

## Risks and Insurance in Mergers & Acquisitions

Changki Kim<sup>1#</sup>, So-Yeun Kim<sup>2+</sup>, Dong-Hoon Shin<sup>3</sup>

<sup>1</sup> Korea University Business School, 145 Anamro, Seungbukgu, Seoul, Korea

<sup>2</sup> Department of Business Administration, Seoul National University of Science and Technology, 232 Gongneung-ro, Nowon-gu, Seoul, Korea

<sup>3</sup> Department of Global Finance and Banking, Inha University, 100 Inharo, Mitchuholgu, Incheon, Korea

### Abstract

The purpose of this study is to examine the risk factors associated with mergers and acquisitions (M&A) and to introduce various M&A insurance that can be used to mitigate them. Using the M&A insurance data in South Korea, this study develops modeling of M&A risks to quantify and analyze the size of the risks. The main findings suggest that the losses in Korean domestic M&A insurance seems to be constant in frequency, but unpredictable in the extent of severity, which highlights the need of close attention to not only the overall mean but the fatness of the tails of the distribution of the losses. In particular, when calculating insurance premiums, it is necessary to consider the uncertainty of the tail from a conservative point of view by estimating VaR or CTE values as useful reference indicators. It is expected from this study that Korean companies and experts will gain more understanding about M&A risks and succeed in brokering M&A deals that can truly enhance firm value by employing risk management techniques including M&A insurance.

**Key words:** mergers and acquisitions, M&A risk, risk management, M&A insurance

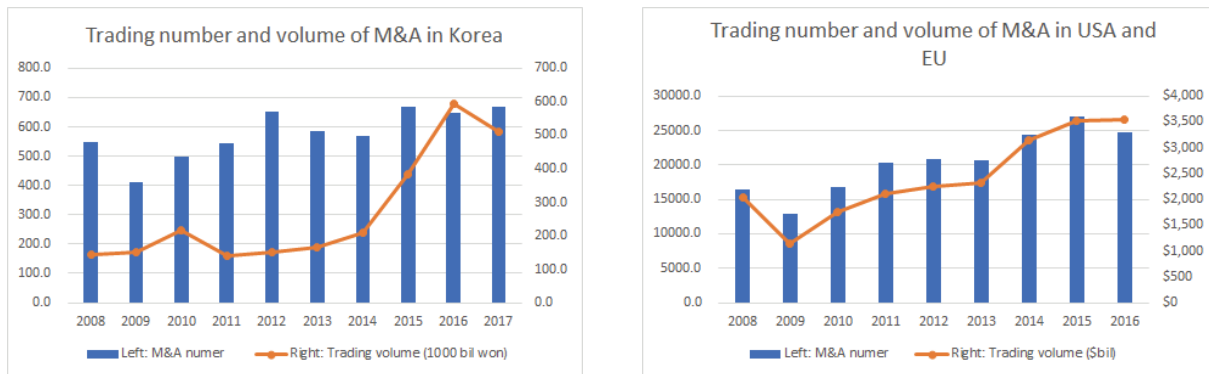
### 1. 서론

위험(리스크)란 미래에 불확실하고 예기치 못한 사건으로 인해 경제적인 손실을 입을 가능성을 의미한다. 물론 리스크는 반드시 물질적인 손실에 한정되는 것은 아니다. 인수와 합병(Merger and Acquisition, M&A)은 기업의 가치를 제고하기 위한 수단 중 한 방안이다. 따라서 인수 합병을 성공시키기 위한 전략은 매우 중요하다. M&A가 기업가치를 어떻게 향상 시키

는지에 대하여 많은 연구들이 수행되어져 왔다. Agrawal, *et. al.*(1992)는 인수 합병 후 인수회사의 성과에 대한 다양한 분석을 하였다. Healy, *et. al.*(1992)는 인수 합병 후 기업의 성과가 더 좋아졌는지에 대한 연구를 수행하였다. 최근의 연구로는 Khansa(2015)가 인수 합병이 기업의 시장 가치를 창출했는지에 대하여 자세히 연구하였다. 이 외에도 많은 연구들이 인수 합병과 기업의 가치 향상에 대한 주제를 다루었다. 그러나 인수 합병은 기업의 성과를 높이기도 하지만 위험

# The 1st author: Changki Kim, Tel. +82-2-3290-2628, Fax. +82-2-922-7220, e-mail. changki @korea.ac.kr

+ Corresponding author: So-Yeun Kim, Tel. +82-2-970-6441, e-mail. s22kim@seoultech.ac.kr



※ Source: Seoul Economics(<https://www.sedaily.com/NewsView/1RVR2UQ2U6>), Pitchbook(<https://pitchbook.com/news/articles/9-charts-explaining-ma-activity-in-3q-2018>).

Figure 1. Trading number and volume of M&A

도 동시에 내포하고 있다. 따라서 인수 합병 시 발생할 수 있는 다양한 위험요소들과 이에 대한 위험관리 방안들이 동시에 연구되어야 한다. 이 연구는 인수와 합병 시 발생할 수 있는 다양한 위험에 초점을 둔다. M&A 리스크를 어느 정도 관리하고 헤지(Hedge)하기 위한 다양한 전략 중 한 가지는 보험을 이용하는 것이다. 보험은 전통적이고 보편적인 위험관리 수단이며 각종 분야에서 많은 리스크들을 관리하고 있는데, 아직은 생소할 수 있는 기업 간의 M&A 분야에까지 적용되어 기업 간 인수 합병 과정에서 발생할 수 있는 여러 가지 리스크 요소들을 관리하는 수단으로 쓰이고 있다. <Figure 1>에서 살펴볼 수 있듯이 이미 해외는 물론 국내에서도 M&A의 거래 건수와 거래 규모는 꾸준히 증가하고 있다. 인수 합병에 관한 여러 가지 전망을 서술한 Andrade, et. al.(2001)과 세계 인수 합병의 경향에 대한 조사를 수행한 Makaew(2012)에 따르면 미래에도 인수 합병은 다양한 형태로 계속해서 등장하게 될 것이다.

다양한 유형과 다양한 국적의 기업간 M&A가 세계적으로 증가하고 있으며, 이에 따라 그 과정에서 다양한 리스크 요소들이 나타나고 있다. M&A는 매우 중대 하면서 복잡하고 다각적인 측면을 고려해야 하는 거래이기 때문에 실패하는 경우들 역시 나타나고 있으며, 특히 M&A 과정에서 나타나는 리스크는 다른 여러 분야에서의 손실 규모보다 대개 훨씬 거대한 규모로 나타나기 때문에 실패할 경우 회사의 존립 자체에 상당

한 영향을 끼치게 된다. Furfine(2011)와 Koerniadi, et. al.(2015)은 인수 합병이 기업의 부도 위험을 증가시킬 수 있다는 것을 논증하였다. 따라서 이를 보험을 통해서 어느 정도 관리하고 방지하는 것이 절대적으로 요구된다. 또한 보험을 통해 M&A 과정에서 발생할 수 있는 다양한 리스크들을 미리 인식하여 대비할 수 있다면 기업의 여러 M&A 활동들이 더욱 안전하고 활발하게 이루어질 수 있을 것이고, 사회에서 중요한 역할을 담당하는 여러 기업들이 불필요하게 파산하거나 소멸되는 가능성을 줄여줄 수 있을 것이다. 실제로 우리나라 M&A 사례 중 승자의 저주라 불리는 사례들, 그리고 현재 논의되는 아시아나 항공과 이스타 항공의 사례들을 살펴보면 M&A 리스크 관리의 중요함을 실감할 수 있다. 승자의 저주는 Thaler(1988)에서 알 수 있듯이 일찍부터 연구되어 왔다. 대표적인 국내 M&A의 승자의 저주 사례는 금호아시아나 그룹의 경우이다. 2006년에 대우건설, 2008년에 대한통운을 인수했지만, 과도한 인수 비용으로 인한 자금난으로 그룹 전체가 휘청거렸다. 결국 인수한 지 몇 년도 안 되어 글로벌 금융위기를 맞으면서, 인수했던 대우건설과 대한통운뿐 만 아니라 금호렌터카, 금호종합금융, 금호생명, 서울고속버스터미널 등 본래 가지고 있던 계열사와 그룹의 모태인 금호고속까지 매물로 내놓아야 했다. 이 위기는 결국 핵심 계열사인 아시아나항공을 매각하기에 이르렀다<sup>1)</sup>.

다른 사례로는 웅진 그룹이 있다. 웅진씽크빅, 웅진코웨이, 웅진식품등 건설한 계열사를 두며 대기업으

로 성장했던 웅진그룹은 2007년 론스타로부터 추정되는 매각가의 두 배를 주고 극동건설을 인수하였다. 그러나 다음 해 글로벌 금융위기로 경영난에 빠지게 되었고, 2012년 지주회사인 (주)웅진과 함께 법정관리에 들어가게 된다. 결국 핵심 계열사인 코웨이와 식품을 매각하고 패스원 등 기타계열사도 전부 매각하며 사실상 해체된다. 이후 2014년 기업회생절차가 종료되고 2019년 코웨이 재인수 등 재기를 노렸으나 업황이나 경영상태가 좋아지지 않으면서 다시 매각했고, 웅진플레이도시 등 확장했던 사업을 전부 매각해 웅진씽크빅 중심으로의 경영을 결정했다<sup>2)</sup>.

현재 논의되고 있는 HDC 현대 산업개발의 아시아나 항공 인수와 제주항공의 이스타 항공 인수 추진도 인수 합병 위험과 관련된 좋은 사례들이다. 2019년 금호아시아나그룹은 아시아나항공을 매각하기로 결정하고 HDC 현대 산업개발과 미래에셋 컨소시엄을 우선 협상 대상으로 선정하기로 하였다. 하지만 2020년 1월 초, 전세계 모든 경제뉴스를 잠식한 코로나 19 사태가 발목을 잡았다. HDC현산이 아시아나항공의 인수를 포기하지 않을 것이라고 공언하고는 있지만 시장상황은 그리 낙관적이지 않은 상황이다<sup>3)</sup>. 제주항공의 이스타 항공 인수도 마찬가지 상황이다.

위와 같은 사례의 공통점은 첫째, 인수기업들이 피인수기업들의 가치를 과대평가했다는 것이다. 이는 가치평가 리스크에 해당한다. 둘째, 인수 직후 글로벌 금융위기나 코로나19등 대형 경제위기가 왔다는 점이다. 인수를 앞두고 세계 시장상황의 급락을 예측할 수는 없지만, 보험과 파생상품 등을 활용하여 급격한 폭락위험을 한시적으로 제어할 수 있을 것이다. 기업 인수 전 스트레스 테스트를 통하여 극단적인 시장환경 하에 인수기업의 체력을 점검하고, 인수 후 시장상황의 급락을 인덱스 풋옵션과 선물, 보험 등으로 대비하면 위험의 일정부분을 완화할 수 있을 것이다.

