

국내외 건설부문 기업결합성과 분석

Ex Ante Expectations & Ex Post Operating Performances of Mergers and Acquisitions of the Korean and U.S. Construction Industry

최 종 수*

Choi, Jong-Soo

요 약

기업 인수/합병의 성과에 대한 평가는 인수/합병 발표일 전후 단기간에 걸쳐 실현되는 경제적인 이익을 측정하는 방법과 인수/합병 종료 후의 장기 경영성과를 평가하는 방법으로 대별된다. 본 연구에서는 최근 국내외에서 급증하고 있는 건설분야 인수/합병 중 선정된 샘플을 대상으로 위에서 기술된 전자의 방법을 중심으로 전반적인 성공여부를 분석/평가하였다. 또한 인수/합병이 기업전략의 이행이라는 관점에서 사업다각화 방향에 따른 성과를 비교/분석하였다. 분석결과에 의하면 국내외 건설분야 인수/합병의 단기성과는 다소간의 경제적 이익을 실현한 것으로 평가되었으나 통계분석의 관점에서 성공적이라는 결론을 내리기 어려운 것으로 나타났다. 한편, 사업다각화 방향에 따른 성과의 비교에서는 유사부문 및 타 부문으로의 사업다각화 사이에 뚜렷한 차이가 없는 것으로 나타났다.

키워드: 인수/합병(M&A), 경영성과, 건설전략, 사업다각화

1. 서론

1.1 연구의 배경 및 목적

산업분야를 막론하고 기업의 규모를 단기간에 확장시키는데 가장 효율적인 방법은 다른 기업을 인수(Acquisition)하거나 다른 기업과의 결합을 통하여 제3의 기업을 탄생시키는 합병(Merger)인 것으로 알려져 있으며 인수와 합병은 각각 방법에 있어서 상이하나 일반적으로 이 두 가지 방법을 묶어 인수/합병 또는 기업결합(이하, M&A)이라 일컫는다.

최근 국내외에서 건설관련 M&A의 빈도가 급증하고 있으며 국내 건설업계에서는 일부 대형 건설사와 관련된 M&A에 대하여 관심과 우려가 고조되고 있다. 부정적인 측면에서의 논점은 과거 장기간에 걸쳐 축적되어온 건설기업의 기술력과 자본이 국내외 투기자본에 노출될 수 있다는 것이며 투기자본의 M&A시장으로의 유입은 기업의 영속성을 추구하지 않는다는 점에서 진정한 건설시장에의 참여가 아니라는 점이다.

위에 기술된 바와 같이 건설분야 M&A의 빈도 증가 및 M&A가 기업전략의 주요 실행수단의 하나라는 점에서 건설기업의 전략적 시행결과에 대한 성과평가가 필요한 시점이라 사료된다.

따라서 본 연구에서는 국내외 건설분야 M&A에 대한 성과를 다양한 각도에서 평가함으로써 M&A의 효용성을 되짚어 보고 시사점을 제시하고자 하였다.

1.2 연구의 범위 및 방법

M&A가 이루어지는 메카니즘은 대단히 복잡하며 성과에 대한 평가 방법론은 경영·경제학 분야에서 주도적으로 개발되어 왔다. 또한, 지금까지 M&A와 관련된 연구는 열거할 수 없을 정도로 많이 수행되었지만 건설산업만을 대상으로 한 연구는 극히 드물었다. 따라서 한편의 연구논문을 통해 건설M&A에 관련된 다양한 이론의 검증, 평가방법의 적용, 논쟁의 요소들을 모두 포괄하는 분석은 불가능하므로 본 고에서는 국내에 상장·등록된 건설분야 기업들이 수행한 M&A(2000-2004) 15건의 성과를 정량적으로 분석하고 그 결과를 과거 약 20년 동안(1980-2002) 미국에서 시행된 건설M&A 중 171건에 대한 분석결과와 비교/분석함으로써 건설분야 M&A의 전반적인 성과를 평가하고자 하였다. 또한, 인수기업과 피인수기업의 사업분야 관련성이 성과에 미치는 영향을 평가하기 위해 샘플을 관련분야(유사분야) 및 비관련 분야(타분야)로의 사업다각화로 구분하여 건설사의 전략적 선택에 대한 평가를 시도하였다.

M&A의 성과 평가에는 다양한 방법론을 적용할 수 있으나 현

* 일반회원, 동국대학교 건축공학과 조교수, 공학박사

재까지 대부분의 연구에서 적용하였던 방법과 동일한 평가방법을 적용함으로써 본 연구의 결과를 선행연구의 결과와 비교할 수 있도록 하였다. 즉, CAR를 통한 M&A의 성과평가는 대부분의 선행연구에서 채택된 방법으로 그 실효성이 입증되었으며 본 연구에서도 동일한 방법을 적용함으로써 방법론적인 일관성(Consistency)을 유지할 것이다. 구체적으로, M&A의 성과평가 방법은 시장(Equity Market)으로부터 M&A시점을 전후로 단기간에 실현된 경제적 이익규모를 평가받는 방법(Cumulative Abnormal Return, CAR)과 M&A 종료 이후의 실질적인 장기 경영성과를 평가하는 방법이 있다. 위에서 시장에 의한 평가는 결국 미래에 실현될 경영성과에 대한 기대치로 사전평가(Ex Ante Expectations)에 해당하며 실질적으로 실현된 성과에 대한 직접적인 평가는 아니다. 반면, 실질적인 경영성과를 평가하는 방법은 M&A가 종료된 이후 장기간에 걸친 실질적 경영성과(Ex Post Operating Performance)를 회계방법론에 의거 평가하는 방법이다. 그러나 국내 건설M&A 샘플의 경우 분석대상을 2000년 이후로 한정하여 장기 경영성과 분석이 불가능하므로 1년간의 경영성과 분석을 수행하였다.

따라서 본 연구에서는 첫 번째 기술된 방법인 주가가격 변동 및 누적값(CAR)을 활용한 방법론을 주로 활용하되 부가적으로 실질적인 경영성과 분석을 통하여 건설M&A의 전반적인 성과 및 건설기업의 사업다각화에 있어서 전략적 선택에 대한 평가를 시도하였다. 그러나 개별적인 기업이 M&A를 수행한 세부여건, 환경, 성공 및 실패원인 등에 관한 내용은 본 연구의 방향과 범주를 벗어나므로 연구범위에 포함하지 않았다.

한편, 사업다각화에 관한 실증적, 이론적 논쟁은 아직 진행형으로 향후 지속적인 연구가 필요한 분야이며 본 연구에서는 기존 연구들에서 채택한 방법론에 의거 사업다각화의 방향을 구분하였다.

2. 선행연구 고찰

지금까지 수행된 M&A와 관련된 연구는 주로 비건설분야를 대상으로 한 경우가 대부분이다. 국내외 주요 선행연구의 특징을 간략하게 요약하면 다음과 같다.

먼저, 건설산업을 대상으로 한 국내 선행연구로는 김인섭(1997)과 이주연(1998)의 연구가 있으나 김인섭의 연구는 M&A와 관련된 건설기업의 가치평가에 관한 평가방법론에 치우쳐 있으며 이주연의 연구는 미국의 5개 건설기업의 M&A 사례조사에 한정된 특징이 있다. 또한 건설산업을 대상으로 한 국외의 연구는 ZweigWhite(2002)의 설문조사를 통한 분석이 있으며 그 외에 Maxwell(1997a, 1997b, 1998), Haransky(1999),

Hensey(2000) 등의 연구 및 논고는 엔지니어링 전반의 M&A와 관련된 서술적(Descriptive) 연구라는 한계가 있다.

