



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](#)

經營學碩士學位論文

中國港灣運營社의 M&A 事例研究

-SIPG과 SPC社의 M&A 事例 分析을 중심으로-

A Case Study on the M&A of Chinese Port
Companies

指導教授 李 基 煥



2009年 2月

韓國海洋大學校 大學院


海運經營學科

張 子 旺

本 論 文 을 張 子 旺 의 經 營 學 碩 士 學 位 論 文 으 로 認 准 함 .

委 員 長 朴 相 甲 ①

委 員 柳 東 瑾 ①

 委 員 李 基 煥 ①

2 0 0 8 年 1 2 月

韓 國 海 洋 大 學 校 大 學 院

海 運 經 營 學 科

<目 次>

第1章 序論	1
제1절 研究의 背景 및 目的	1
제2절 研究方法 및 研究構成	3
第2章 M&A에 대한 理論的 考察	5
제1절 企業引受·合併의 概念과 形態	5
제2절 M&A의 動機理論 考察	9
제3절 M&A에 대한 先行研究의 檢討	18
第3章 國際海運 環境의 變化와 中國 海運業體의 發展 動向	22
제1절 國際海運 물류環境의 變化	22
제2절 中國海運業體의 發展 動向	32
제3절 海運企業 M&A의 先行研究	42
第4章 上海國際港務集團(Shanghai International Port Co. Ltd)과 上海 컨테이너株式會社(Shanghai Port Container) 引受合併 事例 分析	45
제1절 合併의 背景	45
제2절 SIPG과 SPC 合併 推進 狀況	57
제3절 SIPG과 SPC 合併의 市場成果 分析	60
제4절 合併 후 上海港 컨테이너운송 競爭力의 變化	68
第5章 結論	73
제1절 研究의 要約	73
제2절 研究의 時事点과 限界点	74
<文獻研究>	76

〈표 차례〉

<표 2-1> M&A의 분류	9
<표 2-2> M&A 동기이론의 분류	10
<표 3-1> 세계 주요 지역별 컨테이너 물동량 전망	22
<표 3-2> 세계10대 컨테이너 정기선사의 선 복량	24
<표 3-3> 해운기업의M&A사례	26
<표 3-4> 글로벌터미널 운영업체(GTO) 컨테이너 처리실적	28
<표 3-5> GSTO와 GCTO의 터미널 확보 및 운영의 목적	29
<표 3-6> 최근의 주요 컨테이너 터미널 인수 합병 현황	31
<표 3-7> 중국의 5대 국영 선사 현황	32
<표 3-8> 중국 5대 국영 선사별 자산규모 비교	33
<표 3-9> 중국 국영 기업의 통합원칙 및 방법	34
<표 3-10> 중국 국영선사 별 선박 발주 현황	35
<표 3-11> 중국 5대 국영 선사의 선대별 세계 순위	38
<표 3-12> 중국주요항만 물동량 추이	39
<표 3-13> 최근 중국의 항만 간 통합 추진 현황	41
<표 3-14> 중국의 5대 항만 군 현황	42
<표 4-1> 합병 전 SIPG의 주주구성	48
<표 4-2> SIPG대차대조표	49
<표 4-3> SIPG순이익계산서	49
<표 4-4> SIPG의 재무지표	50
<표 4-5> SIPG 물동량 처리 추이	51
<표 4-6> SIPG주요경영업무상황	52
<표 4-7> SPC사의 주주구성	53
<표 4-8> SPC사의 자산부채	54

<표 4-9> SPC사의 순이익 계산표	54
<표 4-10> SPC사의 주요재무지수	55
<표 4-11> SPC 역사적인 주식가격과 이번 주식교환가격에 비교	59
<표 4-12> 합병공시일 전후 SPC의 초과이익률과 누적초과이익률	63
<표 4-13> 합병 상장 후 SIPG의 초과이익률과 누적초과이익률	65
<표 4-14> 중국 상장 항만기업 비교추이	68
<표 4-15> 2007년 중국10대 컨테이너 항만 물동량이	69
<표 4-16> 2007년 세계 컨테이너 물동량 추이	70

<그림 차례>

<그림 3-1> 글로벌 컨테이너 터미널 운영업체(GTO)	29
<그림 4-1> 합병공시일 전후 SPC의 초과이익률과 누적초과이익률 추이	64
<그림 4-2> 합병 상장일 후 SIPG의 초과이익률과 누적초과이익률 추이	66
<그림 4-3> 상하이항컨테이너 물동량 추이 2000년-2008년(전망)	69

Abstract

A Case Study on the M&A of Chinese Port Companies

Zhang, Ziwang

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

Advised by Professor Lee, Ki-Hwan

In order to accomplish the efficiency of operation and to increase the market share, global port operation enterprises have been actively carrying out M&A(merger and acquisition) strategies.

The 5 biggest global port terminal operators such as HPH, DP WORLD, APMT, PSA and COSCO expands the market share gradually. They currently cover nearly a half of the world port industry from 43.8% in 2004 to 50.7% in 2006 and their share is still increasing.

With the rapid change of the international shipping environment, the Chinese government aimed at getting the 3rd position of all the shipping countries by 2010. In order to strengthen the competitive power, the M&A between state-owned shipping companies and port enterprises is now on the way.

This study focuses on the motive and the performance of M&A of port terminal operation companies. It is thought that a port operation company attempts to acquire another company to strengthen the competitive power. This thesis reviews the motivation, characteristics and results of M&A through the existing literatures.

This thesis examines in detail the case of M&A between SIPG(Shanghai International Port Group) and SPC(Shanghai port Container). In order to analyze the financial performance of this M&A, the share data were collected from Shanghai Stock Exchange. By using the market model, we calculates the cumulative abnormal return(CAR) for 30 days before and after M&A. The estimated CAR shows a positive return of 13.72% and this implies that the market appraises M&A of SIPG and SPC positively. This study also discussed the financing, composition of shareholders and the financial and business synergy, further analyses the M&A motivation between port companies.

In particular, through the M&A between SIPG and SPC, SIPG increased its international competitive power and now holds a ruling position in the world shipping industry. And it is expected that the business performance of SIPG in the future will be improved continuously.

제1장 서론

제1절 연구의 배경 및 목적

오늘날 세계 시장에서 많은 기업들이 경쟁에서 이길 수 있는 우위를 획득하기 위한 방법으로 M&A를 선택하고 있는 것은 아마도 경쟁력을 확보하는데 M&A가 가장 효과적인 방법이기 때문일 것이다. 기업의 경쟁력 확보는 단순히 기업의 규모를 확장 시키는 과정이 아니라, 경쟁에 대응할 수 있는 기업의 경쟁우위와 급변하는 환경에 대한 신속한 적응력을 가진 효율적인 경영체제를 가짐을 의미한다. 따라서 기업은 급변하는 환경 하에서 성장 동력을 확보하기 위한 전략을 선택한다. 특히 M&A는 그 효율성 측면에서 기업의 경쟁력과 성장력 향상에 부합하는 전략이라고 할 수 있다.

항만운영업체들의 입장에서는 초대형선의 입항을 위한 입항시설의 확보가 필수적이다. 일시에 대량의 컨테이너가 하역되는데 필요한 하역장비의 확보, 운영시스템의 효율성 제고, 충분한 물류 배후단지 및 연계 수송시설 확충 등이 항만경쟁력 제고를 위한 중요 요소로 대두되고 있다.

컨테이너선박의 대형화, 선사 간의 M&A, 항만개발의 가속화 등의 다양한 물류환경의 변화가 항만물류업체가 규모의 경제를 선택할 수밖에 없도록 하고 있다.

전 세계 항만이 넘쳐나는 중국물량으로 몸살을 앓고 있는 가운데 글로벌 터미널 운영사들이 안정적인 영업기반을 확보하기 위해 전 세계 항만을 대상으로 적극적인 인수·합병에 나서고 있다.

2004년부터 급증하기 시작한 컨테이너 터미널 M&A는 2004년 11월 아랍에미리트(Arab Emirates) 국영터미널운영사인 두바이항만인터내셔널(Dubai

Ports International: DPI)이 CSXWT(CSX World Terminals)를 인수하면서 본격화되었다. 2005년 두바이항만공사(Dubai Ports Authority: DPA)와 DPI는 글로벌 컨테이너 운영사업의 시너지효과를 극대화하기 위해 통합했다. 이 합병으로 탄생한 DP World는 이와 같은 인수합병 전략 외에 중동의 오일머니(oil money)를 기반으로 한 풍부한 자금력을 통해 터미널 운영사업의 확장을 용이하게 추진할 수 있다는 점도 성장의 배경으로 작용한 것으로 나타났다.

지금까지 세계컨테이너 터미널은 글로벌 컨테이너 터미널 운영업체(Global Container Terminal Operator: GTO)와 컨테이너 정기선사들이 개발하고 운영하는 것이 일반적이었다.

GTO들이 경영권을 확보하거나 지분의 일부를 인수한 사례는 크게 세 가지 있다. 즉 DP 월드가 CSX 월드 터미널과 영국의 P&O 항만(P&O Ports)을 인수하고, 싱가포르의 PSA가 허치슨 포트 홀딩스의 지분 20%를 44억 달러에 매입한 것을 제외하면, OOCL의 북미 컨테이너 터미널이나 SSA 머린 등 최근에 매물로 나온 컨테이너 터미널은 거의 전부 기관투자자들이 걷어 들고 있다.

글로벌 해운선사들이 안정적인 물량확보와 비용절감을 위해 전략적인 제휴를 확대하고 있는 추세는 글로벌 터미널 운영사들이 세계 각국의 터미널 인수를 통해 글로벌 네트워크 구축하도록 부추기고 있다.

중국항만들이 항만시설 확충과 해외터미널 개발 사업에 나서기 시작하였다. 중국 내 최대 터미널운영사인 COSCO그룹의 COSCO Pacific은 자국위주의 터미널 운영에서 벗어나 인근 싱가포르(COSCO-PSA터미널), 홍콩(COSCO-HIT 터미널)항만사업 진출에 이어 유럽과 지중해 지역 진출에 적극적으로 나서고 있다. COSCO는 오는 2010년 연평균 13%가 넘는 처리능력 성장률을 기록할 것으로 예상됨에 따라 세계터미널업계 5위로 올라설 것으로 전망된다.

또한 중국 최대의 항만 상하이항을 통제하고 있는 상하이국제항무그룹(SIPG: Shanghai International Port Group)도 M&A를 통한 해외사업 진출을

선언하며 PSA 및 DP월드와 같은 자국 터미널을 기반으로 한 국영 터미널운 영사의 성공 신화를 꿈꾸고 있다.

상하이국제항무그룹(SIPG)은 상하이 주식시장에 상장되어 있는 자회사 상하이 항만 컨테이너 주식회사(SPC)의 거래를 중단시키고 이 회사의 주식을 전 량 인수하여, 상장을 폐지한 후 SIPG의 이름으로 상장하여 그 규모를 늘렸다.

이처럼 중국 항만들의 성공적인 증권시장 상장은 이들 항만이 견고한 재무 성과와 물동량 증가세를 실현하고 있어 장래 양호한 투자수익을 낼 수 있을 것이라는 기대에 근거하고 있다.

중국주요 항만의 증권시장 상장은 단순히 투자자금 조달에만 그치는 것이 아니라 증권시장을 통해 항만 운영의 투명성과 재무구조의 안전성을 증진시킴 으로써 중국 항만의 경쟁력을 강화하고 세계기준(global standard)에 맞는 기 업으로 발전시키고자 하는 것이다. 이를 통해 자국뿐만 아니라 해외 항만시설 까지 투자해 글로벌 네트워크를 구축하여 세계시장 진출을 위한 전략을 실행 하고자 하는 것으로 생각된다.

본 연구는 항만운영기업의 국제경쟁력강화를 위해 자국내 터미널업체 간 수 평적 통합을 추진하는 원인을 분석하기 위하여 문헌연구를 통해 M&A의 동 기, 특징, 성과 등을 고찰해 보고, 국제해운환경의 변화에 따라 중국경영선사 간 통합의 시나리오를 검토하여 항만 간의 인수합병 동향을 고찰하였다. 또한 상하이 증권시장에 상장된 상하이국제항무그룹(SIPG)과 상하이 컨테이너 주 식회사(SPC) 인수합병 사례를 통해 항만운영기업간의 M&A 특징 및 성과를 살펴보고자 한다.

제2절 연구방법 및 논문구성

본 연구는 상하이 증권시장에 상장된 상하이국제항무그룹(SIPG)과 상하이 컨테이너 주식회사(SPC)간의 M&A사례연구를 통해 항만운영기업의 M&A 성

과를 분석하고자 한다.

본 논문 주요 연구방법은 문헌연구와 사례연구를 중심으로 하였다. 문헌연구는 M&A와 관련된 각종 서적, 연구논문, 연구기관의 보고서 및 각종 간행물을 비롯하여 기타 자료에 대한 검토를 통해 M&A의 이론적 개념 및 특성, 항만운영 및 해운업계 M&A 현황 및 동향을 살펴보았다. 또한 사례연구는 문헌연구의 결과를 토대로 하여 SIPG과 SPC 인수합병사례를 분석의 대상으로 하였다. 상하이증권거래소에서 관련된 주가자료를 추출하여 시장모형(market model)을 이용해 사건연구(event-study)를 통해 인수공시일 전후의 피 인수기업의 누적초과수익률(cumulative abnormal return: CAR)과 합병 이후 단기간 동안 합병기업의 누적초과수익률을 분석하여 인수합병의 성과를 검토하였다.

본 논문은 다음과 같이 전체 5장으로 이루어져 있다.

제1장은 연구의 목적 및 배경, 그리고 연구방법과 구성을 기술한 서론의 부분이다.

제2장은 M&A에 대한 이론적 개념 유형, 동기와 M&A 선행연구를 기술하였다.

제3장은 국제해운 환경의 변화와 해운기업의 M&A현황 및 글로벌 제휴를 고찰하였다. 국제해운환경의 변화에 따라 중국경영선사 간 통합작업 확산되어 있고, 항만 간의 통합 및 인수합병이 활발하게 증가하는 것을 분석하였다.

제4장은 상하이항무그룹이 세계적인 항만운영기업이 되기 위해 M&A를 한 사례를 연구하여 M&A의 동기 및 효과에 관하여 조사하였다. 또한, 인수합병 공시일 전후의 초과수익률과 누적초과수익률 분석을 통하여 SPC와 SIPG의 합병에 대한 시장의 반응을 살펴본다.

제5장은 연구의 요약과 시사점 및 연구의 한계점에 관하여 기술하였다.

제2장 M&A에 대한 理論的 考察

제1절 기업인수·합병의 개념과 형태

1. 기업인수 합병(M&A)의 개념

기업인수 합병(Merger and Acquisition: M&A)이라는 말은 기업지배권 획득을 목적으로 두 개 기업 이상이 하나로 통합되어 단일 기업이 되는 합병(merger)과 기업이 다른 기업의 주식 또는 자산을 취득하여 경영권을 획득하는 매수(acquisition)가 결합된 개념이다.¹⁾ 따라서 M&A라는 용어는 기업합병, 자산취득, 주식취득의 행위를 총칭한다.

기업인수 합병(M&A)은 기업성과에 여러 가지 측면에서 영향을 주는데 다음과 같은 측면에서 중요한 의사결정으로 간주되고 있다.

첫째, M&A는 기업의 매우 중요한 투자결정의 하나이다. 다른 투자결정과는 달리 기업의 기본적인 영업성격에 변화를 초래할 수도 있으며, M&A에 소요되는 자본조달방법 여하에 따라 기업의 수익성, 위험구조에 큰 변화를 가져오게 된다.

둘째, M&A가 이루어지는 방법과 조건에 따라서 시너지효과(synergy effect)가 달라지므로, 주주의 부에 큰 영향을 미친다.

셋째, M&A의 주된 목적이 기업지배에 있는 경우가 많은데, 이러한 경우는 대주주들의 소유지분에 변화가 일어나므로, 기업의 소유구조가 영향을 받게 된다. 또한 경영진이 교체될 수 있는 계기가 되므로, 기업의 인적자원의 효율성에도 영향을 미치게 된다.

1) 장영광 “현대재무관리” 제2판 16장 기업인수 합병 p629.

2. M&A의 형태

가. 거래 형태에 따른 분류

1) 합병(Merger)

합병은 기업의 외적 성장의 가장 강력하고 전형적인 수단으로서 두 개 이상의 기업이 청산절차를 거치지 않고 한 개 이상의 기업이 소멸함과 동시에 소멸기업의 권리와 의무가 존속회사에 포함됨으로 이전되어 법률적 실질적으로 새로운 하나의 기업이 되는 것을 의미한다. 합병은 법률적 존속관계에 따라, 두 개 이상의 기업이 결합할 때 그 중의 한 기업이 법률적으로 존속하여 다른 기업을 인수하고, 인수되는 기업은 소멸하는 흡수합병(merger)과, 결합하려는 기업이 모두, 해산 소감하고 새로운 하나의 기업이 설립되어 이 신설기업에게 합병에 참여하는 모든 기업의 법적 지위를 승계시키는 신설합병(consolidation)으로 구분된다. 일반적으로 신설합병의 경우는 그 절차가 복잡하고 세부적 법률적으로 불리한 점이 많아 흡수합병의 형태가 많이 이용된다.

2) 인수(Acquisition)

기업인수는 인수기업이 대상기업의 경영지배권을 획득하기 위하여 대상기업의 주식이나 자산을 취득하는 것을 말한다. 기업인수는 크게 자산취득과 주식취득으로 나뉘지고, 합병과 다른 점은 취득 후에도 대상기업이 개별기업으로 계속 존재한다는 점이다. 자산취득(asset acquisition)이란 인수대상기업의 자산을 취득 인수함으로써 기업의 경영권을 확보하는데 인수대상기업의 공장이나 점포, 종업원, 고객관계, 영업권 및 경영 노하우 등 자산의 전부 또는 일부를 취득하는 경우이다.

주식취득(stock acquisition)은 기업인수의 가장 전형적인 방법으로 주식의

인수를 통하여 기업의 경영권을 획득하는 것이다. 일정한 조건으로 매수청약을 하거나 주식공개매수(tender offer 또는 takeover bid: TOB)등으로 이미 발행된 주식을 매수할 수 있고 새로 발행되는 주식을 인수하는 경우에는 기존 주주 이외에 제3자인 인수회사에게 신주인수권을 부여하는 제3자 배정증자와 전환사채(convertible bond: CB)나 신주 인수권부사채(bond with warrant: BW)의 취득에 의한 형태가 있다.²⁾

나. 결합 형태에 따른 분류

동종 산업 내에서 동일한 영업활동을 수행하고 있는 기업 간의 결합인 수평적 M&A, 동일 산업 내에 속하나 생산 활동 단계가 서로 다른 기업 간의 결합인 수직적 M&A, 상호 무관한 영업내용을 갖는 기업 간의 결합인 복합적 M&A등이 있다. 경제의 다단계 구조 속에서 어느 한 단계에 속하는 기업 역시 같은 단계에 속하는 다른 기업, 예를 들어 석유산업에 있어서 원유의 채취, 정유, 석유판매 기업 간의 M&A하는 경우 이를 수직적 M&A라고 한다. 이는 기업결합 형태에서 기업연합과 유사한 것으로 경쟁관계에 있는 기업을 인수함으로써 주로 시장지배력 또는 시장점유율을 확대하기 위해 이루어진다.³⁾

다. 거래의사에 따른 분류

합병 당사자들의 거래의사에 따라 우호적M&A(friendly M&A)와 적대적 M&A(hostile M&A) 중립적 M&A(neutral M&A)로 구분할 수 있다.

우호적 M&A한 매수기업의 매수활동이 피 매수기업 경영진의 동의 하에 진행되어 협상을 통해 매수조건 등이 결정되는 M&A를 말한다.