본 연구는 기존의 연구들과 다음과 같은 차별성을 가진다. 우선 우리나라의 현 M&A 시장 상황과 사례에 대한 조사와 더불어 우리나라의 관련된 M&A 보험 시장에 대한 조사와 문제를 분석하였다. 해외에서는 많은 연구들이 꽤 오랫동안 진행되어 왔지만 국내 연구는 많지 않은 상황이다. 둘째, 시간이 흐르면서 부각되는 리스크들은 더 다양해졌는데, 본 연구는 최근까지의 다양한 M&A 관련 리스크들을 세부적으로 분석하고 정리하였다. 셋째, M&A 보험사고의 실질적인 빈도와 심도에 대한 통계값들을 바탕으로 모델링을 하고 보험료 계산 시 유용한 참고자료가 될 수 있는 리스크 지표 값들을 계산하였다.

2장에서는 M&A로 발생할 수 있는 리스크들을 크게 재무적 리스크, 전략적 리스크, 기업문화 리스크로 나누고, 이를 더 세분화하여 각각의 리스크들을 설명하였다. 3장에서는 M&A 보험의 가장 주요 보험이라 할 수 있는 진술보장보험과 납세의무보험에 대한 정의, 상품구조, 보상범위들을 살펴보고 국내외 현황에 대해 정리하였다. 이와 더불어 나머지 기타보험들을 정리하고 우리나라 보험시장의 한계와 제언을 제시하였다. 4장에서는 빈도, 심도 통계 값들을 살펴보고 적합한 빈도모형과 심도모형에 대한 설명과 더불어 빈도모형과 심도모형을 복합하여 전체 손실에 대한 모형을 설명하였다. 이를 이용하여 구체적으로 전체 손실 모형의 분포를 제시하고 리스크관리 시 사용될 수 있는 리스크 지표들인 VaR와 CTE 값들을 구현해 보고 보험료 계산 시 고려되어야 할 사항에 대한 시사점을 제시하였다.

이 논문은 M&A 활동의 전반적인 추세를 살펴보고, 리스크와 M&A 활동을 연관 지어 M&A 보험의 필요성을 검토해보았다. 이와 관련하여 M&A 과정에서 발생할 수 있는 여러 리스크 요소들과 문제점들을 고찰하고, 이를 관리하고 해결할 수 있는 보험들을 소개하

1) Dongailbo. 2019. 4. 15. <https://n.news.naver.com/article/020/0003210791>

2) The Scoop. 2019. 3. 10. <https://www.thescoop.co.kr/news/articleView.html?idxno=34111>

3) Chosunilbo. 2020. 6. 9. [https://biz.chosun.com/site/data/html\\_dir/2020/06/09/2020060901254.html](https://biz.chosun.com/site/data/html_dir/2020/06/09/2020060901254.html)

며, 리스크 모델링과 리스크의 양을 측정 해보고자 한다. 이를 통해 M&A 리스크를 조금 더 개선할 수 있는 방안을 제안해 보고자 한다.

본 연구는 다음과 같이 구성된다. 2장에서는 M&A가 내포하고 있는 리스크의 종류들을 구체적으로 살펴보고, 3장에서는 M&A 리스크를 관리할 수 있는 보험의 종류 및 국내보험시장의 상황에 대해 분석한다. 4장에서는 M&A보험에 관한 실제 통계를 바탕으로 손실모형을 구현해 보고, 이로부터 리스크 지표들을 계산한다. 마지막으로 5장에서는 결론을 제시한다.

## II. 다양한 유형의 M&A 리스크 요소

### 1. M&A의 재무적 리스크 요소

기업을 인수하고 합병하는 과정에서의 재무적 리스크는 주로 가치 평가, 자금 조달, 자금 지불, 세금 문제, 그리고 기업의 통합 과정에서 발생한다. 이는 M&A의 실제 가치와 예상 가치 사이의 괴리, 의도했던 M&A 과정의 불확실성, 정보의 비대칭, 그리고 비합리적인 자본 구조 등에 의해 주로 초래된다. 이러한 재무적 리스크는 기업의 재정적 어려움과 위기를 낳아 근본적으로 기업의 존속 자체에 위협을 가할 수 있으므로 이를 체계적으로 분석하고 이해하여 관리할 것이 요구된다.

#### 1) 피인수(Target) 기업에 대한 가치 평가 리스크

기업의 가치 평가 방식에는 현금흐름 할인법(Discounted cash flow method), 장부가치법(Book value method), 주가 수익율법(Price-earnings ratio method), 청산가치법(Liquidation value method) 등이 있다. 주로 M&A 활동 초기에 이러한 방식들을 사용하여 피인수 기업에 대한 가치 평가를 수행하며 이 과정에서 가치 평가 리스크가 발생할 수 있다.

기업의 인수 합병 과정에서 인수 기업은 피인수 기업의 재무 상태, 사업 성과, 현금 흐름 등 다양한 부분을 검토하기 위해 재무제표를 평가한다. 이때 피인수

기업은 그들의 재무적인 약점이나 부정적인 요소들을 정보의 비대칭성을 활용하여 불명확하게 보고함으로써 감출 수 있다. 예를 들어, 피인수 기업은 가능한 그들의 약점을 숨기고 성과를 과대평가할 수 있도록 회계 정보를 숨기고, 회계 처리 방식을 변경하거나 회계 정책을 목적에 부합하도록 선택함으로써 재무제표를 수정할 수 있다. 이에 따라 인수 기업은 피인수 기업의 실제 가치와 성과를 측정하고 인지하기 어렵게 되고, 사실상 과대평가하여 재정적으로 건전하지 않은 거래를 할 리스크를 안게 된다.

뿐만 아니라 인수 기업은 피인수 기업의 잠재적 가치를 정확하게 평가해야 하는데, 회계 기준과 정책에 한계가 있거나 조정 가능할 경우 기업의 장부가치가 실제가치보다 훨씬 높을 수 있다. 또한 순자산을 검토하는 것은 자산의 수익성을 무시하고 자산의 가치에만 초점을 맞춘다. 따라서 단순히 피인수 기업의 순자산을 기준으로 가치 평가를 수행할 경우 기업의 가치를 과대평가하거나 과소평가할 수 있어 M&A 재무적 리스크가 발생하는 것이다(Biao, 2014).

#### 2) 자금 조달 및 지불 리스크

M&A 활동 과정에서 기업은 피인수 기업을 인수 합병하기 위해 상당한 자본이 필요하고, 합병 후 장차 그 기업을 효율적으로 관리하기 위해 필요한 사항들을 충족시키기 위한 자본 조달도 필수적이다. 이처럼 M&A 과정에서 필요한 재무 증권 및 자본을 조달할 때 재무적 리스크가 발생할 수 있다.

구체적으로 살펴보면, 기업의 자본 조달 방식은 내부 자본 조달 방식과 외부 자본 조달 방식으로 나뉜다. 내부 자본 조달 방식(자기 금융 방식)은 기업의 영업 성과로부터 창출되는 이윤의 일부를 기업 내부에 유보해 두었다가 필요할 때 이를 활용하는 것이다. M&A는 사실상 상당한 자금을 필요로 하기 때문에 자본 규모가 상대적으로 작은 자기 금융 방식은 한계를 갖는다. 또한 자기 금융은 그 기업의 현금 흐름을 묶어 버리기 때문에 외부 비즈니스 상황에 따라 유연하게

대응할 수 있는 기업의 재정적 능력을 저하시킬 수 있고, 단기 부채를 갚을 수 없게 되어 추가적인 자본 조달이 불가능해져 기업의 존속에 해를 끼칠 수 있다.

외부 자본 조달 방식에는 부채에 의한 자금 조달, 기업의 소유지분의 매각 및 주식발행에 의한 자금 조달, 하이브리드 증권 자금 조달 등이 있다. 먼저 부채를 통한 자금 조달 방식은 세금 감소 효과를 가져올 수 있지만, 이와 동시에 부채비율을 높이게 되어 추가적인 자금 조달을 어렵게 만들 수 있다. 또한 기업의 이자 및 원금을 갚아야 할 부담을 초래하기 때문에 건설한 기업경영에 실패했을 경우 재무적 파산의 리스크를 가져올 수 있다. 이와 관련하여 Ghosh & Jain(2000)은 인수 합병과 기업의 차입 비용의 변화에 대한 연구를 수행하였다. 기업의 소유지분 매각 혹은 주식 발행에 따른 자금 조달 방식은 많은 양의 자본을 빠르게 조달해올 수 있다는 장점이 있지만, 기업의 소유구조 변화와 기존 주주의 기업에 대한 통제 상실 등 상당한 혼란을 야기할 수 있는 리스크를 안고 있다.

한편, M&A 과정에서 피인수 기업에 대한 인수 합병을 완료하기 위한 자금 지불 방식에 따른 여러 가지 재무적 리스크가 존재한다. Travlos(1987)는 인수 합병 시 가격을 지불하는 방법들이 회사의 주가에 미치는 영향에 대해 연구한 바 있다. 인수 합병의 방식에는 현금지급(Cash payment), 주식지급(Equity payment), 기업 담보 차입 매수(Leveraged buyout) 등이 있는데, 먼저 현금지급 방식은 가장 빠르게 인수 합병을 달성할 수 있다는 장점이 있는 반면, 현금지급 능력에 따라 인수 합병할 수 있는 규모에 제한이 가해지고 기업의 부채에 대한 부담 증가 및 재정적 압박을 증대시키는 리스크를 갖고 있다. 그리고 주식지급 방식은 기업이 즉각적인 지불을 하지 않아도 되고, 피인수 기업의 주주들을 자연스럽게 새로운 합병 기업의 일부로 편입시킬 수 있는 장점이 있지만, 이에 따라 주주들의 권익의 분산을 유발하여 주당 이익을 감소시키고 주식 발행에 따른 감독기관의 개입으로 인해 인수 합병의 비용이 증가하는 리스크가 존재한다. 기업 담보 차입 매

수 방식은 피인수 기업의 자산을 담보로 하여 금융회사로부터 조달한 자금으로 피인수 기업을 인수 합병하는 것으로서 만약 피인수 기업의 재정 및 경영 상태가 좋지 못하다면 장차 인수 합병이 완료된 회사의 부채 부담이 거대해지고 파산에 이를 수 있다는 리스크가 있다. 또한 기본적으로 기업 담보 차입 매수 방식의 복잡한 절차로 인해 수많은 금융기관의 개입이 불가피하여 인수 합병 비용이 상당히 증대될 수 있다는 재무적 리스크도 존재한다(Morellec & Zhdanov, 2008).

### 3) 세금 관련 리스크

M&A 활동 과정에서는 기본적으로 세금과 관련하여 고려해야 할 여러 가지 복잡한 사안들이 존재한다. 먼저 인수 기업과 피인수 기업 간의 정보의 비대칭성으로 인하여 발생할 수 있는 예기치 못한 세금들이 존재하는 리스크가 있는데 피인수 기업이 숨긴 세금 채무, 이용세, 임금 지불 급여세, 예기치 못한 세금 감사기관의 추가적인 과세 등이 이에 해당될 수 있다(Gest, 2016). 또한, 피인수 기업에 대한 인수 합병을 완료하기 위한 자금 지불 방식에 따른 세금 문제가 있다. 예를 들어, 현금지급, 주식지급 등의 지불방식에 따라 기업과 주주에게 이중 과세가 되기도 하고, 단일 과세가 되기도 하여 복잡한 세금 문제와 관련한 리스크가 존재한다. 그리고 이전 가격 조작(Transfer pricing)과 같은 세금 문제, 국가 간 서로 다른 세율 및 과세 문제 등 서로 다른 국가 간의 국제적 M&A 거래의 경우 세금 관련 여러 가지 리스크가 존재할 수 있다(Wilson, 2016).

