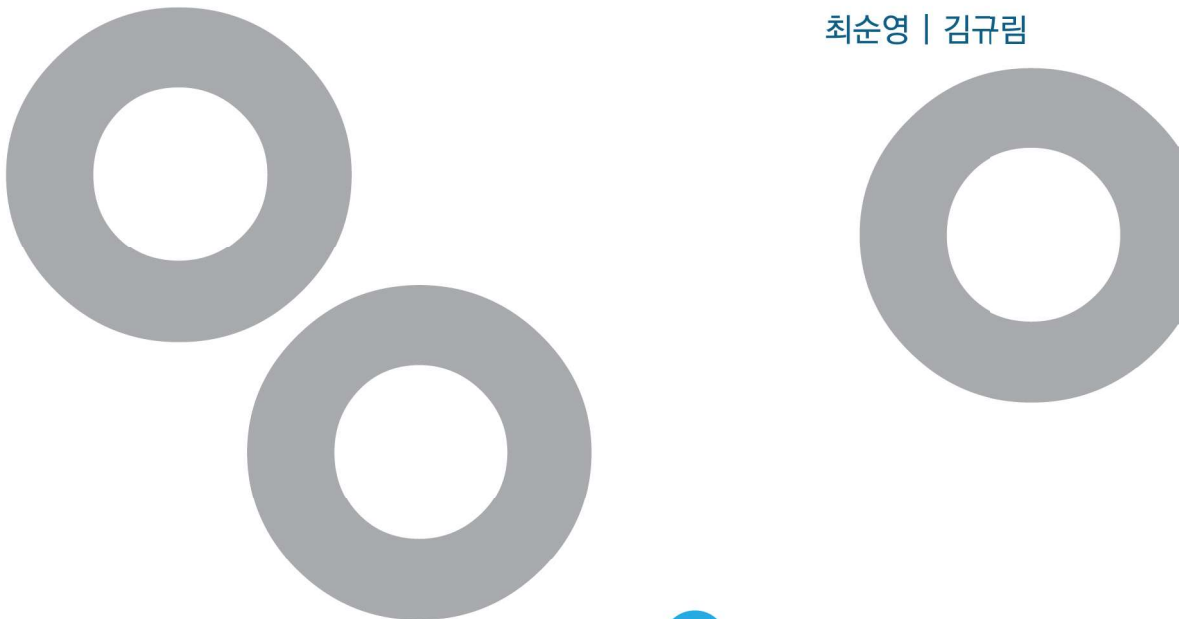


**KCMI**

Korea Capital  
Market Institute

# 국내 M&A 시장의 특징 및 M&A 성과 결정요인 분석

최순영 | 김규림



# 국내 M&A 시장의 특징 및 M&A 성과 결정요인 분석

2017. 3.

연구 위원      최 순 영  
선임 연구원    김 규 림



자본시장연구원  
Korea Capital Market Institute



## 序 言

국내 M&A 시장의 활성화는 기업과 더불어 정책당국의 주요 관심사로 떠오르고 있다. 과거 한국 기업들이 선도기업의 기술을 습득하고 자체적 역량을 개발해서 사업을 키워나갔던 방식의 성장모델은 급속히 변화하는 사업 환경과 빠르게 추격하는 경쟁사들에 대응하기에는 충분하지 못하다. 한국 경제에서 기업이 유연한 사업구조로 변모하고 벤처에서 대기업으로 이어지는 생태계가 원활하게 작동하기 위해서는 M&A가 보다 적극적으로 활용되어야 한다.

M&A를 촉진시키기 위한 방안들을 논의하기에 앞서 국내 M&A 시장의 현황 및 현안에 대한 올바른 파악이 필요하지만 아쉽게도 그간 장기적이고 포괄적인 관점에서 국내 M&A 시장을 들여다본 연구는 많지 않다. 이러한 관점에서 2000~2015년 사이의 장기간에 걸쳐 국내 M&A 시장의 추세와 주요 특징을 살펴보는 본 연구보고서는 의미가 있다. 국내 M&A 시장을 다양한 각도에서 검토하고 이를 통해 주요 문제점 및 개선 분야를 도출함으로써 이해관계자들에게 도움이 될 것으로 생각된다.

이와 더불어 본 연구보고서는 그간 연구주제로서 다루어지지 않았던 M&A 재무자문시장에 대해서도 살펴보고 있다. 이미 해외 문헌의 경우 1990년대부터 재무자문사가 M&A 성과에 미치는 영향에 대한 상당수의 연구가 이루어진 반면, 국내의 경우 재무자문사를 중심으로 분석한 연구는 전무한 수준에 가깝다. M&A 재무자문사는 단순히 M&A 거래의 실행만 도와주는 것이 아니라, 기업과 산업에 대한 전략적 사고 및 분석력을 통해 새로운 가치창출에 기여할 수 있는 잠재력을 지니고 있다. 그러나 국내에서는 주요 M&A 거래, 특히 초대형 규모의 거래에 있어서는 외국계IB가 재무자문시장을 독식하고 있으며 국내 금융회사의 참여가 부족한 현실이다. 본 연구보고서는 그간 이루어지지 않았던 M&A 재무자문사의 역할과 효과에 대한 실증분석을 시도하고 있다는 점에서 높게 평가되며, 향후 학계, 업계 및 금융당국의 다양한 논의를 위한 기초 자료로서 활용되기를 기대한다.

본 연구보고서를 작성한 최순영 연구위원과 김규립 선임연구원에게 감사의 뜻을 표한다. 또한, 본 연구보고서의 작성을 위해 수고한 이수련, 김지희 연구조원에게도 감사드린다. 마지막으로 본 연구보고서의 내용은 연구진 개인의 의견이며 본 연구원의 공식 의견이 아님을 밝혀둔다.

2017년 3월  
자본시장연구원  
원장 안동현

## 목 차

---

---

Executive Summary .....	vii
Abstract .....	x
I. 서론 .....	3
II. 국내 M&A 시장의 특징 .....	9
1. 국내 M&A 시장 규모 .....	9
2. 국내 M&A 거래 유형 .....	19
3. 국내 M&A 재무자문시장 .....	41
III. M&A 성과 실증분석 .....	51
1. 기존문헌 및 분석 데이터 .....	51
2. 누적초과수익률(CAR) 결정요인 분석 .....	56
IV. 결론 및 시사점 .....	71
참고문헌 .....	77

## 표 목 차

---

---

<표 II-1> 2000년 주요 M&A 거래 .....	15
<표 II-2> 2014~2015년 주요 초대형 M&A 거래 .....	19
<표 II-3> In-Out 거래 피인수기업 국가별 거래건수 및 비중 .....	24
<표 II-4> In-Out 거래 피인수기업 국가별 거래규모 및 비중 .....	26
<표 II-5> Out-In 거래 인수기업 국가별 거래건수 및 비중 .....	27
<표 II-6> Out-In 거래 인수기업 국가별 거래규모 및 비중 .....	29
<표 II-7> 인수·피인수기업 업종별 M&A 거래건수 (2000~2015년) ..	30
<표 II-8> 업종별 M&A 거래건수 비중 (2000~2015년) .....	32
<표 II-9> M&A 결합 유형별 거래건수 비중 (2000~2015년) .....	38
<표 II-10> M&A 결합 유형별 거래규모 비중 (2000~2015년) .....	39
<표 II-11> M&A 결합 유형별 평균 거래규모 (2000~2015년) .....	41
<표 II-12> 국내 M&A 재무자문사 순위 .....	43
<표 II-13> 재무자문사 유형별 평균 M&A 거래규모 .....	46
<표 II-14> 재무자문사 유형별 인수기업 주요 재무지표 .....	47
<표 III-1> 회귀분석 변수 기초통계 .....	62
<표 III-2> CAR 결정요인 회귀분석 결과 .....	66

## 그림 목 차

---

<그림 II-1> 국내 M&A 시장 추이 .....	10
<그림 II-2> 국내 M&A 시장 연간성장률 추이 .....	11
<그림 II-3> 주요국 GDP 대비 M&A 시장 규모 (2015년) .....	12
<그림 II-4> GDP 대비 국내 M&A 시장 규모 추이 .....	13
<그림 II-5> M&A 거래 평균규모 추이 .....	14
<그림 II-6> 국내 초대형 M&A 거래 건수 추이 .....	17
<그림 II-7> 국내 M&A 시장 대비 1조원 이상 거래 비중 추이 .....	18
<그림 II-8> 국내 및 국경간 M&A 거래건수 추이 .....	21
<그림 II-9> 국내 및 국경간 M&A 거래규모 추이 .....	22
<그림 II-10> 동종·이종 업종 M&A 거래건수 비중 추이 .....	31
<그림 II-11> 인수기업 업종별 M&A 거래규모 (2000~2015년) .....	33
<그림 II-12> 제조업 인수기업의 피인수기업 업종별 M&A 거래규모 추이 .....	34
<그림 II-13> 금융·보험업 인수기업의 피인수기업 업종별 M&A 거래규모 추이 .....	35
<그림 II-14> 인수기업 상장·비상장 여부별 M&A 거래건수 비중 추이 ..	36
<그림 II-15> 피인수기업 상장·비상장 여부별 M&A 거래건수 비중 추이 ..	37
<그림 II-16> M&A 결합 유형별 거래건수 비중 추이 .....	38
<그림 II-17> M&A 결합 유형별 거래규모 비중 추이 .....	40
<그림 II-18> 재무자문사 유형별 M&A 거래규모 추이 .....	44
<그림 III-1> 누적초과수익률 산출 기간 .....	55

## 약어 표

---

---

CADR	Cumulative Abnormal Dollar Return
CAR	Cumulative Abnormal Return
GDP	Gross Domestic Product
IB	Investment Bank
IT	Information and Technology
M&A	Mergers and Acquisitions
ROA	Return on Asset
ROE	Return on Equity
WTO	World Trade Organization

## 《 Executive Summary 》

최근 성장한계에 봉착한 국내 기업들이 늘어나면서 사업구조의 재편, 새로운 시장의 개척 및 비효율적 기업의 규율 수단으로 M&A의 보다 적극적인 활용이 제시되고 있다. 또한 M&A 시장 활성화의 일환으로 M&A 거래를 중개하는 재무자문사의 역할 제고 필요성도 중요한 과제로 논의되고 있다.

본 연구보고서는 국내 M&A 시장에 대한 이해를 돕기 위해 블룸버그(Bloomberg)에서 제공하는 M&A 자료를 활용해 2000~2015년 사이 국내 M&A 시장의 추세와 주요 특징을 살펴본다. 이와 더불어 그간 국내에서는 연구가 부재했던 국내 M&A 재무자문시장의 특징과 M&A 성과의 결정요인, 특히 재무자문사 선택이 M&A 성과에 직접적인 영향을 미치는지에 대한 실증분석 결과를 제시한다.

최근 국내 M&A 시장은 괄목할만한 성장을 보이고 있다. 2000년 13.1조원에 불과했던 M&A 거래규모는 2015년 96.2조원에 달하면서 지난 15년간 7배 이상 증가했다. M&A 거래건수도 꾸준히 증가하여 2000년 102건에서 2015년 493건으로 5배 가량 증가했다. 특히, 국내 M&A 시장은 거래규모 측면에서 2013~2015년 사이 연평균 50% 이상의 높은 성장률을 보이고 있으며, 이는 몇 개의 초대형 거래에 기인한다.

2015년 국내총생산(GDP) 대비 M&A 시장 규모는 6.5%로 주요 선진국에 버금가는 수준으로 높아졌다. 그러나 이러한 부분은 다소 예외적인 측면이 있으며, 2000~2015년 전체 기간 중 GDP 대비 M&A 시장의 규모는 2.9%로 매우 낮은 편에 속한다. 총 거래규모의 경우 국내 M&A 시장은 최근 빠른 증가세를 보이고 있지만, M&A 거래의 평균규모는 여전히 낮은 수준에 머물고 있다. 2000~2015년 사이 M&A 거래의 평균규모는 947억원에 불과하며, 역대 최고치를 기록한 2015년에도 1,951억원 수준으로 낮은 편이다.

국경간(cross-border) M&A는 거래건수 및 거래규모 모두 장기적으로 증가하는 추세를 보이고 있다. 국경간 M&A 거래규모는 2000년 4.1조원에서 2015년 14.3조원으로 3.5배 증가했으며, 2000~2015년 사이 국경간 M&A가 국내 M&A 시장에서 차지하는 비중은 32.0%에 달한다. 그러나 국경간 M&A의 평균규모는 1,000억원을 하회하는 수준이다.

업종별로 국내 M&A 거래는 한국 경제의 산업구조를 반영하여 제조업에 집중되어 있다. 2000~2015년 사이 거래건수 기준으로 볼 경우 인수기업이 제조업인 경우가 36.2%로 가장 큰 비중을 차지하며, 다음으로는 금융·보험업이 16.2%로 높다. 반면, 거래규모 기준으로 볼 경우 2000~2015년 사이 금융·보험업 비중이 33.3%로 가장 높게 나타나며, 이는 특히 외환위기 이후 국내 은행업의 대대적 구조조정과 더불어 금융업권의 겸업화가 확산된 데에 기인한다.

M&A 거래주체의 상장 여부를 살펴보면, 대부분의 국내 M&A는 상장 인수기업과 비상장 피인수기업 간에 이루어진다. 거래건수로 볼 경우 인수기업-피인수기업이 상장-비상장인 경우의 비중이 65.9%로 가장 높은 반면, 상장-상장의 경우는 6.4%에 불과하다. 따라서 국내 M&A 시장의 활성화 과제의 하나로 상장-상장 M&A 거래가 보다 적극적으로 이루어질 필요가 있다.

국내 M&A 재무자문시장에서는 외국계IB, 국내 증권사 및 회계법인이 주요 참여자로 활동하고 있으며, 이중 외국계IB는 주요 초대형 거래를 독식하고, 회계법인은 다수의 소규모 거래를 주관하는 이원화된 경쟁구도의 모습을 지니고 있다. 반면, 국내 증권사의 경우 외국계IB와 대형 M&A 거래시장에서, 회계법인과는 중대형 거래시장에서 경쟁하는 위치에 있는 것으로 보인다. 이러한 상황은 각 유형의 재무자문사가 고객으로 삼고 있는 인수기업의 재무적 특징과 주관하는 M&A 거래의 평균규모에서 확인된다.

이와 같은 국내 M&A 재무자문시장의 경쟁구도가 각 유형의 재무 자문사의 역량, 특히 재무자문사 선택에 따른 M&A 거래의 성과 차이로부터 비롯되는지를 실증분석을 통해 살펴본다. 실증분석에서의 M&A 성과는 사건연구(event study)에서 보편적으로 사용하는 인수기업의 누적초과수익률(Cumulative Abnormal Return: CAR)을 활용한다.

회귀분석 결과에서는 재무자문사 선택이 인수기업 CAR에는 직접적인 영향을 미치지 않는 것으로 나타난다. 외국계IB, 국내 증권사 및 회계법인 더미변수의 계수는 모두 통계적으로 유의하지 않게 나타난다. 반면, 인수기업의 특징 중에서는 로그를 취한 자산규모 및 총자산이익률(ROA)이 각각 1%, 5% 수준에서 통계적으로 유의하게 나타나며, M&A 거래의 특징 중에서는 상대적 규모, 사전 주가상승률 및 주식 자금조달 더미변수가 모두 1% 수준에서 통계적으로 유의하게 나타난다. 이러한 결과는 국내 인수기업이 특정 유형의 재무자문사를 선택하는 기준이 M&A 성과가 아닌 것으로 보이며, 그 외의 재무자문사 유형별 차이에서 비롯된다는 점을 시사한다. 즉, 국내 M&A 재무자문시장의 이원화된 경쟁구도의 원인을 파악하기 위해서는 재무자문사 유형별 양적 및 질적 차이와 더불어 인증효과(certification effect) 등 다른 이유로 인해 특정 유형의 재무자문사가 선호되는지를 분석해볼 필요가 있다.

국내 M&A 시장의 작은 규모와 M&A 재무자문시장의 불균형적인 경쟁구도는 국내 M&A 시장의 활성화를 위해 풀어야 할 숙제다. 향후 국내 M&A 시장이 발전하기 위해서는 재무자문사가 단순히 실행 기능을 넘어 기업의 전략적 자문을 제공하는 역할이 보다 강화되어야 할 것으로 보인다. 특히, 향후 국내 M&A 시장의 발전에는 국내 증권사의 참여 확대가 매우 중요하며, 이를 위한 다양한 지원방안과 더불어 증권사 자체적인 역량 강화 노력이 요구된다.

« Abstract »

**Characteristics of Korea's M&A Market and Analysis of  
the Determinant of M&A Performance**

Mergers and acquisitions (M&A) is an increasingly important issue in Korea, as economic growth slows down and effective restructuring of Korean companies becomes more urgent. But while there are many suggestions on how to vitalize Korea's M&A market, there is a general lack of data and research to underpin such discussions. This paper aims to provide a long-term overview and key features of Korea's M&A market to aid such dialogue. In addition, the understudied topic of Korea's M&A financial advisory industry, an important component of facilitating M&As, is examined, along with an empirical analysis on the determinants of M&A performance.

This study uses Korean M&A deal data from Bloomberg, covering the period from 2000 to 2015. Korea's M&A market size has grown from a meagre 13.1 trillion won in 2000 to 96.2 trillion won in 2015, more than a 7 times increase. The number of M&A deals has also grown from 102 deals in 2000 to 493 deals in 2015. However, in terms of size, much of the growth of Korea's M&A market has come in the past 2~3 years, driven by a spike in the size of a handful of mega-deals.

M&A market size to GDP in 2015 for Korea(6.5%) was

lower than that of the US(10.2%) but on par with the UK(6.5%) and higher than that of Japan(4.3%). However, this was a result of 2~3 mega-deals in 2015, and Korea's average M&A market size to GDP for the 2000~2015 period as a whole is only 2.9%. Thus, it remains to be seen whether the recent growth spurt will persist going forward. Also, the average M&A deal size in Korea remains very small. Between 2000~2015, the average M&A size was only 94.7 billion won, though it increased to 195.1 billion won in 2015, it is still relatively small.

In terms of cross-border M&As, deal value increased from 4.1 trillion won in 2000 to 14.3 trillion won in 2015, an increase of 3.5 times. Between 2000~2015, the share of cross-border deal value as a share of total Korean M&As was 32.0%. Average cross-border deal size, during this period, however, is small at under 100 billion won.

In terms of industry characteristics, M&As in Korea are predominantly pursued by companies in manufacturing, reflecting the structure of Korea's economy. Acquirers in the manufacturing industry accounted for 36.2% of deal volume between 2000~2015. However, in terms of deal value, financial services industry at 33.3% of deal value was ahead of manufacturing, reflecting industry restructuring mega-deals in banking, credit-card, insurance and securities industry following the 1997 Asian Financial Crisis and 2003 credit card crisis in Korea.

Lastly, targets of M&As in Korea are predominantly of

unlisted companies. The share of deals where the target company is unlisted and acquirer is listed accounts for 65.9% of deal volume between 2000 and 2015. By comparison, deals where the acquirer and target are both listed companies are only 6.4% of deal volume, one of the reasons why the average deal size of Korean M&A is small. It also implies more M&As involving listed target companies are needed to bring about meaningful restructuring of Korean companies.

The major players in the Korean M&A financial advisory market can be grouped into foreign investment banks, Korean securities firms and accounting firms. The structure of the financial advisory market appears to be bifurcated, with few but profitable mega-deals dominated by foreign investment banks and the large number of small M&A deals served mostly by accounting firms. Korean securities firms are stuck in the middle, competing with foreign investment banks for the same type of large corporate clients, while competing with accounting firms on small to medium sized deals.

Empirical analysis looks at whether the unbalanced competitive structure of the M&A financial advisory industry is due to performance difference between the different types of financial advisor, or whether other characteristics, either of acquiring firms or the structure of the M&A deals explain performance differences. M&A performance is measured using a three day window cumulative abnormal return (CAR), based on the event study methodology.

The main findings of the empirical analysis indicate that

there is no direct effect of financial advisory choice in terms of acquirer's CAR when controlling for acquirer and deal characteristics. Dummy variables on financial advisor type are found to be statistically insignificant in the regression results. On the other hand, statistically significant explanatory variables influencing CAR are asset size and return on assets of the acquiring firm, relative deal size, stock price run-up and stock payment dummy variable. Thus, it cannot be claimed that the reason foreign investment banks dominate Korea's profitable mega-deal market is due to superior deal performance delivery. Rather, there seem to be other un-included or un-measured differences across financial advisor types which lead to acquiring firms tending to favor certain advisor types. To determining what those influencing factors are remains an important topic for future research.

The relative small size of Korea's M&A market, despite the recent substantial growth, remains an important challenge that needs to be solved. Relatedly, ways to increase the participation of Korean securities firms in M&A financial advisory roles need to be found. M&A advisory is an important component of advancing the investment banking capabilities of securities firm, which in turn assists in the effective growth and restructuring Korean companies. Towards this end, both policy measures, along with own efforts on the part of Korea securities companies are needed.



