

중소기업 M&A의 ROE 변화: 전략적 투자자 대 재무적 투자자

이상은* · 김문겸**

〈요 약〉

본 논문은 중소기업의 M&A에 있어서 투자자 유형이 피투자기업의 M&A 성과에 미치는 영향을 분석하고자 하였다. 이를 위하여 2011년부터 2016년까지 175개의 중소기업 M&A 기업을 대상으로 M&A 전후 5년간의 ROE 변화를 종속변수로 설정하고 투자자 유형을 더미변수로, M&A 성과를 독립변수로 통제하여 회귀분석을 실시하였다. 투자자 유형을 전략적 투자자와 재무적 투자자로 구분하고, M&A 성과에 영향을 미치는 요인을 기업의 재무적 성과에 영향을 미치는 직접 요인(영업수익성과 활동성, 그리고 안정성)과 투자자 유형별 상호작용으로 재무적 성과를 증폭시키는 간접 요인으로 구분하였다. 그 결과 M&A에 따른 중소기업의 ROE는 두 유형의 투자자 모두에서 하락하였으며, 재무적 투자자의 피인수기업 ROE가 전략적 투자자 대비 더 크게 하락하였다. 또한, 투자자 유형별 더미변수와 직접 요인의 상호작용 효과 분석에서는 전략적 투자자의 간접 요인인 시너지 효과가 더 크게 일어나는 것으로 확인되었다. 본 연구는 비상장 중소기업의 M&A 성과를 확인하고 중소기업의 M&A에 있어서 전략적 투자자와 재무적 투자자가 미치는 영향을 살펴봄으로써 중소기업의 M&A 연구에 새로운 접근을 시도하였다는 점에 의의가 있다.

주제어 : 중소기업, M&A, 재무적 투자자, 전략적 투자자, ROE, 직접 성과 요인, 간접 성과 요인

논문접수일 : 2021년 05월 28일 논문수정일 : 2021년 05월 28일 논문게재확정일 : 2021년 06월 05일

* 제1저자, 삼일회계법인 Managing Director, E-mail: selee99175@naver.com

** 교신저자, 숭실대학교 벤처중소기업학과 교수, E-mail: mgkim56@gmail.com

I. 서 론

기업의 인수합병(M&A: Merger & Acquisition)은 일반적으로 기업과 기업의 결합을 통한 기업의 가치 증대를 목적으로 추진되며, M&A 투자자는 크게 전략적 투자자와 재무적 투자자로 구분된다. 전략적 투자자는 M&A를 통하여 규모 및 범위의 경제, 효율적인 생산 및 비용구조 개선, 그리고 시너지 창출 등을 실현하여 가치 증대를 꾀하는 투자자이며, 재무적 투자자는 주로 배당과 이자, 그리고 자산매각을 통한 자본이득을 추구하는 투자자로서 저평가된 기업에 투자하여 기업의 가치를 높인 후 적절한 시기에 투자자본을 회수하는 것을 목적으로 삼는다.

국내에서도 많은 기업들이 기업인수합병을 경영전략의 일환으로 고려하며, 국내 M&A 횟수는 지속적으로 증가하고 있다. 또한, 기업가치제고의 전문 인력들이 사모투자펀드를 설립하고 M&A 시장에 공격적으로 참여하며 재무적 투자자들의 비중이 점차 커지고 있다.

재무적 투자자들은 기존 기업에 존재하는 대리인 비용을 절감시키는 효과가 있어 보다 효과적으로 기업가치를 향상시킬 수 있다(Jensen, 1976). 여기서 대리인 비용이란 전문 경영인과 주주 간의 이해충돌로 인해 발생하는 비용, 그리고 경영진과의 고용계약 및 인센티브 보상계획과 관련된 비용 등으로 구성되며, 주로 기업의 지배구조를 장악하여 경영을 더 철저히 통제할 수 있을 때 절감된다. 한편, 중소기업의 경우, 대부분 지배주주와 대표이사가 동일하여 대기업 대비 단순한 의사결정 또는 지배구조를 가지기 때문에 M&A와 연관된 대리인 비용을 더 효과적으로 경감시킬 수 있다.

대기업은 다수의 M&A 경험과 우수한 인적 자원의 역량이 풍부한 반면, 중소기업은 M&A 경험이 상대적으로 부족하고 M&A를 통한 가치창출의 노하우가 적다. 선행 연구들 역시 규모에 따라 상이한 M&A 성과를 확인하고 있다. 빈기범 외 2인(2017)은 대기업이 풍부한 인력과 자원을 바탕으로 기업합병, 지주사 설립과 같은 적극적인 구조조정을 행하지만, 기업규모가 작을수록 전문화를 위한 기업분할을 선호한다고 주장하였다. 또한 김병진, 정진영(2017)은 2000년부터 2012년까지 코스닥 상장 중소기업의 인수합병 사례 717건의 분석에서 기업규모가 큰 집단이 영업성과와 유의적인 양(+)의 관계를 보이는 반면 기업규모가 작은 집단은 유의적인 음(-)의 관계를 보인다는 결과를 확인한 바 있다. Savović(2016)은 기업 규모에 따라 대기업, 중견기업, 중소기업으로 구분하고 M&A 성과를 4가지(원가감소, 고객기반 확대, 제품 및 서비스의 질적 개선, 신제품/서비스의 개발)로 분류하여 규모에 따른 중대한 성과 차이를 발견하였다. 대기업은 원가절감 측면에서, 중견기업은 고객기반확대, 제품의 질적 개선, 신제품/서비스의 개발에 있어서 성과가 개선되었음을 확인

하였지만, 중소기업은 거의 모든 평가 지표에 있어서 성과가 가장 낮게 나타났다. 또한 Vretenar et al.(2017)은 중소기업이 M&A를 추진하는 주된 목적이 비용 절감 등의 조직 시너지나 원자재 확보와 같은 이유보다 시장 지배력 확보와 시장점유율 증대라 주장하며, 해당 산업 내 다수(80% 이상)가 인수합병에 참여하지 않는 한 중소기업 간의 인수합병은 합병 당사자들에게 이익이 되지 않는다고 주장하였다.¹⁾

중소기업의 M&A가 증가하고 기업규모에 따라 M&A의 특성이 상이함에도 불구하고 그동안의 국내 M&A 연구는 기업의 규모를 고려하지 않은 성과분석연구가 대부분이다²⁾. 또한 재무적 투자자에 의한 거래 비중 증가와 함께 그 역할이 주목받고 있음에도 불구하고 국내에서는 투자자 유형별로 M&A 기업의 성과를 비교 분석한 연구가 미흡한 실정이다.

이에 본 논문은 중소기업의 M&A에 있어서 피인수기업의 M&A 성과를 확인하고 투자자 유형이 이에 미치는 영향을 분석하고자 하였다. 이를 위하여 2011년부터 2016년까지 175개의 중소기업 M&A 기업을 표본으로 M&A 전후 5년간의 ROE 변화를 종속변수로 설정하고 투자자 유형을 더미변수로, M&A 성과를 독립변수로 통제하여 회귀분석을 실시하였다. 투자자 유형은 전략적 투자자와 재무적 투자자로 구분하고, M&A 성과에 영향을 미치는 요인을 기업의 재무적 성과에 직접적 영향을 미치는 직접 요인(영업수익성과 활동성, 그리고 안정성)과 투자자 유형별 직접 요인과의 상호작용으로 재무적 성과를 증폭시키는 간접 요인으로 구분하였다. 그 결과를 간략히 설명하면 M&A에 따른 중소기업의 ROE는 두 투자자 유형 모두에서 하락하였으며, 재무적 투자자의 M&A 기업 ROE가 전략적 투자자 대비 더 크게 하락하였다. 또한 투자자 유형별 더미변수와 직접 요인의 상호작용 효과 분석에서는 전략적 투자자의 간접 요인인 시너지 효과가 더 크게 영향을 미치는 것으로 확인되었다. 본 연구는 비상장 중소기업의 M&A 성과를 확인하고 중소기업의 M&A에 있어서 전략적 투자자와 재무적 투자자가 미치는 영향을 살펴봄으로써 중소기업의 M&A 연구에 새로운 접근을 시도하였다는 점에서 의의가 있다.

본 논문은 다음과 같이 구성된다. 제Ⅱ장에서는 M&A 성과에 미치는 직접적 요인과 간접적 요인에 관한 선행연구들을 살펴보고, 제Ⅲ장에서는 M&A 성과에 있어서 재무적

1) 반면, 중소기업의 인수합병에 대한 주가 반응은 대기업에 비하여 크다. 변진호, 안소림(2007)은 합병공시 주가 반응 분석 결과에서 소규모 인수기업의 시장반응이 대규모 인수기업에 비해 크게 나타나는 규모 효과를 확인하였다. 장봉규, 정두식(2004) 역시 동일한 분석결과를 제시하면서 합병기업의 규모가 큰 기업은 합병으로 인한 혜택이 크지 않고 상대적으로 규모가 작은 기업이 합병으로 인한 시장지배력, 경영효율성, 시너지효과 등에서 더 많은 이점이 있다고 주장하였다

2) 본문에서 언급된 국내 M&A 연구이외에 M&A와 PEF에 대한 연구는 강효석, 김성표(2009), 김선현, 김창기(2020), 배기범, 이준서(2020), 변진호, 우원석(2008), 송인규 외 2인(2014), 윤정선, 정무권(2009), 이준서(2017), 이원흠(2007), 허남수 외 2인(2003) 등이 있다.

