

21

인수, 합병 및 기업지배권

학습목표

- 21-1** 기업이 합병하는 합당한 이유를 설명할 수 있다.
- 21-2** 인수기업의 합병 이득과 비용을 추정할 수 있다.
- 21-3** 기업의 소유 또는 경영을 변경하기 위한 방법들을 묘사할 수 있다.
- 21-4** 인수합병 방어 전략을 묘사할 수 있다.
- 21-5** 차입매수 또는 경영자매수의 동기를 설명할 수 있다.
- 21-6** 합병의 효율성 증대 여부, 인수기업과 인수대상기업의 주주간의 합병이득에 대한 배분을 알 수 있다.



대부분 합병은 우호적으로 진행되지만, 기업의 성과가 좋지 못할 때에는 더 강한 경쟁기업이 먹어 치우는 경향이 있다.

©Ingram Publishing/SupersStock

합병 활동의 규모와 속도는 매우 놀라울 정도이다. 예를 들어, 표 21.1은 발생한 주요 합병 중 일부를 제시한 것이다. 규모가 아주 컸던 합병의 많은 경우가 다른 나라 기업과 관련된 합병이었음을 주목하라. 또한, 1995년부터 2017년까지 연도별 미국기업 간의 합병 건수를 보여주는 그림 21.1을 보면, 2017년 한 해 동안만 약 15,115건의 합병이 발생했고 그 금액은 무려 \$1조7천억에 이르는 것을 알 수 있다. 이같이 합병 활동이 활발한 시기에는 재무관리자는 인수대상 기업을 찾아 나서거나 다른 회사가 자사를 인수·합병할 가능성을 걱정하는 데 엄청난 시간을 소모하게 된다.

한 회사가 다른 회사를 사들이는 것은 일종의 투자이며, 따라서 자본투자결정의 기본 원칙이 그대로 적용된다. 즉 합병이 주주의 부에 긍정적 공헌을 한다면 그런 합병은 추진되어야 한다. 그러나 합병은 흔히 평가하기가 무척 까다로운 거래이기 때문에 그 혜택과 비용 또한 조심스럽게 정의되어야 한다.

기업 간 결합은 많은 경우 우호적으로 수행되지만 때로는 한쪽이 원치 않으면서도 억지로 제단에 끌려가는 것처럼 수행되기도 한다. 본 장에서는 이러한 적대적 인수·합병과 여기에 활용되는 공격과 방어적 주요 방법에 대해 알아본다.

일반적으로 기업이 인수되면 경영진은 교체된다. 이는 기업인수를 넓은 의미에서 기업지배권 시장의 일부로 설명하는 이유이다. 기업지배권 시장에서 발생하는 활동은 일상적인 기업인수의 범위를 훨씬 뛰어넘는 것이다. 위임장 경쟁(proxy contest)이나 차입매수(leveraged buyout) 또는 기업분할(divestiture)이 있을 때도 소유권이나 경영권이 바뀌는 것이 한 예이다. 본 장에서는 이렇게 기업 지배권이 변경되는 경우도 살펴본다.

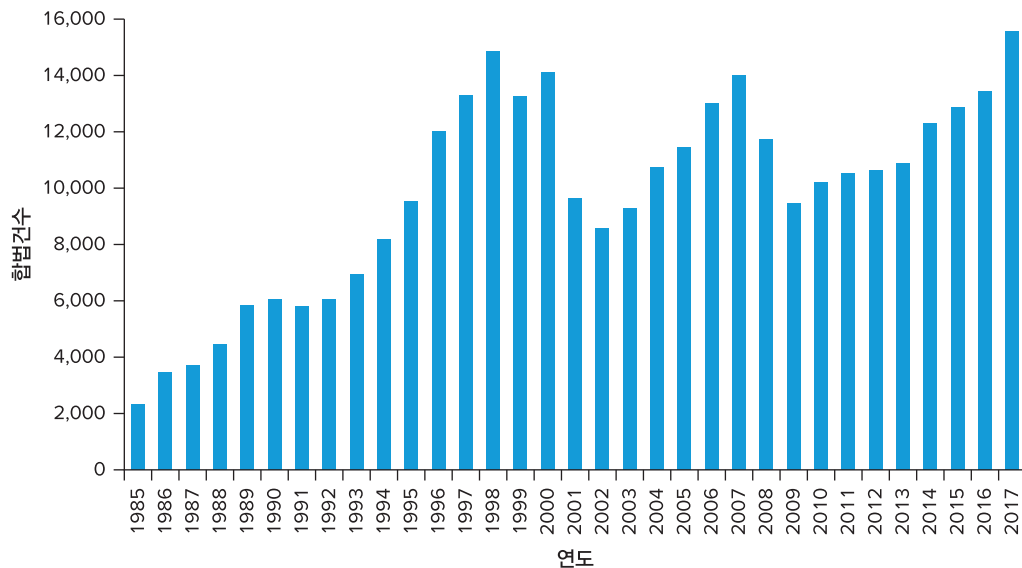
본 장의 끝에서는 합병으로 누가 이득을 보고 누가 손해를 보는지, 그리고 모든 것을 감안했을 때 합병이 과연 이득이 되는지 논의한다.

표 21.1 2017년과 2018년 주요 합병 발표 (주: 이러한 몇 합병은 여전히 진행중이고 규제당국의 승인 하에 있다.)