## 1. 서론

---



## I. 서론

최근 국내 인수·합병(Mergers and Acquisitions: M&A) 시장의 활성화는 중요한 화두로 떠오르고 있다. M&A는 빠르게 변화하는 사업 환경에 기업이 민첩하게 대응하고 비효율적인 기업을 규율하는 수단으로서 활용할 수 있다. 반면 국내 기업들은 전통적으로 M&A보다 자체적으로 새로운 사업을 발전시켜 나가는 유기적인 성장 방식을 선호해왔으며 M&A의 활용에 있어서는 소극적이고 다소 부정적인 견해를 가져왔다. 이는 아직 국내에서 기업의 창업자 또는 대주주가 경영권의 포기를 꺼리고 전문경영인 문화가 자리 잡지 못한 데에 기인하기도 한다. 그럼에도 불구하고, 최근 한국 경제의 장기 저성장 국면 진입, 한계기업의 증가 등의 상황은 국내 기업들이 M&A를 보다 적극적으로 고려해야 하는 원인을 제공하고 있다.

국내 M&A 시장의 활성화를 위한 방안들을 논의하기 위해서는 현황에 대한 파악이 우선적으로 이루어져야 한다. 그러나 국내 M&A 거래와 관련된 데이터는 산재되어 있고, M&A에 대한 기준과 정의도 상이한 관계로 국내 M&A 시장에 대한 장기적이고 포괄적인 자료가 생각보다 부족하다. 본 연구보고서는 국내 M&A 시장에 대한 이해를 돕기 위해 블룸버그(Bloomberg)에서 제공하는 M&A 거래 자료를 활용해 2000~2015년 사이 국내 M&A 시장의 전반적인 모습을 정리해보고 주요 문제점과 개선 사항을 도출하고자 한다.

M&A 시장이 효율적으로 작동하기 위해서는 여러 제반 요건이 갖추어져야 하며, 이중 M&A 거래 중개기관의 역할도 중요한 부분을 차지한다. 특히 M&A 재무자문사(financial advisor)는 M&A 시장이 원활하게 돌아갈 수 있게 해주는 윤활유와도 같다. M&A 재무자문사는 전략적 사고와 업계에 대한 정보력을 겸비해 적합한 인수 및

#### 4 국내 M&A 시장의 특징 및 M&A 성과 결정요인 분석

피인수기업을 발굴하고 연결시켜주는 우수한 자문력(skilled advice)을 갖추어야 하며 이와 더불어 적절한 가격 및 조건에 M&A가 성사될 수 있도록 우수한 실행력(skilled execution)을 제공해줘야 한다. 보다 많은 역량 있는 재무자문사가 M&A 시장에서 활동할수록 가치 파괴(value destroying)가 아닌 가치 창출(value creation)의 M&A 거래가 성사되고, 이로 인해 M&A 시장이 활성화되는 선순환 구조가 구축될 수 있다.

그러나 현재 국내 M&A 재무자문시장은 매우 불균형적인 모습을 가지고 있다. 국내 M&A 재무자문시장의 주요 참여자는 크게 외국계IB(Investment Bank: IB), 국내 증권사 및 회계법인으로 나누어 볼 수 있으며, 이들이 주관하는 M&A 거래의 성격은 매우 다르다. 외국계IB는 희소한 초대형 M&A 시장을 독식하고 있으며, 회계법인은 주로 소규모 M&A 시장에서 입지를 구축하고 있다. 국내 증권사는 M&A에 있어서 주관하는 거래의 규모나 빈도의 측면 모두에서 불리한 위치에 처해있다. 국내 증권사는 주로 대기업 고객의 M&A 거래에 참여하고 있으며, 이에 따라 외국계IB와 직접 경쟁하는 반면, 외국계IB에 비해서는 상대적으로 작은 규모의 M&A를 주관하고 있다. 또한, 회계법인에 비해서는 국내 증권사가 주관하는 M&A 거래 건수가 낮은 관계로 충분한 수익을 보장하기 어려운 상황이다.

이처럼 국내 증권사가 M&A 재무자문시장에서 보다 활발하게 참여하고 있지 못하는 점은 아쉬운 상황이다. M&A 재무자문은 증권인수와 함께 투자은행 업무(investment banking)의 주요 축을 이루며, 두 업무 간의 시너지도 매우 높다. 투자은행 업무 역량의 강화는 증권사 수익 제고 측면에서도 중요하지만, 국내 기업에게 다양한 서비스를 제공할 수 있다는 점에서 보다 큰 의미를 가진다. 그러나 M&A 거래의 참여 부진으로 인해 국내 증권사는 충분한 실적과 경험을 쌓지 못하고 있으며, 이에 따라 투자은행 업무 역량의 축적에도

부정적인 영향을 미치고 있다.

그렇다면 이러한 국내 M&A 재무자문 분야의 경쟁구도가 어디 서부터 비롯되는지에 대한 질문을 갖게 된다. 특히, 외국계IB가 국내 초대형 M&A 거래를 독식하는 원인이 외국계IB가 보다 우수한 성과를 제공하기 때문인지를 살펴볼 필요가 있다. 본 연구보고서는 M&A 재무자문시장의 특징을 살펴보고, 재무자문사의 선택이 M&A 성과에 미치는 영향을 분석해본다. 특히, 회귀분석을 통해 재무자문사 유형별로 M&A 거래의 누적초과수익률(Cumulative Abnormal Return: CAR)에 차이가 있는지를 살펴보고, 이러한 차이가 실제 재무자문사 자체로부터 비롯되는지, 아니면 재무자문사별 고객 유형 및 M&A 거래의 특징으로부터 비롯되는지를 파악하고자 한다.

본 연구보고서의 구성은 다음과 같다. 제II장에서는 국내 M&A 시장의 현황과 특징을 살펴보고, 이를 통해 국내 M&A 시장이 가진 주요 문제점과 과제를 도출한다. 이와 더불어 국내 M&A 재무자문 시장의 경쟁구도를 검토하고, 여러 각도에서 재무자문사 유형별 차이점을 정리한다. 제III장에서는 인수기업의 CAR를 중심으로 M&A 거래 및 재무자문사 유형별 비교분석과 함께 CAR의 결정요인 회귀 분석 결과를 보여준다. 마지막으로 제IV장에서는 결론 및 시사점을 제시한다.



## II. 국내 M&A 시장의 특징

---

1. 국내 M&A 시장 규모
2. 국내 M&A 거래 유형
3. 국내 M&A 재무자문시장



## II. 국내 M&A 시장의 특징

### 1. 국내 M&A 시장 규모

#### 가. 성장 추세

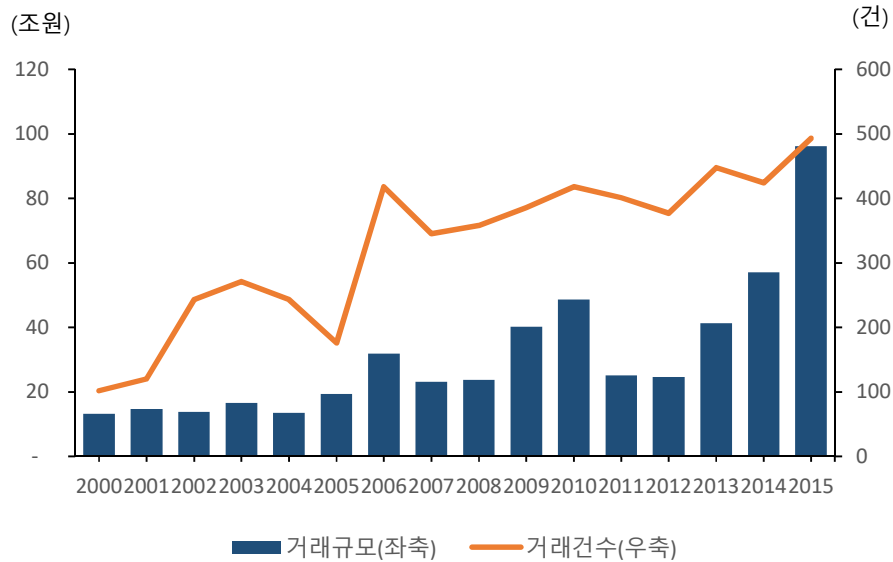
국내 M&A 시장<sup>1)</sup>은 지난 15년간 거래규모 및 거래건수 측면 모두에서 괄목할만한 성장을 달성했다. M&A 거래규모의 경우 2000년 13.1조원에 불과했던 수준에서 2015년 96.2조원으로 지난 15년간 7배 이상 증가했으며, M&A 거래건수는 2000년 102건에서 2015년 493건으로 동기간 5배 가량 늘어났다. 특히, 거래규모 측면에서 국내 M&A 시장은 2013~2015년 사이 연평균 50% 이상의 빠른 성장률을 기록하고 있다.

그간 국내 M&A 시장의 성장 과정을 살펴보면 거래건수는 2000~2006년 사이 빠르게 증가하다가 2007년 이후부터는 안정적으로 늘어나고 있으며, 거래규모는 반대로 2000~2012년 사이 완만하게 증가하다가 2013년부터는 가파르게 상승하는 모습을 보이고 있다. M&A 거래건수는 2000년 102건에서 2006년 418건으로 4배 이상 증가했다. 그러나 이후 M&A 거래건수는 2007년 345건에서 2015년 493건으로 소폭만 증가했다. M&A 거래규모의 경우 2000년 13.1조원에서 2006년 31.9조원으로 꾸준한 증가세를 보이다가 2007년에는 글로벌 금융위기가 진행되기 시작하면서 23.1조원으로 감소했다. 이후 2009년에는 48.6조원으로 회복세를 보이던 M&A 거래규모는 유럽 재정위기가 불거지면서 2011년에는 다시 25.1조원으로 감소했다. 2013년부터 다시 증가세로 돌아선 M&A 거래규모는 2015년에는 96.2조원으로 급증하면서 역대 최고치를 기록했다.

---

1) 본 보고서에서는 블룸버그(Bloomberg)에서 제공하는 M&A 자료를 사용한다. M&A 시장의 정의는 블룸버그에서 'M&A'로 분류하는 거래만을 포함하고 있으며, 전략적 제휴(strategic alliance), 합작투자(joint venture), 기업분할(spin-off)은 제외된다. 이와 더불어 부동산 매입 거래도 시장의 범위와 분석에서 제외된다. M&A 관련 통계는 공시된 거래(announced deal)를 기준으로 사용한다.

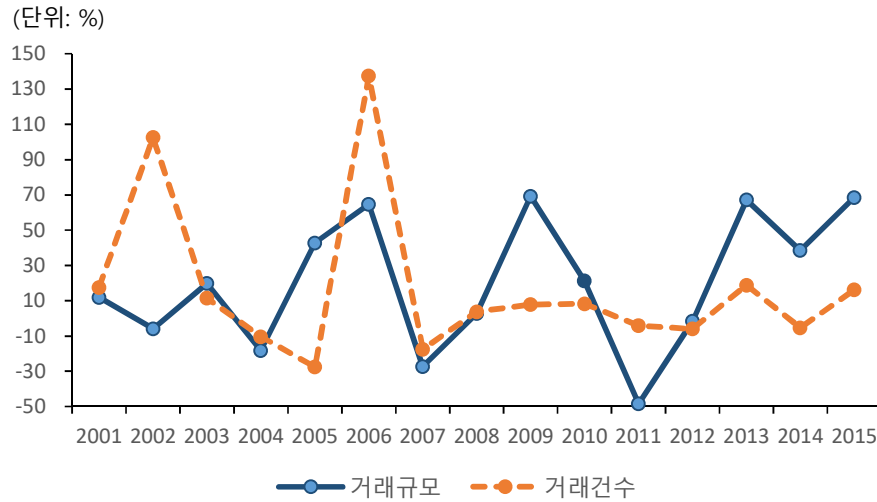
<그림 II-1> 국내 M&A 시장 추이



자료: 블룸버그

2000~2015년 사이 국내 M&A 거래건수 및 거래규모의 연평균 성장률은 각각 11.1%, 14.2%로 전체 기간에 있어서는 큰 차이를 보이지 않는다. 그러나 기간을 나누어서 살펴볼 경우 거래건수와 거래규모의 성장세는 다소 다른 모습을 보인다. 2000~2006년 사이 M&A 거래건수는 26.5%의 높은 연평균 성장률을 기록했으나, 2007~2015년 사이 연평균 성장률은 4.6%로 크게 둔화되었다. 반면, M&A 거래규모의 경우 연평균 성장률이 2000~2012년 사이에는 5.4%의 양호한 수준에서, 2013~2015년 사이에는 52.7%로 급증했다. 즉, 최근 국내 M&A 거래건수는 안정적으로 증가하는 반면, 거래규모는 2~3년 사이 폭발적으로 증가하고 있는 상황이다. 이러한 차이점의 원인에 대해서는 뒤에서 보다 자세하게 살펴본다.

<그림 II-2> 국내 M&A 시장 연간성장률 추이

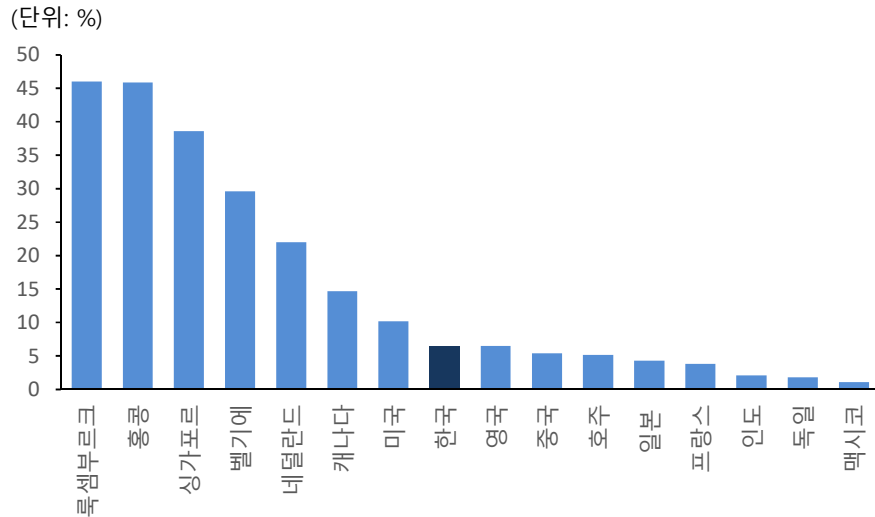


자료: 블룸버그

<그림 II-3>은 국내 M&A 시장 규모의 수준을 판단하기 위해서 주요국의 국내총생산(Gross Domestic Product: GDP) 대비 M&A 시장 규모를 비교해본다. 2015년 GDP 대비 국내 M&A 시장 규모는 6.5% 수준에 달하며, 이는 역대 최고 수준이자 주요 선진국에 버금가는 수준이다. 2015년 기준 GDP 대비 M&A 시장 규모의 경우 한국(6.5%)은 미국(10.2%)보다는 낮지만 영국(6.5%)과 유사한 수준이며 일본(4.3%), 프랑스(3.8%), 독일(1.8%) 등 주요 선진국을 앞서고 있다.<sup>2)</sup> 이처럼 GDP 대비 국내 M&A 시장의 규모가 선진국에 비해 뒤떨어지지 않는 수준으로 보이지만, 이는 최근 1~2년 사이 급성장에 따른 결과이며, 보다 장기간에 걸쳐서 살펴볼 경우 국내 M&A 시장의 규모는 아직 부족한 편이다.

2) 2015년에는 룩셈부르크(46.0%), 홍콩(45.9%), 싱가포르(38.6%) 및 벨기에(29.6%)가 GDP 대비 M&A 시장 규모가 가장 높게 나타난다. 그러나 이들 국가는 GDP 규모가 상대적으로 작은 편에 속하며, 몇 건의 초대형 M&A 거래로 인해 GDP 대비 M&A 시장 규모가 높게 나타나고, 연도별 편차가 크다.

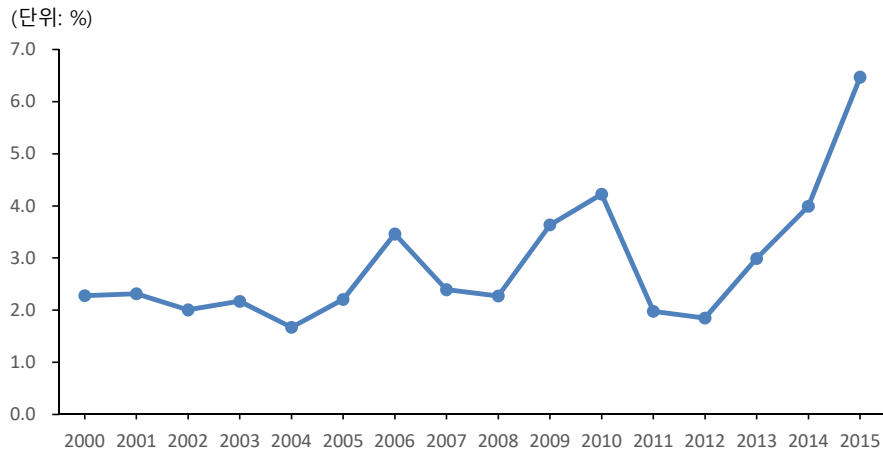
<그림 II-3> 주요국 GDP 대비 M&A 시장 규모 (2015년)



자료: 블룸버그

<그림 II-4>는 GDP 대비 국내 M&A 시장 규모의 추이를 보여준다. 2000~2015년 전체 기간 중 한국의 GDP 대비 M&A 시장 규모는 평균 2.9%에 불과하며, 2000년 2.3%를 기록하고 2013년까지만 하더라도 3.0% 수준에 머물렀다. 그러다가 GDP 대비 국내 M&A 시장 규모는 2014년 4.0%, 2015년 6.5%로 최근 2년 사이 급격하게 증가한 것이다. 즉, 한국의 M&A 시장 규모가 적절한지에 대한 평가는 2013년 이전의 M&A 시장 규모가 정상적인 수준인지, 아니면 최근의 증가세가 앞으로도 유지될 것인가에 따라 엇갈릴 수 있다. 지난 15년간 국내 M&A 시장의 추세를 살펴볼 경우 2014~2015년은 예외적인 측면이 있으나, 동시에 최근 국내에서 이루어지고 있는 산업 전반에 걸친 구조조정이 앞으로 가속화될 것으로 전망되고 있기 때문에 향후 GDP 대비 국내 M&A 시장 규모가 지난 15년의 평균치를 웃돌 가능성이 높다. 특히, 한국의 GDP 대비 M&A 시장 규모는 한국과 유사한 경제성장 궤도를 가지고 있는 일본의 4.3% 수준을 상회할 가능성이 높은 것으로 점쳐진다.

<그림 II-4> GDP 대비 국내 M&A 시장 규모 추이

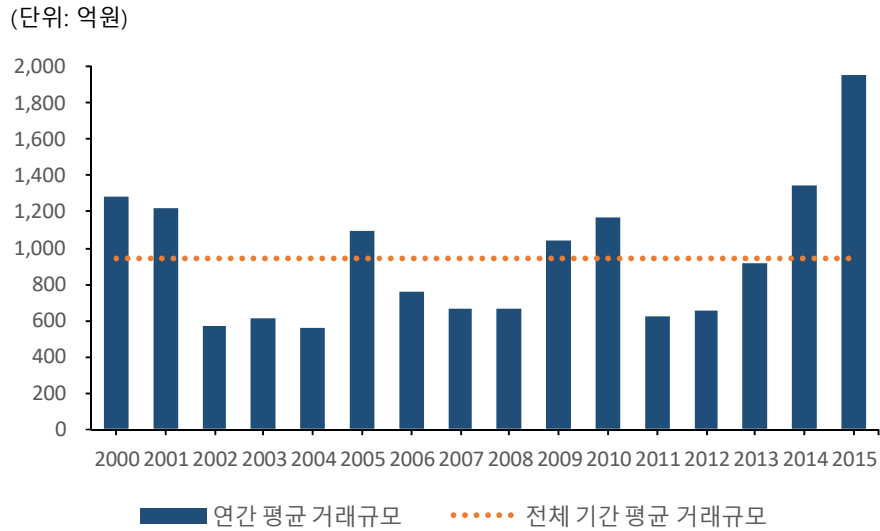


자료: 블룸버그

### 나. M&A 거래의 평균규모

국내 M&A 시장은 전체 규모가 작을 뿐만 아니라 평균 거래규모도 매우 낮은 수준으로 2000~2015년 사이 국내 M&A 거래의 평균규모는 947억원에 불과하다. 해당 기간 M&A 거래의 평균규모 추세는 U-자형 모습을 취하고 있다. M&A 거래의 평균규모는 2000년 1,288억원을 기록한 이후 2002년에는 569억원으로 감소하고, 2012년까지만 해도 654억원 수준에 머물렀다. 그러나 M&A의 평균규모는 2013년 920억원으로 증가하기 시작하고 2015년에는 1,951억원을 기록하면서 역대 최고 수준을 달성했다. 이처럼 국내 시장에서 M&A 거래의 평균규모가 2000~2001년과 2014~2015년 가장 높은 수준을 기록한 데에는 국내 주요 기업의 초대형 M&A 거래에 기인하지만 각 기간에 따라 차이가 있으며, 2000년대 초반에는 대외적인 충격에 의한 구조조정이 주요 원인이었던 반면, 최근에는 일부 대기업의 지배구조 재편이 배경으로 자리 잡고 있다.

