스	Northern Copper Industrial Co.	193	광업	중국
한국수자원공사	Angat Hydroelectric Plant	441	에너지	필리핀
포스코	Thainox Stainless Public Co Ltd	423	산업재	태국
	AMCI(WA) Pty Ltd.	161	광업	호주
	Macarthur Coal Limited	405	광업	호주
SK 네트워크스	MMX Mineracao e Metalicos SA	699	광업	브라질
	Sky Property Management Limited	114	부동산	중국

&lt;표 V-3&gt; 국내기업에 의한 주요 해외 M&amp;A 거래(이어서)

인수회사	피인수회사	금액	업종	국가
STX 에너지	Maxhamish gas field	144	에너지	캐나다
포스코 + 6개 일본 철강회사	Nacional Minerios S.A.	3,120	광업	브라질
한국투자공사, 테마섹, Chesapeake, Energy 등	FTS International (formerly Frac Tech Services, LLC)	5,000	에너지	미국
한국투자공사, 테마섹, 중국투자공사 등	Chesapeake Energy Corporation	900	에너지	미국
동원그룹	StarKist	359	식품	미국
두산중공업	Skoda Power AS	507	에너지	체코
휠라코리아	Acushnet Company	1,255	소비자	미국
하나은행	Bank of Jilin Co Ltd	316	금융	중국
호남석유화학	Titan Chemicals Corp. Bhd.	1,435	화학	말레이시아
이토추; 롯데그룹	LuckyPai(Shandong) CommerceLtd	130	소비자	중국
국민은행	Bank CenterCredit JSC (BCC)	489	금융	카자흐스탄
KT&G	PT.TrisaktiPurwosari Makmur	132	소비자	인도네시아
롯데그룹	Hanoi Daewoo Hotel	110	부동산	베트남
롯데호텔	Hanoi Daewoo Hotel	116	레저	베트남
롯데쇼핑	Times Ltd	644	소비자	중국
	PT Makro Indonesia	314	소비자	인도네시아
엘에스 전선	Superior Essex Inc.	1,183	전기	미국
한국투자공사	Merrill Lynch	6,600	금융	미국
삼성물산	PT Inecda; PT Gandaerah Hendana	154	농업	인도네시아

주 : 거래금액 1억 달러 이상의 M&A를 기록

자료: Mergerstat, 자본시장연구원

□ 한편, 국내 M&A 시장은 금융위기의 영향으로 2008년부터 시장의 침체가 계속되다 2010년부터 회복되는 추세

— 2010년 기준 총 215.4조 원, 499건의 M&A를 기록하였으나, 이 중 국내에서 이루어진 외국계 기업 간 M&A 규모인 184.4조원을 제외하면, 국내 기업이 관여한 총 M&A 규모는 31.0조 원으로 국 전체 국내 M&A 금액의 14.4%에 불과

**<표 V-4> 국내 M&A 시장규모**

	2006	2007	2008	2009	2010
건수	744	857	550	413	499
금액(조원)	253.4	297	142.8	150.3	215.4
국내기업 관여 비율	8.6%	11.4%	15.1%	19.1%	14.4%

주 : 국내 기업이 관여한 M&A는 국내 기업 간 M&A(IN-IN), 국내 기업의 해외 기업 인수(IN-OUT), 외국 기업의 국내 기업 인수(OUT-IN)을 포함

자료: 공정거래위원회 공정거래백서(2011)

□ 과거 3년간의 국내 기업 간 주요 M&A 거래는 대우 및 금호그룹 관련 구조조정 M&A가 대형 M&A의 상당 부분을 차지하고 있어서 기업의 향후 경제 및 시장 전망에 의한 자발적인 M&A가 주류를 이루고 있는 상황은 아님

&lt;표 V-5&gt; 주요 국내 M&amp;A 거래

	인수대상기업	인수기업	금액(\$m)	업종	날짜
1	외환은행	하나금융그룹	4,107	금융	2010-11-25
2	대우인터내셔널	포스코	2,833	금속·광업	2010-08-30
3	금호산업	채권단	2,210	교통·인프라	2010-03-31
4	대우건설	산업은행	1,902	건설·엔지니어링	2010-12-13
5	GS리테일	롯데쇼핑	1,159	소매	2010-08-09
6	금호타이어	채권단	1,120	화학	2010-07-16

