



저작자표시-비영리-변경금지 2.0 대한민국

이용자는 아래의 조건을 따르는 경우에 한하여 자유롭게

- 이 저작물을 복제, 배포, 전송, 전시, 공연 및 방송할 수 있습니다.

다음과 같은 조건을 따라야 합니다:



저작자표시. 귀하는 원저작자를 표시하여야 합니다.



비영리. 귀하는 이 저작물을 영리 목적으로 이용할 수 없습니다.



변경금지. 귀하는 이 저작물을 개작, 변형 또는 가공할 수 없습니다.

- 귀하는, 이 저작물의 재이용이나 배포의 경우, 이 저작물에 적용된 이용허락조건을 명확하게 나타내어야 합니다.
- 저작권자로부터 별도의 허가를 받으면 이러한 조건들은 적용되지 않습니다.

저작권법에 따른 이용자의 권리는 위의 내용에 의하여 영향을 받지 않습니다.

이것은 [이용허락규약\(Legal Code\)](#)을 이해하기 쉽게 요약한 것입니다.

[Disclaimer](#)

경영학석사 학위논문

해운기업 M&A와 주가변동 분석에 관한 실증연구

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



지도교수 이 기 환

2011년 2월

한국해양대학교 대학원

해운경영학과

박선나

본 논문을 박선나의 경영학석사
학위논문으로 인준함.

위원장 신 용 존 ①



위원 류 동 근 ①

위원 이 기 환 ①

2 0 1 0 年 12 月

한 국 해 양 대 학 교 대 학 원
해 운 경 영 학 과

<목 차>

제1장 서론	1
제1절 연구의 배경 및 목적	1
제2절 연구의 방법 및 구성	3
제2장 연구의 이론적 배경	4
제1절 기업의 인수·합병(M&A)	4
제2절 M&A 효과에 대한 선행연구 검토	19
제3절 정기선 해운기업의 M&A에 관한 선행연구	29
제3장 정기선 해운시장의 동향 및 M&A 현황	33
제1절 정기선 해운시장의 환경 변화	33
제2절 정기선 해운기업의 M&A현황	44
제4장 정기선 해운기업의 M&A 주식수익률 실증분석	49
제1절 연구방법 및 가설설정	49
제2절 표본선정	55
제3절 가설검증	57
제5장 결론	65
제1절 연구의 요약	65
제2절 연구의 의의 및 향후 연구방향	67

참고문헌 69

- 국내문헌 69
- 외국문헌 72
- 홈페이지 75



<표 차례>

<표 2-1> M&A의 유형	5
<표 2-2> M&A동기이론의 구조	9
<표 2-3> 영업적 시너지 효과의 유형	11
<표 2-4> M&A 효과에 관한 국내·외 선행연구 1	26
<표 2-5> M&A 효과에 관한 국내·외 선행연구 2	27
<표 2-6> M&A 효과에 관한 국내·외 선행연구 3	28
<표 2-7> 정기선 해운기업의 M&A에 관한 국내·외 선행연구 1	32
<표 3-1> 컨테이너선의 단계별 대형화 추이	35
<표 3-2> 세계 컨테이너 해상물동량 추이 및 전망	37
<표 3-3> 선박 연료비 추이	38
<표 3-4> 정기선 해운 전략적 제휴의 발전 방향	39
<표 3-5> 글로벌 제휴그룹 참여선사 현황(2010년 기준)	41
<표 3-6> 세계 상위 20개 정기선사 보유 선복량 현황	43
<표 3-7> 1993년 이후 정기선 해운기업의 M&A 현황 1	46
<표 3-8> 1993년 이후 정기선 해운기업의 M&A 현황 2	47
<표 4-1> 실증분석 표본 1	55
<표 4-2> 실증분석 표본 2	56
<표 4-3> 공시일 전·후 30일간 비정상초과수익률과 누적초과수익률 분석 1	59
<표 4-4> 공시일 전·후 30일간 비정상초과수익률과 누적초과수익률 분석 2	60
<표 4-5> 공시 전·후 30일간 비정상초과수익률 분석	62
<표 4-6> 공시 전·후 15일간 비정상초과수익률 분석	62
<표 4-7> 공시 전·후 7일간 비정상초과수익률 분석	63

<그림 차례>

<그림 3-1> 정기선 해운기업 간 M&A 현황	45
<그림 4-1> 정기선 해운기업 간 M&A 공시에 따른 단기성과 분석	61



Abstract

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

Park, Seon-Na

*Department of Shipping Management
The Graduate School of
Korea Maritime University*

Supervised by Professor Lee, Ki-Hwan

Mergers and acquisitions(M&A) is the most important strategy of the external growth for both the survival of firms and the increasing of firm value. As a result of M&A activity, acquiring firms want to get operational and financial benefit. It is argued that the major motives of M&A are related to obtain operating synergy, financial synergy, hubris, self-interest and so on.

Recently, many M&A activities have been executed in liner shipping market. Since 1993, there have been several M&A activities in liner shipping market. This study examines the impact of M&A on the stock price utilizing the data on acquiring firms in liner shipping

market. The study covers the period from 1993 to 2009 and uses 61 daily closing prices of 36 acquiring firms surrounding the M&A announcement. The returns of acquiring firms are estimated through the market-adjusted model.

Using the market-adjusted model, we calculated abnormal returns(AR) and cumulative average abnormal returns(CAR) for 60 days before and after the announcement of M&A. AR showed the value between -1% and 1% and CAR is increased steadily from 30 days prior to announcement to 24 days after announcement and then it is decreased slightly. Our research results implies that the value of acquiring firm is increased slightly through M&A, but it does not show the statistical significance.

In addition, this study investigates AR difference between estimate window and post-event window, 3 cases of period -30 days and 30 days, -15 days and 15 days, -7 days and 7 days centered on the announcement date, for analysing the impact of M&A on the increasing of acquiring firm's value. The comparison results of each cases of estimate window and post-event window present slight increase of acquiring firm's value. But the results do not show the statistical significance.

These results suggest that M&A activity between liner shipping companies is utilized from the viewpoint of the long-term business strategy rather than increasing firm's value in the short-term.

제1장 서론

제1절 연구의 배경 및 목적

기업의 궁극적인 경영목표는 기업 가치의 극대화, 이윤창출 및 기업의 생존 확보를 위한 성장 등이다. 기업의 생존을 위한 성장전략은 크게 내부자원의 확대 및 재생산을 통한 내적성장전략과 기업의 내부자원에 의존하지 않고 외부자원을 이용한 외적성장전략으로 분류된다. 외적성장전략에는 타 회사와의 기술제휴, 개발이 끝난 신제품의 취득, 타 회사의 인수·합병 등의 방법이 있다. 인수·합병은 사업 착수까지의 기간 단축, 기존 인력, 기술 및 경험의 흡수, 브랜드 이미지, 기존 영업망 등을 이용하여 시너지효과를 거둘 수 있는 장점이 있어 기업의 외적성장전략으로 현재까지 많은 기업들에게 활용되고 있다.

또한 1990년대부터 다국적 경제연합의 증가와 자유무역의 확대로 전 세계가 단일시장으로 통합됨에 따라 기업의 활동 범위가 특정시장에서 글로벌시장으로 확장되었으며, 완전경쟁에 가까운 무한경쟁의 시장체제를 촉진시키게 되었다. 이에 대응하여 기업들은 투자와 이윤창출을 위하여 기술력을 바탕으로 경쟁우위를 확보하려 노력하며, 새로운 경영전략을 모색하고 있다. 기업의 새로운 경영전략의 일환으로 자산 또는 주식 인수를 통한 기업 인수합병(M&A)이 널리 추진되고 있다.

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

전 세계 M&A는 수요, 공급, 제도적 측면의 여러 요인에 의하여 활성

화되고 있다. 수요측면에서의 요인은 저금리 기조, 사모펀드, 실물경제 회복, 기업실적 개선, 제품주기의 단기화 등이 있으며, 공급측면에서의 활성화 요인은 신홍시장의 부상, 개도국의 민영화 정책 등이 있다. 또한 제도적 측면에서는 적대적 M&A의 활성화, 회계개혁입법, 국제회계기준 통일, 스톡옵션제도, 법적 규제 등의 요인이 M&A를 활성화 시키는 역할을 하고 있다.

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

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

따라서 본 연구에서는 정기선 해운기업간의 M&A가 인수·합병기업의 가치에 어떠한 영향을 미치는지를 주가의 변동에 대한 분석을 통해 고찰해 보고자 한다. 이를 위하여 먼저 정기선 해운시장의 동향과 M&A 사례를 고찰하고, 인수·합병기업의 공시 전·후 주가자료를 수집하여 재무적 단기성과 분석 및 합병공시 전·후 기간별 성과 차이를 비교분석해 보고자 한다.

제2절 연구의 방법 및 구성

본 연구는 정기선 해운시장의 M&A 사례를 바탕으로 정기선 해운기업 간 M&A의 시장성과를 분석하기 위하여 사건연구법을 이용한 실증분석을 통해 고찰하고자 한다.

본 논문의 주요 연구는 문헌연구와 실증분석 방법을 이용하였다. 문헌연구는 M&A 관련 각종 서적 및 연구기관의 보고서, 연구논문, 각종 간행물 및 해운 관련 홈페이지의 자료에 대한 검토를 통해 M&A의 개념, 유형 및 동기, 정기선 해운기업의 M&A 현황 및 특징 등을 고찰하였다. 또한 실증분석은 문헌연구의 결과를 토대로 정기선 해운기업 간 M&A 표본 중 인수·합병기업의 주가자료를 수집하여 사건연구를 통해 공시 전·후 인수·합병기업의 성과를 분석하였다.

본 연구논문은 아래와 같이 전체 5장으로 구성된다.

제1장 서론에서는 연구의 배경 및 목적을 기술하고, 범위, 구성에 대해 설명하였다.

제2장에서는 본 연구의 배경이 되는 M&A 정의 및 M&A 동기를 살펴보고, 선행연구를 통한 M&A 효과 등을 고찰하였다.

제3장에서는 정기선 해운시장의 현황을 살펴보고, 본 연구의 배경이 되는 정기선 해운기업의 M&A 현황 및 특징, 유형과 정기선 해운기업의 M&A에 관한 주요 선행연구에 대해 언급하였다.

제4장에서는 정기선 해운기업 간 M&A 사례를 표본으로 정기선 해운기업 간 M&A가 인수·합병기업의 가치에 어떠한 영향을 미쳤는지 사건연구법을 활용하여 실증분석 및 결과를 기술하였다.

제5장 결론에서는 본 연구의 결과를 요약하고 시사점 및 본 연구의 한계점을 밝히고 향후 연구의 방향을 제시하였다.

제2장 연구의 이론적 배경

제1절 기업의 인수·합병(M&A)

1. M&A의 개념

M&A(merger and acquisition)는 대상기업들이 하나로 합쳐 단일회사가 되는 합병(merger)과 기업이 다른 기업의 자산 또는 주식취득을 통해 경영권을 획득하는 기업인수(acquisition)를 합친 개념이다. 일반적으로 M&A는 특정기업이 다른 기업의 경영권을 인수할 목적으로 소유지분의 일부 또는 전부를 확보하는 제반과정을 말한다.¹⁾

M&A는 둘 이상의 기업이 통합되어 하나의 기업이 되는 기업합병과 기업이 인수대상기업의 주식이나 자산을 전부 또는 일부를 취득함으로써 경영권을 획득하는 기업인수 뿐만 아니라, 넓은 의미에서 기업의 자산, 생산라인, 자회사 및 기업의 일부분 또는 전부를 제3자에게 매각하는 분리매각(divestiture), 즉 역M&A(reverse M&A)까지도 포함하는 개념이다.²⁾

기업 결합의 형태인 M&A는 재무적 관점에서 기업의 경쟁력 확보 및 강화를 위한 영업적·재무적 차원에서의 경영전략으로 불확실성 하에서 이루어지는 매우 중요한 투자결정의 하나이며, 자유경쟁 시장에서 기업의 성장 및 생존을 위한 전략으로써 경제의 효율성을 제고하는 수단이라는 점에서 경제학적 의미를 갖는다.

1) 김건우(2006), 「재무관리」, 홍문사, p.473.

2) 김동환·홍성도(2001), 「벤처기업 M&A」, 무역경영사, p.162.

2. M&A의 유형

M&A의 유형은 M&A의 결합형태, 거래의사, 결제수단, 교섭방법, 결합주체, 경영목적에 따라 <표 2-1>과 같은 형태로 분류된다.

결합 형태에 따른 M&A의 유형은 동일한 사업내에서 생산활동의 단계가 비슷하고 서로 경쟁하는 기업 간에 이루어지는 수평적(horizontal) M&A와 기업의 수직적 계열화를 위하여 원자재의 공급원 또는 생산 공정상의 투입물 및 판매조직의 종적 통합을 위해 이루어지는 수직적(vertical) M&A, 생산이나 판매 부분에서 서로 아무관계가 없는 기업 간의 결합 형태인 혼합적 또는 다각적(conglomerate) M&A가 있다. 다각적 M&A는 제품라인을 확대시키는 제품다양화(product extension) M&A, 지리적으로 중복되지 않는 지역에서 사업활동을 하는 두 기업을 결합하는 지리적 시장확장, 제품다양화 M&A나 시장확장에 포함되지 않는 것으로 서로 관계가 없는 기업결합인 순수다각화 M&A 등이 있다.

<표 2-1> M&A의 유형

구분	종류
결합형태별	수평적 M&A, 수직적 M&A, 복합적 또는 다각적 M&A
거래의사별	우호적 M&A, 적대적 M&A
결제수단별	현금인수, 유가증권교환인수, 차입(LBO)매수, 복합인수
교섭방법별	개별교섭에 의한 M&A, 공개매수(TOB)에 의한 M&A
결합주체별	국내M&A, 국제M&A (In→Out, Out→In)
경영목적별	비다각적 M&A, 다각적 M&A

자료: 김동환·홍성도, 전계서, p.170.

거래의사별 M&A 유형은 우호적 M&A와 적대적 M&A로 분류된다. 우호적(Friendly 또는 agree) M&A는 인수기업³⁾이 사업다각화나 경영권

확보를 위해서 피인수기업의 경영진과 M&A에 동의하거나 당해 주주에게 기업인수에 적극적으로 응할 것을 권유하는 관계에서 주식취득에 의해서 인수조건 등이 결정되는 M&A로 피인수기업의 경영진은 인수기업에 대하여 필요한 정보를 적극적으로 제공함은 물론 기업인수의 성공을 위하여 협력관계에 있는 경우이다. 적대적(hostile 또는 defended) M&A는 피인수회사의 경영진이 기업인수에 반대하거나, 개별 주주에 대하여 매수에 응하지 아니 할 것을 권유하는 관계에 있는 경우로 인수기업이 피인수기업 경영진의 반대에도 불구하고 강압적 수단에 의해서나 또는 마음대로 주식지분을 사들여 기업을 인수하는 것을 말한다.

결제수단에 따른 M&A의 유형은 4가지로 구분된다. 현금지급에 의한 M&A는 기업인수의 대가를 현금으로 지급하는 것을 말하며, 기업인수를 신속하게 종결시킬 수 있고 절차 면에서도 복잡하지 않다는 특징이 있다. 유가증권의 교환에 의한 M&A(share for share M&A)는 M&A의 대가로 인수회사가 발행하는 주식, 전환사채, 신주인수권부사채 등의 유가증권을 교부하고 피인수회사의 주식을 취득하는 거래로 피인수회사의 주주는 인수회사의 주식 등을 자기의 소유주식과 교환하므로 인수회사와 피인수회사가 합병하는 효과가 있다. 차입매수(leveraged buy out : LBO)는 금융기관 등에서 돈을 빌려 인수대금의 대부분을 조달하는 M&A 방법으로 고도로 발달된 자금조달기법에 의한 기업인수방법이다. 복합매수는 위 세 가지 방식이 혼합된 방식의 M&A를 말한다.