적대적 M&A는 매수기업이 피 매수기업 경영진의 동의 없이 백지위임장 투

2) 孫東逸 “M&A가 합병기업 주주부에 미치는 영향에 대한 실증연구” 2004.12 p.8-9

3) 박정식[현대재무관리] 서울 다산출판사 1993. p.47

쟁과 기업공개매수 등 강압적 수단에 의해 주식을 매수하는 것을 말한다.

또한 중립적 M&A는 피 인수회사의 경영자가 주주에 대하여 기업매수와 승낙여부에 관한 찬성 또는 반대의 조언이나 권유를 하지 않는 경우를 말한다.

이것은 피인수 회사가 우호적이지 않으면 성립될 수 없는 M&A를 제외 한 모든 법적 형식, 즉 시장매수, 공개매수, 전환사채 등의 취득, 위임장 쟁탈에 있어서는 언제든지 가능하다.

라. 결제수단에 따른 분류

기업 합병 시에 매수, 합병대상기업의 주주에 대한 결제수단으로는 현금매수, 주식에 의한 매수, 차입에 의한 매수 등이 있다. 과거에는 주로 현금매수, 주식매수 등이 일반적이었으나, 일시에 많은 자금이 필요하기 때문에 최근에는 차입자금에 의존하는 LBO방식이 성행하고 있다.

LBO(Leveraged Buy-out)는 기업매수가 성공할 것이라는 기대 하에 매수대상 기업의 자산이나 수익률을 담보로 매수에 소요되는 자금을 조달하여 매수를 한 후, 그 이익금이나 자산의 매각대금으로 채무를 상환해가는 기업매수를 말하며 LBO를 추진하는 매수 대상기업의 경영진인 경우 이를 경영진에 의한 매수(MBO: Management Buy-out)라 하고, 그 주체가 해당기업의 종업원 단체인 경우 종업원에 의한 매수(EBO: Employee Buy-out)라고 한다.

마. 교섭방법에 의한 분류

개별교섭에 의한 M&A는 피인수기업에 대한 개별적인 매수교섭을 통해 합의계약을 하는 방법으로 대부분의 우호적인 합병 인수에 이용되는 M&A방법이다.

이에 반해 공개매수에 의한 M&A는 유가증권시장 및 협회중개시장 밖에서 일정가격으로, 일정 기간 내에 매수할 것을 공포한 후 주식을 대량 매수하는

방법으로서 우호적 M&A는 물론, 비우호적M&A의 경우에도 자주 사용되거나 사전에 법률검토가 꼭 필요한 M&A방법이다.

바. 결합주체에 따른 분류

국내M&A는 국내기업간의 인수합병을 말하며, 국제M&A는 국내기업이 해외기업을 인수 합병하는 In-Out형과 해외기업이 국내기업을 인수 합병하는 Out-In형으로 구별할 수 있다.

<표2-1>M&A의 분류:

분류기준	유 형
거래형태	합병(merger): 흡수합병(merger)과 신설합병(consolidation) 인수(acquisition): 자산인수와 주식인수
결합형태	수평적M&A(horizontal M&A), 수직적 M&A(vertical M&A) 다가적/복합적 M&A(conglomerate M&A)
거래의사	우호적 M&A(friendly M&A), 적대적 M&A(hostile M&A)
결제수단	현금매수, 주식매수, LBO(leveraged buy-out)
교섭방법	개별교섭 M&A, 공개매수(TOB: take-over bid/tender offer)
결합주체	In-In M&A (국내 기업 간 M&A), In-Out M&A (국내기업의 외국기업에 대한 M&A), Out-In M&A(외국기업의 국내기업에 대한 M&A)

자료: 김지수, 노태환, [기업합병·매수론](1994) p25.

제2절 M&A의 동기이론 考察


M&A 동기에 관련된 이론으로는 가치극대화 이론과 비 가치극대화 이론이 있다. 비 가치극대화(non-value maximizing)이론은 성장극대화 이론이라고도 한다. 두 이론은 소유주와 경영자의 기업 활동 목적에 따라 M&A가 다르게 실행된다는 것을 말한다.

가치극대화 이론은 주주 입장에서 기업의 최종적 목적을 기업 가치를 극대화 시키는 것으로 간주하고, M&A 활동이 기업 가치를 증대시키기 위해 실행되어야 한다는 이론이다. 즉, M&A를 통한 두 기업의 결합은 곧 기업 간의 자원의 결합으로, 결합된 자원이 기업의 주당 가치를 극대화 시킬 가치창출의 근거가 된다는 것이다.

성장극대화 이론은 경영자의 경영활동을 기준으로 기업 전체 가치의 극대화가 아닌 경영자가 자신의 이익을 극대화시키기 위해 M&A를 단행한다는 것으로 인수기업의 경영자가 기업 가치의 극대화가 아닌 자신의 이익을 극대화하기 위해 M&A를 한다는 것이다. 이 이론은 소유와 경영이 결합된 기업이 아닌 전문경영인이 존재하는 기업의 경영자의 입장에서 나온 이론이다. 즉, 경영자가 주주의 이익인 주당 가치의 극대화가 아닌 매출액, 자산의 증대를 촉진시켜 경영자에게 유리하도록 M&A를 하는 것을 말한다.

가치극대화 이론과 성장극대화 이론을 세부적으로 살펴보면 다음과 같다.

<표2-2> M&A 동기이론의 분류

가치극대화 이론	효율성 이론	 영업 시너지효과	-규모와 범위의 경제적 효과 -시장지배력 확대 효과 -시장참여시간의 단축 및 마찰회피 효과
		재무적 시너지 효과	-위험분산 효과 -자금조달 효과 -자본이득의 실현 효과 -조세절감 효과
		경영 전략적 시너지효과	-조직성장의 지속화 -경영효율성 극대화 -기업의 국제화
성장극대화 이론	정보이론		
	시장지배력 이론		
	세금효과 이론		
	경영목적 이론		
	대리인 이론		
	여유현금흐름 이론		

자료: 강다영 (2006.2) 석사논문.

1. 가치극대화 이론

가치극대화 이론은 M&A가 다른 투자의사결정과 동일한 기준에 의해서 행해지는 가치극대화 동기에 의해 이루어진다는 것이다. 그러므로 합병으로 정(+)의 기대이익의 존재가 필수 조건이다. 따라서 기업합병의 결과 합병기업의 주주는 정(+)의 비정상 수익률을 얻을 수 있어야 하며 합병시장이 경쟁의 상태를 불문하고 최소한의 정상수익률을 얻어야 한다.

1) 효율성이론

효율성이론에서는 기업의 인수합병의 자산재배치 활동이 시너지효과 (synergy effect)를 발생시켜 사회적 이익을 증가시킬 수 있다고 주장한다. 시너지 효과란 두 기업이 합쳐진 후의 가치가 합병 이전의 두 기업들의 가치를 단순히 합한 것보다 크게 되는 현상을 의미한다. 합병은 바로 이러한 시너지 효과를 목적으로 이루어지는 경우가 많다.

$$\text{시너지 효과} = V(a+b) - \{V(a) + V(b)\} > 0$$

$V(a+b)$: 합병 이후 합병기업의 가치

$V(a), V(b)$: 합병 이전 합병기업과 피 합병기업의 가치

시너지효과는 영업적 시너지(operating synergy)와 재무적 시너지(financial synergy)로 구분한다.

① 영업시너지 효과

영업시너지는 수평적 합병, 수직적 합병 및 복합적 합병(conglomerate

mergers)등 어떠한 형태의 합병에서도 발생할 수 있는 시너지효과를 의미한다. 영업시너지는 규모의 경제(economies of scale)와 범위의 경제(economies of scope)를 통해서 이루어진다.

영업시너지는 회사의 결합으로 발생하는 비용의 절감과 노동력과 자본설비를 보다 효율적으로 사용함으로써 발생할 수 있다. 이것은 낮은 산출량 수준에서는 불가능하며 일정규모의 산출량 범위 내에서만 가능하다. 회사가 영업규모가 증대함에 따라 단위당 비용의 감소로 인해 규모의 경제가 실현될 수 있기 때문이다.

이러한 영업시너지는 인수합병으로 인한 현금흐름의 증가분으로 측정되는데 다음과 같은 유형으로 나누어 볼 수 있다.

a. 수입증대 효과

마케팅의 효율화, 전략적 우위 또는 시장지배력의 강화 등으로 동일한 비용을 지출하면서도 더 많은 수익을 발생시킬 수 있는 경우를 의미한다.

b. 비용절감 효과

규모의 경제, 생산기술상의 수직적 협력 또는 자원의 상호보완 등을 통해서 동일한 수익을 올리면서도 비용을 더 많이 줄일 수 있는 경우를 들 수 있다.

c. 세금절감 효과

피 합병기업이 영업부진 등으로 이월결손금이 발생한 경우 합병 후에 이에 대한 세금공제효과가 있기 때문에 세금납부로 인한 현금유출을 줄일 수 있다.

② 재무시너지 효과

기업 가치는 기업의 영업현금흐름을 자본비용으로 할인하여 산출한 현재가치이다. 이 때 현금흐름의 증가분을 초래하는 것이 운용시너지 인 바, 현금흐름은 종전과 동일하더라도 합병 후의 자본비용이 합병 전의 수준보다 감소하면 그 현재가치를 산출할 때에 적용되는 할인율이 더 낮아지는 것이므로 기업 가치는 더 커지게 되는데 이러한 효과를 재무시너지(financial synergy)라고 한다.

시너지효과를 자본예산의 현금할인기업을 적용하여 살펴보면 아래의 식과 같다.

$$\begin{aligned} \text{시너지효과} &= \sum \frac{1}{(1+R)^t} [CF_{tAB} - (CF_{tA} + CF_{tB})] \\ &= \sum \frac{1}{(1+R)^t} \Delta CF_t > 0 \end{aligned}$$

- CF_{tAB} : 합병 후의 현금흐름
- CF_{tA} : 합병 전 A기업의 현금흐름
- CF_{tB} : 합병 전 B기업의 현금흐름
- R : 위험조정할인율
- ΔCF_t t기의 현금흐름의 변화

③ 경영 전략적 동기이론

경영 전략적 동기이론은 급변하는 환경에 대처하기 위한 장기 전략으로서 합병이 이루어진다는 것이다. 외부환경에 대해 기업이 여러 여건으로 내부적인 능력의 동원으로 성장이 어려운 경우 기업은 합병을 모색할 수 있다. 즉 합병을 통하여 쉽게 여러 자원 및 경영능력의 습득과 확장을 추구할 수 있게 하고, 따라서 합병은 기업의 장기 전략에 유효한 수단으로서 활용 될 수 있

다.⁴⁾

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 피 인수기업의 투자자에게 기업가치 평가가 절하되었음을 알리는 기능을 하여 시장에서 기업 가치를 재평가 하도록 하는 기능이 있다는 것이다. 이러한 정보신호 효과를 가지기 위해서는 경영자와 자본시장의 투자자 사이에 비대칭적 정보가 존재해야 하고, 시장은 강형 효율성이 없는 시

장에 알리지 않고, 긍정적인 영향을 주는 요인은 시장에 알리지 않고, 긍정적인 영향을 주는 요인은 시장에 알려 기업 가치를 증가시키려는 경향이 있다. 따라서 기업이 직접적으로 시장에 기업에 긍정적인 효과를 주는 정보를 시장에 알리고자 하여도 투자자가 이를 신뢰하지 못하는 상황이 발생할 수 있다. M&A의 협상이 간접적인 정보의 홍보효과를 발행시켜 자본구조나 배당 등을 알리는 기능을 한다는 것이 정보이론이다.⁵⁾

3) 시장지배력 이론

시장지배력 이론은 M&A를 통하여 시장 점유율이 확대된다는 것에 근거를 둔 것이다. 즉, 인수 합병을 통해 기업의 규모가 대형화되어 기업이 가용한 자원의 집중력이 커지게 되면 시장지배력이 발생하여 기업의 이익이 향상된다고 하는 것으로 주로 관련합병 중 수평적인 합병에 대한 설명이론으로 적합하다. 이와 같은 시장지배력으로 인해 합병이득이 발생한다면 이는 가격담합과 같은

4) 孫東逸“M&A가 합병기업 주주부에 미치는 영향에 대한 실증연구”(2004.12)석사논문.

5) 지호준, 박용원[M&A](2003) pp.69-70

경쟁 제한적 행위가 용의해짐으로써 나타나게 된 것이다. 이러한 이득을 달리 표현한다면 부속적 판매수익 증가효과(revenue side effect)로 표현될 수 있을 것이다. 그러나 시장점유율의 확대는 M&A이외에도 지체적인 확장(internal expansion)을 통해서도 가능할 수 있는데 이것이 과연 사회적인 이득을 제공하는가에 대해서도 의문이 제기 될 수 있다. 또한 이 이론은 규모의 경제성에 대한 분명한 이론적 도전일 뿐만 아니라 불공정한 집중화 현상을 초래한다는 점에서 많은 비판을 받고 있다.⁶⁾

4) 세금효과 이론(Tax consideration theory)

세금효과 이론이란 배당금의 지급 등에 따르는 높은 세율의 소득세(income tax)를 회피하고 대신에 세율이 낮은 자본이득세(capital gain tax)를 적용 받기 위하여 M&A가 행해진다는 이론이다. 즉, 배당금을 지급하지 않거나 또는 적게 지급할 수 있는 성장기업(growing firm)이 이미 발생한 수익이나 또는 미래의 수익을 자본화(capitalization)하기 위하여 M&A를 실시하면 세금부담이 줄어드는 혜택을 누릴 수 있게 된다. 그러나 단순한 절세효과만을 위하여 M&A를 시도하기 보다는 이는 합병의 시기, 구조, 프리미엄의 규모 등을 결정하는 데 중요한 역할을 한다.

2. 비 가치극대화 이론

1) 경영목적 이론

기업의 규모가 경영자에 대한 보상과 함수관계에 있기 때문에 경영자는 자신의 이익을 극대화하기 위하여 기업의 양적 외형적 성장을 추구하는 수단으

6) 전해경 “기업의 국제경쟁력 강화를 위한 국제화 전략으로서의 M&A 연구” 석사논문.

로 M&A를 추진한다는 이론이다. 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. 즉 경영자들이 추구하는 경영목표는 인간의 개인적 욕망으로부터 비롯되기 때문에 기업의 성장 동기를 분석하는 데에도 인간적 요소에 대한 충분한 이해가 있어야 한다고 주장한다.

2) 대리인 문제 이론

일반적으로 기업의 주체인 주주와 경영권을 위임받은 대리인인 경영자와는 서로 간에 이해가 상충될 수 있는데 이와 같은 상충된 이해관계로부터 야기되는 문제를 대리인 문제라고 한다. 한편 기업의 지분이 전혀 없거나 낮은 비율만을 갖고 있는 경영자는 가능하면 적은 노력을 기울이고 보다 많은 소비를 즐기려는 도덕적 해이문제를 갖는다. 그러나 주식이 다수의 투자자들에게 분산 소유되고 있는 기업에서는 주주들이 기업의 운영에 무관심하게 되어 경영자들의 행동을 감시하려 하지 않는다.

이와 같은 대리인 문제를 해결하는 수단중의 하나가 기업인수이다. 기업인수의 가능성이 존재하면 경영자들은 자산의 지위를 유지하기 위해 기업인수의 공격에 대한 대비를 하여야 한다. 예를 들면 낭비를 줄이고 건설하게 기업경영에 힘써 높은 주가를 유지하려 할 것이다. 한편 주주들은 인수와 합병을 통하여 대리인 문제를 해결할 수 있다. 예를 들면 rudd여자들의 비능률, 낭비 등이 심해도 경영자들의 행동을 감시할 만한 경비를 지출할 의사가 없다면 주주들은 다른 기업의 기업인수 제의에 응함으로써 경영자를 응징할 수 있을 것이다.

한편 대리인 문제의 일종으로 경영자주의(managerialism)를 들 수 있다. 만약 기업규모가 클수록 경영자들의 보수가 크게 주어진다면 경영자들인 기업규

모를 증가시키고자 하는 유인을 가질 것이고 그 수단으로 인수와 합병을 이용할 수 있을 것이다. 비록 경제적가치가 낮더라도 일단 다른 기업을 인수 또는 합병하여 기업규모를 증가시키고 그 결과자신의 보수를 보다 크게 하려 한다는 것이다.⁷⁾

3) 여유현금흐름 이론

대리인문제로 발생하는 비효율성을 M&A를 통해 어떻게 제거하는가에 대한 이론이다.

경영자는 주주의 대리인이지만 양측 모두 자신들이 이익추구에 관심이 있기 때문에 최상의 기업전략을 놓고 갈등이 발생한다. 여유현금흐름은 (+)의 순 현재가치를 지닌 투자 계획에 소요되는 자금을 초과하는 현금흐름을 의미한다. 이러한 여유현금흐름은 기업이 주주에게 지급해 그들의 부를 극대화 시켜야 할 금액이다. 그러나 주주에게 지급할 경우 경영자가 통제할 수 있는 자원이 그만큼 줄어들는데 반해 경영자는 자신의 보상과 승진을 위해 기업의 확장을 원하기 때문에 배당 정책에 대한 주주와 경영자간의 이해충돌은 여유현금이 많을수록 더욱 심각해진다. 이 여유현금흐름의 처분을 놓고 경영자와 주주의 대립이 조정되는 과정에서 경영의 효율성이 향상될 수 있다. 즉 경영자가 기업 확대를 위해 여유현금을 수익성 없는 내부 사업에 투자함으로써 자원을 낭비하는 결과를 초래할 수 있는데 이런 기업은 결국 다른 기업에 M&A의 원인을 제공한다는 것이다. 경영자의 이익을 강조하면서도 결과적으로는 경영자의 이익과 배치되는 M&A를 초래한다는 모순이 있다.⁸⁾

7)김대호·오세경·장국현·최병욱[알기 쉬운 재무관리]p345.

8)전혜경, "기업의 국제경쟁력 강화를 위한 국제화 전략으로서의 M&A 연구" 석사논문.2000.12

제3절 M&A에 대한 선행연구의 검토

M&A에 대한 연구는 이론적 실증적으로 많은 학자들에 의해 연구되어 있다.

기업의 인수합병의 선택 유형에 대한 연구는 Kelley(1967)⁹⁾와 Hogarty(1970)¹⁰⁾가 수행한 합병 기업들의 시너지 효과 분석이 초기의 연구로 알려져 있다. Hampern(1973)¹¹⁾의 연구는 M&A를 통한 기업 주주의 초과 수익률의 발생 여부와 초과 수익률의 차이를 가져오는 원인과 변수에 관해 규명하였다. Dodd와 Ruback(1976)의 연구에서는 1958년부터 1976년의 기간에 걸쳐 뉴욕증권 거래소에서 공개 매수된 기업을 대상으로 하여 인수합병의 성과를 분석하였다.¹²⁾ Wilson(1980)의 연구에서는 기업신설을 통해 해외투자를 행한 다국적 기업들과 인수합병을 통한 해외투자를 행한 기업들의 몇 가지의 일반적인 특성을 고찰하였다.¹³⁾ Porter(1980)¹⁴⁾는 인수합병을 기업의 투자 의사결정 문제로 보고 진입장벽을 해소하는데 투입되는 비용이나 의사결정 결과에 대한 반대 기대비용 등을 연구하였다. Porter의 연구에서는 기업이 타 산업분야에 진입을 행할 때에는 산업의 구조를 변경할 수 있는 능력을 보유할 때 합리화될 수 있다고 보았다.

Walter와 Barney(1990)¹⁵⁾는 설문을 통하여 인수합병의 목적을 조사하였다.

9) E. M. Kelly, the Profitability of growth through merger, Pennsylvania University, 1967, pp.109.

10) T. F. Hogarty, The Profitability of corporate mergers, Journal of Business, Vol.44, July, 1970, pp.317~327

11) P. J. Hampern, Empirical estimates of the amount and distribution of gains to companies in merger. The Journal of Business. Vol. 47. October, 1973, pp.554~575.

12) P. Dodd, & R. Ruback, Tender offers and stockholder returns, Journal of Finance, 1976, pp.105.

13) B. D. Wilson, The propensity of multinational companies to expand through acquisitions, Journal of Business Studies, Vol.11, 1980, pp.59.