투자자와 전략적 투자자간의 차이를 확인하기 위한 가설을 수립한다. 제Ⅳ장에서는 표본추출 및 실증분석의 결과를 제시하고, 제Ⅴ장에서는 연구결과 요약 및 시사점을 정리할 것이다.

Ⅱ. M&A 성과에 대한 선행 연구

M&A의 성과는 동기, 거래의 구조, 실사 및 평가를 통한 위험관리 등 매우 다양한 요인들이 영향을 미친다. 이에 본 논문에서는 M&A 성과에 영향을 미치는 요인을 크게 직접적 요인과 간접적 요인으로 구분하였다.

M&A 이후 피인수기업은 기업 내적으로 비용절감, 자금조달구조개선, 기업자산의 최적화 등의 활동으로 수익성과 효율성을 향상시킬 수 있다. 이는 피인수기업의 영업이익과 잉여현금흐름에 반영되어 수량적으로 측정 가능한 M&A의 직접적 성과요인이다. 또한, 피인수기업은 기업 외적으로도 기업의 영업성과를 향상시킬 수 있다. 전략적 투자자들은 규모의 경제, 수직적 통합과 생산 및 유통비용의 절감(Jensen and Ruback, 1983) 등의 활동으로 합병기업 간의 시너지 창출을 유도하며, 재무적 투자자들은 지배구조를 개선하거나 소유구조를 변화하여 대리인 비용을 감소시킴으로써 간접적으로 기업가치를 높인다. 이는 M&A의 간접적 또는 외적 요인으로서 수량적으로 쉽게 측정할 수는 없지만 기업의 전체적인 이익 증대 과정에서 중요한 역할을 하며, 직접적인 성과 요인과 긍정적인 상호작용을 일으킬 수 있다.

1. M&A 성과의 직접 요인

M&A 성과의 직접 요인은 피인수기업 내적 요인으로서 이익률의 증가, 자산의 효율적인 사용, 비용 절감, 정교한 자금조달 등이 있다. 이들은 기업의 영업 및 재무성과를 향상시키고 피인수기업의 가치를 증대시킨다. 먼저 이익률 증가에 대하여 Kaplan(1989)은 1980년부터 1986년까지 76건의 경영자 인수(Management buyout) 거래를 분석한 결과, 48개의 바이아웃 투자기업에서 영업이익과 현금흐름이 증가하고 자본지출 비용이 감소하였음을 확인하였다. 그의 연구결과에 따르면 지분 인수 후 2년차까지는 영업이익의 증가 여부를 실증적으로 확인하지 못하였으나, 3년차에는 영업이익률이 24% 증가하였고, 자산규모와 매출액 대비 영업이익률 또한 평균 대비 20% 증가한 것으로 나타났다. 그리고 자산의 효율적인 사용에 대하여 Lichtenberg and Sigel(1990)은 피인수기업의 생산성이 M&A 이후에 단기적으로 개선되는 것을 확인하였으며 이러한 개선은 생산 공정 운영의 구성 및 관리 방식의 변화로 인해 발생하였다고 주장하였다. 또한 비용절감에 대하여 Samdani et al.(2001)은 재무적

투자자들이 피인수기업의 기업관리 시스템을 개선하고 효율적인 의사소통을 위한 메커니즘을 구축하여 간접비를 절감하고 수익을 증대시킨다고 주장하였다.

한편, 자산의 회전율을 향상시키는 것도 피인수기업의 경영성과를 제고하는 방편 중 하나이다. 예를 들어 매출채권 회수의 가속화와 재고자산 보유기간의 단축, 그리고 공급자에 대한 매입채무 지급기간의 연장을 통해 자산 회전율을 개선하여 기업의 재무성과를 창출할 수 있다. 다수의 선행연구에서는 M&A 이후 피인수기업의 운영자본 관리가 좋아지고, M&A 이전에 비해 재고 및 매출채권의 수준이 급격히 감소하고 회전율이 개선되면서 M&A 이후 기업들이 평균적으로 동종업계의 기업들보다 훨씬 적은 양의 운영자금을 보유하고 있다는 사실을 확인하였다(Baker and Wruck, 1989; Muscarella and Vetsuypens, 1990; Singh, 1990; Holthausen and Larcker, 1996; Long and Ravenscraft, 1993; Kester and Luehrman, 1995; Samdani et al., 2001; Smith, 1990). 또한, Wright(2001)는 M&A가 기업의 비효율성을 해소하기 위한 수단인 동시에 자본시장의 관점에서 내부 또는 외부적으로 강력한 성장 견인이 되어 가치를 제고한다고 주장하였다.

2. M&A 성과의 간접 요인

M&A 성과의 간접 요인은 기업의 경영 성과에 간접적으로 영향을 미쳐서 직접적인 성과 요인의 긍정적 효과를 증폭시키는 역할을 한다.

먼저 전략적 투자자의 간접적 성과 증대 요인은 결합기업간의 규모 및 범위의 경제, 조직의 효율성 및 소통원활, 그리고 수직적 통합과 생산 및 유통비용의 절감(Jensen and Ruback, 1983) 등으로 인한 결합기업간의 시너지 효과가 대표적이다. Goold and Campbell (1998)에 따르면 M&A를 통한 시너지 창출은 6가지 영역, 1) 유형 자산의 공유에 따른 규모의 경제 달성과 원가 절감, 2) 노하우의 공유, 3) 구매력 증가로 시장 내 지위의 향상을 통한 협상력 증가, 4) 전략적 협력(Coordinated strategies), 5) 수직적 통합에 의한 안정적 수요 및 공급의 확보, 6) 신사업의 공동 진출에서 발생한다. 고광명, 강재정(2012)은 구조시스템의 통합이 기업의 시너지 실현에 유의한 양(+의 영향을 미치는 것을 확인하여 결합기업간 경영자원의 효율적 활용이 긍정적인 경영성과로 이어질 것이라 주장하였다. 조지호, 전상경(2004)은 1992~2002년 동안 국내 139개의 상장합병기업을 대상으로 한 인수합병의 성과측정 분석 연구에서 기업지배구조가 합병성과에 긍정적인 영향을 미치는 것을 확인하였다. 특히 외부 투자자들의 투자가 기업지배구조 개선에 영향을 미치면서 기업가치를 훼손하는 투자 의사결정을 막음으로써 긍정적인 합병성과로 이어진다고 분석하였다. 또한 박순홍, 신현한(2010)은 상장 기업들에 대하여 기업지배구조점수를 활용하여

인수합병공시에 대한 시장반응과 기업지배구조의 관계를 분석한 결과, 기업지배구조가 좋을수록 인수합병 의사결정 효율성이 높아지는 것으로 확인하였다.

한편, 재무적 투자자들의 투자가 기업성장에 미치는 영향에 대한 국내 연구 결과는 명확하게 한 방향으로 일치하지는 않는다. 김성태, 조영석(2009)에 따르면 사모투자펀드 제도가 도입된 2004년 12월부터 2006년 12월 말까지 29개 표본기업을 상대로 기업경영성장을 분석한 연구에서 사모투자펀드 투자가 기업의 유동비용, 기업위험도, 매출액순이익에 긍정적 효과를 유발하는 것으로 나타났다. 또한 송홍선(2015)은 사모투자펀드의 피인수기업 43개를 대상으로 연구한 결과 사모투자펀드가 피인수기업의 경제적 성과를 높인 것을 확인하였다. 반면, 구자현(2015)은 2004년부터 2014년까지 사모투자펀드가 투자한 상장사를 대상으로 투자 이후의 수익성 및 성장성 지표를 중심으로 기업경영성과의 변화를 확인한 결과, 사모투자펀드가 기업가치를 제고시키지 못한 것으로 나타났다. 이렇게 재무적 투자자들이 기업성장에 미치는 영향의 방향성은 일치하지 않으나, 재무적 투자자의 간접적 성과 증대 요인으로는 대리인 비용 감소 효과를 꼽을 수 있다. Jensen(1989)은 사모펀드와 같은 재무적 투자자들에 의한 기업의 인수합병 성과 증대의 원인은 기업의 운영 및 투자 결정의 개선을 이끄는 조직의 변화라고 주장하였다. 그에 의하면 기업이 M&A과정을 겪을 때, 경영자들에게 부여된 스탁옵션과 같은 인센티브 구조와 기업인수 과정에서 증가된 재무적 레버리지가 피인수기업의 경영자들에게 더 나은 영업 실적을 내도록 유도하고, 이는 기업이 더 높은 현금흐름을 창출하게 만드는 강력한 동기가 될 수 있다. 그리고 Jensen(1986)은 재무적 투자자들이 피인수기업 경영진에 대한 견제와 감시를 행하고, 그리고 인센티브 지급을 통해 대리인 비용을 감소시키고 효율적 자본 활용과 영업이익과 현금흐름 증가 등을 가능하게 한다고 주장하였다. 또한 Grossman and Hart(1982), Jensen(1989) 등은 대리인 이론에 입각하여 새로운 경영진의 피인수기업에 대한 지분 참여는 대리인 비용을 감소시킴으로써 기업의 경제적 성과가 간접적으로 증대된다고 주장하였다.³⁾ Goergen and Renneboog (2001)와 Agca and Mozumdar(2008)는 재무적 투자자의 감시역할이 정보품질과 감시수준을 향상시켜서, 정보비대칭(information asymmetry)과 대리인문제(agency problems)를 완화하여 재무적 제약을 감소시킨다고 주장하였다.