교섭방법별 M&A 유형은 피인수기업에 대해 개별적인 매수교섭을 통해 합의계약을 하는 방법인 개별교섭에 의한 M&A와 유가증권시장 및 협회중개시장 밖에서 일정가격으로, 일정 기간 내에 매수할 것을 공포한 후 주식을 대량 매수하는 공개매수(TOB)에 의한 M&A가 있다.

결합주체에 따른 M&A의 유형은 국내M&A와 국제M&A가 있다. 국내 기업간의 합병·인수를 말하는 국내M&A와 국내기업이 해외기업을 합병·

3) 본 연구에서는 M&A를 시행하는 기업을 인수기업, 합병기업, 피인수·합병기업이라는 용어로 표기하였으며, M&A 대상기업을 피인수기업, 피합병기업, 피인수·합병기업이라는 용어를 사용하였다.

인수하는 In→Out형 국제M&A와 해외기업이 국내기업을 합병·인수하는 Out→In형 국제M&A로 구분된다.

경영목적에 따른 M&A 유형은 다각적 M&A와 비다각적 M&A로 분류된다. 본질적으로 사업상 전혀 관련이 없는 두 기업이 합병하는 다각적 M&A는 새로운 사업부문의 개척, 규모와 범위의 경제효과, 기업 확장, 그리고 급변하는 경제 환경변화에 유연하게 대응하기 위한 경영 전략적 합병유형이다. 비다각적 M&A는 업종의 전문화나 시장지배력의 확대, 경쟁력 강화 및 시장구조 독점화 또는 유통이나 생산에 있어서 기능적으로 관련되는 기업 간의 합병행위이다.⁴⁾



4) 김동환·홍성도, 전계서, pp.169~182.

3. M&A의 동기이론

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

M&A동기에 대한 이론은 효과적인 기업가치 창출 요인과 M&A의 목표, 수단에 따라 <표 2-2>와 같이 다양한 형태로 분류되며, M&A의 동기가 성장인지 혹은 기업가치인지에 따라 크게 가치극대화동기이론과 성장극대화동기이론으로 나누어진다.

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

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

가치극대화동기 이론과 성장극대화동기 이론을 세부적으로 살펴보면 아래와 같다.

5) 김지수·노택환(1994), 「기업의 합병·매수론」, 영남대학교 출판부, p.108.

<표 2-2> M&A동기이론의 구조

가치극대화	효율성이론	시너지효과	영업시너지
			재무시너지
			경영다각화
		효율성차이이론	
	기업저평가이론		
	정보이론		
	대리인문제이론		
	시장지배력이론		
	여유현금흐름가설		
	기업지배시장가설		
세금효과이론			
성장극대화 (비가치극대화)	경영목적이론		
	경영자주의이론		

자료: 김동환·홍성도, 전게서, p.186.

1)가치극대화동기 이론

(1)효율성 이론

효율성 이론은 M&A활동이 시너지효과(synergy effect)를 발생시켜 사회적 이익을 증가시킬 수 있다는 이론으로 시너지효과이론, 효율성차이이론, 기업저평가이론 등이 있다.

①시너지효과이론(synergy effect theory)

시너지효과란, 합병 후 기업의 가치가 합병 전 두 기업의 가치를 합

산한 것보다 더 커지는 효과를 말하는 것으로 다음과 같이 표시된다.

$$V(A+B) \geq VA + VB$$

$V(A+B)$: 기업 A와 B가 합병한 후의 가치

$VA+VB$: 합병 전 기업 A와 B의 가치

Jensen과 Ruback(1983)은 기업결합이득의 일부는 시너지로부터 발생하는 것으로 보았다. 즉 규모의 경제실현, 수직적 통합, 효율적인 생산 및 조직기술의 채택, 인수기업 경영진의 증가된 활동범위, 그리고 조직고유의 자산을 공유함으로써 절감된 대리인비용 등을 통해 시너지효과가 발생하고 합병 후의 기업가치가 합병 전의 개별기업의 가치를 합한 것보다 크게 나타난다는 것이다.⁶⁾

시너지효과이론은 영업시너지, 재무시너지, 경영다각화로 구분하여 살펴볼 수 있다.

a. 영업시너지(operating synergy)

영업적 시너지효과란 기업결합에 의해 발생하는 영업적 공동(共同)효과로 M&A의 형태에 따라 <표 2-3>과 같이 상이한 효과를 나타낸다.

6) 김동환·홍성도, 전계서, pp.188~189.

<표 2-3> 영업적 시너지 효과의 유형

종류	형태	효과
수평적 M&A	규모의 경제	생산규모 확대를 통한 효율의 증대효과
수직적 M&A	효율적 통제	원자재에서 최종소비까지의 효율적 통제효과
복합적 M&A	판매시너지효과	공동의 판매망·판매관리·광고·명성의 활용효과
	조업시너지효과	공동의 시설·인원·간접비·투입물 활용효과
	투자시너지효과	공동의 공장이용·연구개발·원료재고의 활용
	경영시너지효과	경영경험·경영기법의 부문 간 이전효과

자료: 김지수·노택환, 전계서, p.109

b. 재무시너지(financial synergy)

재무시너지효과는 기업이 M&A에 따른 재무적 통합을 통해 기업 자체에 분산투자를 하게 되므로 발생하는 재무적 이득을 말하며, 두 기업 간 재무적 통합은 총 위험의 감소, 공동보험효과, 부채비율의 저하, 배당정책의 변동효과 등과 같은 재무적 시너지효과를 발생시킨다. 이러한 재무적 시너지효과 뿐 아니라 자본비용의 감소, 자본조달상의 이익, 주식투자적 이득 및 세무적 이득 등을 M&A를 통해 얻을 수 있다는 이론이다.

c. 경영다각화(diversification)

기업의 장기적인 전략으로서의 경영다각화의 목적은 사업확장을 통한 신규사업진출로 현재의 사업분야 외에 수익성이 있는 사업에 진출하는 것이다. M&A를 통한 경영다각화에 따른 효과는 공동보험효과 등의 재무적 이득을 취할 수 있다는 재무적 측면의 효과와 위험을 분산시키는 분산투자효과, 비체계적 위험의 감소효과 등이 있다.

② 효율성 차이이론

효율성 차이이론은 M&A가 효율성에 의하여 이루어진다는 것은 결합하는 기업들의 경영진의 경영효율성 차이가 존재하며, 보다 높은 경영효율성을 가진 기업이 상대적으로 효율성이 낮은 기업을 인수함으로써 결합된 기업의 효율성이 높아져 새로운 기업가치가 창출된다는 것이 핵심이다. 이 이론은 경영진의 비효율성 제거뿐 만 아니라 시너지효과로 인하여 창출되는 가치를 설명하는 근간이 되기는 하나, 인수기업이 피인수 기업을 인수함에 따른 효과와 그 영향을 낙관함으로써 결과적으로 인수기업이 너무 많은 대가를 피인수기업에게 지불하거나 경영성과를 개선시키지 못할 수 있다는 단점이 있다.⁷⁾

③기업저평가이론(undervaluation theory)

자본시장의 불안정성을 염두에 둔 전통적인 M&A동기이론인 기업저평가이론은 인수대상기업의 보유자산의 시장가치가 어떠한 이유에선가 진정한 잠재적 가치를 반영하지 못하고 저평가되고 있기 때문에 M&A가 일어난다고 하는 이론으로 과소평가가설이라고도 한다.

기업의 시장가치가 그 기업의 자산을 재취득하기 위해 지급하는 대체원가보다 낮다면, 시장가치를 지급하고 인수하는 것이 더 유리하기 때문에 인수 대상기업을 물색할 때 어떤 회사 주식의 대체원가에 대한 시장가치의 비율이 중요한 의미를 지닌다. 이 비율을 q비율이라고 하고 기업저평가이론은 토빈의 q이론으로 설명된다.

토빈의 q이론(Tobin's q theory)은 토빈(James Tobin)교수가 1969년 “화폐금융론의 일반균형접근”이라는 논문에서 기업의 시장가치 평가기준으로 q비율을 사용한 것으로 합병대상기업은 q비율이 낮을수록, 합병기업은 q비율이 높을수록 합병기업의 비정상수익률은 증대되는 것을 말한다. 현재 q비율은 증권시장 및 구미 M&A시장에서 주요한 투자지표로 사용되고 있다.

7) T. E. Copeland & J. F. Weston(1988), *Financial Theory and Corporate Policy*, 3rd ed., Addison-Wesley, p.683.

q비율은 어떤 기업의 시장가치가 어느 정도 저평가되어 있는가를 의미하는 것으로 어떤 기업의 q비율이 산업전체의 평균보다 낮다면 그 기업의 시장가치는 저평가되어 있다는 것을 의미하며, 다른 기업에 의한 M&A의 표적이 될 가능성이 크다는 것을 의미한다. q비율은 다음과 같이 구할 수 있다.

$$\begin{aligned}
 \text{토빈}Q &= \frac{\text{자산의 시장가치}}{\text{자산의 대체원가}} \text{ 또는 } \frac{\text{자산의 금융시장 평가액}}{\text{자산의 실물시장 평가액}} \\
 &= \frac{\text{기업가치의 시장가치}}{\text{기업자산의 시장가격}} = \frac{\text{증권시장의 주가총액}}{\text{현행 대체원가}} \\
 &= \frac{\text{기업의 수익력}}{\text{자본조달비용}}
 \end{aligned}$$

그러나 이 이론에 있어 상표권, 무형자산 처리, 상이한 회사 간 회계제도 등 q비율산정의 방법론상 문제점 때문에 정확한 기업평가 가능성 문제가 제기되고 있다.⁸⁾

(2)정보이론(information theory)

정보이론 또는 신호가설(signaling hypothesis)이론은 M&A의 협상이나 진행과정에서 생기는 기업에 대한 새로운 정보 때문에 기업가치가 재평가 된다는 것이다. 즉 M&A 자체가 인수대상 기업의 주식이 과소평가되었다는 것을 투자자에게 알리는 기능을 함으로써 시장으로 하여금 기업의 가치를 정확하게 재평가하도록 한다는 것이다.⁹⁾ 인수기업만이 피인수기업의 가치 저평가에 대한 정보를 가지고 있는 경우, 과소평가된 자

8) 김동환·홍성도, 전제서, pp.192~193.

9) 김동환·김중천·김안생(2000), 「21C 최신 M&A 이론과 실제 및 전략」, 무역경영사, p.47

산 취득을 통한 이익을 얻을 수 있게 되므로 M&A 동기가 발생한다는 것이다.

이러한 정보신호 효과를 가지기 위해서는 경영자와 자본시장의 투자자 사이에 일반투자자에게 알려지지 않은 기업 내부 정보인 비대칭적 정보가 존재해야 하고, 시장은 증권가격에 영향을 미칠 수 있는 모든 정보가 시장가격에 반영되지 못하는 시장인 강형효율성이 없는 시장이어야 한다.¹⁰⁾ 경영자는 기업 가치에 영향을 미치는 정보를 선택적으로 공개하는 등 정보의 신뢰성 문제로 일반 투자자는 M&A 진행과정에서 시장에 공개된 기업의 정보를 투자에 활용하므로 M&A를 통한 간접적인 정보 전달 효과가 발생될 수 있다.

(3)대리인문제(agency problem)이론

대리인문제란, 기업의 소유와 경영이 분리되어 있을 경우 소유주의 목표는 주가 또는 기업가치의 극대화인 반면, 소유주의 대리인인 경영자는 대부분 성장과 매출액의 극대화 또는 경영자 자신의 직위의 안정, 지배 욕 등 이기적 목표를 추구하거나 소극적으로 일하는 불성실 경영행위를 함으로써 발생하는 주주와 경영자간의 이해관계의 상충을 뜻한다. 이러한 대리인문제에 따른 손실을 극소화하기 위해 수반되는 관리비용을 대리인비용(agency cost)이라고 한다.¹¹⁾

Fama와 Jensen(1983)은 기업의 소유와 지배가 분리된 경우 의사결정 대리인들이 주주의 이익을 침탈하는 것을 제한하기 위해 의사결정관리(제안 및 실행)와 의사결정통제(인준 및 감시)가 분리된 의사결정체계를 기업이 채택하게 된다고 한다. 즉 통제기능은 주주들에 의해서 이사회에 이전되고 주주들은 이사의 선임, 합병, 주식발행 등 주요사항에 대한 승인권만을 보유하게 된다는 것이다.

10) 서기원(1999), 기업매수의 방어행위에 관한 법적 연구, 고려대학교 대학원, 석사학위 논문, p.7.

11) 김동환·홍성도, 전계서, p.195

그러나 기업의 조직체계와 시장의 메커니즘이 대리인문제를 해결하지 못할 때에는 마지막으로 기업인수시장이 외부적 통제장치로 작용하게 된다. 공개매수나 위임장 경쟁 등을 통해 외부의 경영자들이 현 경영자들과 이사회를 우회하여 대상기업의 의사결정권을 획득할 수 있다는 것이다.¹²⁾

(4) 시장지배력 이론(market power theory)

시장지배력 이론은 시장점유율 증대와 규모의 경제를 통해 효율성을 증대시킨다는 이론이다. 시장점유율 증대는 이익의 증대를 뜻하며 경쟁 제한을 통한 독점적 이윤 확보나 시장점유율 확대를 위하여 M&A가 발생한다는 효율성 증대가설을 대체 가능한 이론이다.

시장지배력의 증대는 기업성장을 추구하는 관점에서 유통구조의 취약점 보완 및 제품의 다양화를 통해 사업을 확장하고 새로운 시장을 개척할 수 있는 M&A의 동기가 된다. 그러나 기업이 수평적인 결합을 할 경우 시장에서 경쟁업체를 축출하려 하거나 경쟁을 제한 시켜 독점적 이윤을 확보할 가능성이 있고 규모의 경제보다는 산업 전체적인 측면에서 볼 때 산업집중이라는 폐해를 가져올 수 있다.¹³⁾

(5) 여유현금흐름가설(free cash flow hypothesis)

여유현금흐름은 기업의 현금흐름 중 투자, 배당 및 이자지급 등을 제외하고 남는 현금흐름을 뜻한다. 즉 정(正)의 순현재가치¹⁴⁾를 갖는 모든 투자안에 투자요구액을 초과하는 현금흐름 또는 자본비용으로 할인했을 때 정(正)의 순현재가치를 가져오는 모든 투자안에 자금을 지출하는 데

12) 선우 석호(2008), 「M&A」, 제4판, 율곡출판사, p.150.

13) 전해경(2000), 기업의 국제경쟁력 강화를 위한 국제적 전략으로서의 M&A 연구, 가톨릭대학교 국제대학원, 석사학위논문, p.18.

14) 순현재가치(NPV; net present value)는 순현재가치로도 불리며, 투자로부터 얻어지는 순현금흐름의 현재 가치에 투자금액을 차감한 것을 뜻함.

필요한 현금흐름을 초과하는 자금흐름으로 정의한다. 이러한 여유현금흐름은 주주들에게 지급되어야 하며, 내부에 유보시키지 않고 주주에게 현금을 지급하는 것은 그 기업의 자원을 감소시키는 결과를 초래하며, 결국에는 주주의 부를 증가시키기는 하나 경영자의 힘을 감소시킴으로써 합병의 원인이 제공된다는 가설 하에 정립된 이론이다.¹⁵⁾

Jensen(1986)은 연구에서 여유현금흐름가설은 여유현금흐름의 지출에 대한 경영자와 주주와의 갈등에 관련된 대리인비용의 발생에 따른 대리인 비용을 감소시킬 수 있는 대안으로 M&A가 발생한다고 설명하고 있다.