### 4) M&A 이후 재무 및 경영 성과 리스크

거대한 자본이 소요되는 기업 인수 합병이 완료된 이후, 그 합병 기업은 상당한 부채 부담을 가질 수 있기 때문에 단기 채무에 대한 상환능력이 부족한 유동성 위험(Liquidation risk)이 발생할 수 있고 이에 따라 추가적인 단기 자본 조달도 어려워진다. 또한, M&A 이후 경영 환경, 경영진 노력, 경영 시스템, 금융 기관

의 반응 등에 따라 실제 경영 성과가 예측한 성과와 크게 어긋날 수 있는 리스크도 존재한다.

## 2. M&A의 전략적 리스크 요소

M&A의 재무적 리스크에 이어서, 주요한 리스크로 꼽히는 것이 전략적 리스크이다. 전략적 리스크는 기업이 M&A를 하는 과정에서 어떤 효과를 얻기 위해 M&A를 하고자 하는지, 또 어떤 전략을 달성하기 위해 M&A를 하는지와 관련된다. 이는 크게 시너지 평가 리스크와 운영 리스크로 나뉜다.

### 1) 시너지 평가 리스크(Synergy Evaluation Risk)

시너지 평가 리스크는 M&A를 하는 과정에서 해당 피인수 기업과의 시너지를 분석 및 산정하는 것과 관련된 리스크이다. 인수합병 시에는 피인수 회사를 선정 후, 해당 기업과의 시너지 효과를 분석하게 된다. 이는 단순히 기업의 가치를 증대하기 위한 M&A가 아닌, 회사의 기존 전략을 발전시키기 위해 M&A를 진행할 경우 더욱 중요한 리스크이다.

M&A의 주요한 시너지 효과는 다음과 같다. 첫 번째로, 비용절감이다. 회사의 규모를 확장시킴으로써 규모의 경제를 실현할 수 있다. 또한, 회사의 협상력을 증대시킴으로써 원가 절감 및 수익 극대화를 이룰 수 있으며, 공정과정의 통합을 통해 과잉설비를 해소할 수 있다. 두 번째는 지식공유이다. 합병회사 간 각자의 노하우, 기술적 정보 및 시장정보를 서로 공유함으로써 보다 발전된 상품 및 서비스를 구상할 수 있는 것을 의미한다. 세 번째는 이익증대이다. 이전보다 다양

한 공급처와 판매처를 획득함으로써, 새로운 유통채널을 확보하고 포트폴리오를 다각화할 수 있다. 이는 시장의 접근성 상승으로 이어짐과 동시에, 새로운 유망산업으로의 진출을 가능하게 함으로써 이익 창출에 기여한다.

M&A를 가치 사슬(Value chain)으로 쪼개면 더 많은 시너지 효과를 이해할 수 있다. 다음 <Table 1>는 가치 사슬의 단계별 항목에 따른 시너지 효과를 정리한 것이다. <Table 1>에서의 “X-sell”은 끼워 팔기(Cross-selling)를 의미하는 것으로서, 기존의 소비자에게 추가적인 상품이나 서비스를 파는 것을 의미한다.

실제 M&A를 진행할 때 다양한 시너지 효과를 효율적으로 분석하는 것이 필요하다. 시너지 효과는 주로 재무적 측면, 운영 측면, 경영 전략적 측면의 3가지 측면을 중심으로 평가된다. 재무적 시너지는 비용절감, 자본조달비용의 감소 여부를 중심으로 평가하며, 운영상의 시너지는 운영 효율화에 도움이 되는지를 중심으로 분석하고, 전략적 시너지는 시장을 선점할 수 있는가, 해당 산업과 관련된 기술을 획득할 수 있는가의 여부를 기준으로 분석하는 것이다.

이처럼 M&A를 통한 시너지의 종류는 다양하기에 이를 M&A과정에서 정확하게 평가하는 일은 매우 어렵지만 꼭 필요한 과정이다. M&A를 통해 어떤 시너지를 창출할 것이며, 어떻게 이 시너지를 창출할 수 있을지 평가하는 리스크가 존재한다. 또한, 시너지를 낼 수 있는 제품이나 서비스가 존재하는지, 또 상호 기업의 상품이나 서비스가 서로의 시장을 잠식하지는 않는지 평가하는 리스크가 존재한다. 실제 M&A 이후

Table 1. Synergy effect through value chain

R&D	Purchase	Production	Distribution	Marketing	A/S or Retention
<ul style="list-style-type: none"> <li>Obtain a patent</li> <li>Manpower integration</li> <li>Source technology secure</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>Supplier integration</li> <li>Securing a supplier</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>Economy of sale</li> <li>Optimal operation rate</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>Secure distribution channel</li> <li>X-sell</li> <li>Improving distribution power</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>Sales force</li> <li>Improving market share</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>Integration of call center</li> </ul>
Finance	<ul style="list-style-type: none"> <li>Improving company value, Tax advantage, Cost saving</li> </ul>				
HR	<ul style="list-style-type: none"> <li>Cultural integration, Restructuring</li> </ul>				
IT	<ul style="list-style-type: none"> <li>Platform sharing</li> </ul>				

※ Source: Deloitte(2017).

에 시너지효과가 평가한 만큼 나타나지 않게 된다면, 막대한 손실을 야기하며 M&A의 이유 자체가 사라지는 결과를 초래한다<sup>4)</sup>. 따라서 시너지 평가 리스크는 그 어떤 리스크보다도 사후적 비용이 크기 때문에 이를 대비하기 위한 M&A 보험 상품이 필수적이라고 할 수 있다.

## 2) 운영위험

운영위험은 M&A를 진행하는 과정과 그 이후에, 기업의 전략을 수립하고 실행하는 전반적인 과정과 관련된 리스크를 의미한다. 첫 번째로, 전략의 명확성을 유지(Maintaining strategic clarity and focus)하는 것과 관련된 리스크이다. 전략적 명확성을 유지하는 것은 M&A 리스크와 관련하여 기업가들이 중요하게 생각하는 리스크이다(Allocca, 2016). 응답자들은 전략의 명확성을 잃는 것은 인수대상을 과대평가를 할 가능성으로 연결되며, 너무 많은 목표를 추구하게 되는 결과로 이어짐을 지적하였다. 다시 말해, M&A를 진행하기 전에 달성할 목표를 명확히 설정하는 것이 선행되어야 하며, 이후 그에 부합하는 피인수 회사를 정할 수 있고, M&A의 진정한 가치를 평가할 수 있음을 의미한다.

두 번째는, 시너지를 창출하기 위해 필요한 시간이나 자원을 과소평가하는 것과 관련된 리스크이다. 이때 자원은 인적 자원, 물적 자원 등 기업 운영에 필요한 다양한 자원을 의미하며, 이러한 자원이 불충분하다면 예상한 시너지효과를 달성할 수 없게 된다. 세 번째는, 피인수 회사의 운영진들의 능력과 관련된 리스크이다. 만약 예상했던 것보다 피인수 회사의 임원진들의 전략 수립 능력 및 회사 운영 능력이 떨어진다면, 회사 간 협동적인 전략 수립에 방해가 되며 이는 심각한 운영상의 문제로 이어질 수 있다. 네 번째는, 전환비용(Transition cost)과 관련된 리스크이다. 서로 다른 기반시설과 시스템을 가진 회사끼리 통합성을

유지하기 위해서는 전환 비용이 들게 되며, 이 비용이 예상보다 과한 지출과 시간을 요구하면 운영상의 문제를 야기한다.

이러한 운영위험은 대부분 인수합병 이후에 전략을 실제로 실행하는 것과 관련이 있다고 볼 수 있다. 운영위험은 기업운영의 방향을 설정하고, M&A의 진행 여부를 결정하는 것과 밀접하게 관련이 있어 미리 대비해야 하는 중요한 위험 요소들이다. 하지만 운영위험은 운영진들의 대처능력과 전략 수립 능력에 의존도가 높고, 기업이 기존에 지니고 있는 자원과 인프라와 높은 관련이 있기 때문에, 실제로 보험으로 이를 보완하기는 쉽지 않을 것으로 보인다.

## 3. M&A의 기업문화 리스크 요소

M&A가 활성화되고 있으나 종종 실패로 이어지고 있고 그 원인 중 하나는 M&A가 조직 및 개인에게 미치는 영향을 충분히 고려하지 않는 것이다. Larsson & Finkelstein(1999)는 인수 합병 시 회사의 정책, 운영 및 인사 문제가 어떠한 영향을 미칠 수 있는지를 보였다. 통합 과정에서 인적 자산, 지식, 조직적 통합 등 비물질적 요인들의 통합 정도가 인수합병 이후 성과에 영향을 끼친다. 따라서 조직 내부적인 통합 및 조정의 필요성이 증가하며 이러한 통합을 성공적으로 달성하지 못한 기업의 성과는 낮다.

1995년 삼성전자는 미국 컴퓨터 업체 AST리서치를 인수했지만 인사문제와 양사간의 다른 문화를 극복하지 못하고 M&A 실패를 겪었다. 삼성전자는 현지경영체제를 지속시키기로 발표했지만 인수 후 1년 반 만에 현지 경영인들을 본사에서 파견된 경영진으로 바꾸었다. 이에 불만을 품은 AST 핵심 인력들이 대거 퇴사하게 되며 영업력을 잃었고 매출 감소로 이어졌다. 이후 2011년 삼성이 삼성메디슨을 인수했을 때도, 양사간 직급 체계, 성과보상 시스템, 경영 가치관의 차이에 임직원의 이탈이 발생했다<sup>5)</sup>.

4) Knowledge Vitamin. 2018. 3. 27. [https://www.1234way.com/sub02/sub02\\_view.html?number=1994&Ncode=webzine/](https://www.1234way.com/sub02/sub02_view.html?number=1994&Ncode=webzine/)

5) Energy Economics. 2016. 12. 22. <http://www.ekn.kr/news/article.html?no=257305>

독일 다임러벤츠가 미국 크라이슬러를 인수했던 사례에서도 문화적 차이가 M&A의 실패로 이끌었다는 것을 볼 수 있다. 다임러벤츠는 규칙적이고 규율을 강조하는 문화였다. 반면 크라이슬러는 직원들의 자율을 존중해주는 유연한 조직 문화가 배어 있었다. 인수기업인 다임러는 크라이슬러의 모든 조직을 통제하려 들었고, 크라이슬러 직원들의 만족도는 떨어지고 성과도 추락했다. 그리고 크라이슬러의 인재들, 경영진, 기술 인력들이 잇달아 회사를 떠났다<sup>6)</sup>.

M&A를 추진했던 기업들이 통합 과정에서 가장 어려워하는 부분이 문화적 통합이다. 문화적 차이가 원활한 통합을 가로막는 최대의 걸림돌이고 제대로 관리하기 어려운 리스크인 이유는 다음과 같다.