자료 : Mergerstat, 기사모음

### 3. 향후 Merger Wave의 특징 전망

- 향후의 Merger Wave는 글로벌 경쟁, 지속적 기술개발 및 규제완화라고 하는 제5차 및 제6차 Merger Wave의 기본적인 동인이 유지될 것으로 전망되며, 그 주요한 특징은 다음과 같을 것으로 예상
  - 풍부한 현금을 바탕으로 한 경영 전략적 M&A 증가
  - 국경 간 M&A, 특히 아시아 M&A 비중의 증가
  - 사모펀드의 역할 강화
- 제5차 Wave부터 시작하여 제6차 Wave에서도 지속된 경제 활동의 글로벌화 추세는 향후에도 지속 예상
  - 글로벌 선두 기업을 중심으로 기업의 활동 영역이 특정 지역을 벗어나 글로벌화가 가속되고 있으며, 이에 따라 산업 내 통합(consolidation)의 니즈가 지속되고 있음

- 글로벌 경쟁으로 고객 니즈의 변화에 신속하게 대응해야 하는 상황에서는 유기적(organic) 성장만으로는 신규 시장 진출, 신제품 출시 등을 통한 성장을 달성하기 어려우므로 기업 성장전략으로서 M&A에 대한 수요 증가
  - 최근 IT 기업을 중심으로 기술개발 관련 기업 경쟁전략의 하나로서 많은 특허(patent)를 보유한 기업을 인수함으로써 경쟁기업을 기술개발 경쟁에서 배제하려는 전략도 등장(예를 들어, Google의 Motorola 인수, Apple-Microsoft-Sony-RIM 컨소시엄의 Nortel Networks 보유 특허의 일괄 인수 등)
- Merger Wave가 지속될수록 비중이 증가하는 국경 간 M&A의 속성상 향후 국경 간 M&A의 비중은 점차로 높아질 것으로 예상
- 제5차 Wave부터 시작된 유럽지역 기업의 활발한 북미 및 아시아 시장 진출 추세 지속 예상
  - 제5차 Wave 시기 아시아 각국에서 자국 내 M&A 시장이 형성되면서 제6차 Wave에서 활발하였던 중국, 일본 등을 중심으로 한 아시아 지역 outbound M&A는 높아진 경제력 및 풍부한 보유 현금을 바탕으로 지속될 것으로 예상되며 향후 Merger Wave의 주요 동인(driver) 역할을 수행할 것으로 예상
- 향후에도 사모펀드(PE)는 금융위기 이전 모집되었지만 소진되지 않은 투자자금(dry powder)을 적극적으로 투자할 것으로 예상됨
- 금융위기로 사모펀드들은 신규 투자보다 보유 기업 포트폴리오의 관리에 주력하였으며 주식시장의 회복과 함께 보유 기업들의 회수가 원활하게 진행되면서 M&A 시장에 전면적으로 등장할 것으로 예상

- 앞서 논의된 바와 같이 규제 변화에 따른 특정 산업 내 M&A는 일부 국가의 민영화 관련 M&A 외에는 큰 비중을 차지하지 않을 것으로 전망

#### 4. 산업별 M&A의 동인

- 어떠한 Merger Wave 에서도 산업 별로 M&A의 동인은 산업구조, 기술 및 규제 환경에 따라 다르게 나타나며 이하에서는 주요 산업별 향후 M&A의 주요 동인에 대해 살펴봄
  - 경영환경 변화의 속도가 빠르고 기술간 융합현상이 두드러지게 나타나며 현금 보유액이 많은 정보기술(IT) 산업을 중점적으로 살펴봄

##### 가. 정보기술(IT) 산업

- 정보기술 산업은 글로벌 대형 기업들을 중심으로 기업들이 많은 현금을 보유하고 있는 대표적인 산업으로 시장경쟁의 전면화 및 글로벌화로 점진적 성장(organic growth)은 더 이상 적합하지 않은 가운데 기업들의 현금 보유는 M&A의 급증을 가져올 것으로 예상
  - IT 산업 내 융합추세(convergence)는 제품 구성의 다양화를 위하여 연관 제품으로의 확장 또는 기존 제품과 관련되는 인접 시장으로의 신규 진출을 필요로 하나 이는 수년이 소요

□ 클라우드 컴퓨팅 기술의 발전 및 확산과 대형 종합 IT 기업들의 연관 산업 진출 전략은 다음과 같은 IT 산업 내의 추세를 결정짓는 역할을 함

— IT 산업 내 섹터 간 융합현상

- 기업들이 보유 고객 기반을 바탕으로 종합적인(end-to-end) 고객 솔루션을 제공하기 위한 보완제품 군을 가진 기업 인수(예: Intel의 McAfee 인수, Oracle의 Sun Microsystem 인수)