한편, M&A의 전반적인 성공여부를 평가한 연구로는 Healy et al.(1992), Loderer and Martin(1992) 및 Walker(2000) 등의 연구가 있는데 이들 연구에서는 공통적으로 CAR가 0으로 나타났다. 그러나 Schmidt and Fowler(1990) 및 Gregory(1997)의 연구에서는 CAR가 음으로 나타났는데 그 정도가 유의한 수준으로 이는 경제적인 측면에서 대단히 큰 손실을 의미한다. 한편, Dennis and McConnell(1986)의 연구에서는 CAR가 긍정적(+)인 것으로 나타나기도 하였다.

또한, M&A와 관련된 주요 논쟁의 하나는 사업다각화의 방향인데 먼저, 유사부문으로의 다각화에 대해 긍정적인 결과를 나타낸 것은 Desai and Jain(1999), Megginson et al.(2000), Bruner(2002) 등의 연구가 있으며 유사부문으로의 사업다각화와 경영성과 사이에 관련성이 없는 것으로 결론이 도출된 Fan and Lang(2000), Parrino and Harris(2001) 등의 연구도 있다. 한편 Agrawal et al.(1992)의 연구에서는 마켓이 사업다각화의 방향에 상관없이 M&A의 효용성에 대해 부정적인 평가를 한 것으로 나타났다.

3. 국내외 M&A 동향

3.1 국내 M&A 동향

공정거래위원회의 기업결합동향 분석¹⁾에 의거, 본 연구에서 선정한 국내 건설M&A 샘플수집기간(2000-2004)의 전반적인 M&A 특징을 연도별로 요약하면 다음과 같으며 기업결합을 동종업체간 수평결합, 이종업체간 혼합결합 및 수직적 거래관계에 있는 업체간 수직결합으로 구분하였다.

2000년도에는 외환위기 이후 증가하는 경향을 보였던 구조조정을 위한 M&A 비중이 감소하고 정보·통신 등의 신규사업에 진출하기 위한 M&A가 크게 증가하였다.

2001년도에는 전반적으로 M&A 수가 다소 감소하는 경향을 나타냈는데 이는 국내외 경기침체, 정보통신 부문의 위축에 그 원인이 있다. 이 시기에는 수직결합(Vertical Integration)이 두드러진 것이 특징이며 이는 M&A를 통해 경기침체를 극복하려는 시도로 해석할 수 있다. 또한 이 시기에는 M&A를 구조조정의 수단으로 활용했다는 점이 특징이다. 더불어 기업분할(Splitting or Spin-off)이 빈번하였는데 이는 1) 기업의 전문성과 경쟁력 강화, 2) 지주회사 체제로의 전환, 그리고 3) 부실사업 정리를 위한 조치인 것으로 해석되었다. 즉, 기업분할을 통하여

1) <http://www.ftc.go.kr>(2000년-2004년)

경영성과가 미진한 사업부문을 정리하고 기업의 역량을 핵심분야에 집중하기 위한 조치였던 것이다.

2002년도에는 IT산업 및 금융업에서의 M&A가 감소한 반면 전통산업인 건설, 운수, 제조업중에서는 빈도가 증가한 것으로 나타났다. 이는 이들 업종을 중심으로 기존시장 확대 또는 효율성 제고를 위한 노력이 상당하였음을 의미한다. 결합 형태로는 혼합결합(Conglomerate)보다 수평결합(Horizontal Integration)을 통해 시장지배력(Market Share)을 강화하고 효율성을 증대하려고 하였다.

2003년도에는 전년도와 마찬가지로 혼합결합이 감소하였으나 수직결합은 큰 폭으로 증가하였으며 정보통신, 방송, 건설업, 운수업 등의 부문에서 M&A가 증가하는 경향을 나타냈다. 또한 수직결합이 증가하는 경향을 나타낸 것은 내수침체에 그 원인이 있다고 할 수 있다.

2004년도에는 산업 전반에 걸쳐 동종 및 이업종간 M&A가 활발하였는데 특히, 전기/전자 등의 제조업분야에서 증가폭이 컸으며 서비스 업종에서도 금융분야를 중심으로 전반적인 M&A 빈도가 증가하였다. 이 시기에는 사업다각화 및 경쟁업체간 결합증가로 혼합결합 및 수평결합은 대폭 증가한 반면 수직결합은 감소하였다. 특히 시장구조에 직접적인 영향을 미칠 수 있는 수평결합이 전년도에 비해 높은 비율로 증가하였다. 또한 경기회복이 불투명한 상황속에서도 구조조정이 활발하여 기업결합 건수 및 금액은 증가하였으나 건당 결합금액은 감소한 것이 특징이다.

3.2 건설분야 M&A 동향

국내에서는 표1 및 그림1에 나타난 바와 같이 총 M&A 건수는 2004년을 제외하고 연차별로 다소 감소하는 경향을 나타낸 반면 건설부문에서는 지속적으로 증가하였으며 증가폭이 매년 크게 늘어난 것으로 나타났다. 이는 전반적으로 경기가 위축되는 흐름 속에 건설업체의 경영난이 심화되었음을 의미하는 것이며 건설업이 전반적인 경기의 흐름에 매우 민감함을 나타내는 것이기도 하다. 구체적으로 2000년도에 14건(약 2%)이던 건설부문 M&A가 2004년도에는 53건(약 7%)으로 급증하는 양상을 보여 전체 M&A 시장에서 건설이 차지하는 비중이 크게 높아진 것으로 나타났다.

한편, 미국의 경우 그림2에 나타난 바와 같이 1990년대 중반 이후 건설 M&A가 급격하게 증가하기 시작하였으며 50개 산업분야 중 건수 기준으로 약 10위권으로 상승하였다. 물론 국내와 미국의 경우에 있어 분석기간이 상이하여 두 그룹을 절대적인 기준에 따라 비교하는 것에는 무리가 있으나 시간이 경과됨에 따라 건설부문의 M&A가 전체 M&A 시장에서 차지하는 비중이

전반적으로 높아진 점은 시장(M&A Market)에 건설M&A 대상(Target)이 증가하였다는 것을 의미하며 이는 업계의 경쟁 심화와 건설산업이 포화(Saturation)상태에 이르렀음으로 인해 건설산업의 어려움이 가중되는 것으로 해석할 수 있다.

표1. 연차별 기업결합 경향

단위: 건(%)

구분	계	건설부문		결합형태	
		기업결합수	수평결합	수직결합	혼합결합
2000	703	14(1.99)	83(11.8)	37(5.30)	583(82.9)
2001	644	22(3.42)	92(14.3)	65(10.1)	487(75.6)
2002	602	25(4.15)	151(25.1)	65(10.8)	386(64.1)
2003	589	42(7.13)	151(25.6)	79(13.4)	359(61.0)
2004	749	53(7.07)	198(26.4)	64(8.6)	487(65.0)
계	3,287	156(4.75)	675(20.54)	310(9.43)	2,302(70.03)

자료출처: 공정거래위원회 연차별 기업결합동향 분석(2000-2004)

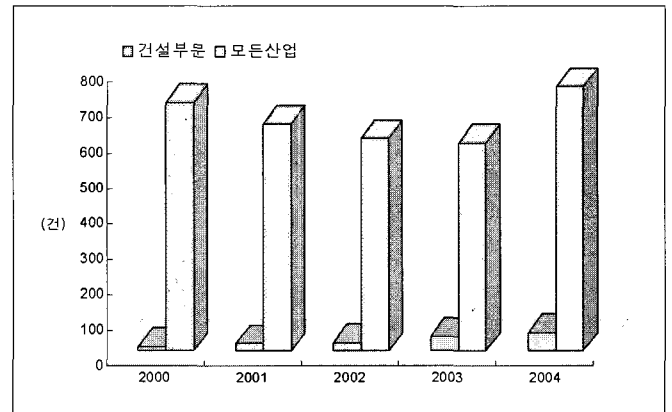


그림1. 연차별 기업결합 경향(2000-2004, 국내)