### 1) 변화하지 않는 기업문화

기업문화는 구성원 간에 공유된 가치와 신념 체계이며 이는 조직 구성원의 행동 규범을 형성하는 기능을 한다. 생명체의 유전자 정보, DNA와 같다. 단기간에 걸쳐 형성되는 것이 아니라 조직의 일하는 방식, 리더십 스타일, 의사결정 방식과 절차 등에 의해 장기간에 걸쳐 자연스럽게 형성돼 구성원에게 내재화된다. 따라서 기업의 문화를 단기간 내에 특정한 방향으로 변화시키는 것은 매우 어려운 일이다. 기업문화를 변화시키기 위해서는 기업문화를 형성하는 데 영향을 미치는 조직 내 다양한 요인, 즉 리더십, 조직구조, 일하는 방식 등을 하나의 방향으로, 함께 변화시켜야 한다. 복잡한 과정이다.

그리고 조직문화에 변화를 가져오는 계기는 쉽게 생기지 않는다. 기업문화는 해당 기업에 최적화된 유형으로 형성되므로 경영환경의 급격한 변화나 위기 상황 등 특별한 이유가 생기지 않는 이상 제도, 프로세스, 운영 체계를 바꾸려고 하지 않는다.

### 2) 변화와 상대방에 대한 거부감

기업 간 M&A는 임직원 개인의 선택과는 무관하게

경영상 의사결정에 의해 이뤄진다. 따라서 직원들의 입장에서는 원하지 않았던 변화를 경험하게 되는 것이며, 그 자체로 M&A에 대한 다양하고 복합적인 감정을 갖게 된다. 서로 다른 두 회사가 한 회사로 합쳐지고 하나의 새로운 조직운영 체계를 갖게 된다는 것은 조직 전반의 변화가 불가피함을 의미한다. 구성원들은 M&A 과정에서 앞으로 어떤 변화가 생길지 예견하게 된다. 따라서 M&A의 필요성에 대한 공감대가 충분히 형성돼 있다 하더라도 전혀 다른 기업문화를 가진 구성원들과 하나가 돼 새로운 출발을 해야 한다는 것에서 비롯되는 호기심과 두려움, 변화 과정에서의 혼란은 ‘필요한 변화’로서의 M&A에 대한 인식을 ‘내가 선택하지 않은 변화’로 전환시킨다. 이는 변화에 대해 수동적인 태도를 형성하게 된다. 뿐만 아니라 인수 후 통합 과정이 상대방의 문화에 대한 충분한 이해 없이 진행될 경우 변화 자체에 대한 거부감과 수동적 태도는 일하는 방식, 사고방식 등의 차이를 우열의 관점에서 판단하게 만든다. 우리 조직과 상대 조직이 다른 점이 있다면 둘 중의 하나가 우월하고 다른 하나는 열등하기 때문이라고 생각하게 되고 이는 곧 열등감 혹은 우월감으로 이어진다.

### 3) 인사 부서의 역할 저조

인수 합병 과정에서 인사 부서가 역할을 다하지 못하는 이유는 인사 부서의 역량 부족이다. 인수합병 과정에서 인사 부서에게 요구되는 역량은 다양하다. 사업 파악 능력, 인수 합병에 대한 지식과 노하우, 핵심 인력에게 동기 부여하는 능력, 사람/조직/문화 통합에 대한 전문성 등이 필요한 역량이다. 성공적 인수 합병을 위해서는 인사 관리와 관련된 영역 이상의 것이 요구되어 있다.

인사 부서가 제 역할을 수행하지 못하는 또 다른 원인은 인수 합병 과정에서 인사 부서가 참여하기 시작하는 시기가 너무 늦다는 것이다. 인수 합병에 성공한 회사는 준비 단계부터 적극적으로 참여하고 참여율

6) Chosunilbo. 2008. 2. 29. [http://biz.chosun.com/site/data/html\\_dir/2008/02/29/2008022900973.html](http://biz.chosun.com/site/data/html_dir/2008/02/29/2008022900973.html)



도 높았던 반면에 실패 기업은 전반적으로 참여 시기도 늦고 참여율도 낮은 것으로 나타났다(Kim, 2002).

### III. M&A 보험

#### 1. 진술보장보험

##### 1) 정의 및 종류

M&A 계약에서 진술 및 보장 조항은 거래 당사자가 계약서에 자신 및 거래에 관한 주요 사항들을 상대방에게 진술하고 그 진실성과 정확성을 보장하는 조항을 말한다. 진술 및 보장 보험(R&W Insurance)은 이러한 진술 및 보장 조항에 대한 위반이 발생했을 때, 위반 발생을 일종의 보험사고로 보고 보험회사가 손해배상금을 지급하는 상품이다. 인수 또는 합병 시 매수인과 매도인 서로가 알지 못하는 위험을 보장하는 보험상품으로 계약 체결 이후 발생할 수 있는 불확실성을 낮춰준다. 피보험자는 매도인인 경우(이 경우, 매도인은 매수인에 대하여 보상을 함과 동시에 보험회사로부터 보험금을 받게 된다)와 매수인인 경우(이 경우, 매수인은 보험회사로부터 직접 보험금을 받게 된다)의 모두가 있을 수 있으나, 대부분 매수인을 피보험인으로 한다(Buyer-side policy). 또한 진술 및 보장보험의 보험료에 관해서도 매도인이 부담하는 경우, 매수인이 부담하는 경우, 그리고 쌍방이 모두 부담하는 경우가 있을 수 있다(Suh, 2014).

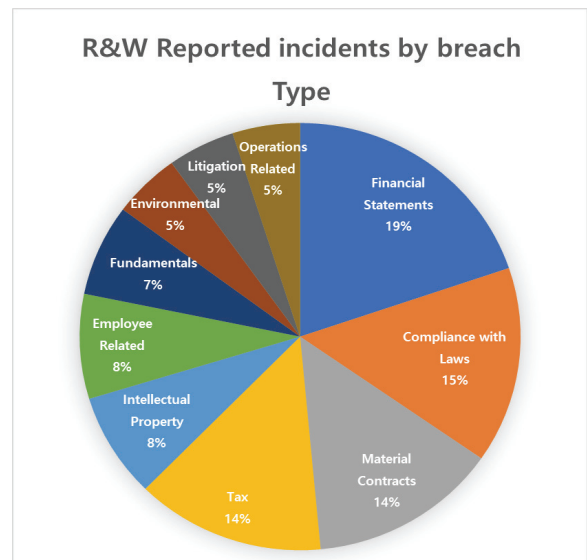
##### 2) 보상범위

진술 및 보장 보험증권은 매매계약서 상에 매도인에 의해 작성된 어떤 진술 및 보장 내용이 정확하지 않거나 어떤 위반이 있을 경우, 매수인이 청구하는 손해배상 청구에서의 손해를 보상해준다. 진술 및 보장보험은 모든 조항에 대해 부보할 수도 있고, 대상회사의 가치에 중대한 영향을 끼치는 위반사항만을 부보할 수도 있으며 통상적으로 개개의 조항에 대해 부보되기보다는 포괄적으로 부보한다.

이러한 조항들은 계약서상 재무제표와 세금, 고용

등과 관련된 다양한 측면을 포함한다. AIG에서 발표한 통계 자료에 의해 작성된 <Figure 2>를 보면 재무제표, 법령의 준수, 자재 계약서, 세금 체납 등 세금관련사항, 지식재산권에 대한 사항 순으로 위반 사례가 많다.

또한 ‘손해’는 해당 위반으로 인해 발생한 제3자에 의해 제기된 손해배상 청구로부터 보호를 받기 위한 방어비용, 수수료, 기타 비용이 포함될 수 있다. 방어비용이란, 보험사고가 발생하여 피보험자에게 필연적으로 수반되는 조사 및 소송 등에 따른 비용을 말한다. 한편, 진술 보장 보험은 M&A계약의 체결 및 거래종결 시점에서 피보험자가 인지하지 못한 위반사항에 한하여 보상한다. 이 외에도 미래 예측성 진술들, 거래대금의 조정 및 법률에 따라 부보할 수 없는 벌금 및 과징금에 대하여는 보험자의 면책사항으로 보장하지 않는다.



※ Source: AIG Global M&A Claims Study(2018).

Figure 2. Distribution of R&W insurance incidents

##### 3) 상품구조

진술 보장 보험의 담보기간은 M&A계약에서 피보험자에게 제공된 진술 및 보장 조항의 효력기간을 반영하는 것이 통상적이거나 해당 효력기간보다 장기간으로 하는 경우도 있으며, 조항마다 보장기간이 다를 수 있다. 또한 대부분의 진술보장보험은 자기부담금을

정하고 있는데 통상 매매대금의 1.5%수준으로 결정된다. 보험금 보상한도는 통상 매매대금의 10~30%수준으로 결정된다<sup>7)</sup>. 진술보장보험은 보험료가 보험금 보상한도의 일정비율(Rate of line)로 결정된다는 특징이 있다. 북미의 경우 2.5~3.5%, 영국은 0.8~1.5%, 서유럽 1.0~1.6%등이다<sup>8)</sup>.

#### 4) 국내외 현황

ABA의 조사에 따르면 2017년 미국 비상장회사를 대상으로 한 M&A 거래 중 29%가 진술보장보험을 활용하고 있을 정도로 북미 및 유럽에서는 널리 사용하고 있으며, 특히 매도인이 private equity인 경우, M&A 계약 상에서 매수인이 진술보장보험의 구매를 요구하는 것이 일반적인 실무로 자리 잡고 있다. 이렇듯, 미국 영국 호주 등에서선 일반화된 진술보장보험이 국내에서 본격적으로 활용되기 시작한 건 2012년 이후로, AIG코리아가 관련 상품을 등록하면서부터이다. 현재 국내에서 진술보장보험을 판매하는 곳은 AIG손해보험과 현대해상 등 아직 두 곳뿐이며, 1년에 체결되는 보험계약이 국내시장에서 10건 내외로 아직까지 국내 시장이 활발한 것은 아니다. 한편, 2016년 기업의 M&A 규제 완화 등을 담고 있는 ‘기업 활력 제고를 위한 특별법’이 시행되면서 국내기업들이 진술 보장 보험 영업 강화에 나서고 있다<sup>9)</sup>.

## 2. 납세의무 보험(Tax Liability Insurance)

### 1) 정의

앞서 M&A 위험 요소 분석에서 언급했던 것처럼 세금과 관련된 위험요소는 M&A를 할 경우 불가분한 위험요소로 볼 수 있다. 이러한 세금관련 위험요소에 관한 보험 중 대표적인 것이 납세의무 보험(Tax liability insurance)이다. 이는 세금의 복잡성으로 기인하여 M&A당시 발생할 세금 문제에 관한 것들을 보상해주

는 보험이다. 보험사 별로 세부적인 보장 범위는 다르지만, 주로 M&A로 인하여 받게 되는 조세당국으로부터의 세금관련 제재, 혹은 M&A와 관련된 불확실한 세금 문제들에 대하여 받게 되는 재정적 손실을 보상해준다.