14) Machel E. Porter, & M. B. Fuller, Coalitions and global strategy, M. E. Porter, In Competition in Global Industries, Harvard Business School Press, 1986, pp. 318.

15) G. A. Walter & J. B. Barney, Management objectives in mergers and acquisitions,

그 결과에 따르면 인수합병이 미래의 불안정한 리스크와 비용을 줄이고 성장을 증대시키기 위하여 일어난다고 하였다. 또한, 인수기업과 피 인수기업의 시너지효과, 시장점유율의 개선에 관련하여 보완적인 재무구조를 가지기 위하여 피 인수기업의 시장에서의 지위 활동 등으로 나타났다. Zejan(1990)¹⁶⁾은 해외 시장 진출을 위한 인수합병이 활발하지는 않지만 확실한 수익을 가져다주며 위험성이 적다고 주장하였다. Duncan(2001)¹⁷⁾은 국가 간의 문화가 M&A와 관련이 있음을 시사하고 인수합병 동기로서 경영 노하우 및 기술의 전수, 규모의 경제달성, 자원의 공동이용 등을 제시하였다.

한편, Dixon(2001)은 통신 기업들의 M&A를 기업규모로 구분하여 분석하고 있다.¹⁸⁾ 연구결과를 요약하면 크게 4가지로 구분할 수 있다. 첫째, 기업 간 인수합병은 주로 동종산업간에 발생하고, 대형기업과 중소기업 경우 모두 인수합병 후 시장가치가 상승하며, 중소기업 간의 제휴는 동기간에 대형기업간에 제휴가 진행되면 대형기업간 제휴에 비해 가치가 떨어진다고 하였다. 또한 Claudio(2001)¹⁹⁾는 라틴 아메리카의 다국적 기업이 미국에서 인수합병을 실시할 경우에 생기는 경쟁우위에 관하여 제도적 환경적으로 우위를 점할 수 있다고 제시하였다.

그런데 한국의 기업의 M&A에 대해서도 1980년대 중반 이후 여러 학자들에 의해 수행 되었다.

장영광(1985)²⁰⁾의 연구에서는 한국 자본시장에서 기업합병과 주식취득의 비

Strategic Management Journal, Vol.11, 1990, pp.30.

16) M. C. Zejan, New ventures or acquisitions, the choice of Swedish multinational enterprise, The Journal of Industrial Economics, Vol.38, 1990, pp.352.

17) Duncan Angwin, M&A across European borders : National perspectives on reacquisition due diligence and the use of professional advisers, Journal of World Business, Vol.26, 2001, pp.105.

18) H. Dixon Wilcox, Kuo-Chung Chang & Varun Grover, Valuation of Mergers and acquisitions in the telecommunications industry : a study on diversification and firm size, information & Management, 2001, pp.60.

19) Claudio D. Milman, James P. D'Mello & Bulent Aybal, A note using M&A to gain competitive in the U.S in the case of Latin American MNCs, International Review of Financial Analysis, 2001, pp.257l.

정상수익의 크기를 비교하여 성과차이의 원인을 밝히고 합병으로 인한 기업 재무구조의 개선효과와 다각적 합병의 재무구조의 개선 효과를 분석하였다. 분석 결과 합병 공시 전 피 합병기업의 비정상수익률은 합병기업보다 두 배 정도 높으며 공시 후 합병기업의 비정상수익은 증가하는 추세를 보이거나 피 합병기업의 비정상수익은 하락하는 추세를 보였다. 또한 합병성과의 차이를 설명해주는 외적 요인으로서 합병형태, 합병방법, 주식시장의 상황, 합병기업간의 상대적 규모, 산업분류 중 합병방법만이 10% 유의수준에서 유의하였다.

이석규(1989)²¹⁾의 연구는 1980년부터 1988년까지 56개 표본기업과 주 별 주가자료를 이용하여 공시일 8주전부터 공시 일까지의 초과수익률을 검증하였다. 검증결과 피 합병기업은 -8주에서 공시 일까지 5.18%의 초과수익률로 유의적이었고, 반면 합병기업은 0.57로 유의하지 않았다. 또한 합병 및 피 합병기업의 재무비율의 특성을 비교하였는데 피 합병기업은 합병기업에 비하여 유동성, 활동성, 성장성, 수익성비율이 우수하였고, 레버리지비율은 합병기업이 보다 높게 나타났으며 위험측면에서도 합병기업이 높게 나타나 시너지 효과의 동기이론을 시사하는 증거를 보여 주었다.

김희석(1990)의 연구는 합병결의 공시를 전후한 기간에서 합병기업과 피 합병기업의 비정상수익률을 산출하여 합병에 따른 주주의 부의 변화유무를 검증하고 어떤 변수들이 주주의 부의 변화 차이를 적절히 설명하고 있는가를 설명하였다. 분석결과 공시 직전 일에 유의적인 비정상수익률을 보이지 못하였다. 그리고 피 합병기업의 주주가 얻는 비정상수익이 합병기업 주주가 얻는 비정상수익보다 크게 나타났다. 주주의 부의 변화차이에 대한 원인에 대한 검증에서는 상대적 규모, 피 합병기업의 공시 전 경영성과, 인수모형, 사항 등을 독립변수 한 다중회귀분석결과, 합병기업의 주주의 부의 변화 차이를 설명해주

20) 장영광, "기업합병과 주식취득이 주주의 부에 미치는 영향에 관한 실증적 연구" (고려대학교대학원 박사학위논문, 1985)

21) 이석규, "한국 기업합병의 동기와 성과에 관한 실증적 연구" (연세대학교 대학원, 박사학위논문, 1989)

는 적절한 변수는 상대적 규모와 피 합병기업의 경영성으로 나타났다.²²⁾

송영균과 주상용(1996)²³⁾의 연구는 81년에서 90년 까지 합병을 공시한 기업을 대상으로 합병 전후 5년간의 현금흐름수익률과 합병공시시점을 전후로 한 주가수익률을 추정하였다. 그 결과 합병 후 현금흐름은 합병 전에 비해 증가하나 현금흐름 수익률은 감소하는 것으로 나타났고, 합병 전 성과가 합병 후 수익률에 미치는 영향을 배제시킨 비정상수익률은 정(+)의 유의성을 보이는 것으로 나타났다. 합병기업의 초과수익률은 정(+)의 유의성을 보이며, 합병기업 초과수익률과 비정상 현금흐름 수익률 간에는 통계적으로 유의하지 못하였다.

김규영과 조현상(1996)의 연구는 1981~1991년 사이의 합병기업 중 39개의 합병기업과 11개의 피 합병기업을 대상으로 합병 이외의 다른 조건들을 통제한 비교기업간의 차이분석을 실시하였다. 분석 결과 합병기업의 누적 비정상 수익률이 낮게 측정되었고 합병기업-비교기업간 t-검증에서도 유의적인 차이를 발견할 수 없었다.

이석규·변영덕·박상국(2002)의 연구는 기업의 합병행위가 주주의부에 어떠한 영향을 미치는가와 합병당사기업의 특성변수 별로 시장반응에 어떠한 차이가 존재하는지를 분석하였다. 연구 결과, 합병행위는 시너지를 얻기 위한 동기에서 추구되며 합병당사기업의 주주의 부를 증대시킨다고 하였다. 또한, 합병기업보다 피 합병기업의 주주의 부가 더욱 크게 나타났으며 다각적 합병보다 인수합병의 초과수익률이 더욱 크게 나타났다.

22) 김희석, “기업합병과 매수가 주주 부에 미치는 영향”(서울대학교 대학원 박사학위논문, 1990)

23) 송영균·주상용, “한국에서의 기업합병의 성과에 관한 연구-cash flow 분석을 중심으로”, (1996년도 증권심 포지엄, 한국증권학회 p. 45~70, 1996.11)

제3장 국제해운 환경의 변화와 중국의 해운업체의 동향

제1절 국제해운 물류환경의 변화

1. 해상 물동량 급증

<표3-1>에서 보는 것처럼 세계 해상물동량은 몇 년간 지속적인 증가세를 유지할 전망이다. 세계 컨테이너 물동량은 2006년 4억 4,189만TEU에서 2011년 6억 8,096만TEU로 향후 5년간 2억 4천만TEU의 물동량 증가가 예상된다. 특히, 중국을 포함한 극동지역이 2006년 1억5,837만TEU에서 2011년 2억5,933만TEU로 연평균10% 이상의 고속 증가율을 보일 것으로 예상된다. 이에 따라 극동지역의 물동량은 점유율도 2006년 35.8%에서 2011년 38%로 높아질 것으로 예상된다.



<표3-1> 세계 주요 지역별 컨테이너 물동량 전망

(단위: 천TEU)

구분	2006	2008	2010	2011	연평균 증가율
북미	48,005	59,013	62,799	66,750	6.8
서유럽	82,540	102,703	109,855	117,244	7.3
극동	158,372	214,555	236,109	259,331	10.4
동남아	58,469	73,846	79,884	86,410	8.1
중동	25,073	33,307	36,393	39,710	9.6
중남미	30,085	38,069	41,009	43,750	7.8
세계	441,889	577,109	627,410	680,962	9.0

자료: 한국해양수산개발원 해운물류연구본부(2008.8.18)

동아시아지역 정기항로인 한중항로, 한일항로, 한동남아항로의 물동량 추이를 보면, 모두 연평균 8% 이상의 물동량 증가세를 보였다. 또한 2007년 이후 이들 3개 항로의 물동량 전망을 보면, 2007년 530만TEU에서 2011년 880만TEU로 연평균 9.5% 증가하고, 물량 기준으로 350만TEU가 증가할 것으로 전망된다.

2. 선박의 대형화와 선사 간 M&A 확산

1)선박의 대형화

최근 해운시장에 선박의 대형화가 급속하게 진전되면서 컨테이너선의 크기가 1만TEU을 넘었다는 점과 일부 선사를 중심으로 극초대형 선박 발주가 이어지고 있다는 점이다. 세계 최대 컨테이너 선사인 머스크 라인은 1만 1,000TEU급 극초대형 컨테이너선 엠마 머스크호(Emma Maersk) 진수식을 가졌다. 이 선박은 현재 운항되고 있는 선박 가운데 가장 큰 차이나 쉬핑의 신로스애젤리스 호(Xin Los Angeles, 9,650TEU)보다 20피트 컨테이너를 1,350개 더 실을 수 있는 극초대형 선박이다.

2006년 7월 기준으로 2010년까지 신조선으로 발주될 컨테이너 선복량은 431만TEU로 2011년 세계 컨테이너 선복량은 2006년 7월 기준으로 50% 정도 증가할 전망이다. 이러한 선복량 증가는 8,000TEU급 초대형 선에서 두드러지게 나타날 것으로 예상된다. 특히 8,000TEU급 초대형선의 선복량은 2006년 68만TEU이나 발주량은 131만TEU로 193%의 폭발적인 증가세를 보일 것으로 판단된다. 현재 대형 선사들은 수송원가의 절감을 위해 초대형선 투입을 경쟁적으로 늘리고 있다. 2008년 6월 현재 10,000TEU급 제7세대 선박은 12척이 운항 중에 있으며, 선박대형화는 더욱 진전되어 향후 12,500TEU급의 선박도 취항할 것으로 전망된다.

<표3-2> 세계10대 컨테이너 정기선사의 선 복량

(단위: 척, TEU, %)

순위		선사(그룹)	국가	운항 선 복량		증가 율%	발주
08	07			2008	2007		
1	1	Maersk(그룹)	덴마크	2,036,600	1,805,005	12.8	94(480,683)
2	2	MSC.	스위스	1,313,600	1,146,291	14.6	52(587,293)
3	3	CMA CGM(그룹)	프랑스	966,389	808,159	19.6	81(667,782)
4	4	Evergreen Lines	대만	649,647	604,668	7.4	9(104,298)
5	5	Hapag-Lloyd	독일	505,812	490,700	3.1	14(122,500)
6	7	COSCO	중국	459,586	424,237	8.3	65(485,338)
7	8	APL	싱가포르	443,257	366,209	21	31(223,184)
8	6	CSCL	중국	425,293	436,906	-2.7	41(265,782)
9	9	NYK(그룹)	일본	414,247	346,072	19.7	36(201,060)
10	11	한진 해운(그룹)	한국	379,281	640,678	11.3	38(306,061)

*주: 순위 및 선 복량/발주량 자료는 각 연도 7월 기준 한국해양수산개발원(KMI)

2) 선사 간 M&A 확산

M&A 전략의 실질적인 목표는 세계 정기선 시장에서 절대적인 주도권을 확보하려는 것이다. 즉, 국제적인 선박량 확보 경쟁을 극복하고자 많은 시간이 소요 되는 신조선 발주 보다는 대형 선사를 인수하여 단시간 내에 절대 우위를 확보하고 양사의 전용터미널을 통합 운용함으로써 향후 초대형선 서비스 체계에 대비한 안정적 물류 거점을 확보하기 위한 것이다.

최근 머스크 시랜드(Maersk Sealand)²⁴⁾의 P&O네들 로이드(P&O Nedlloyd)²⁵⁾ 인수로 촉발된 세계해운업계의M&A는 세계해운업계를 주도하고 있는 얼라이언스 사이 및 글로벌 터미널 운영업체 전략적 제휴 현상도 해운시장의 새

24) 덴마크의 코펜하겐(Denmark Copenhagen : 丹麥)에 본사를 두고 있으며, 코펜하겐 시장에 상장된 회사이다. 125개국의 지사망과 35개 이상의 항만 자체 터미널(CFS/CY)를 가지고 있으며, 300척의 선박을 보유함

25) 영국과 암스테르담(네덜란드 의수도)에 본사를 두고 있지만, 실제로 런던본사는 회사의 경영을 맡고 있다. 현재 네덜란드 시장에 상장되어 있다. 146개국에 지사망을 가지고 있으며, 156척의 선박. 합병 전까지는 세계 3위의 해운 업체였다.

로운 변수로 등장하고 있다. 세계최대 선사인 머스크 시랜드가 세계 3위선사인 P&O네들 로이드를 전격 인수하여 최강의 해운선사로 입지를 구축한 이후 P&O네들 로이드가 포함되어 있던 기존의 그랜드 얼라이언스에서는 심각한 타격을 입었다.

선박의 대형화, 정기선사들 간의 인수·합병 등의 환경변화에 이외에도 항만 컨테이너 터미널의 운영이 글로벌화 됨에 따라 정기 선사들은 자사 전용의 컨테이너 터미널 확보를 위하여 노력하고 있다. 정기선사의 컨테이너 전용 터미널 확보전략은 초대형 선사의 등장하면서 항만 간의 경쟁이 더욱 심화될 것으로 예상됨에 따라 M&A 전략의 전개는 더욱 활발하게 이루어지고 있다.(〈표 3-3〉참조)



<표3-3> 해운기업의 M&A 사례

연도	합병기업(인수기업)/피 합병기업(피인수기업)	합병(인수)방법
1999	P&O Nedlloyd/Tasman Express Line Maersk Line/Safmarine Container Lines CSAV/Libra Navegacao MOL/Navix Maersk/Sea-Land Service Hamburg-Sud/South Pacific Container Line Hamburg-sud/Crowly American Transport South American Services Evergreen/Uniglory Marine Delmas/OT Africa Line	인수 인수 인수 합병 합병 인수 인수 합병 인수
2000	P&O Nedlloyd/Farrell Line P&O Nedlloyd/Harrison Line Maersk/Ses-Land CSAV/Norasia CMA-CGM/ACL CP ships/Americana Ships CP ships/Christensen Canadian Africa Lines	인수 인수 인수 주식10%매수 인수 인수 인수
2001	APL/American Automar Grimaldi/Atlantic container Line	인수 주식50.9%매수
2002	NYK/Ceres Terminal	인수
2003	Hamburg Sud/Kien Hung	인수
2004	Israel Corp/Zim CMA CGM/상하이·닝보항	지분60%소유인수 지분인수
2005	AP Moller-Maersk/P&O Nedlloyd TUI(Hapaq-Lloyd사의 모회사)/CP Ships CMA-CGM/Delmas	인수 인수 인수

자료: 강다영.(2006)석사논문

3. 글로벌 터미널 운영업체간 인수합병

1) 컨테이너터미널 운영사의 M&A

세계 컨테이너 터미널 업계가 인수 합병(M&A)의 소용돌이에 휩싸여 있다.

디피 월드(DP World)가 촉발한 대규모 M&A의 여진이 계속되고 있기 때문이다. 앞으로 당분간 글로벌 컨테이너터미널 운영업체(GTO: Global Terminal Operator)를 중심으로 몸집 불리기가 지속 될 것으로 보인다.

DP 월드(당시 DPI)가 CSX월드터미널을 인수하고, P&O Port까지 입으로써 세계 터미널업체의 이목을 집중시킨 바 있다. 현재 국제 터미널업체는 과거 허치슨(HPH)과 PSA의 양강 구도에서 급부상한 DP월드의 존재로 인해 3강 구도로 변화됐다. 컨테이너 처리량에서는 허치슨(HPH)과 PSA, APM에 이어 4위에 머문 DP월드지만 P&O Port 합병과 함께 인도와 파키스탄, 터키, 동유럽, 중동, 남미 등 컨테이너터미널 분야에서는 ‘비주류’로 분류돼왔던 국가들을 중심으로 투자를 확대하며 선두권을 위협하고 있다.²⁶⁾

이러한 가운데, APM도 같은 A.P. Moller-Maersk 그룹 계열인 머스크라인의 전용터미널 기능에서 탈피해 독립적인 글로벌터미널오퍼레이터로의 변신을 꾀하고 있으며, 이를 위해 M&A 대상을 물색하고 있음을 공개적으로 표명했다.

최근 중국 내 최대 터미널운영사인 COSCO그룹의 COSCO Pacific 역시 자국 위주의 터미널 운영에서 벗어나 인근 싱가포르(COSCO-PSA터미널), 홍콩(COSCO-HIT터미널)항만사업 진출에 이어 유럽과 지중해 지역 진출에 적극적으로 나서고 있다.

상하이항을 통제하고 있는 상하이국제항무그룹(SIPG)도 최근 M&A를 통한 해외사업 진출을 선언하며 PSA 및 DP 월드와 같은 자국 터미널을 기반으로 한 국영 터미널운영사의 성공 신화를 꿈꾸고 있다.