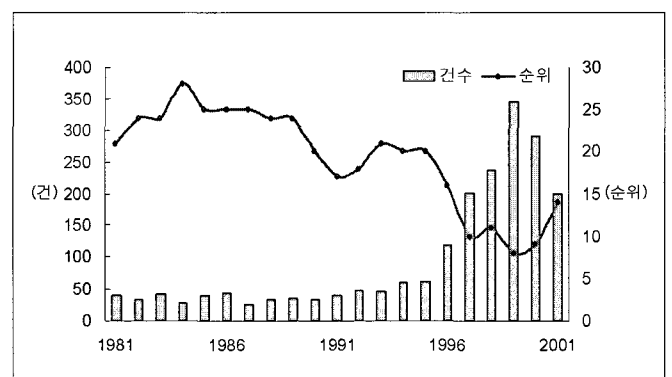


그림2. 건설부문 연차별 기업결합 경향(1980-2002, 미국)

4. 샘플특성 및 성과 측정방법

4.1 샘플의 선정 및 특성

본 연구의 대상에 포함된 국내 건설M&A의 샘플은 2000년부터 2004년까지 거래소 또는 코스닥에 상장·등록된 건설기업을 대상으로 이들 기업이 금융감독원 전자공시시스템²⁾에 공시한

표2. 샘플의 기술통계량(인수기업과 피인수기업의 비교)

단위: 기업연혁(년), M&A경험(회), 임직원수(명), 자산(백만원)

		N	Mean	Median	Std. Dev.	Min.	Max.
기업연혁	인수기업	15	31.54	30.50	8.75	21.80	52.83
	피인수기업	15	21.97	21.80	16.47	0.425	8.25
M&A경험	인수기업	15	0.80	1.0	0.78	0	2
	피인수기업	15	0.40	0	1.30	0	5
임직원수	인수기업	13	911	542	729	325	2,870
	피인수기업	13	191	106	290	1	1,055
자산규모	인수기업	15	1,304,671	885,502	1,298,406	163,827	4,987,416
	피인수기업	15	194,444	58,855	361,454	306	1,409,322

자료를 분석함으로써 총 15건의 M&A를 추출하였다. 앞 절의 표 1에 나타난 바와 같이 이 기간 동안 국내 건설M&A가 활발하여 총156건인 것으로 나타났으나 이들 중 대부분은 상장(또는 등록)되지 않은 기업들에 의해 수행된 것으로 해당 M&A에 대한 정보의 객관성, 정보수집의 어려움, 대부분 중소기업에 의해 수행된 점 등의 문제 때문에 분석 대상에서 제외하였다. 한편, 미국의 경우 1980년부터 2002년도까지의 건설M&A 약 3,000건 중 주식시장에 등록된 공기업(Public Firm)을 대상으로 일련의 샘플링 작업을 통해 수집된 171개의 건설M&A를 분석에 사용하였다. 국내 건설M&A 샘플에 대한 기술통계량은 위의 표2에 나타나 있다.

기술통계량에 나타나 있듯이 인수기업(Acquirer)과 피인수기업(Target)의 평균 연혁은 각각 31.54년과 21.97년으로 인수기업의 역사가 피인수기업에 비해 약 1.4배 긴 것으로 나타났다. 또한 최소값과 최대값에서 알수 있듯이 인수기업의 연혁은 최소 21.8년에서 52.83년까지 분포되어 있었으며 피인수기업의 경우 설립된지 채 1년이 안되는 기업에서 58.25년의 오랜 전통을 가진 기업도 있는 것으로 나타났다.

본 건 이전에 있었던 M&A 경험은 인수기업의 경우 약 0.8회, 피인수기업의 경우 0.4회인 것으로 나타났다. 이를 구체적으로 살펴보면 인수기업의 경우 M&A 경험이 있는 경우는 9개사였으며 피인수기업의 경우 2개사만이 M&A 경험이 있는 것으로 나타났다.

임직원의 수 비교에서는 인수기업의 경우 평균 911명으로 피인수기업의 191명에 비해 약 4.8배 많은 것으로 나타났다. 또한 피인수기업의 임직원수가 100명 이하인 경우가 6건, 100-300명이 5건으로 피인수기업의 고용규모가 상대적으로 작은 것으로 나타났다. 한편, 300명을 초과하는 경우는 2건, 관련정보의 파악이 불가능한 경우가 2건이었다.

자산규모의 비교에 있어서는 인수기업이 피인수기업에 비해

평균 6.7배 큰 것으로 나타났다. 피인수기업과 인수기업의 자산 비율에서는 총 15건의 M&A 중 9건이 5%를 초과하는 것으로 나타났다으며 4건은 1% 이하인 것으로 나타났다. 또한 특이할 만한 사항은 비율이 100%를 넘는, 즉 인수기업의 자산규모가 피인수기업의 자산보다 작은 경우는 2건으로 이들 2건은 엄밀하게 구분하면 순수한 합병(Merger)으로 분류할 수 있는데 그 이유는 인수기업보다 규모가 큰 회사를 인수함으로써 실질적으로는 제 3의 기업이 탄생되었음을 의미하기 때문이다.

4.2 M&A의 목적

총 분석대상인 15건의 M&A에 대하여 그 행위 주도자인 당사(거래소) 및 등록업체(코스닥)가 금융감독원에 보고/공시한 M&A 목적은 다음과 같이 분류할 수 있다. 첫 번째 유형은 두 기업이 같은 모기업 아래에 있거나 상호 계열사의 관계에 있는 경우 계열사 흡수합병의 방법을 취하였는바(7건) 이는 서로 동일하거나 유사한 업종에서 영업행위를 하는 경우 M&A를 통하여 시너지 효과의 증대, 종합건설업체로서의 사업부문 포트폴리오 구성, 중복투자 방지를 통한 경영효율성 합리화 도모로 수익성 증대 등을 목적으로 표방하였다.

두 번째 유형으로는 유사 또는 동일업종 분야의 타 기업을 흡수합병한 경우(4건)로 시너지 효과의 증대, 경쟁력 강화, 주력업종의 경쟁력 강화, 영업경쟁력 강화, 규모의 경제 실현 등을 목적으로 한 것이었다.

세 번째 유형으로는 인수기업의 주력 업종과 다른 업종의 기업을 흡수합병(4건)하는 형태로 사업구도의 고도화, 관련업종의 경쟁력 강화, 사업다각화, 그룹 구조조정 등을 목적으로 한 인수기업의 사업 포트폴리오 구성과 관련된 것으로 구분할 수 있다.

4.3 소요기간

M&A 발표시점으로부터 종료까지의 소요기간은 평균 86일(약 3개월)인 것으로 나타났다. M&A 소요기간의 산정은 인수기업 또는 피인수기업이 금융감독원에 M&A 결정을 보고한 날부

2) DART <http://dart.fss.or.kr/>

표 3. M&A 전후의 재무제표 변화

단위: 백만원

		N	Mean	Median	Std. Dev.	Min.	Max.
(1)인수합병 전 지표	매출액	11	866,281	596,559	812,142	158,961	2,607,300
	영업이익	11	61,297	26,826	77,213	-61,922	220,829
	당기순익	11	-95,988	12,929	306,044	-985,825	99,839
(2)인수합병 후 지표	매출액	11	1,030,800	695,284	1,006,040	163,768	3,153,100
	영업이익	11	100,988	47,898	104,625	4,614	323,252
	당기순익	11	35,769	25,554	91,169	-145,796	207,277
증감 △(%)=(1)-(2)	매출액	11	19.23*	11.73*	29.27	-19.486	7.11
	영업이익	10	44.2	41.1*	64.6	-67.8	166.9
	당기순익	10	75.6**	59.4**	97.5	-58.5	315.5

***p<0.01, **p<0.05, *p<0.10

터 M&A 종료보고 날짜까지의 기간으로 산정하였다. M&A 보고일은 이사회 결의일이나 M&A 계약일 중 빠른 날짜로 하는데 본 샘플의 경우 이사회 결의일과 금융감독원 보고 날짜는 일치하는 것으로 나타났으며 일반적으로 금융감독원에 보고되는 날짜를 일반 투자자들에게 M&A에 관한 정보가 알려지는 시점(Event Day, Day 0)으로 간주한다. 총 15건의 M&A 중 가장 빠르게 완료된 것은 68일이 소요 되었으며 가장 긴 경우는 117일이 소요된 것으로 나타났다.