— 섹터 간 경쟁

- 네트워킹 및 스토리지 섹터의 rack space 확보를 위한 경쟁과 이를 위한 M&A

— 가상화(virtualization)의 진행

- 클라우드 기술에 바탕을 둔 가상화의 진행으로 보안 및 관리 소프트웨어가 중요하게 됨에 따라 관련 소프트웨어 기업에 대한 M&A 활발

— 모바일 환경

- 클라우드 기술이 발전함에 따라 모바일 환경에서의 네트워크 연결성이 중요해지고 있으며 네트워킹 기업이 주요 M&A 대상기업으로 등장
- 또한, 소비자의 모바일 서비스에 대한 수요 증가로 인하여 모바일 제품군을 보유한 기업의 중요성 증가

— 소셜 미디어의 인기

- 소셜 미디어의 역할 증대로 사용자의 잠재 고객화를 목적으로 한 다양한 연관 기술(e-commerce, 게임, 온라인 결제 등)을 가진 기업의 인수를 통한 섹터 간(cross-over) 거래의 증가

— 의료산업 및 녹색산업 관련 IT

- 의료 정보기술 및 스마트 그리드 등과 관련된 기술을 보유한 기업이 M&A 대상으로 등장

□ IT 산업 내 섹터별 동향은 다음과 같음

— 소프트웨어

- 클라우드 기술의 발달로 하드웨어와 소프트웨어의 경계가 모호해지고 있으며, 최소한의 초기 투자만 필요한 on-demand delivery 모델이 전통적인 방식의 소프트웨어 구매를 위한 초기 지출을 감당할 능력이 없는 중소기업들에 인기
- 클라우드 기술의 발달로 인한 가상화로 보안 및 관리 소프트웨어에 대한 수요 지속

— 인터넷

- 소셜네트워킹 기업의 M&A를 통한 확장 및 소셜 게이밍 시장의 확대
- 지속적인 스마트폰 및 관련 기술업체의 주도가 예상
- 전자상거래의 증가에 대비한 굴뚝기업의 온라인업체 인수 및 보안 기술에 대한 수요 증대

— 반도체

- 하드웨어와 소프트웨어의 경계가 상당 부분 불분명해지는 추세 지속(예를 들어, Intel의 McAfee 인수)
- 모바일 및 녹색 기술(cleantech) 분야(예를 들어 태양에너지)의 산업 통합(consolidation)을 위한 M&A
- 보유 현금과 낮은 이자율로 재구성된 다변화와 틈새시장의 진입을 위한 중소규모의 M&A 추진 및 부가소프트웨어를 칩에 직접적으로 탑재하기 위한 관련 기업 M&A

— IT 서비스

- 경쟁 심화로 인해 관련 제품 및 서비스로의 확장을 위한 다각화가 M&A의 주요 동인. 종합 제품 및 서비스의 제공 추세로 IT 서비스 산업이 통합(consolidation)되는 추세

- 클라우드 기술의 발달로 인한 IT 서비스 기업간 차별화 가능성
- 하드웨어 및 네트워킹
  - 대형 Enterprise IT 기업들이 M&A를 제품 및 서비스 강화를 위하여 주로 데이터 저장, 소프트웨어 및 IT 서비스 기업을 M&A하였으며, 가장 대형 deal이 많은 분야
  - IBM의 경우, 2015년까지 200억 달러를 전략적 M&A에 지출할 것으로 발표하였으며, 타 대형 IT 기업들도 마찬가지로(예를 들어, Oracle, HP)
  - 대형 IT 기업들의 현금 보유액, 낮은 이자율 및 주식시장 회복은 통합(consolidation)을 위한 충분한 유동성을 제공할 것으로 예상

나. 기타 산업의 동인

□ 상기한 IT 및 기타 산업별 M&A 동인을 요약하면 다음과 같음

<표 V-6> 최근 주요 산업별 M&A 동인

산업	동인
IT	- IT 산업 내 하부 부문 간 융합(convergenc) 추세로 제품 구성의 보완을 위한 관련 제품으로의 확장 또는 인접 시장으로 진출 - 클라우드 컴퓨팅 기술의 발전과 대형 종합 IT 기업들의 연관 산업 진출 전략은 다음과 같은 IT 산업 내의 추세를 결정짓는 역할 <ol style="list-style-type: none"> <li>1. IT 산업내 섹터 간 융합현상</li> <li>2. 섹터 간 경쟁</li> <li>3. 가상화(virtualization)의 진행</li> <li>4. 모바일 환경</li> <li>5. 소셜 미디어의 인기</li> <li>6. 의료산업 및 녹색산업 관련 IT</li> </ol>