터미널운영업체의 글로벌화로 글로벌항만운영업체(GTO) 시장점유율이 점차 확대되고 있으며 HPH, DP WORLD, APMT, PSA, COSCO 등 5대 GTO의 전 세계 터미널 수는 총 167개이며, 시장점유율은 2004년 43.8%, 2005년 46.1%에서 2006년 50.7%로 계속 확대되고 있다

26) 최재선, “세계 컨 터미널 업체, 5강 체제로 고착” 한국해양수산개발원(2006.8)

<표3-4> 글로벌터미널 운영업체(GTO) 컨테이너 처리실적

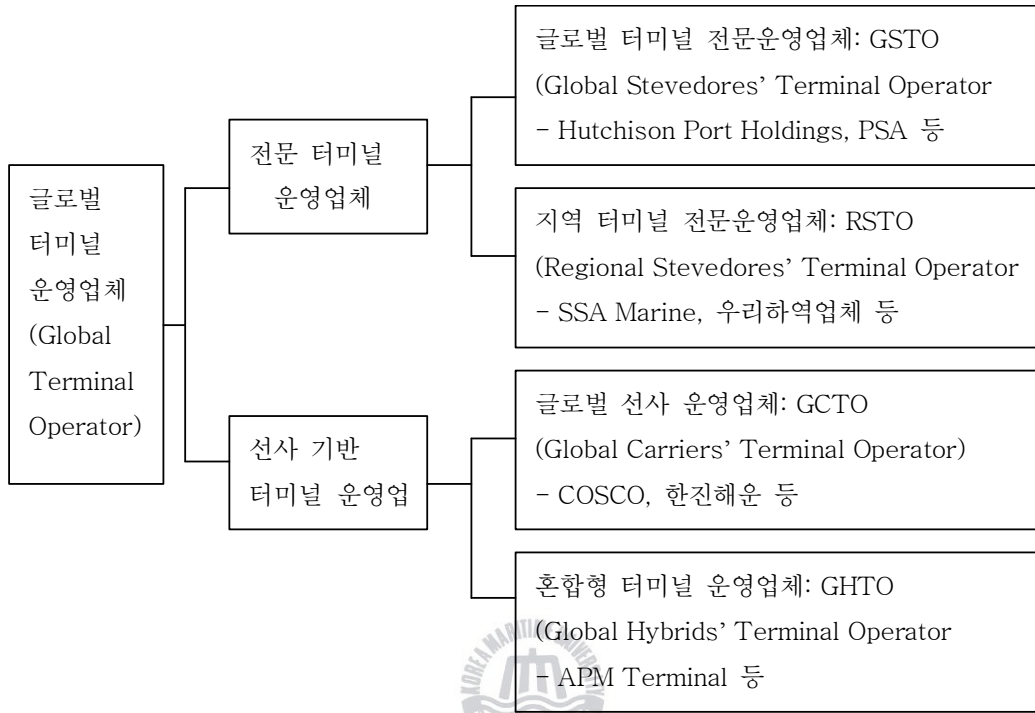
(단위: 만TEU)

터미널운영사	2004		2005		
	처리물량	점유율(%)	처리물량	점유율(%)	
HPH	4,780	13.3	5,180	12.9	
PSA	3,310	9.2	4,118	10.3	
APM터미널	3,190	8.9	3,700	9.2	
DP World	DPI+CSX	1,140	3.2	1,300	3.2
	P&O Ports	2,190	6.1	2,375	5.9
	소계	3,330	9.3	3,675	9.1
COSCO	2,246	6.3	2,608	6.5	
Eurogate	1,150	3.2	1,120	3.0	
6대 운영사합계	18,006	50.2	20,491	51.0	

자료: KMI(2005)

세계 컨테이너 터미널 업계는 GTO들이 시장점유율을 지속적으로 확대하고 있는 가운데, 나머지 시장은 컨테이너 정기선사들이 운영에 참여하고 있다. 예컨대, 처리능력 면에서는 각각 차이가 있을지언정 프랑스 선사 CMA CGM, 타이완(대만) 선사 에버그린, 일본의 MOL, 그리고 한국 현대상선이나 한진해운 등 거의 모든 글로벌 20대 선사들이 컨테이너 터미널을 보유운영하고 있다. 즉 지금까지 컨테이너 터미널은 i)순수한 컨테이너 터미널 운영업체, ii)컨테이너 화물을 운송하는 정기선사, 그리고 iii) 위에서 언급한 두 가지 형태가 결합된 기업이 참여하는 방식으로 운영되고 있다.(<그림>참조). 그러나 이 같은 운영 방식이 최근 들어 크게 변하고 있다.

<그림3-1>글로벌 컨테이너 터미널 운영업체(GTO)



자료: 한국해양수산개발원. 최재선(2007.7.25)

<표3-5>GSTO와 GCTO의 터미널 확보 및 운영의 목적

구분	글로벌 터미널 전문운영업체 Global Stevedores' Terminal Operator (GSTO)	글로벌 선사 터미널 운영업체 Global Carriers' Terminal Operator (GCTO)
해당업체	HPH, PSA 등	COSCO, 한진 해운, APM 터미널 등
핵심사업	터미널 운영이 핵심사업	컨테이너 해상운송이 핵심사업
터미널 운영목적	이윤 창출 원(profit center)	비용 창출 원(cost center)
효율성 제고	터미널 네트워크 간 동일 시스템 운영을 통해 효율성 제고	광범위한 서비스 네트워크와 터미널 통합을 통한 효율성 제고
네트워크 성격	투자리스크 분산을 위한 광범위한 네트워크	해상운송 서비스를 지원하기 위한 광범위한 네트워크

자료: Drewry, Global Container Terminals(2005.10)을 기초로 한국해양수산개발원 재작성.

2) 투자은행 및 연기금의 항만 투자 급증

최근의 컨테이너터미널 인수 합병(M&A)은 지금까지 글로벌 컨테이너터미널 운영업체들이 주도하던 방식에서 벗어나 투자은행이나 연기금이 참여하면서 투자형태 등이 크게 바뀌고 있다. 투자은행의 참여는 무엇보다도 수익률 확보에 가장 큰 목적을 두고 있을 것으로 판단된다. 터미널의 운영에도 이러한 영향으로 인해 크게 변화될 것으로 예상된다.

2006년 GTO들의 대형 M&A가 마무리된 이후 주로 미국이나 캐나다 등 북미지역에 있는 컨테이너 터미널들이 매각되고 있어 관심을 끌고 있다. 대표적인 사례가 홍콩에 본사를 두고 있는 OOCL의 모회사인 OOIL이 운영하던 북미지역 컨테이너 터미널 4곳이 온타리오 교사 연금펀드에 23억 5,000만 달러에 매각된 것을 들 수 있다.

또한 골드만 삭스(Goldman Sachs)의 자회사가 SSA 머린 터미널의 지분 49%를 인수하기로 최종 합의했다. 2006년 초기 자본금 65억 달러를 투입해 '골드만 삭스 인프라 파트너스'라는 투자회사를 설립하고 왕성한 항만 투자를 벌이고 있다. 이 회사는 SSA 머린의 지분을 인수하기 전인 2006년 8월에 싱가포르의 GIC 등과 컨소시엄을 구성, 영국 최대의 터미널 운영업체인 ABPH(Associated British Ports Holdings)를 52억 달러에 매입하는 등 항만 인프라 투자에 적극 나서고 있다.

<표3-6> 최근의 주요 컨테이너 터미널 인수 합병 현황

인수기업	피인수 터미널	비교
디피 월드 (2004년)	CSX 월드 터미널 (한국, 홍콩 등 11개 컨테이너 터미널)	11억 4,000만 달러에 인수
디피 월드 (2006년)	P&O Port 터미널	68억 달러에 인수
PSA (2006년)	허치슨 포트 홀딩스 지분 20%	44억 달러에 인수
호주 베드록 앤드 브라운 (2006년)	영국 PD 포즈 인수(영국 북동부 지역최대 컨 터미널 운영회사)	5억 5,000만 달러에 매각
골드만삭스 컨소시어(2006년)	영국 ABP(영국 항만 21개 운영)	52억 달러에 인수
호주 맥쿼리 그룹(2007년)	한진해운 터미널 지분 40% 인수 (2006.12)	-3억 5,200만 달러 -한진 아시아 터미널
캐나다 온타리오 교사펀드 연금 계획(2007)	OOCL 북미 컨테이너 터미널	23 억 5천만 달러에 인수
AIG Global (2007년)	미국 내 P&O Ports 인수	인수가 10억 달러 추정
모건 스탠리 (2007년)	캐나다 몬트리올 게이트웨이 터미널지분80%(TUI 소유)	모건 스탠리가 경영권 확보
AIG Global 자회사 하이스타 홀딩스(2007년)	AMPORTS 인수(북미지역 항만자동화 및 터미널 운영업체)	사모 펀드 린컨서 매니지먼트에서 인수, 인수가 미공개
독일은행 펀드 RREEF 인프라스트럭처(2007)	마하 터미널 인수(뉴저지 엘리자베스 터미널 및 프린스루퍼트 터미널 운영)	인수 가격 미공개
골드만삭스 (2007년)	SSA 머린 인수 지분 49% 인수(미국 최대의 컨 터미널 운영회사)	인수 가격 미공개

자료: Drewry, Global Container Terminals(2005.10)를 기초로 한국해양수산개발원 재작성.

제2절 중국해운업체의 동향

1. 중국5대 국영선사의 현황과 통합

1) 중국5대 국영선사 현황

중국의 5대 국영 선사는 원양 컨테이너 화물 운송을 주로 하는 코스코(COSCO: 中遠集團) 그룹과 차이나 쉬핑(China Shipping : 中海集裝箱運輸股份有限公司) 그룹, 내륙 수로 운송에 주력하는 창항 해운 그룹 (CSC : 中國長江航運[集團]有限公司), 선박 금융 및 항만개발, 원양 석유운송을 전담하는 차이나 머천츠 그룹(China Merchants:招商局輪船股份有限公司), 복합운송기업인 시노트랜스(SINOTRANS : 中外運集裝箱有限公司) 등이다.(<표3-7>참고)

<표3-7>중국의 5대 국영 선사 현황

구분	설립연도	규모	주요 업무
COSCO	1961	최대 원양 및 벌크선사	수상운송, 선박제조, 물류 및 관련서비스
China Shipping	1997	최대 컨테이너선사	수상운송, 선박제조, 물류 및 관련서비스
China Merchants	1872	전문 원양유조선사	교통운송 및 관련인프라 건설, 금융자산 투자와 관리, 부동산 개발 및 경영
SINOTRANS	1950	최대 복합운송기업	물류 및 선박 화물대리, 택배, 화물운송 등 종합서비스, 관련 인프라 건설
CSC	1950	최대 내륙수로 운송기업	수상운송, 선박건조, 물류 및 관련서비스

자료: 한국해양수산개발원. 박문진·최재선(2007.8)

<표3-8> 중국 5대 국영 선사별 자산규모 비교

구분	총자산 (억 위안)	보유선박 (척)	선 복량 (만DWT)	직원 수
코스코	1600	715	4,219	10만명
차이나 쉬핑	800	440	1,653	-
시노트랜스	333	108	466	3만4,000명
창항 해운 그룹	309	2,800	520	7만명
차이나 머천츠	780	28	326	-

자료: 중국국제금융(CICC), 한국해양수산개발원 재정리(2007년)

5대 국영 선사의 선박은 4091척 보유하고 있는데 코스코는 중국 최대 해운 회사로 5대 국영선사 전체 운송능력의 55%를 차지하고 있으며, 차이나 쉬핑은 25%로 2위, 그리고 나머지 3개 기업은 각각 10%를 점유하고 있다.²⁷⁾

현재 중국이 보유한 선박량은 64,187천 DWT로 세계 총 선대의 6.9%를 차지하고 있다. 이 같은 선복량 가운데, 벌크선은 37,704천 DWT를 기록하여 세계 4위와 7위를 점유하고 있는 것으로 보이고 있다.



2) 국영선사 통합 원칙과 방법

중국은 국유자산 관리위원회를 설립한 후 국유 기업에 대해 앞으로 자체적으로 통합 작업을 추진하라고 요구하면서 국유 기업은 2003년 196개사에서 현재는 155개사로 줄어들고 2010년까지 100개 기업 이하로 줄인다는 방침이다.

국무원이 이 같은 계획에 따라 해운분야 5대 국유기업의 통합작업이 이미 시작 된 것으로 분석하고 있다.

중국은 효율적인 통합작업을 추진하기 위해 ①국유기업 구조조정→ ②기업 공개→ ③비상장 국유기업 인수와 같은 통합방법을 활용한다는 방침이다.

27) 차이나 쉬핑은 전체 운송능력 면에서는 코스코에 뒤지고 있으나, 컨테이너 및 원유 운송능력에 있어서는 중국의 최대 규모를 자랑하고 있음

<표3-9>중국 국영 기업의 통합원칙 및 방법

구분	주요 내용
기본 원칙	자본의 공유제 강조 정부주도 및 시장원리 결합 국유자산 관리 강화 사원 합법적 권익보호 기업 및 사회 안정도모
주요 목표	국가안전 및 국민경제 핵심 분야에 대한 통제강화 2008년까지 적자기업 퇴출 2010년까지 중양기업 80~100개사로 축소 및 30~50개 기업선정 세계적인 대기업으로 육성
구조조정 방식	인수합병(M&A): 우수 기업 간 통합, 우수 기업이 일반기업 인수 업종별 통합: 비주력 업무와 타사 주력업무와 통합

자료: 국무원 국유자산 관리위원회(SASAC), 한국해양수산개발원 재정리(2007)

즉, 우선 내부 구조 조정 작업을 통해 기업의 가치를 끌어올린 뒤 상장요건을 충족하는 중앙 국유기업 전체 또는 주요 사업부문에 대해 상장을 추진하고, 상장 요건에 미달하는 국유기업은 이미 상장된 같은 업종의 다른 국유기업이 인수하는 간접적인 통합을 적극 추진하기로 했다.

5대 국영선사의 경우 현재 시노트랜스를 제외한 나머지 4대 기업이 모두 상장된 해운기업을 보유하고 있는데 이에 따라 먼저 그룹내부에서 상장기업을 중심으로 자산의 구조조정을 진행한 뒤 우수 기업을 M&A하는 통합 전략을 추진할 것으로 보이고 있다.

중국의 코스코와 차이나 쉬핑 등은 이 같은 원칙에 따라 이미 기업공개와 신주 발행 등을 통해 자본금을 확충하고, 모(母) 기업업의 관련업종을 인수하는 등 통합작업을 적극 서두르고 있는 것으로 보인다. COSCO 홀딩스는 증권 시장에 A주 상장을 통해 2억 달러(15억 위안)의 재원을 확보, 모 그룹의 벌크 선 사업부문을 인수하기로 했다. 차이나 쉬핑(China shipping)도 15억 위안 상당의 신주 발행을 통해 컨테이너 선박 등을 신조 발주했다.

<표3-10>는 중국 국영선사의 선박 발주 현황을 보고하고 있는데 2007년 전

반기에 195척의 선박은 발주한 것으로 나타나고 있다.

<표3-10> 중국 국영선사 별 선박 발주 현황 (2007년1~6월)

업체	발주시기	선형	척수
코스코 (COSCO)	3월	벌크선(5만7천톤급) VLCC	2척 2척
	4월	각종 선박	66척
	5월	벌크선(2만8천톤 급)	8척
		벌크선(5만7천톤 급)	10척
		벌크선(11만5천톤 급) 벌크선(18만톤 급)	8척 12척
5월	컨테이너(8,500 TEU)	8척	
차이나쉬핑 (China Shipping)	2월	VLCC	4척
		벌크선(23만톤 급)	3척
		벌크선(7만5천톤 급)	4척
	3월	컨테이너(4,250 TEU)	4척
		컨테이너(8,530 TEU)	8척
4월	벌크선(57,300톤 급) 컨테이너(2500~3000 TEU)	12척 6척	
5월	유조선(4만6천톤급)	2척	
	유조선(7만6천톤급)	6척	
차이머천츠 (China Merchants)	4월	VLCC	2척
		유조선(11만톤 급)	2척
6월	VLCC	2척	
	유조선(2만8천톤급)	2척	
창항그룹 (CSC)	2월	VLCC	2척
	3월	벌크선(957,300톤급)	6척
	6월	벌크선(92,500톤급)	4척
벌크선(57,300톤급)		6척	
시노트랜스 (SINOTRANS)	4월	벌크선(18만톤 급)	2척
	5월	벌크선(18만톤 급)	2척

자료: JCTRANS.COM, 한국해양수산개발원 정리(2007.8)

3) 국영 선사 통합 시나리오

현재 중국의 5대 국영선사들의 통합작업이 진행 중에 있으며 중국 정부는 2010년까지 세계 3위 해운 대국으로 성장한다는 전략을 세워 대대적으로 선박을 확충하고 있는데, 국영선사의 통합작업은 대형화를 통해 경쟁력을 확대하겠다는 의미다.

중국의 관련업계에서는 국유 기업통합원칙과 통합방법에 따라 경우 아래의 4가지 통합 시나리오가 가장 유력한 것으로 판단하고 있다.

시나리오 1. 창항그룹(CSC)—시노트랜스(SINOTRANS)

창항그룹과 시노트랜스의 경우 자산규모가 비슷하고, 업무의 상호보완성이 강하다는 점을 들어 통합가능성이 가장 유력한 것으로 분석하고 있다. 창항그룹은 5대 국영선사 가운데, 규모가 가장 작으나 중국 최대의 내륙 수로 운송 기업으로 장강유역의 건화물과 원유 운송부문에서 성장 잠재력이 매우 크다. 시노트랜스는 중국의 최대 복합물류기업으로 택배, 화물 및 선박대리 등 업무 외에 건화물과 원유수송 및 완성 차 운송부문에 상당한 실적을 갖고 있다.

시나리오 2. 차이나 쉬핑(China Shipping)—창항그룹 통합

차이나 쉬핑은 연안운송에 있어 절대적 우위를 확보하고 있으나 내륙수로 운송부문에서는 상대적으로 열세에 놓여 있다. 이에 따라 장강 운송을 중심으로 하는 창항그룹과 통합할 경우 컨테이너선, 벌크선, 유조선 운송에서 시너지 효과가 상당할 것으로 평가되고 있다. 또한 컨테이너와 유조선 규모 면에서는 경쟁자인 코스코와의 격차를 보다 더 확대시킬 것으로 전망된다. 이뿐만 아니라 창항그룹의 연안운송 확장에 따른 경쟁도 기피할 수 있는 장점이 있고, 차이나 쉬핑의 원양서비스와 연계도 가능하다는 이점이 있다.

시나리오 3. 코스코와 시노트랜스 통합

중국 최대 원양선사인 코스코가 복합물류기업인 시노트랜스를 통합하는 경우 글로벌 물류 종합기업으로 성장할 수 있는 기틀을 마련할 수 있다. 특히 컨테이너와 유조선 분야에서 경쟁업체인 차이나 쉬핑을 초과하여 명실 공히 중국 최대의 선사로 성장할 수 있을 뿐만 아니라 세계 정기선사와 유조선사 규모에도 엄청난 변화를 불러일으킬 수 있다는 전망이다.

시나리오 4. 국영선사의 기능별 통합론

한편, 업계에서는 5대 국영선사를 기능별로 통합하는 방안도 거론하고 있으나 현실적으로 실현될 가능성이 매우 낮다는 의견이 지배적이고, 즉 국영 기업 간 과당 경쟁을 피하고, 효율적인 운송서비스를 제공하기 위해 벌크화물은 COSCO에게 하고, 원유수송은 China Shipping에게 몰아준다는 방안이 있다. 이 방안이 국유 자산관리 위원회가 추구하는 국영 기업의 세계적인 경쟁력 확보라는 목적과 일치한다고 주장하고 있다. 특히 최근 외국 선사들이 M&A로 글로벌 대형선사로 성장함에 따라 경쟁에서 살아남기 위해서는 중국 선사의 대형화가 시급하다는 주장 때문이다.

<표3-11> 중국 5대 국영 선사들의 선대별 세계 순위

선사명칭	선 명칭	세계 순위	세계 비중(%)
코스코	유조선	19	0.93
	건화물	1	5.16
	컨테이너	7	4.69
차이나 쉬핑	유조선	15	1.11
	건화물	6	1.22
	컨테이너	6	5.18
창항 해운 그룹	건화물	20	0.71
시노트랜스	건화물	50	0.30
	컨테이너	20	2.21
차이나 머천츠	유조선	30	0.68

자료: 중국국제금융(CICC)

2. 중국항만의 부상과 통합

1) 중국5대 항구 군과 8대 국제해상운송물류센터 형성

중국 연해에 환발해(渤海)지역 항구군, 장강삼각주지역 항구군, 동남연해지역 항구군, 주강삼각주지역 항구군, 서남연해지역 항구군 5대 항구군 형성되어 있으면 이들은 항구군 내부 및 항구군 간의 관계에서 분업 합리화, 상호보완 협력 등을 위해 노력하고 있다. 그리고 대련항, 천진항, 청도항, 상해항, 영파항, 하문항, 선전항, 광주항이 8대 국제해상운송물류센터로 지역 항구 군에서 중심이 되어 핵심적인 역할을 수행하고 있다.