한편, M&A 소요기간은 피인수기업(Target)의 거래소(또는 코스닥) 상장(또는 등록) 여부에 따라 그 소요기간이 상당히 틀려질 수 있는데 이는 해당 기업의 지배구조와 밀접한 관련이 있기 때문이다. 상장 또는 등록업체의 경우 일반적으로 비상장사나 비등록업체에 비해 소요기간이 길어지게 되는데 이는 상장회사(등록회사)의 경우 주식이 불특정 다수에게 고루 분포되어 있으며 개별 주주들의 이해관계에 따른 최종적인 의사결정까지 많은 시간이 소요되기 때문이다. 반면, 비상장 또는 미등록 업체의 경우 지배구조가 단순하여 소수 특정인에게 주식이 집중되어 있으며 중요 경영사안에 대한 의사결정이 신속하게 이루어 질 수 있다. 본 연구의 대상이 된 15건의 경우 1건을 제외하고 피인수기업이 모두 비상장(또는 미등록)업체 였으며 따라서 소요기간이 비교적 짧게 소요된 원인이 되었던 것으로 판단된다.

4.4 인수기업의 재무상태 변화

인수기업의 재무상태 변화를 M&A 이전 회계년도와 M&A 이후 1차년도로 구분하여 비교하면 다음의 표3 및 그림3과 같다. 표3에서 재무분석에 사용된 샘플의 수(N)가 일정하지 않은 이유는 총 15건의 M&A 중 3건은 2004년에 시행된 관계로 M&A 이후의 지표 분석이 불가능하였으며 그 외 1건의 경우 금융감독원에 M&A에 대한 신고서만 제출되었을 뿐 이후 그룹이 법정관리에 들어감에 따라 M&A가 종료되지 못하여 해당 건은 분석에서 제외하였다. 따라서 총 11건을 대상으로 M&A 전후의 재무제표

를 분석하였으며 영업이익과 당기순익부문 증감의 경우 1개사의 자료가 지나치게 높거나 낮아 전체 자료를 왜곡시킬 가능성 때문에 분석에서 제외하였다.

구체적인 재무제표의 변화를 살펴보면 매출액은 M&A 이후 약 19% 증가한 것으로 나타났으며 영업이익과 당기순익은 각각 약 44%, 약 76% 증가한 것으로 나타났다. 이와 같은 결과는 단기(1년) 경영성과 분석의 측면에서 볼 때 긍정적으로 평가할 수 있는 수준이며 통계적으로도 그 변화 수준이 유의한 것으로 나타났다(증감부분의 Mean과 Median의 유의도(Significance) 참조).

한편, 미국의 경우 M&A 전후 3년간의 경영성과(영업을 통한 현금흐름 수지, Operating Cash Flow Return) 변화를 살펴보면 M&A 이후의 장기 경영성과는 이전에 비해 약 0.01% 증가한 것으로 나타나 국내의 경우와는 차이가 있는 것으로 나타났다. 즉, 질적인 측면에서 국내 M&A의 성과가 미국의 경우보다 높은 것으로 볼 수 있다.

그림3과 그림4는 미국 건설M&A를 대상으로 매출액 및 고용 변화를 M&A 이전의 3년 평균치와 이후의 3년 평균치를 비교하여 나타낸 것이며 계는 유사부문과 타부문의 평균치를 의미한다. 그림에 나타나 있듯이 M&A 이후 인수기업의 매출 및 고용이 급격하게 증가한 것으로 나타났으며 특히, 타 부문으로의 사업다각화인 경우의 고용수준 변화가 유사부문으로의 다각화에 비해 크게 높은 것으로 나타났다. 이것은 건설기업이 비 건설업종의 기업과 결합(또는 인수)할 경우 피인수기업의 기술 및 영업에 대한 이해, 노하우 등의 부족 때문에 고용규모를 축소하지 않고 그대로 유지하였음을 의미한다.

4.5 측정기간 설정 및 CAR의 산정

4.5.1 측정기간 설정

M&A에 대한 시장(Equity or Stock Market)의 반응을 평가하기 위해서는 M&A의 공시날짜(Event Day)를 전후로 일정기간 동안 변화한 주식값의 변화 및 누적값을 측정하는 것이 필요

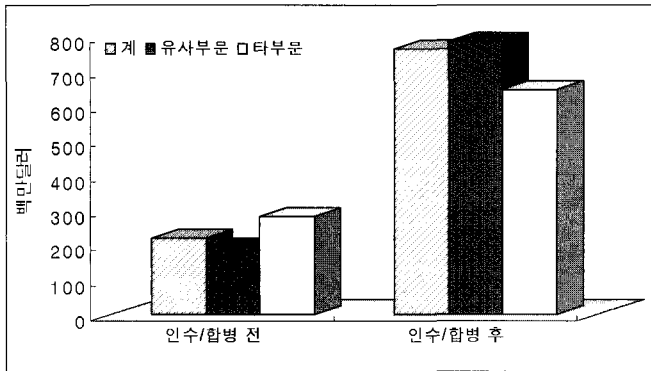


그림 3. M&A 전후의 매출액 변화(미국)

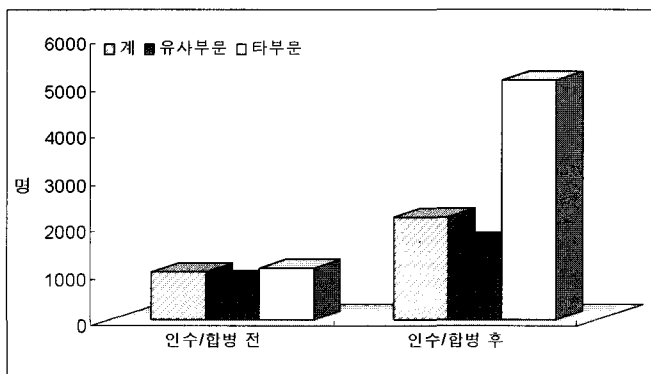


그림 4. M&A 전후의 고용규모 변화(미국)

하며 측정기간을 윈도우(Window, 창)로 정의한다. 측정시 설정한 윈도우가 지나치게 길면 해당 기업의 주가에 영향을 미칠 수 있는 다른 사건(Event)이 발생할 수 있으며 다른 사건은 주가의 흐름에 영향을 미치게 됨으로써 해당 M&A가 주식값에 미치는 영향만을 정확하게 측정하는 것이 어렵게 된다(Contaminate). 따라서 본 연구에서는 건설M&A와 관련한 선행연구(Choi & Russell, 2004) 및 기타 선행연구에서 적용한 윈도우를 검토하여 41일(-20, +20), 21일(-10, +10), 11일(-5, +5), 3일(-1, +1) 등 4종류의 윈도우를 설정, 주식값의 변동 및 누적값을 측정하였다. 예를 들어 (-5, +5) 윈도우의 경우 M&A 발표일(Day 0 또는 Event Day)을 포함하여 발표일 전 5일 및 발표 후 5일 등 총 11 동안의 주식값의 변동 및 누적값을 측정하게 된다.