3) 반대로 자본에 대한 경영 소유권의 증가는 경영위험 기피와 경영자 재산의 과소평가로 인해 재무성과 저하로 이어질 수 있다(Fama and Jensen, 1985; Morck et al., 1990; Holthausen and Larcker, 1996). 이를 경영자 참호가설이라 하는데, 이에 따르면 경영자는 주주의 이익을 대변하지 않고 자신의 사적인 이익과 기업 경영권에 대한 방어만을 추구하므로 기업 경영에 있어 과소투자현상을 가져와 궁극적으로 기업의 경영성과를 낮출 수 있다.

Ⅲ. M&A 성과분석을 위한 가설 설정

본 논문의 M&A 표본기업들은 대부분 비상장 중소기업으로 시장가치에 대한 정보가 거의 없다. 또한 재무적 투자자와 전략적 투자자의 투자금 회수 방법이 상이하므로 투자성과를 직접 비교하는 것이 불가능하다. 전략적 투자자는 피인수 기업을 합병하고 지속 경영하면서 기업가치를 제고하는 반면, 재무적 투자자는 적절한 시점에 IPO나 매각을 통해서 투자금을 회수한다. 따라서 본 논문에서는 M&A 성과 분석을 위하여 대표적인 경영성과 지표인 자기자본이익률(ROE)을 활용하였다. Penman(1991)은 자기자본이익률(ROE)이 미래의 수익성을 예측하는 데 유용한 정보라고 주장하였고 백원선 외 2인(2004) 역시 DuPont 방식에 따라 자기자본이익률(ROE)의 구성요소인 수익성, 활동성 및 레버리지가 미래 자기자본이익률(ROE) 및 배당가산 주가-기초자본 비율과 유의한 관계가 있음을 확인하였다. 따라서 자기자본이익률(ROE)의 변동은 투자 및 보유기간 동안 시행한 기업의 성과 개선 및 증대 활동의 결과물이 될 수 있다.

1. 가설의 설정

이에 앞서 제Ⅱ장에서 논의된 M&A 성과 창출 요인들을 고려하여 다음과 같이 가설을 설정하고자 한다.

가설 1: 직접적 성과 창출 요인이 피인수 기업의 ROE에 미치는 영향에 대하여 재무적 투자자와 전략적 투자자 간에 서로 차이가 있다.

자기자본이익률(ROE)의 변동은 직접적 성과 창출 요인인 수익성 요인과 안정성 요인, 그리고 활동성 요인과 관련이 있다. 직접적으로 영향을 미치는 개별 요인들이 M&A 기업의 ROE에 투자자 유형별로 다른 영향을 미치는 것으로 나타난다면 전략적 투자자와 재무적 투자자 각각의 간접적 요인이 직접적 요인을 증폭시킴으로써 두 종류 투자자들의 피인수 기업에 대한 성과 창출 기여가 다르게 나타날 수 있다. 또한 차이가 존재하는 직접적 요인들을 확인함으로써 전략적 투자자와 재무적 투자자가 피인수 기업의 ROE에 기여하는 역할을 상호 비교할 수 있다.

가설 2: 간접적 성과 창출 요인이 피인수 기업의 ROE에 미치는 영향에 대하여 전략적 투자자와 재무적 투자자 간에 서로 차이가 있다.

재무적 투자자와 전략적 투자자 간의 M&A 성과 창출을 위한 직접 요인은 공통적으로 나타난다. 따라서 재무적 투자자와 전략적 투자자 간의 피인수기업 성과창출에 있어 차이가 존재하는 경우, 이 차이는 전략적 투자자와 재무적 투자자의 간접적 성과 요인 차이에서 발생할 것으로 예측할 수 있다. 전략적 투자자의 간접 성과 요인은 제Ⅱ장에서 논의된 결합기업 간의 시너지 창출효과이며 재무적 투자자의 간접 성과 요인은 조직 및 소유구조의 변화, 정보비대칭성의 감소 및 대리인 비용의 감소 등이 해당 된다. 성과 창출에 대한 직접 요인의 영향력을 통제된 후에 나타나는 ROE의 차이는 두 투자자 간에 존재하는 간접 요인의 결과로 해석할 수 있을 것이다. 본 논문에서는 가설(1)의 검증을 통하여 성과 창출 간접 요인의 차이가 존재하는지를 살펴보고 이러한 차이가 전략적 투자자의 결합기업 간의 시너지효과로 인한 것인지 아니면 재무적 투자자의 대리인 비용 감소 등으로 인한 것인지 분석하고자 한다.

2. 분석 모형

Kaplan(1989)과 Smith(1990) 등의 해외 선행연구와 구자현(2015)의 국내 선행연구에 따라 영업 수익성 요인으로는 매출액대비 영업이익률의 변화를 설명변수로 사용하고, 추가적으로 현금흐름 개선 여부를 살펴보기 위하여 매출액대비 EBITDA율의 변화를 설명변수로 사용하였다. EBITDA는 순이익에 이자비용, 법인세, 감가상각비와 무형자산상각비를 더한 이익의 측정치로서 실무적으로 현금흐름을 나타내는 대용변수로 흔히 사용된다.

<표 1> M&A 성과 분석을 위한 요인 별 재무변수

본 논문의 모형을 도출하기 위하여 다음과 같이 M&A 성과 분석을 위한 재무변수를 구분하고 변수의 산출 방법을 정리하였다.

구분	변수 산출 방법
M&A 성과지표	• ROE = 당기순이익/((당기자기자본+전기자기자본)/2)
영업수익성 요인	• 영업이익률 = 영업이익/매출액 • EBITDA율 = (순이익+이자비용+법인세+감가상각비+무형자산상각비)/매출액
성장성 요인	• 매출액 증가율 = 당기매출액/전기매출액
안정성 요인	• 자기자본비용 = 자기자본/총자산 • 금융비용부담률 = 금융비용/매출액 • 부채비용 = 총부채/자기자본 • 차입금의존도 = 차입금/총자산 • 유동부채비용 = 유동부채/자기자본
활동성 요인	• 매출채권회전율 = 당기매출액/근2년평균(매출채권+미수금) • 재고자산회전율 = 당기매출액/근2년평균재고자산
각 비율별 변화량(Δ)	= M&A 거래 시점 이후 평균-M&A 거래 이전 평균

또한 성장성 요인을 확인하기 위하여 매출액증가율의 변화를 설명변수로 포함하였다. 그리고 M&A를 통한 자본구조의 개선을 살펴보기 위하여 자기자본비율의 변화, 금융비용 부담률(금융비용매출액비율)의 변화, 부채비율의 변화, 차입금의존도(총자산대비 차입금비율)의 변화와 유동부채비율의 변화를 안정성 요인 설명변수로 회귀모형에 삽입하였다. 자본구조의 개선과 관련된 변수를 다양하게 선정하여 삽입한 이유는 박순홍, 신현한(2010)의 연구에서도 확인된 바와 같이 부채비율이 높을수록 인수합병공시효과가 높게 나타나는 부채감시시설이 특히 재무적 투자자의 자본조달의 방식에서 분명하게 나타날 수 있기 때문이다.

M&A 기업의 경영 효율성 개선을 살펴보기 위하여 총자산회전율 변화 대신에 매출채권 회전율의 변화와 재고자산회전율의 변화를 설명변수를 사용하였다. 총자산이익률은 매출액 이익률과 총자산회전율로 분해되어 활동성 요인으로 총자산회전율을 사용하여야 하나, Baker and Wruck(1989)가 제시한 바와 같이 기업가치 제고를 위하여 특히 운전자본의 효율성 증대가 적극 활용되므로 직접적 성과창출 요인을 더 분명하게 확인하기 위하여 매출채권회전율의 변화와 재고자산회전율의 변화를 사용하였다.

또한 재무적 투자자와 전략적 투자자 간에 M&A 성과창출에 있어 간접적인 차이가 있는지를 살펴보기 위한 변수로 재무적 투자자인 경우 1의 값을 갖고 전략적 투자자인 경우 0의 값을 갖는 더미변수 D를 삽입하였다. 더미변수 D의 추정치를 통해 직접적 성과창출과 관련된 변수의 영향력을 통제하여 나타나는 성과창출 결과의 차이를 재무적 투자자와 전략적 투자자 간에 존재하는 간접적 요인의 차이로 해석할 수 있을 것이다.

이와 같은 설명변수들에 대하여 Badunenko et al.(2010)이 제시한 회귀분석모형을 기반으로 다음 식 (1)의 회귀모형을 설정한다.

식 (1) 회귀모형

$$\Delta ROE = \beta_0 + \beta_1 D + \sum_{k=2}^{10} \beta_k \Delta X_k + e$$

D: 재무적 투자자= 1, 전략적 투자자=0

ΔX_2 : 매출액대비 영업이익률 변화 또는 매출액대비 EBITDA율 변화

ΔX_3 : 자기자본비율 변화

ΔX_4 : 금융비용부담률(금융비용매출액비율) 변화

ΔX_5 : 부채비율 변화

ΔX_6 : 차입금의존도(총자산대비 차입금비율) 변화

- ΔX_7 : 유동부채비율 변화
- ΔX_8 : 매출채권회전을 변화
- ΔX_9 : 재고자산회전을 변화
- ΔX_{10} : 매출액증가율 변화

종속변수는 M&A 거래 이전 시점과 거래 이후 시점에 걸친 ROE의 변동분을 사용하였다. M&A 거래 이전 시점과 이후 시점은 인수 및 투자거래 완료 일자가 속한 년도로부터 각각 3년 전과 3년 후로 설정하고, 7년간의 ROE 차이와 직접 요인의 관계를 확인하기 위하여 위의 식 (1)을 정하였다.