### 2) 상품구조

납세의무 보험은 주로 고객 맞춤형 보험상품으로 제공된다. 고객에게 발생할 위험에 따라 보상범위 및 구체적인 세부사안들을 정하는 상품들이 많다. 이러한 보험 상품은 주로 아래에서 언급될 위험으로부터 발생할 손실을 측정하고 이에 대응하는 보험솔루션을 제공한다. 고려하는 위험 사항들로는 잠재적인 납세의무(Tax liability)를 포함하여 운영업손실, 세액공제, 부채와 자본문제(예를 들면, 인수기업의 자본 상태와 부채 및 이와 관련되어 나타나게 될 추가적인 납세의무), 부동산 및 국제적 조세와 관련된 사안, 이연보상, 기업 분할 및 재조직, 세법 적용이 달라지게 되는 기업 형태에 관한 문제들이 있다<sup>10)</sup>.

### 3) 보상범위

위 보험의 보상범위는 그 범위와 내용이 여러 보험사 별로 차이를 보인다. 공통적으로 납세의무 보험의 주된 보상은 M&A당시 기업을 매각하거나 매수할 경우에 받게 될 세무적인 제재나 세금환급 등 이와 관련된 세무적인 문제들로부터 오는 재무적 손실을 보상해주고, 세금문제와 관련하여 발생한 벌금과 위약금을 보험에서 보상가능 한 범위로 지정한 부분 내에서 보상을 해준다. 또한 M&A 당사자들이 내부적인 세금 위험을 관리하기 위하여 위험이전과 관련한 다양한 옵션을 구성하는데 이에 대한 도움을 주기도 한다. 이뿐만 아니라 세금 관련 분쟁 해결을 돕기 위한 법률적 · 재정적 고문 비용을 지불해주기도 한다. 또한 미국

7) Legal News. 2018. 9. 7. <https://www.lawtimes.co.kr/Legal-News/Legal-News-View?serial=146398>

8) Atlantic Global Risk. <https://www.atlanticgrp.com/documents/practical-analysis.pdf>

9) E-News Today. 2018. 1. 22. <http://www.enewstoday.co.kr/news/articleView.html?idxno=1148338>

10) AIG US. <https://www.aig.com/business/insurance/mergers-and-acquisitions/tax-liability-insurance>

AIG사는 경우에 따라 미국에서 발생하는 세금문제뿐만 아니라 멕시코, 캐나다 등 다른 국가에서 발생하는 세금부분에 대해서도 보증을 인수하기도 하고 피보험자가 보험료로 인하여 발생하는 소득세 납부부분에 대한 금액을 상환하도록 보험사에 요구할 수도 있다<sup>11)</sup>. 한 가지 주목할 점은 계약에 따라 보상범위가 다르게 나타나지만, 보상범위 중 배제되는 부분도 있다는 것이다. 불확실한 사실과 보험가입자로부터 생략되거나 누락된 자료들로부터 기인한 손실들, 범죄·사기에 해당하는 부분, 의도적인 법 위반, 보험개시일 이후에 발생한 법률의 변화들은 주로 위 보험의 보상범위에서 배제되는 부분이다<sup>12)</sup>.

#### 4) 국내외 현황

M&A를 진행하면서 세금관련 위반이 상당한 중요한 부분을 차지하고 있고<sup>13)</sup>, 세금문제로부터 발생할 재정적 손실 위험 또한 회사마다, M&A건별로 각각 다른 위험을 내포하고 있기 때문에 이러한 위험을 제거하거나 혹은 보장받기 위하여 납세의무 보험을 활용한다. 미국, 영국 등 M&A관련 보험이 활발히 존재하고 있는 해외국가들 같은 경우에는 납세의무 보험 상품들이 존재하고 이를 M&A를 할 당시 기업들이 활용하고 있다. 이에 반하여 현재 국내에는 다양한 M&A 보험 상품이 존재하지 않을 뿐만 아니라 진술보장보험이 주를 이루고 있는 상황이다. 따라서 납세의무 보험이나 다른 세금관련 M&A 보험은 국내에는 현재로서는 거대되고 있지 않은 보험이라고 볼 수 있다.

### 3. 기타 보험

#### 1) 환경 보험

2001년 국내 모 그룹의 한 계열사가 해외 업체와의 인수합병(M&A)을 위한 매각협상 진행 중에 큰 난관

에 부딪혀야 했다. 매수 기업은 지역 주민들로부터의 소송을 우려해 매도자 측에 환경실사보고서를 요구했고, 미국, 유럽 등 선진국과 한국 간의 환경 제도적 격차로 인해 발생하는 오염 문제까지 거론하는 바람에 매각 금액을 대폭 인하해야 했다<sup>14)</sup>. 추가적으로 발생 가능한 환경 문제, 관련 제도의 국가별 격차는 오래 전부터 M&A 과정에 있어서 심각한 위협으로 여겨져 왔으며 이에 대한 대비가 단순한 사전 주의 및 준비로는 충분하지 않고, 심지어 이미 존재하는 진술보장보험으로도 위험을 완전히 상쇄시키기에는 부족하다는 지적이 계속되어 왔다.

따라서 오늘날 대형 보험사들은 환경 리스크에 대한 맞춤형 보험상품을 개발해 판매에 나서고 있다. 주로 미국, 영국, 호주의 보험사들이 관련 상품 개발에 적극적인데, 런던에 본사를 두고 있는 AON은 M&A 환경보험(M&A Environmental Insurance) 상품을 개발하여 적극 홍보하고 있다. 이러한 환경보험은 환경과 괴로 인한 복원비용, 제3자의 신체 및 재산상의 손실, 생태계 손실, 관련 문제들로 인한 부담금 및 소송비용을 지원함으로써 기업이 M&A 협상을 진행함에 있어서 차질이 없도록 도와주는 역할을 하고 있다.

환경 문제가 연일 대두되는 세계 흐름 속에서 M&A도 이미 환경 문제와 뗄 수 없는 관계가 되었다. 이는 관련 규제가 다른 국가에 속한 기업들 간의 인수합병에서 더욱 두드러진다. 진술보장보험만으로는 해결되지 않는 문제들이 수없이 존재하고, 따라서 환경문제만을 독자적으로 다루는 보험상품의 개발은 M&A 시장에 있어 분명한 호재이며, 기업들이 M&A 협상을 진행함에 있어 환경보험 상품을 구매해 이용하는 것은 적절한 매수 가격을 선정함에 있어서 예측력을 더해줄 것이다.

11) AIG UK. <https://www.aig.com/business/insurance/mergers-and-acquisitions>

12) AIG UK. <https://www.aig.co.uk/content/dam/aig/emea/united-kingdom/documents/mergers-and-acquisitions/uc160739-fls-ci-0313-tax-liability-insurance-information-sheet-brochure.pdf>

13) Business Wire. <https://www.businesswire.com/news/home/20170420005723/en/AIG-Global-MA-Insurance-Claims-Study-23>

14) Joongangilbo. 2002. 2. 23. <https://news.joins.com/article/566376>

### 2) 소송매수보험(LBI, Litigation Buyout Insurance)

M&A를 진행할 때 진술서 상의 진술보장, 세금, 환경 문제 이외에도 매수자는 많은 위험 요소에 노출되어 있다. 지적 재산권 문제, 노사 문제, 회계 문제가 대표적인데 심할 경우 이는 법적 분쟁으로 이어지기도 한다. 미래에 법적 분쟁이 발생할 여지가 있을 때 인수 합병 과정에서 매수인과 매도인 간의 희망 인수 가격 격차가 발생하기도 하며 이로 인해 M&A가 취소되는 경우도 존재한다. 따라서 많은 보험사들이 이에 대한 맞춤형 보험상품을 개발 및 판매하고 있다. 이를 소송매수보험(Litigation Buyout Insurance, LBI)라고 한다.

소송매수보험은 기본적으로 미래에 법적 분쟁으로 발생할 수 있는 책임을 대상으로 한다. 매수인이 인수 합병 과정에서 이를 진단하고 대비하는 것은 쉽지 않기 때문에 AIG와 같은 대형 보험사들은 소송매수보험을 통해 피보험자가 보험자에게 책임을 전가할 수 있는 여건을 마련한다. 이 보험은 정산 비용, 법률 비용, 전문가 비용, 손해, 잠재적 부채 등 광범위한 보장 범위를 제공하며 따라서 피보험자가 M&A 대상 기업의 가치를 평가하고 계약을 체결하는 것을 용이하게 한다.

소송매수보험의 가치는 법적 분쟁으로 인한 미래의 불확실한 책임을 수량화 가능한 보험 비용으로 대체한다는 것에 있다. 정해진 비용으로 미래의 책임을 회피할 수 있기 때문에 향후 법적 분쟁이 발생할 여지가 있을 시 소송매수보험을 통해 리스크를 회피할 수 있다.

### 3) 중단된 입찰비용 보험

인수합병 과정에서 매수자의 책임이 아닌 다른 사유로 인해 계약 체결에 실패하는 사례도 존재한다. 일반적으로 타 회사가 M&A 경쟁에서 승리했을 시 이런 일들이 많이 발생하는데, 이런 경우 계약 실패까지의 비용을 소모하고 얻는 것이 없기 때문에 일방적인 손실을 감내해야 한다. 이를 위해 존재하는 보험이 바로

중단된 입찰비용 보험(Aborted bid cost insurance)이다. M&A에 실패하고 이에 대한 책임이 피보험자에게 없을 경우 중단된 입찰비용 보험은 이 과정에서 소모된 비용을 보장해준다. 이를 통해 피보험자는 실패에 대한 리스크를 어느 정도 회피함으로써 적극적으로 인수합병에 임할 수 있게 된다.

### 4. 한계점 및 제언

M&A와 관련해 다양한 보험 상품들이 존재하며, 매수자와 매도자는 보험을 적극 활용하여 M&A의 위험을 회피 또는 경감할 수 있다. 그러나 이러한 전략에는 어느 정도 한계점이 존재하는데, 이는 국내 M&A 보험시장의 빈약함에서 기인한다. 국내에서 M&A 보험상품을 개발하여 판매하는 회사는 둘에 불과하다. 그 중 한 곳은 해외 보험사(A사)이며 한 곳만이 국내 보험사(H사)이다. 국내 M&A를 전문적으로 다루는 보험사가 H사 하나뿐인 데다가 A사에게 점유율이 크게 밀리고 있는 상황이다<sup>15)</sup>. 문제는 국내 M&A 보험의 역사가 깊지 않기 때문에 H사는 시장에 이체서야 뛰어드는 상황이고 H사가 판매하는 보험이 진술보장보험 밖에 없다는 사실이다. M&A 보험이 등장하기 시작했다는 사실은 고무적이거나, 국내에서 이루어지는 많은 M&A는 A사의 보험에 의존할 수밖에 없는 구조로 인해 다양한 문제들이 발생한다. 세금 문제가 대표적이다. M&A 관련 국내 법률은 세제 지원 요건을 굉장히 모호하게 설정하고 있어 M&A시 과세 여부에 대한 예측 가능성이 현저히 떨어지고<sup>16)</sup>, M&A가 성사되었을 경우 국세청에서 세무 조사를 나오는 경우가 잦기 때문에 이로 인한 위험도 타국에 비해 크다<sup>17)</sup>. 이렇듯 국내에서는 타국에 비해 세금 관련 위험이 크게 작용하지만 정작 이에 대한 보험상품을 제공하는 곳은 해외 보험사이기 때문에 M&A 참여자들이 국내 실정에 맞춘 보험에 가입하는 것은 불가능하다.