<그림 II-5> M&A 거래 평균규모 추이



자료: 블룸버그

2000~2001년 사이 M&A 거래의 평균규모가 높았던 이유는 1997년 외환위기로 인한 국내 기업의 대대적 구조조정과 더불어 이동통신 산업의 민영화에 주로 기인한다. 우선 외환위기의 여파로 인한 구조조정 과정에서 국민은행의 조흥은행 인수, 삼성자동차의 매각 등 과거 보기 드물던 초대형 M&A 거래들이 이루어졌다. 이와 더불어 동 기간 이동통신 및 정보기술(Information and Technology: IT) 분야에서 초대형 M&A 거래들이 활발했으며, 2000년에 완결된 SK텔레콤의 신세기통신 인수 및 한국통신의 한솔엠닷컴 인수의 거래규모는 각각 3.7조원, 2.9조원에 달했다. 이처럼 2000년대 초반에는 M&A 거래가 활발하게 이루어졌으며, 여기에는 특히 과거 보기 드물던 초대형 거래도 포함되었다. 반면, 당시 국내 M&A 시장의 급증과 이에 따른 높은 평균 거래규모도 외환위기라는 특수한 사건에 기인한 바로 다소 이례적인 측면이 있다.

<표 II-1> 2000년 주요 M&A 거래

(단위: 억원)

인수기업	피인수기업	거래규모
SK텔레콤	신세기통신	37,000
한국통신	한솔엡닷컴	29,000
SK상사	SK에너지판매	20,932
LG전자	LG정보통신	16,642
인천제철	강원산업	13,546
엠코테크놀로지	아남반도체	11,400
Fuji Xerox	한국텍트로닉스	11,400
한솔상호신용금고	부국상호신용금고	9,000
삼성증권	삼성투자신탁증권	8,675
르노삼성 자동차	삼성자동차	6,150

주 : 완결된 거래 기준  
 자료: 공정거래위원회(2001. 3. 7)

2001년 이후에는 구조조정 관련 대형 M&A 거래가 감소하고, IT버블의 붕괴로 인해 작은 규모의 M&A 거래가 빈번해지면서 평균 거래규모가 감소하기 시작했다. 이러한 추세는 큰 변화 없이 유지되다가 2013년부터 전환되었으며 특히, 2015년에는 SK C&C와 SK의 합병(28.7조원), 제일모직과 삼성물산의 합병(12.1조원) 등 국내 대기업을 중심으로 지배구조 재편 관련 초대형 거래가 다수 발생하면서 M&A의 평균규모가 역대 최고치에 오르게 되었다. 그러나 일부 소수의 초대형 거래를 제외하고는 대다수의 국내 M&A는 100억원대의 작은 규모이며, 이는 결국 국내기업에게 의미 있는 사업의 변모를 가져다 줄 수 있는 수준의 M&A가 충분하게 이루어지지 않고 있다는 점을 방증하는 것이다.

## 다. 초대형 M&A 거래

국내 M&A 시장 규모의 증감은 소수의 초대형 거래, 일명 메가-딜(mega-deal)에 따라 좌우된다고 해도 과언이 아닐 것이다. 국내 시장에서 M&A 거래의 평균규모가 급격하게 증가한 것은 2014~2015년 사이이며 이는 초대형 거래의 건수 및 규모가 과거에 비해 크게 증가했기 때문이다. 초대형 거래에 대한 명확한 기준은 없으나, 업계의 판도에 큰 영향을 미칠 수 있는 대기업 간의 M&A를 일반적으로 의미하며 글로벌 M&A 시장에서는 100~200억달러(12~24조원) 이상의 거래로 보고 있다. 그러나 한국 경제 및 기업의 상대적 규모를 감안할 경우 국내 M&A 시장에서 초대형 거래는 2015년 기준 2.5~5조원 수준으로 보는 것이 적합한 것으로 판단된다.<sup>3)</sup>

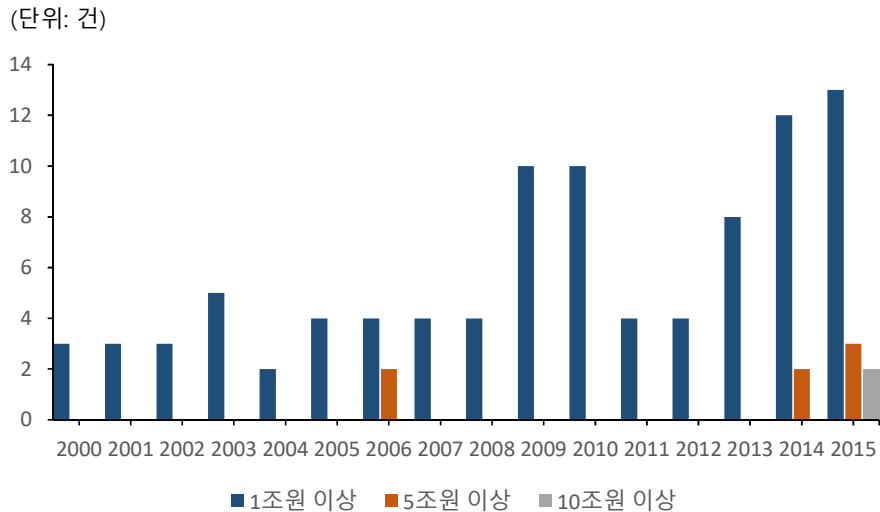
국내 초대형 M&A 거래를 1조원, 5조원 및 10조원 이상으로 정의하여 살펴볼 경우 2000~2015년 사이 국내에서 1조원 이상의 M&A 거래는 총 103건이 발생했다. 2000년 3건에 불과했던 1조원 이상 초대형 거래는 2015년 17건으로 늘어나면서 건수 면에서도 역대 최고치를 기록했다. 1조원 이상 초대형 거래가 10건 이상 있었던 해는 2009년, 2010년, 2014년 및 2015년으로 글로벌 금융위기 이후 초대형 M&A가 늘어나고 있는 추세다.

2000~2015년 사이 5조원 이상의 초대형 거래는 2006년의 2건<sup>4)</sup>을 제외하고는 2012년 이전에는 전무하였으나 2014년 3건, 2015년 4건이 성사되었다. 또한 2014년에는 국내 M&A 시장에서는 처음으로 10조원 이상 규모의 M&A 거래를 기록했으며, 2015년에는 3건이 성사되었다.

3) 포브스(Forbes)지에서 매년 제공하는 세계 기업 순위 자료를 사용해서 상위 500대 기업에 속해 있는 국내 67개 기업과 전체 500대 기업을 비교해볼 경우 자산 및 시가총액 기준으로 국내 기업은 전체 평균의 각각 21.1%, 18.9% 수준이다. 이 비중을 글로벌 M&A 시장 초대형 거래 규모(12~24조원)에 적용할 경우 국내 초대형 거래는 2.5~5조원 수준으로 나온다.

4) 2006년 발표된 신한금융지주회사의 엘지카드 인수 및 두산인프라코어의 Ingersoll-Rand 인수

<그림 II-6> 국내 초대형 M&A 거래 건수 추이



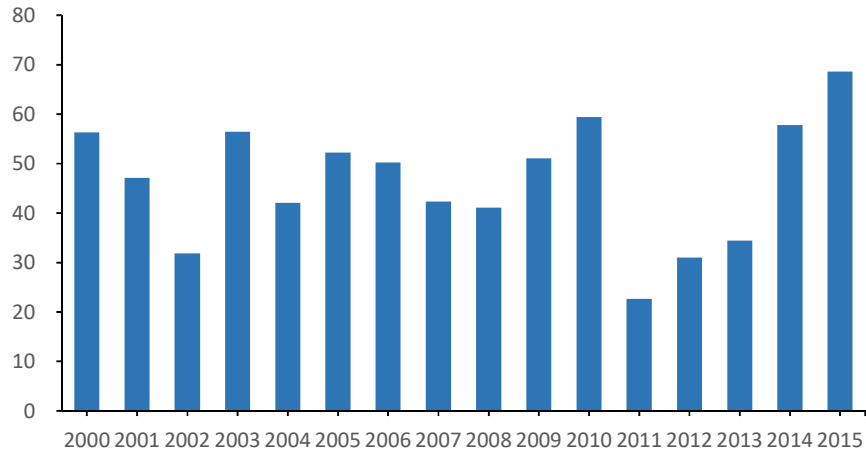
자료: 블룸버그

국내 M&A 시장에서 초대형 거래의 중요성을 살펴보면 거래건수 기준으로 볼 경우 1조원 이상의 M&A 거래가 차지하는 비중은 2000~2015년 사이 평균 1.8%에 불과하지만 거래규모로 볼 경우 평균 46.5%에 달한다. 즉, 앞서 살펴본 바와 같이 매년 몇 건에 불과한 초대형 거래는 당해 M&A 시장의 규모를 결정하는데 막대한 영향을 미친다. 특히 이러한 초대형 거래가 늘어나고 있는 상황이 최근 국내 M&A 시장이 규모적인 측면에서 가파르게 성장하고 있는 주요 원인이다.

거래규모 기준 1조원 이상의 초대형 거래가 국내 M&A 시장에서 차지하는 비중은 2000년 56.3%에서 2013년 34.4%로 감소했다가 최근 다수의 초대형 거래가 성사되면서 2015년 68.6%로 다시 증가했다. 특히, 초대형 거래 중에서는 과거 드물거나 전무했던 5조원 및 10조원 이상의 M&A 거래가 발생하면서 초대형 거래가 국내 M&A 시장 규모에 미치는 영향은 더욱 커지고 있다.

<그림 II-7> 국내 M&A 시장 대비 1조원 이상 거래 비중 추이

(단위: %)



주 : 거래규모 기준

자료: 블룸버그

2014~2015년 사이 국내 M&A 시장 규모의 가파른 증가에는 초대형 거래의 기여도가 높다. 특히 2015년에는 10조원 이상 초대형 거래가 3건 발생했으며, 해당 M&A 거래들이 동해 전체 M&A 시장 거래규모에서 차지하는 비중은 53.2%에 달한다.<sup>5)</sup> 이처럼 소수의 초대형 거래가 국내 M&A 시장에 미치는 영향은 매우 높으며, 최근 초대형 거래의 절대적 규모가 과거에 비해 커지면서 그 중요성은 더욱 커지고 있다. 또한, 일반적으로 M&A 재무자문 수수료가 거래규모에 비례하는 만큼 초대형 거래가 M&A 재무자문시장에 미치는 영향도 매우 높다. 다만 뒤에서 보다 자세히 살펴보겠지만, 국내 시장에서 초대형 거래는 외국계IB가 주도하고 있으며 이러한 상황은 재무자문시장의 균형적인 발전을 위해서 풀어나가야 할 숙제로 남아있다.

5) 2015년 10조원 이상의 초대형 거래 3건 중 2건은 국내 대기업의 사업·지배구조 재편과 관련된 거래이며, 2015년 SK C&C와 SK의 합병(28.7조원)과 삼성물산과 제일모직의 합병(12.1조원)이 여기에 속한다.

<표 II-2> 2014~2015년 주요 초대형 M&A 거래

(단위: 조원)

공시년도	인수기업	피인수기업	거래규모
2015년	SK C&C	SK	28.7
2015년	제일모직	삼성물산	12.1
2015년	하파그로이드	CSAV 코리아	10.4
2015년	안호이저부시-인베브	OB맥주	6.2
2015년	MBK 파트너스	홈플러스	6.2
2014년	카카오	다음커뮤니케이션	5.3
2014년	한국타이어	한온시스템	4.0
2014년	삼성SDI	제일모직	3.7
2015년	롯데케미칼	에스케미칼	2.3
2014년	칼라일 그룹	타이코파이어&시큐리티	2.1

자료: 블룸버그

## 2. 국내 M&A 거래 유형

### 가. 국경간 M&A 거래

#### 1) 국경간 M&A 거래건수

국내기업의 경쟁력 제고 관점에서 볼 경우 발전된 M&A 시장은 국내 기업 간의 M&A(이하 In-In) 거래와 더불어 국경간(cross-border) 거래도 일정 수준 활발하게 이루어지는 모습을 갖추어야 할 것이다. 국내기업들이 가진 잠재력을 최대한 발휘하기 위해서는 사업의 재편이 In-In 거래로만 국한되지 않고, 국내기업의 해외기업 M&A(이하 In-Out) 및 해외기업의 국내기업 M&A(이하 Out-In)를 통해서도 이루어져야 하기 때문이다. 특히 In-Out 거래의 활성화는 성장한계에 봉착한 국내기업들에게 새로운 시장 및 기술·역량을 압축적으로 확보할 수 있게 해준다는 점에서 그 필요성이

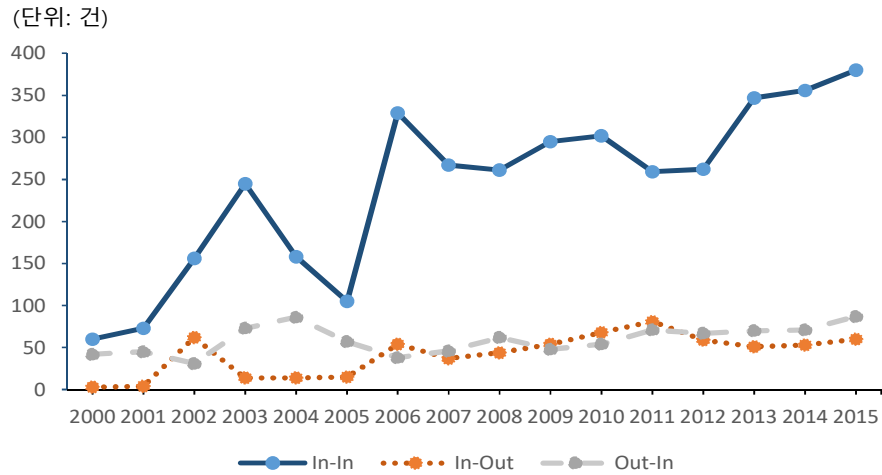
더욱 커지고 있다.

2000~2015년 사이 전체 M&A 거래건수에서 국경간 M&A가 차지하는 비중은 31.4%로 작지 않은 수준이다. 국경간 M&A(In-out 및 Out-In) 거래는 2000년 43건에서 2015년 141건으로 3.3배 증가했다. 다만, In-In 거래는 2000년 59건에서 2015년 352건으로 6.0배 증가하면서 국경간보다 국내기업 간의 M&A가 보다 빠르게 늘어나고 있는 상황이다.

국경간 M&A를 In-Out과 Out-In 거래로 나누어 볼 경우, In-Out 거래는 2000년 3건에서 2015년 56건으로 18.7배 증가했으며, Out-In 거래는 2000년 40건에서 2015년 85건으로 2.1배 증가했다. In-Out 거래가 상대적으로 빠르게 증가하고 있는 이유는 2000년대 초반 기저효과와 2000년대 중후반 이후 국내 기업들의 해외시장 개척 노력이 늘어나고 있기 때문이다. In-Out 거래는 2002년 62건으로 전년에 비해 급격히 증가했는데, 이중 32.2%가 중국기업에 대한 인수였다. 이는 2002년 중국이 세계무역기구(World Trade Organization: WTO)에 가입하면서 중국시장의 개방이 이루어지기 시작함에 따른 것으로 풀이된다. In-Out 거래는 2003년 14건으로 감소했으나, 2006년에는 53건으로 다시 증가했으며, 이후 매년 비슷한 수준을 유지하고 있다. In-Out 거래가 거래건수 기준 국내 M&A 시장에서 차지하는 비중은 2000년 2.9%에서 2011년 19.7%까지 증가했으나, 이후 In-In 거래의 빠른 증가세로 인해 2015년 In-Out 거래건수의 비중은 11.4%로 감소했다.

Out-In 거래의 경우 2000년 40건으로 동해 국내 전체 M&A 시장 거래건수의 39.2%를 차지했다. 이는 당시 외환위기의 여파로 인해 해외기업의 국내기업 인수가 활발하게 이루어졌기 때문이다. 2005년 이후 Out-In 거래는 연평균 60건 정도의 수준을 유지하고 있으며, 2015년 전체 M&A 거래건 중 Out-In 거래의 비중은 16.5% 수준이다.

<그림 II-8> 국내 및 국경간 M&A 거래건수 추이



자료: 블룸버그

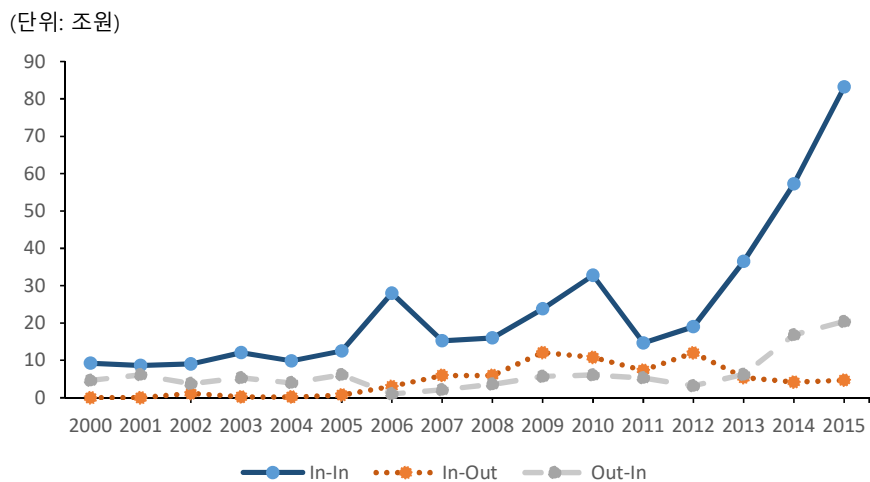
## 2) 국경간 M&A 거래규모

국경간 M&A 거래규모는 2000~2015년 사이 4.1조원에서 14.3조원으로 3.5배 증가했으며, 동 기간 In-In M&A 거래규모는 9.0조원에서 81.9조원으로 9.1배 증가했다. 이에 따라 국경간 M&A의 거래규모가 국내 M&A 시장에서 차지하는 비중은 2000년 31.4%에서 2015년 14.9%로 감소했다. 그러나 2015년은 다소 예외적인 경우이며, 2000~2015년 기간 국경간 M&A가 전체 시장에서 차지하는 비중은 32.0%로 작지 않은 수준이다.

In-Out 거래규모는 2001년 71.3억원에서 꾸준히 증가해 2009년 12.0조원을 기록했으나, 2012년에는 3.6조원으로 급감하였고 2015년에도 4.4조원 수준에 머물고 있다. In-Out 거래규모가 국내 M&A 시장에서 차지하는 비중을 살펴보면, 2000년에는 전무한 수준에 가까웠으나 꾸준히 증가하면서 2009년에는 29.9%로 역대 최고치를 기록했다. 그러나 이후 In-Out 거래가 둔화되고 In-In 거래가 증가하면서 2015년 In-Out 거래규모가 차지하는 비중은 4.6%로 감소했다.

Out-In M&A 거래규모는 2000년 4.1조원으로 시작하여 안정적인 증가세를 유지하고 있으며, 2014년 역대 최고치인 16.5조원을 달성한 이후 2015년에는 소폭 감소한 14.3조원을 기록하고 있다. Out-In 거래규모가 전체 M&A 시장에서 차지하는 비중을 살펴보면, 2000년 31.4%에서 시작하여 꾸준히 높은 수준을 유지하면서 2011년에는 역대 최고치인 44.9%를 기록했다. 그러나 최근 초대형 In-In 거래가 다수 발생하면서 2015년 Out-In 거래규모 비중은 14.9%로 감소했다.

<그림 II-9> 국내 및 국경간 M&A 거래규모 추이



자료: 블룸버그

국경간 M&A 거래에 있어서도 평균규모는 낮은 수준이다. 2000~2015년 사이 In-Out 거래의 평균규모는 803억원이며, Out-In 거래의 평균규모는 955억이다. In-Out 거래 평균규모의 추세를 살펴볼 경우 2001년 17.8억원 수준에 불과했으나, 이후 꾸준히 증가하여 2009년에는 2,350억원에 달했다. 그러나 In-Out 거래의 평균규모는 2011년에는 937억원으로 다시 감소했으며, 2015년에는 792억원 수준으로 더욱 낮아졌다. Out-In 거래의

평균규모는 2000년 1,030억원에서 2015년 1,162억원으로 전반적으로 유사한 수준을 유지하고 있다.

### 3) 국경간 M&A 대상국가

<표 II-3>은 In-Out 거래에 있어서 피인수기업의 국적별 거래건수를 2000~2015년 전체 및 5년 단위로 기간을 나누어 보여준다. 2000~2015년 전체 기간에 있어서 거래건수 기준 국내기업이 가장 많은 M&A를 추진한 피인수기업의 국가는 미국(25.6%), 중국(12.6%), 일본(7.3%), 독일(4.4%) 및 인도네시아(3.8%) 순으로 나타난다.

기간별로 나누어 살펴볼 경우 2000~2005년 사이 국내기업이 인수기업인 M&A 거래 중에서 피인수기업의 국적은 미국(28.7%), 중국(23.1%), 일본(7.4%), 홍콩(5.6%), 독일(3.7%) 순으로 가장 많았다. 이와 더불어 동 기간 <표 II-3>에는 포함되지 않지만 인도(3.7%), 베트남(3.7%), 인도네시아(2.8%), 필리핀(1.9%), 싱가포르(1.9%) 등 동남아시아 지역으로 국내기업의 M&A가 활발하게 이루어졌다.

2006~2010년 사이를 살펴보면 In-Out 거래의 피인수기업 국적으로 미국(22.3%), 중국(12.6%) 및 일본(8.5%)이 가장 많은 거래건수를 차지한다. 그 다음으로는 호주(5.3%) 및 캐나다(4.0%) 국적 피인수기업의 거래건수가 많게 나타나며, 해당 국가의 비중이 높게 나타나는 이유는 당시 원자재·광물 관련 M&A가 많았기 때문이다.