<표 V-6> 최근 주요 산업별 M&A 동인(이어서)

산업	동인
통신	- 회사채 만기의 도래와 재발행 불가 통신기업의 매각
전력	- 미국 시장의 통합 - 신성장 국가로의 진입 등 글로벌화 - 인프라 자산에 대한 국제적 관심 - 중국 및 유럽 기업의 outbound M&A - 호주 및 터키 등 전력산업 민영화
자동차	- 통합(consolidation)을 통한 규모의 경제 확보 - 성장을 위한 기술 획득, 해외 시장, 시장점유율 상승 및 신규 고객 확보를 위한 M&A
광업	- 광물에 대한 글로벌 수요, 이의 자급자족, 가격 및 물량 교섭력 확보를 위한 upstream으로의 수직적 통합 - 광업 관련 인프라 자산에 대한 M&A(예를 들어 광물 운반선)
의료 및 바이오	- 성장과 연속적인 케어 서비스(continuum of care)의 제공을 목표로 한 밸류체인 상 기업 간의 M&A(특히, provider/payer M&A) - 특허 만료와 지네릭 의약품과의 경쟁으로 인한 다양한 제품군 확보 - 지네릭 의약품 섹터 내의 통합 - 유럽 중소 규모 제약 시장내 통합 - 파이프라인의 감소, 특허 만료 및 구매자로부터의 가격 인하 압력에 대응하여 국제 시장에서 경쟁하기 위해서는 critical mass가 필요
산업재	- 통합(consolidation) - 중국 기업 간, 중국향 및 중국발 M&A
금속	- 상품가 상승에 대응 및 원자재 확보를 위한 국경간 M&A - 통합(consolidation) 및 고성장 시장으로의 진출
운송	- 분산화된(fragmented) 시장구조의 통합(consolidation)을 통한 규모의 경제 확보
제지	- 글로벌 시장 특히 유럽시장에서의 통합(consolidation) - (특히 중국기업의) 원자재 즉 fiber의 확보 - 신성장 지역으로의 지역적 다변화 - 고품질 제품으로의 제품구성의 전략적 변화 - 삼림에 대한 기관 투자금의 유입

<표 V-7> 대표 산업별 M&A의 주요 동인

M&A 동인	IT	통신	전력	자동차	광업	의료/바이오	산업재	금속	운송	제지
고성장 지역 진출	✓		✓	✓			✓	✓		✓
저평가 기업 인수		✓								
비핵심 자산의 매각		✓								
규모의 경제 (통합)	✓		✓	✓		✓	✓		✓	✓
제품군 확대	✓					✓				✓
전후방 기업인수	✓			✓	✓	✓		✓		✓
관련 인프라 인수					✓					
피인수 국가 민영화			✓							

## VI. 결론 및 시사점

- 1980년대 이후 현재까지 미국 기업의 총자산 대비 현금 보유 비중이 지속적으로 증가하고 있는 상황이며, 금융위기 이후 미국 기업이익의 급증에 따라 M&A 활동의 급증 가능성 또는 더 나아가 또 한 차례의 Merger Wave가 논의되기 시작
  
- 그러나 과거 1980년대 이후 3차례의 Merger Wave를 통하여 볼 때 보유 현금의 증가 추세는 M&A 시장의 구조적 변화를 가져온 주요 동인(drive)임에도 불구하고 Merger Wave를 구체적으로 촉발하는 것은 아니며 총자산 대비 현금 비중보다는 총자산 대비 순현금흐름이 Merger Wave를 더 잘 설명하고 있음
  - 총자산 대비 순현금흐름으로 보았을 때 현재 시점은 역사적 고점인 7.0% 수준에 근접한 6.3%로 상당히 높은 수준임
  - 향후 글로벌 경제회복이 가시화되는 시점에서 미래 경영환경에 대한 경영진의 자신감 및 실적 호전을 바탕으로 M&A 활동의 급증 예상
  
- 또한 Merger Wave 발생의 거시경제 환경인 신용시장 및 유동성도 금융위기 극복 과정에서 세계 경기침체의 방지 등을 목적으로 시행된 양적 완화 정책이 최근의 EU 재정위기로 당분간 지속적으로 추진될 것으로 예상되고 있으며 기업의 수익성 및 가치평가 수준 등 인수자 입장에서의 M&A 매력도가 높아진 상황
  - 2011년 현재 신용스프레드는 2.8%로서 2009년 4.0%를 기록한 이후 빠르게 축소 중