4.5.2 CAR의 산정 및 테스트

앞서 기술된 4개 윈도우 기간동안 실현된 경제적 이익의 규모를 평가하는 구체적인 프로세스는 다음과 같다. 즉, 아래의 식1에서 $A_{i,t}$ 는 윈도우에 포함된 각 날짜의 개별 주식값의 등락율($R_{i,t}$)을 전체 건설주요로 구성된 포트폴리오의 등락($R_{m,t}$)에 보정시킨 값을 나타내며 식2의 AR_t 는 특정일(예를 들어 -20일)의 모든 M&A 샘플에 대한 $A_{i,t}$ 의 평균치이다. 이렇게 산정된 AR_t 는 CAR(Cumulative Abnormal Return)의 산정에 이용되는데

CAR는 위에서 선정된 4개 윈도우에 대해 산정하였다. 예를 들어 (-5, +5)윈도우의 CAR는 식3에 의해 산정되는데 여기에서 $T1$ 은 -5, $T2$ 는 +5가 되며 총 11일간의 AR_t 를 누적하면 해당 윈도우의 CAR가 산정된다.

$$A_{i,t} = R_{i,t} - R_{m,t} \text{ ----- 식1}$$

$$AR_t = \frac{1}{N_t} \sum_{i=1}^{N_t} A_{i,t} \text{ ----- 식2}$$

$$CAR_{T1, T2} = \sum_{T1}^{T2} AR_t \text{ ----- 식3}$$

한편, 아래의 식4는 개별 M&A에 대한 CAR를 산정하는 식으로 위에서와 마찬가지로 각 샘플의 등락율을 건설포트폴리오의 등락에 보정시킨 값을 산정한 후 특정 윈도우 동안 실현된 CAR를 계산하는데 사용하였다. 즉, 식3과 식4의 차이점은 식3의 경우 샘플그룹의 CAR 산정에 사용되며 식4는 개별 M&A의 CAR 산정에 사용된다는데 있다.

$$CAR_{i, T1, T2} = \sum_{T1}^{T2} A_{i,t} \text{ ----- 식4}$$

식5 및 식6은 특정 샘플그룹 CAR의 통계적 유의성을 검증하는데 사용된 t 검증식으로 Dennis and McConnell(1986)이 제시하였다. 식6은 식5에 포함된 σ 를 산정하는 식을 나타내며 k 일에 개별 주가의 등락을 포트폴리오의 등락에 보정시킨 샘플의 평균값을 나타낸다.

$$t = \frac{CAR}{\sigma \sqrt{T2 - T1 + 1}} \text{ ----- 식5}$$

$$\sigma = \left[\frac{\sum_{t=T1}^{T2} \left(\overline{MAR}_k - \frac{CAR}{(T2 - T1 + 1)} \right)^2}{(T2 - T1 + 1)} \right]^{1/2} \text{ ----- 식6}$$

한편, 사업다각화의 방향, 인수합병 방식 등에 의한 그룹간 CAR의 Mean 및 Median의 유의성 테스트를 위해 적용한 방법은 다음과 같다. 본 연구에 사용된 국내 M&A 샘플은 총 15개로 CAR의 유의성 테스트를 수행함에 있어 샘플수가 극히 제한적이므로 정규분포를 가정하기 어렵다. 따라서 정규분포를 가정하지 못한 Mean에 대해서는 one-sample t test를, 정규분포를 가정하지 못하는 Median에 대해서는 비모수 검증(Nonparametric)에 의한 Wilcoxon Signed Rank Test 방법을 사용하였다. 여기에서 Median test의 경우 귀무가설은 "Median = 0"이며 대립가설은 "Median ≠ 0"을 테스트한 것이다. 그룹간 CAR의 차이에 대한

검증의 경우, 예를 들어 유사 사업분야로의 다각화와 타 분야로의 다각화의 CAR에 어느 정도 차이가 있는지를 테스트하는 경우, 두 그룹간의 Mean 차이 테스트는 모수검증(Parametric)에 의해 two-sample t test를, Median 차이에 대해서는 비모수 검증에 의한 Mann-Whitney Test를 적용하였다.

5. 건설M&A 성과분석(Analysis of CAR)

5.1 CAR Plot

표4는 건설포트폴리오의 등락에 대해 보정되지 않은 샘플의 수익률(Raw Returns), 건설포트폴리오의 수익률(Market Returns), 보정된 샘플의 수익률(Market-Adjusted Returns) 및 (-20, +20) 윈도우의 누적 수익률(CAR)을 나타낸 것이다. CAR는 15개 M&A에 대하여 총 630일의 주식 실거래일의 주가(공휴일 제외)를 기초로 해당 윈도우에 해당하는 일일 등락률 산정 후 해당일의 건설포트폴리오 등락률을 공제하여 -20일부터 +20일까지의 수익율을 누적, 합산함으로써 계산하였다. 즉, 표에 나타난 바와 같이 국내 건설M&A는 Event Day를 전후로 41일 동안 약 2.76%(표의 다섯 번째 칸 마지막 열)의 수익률을 거둔 것으로 나타났으나 이는 식5에 의한 테스트 결과 통계적으로 0의 수익률과 다르다(유의하다)고 할 수 있는 수준이 못되는 것으로 판정되었다.

한편, (-10, +10), (-5, +5), (-1, +1) 윈도우에서의 CAR를 살펴보면 각각 -0.57%, -0.48, 1.85%로 이들 또한 유의한 수준이 되지 못하는 것으로 나타났다. 표4의 마지막 열(Percent Positive)은 해당일에 수익(+)을 거둔 건수의 전체 샘플에 대한 비율을 나타내는 것인데 전반적으로 50% 정도가 손실(Negative Gains)을 기록한 것으로 나타났다.

위의 내용을 종합하면 다음과 같은 결론을 내릴 수 있다. 건설주를 소유한 주주들은 건설사의 M&A를 전후로 경제적인 관점에서 이익을 실현하지 못한 것으로 나타났다. 즉, CAR는 M&A 이후의 실질적으로 실현될 경영성과에 대한 시장의 예측반응(기대치)을 나타내는 것인데 증권전문가(Analyst) 및 일반 투자자들은 건설사의 M&A에 대하여 대체적으로 긍정적인 평가를 내렸으나 긍정의 정도가 극히 미미한 것이었음을 의미한다. 그러나 이는 어디까지나 15개 샘플에 대한 평균치를 나타내는 것이며 이를 같은 시기에 행해진 모든 건설M&A에 대한 평가의 기준으로 이용하거나 성공여부를 단정하는 척도로 사용하는 것은 경계해야 할 것이다.

구체적으로, 개별 M&A에 대한 CAR를 (-20, +20) 윈도우에 대해 산정한 결과 6건에서는 CAR가 음으로 나타났으며 9건에서는 양으로 나타났다. 특히, B사의 경우 41일 동안 약 74%의

수익률을 나타냈으며 D사의 경우 -76%의 수익률을 거둔 극단적인 경우도 있었다. 이를 시너지의 측면에서 해석하면 시장은 건설M&A에 대하여 어떤 경우는 시너지가 대단히 클 것이라는 예측을 한 것이며 어떤 경우에는 시너지에 대한 가능성 보다는 두 회사간의 통합이 궁극적으로 규모의 증대만 가져올 뿐 실질적인 경제적 이익의 실현으로 이어지지는 못할 것이라는 예측을 한 것으로 해석할 수 있다.