2011~2015년 In-Out 거래의 피인수기업 국적은 미국(27.3%)과 중국(8.6%)이 각각 1위, 2위 자리를 차지하고, 독일(6.5%)이 일본(6.1%)을 제치고 3위로 부상했다. 독일기업 대상 In-Out 거래는 주로 제조업과 기술 산업에 집중되었다. 또한 이 시기 인도네시아(4.7%)도 In-Out 거래에 있어서 상대적으로 높은 비중을 차지하며, 당시 석유화학 및 금융업에 속하는 인도네시아 기업에 대한 국내기업의 M&A가 활발하게 이루어졌기 때문이다.

<표 II-3> In-Out 거래 피인수기업 국가별 거래건수 및 비중

(단위: 건, %)

기간	피인수기업 국가			
	순위	국가	거래건수	거래건수 비중
2000~ 2005년	1	미국	31	28.7
	2	중국	25	23.1
	3	일본	8	7.4
	4	홍콩	6	5.6
	5	독일	4	3.7
2006~ 2010년	1	미국	55	22.3
	2	중국	31	12.6
	3	일본	21	8.5
	4	호주	13	5.3
	5	캐나다	10	4.0
2011~ 2015년	1	미국	76	27.3
	2	중국	24	8.6
	3	독일	18	6.5
	4	일본	17	6.1
	5	인도네시아	13	4.7
2000~ 2015년	1	미국	162	25.6
	2	중국	80	12.6
	3	일본	46	7.3
	4	독일	28	4.4
	5	인도네시아	24	3.8

자료: 블룸버그

<표 II-4>는 In-Out 거래의 피인수기업 대상국별 거래규모를 보여준다. 2000~2015년 전체 기간 중 In-Out 거래규모 기준 높은 비중을 차지하는 피인수기업 국가는 미국(28.1%), 영국(11.8%), 캐나다(10.6%), 중국(6.5%), 일본(6.3%) 순이다. 이는 앞서 살펴본 거래건수 기준 순위와는 다소 차이가 있으며, 영국 및 캐나다 기업을 대상으로 한 국내 기업의 초대형 M&A 거래에 따른 결과다. 이러한 초대형 거래는 몇 건에 불과하지만,

전체 In-Out 거래에서 차지하는 비중이 높아서 전체 기간 순위를 결정하는데 큰 영향을 미친다. 특히, 미국, 중국, 및 일본 기업 대상 M&A는 전체 기간에 걸쳐 꾸준히 이루어진 반면 영국과 캐나다 대상 M&A는 2000년대 중후반에 걸쳐, 조선과 에너지 산업에 집중되어 있다.

기간별로 나누어 살펴볼 경우 2000~2005년 사이 In-Out 거래규모가 높은 피인수기업 국가는 미국(42.4%), 중국(37.6%) 및 인도(5.3%), 베트남(4.2%), 홍콩(2.0%) 순으로 당시 국내기업의 아시아 지역 진출이 활발했던 시기였음을 확인할 수 있다. 특히 이 기간 중국이 차지하는 높은 비중은 2002년 중국의 WTO가입과 긴밀한 관계를 가지며, 중국이 ‘세계의 공장’으로 부상하면서 국내기업들이 앞 다투어 중국에 생산기지 설립에 나섰다.

2006~2010년 사이에는 미국(21.1%) 다음으로 캐나다(16.7%), 영국(13.4%) 및 노르웨이(6.4%)가 In-Out 거래규모에 있어서 높은 비중을 차지하며, 이는 당시 조선, 원자재, 광물, 에너지 관련 초대형 M&A가 다수 추진되었기 때문이다. 해당 기간 중 2008년 STX조선(한국)의 노르웨이 Aker Yards 인수(2.1조원), 2009년 한국석유공사의 캐나다 Harvest Energy 인수(4.7조원), 2010년 한국석유공사의 영국 Dana Petroleum 인수(3.3조원) 등 1조원 이상의 국경간 초대형 거래가 발생했다.

2011~2015년 사이 In-Out 거래규모를 살펴볼 경우 미국(38.8%), 영국(10.4%), 중국(7.9%), 일본(7.1%) 및 호주(4.3%) 순으로 높은 비중을 차지하고 있다. 반면, 과거 In-Out 거래규모 순위는 주로 소수의 초대형 거래에 따라 결정되었던 점과 달리 2011~2015년 사이 In-Out 거래 중에서는 2011년 미래에셋증권의 아쿠시네트(Acushnet) 인수(1.3조원) 1건을 제외하고는 주목할 만한 초대형 거래가 없다. 이는 최근에 들어서 국내기업의 해외진출이 둔화되고 있는 상황을 반영하며, In-Out 거래의 건수와 더불어 규모도 감소하고 있다는 점을 확인 할 수 있다. 특히, 동기간 In-In 거래 규모는 급격하게 늘어나고, Out-In 거래규모는 안정적인 수준을 유지하고 있다는 점을 감안하면 In-Out 거래규모의 감소는 더욱 부각되는 부분이다.

<표 II-4> In-Out 거래 피인수기업 국가별 거래규모 및 비중

(단위: 조원, %)

기간	피인수기업 국가			
	순위	국가	거래규모	거래규모 비중
2000~ 2005년	1	미국	1.0	42.4
	2	중국	0.9	37.6
	3	인도	0.1	5.3
	4	베트남	0.1	4.2
	5	홍콩	0.0	2.0
2006~ 2010년	1	미국	7.7	21.1
	2	캐나다	6.1	16.7
	3	영국	4.9	13.4
	4	노르웨이	2.3	6.4
	5	일본	2.3	6.3
2011~ 2015년	1	미국	8.3	38.8
	2	영국	2.2	10.4
	3	중국	1.7	7.9
	4	일본	1.5	7.1
	5	호주	0.9	4.3
2000~ 2015년	1	미국	17.0	28.1
	2	영국	7.1	11.8
	3	캐나다	6.4	10.6
	4	중국	3.9	6.5
	5	일본	3.8	6.3

자료: 블룸버그

<표 II-5>는 국내기업이 피인수기업인 Out-In 거래에서 인수기업 국가별 거래건수와 그 비중을 보여준다. 2000~2015년 전체 기간 중 Out-In 거래 건수가 가장 많았던 국가는 미국(36.2%), 일본(14.5%), 중국(5.2%), 독일(4.8%), 홍콩(4.5%) 순이다. 미국, 일본, 중국, 독일 및 홍콩 기업들은 꾸준히 국내 기업 M&A에 참여해왔다. 반면, 일부 유럽 국가들의 경우 2000년대 초중반 외환위기로 인해 유동성이 악화된 국내기업 인수에

적극적으로 나섰다. 영국기업의 참여 중에서는 2001년 Reckitt Benckiser의 옥시 인수, Prudential Plc.의 영풍생명 인수, 2005년 Standard Chartered의 제일은행 인수, 2008년 Tesco의 한국카르푸 인수가 대표적인 사례다. 또한, Renault Motors의 삼성자동차 인수를 포함하여 2000년대 초반에는 프랑스기업들의 국내 M&A 시장 참여도 활발했다.

<표 II-5> Out-In 거래 인수기업 국가별 거래건수 및 비중

(단위: 건, %)

기간	인수기업 국가			
	순위	국가	거래건수	거래건수 비중
2000~ 2005년	1	미국	149	49.2
	2	일본	27	8.9
	3	독일	17	5.6
	4	프랑스	16	5.3
	5	영국	14	4.6
2006~ 2010년	1	미국	73	29.7
	2	일본	35	14.2
	3	중국	16	6.5
	4	홍콩	15	6.1
	5	영국	13	5.3
2011~ 2015년	1	미국	105	29.6
	2	일본	69	19.4
	3	중국	24	6.8
	4	홍콩	18	5.1
	5	독일	15	4.2
2000~ 2015년	1	미국	327	36.2
	2	일본	131	14.5
	3	중국	47	5.2
	4	독일	43	4.8
	5	홍콩	41	4.5

자료: 블룸버그

<표 II-6>은 거래규모 기준 Out-In 거래의 인수기업 국적을 보여준다. 우선 2000~2015년 전체 기간에서 거래규모 기준 가장 큰 비중을 차지하는 인수기업의 국적은 미국(36.0%), 영국(8.0%), 벨기에(8.0%), 일본(6.9%), 중국(3.7%) 순이다. 동기간 영국과 벨기에의 경우 Out-In M&A에서 거래건수 순위에는 포함되지 않지만 거래규모 기준 순위에는 각각 2위, 3위 자리를 차지하고 있으며, 이는 소수의 초대형 거래에 따른 결과다.

영국의 경우 앞서 살펴본 바와 같이 2000년대 초중반 국내기업 인수에 적극적으로 나섰으며, 이중 일부는 1조원 이상의 초대형 거래를 포함하고 있다. 영국기업이 주도한 초대형 거래 중에서는 2005년 Standard Chartered Bank의 제일은행 인수가 3.4조원에 달했으며, 2008년 영국 유통업체 Tesco의 한국 카르푸 인수는 2.3조원에 성사되었다. 이들 두 건의 초대형 거래만으로도 영국이 거래규모 기준 Out-In 거래 순위 상위권에 포함되게 된다.

벨기에 주류업체 Inbev의 경우 2001년 두산으로부터 OB맥주를 6,820억원에 인수했다가 2009년 미국계 사모펀드 KKR & Co.에 OB맥주를 다시 매각했다. 당시 Inbev는 Anheuser-Busch와 합병 자금 마련을 위해 OB맥주를 매각했으며, 합병이 성공적으로 완료된 이후 2014년에 Anheuser-Busch Inbev는 OB맥주를 6.2조원에 재인수 했다. 즉, 동일한 기업에 대한 3건의 M&A를 통해 벨기에가 국내 Out-In M&A 거래순위 상위권에 포함되었다.

기간별로도 일부 국가가 초대형 거래에 힘입어 국내 Out-In 거래 순위 상위권에 자리 잡고 있다. 인도는 2010년 Mahindra & Mahindra Ltd.가 쌍용자동차를 8,223억원에 인수하면서 2006~2010년 Out-In M&A 거래 순위 5위로 등극했으며, 사우디아라비아는 2015년 Saudi Oil Co.가 대한항공으로부터 S-Oil을 2.0조원에 인수하면서 2010~2015년 Out-In 거래규모 순위에서 5위를 차지하게 되었다.

<표 II-6> Out-In 거래 인수기업 국가별 거래규모 및 비중

(단위: 조원, %)

기간	피인수기업 국가			
	순위	국가	거래규모	거래규모 비중
2000~ 2005년	1	미국	14.3	49.2
	2	영국	3.7	12.6
	3	노르웨이	2.3	7.8
	4	홍콩	1.7	5.8
	5	독일	1.4	4.8
2006~ 2010년	1	미국	5.9	32.4
	2	덴마크	2.8	15.1
	3	영국	2.5	13.8
	4	일본	1.3	7.0
	5	인도	0.9	5.0
2011~ 2015년	1	미국	10.9	27.9
	2	벨기에	6.2	15.9
	3	일본	3.9	10.1
	4	사우디아라비아	2.0	5.1
	5	중국	1.9	4.8
2000~ 2015년	1	미국	31.2	36.0
	2	영국	6.9	8.0
	3	벨기에	6.9	8.0
	4	일본	5.9	6.9
	5	중국	3.7	4.3

자료: 블룸버그

## 나. 업종별 M&A 거래

### 1) 업종별 거래건수

국내 M&A 시장은 한국의 경제구조를 반영해 제조업에 속하는 기업 간의 M&A가 가장 많이 발생하는 것으로 나타난다. 거래건수 기준으로 볼 경우

2000~2015년 사이 M&A 거래 중 인수기업이 속하는 업종은 제조업이 36.2%로 가장 높은 비중을 차지하며, 그 다음으로는 금융·보험업(16.2%), 미디어·정보서비스(16.1%), 과학·기술서비스(9.5%), 도매·소매업(7.2%), 건설업(2.9%), 사업지원서비스업(2.0%) 및 운수업(1.7%) 순이다. 피인수기업이 속하는 업종을 살펴볼 경우 2000~2015년 기간 M&A 거래건수 비중은 제조업(40.6%)이 가장 높으며 다음으로는 미디어·정보서비스(20.0%), 과학·기술서비스(11.7%), 금융·보험업(10.1%), 도매·소매업(5.8%), 건설업(3.7%), 운수업(2.9%), 여가 서비스업(1.7%) 전기·가스·수도산업(1.3%) 및 교육서비스(1.1%) 순으로 나타난다.

**<표 II-7> 인수·피인수기업 업종별 M&A 거래건수 (2000~2015년)**

(단위: 건)

업종	인수기업	피인수기업
제조업	2,112	2,095
금융·보험업	837	520
미디어·정보서비스	829	1,033
과학·기술서비스	489	603
도매·소매업	372	297
건설업	152	189
사업지원서비스	104	32
운수업	90	150
전기·가스·수도	52	66
교육서비스	40	55
여가서비스	35	90
숙박·음식점	17	25
환경	14	2
농업	8	1
단체·개인서비스	8	1

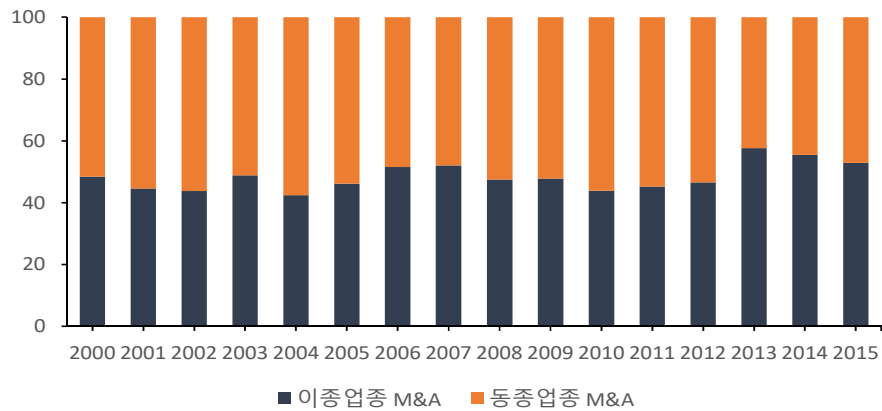
자료: 블룸버그

<그림 II-10>은 M&A 거래를 인수 및 피인수기업이 동종업종인 경우와 이종업종인 경우로 구분해서 2000~2015년 사이 연도별 비중을 보여준다. 2000~2015년 전체 기간 중에서는 M&A 거래건수 기준 동종업종 비중(50.8%)과 이종업종 비중(49.2%)은 큰 차이를 보이지 않는다.

2000~2005년 및 2008~2012년 사이에는 동종업종 M&A 비중이 다소 높았으나, 2006~2007년 및 2013~2015년 사이에는 이종업종 M&A 비중이 조금 더 높게 나타난다. 즉, 과거의 경우 국내 M&A 시장에서는 동종업종에서 시장점유율 등 지배력을 넓혀가려는 목적의 M&A가 좀 더 많았으나, 최근에 들어서는 새로운 업종으로 사업을 확장하기 위한 사업 다각화 목적의 M&A가 상대적으로 늘어나고 있는 추세다.

<그림 II-10> 동종·이종 업종 M&A 거래건수 비중 추이

(단위: %)



자료: 블룸버그

<표 II-8>은 2000~2015년 인수기업과 피인수기업의 업종 조합에 따른 거래건수 비중을 보여준다. 업종 조합에 있어서 M&A 거래건수 비중은 제조업-제조업(26.4%)이 가장 높고, 미디어·정보서비스-미디어·정보

서비스(10.4%), 금융·보험업-금융·보험업(6.2%)이 그 뒤를 이으며, 이는 모두 동종업종 M&A에 속한다.

그 다음으로는 금융·보험업-제조업(4.0%), 제조업-과학·기술서비스업(3.9%), 과학·기술서비스업-제조업(3.3%), 도매·소매업-제조업(2.4%) 순으로 거래건수 비중이 높게 나타난다. 즉, 국내 시장에서는 제조업, 미디어·정보서비스 및 금융·보험업을 중심으로 동종업종 내에서의 M&A가 가장 활발하게 이루어지고, 이종업종 M&A의 경우에도 인수 또는 피인수기업이 제조업에 속하는 경우가 가장 많다.

<표 II-8> 업종별 M&A 거래건수 비중 (2000~2015년)

(단위: %)

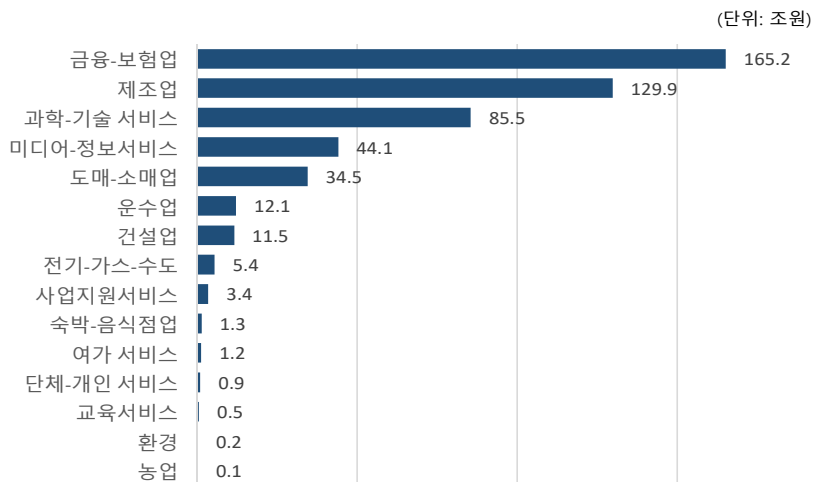
		피인수기업 산업								
		제조업	미디어·정보서비스	금융·보험업	과학·기술서비스	도매·소매업	건설업	운수업	기타	합계
인수 기업 산업	제조업	26.4	0.0	1.6	3.9	1.8	0.9	0.5	1.1	36.2
	미디어·정보서비스	2.5	10.4	0.7	0.9	0.5	0.1	0.1	0.8	16.1
	금융·보험업	4.0	1.3	6.2	1.5	0.7	1.2	0.5	0.	16.2
	과학·기술서비스	3.3	1.1	0.6	3.0	0.7	0.2	0.2	0.5	9.5
	도매·소매업	2.4	1.4	0.3	0.9	1.5	0.3	0.1	0.4	7.2
	건설업	0.6	0.2	0.5	0.3	0.2	0.9	0.2	0.2	2.9
	사업지원서비스	0.5	0.3	0.1	0.6	0.0	0.1	0.0	0.4	2.0
	운수업	0.2	0.0	0.1	0.1	0.1	0.1	1.2	0.1	1.7
	기타	0.7	5.3	0.1	0.6	0.2	0.1	0.1	1.1	8.1
	합계	40.6	20.0	10.1	11.7	5.8	3.7	2.9	5.3	

자료: 블룸버그

2) 업종별 거래규모

<그림 II-11>은 2000~2015년 인수기업 업종별 M&A 거래규모를 보여준다. 동 기간 거래규모가 가장 큰 인수기업의 업종은 금융·보험업(33.3%), 제조업(26.2%), 과학·기술 서비스(17.2%), 미디어·정보서비스업(8.9%), 도매·소매업(7.0%) 순으로 나타난다. 즉 인수기업 업종에서 거래건수 기준으로는 제조업이 우선이지만, 거래규모 기준으로는 금융·보험업이 가장 높게 나타난다. 이처럼 금융·보험업에 속하는 인수기업의 M&A 거래규모가 큰 이유는 1997년 외환위기 및 2003년 카드대란의 여파로 금융·보험업 내에서 다수의 초대형 M&A 거래가 발생했기 때문이다.<sup>6)</sup>

<그림 II-11> 인수기업 업종별 M&A 거래규모 (2000~2015년)



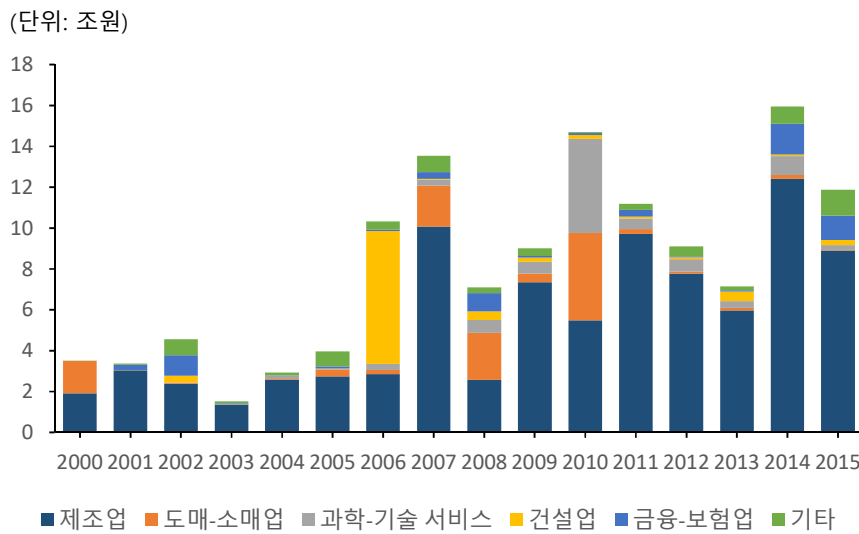
자료: 블룸버그

6) 2000년 국민은행의 주택은행 인수(4.4조원), 2003년 신한은행의 조흥은행 인수(3.4조원), 2005년 Standard Chartered의 제일은행 인수(3.4조원), 2006년 신한은행의 LG카드 인수(6.7조원) 등 금융·보험업 내 다수의 초대형 M&A 거래 등이 여기에 포함된다.