2006년 중국 연해 항구에서 1억 톤 이상의 물동량을 보인 항구는 상하이항(上海港, 5억 톤), 영파-주산항(4억 톤), 광주항(3억톤), 천진항(2억 톤), 청도항(2억 톤), 진황도항(2억 톤), 대련항(2억 톤), 선전항(1억 톤), 소주항(1억 톤), 일조항(1억 톤), 남통항(1억 톤), 남경항(1억 톤)의 12개로 조사되었다. 상해항의 물동량이 중국의 항구 중 가장 큰 규모를 보였으며, 상해, 영파-

주산, 광주, 천진항의 물동량은 세계 10위권 내에 들고 있다. 2010년에는 중국에서 1억 톤 이상의 물동량은 보이는 항구가 20개를 초과할 것으로 보이며 1,000만 TEU이상을 처리하는 항구도 6개 이상으로 확대될 것으로 예상되고 있다.

최근 중국 경제의 고도성장에 따른 교역확대와 대대적인 항만개발 등에 힘입어 중국의 항만 컨테이너물동량은 급증세를 이어가고 있으며, 이에 따라 세계 항만에서 차지하는 순위도 지속적으로 상승하고 있다.

1991~2007년 중국의 항만 컨테이너물동량은 연평균 25% 이상의 경이적인 증가율을 기록했으며, 2002년부터 연속 세계 1위를 차지하고 있다. 또 한 1995년에 세계30대 항만에 진입한 중국항만이 상하이항 1개에 불과했으나 2000년에 3개, 2006년부터는 8개 항만이 진입했으며, 순위도 지속적으로 상승하고 있는 추세를 보이고 있다.(<표3-12>참조)

중국 최대의 항만인 상하이항은 지난해 홍콩 항을 추월한 데 이어, 올해에는 싱가포르항을 제치고 세계 최대의 항만으로, 선전항은 홍콩항을 앞질러 세계 3위항만으로 부상할 전망이다.



<표3-12>중국주요항만 물동량 추이(1995년-2007년)

(단위: 만TEU)

구분	1995년		2000년		2005년		2006년		2007년	
	물동량	순위	물동량	순위	물동량	순위	물동량	순위	물동량	순위
상하이	153	18	561	6	1,809	3	2,171	3	2,615	2
선전	28	45	399	11	1,620	4	1,847	4	2,110	4
칭다오	60	39	212	23	631	13	770	11	946	10
닝보	16	46	90	42	521	15	707	13	936	11
광저우	-	-	143	33	468	18	660	15	920	12
톈진	70	35	171	30	480	16	595	17	710	17
샤먼	32	44	109	37	334	23	402	22	463	22
다롄	37	42	101	40	269	32	321	27	381	23

2)중국항만 통합 동향

2002년 중국 항만행정관리체제 개혁에 따라 항만개발 및 운영권이 지방정부로 이관되면서 항만 간 통합이 추진되기 시작했으며, 최근 들어 이러한 통합작업이 가속화 추세를 보이고 있다.

특히 2007년 2월 광시 성의 광청(防城港), 친저우(欽州), 베이하이항(北海港)이 통합하여 새로운 북부만(北部湾)국제항만그룹을 발족한 데 이어, 5월에는 칭다오항(靑島港)이 르조우항(日照港) 컨테이너터미널의 50% 지분을 인수했다. 또 중국 최대의 항만기업인 SIPG는 ‘장강전략(장강물량 확보전략)’에 따라 장강연안의 항만을 대상으로 통합작업을 적극 추진하고 있다. 이미 2003년부터 장강을 거슬러 올라가면서 난통(南通), 난징(南京), 우한(武漢), 창사(長沙), 충칭(重慶) 등의 항만과 자본 및 업무협력을 강화하고 있다. 2005년부터는 본격적으로 주요 거점항만인 충칭, 우한, 난징항에 대한 지분을 확대하였고, 올해에 들어서는 쥬유장(九江)항의 지분 70%를 매입했다.

또한 인근 주요 항만과의 과당경쟁을 해소하고, 장강 및 연해 환적화물 유치를 위해 양산항(洋山港), 베이룬항(寧波항), 저우산항(舟山港), 난징항(南京港) 및 련윈강항(連雲港)을 통합하여 운영하는 방안도 적극 추진하고 있는 것으로 알려졌다.

<표3-13> 최근 중국의 항만 간 통합 추진 현황

항 만	통합시기	통 합 내 용
太倉(타이창)-장자강-창수	2002.8	수저우항으로 통합
日照(르조우)-(嵐山) 란산	2003.5	르조우항으로 통합
烟台(엔타이)-蓬萊(펑라이)	2005.5	엔타이항으로 통합
靑島(칭다오)-威海(위이하이)	2005.12	위이하이항 컨터미널 공동 경영
宁波(닝보)-舟山(저우산)	2006.1	통합(공동운영협의회)
大連(다롄)-泉州(진저우)	2006.9	진저우항 컨 터미널 지분 참여 전략적 파트너십 구축
烟台(엔타이)-龍口(룽커우)	2006.4	엔타이항으로 통합
旁城광청-泉州진저우-北海베이하이	2007.2	통합하여 신규 북부만(통킹만)국제항만그룹 발족
靑島(칭다오)-日照(르조우)	2007.5	르조우항 컨 터미널 공동 경영
厦門(샤먼)-九江(주우장)	2007.8	샤먼항으로 통합
上海(상하이)-九江(주우장)	2007.9	SIPG, 주우장항 70% 지분 매입, 향후 90%까지 확대
大連(다롄)-秦皇島(칭황다오)	2007.10	칭황다오항 컨 터미널 공동 경영

자료: 한국해양수산개발원



교통부는 2005년 ‘연해항만발전 전략’에 이어 지난해 8월 ‘전국연해항만분포 계획’을 마련하여 항만통합을 적극 추진하고 있다. 동 계획은 각기 상이한 지역의 경제발전 현황과 특징, 지역 내 항만현황 및 내륙 운송체계, 주요화물 운송의 경제적 합리성 등을 기준으로 추진되고 있으며, 연해 주요항만을 환보하이(环渤海), 장강삼각주, 동남연해, 주강삼각주, 서남연해 등 5개 항만 군으로 편성하였다.

특히 이 계획은 항만군에 따라 각기 특성 있는 개별항만의 역할분담과 통합을 통해 중복건설과 과당경쟁의 문제를 해결한다는 의도가 포함되어 있으며 최종적으로 항만 군 내부 및 항만 군 간의 합리적인 통합과 분업을 통해 질서 있는 ‘협력적 경쟁구도’를 구축하고 전체적으로 항만경쟁력을 제고하는 데 주목적이 있다. 따라서 향후 항만군 내부 나아가서는 항만군 간의 거점항만을 중심으로 한 항만 통합이 보다 가속화될 전망이다.

<표3-14> 중국의 5대 항만 군 현황

항만 군	배후지역	거점 항만	선 석수
환보하이	북부 연해 및 내륙지역	다롄, 톈지, 칭다오, 잉커우	578
장강삼각주	장강삼각주 및 장강연안	상하이, 닝보, 쉰운강	1,197
동남연해	푸젠성과 인접내륙지역	샤먼, 푸저우	218
주강삼각주	주강삼각주 및 주강연안	홍콩, 선전, 광저우, 주하이, 산터우	587
서남연해	서남지역	잔장, 광칭, 하이커우	189

자료: 한국해양수산개발원

중국 정부의 의도대로 항만통합 계획이 순조롭게 추진된다면 중국 대형 항만의 지위는 더욱 확고해지고, 배후지역에 대한 서비스 능력과 전체적인 항만 경쟁력이 대폭 강화될 것으로 전망된다.

제3절 해운기업 M&A의 선행연구

해운기업에 관한 M&A 선행연구를 살펴보면 Yan과 Claude(1999)는 해운기업의 인수합병 중 캐나다 기업의 사례에 대한 연구를 하였다. 당시 진행 중인 해운기업의 전략적 제휴나 인수합병은 주로 대형선사들을 간에 이루어지고 있었으나 기업 규모가 작은 기업이 인수합병을 통해 단시간 내에 동 산업내 대형선사로 발돋움한 차별적인 CP Ships의 사례를 제시하였다.

임종섭(2004)은 국내외 정기선사를 중심으로 기업연합 유형에 관한 실증분석을 통해 인수합병보다 전략적 제휴에 해운기업의 활동이 편중된 이유가 정기선사들의 독자적인 마케팅, 판매, 그리고 서비스 등 영업업무를 각자의 대리점 망을 통해 영위하면서 최근 선박의 대형화로 선복과잉이 되는 환경변화에도 불구하고 투자위험을 줄이면서 동시에 최소한의 투자로 글로벌 네트워크를 구축하여 상대방의 우위요소를 효율적으로 획득하려 하는 것에 있기 때문임을 밝혀냈다.²⁸⁾

박영태(2000)는 M&A에 의한 선대의 집중화는 메가 캐리어(Mega-Carrier)

를 출현시켰고, 정기선 해운시장에서의 시장집중화 현상을 가지고, 이에 따라 중·소형 선사들은 지속되는 경영여건 악화에 대비 하여 보다 적극적인 대응이 요구된다고 하였다. 특히 이러한 시장 동향에 따른 국적선사들의 적극적인 대처와 노력을 요구하였는데, 컨테이너 전용터미널 및 육상연계 시설을 확대하고 메가 캐리어로 거듭나기 위하여 전략적 제휴를 강화하고, 제휴의 내용도 장비 도입 및 관리, 터미널 운영, 연계수송 확대 등으로 확장해나가야 초대형 선사 간 인수 및 합병에서도 생존할 수 있는 방법이라고 하였다.²⁹⁾

최충희(2004)는 1995년 이후 선사들의 글로벌 제휴는 세계 정기선 해운시장의 시황 악화로 인하여 선사들의 수익성 개선에 효과를 주지 못하였고, 새로운 경쟁 전략으로서 M&A가 본격적으로 추진되었다고 하였다. 그리고 대형선사간의 M&A 관련한 특징을 다음과 같이 설명하였다. 자본력과 정보통신 및 경영관리기술의 도입을 통해 글로벌 경영능력을 갖춘 일부 선사들에 의해 가능해졌고, M&A를 통한 선사의 거대화는 해상 운송 뿐만 아니라 종합물류, 정보서비스 등을 가능하게 하여 글로벌화가 필요한 화주의 선호도를 증대시켜 매출 및 수익성 증대가 예상된다. 이를 통하여 시장점유율이 상승하고 M&A를 통한 단기적인 조직 정비 비용 절감은 선사의 운임 인하 능력을 갖추세 하여 가격경쟁력을 제고시키는 효과가 있을 것이며, 시장에서의 선사 및 선대의 위치가 변화하여 해운동맹, 컨소시엄, 전략적 제휴관계 등 기존의 시장구조가 재편될 가능성이 커지므로 선사들의 적절한 대응이 필요하다. 또한 경영환경이 악화되어 있는 정기선 시장에서 생존 전략으로서의 M&A는 주도기업의 충분한 자본력과 경영 역량이 수반되어야 하는 것으로, M&A에 관한 충분한 조건이 충족되지 못한 경우 거대선사를 포함한 타선사와의 전략적 제휴관계를 유지하는 등 독자적인 경쟁력 강화 전략을 추진하여야 한다고 하였다.³⁰⁾

강다영(2006)는 1990년대 중반에서 2005년 현재까지의 해운시장의 동향을

28) 임중섭, “정기선사의 기업연합 유형선택에 관한 연구,” 물류학회지, 2004.

29) 박영태, “정기선사의 전략적 제휴 및 M&A 와 글로벌 경영,” 해양한국, 2002.12

30) 최충희, “정기선해운의 전략적 제휴와 대형 선사의 M&A,” 해양한국, 1998.1

고찰하고, 1996년에서 2005년에 이르는 정기선 해운기업의 M&A 활동을 조사하여 해운 시장과 정기선 해운기업의 M&A 활동과의 관련성 및 특징을 분석하였다. 해운기업의 M&A는 해운시장 동향에 따라 발생 빈도 및 규모가 변화하는 밀접한 관련성이 있으며, 시기별로 기업의 목적 및 동기 및 특징이 다르게 나타남을 사례 분석을 통해 알 수 있었다. 이를 바탕으로 앞으로의 해운시장에서의 M&A는 불황기에 선복조절 및 경영효율화를 위하여 호황기에 비교해 빈번하게 발생될 것이며, 호황기에는 비교해 빈번하게 발생될 것이며, 호황기에는 시장에서의 지위가 확고한 기업들 간의 시장점유율 및 시장에서의 지위 확보를 위하여 발생할 가능성이 높다는 것을 예측할 수 있다. 그러나 M&A의 성공 및 실패 사례에서 비추어 볼 때, 불황과 호황의 시장 상황과 관계없이 M&A의 결과는 기업에 따라 상이하게 나타난다. 따라서 해운기업이 M&A를 단행할 시에는 해운시황을 정확히 분석하고, 기업의 내부순석 및 피인수기업의 재무적 상황, 기업문화, 기업가치 등의 모든 측면을 면밀하게 검토하여 M&A를 실행하여야 할 것이다.³¹⁾



31) 강다영, “해운시황과 정기선 해운기업의 M&A 관련성 및 사례분석,” 석사학위논문. 2006.

제4장 상하이국제항무그룹과 상하이컨테이너주식회사 인수합병 사례 분석

제1절 합병의 배경

1. 합병 전 상하이항의 현황과 운영조직

상하이항은 중국 해안선 중부에 있어 '황금수로'와 '황금해안'의 교차점에 위치하고 있다. 1만 톤급 이상의 선석 70개를 보유하고 있으며, 이 중에서 16개의 컨테이너 전용선석을 갖추고 있으며 중국항만 가운데 홍콩항을 제외하고는 최고의 컨테이너 처리실적을 기록하고 있다.

상하이항은 중국 최대 컨테이너항만으로 2005년 기준 1,808만TEU를 처리해 2004년에 세계 3위를 유지하고 있으며 전년대비 24.3%의 높은 물동량 증가율을 보이고 있다. 중국정부와 상하이 시정부가 상하이를 국제해운센터로 육성하기 위한 전략의 일환으로 추진 중인 양산항 1단계가 2005년 12월 10일 공식 개장되었다.

1993년 8월12일에 상하이국제항무(그룹)주식유한공사[上海國際港務(集團)股份有限公司(SIPG:즉 상하이항무국)]의 자회사인 상하이컨테이너유한공사[上海港集裝箱有限公司(SPC)]는 당시 세계 최대 컨테이너터미널운영회사인 홍콩의 허치슨[合記港口集團有限公司(HPH)]와 각 50%의 투자로 상하이컨테이너부두유한공사[上海集裝箱碼頭有限公司(Shanghai Container Terminals Limited: SCT)]를 설립하여 항만개혁의 일환으로 황푸강(黃浦江)에 위치는 張華浜,軍工路,장강구(長江口)에 위치한 보산(宝山)3개 컨테이너터미널을 포함한 상하이컨테이너터미널을 합작운영하게 됨으로써 상하이항 항만관리에 대한 새로운 전기를 마련하였다.

2003년 초 상하이시 정부는 상하이를 국제해운센터로 육성한다는 목표 하에 상하이항만관리국(Shanghai Port Authority: SPA)업무를 항만관리부문과 항만사업부문으로 분리하였다. 이에 따라 상하이항만관리국(SPA)은 항만관련 법규, 규제, 입안 및 집행업무를 전담하고, 상하이국제항무그룹(집단)(Shanghai International Port Group: SIPG)을 신설하여 항만사업부문을 담당하도록 하였다. 이 같은 조치는 중국정부의 항만관리운영개혁프로그램의 일환으로써 항만개발 및 운영에 있어서 민간의 창의성 활용, 공정하고 경쟁적인 시장 환경 조성, 수익성 위주의 항만운영체제 구축 등을 목적으로 하는 것이다. 특히 새로 설립된 상하이국제항무그룹(SIPG)은 현대적인 기업제도를 도입하고 글로벌경영, 항만지원통합, 항만개발 등을 통해 세계적인 터미널운영기업으로의 부상을 목표로 하고 있다. 외국항만의 경우 정부가 인프라를 건설 제공하고 이 가운데 터미널은 민기업에 임대하여 운영하는 방식을 취하는 것이 보편적 형태이나 상하이항의 경우 SIPG가 항만인프라(基本)건설까지 담당하는 독특한 비즈니스 모델을 취하고 있다. 이에 따라 SIPG는 우선 합작투자 형태를 통해 투자자들을 다원화한 후 주식시장에 상장함으로써 재원을 조달하는 방식을 추구하고 있다. 지난 2004년 12월 SIPG는 자본금 185.69억 위안의 주식회사로 전환하였는바 출자비율은 SIPG 50%, 초상국국제유한공사((招商局國際有限公司)/China Merchants Holdings) 30%, 상하이동셴투자집단(上海同盛投資集團/Shanghai Tongsheng Investment)19%, 상하이국유자산경영유한공사(Shanghai Assets Operation Company) 0.5%, 상하이대성자산유한공사(上海大盛資產有限公司) 0.5%로 구성되어 있다.

SIPG는 2005년6월에 양산항 제1단계 5개 선석 운영회사로 ‘상하이셴동국제컨테이너부두유한회사(上海盛東國際集裝箱埠頭有限公司)(Shanghai shengdong International Container Terminal Company: SSICT)’라는 자회사를 설립하였다. SSICT는 SIPG가 터미널운영사업을 위해 설립한 SPC(Shanghai Port Container)와 합작으로 설립된 회사로서 SIPG와 SPC가 각각 지분의 49%와

51%를 보유하고 있다. 이에 따라 양산항 1단계 터미널은 SIPG가 하역 및 물류관련서비스를 제공하는 체계로 운영될 계획이다. 이에 따라 양산항 1단계 터미널은 SIPG가 터미널의 관리 운영 및 마케팅 업무를 담당하고, SSICT가 하역 및 물류관련서비스를 제공하는 체계로 운영하고 있다. 이로써 양산항 1단계 건설 및 운영사업은 외자도입 없이 상하이 항만당국 독자적으로 운영하고 있으며, 이후 2단계 건설 및 운영사업부터는 글로벌 터미널 운영업체나 외국 선사들의 참여를 허용하여 재원을 조달하는 것은 보인다.

2. SIPG과 SPC의 기본상황

1) 상하이국제항무그룹(SIPG) 概况

(1) SIPG의 주주구조

당초 상하이항만관리국은 상하이국제항무그룹(집단)(SIPG)을 신설하여 항만사업부문을 담당하도록 하였다. 2004년 12월 19일 SIPG는 자본금 1,856,898.298만 위안의 주식회사로 전환하였다. 출자비율은 SIPG 50%, 초상국국제유한공사(招商局國際有限公司)/China Merchants Holdings) 30%, 상하이동셴투자집단(上海同盛投資集團/Shanghai Tongsheng Investment) 19%, 상하이국유자산경영유한공사(Shanghai Assets Operation Company) 0.5%, 상하이대셴자산유한공사(上海大盛資產有限公司) 0.5%로 구성되어 있다. 현재 SIPG는 중국내육에 최대한 항만운영업체이고 전 세계적으로 최대한 항만운영업체 중 한 기업이였다. (<표4-1>참조)

<표4-1>합병 전 SIPG의 주주구성:

(단위: 위안)

주주명칭	합병 전	
	주식수량	비율(%)
上海市國有資產監督管理委員會	9,284,491,490	50.0%
招商局國際碼頭(上海)有限公司	5,570,694,894	30.0%
上海同盛投資(集團)有限公司	3,528,106,766	19.0%
上海國有資產經營有限公司	92,844,915	0.5%
上海大盛資產有限公司	92,844,915	0.5%
합계	18,568,982,980	100.00%

자료: <http://www.portshanghai.com.cn>(SIPG홈페이지)

(2) SIPG의 재무분석

아래<표4-3, 4>에 따라 2006년3월31일까지 SIPG의 모회사 자산부채 비율은 31.02%이고 합병예산 부채 비율은 44.27%를 나타낸다. 그룹의 자산부채비율은 비교적으로 낮은 수준이어서 앞으로 그룹의 타인자산조달의 충분히 있는 것으로 보인다.

2005년 말 SIPG사의 유동비율과 당좌비율은 각 1.16, 1.11이고 2006년 3월 31일에 유동비율과 당좌비율은 1.06, 1.02로서 약간 떨어지지만 여전히 합리적인 수준의 범위에 있다.