한편 가설 2의 직접 요인들이 ROE의 변화에 미치는 영향에 있어 재무적 투자자와 전략적 투자자 간에 차이가 있는지를 분석하기 위하여 식 (2)와 같은 회귀모형을 설정하였다.

위의 식 (2)는 직접적인 요인이 ROE의 변화에 미치는 영향에 있어 재무적 투자자와 전략적 투자자 간에 차이가 있는 지를 실증 분석하기 위하여 직접 요인에 재무적 투자자인 경우에 1의 값을 갖는 더미변수를 곱한 상호작용변수들을 추가로 삽입한 것이다. 이 상호작용변수들은 M&A를 통한 간접 요인(더미변수)이 ROE의 변화에 직접적으로 영향을 미치기보다 특정한 직접 요인을 통하여 상호작용적인 영향을 줄 것으로 기대하여, 그 변화를 측정하기 위한 변수들이다.

식 (2) 회귀모형

$$\Delta ROE = \beta_0 + \beta_1 D + \sum_{k=2}^{10} \beta_k \Delta X_k + \sum_{k=2}^{10} \gamma_k^* D_k \Delta X_k + e$$

D: 재무적 투자자= 1, 전략적 투자자=0

- ΔX_2 : 매출액대비 영업이익률 변화 또는 매출액대비 EBITDA율 변화
- ΔX_3 : 자기자본비율 변화
- ΔX_4 : 금융비용부담률 변화
- ΔX_5 : 부채비율 변화
- ΔX_6 : 차입금의존도 변화
- ΔX_7 : 유동부채비율 변화
- ΔX_8 : 매출채권회전을 변화
- ΔX_9 : 재고자산회전을 변화
- ΔX_{10} : 매출액증가율 변화

IV. 실증분석

1. 표본

본 연구의 대상이 되는 중소기업의 범위는 공정거래법에 근거하여 대기업과 자산총액이 5조원 미만 이상인 기업이 실질적으로 지배하지 않는 기업으로 구분하였다. 투자 및 인수 거래에 대한 정보는 M&A 뉴스정보기관인 Mergermarket을 이용하여 수집하였다. Mergermarket 데이터는 전 세계 M&A 거래에 대하여 인수자 및 매도자, 그리고 대상 기업 등의 거래 당사자와 거래 당사자들의 자문기관과 대출기관 등의 데이터, 그리고 거래 지분율, 거래 금액, 거래 배수 등을 포함한다. 해당 데이터는 국가별, 산업별, 거래 형태 및 유형별(국경 간 거래, 국내 거래, 사업부 매각 등) 분류가 가능하다.

먼저 M&A 거래 년도를 포함하여 거래 전후 각각 3년 동안 기업의 성과 변동을 분석하기 위하여 2011년부터 2016년까지 전체 지분투자 거래 데이터를 취합하였다. 또한 거래 공시 일자 기준으로 경영권이 넘어가기는 하지만, 공시 이후에 잔금이 납입되지 않는 등의 이유로 거래가 불발될 수 있으며, 거래 잔금 납입으로 최종적이고 실질적으로 인수에 대한 의사결정과 경영권이 완전하게 행사되기 때문에 거래 공시일자(Announcement date) 기준이 아닌 거래완료일자(Completion date)를 기준으로 분류하였다.

Mergermarket에서 수집한 자료에 따르면 2011년부터 2016년까지 총 1698건의 M&A 거래가 있었다. 이중 FnGuide의 데이터베이스인 QuantiWise를 이용하여 금융산업 및 부동산산업, 그리고 피인수 기업이나 인수/투자자의 대기업 계열사 거래여부를 파악하여 제외한 결과, 중소기업의 거래 건수는 1,052건으로 확인되었다.

본 논문의 분석 대상인 6년 동안 중소기업의 M&A거래 증가율은 171건에서 211건으로 23%이다. 이는 아래 [그림 1]에서와 같이 증가한 수치이며, 전체 M&A 거래건수의 증가율 16%에 비해 높게 나타난다.

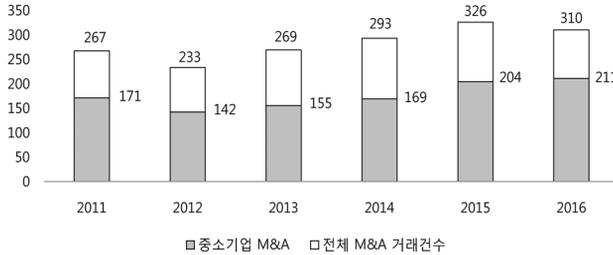
그리고 중소기업의 M&A거래는 여전히 전략적 투자자에 의한 거래가 많기는 하지만 [그림 2]에서 나타나는 바와 같이 재무적 투자자에 의한 거래 비중이 또한 2011년 16%에서 2016년 27%로 크게 증가하고 있다.

그리고 중소기업의 M&A거래 중 비상장 중소기업의 특성 상 인수 후 합병되거나 회계 및 재무 정보의 오류를 통제하기 위하여 QuantiWise와 Kis-line상의 기업 및 재무정보를 비교 검증하는 과정을 거쳤다. 이에 법정관리기업, 거래 전후 7년 분석기간 중 합병 및 청산으로 해산된 기업, 두 번 이상의 투자거래가 있었던 기업, 그리고 회계 및 재무 정보의

이용이 불가능한 기업 등을 표본에서 제외하였다. 그 결과 최종 표본으로 선정된 기업은 다음 <표 2>와 같이 175개 기업⁴⁾이다.

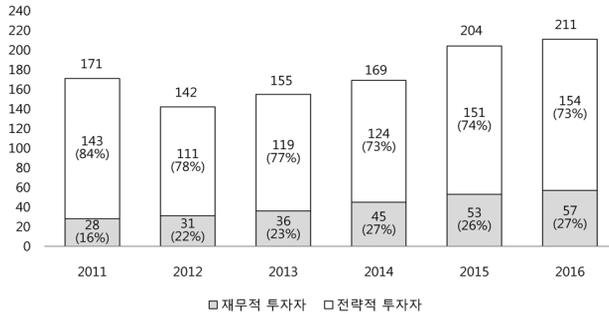
[그림 1] 연도별 전체 M&A 및 중소기업 M&A 거래 건수

이 그림은 2011년부터 2016년까지의 전체 M&A 거래 건수와 중소기업 M&A 거래 건수를 보여 준다.



[그림 2] 연도별 투자자 유형별 중소기업 M&A거래 건수

이 그림은 국내 중소기업에 대한 전략적 투자자와 재무적 투자자의 M&A 거래를 연도별로 정리한 것이다.



<표 2> 표본 거래의 연도별 투자자 유형별 표본 수

2011년부터 2016년까지 중소기업에 대한 인수 투자 거래 중 175건의 표본을 선정하였으며, 재무적 투자자 거래 표본과 전략적 투자자 거래 표본은 각각 52건과 123건이다.

거래발생년도	재무적 투자자	전략적 투자자	합계
2011	9	33	42
2012	4	16	20
2013	6	12	18
2014	6	18	24
2015	14	20	34
2016	13	24	37
합계	52	123	175

4) 선정된 표본의 대표성 검증을 위해 투자자 유형 변수와 거래발생 연도에 대해 카이제곱검정(Chi-Square test)을 수행하였으며, 투자자 유형 및 연도 별 거래체결 수에 대한 카이제곱 검정 결과, 표본과 모집단 간 분포차이는 없는 것으로 확인되었다.

투자자 유형과 관련하여 인수 및 투자가 금융감독원에 등록된 경영참여형 사모집합 투자기구(이하 사모투자펀드)의 업무집행사원에 해당되는 경우 재무적 투자자로 구분하였다. 이외 금융업을 제외한 업종에 속한 기업이나 개인 투자자가 참여한 거래는 전략적 투자자 거래로 구분하였다. 재무적 투자자와 전략적 투자자가 공동으로 참여한 거래는 전략적 투자자 거래로 구분하였는데, 이는 전략적 투자자와의 공동인수에서 재무적 투자자는 전략적 투자자에 대한 거래자금 지원의 역할이 강하기 때문이다.

2. 표본의 기술통계량

<표 3>은 본 연구에서 사용된 표본 M&A 기업의 종속변수와 독립변수의 기술통계량을 보여준다. 통계에 따르면 M&A 기업의 수익성(영업이익률 및 EBITDA율의 변화, 매출액 증가율 변화)을 나타내는 변수들의 평균과 중위값이 모두 음(-)의 결과로 나타났다. 한편, 레버리지 비율인 부채비율, 차입금의존도 그리고 유동부채비율 변화의 평균과 중위값 역시 모두 음(-)의 결과로 나타났다.

<표 3> M&A 표본 기업의 종속변수와 독립변수의 기술통계량

이 표는 175개의 M&A 표본 기업에 대한 종속변수 ROE변화와 M&A 성과를 나타내는 독립변수들의 기술통계량을 보여준다.