앞서 살펴본 바와 같이 국내 M&A 시장에서는 인수기업이 제조업 및 금융·보험업에 속하는 경우의 거래규모가 가장 크게 나타난다. 따라서 이들 두 업종에 속하는 인수기업의 M&A 거래 대상이 속하는 피인수기업의 업종의 추세적인 변화가 있는지를 살펴본다.

<그림 II-12>는 인수기업이 제조업에 속하는 경우로, 피인수기업이 제조업에 속하는 동종업종 거래규모 비중은 2000~2015년 사이 69.3%에 달하며, 5개 년도를<sup>7)</sup> 제외하고는 모두 70% 이상의 비중을 차지하고 있다. 즉, 거래규모 측면에서 제조업 M&A는 대부분 동종업종 내에서 이루어지고 있는 점을 확인할 수 있다.

**<그림 II-12> 제조업 인수기업의 피인수기업 업종별 M&A 거래규모 추이**

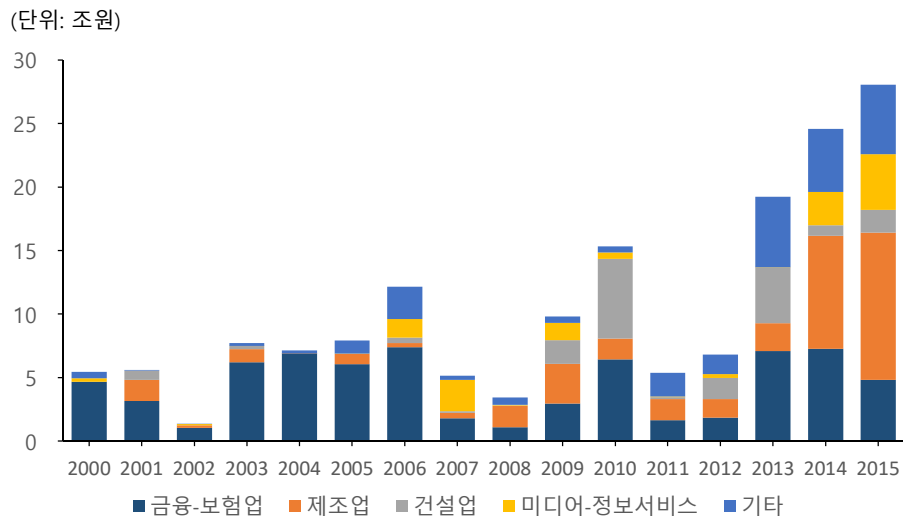


자료: 블룸버그

7) 2000년(54.9%), 2002년(52.2%), 2006년(27.6%), 2008년(36.2%), 2010년(37.3%)의 경우에만 제조업의 동종업종 거래규모 비중이 70.0%를 하회한다.

<그림 II-13>은 인수기업이 금융·보험업에 속하는 경우 피인수기업 업종별 M&A 거래규모를 보여준다. 금융·보험업의 경우 동종업종 내에서의 거래규모 비중이 2000년 85.9%, 2004년에는 97.0%까지 달했으나 이후 감소하면서 2015년에는 41.3%로 이종업종 거래비중이 보다 높게 나타난다. 이러한 추세적인 변화는 앞서 살펴본바와 같이 2000년대 초중반 외환위기와 카드대란의 여파로 금융·보험업 내의 구조조정 차원에서 초대형 M&A 거래가 다수 있었던 반면, 이후로는 금융·보험업 내 빅딜(big deal)이 과거에 비해서는 드물게 발생했기 때문이다. 반면, 최근에 들어서는 인수기업으로서 금융업에 속하는 사모펀드(private equity fund)의 M&A 활동이 늘어나면서 이종업종 M&A 거래규모 비중이 증가하고 있다.

**<그림 II-13> 금융·보험업 인수기업의 피인수기업 업종별 M&A 거래규모 추이**



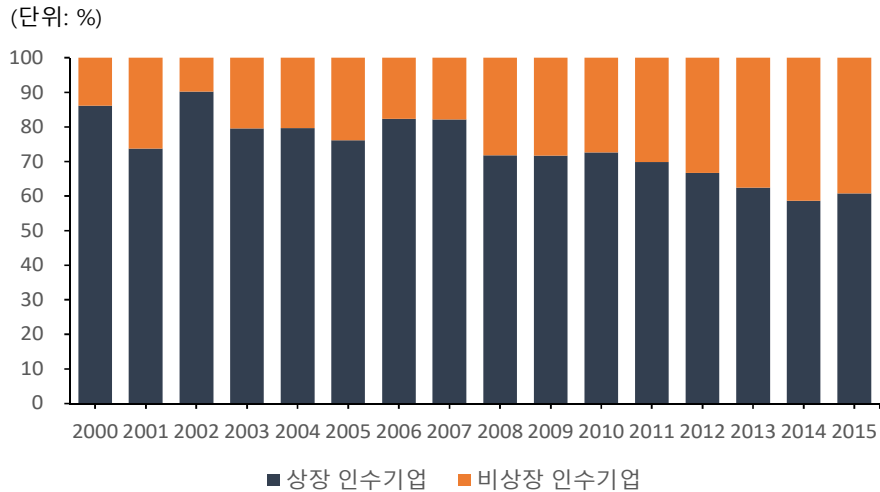
자료: 블룸버그

### 다. M&A 거래 기업 상장 여부

M&A가 국내기업의 경쟁력 제고의 기능을 수행하고자 한다면 다양한 유형의 기업들이 M&A 시장에 참여할 필요가 있다. 특히, 의미 있는 수준의 사업변모와 비효율적인 기업의 규율 수단으로 M&A가 작동하기 위해서는 상장 인수기업과 상장 피인수기업 간의 M&A도 일정 수준 이루어져야 한다. 그러나 국내 M&A 시장에서 상장사 간의 M&A는 매우 드물다.

2000~2015년 참여 기업 중 인수기업이 상장사인 경우는 평균 74.0%로 국내 M&A 거래는 대부분의 경우 상장기업이 추진하고 있다. 상장 인수기업의 비중은 2000년 86.1%에서 2015년 60.8%로 감소하는 추세를 보이고 있지만, 여전히 과반수의 M&A 거래는 상장 인수기업이 주도한다.

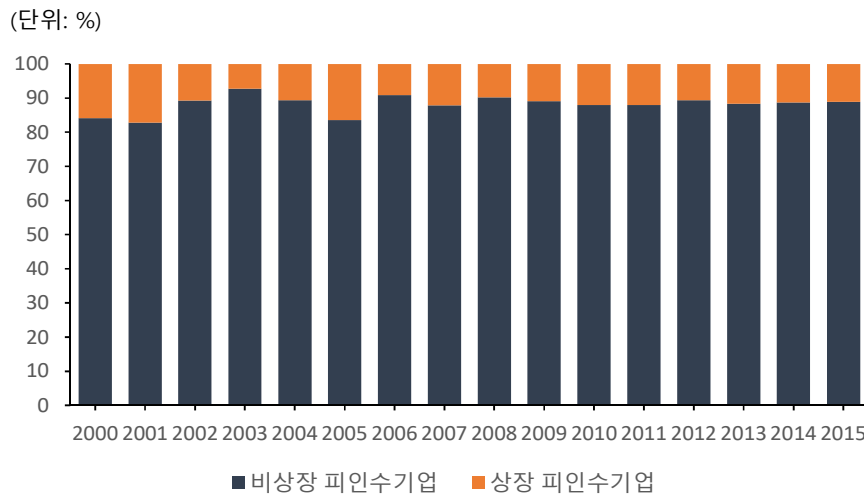
**<그림 II-14> 인수기업 상장·비상장 여부별 M&A 거래건수 비중 추이**



자료: 블룸버그

국내 M&A 거래에서 인수기업과는 달리 피인수기업은 압도적으로 비상장사에 집중되어 있다. 2000~2015년 M&A 거래에서 피인수기업이 비상장사인 경우는 평균 88.2%에 달하며, 이 기간 중 어느 연도에도 비상장 피인수기업 비중이 80%를 하회한 경우는 없다. 추세적으로도 피인수기업이 비상장사인 경우의 비중은 2000년 84.2%에서 2015년 88.8%로 큰 변화가 없다.

**<그림 II-15> 피인수기업 상장·비상장 여부별 M&A 거래건수 비중 추이**



자료: 블룸버그

인수기업과 피인수기업의 상장·비상장 여부에 따라 M&A를 통한 결합을 상장-상장, 상장-비상장, 비상장-상장, 비상장-비상장 4가지 유형으로 나누어본다. 국내 M&A 시장에서는 상장-비상장 결합 형태가 65.9%로 가장 높으며 다음으로는 비상장-비상장이 22.9%를 차지한다. 즉, 두 결합 유형을 합해볼 경우 피인수기업이 비상장사인 경우는 거래건수 기준 88.8%에 달한다. 반면, 피인수기업이 상장사인 거래건수의 비중은 상장-상장이 6.4%, 비상장-상장이 4.8%로 합하여도 11.2%에 불과하다.

<표 II-9> M&A 결합 유형별 거래건수 비중 (2000~2015년)

(단위: %)

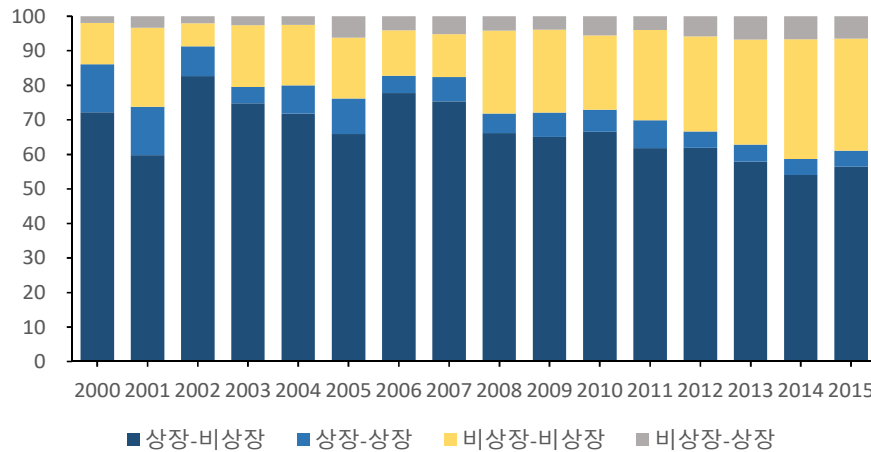
		피인수기업	
		상장	비상장
인수기업	상장	6.4	65.9
	비상장	4.8	22.9

자료: 블룸버그

거래건수 기준 상장-비상장 결합 형태는 감소하는 추세를 보이고 있으며, 2000년 72.3%에서 2015년에는 56.4%로 줄어들었다. 상장-상장 거래건수 비중도 2000년 13.9%에서 2015년 4.7%로 감소했다. 반면, 비상장-비상장 거래건수 비중은 2000년 11.9%에서 2015년 32.5%로 증가하고 비상장-상장, 즉 우회상장도 2000년 2.0%에서 2015년 6.5%로 증가했다.

<그림 II-16> M&A 결합 유형별 거래건수 비중 추이

(단위: %)



자료: 블룸버그

<표 II-10>은 상장·비상장 결합 유형별 M&A 거래규모 비중을 보여 준다. 2000~2015년 상장-비상장 결합 유형은 32.6%로 가장 높은 비중을 차지하고 있다. 다음으로는 상장-상장 결합 유형이 30.9%로 거래규모 비중이 높게 나타나며, 이는 피인수기업이 상장사인 경우 M&A 거래의 규모가 커지기 때문이다. 특히, 초대형 거래는 모두 상장-상장 결합 형태인 관계로, 해당 유형의 M&A가 거래건수로는 소수이기는 하지만, 규모적인 측면에서 차지하는 비중은 매우 높다. 그럼에도 불구하고, 인수기업이 상장 또는 비상장사이고, 피인수기업이 비상장사인 M&A 거래규모 비중은 53.3%에 달하며, 대부분 국내 M&A 거래는 비상장 피인수기업 중심으로 이루어지고 있음을 확인할 수 있다.

**<표 II-10> M&A 결합 유형별 거래규모 비중 (2000~2015년)**

(단위: %)

		피인수기업	
		상장	비상장
인수기업	상장	30.9	32.6
	비상장	15.8	20.7

자료: 블룸버그

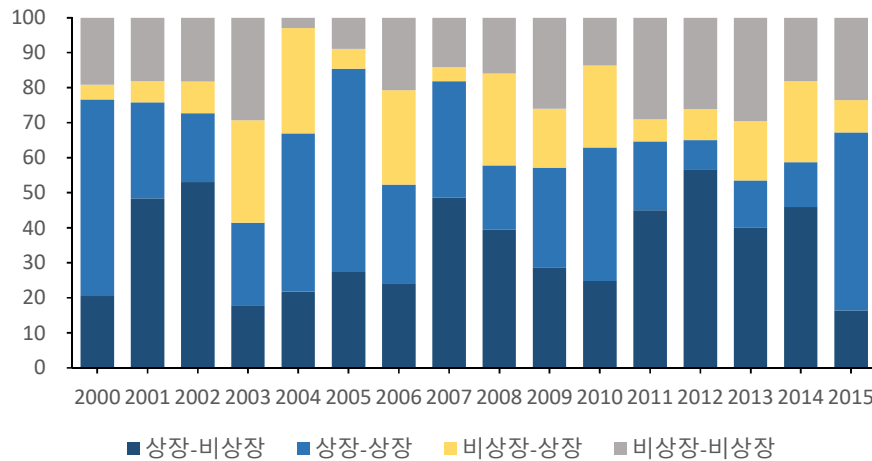
<그림 II-17>은 상장·비상장 결합 유형별 M&A 거래규모 비중을 연도별로 보여준다. 해당 표를 살펴보면 전반적으로 인수기업이 상장사인 경우 즉, 상장-상장 및 상장-비상장 유형의 거래가 가장 큰 비중을 차지함을 확인할 수 있다. 특히, 초대형 거래의 경우 대부분이 상장-상장 결합 유형인만큼, 연도별로 초대형 거래의 발생 여부에 따라 해당 결합 유형의 M&A가 전체 거래규모에서 차지하는 비중이 좌우된다. 상장-상장 결합 유형의 거래규모 비중은 초대형 거래가 많았던 2000년에는 56.1%를 기록했으나, 이후 연도에는 20~30% 수준을 유지하다가 2014년에는 12.8%로 감소했다. 그러나 상장사 간 10조원 이상의 초대형 거래가 3건 발생한 2015년도에는 상장-상장 결합 유형의 M&A가 차지하는 거래규모

비중이 50.8%로 급증하면서 해당 연도 전체 M&A 시장을 압도했다. 상장-비상장 결합 유형의 M&A는 거래규모 기준 차지하는 비중이 2000년 20.5%에서 2007년 48.7%까지 증가했으며 글로벌 금융위기 이후 2008~2010년 사이에는 다시 20%대로 감소했다. 그러나 2011년부터는 그 비중이 다시 증가하여 2014년에는 46.0%까지 증가했다가, 2015년에는 16.4%로 감소했다.

인수기업이 비상장사인 경우, 즉 비상장-비상장 및 비상장-상장 유형 M&A의 거래규모 비중은 2000년 23.4%에서 2003년 58.5%로 증가한 이후 2007년에는 18.1%로 감소했으나, 2008년부터는 매년 30~40%대의 비중을 차지하고 있다. 인수기업이 비상장사인 결합 유형의 M&A는 주로 사모펀드가 인수 주체인 경우와 국내 대기업 계열사가 주도하는 경우가 많으며, 특히 2008년 글로벌 금융위기 이후 국내 사모펀드와 대기업 계열사 간 M&A 활동이 늘어난 점이 비상장-비상장 및 비상장-상장 결합 유형의 높은 거래규모 비중을 설명한다.

<그림 II-17> M&A 결합 유형별 거래규모 비중 추이

(단위: %)



자료: 블룸버그

<표 II-11>은 2000~2015년 상장·비상장 결합 유형별 M&A 평균 거래규모를 보여준다. M&A의 평균규모는 상장-상장 유형이 4,506억원이며, 비상장-상장 유형은 3,157억원 수준으로 유사하다. 반면, 피인수기업이 비상장사인 M&A의 평균규모는 비상장-비상장 유형이 867억원, 상장-비상장 유형이 488억원로 두 경우 모두 매우 작은 수준이다.

**<표 II-11> M&A 결합 유형별 평균 거래규모 (2000~2015년)**

(단위: 억원)

		피인수기업	
		상장	비상장
인수기업	상장	4,506	488
	비상장	3,157	867

자료: 블룸버그

### 3. 국내 M&A 재무자문시장

#### 가. 국내 M&A 재무자문시장 경쟁구도

M&A 거래의 성사 과정에는 적합한 피인수기업의 발굴(deal sourcing), 가치평가(valuation), 협상(negotiation), 자금조달(financing), 공정가치평가(fairness valuation) 등 다양한 전략적·재무적 업무들이 수반된다. 이와 더불어 M&A 거래는 공정거래 등 법률적인 문제에 대한 엄밀한 검토가 필요하다. 이러한 업무들은 인수기업이 자체적으로 수행할 수 있지만, 전문성이 높게 요구되는 M&A 거래가 빈번하게 이루어지지 않기 때문에 외부 전문기관에 위탁하는 것이 보편적이다. 이러한 M&A 거래 관련 자문서비스시장은 재무자문(financial advisory)과 법률자문(legal advisory)으로 나누어지고, 재무자문은 주로 금융회사 및 회계법인이 제공하며 법률자문은

법률사무소가 담당한다.

반면 국내에서는 M&A 거래에서 재무자문사의 활용도가 상대적으로 낮은 편이다. 미국, 유럽 등 M&A 시장이 발달된 경우와 비교해보면, 국내에서는 재무자문사를 활용하지 않는 M&A 거래의 비중이 매우 높다. 황문성·강기우(2009)는 2006~2008년 주요국 M&A 거래 중 재무자문사를 활용하는 경우가 한국은 51.9%에 불과한 반면, 미국은 89.4%, EU는 87.3%, 일본은 82.2%에 달하며, 전 세계 평균은 84.9%라는 결과를 제시한다.

국내 M&A 재무자문시장에서는 외국계IB, 국내 증권사 및 회계법인이 주요 참가자로 활동하고 있다. 외국계IB 중에서는 골드만삭스, 모건스탠리 등 우수 글로벌 투자은행들이 있으며 회계법인은 국내 대형 4사(삼일, 안진, 한영, 삼정)와 더불어 다수의 중소형 회계법인도 M&A 재무자문사 역할을 하고 있다. 특히, 국내 대형 4사 회계법인은 각각 글로벌 회계법인인 PwC, Deloitte, Ernst and Young, KPMG와 업무 제휴를 맺고 있어서 다양한 자원을 동원할 수 있는 장점을 지니고 있다. 반면, 국내 증권사는 주로 자기자본 기준 상위 10대에 속하는 증권사만 M&A 재무자문사로 활동하고 있으며 중소형 증권사의 참여는 매우 드물다.

2015년 국내 M&A 재무자문사 순위(league table)에서는 상위 10개 중에서 7개가 외국계IB에 속한다(<표 II-12> 참조). 또한 해당 재무자문사 순위에서 대형 4사 회계법인 중 하나가 4위 자리를 차지하고 있으며, 국내 증권사는 7위와 8위 자리에 있다. 이러한 국내 M&A 재무자문시장의 경쟁구도는 지난 10년간 크게 변화하지 않았다. 2010년 M&A 재무자문사 순위에서는 상위 10개사 중 1위를 포함한 6개 자리를 외국계IB가 차지하고 있으며, 회계법인이 2위 자리를 차지하고 있다. 국내 증권사의 경우 상위 10개사 중 3개가 포함되어 있으나, 순위는 7~9위에 속한다. 또한, 국내 증권사가 M&A 재무자문사 순위에 속해 있기는 하지만, 단독으로 주관한 경우보다는 외국계IB가 대표주관사로 역할을 수행하는 M&A 거래에 공동 주관사로 참여하는 경우가 보편적이다.