2005년 2006년 SPIG의 순자산수익률은 각 11.30%, 13.32%이다. SPIG는 중국에서 첫 번째로 전체 증시에 상장한 항만기업으로서 매우 높은 이윤을 얻을 수 있는 능력을 갖추고 있다.

2004년과 2005년, 그룹이 주요경영업무의 수익성장률이 각 29.61%, 24.40%이고, 순이익성장률은 각 30.33%, 67.49%이며 주당수익률은 각 30.35%와 67.43%이다. 이것은 그룹의 최근 몇 년 주요업무수입과 순이익은 지속적으로 증가하고 있음을 시사하고 있다.

2005년7-12월, 2006년1-3월 SIPG그룹이 경영활동에서 현금흐름은 각 27.77억 위안과 7.53억 위안, 이것은 그룹의 경영활동 현금흐름이 양호함을 보여주고 있다.

<표4-2>대차대조표 2005년도와 2006년 (1-3월)재무상황

(단위: 위안)

년 월 항목	2006.3.31	2005.12.31
총자산	47,447,261,384.46	45,493,639,019.34
유동자산 합계	15,785,423,269.40	15,616,176,207.04
장기투자 합계	2,956,753,415.47	2,817,465,282.63
고정자산 합계	25,814,716,376.22	24,163,777,147.02
총부채	20,995,124,815.38	19,694,200,258.04
유동부채 합계	15,076,880,511.12	13,673,921,842.96
장기부채 합계	5,918,244,304.26	6,020,278,405.08
소수주주권익	6,838,543,840.92	6,747,988,868.29
주주권익	19,613,592,728.16	19,051,449,903.01



<표4-3>순이익계산서

(단위: 위안)

년 월 항목	2006년1-3월	2005년	2004년	2003년
주요업무수입	2,657,760,170.50	10,990,407,154.8	8,834,616,347.81	6,816,129,320.22
주요업무이익	1,287,497,382.22	5,231,604,958.39	4,149,666,065.73	3,132,286,180.94
이익총액	976,504,682.84	3,738,368,040.10	2,552,670,949.59	2,026,158,688.07
순이익	575,148,810.18	2,177,103,656.65	1,299,834,664.96	997,376,800.48

<표4-4>SIPG의 재무지표

(단위: %)

년월 항목	2006년1-3월	2005년	2004년	2003년
주당순자산	1.068	1.038	-	-
자산부채율	31.02%	33.51%	-	-
자산부채율 (합병예산)	44.27%	42.81%	-	-
유동비율	1.06	1.16	-	-
유동비율(합병예산)	1.02	1.11	-	-
이자보상배수	23.46	18.54	-	-
주요업무수입증가율	-	24.40%	29.61%	-
순이익증가율	-	67.49%	30.33%	-
주당수익(EPS)	0.0310	0.1172	0.0700	0.0537
순자산수익률	2.90%	11.30%	-	-
주당순현금흐름	0.0140	-0.0497 (7-12월)	-	-

자료: <http://www.sse.com.cn> (上海證券交易所) 상장회사보고서

주: 2003, 2004년 주당수익은 이번 주식을 발행 전에 SIPG의 총 주식 수에 의해 계산³²⁾

(3) SIPG그룹의 업무기술 분석



SIPG는 주로 컨테이너운송, 잡화, 항만 서비스와 항만물류 등 4개 종류의 영업을 영위하고 있다. 2005년 말까지 SIPG 그룹은 상하이에서 121개 선석, 국제적으로 28개 컨테이너 선석을 운영하고 있고, 2005년에 중국에서 처리한 컨테이너 물동량은 1,800만TEU에 달했으며, 순이익은 2억 6,834만 달러에 이르렀다. 생산용의 선석의 길이 20km, 창고 총 면적은 29.3만 평방미터, 작업장 총 면적은 472.1만 평방미터, 컨테이너 작업장은 341.1만 평방미터 생산용 하역 장비는 5143대이다.

2003-2005년 SIPG그룹 처리한 물동량은 각 18923.6만TEU, 23748.5만TEU, 26776.6만TEU 전년대비 증가율은 각 23.06%, 25.50%, 12.75%, 처리 컨테이너

³²⁾<표4-2.3.4>자료는 《上海國濟港務(集團)股份有限公司換股吸收合并上海港集裝箱股份有限公司報告書》,國泰君安證券有限公司 정리함.

물량은 각 1128.2만TEU, 1455.4만TEU, 1808.4만TEU, 전년대비 증가율은 각 31.00%, 29.00%와 24.25%이다.(<표4-5>참조)

<표4-5>SIPG 물동량 처리 추이 (2003-2006(1-3월))

(단위: 만TEU, %)

년도 항목	2006년(1-3)	2005년	2004년	2003년
상하이항화물물량(만)	12146.1	44317.2	37896.3	31621.1
성장률 (%)	24.9	16.94	19.84	19.85
SIPG물동량(만)	6795.3	26776.6	23748.5	18923.6
성장률 (%)	8.2	12.75	25.50	23.06
컨 물동량(만TEU)	459.4	1808.4	1455.4	1128.2
성장률 (%)	15.7	24.25	29.00	31.00

주: a. 상하이항 컨테이너 처리량은 모두 SIPG그룹이나 그 자회사 처리되었다.

b. 위 표에는 물동량은 모두 상하이항만 처리 된 물동량이다. 상하이항 외 SIPG그룹의 투자기업 처리하는 물동량은 포함하지 않음

컨테이너 업무는 SPIG그룹의 주요 경영 업무 수입과 이익의 가장 중요한 근원이다. 2003년-2005년과 2006년 일사분기의 실제상황을 보면 컨테이너 업무는 SIPG그룹의 주요업무 수입에서 차지하는 비율은 40%이상 되고 주요업무 이익에서는 53%이상 차지하고 있다. 따라서 컨테이너업무는 SIPG그룹의 핵심 업무로서 SIPG그룹의 미래 발전에는 가장 중요한 영향을 가지고 있는 것으로 보인다.(<표4-6>참조)

<표4-6>SIPG주요경영업무상황(2003-2006)

(단위: 만 위안, %)

項 目	2006년(1-3)		2005년		2004년		2003년	
	수입	비율	수입	비율	수입	비율	수입	비율
컨테이너업무	107380.28	40.40	450,777.76	41.02	366353.42	41.47	282045.12	41.38
산화물	39353.58	14.81	162624.63	14.80	152037.78	17.21	119890.34	17.59
항구물류	46760.68	17.59	176677.36	16.08	153528.53	17.38	103314.49	15.16
항구서 비서	77201.34	29.05	335735.64	30.55	262501.06	29.71	209973.65	30.81
기타	7665.59	2.88	45442.19	4.13	38804.56	4.39	44518.96	6.53
합계	278361.47	104.74	1171257.57	106.57	973225.35	110.16	759742.55	111.46
減: 각 업무부 세액	12585.45	4.74	72216.86	6.57	89763.71	10.16	78129.62	11.46
합계	265776.02	100.00	1099040.72	100.00	883461.63	100.00	681612.93	100.00

2) 피 합병기업 상하이컨테이너유한공사 (SPC) 기본상황

(1) SPC의 주주구조

SPC사는 1998년 10월 30일 상해항무국(현:SIPG) 中國上海外輪代理公司 (현:中國上海外輪代理有限公司) 上海交通投資公司 (현:上海交通投資有限公司) 中國外輪理貨總公司上海分公司 (현:上海外輪理貨有限公司) 和上海起帆科技實業公司 (현:上海起帆科技股份有限公司) 가 공동 출자하여 설립했다. 2000년 6월 13일부터 A주식으로 902,200,000주를 발행하여 2000년 7월 19일 상하이증권거래소에 상장되었다. 2003년 주주총회에 따라 주식 조정하여 총 주식 수 1,804,400,000 되었다. 이번 합병 전까지 SPC의 주주구조는 아래와 같다.

<표4-7>SPC의 주주구성

(단위: 만 주)

	주식 수 (만)	비율(%)
一、限售(제한 판매)조건 있는 유통주		
상하이국제항무그룹 (上海國際港務(集團)股份有限公司)	126,624.21	70.18
중국상하이외륜대리유한공사 (中國上海外輪代理有限公司)	646.00	0.36
상하이교통투자(집단)유한공사 (上海交通投資(集團)有限公司)	646.00	0.36
상하이외륜리화유한공사 (上海外輪理貨有限公司)	646.00	0.36
상하이기법과학기술주식회사 (上海起帆科技股份有限公司)	637.79	0.35
小計	129,200.00	71.60
二、限售(제한 판매)조건 없는 유통주		
유통주 주주	51,240.00	28.40
주식합계	180,440	100.00

자료: <http://www.spcco.com> (上海集裝箱有限公司)



(2) SPC 주요재무 분석³³⁾

자산 부채지표(<표4-8>)로 보면 SPC사의 규모가 해마다 점차 확대되고 있다. 2003-2005년 총자산 평균 37.13% 늘어나고 있고 순자산 평균 11.63% 증가하고 있다. 회사규모가 끊임없이 확장되면서 회사의 자산부채율도 해마다 상승하고 있다. 2006년 3월 31일까지 회사 자산 부채율은 49.96%까지 올라간다.

2003년부터 SPC 주요업무수입이 해마다 점차 성장하고 있지만 성장 속도는 점점 느려지고 있다. 2003년 -2005년 회사 주요업무수입 증가율은 각 32.41%, 26.53%, 10.07%이다. 주요경영업무 수입의 증가율이 낮아지고 있기 때문

33) SPC 주요재무자료는 《上海國際港務(集團)股份有限公司換股吸收合并上海港集裝箱股份有限公司報告書》,國泰君安證券有限公司 정리함.

에 최근 3년에 SPC의 수익능력의 증가 폭은 줄어드는 추세에 있다. 2003-2005년 SPC는 세금 납부 후 순이익 증가율이 각 28.30%、15.73%、2.89%로서 하락 폭이 뚜렷하게 나타났다.

SPC 2003년-2005년과 2006년 전반기에 자산부채와 경영상황은 아래와 같다.

<표4-8> SPC사의 자산부채

(단위: 위안)

년월 항목	2006.3.31	2005.12.31	2004.12.31	2003.12.31
총자산	22,724,386,792.15	20,810,719,930.41	13,591,590,383.15	11,063,216,960.17
유동자산 합계	5,227,587,845.40	4,835,361,112.32	4,425,843,549.42	11,063,216,960.17
장기투자 합계	1,037,709,734.35	937,792,186.23	565,073,200.50	609,034,299.44
고정자산 합계	15,991,937,955.62	14,573,667,311.03	8,135,594,916.70	5,446,556,603.35
총 부채	11,353,557,581.31	9,133,027,862.01	5,270,966,874.97	3,585,366,382.82
유동부채 합계	8,646,266,987.23	6,372,287,205.25	3,404,891,156.59	3,386,258,058.79
장기부채 합계	2,707,290,597.08	2,760,640,656.76	1,866,075,718.38	199,108,324.03
주주권익 합계	7,003,758,564.86	7,420,118,745.10	6,794,452,795.47	5,946,216,870.60

<표4-9>SPC사의 순이익

(단위: 위안)

년월 항목	2006년1-3월	2005년	2004년	2003년
주요업무수익	1,141,431,919.84	4,776,125,937.80	4,339,253,260.15	3,429,471,097.98
주요업무이익	521,123,840.21	2,349,907,810.15	2,235,696,233.97	1,907,679,851.02
이익총액	419,600,182.14	1,929,439,953.35	1,905,958,360.62	1,621,525,547.46
순이익	242,405,597.42	1,189,224,086.33	1,155,847,028.61	998,751,948.98

<표4-10>SPC사의 주요재무지수

(단위: 위안)

년 월 항목	2006년1-3월	2005년	2004년	2003년
주당순이익	0.1343	0.6591	0.6406	0.5535
주당순자산	3.8815	4.1122	3.7655	3.2954
순자산수익률	3.46%	16.03%	17.01%	16.80%
주당현금흐름	0.2513	1.0296	1.0009	0.9495
자산부채비율	49.96%	43.89%	38.78%	32.41%

3. SIPG과 SPC의 합병 동기

SIPG그룹이 주식교환 방식으로 SPC를 흡수함으로써 SIPG그룹 전체 상장을 실현시키려고 하는 것은 그룹의 전체 발전전략과 장기적인 발전목표에 맞는 것으로 보인다. 이번 인수합병을 통해 SIPG그룹과 SPC 주주의 공통이익을 실현하기에 유리할 것으로 생각된다.

1) SIPG그룹의 SPC 합병 이유

(1) 장기적 성장 목표를 실현하기 위해 SIPG그룹은 그룹 전체 상장을 통해 더욱 폭넓은 자기자본조달을 할 수 있다.

SIPG는 “상하이국제해운센터” 건설의 중임을 맡고 있고 또 상장요건에 맞는 주식의 개조와 업무자산 구조조정을 실시하였다. SIPG는 증권시장 상장을 조속히 완료되어야 그룹 발전진에 긍정적일 것으로 판단하고 있으므로 매우 중요한 의의를 가지고 있다. 인수합병 후 생산설비 및 자본의 통합으로 생산

효율성은 증대시킬 수 있고, 자금조달 능력을 향상시키고, 자본조달 비용의 절감효과를 볼 수 있다. 합병은 그룹의 장기 발전 목표와 비약적인 발전이 실현하기 위한 강력한 방법이 될 것으로 판단된다.

(2) 인수합병으로 인해 SIPG그룹은 자원의 통합과 배분의 효율성이 증대될 것이다.

인수합병 후 SIPG는 그룹의 업무를 컨테이너하역 및 운송, 살화물하역, 항만물류업무와 항만서비스업무 등 조정함으로써 규모의 효과와 협력의 효과가 충분히 발휘할 수 있으며 영업에 발생하는 경영자본과 관리비용을 감소시킴으로서 회사의 운영효율을 높이고, SIPG의 핵심 경쟁력과 이윤창출 능력을 더욱 강화시킬 수 있을 것으로 판단된다.

2) SPC의 합병 이유



(1) SPC사의 업무 발전 공간을 더욱 끌어올릴 수 있다.

SPC사는 SIPG의 컨테이너 업무의 핵심 기업으로서 현재 이미 국내증권시장에 A주로 상장되어 있으며 이것은 전체그룹의 발전에 대하여 매우 적극적인 작용을 다할 것이다. 그러나 SPC사가 운영하는 부두의 처리능력이 포화상태에 이르러 회사의 성장에 한계가 드러날 것으로 예상된다. 따라서 인수합병을 통해 업무는 SIPG(그룹)에서 일괄 관리하게 됨으로서 새로운 성장자원을 축적할 수 있을 것이다.

(2) 이번 인수합병을 통해 SPC의 주주는 SIPG그룹 전체의 상장을 통해 발생하는 기업성과를 배분 받을 수 있을 것이다.

제2절 SIPG과 SPC 합병 추진 상황

1. 합병일정

- 2006년 5월 30일: SPC는 가까운 시일에 중대한 공고가 실리기 때문에 주식거래 중단시킨다. 6월6일 회복할 예정이다.
- 2006년 6월 4일: SPC는 3届4次주주총회에서 SIPG과 SPC 환주흡수합병議案 통과 합병방안을 세우다
- 2006년 6월 6일: 합병공시발표
- 2006년 7월 5일: 《상하이항무(집단)주식회사와 상하이컨테이너주식회사 합병협의(草案)》 통과
- 2006년 8월 8일: 이사회 결의일 및 합병계약일
- 2006년 9월 22일: 현금선택권 환주인수 가격16.5위안/주,
- 2006년 9월 25일: SPC 증권시장에 마지막 거래일
- 2006년 9월 26일: 주식거래 중단시킨다.
- 2006년 9월 26일~10월 9일: 현금선택신고기간
- 2006년 10월 18일: SPC 상장 폐지공고
- 2006년 10월 26일: 합병교부 주식 및 SIPG 상장일

2. 주식의 발행 현황

- 주식 종류: 인민폐 보통주(A주)
- 액면가: 주당 인민폐 1.00위안
- 발행 주식 수: 2,421,710,550주, 총주식수의 11.54%
- 주당발행가격: 매주 3.67원

- 발행 시가 이익률: 28.1배 2006년 예측순이익에 의하여 계산
- 주가수익률(Price Earning Ratio)³⁴ : 3.47배
- 발행 후 총 주식자본: 20,990,693,530 주
- 상장거래소: 상하이증권거래소

3. 주식교환가격 측정

교환비율(exchange ratio)이란 합병기업이 대상기업의 주식 1주를 매수하기 위해 발행해야 하는 주식의 수이다. 합병기업이 발행해야 하는 주식의 수는 대상기업의 가치에 의해 직접적으로 영향을 받는다. 합병 시 매수기업과 대상기업은 서로의 가치를 평가하여 합의점을 찾아가는데 합의과정에서 매수기업은 지급할 수 있는 최대가격을 제시하고, 대상기업은 받아들여질 수 있는 최소가격을 제시한다. 이와 같은 과정을 거쳐 결정된 가격을 근거로 하여 매수기업은 교환주식을 발행하게 된다. 매수기업이 매수를 위해 발행하는 주식은 대상기업의 가치에 기초하며 교환비율은 주당 매수가격을 매수기업의 주당 시장가격으로 나누어 구할 수 있다.

$$\text{교환비율} = \frac{\text{매수가격}}{\text{매수기업의 주식가격}}$$

$$\text{발행할 주식수} = \frac{(\text{주당매수가격}) \times (\text{대상기업의 총주식수})}{\text{매수기업의 주식가격}}$$

34) 주가수익률(PER)=주식가격/주당순이익

* 이번 합병인수에 교환비율은 16.5: 3.67 ≈ ≈4.5

SIPG그룹은 SPC를 인수합병 함에 있어 주식교환가격은 16.5원/주로 정했다. 이 가격은 SIPG와 SPC사 서로 협상 연구한 후 확립하여 합병 쌍방의 주주총회에서 심사하여 통과하였다. SPC의 역사적인 주식가격에 비해 이번 합병에 적용된 주식교환가격은 합리적이어서 받아들일 수 있던 것으로 생각된다. 역사적인 주식가격 구체적으로 아래 같다

<표4-11>SPC 역사적인 주식가격과 이번 주식교환가격에 비교해서 분석

(단위: 원/주)

	평균가	주식교환가격	교환가격/평균가
5일 평균가	14.24	16.5	115.87%
30일 평균가	11.96	16.5	137.96%
90일 평균가	11.46	16.5	143.98%
120일 평균가	11.05	16.5	149.32%
250일 평균가	11.29	16.5	146.15%

자료: 國泰君安證券有限公司 정리함.



위<표4-11>에서 보고하고 있는 바와 같이 주식교환가격 16.5원/주당은 합병 전 30일 동안의 평균거래가격 11.96위안에 비해서는 37.96%의 프리미엄이 부여된 것으로 나타났고, 90일 동안의 평균거래가격에 비해서는 43.98%의 프리미엄이 부여된 것으로 나타났다. SPC의 역사적인 최고 평균주식가격15.47원/주보다는 6.65%의 프리미엄을 보여 주고 있다.

2006년 5월 29일까지 A주 시장에서 주요항만상장회사의 주가수익률은 16-24배 나타나고 평균주가수익률은 24.29배 입니다. 이번 인수합병에 주식교환가격 16.50원/주는 2005년 주가수익률에 비해서는 25.03배로 보인다.

제3절 SIPG과 SPC 합병의 시장성과 분석

1. 비정상 초과이익률의 측정방법

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

사건연구는 인수 합병을 통해 실현되는 '주주의 시장 수익률'(market based returns to shareholders)을 기준으로 M&A의 성과를 평가하는 방법이다. 즉, M&A 공시 시점을 전후하여 해당기업의 주주가 비정상 초과이익률(abnormal return)을 달성하는지 여부가 주요 연구 대상이다. 사건연구 접근법은 조사기간을 기준으로 단기간 접근법과 장기간 접근법으로 구분된다. 단기간 접근법은 M&A 공시 전후의 단기간동안의 추가이익률을 통해 주주의 부가 증가하였는지를 조사하는 방법이다. 장기간 접근법은 M&A 이후 2-3년간 M&A 기업의 주가를 조사하여 M&A의 장기적 성과를 조하하는 것이다.