전체	평균	표준편차	최솟값	25%	50%	75%	최댓값
△ROE	-5.5	20.8	-74.1	-16.0	-6.0	3.6	53.4
△영업이익률	-1.3	9.0	-32.0	-4.9	-1.0	1.6	39.4
△EBITDA율	-4.1	16.8	-37.2	-8.1	-3.4	0.0	24.8
△자기자본비율	0.9	10.8	-38.0	0.0	0.0	2.4	44.1
△금융비용부담율	-0.4	1.6	-7.1	-1.0	-0.2	0.3	10.2
△부채비율	-30.9	122.5	-441.5	-65.9	-15.5	26.2	465.1
△차입금의존도	-4.3	16.7	-54.2	-14.6	-2.4	5.8	42.7
△유동부채비율	-29.7	104.6	-505.9	-55.7	-14.9	15.8	359.4
△매출채권회전율	-0.8	5.0	-34.3	-1.9	-0.1	0.8	12.4
△재고자산회전율	0.6	15.7	-61.0	-3.9	-0.2	1.4	92.6
△매출액증가율	-5.1	29.0	-129.8	-15.1	-1.8	6.4	106.8

<표 4>는 투자자 유형별 M&A 기업의 ROE 변화에 대한 기술통계량을 보여준다. 전략적 투자자와 재무적 투자자의 ROE 평균은 각각 -3.3과 -10.5이고 그 차이는 -7.2이다. 또한, 전략적 투자자와 재무적 투자자의 중위수는 -4.5와 -10.4이다. 전략적 투자자와 재무적

투자자의 M&A 기업의 ROE 변화의 평균과 중위수 모두 음(-)의 결과를 나타낸다.

레버리지 효과로 기업가치를 증대할 수 있는 부채비율은 하락한 반면, 자기자본비율은 증가하였다는 것은 중소기업의 M&A거래가 구조 인수와 함께 신주인수의 유상증자를 동반한 투자로 이루어졌음을 의미한다. 반면, 당초 목표하던 가치창출은 달성하지 못하여 영업이익률과 EBITDA률의 하락으로 이어지면서 중소기업 M&A에서는 사후적으로 ROE가 감소한 결과로 나타난 것으로 이해할 수 있다.⁵⁾ 본 논문에서 별도로 보고하고 있지 않지만, 두 유형의 투자자 M&A 기업의 ROA 변화 역시 평균과 중위수 모두 음(-)의 결과를 확인할 수 있었다.

<표 4> 투자자 유형별 M&A 기업의 ROE 변화에 대한 주요 통계량

이 표는 투자자 유형별 M&A 기업의 ROE 변화에 대한 기술통계량을 보여준다.

ROE 변화	평균	표준편차	최솟값	25%	50%	75%	최댓값
전략적 투자자	-3.3	21.0	-74.1	-13.0	-4.5	5.5	53.4
재무적 투자자	-10.5	19.3	-56.9	-20.3	-10.4	-0.5	36.6
재무적 투자자 - 전략적 투자자	-7.2**	-1.8	17.2	-7.3	-5.9**	-6	-16.8

***, **, *는 각각 1%, 5%, 10% 내에서 유의함.

3. 분석결과

<표 5>는 회귀모형(1)의 분석결과이다. 절편과 더미변수의 계수가 모든 모형에서 음(-)의 값을 가지며 대체적으로 유의하다. 이 결과는 M&A 이후 기업의 ROE가 M&A 이전 대비 하락하였으며, ROE 하락은 재무적 투자자 유형에서 더욱 두드러지는 것으로 나타난다. 이는 앞서 사모투자펀드가 투자한 기업을 대상으로 투자 이후의 기업경영성과의 변화를 확인한 결과 사모투자펀드가 기업가치를 제고시키지 못하였다고 주장한 구자현(2015)의 분석 결과와 일치한다. x(1)-f 모형은 통제변수 없이 더미변수만을 투입하였으며, 나머지 모형은 통제변수도 같이 투입한 모형이다. (1)-f 모형에서는 절편과 더미변수의 계수가 -3.38, -7.12인 반면, 나머지 모형에서는 -2.72~-3.17, -4.47~5.13이다. 이는 통제변수가 전략적 투자자의 ROE 변화와 재무적 투자자와 전략적 투자자의 ROE 차이를 약 6~20%,

5) M&A는 기업가치 증대의 목적으로 추진되지만, 오히려 기업가치나 경영성과를 하락시킬 수도 있다. Meckl et al.(2006)은 M&A의 성공 가능성은 매우 낮다고 주장하였으며, Harding et al.(2013)과 Bruner(2002) 역시 M&A는 기업의 가치를 증가시키기 보다는 파괴한다고 주장하였다. Christensen et al.(2011)의 연구에서는 M&A 거래의 70%~90%가 실패한다는 결과가 나타났다. 또한 국내 연구로서 김성표(2010)는 포천 글로벌 기업의 M&A 1,034건을 대상으로 2년 동안의 성과변화를 분석한 결과 56.1%가 기업가치 창출에 실패한 것으로 나타났다.

28%~37%를 설명하고 있음을 시사한다. (1)-f 모형에서 수정 R²는 1.9%이지만, 나머지 모형에서는 35.6%~36.8%이다. 이는 통제변수가 ROE 변화를 상당부분 설명해 줄 수 있음을 시사한다.

분석결과에서 전략적 투자자에 비해 재무적 투자자의 M&A 성과가 부정적인 이유는 아직 국내 재무적 투자자의 기업가치 제고 경험과 노하우 부족으로 기대하던 M&A 성과가 나타나지 않을 수 있기 때문이다(구자현, 2015). 비상장 중소기업은 상장기업 또는 대기업

<표 5> 투자자 종류별 M&A 직접 성과 요인에 대한 회귀분석 결과

2011년부터 2016년까지의 중소기업 M&A 피투자 기업 175개에 대한 투자자 유형별 M&A 성과를 확인하기 위하여 재무적 투자자와 전략적 투자자를 더미변수로, M&A 이전과 후의 매출액 대비 영업이익증가율 변화 등의 주요 M&A 성과를 통제변수로 두고 Δ ROE를 종속변수로 회귀분석을 실시하였다.

식(1)	설명	회귀계수 (t-값)					
		(1)-a	(1)-b	(1)-c	(1)-d	(1)-e	(1)-f
절편		-3.17*	-2.86*	-2.86*	-2.72*	-2.72*	-3.38
		(-2.00)	(-1.79)	(-1.84)	(-1.74)	(-1.72)	(-1.82)
D	재무적 투자자=1	-4.47	-4.65	-4.87*	-5.13*	-4.74*	-7.12**
	전략적 투자자=0	(1.61)	(-1.66)	(1.76)	(1.85)	(-1.70)	(-2.09)
ΔX_2	매출액대비 영업이익률변화	0.90***	0.96	0.93***	0.91***	0.96***	
		(6.04)	(6.47)	(6.31)	(6.17)	(6.41)	
ΔX_3	자기자본비율변화	-0.17	-0.13	-0.19		-0.20	
		(-1.36)	(-1.01)	(-1.52)		(-1.52)	
ΔX_4	금융비용부담률변화	0.07	-0.58			0.04	
		(0.09)	(-0.69)			(0.05)	
ΔX_5	부채비율변화	0.05**	0.02	0.04*	0.04*		
		(2.01)	(1.11)	(1.88)	(1.88)		
ΔX_6	차입금의존도변화	-0.25**		-0.23**	-0.20*	-0.12	
		(-2.03)		(-2.04)	(-1.77)	(-1.13)	
ΔX_7	유동부채비율변화	-0.07***	-0.07	-0.07***	-0.07***	-0.04***	
		(-3.33)	(-2.99)	(-3.25)	(-3.13)	(-2.78)	
ΔX_8	매출채권회전율변화	0.39	0.35	0.50**	0.49*	0.50*	
		(1.48)	(1.29)	(2.01)	(1.95)	(1.96)	
ΔX_9	재고자산회전율변화	0.11	0.10				
		(1.34)	(1.20)				
ΔX_{10}	매출액증가율변화	0.24***	0.24	0.25***	0.26***	0.24***	
		(5.40)	(5.18)	(5.36)	(5.64)	(5.30)	
수정 R ²		0.368	0.356	0.369	0.364	0.356	0.019
F-값 (p-값)		11.15	11.71	13.73	15.23	13.01	4.36
		(<.0001)	(<.0001)	(<.0001)	(<.0001)	(<.0001)	(<.0001)

***, **, *는 각각 1%, 5%, 10% 내에서 유의함.

대비 회계 및 기업정보가 부정확하거나 투명하지 않아 정보의 비대칭성 문제가 크므로, 부실기업이 M&A 시장에 더 많이 매물로 나타날 가능성이 높다(Jensen, 1989). 또한 중소기업의 인수 합병은 M&A 과정 중에 실사가 진행되지 않거나 간단한 평가로 거래를 종료하는 경우가 많아, 인수 합병 후 시너지 창출에 실패할 가능성 역시 높으며 인수자의 감시 기능 역시 제대로 작동하지 않을 수 있다. 따라서 중소기업 M&A의 경우, 경영성과개선의 극대화를 위해 사전적으로 충분한 시너지 효과를 검토하고 감시 기능을 포함한 인수 후 통합에 대한 전략적 사고를 갖추고 M&A를 추진 할 필요가 있다(이광철, 2008; 서응교, 이승창 2014).

한편, 모든 변수를 통제한 (1)-a의 분석 결과, 수익성, 안전성과 성장성을 나타내는 변수들인 영업이익률의 변화, 부채비율의 변화, 매출액증가율의 변화는 통계적으로 유의한 양(+)의 회귀계수 추정치를 갖는 것으로 나타났다. 이러한 변수들의 회귀계수 추정치가 통계적으로 유의한 양(+)의 값을 갖는 것으로 나타난 것은 수익성, 안전성 및 성장성 등이 재무적 투자자와 전략적 투자자들에 있어 공통적으로 ROE 변화에 긍정적인 영향을 준다는 것을 의미한다.