(6)기업지배시장가설(market for corporate control hypothesis)

기업지배시장가설은 기업의 경영관리를 위한 모든 자원에 대한 결정권인 최고경영자의 채용, 해고, 급여액을 결정하는 권한을 획득하고자 경쟁하는 시장이 존재한다고 가정한다. 이는 M&A의 경우 피인수기업과 인수기업이 존재하는데 인수기업이 M&A에서 얻는 이익이 비용을 초과할 때 M&A가 존재하며, 이 때 피인수기업의 지배권이 인수기업의 이사회에 옮겨지는 것을 뜻하는 이론이다.¹⁶⁾

(7)세금효과이론(Tax consideration theory)

M&A를 통해 법인세절감효과, 적자예상기업과 흑자예상기업간의 M&A를 통한 과세회피, 계열기업 간 배당 시 과세회피, 기업매각 시 주식교부를 통해 현금 매각시의 현재 과세를 장래의 배당에 대한 과세로 대체할 수 있는 등 세금부담을 극소화 할 수 있어 세금절감효과를 볼 수 있다는 이점이 M&A의 동기가 된다는 이론이 세금효과이론이다.

그러나 조세이익을 위한 M&A는 정부에서 볼 때 영화게임(zero-sum

15) 김동환·홍성도, 전계서, p.198.

16) M. C. Jensen & R. S. Ruback, op. cit., p.5

game)으로 간주된다. 조세제도가 반드시 합병을 유리하게 만드는 것은 아니다. 예를 들면, 피합병기업의 고정자산에 대한 등록세와 합병차익이나 합병차손에 대한 세법규정이 오히려 합병 당사 기업에게 불리한 영향을 미칠 수도 있으며, 우리나라 회계준칙상 이월결손금이 큰 기업과 합병의 경우, 이월결손금은 승계하지 못하므로 다른 기업을 인수하여 법인세절감효과를 얻을 수 없는 경우도 있다.¹⁷⁾

2)성장극대화동기 이론

(1)경영목적이론

기업의 규모가 경영자에 대한 보상과 함수관계에 있기 때문에 경영자는 자신의 이익을 극대화하기 위하여 기업의 양적·외형적 성장을 추구하는 수단으로 M&A를 추진한다는 이론이다.¹⁸⁾ M&A의 동기를 경영자적 입장에서 파악하고 주주의 이익과는 관계가 없다고 보는 것이다. 이는 기업의 자산 운용을 위한 투자나 의사결정이 경영자의 개인적 관심이나 의지의 영향을 받기 때문이라고 본다.

Morris(1963)는 경영자들이 추구하는 경영목표는 인간의 개인적 욕망으로부터 비롯되기 때문에 기업의 성장동기를 분석하는 데에도 인간적 요소에 대한 충분한 이해가 있어야 한다고 주장한다.

(2)경영자주의이론(Managerialism theory)

기업의 M&A는 때때로 그 기업의 경영자가 주주의 목표보다는 자신들의 이기적 목표를 추구하는 경영자주의 동기에 의해서도 행해진다. 이는 기업의 소유와 경영이 분리되어 있는 경우, 주주의 목표는 이윤극대화인

17) 김동환·홍성도, 전계서, p.203.

18) 전혜경, 전계서, pp.19~20

반면 경영자의 목표는 성장과 매출의 극대화이어서 두 당사자 간의 이해 상충이 있을 수 있기 때문이다. 또한 경영진은 확장되는 기업과 연관된 위세, 높은 봉급수준, 안정성을 선호하는 경향이 있기 때문이다.¹⁹⁾

경영자주의이론은 기업의 M&A가 대리인문제 해결을 위한 방안이 아닌 경영자가 주주의 이익보다 자신의 효용을 극대화하고자하는 대리인문제의 결과로 여기는 이론이다. 이에 따르면 기업의 규모 확대가 경영자 자신의 보수, 승진과 연결되기 때문에 가능한 사업규모를 확장하려는 성향을 가지므로 경영자 성향에 의하여 M&A가 일어난다고 주장한다.



19) 김지수·노택환, 전게서, p.116

제2절 M&A 효과에 대한 선행연구 검토

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

M&A 효과에 관한 최초의 연구는 M&A기업들의 시너지 효과를 분석한 Kelly(1968)와 Hogarty(1970)이다.

Kelly(1968)는 1946년부터 1960년까지 합병이 진행된 21개 표본을 대상으로 합병기업과 피합병기업의 주가를 이용하여 시장가치, 주가수익률, 주당순자산, 영업수익, 보통주주당수익을 비교 분석하였다. 분석 결과, 투자의 형태는 시장가치나 자본이익률에 영향을 미치지 않으며, 피인수·합병기업은 타 기업에 비해 높은 주가수익률을 가진다고 나타났다. 또한 합병기업의 경우 자본회전율이 향상되었으며, 혼합합병 기업을 제외하고 확장형의 형태는 이익률에 영향을 미치지 않는 것으로 고찰하였다.

Hogarty(1970)는 인수·합병기업의 투자성과와 주가수익률을 이용하여 M&A의 성과를 측정하였다. 합병기업의 시너지 효과를 분석하기 위하여 피합병기업을 통제기업으로 선정하고 합병기업의 주가와 피합병기업의 주가를 비교 분석하였다. 합병기업의 투자성과는 동종 산업에 속한 기업의 평균 투자성과보다 일반적으로 낮았으며, 인수기업의 주식성과는 주가수익률보다 낮은 것으로 나타났다. 이러한 결과를 바탕으로 인수·합병기업은 M&A를 통하여 매력적인 이익을 얻지 못한다고 고찰하였다.

Halpern(1973)은 연구에서 M&A 효과분석에 최초로 자본자산가격결정 모형(CAPM)을 도입하였다. 그는 잔차분석방법을 이용하여 합병공시일을 기준으로 M&A정보가 주가에 반영되는 시초일과 합병공시일 사이에 M&A 공시에 따른 주주 부의 변화를 분석하였다. 1950년 1월부터 1955년 7월 사이 77개 표본에 있어서 합병공시 전 7개월부터 공시일까지의 합병이 양(正)의 초과수익이 발생시켜 주주 부에 영향을 미침을 보여주었다. 또한 M&A프리미엄은 주주의 지분가치가 작은 소기업의 프리미엄이 약 5%인데 비해, 대기업의 프리미엄은 Zero(0)에 가까운 것으로 분석되었다. 따라서 시너지나 성과향상에 의한 이득이 주로 소규모의 인수대

상기업에 발생하는 것으로 평가되었다.

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

Muller(1977)는 복합적 합병(conglomerate mergers)의 동기요인을 재무시너지와 경영자효용으로 구분하고, 파산비용, 레버리지(leverage), 총위험감소 등 재무적 시너지요인들이 주주에게 이로운 영향을 미친다고 하였다.

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

Wilson(1980)은 M&A를 통해 해외투자를 진행한 기업들과 기업신설을 통해 해외투자를 진행한 다국적기업들이 가지는 몇 가지 일반적 특성을 비교, 고찰하였다. 본 연구에서는 자국기업 187개와 외국기업 202개를 표본으로 선정하여 M&A 비율을 종속변수로 하고 다각화 정도, 국제화 정도, 후진국 진출비용, 1960년대 이전 해외투자 건수, 모기업의 국적 등을

독립변수로 하여 회귀분석을 실시하였다. 그 결과 제품 다각화가 큰 기업일수록 M&A를 이용하는 경향이 높은 것으로 나타났다. 이는 과거의 인수합병이 제품다각화를 위한 수단으로 논의되었기 때문이다. 또한 국제화 정도가 높거나 1960년대 이전 해외투자가 많았던 기업일수록 M&A의 경향이 낮았는데, 이는 해외경험이 부족한 기업들은 진출 시 현지 환경에 보다 쉽게 적응하기 위하여 M&A를 활용할 필요성이 있는 것으로 파악되었다.

Firth(1980)의 연구에서는 M&A의 동기요인에 대하여 주주의 부와 경영자의 효용으로 크게 구별하고, 경영자의 효용동기를 주주의 부와 아무런 관련이 없는 요인이라고 보고 있다.

Porter(1986)는 M&A를 기업의 투자 의사결정 문제로 보고 진입장벽을 해소하는데 투입되는 비용이나 의사결정 결과에 대한 반대 기대비용 등을 연구하였다. 이 연구에서는 기업이 타 산업분야에 진입을 할 때에는 산업의 구조를 변경할 수 있는 능력을 보유할 때 합리화 될 수 있다고 보았다.

Walter와 Barney(1990)의 연구에서는 설문을 통하여 M&A의 목적을 조사, 분석하였다. 그 결과에 따르면 M&A가 미래의 불안정한 리스크와 비용을 줄이고 성장을 증대시키기 위하여 일어난다고 하였으며, 인수기업과 피인수기업의 시너지효과, 시장점유율의 개선, 보완적인 재무구조를 가지기 위한 피인수기업의 시장에서의 지위 활동 등을 위하여 M&A가 이루어지는 것으로 나타났다.

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

Barber와 Lyon(1997)은 전통적 사건연구모형인 Brown-Warner(1985)

의 시장지수(market index)를 이용하여 1~5년간 장기 주가수익률을 추정할 경우 검정 통계량에서 모형설계상 오류(misspecification error) 발생이 매우 높다는 것을 시뮬레이션을 통해 검증하였다. 여기서 모형설계상 오류는 초과수익률이 발생하지 않음에도 불구하고 유의적 초과수익률이 존재하는 것처럼 판단하는 제1종 오류이다. 이 연구에서는 모형설계상 오류를 최소화하는 방법으로 통제기업접근법(control firm approach)을 제시하였으며, 이 방법은 시장지수를 벤치마크 포트폴리오로 이용하는 것보다 표본기업과 유사한 규모 및 장부가치 대비 시장가치비율(book-to market ratio)을 가진 통제기업을 선정함으로써 여러 표본상황에서도 모형설계상 오류를 줄이고 검증력을 높일 수 있다고 하였다.

Schoenberg와 Reeves(1999)는 영국에서 1990년대 후반부터 많은 M&A가 특정 산업에서 집중적으로 일어남에 따라, 영국 200개 산업분야를 대상으로 실증분석을 실시한 결과 산업 구조조정을 위한 외부의 산업 규제 및 산업 내부 환경의 급격한 변화가 특정산업의 M&A를 유발하는 것으로 파악되었다.

Angwin(2001)은 유럽 국가 간 M&A에 국가별 기업문화의 차이가 어떠한 영향을 미치는지에 대하여 연구하였다. 국가 간 M&A에서 문화 차이는 기업가치 인식의 차이 및 진행과정에서 개인적인 자문을 이용, M&A 협상 시나 M&A 후속관리에 큰 영향을 미친다고 고찰하였다.

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

Epstein(2005)은 M&A를 성공하게 하는 요소와 M&A 성공을 평가하는 적절한 방법이 무엇인지 연구하였다. 기존 M&A평가방법은 문화충돌, 시너지 부족, 전략의 결함 등을 고려하지 않았기에 2000년 J.P. Morgan과 Chase Manhattan Bank의 M&A 사례 분석을 통해 M&A 성

공 요인 및 기여도 평가방법을 설명하였다.

Changqi와 Ningling(2007)은 중국산업의 M&A에 대한 연구를 통해 중국 주식시장에 등록된 기업의 국제적 M&A 자료를 바탕으로 사전 M&A 활동과 국가보유 주식의 비율이 인수기업의 성과에 정(+)¹의 영향을 준 것으로 나타났다.

M&A에 대한 국내연구는 장영광(1985)의 연구가 처음으로 체계적인 접근을 통해 이루어졌다. 장영광(1995)은 1979년부터 1983년까지 합병 및 주식취득이 이루어진 71개의 기업을 대상으로 월별 수익률 자료를 이용하여 M&A 공시일을 사건일로 사건 전·후 11개월간의 기간에 대한 월 평균비정상수익률과 누적월평균비정상수익률을 산출하였다. 이 연구에서는 비정상수익률의 크기 비교를 통해 합병으로 인한 성과차이의 원인, 재무구조 개선효과, 다각적 M&A의 재무구조개선 효과를 실증 분석하여 인수기업과 피인수기업 주주들은 음(-)²의 초과수익률이 발생하였으며 기업의 재무구조 개선효과도 크지 않았고 기업 규모의 극대화만이 성립한다고 보았다.

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

나영호(1994)는 1980년부터 1993년까지의 우리나라 합병 사례 중 합병기업 61개, 피합병기업 17개를 표본으로 선정하여 합병공시일을 사건일로 사건 전·후 9개월간 누적초과수익률을 이용하여 시장모형과 시장조정모형을 동시에 사용하여 분석하였다. 분석결과 합병기업의 경우 양(+)³의 성과, 피합병기업의 경우 음(-)⁴의 성과를 나타냈으며, 공시전보다 공시 후의 성과가 더 크다고 나타났다. 또한 합병기업의 시너지효과와 부

의 이전효과가 발생하는 시점에 대하여 알아본 결과, 시너지효과는 공시 후, 부의 이전효과는 공시 전에 대부분 나타나고, 자율적 합병의 성과가 타율적 합병보다 유의적으로 높은 것으로 파악되었다.

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

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

김형창(2004)은 “코스닥시장 등록 합병기업의 경영성과와 주주의 부”에 대한 실증분석 연구에서 2000년부터 2003년까지 코스닥시장 등록기업 중 합병을 완료한 56개 기업을 대상으로 합병동기와 합병이 경영성과의 개선에 미치는 영향을 분석하였다. 그 결과 신호가설, 세금동기가설이 성립하며, 합병기업의 주주 부도 증가한 것으로 나타났다. 또한 시장은 합병정보에 대해 비효율적 반응을 보이는 것으로 파악되었다.

김경식(2007)은 2000년부터 2004년 사이에 발생한 M&A 중 합병기업이 유가증권시장과 코스닥시장에 상장·등록기업인 127개의 사례를 대상으로 합병공시에 따른 주주 부의 변화를 참고포트폴리오접근법, 통제기업접근법, 보유기간초과수익률을 이용하여 검증하였다. 주주의 부는 유가증권시장에서는 소폭 증가하였으나 코스닥시장에서는 감소하였으며 경영성과는 코스닥시장의 경우 지속적으로 감소하였으나, 유가증권시장에서

는 증가한 것으로 결과를 도출하였다.

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

전호진-박영태(2008)의 연구에서는 한·미·일 물류기업의 M&A 장기성과를 실증 분석하였다. 1999년부터 2007년까지 M&A를 실시한 한·미·일 물류기업을 표본으로 선정하여 M&A가 기업가치의 향상 및 수익성, 안정성, 성장성에 어떠한 영향을 미쳤는지 재무비율분석을 통하여 살펴보았다. 그 결과 실제 M&A가 모든 표본에서 Tobin Q와 Log시가총액이 유의하게 높게 나타나 인수기업의 가치 및 수익성, 안정성, 성장성에 양(+)의 영향을 미친 것으로 나타났다. 이러한 분석결과를 바탕으로 M&A를 통해 인수기업은 추가적 재원의 투여 없이 새로운 시장개척 및 글로벌 네트워크 확충, 인프라 구축 및 신 시장개척에 따른 시장선점우위를 실현할 수 있다는 연구결과를 도출하였다.

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

<표 2-4> M&A 효과에 관한 국내·외 선행연구 1

연구자	연도	내용
Kelly	1968	합병기업과 피합병기업의 주가를 이용한 시장가치, 주가수익률, 주당순자산, 영업수익, 보통주주당수익을 비교분석.
Hogarty	1970	합병기업의 시너지효과 분석을 위하여 합병기업의 주가와 피합병기업의 주가 비교분석.
Halpern	1973	M&A공시에 따른 주주 부의 변화를 자본자산가격결정모형(CAPM)을 이용하여 분석.
Dodd & Ruback	1977	M&A 공시에 따른 시장반응을 사건모형을 이용하여 분석
Muller	1977	복합적 합병의 동기요인이 주주에게 미치는 영향을 고찰.
Dodd	1980	M&A가 기업의 가치 변화에 미친 효과를 사건연구법의 시장모형을 이용하여 분석
Wilson	1980	M&A 또는 신설기업을 통해 해외투자를 진행한 기업들의 일반적 특성 비교, 고찰.
Firth	1980	M&A의 동기요인에 대한 고찰.
Porter	1986	기업의 투자의사결정 문제인 M&A로 인해 발생하는 비용에 대한 고찰
Walter & Barney	1990	M&A의 목적을 설문을 통하여 조사, 분석.
Agrawal, Jaffe & Mandelker	1992	합병 후 인수기업의 장기성과를 사건연구법을 이용하여 분석.
Barber & Lyon	1997	사건연구모형의 오류를 최소화하는 방법으로 통제기업접근법을 제시.
Schoenberg & Reeves	1999	영국 산업별 M&A 유발에 영향을 미치는 요인 실증 분석.
Angwin	2001	유럽 국가 간 M&A에 국가별 기업문화의 차이가 미치는 영향에 대한 고찰.
Wilcox, Chang & Grover	2001	M&A 및 전략적제휴가 기업의 시장가치 평가에 미친 영향을 사건연구법을 활용하여 분석.