사건연구에서 비정상 초과이익률(AR_{i,t})은 일반적으로 시장조정수익률모형(market adjusted return model)과 시장모형(market model)을 통해서 추정되는데, 본 연구에서는 단기간 접근법을 채택하여 시장조정수익률모형을 사용하여 초과이익률을 추정한다.

시장모형(market model)은 개별주식의 정상적인 기대이익률을 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 기대이익률이 시장지수의 기대이익률과 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 합리적이라 할 수 있다. 또한 SPC는 상장기업이지만 SIPG는 비상장기업으로 SPC와 합병 후 SIPG는 신주를 발행하여 상장되었기 때문에 과거 주가 데이터가 존재하지 않는다.

따라서 본 연구에서는 시장모형 대신 시장조정수익률 모형에 의하여 초과수익률을 산출한다. 시장조정수익률모형에 의한 초과수익률은 다음과 같아진다.

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

AR_{it} : 개별주식 i의 t일의 초과수익률

R_{it} : 개별주식 i의 t일의 실제수익률³⁵⁾

R_{mt} : 종합주가지수의 t일의 일일수익률

CAR은 사건기간 동안의 AR을 누적한 것이며 다음의 식으로 계산한다.

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

SPC와 SIPG의 사건연구법에서 사건일은 합병발표일(사건일1)과 합병 상장일(사건일2)로 하였으며 검정기간은 다음과 같다.

35) $R_{it} = \frac{P_{it} - P_{it-1}}{P_{it-1}}$: P_{it} : t일의 개별주식 가격, P_{it-1} : t-1일의 개별주식 가격.

$R_{mt} = \frac{I_{it} - I_{it-1}}{I_{it-1}}$: I_{it} : t일의 종합주가지수, I_{it-1} : t-1일의 종합주가지수.

- 사건일 1 : 합병 발표일기준일 SPC 합병 공시일 전 30일부터 후 30일까지 시장조정모형에 보인 초과수익률과 누적수익률을 추정한다.

검정기간 : (-30거래일, +30거래일)

- 사건일 2 : 합병 상장일 SIPG는 합병 전 상장되지 않기 때문에 합병 상장일은 기준일로 합병 후 30일 초과수익률과 누적수익률을 추정한다.

검정기간 : (0, +30거래일)

각 사건일의 경우 개별기업의 초과수익률과 누적초과수익률을 통해 유의성 검증을 한다.

2. 공시일 전후 SPC사의 초과수익률과 누적초과수익률 추이

아래 <표4-12>는 상하이증권거래소 SIPG와 SPC 인수합병 공시일 전 후 30일 SPC의 주가데이터를 추출하여 시장조정모형을 통해서 산출된 비정상 초과수익률과 누적초과수익률이다.



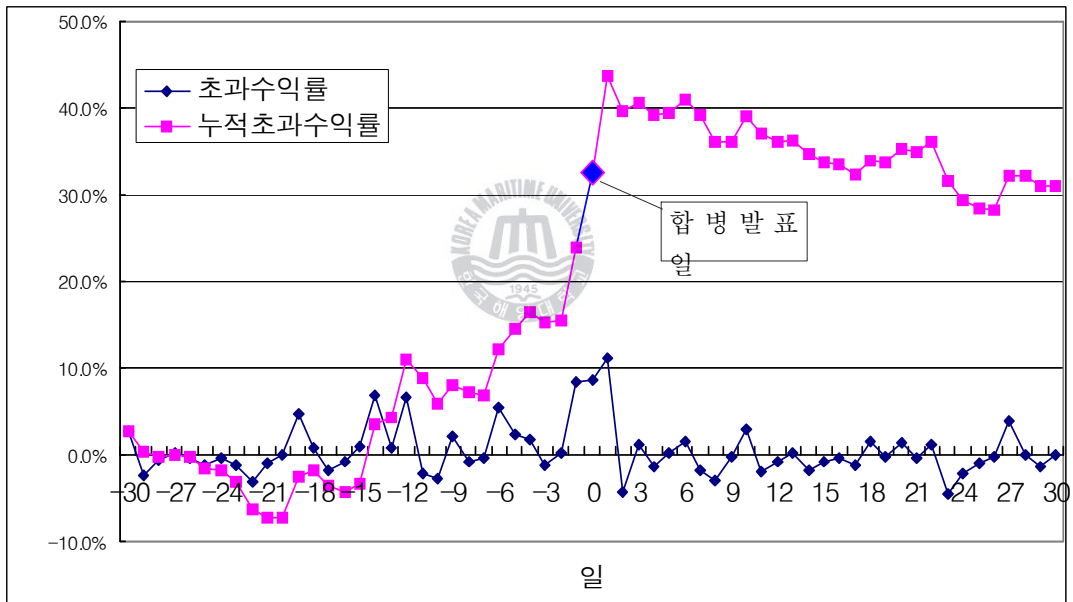
<표4-12> 합병공시일 전후 SPC의 초과수익률과 누적초과수익률

공시 전일	초과수익률	누적초과수익률	공시 후일	초과수익률	누적초과수익률
-30	0.02773	0.02773	1	0.11162	0.43753
-29	-0.02359	0.00414	2	-0.04219	0.39534
-28	-0.00580	-0.00166	3	0.01105	0.40639
-27	0.00227	0.00061	4	-0.01361	0.39278
-26	-0.00339	-0.00279	5	0.00138	0.39416
-25	-0.01203	-0.01482	6	0.01500	0.40916
-24	-0.00330	-0.01812	7	-0.01790	0.39125
-23	-0.01244	-0.03056	8	-0.02951	0.36174
-22	-0.03165	-0.06221	9	-0.00125	0.36049
-21	-0.00970	-0.07191	10	0.02954	0.39002
-20	-0.00056	-0.07247	11	-0.02004	0.36998
-19	0.04773	-0.02474	12	-0.00873	0.36126
-18	0.00736	-0.01738	13	0.00210	0.36336
-17	-0.01749	-0.03486	14	-0.01728	0.34608
-16	-0.00734	-0.04220	15	-0.00791	0.33817
-15	0.00928	-0.03292	16	-0.00376	0.33441
-14	0.06832	0.03540	17	-0.01158	0.32283
-13	0.00695	0.04235	18	0.01636	0.33919
-12	0.06692	0.10927	19	-0.00102	0.33818
-11	-0.02189	0.08738	20	0.01467	0.35285
-10	-0.02813	0.05925	21	-0.00400	0.34884
-9	0.02120	0.08045	22	0.01254	0.36138
-8	-0.00851	0.07194	23	-0.04499	0.31639
-7	-0.00420	0.06774	24	-0.02247	0.29393
-6	0.05407	0.12182	25	-0.00911	0.28481
-5	0.02390	0.14572	26	-0.00222	0.28259
-4	0.01843	0.16415	27	0.03920	0.32179
-3	-0.01151	0.15263	28	0.00050	0.32229
-2	0.00235	0.15499	29	-0.01314	0.30915
-1	0.08450	0.23949	30	0.00003	0.30918
0	0.08642	0.32591			

이표에 따라 공시일 전후의 초과수익률과 누적초과수익률 분석을 통하여 SPC와 SIPG의 합병에 대한 시장의 반응을 살펴본 결과 공시일 14일전부터 누적초과수익률이 양(+)의 값으로 전환되었다. 특히 누적초과수익률은 공시 7

일전 6.77%에서 공시일 32.59%로 급증하여 공시일 7일전을 기점으로 합병에 대한 정보가 시장에 누출되었음을 알 수 있다. 또한 공시 다음 일에 누적초과수익률이 43.75%로 최고치를 기록하고 공시일 이후 30일에도 누적초과수익률이 30.92%로 공시일 누적초과수익률과 비슷한 수준을 유지된 것으로 나타났다. 이는 SPC가 중국 최대 항만기업인 SIPG와 합병됨으로서 실적증대, 자사 주소각 가능에 따른 주주가치제고, 주식시장에서의 신뢰 상승 등 효과가 발생할 것으로 예상되어 합병에 대한 시장의 기대가 매우 긍정적으로 반영된 것으로 판단된다. (<표4-12>와 [그림4-1] 참조)

[그림4-1] 합병공시일 전후 SPC의 초과수익률과 누적초과수익률 추이



3. 합병일 이후 SIPG의 초과수익률과 누적초과수익률 추이

아래<표4-13>는 상하이증권거래소 SIPG와 SPC 인수합병 상장일 부터 30일까지 SIPG의 주가데이터를 추출하여 지장조정모형을 통해서 산출된 비정

상초과수익률과 누적초과수익률이다.

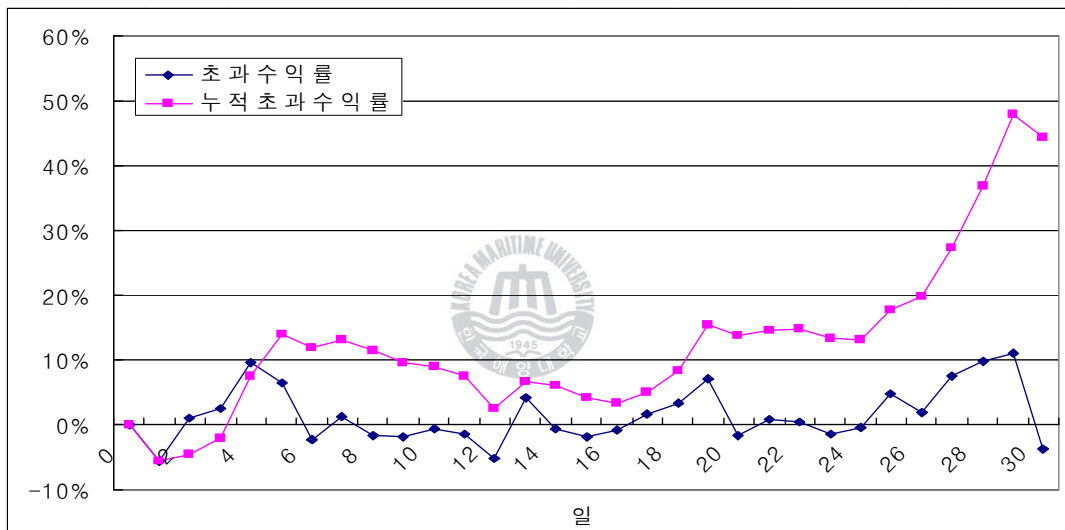
<표4-13> 합병 상장 후 SIPG의 초과수익률과 누적초과수익률

	초과수익률	누적초과수익률
1	-0.05595	-0.05595
2	0.01033	-0.04562
3	0.02482	-0.02080
4	0.09594	0.07514
5	0.06520	0.14034
6	-0.02232	0.11802
7	0.01330	0.13132
8	-0.01576	0.11556
9	-0.01887	0.09669
10	-0.00608	0.09061
11	-0.01493	0.07568
12	-0.05165	0.02403
13	0.04244	0.06647
14	-0.00584	0.06063
15	-0.01958	0.04105
16	-0.00807	0.03297
17	0.01664	0.04961
18	0.03292	0.08254
19	0.07138	0.15391
20	-0.01669	0.13722
21	0.00775	0.14497
22	0.00386	0.14883
23	-0.01505	0.13378
24	-0.00318	0.13060
25	0.04742	0.17802
26	0.01897	0.19700
27	0.07505	0.27204
28	0.09734	0.36939
29	0.11063	0.48002
30	-0.03711	0.44291

SPC와 SIPG는 합병 후 SIPG로 상해주식시장에 신규 상장되었다. SIPG의 합병 상장일 이후 초과수익률과 누적초과수익률 분석을 통하여 SPC와 SIPG의 합병 이후의 시장반응을 살펴본 결과 상장일 이후 4일까지는 음(-)의 누적

초과수익률이 나타나 인수기업에 대한 불안감이 시장에 나타났으나, 5일부터 양(+)의 누적초과수익률이 발생하여 30일까지 44.29%의 누적초과수익률이 나타나 단기간에 높은 성과를 실현하였다. 이는 SIPG가 SPC인수합으로서 상하이항의 컨테이너항만운영을 통제할 수 있는 지위를 얻게 됨으로서 컨테이너 물동량이 급증하고 있는 상하이항의 컨테이너하역사업을 통하여 지속적 실적 증대 및 주주가치제고, 주식시장에서의 신뢰 상승 등이 예상됨에 따라 시장의 반응이 긍정적 전환된 것으로 판단된다. (<표4-13>와 [그림4-2] 참조)

[그림4-2] 합병 상장일 후 SIPG의 초과수익률과 누적초과수익률 추이



4. SIPG의 SPC 합병 결과

상하이 항만에 있는 모든 주식 컨테이너 운영회사를 직 간접적으로 지배하고 있는 상하이국제항무그룹(SIPG)이 SPC의 주식을 SIPG의 주식으로 교환하는 방식으로 전량 흡수하고, 통합작업이 끝나는 대로 상하이 주식시장에 상장할 것이다.

SIPG의 SPC 합병의 효과는 합병 전후의 재무상황의 변동, 누적초과수익률 등을 분석하였다. 앞에서 분석하고 있는 것처럼 합병 후 주요 재무변수는 크게 변동이 없는 것으로 나타나 우량기업간의 합병으로 기업의 재무적 능력에 부담이 되는 현상은 발생하지 않은 것으로 분석되었고, 누적초과수익률로서 분석한 시장성과는 합병 공시일 전후 및 합병일 이후의 누적초과수익률이 단기간에 크게 상승한 것으로 분석되었다. 이는 SPC와 SIPG의 합병으로 SIPG가 상하이항의 컨테이너항만운영업으로 통제적 위치를 차지하고 경영상의 효율성이 높아져 기업성과가 지속적으로 향상될 것으로 전망되어 나타난 현상으로 판단된다.

SIPG는 상하이항에서 30km 떨어진 양산 1단계 터미널의 최대 주주이며, 장강내륙 터미널 지분을 확대하면서 영향력을 강화해 나가고 있는 것으로 보이고, 양자강 유역 물량확보전략의 하나로 주우장항(九江港) 인수하는 협상을 진행하고 있다. 또한 양산터미널을 극동아시아 환적기지로 육성하는 한편, 장강 내륙지역의 산업화로 향후 급증할 것으로 예상되는 장강화물을 기반으로 한 성장전략을 추진하고 있다.

상하이국제항무그룹(SIPG)이 기업공개(IPO)가 마무리 되는대로 새로운 사업 기회 창출과 안정적인 수익창출을 위해 해외항만 진출도 적극적으로 모색하고 있는 것으로 보인다. 미국과 유럽지역의 터미널 사업 진출을 표방하고 있는 것은 터미널에 대한 투자가치와 운영수익 이외에도 장기적으로 전 세계적인 터미널 네트워크 구축을 목표로 하고 있는 것으로 보인다.

2008년 6월까지 중국 A주로 상장 되어 있는 항만기업 중 상하이국제항무그룹이 항만업체 이 영역에서 절대적인 우세를 차지하였다.

<표4-14>중국 상장 항만기업 비교추이(2008년6월)

(단위: 억 위안)

상장번호	명칭	총주식자산 (억주)	실제유통 A주	총자산 (억위안)	순차	주영수익 (억위안)	순차	순이윤증가 율(%)
600018	上港集團	209.91	79.92	576.44	1	91.46	1	35.08
600717	天津港	16.75	8.68	196.39	2	57.54	2	18.12
600317	營口港	5.49	2.33	72.93	3	8.09	6	36.89
000022	深赤灣A	6.45	1.4	54.8	4	9.76	4	8.38
600017	日照港	6.3	2.3	51.55	5	8.26	5	78.61
600190	錦州港	10.55	5.38	40.99	6	4.03	8	127.25
000088	鹽田港	12.45	4.06	40.49	7	2.24	10	-
000905	廈門港務	5.31	2.06	32.3	8	16.32	3	3.36
600279	重慶港九	2.28	1.32	26.07	9	2.8	9	8.49
601008	連云港	5.38	2.2	24.19	10	4.98	7	9.29
000582	北海港	1.42	0.77	6.67	12	0.9	13	138.4
600794	保稅科技	1.55	0.92	3.92	15	0.58	15	140.71

자료: 상하이증권거래소(2008년6월)



제4절 합병 후 상하이항 컨테이너운송 경쟁력의 변화

1. 상하이항 물동량 변화

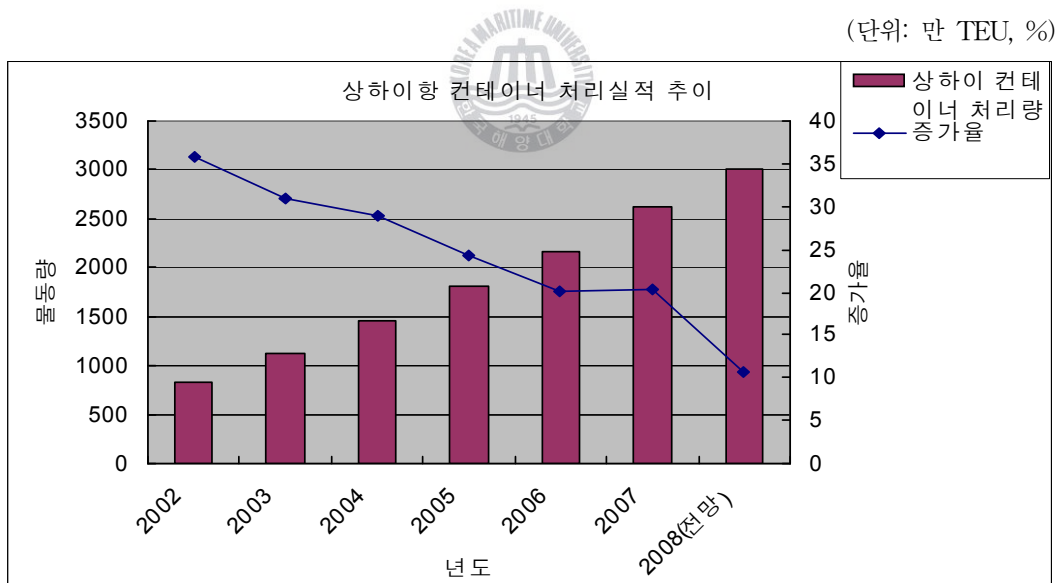
상하이항은 96년 “국제해운센터” 발전전략이 수립된 이후 컨테이너처리량이 연평균26.7%에 이르는 성장률을 나타냈다. 특히 2007년 SIPG그룹이 SPC사 인수한 1주년 되면서 상하이항의 국내최대항만운영자로서 2006년보다 20.4% 증가한 2615만 TEU를 처리하여 홍콩항을 제치고 세계 2위 컨테이너항만으로 등장한데 이어 2008년도에는 3,000만TEU를 처리하여 싱가포르항을 추월하여 세계 1위 컨테이너항만으로 부상할 전망이다.

<표4-15>2007년 중국10대 컨테이너 항만 물동량이 2006년에 대비

2007년 순위	2006년 순위	항만	2007년 (만TEU)	2006년 (만TEU)	증가율%
1	1	상하이항	2615.00	2171.00	20.4
2	2	선전항	2109.90	1847.89	14.2
3	3	청다오항	946.20	770.20	22.85
4	4	닝보-저우산항	934.97	706.80	32.28
5	5	광저우항	930.00	660.00	40.90
6	6	톈진항	710.00	595.00	19.33
7	7	샤먼항	465.00	401.87	15.66
8	8	다롄항	381.30	321.20	18.71
9	9	연운항항	200.30	130.23	53.80
10	11	잉커우항	138.00	101.00	53.80

자료: <http://www.protcontainer.cn>(中國港口集裝箱網)

[그림4-3]상하이항컨테이너 물동량 추이 2000-2008년(전망)



*주:2008년 증가율은 2008년1~5월 전년 동기 대비 10.6% 증가³⁶⁾ [중국항만 홈페이지]

36) 2002년 36%에서 2003년 31%, 2004년29%, 2005년24%, 2006년과 2007년에는20% 증가.