특별히 자본구조를 나타내는 부채비율의 회귀계수 추정치가 통계적으로 유의하게 양(+)의 값을 갖는 것은 부채의 증가로 ROE의 증가를 유도하는 레버리지 효과를 보여주는 것으로 해석할 수 있다. 반면, 차입금 의존도의 변화와 유동부채비율의 변화는 통계적으로 유의한 음(-)의 회귀계수 추정치를 갖는 것으로 나타났다. 장단기 부채인 차입금과 유동부채가 많은 기업은 현금흐름에 대한 압박을 받을 수 있으며, 이는 M&A 기업의 성과를 저해하는 요인이 될 수 있다. 이 결과는 재무적 투자자와 전략적 투자자들이 공통적으로 차입금의존도와 유동부채비율의 개선을 통해 M&A 기업의 ROE를 증가시킴으로써 긍정적인 성과를 내고 있음을 보여준다. 이는 PEF 투자에 대한 재무적 성과 연구를 진행한 김성태, 조영석(2009)의 분석과는 상이한 결과이다. 김성태, 조영석(2009)은 PEF의 M&A 투자성과에 관한 연구에서 부채비율과 매출액증가율 면에서는 통계적으로 유의하지 않은 결과를 확인하였으며, 유동부채 대비 유동자산비율이 높을수록 시장평가에서 유의적인 양(+)의 결과가 나타나는 것을 확인한 바 있다.

추가적으로 순이익에 이자비용, 법인세, 감가상각비와 무형자산상각비를 더한 값으로 실무적으로 현금흐름을 나타내는 대용변수인 EBITDA율의 변화를 영업이익 대신 독립변수로 투입하여 분석한 결과는 영업이익률의 변화와 유사하게 통계적으로 유의한 양(+)의 회귀계수 추정치를 갖는 것으로 나타났다. 이는 EBITDA율의 변화와 같은 현금흐름의 개선이 재무적 투자자와 전략적 투자자들에게 있어 공통적으로 M&A 기업의 ROE개선에 긍정적인 효과를 준다는 것을 의미한다.

한편, 본 연구는 비상장 중소기업을 대상으로 실증분석을 실시하였기 때문에 부채비율이

높은 중소기업의 특성을 고려하여 ROE 대신 ROA변화가 주요할지 살펴보았으나 유의미한 결과는 도출되지 않았다.

<표 6>은 M&A 직접 성과 요인에 대하여 선행 연구 결과를 바탕으로 독립변수의 예상영향과 본 논문의 실증분석결과를 비교 정리한 내용이다.

<표 6> M&A 직접 성과 요인에 대한 예상 영향과 분석 결과 비교

독립변수 별 선행연구 결과 등을 바탕으로 예상된 영향을 본 논문의 분석 결과와 비교 정리하였다.

분류	독립변수	ROE변화 예상 영향	ROE변화 영향 결과
영업수익성	△영업이익률	양(+) (Kaplan, 1989; Smith, 1990; 구자현, 2015)	양(+) (1-a, c, d, e)
	△EBITDA율	양(+) (송영균, 주상용, 1997)	양(+) (1-a, b, c, d, e)
성장성	△매출액 증가율	유의하지 않음 (김성태, 조영석, 2009)	양(+) (1-a, c, d, e)
안정성	△자기자본비율	음(-) (이정학, 2011)	유의하지 않음
	△금융비용부담률	-	유의하지 않음
	△부채비율	양(+) (Maloney et al., 1993)	양(+) (1-a, c, d,)
	△차입금의존도	음(-) (이석규, 1989)	음(-) (1-a, c, d)
활동성	△유동부채비율	양(+) (김성태, 조영석, 2009)	음(-) (1-a, c, d, e)
	△매출채권회전율	양(+) (Lichtenberg and Sigel, 1990; 김성태, 조영석, 2009)	양(+) (1-c, d, e)
	△재고자산회전율	-	유의하지 않음

선행연구에 따르면 영업수익성은 일반적으로 기업성과 제고에 긍정적인 영향을 주는 것으로 나타났다(Kaplan, 1989; Smith, 1990; 구자현, 2015). 그리고 본 연구결과는 선행연구의 결과와 일치하였다. 성장성 지표인 매출액 증가율은 선행연구에 따르면 유의하지 않을 것으로 보인다. 하지만 매출액의 증가는 일반적으로 기업가치에 긍정적인 영향을 미치므로 M&A로 인한 매출액의 증가는 ROE 증가에 긍정적인 영향을 줄 것으로 예상하였고, 본 연구결과 기업성파에 유의미한 양(+)의 영향을 주는 것으로 나타났다. 안정성 지표인 자기자본비율, 금융비용부담률, 부채비율, 차입금의존도, 유동부채비율에 대한 선행 연구는 여러 방향으로 확인되고 있다. 먼저 부채증대와 관련하여 M&A 이후 레버리지 효과를 노린 전문경영인의 경영전략에 관한 대리인 이론이 있는데(Jensen, 1989), 선행연구에 따르면 차입금 의존도의 변화와 유동부채비율의 변화는 각각 음(-)과 양(+)으로 상이한 방향을 나타낸다(이석규, 1989; 김성태, 조영석, 2009). 따라서 기업가치 제고에 관한 방향성을 예측하기 어렵다. 본 연구결과도 마찬가지로 차입금의존도와 유동부채비율의 증가는 ROE 증가에 부정적인 영향을 주는 것으로 나타났으나, 총부채비율의 증가는 ROE 증가에 긍정적인

영향을 미치는 것으로 상반되게 나타났다. 또한 실증적으로 이정학(2011)은 M&A 이후 자기자본비율의 감소가 나타난 것을 확인하여 본 연구에서 또한 자기자본비율이 감소할 것으로 예상하였으나, 자기자본비율과 금융비용부담률에 대한 유의한 결과는 나타나지 않았다. 마지막으로 활동성에 관하여 매출채권회전율과 재고자산회전율의 증가는 기업가치에 긍정적인 영향을 미치므로 ROE의 변화에 양(+)의 영향을 미칠 것을 예상하였다(Lichtenberg and Sigel, 1990; 김성태, 조영석, 2009). 그리고 본 연구결과도 동일하게 매출채권회전율의 증가는 ROE의 증가에 유의미한 양(+)의 영향을 미치는 것으로 나타났다. 하지만 재고자산회전율의 증가는 유의하지 않은 것으로 나타났다.

<표 7>은 가설 2의 M&A 성과의 직접 요인들이 ROE 변화에 미치는 영향에 있어 투자자 유형별 차이가 있는지를 보기 위해 설정한 회귀모형의 추정결과를 제시한 표이다. 두 투자자들 간의 차이는 직접 요인의 ROE 변화에 대한 간접 요인의 증폭효과로 해석할 수 있다.

<표 7>에서는 <표 5>에 비해 절편과 더미변수의 계수 크기가 대체적으로 낮게 나오지만, 특히 더미변수의 계수 크기 감소가 두드러진다. 이는 재무적 투자자와 전략적 투자자의 ROE 변화 차이는 통제변수의 차이에 의해 상당히 설명될 수 있음을 시사한다. 수정 R² 역시 <표 5>에 비해 대체적으로 증가한다.

수익성 개선을 나타내는 영업이익률 변화의 상호작용변수(D* ΔX_2) 회귀계수 추정치는 1% 수준에서 모두 통계적으로 유의한 음(-)의 값을 갖는 것으로 나타났으나, 그 밖에 다른 상호작용변수들은 대체적으로 유의하지 않게 나타났다. 이 결과는 가설 2에서 언급된 직접적 요인 중에서 영업 수익성 요인만이 재무적 투자자와 전략적 투자자간에 차이가 있음을 나타내며, 유의한 음(-)의 값은 영업 수익성의 ROE에 대한 긍정적 효과는 전략적 투자자 대비 재무적 투자자에 대해서 더 작다는 것을 의미한다. 영업이익률은 잘 알려진 바와 같이 기업이 제품 및 가격 차별화 전략과 원가 절감 및 자산 효율성 등의 제고 등의 전략을 활용하였을 때 증가하는 비율이다. 따라서 이 분석 결과는 M&A 이후 전략적 투자자들이 재무적 투자자에 비해 더 효과적으로 경영 개선 전략을 이행하고, M&A 성과에서 더 높은 시너지 효과를 일으키는 것으로 해석할 수 있다.

한편, 더미변수 D의 회귀계수 추정치는 음(-)의 값을 갖는 것으로 나타났으나 통계적으로는 유의하지 않았다. 이는 간접적인 성과 요인의 효과가 각각 직접 요인으로 분산되어 나타난 결과로 해석할 수 있다.

또한 영업이익률 변화 대신에 현금흐름의 변화를 나타내는 대응변수로 EBITDA율의 변화를 투입한 결과 역시 영업이익률의 회귀분석과 유사하게 음(-)의 값을 가지며 1% 수준에서 유의한 것으로 나타났으나, 그 외의 상호작용변수들은 유의하지 않은 것으로 나타났다.

<표 7> 투자자 종류별 M&A 직간접 성과 요인 및 상호작용에 대한 회귀분석

회귀분석 식 (1)에 영업성과 변수와 투자자 집단 간 변수에 상호작용변수를 추가하여 회귀분석을 실시하였다.