<표 2-5> M&A 효과에 관한 국내·외 선행연구 2

연구자	연도	내용
Epstein	2005	M&A 성공요인과 M&A 성공을 평가하는 방법에 대하여 사례연구를 이용하여 고찰.
Changqi & Ningling	2007	중국산업의 M&A 시 사전 M&A활동과 국가보유 주식비율이 인수기업의 성과에 미치는 영향을 분석.
장영광	1985	기업합병과 주식취득이 주주의 부에 미치는 영향을 월별수익률 자료를 수집하여 사건연구법을 이용하여 실증분석.
이석규	1989	한국기업의 합병 동기 및 성과를 재무제표 자료를 활용하여 실증분석.
나영호	1994	기업합병의 시너지효과와 부의 이전효과를 사건연구법의 시장모형과 시장조정모형을 동시에 사용하여 실증분석.
정형찬-박경희	1999	합병일 후 3년간 합병기업의 장기성과를 사건연구법을 이용하여 실증분석.
조경식-박준철-김희석-이장형	2003	코스닥시장에서 M&A공시가 주주의 부를 증가시켰는지, 일반기업과 벤처기업간 주주 부의 증가에 차이가 있는지를 기업의 주가자료를 이용하여 실증분석
김형창	2004	코스닥시장 등록 합병기업의 M&A동기와 M&A가 경영성과와 주주 부의 개선에 미치는 영향에 대한 실증분석.
김경식	2007	합병공시에 따른 주주 부의 변화를 참고포트폴리오 접근법, 통제기업접근법, 보유기간초과수익률을 이용하여 검증.
백대기-곽재우-조문기	2008	M&A가 합병기업 주주의 부를 증가시켰는지를 사건연구법을 통해 검증하고, M&A기업의 초과수익률이 단기간에 재무적 동기에 영향을 미쳤는지 다중회귀분석을 이용하여 분석.
전호진-박영태	2008	한·미·일 물류기업의 M&A 장기성과를 사건연구법을 이용하여 실증분석.

<표 2-6> M&A 효과에 관한 국내·외 선행연구 3

연구자	연도	내용
강효석-김성표	2009	M&A 완료 후 2~3년간 인수기업의 주식성과와 영업 성과를 사건연구법 시장조정모형을 이용하여 기업 인수합병의 장기성과를 분석.



제3절 정기선 해운기업의 M&A에 관한 선행연구

해운기업의 M&A는 국내외 많은 학자들에 의해 이론적 실증적으로 연구되어왔다.

Alix, Slack과 Comtois(1999)의 연구에서는 글로벌 해운산업에서 정기선 해운기업의 전략적 제휴가 생존을 위한 유일한 방안이라 여겨지나, 캐나다 해운기업인 CP Ships의 사례 분석을 통해 새로운 서비스 항로 개척 시 기업의 인수 또한 전략적 제휴와 함께 효과적인 대안으로 제시되고 있다.

Heaver, Meersman과 Moglia(2000)은 유럽 해운·항만산업에 합병과 전략적 제휴가 미치는 영향에 대해서 연구하였다. 컨소시엄, 전략적 제휴에 속한 해운기업이 항만관련자, 국제운송 및 물류산업 관련자에게 좀 더 강력한 교섭력을 가지는 것으로 나타났다. 또한 해운·항만산업의 새로운 트렌드로 전략적 제휴, 합병 등이 일어나지만, 이러한 변동은 이익과 시장지배력의 물리적 충돌이나 시장 교란의 위험을 가진다고 하였다.

Panayides와 Gong(2002)은 최근 정기선 해운기업의 M&A가 빈번히 발생하는 이유는 조직목표를 성취하기 위한 전략으로 이용되기 때문이며, 이러한 M&A 공시가 인수기업의 주식가격에 어떠한 영향을 미쳤는지 4개의 기업을 표본으로 설정하고 사건연구 중 비정상수익률을 이용하여 측정하였다. 측정 결과 M&A의 공시는 주가에 유의한 영향을 미치는 것으로 나타났다.

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

Fusillo(2009)는 정기선 해운산업 M&A의 구조적 요인에 대하여 연구하였다. 해운동맹이 사라짐에 따라 시장지배자의 지위를 얻기 위해 합병,

전략적제휴와 같은 기업의 연합현상이 나타났으며, 거대하고 비용 효율이 높은 운송인이 시장을 주도하게 되었다. 이러한 현상으로 기업들은 M&A를 통한 성장으로 규모의 경제효과를 보고자 하는 것으로 보고하였다.

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

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

최중희(2001)는 정기선 해운의 전략적제휴(M&A 포함)의 변천에 대하여 연구하였다. 정기선 해운기업들의 전략적제휴가 시작된 1970년대부터 1990년대까지의 발전단계 및 최근 동향을 파악하고, 실현 가능성이 큰 제2차 글로벌제휴체제 개편에 대비하여야 할 것이라 보고하였다.

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

방희섭-임중섭(2004)은 정기선 해운기업의 기업연합요인에 대하여 분석하였다. 그 결과 M&A가 투자비용의 규모가 크기 때문에 큰 위험에 노출되므로 M&A보다 전략적 제휴를 선택하는 것으로 연구결과를 도출하였다.

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

송채현-송선옥(2007)은 정기선 해운기업간의 전략적제휴 시 영향을 미치는 요인과 유형과의 관계를 설문조사법을 이용하여 분석하였다. 글로벌제휴의 경우, 전략적 경영 요인 변수 중 종합물류기업으로 성장과 자본조달의 원활화, 비용절감 요인 변수 중 투자비용의 분담, 서비스 제고 요인 변수 중 서비스 빈도 증가, 마케팅 능력 향상 요인 변수 중 신시장 개척과 시장점유율 향상에 영향을 받으며, 제휴합작벤처의 경우, 종합물류기업으로의 성장, 투자비용의 분담, 서비스 빈도 증가, 신시장 개척 등의 요소에 영향을 받는 것으로 나타났다. 또한 공동운항의 경우, 경영 노하우 증대, 투자비용의 분담, 서비스 빈도 증가, 신시장 개척, 시장점유율 향상 등에 영향을 받고, 컨소시엄은 종합물류기업으로 성장, 투자비용의 분담, 서비스 빈도 증가, 신시장 개척 등의 변수에 영향을 받으며, 풀링협정의 경우 투자비용의 분담, 서비스 빈도 증가에 영향을 받는다고 보았다.

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

것으로 나타났다.

<표 2-7> 정기선 해운기업의 M&A에 관한 국내·외 선행연구 1

연구자	연도	내용
Alix, Slack & Comtois	1999	정기선 해운기업의 생존을 위한 경영전략으로 전략적 제휴 뿐 아니라 M&A를 CP Ships의 사례분석을 통하여 제시.
Heaver, Meerseman & Monglia	2000	유럽 해운·항만산업에 합병과 전략적제휴가 미치는 영향에 대하여 고찰.
Panayides & Gong	2002	정기선 해운기업간 M&A의 장·단기성과를 4개의 기업을 선정하여 사건연구법을 활용하여 분석.
Darcow, Kaup & Schiereck	2008	글로벌 물류산업의 M&A 성공요인을 사건연구법을 이용하여 실증분석.
Fusillo	2009	정기선 해운산업의 M&A의 구조적 요인에 대하여 문헌연구를 통하여 고찰.
박영태	1998	정기선 해운기업의 전략적 제휴와 M&A로 인한 문제점 파악 및 대처방안을 제시.
류동근	1999	컨테이너선사의 전략적제휴 고찰 및 4단계 제휴전략 수립방안 제시.
최중희	2001	정기선해운의 전략적제휴 및 M&A 변천에 대한 연구.
임종섭	2003	정기선 해운기업간 전략적제휴와 M&A에 영향을 미치는 요인을 설문조사를 이용하여 분석.
방희섭-임종섭	2004	정기선 해운기업의 기업연합요인에 대하여 분석.
임종섭	2004	정기선 해운기업의 기업연합 유형 선택시 11가지 요소가 영향을 미친다고 가정하여 설문조사를 실시, 분석.
박영태-전호진	2008	정기선 해운기업을 포함한 물류기업의 M&A공시가 인수기업의 가치에 미치는 영향을 사건연구법 시장조정모형을 이용하여 실증분석.

제3장 정기선 해운시장의 동향 및 M&A 현황

제1절 정기선 해운시장의 환경 변화

해운시장은 세계 경기변화에 따른 수출·입 물동량의 변화, 국제협약, 법적규제 등과 같은 거시적 요소들에 의해 영향을 받으며 이로 인해 수요 및 공급의 관리, 신규투자 등에의 제한을 받고 있다. 그러나 최근 이루어진 세계 각국의 FTA 추진과 개방화는 국내의 시장개방 확대추세에 박차를 가하고 세계 해운물류시장의 경쟁을 가열시키고 있다.²⁰⁾

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

1970년대 후반에서 1980년대 초반에는 아시아지역의 대형컨테이너 운항선사의 등장, 미국 해운법의 개정(1984) 및 그에 따른 동맹 외 선사의 등장, 박스 레이트(commodity box rate)의 도입으로 정기선 해운시장은 전환점을 맞이하였다.

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

1990년대 후반에는 컨테이너 운송의 단점인 막대한 투자비 및 단독선

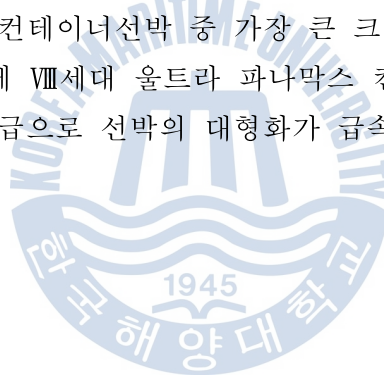
20) 강종희(2001), 「해운산업 중장기 발전계획 수립연구」, 해양수산부.

사로의 운영 어려움 등을 극복하기 위하여 대형 선사를 중심으로 한 새로운 컨소시엄 형태인 글로벌 얼라이언스가 등장하면서 선사간의 전략적 제휴가 이루어졌다.

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

1. 선박의 대형화

1960년대 후반 컨테이너가 등장하면서 약 50년간 선박의 규모는 급격하게 증가하였다. <표 3-1> 컨테이너선의 단계별 대형화 추이를 살펴보면, 제 I 세대 피더형 컨테이너선박 중 가장 큰 크기의 선박은 1,500TEU 급에 불과하였으나, 제 VIII세대 울트라 파나막스 컨테이너 선박은 10,000 TEU ~ 13,000 TEU급으로 선박의 대형화가 급속도로 이루어졌음을 알 수 있다.



<표 3-1> 컨테이너선의 단계별 대형화 추이

구분	1세대	2세대	3세대	4세대	5세대	6세대	7세대	8세대	9세대
길이 (m)	190	210	210~ 290	270~ 300	290~ 320	305~ 310	355~ 360	365	400
속력 (m)	16	23	23	24~25	25	25	26.5	-	-
선폭 (m)	27	27	32	37~41	40~47	38~40	43	55	69
흘수 (m)	9	10	11.5	13~14	13~14	13.5~ 14	14.5	15	14~15
적재량 (TEU)	1,000	2,000	3,000	4,000 이상	4,900 이상	6,000	8,000	12,500	15,000
갑판적	1~2 단	2단 8열 2단10열	3단12열 3단13열	3단14열 4단16열	6단16열	6단17열	6단17열	7단22열	28열
창내적	5~6 단	6단 7열 6단 8열	7단 9열 9단10열	9단10열 9단12열	-	9단14열	9단14열	10단18 열	
시기	1960 년대	1970년 대	1980년 대	1984년	1992년	1996년	2000년	2005년	2008년
선형	개조 선	Full Container	Panamax	Post Panamax	Post Panamax	Super Panamax	Super Panamax	Ultra Panamax	

자료 : 한국해양수산개발원(2009), 「글로벌 해양 전략 수립 연구」, p.55.

2006년 8월 11일 세계 최대 선사인 덴마크 머스크라인의 ‘엠마-머스크 (EMMA MAERSK)’호가 취항하였다. ‘엠마-머스크’호는 11,000 TEU급 초대형 컨테이너선이며 아시아-유럽항로를 운항중이다. 현재까지 세계에서 가장 큰 컨테이너선은 MSC사의 ‘MSC 대니트(MSC DANIT)’호로 14,000 TEU급 컨테이너선이며, 2009년 3월 대우조선해양에서 건조 후 선주에게 인도되었다. 또한 국내선사 소유 선박 중 가장 큰 선박은 2010년 6월 23일 삼성중공업으로부터 인도받은 한진해운의 ‘한진코리아’호로 11,000 TEU급 선박이다.²¹⁾

2009년 상반기말 운항중인 1만 TEU급 컨테이너선은 27척에 달하였으

21) 아시아경제, 2010.7.11일자 채명석기자, 컨테이너 1만개를 한꺼번에, 초대형 컨테이너선'을 참고함.

며, 2009년부터 2013년까지 인도예정인 1만 TEU급 이상 컨테이너선은 156척으로, 연도별로는 2009년 말까지 13척, 2010년 40척, 2011년 72척, 2012년 28척, 2013년 3척이 인도될 예정이다.²²⁾

선박의 대형화는 원가 절감을 위한 규모의 경제 실현 및 선사의 고도 성장을 위한 경영규모의 대형화라는 2가지 목적에서 추진되고 있다. 또한 선박의 대형화는 특정 선사가 대형선 투입으로 가격경쟁력의 우위를 점하고, 이를 바탕으로 집화활동을 전개함으로써 시장점유율을 확대하게 되면 경쟁선사들도 대형화 경쟁에 동참하지 않을 수 없게 된다는 점에서 생존전략상 불가피한 선택이다.

그러나 선박의 대형화는 선박의 추가 투입이 수송수요의 증대에 대응하기 위한 것이기 보다는 대형화를 통한 단위당 해운원가의 절감을 위한 수단으로 추진되는 경향이 있기 때문에 선복 공급의 만성적인 과잉상태를 유발한다는 점과 공급과잉 상태의 심화 및 집화경쟁에 따른 해상운임의 하락을 초래한다는 점에서 여러 가지 문제점을 가지고 있다.²³⁾

2. 아시아 및 BRICs국가 성장에 따른 해상물동량 증가

2009년 아시아지역의 해상물동량은 약 2억 6천만 TEU로 전 세계 물동량인 약 4억 5천만 TEU 중 약 56.2%를 차지하고 있다. 이러한 아시아지역 해상물동량의 증가는 중국경제의 고도 성장에 따른 중국특수와 BRICs²⁴⁾의 내수시장을 바탕으로 한 소비시장의 급속한 성장 및 원자재 확보정책의 직·간접적 영향을 받은 것으로 파악되며 <표 3-2>와 같이 세계 해상물동량을 증가시키는 결과를 초래하였다.

22) Drewry(2009), 「Container Market 2009/2010」, London, p.33.

23) 정봉임(2008), 「컨테이너선 시장 수급여건 변화와 선사의 선박투자 전략」, 한국해양수산개발원, pp.21~24.

24) BRICs는 2003년 미국의 증권회사인 골드먼삭스그룹 보고서에서 처음 등장한 용어로, 2000년대를 전후해 빠른 경제성장을 거듭하고 있는 브라질(Brazil), 러시아(Russia), 인도(India), 중국(China)의 영문 머리글자를 딴 것으로 신흥경제 4국을 일컫는 경제용어이다.