한편, 총 15건 중 9건에서 1일 등락의 한계인 $\pm 15\%$ 를 기록한 것으로 나타났으며 총 빈도에서는 Event Day 이전에 상한가를 기록한 경우가 14회, 하한가를 기록한 경우가 3회였으며 Event Day 이후에는 상한가 15회 하한가 10회로 M&A 발표 이후의 등

표4. CAR의 시계열(Times Series) 분석 (N=15, 단위%)

Day	Avg. Raw Return	Avg. Market Return	Avg. Market Adjusted Return	Percent Positive	CAR
-20	1.40	0.39	1.01	60	1.01
-19	-1.58	-0.09	-1.49	27	-0.48
-18	-0.08	0.61	-0.68	33	-1.16
-17	-0.76	-1.31	0.54	40	-0.62
-16	0.40	0.79	-0.38	47	-1.0
-15	0.68	-0.71	1.39	60	0.39
-14	-1.67	-0.48	-1.18	47	-0.79
-13	-0.52	-0.57	0.054	7	-0.75
-12	-0.56	-0.71	0.15	53	-0.60
-11	-0.33	-0.04	-0.29	40	-0.89
-10	-1.12	-0.14	-0.98	40	-1.87
-9	0.31	-0.07	0.386	0	-1.49
-8	2.29	0.89	1.40	60	-0.09
-7	0.95	0.11	0.84	47	0.75
-6	0.32	0.15	0.17	47	0.91
-5	0.02	-0.60	0.62	47	1.53
-4	1.45	0.06	1.40	53	2.93
-3	-0.70	0.40	-1.10	40	1.82
-2	0.68	-0.40	1.08	53	2.91
-1	-0.28	-0.11	-0.17	47	2.74
Event Day	0.80	0.71	0.08	67	2.82
+1	2.36	1.25	1.11	47	3.93
+2	1.67	0.16	1.51	40	5.44
+3	-0.05	-0.38	0.33	53	5.77
+4	-0.10	-0.08	-0.02	53	5.75
+5	-4.04	-1.48	-2.56	20	3.19
+6	1.57	-0.50	2.07	53	5.26
+7	-1.35	-1.15	-0.21	47	5.06
+8	0.15	-0.36	0.51	47	5.57
+9	-1.81	-0.18	-1.63	47	3.94
+10	0.42	1.15	-0.73	40	3.20
+11	-2.91	-0.96	-1.95	33	1.25
+12	-2.15	-0.45	-1.70	40	-0.46
+13	0.18	0.16	0.02	27	-0.44
+14	-0.91	0.12	-1.04	33	-1.48
+15	0.40	0.12	0.28	53	-1.20
+16	3.09	0.49	2.60	53	1.40
+17	1.13	0.46	0.67	53	2.07
+18	2.08	-0.23	2.31	73	4.38
+19	-1.35	-0.25	-1.10	47	3.28
+20	-1.01	-0.49	-0.52	20	2.76

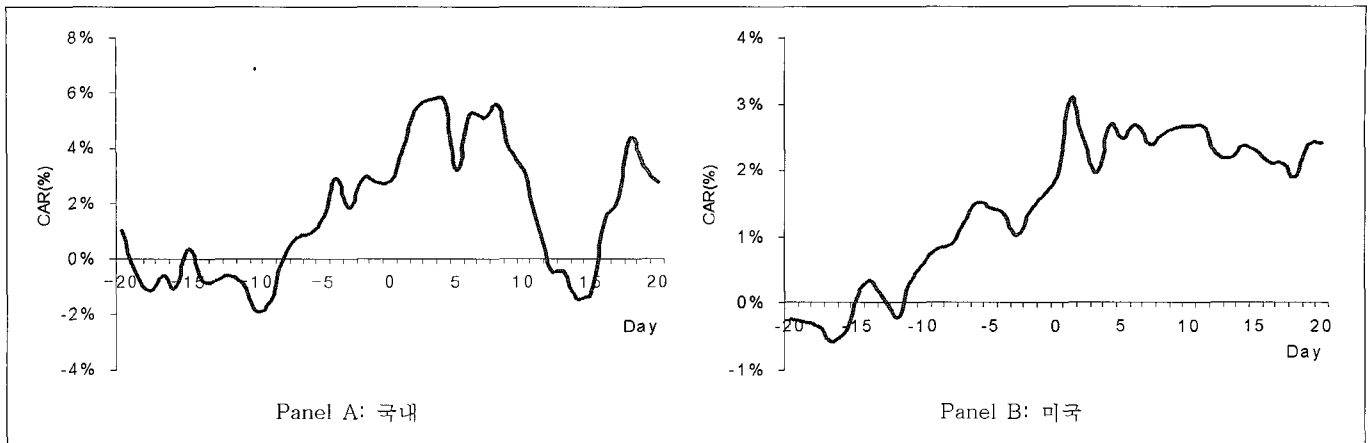


그림 5. CAR Plot

락이 보다 복잡하게 전개된 양상을 나타냈다.

그림5는 표4에 나타난 CAR를 시계열 그래프로 도시한 것이며 그림에 나타나 있듯이 CAR는 M&A 발표 -20일 전부터 수익률 0을 중심으로 등락을 거듭하는 양상을 보였으나 Event Day 약 -5일 전부터 크게 증가한 것으로 나타났다. 이는 M&A에 대한 정보가 공식적인 발표일 이전에 외부로 유출(Information Leakage)되었음을 의미하는 것으로 미국의 경우에서도 이와 유사한 양상을 보였다(Panel B 참조).

또한 일반적으로 M&A 발표일(Event Day)에 주가가 가장 크게 오르거나 하락하는데 이는 대부분의 불특정 다수에게 정보가 공개되는 시점이기 때문이다. 이후 약 +5일에서 +10일의 기간 동안 조정국면을 맞이하게 되는데 이는 M&A 발표 초기 시장에 알려진 정보 및 구체적인 M&A 결과에 대한 신중한 평가가 뒤따르기 때문이다. 이러한 시기를 거쳐 해당 회사의 주가에 영향을 미칠 수 있는 다른 정보의 출현으로 다시 등락을 거듭하는 양상을 보이게 된다. 다만, 국내의 경우가 미국의 경우와 비교되는 부분은 +10일 이후에 수익률이 급격하게 하락했다가 다시 상승하는 모습을 보였다는 것이며 미국의 경우 Event Day 이후 +20일까지도 그 효과가 지속되는 양상을 나타냈다는 점이다. 이러한 차이는 시장의 상황에 따라서 변할 수 있는 것이므로 특별한 의미를 부여할 필요는 없다.

5.2 사업다각화의 방향과 CAR의 관계

본 연구에 사용된 국내 M&A 샘플의 수가 제한적이지만 앞 절에서 기술된 사업다각화의 방향과 관련된 논점에 대한 검증은 위해 통계청의 표준산업분류³⁾에 의거 샘플을 두 그룹으로 나누어 CAR를 비교하였다. 통계청의 표준산업분류는 5자리 숫자로 구성되어 있으며 건설업은 대부분으로는 F그룹에 속하며 F그룹은

처음 2자리가 45와 46으로 시작되는 업종을 포함한다. 즉, 45와 46은 중분류에 해당하며 각각 종합건설업과 전문건설업으로 구성되어 있다.

본 연구에서는 중분류에 의거 앞의 두 자리가 45와 46인 경우 건설업으로 간주하였으며 그 이외에는 타 산업으로 구분하였다. 위의 분류기준에 의하면 총 15건의 샘플 중 7건이 유사부문의 사업다각화였으며 8건이 타 부문으로의 다각화인 것으로 나타났다. CAR 비교에서는 아래의 그림 6과 같이 Event Day 이전에는 두 그룹이 유사한 양상을 나타냈으나 약 5일 경과 후 유사부문의 다각화의 경우 수익률이 증가한 반면 타 부문으로의 다각화는 수익률이 하락하는 양상을 나타냈다.

표5는 샘플을 두 그룹으로 나누어 CAR를 비교/분석한 것으로 어느 원도우에서도 두 그룹간의 차이가 통계적으로 유의하지 않은 것으로 나타났다. 그러나 유사부문의 다각화가 다소 높은 수치를 나타낸 것은 미국의 경우(그림7 참조)와 상이한 결과이다. 따라서 사업다각화의 방향에 대한 논점에 대해 뚜렷한 결론을 내리는 것이 어려우나 유사부문의 다각화가 핵심역량(Core Competency)의 집중이라는 이론적 주장 및 국내 샘플로부터 도출된 실증적 분석결과에 의해 다소 설득력이 있는 것으로 판단된다.