식(2)	설명	회귀계수 (t-값)					
		(2)-a	(2)-b	(2)-c	(2)-d	(2)-e	(2)-f
절편		-2.66*	-2.51	-2.72*	-2.67*	-2.23*	-3.72**
		(-1.67)	(-1.56)	(-1.77)	(-1.74)	(-1.41)	(-2.09)
D	재무적 투자자=1 전략적 투자자=0	-3.64	-3.44	-3.58	-3.33	-4.04	-3.57
		(-1.18)	(-1.11)	(-1.17)	(-1.11)	(-1.31)	(-1.04)
△X ₂	영업이익률변화	1.45***	1.47***	1.36***	1.32***	1.48***	
		(6.36)	(6.37)	(6.48)	(6.42)	(6.45)	
△X ₃	자기자본비율변화	-0.16	-0.09	-0.16		-0.17	0.13
		(-0.99)	(-0.58)	(-1.04)		(-1.06)	(0.73)
△X ₄	금융비용부담률 변화	1.47	0.67			1.15	-2.34
		(1.29)	(0.63)			(1.01)	(-2.12)
△X ₅	부채비율변화	0.05**	0.03	0.05*	0.05*		-0.03
		(2.22)	(1.47)	(1.93)	(1.90)		(-2.28)
△X ₆	차입금의존도변화	-0.25*		-0.17	-0.14	-0.07	
		(-1.75)		(-1.32)	(-1.12)	(-0.61)	
△X ₇	유동부채비율변화	-0.09***	-0.08	-0.08***	-0.08***	-0.05	
		(-3.81)	(-3.53)	(-3.59)	(-3.57)	(-3.12)	
△X ₈	매출채권회전율 변화	0.37	0.27	0.47*	0.47*	0.47*	0.59*
		(1.20)	(0.88)	(1.66)	(1.66)	(1.64)	(1.81)
△X ₉	재고자산회전율 변화	0.11	0.11				
		(1.17)	(1.16)				
△X ₁₀	매출액증가율변화	0.16***	0.16***	0.17***	0.17***	0.16***	0.29***
		(2.78)	(2.75)	(2.93)	(3.08)	(2.79)	(4.71)
D*△X ₂	D*영업이익률변화	-1.12***	-1.06***	-0.98***	-0.92***	-1.08***	
		(-3.36)	(-3.20)	(-3.08)	(-2.95)	(-3.27)	
D*△X ₃	D*자기자본비율 변화	0.02	-0.01	0.02		0.01	-0.25
		(0.06)	(-0.05)	(0.07)		(0.05)	(-0.77)
D*△X ₄	D*금융비용부담률 변화	-2.30	-2.27			-1.66	0.34
		(-1.15)	(-1.21)			(-0.86)	(0.17)
D*△X ₅	D*부채비율변화	-0.02	-0.01	-0.03	-0.02		0.08**
		(-0.30)	(-0.17)	(-0.38)	(-0.29)		(2.05)
D*△X ₆	D*차입금의존도 변화	-0.03		-0.12	-0.14	-0.16	
		(-0.11)		(-0.50)	(-0.58)	(-0.66)	
D*△X ₇	D*유동부채비율 변화	0.10	0.10	0.10	0.10	0.09**	
		(1.49)	(1.38)	(1.54)	(1.58)	(2.38)	
D*△X ₉	D*매출채권회전율	-0.14	0.08	-0.18	-0.20	-0.18	-0.27
		(-0.23)	(0.14)	(-0.30)	(-0.33)	(-0.30)	(-0.40)
D*△X ₉	D*재고자산회전율	0.08	0.05				
		(0.36)	(0.23)				
D*△X ₁₀	D*매출액증가율	0.11	0.10	0.12	0.14	0.12	-0.09
		(0.95)	(0.84)	(1.04)	(1.29)	(1.03)	(-0.74)
수정 R ²		0.406	0.395	0.405	0.407	0.394	0.191
F-값		7.26	7.71	8.88	10.17	8.56	4.74
(p-값)		(<.0001)	(<.0001)	(<.0001)	(<.0001)	(<.0001)	(<.0001)

***, **, *는 각각 1%, 5%, 10% 내에서 유의함.

V. 결 론

본 논문은 중소기업의 M&A에 있어서 투자자 유형이 피투자기업의 M&A 성과에 미치는 영향을 분석하고자 하였다. 이를 위하여 2011년부터 2016년까지 175개의 중소기업 M&A 기업을 대상으로 M&A 전후 5년간의 ROE 변화를 종속변수로 설정하고 투자자 유형을 더미변수로, M&A 성과를 독립변수로 통제하여 회귀분석을 실시하였다. 투자자 유형을 전략적 투자자와 재무적 투자자로 구분하고, M&A 성과에 영향을 미치는 요인을 기업의 재무적 성과에 영향을 미치는 직접 요인(영업수익성, 성장성, 활동성, 그리고 안정성)과 투자자 유형별 상호작용으로 재무적 성과를 증폭시키는 간접 요인으로 구분하였다. 그 결과 M&A에 따른 중소기업의 ROE는 두 유형의 투자자 모두에서 하락하였으며, 재무적 투자자의 피인수기업 ROE가 전략적 투자자 대비 더 크게 하락하였다. 또한, 투자자 유형별 더미변수와 직접 요인의 상호작용 효과 분석에서는 전략적 투자자의 간접 요인인 시너지 효과가 더 크게 일어나는 것으로 확인되었다. 이는 전략적 투자자에 의한 결합기업 간의 시너지효과가 재무적 투자자에 의한 대리인 비용의 감소 등의 효과에 비해 M&A 기업의 성과에 더 크게 나타난다는 것을 보여준다. 또한 중소기업의 단순한 조직 및 지배구조 등의 특성상 재무적 투자자의 간접적 성과창출 요인으로 고려하였던 대리인 비용이나 정보비대칭성의 감소 효과가 전략적 투자자의 M&A에도 적용된 것으로 해석할 수 있다. 이는 Jensen(1989) 등 재무적 투자자의 M&A 거래를 분석한 기존 해외 연구와는 달리 전략적 투자자의 가치창출이 재무적 투자자 대비 더 큰 효과가 나타나고 있음을 보여준다. 이는 재무적 투자자들이 조직의 변화를 통하여 기업의 운영 및 투자 결정을 개선하여 M&A 가치창출로 이어진다는 주장과는 다른 결과이지만, 구자현(2015)의 연구결과와는 일치하며 국내 중소기업에 대한 재무적 투자자의 역할이 아직은 제한적이라는 의미로 해석될 수 있다. 다만, 이 결과가 중소기업이 주요 투자 대상인 재무적 투자자의 역량의 문제인지, 혹은 앞서 언급한 바와 같이 중소기업의 특징 때문인지를 확인하려면 추가적인 연구가 필요하다.

국내 경제 발전에 있어서 중소기업의 중요성이 커지고 있으며 정부 역시 중소기업의 M&A를 적극 지원하고 있다. 이에 구조조정과 기업가치 제고에 많은 경험과 노하우를 가진 재무적 투자자들의 M&A를 독려하고 있지만, 국내에서는 중소기업에 대한 M&A와 재무적 투자자의 역할에 대한 논문이 많지 않다. 본 논문은 중소기업의 M&A에 있어서 투자자 유형별 성과를 비교한 점에서 의의가 있다.

본 논문의 분석 결과는 대기업을 대상으로 하는 경우에는 상이하게 나타날 수 있으며,

표본이 주로 비상장 기업들이었다는 점과 이로 인한 분석 방법에 제한이 있다는 점은 본 연구의 한계로 지적될 수 있다. 또한 본 논문은 대상 기간 내 1,052건의 중소기업 M&A를 전수 조사하였음에도, 실제 연구에 사용된 표본이 175개에 불과하다는 점 역시 한계이다. 따라서 향후 상장 기업을 대상으로 한 연구, 표본 규모나 분석 대상 기간을 확장한 연구, 또는 진입 시점과 출구 시점간의 실질 투자금액 대비 수익률을 비교하는 연구 등이 수행되면, 국내 기업의 M&A 가치창출에 대한 시사점을 줄 수 있을 것으로 기대한다.

참 고 문 헌

- 강효석, 김성표, “인수합병 공시가 인수기업의 주주에 미치는 영향”, 재무연구, 제22권 제3호, 2009, 73-112.
- 고광명, 강재정, “M&A 이후 결합잠재성, 구조시스템 및 사업통합, 그리고 시너지 실현간의 영향관계”, 기업경영연구, 제19권 제6호, 2012, 179-195.
- 구자현, “상시적 구조조정을 위한 과제: 사모투자펀드 활성화를 중심으로”, 한국개발연구원, 2015.
- 김병진, 정진영, “중소기업의 M&A가 합병 공시효과와 장기 영업성과에 미치는 영향”, 벤처창업연구, 제12권 제6호, 2017, 49-63.
- 김선현, 김창기, “신용등급이 M&A 활동에 미치는 영향”, 재무연구, 제33권 제3호, 2020, 339-375.
- 김성태, 조영석, “PEF투자의 경제적 성과에 관한 연구”, 금융공학연구, 제8권 제2호, 2009, 127-146.
- 김성표, “글로벌 기업 M&A에서 배우는 교훈”, 삼성경제연구소 CEO Information, 2010.
- 박순홍, 신현한, “기업지배구조와 인수합병(M&A) 공시효과”, 경영학연구, 제39권 제3호, 2010, 519-540.
- 배기범, 이준서, “경영참여형 사모펀드(PEF)의 성과분석”, 한국증권학회지, 제49권 제2호, 2020, 163-187.
- 백원선, 조현우, 호용익, “자기자본이익률 구성요소와 미래수익성 및 가치관련성”, 경영학연구, 제33권 제5호, 2004, 1329-1354.
- 변진호, 안소림, “합병인수기업의 규모효과에 관한 연구”, 재무연구, 제20권 제2호, 2007, 37-68.
- 변진호, 우원석, “기업 인수합병 공시에 따른 주주 및 채권자의 부의 변화에 관한 연구”, 재무관리연구, 제25권 제2호, 2008, 191-213.
- 빈기범, 변진호, 정무권, “기업합병과 분할의 선택요인”, 금융공학연구, 제16권 제3호, 2017, 93-114.
- 서응교, 이승창, “우수 중소기업의 M&A 이후 통합(PMI) 실패사례를 통한 기업의 전략적 접근”, 전략경영연구, 제17권 제1호, 2014, 51-69.
- 송영균, 주상용, “한국에서의 기업합병의 성과에 관한 연구”, 한국증권학회지, 제20권 제1호, 1997, 71-103.