특히 질적 성장을 정책패러다임으로 한 중국의 제 11차 경제개발 5개년 계획이 2006년부터 시행됨에 따라 해상물동량의 흐름에도 많은 변화가 발생하였다. 또한 2008년 북경올림픽을 기점으로 경제성장률이 둔화될 것이라는 기존의 예상과는 달리 중국의 경제성장률이 지속적으로 유지되고 있으며, 제조 및 물류업체가 집중된 연안지역의 화물이 꾸준히 증가하고 있다. 또한 서부 대개발 사업과 내륙 개발 사업 등을 추진함에 따라 대대적 개발이 이루어질 것으로 예상되어 물동량이 더욱 늘어날 것으로 보인다.

BRICs 국가들은 국토면적이 세계 면적 대비 약 30%를 차지하고, 세계 인구의 43% 이상이 분포되어 있어 거대 내수시장이 형성되었으며, 경제 성장에 따른 소비시장의 급속한 성장에 따라 세계 무역의 의존도가 높아지고 있다. 이러한 BRICs 국가들의 성장이 인접국가 및 전 세계 국가에 직·간접적 영향을 주고 있다. 또한 중국과 인도의 주요 원자재 확보정책을 시행함에 따라 해운시장 전체에 즉각적인 영향을 미치고 있다.

<표 3-2> 세계 컨테이너 해상물동량 추이 및 전망

(단위 : 백만 TEU)

연도	해상물동량	연도	해상물동량	연도	해상물동량
1997	54	2002	76	2007	131
1998	57	2003	84	2008	136
1999	60	2004	96	2009	124
2000	66	2005	106	2010(E)	138
2001	68	2006	118	2011(E)	153

주 : 2010, 2011년도는 예상치 임

자료 : Clarkson, *Container Intelligence Monthly*, 각 호

3. 연료비 상승

1973년 1차 석유파동 및 1979년 2차 석유파동이 발생한 후 2006년부터

석유가격이 상승함에 따라 선박연료유 가격 또한 상승세가 지속되었다. 이러한 선박연료유 가격 상승은 선박 운항원가를 상승시켜 결과적으로 선사 이익이 감소되는 현상이 발생하게 되었다.

선박연료유 가격상승으로 선사들은 유가 인상분에 대한 회수를 위하여 화주에게 유가 할증료(BAF)를 부과하게 되었다. 한국해양수산개발원의 분석 자료에 따르면, 우리나라 외항해운업체의 경우 국제 유가가 10% 상승되면 선사의 운항원가가 2% 정도 높아져 선사와 화주 모두 부담이 커지는 것으로 나타났다.

연료비와 속도의 관계에서 속도 증가는 기하급수적인 연료비 증가를 가져오며, 유가상승으로 선사는 선박의 속도를 줄이고(slow steaming) 대신 항만체류시간을 줄여 만회하려는 전략을 수립하며, 경제운항속도 준수나 최소항만 기항 등을 넘어서 아예 선박을 빼버리는 고강도 운항합리화를 꾀하고 있으며, 이는 선사의 제휴나 항만의 운영에 큰 영향을 초래한다.²⁵⁾

<표 3-3> 선박 연료비 추이

단위 : US\$/Ton

구분	Rotterdam	Singapore	구분	Rotterdam	Singapore
1997	95.8	102.7	2004	155.3	180.3
1998	67.6	70.0	2005	234.0	261.9
1999	93.4	101.8	2006	293.0	313.2
2000	138.4	158.7	2007	345.1	372.8
2001	117.4	133.1	2008	471.9	505.6
2002	133.7	148.9	2009	353.8	371.9
2003	152.9	172.0	2010(e)	457.2	484.2

주 : 380cst 기준, 2010년의 경우 3월1일까지의 평균치 적용

자료 : Clarkson(2010), *Shipping Review & Outlook*, Spring.

25) 최재선(2006), “2006년 해운시장 7대 이슈”, 한국해양수산개발원, pp.17~18.

4. 선사의 글로벌 제휴 확대

정기선 해운시장에서 컨테이너화가 확산된 이후 선사간 다양한 형태의 제휴가 이루어져 왔으며, 북미, 유럽, 대서양 등 3대 기간항로를 포함한 세계 주요항로에서 공동운항체계가 전반적으로 재편되거나 강화되고 있다. 아래 <표 3-4>와 같이, 정기선 해운의 전략적 제휴²⁶⁾는 초창기의 타선사 운항 선박이나 선대의 선박 임차, 선복교환사용 등의 형태에서 이후 항로, 영역, 형태, 기간 등 제휴관계의 대상이 확대되면서 보다 장기적이며 다양한 형태의 제휴관계를 형성하고, 주요 기간항로와 피더 항로까지 포함하여 가능한 모든 항로에서의 서비스를 제공하게 되었다. 또한, 해상운송이외에 터미널, 장비, 내륙운송, 지원업무, 영업, 마케팅 등으로 점차 확대하였다.²⁷⁾

<표 3-4> 정기선 해운 전략적 제휴의 발전 방향

구 분	발전방향(초기단계→최종단계)
항 로	1개 기간항로→1개 기간 및 피더항로→2~3개 기간 및 피더항로 →모든 항로
영 역	선박→터미널→장비/내륙운송→지원업무→영업/마케팅
형 태	선복임차/교환사용→공동비용→자산공동보유→공동 관리법인→합병
기 간	단기(임시투입/용선선박)→3~4년→5~10년→무기한

자료 : 최중희(1998), 정기선 해운의 전략적 제휴와 대형선사의 M&A, 「해양한국」, 통권 제285호, p.39.

26) 전략적 제휴는 둘 이상의 기업들이 각자가 가지고 있는 고유의 경쟁우위를 바탕으로 상호보완적이고 지속적인 협력관계를 형성함으로써 다른 기업들에 대해 경쟁우위를 확보하려는 경영전략이다.(Kenichi Ohmae(1989), "The Global Logic of Strategic Alliance," *Harvard Business Review*, Vol.67, No.2, Mar~Apr, pp.143~154.)

27) 노진호(2010), 한국 해운산업의 경쟁력강화 정책방안에 관한 연구, 중앙대학교 대학원, 석사 학위논문, p.7.

1995년 이후 세계 정기선 해운에서 기존의 단순한 전략적 제휴나 컨소시엄과 다른 새로운 형태의 전략적 제휴로서 글로벌제휴(global alliance)가 형성되는 계기가 되었다. 글로벌제휴의 일반적인 특징으로, 첫째, 제휴선사들간에는 서비스, 장비, 경영기반 등에 있어서 상호보완의 관계가 유지되고 있다. 둘째, 서비스항로 및 지역은 물론 물류관리에 있어서도 광범위한 제휴관계가 형성되고 있다. 셋째, 제휴기간이 최고 10~15년 이상으로까지 장기화되고 있으며, 넷째, 제휴의 내용이 내륙운송, 컨테이너 사용, 선박보유, 정보관리, 영업조직 등까지도 포함하여 실질적으로는 흡수합병에 가까운 수준으로 발전하고 있으며, 다섯째, 인적자원의 공유에 의하여 추가적인 인력의 충원이나 교육을 최소화할 수 있다는 것 등이다.²⁸⁾

글로벌제휴그룹에 속해있는 선사들의 선박보유량을 기준으로 개별 그룹의 최대 선대구성 능력을 살펴보면, <표 3-5>와 같이, Grand Alliance 그룹이 142만 TEU, New World Alliance 그룹이 128만 TEU, Maersk Line의 경우 213만 TEU, CKYH 그룹의 경우 164만 TEU에 이른다.

정기선 해운시장의 선사간 전략적 제휴는 현재 개별 선사 및 글로벌 제휴 그룹의 서비스 능력이 질적으로 크게 향상되었으나, 기존 글로벌 제휴체제가 약화되고 제휴 멤버 간 경쟁관계가 형성되고 있는 상황이다.

28) 최중희(1998), 전제서, pp.39~40.

<표 3-5> 글로벌 제휴그룹 참여선사 현황(2010년 기준)

(단위 : 백만 TEU)

구분	선복량	유럽(EU)	미국	일본	극동
Grand Alliance	142	Hapag-Lloyd		NYK	MISC, OOCL
New World Alliance	128	-	APL	MOL	NOL, 현대상선
Maersk Line	213	Maersk, P&O Nedlloyd	Sealand	-	-
CKYH	164			K-Line	한진해운, Yang Ming, COSCO

자료 : Lloyd's List 2007~2008년도 판을 참고로 제작성함.

선복량의 경우, Alphaliner - Top 100 : Operated fleets, 2010년 10월 22일자를
참고로 제작성함.

5. M&A에 의한 초대형 선사의 등장

글로벌서비스망을 구축하고 운항선대의 확충, 터미널의 운영, 내륙운송 등 광범위한 협력 체제를 유지함으로써 개별 선사의 경영비용을 획기적으로 절감하고 서비스를 크게 개선할 것으로 기대되었던 글로벌제휴체제의 형성이 지속되었다. 하지만 세계 정기선 해운시장에서의 수익성 악화로 충분한 효과를 나타내지 못하게 되자, 1996년 하반기에 주요 정기선사들은 보다 공격적인 비용절감 및 경쟁력 제고가 가능한 추가적인 경영전략의 필요성을 제기하기 시작하였다. 1990년대 중반 이후 세계 정기선 해운시장에서는 운항 선복량의 급증, 해상물동량 증가세의 둔화, 선사간 집화경쟁의 심화, 저운임 현상의 지속 등으로 경영환경이 빠른 속도로 악화되면서 선사들은 경쟁력 강화를 위한 경영혁신 및 글로벌화 전략을 적극적으로 추진할 수밖에 없는 상황이 되었다.

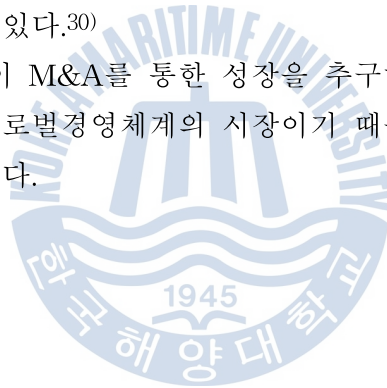
즉, 관리조직의 중복성, 조직통제의 복잡성 등 전략적 제휴체제에 의하

여 해결될 수 없는 불필요한 경영비용의 여지를 해소시키는 방안으로 경쟁 또는 협력선사의 인수 및 합병(M&A)을 추진하기 시작하였다.²⁹⁾

이러한 정기선 해운선사의 M&A의 움직임으로 <표 3-5>와 같이, 대형 선사들은 더욱더 규모가 커지고 기타 중·소형 선사들은 더욱 위축되는 현상이 발생하게 되었다.

정기선 해운선사의 M&A에 의한 초대형 정기선사가 출현함에 따라 컨테이너 선대의 집중화 현상도 나타났다. 이러한 집중화 현상의 초래는 세계 컨테이너선대의 운항선복량이 기존의 초대형 선사는 물론 M&A에 의하여 새로운 메가-캐리어(mega carrier)로 변신하는 소수의 선사에, 그리고 글로벌제휴그룹으로서의 초대형 해운컨소시움에 집중되고 있음을 나타낸 것이라 볼 수 있다.³⁰⁾

정기선 해운기업들이 M&A를 통한 성장을 추구하는 또 하나의 이유는 정기선 해운시장이 글로벌경영체계의 시장이기 때문에 이에 적합한 경쟁력을 제고하기 위함이다.



29) 박영태(2000), 정기선사의 전략적 제휴 및 M&A와 글로벌 경영, 「해양한국」, pp.106~107.

30) 박영태, 전게서, pp.114.

<표 3-6> 세계 상위 20개 정기선사 보유 선박량 현황

(단위 : 천 TEU, 척)

구분	1999년			2005년			2010년		
	순위	TEU	척	순위	TEU	척	순위	TEU	척
APM-Maersk	1	545	228	1	1,016	377	1	2,132	569
MSC	4	226	124	2	637	245	2	1,839	445
CMA CGM	12	127	76	5	408	182	3	1,210	396
Evergreen Line	2	312	132	3	444	153	4	607	159
Hapag-Lloyd	17	88	26	17	190	50	5	590	136
APL	6	200	74	6	311	99	6	589	149
CSAV	20	62	38	15	199	77	7	560	151
COSCO	7	189	121	9	277	115	8	528	135
Hanjin Shipping	5	218	70	7	284	77	9	471	102
CSCG	19	66	53	10	254	105	10	471	139
MOL	9	146	71	14	200	64	11	407	102
NYK	8	159	76	8	279	103	12	387	98
Hamburg Süd	-	-	-	19	153	79	13	364	117
OOCL	15	95	34	11	218	65	14	359	80
K Line	16	90	46	12	208	73	15	324	77
Yang Ming	14	101	40	18	182	62	16	320	78
Zim	10	145	82	13	202	89	17	316	93
Hyundai M.M.	13	103	33	20	149	39	18	289	56
PIL	-	-	-	21	128	100	19	254	139
UASC	18	67	52	23	74	33	20	212	53

자료 : AXS-Alphaliner(www.alphaliner.com)

제2절 정기선 해운기업의 M&A현황

1. 정기선 해운기업 M&A의 현황

1990년대 중반 이후 세계 정기선 해운시장에서는 운항 선복량의 급증, 해상물동량의 증가세의 둔화, 선사간 집화경쟁의 심화, 저운임 현상의 지속 등으로 경영환경이 빠른 속도로 악화되어 선사들은 경쟁력 강화를 위한 경영혁신 및 글로벌화 전략을 적극적으로 추진할 수밖에 없는 상황이 되었다.³¹⁾

캐나다의 CP Ships사는 1995년부터 2002년까지 Cast(벨기에), Lykes Line(미국), Contship(영국), Ivaran Line(노르웨이), ANZDL(호주), Italia Di Navigazione(이탈리아) 등을 차례로 인수·합병하여 선대와 영업력을 확충하였다.

1997년에는 P&O Container사와 Royal Nedlloyd사가 P&O Nedlloyd로 신설합병 되었으며, 한진해운이 DSR-Senator사의 주식을 인수하였다. 또한 싱가포르 선사인 NOL(Neptune Orient Lines)이 미국 APL을 인수하면서 메가-캐리어로 성장하였다.

정기선 해운시장의 판도를 바꾼 Maersk사의 모기업인 A.P. Moller 그룹의 Sea-land사의 국제컨테이너운송부문의 인수는 세계 최대의 초대형 선사 Maersk-Sealand사를 출범시켰다. 2005년 A.P. Moller의 P&O Nedlloyd 인수는 정기선 해운시장에 또 한 번 지각변동을 불러 일으켰다.

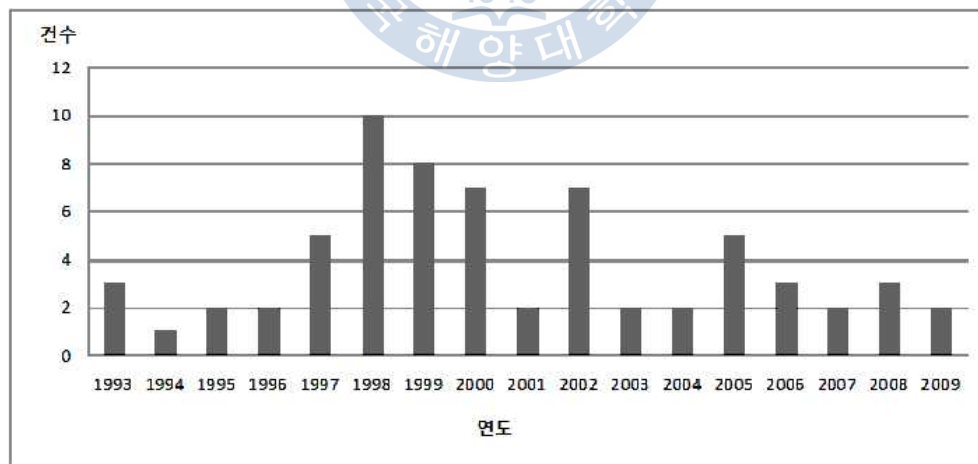
그리고 2005년 Hapag-Lloyd의 모기업인 TUI AG의 CP Ships 인수를 통해 세계 17위의 선사에서 세계 5위의 선사로 등극하였다.