- LBO의 인수금융 기준 금리로 자주 사용되는 3개월 LIBOR 금리는 2011년 현재 0.8%로 역사적 최저 수준
  - 2010년의 미국 기업 부문 수익성은 12.6%로서 금융위기 직전의 수익률을 이미 초과하여 1950년 이후 최고치를 기록 중
  - 2011년 현재 S&P500 기업들의 평균 주가수익비율(P/E)은 약 15 정도로 1954년 이후 평균인 16.4보다 다소 낮은 수준
- 세계 경제를 선도하는 초대형 기업들의 건전해진 재무구조와 지속적인 글로벌화, 치열한 국제 경쟁 및 경쟁 속도의 증가는 기업 경쟁 및 성장 전략으로서의 M&A의 중요성을 더욱 높일 것이며 현재의 EU 재정위기 및 미국 경기침체 등 세계 경제의 불확실성의 감소 시점과 맞물려 또 한 차례의 Merger Wave의 시작을 예고
- 향후 Merger Wave의 성격은 1990년대의 제5차 Wave로부터 시작된 글로벌화 및 국경 간 M&A의 비중 증가, 사모펀드의 역할 강화, 그리고 아시아 및 유럽 국가들의 글로벌 M&A 시장의 참여라고 하는 기본적인 M&A 시장의 추세가 유지될 것으로 판단
- 최근 일부 글로벌 IT 기업을 중심으로 중요 특히 자산을 가진 기업을 적극적으로 인수하려는 움직임이 일고 있는 등 전략적 M&A의 중요성이 크게 부각되는 상황이며 글로벌 기업으로 도약하려는 국내 기업들의 경우에도 적극적이며 선제적인 M&A 전략의 수립이 중요한 시점임
- 성숙 단계에 이른 국내시장 탈피로 새로운 수익원을 창출하고 성장 동력을 확보

- 시장지배력의 확보와 시장 주도자로 변화하기 위한 지속적인 글로벌화 필요
- 에너지 자원의 전략적 중요성 증대에 따른 지속적 자원개발 확보

□ Merger Wave의 시작이 일정 기간 경과한 후 Merger Wave에 동참하는 것은 전체적으로 M&A로부터 큰 이익을 거두기 어려우나 Wave의 초기에 인수자로서 적극적으로 참여하는 것은 상당한 선점효과(first-mover advantage)가 있는 것으로 알려져 있으므로 자금력과 해외시장 진출의 니즈를 가진 국내 기업의 적극적인 고려가 요청됨

- 과거 1989년부터 2000년까지의 26,444건의 M&A를 분석한 결과, Merger Wave 시작 후 2년 내에 성사된 M&A의 경우 M&A 발표 전후 7일 간의 누적조정주가수익률(CAR, Cumulative Adjusted Returns)은 평균 1.2%로서, Wave의 중간 단계 진입과 Wave의 최종 단계 진입의 경우인 0.9%, 0.5%보다 높음(Boston Consulting Group(2011))

&lt;표 VI-1&gt; 대표 산업별 주요 대형 M&amp;A(2007-2010)

산업	연도	피인수사	인수사	인수사 국적	인수가액
IT	2011.8	Autonomy Corp	Hewlett-Packard	미국	10,296
	2011.8	Motorola Mobility Holdings	Google	미국	9,813
	2011.5	Skype	Microsoft	미국	8,500
	2009.9	Affiliated Computer Services	Xerox	미국	7,891
	2007.10	NAVTEQ	Nokia	미국	7,330
	2007.10	BEA Systems	Oracle Corp	미국	6,779
	2010.8	McAfee	Intel	미국	6,594
	2011.4	National Semiconductor	Texas Instruments	미국	6,407
	2007.5	Microsoft Advertising	Microsoft	미국	5,461
	2007.8	Checkfree	Fiserv	미국	3,993
	2007.4	DoubleClick	Google	미국	3,240
	통신	2011.3	T-Mobile	AT&T	미국
2008.6		China Netcom Group Hong Kong	China Unicom Hong Kong	홍콩	29,259
2008.6		Alltel Corp	Verizon Wireless	미국	28,100
2010.1		Carso Global Telecom	America Movil	멕시코	25,643
2010.4		Qwest Communications	CenturyLink	미국	22,162
2010.10		Wind Telecom	VimpelCom	노르웨이	21,985
전력	2007.2	Energy Future Holdings	Texas Energy Future Holdings	미국	43,218
	2010.8	GDF Suez Energy International	International Power	영국	25,761
	2011.1	Progress Energy	Duke Energy	미국	25,531
	2007.4	European Energy Assets	E.ON	독일	15,786
	2008.9	British Energy Group	EDF	프랑스	14,114