<표 II-12> 국내 M&A 재무자문사 순위

(단위: 조원)

연도	순위	재무자문사	총 거래규모	평균 거래규모
2015년	1	모건스탠리	49.7	4.5
	2	골드만삭스	45.1	5.0
	3	크레딧스위스	43.1	7.2
	4	삼일PwC	41.3	0.9
	5	씨티그룹	40.6	5.8
	6	도이치뱅크	38.2	5.5
	7	NH농협증권	32.6	3.6
	8	삼성증권	16.9	1.3
	9	HSBC	7.9	3.9
	10	바클레이즈	7.4	7.4
2010년	1	BoA 메릴린치	11.7	2.9
	2	삼정KPMG	10.6	0.4
	3	모건스탠리	9.1	1.1
	4	노무라	6.1	3.1
	5	맥쿼리	5.9	0.7
	6	크레딧스위스	5.8	1.0
	7	NH농협증권	5.2	0.6
	8	하나금융그룹	4.7	0.5
	9	신한금융투자	4.2	4.2
	10	골드만삭스	3.7	0.5

자료: 블룸버그

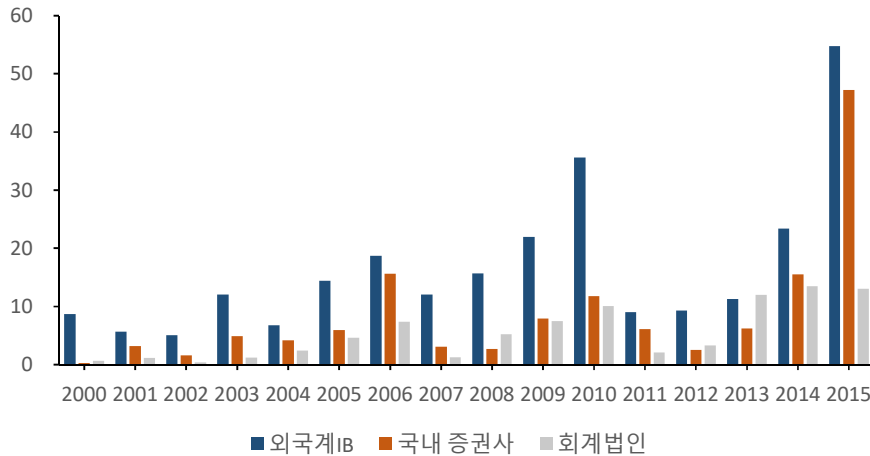
### 나. 재무자문사 유형별 M&A 거래

2000~2015년 전체 기간 중 블룸버그 자료에서 재무자문사가 활용된 것으로 집계된 M&A 거래 중에서 재무자문사 유형별 총 거래규모는 외국계IB 264.6조원, 국내 증권사 139.1조원, 회계법인 85.9조원에 달한다. 동 기간 재무자문사 유형별 연평균 거래규모는 외국계IB가 16.5조원, 국내 증권사가 8.7조원, 회계법인이 5.4조원이다.<sup>8)</sup>

재무자문사 유형별 거래규모 추세를 살펴볼 경우 외국계IB는 2000년 8.7조원에서 2015년 54.8조원으로 6.3배 증가했다. 동일한 기준으로 국내 증권사가 참여한 M&A의 거래규모는 2000년 3,000억원에서 2015년 47.2조원으로 185배 증가했으며, 회계법인은 2000년 7,000억원에서 2015년 13.0조원으로 18.7배 증가했다.

<그림 II-18> 재무자문사 유형별 M&A 거래규모 추이

(단위: 조원)



자료: 블룸버그

거래규모를 기준으로 재무자문사 유형별 점유율을 살펴볼 경우 2000~2015년 전체 기간 중 외국계IB는 54.0%, 국내 증권사는 28.4%, 회계법인은 17.5%이다. 외국계IB의 점유율은 2000년 90.1%에서 꾸준하게 감소하는 추세를 보이며, 2015년에는 47.6%를 기록하고 있다. 국내 증권사의 거래규모 점유율은 2000년 2.6%의 미미한 수준에서 지속적으로 증가하여 2015년 41.1%에 달하며, 회계법인은 2000년 7.2%에서

8) 인수기업 또는 피인수기업에게 재무자문사가 제공되는 M&A 거래를 포함하며, 재무자문사 유형별 거래는 단독 및 공동 참여 M&A 거래를 모두 포함하고 있다.

2013년 40.7%까지 증가했다가 2015년에는 11.3%로 감소했다. 외국계IB와 국내 증권사에 비해 최근 회계법인의 거래규모 점유율이 감소한 원인은 특히 2014~2015년 주요 초대형 거래에 회계법인이 재무자문사로 참여하지 못한데 기인한다.

<표 II-13>은 재무자문사 유형별 공동 및 단독 주관사로 참여하는 경우 M&A 거래의 평균규모를 비교해본다. 2000~2015년 전체 기간 중 공동 주관사로 참여한 M&A 거래의 평균규모는 외국계IB가 6,568억원, 국내 증권사가 6,293억원, 회계법인이 2,002억원이다. 반면, 동일 기간 단독 주관사로 참여한 M&A 거래의 평균규모는 외국계IB가 4,545억원, 국내 증권사가 2,437억원, 회계법인이 1,071억원이다. 공동 주관사 M&A 거래가 단독 주관사 M&A 거래 규모보다 크게 나타나며, 그 차이는 특히 국내 증권사의 경우 가장 두드러진다. 회계법인의 경우 공동 주관 대비 단독 주관사로 참여한 M&A 거래의 평균규모 차이는 2배 미만이며, 공동 주관사 M&A 거래의 평균규모도 2,000억원 수준으로 낮은 편이다. 반면, 국내 증권사의 경우 주관사로 참여하는 M&A 거래의 평균규모 차이는 3배이며 이러한 차이는 국내 증권사가 참여하는 대형 M&A 거래의 상당부분이 외국계IB와 공동으로 주관하는 경우이기 때문이다.

재무자문사 유형별 거래규모의 차이는 국내 M&A 재무자문시장의 이원화 또는 분화된(segmented) 구조를 반영하고 있다. 외국계IB는 주로 4,000억원에서 1조원 이상의 대형 M&A 시장에서 경쟁하는 반면, 회계법인은 주로 2,000억원 미만의 중소규모 M&A 거래를 주요 시장으로 삼고 있는 것으로 보인다. 즉, 외국계IB와 회계법인은 직접적인 경쟁을 하지 않고 각자의 시장을 두고 활동하고 있는 반면 국내 증권사의 경우 평균거래 규모는 외국계IB와 회계법인이 각각 차지하는 대형 및 중소형 M&A 시장의 중간에 위치해 있다. 그러나 국내 증권사는 회계법인과 달리 외국계IB와 직접적으로 경쟁하는 상황에 근접하며, 이는 다음으로 살펴볼 재무자문사 유형별 고객의 특징에서 확인할 수 있다.

**<표 II-13> 재무자문사 유형별 평균 M&A 거래규모**

(단위: 억원)

연도	공동 주관사			단독 주관사		
	외국계 IB	국내 증권사	회계법인	외국계IB	국내 증권사	회계법인
2000	5,792	2,554	3,482	3,028	2,554	765
2001	3,557	3,533	3,754	3,768	3,533	1,453
2002	3,607	2,655	1,148	3,607	2,655	1,148
2003	7,522	12,291	2,381	7,522	718	2,381
2004	2,968	4,667	1,146	3,490	1,661	1,000
2005	6,873	7,492	1,926	7,093	1,429	1,860
2006	8,915	14,245	924	3,093	3,176	931
2007	4,828	2,225	567	4,616	745	598
2008	5,240	2,998	1,544	5,070	854	356
2009	6,872	4,178	1,910	5,947	3,239	1,333
2010	8,909	5,367	3,736	8,463	1,976	340
2011	2,367	1,865	886	2,126	1,596	606
2012	3,727	1,059	1,142	3,644	1,066	1,065
2013	4,702	3,290	1,820	4,052	2,468	1,159
2014	7,298	8,647	2,143	4,624	7,145	851
2015	21,908	23,616	3,525	2,586	4,183	1,287
전체 기간 평균규모	6,568	6,293	2,002	4,545	2,437	1,071

자료: 블룸버그

**다. 재무자문사 유형별 고객(인수기업) 특징**

국내 M&A 재무자문시장의 이원화된 구조는 재무자문사 유형별 고객(인수기업)<sup>9)</sup>의 특징에서도 나타난다. <표 II-14>는 재무자문사 유형별 인수기업의 주요 재무지표를 보여준다. 2000~2015년 고객으로서 인수

9) 재무자문사의 고객중 인수기업의 주요 재무지표를 비교한다. 피인수기업 고객의 경우 앞서 살펴본바와 같이 대부분이 비상장사이기 때문에 재무정보의 제공이 용이하지 않고, 상장된 피인수기업 재무정보만을 사용할 경우 표본의 대표성이 부족하다.

기업의 총자산 규모를 볼 경우 외국계IB는 25.1조원, 국내 증권사는 38.0조원인 반면, 회계법인은 8.0조원에 불과하다. 동기간 인수기업 고객 시가총액의 경우 외국계IB는 9.3조원, 국내 증권사는 8.8조원이며, 회계법인은 5.7조원 수준이다. 또한 인수기업 매출액의 경우 외국계IB는 14.3조원, 국내 증권사는 15.5조원인 반면, 회계법인은 6.9조원 수준에 불과한 것으로 나타난다. 즉, 외국계IB와 국내 증권사의 주요 고객층은 국내 대기업인 반면 회계법인은 주로 중소기업을 대상으로 재무자문을 제공하고 있다.

수익성 측면에서도 재무자문사 유형별 고객의 차이가 보이고 있는데, 고객의 총자산이익률(Return on Assets: ROA)의 경우 외국계IB는 5.61%, 국내 증권 증권사는 3.43%, 회계법인은 2.79%로 나타난다. 자기자본이익률(Return on Equity: ROE)의 경우에도 외국계IB는 11.79%이며, 국내 증권사와 회계법인은 각각 5.47%, 5.79%로 나타난다. 즉, 외국계IB는 국내 증권사 및 회계법인에 비해 주요 고객의 수익성이 상대적으로 우수한 특징을 보이고 있다.

**<표 II-14> 재무자문사 유형별 인수기업 주요 재무지표**

(단위: 조원, %)

	재무 항목	재무자문사 유형		
		외국계IB	국내 증권사	회계법인
인수기업	총자산	25.10	38.00	7.95
	총부채	17.40	28.50	3.61
	시가총액	9.25	8.78	5.70
	매출액	14.30	15.50	6.93
	레버리지 비율	3.29	3.23	2.28
	ROA	5.61	3.43	2.79
	ROE	11.79	5.47	5.79

자료: 블룸버그



### III. M&A 성과 실증분석

---

1. 기존문헌 및 분석 데이터
2. 누적초과수익률(CAR) 결정요인 분석



### Ⅲ. M&A 성과 실증분석

#### 1. 기존문헌 및 분석 데이터

##### 가. 기존문헌

국내 M&A 재무자문시장에서는 외국계IB가 초대형 거래를 주도하고, 회계법인은 소규모 거래 시장에서 주로 활동하는 모습을 보이고 있다. 반면, 국내 증권사의 경우 대기업 고객을 두고 외국계IB와 직접 경쟁하지만, 거래규모는 외국계IB와 회계법인의 중간에 위치한다. 그렇다면 과연 이러한 국내 M&A 재무자문시장의 경쟁구도가 외국계IB, 국내 증권사 및 회계법인이 가진 역량의 차이와 이로 인한 M&A 거래의 성과 차이로부터 비롯되는지에 대한 질문을 갖게 된다.

이론적으로 재무자문사가 인수기업 입장에서 M&A 거래에 영향을 미치는 데에는 두 개의 경로가 있다. 첫째, 재무자문사는 인수기업을 위해 높은 시너지의 M&A 거래를 발굴하거나 인수기업이 제시한 M&A 거래의 옥석을 가려주는 우수한 자문력(skilled advice)을 제공해줄 수 있다. 둘째, 주어진 M&A 거래에 있어서 재무자문사는 피인수기업에 대한 가치평가 및 협상을 통해 유리한 조건에 M&A 거래를 성사시킬 수 있게 해주는 우수한 실행력(superior execution)을 제공해줄 수 있다.

반면, 역량이 있음에도 불구하고 재무자문사가 인수기업 관점에서 우수한 성과를 가져다주지 못하는 경우가 있다. 우선 인수기업이 M&A 대상을 재무자문사에 의존하지 않고 자체적으로 선정하고, 특히 경영진이 제국건설(empire building) 등 사적이익 추구의 목적으로 M&A를 추진할 경우다. 또한 재무자문사의 보상(fee) 구조가 거래 성과보다 거래 성사(completion) 중심으로 설계되어 있을 경우 재무자문사는 인수기업에 유리한 조건보다 피인수기업이 받아들이기 쉬운 조건으로 협상을 추진할

유인이 발생한다.<sup>10)</sup> 이와 더불어 재무자문사의 역량과 인수기업의 M&A 성과가 결여될 수 있는 이유로는 ‘제한 여력 가설(limited capacity hypothesis)’이 있다. 해당 가설에 따르면 대형 재무자문사는 자본, 인력 등에 대한 여력이 높기 때문에 많은 M&A 거래를 수용하는 반면, 중소형 재무자문사는 제한된 여력으로 인해 수용하는 M&A 재무자문에 대하여 신중할 수밖에 없으며 주로 우수한 성과가 예상되는 거래에만 집중한다. 이로 인해 대형 재무자문사는 중소형 재무자문사에 비해 M&A 성과가 상대적으로 낮게 나타나는 결과를 초래한다.

M&A에 관한 해외 연구는 미국시장을 중심으로 1990년대부터 활발하게 이루어졌으며, 이중 재무자문사와 관련된 문헌도 다수 찾아볼 수 있다. 재무자문사의 선택이 M&A 거래의 성과에 미치는 영향을 분석한 다수의 초기 문헌들은 상위권(top-tier) 재무자문사의 선정이 인수기업 입장에서 M&A 거래의 성과와 관계가 없다는 실증분석 결과를 제시한다. 해당 문헌에서 상위권 재무자문사는 주로 일명 벌지 브래킷(bulge bracket)에 속하는 상위 5~8개 투자은행을 사용하며, 비교 대상은 비상위권(second-tier) 투자은행이다. 이들 문헌에서 사용하는 성과의 측정치는 대부분 M&A 거래의 공시일(announcement date) 전후 인수기업의 누적초과수익률(Cumulative Abnormal Return: CAR)이며, 일부 문헌에서는 누적초과수익(Cumulative Abnormal Dollar Return: CADR) 및 인수 프리미엄(premium)을 사용하기도 한다.

Bowers & Miller(1990)는 공시일 전후 주가를 비교할 경우 인수기업 CADR에 있어서 상위권과 비상위권 재무자문사 간의 차이가 없다는 결과를 보여준다. McLaughlin(1992)은 인수기업이 상위권 재무자문사를 활용할 경우 보다 높은 인수 프리미엄을 지불하고, 보다 낮은 CAR를 달성한다는 결과를 제시한다. Servaes & Zenner(1996)는 상위 5개 벌지 브래킷에 속하는 재무자문사가 대형 M&A 거래의 주관사로 선정되는 경향이 있지만, 인수기업 CAR에 영향을 미치지 않는다는 결과를 보여준다. Hunter & Jagtiani(2003)는 벌지 브래킷 투자은행이 M&A 거래를 보다

---

10) McLaughlin(1992)

빨리 성사시키지만, 비벌지 브래킷 재무자문사에 비해 보다 높은 성과<sup>11)</sup>를 제공하지는 않는다는 결과를 제시한다. Rau(2000)는 M&A 시장점유율을 사용하여 상위권과 비상위권을 구분할 경우 상위권 재무자문사가 주관한 M&A 거래에서 인수기업 CAR가 오히려 낮게 나오는 결과를 보여준다.<sup>12)</sup>

이러한 결과와 상반되게 최근의 문헌에서는 특정 M&A 거래의 유형 또는 상황에 있어서 상위권 재무자문사가 인수기업에게 상대적으로 높은 CAR를 제공한다는 결과를 보여준다. Bao & Edmans(2011)는 CAR 분포 상 상위 25%와 하위 25%에 속하는 재무자문사를 각각 상위권과 하위권으로 정의할 경우 상위권과 하위권 재무자문사 간 M&A 성과 차이의 지속성이 있으며, 이는 재무자문사간 역량 차이가 존재하기 때문인 것으로 설명한다. Golubov et al.(2012)은 일반적으로는 상위권과 비상위권 재무자문사가 CAR에 있어서 차이를 보이지 않지만, 피인수기업이 상장사인 경우에 한해서는 상위권 재무자문사가 통계적으로 유의미하게 높은 CAR 값을 제공한다는 결과를 보여준다. 재무자문사 유형에 관해서 Bilinski & Yim(2016)은 회계법인이 재무자문사로 활동할 경우 특정 유형의 M&A 거래에 있어서 경쟁우위를 가질 수 있다는 주장을 펼친다. 이는 피인수기업이 비상장사이거나 회계기준이 상이한 국경간 M&A 거래와 같이 피인수기업에 대한 재무정보가 부족하거나 회계기준이 복잡한 경우라 주장하며, 이를 뒷받침하는 실증분석 결과를 보여준다.

국내 문헌 중에서는 재무자문사의 선택이 M&A 성과에 미치는 영향을 살펴본 경우는 없는 것으로 파악된다. 대부분 국내 M&A 연구는 벤처기업 대비 일반기업<sup>13)</sup>, 계열사 대비 비계열사<sup>14)</sup>, 사업다각화 대비 사업집중화<sup>15)</sup> 등 인수·피인수기업 및 M&A 거래의 유형에 따른 성과의 차이에

11) Hunter & Jagtiani(2003)가 사용하는 성과는 M&A 거래의 공시일과 완료일 사이 인수기업의 주가 차이이다.

12) 반면 Rau(2000)는 주식공개매수(tender offer) M&A 거래의 경우 상위권 재무자문사가 보다 우수한 인수기업 CAR를 제공한다는 결과를 보여준다.

13) 허남수 외(2002)

14) 김광남(1992), 김안생(1998), 김위생·서점식(2000)

15) 김광남(1992), 김안생(1998)

초점을 두고 있으며, M&A 거래 상 중개기능의 효과를 주제로 다루는 연구는 아직 미흡하다.

### 나. 누적초과수익률(CAR) 산출

국내 M&A 재무자문시장에서 외국계IB, 국내 증권사 및 회계법인이 주관한 M&A 거래 성과의 차이가 있는지를 살펴보기 위해서 인수기업의 CAR를 산출하고 재무자문사별로 그 수준을 비교해본다. 초과수익률(abnormal return)은 사건연구(event study)에서 보편적으로 사용되는 시장모형(market model)을 이용하여 인수기업의 기대수익률(expected return)을 산출하고 실제 수익률과의 차이로 초과수익률을 구한다. 인수기업의 초과수익률(abnormal return)은 아래와 같이 정의 된다:

$$AR_{it} = R_{it} - E(R_{it})$$

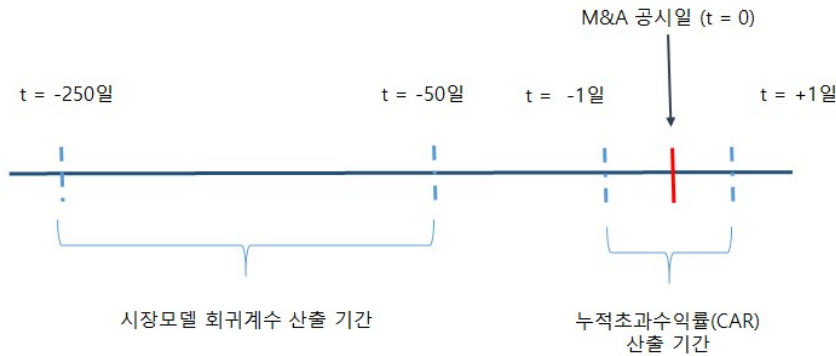
$AR_{it}$ 는 인수기업  $i$ 의  $t$ 기 초과수익률이며,  $R_{it}$ 는 인수기업  $i$ 의  $t$ 기의 실제 수익률, 그리고  $E(R_{it})$ 는 인수기업  $i$ 의  $t$ 기의 기대수익률이다. 기대수익률의 산출은 시장모델(market model)을 사용하며 아래와 같다:

$$E(R_{it}) = \alpha_i + \beta_i R_{mt}$$

$R_{mt}$ 는  $t$ 기의 시장수익률이며 합성주가지수(composite stock price index)를 구성하여 산출한다. 합성주가지수는 유가증권(KOSPI) 및 코스닥(KOSDAQ) 시장의 종합주가지수를 각 시장의 시가총액으로 가중평균하여 산출한다. 시장모델의 기대수익률은 M&A 공시 이전 50~250일의 기간을

활용하며, CAR는 M&A 공시일을 포함한 전후 3일(-1, +1)의 기간을 사용한다.

<그림 III-1> 누적초과수익률 산출 기간



#### 다. 분석 데이터

본 보고서는 블룸버그에서 제공하는 국내 M&A 거래 자료를 사용하며 분석 기간은 2000년 1월 1일부터 2015년 12월 31일까지 15년이다. 분석 자료에는 블룸버그에서 인수·합병(M&A)으로 분류되는 거래만 포함하고 있으며, 재무적투자(INV), 합작투자(JV), 기업분할(SPIN) 및 바이아웃(BUY)으로 구분되는 거래는 제외된다. 또한 블룸버그의 M&A 거래 중에서 부동산 매입·인수 거래는 제외한다. 보편적으로 기존문헌에서는 인수기업의 피인수기업에 대한 초기지분율이 50% 이상인 경우와 최종지분율이 50% 미만인 경우를 제외하고 분석하는 반면, 본 보고서의 분석에는 이들 M&A 거래가 포함된다. 그 이유는 기업의 경영권확보가 지분율 50% 미만으로도 이루어질 수 있으며, 또한 본 보고서가 재무자문사의 역할에 초점을 두고 있는 관계로 경영권의 확보 여부와 별도로 재무자문사 선택이 인수기업 CAR에 미치는 영향을 보고자하기 때문이다. 분석의 견고성을 확인하기 위해 자료의 범위를 초기지분율 50% 미만 및 최종지분율

50% 이상으로 제한할 경우에도 주요 결과는 바뀌지 않았다.