1993년 이후부터 정기선 해운기업 간 M&A는 <표 3-7>, <표3-8>과 같이 지속적으로 이루어지고 있다. 1993년부터 2009년까지 정기선 해운기업 간 M&A의 형태를 살펴보면, 대부분 인수의 형태로 이루어지는 것

31) 박영태(2000), 전제서, p.98.

으로 나타났으며, 총 66건의 M&A 중 55건이 기업 인수로 83.3%를 차지하는 것으로 파악되었다. 정기선 해운기업 간 M&A 활동 빈도는 1997년부터 2000년까지, 2002년과 2005년에 두드러지게 증가한 것으로 나타났다. 이는 1995년 이후 해상물동량 증가세 둔화 및 선복량의 급증, 저운임 현상의 지속 등 정기선 해운기업의 경영환경이 빠른 속도로 악화됨에 따라, 기업들은 경쟁력 강화를 위한 경영혁신 및 글로벌 경영전략의 추진이 불가피하였다. 이에 따라 정기선사들은 선대 및 운송장비 확충 및 원가절감을 통한 이윤 창출 등을 위하여 M&A를 적극 활용하면서 M&A 횟수가 증가하였다. 2002년부터 물동량 증가율이 선복량 증가율보다 높아짐에 따라 선복량이 부족한 현상이 발생하였으며, 정기선사들은 신규 발주보다 빠른 시일에 선복량을 확충할 수 있는 M&A를 통해 선복량을 확보함으로써 M&A 발생 건수가 2002년과 2005년 증가한 것을 알 수 있다.

<그림 3-1> 정기선 해운기업 간 M&A 현황



<표 3-7> 1993년 이후 정기선 해운기업의 M&A 현황 1

연도	인수 · 합병기업	피인수 · 합병기업	형태	비고
1993	TMM	Tecomar	A	
	CP Ships	Canada Maritime	A	
	AP Moller	EAC's Liner Shipping	A	
1994	COSCO	Five Star Shipping	A	
1995	NOL	Orient Marine	A	
	CP Ships	Cast	A	
1996	TMM	Flota Mercante Grancolombiana	A	
	CMA	CGM	A	
1997	P&O Containers	Royal Nedlloyd	M	
	Hanjin Shipping	DSR Senator	A	
	CP Ships	Lykes Line	A	
	CP Ships	Contship	M	
	NOL	APL	A	
1998	P&O Nedlloyd	Blue Star Line	A	
	CP Ships	Ivaran Line	A	
	MISC	KPB	A	
	Hamburg Süd	Alianca	A	
	Hamburg Süd	South Sea Steamship	A	
	Evergreen	Lloyd Triestino	A	
	MISC	PNSL	A	
	CGM	ANL	A	
	NYK	Showa Line	M	
	Evergreen	Uniglory Marine	M	
1999	CSAV	Libra	A	
	AP Moller	Safmarine	A	
	CSAV	Montemar SA	A	
	MOL	Navix Line	M	
	AP Moller	Sea-land	A	
	Hamburg Süd	South Container Line	A	
	Wallenius	Wilhelmson	M	
	Delmas	OT Africa Line	A	
2000	K-Line	Taiyo Kaiun Kabushiki	A	
	K-Line	Kobe Nippon Kisen	A	
	CP Ships	CCAL	M	
	Hamburg Süd	CAT	A	
	P&O Nedlloyd	Farrell Line	A	

<표 3-8> 1993년 이후 정기선 해운기업의 M&A 현황 2

연도	인수·합병기업	피인수·합병기업	형태	비고
2000	P&O Nedlloyd	Harrison Line	A	
	CSAV	Norasia	A	
2001	APL	American Automar	A	
	Grimaldi	Atlantic Container Line	A	
2002	Tropical Shipping	Tecmarine	A	
	Sea Star	Navieras	A	
	CP Ships	Italia di Navigazione	A	
	AP Moller	Torm Lines	A	
	Hamburg Süd	Ellermen	A	
	Wan Hai Lines	Trans Pacific Lines	A	
2003	K-Line	Taiyo Nippon Kisen	A	
	Hamburg Süd	Kien Hung Lines	A	
2004	CMA CGM	ANL Container Lines	A	
	COSCO	China International Marine Containers	A	
2005	Israel Corp.	Zim	A	
	AP Moller	P&O Nedlloyd	M	
	Samskip	Geest North Sea Line	A	
	TUI(Hapag-Lloyd)	CP Ships	M	
2006	CMA-CGM	Delmas	A	
	MOL	P&O Nedlloyd - Liner Business(2)	M	
	Hamburg Süd	Fesco	A	
2007	CSCL	Universal Shipping(ASIA)	A	
	Wallenius Wilhelmsen Lines	OW Shipping	A	
2008	Hamburg Süd	Costa Container Line	A	
	CMA CGM	US Lines	A	
2009	AP Moller	Hoegh Autoliner	A	
	CSCL	Shanghai China Shipping	A	
	NYK	TMM	A	
2009	MOL	Kansai Kisen Kaisha	A	
	NYK	Taiheiyo Kaiun	A	

주 : AP Moller는 Maersk의 모회사임.

자료 : Drewry, Lloyd's List, 한국해운신문을 토대로 작성.

2. 정기선 해운기업의 M&A 특징 및 유형

정기선 해운기업 M&A는 타 산업의 M&A와 같이 원가절감 및 이윤 창출을 기본적인 목적으로 이루어지나, 정기선 해운시장의 특수성을 고려한 특징을 살펴보면 아래와 같다.

첫째, 글로벌경영을 목표로 한 대형선사의 M&A는, 근본적으로 일부 선진 선사에 의하여 막강해진 자본력과 최신의 정보통신 및 경영관리기술의 도입으로 글로벌경영능력이 갖추어지면서 가능하게 되었다.

둘째, M&A에 의하여 주요 대형 선사들이 거대 선사화하면서 해상운송은 물론 물류, 정보서비스 등을 망라한 글로벌서비스가 단일 조직에 의하여 가능해짐에 따라 글로벌경영이 불가피한 대량 화주의 선호도가 증가하여 매출 및 수익이 크게 상승하는 효과가 예상된다.

셋째, 그 결과 주요 항로 및 지역에서의 시장점유율이 상승하고 기존 조직의 정비 등에 의하여 단기적으로 실현되는 획기적인 비용절감은 거대 선사가 운임 인하 여력을 갖추게 하여 가격경쟁력을 크게 제고시키는 효과가 수반될 것으로 보인다.

넷째, 대형 선사들의 M&A에 의하여 세계 정기선 해운시장에서 선사 및 선대의 순위가 변화하고 새로운 역학관계가 조성됨에 따라 해운동맹, 컨소시엄, 전략적 제휴관계 등 기존의 시장구조가 재편될 가능성이 커지고 있어 선사들의 적절한 대응이 요구된다는 것이다.³²⁾

정기선 해운기업간의 M&A는 ① 거대기업의 합병, ② 기업의 인수, ③ 대등한 합병, ④ 거대기업과 중소기업의 합병, ⑤ 중소기업간의 합병, ⑥ 동일 국가의 기업간 합병, ⑦ 외국기업과의 합병 등의 형태로 분류할 수 있다.

32) 최중희(1997), 정기선해운의 전략적제휴와 대형 선사의 M&A, 「해양한국」, p.44.

제4장 정기선 해운기업의 M&A 주식수익률 실증분석

제1절 연구방법 및 가설설정

1. 가설설정

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

M&A는 성장을 통한 재무관리의 수단으로 시장점유율 확대, 규모의 경제, 원가절감 등 경영의 효율화를 통한 시너지효과를 유발시켜 기업 가치를 증대시키려는 인수·합병기업에 영향력의 영향력을 증대시키는 기회를 제공한다. 또한 자본시장과 이해 관계자들에게는 자본시장의 활성화와 수익효과를 얻을 수 있는 투자기회를 제공하게 되며, 계속기업 (going concern)으로 생존하기 위해서도 매우 중요한 수단이다.³³⁾

제2장의 M&A동기에 대한 이론의 고찰에서 살펴보았듯이 M&A의 동기가 성장인지 기업가치 증대인지에 따라 크게 2가지로 분류된다. 이는

33) 김용섭(2007), M&A공시가 기업가치에 미치는 단기·장기효과에 대한 실증분석 - 코스타 상장기업을 중심으로, 호서대학교 벤처전문대학원, 박사학위논문, p.1.

기업의 투자행위의 한 형태로 M&A가 이루어지며, M&A가 기업의 가치를 증가시키거나, M&A로 인해 양(+)의 기대이익을 발생시키기 위하여 실행된다는 가치극대화동기이론이 그 중의 하나이며, 다음은 기업의 가치 상승, 즉 주주들의 이익과는 별개로 매출액, 성장률의 극대화를 위하여 M&A가 발생한다는 성장극대화이론이다.

M&A를 통해 정기선 해운기업은 선대의 확대 등을 통해 시장지배력 증가 및 M&A 이전 보다 많은 수익창출이 발생한다는 점이 투자자들에게 긍정적인 신호가 될 것으로 예측된다.

기존 선행연구에서는 M&A에 따른 인수·합병기업의 가치증가에 대한 단기적 성과를 측정하기 위하여 인수·합병기업의 주가수익률을 활용하여 분석하였다. 실제 Panayides와 Gong(2002)의 연구에서도 정기선 해운기업 간의 M&A 단기성과를 측정하기 위하여 주가수익률을 활용하였다.

이러한 점을 바탕으로 이 해운기업의 M&A에 대한 자료를 바탕으로 해운기업의 경우도 인수·합병의 동기가 기업의 가치를 증대시키기 위해 이루어지고 있는지를 실증적으로 분석하는데 초점을 두고 있다. 따라서 다른 산업에 속하는 기업들의 경우에서 이론적 실증적으로 밝혀지고 있는 M&A동기이론의 하나인 기업가치증대 가설을 검정하기 위하여 다음과 같이 가설을 설정하고 있다.

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

앞서 선행연구에서 살펴보았듯이, 인수·합병(M&A)이 인수·합병기업의 가치에 미치는 영향에 대한 학자들의 연구결과는 상이한 것으로 도출되고 있으며 현재까지 일관된 결과를 도출할 수 없지만, 인수·합병 공시 후 주가 변동이 발생한다는 점에서는 동일한 결과가 나타나고 있다. 또한 정기선 해운기업간의 M&A는 M&A 이전보다 선대의 확대 등을 통

한 시장 지배력의 증가 및 높은 수익창출이 발생할 것이라는 점에서 투자자들에게 긍정적인 신호가 될 것이다. 이러한 점을 근거로 정기선 해운기업의 M&A 성과 측정을 위하여 초과수익률 추이 분석 및 M&A공시일 전후의 수익률 차이를 분석하여 검증하고자 한다.

2. 비정상 초과수익률의 측정방법

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

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

사건연구에서 비정상 초과수익률은 일반적으로 시장조정수익률모형(market adjusted return model)과 시장모형(market model)을 통해서 추정되는데, 본 연구에서는 단기성과의 측정을 위해 시장조정수익률모형을 사용하여 초과수익률을 추정한다.

시장모형(market model)은 개별주식의 정상적인 기대수익률을 최소자승법(OLS)에 의하여 추정된 회귀계수를 이용한 선형방정식에 의하여 추정한다. 회귀계수 중 베타계수(β)는 시장포트폴리오의 수익률 변화에 대한 개별주식 수익률의 민감도를 나타내는데 이때 베타계수의 안정성이 가정되어야 한다.

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

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

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

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

AR_{it} : 개별주식 i 의 t 일의 초과수익률

R_{it} : 개별주식 i 의 t 일의 실제수익률

R_{mt} : 종합주가지수의 t 일의 일일수익률

누적초과수익률(Cumulative Abnormal Returns, CAR)은 사건기간 동안의 AR을 누적한 것이며 다음의 식으로 계산한다.

$$CAR(t_1, t_n) = \sum_{t=t_1}^{t_n} AR_t$$

자본시장은 자금의 공급자와 수요자를 연결시켜 효율적으로 자금을 배분하는 역할을 담당하며, 시장에서 이용가능한 모든 정보가 투자자에게

즉시 전달되어 증권가격에 충분히 반영된다는 정보효율성을 포함한 시장 효율성이 존재한다. 이러한 개념을 근거로, 증권가격에 영향을 미칠 수 있는 모든 정보가 증권가격에 신속하고 충분히 반영되는 시장을 효율적 자본시장(efficient capital market)이라 정의한다.

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

주가에 영향을 미칠 수 있는 모든 정보가 주가에 신속하고 충분히 반영되고 있는지는 실증적인 문제이며 효율적 자본시장의 개념은 현실적으로 검정하여야 하는 하나의 가설이기에, 이를 효율적 시장가설(efficient market hypothesis ; EMH)이라 한다.³⁴⁾

Fama(1970)는 정보가 주가에 반영되는 유형에 따라 효율적 시장가설을 약형, 준강형, 강형 효율적 시장 등 세 가지 유형의 가설로 구분하고 시장이 효율적일수록, 정보가 주가에 반영되는 속도가 빠를수록 정보가 주가에 충분히 반영된다고 보았다.

이러한 내용을 바탕으로 정기선 해운기업의 M&A에서 인수·합병기업의 단기성과 측정을 위하여 사건연구법에서 사건일은 합병공시일로 설정하였다. 또한 사건기간의 경우, 기존 선행연구에서는 연구자의 관점에 따라 사건기간의 설정에 차이가 많다. 본 연구에서는 정기선 해운기업의 주가변동에 대하여 연구한 Panayides와 Gong(2002)의 연구에서 활용된 방법론을 기초로 하여 다음과 같이 사건기간을 설정하였다.

* 사건일/사건기간 : 합병 공시일을 기준으로 기준일 전 30일부터 후 30일까지 시장조정모형에 보인 초과수익률과 누적수익률을 계산하여 인수·합병이 이루어진 후 주가가 상승하고 있는지를 분석할 것이다. 그리고 M&A 공시 후 주가가 실제로 증가하였는지를 통계적으로 검정하기 위하여 공시 전후의 초과수익률(AR)에 차이가 있는지를 T-검정을 이용

34) 김영규, 이의택, 김형규, 신용재(2008), 「증권투자론」, 율곡출판사, pp.470~477.

하여 살펴볼 것이다.



제2절 표본선정

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

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

선정된 표본은 아래 <표 4-1>, <표 4-2>와 같다.