- 송인규, 강지은, 윤창현, “사모펀드의 전략별 성과분석 및 성과지속성 연구”, 선물연구, 제22권 제3호, 2014, 531-564.
- 송홍선, “자본시장구조 변화와 자산운용업의 과제”, Business Finance Law, 제71권, 2015, 6-14.
- 윤정신, 정무권, “기업가치에 관한 비대칭정보가 기업합병에 미치는 영향”, 재무연구, 제22권 제1호, 2009, 63-98.
- 이광철, “글로벌 IT기업의 인수합병 사례분석과 전략적 시사점”, e-비즈니스연구, 제9권 제3호, 2008, 45-63.
- 이석규, “한국기업합병의 동기와 성과에 관한 실증적 연구”, 연세대학교 대학원 박사학위논문, 1989.
- 이정학, “기업 M&A의 장기성과에 관한 실증연구”, 한성대학교 대학원 박사학위논문, 2011.
- 이준서, “사모펀드 성과분석: 대체투자 관점에서”, 한국증권학회지, 제46권 제1호, 2017, 187-216.
- 이원흠, “내재가치를 이용한 사건연구방법론의 개발에 관한 연구: 기업합병의 장기효과 측정을 중심으로”, 재무연구, 제20권 제1호, 2007, 143-183.
- 장봉규, 정두식, “증권거래법 개정과 합병공시효과”, 재무관리연구, 제21권 제1호, 2004, 59-86.
- 조지호, 전상경, “기업지배구조가 인수합병의 성과에 미치는 영향”, 재무관리연구, 제21권 제2호, 2004, 1-25.
- 허남수, 정진호, 김동삼, “코스닥 등록기업의 M&A가 기업가치에 미치는 영향”, 금융공학연구, 제2권 제1호, 2003, 1-37.
- Agca, S. and A. Mozumdar, “The Impact of Capital Market Imperfections on Investment-cash flow Sensitivity,” *Journal of Banking & Finance*, 32(2), (February 2008), 207-216.
- Badunenko, O., C. F. Baum, and D. Schafer, “Does the Tenure of Private Equity Investment Improve the Performance of European Firms?,” *Deutsches Institut für Wirtschaftsforschung Discussion Paper*, (March 2010).
- Baker, G. P. and K. H. Wruck, “Organizational Changes and Value Creation in Leveraged Buyouts,” *Journal of Financial Economics*, 25(2), (December 1989), 163-194.
- Bruner, R. F., “Does M&A Pay? A Survey of Evidence for the Decision-Maker,” *Journal of Applied Finance*, 12(1), (2002), 48-68.
- Christensen, C. M., R. Alton, C. Rising, and A. Waldeck, “The Big Idea: The New M&A

- Play-book,” *Harvard Business Review*, 89(3), (2011), 48-57.
- Fama, E. F. and M. C. Jensen, “Organizational Forms and Investment Decisions,” *Journal of Financial Economics*, 14(1), (March 1985), 101-119.
- Goergen, M. and L. Renneboog, “Investment policy, internal financing and ownership concentration in the UK,” *Journal of Corporate Finance*, 7(3), (September 2001), 257-284.
- Goold, M. and A. Campbell, “Desperately Seeking Synergy,” *Harvard Business Review*, 76(5), (1998), 131-143.
- Grossman, S. J. and O. Hart, “Corporate Financial Structure and Managerial Incentives,” *The Economics of Information and Uncertainty*, (1982), 107-140.
- Harding, D., P. Leung, R. Jackson, and M. Meyer, “The Renaissance in Mergers and Acquisitions: The surprising lessons of the 2000s,” 2013, <http://www.bain.de/publikationen/articles/die-renaissance-von-mergers-and-acquisitions-so-sind-ihre-deals-erfolgreich.aspx>, Accessed April 15, 2021.
- Holthausen, R. W. and D. F. Larcker, “The Financial Performance of Reverse Leveraged Buyouts,” *Journal of Financial Economics*, 42(3), (November 1996), 293-332.
- Jensen, M. C. and R. S. Ruback, “The Market for Corporate Control: The Scientific Evidence,” *Journal of Financial Economics*, 11(1), (April 1983), 5-50.
- Jensen, M. C. and W. H. Meckling, “Theory of the Firm: Managerial Behavior, Agency Costs and Ownership Structure,” *Journal of Financial Economics*, 3(4), (1976), 305-331.
- Jensen, M. C., “Active Investors, LBOs, and the Privatization of Bankruptcy,” *Journal of Applied Corporate Finance*, 2(1), (March 1989), 35-44.
- Jensen, M. C., “Agency Cost of Free Cash Flow, Corporate Finance, and Takeovers,” *The American Economic Review*, 76, (1986), 323-329
- Kaplan, S., “The Effects of Management Buyouts on Operating Performance and Value,” *Journal of Financial Economics*, 24(2), (1989), 217-254.
- Kester, W. C. and T. A. Luehrman, “Rehabilitating the Leveraged Buyout,” *Harvard Business Review*, 73(3), (1995), 119-132.
- Lichtenberg, F. R. and D. Siegel, “The Effects of Leveraged Buyouts on Productivity and Related Aspects of Firm Behavior,” *Journal of Financial Economics*, 27(1), (September 1990), 165-194.

- Long, W. F. and D. J. Ravenscraft, "The financial performance of whole company LBOs," *Economic Studies from US Census*(November), (1993), 1-36.
- Maloney, M., R. McCormick, and M. Mitchell, "Managerial Decision Making and Capital Structure," *The Journal of Business*, 66(2), (1993), 189-217.
- Meckl, R., N. Sodeik, and L. J. Fischer, "Erfolgsfaktoren für Mergers & Acquisitions: Ergebnisse einer empirischen Studie," *Prozessorientiertes M&A-Management. Strategien Prozesse Erfolgsfaktoren*, (2006), 162-181.
- Morck, R., A. Shleifer, and R. W. Vishny, "Do Managerial Objectives Drive Bad Acquisitions?," *Journal of Finance*, 45(1), (March 1990), 31-48.
- Muscarella, C. J. and M. R. Vetsuypens, "Efficiency and Organizational Structure: A Study of Reverse LBOs," *Journal of Finance*, 45(5), (December 1990), 1389-1401.
- Penman, S. H., "An Evaluation of Accounting Rate-of-Return," *Journal of Accounting*, (April 1991), 233-256.
- Samdani, G. S., P. A. Butler, and R. McNish, "The Alchemy of Leveraged Buyouts," *Value Creation: Strategies for the Chemical Industry*, 8, (March 2001), 99-107.
- Savović, S., "The Post-acquisition Performance of Acquired Companies: Evidence from the Republic of Serbia," *Economic Annals*, 61(209), (2016), 79-104.
- Singh, H., "Management Buyouts: Distinguishing Characteristics and Operating Changes Prior to Public Offering," *Strategic Management Journal*, 11(4), (1990), 111-129.
- Smith, A., "The Effects of Leveraged Buyouts," *Business Economics*, 25(2), (April 1990), 19-25.
- Vretenar, N., D. Sokolic, and M. K. Mrak, "Motives for Mergers and Acquisitions in Small and Medium-sized Enterprises," *4th International Multidisciplinary Scientific Conference on Social Sciences and Arts SGEM 2017 Conference Proceedings*, 17(5), (August 2017), 689-696.
- Wright, M., "Firm Rebirth: Buyouts as Facilitators of Strategic Growth and Entrepreneurship," *Academy of Management Executive*, 15(1), (2001), 111-125.

ROE Changes from Mergers and Acquisitions of Korean Small Companies: Strategic Investor vs. Financial Investor

Sang Eun Lee* · Moon-Kyum Kim**

〈Abstract〉

This paper is to analyze the effect of the type of investor on the M&A performance of the SME targets. To this end, regression analysis was conducted by setting the ROE change for 5 years before and after the M&A as a dependent variable for 175 SME M&A companies from 2011 to 2016, controlling the investor type as a dummy variable and M&A performance as an independent variable. The type of investor is divided into strategic and financial investors, and the factors that affect M&A performance are the direct factors that affect the financial performance of the company (operating profitability, activity, and stability) and financial performance through interactions by investor type. Was classified as an indirect factor that amplifies. As a result, the ROE of SMEs from M&A declined in both types of investors, as in previous studies, and the ROE of the acquired companies of financial investors fell more significantly than those of strategic investors. In addition, in the analysis of the interaction effect between dummy variables and direct factors by investor type, it was confirmed that the synergy effect, which is an indirect factor of strategic investors, occurs more significantly. This study is meaningful in that it attempted a new approach to M&A research of SMEs by confirming the M&A performance of unlisted SMEs and examining the effects of strategic and financial investors on M&A of SMEs.

Keywords : Small Companies, M&A, Financial Investors, Strategic Investors, Value Creation Drivers

* First Author, Managing Director, Samil PwC, E-mail: selee99175@naver.com

** Corresponding Author, Professor, Entrepreneurship and Small Business, Soongsil University, E-mail: mgkim56@gmail.com