재무자문사 유형은 외국계IB, 국내 증권사 및 회계법인으로 나누며, 동일한 유형의 재무자문사가 단독 또는 공동으로 주관하는 경우는 포함하지만, 서로 다른 두 유형의 재무자문사가 공동으로 주관하는 M&A 거래는 제외한다. 즉, 1개 또는 그 이상의 외국계IB가 주관사로 참여한 M&A 거래는 외국계IB 표본에 포함되지만, 외국계IB와 국내 증권사가 공동으로 주관하는 M&A 거래는 표본에서 제외된다. 또한 표본에는 M&A 거래규모가 100억원 이상인 경우만 포함되며, 이는 100억원 미만의 M&A 거래에서는 재무자문사의 활용이 전무한 수준에 가깝기 때문이다. CAR의 산출에는 국내 증권거래소에 상장된 인수기업만 포함되며, 해외 증권거래소에 상장된 인수기업은 제외된다. 마지막으로 회귀분석에는 인수기업 재무정보가 제공되는 경우만 포함되며, 이러한 조건들을 모두 적용한 총 표본 수는 748건이다.

## 2. 누적초과수익률(CAR) 결정요인 분석

### 가. 실증분석 모형 및 설명변수

회귀분석은 인수기업의 CAR에 어떠한 요인들이 영향을 미치는지, 또한 재무자문사 선택에 따라 CAR의 차이가 있는지를 살펴보고자 한다. 회귀분석 종속변수는 CAR를 사용하며, 설명변수에는 재무자문사 유형별 더미변수(dummy variable)를 포함하여 재무자문사 선택이 CAR와 통계적으로 유의한 관계를 가지는지를 검증해본다. 이와 더불어 설명변수에는 인수기업의 주요 재무지표 및 M&A 거래의 주요 특징을 반영하는 변수를 추가하며, 회귀분석 모형은 다음과 같다.

$$\begin{aligned}
 CAR_{i,t} = & \alpha + \beta_1 D\_IB_{i,t} + \beta_2 D\_SEC_{i,t} + \beta_3 D\_ACC_{i,t} \\
 & + \beta_4 \ln ASSET_{i,t} + \beta_5 ATURNOVER_{i,t} + \beta_6 ROA_{i,t} \\
 & + \beta_7 LEVERAGE_{i,t} + \beta_8 PBR_{i,t} + \beta_9 OWNERSHARE_{i,t} \\
 & + \beta_{10} RSIZE_{i,t} + \beta_{11} D\_STOCK_{i,t} + \beta_{12} RUNUP_{i,t} \\
 & + \beta_{13} PUBTARGET_{i,t} + \beta_{14} D\_INOUT_{i,t} \\
 & + \beta_{15} D\_SAMEIND_{i,t} + \beta_{16} D01 \dots \beta_{28} D15 + \epsilon_{i,t}
 \end{aligned}$$

$CAR_{i,t}$	: 누적초과수익률
$D\_IB_{i,t}$	: 외국계IB 더미변수(0, 1)
$D\_SEC_{i,t}$	: 국내 증권사 더미변수(0, 1)
$D\_ACC_{i,t}$	: 회계법인 더미변수(0, 1)
$\ln ASSET_{i,t}$	: 로그를 취한 인수기업 총자산
$ATURNOVER_{i,t}$	: 인수기업 총자산회전율(매출액/총자산)
$ROA_{i,t}$	: 인수기업 총자산이익률
$LEVERAGE_{i,t}$	: 인수기업 레버리지 비율(총부채/총자산)
$PBR_{i,t}$	: 주가자산비율
$OWNERSHARE_{i,t}$	: 최대주주 지분율
$SIZE_{i,t}$	: 상대적 규모(거래규모/인수기업 시가총액)
$D\_STOCK_{i,t}$	: 주식 자금조달 더미변수(0, 1)
$RUNUP_{i,t}$	: 인수기업 사전 주가상승률(-180 ~ -20일)
$PUBTARGET_{i,t}$	: 상장 피인수기업 더미변수(0, 1)
$D\_INOUT_{i,t}$	: In-Out 거래 더미변수(0, 1)
$D\_SAMEIND_{i,t}$	: 동종업종 더미변수(0, 1)
$D01 \sim D15$	: 연도별 더미변수(2001~2015년)

회귀분석의 설명변수는 크게 1) 재무자문사 유형, 2) 인수기업 특징, 3) M&A 거래 특징으로 나누어지며, 각 설명변수를 포함하는 이유는 다음과 같다. 첫째, 재무자문사 유형 더미변수( $D\_IB$ ,  $D\_SEC$ ,  $D\_ACC$ )는 각각 외국계IB, 국내증권사 및 회계법인이 기타 요인들을 통제했을 경우 통계적으로 유의하게 나타나는지, 즉 재무자문사 자체적 영향이 있는지를 보고자 한다.

둘째, 각각의 인수기업 특징 설명변수를 포함하는 이유는 다음과 같다. 로그를 취한 인수기업 총자산규모( $\ln ASSET$ )는 규모효과(size effect)를 포착하기 위해 포함되며 다수의 기존문헌에서는 인수기업의 규모가 클수록 M&A 성과가 더 낮게 나타나는, 즉 CAR와 인수기업 규모는 음(-)의 관계를 가진다는 실증분석 결과를 제시한다.<sup>16)</sup> 이러한 규모효과는 대기업일수록 대리인문제(agent problem)가 더 심각하고, 이로 인해 사적이익 추구를 위한 무분별한 M&A의 추진 가능성이 높기 때문으로 설명된다.<sup>17)</sup>

총자산회전율( $ATURNOVER$ ), 총자산이익률( $ROA$ ) 및 추가장부가치비율( $PBR$ )은 기업의 효율성을 반영하는 지표로서 설명변수에 포함된다. 기업의 효율성과 M&A 성과 간의 관계에 대해서는 상반되는 주장이 있다. Ang et al.(2000), Singh & Davidson(2004), Fleming et al.(2005) 등의 기존 문헌에서는 기업의 효율성 지표는 경영진의 노력, 투자 판단력 등을 반영하며, 효율성 지표가 높은 기업일수록 우수한 M&A를 추진할 것으로 간주한다. 따라서 이러한 경우 효율성 지표는 CAR와 양(+)의 관계를 가질 것으로 예상된다. 반면, Rau & Vermaelen(1998)은 효율성이 높은 일부 기업에서는 경영진이 자신들의 역량을 과대평가하는 자만심(hubris) 때문에 오히려 M&A 거래를 무분별하게 추진할 수 있다고 주장한다. 이러한 경우 효율성 지표는 오히려 CAR와 음(-)의 관계를 가질 것으로 예측된다.

Lang et al.(1991)은 레버리지비율( $LEVERAGE$ )이 높은 기업은 M&A를 추진할 여력이 상대적으로 부족하고, 또한 채권자들이 경영진의 활동을 유심히 지켜보기 때문에 M&A 거래에 있어서 보다 신중하다고 주장한다. 따라서 레버리지비율과 CAR는 양(+)의 관계를 가질 것으로 예상된다.

16) Loderer & Martin(1990)은 인수기업의 자기자본이 클수록 CAR가 낮다는 결과를 보여주며, Eckbo & Thornburn(2000)은 미국 기업을 인수한 캐나다 기업을 분석한 결과 소규모 인수기업이 가장 높은 CAR 값을 보이는 것으로 나타났다. Alexandridis et al.(2010)은 글로벌 M&A 거래를 분석한 결과 대부분 국가에서 작은 규모의 인수기업이 보다 높은 CAR 값을 기록하는 것으로 나타나며 Moeller et al.(2004)은 대기업이 중소기업보다 높은 인수 프리미엄을 지불하고, 이로 인해 M&A 거래의 시너지 가치가 감소한다고 주장한다.

17) Gorton et al.(2009), Humphery-Jenner & Powell(2011) 등 일부 문헌에서는 대기업에서 대리인문제가 더욱 심각하다고 주장한다.

마지막으로 대주주 지분율(*OWNERSHARE*)이 높은 기업일수록 외부 견제에 덜 신경을 쓰고 사적이익 추구 목적의 비효율적인 M&A 거래를 추진할 가능성이 높아질 수 있으며, 이 경우 대주주 지분율과 CAR는 음(-)의 관계를 갖게 된다.

셋째, M&A 거래의 특징도 CAR에 영향을 미칠 수 있다. 우선 상대적 규모(*SIZE*)의 경우 CAR와 양(+)의 관계를 가질 것으로 예상된다. 이는 주어진 규모의 M&A로부터 얻을 수 있는 시너지 효과가 동일하다고 가정할 경우 해당 M&A가 인수기업 가치에 미치는 영향은 인수기업 규모가 커질수록 감소하기 때문이다.

주식 자금조달 더미변수(*D\_STOCK*)는 CAR와 음(-)의 관계를 가질 것으로 예상된다. 다수의 기존 연구에서는 M&A 거래를 주식으로 자금조달 하는 경우 시장에서 부정적으로 평가하는 것으로 나타난다. Rau & Vermaelen(1997)은 이러한 현상이 기업 내부자와 투자자 간의 정보비대칭(*information asymmetry*)으로부터 비롯된다는 가설을 제시한다. 특정 기업에 있어서 내부자는 해당 기업의 주가가 과대평가 되었다는 사실을 알고 있을 경우 M&A 거래의 자금 조달에 있어서 현금보다 주식을 선호할 가능성이 높다는 설명이다. 따라서 시장에서 주식으로 자금을 조달하는 M&A 거래의 경우 정보비대칭 문제가 존재할 수 있다고 의심하고 부정적으로 평가하게 된다.

M&A 공시일 이전 사전 주가상승률(*RUNUP*)은 사전적 정보유출 효과를 통제하기 위해 포함한다. M&A에 관한 정보가 시장에 유출되거나 내부자 거래가 발생할 경우 공시일 이전에 관련 기업 주가가 영향을 받을 수 있다. 특히 이러한 사전 정보는 긍정적(부정적)으로 평가되는 M&A의 경우 공시일 이전에 주가가 상승(하락)하는 결과를 초래한다. 따라서 사전 주가상승률(*RUNUP*)은 CAR와 음(-)의 관계를 가질 것으로 예상된다.<sup>18)</sup>

피인수기업의 상장여부 더미변수(*PUBTARGET*)는 CAR와 음(-)의

18) Schwert(1996)는 1975~1991년 사이 미국 기업의 M&A에서 피인수기업 CAR가 M&A 공시일 41일 이전부터 증가하기 시작하며, 21일 이전에 가장 높게 나타난다는 결과를 보여주고, Golubov et al.(2012)은 1996~2009년 사이 미국 기업의 M&A에서 사전 주가상승률이 인수기업 CAR와 통계적으로 유의한 음(-)의 관계를 가지는 결과를 보여준다.

관계를 가질 것으로 예상된다. 일반적으로 상장사의 경우 시장의 관심과 모니터링을 더 받게 되며, 기업에 관련된 정보도 더욱 풍부하고 투명하게 제공된다. 따라서 피인수기업이 상장사일 경우 M&A와 같은 중요한 이벤트에 대한 정보가 시장에 포착될 가능성이 더 높으며, 이는 공시일 이전에 인수기업 주가에 영향을 미칠 수 있다.<sup>19)</sup>

국경간 M&A 더미변수( $D\_INOUT$ )는 CAR와 음(-)의 관계를 가질 것으로 예상된다. 국경간 M&A 거래의 경우 사전적으로 피인수기업에 대한 정보, 인수와 피인수기업 국가간의 제도 차이 등으로 인해 가치산정(valuation) 및 협상이 상대적으로 어렵다. 이와 더불어 인수 후 합병 과정에 있어서도 기업 간뿐만 아니라 국가간 문화적 차이 등으로 인해 M&A 성과가 불확실하고 위험성이 높기 때문이다.

마지막으로 동종업종 더미변수( $D\_SAMEIND$ )는 기존문헌에서 제시된 사업다각화 할인(diversification discount) 효과가 있는지를 확인하기 위해서 포함한다. 기존문헌에는 사업다각화 M&A의 경우 할인 효과가 있는 것으로 나타나며, 이에 따라 CAR와 동종업종 더미변수는 양(+)의 관계를 가질 것으로 예상된다.

## 나. 기초통계

<표 III-1>은 전체 표본(748건) 및 재무자문사 유형별 회귀분석 변수의 기초통계 결과를 보여준다. 우선 CAR의 경우 전체 표본의 평균치는 3.08%로 나타나며, 통계적으로 유의하다.<sup>20)</sup> 이는 인수기업 입장에서 국내

19) Faccio et al.(2006)은 1996~2001년 사이 유럽의 17개국에 속한 기업의 M&A 성과 분석에서 피인수기업이 비상장사인 경우 CAR가 양(+)의 값을 가지는 반면, 피인수기업이 상장사인 경우 CAR는 음(-)의 값을 가지며 통계적으로 0과 차이를 보이지 않는다는 결과를 제시한다.

20) 해외 문헌에서의 CAR 값을 살펴볼 경우 Bao & Edmans(2011)는 1980~2007년 사이 미국 M&A 거래를 분석한 결과 공시일 전후 3일(-1, +1) CAR는 1.65%로 나타나며, Fuller et al.(2002)의 분석에서는 M&A 공시일 전후 5일(-2, +2) 간의 CAR는 1.77%로 나타나며, Faccio et al.(2006)은 1996~2002년 사이 영국의

M&A는 평균적으로 가치를 창출하는 거래로 시장에서 평가하는 것으로 해석할 수 있다. 재무자문사 유형별 CAR를 비교해볼 경우 국내 증권사가 3.66%로 가장 높게 나타나며, 다음으로 회계법인이 3.36%, 그리고 외국계IB는 1.61%로 가장 낮은 수준이다. 즉, 인수기업이나 M&A 거래의 특징을 감안하지 않을 경우 재무자문사 중 국내 증권사와 회계법인은 외국계IB에 비해서 CAR가 2배 이상 높게 나온다. 반면, 재무자문사 간 CAR의 차이가 통계적으로는 유의하지 않은 것으로 나타난다.

재무자문사 유형별 인수기업의 기초통계를 비교해보면, 자산규모(*lnASSET*)의 경우 외국계IB(15.6)와 국내 증권사(15.2)는 유사하며, 회계법인(13.7)을 상회하는 수준이다. 이는 외국계IB와 국내 증권사의 주요 고객은 대기업에 집중되어 있고, 회계법인은 중소기업에 집중되어 있는 점을 반영한다. 인수기업 효율성 지표의 경우 총자산회전율(*ATURNOVER*)에서는 큰 차이를 보이지 않지만, 총자산이익률(*ROA*)의 경우 외국계IB가 5.6%로 가장 우수하며, 국내 증권사는 3.4%, 회계법인은 2.8%로 나타난다. 인수기업 레버리지비율(*LEVERAGE*)은 외국계IB(3.3)와 국내 증권사(3.2)가 유사한 수준인 반면 회계법인(2.3)은 상대적으로 낮다.

재무자문사 유형별 주관하는 M&A 거래의 특징에서 상대적 규모(*SIZE*)는 회계법인(0.628), 국내 증권사(0.543), 외국계IB(0.364) 순으로 나타난다. 즉, 인수기업 자산규모는 외국계IB와 국내 증권사가 유사한 수준인 반면, 주관하는 M&A 거래의 규모는 외국계IB가 국내 증권사에 비해 상당히 높다는 점을 확인할 수 있다. 피인수기업 상장 더미변수(*PUBTARGET*) 기초통계를 보면 외국계IB와 국내 증권사는 각각 25.0%, 29.7%의 경우 피인수기업이 상장사인 반면, 회계법인은 11.0%의 경우에만 피인수기업이 상장사에 속한다. 마지막으로 국경간 거래 더미변수(*D\_INOUT*)를 살펴보면, 외국계IB는 52.1%, 국내 증권사는 8.1%, 회계법인은 11.0%로 나타난다. 즉 외국계IB는 국경간 M&A를 상당수 주관하고 있는 반면 국내 증권사와 회계법인은 대부분 In-In 거래에만 참여하고 있다.

---

M&A 거래를 분석한 결과 M&A 공시일 전후 5일(-2, +2)의 CAR는 피인수기업이 상장사인 경우 -0.38%, 비상장사인 경우 1.48%라는 결과를 제시한다.

**<표 III-1> 회귀분석 변수 기초통계**

설명변수	평균	외국계IB	국내 증권사	회계법인
<i>CAR</i>	3.082 (9.063)	1.610 (5.675)	3.658 (9.610)	3.361 (8.406)
<i>lnASSET</i>	13.581 (2.468)	15.568 (1.907)	15.170 (2.436)	13.685 (2.440)
<i>ATURNOVER</i>	0.872 (0.625)	0.807 (0.435)	0.721 (0.353)	0.955 (0.536)
<i>ROA (%)</i>	1.848 (13.165)	5.614 (4.772)	3.428 (9.459)	2.790 (13.168)
<i>LEVERAGE</i>	2.639 (2.354)	3.291 (2.739)	3.231 (3.641)	2.281 (1.568)
<i>PBR</i>	1.530 (1.524)	1.718 (1.391)	1.197 (1.004)	1.422 (0.821)
<i>OWNERSHARE (%)</i>	37.233 (17.377)	39.212 (19.896)	37.041 (18.045)	40.202 (17.445)
<i>SIZE</i>	0.798 (1.785)	0.364 (0.602)	0.543 (1.045)	0.628 (1.035)
<i>D_STOCK</i>	0.176 (0.381)	0.188 (0.394)	0.514 (0.507)	0.341 (0.477)
<i>RUNUP (%)</i>	16.315 (61.603)	23.497 (70.894)	4.646 (30.937)	27.727 (84.265)
<i>PUBTARGET</i>	0.176 (0.381)	0.250 (0.438)	0.297 (0.463)	0.110 (0.314)
<i>D_INOUT</i>	0.155 (0.362)	0.521 (0.505)	0.081 (0.277)	0.146 (0.356)
<i>D_SAMEIND</i>	0.557 (0.497)	0.771 (0.425)	0.514 (0.507)	0.561 (0.499)

주 : 괄호 안은 표준편차  
자료: 블룸버그

#### 다. 회귀분석 결과 및 해석

<표 III-2>는 재무자문사 유형 더미변수와 더불어 인수기업 및 M&A 거래의 주요 특징을 설명변수로 포함한 회귀분석의 결과를 보여준다. 우선 설명변수 중 재무자문사 더미변수( $D_{IB}$ ,  $D_{SEC}$ ,  $D_{ACC}$ )는 모든 유형에 있어서 통계적으로 유의하지 않은 것으로 나타난다. 이러한 결과는 인수기업 및 M&A 거래의 특징을 통제할 경우 재무자문사의 선택이 인수기업 CAR에는 직접적인 영향을 미치지 않는다는 것을 시사한다. 이는 McLaughlin(1992), Servaes & Zenner(1996), Hunter & Jagtiani(2003) 등 해외 문헌에서 나타나는 결과와 일치하는 부분이다.<sup>21)</sup>

재무자문사 유형은 M&A 성과와 통계적으로 유의한 관계를 보이지 않는 반면, 일부 인수기업 및 M&A 거래 설명변수는 통계적으로 유의하게 나타나며, 각각에 대해서 살펴본다. 우선 인수기업 설명변수 중에서는 자산규모( $\ln ASSET$ ) 및 총자산이익률( $ROA$ )이 각각 1%, 5% 수준에서 통계적으로 유의하게 나타난다. 인수기업 자산규모( $\ln ASSET$ ) 설명변수의 계수 값은 -0.530으로, 예상한 바와 같이 음(-)의 값을 가진다. 이는 인수기업 규모가 클수록 M&A 성과가 낮게 나타남을 의미하며, 이러한 결과는 기존 문헌에서 보편적으로 나타나는 규모효과와 일치하다.

인수기업의 총자산이익률( $ROA$ ) 설명변수의 계수 값은 -0.066으로 이는 수익성이 낮은 기업일수록 M&A 거래로 인한 CAR가 높아진다는 것을 의미한다. 앞서 설명한 바로 기존문헌에서 인수기업 수익성이 CAR와 음(-)의 값을 가지는 것은 경영진의 자만심이 작동하는 경우일 가능성이 있다. 그러나 본 연구의 회귀분석에서 총자산이익률( $ROA$ )이 CAR와 음(-)의 관계를 가지는 이유가 경영진의 자만심으로부터 비롯된다고 단정하기에는

21) CAR에 영향을 미치는 설명변수와 재무자문사 유형 간의 추가적인 관계가 있는지를 확인하기 위해 각 설명변수에 재무자문사 유형 더미변수를 곱한 교차항(interaction term)을 포함하여 회귀분석을 했다. 그 결과 교차항을 포함하지 않은 회귀분석에서 통계적으로 유의한 설명변수는 동일하고, 교차항 설명변수는 모두 통계적으로 유의하지 않은 것으로 나타난다.