15) Yonhap Infomax. 2018. 1. 16. <http://news.einfomax.co.kr/news/articleView.html?idxno=3430090>

16) Joseilbo. 2018. 8. 9. <http://www.joseilbo.com/news/htmls/2018/08/20180809358693.html>

17) Business Watch. 2015. 7. 6. <http://news.bizwatch.co.kr/article/tax/2015/07/06/0025>

서로 다른 국가에 속해 있는 기업이 인수합병을 진행할 때에도 현존 보험 상품의 한계가 존재한다. 기본적으로 M&A 보험 상품들은 국가 간의 법적, 문화적 차이를 고려하지 않는다. 이는 M&A 이후의 재무상태 및 경영성과에도 큰 영향을 끼칠 수 있는 위험요소임에도 불구하고 보험으로 이를 회피할 수단이 없는 것이다. 또한 가장 흔하게 사용되는 진술보장보험의 경우 보험이 효력을 발휘하는 요건이 까다롭기 때문에 손해에 대한 보험금 지급이 이루어지지 않는 경우도 존재한다는 한계도 존재한다.

위와 같은 한계점이 시사하는 바는 명확하다. M&A 관련 보험은 아직 개선의 여지가 많으며 나아가야 할 길 또한 명백하다. 특히 한국의 경우 선진국의 보험 제도를 적극 참고하며 수용할 것은 수용하며 국내 실정에 걸맞은 보험 상품을 하루빨리 개발해야 한다. 국내 M&A 시장 특성 상 세금 관련 보험 상품 개발이 가장 시급할 것이다. 뿐만 아니라 M&A 보험을 다루는 많은 보험사들은 진술보장보험의 지급 요건을 명확히 하되 다른 국가에 속하는 기업들 간의 크로스보더 M&A(Cross-border M&A)가 진행될 시 발생하는 법적, 문화적 차이에 대한 보험도 가능한 한 마련할 것이 요구된다.

#### IV. 국내 M&A 보험시장에 기반한 위험 분석

국내 M&A 보험시장이 아직은 미국이나 세계시장에 비해 발전이 덜 되었지만, M&A 계약 체결 증가

추세를 보면 국내 손해보험회사들이 관심을 갖고 상품 개발에 힘 쏟을 여지는 충분하다고 생각된다. 이러한 상황에 앞서 M&A 보험 손실의 빈도와 심도 특성을 통해 상품개발 시 유의할 점과 참고할 수 있는 지표를 살펴보고자 한다. 현재 국내 M&A 보험시장 규모는 350억 원으로 추산되고 있는데, 평균 보상한도가 300억, 보험요율이 2%라고 가정하면 한 보험계약 당 평균 보험료가 6억으로 계산되기 때문에 계약 건수는 60여 건이라고 가정하고, AIG사고 통계를 활용하여 M&A 위험의 빈도 및 심도를 모델링해 보고자 한다. 그리고 Value at Risk(VaR)와 Conditional Tail Expectation(CTE)를 이용하여 M&A 위험의 크기를 측정하고자 한다. 획득된 자료는 미국 AIG 보험회사의 통계 자료로, 세부적인 데이터가 아닌 빈도와 심도에 대한 통계치를 정리한 데이터라는 점에서 한계가 있다. 향후 국내 데이터가 축적되면 좀 더 정교하고 국내 실정에 적합한 모델링을 할 수 있을 것이다.

##### 1. 사고통계와 VaR 및 CTE의 유용성

손해보험은 심도의 불확실성이 크고 특히 거대 심도에 대한 예측이 어렵기 때문에 분포의 꼬리부분(tail)의 특성을 분석해 보는 것이 중요하다. M&A 보험계약 사고의 통계 자료에 기반한 <Table 2>와 <Table 3>의 통계 자료에서도 볼 수 있듯이 M&A 보험계약들의 사고들도 이러한 양상이 뚜렷하다. 10M 이하 규모의 사고는 그 빈도가 92%로 높아 비교적 정

Table 2. Claims statistics - frequency

M&A size (USD)	Less than 100M	100~250M	250~500M	500M~1B	Greater than 1B	Total
Proportion	44%	25%	14%	9%	8%	100%
Claims freq.	17%	21%	17%	21%	24%	19%

※ Source: M&A Insurance(2019).

Table 3. Claims statistics - severity

Claims Severity (USD)	0.1~1M	1~10M	Greater than 10M	Total	0.1~10M	Greater than or equal to 1M
Proportion	46%	46%	8%			
Average Severity (USD)	0.3M	4.0M	19.0M	3.5M	2.2M	6.2M

※ Source: M&A Insurance(2019).

확하게 예측이 가능하지만, 10M규모를 초과하는 사고들은 그 비중이 8%에 불과하다. 후자의 사고들은 게다가 그 평균도 19M으로 빈도는 낮지만 그 규모가 전자의 사고 평균(2.2M)보다도 거의 9배가 높다.

따라서 분포 꼬리부분(tail)의 특성을 보수적인 관점에서 바라보는 시각이 필요하고 이를 뒷받침해 줄 수 있는 유용하고 널리 쓰이는 리스크 측도들로는 VaR(Value at Risk)와 CTE(Conditional Tail Expectation)가 있다. 이 두 측도 모두 최악의 가능한 손실규모에 대한 예측을 도와준다.

위험 가치(Value at Risk: VaR)는 정상적인 시장 조건에서 명시된 신뢰 수준에 대해 주어진 기간 동안 발생 가능한 최대 손실로 정의된다. 예를 들어, 어떤 위험 관리자가 일일 90% VaR(90%)를 50억으로 계산하였다 가정하자. 이 의미는 특정한 날에 50억 이상의 손실이 발생할 가능성이 10%임을 나타낸다. 즉, 손실의 확률분포가 연속일 경우, VaR(p)는 주어진 p의 확률로 손실이 그 수치를 넘지 않을 것이라는 것을 의미한다. 또는 (1-p)의 확률로 손실이 VaR(p)를 초과할 수 있다는 것을 의미한다. 이를 수식으로 표현해 보면, L이 손실에 대한 변수라고 하면 VaR는 다음을 만족하는 수치이다.

$$\Pr [ L < VaR(p) ] = p$$

VaR는 그 확률지점의 백분위수이기 때문에 그 이후 꼬리부분에서 분포가 어떤 행태를 보이는지를 정확히 표현하지 못하는 단점이 있다. 또한 VaR 측정의 다른 단점 중 하나는 투자자에게 실제 손실의 양이나 규모를 알려주지 않는다는 것이다. VaR는 주어진 신뢰 수준에서 잃을 수 있는 최대 값을 제공할 뿐이다. CTE(Conditional Tail Expectation)는 꼬리부분의 분포의 내용을 보이기 위해 VaR 이상의 손실을 평균하여 꼬리분포의 손실의 추정치를 제공한다. 따라서 VaR를 보완할 수 있는 측도가 CTE이다. CTE는 TVaR(Tail Value at Risk) 또는 ES(Expected Shortfall)이라고도 불

리며, 손실이 (1-p) 확률의 꼬리부분에서 발생한다고 하면 그 꼬리 부분의 평균 손실이 얼마인지를 계산해 준다. 식으로 표현하면 CTE는 다음과 같이 나타낼 수 있다.

$$CTE(p) = E [ L | L > VaR(p) ]$$

## 2. 빈도모형, 심도모형, 그리고 복합모형

### 1) 모형소개

주어진 자료의 실증분석에 앞서서, 논문에 사용될 모형들을 간단히 소개하고자 한다. 빈도모형으로는 포아송 분포함수, 이항분포함수, 그리고 심도모형으로는 파레토 분포에 대해 살펴본다.

#### (1) 포아송 분포함수

주어진 시간 안에 어떤 사건이 일어날 횟수의 기대값을  $\lambda$ 라고 하면, 그 사건이 n회 일어날 확률은 다음 함수와 같다.

$$\text{Poisson}(n; \lambda) = \frac{\lambda^n e^{-\lambda}}{n!}$$

#### (2) 이항분포함수

어떤 시행의 결과가 성공일 확률이 p, 실패할 확률이 (1-p)일 때, 이 시행을 N번 반복했을 때 k번 성공할 확률은 다음과 같은 이항분포함수를 따른다.

$$\text{Bin}(k; n, p) = \binom{n}{k} p^k (1-p)^{n-k}$$

#### (3) 파레토 분포

파레토 분포는 Shape parameter인  $\alpha$ , scale parameter인  $\theta$ 의 매개변수를 가지며 다음 성질을 만족시키는 확률변수  $X > 0$ 가 따르는 확률밀도함수는 아래와 같이 표현된다.

$$f(x) = \frac{\alpha \theta^\alpha}{(x + \theta)^{\alpha+1}}$$

(4) 복합 확률변수

사건의 발생횟수, 즉 빈도를 나타내는 확률변수를  $N$ 으로 표시하자. 그리고  $X_1$ 은 첫번째 사고 발생 금액,  $X_2$ 는 두 번째 사고 발생 금액, ... 이라 하면 총 사고금액  $S$ 는 아래와 같이 표현된다.

$$S = X_1 + X_2 + \dots + X_N = \sum_{i=1}^N X_i$$

즉,  $X_i$ 는  $i$ 번째 심도를 나타내는 확률 변수이며,  $N$ 은 빈도를 나타내는 확률변수이고,  $S$ 는 빈도와 심도의 확률변수들로 표현된 복합(compound) 확률변수이다. 만약  $\{X_i\}$ 들이 동일한 분포를 따르고 빈도와 심도가 서로 독립이면  $S$ 의 평균값과 분산은 아래와 같이 계산된다.

$$\begin{aligned} E[S] &= E[E[S|N]] \\ &= E[N \cdot E[X]] = E[N]E[X] \\ \text{Var}[S] &= E[\text{Var}(S|N)] + \text{Var}(E[S|N]) \\ &= E[N] \text{Var}(X) + \text{Var}[N](E[X])^2 \end{aligned}$$

2) 실증분석

사고 통계 빈도는 <Table 2>를 참조하면 전반적으로 19%로 나타내진다. 따라서 이 연구에서 빈도는 계약의 규모와 관계없이 거의 일정하게 평균적으로 0.2로 가정하고자 한다. 그리고 빈도함수로는 포와송(Poisson) 분포함수와 이항분포함수를 가정하여 비교해 보고자 한다. 심도는 전체건수를 모두 고려하는 경우는 3.5M 이고 92%의 경우가 10M이하이고, 규모가 10M를 초과하는 경우는 8%이다. 심도에 대한 분포함수는 심도 적합 시 자주 사용되는 파레토(Pareto) 분포를 가정한다. 감마(Gamma) 분포와 웨이블(Weibull) 분포도 모두 고려하였으나, 확률이 10M이하에 집중되어 있어 shape parameter를 1이하를 사용하게 된다. 이에 반해 Pareto 분포함수는 shape parameter를 2를 사용하여 계산할 수 있으며, 평균값과 10M에 대한 Limited Expected Value, 8% tail에 대해 계산한 CTE 등이 위의 통계들에 근사하였다. 이때의 Pareto분포 scale parameter는 3.5로 추정하

였다. Pareto(2, 3.5)로 계산한 전체 평균은 3.5M이며, 10M 이하 값들에 대한 평균은 2.6M, 그리고 10M초과 값들에 대한 평균은 20.1M이다. 분포함수의 형태는 <Figure 3>과 같다.