&lt;표 VI-1&gt; 대표 산업별 주요 대형 M&amp;A(2007-2010)(이어서)

산업	연도	피인수사	인수사	인수사 국적	인수가액
자동차	2010.4	Fiat Industrial SpA	PE		13,178
	2007.5	Chrysler Holding	Cerberus Capital	미국	7,450
	2011.5	MAN	Volkswagen	독일	7,418
	2009.8	Porsche Automobil Holding	Volkswagen	독일	5,568
	2010.11	Porsche Holding Salzburg	Volkswagen	독일	4,534
	2008.3	Scania	Volkswagen	독일	4,370
광업	2007.7	Rio Tinto Alcan	Rio Tinto	영국	42,934
	2011.7	Petrohawk Energy	BHP Billiton	호주	14,887
	2008.2	Rio Tinto	Shining Prospect		14,135
	2008.7	Fording Canadian Coal Trust	Teck Resources	캐나다	10,998
	2010.4	Lihir Gold	Newcrest Mining	호주	8,963
	2011.4	Equinox Minerals	Barrick Gold	캐나다	7,811
의료/ 바이오	2009.1	Wyeth	Pfizer	미국	64,480
	2008.7	Genentech	Roche Holding	스위스	46,695
	2009.3	Schering-Plough	Merck	미국	45,704
	2007.3	Organon BioSciences	Schering-Plough Corp USA	미국	14,503
	2008.4	Alcon	Novartis	스위스	27,734
	금속	2011.9	Sumitomo Metal Industries	Nippon Steel	일본
2007.5		IPSCO	SSAB	스웨덴	8,194
2011.1		Consolidated Thompson Iron Mines	Cliffs Natural Resources	미국	4,478
2007.3		Boehler-Uddeholm	Voestalpine	오스트리아	4,069
2008.3		IPSCO Tubulars	Evrax Group	러시아	4,025
2007.7		Chaparral Steel	Gerdau Ameristeel	미국	3,974

<표 VI-1> 대표 산업별 주요 대형 M&A(2007-2010)(이어서)

산업	연도	피인수사	인수사	인수사 국적	인수가액
운송	2009.11	Burlington Northern Santa Fe	Berkshire Hathaway	미국	35,767
	2008.1	Korea Express	Kumho Asiana	한국	4,325
	2011.10	Freight One	Nezavisimaya Transportnaya Kompaniya	러시아	4,150
	2008.9	Deutsche Postbank	Deutsche Bank	독일	3,831
	2010.10	La Poste Francaise	French Republic	프랑스	3,729
제지	2008.3	Containerboard Packaging and Recycling Business	International Paper	미국	6,000
	2009.1	Aracruz Celulose	Fibria Celulose	브라질	4,743
	2007.1	Abitibi-Consolidated	AbitibiBowater	캐나다	4,398
	2011.6	Temple-Inland	International Paper	미국	4,276
	2007.9	NewPage Consolidated Papers	Cerberus Capital	미국	2,520

## 참 고 문 헌

### <국내문헌>

이항구 · 주대영 · 홍성인 · 김홍석 · 정은미 · 박준용, 2009, 『인수합병 활성화를 통한 성장 잠재력 강화 전략』, 산업연구원 정책자료 2009-119.

장재현, 2008, 디지털 컨버전스가 일으키는 M&A 바람, LG경제연구원 Weekly 포커스 43-48.

### <해외문헌>

Acharya, Viral A., Heitor Almeida, and Murillo Campello, 2007, Is cash negative debt? A hedging perspective on corporate financial policies, *Journal of Financial Intermediation* 16, 515-554

Alexandridis, G, C.F. Mavrovitis, and N.G. Travlos, 2010, How Have M&As Changed? Evidence from the Sixth Merger Wave, Working paper

Almeida, Heitor, Murillo Campello, and Michael S. Weisbach, 2004, The cash flow sensitivity of cash, *Journal of Finance* 59, 1777-1804

Amihud Y, Lev B. 1981. Risk Reduction as a Managerial Motive for Conglomerate Mergers. *Bell Journal of Economics* 12: 605-617

Andrade, G., Mitchell, M., Stafford, E., 2001. New evidence and perspectives on mergers? *Journal of Economic Perspectives* 15, 103-20.