한편, 사업다각화 성과평가에 대한 다른 방법으로 인수회사가

표5. 사업다각화 방향에 따른 CAR 비교

	(-20, +20)		(-10, +10)		(-5, +5)		(-1, +1)	
	평균	중위값	평균	중위값	평균	중위값	평균	중위값
All (N=15)	2.76	4.43	4.09	3.43	2.28	0.03	1.02	0.18
Related (N=7)	10.3	4.43	18.5	3.43	4.32	2.45	1.98	0.18
Unrelated (N=8)	-3.9	6.17	-8.5	2.19	0.49	-1.08	0.19	-0.73
Diff.	14.2	1.74	27	1.24	3.83	3.53	1.79	0.91

***p<0.01, **p<0.05, *p<0.10

3) http://www.nso.go.kr/newnso/standard/industry/ind_search.html

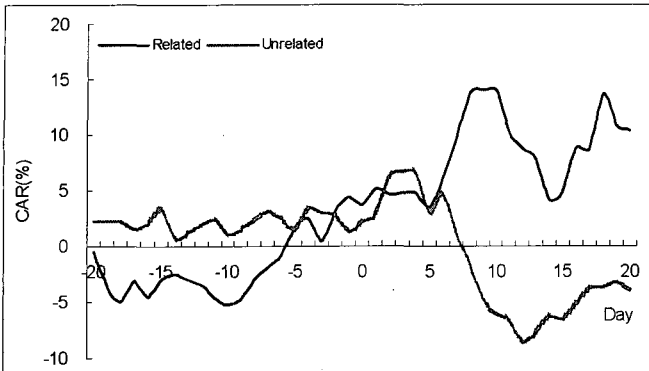


그림 6. 사업다각화 방향별 CAR 비교(국내)

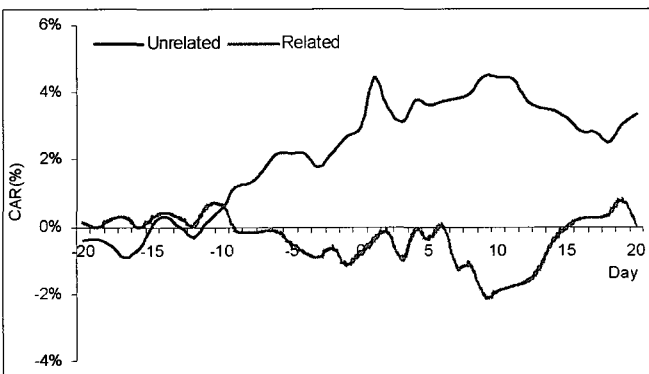


그림 7. 사업다각화 방향별 CAR 비교(미국)

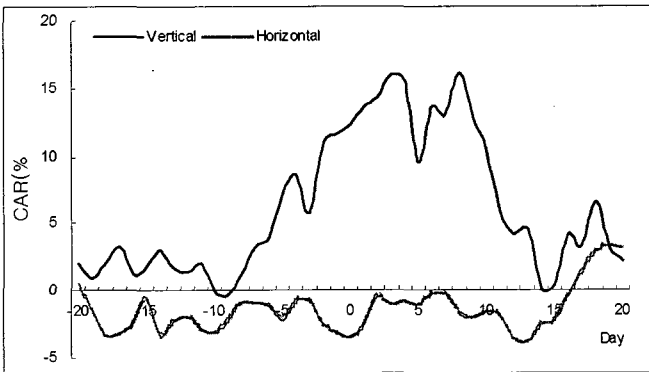


그림 8. M&A 방식에 따른 CAR 비교(국내)

표방하였던 M&A 목적 및 합병방식에 의해 샘플을 계열사 합병 (Vertical Integration)과 타사의 흡수합병(Horizontal Integration)으로 구분한 경우 다음과 같은 결과가 나타났다. 즉, 그림8에서와 같이 흡수합병의 경우 합병 전후에 수익률의 변동이 거의 없었으나 계열사 합병의 경우 M&A 발표를 전후하여 수익률이 크게 변동된 것으로 나타났다. 이는 계열사를 흡수 합병 함으로써 발생할 수 있는 시너지의 효과를 시장에서 긍정적으로 평가한 것으로 사료된다.

그러나 앞에서의 분석결과와 마찬가지로 통계적인 측면에서 살펴보면 위의 표6에 나타난 바와 같이 (-1, +1) 윈도우의 Median 차이를 제외한 어느 윈도우에서도 계열사 합병과 수평

표6. M&A 방식에 따른 CAR 비교

	(-20, +20)		(-10, +10)		(-5, +5)		(-1, +1)	
	평균	중위값	평균	중위값	평균	중위값	평균	중위값
All (N=15)	12.8	3.78	12.5	3.43	7.71	0.09	2.44	0.18
Vertical (N=7)	33.6	6.72	32.3	14.34	20.5	6.41	6.95	3.17
Horizontal (N=8)	-2.37	3.14	-1.89	1.22	-1.63	0.03	-0.85	-2.47
Diff.	35.97	3.58	34.19	13.12	22.13	6.38	7.80	5.64*

***p<0.01, **p<0.05, *p<0.10

결합의 CAR 차이는 유의하지 않은 것으로 나타났다. (-1, +1) 윈도우에서 그 차이가 유의하게 나타난 것은 위의 그림에 나타난 바와 같이 계열사 합병의 경우 Event Day를 중심으로 수익률이 크게 증가한 현상을 반영한 것으로 볼 수 있다.

5.3 상대적인 자산규모 및 M&A 경험

위의 분석과 더불어 인수회사와 피인수회사의 상대적인 자산 규모(Relative Size)와 CAR의 상관관계를 분석하였다. 상대규모는 최소 0.8에서 940까지 다양하게 분포하여 샘플을 두 그룹으로 나누어 CAR를 비교하는데 무리가 있는 관계로 상관관계 분석(Correlation Analysis) 및 회귀분석을 하였다. 회귀분석에서는 각 윈도우에서의 CAR를 종속변수로, 상대규모(Relative Size)를 독립변수로 하여 계수를 산정하였다. 위의 두 가지 방법에 의한 분석결과 상대적인 규모와 CAR 사이의 상관성을 명확하게 판정하는 것이 불가능하였다.

한편, 미국의 경우 거래의 상대규모가 클수록 시장으로부터 긍정적인 평가를 받은 것으로 나타났으며 통계적인 유의도 검증에서도 거래규모가 작은 경우와 큰 경우의 차이에는 유의성이 큰(p<0.01) 것으로 나타났다.

인수회사의 과거 M&A 경험이 CAR의 수준에 미치는 영향 분석에서는 국내의 경우 과거 M&A 경험과 CAR 사이에는 유의한 상관관계가 없는 것으로 나타났으나 미국의 경우 그림 9에서와

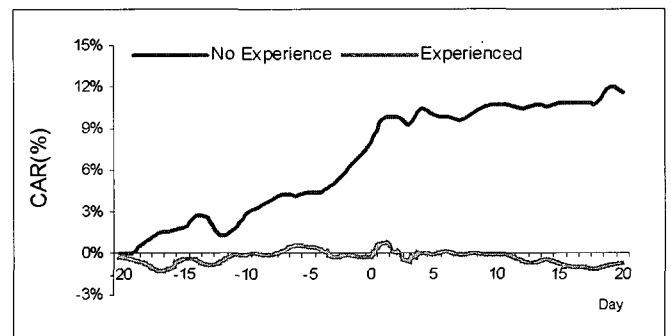


그림9. M&A 경험 vs. CAR(미국)

같이 M&A 경험이 없는 경우가 있는 경우보다 시장으로부터 보다 긍정적인 평가를 받은 것으로 나타났다. 이러한 현상에 대한 이론적 근거는 한 회사가 일련의 M&A 프로그램을 시행할 경우 첫 번째 M&A에 시장이 크게 반응하는 것으로 해석할 수 있는데 이는 해당 회사가 향후 수행할 대부분의 M&A의 방향 및 성격이 처음에 수행하는 M&A에 반영된다고 평가하기 때문이다.