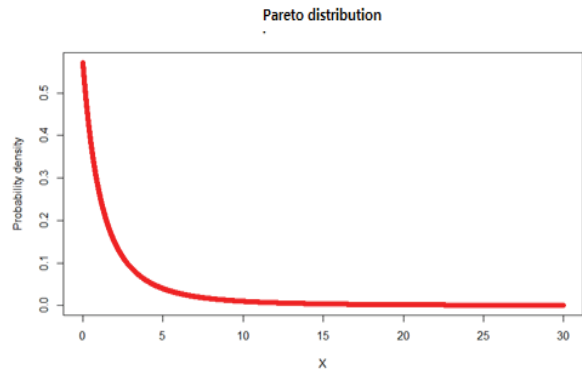


Figure 3. Probability density function of Pareto(2, 3.5)

빈도와 심도 분포를 이용한 복합 모형  $S$ 의  $\text{VaR}(p)$  값은  $S$ 의 누적확률분포 함수를 이용하여 다음과 같이 간단하게 계산될 수 있다.

$$\begin{aligned} \Pr [ S < \text{VaR}(p) ] &= p \\ \text{VaR}(p) &= F_S^{-1}(p) \end{aligned}$$

그리고 복합 모형  $S$ 의  $\text{CTE}(p)$ 값은 다음과 같이 계산될 수 있다.

$$\begin{aligned} \text{CTE}(p) &= E[S|S > \text{VaR}(p)] \\ &= \frac{1}{1-p} \int_{\text{VaR}(p)}^{\infty} y f_S(y) dy \\ &= \frac{1}{1-p} \int_0^{\infty} y f_S(y) dy - \int_0^{\text{VaR}(p)} y f_S(y) dy \\ &= \frac{1}{1-p} E[S] - E[\min(S, \text{VaR}(p))] + \text{VaR}(p)(1-p) \\ &= \text{VaR}(p) + \frac{1}{1-p} E[S] - E[\min(S, \text{VaR}(p))] \end{aligned}$$

복합 모형의  $\text{VaR}$ 값과  $\text{CTE}$ 값들은 분포에 따라서 정확하게 수식으로 표현되기 어려운 경우가 많다. 이때는 시뮬레이션(simulation)을 사용하여 추정하는 것이 유용한 방법이다. 아래 복합 모형의  $\text{VaR}$ 값과  $\text{CTE}$ 값들은 R의 'actuar' 패키지를 이용하여, 각각 가정한

빈도모형과 심도모형을 이용하여 10만개의 aggregate value들을 추출하여 계산된 값들이다.

(1) Poisson(12) - Pareto(2, 3.5) compound model

1년에 60건 중 0.2의 빈도로 평균적으로 12건이 발생하는 것을 가정하여 Poisson rate을 12로 추정하였다. <Figure 4>는 빈도를 Poisson(12)분포로 가정하고 심도를 Pareto(2, 3.5)로 가정한 복합모형의 확률밀도함수를 보여준다.

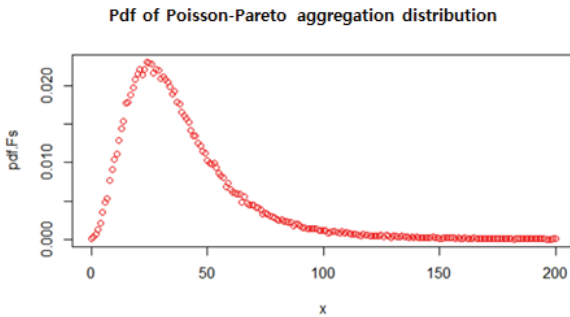


Figure 4. Probability density function of compound distribution Poisson(12) - Pareto(2, 3.5)

Aggregate Mean은 42.0M으로 추정되며, 각각 90%, 95%, 99% VaR와 CTE는 다음 <Table 4>와 같다.

Table 4. VaR and CTE of poisson-pareto compound distribution

	90%	95%	99%
VaR	72.8M	92.8M	162.3M
CTE	116.2M	151.1M	294.4M

(2) Bin(60, 0.2) - Pareto(2, 3.5) compound model

이항분포함수에서는 1년간 사고가 발생할 수 있는 잠재적인 총 건수가 60건, 20%의 확률로 사고가 발생한다고 가정하였다. <Figure 5>는 빈도를 Bin(60, 0.2) 분포로 가정하고 심도를 Pareto(2, 3.5)로 가정한 복합모형의 확률밀도함수를 보여준다.

Aggregate Mean은 42.1M으로 추정되며, 각각 90%, 95%, 99% VaR와 CTE는 다음<Table 5>와 같다.

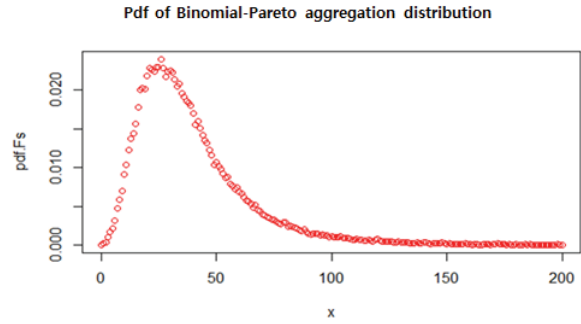


Figure 5. Probability density function of compound distribution Bin(60, 0.2) - Pareto(2, 3.5)

Table 5. VaR and CTE of binomial-pareto compound distribution

	90%	95%	99%
VaR	72.0M	91.8M	161.5M
CTE	113.8M	147.1M	277.3M

3. 분석결과

두 복합모형을 사용하여 실행한 분석에서 결과는 모두 크게 다르지 않음을 보여준다. 각 복합모형에서 계산된 Aggregate Mean은 약 42M으로 거의 일치하며, 계산된 VaR 값들도 90%에서 약 72M, 95%에서 약 92M, 99%에서는 162M으로 아주 유사하다. 즉, 보험시장 전체 손실이 약 72M을 초과할 확률은 10%이며, 약 92M을 초과할 확률은 5%라고 해석할 수 있다. 90% CTE 값들은 약 115M이며, 95% CTE값들은 약 150M이다. 보험시장 전체 손실이 72M을 초과할 확률은 10%에 불과하지만 손실이 72M를 초과하는 경우 그 평균 심도는 115M일 것이라는 예측이다. 마찬가지로 보험시장 전체 손실이 92M을 초과할 확률은 5%에 불과하지만 손실이 92M을 초과하는 경우 그 평균 심도는 150M까지 높아질 수 있다는 것을 보여준다.

이러한 분석이 시사하는 점은 국내 M&A보험의 손실 양상은 빈도는 어느 정도 일정하지만 심도가 아주 예측하기 어려운 양상을 보인다는 것이다. 그리하여 전체 평균의 심도와 더불어 꼬리부분의 심도를 예의 주시할 필요가 있다. 특히 보험료 계산 시, 보수적인 관점에서 꼬리부분의 불확실성이 고려되어야 할 필요성이 있으므로 VaR나 CTE 값들을 측정해보면 유용한 참고지표가 될 수 있을 것이다.



## V. 결론

M&A의 궁극적인 목표는 기업가치의 제고이다. 많은 기업들이 M&A를 통해 기업가치의 제고를 위해 사업을 다각화하고, 시너지 효과를 추구하며, 재무적 효익을 극대화시킨다. 하지만 모든 M&A가 수월하게 진행되는 것은 아니며 인수 후 긍정적인 효과를 보는 기업들은 많지 않다. 대부분의 기업은 M&A를 하는 데 수반되는 재무적, 전략적, 문화적 위험에 대해 철저한 준비를 하지 않아 기업 가치가 오히려 떨어지게 되는 경험을 한다.

이러한 손해에 대한 배상으로 기업이 가입할 수 있는 M&A 보험이 존재한다. 기업들은 이러한 보험들을 적극 활용해서 M&A에서 발생할 수 있는 문제에 대해 정해진 금액으로 보상받아야 한다. 하지만 막대한 규모의 M&A 손실을 완벽하게 보상해주는 상품은 다양하지 않으며, 특히 한국의 M&A 보험시장은 아직까지는 탄탄한 구조를 갖추고 있지 않다. 따라서 그 어느 때보다 M&A가 많이 일어나고 있는 요즘, M&A의 성공과 실패 여부는 관련 리스크를 어떻게 관리하느냐에 달려 있다.

이 논문은 여러 가지 M&A 위험 요인들을 살펴보고 이를 관리하기 위한 방안으로 다양한 M&A 보험들을 소개하였다. 그리고 우리나라 M&A 보험 관련 통계 자료를 이용하여 M&A 위험을 모델링하고 위험의 크기를 측정해 보았다. 이 연구를 통해 우리나라 기업들과 전문가들이 M&A 위험에 대하여 더 많은 이해를 하고 M&A 보험을 사용한 위험관리 기법들을 활용함으로써 진정으로 기업 가치를 제고시킬 수 있는 성공적인 M&A를 성사시키는 데 도움이 되리라 기대한다.

현재까지 M&A 위험과 관련하여 공개된 데이터는 매우 적다. 향후 이 연구를 통하여 많은 연구자들과 시장 참여자들이 M&A 위험관리에 관심을 갖게 될 것이며, 이에 따라 M&A 위험에 대한 데이터를 더욱 다양하게 축적하고 분석하게 될 수 있을 것으로 기대한다.

## 감사의 글

이 논문은 대한민국 교육부와 한국연구재단의 지원을 받아 수행된 연구임(NRF-2016S1A5A2A03927597).

## References

- Agrawal, A., J. F. Jaffe, and G. N. Mandelker. 1992. The Postmerger Performance of Acquiring Firms: A Re-examination of an Anomaly. *The Journal of Finance*. 47(4): 1605-1621.
- AIG. 2018. Global M&A Claims Study-M&A Insurance: The New Normal?
- AIG UK. <https://www.aig.com/business/insurance/mergers-and-acquisitions> <https://www.aig.co.uk/content/dam/aig/emea/unit-ed-kingdom/documents/mergers-and-acquisitions/uc160739-fls-ci-0313-tax-liability-insurance-information-sheet-brochure.pdf>
- AIG US. <https://www.aig.com/business/insurance/mergers-and-acquisitions/tax-liability-insurance>
- Andrade, G., M. Mitchell, and E. Stafford. 2001. New Evidence and Perspectives on Mergers. *Journal of Economic Perspectives*. 15(2): 103-120.
- Atlantic Global Risk. R&W Insurance. <https://www.atlanticgrp.com/documents/practical-analysis.pdf>
- Biao, D. 2014. Analysis of Financial Risk Prevention in Mergers and Acquisitions. *International Business and Management*. 9(2): 138-144.
- Business Watch. 2015. 7. 6. M&A and Tax. <http://news.bizwatch.co.kr/article/tax/2015/07/06/0025>
- Business Wire. 2017. 4. 20. AIG Global M&A Insurance Claims Study. <https://www.businesswire.com/news/home/20170420005723/en/AIG-Global-MA-Insurance-Claims-Study-23>
- CFO. 2016. 12. 19. Top 15 Risk Factors for M&A. <http://ww2.cfo.com/ma/2016/12/top-15-risk-factors-ma/>
- Chosunilbo. 2008. 2. 29. Case studies of Failures in M&A. [http://biz.chosun.com/site/data/html\\_dir/2008/02/29/2008022900973.html](http://biz.chosun.com/site/data/html_dir/2008/02/29/2008022900973.html)
- Chosunilbo. 2020. 6. 9. M&A of Asiana Airlines [https://biz.chosun.com/site/data/html\\_dir/2020/06/09/2020060901254.html](https://biz.chosun.com/site/data/html_dir/2020/06/09/2020060901254.html)