근거가 부족한 측면이 있다. 그 이유는 총자산이익률(*ROA*) 외의 인수기업의 효율성을 나타내는 설명변수인 총자산회전율(*ATURNOVER*) 및 주가자산비율(*PBR*)의 계수 값은 통계적으로 유의하지 않지만 양(+)<sup>3</sup>의 값을 가지기 때문이다. 오히려, 낮은 수익성의 기업들이 상황의 개선을 위해 M&A를 추진할 경우 국내 시장에서 이를 긍정적으로 평가하는 효과가 총자산이익률(*ROA*)이 *CAR*와 음(-)의 관계를 가지는 이유로 추측된다. 재무자문사 유형별로 인수기업 총자산이익률(*ROA*)은 회계법인이 가장 낮게 나타나고, 외국계IB가 가장 높게 나타나며, 따라서 이러한 고객의 특징도 기초통계에서 나타난 재무자문사 유형별 *CAR*의 차이를 설명하는 일부 요인이다.

M&A 거래 관련 설명변수 중에서는 상대적 규모(*SIZE*), 주식 자금조달 더미변수(*D\_STOCK*) 및 사전 주가상승률(*RUNUP*)이 모두 1% 수준에서 통계적으로 유의하게 나타난다. M&A 거래의 상대적 규모(*SIZE*) 설명변수의 계수 값은 0.552이며 양(+)<sup>4</sup>의 값을 가진다. 즉, 인수기업의 시가총액 대비 M&A 거래의 규모가 커질수록 *CAR* 값이 증가하며, 이는 앞서 설명한 바와 같이 인수기업의 규모가 작을수록 M&A로부터 발생하는 시너지가 인수기업 가치에 미치는 영향이 커지기 때문이다. 재무자문사 유형별 기초통계에서 주관하는 M&A 거래의 상대적 규모(*SIZE*)가 가장 큰 재무자문사는 회계법인이며, 외국계IB와 국내 증권사에 비해 각각 72.5%, 15.6% 더 높게 나타난다. 즉, 회계법인과 국내 증권사의 *CAR*가 외국계IB에 비해 높게 나타나는 이유 중 하나는 재무자문사 유형별 주관하는 M&A 거래의 상대적 규모 차이에서 비롯되기도 한다.

주식 자금조달 더미변수(*D\_STOCK*)의 계수 값은 3.005로 기존문헌의 결과와는 반대되는 부호를 보인다. 기존문헌의 실증분석 결과에서는 주식 자금조달 더미변수가 통계적으로 유의하게 나타날 경우 음(-)<sup>5</sup>의 값을 가지며, 이는 인수기업 경영진과 투자자 간의 정보비대칭 문제를 반영하는 것으로 간주된다. 반면, 본 회귀분석에서 주식 자금조달 더미변수(*D\_STOCK*)가 양(+)<sup>6</sup>의 값을 가지는 것은 국내 M&A에서 기업 합병은 주로 주식교환매수 방식으로 이루어지고, 인수는 주로 현금매수 방식이 활용되는 특징을

반영하고 있을 가능성이 높다. 이는 시장에서 인수보다는 합병의 경우 시너지 등의 긍정적 효과를 더 기대하는 것으로 풀이된다.

사전 주가상승률(*RUNUP*)의 계수 값은  $-0.015$ 로 음(-)의 값을 가지며, 이는 M&A에 대한 공시일 이전에 주가 상승이 발생할 경우 CAR에 부정적인 영향을 주기 때문이다. 즉, 공시일 이전에 M&A에 대한 정보가 시장에 사전 유출되고 시장에서 해당 거래를 긍정(부정)적으로 평가할 경우 CAR의 산출기간 이전에 이미 주가가 상승(감소)하는 효과가 발생할 수 있다. 이 경우 M&A를 통한 시너지 효과 등이 공시일에 도달한 시점에 이미 주가에 반영되기 때문에 CAR가 상대적으로 낮아지는 효과가 발생한다. 앞서 살펴본 기초통계에서 사전 주가상승률(*RUNUP*)은 외국계IB와 회계법인이 높게 나타난다. 외국계IB의 경우 인수 및 피인수기업이 상장사인 경우가 상대적으로 많으며 시장에서 해당 기업에 대해서 보다 주의 깊게 모니터링 하여 M&A와 같은 이벤트에 대한 정보가 시장에 사전 포착될 가능성이 있다. 반면, 회계법인의 경우 주로 비상장사를 대상으로 M&A 거래를 주관한다는 점에서 높은 사전 주가상승률(*RUNUP*)은 정보 유출이나 내부자거래의 문제점을 내포할 수 있다.

나머지 인수기업 및 M&A 거래와 관련된 설명변수들의 경우 이론적으로 예상되는 부호를 가지고 있으나, 통계적으로는 유의하지 않게 나타난다. 대주주 지분율(*OWNERSHARE*) 설명변수의 계수는  $-0.005$ 로 음(-)의 값을 가지며, 이는 대주주 지분율이 높을수록 사적이익 추구 목적의 무분별한 M&A를 추진할 가능성이 있다는 대리인문제 가설과 일치하는 결과다. 상장 피인수기업 더미변수(*PUBTARGET*)의 계수 값은  $-0.097$ 로 음(-)의 값을 가지며, 이는 기존문헌에서와 같이 상장 피인수기업이 시장에서 받는 관심과 모니터링으로 인해 M&A 거래에 대한 정보가 시장에서 포착될 가능성이 보다 높은 것으로 풀이된다. 국경간 M&A 더미변수(*D\_INOUT*)의 계수 값은  $-0.381$ 로 음(-)의 값을 가지며, 이는 국경간 M&A의 복잡성으로 인해 시장에서 시너지 효과 등에 대해 부정적으로 평가하는 부분을 반영하는 것으로 풀이된다. 마지막으로 동종업종 더미변수(*D\_SAMEIND*)의 계수 값은  $0.830$ 으로 양(+)의 값을 가지며, 이는 기존

해외 및 국내 문헌에서 나타나는 사업다각화 할인 효과가 반영된 것으로 볼 수 있다.

<표 III-2> CAR 결정요인 회귀분석 결과

설명변수	종속변수: CAR		
	계수 값	t-값	유의성
<i>Constant</i>	10.282	(2.60)	**
<i>D_IB</i>	0.752	(0.54)	
<i>D_SEC</i>	1.566	(1.04)	
<i>D_ACC</i>	0.650	(0.61)	
<i>lnASSET</i>	-0.530	(-2.89)	***
<i>ATURNOVER</i>	0.161	(0.30)	
<i>ROA</i>	-0.066	(-2.51)	**
<i>LEVERAGE</i>	0.106	(0.70)	
<i>PBR</i>	0.170	(0.77)	
<i>SIZE</i>	0.522	(2.63)	***
<i>OWNERSHARE</i>	-0.005	(-0.28)	
<i>D_STOCK</i>	3.005	(3.89)	***
<i>RUNUP</i>	-0.015	(-2.69)	***
<i>PUBTARGET</i>	-0.097	(-0.11)	
<i>D_INOUT</i>	-0.381	(-0.39)	
<i>D_SAMEIND</i>	0.830	(1.26)	
표본 수	748		
Adjusted-R2	0.1114		

주 : \*, \*\*, \*\*\*는 각각 유의수준 10%, 5%, 1%에서 유의함을 의미. 표에는 표기되지 않았으나 회귀분석에는 연도별 더미변수를 포함하고 있으며, 연도별 더미변수는 통계적으로 유의하지 않게 나온다.

국내 M&A 성과의 결정요인 회귀분석은 재무자문사 선택이 CAR에 직접적인 영향을 미치지 않는다는 결과를 제시한다. 이는 국내 M&A 재무자문시장에서 외국계IB가, 특히 대기업의 초대형 거래를 독식하는 원인이 외국계IB가 국내 증권사나 회계법인에 비해 적어도 CAR의 측면에서는 보다

우수한 성과를 제공하기 때문은 아닌 것으로 풀이할 수 있다. 오히려 외국계IB와 연계된 M&A 거래의 평균 CAR는 국내 증권사 및 회계법인에 비해 낮게 나타난다. 결국 국내 M&A 재무자문시장의 이원화된 경쟁구도는 재무자문사 유형별 M&A 성과의 차이보다는 삼고 있는 주력 고객의 특징으로부터 비롯된다고 봐야 할 것이다.

이러한 결과를 받아들인다면 다음으로 봐야 할 질문은 왜 인수기업의 성격에 따라 특정 유형의 재무자문사를 선택 또는 선호하는가이다. 이에 답하기 위해서는 재무자문사 유형별 인적 구성, 네트워크, 자문역, 인증효과(certification effect) 등 양적 및 질적인 차이를 반영한 추가적인 분석이 필요하며, 국내 M&A 재무자문시장에 대한 이해 제고를 위해서 향후 의미 있는 연구 주제가 될 것으로 생각된다.



#### IV. 결론 및 시사점

---



## IV. 결론 및 시사점

최근 거래규모 관점에서의 괄목할만한 성장에도 불구하고 국내 M&A 시장은 여전히 발전의 여지가 많이 남아있다. 2015년 국내 M&A 시장의 규모는 GDP 대비 6.5%에 달하는 수준으로 높아졌으나, 이는 대부분 1~2건의 국내 대기업 지배구조 재편 관련 초대형 M&A 거래에 기인하며 보다 장기간에 걸쳐 살펴볼 경우 GDP 대비 국내 M&A 시장 규모는 2~3%대의 낮은 수준이다. GDP 대비 국내 M&A 시장의 적절한 규모를 규정하기는 어려운 측면이 있으나, 미국(10.2%)과 일본(4.3%)의 중간대인 5~6% 수준을 목표로 생각해볼 수 있다. 미국은 M&A가 가장 활발하게 이루어지는 시장이며, 일본의 경우 한국과 유사한 경제성장 경로를 겪고 있다는 점에서 두 시장이 일종의 벤치마크(benchmark)의 역할을 해줄 수 있을 것이다.

국내 M&A 시장은 양적인 측면의 확장과 더불어 질적인 측면에서도 개선이 필요한 것으로 보인다. 국내 M&A 거래는 대부분 1,000~2,000억 원 사이에 머물고 있으며, 이 정도 규모의 M&A로 국내기업의 근본적인 사업변모, 그리고 나아가 한국 경제가 직면하고 있는 산업 전반의 체질 개선을 기대하기에는 부족하다. 따라서 국내 M&A 시장이 한 단계 도약하기 위해서는 5,000억~1조원 사이 규모의 M&A 거래가 보다 활발하게 이루어져야 할 것이며, 이러한 거래는 주로 피인수기업이 상장사인 경우에 속한다. 즉, 보다 발전된 국내 M&A 시장을 위해서는 사업이 일정 수준의 규모와 성장 단계에 도달한 기업 간의 M&A가 보다 적극적으로 추진되어야 한다.

최근 국내기업 간의 M&A, 즉 In-In 거래는 안정적으로 증가하고 있는 반면, 국경간 M&A 중에서 In-Out 거래는 정체되어 있는 모습을 보인다. 이러한 현상은 국내 기업들의 수익성 악화로 인하여 해외진출에 대한 여력이 줄어들고 있기 때문이기도 하다. 그러나 경제성장률 둔화와 내수 시장의 한계를 극복하고 국내기업의 지속가능한 성장을 확보하기 위해서는

In-Out 거래의 활성화를 위한 다양한 방안들도 고민되어야 한다.

이와 더불어 국내 M&A 시장이 발전하기 위해서는 M&A 재무자문시장도 함께 육성되어야 할 필요가 있다. 그러나 현재 국내 M&A 재무자문시장의 경쟁구도를 살펴보면 매우 불균형적인 모습을 보이고 있다. 재무자문사 입장에서 주요 수익을 제공하고, 보다 중요하게 M&A에 대한 역량을 키워나갈 수 있는 초대형 거래는 외국계IB가 독식하고 있으며 국내 증권사와 회계법인은 초대형 거래 시장에서 상당부분 배제된 상황이다. 그나마 회계법인은 다량의 소규모 M&A 거래를 소화하면서 외국계IB와는 직접적으로 경쟁을 하지 않는 독자적 시장을 확보하고 있다. 결국 가장 어려운 상황에 놓여 있는 것은 국내 증권사로서 M&A 거래 고객을 두고 외국계IB와 경쟁하는 반면 실제 주관하는 M&A 거래의 건수와 규모는 상대적으로 낮은 편으로 충분한 경험과 역량을 축적하는데 어려움을 겪고 있다.

이러한 상황이 더욱 아쉽게 느껴지는 점은 외국계IB가 초대형 거래를 독식하는 원인이 보다 우수한 M&A 성과로부터 비롯되는 게 아니기 때문이다. 회귀분석 결과에 따르면 인수기업 및 M&A 거래의 특징을 통제할 경우 CAR는 외국계IB, 국내 증권사 및 회계법인 간 유의한 차이를 보이지 않는다. 따라서 특정 인수기업이 특정 유형의 재무자문사를 선호하는 이유는 사후적 M&A 성과보다는 그 외의 다른 원인에 기인하며, 그 요인이 무엇인지를 파악하기 위한 추가적 연구가 필요하다. 특히, 인수기업이 특정 유형의 재무자문사를 선택하는 이유가 M&A 거래의 수행력이 아닌 인증효과 등에 원인을 두고 있다면 이는 더욱 문제가 된다.

국내 M&A 시장의 제한적인 규모와 M&A 재무자문시장의 불균형적인 경쟁구도는 밀접한 관계를 가진다. 특히 국내 증권사는 간헐적 M&A 거래 참여로 인해 재무자문업무 관련 수익이 저하되고 충분한 전문 인력을 유지하기 어렵게 된다. 그리고 이로 인한 M&A 거래 실적 부진은 국내 증권사의 추가적 M&A 거래 참여를 제약하는 악순환 상황을 고착화 시킨다. 반면, 외국계IB는 국내에서 일정 수준의 초대형 거래를 독식함으로써 소수의 M&A 거래만으로도 수익을 확보하고 M&A 재무자문 전담 인력을

유지할 수 있으며, 국내에서의 M&A 거래가 부족할 경우 유휴 인력을 글로벌 네트워크의 힘을 활용해 아시아 인근 지역을 포함한 전세계 M&A 시장에 파견할 수 있다.

국내 증권사의 M&A 거래 참여 확대는 단순히 증권사 수익 제고의 차원에서만 필요한 것이 아니다. 최근 한국 경제가 직면하고 있는 전반적인 경제성장 둔화를 극복하기 위해서는 국내 기업들의 사업변모가 요구되며, 이를 지원하기 위해서 국내 증권사도 M&A 재무자문을 비롯한 다양한 투자은행 업무의 제공을 통해 제 역할을 해주어야 한다. 향후 국내 M&A 시장이 발전함에 따라 기업이 재무자문사로부터 기대하는 역할과 서비스는 단순히 가치평가와 같은 실행에 국한되지 않고, 전략적 자문, 자금 조달 구조화 등 다각적으로 확대될 것이다. 그러나 지금과 같은 M&A 재무자문시장 경쟁구도 하에서는 국내 증권사가 이러한 수요를 충족하기 어려운 상황이다. 이와 더불어 향후 국내 중소기업도 해외진출에 더욱 적극적으로 나서야 할 것이므로, 국내 증권사와 회계법인도 국경간 M&A 재무자문 경험을 축적할 필요가 있으며, 대기업 고객에 집중하는 외국계IB에만 의존하는 데에는 한계가 있다. 따라서 향후 국내 M&A 시장의 발전에는 국내 증권사의 참여 및 역할 확대가 매우 중요하며, 이를 위한 다양한 지원방안과 더불어 증권사 자체적인 역량 강화 노력이 요구된다.



참고문헌

---



## 참 고 문 헌

- 공정거래위원회, 2001. 3. 7, 2000년도 기업결합동향 분석, 보도자료.
- 김광남, 1992, 기업 합병성과와 재무적 특성, 박사학위논문, 충남대학교.
- 김위생·서점식, 2000, 증권시장개방과 M&A 공시효과, 『재무연구』 13(2), 245-275.
- 김안생, 1998, 한국에서의 M&A가 기업가치에 미치는 영향에 관한 연구, 박사학위논문, 호서대학교.
- 임석필·이춘범·전웅수, 2010, 기업특성 및 M&A형태에 따른 코스닥기업의 합병성과에 관한 실증연구, 『회계연구』 15(2), 91-118.
- 허남수·윤병섭·이기환, 2002, 벤처기업공개와 벤처캐피탈리스트의 역할 분석, 『재무관리 연구』 19(1), 153-181.
- 황문성·강기우, 2009, 우리나라의 M&A 현황과 정책적 시사점, 『한은조사연구』 2009-5, 한국은행.
- Ang, J., Cole, R., Lin, J., 2000, Agency costs and ownership structure, *The Journal of Finance* 55(11), 81-106.
- Alexandridis, G., Petmezas, D., Travlos, N.G., 2010, Gains from mergers and acquisitions around the world: New evidence, *Financial Management* 39(4), 1671-1695.
- Bao, J., Edmans, A., 2011, Do investment banks matter for M&A returns? *Review of Financial Studies* 24(7), 2286-2315.
- Berger, P.G., Ofek, E., 1995, Diversification's effect on firm value, *Journal of Financial Economics* 37(1), 39-65.

- Bilinski, P., Yim, A., 2016, How Accounting Firms Compete for Financial Advisory Roles in the M&A Market, Cass Business School, City University London, working paper.
- Bowers, H.M., Miller, R.E., 1990, Choice of investment banker and shareholders' wealth of firms involved in acquisitions, *Financial Management* 19(4), 34-44.
- Davidson, W., Dutia, D., Cheng, L., 1989, A Re-examination of the market reaction to failed mergers, *The Journal of Finance* 44(4), 1077-1083.
- Eckbo, B.E. Thorburn, K.S., 2000, Gains to bidder firms revisited: Domestic and foreign acquisitions in Canada, *Journal of Financial and Quantitative Analysis* 35(1), 1-25.
- Faccio, M., McConnell, J.J., Stolin, D., 2006, Returns to acquirers of listed and unlisted targets, *The Journal of Financial and Quantitative Analysis* 41(1), 197-220.
- Fuller, K., Netter, J., Stegemoller, M., 2002, What do returns to acquiring firms tell us? Evidence from firms that make many acquisitions, *The Journal of Finance* 57(4), Papers and Proceedings of the Sixty-Second Annual Meeting of the American Finance Association, Atlanta, Georgia, January 4-6, 2002 (Aug., 2002), 1763-1793.
- Gorton, G., Kahl, M., Rosen, R.J., 2009, Eat or be eaten: A theory of mergers and firm size, *Journal of Finance* 64(3), 1291-1329.
- Golubov, A., Petmezas, D., Travlos, N.G., 2012, When it pays to pay your investment banker: New evidence on the role of financial advisors in M&As, *The Journal of Finance* 67(1), 271-311.

- Humphery-Jenner, M.L., Powell, R.G., 2011, Firm size, takeover profitability, and the effectiveness of the market for corporate control: Does the absence of anti-takeover provisions make a difference? *Journal of Corporate Finance* 17(3), 418-437.
- Hunter, W.C., Jagtiani, J., 2003, An analysis of advisor choice, fees, and effort in mergers and acquisitions, *Review of Financial Economics* 12(1), 65-81.
- Lang, L., Stulz, R., 1994, Tobin's q, corporate diversification and firm performance, *Journal of Political Economy* 102(6), 1248-1280.
- Lang, L.H.P., Stulz, R.M., Walkling, R.A., 1991, A test of the free cash flow hypothesis: The case of bidder returns, *Journal of Financial Economics* 29(2), 315-336.
- Lehn, K., Zhao, M., 2006, CEO Turnover after Acquisitions: Are bad bidders fired? *The Journal of Finance* 61(4), 1759-1811.
- Lins, K., Sevaes, H., 1999, International evidence on the value of corporate diversification, *The Journal of Finance* 54(6), 2215-2239.
- Loderer, C., Martin, K., 1990, Corporate acquisitions by listed firms: The experience of a comprehensive sample, *Financial Management* 19(4), 17-33.
- McLaughlin, R.M., 1992, Does the form of compensation matter? Investment banker fee contracts in tender offers, *Journal of Financial Economics* 32(2), 223-260.
- Moeller, S.B, Schlingemann, F.P., Stulz, R.M., 2004, Firm size and

the gains from acquisitions, *Journal of Financial Economics* 73(2), 201-228.

Rau, P.R., 2000, Investment bank market share, contingent fee payments, and the performance of acquiring firms, *Journal of Financial Economics* 56(2), 293-324.

Rau, P.R., Vermaelen, T., 1998, Glamour, value and the post-acquisition performance of acquiring firms, *Journal of Financial Economics* 49(2), 223-253.

Servaes, H., Zenner, M., 1996, The role of investment banks in acquisitions, *Review of Financial Studies* 9(3), 787-815.

Singh, M., Davidson, W.N., 2003. Agency costs, ownership structure and corporate governance mechanisms, *Journal of Banking and Finance* 27(5), 793-816.

Schwert, W., 1996, Mark-up pricing in mergers and acquisitions, *Journal of Financial Economics* 41(2), 153-192.

Villanlonga, B., 2004, Does diversification cause the “diversification discount”? *Financial Management* 33(2), 5-27.

## 최순영 (Soon Young Choi)

연구위원 / 경제학 박사

### 연구분야

- Financial Services Industry
- Investment Banking
- Wealth Management
- Investor Education
- Demographics

## 김규림 (Gyu Lim Kim)

선임연구원 / 경제학 석사

KCMI



**자본시장연구원**  
Korea Capital Market Institute

서울시 영등포구 의사당대로 143  
T 02.3771.0600 [www.kcmi.re.kr](http://www.kcmi.re.kr)

값 10,000원



9 788960 891654  
ISBN 978-89-6089-165-4