- Ang, J. and Y. Cheng, 2003, Direct evidence on the market-driven acquisition theory, *The Journal of Financial Research* 29(2), 199-216
- Auster, E. and Sirower, M. "The Dynamics of Merger and Acquisition Waves: A Three Stage Conceptual Framework", *Journal of Applied Behavioral Science*, June 2002: 38: 216-244
- Bates, T. W., Kahle, K. M., and Stulz, R. M., 2009, Why Do U.S. Firms Hold So Much More Cash than They Used To?, *Journal of Finance*, vol. 64(5), pages 1985-2021
- Baumol, William J., 1952, The transactions demand for cash: An inventory theoretic approach, *Quarterly Journal of Economics* 66, 545-556.
- Bhagat, S., Shleifer, A., Vishny, R., 1990. Hostile takeovers in the 1980s: the return to corporate specialization. *Brookings Papers on Economic Activity: Microeconomics* 0, 1-72.
- Bhide, A. 2000. *The Origin and Evolution of New Businesses*. Oxford: Oxford University Press.
- Bhide, A., Reversing Corporate Diversification, *Journal of Applied Corporate Finance*, 3, 2, 1990, pp. 70-81.
- Blair, M., 1993. *The deal decade: what takeovers and leveraged buyouts mean for Corporate governance*. Brookings Institution, Washington.
- Bloomberg, 2011 M&A Outlook
- Boston Consulting Group, 2011, Riding the Next Wave in M&A
- Brown, Gregory, and Nishad Kapadia, 2007, Firm-specific risk and equity market development, *Journal of Financial Economics* 84, 358-388

- Campbell, John Y., Martin Lettau, Burton G. Malkiel, and Yexiao Xu, 2001, Have individual stocks become more volatile? An empirical exploration of idiosyncratic risk, *Journal of Finance* 56, 1-43.
- Coarse. R. 1937. The nature of the firm. *Economica* 4: 386-405.
- Dittmar, Amy, Jan Mahrt-Smith, and Henri Servaes, 2003, International corporate governance and corporate cash holdings, *Journal of Financial and Quantitative Analysis* 38, 111-133
- Donaldson, G. 1994. *Corporate Restructuring*. Boston: Harvard Business School Press.
- Dong, M., Hirshleifer, D., Richardson, S., and Teoh, S. H., 2006, Does investor misvaluation drive the takeover market, *Journal of Finance* 61, 725-762.
- Fama, Eugene F., and Kenneth R. French, 2001, Disappearing dividends: Changing firm characteristics or lower propensity to pay? *Journal of Financial Economics* 60, 3-43.
- Fama, Eugene F., and Kenneth R. French, 2004, New lists: Fundamentals and survival rates, *Journal of Financial Economics* 73, 229-269
- Foley, C. Fritz, Jay Hartzell, Sheridan Titman, and Garry J. Twite, 2007, Why do firms hold so much cash? A tax-based explanation, *Journal of Financial Economics* 86, 579-607
- Fresard, L., 2010 Financial Strength and Product Market Behavior: The Real Effects of Corporate Cash Holdings, *Journal of Finance* 65, 1097-1122.

- Giroud, Xavier and Holger M. Mueller, 2011, Corporate Governance, Product Market Competition, and Equity Prices, *Journal of Finance* 66, 563-600.
- Gort, M., 1969, An economic disturbance theory of mergers, *Quarterly Journal of Economics*, 83, 624-642
- Gorton, Gary B., Kahl, Matthias and Rosen, Richard J., 2005, Eat or Be Eaten: A Theory of Mergers and Merger Waves, NBER Working Paper Series, Vol. w11364
- Harford, J., 1999, Corporate Cash Reserves and Acquisitions. *The Journal of Finance*, 54: 1969-1997
- Harford, J., 2005, What drives merger waves?, *Journal of Financial Economics* 77, 529-560.
- Harford, Jarrad, Sattar Mansi, and William Maxwell, 2008, Corporate governance and a firm' cash holdings, *Journal of Financial Economics* 87, 535-555.
- Holmstrom, B., Kaplan, S., 2001. Corporate governance and merger activity in the U.S.: making sense of the 80's and the 90's. *Journal of Economic Perspectives* 15, 121-144.
- Irvine, Paul J., and Jeffrey E. Pontiff, 2009, Idiosyncratic return volatility, cash flows, and product market competition, *Review of Financial Studies*, 22, 1149-1177
- Jensen, M, 1986, Agency Costs of Free Cash Flow, Corporate Finance, and Takeovers, *American Economic Review* 76(2), 323-329.
- Jensen, M. C. 1993. The modern industrial revolution, exit, and the failure of internal control systems. *Journal of Finance* 48(3): 831-880.