<표 4-1> 실증분석 표본 1

	인수·합병기업	피인수·합병기업	합병공시일	합병일
1	TMM	Tecomar	1992.8	1993.1
2	CP Ships	Canada Maritime	1993.2	1993.2
3	COSCO	Five Star Shipping	1994.1	1994.1
4	NOL	Orient Marine	1995.1	1995.1
5	CP Ships	Cast	1994.7	1995.3
6	TMM	Flota Mercante Grancolombiana	1996.11	1998.2
7	Hanjin Shipping	DSR Senator	1996.12	1997.1
8	CP Ships	Lykes Line	1996.12	1997.7
9	CP Ships	Contship	1997.8	1997.10
10	NOL	APL	1997.4	1997.11
11	CP Ships	Ivaran Line	1998.3	1998.5
12	MISC	KPB	1998.10	1998.11
13	Evergreen	Lloyd Triestino	1998.7	1998.10

<표 4-2> 실증분석 표본 2

	인수 · 합병기업	피인수 · 합병기업	합병공시일	합병일
14	MISC	PNSL	1998.4	1998.11
15	NYK	Showa Line	1998.3	1998.10
16	Evergreen	Uniglory Marine	1997.9	1997.9
17	CSAV	Libra	1999.3	1999.3
18	AP Moller	Safmarine	1999.2	1999.6
19	CSAV	Montemar SA	1999.6	1999.6
20	MOL	Navix Line	1998.11	1999.4
21	AP Moller	Sea-land	1999.7	1999.12
22	K-Line	Taiyo Kaiun Kabushiki	1999.11	2000.2
23	K-Line	Kobe Nippon Kisen	2000.2	2000.3
24	CP Ships	CCAL	2000.4	2000.4
25	CSAV	Norasia	2000.5	2000.5
26	K-Line	Taiyo Nippon Kisen	2002.6	2001.5
27	COSCO	China International Marine Containers	2004.8	2004.12
28	AP Moller	P&O Nedlloyd	2005.5	2005.8
29	TUI(Hapag-Lloyd)	CP Ships	2005.8	2005.12
30	MOL	P&O Nedlloyd - Liner Business(2)	2005.11	2006.2
31	CSCL	Universal Shipping(ASIA)	2006.8	2006.9
32	AP Moller	Hoegh Autoliner	2008.1	2008.3
33	CSCL	Shanghai China Shipping	2008.5	2008.6
34	NYK	TMM	2008.12	2009.1
35	MOL	Kansai Kisen Kaisha	2009.3	2009.9
36	NYK	Taiheiyō Kaiun	2009.5	2009.12

자료 : Thomson Reuters Financial SDC Platinum

제3절 가설검증

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

1. M&A 공시 전·후 단기 초과수익률 분석

M&A로 기업가치가 단기적으로 증대하는지를 검증하기 위하여 인수·합병기업의 주가자료를 바탕으로 사건연구방법에 널리 활용되는 시장조정수익률모형을 이용하여 36개의 표본을 대상으로 M&A 공시일을 사건일로 설정하고 사건일 중심으로 60일간(공시 전 30일부터 공시 후 30일까지)의 초과수익률을 분석하였다.

아래 <표 4-3> 및 <표 4-4>는 시장조정수익률모형에 의한 단기성과의 결과로, 전체표본에 대한 60일(-30, +30)간의 비정상초과수익률(AR)과 그에 따른 t값, 누적초과수익률(CAR)과 t값을 나타내고 있다.

이러한 M&A공시는 <표 4-3> 및 <표 4-4> 그리고 <그림 4-1>에서 살펴볼 수 있듯이 공시일 당일에 AR은 -0.3%로 음(-)의 값을 보였으나, 다음 날에는 양의 초과수익률을 보이고 있다. 한편 공시일의 CAR은 3.6%로 양(+의 수익률을 시현하고 있는 것으로 조사되었다.

분석기간 중 AR은 사건 전·후로 -1%에서 +1% 사이에서 큰 변동이 없는 것으로 나타났다. 또한 CAR를 살펴보면 공시일 -30일부터 양(+의 수익률을 보이면서 지속적으로 상승하다 +24일에 7.3%로 최고의 CAR를 기록하였다. M&A 이전부터 초과수익률이 시현되고 있으나, 사건일 이후에도 지속적으로 정의 초과수익률이 실현되어 분석기간 중 최고 7.3%의 누적수익률을 보이는 등으로 인해 기업의 가치를 증대시키고 있는 것으로 나타나고 있다. 이러한 추이를 볼 때 M&A로 인해 정기선 해운기업의 가치는 증가하고 있는 것으로 보인다. 그런데 AR과 CAR의 값에 대한 통계적 유의성은 없어 이 논문에서 주장하고 있는 기업 가치극대화

가설을 실증적으로 뒷받침하기에는 한계가 있는 것으로 생각된다. 하지만 기존의 연구와 차이가 있는 것은 기존 연구가 한정된 표본을 이용해 분석한 결과와 달리 1993년부터 2009년 동안 약 15년간에 걸쳐 이루어진 정기선 해운기업의 M&A 표본을 36개로 확장하여 분석하고 있는 점이 기존의 연구와 는 차별성이 있는 것으로 생각된다.



<표 4-3> 공시일 전·후 30일간 비정상초과수익률과 누적초과수익률 분석 1

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

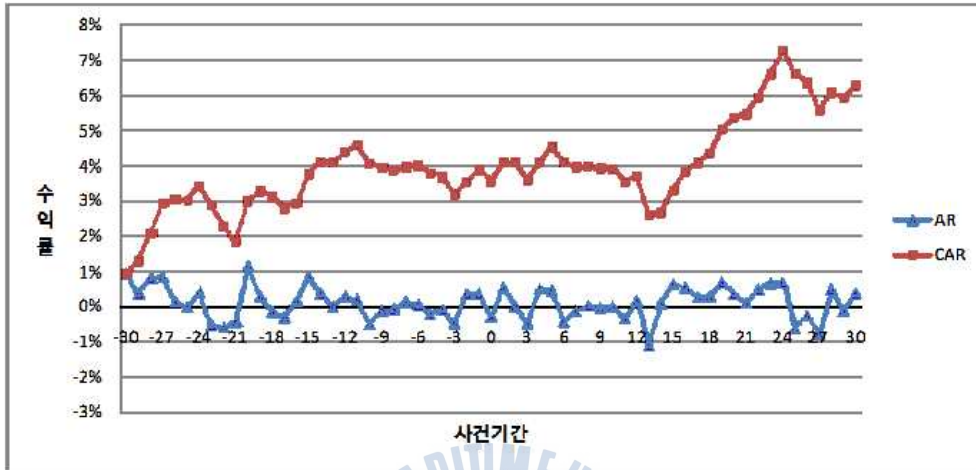
주 : *는 유의수준 10%, **는 유의수준 5%, ***는 유의수준 1%에서 통계적 의미를 가짐.

<표 4-4> 공시일 전·후 30일간 비정상초과수익률과 누적초과수익률 분석 2

	AR					CAR				
	N	평균	표준 편차	표준 오차	T값	N	평균	표준 편차	표준 오차	T값
1	36	0.5371	2.5363	0.4227	1.2706	36	4.0967	18.1737	3.0289	1.3525
2	36	-0.0061	2.0289	0.3381	-0.0180	36	4.0906	17.8545	2.9758	1.3746
3	36	-0.4908	1.9277	0.3213	-1.5276	36	3.5998	17.9885	2.9981	1.2007
4	36	0.4974	2.2460	0.3743	1.3289	36	4.0973	18.1568	3.0261	1.3540
5	36	0.4506	3.5686	0.5948	0.7577	36	4.5479	18.9197	3.1533	1.4423
6	36	-0.4482	2.3870	0.3978	-1.1267	36	4.0997	19.5271	3.2545	1.2597
7	36	-0.1335	1.6627	0.2771	-0.4818	36	3.9661	19.6514	3.2752	1.2109
8	36	0.0052	2.5690	0.4282	0.0121	36	3.9713	19.5735	3.2622	1.2174
9	36	-0.0497	1.7905	0.2984	-0.1665	36	3.9216	19.9663	3.3277	1.1785
10	36	-0.0195	1.6636	0.2773	-0.0703	36	3.9022	20.1413	3.3569	1.1624
11	36	-0.3627	2.2080	0.3680	-0.9855	36	3.5395	19.8060	3.3010	1.0722
12	36	0.1537	2.3307	0.3884	0.3957	36	3.6932	20.0387	3.3398	1.1058
13	36	-1.1008	5.1644	0.8607	-1.2789	36	2.5924	19.7619	3.2936	0.7871
14	36	0.0749	1.7627	0.2938	0.2549	36	2.6673	19.7496	3.2916	0.8103
15	36	0.6334	2.0317	0.3386	1.8705*	36	3.3007	20.5885	3.4314	0.9619
16	36	0.5258	2.4801	0.4133	1.2721	36	3.8265	20.7643	3.4607	1.1057
17	36	0.2568	2.1297	0.3550	0.7234	36	4.0833	21.0409	3.5068	1.1644
18	36	0.2735	2.3423	0.3904	0.7005	36	4.3567	21.2634	3.5439	1.2294
19	36	0.6752	2.3952	0.3992	1.6913*	36	5.0319	22.6295	3.7716	1.3342
20	36	0.3344	2.7641	0.4607	0.7260	36	5.3664	22.6909	3.7818	1.4190
21	36	0.0890	5.5262	0.9210	0.0967	36	5.4554	26.3401	4.3900	1.2427
22	36	0.4745	2.5601	0.4267	1.1121	36	5.9299	27.0421	4.5070	1.3157
23	36	0.6581	2.8329	0.4721	1.3939	36	6.5880	28.3800	4.7300	1.3928
24	36	0.6706	1.9980	0.3330	2.0139*	36	7.2587	28.5907	4.7651	1.5233
25	36	-0.6340	5.0757	0.8460	-0.7495	36	6.6246	27.9672	4.6612	1.4212
26	36	-0.2716	2.1973	0.3662	-0.7418	36	6.3530	27.7054	4.6176	1.3758
27	36	-0.7764	2.2593	0.3766	-2.0619**	36	5.5766	27.6250	4.6042	1.2112
28	36	0.4917	3.0580	0.5097	0.9647	36	6.0683	29.1604	4.8601	1.2486
29	36	-0.1480	2.3350	0.3892	-0.3803	36	5.9203	28.5632	4.7605	1.2436
30	36	0.3491	2.7960	0.4660	0.7492	36	6.2694	27.6114	4.6019	1.3624

주 : *는 유의수준 10%, **는 유의수준 5%, ***는 유의수준 1%에서 통계적 의미를 가짐.

<그림 4-1> 정기선 해운기업 간 M&A 공시에 따른 단기성과 분석



2. M&A 공시 전·후 수익률 차이에 대한 분석

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

(1) 공시 전 30일, 공시 후 30일간 초과수익률 차이 분석

공시일 전 (-30, -1)과 공시일 후(0, 29) 비정상초과수익률(AR)을 이용하여 분석한 결과, <표 4-5>와 같이 공시 전 기간의 AR 평균은 0.13%이나 T값이 1.313으로 통계적 유의성을 갖지는 못하였다. 또한 공시 후 AR 평균은 0.07%이나 T값이 0.761로 통계적 유의성을 갖지 못하였다. 공시 후 AR이 공시 전 AR보다 낮게 발생한 것으로 나타났으나, 두 기간의 AR의 차이는 통계적 유의성을 갖지 못하는 것으로 나타났다.

<표 4-5> 공시 전·후 30일간 비정상초과수익률 분석

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

(2) 공시 전 15일, 공시 후 15일간 초과수익률 차이 분석

공시일 전 (-15, -1)과 공시일 후(0, 14) 비정상초과수익률(AR)을 이용하여 분석한 결과, <표 4-6>과 같이 공시 전 기간의 AR 평균은 0.06%이나 T값이 0.759로 통계적 유의성을 갖지는 못하였다. 또한 공시 후 AR 평균은 -0.81%이나 T값이 -0.750으로 통계적 유의성을 갖지 못하였다. 공시 후 AR이 공시 전 AR보다 낮게 발생하였으며, 공시 후 인수·합병기업의 가치는 하락한 것으로 나타났으나, 통계적 유의성을 갖지 못하는 것으로 도출되었다.

<표 4-6> 공시 전·후 15일간 비정상초과수익률 분석

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

(3) 공시 전 7일, 공시 후 7일간 초과수익률 차이 분석

공시일 전 (-7, -1)과 공시일 후(0, 6) 비정상초과수익률(AR)을 이용하여 분석한 결과, <표 4-7>과 같이 공시 전 기간의 AR 평균은 0.005%이나 T값이 0.032로 통계적 유의성을 갖지는 못하였다. 또한 공시 후 AR 평균은 0.03%이나 T값이 0.177로 통계적 유의성을 갖지 못 하였다. 이 사건기간에는 다른 사건기간의 분석결과와 달리, 공시 후 AR이 공시

전 AR보다 높게 발생한 것으로 나타났으며, 공시 전과 공시 후의 차이에 대한 T값이 -0.121로 통계적 유의성을 갖지 못하는 것으로 도출되었다.

<표 4-7> 공시 전·후 7일간 비정상초과수익률 분석

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

3. 분석결과의 시사점

M&A의 재무적 성과를 측정한 선행연구들의 경우, 연구자가 선택한 표본에 따라 공시 후 인수·합병기업의 가치에 대한 분석결과가 상이하게 나타났다. Changqi와 Ningling(2007), 나영호(1994), 정형찬-박경희(1999), 김형창(2004) 등의 연구에서는 M&A로 인수·합병기업의 가치가 상승한 것으로 나타났고, Dodd와 Ruback(1977), Dodd(1980), Agrawal, Jaffe와 Mandelker(1992), 장영광(1985), 전호진·박영태(2008) 등의 연구에서는 M&A로 인수·합병기업의 가치가 하락하고 있다는 결과를 보여주었다. 이상의 연구는 해운기업이 아닌 일반 제조업을 대상으로 하여 분석한 결과로 M&A가 기업의 가치를 증대시키기도 하는 반면 그렇지 않은 경우도 있어 실증연구에서는 일관된 결과를 얻지 못하고 있다.

본 연구에서는 정기선 해운기업 간 M&A가 인수·합병기업의 가치 변화에 어떠한 영향을 미쳤는지 분석하기 위하여 우선 초과수익률의 실현 여부 그리고 누적초과수익률의 추이가 증가하는지를 살펴보았다. 이 연구에서 누적초과수익률은 지속적으로 증가하고 있어 인수·합병이 정기선 해운기업의 가치에 정의 영향을 미치는 것으로 나타났다. 그러나 이러한 추이가 통계적으로는 유의하지 않은 것으로 나타나 실증연구의 견고성

은 보여주지 못하고 있다. 이러한 추이의 견고성을 확인하기 위해 해운기업의 M&A공시 전·후 기간별 초과수익률이 차이가 있는지에 대한 검정을 위해 두 기간의 초과수익률 차이에 대한 T-검정을 실시하여 분석한 결과 통계적 유의성은 없는 것으로 나타났다. 따라서 공시 후 초과수익률이 시현되었으나, 공시 전과 큰 차이가 없는 것으로 보인다. 이러한 결과는 공시 후 더 높은 초과수익률이 시현되는 것으로 밝힌 Panayides and Gong(2002)의 연구결과는 상이한 것으로 생각된다. 그런데 Panayides and Gong의 연구는 단지 4개 해운기업의 M&A를 대상으로 분석한 결과로 이를 일반화하기에는 한계가 있는 것으로 판단된다.

일반적으로 정기선 해운기업 간의 M&A는 인수·합병기업에게 해운시장에서 시장지배력 확대, 폭넓은 글로벌네트워크 구축, 규모의 경제효과를 통해 비용절감 및 이윤창출 등의 효과를 얻기 위한 장기적 경영전략으로 활용되고 있다. 하지만 정기선 해운기업 간의 M&A는 대량의 현금유출에 대한 리스크 상승, 기존 M&A의 효과 중 하나인 리스크 분산효과가 동종산업간 M&A로 발생하지 않는다는 점과 영업리스크가 상승할 것이라는 점 등으로 단기적으로는 오히려 인수·합병기업의 가치가 하락한 것으로 판단된다.

이러한 연유로 이 연구에서 설정한 “M&A 이후 인수·합병기업의 주가가 M&A전에 비해 상승하여 기업의 가치를 증가시킬 것”이라는 연구가설을 지지하는 증거는 찾지 못했으나, 앞으로 확보된 표본기업을 대상으로 연구기간을 연장하는 등의 방법을 통해 좀 더 면밀한 분석을 수행할 필요가 있을 것으로 생각된다.

제5장 결론

제1절 연구의 요약

1990년대 이후부터 기업의 활동영역이 국제 경영환경의 글로벌화로 인하여 전 세계로 확대되고 있다. 이에 기업들은 M&A를 이용하여 규모의 확대를 통해 네트워크 확충 및 규모·범위의 경제를 통한 경쟁력을 증대하는 경영전략을 펼치고 있다.

이러한 시장 환경의 변화로 인해 전 세계 해상물동량이 지속적으로 증가하면서 해운시장의 선점을 위한 해운기업들 간의 경쟁이 고조되고 있다. 해운시장의 선점을 위한 규모의 확대는 해운기업간의 M&A를 유발시켰으며, 1990년대 이후 해운기업 간 M&A가 지속적으로 발생하고 있다.