6. 결론

본 연구는 국내의 건설M&A의 성과를 CAR 산정방법을 통해 분석 비교함으로써 M&A에 대한 효용성의 검증 및 시사점을 도출하기 위하여 수행되었다. 즉, 거래소 및 코스닥에 상장(등록)된 건설기업이 과거 5년간 수행한 M&A 15건에 대한 마켓의 반응, 단기 경영성과 분석, 전략적 행위로서의 M&A 시행시 사업 다각화에 따른 성과평가 등을 미국의 건설M&A 결과와 비교/분석하였다. 분석을 통해 도출된 연구결과를 요약하면 다음과 같다.

첫째, 국내 건설M&A의 전반적인 경제적 이익 실현도는 약 2.76%로 미국 건설M&A 성과인 2.41%와 유사한 것으로 나타났다. 그러나 통계적인 판정기준에 의하면 국내외 성과 모두 "0의 성과"와 크게 다르지 않은 유의수준으로 결국 대부분의 건설 M&A에 대한 시장의 반응은 긍정적이지 못한 것으로 해석할 수 있다.

둘째, 사업다각화와 관련된 양분화 된 논점에 대한 실증적 사례분석 결과, 유사분야로의 사업다각화 및 타 분야로의 사업다각화에 대한 평가에서 두 그룹간의 성과에 큰 차이가 없는 것으로 나타났다. 그러나 유사분야로의 사업다각화는 현재 충분히 알고 있는 노하우의 활용, 핵심역량의 집중 등의 이론적 기반 및 유사분야로의 사업다각화의 경우 CAR의 수준이 다소 높게 나타난 실증적 연구결과(국내 샘플)는 시사하는 바가 크다고 사료된다. 그러나 타 분야로의 사업다각화는 사업포트폴리오 구성의 다양화를 통해 리스크를 저감시킬 수 있다는 장점도 간과해서는 안 될 것이다.

셋째, 국내 건설M&A의 경영성과(1년) 향상 정도는 M&A 시행 이전과 비교해 보면 유의한 수준으로 나타나 성공적이라는 평가를 내릴 수 있다. 그러나 미국의 경우에는 CAR의 판정과 마찬가지로 장기 경영성과의 증가율에 대한 유의성이 크지 않아 국내의 경우와는 차이가 있는 것으로 나타났다.

마지막으로 본 연구결과는 상장되거나 등록된 대형 건설사에 의해 수행된 M&A를 대상으로 분석한 결과이므로 건설업계 모집단의 대부분을 차지하는 중소형 건설사의 M&A의 성과를 평가하거나 규정하는 잣대로 사용되어서는 안 될 것이다. 따라서

향후 이들 중소형 건설사가 수행한 M&A에 대한 체계적인 연구 및 개별 M&A의 성공/실패 요인분석 등이 뒤따라야 할 것으로 사료된다.

참고문헌

1. Agrawal, A., Jaffe, J.F., and Mandelker, G.N. (1992) "The Post-Merger Performance of Acquiring Firm: A Re-Examination of an Anomaly" *The Journal of Finance*, 47(4), pp. 1605-1621.
2. Bruner, R.F. (2002) "Does M&A Pay? A Review of the Evidence for the Decision-Maker" *Journal of Applied Finance*, Spring/Summer, pp. 48-68.
3. Choi, J., and Russell, J.S. (2004) "Economic Gains around Mergers and Acquisitions in the Construction Industry of the United States of America" *Canadian Journal of Civil Engineering*, 31(3), pp. 513-525.
4. Dennis, D.K., and McConnell, J.J. (1986) "Corporate Mergers and Security Returns" *Journal of Financial Economics*, 16, pp. 143-187.
5. Desai, H., and Jain, P.C. (1999) "Firm Performance and Focus: Long-Run Stock Market Performance Following Spin-offs" *Journal of Financial Economics*, 54, pp. 75-101.
6. Fan, J.P.H., and Lang, L.H.P. (2000) "The Measurement of Relatedness: An Application to Corporate Diversification" *The Journal of Business*, 73(4), pp. 629-660.
7. Gregory, A. (1997) "An Examination of the Long-Run Performance of UK Acquiring Firms" *Journal of Business Finance & Accounting*, 24(7), pp. 971-1002.
8. Haransky, S.A. (1999) "Merger Mania and Misunderstandings: Why the Merger and Acquisition Process Sometimes Fails" *Journal of Management in Engineering*, Nov/Dec, pp. 13-14.
9. Healy, P.M., Palepu, K.G., and Ruback, R.S. (1992) "Does Corporate Performance Improve after Mergers?" *Journal of Financial Economics*, 31, pp. 135-175.
10. Hensey, M. (2000) "A Few Lessons Learned from Acquisitions" *Journal of Management in Engineering*, Jul/Aug, pp. 36-38.
11. Loderer, C., and Martin, K. (1992) "Postacquisition

- Performance of Acquiring Firms” *Financial Management*, Autumn, pp. 69-79.
12. Maxwell, S. (1997a) “Merger and Acquisitions: Part 1 Why Acquire A Company?” *Journal of Management in Engineering*, Jul/Aug, pp. 17-18.
 13. Maxwell, S. (1997b) “Merger and Acquisitions: Part 2 What Does a Buyer Look at?” *Journal of Management in Engineering*, Sep/Oct, pp. 16-17.
 14. Maxwell, S. (1998) “A Merger Manual” *Civil Engineering*, ASCE
 15. Megginson, W.L., Morgan, A., and Nail, L. (2000) “Changes in Corporate Focus, Ownership Structure, and Long-Run Merger Returns” *Social Science Research Network, Electronic Working Paper* (<http://papers.ssrn.com/>).
 16. Parrino, J.D., and Harris, R.S. (2001) “Business Linkages and Post-Merger Operating Performance” *Working Paper*, Darden Graduate School of Business, University of Virginia, Charlottesville, VA.
 17. Schmidt, D.R., and Fowler, K.L. (1990) “Post-Acquisition Financial Performance and Executive Compensation” *Strategic Management Journal*, 11(7), pp. 559-569.
 18. Walker, M.M. (2000) “Corporate Takeovers, Strategic Objectives, and Acquiring-Firm Shareholder Wealth” *Financial Management*, Spring, pp. 53-66.
 19. ZweigWhite (2002) “Merger & Acquisition Survey of Design & Construction Firms” Natick, MA.
 20. 김인섭, “M&A 관련 기업의 가치평가에 대한 연구: 한국 건설기업을 중심으로”, 고려대학교 경영대학원 석사학위 논문, 1997
 21. 이주연, “기업인수합병(M&A)을 통한 건설업체의 다각화 전략 수립에 관한 연구: 관련형 다각화를 중심으로”, 연세대학교 석사학위 논문, 1998

논문제출일: 2005.08.09

심사완료일: 2005.10.12

Abstract

The success of mergers and acquisitions(M&A) have been evaluated by either measuring ex ante expectations for the specified time period(Window) or assessing long term-based post operating performance (ex post operating performance). In this study, utilizing cumulative abnormal return(CAR) method, M&As which are observed in both domestic and U.S. construction industries were analyzed then research outcomes are compared. Analysis results indicate that stockholders of public construction companies did not realize significant economic gains from M&As. In other words, there was no synergistic gains from the construction M&As. Also, no significant performance difference was observed between related and unrelated diversifications.

Keywords : Mergers & Acquisitions (M&A), Operating Performance, Firm Strategy, Diversification