- Deloitte. 2017. Supply Chain's Role in M&A. <https://www2.deloitte.com/content/dam/Deloitte/us/Documents/mergers-acquisition/s/us-ma-supply-chains-role-in-m-and-a-achieving-value-creation-through-supply-chain.pdf>
- Dongailbo. 2019. 4. 15. Winner's Curse. <https://n.news.naver.com/article/020/0003210791>
- Energy Economics. 2016. 12. 22. Success and Failure Not by Much Difference. <http://www.ekn.kr/news/article.html?no=257305>
- E-News Today. 2018. 1. 22. Competition in R&W Insurance in Korea <http://www.ewestoday.co.kr/news/articleView.html?idxno=1148338>
- Furfine, C. H. and R. J. Rosen. 2011. Mergers Increase Default Risk. *Journal of Corporate Finance*. 17(4): 832-849.
- Ghosh, A. and P. C. Jain. 2000. Financial Leverage Changes Associated with Corporate Mergers. *Journal of Corporate Finance*. 6(4): 377-402.
- Healy, P. M., K. G. Palepu, and R. S. Ruback. 1992. Does Corporate Performance Improve after Mergers? *Journal of Financial Economics*. 31(2): 135-175.
- Joseilbo. 2018. 8. 9. Tax Issues in M&A. <http://www.joseilbo.com/news/htmls/2018/08/20180809358693.html>
- Joongangilbo. 2002. 2. 23. Raising Environmental Issues with M&A. <https://news.joins.com/article/566376>
- Kim, K. 2002. Key to Success of Mergers and Acquisitions: Human Resource Management. LG Economic Research Institute.
- Khansa, L. 2015. M&As and Market Value Creation in the Information Security Industry. *Journal of Economics and Business*. 82(C): 113-134.
- Knowledge Vitamin. 2018. 3. 27. M&A without Synergy Destroys GE. [https://www.1234way.com/sub02/sub02\\_view.html?number=1994&Ncode=webzine/](https://www.1234way.com/sub02/sub02_view.html?number=1994&Ncode=webzine/)
- Koerniadi, H. and C. Krishnamurti, and A. Tourani-Rad. 2015. Cross-border Mergers and Acquisitions and Default Risk. *International Review of Financial Analysis*. 42(C): 336-348.
- Larsson, R. and S. Finkelstein. 1999. Integrating Strategic, Organizational, and Human Resource Perspectives on Mergers and Acquisitions: A Case Survey of Synergy Realization. *Organization Science*. 10(1): 1-26.
- Legal News. 2018. 9. 7. Recent Use of R&W Insurance in M&A Transactions. <https://www.lawtimes.co.kr/Legal-News/Legal-News-View?serial=146398>
- Makaew, T. 2012. Waves of International Mergers and Acquisitions. AFA 2012 Chicago Meetings Paper.
- Morellec, E. and A. Zhdanov. 2008. Financing and Takeovers. *Journal of Financial Economics*. 87(3): 556-581.
- Pitchbook. <https://pitchbook.com/news/articles/9-charts-explaining-ma-activity-in-3q-2018>
- Seoul Economics. 2018. 2. 18. Active Take over in the 'Fourth Industrial Revolution Field' by Large Business Groups. <https://www.sedaily.com/NewsView/1RVR2UQ2U6>
- Smart Business. 2016. 3. 1. Tax Risks to Watch Out for When Buying Your Target Company. <http://www.sbsonline.com/article/tax-risks-to-watch-out-for-when-buying-your-target-company/>
- Suh, W. S. 2014. The Main Topics in Recent U.S. M&A Transaction. *Advanced Commercial Law Review*. 67: 85-126.
- Thaler, R. H. 1988. Anomalies: The Winner's Curse. *The Journal of Economic Perspectives*. 2(1): 191-202.
- The Scoop. 2019. 3. 10. The Winner's Curse. <https://www.thescoop.co.kr/news/articleView.html?idxno=34111>
- Travlos, N. G. 1987. Corporate Takeover Bids, Methods of Payment, and Bidding Firms' Stock Returns. *The Journal of Finance*. 42(4): 943-963.
- Wilson, D. 2016. Increasing Use of Provisions for Insuring M&A Tax Risk. <https://www.transactionadvisors.com/warranty-indemnity-insurance>
- Yonhap Infomax. 2018. 1. 16. Competitions in R&W Insurance by AIG and Hyundai Marine. <http://news.einfomax.co.kr/news/articleView.html?idxno=3430090>

*Korean References Translated from the English*

- 김기태. 2002. 인수 합병의 성공 요체: 인적 자원 관리. LG경제연구원.
- 더스쿠프. 2019년 3월 10일자. 덩석 물면 배탈 난다더니... 오! 승자의 저주여. <https://www.thescoop.co.kr/news/articleView.html?idxno=34111>
- 동아일보. 2019년 4월 15일자. 아시아나항공 매각...31년간 비약 성장 불구 '승자의 저주'에 발목. <https://n.news.naver.com/a>

- rticle/020/0003210791
- 법률신문뉴스. 2018년 9월 7일자. [미국] M&A 거래 시 진출보장 보험(R&W Insurance)의 최근 활용 동향. <https://www.lawtimes.co.kr/Legal-News/Legal-News-View?serial=146398>
- 비즈니스와치. 2015년 7월 6일자. 뭉치면 달려드는 세무조사. <http://news.bizwatch.co.kr/article/tax/2015/07/06/0025>
- 서완석. 2014. 미국의 진출 및 보장 조항에 관한 최근 동향. 선진상사법률연구. 67: 85-126.
- 서울경제. 2018년 2월 18일자. “M&A로 역량 강화”... 지난해 대기업집단 ‘4차 산업혁명’ 분야 인수 ‘적극’. <https://www.sedaily.com/NewsView/1RVR2UQ2U6>
- 연합인포맥스. 2018년 1월 16일자. M&A서 뜨는 진출보장보험, AIG손보 · 현대해상 경쟁. <http://news.einfomax.co.kr/news/articleView.html?idxno=3430090>
- 에너지경제. 2016년 12월 22일자. [삼성-SK M&A 전략] 성공과 실패 ‘중이’ 한 장 차이였다. <http://www.ekn.kr/news/article.html?no=257305>
- 이뉴스투데이. 2018년 1월 22일자. 국내 M&A 시장 놓고 AIG손보 · 현대해상 경쟁. <http://www.ewstoday.co.kr/news/articleView.html?idxno=1148338>
- 조선일보. 2008년 2월 29일자. 실패 사례로 본 M&A 성공법. [http://biz.chosun.com/site/data/html\\_dir/2008/02/29/2008022900973.html](http://biz.chosun.com/site/data/html_dir/2008/02/29/2008022900973.html)
- 조선일보. 2020년 6월 9일자. HDC현대산업개발, 아시아나항공 인수 원점 재점검 요구. [https://biz.chosun.com/site/data/html\\_dir/2020/06/09/2020060901254.html](https://biz.chosun.com/site/data/html_dir/2020/06/09/2020060901254.html)
- 조세일보. 2018년 8월 9일자. M&A 세금문제 힘들어... 조세지원 필요. <http://www.joseilbo.com/news/htmls/2018/08/20180809358693.html>
- 중앙일보. 2002년 2월 23일자. 외국기업, 국내업체 M&A때 환경 문제 거론. <https://news.joins.com/article/566376>
- 지식비타민. 2018년 3월 27일자. 시너지 없는 M&A, GE를 망가뜨리다. [https://www.1234way.com/sub02/sub02\\_view.html?number=1994&Ncode=webzine/](https://www.1234way.com/sub02/sub02_view.html?number=1994&Ncode=webzine/)

---

Received: Aug. 16, 2020 / Revised: Sep. 4, 2020 / Accepted: Sep. 4, 2020

## 인수 합병 위험과 M&A 보험

국문초록 이 논문은 M&A 위험 요인들을 살펴보고 이를 관리하기 위한 방안으로 다양한 M&A 보험들을 소개한다. 그리고 우리나라 M&A 보험 관련 통계 자료를 이용하여 M&A 위험을 모델링하고 위험의 크기를 측정하여 분석해 본다. 분석 결과가 시사하는 점은 국내 M&A 보험의 손실 양상은 빈도는 어느 정도 일정하지만 심도가 아주 예측하기 어려운 양상을 보이기 때문에 전체 평균의 심도와 더불어 꼬리부분의 심도를 예의 주시할 필요가 있다는 것이다. 특히 보험료 계산 시, 보수적인 관점에서 꼬리부분의 불확실성이 고려되어야 할 필요성이 있으므로 VaR나 CTE 값들을 측정해보는 것이 유용한 참고 지표가 될 수 있을 것이다. 이 연구를 통해 우리나라 기업들과 전문가들이 M&A 위험에 대하여 더 많은 이해를 하고 M&A 보험을 사용한 위험관리 기법들을 활용함으로써 진정으로 기업가치를 제고시킬 수 있는 성공적인 M&A를 성사시키기를 기대한다.

주제어 : 인수 합병, M&A 위험, 위험관리, M&A 보험

### Profiles

**Changki Kim** : He received his B.S. and M.S. degree in mathematics from Seoul National University, Korea in 1988 and 1992, respectively, and M.S. degree in Actuarial Practice and Statistics, Ph. D. in Insurance, Financial Engineering, Risk Management from University of Iowa in 1998 and 2003, respectively. From 2006 to 2011, he was with the Australian School of Business, University of New South Wales as an Assistant Professor. He joined Korea University, Korea, in 2011, where he currently is a Professor at Korea University Business School. His main research interest includes financial engineering and various actuarial topics(changki@korea.ac.kr).

**So-Yeun Kim** : She received her B.S. degree in statistics from Seoul National University, Korea, in 1999, and the M.Math. and Ph.D. degrees in actuarial science from the University of Waterloo, Waterloo, ON, Canada, in 2001 and 2007, respectively. From 2001 to 2002 and from 2007 to 2009, she was an Associate with PricewaterhouseCooper LLP in Toronto, Canada. From 2009 to 2013, she was with the Korea Insurance Research Institute, Korea. She joined the School of Business Management, Hongik University, Korea, from 2013 to 2020 and now she is currently an Associate Professor at Seoul National University of Science and Technology. Her research interests include ruin theory and property and casualty insurance claims modeling(s22kim@seoultech.ac.kr).

**Dong-Hoon Shin** : He received his Ph.D. in Mathematics from the University of Georgia in 2009. He also received his M.S. and B.S. degrees from the Department of Mathematics of Korea University at Seoul and Chungnam, Republic of Korea in 2003 and 2000 respectively. Currently he is an Associate Professor with the Department of Global Finance and Banking at the Inha University at Incheon, Republic of Korea. His research interests include optimal control, regime-switching, derivatives pricing, and applications of derivatives for finance(dhshin@inha.ac.kr).