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

이를 보다 자세히 설명하면, 정기선 해운기업 간 M&A가 이루어진 기업 중 지금까지 상장된 기업으로 남아있는 36개 기업을 표본으로 선정하여, 인수·합병기업의 주가자료를 활용하여 초과수익률을 분석하였다. 분석기간(-30, +30)동안 비정상수익률(AR)이 -1% ~ 1% 사이에 시현되고 있었으며, 누적초과수익률(CAR)은 지속적으로 상승하다 +24일에 7.3%로

최고를 기록한 후 소폭 하락하는 추이를 보였다. 이처럼 초과수익률의 분석에서는 어느 정도 기업가치가 상승하는 것으로 나타나 연구가설을 어느 정도 지지하고 있다. 하지만 정기선 해운기업의 M&A 후 시현된 초과수익률이 통계적으로 유의하지 않아 M&A가 인수·합병기업의 기업가치 증대에 영향을 미쳤는지에 대한 실증적 증거는 매우 약한 것으로 생각된다.

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

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

이러한 결과를 보이고 있는 것은 이 연구에서 표본으로 하고 있는 정기선 해운기업 간의 M&A는 단기적인 기업 가치극대화를 위하여 실시된다고 보다 해운시장에서 인수·합병기업이 시장지배력을 높이고 글로벌

네트워크를 한층 더 넓게 구축하며, 규모와 범위의 경제효과를 통해 비용절감 및 이윤창출 등의 효과를 얻어 보다 장기적인 관점에서 이루어지는 경영전략으로 활용되고 있기 때문이기도 한 것으로 생각된다. 따라서 주가의 장기적인 흐름에 대한 분석이 이루어질 필요가 있는 것으로 생각된다. 그리고 기업의 재무제표 등의 조사를 통한 기업의 성과에 대한 조사도 이루어져야 할 것으로 생각된다.

제2절 연구의 의의 및 향후 연구방향

전 세계 시장에서 기업 간의 M&A는 기업의 성장 및 생존을 위한 경영전략으로 적극적으로 활용되고 있다. 정기선 해운시장에서도 해운기업 간 M&A가 지속적으로 이루어지고 있으며, 정기선 해운기업 간의 M&A는 신조선 투입이 아닌 기존 선복량을 추가 확보함으로써 해운시장을 선점할 수 있는 좋은 전략으로 활용되어지고 있는 추세이다.

본 연구는 M&A의 이론적 배경에 대한 선행연구와 정기선 해운시장의 동향 및 M&A 현황을 파악하고, 인수·합병기업의 주가자료를 활용하여 M&A공시일 전·후의 초과수익률을 추정하여 M&A공시가 인수·합병기업의 가치에 영향을 미치는 지의 여부와 M&A의 재무적 단기성과를 주가 수익률의 추정을 통해 분석하였다.

정기선 해운기업 간의 M&A는 M&A 공시일을 기준으로 공시 전·후 인수·합병기업의 누적초과수익률이 지속적으로 증가한 것으로 보아 인수·합병기업의 가치에 영향을 미친 것으로 나타났다.

본 연구를 통해 정기선 해운기업 간의 M&A가 앞으로 활발하게 이루어질 수 있을 것이라 사료된다. 또한 추후 정기선 해운시장의 M&A 효과 분석 뿐만 아니라 다양한 산업의 M&A 연구에서도 본 연구가 활용될 수 있을 것으로 평가된다.

그러나 본 연구는 정기선 해운기업 간의 M&A에 대한 자료 및 M&A 성과 분석을 위한 주가 자료 수집상의 한계로 인수·합병기업의 단기성과에 대한 연구를 진행하였으며, 주가수익률에 영향을 주는 다른 요인에

대한 통제가 이루어지지 못하였다. 또한 인수·합병기업의 장기성과 및
폐인수·합병기업의 가치에 M&A가 어떠한 영향을 주었는지 실증분석이
실시되지 못한 한계점이 있다. 이러한 문제점들을 바탕으로 추후 연구가
이루어진다면 가치 있는 연구가 될 것으로 사료된다.



참고문헌

■ 국내문헌

- 강다영, 해운시황과 정기선 해운기업의 M&A 관련성 및 사례분석, 한국해양대학교 대학원, 석사학위논문, 2006.
- 강중희, 「해운산업 중장기 발전계획 수립연구」, 해양수산부, 2001.
- 강효석·김성표, 기업 인수합병의 장기성과, 「금융연구」, 제23권, 제4호, 2009.
- 구임경, 한국해운산업의 현황과 육성방안에 관한 연구, 연세대학교 경제대학원, 석사학위논문, 2008.
- 김강혁, 기업벤처캐피탈 투자기업 IPO의 성과분석, 한국해양대학교 대학원, 석사학위논문, 2003.
- 김건우, 「재무관리」, 홍문사, 2006.
- 김경식, 합병 이후 장기적 주가 및 경영성과 결정요인에 관한 실증연구, 중앙대학교 대학원, 박사학위논문, 2007.
- 김광희·吉田茂, 컨테이너 선사의 전략적 제휴 대상 선택 요인, 「해운물류연구」, 제38권, 2003.
- 김동환·김종천·김안생, 「21C 최신 M&A 이론과 실제 및 전략」, 무역경영사, 2000.
- 김동환·홍성도, 「벤처기업 M&A」, 무역경영사, 2001.
- 김영규, 이의택, 김형규, 신용재, 「증권투자론」, 율곡출판사, 2008.
- 김지수·노택환, 「기업의 합병·매수론」, 영남대학교 출판부, 1994.
- 김지열, 주식수익률의 장기기억효과에 관한 실증분석 - 종합주가지수와 코스닥종합지수의 비교, 「경제연구」, 제22권, 제1호
- 김용섭, M&A공시가 기업가치에 미치는 단기·장기효과에 대한 실증분석 -

- 코스닥 상장기업을 중심으로, 호서대학교 벤처전문대학원, 박사학위논문, 2007.
- 김형창, 코스닥시장 등록 합병기업의 경영성과와 주주의 부에 대한 실증분석, 배재대학교 대학원, 박사학위논문, 2004.
- 나영호, 기업합병의 시너지효과와 부의 이전효과에 관한 실증적 연구, 홍익대학교, 박사학위논문, 1994.
- 노진호, 한국 해운산업의 경쟁력강화 정책방안에 관한 연구, 중앙대학교 대학원, 석사학위논문, 2010.
- 류동근, 컨테이너선사의 제휴전략 수립방안에 대한 고찰, 「해상교통정책」, 통권 제24호, 1권, 1999.
- 박영태, 세계 주요 정기선사의 전략적 제휴와 M&A에 관한 소고, 「한국해운학회지」, 제26권, 1998.
- 박영태, 정기선사의 전략적 제휴 및 M&A와 글로벌 경영, 「해양한국」, 2000.
- 박영태·전호진, 인수합병공시가 인수 기업가치에 미치는 영향에 관한 실증적 연구, 「유통정보학회지」, 제11권, 제2호, 2008.
- 방희섭, 임종섭, 정기선사의 기업연합 요인에 관한 연구, 「무역학회지」, 제29권, 제1호, 2004.
- 백대기·곽재우·조문기, M&A 기업의 재무적 동기와 초과수익률, 충북대학교, 「산업과 경영」, 제21권, 제1호, 2008.
- 서기원, 기업매수의 방어행위에 관한 법적 연구, 고려대학교 대학원, 석사학위논문, 1999.
- 선우 석호, 「M&A」, 제4판, 을곡출판사, 2008.
- 송채현, 송선옥, 컨테이너 정기선사의 전략적 제휴 결정요인과 유형 선택간의 관계분석, 「물류학회지」, 제17권, 제2호, 2007.
- 심현금·남기석, M&A 이후의 기업지배구조 및 기업가치 변화, 한국경영학

- 회 통합학술대회, 2009.
- 이기환·김강혁·윤병섭, 기업벤처캐피탈이 IPO성과에 미치는 효과 분석, 「벤처경영연구」, 제6권, 제1호, 2003.
- 이미선, 중국의 증권시장에서 M&A의 장기성과에 관한 실증적 연구, 숭실대학교 대학원, 석사학위논문, 2009.
- 이석규, 한국기업합병의 동기와 성과에 관한 실증연구, 연세대학교 대학원, 박사학위논문, 1989.
- 이윤수, 세계 정기선 해운의 현황과 선사들의 대응전략, 「해운물류연구」, 제40권, 2004.
- 임종섭, 정기선 해운기업의 기업연합 결정요인에 관한 실증적 연구, 중앙대학교 대학원, 박사학위논문, 2003.
- 임종섭, 정기선사의 기업연합 유형선택에 관한 연구, 「물류학회지」, 제14권, 제3호, 2004.
- 장영광, 기업합병과 주식취득이 주주의 부에 미치는 영향에 관한 실증적 연구, 고려대학교 대학원, 박사학위논문, 1985.
- 장자왕, 중국항만운영사의 M&A 사례연구, 한국해양대학교 대학원, 석사학위논문, 2009.
- 전혜경, 기업의 국제경쟁력 강화를 위한 국제적 전략으로서의 M&A 연구, 가톨릭대학교 국제대학원, 석사학위논문, 2000.
- 전호진·박영태, 한·미·일 물류기업의 M&A 장기성과에 관한 실증적 연구 - 재무적 성과 분석을 중심으로, 「동북아경제연구」, 제20권, 제2호, 2008.
- 정봉임, 「컨테이너선 시장 수급여건 변화와 선사의 선박투자 전략」, 한국해양수산개발원, 2008.
- 정형찬·박경희, 합병일 이후 합병기업 주가의 장기성과, 「재무관리연구」, 제16권, 제1호, 1999.
- 조경식·박준철·김희석·이장형, 코스닥시장에서 합병공시가 주주부에 미치는 효과, 「경영학연구」, 제32권, 제3호, 1994.

최나영환, 정기선 해운기업의 M&A 효과 분석 - Maersk Sea-Land와 P&O Nedlloyd간의 합병사례를 중심으로, 한국해양대학교 대학원, 석사학위 논문, 2010.

최재선, 「2006년 해운시장 7대 이슈」, 한국해양수산개발원, 2006.

최중희, 정기선 해운 전략적제휴의 변천 연구, 「월간 해양수산」, 2001.

최중희, 정기선 해운의 전략적제휴와 대형 선사의 M&A, 「해양한국」, 1997.

■ 외국문헌

Agrawal, A., Jaffe, J. F., & Mandelker, G. N., The Post-Merger Performance of Acquiring Firms: A Re-examination of an Anomaly, *Journal of Finance*, Vol.47, No.4, 1992.

Alix, Y., Slack, B., & Comtois, C., Alliance or Acquisition? Strategies for Growth in the Container Shipping Industry, the Case of CP Ships, *Journal of Transport Geography*, Vol.7, 1999.

Angwin, D., Mergers and Acquisitions across European Borders: National Perspectives on Preacquisition Due Diligence and the Use of Professional Advisers, *Journal of World Business*, 2001.

Barber, B. M., & Lyon, J. D., "Detecting Long-run Abnormal Stock Returns: The Empirical Power and Specification of Test Statistics," *Journal of Financial Economics*, Vol.43, 1997.

Changqi, W., & Ningling, X., Determinants of Cross-Border Merger & Acquisition Performance of Chinese Enterprises, *Procedia Social and Behavioral Sciences*, Vol.2, 2010.

Copeland, T. E., & Weston, J. F., *Financial Theory and Corporate Policy*, 3rd Ed., Addison-Wesley, 1983.

- Darkow, I., Kaup, C., & Schiereck, D., Determinants of Merger & Acquisition Success in Global Logistics, *International Journal of Logistics*, Vol.11, No.5, 2008.
- Dodd, P., & Ruback, R., Tender offers and stockholder returns : An empirical analysis, *Journal of Financial Economics*, Vol.5, 1977.
- Dodd, P., "Merger Proposals, Management Discretion and Stockholder Wealth, *Journal of Financial Economics*, Vol.8, No.2, 1980.
- Drewry, *Container Market 2009/2010*, London, 2009.
- Epstein, M. J., The Determinants and Evaluation of Merger Success, *Business Horizons*, Vol.48, 2005.
- Fama, E. F., & Jensen. M. C., Separation of Ownership and Control, *Journal of Law and Economics*, 1983.
- Firth, M., Takeovers, Shareholder Returns, and the Theory of the Firm, *Quarterly Journal of Economics*, Vol.84, No.2, 1980.
- Fuller, K., Nette,r J., & Stegemoller, M., What Do Returns to Acquiring Firms Tell Us? Evidence From Firms That Make Many Acquisitions, *Journal of Finance*, Vol.57, No.4, 2002.
- Fusillo, M., Structural Factors Underlying Mergers and Acquisitions in Liner Shipping, *Maritime Economics & Logistics*, Vol.11, No.2, 2009.
- Halpern, P. J., Empirical Estimates of the Amount and Distribution of Gains to Companies in Mergers, *Journal of Business*, Vol.46, No.4, 1973.
- Heaver, T., Meersman, H., & Moglia, F., Do Mergers and Alliances Influence European Shipping and Port Competition?, *Maritime policy and Management*, Vol.27, No.4, 2000.
- Hogarty, T. F., The Profitability of Corporate Mergers, *Journal of Business*, Vol.43, No.3, 1970.
- Jensen, M. C., & Ruback, R. S., The Market for Corporate Control : The Scientific Evidence," *Journal of Financial Economics*, Vol.11, Apr, 1983,

1983.

- Jensen, M. C., Agency Costs of Free Cash Flow, Corporate Finance and Takeovers, *American Economic Review*, 76, 1986.
- Kelly, E. M., The Profitability of Growth Through Mergers," *The Journal of Finance*, Vol.23, No.3, 1968.
- Morris, R. R., A Model of Managerial Enterprise, *Quarterly Journal of Economics*, Vol.77, No.2, 1963.
- Mulle, D. C., The Effects of Conglomerate Mergers, *Journal of Banking and Finance*, Vol.1, 1977.
- Ohmae Kenichi, The Global Logic of Strategic Alliance, *Harvard Business Review*, Vol.67, No.2, Mar~Apr, 1989.
- Panayides, P. M., & Gong, X., The Stock Market Reaction to Merger and Acquisition Announcements in Liner Shipping, *International Journal of Maritime Economics*, Vol.4, 2002.
- Porter, M. E., & Fuller, M. B., *Competition in Global Industries*, Harvard Business School Press, 1986.
- Schoenberg, R., & Reeves, R., What Determines Acquisition Activity within an Industry?, *European Management Journal*, Vol.17, No.1, 1997.
- Walter, G. A., & Barney, J. B., Management objectives in Mergers and Acquisitions, *Strategic Management Journal*, Vol.11, 1990.
- Wilcox, H. D., & Chang Kuo-Chung & Grover, V., Valuation of Mergers and Acquisitions in the Telecommunications Industry: a Study on Diversification and Firm Size, *Information and Management*, 2001.
- Wilson, B. D., The Propensity of Multinational Companies to Expand through Acquisitions, *Journal of International Business Studies*, Vol.11, No.1, 1980.

■ 홈페이지

BRS-Alphaliner (www.alphaliner.com)

Clarkson Research (www.clarksons.net)

LG경제연구원 (www.lgeri.com)

구글 Finance (<http://finance.google.com>)

국토해양부 (www.mltm.go.kr)

로이드신문사 (www.lloydslist.com)

삼성경제연구소 (www.seri.org)

아시아경제신문 (www.asiae.co.kr)

야후 Finance (<http://finance.yahoo.com>)

한국선주협회 (www.shipowners.or.kr)

한국항만물류협회 (www.kopla.or.kr)

한국해양수산개발원 (www.kmi.re.kr)

한국해운신문 (www.maritimepress.com)

해양한국 (www.monthlymaritimekorea.com)

현대경제연구원 (www.hri.co.kr)