<표4-16>2007년 세계 컨테이너 물동량 추이

(단위: 만 TEU)

2007년 순위	2006년 순위	항구	국가	2007년	2006년	증가율 %
1	1	싱가포르	싱가포르	2793.20	2479.24	12.7
2	3	상하이	중국	2615.00	2171.00	20.5
3	2	홍콩	중국	2388.10	2353.85	1.5
4	4	선전	중국	2109.90	1846.89	14.2
5	5	부산	한국	1327.00	1203.00	10.3
6	7	로테르담	네덜란드	1079.06	965.45	11.8
7	8	두바이	아랍에미리트	1065.30	892.34	19.4
8	6	가오슝	대만	1025.68	977.46	4.9
9	9	함부르크	독일	990.00	886.15	11.7
10	11	칭다오	중국	946.20	770.20	22.9
11	13	닝보	중국	936.00	706.80	32.4
12	15	광저우	중국	920.00	660.00	39.4
13	10	로스앤젤레스	미국	835.50	846.98	-1.4
14	14	앤티워프	벨기에	817.66	701.88	16.5
15	12	롱비치	미국	731.24	729.03	0.3
16	16	포트클랑	말레이시아	712.00	632.62	12.5
17	17	천진	중국	710.30	595.00	19.4
18	19	탄중펠레파스	말레이시아	550.00	477.00	15.3
19	18	뉴욕/뉴저지	미국	540.00	509.28	6.0
20	20	브레멘/브레메호	독일	489.22	442.82	10.5
21	21	램차방	태국	464.19	412.31	12.6
22	22	하이멘	중국	462.70	401.87	15.1
23	24	대련	중국	457.42	321.20	42.4
24	28	탄중프리옥	인도네시아	390.00	360.00	8.3
25	23	도쿄	일본	381.80	396.90	-3.8
26	26	조이아타우로	이탈리아	344.53	290.00	18.8
27	32	알제시라스	스페인	341.43	325.67	4.8
28	25	요코하마	일본	340.00	319.98	6.3
29	29	콤폴보	스리랑카	338.00	307.91	9.8
30	30	펠릭스토브	영국	330.00	300.00	10.0

자료: Liner Intelligence (www.ci-online.co.uk),ports

2. SIPG 운영전략

상하이 양산항 개발을 통해 상하이항의 컨테이너처리량을 오는 2010년까지 2,500만TEU를 확보할 계획이다. 중국 정부와 상해 시 정부는 양산항 건설을 통해 폭증하는 자국의 수출입화물을 소화하는 것은 물론 장강삼각주, 장강내륙지역에서 발생하는 수출입화물 그리고 청도, 천진, 대련 등 화북지역 항만에서 발생하는 환적 화물까지 일괄 처리한다는 방침을 세우고 있다.

특히 그 동안 인근 국가에서 처리되던 화북지역 환적 화물을 양산항으로 전향시켜 상하이항을 '국제환적센터'로 육성한다는 전략을 추진하고 있다. 현재 SIPG는 양산터미널의 환적 기능 강화를 위해 다양한 전략들을 수립 추진하고 있는데 그 주요 내용은 다음과 같다.

첫째, SIPG는 해상에 건설된 양산터미널의 지리적 여건을 감안하여 양산터미널과 내륙 간 연계수송시스템 확충에 박차를 가하고 있다. 양산항의 수출입 화물 내륙연계 수송시스템은 i) 양산터미널과 와이카오차오(外高橋)터미널 연계 육로수송 ii) 양산터미널과 와이카오차오터미널 연계 바지사송 iii) 양산터미널과 루차오항 연계 바지사송 세 가지로 구성되어 있다.

특히 SIPG는 양산 항과 와이카오차오터미널(제2기 및 제4기 전용바지사선)의 효과적인 연계수송을 위해 바지사선을 이용한 해상셔틀 서비스를 제공할 방침이다. 구체적으로는 360TEU급6척을 투입하여 하루 3회8시간 간격으로 정시 운항할 예정이며, 향후 물량증가에 대비해 선박규모를 1,000TEU급으로 확대하는 방안도 검토 중이다.

둘째, 환적화물 유치를 위한 SIPG는 양산 항에서 처리되는 환적화물의 비용을 50% 할인하고 특히 국제환적화물에 대해서는 추가로 30-40% 할인하여 줄 방침이다. 또한 SIPG는 양산터미널로 화물을 몰아주기 위해 양산터미널의 하

역비는 TEU당 425.5위안(52달러)으로 책정한 반면, 外高橋터미널의 하역비는 종전보다 20% 인상하는 전략적 가격정책을 시행하고 있다.

셋째, 장강 내륙 항만에 대한 지분투자 및 선사 인수를 통한 양산 항 중심의 물류 네트워크 구축을 적극 추진하고 있다. SIPG는 최근 칭다오, 톈진 등 화북지역 신항만 개발 사업에 대한 지분투자를 통해 이들 항만에 대한 영향력을 강화하고 상호 협력체계를 구축하는데 박차를 가하는 한편, 장강유역 내륙 항만과 바지선사에 대한 지분투자나 인수를 통해 시장지배력을 강화해 나가고 있다. 특히 중국정부의 서부대개발 사업에 따라 향후 급속한 경제성장이 예상되는 장강유역 화물을 양산 항에서 집중적으로 처리하기 위해 충칭(重慶), 우한(武漢) 등 내륙 7개 항만의 터미널과 물류시설에 대한 투자를 확대해 나가고 있다.



제5장 결론

제1절 연구의 요약

급속하게 진행되는 시장개방으로 인하여 국가 간의 경계가 무너지고 기업들의 경쟁상대는 국내가 아닌 전 세계로 확장되고 있다. 기업들은 이러한 환경을 극복하고 기업 경쟁력을 확보하기 위하여 기업들 간의 인수·합병(M&A)을 선택하고 있다. 최근에는 동일 산업 내에서 기업 간의 경쟁이 심화되고 기업이 글로벌 전략을 추구하게 되면서 경제우위를 창출하기 위한 기업 간 전략적 제휴와 인수합병 같은 기업연합 행위가 활발히 이루어지고 있다.

항만산업에서는 2005년 아랍에미리트의 터미널 운영사인 DP World 등 새로운 터미널 업체들의 등장과 인수합병 시장의 활성화로 인해 향후 글로벌 선사나 글로벌 터미널 운영업체들이 시장점유율을 증가시키기 위한 경쟁이 더욱 심화되고 있다. 또한, 컨테이너터미널 인수 합병(M&A)은 지금까지 글로벌 컨테이너터미널 운영업체들이 주도하던 방식에서 벗어나 투자은행이나 연기금이 참여하면서 투자형태 등이 크게 바뀌고 있다. 이는 정기선 선사들의 비용절감 및 서비스 강화를 위한 전략적 제휴 및 인수합병을 통한 시장점유 제고, 그리고 터미널에 대한 협상력 강화에 대응하기 위한 터미널 운영업체들의 경영전략에 기안하는 것으로 볼 수 있다. 즉 선사들의 협상력 강화에 대응하기 위해 터미널 운영업체들도 인수합병 및 글로벌 항만네트워크 구축을 통한 협상력 제고를 위해 통합화를 적극적으로 추진하고 있는 것이다.

본 연구는 이런 배경을 바탕으로 중국의 최대 항만운영사인 상하이국제항무그룹(SIPG)의 상하이컨테이너주식회사(SPC) 인수합병 사례 연구를 통하여 기업의 내부분석 및 인수기업과 피 인수기업의 재무적 상황, 주주 구조조정 등의 측면을 검토하여 항만기업 M&A의 동기를 재무 시너지 효과와 영업 시너지 효과 측면에서 살펴보았다.

상하이증권거래소에 SPC 인수합병 상장 일부터 30일까지 SIPG의 주가데이터를 추출하여 시장조정모형을 통해서 산출된 초과수익률과 누적초과수익률을 분석한 결과 (+)누적초과수익률이 나타나 단기간에 높은 성과를 실현한 것을 파악하였다. SPC와 SIPG의 합병으로 SIPG가 상해항의 컨테이너항만운영업에 있어 통제적 위치를 차지하고 경영상의 효율성이 높아져 기업성과가 지속적으로 향상될 것으로 전망한다.

제2절 연구의 시사점 및 한계점

본 연구에 통해서 M&A는 기업이 생존전략이자 성장전략이 되고 있다. 기업이 계속기업으로 성장하기 위해서는 지속적인 기술개발과 경영혁신이 요구된다. 그러나 기업들에 뒤따르는 자금력, 영업력, 조직력과 같은 문제들은 자력으로 해결하기에는 현실적인 어려움이 뒤따른다. 이런 문제들은 인수합병으로서 기업간의 결합을 통해서 상당부분 해결될 수 있다.

컨테이너 터미널 운영업체들은 시장지배력 확대전략으로 다른 항만에 대한 직접투자를 확대하는 한편 합작투자 또는 인수·합병을 활발하게 전개하고 있다. 글로벌 운영업체들은 특정항만이나 국가에 집중투자라기보다는 여러 국가에 분산투자하고 있으며, 신규 항만의 개발보다는 기존 항만의 운영권 확보, 재개발 및 자본참여 등의 방식을 선호하고 있다. 이것은 장래에 발생할 수 있는 운영위험을 분산시킴과 동시에 자사소유 터미널 간의 네트워크 구축을 통한 시너지 효과를 창출하기 위한 것으로 최근 몇 년 동안 다양한 방향으로 진행되고 있을 것이라고 생각한다.

최근 몇 년 터미널 확보를 위한 상호 경쟁이 치열하게 전개됨에 따라 글로벌 터미널 운영업체 및 정기선사의 M&A나 전략적 제휴가 확대되고 있다. 특히 중국, 북미, 유럽 등 터미널 수요가 높은 지역에서는 경쟁업체 간 공동투자를 통해 사업에 참여하는 사례가 증가하고 있는 추세이다.

또한, 컨테이너터미널 인수 합병(M&A)은 지금까지 글로벌 컨테이너터미널 운영업체들이 주도하던 방식에서 벗어나 투자은행이나 연기금이 참여하면서 투자형태 등이 크게 바뀌고 있고 투자은행의 참여는 무엇보다도 수익률 확보에 가장 큰 목적을 두고 있을 것으로 판단된다. 터미널의 운영에도 이러한 영향으로 인해 크게 변화될 것으로 예상된다.

따라서 본 연구결과는 항만운영업체 간의 M&A가 전략적 목적 달성뿐만 아니라 투자수익률을 목적으로 이루어 질 수 있다는 하나의 사례를 나타낸 것으로 판단된다. 따라서 글로벌 선사나 글로벌 터미널 운영업체, 전문투자기업들의 항만운영업체에 대한 M&A가 향후 보다 더 투자성과를 목적으로 이루어 질 것이라는 것을 예측해 볼 수 있는 하나의 사례라는 것에 의의가 있다.

그러나 본 연구는 장기간에 걸쳐 발생하고 있는 중국항만업체들의 M&A를 자료수집상의 한계로 중국 항만기업의 대표적인 M&A사례 하나에 근거하여 연구를 진행함으로써, 장기적인 예측능력상의 한계가 있을 수 있으며, 여러 사례에 대한 실증적 통계분석이 실시되지 못한 아쉬움이 있다.

그리고 M&A 활동의 다양한 성과 중 본 연구의 사례연구에서 도출하고자한 재무적 효과 및 영업 시너지 효과, 경영 전략적 시너지 효과들을 실제적으로 분석해 보지 못하고 문헌연구에 의존한 것이 본연구의 한계로 지적할 수 있다. 앞으로 터미널 운영업체 간 및 항만 간 M&A가 활성화될 조짐을 보이고 있는바, M&A의 사례를 분석하여 이를 바탕으로 전략적 차원에서 의미를 가질 수 있는 실증적 연구가 이루어져야 할 것이다.

<참고문헌>

<국내 문헌>

- 강다영, “해운시황과 정기선 해운기업의 M&A관련성 및 사례분석,” 한국해양대학교 대학원, 석사학위논문, 2006.
- 김강혁, “기업벤처캐피탈 투자기업 IPO의 성과 분석,” 한국해양대학교 대학원, 석사학위논문, 2003.
- 김 성, “중국의 항만정책과 주요 항만 효율성에 대한 분석,” 한국해양대학교 대학원, 석사학위논문 2006.
- 김성일, “기업인수 합병법인과 피 합병법인의 세무회계 사례연구,” 성결대학교 대학원, 석사학위 논문, 2004.
- 김태일, 해양수산동향 “두바이 항만운영사(DP World)의 성장 전략과 글로벌 터미널 업계의 변화,” 해양수산개발연구원 2005.
- 김태형, “코스닥시장에서 기업지배구조가 인수합병의 성과에 미치는 영향,” 한국해양대학교 대학원, 석사학위논문, 2008.
- 김형태·성숙경·이종필, “중국의 항만 및 항만배후지에 대한 외국인투자 유치 정책과 시사점,” 한국해양수산개발원, 2003.
- 등문초, “상해항컨테이너운송 경쟁력에 관한 연구,” 중남대학교 대학원, 석사학위논문, 2007.
- 박문진, “중국의 항만통합 동향과 과제,” 한국해양수산개발원, 2007.
- 박문진·최재선, “중국 5대 국영선사 통합 시나리오,” 한국해양수산개발연구원, 2007.
- 박옥영, “가치배수(multiples)를 이용한 기업가치 평가방법의 정확도 비교 연구,” 이화여자대학교 대학원, 석사학위 논문, 2006.
- 방희석·임종섭, “정기선사의 기업연합 요인에 관한 연구,” 무역학회지, 제29권 제1호, 2004.
- 손일동, “M&A가 합병기업 주주 부에 미치는 영향에 대한 연구,” 중앙대학교 국제경영대학원, 석사학위논문, 2004.
- 송명규, “기업합병 매수시 기업가치 평가에 관한 연구,” 홍익대학교 대학원, 박사학위 논문, 2001.
- 송치승·오승현, “중소·혁신기업의 발전을 위한 M&A 시장의 역할제고,” 중소기업연구원, 2007.
- 연정흠, “항만물류업체간 전략적 제휴 요인에 관한 연구,” 한국해양대학교 대

- 학원, 석사학위논문, 2003.
- 이 동, “중국해운항만산업의 발전 방안에 대한 전략,” 전북대학교 대학원, 석사학위논문, 2008.
- 이상무, “합병이 주주 부에 미치는 영향에 관한 실증적 연구,” 부산대학교 대학원, 경영학석사 학위논문, 1999.
- 이용현, “중국 주요항만의 효율성 평가에 관한 실증연구,” 한국해양대학교 대학원, 석사학위논문 2005.
- 인천신문, “국제 터미널업계 인수합병 열풍,” 2006년7월31일.
- 임중관·이주호, “양산항 개장이 미치는 영향,” 한국해양수산개발연구원, 2005.
- 임진수·최재선·황진희·김태일·황영석, “세계 물류 환경변화와 대응방안,” 한국해양수산개발원 2006.
- 장재호, “Global 시대에 우리나라 기업의 인수 및 합병에 관한 연구,” 인천대학교국제경영대학원, 석사학위논문, 2001.
- 전혜경, “기업의 국제경쟁력 강화를 위한 국제화 전략으로서의 M&A연구,” 가톨릭대학교 국제대학원, 2000.
- 정근상, “기업인수 합병에 따른 기업 가치평가에 관한 연구,” 고려대학교 경영대학원, 사석학위 논문, 2004.
- 지구촌 해양·수산, “2007 글로벌 물류업계 M&A 개관과 시사점,” 한국해양수산개발원, 제405호 2008.
- 지구촌 해양·수산, “중국 장강 물류 통로로 급성장,” 한국해양수산개발원, 제373호, 2007.
- 차경자, “중국기업의 해외 M&A현황과 시사점,” 한국해양대학교 교수, 2007.
- 채재철, “다국적 기업의 적대적 M&A의 방어전략에 관한 실증적 연구,” 목원대학교 대학원, 박사학위논문, 2007.
- 최재선, “2006년 해운시장 7대 이슈,” 한국해양수산개발원, 2005.
- 최재선, “중국 양산항 개장의 영향과 우리의 대응방안,” 한국해양수산개발연구원, 2005.
- 최재선, 해상수산동향 “컨테이너 터미널 M&A 트렌드 변화,” 해양수산개발원, 2007.
- 최재선, 해양수산동향 “세계 컨 터미널 업계 5강체제로 고착,” 한국해양수산개발원, 2006.
- 최호상·강미라, “국내외M&A 시장의 현황과 시사점,” 삼일경영연구원, 2008.

<외국 문헌>

Dodd, P., & R. Ruback, "Tender offers and stockholder returns," *Journal of Finance*, 1976.

Lloyd's of London Press, *Lloyd's shipping List*, 2005.3.

Walter, G. A. & Barney, J. B., "management objectives in mergers and acquisitions," *Strategic Management Journal*, Vol.11, 1990.

Wilson, B. D., "The propensity of multinational companies to expand through acquisitions," *Journal of Business Studies*, Vol.11, 1980.

Zejan, M. C., "new ventures or acquisitions, the choice of swedish multinational enterprise," *The Journal of Industrial Economics*, Vol.38, 1990.

<인터넷 자료>

<http://maritimepress.com> (한국해운신문)

<http://www.ccnew.com> (中原證券株式회사)

<http://www.chinaports.com.cn> (中國港口)

<http://www.kmi.re.kr> (한국해양수산개발원)

<http://www.portshanghai.com.cn> (上海國濟港務集團:Shanghai International Port. Co., Ltd 홈페이지)

<http://www.protcontainer.cn> (中國港口集裝箱网)

<http://www.sctport.com.cn> (Shanghai Container Terminals Ltd 홈페이지)

<http://www.spcco.com> (上海集裝箱有限公司)

<http://www.sse.com.cn> (上海證券交易所)

감사의 글

2년 동안 대학원 유학생생활이 너무도 짧게 느껴질 만큼 무엇 하나 제대로 할 수 없었던 저에게 많은 것을 보고 느끼게 해 주시고 많은 관심으로 지켜봐 주신 주위의 여러 고마운 분들께 감사의 말씀을 드리려고 합니다.

본 논문이 나오기까지 부족한 저에게 끊임없는 조언과 지도편달을 해 주시고 아버지처럼 보살피 주신 李基煥 교수님께 진심으로 고개 숙여 감사드립니다.

또한 바쁘신 중에도 귀중한 시간을 내시어 논문심사를 해 주신 朴相甲 교수님, 柳東瑾 교수님께도 깊은 감사드립니다. 대학원 생활에서 지속적인 관심과 가르침을 주신 趙誠哲 교수님 辛容尊 교수님 安奇明교수님께도 감사드립니다.

논문 작성에 도움을 많이 주신 황두건 박사님, 김강혁 선배님, 김명희 선배님께 감사드립니다. 연구실에서 같이 생활하며 도움을 많이 주신 두유진 선배님, 주환, 수창, 영준 그리고 대학원의 학우들에게도 감사드립니다. 또한 2년 동안 다투기도 했지만, 항상 친하게 지내는 王沐陽, 劉文華, 劉志成 등 친구들과 함께 공부해 왔던 姜哲華, 戚建陽, 王婷婷, 楊偉 등 유학생 분들에게도 고마운 마음을 전하고 싶습니다.

그리고 외국으로 유학 보내 주시고 항상 노심초사하시는 어머님과 하늘에서 언제든지 든든한 힘을 주신 아버님께 사랑과 감사를 드립니다. 또한 지금까지 묵묵히 집안의 대소사를 도맡아 했던 형님과 누나들에게도 감사드리고 혼자 계신 장인님을 돌아보지 못하고 저를 위해 한국으로 와서 고생했던 영원히 사랑하는 아내와 함께 이 영광을 나누고 싶습니다. 감사합니다.

마지막으로 한국에 있는 동안에 제게 많은 도움을 주셨음에도 미처 생각해 내지 못한 제 주위의 수많은 분들께 죄송스러움을 표하며 제게 주신 관심과 격려에 감사드립니다.