- Jensen, M., 1986. Agency cost of free cash flow, corporate finance and takeovers. *American Economic Review Papers and Proceedings* 76, 323-29.
- Jensen, M., 2004, The Agency Costs of Overvalued Equity and the Current State of Corporate Finance, *European Financial Management*, Vol. 10, No. 4, 2004, 549-65
- Jovanovic B. and Rousseau P.(2001a) "Mergers and Technological Change: 1885-1998." mimeo, NYU
- Jovanovic, B., Rousseau, P., 2002. The q-theory of mergers. *American Economic Review Papers and Proceedings* 92, 198-204.
- Lamoreaux, Naomi R. *The Great Merger Movement in American Business, 1895-1904. Cambridge and elsewhere*: Cambridge University Press, 1985.
- Matsusaka, John J., Takeover Motives During the Conglomerate Merger Wave, *Rand Journal of Economics*, Vol. 24, 1993
- Miller, Merton H., and D. Orr, 1966, A model of the demand for money by firms, *Quarterly Journal of Economics* 80, 413-435.
- Mitchell, M. and H. Mulherin. 1996. "The Impact of Industry Shocks on Takeover and Restructuring Activity." *Journal of Financial Economics*. 41:2, pp. 193-229
- Moeller, S. B., Schlingemann, F. P., and Stulz, R. M., 2005, Wealth destruction on a massive scale? A study of acquiring-firm returns in the recent merger wave, *Journal of Finance* 60, 757-782.
- Myers, S., Majluf, N., 1984. Corporate financing and investment decisions when firms have information that investors do not have. *Journal of Financial Economics* 13, 187-221.

- O'Brien, Antony Patrick, 1988, Factory size, economies of scale, and the great merger wave of 1898-1902. *The Journal of Economic History* 48(3): 639-649
- Opler, Tim, Lee Pinkowitz, Rene M. Stulz, and Rohan Williamson, 1999, The determinants and implications of corporate cash holdings, *Journal of Financial Economics* 52, 3-46.
- Ovtchinnikov, Alexei V., 2010, Merger Waves Following Industry Deregulation, Working paper Owen Graduate School of Management, Vanderbilt University
- Pinkowitz, Lee, Ren? M. Stulz, and Rohan Williamson, 2006, Do firms in countries with poor protection of investor rights hold more cash? *Journal of Finance* 61, 2725-2751.
- Rhodes-Kropf, Matthew, and S. Viswanathan, 2000, Corporate reorganizations and non-cash auc- tions, *Journal of Finance* 55, 1807-1849.
- Rhodes-Kropf, Matthew, Robinson, David., T., 2008, The Market for Mergers and the Boundaries of the Firm, *Journal of Finance* 63(3): 1169-1221.
- Roll, R., 1986. The hubris hypothesis of corporate takeovers. *Journal of Business* 59, 197-16.
- Shleifer, A. and R.W. Vishny, 1991, Takeovers in the '60s and the '80s: Evidence and Implications, *Strategic Management Journal* 12, 51-59
- Shleifer, Andrei & Vishny, Robert W., 2003. Stock market driven acquisitions, *Journal of Financial Economics*, Elsevier, vol. 70(3), pages 295-311

- Stigler, George J. "Monopoly and oligopoly by merger," *American Economic Review* 40(2), May 1950, pp. 23-34.
- Sudarsanam, P. S., 2003, *Creating Value from Mergers and Acquisitions: The Challenges*, Prentice Hall.
- Thomson Reuters and J.P. Morgan, 2009, *Deal Making in High Definition*
- Thomson Reuters and J.P. Morgan, 2011, *The Era of Globalized M&A*
- Thomson Reuters, *Mergers & Acquisitions Review, Full Year 2010*
- Thomson Reuters, *Special Report: M&A Trends & Insight, 3rd Quarter 2011*
- Vickson, Robert G., 1985, Simple Optimal Policy for Cash Management: The Average Balance Requirement Case, *Journal of Financial and Quantitative Analysis* 20, 353-369.
- Williamson, O. E., *Corporate Control and Business Behavior*. Englewood Cliffs, NJ: Prentice Hall, 1970

<웹사이트>

Bloomberg	<a href="http://www.bloomberg.com">www.bloomberg.com</a>
Thomson Reuters	<a href="http://thomsonreuters.com">thomsonreuters.com</a>
Federal Reserve Board	<a href="http://www.federalreserve.gov">www.federalreserve.gov</a>
한국상장사협의회	<a href="http://www.kocoinfo.com">www.kocoinfo.com</a>