산업	인수회사	매각회사	금액(10억 달러)
통신	AT&T	TimeWarner	85
화학	Dow Chemical	DuPont	79
언론	Disney	21st Century Fox	71
제약/건강 보험	CVS Health	Aetna	69
농화학	Bayer (Germany)	Monsanto	66
안경	Essilor (France)	Luxottica (Italy)	54
담배	British American Tobacco (UK)	Reynolds American	49
농화학	China National Chemical (China)	Syngenta (Switzerland)	43
반도체	Qualcomm	NXP Semiconductors (Holland)	38
통신	Comcast	Sky (UK)	31
제약	Johnson & Johnson	Actelion (Switzerland)	30
항공	United Technologies	Rockwell Collins	30
철도 교통설비	Siemens Mobility Division (Germany)	Alstom (France)	16
소매	Amazon	Whole Foods	14

출처: Institute for Mergers, Acquisitions, and Alliances. <https://imaa-institute.org>.

그림 21.1 1985~2017년, 미국의 합병 건수

출처: Institute for Mergers, Acquisitions, and Alliances. <https://imaa-institute.org>.

21.1 합병에 대한 합당한 동기

합병은 수평적 합병, 수직적 합병, 기업집단 합병으로 분류된다. 수평적 합병(horizontal merger)은 동일 사업을 하는 두 기업 간의 결합으로, 이 경우 피인수기업은 과거 경쟁 관계에 있던 기업이다. 최근 발생한 대부분의 합병은 이러한 수평적 합병이었다. 표 21.1에 있는 좋은 예는 담배회사인 브리티쉬 아메리칸 토바코(British American Tobacco)와 레이놀즈 아메리칸(Reynolds American) 사이의 합병이다.

수직적 합병(vertical merger)에는 서로 다른 생산단계에 있는 기업들이 관련된다. 인수기업은 원자재 공급처를 확보하거나 최종 소비자 기반을 확대하기 위해 기업을 통합한

다. 따라서 청량음료회사가 설탕제조회사를 사들인다든지(후방 확장), 패스트푸드 체인을 자사 상품의 매출 창구로 사들이는(전방 확장) 것이다. 그 예로 약 \$79억의 마이크로소프트(Microsoft)의 노키아 핸드셋 서비스 영업(Nokia Handset and Services Business) 인수가 있다. 마이크로소프트는 노키아 모바일에 자사의 윈도우 전화 운영시스템을 설치할 의도를 가지고 있었다. (하지만 사실상 모험은 실패로 끝났고, 마이크로소프트는 노키아에 투자한 금액을 거의 잃었다.)

기업집단 합병(conglomerate merger)은 서로 관련이 없는 사업을 하는 회사 간의 합병이다. 예를 들어, 인도 회사인 타타그룹은 거대하면서 광범위하게 다각화된 회사이다. 그들의 인수는 에잇어클락 커피(Eight O'Clock Coffee), 코러스 스틸(Corus Steel), 재규어 랜드로버(Jaguar LandRover), 브리티쉬 솔트(British Salt), 리즈칼튼 보스턴(the Ritz Carlton, Boston)과 같이 다양하다. 미국의 어떤 기업도 타타그룹처럼 다각화된 회사는 없지만 1960년대와 1970년대 미국에서도 서로 관련이 없는 기업들끼리 합병은 일반적이었다. 이러한 기업집단 합병은 1980년대 들어서면서 그 수가 많이 감소하였다. 사실 1980년대에 일어난 많은 합병관련 활동은 10년 또는 20년 전에 형성된 기업집단 합병기업을 해체하는 일이었다.

21.1 셀프테스트

다음과 같은 가상의 합병은 수평적 합병인가, 수직적 합병인가, 아니면 기업집단 합병인가?

- 컴퓨터 제조사 레노버(Lenovo)의 델(Dell) 컴퓨터 인수
- 델 컴퓨터의 세이프웨이(Safeway, 슈퍼마켓 체인) 인수
- 세이프웨이의 캠벨 스프(Campbell soup) 인수
- 캠벨 스프의 레노버 인수

많은 기업인수와 합병은 결합된 영업활동의 효율성으로부터 발생하는 잠재적 이득을 획득하려는 동기에서 시작된다. 이러한 합병은 시너지(synergy)를 만들어 낸다. 이는 두 기업이 따로 있을 때보다 하나로 합칠 때 더 가치가 높아진다는 것을 의미한다.

이러한 차이를 염두에 두고, 왜 기업이 때때로 서로 분리되어 있는 것보다 함께 하는 것이 더 가치가 높은지를 고려하려고 한다. 우리는 약간의 두려움으로 시작한다. 합병이 종종 실질적인 이익을 가져다주지만, 뚜렷한 이익은 종종 신중하지 못하거나 자신감이 지나친 관리자를 인수의 재난으로 유혹하는 신기루라 할 수 있다. 이는 AOL이 2000년에 타임워너(Time Warner)를 인수하기 위해 기록적인 \$1,560억을 쓴 사례이다. 소비자에게 포괄적인 미디어 및 정보 제품 패키지를 제공할 수 있는 회사를 만드는 것이 목표였다. 그것은 효과가 없었고, 10년 안에 두 회사는 포기하고 분리되었다. 그 시점에서 \$2,000억 이상의 가치가 증발했다.

수많은 합병이 그럴 듯하게 보이기는 했지만 결국 실패하고 말았는데 이는 각기 다른 생산과정과 임금구조, 또는 회계방식을 가진 두 회사를 통합하는 복잡한 과업을 제대로 수행하지 못했기 때문이다. 게다가 대다수 사업의 가치는 경영자, 숙련공, 과학자, 엔지니어의 인적자산(human assets)에 의해 영향을 받는다. 이러한 사람들이 합병기업에서 새롭게 부여된 역할에 만족하지 못하면 이러한 인적 자원 중 가장 뛰어난 사람들은 회사를 떠나게 된다. 날마다 일과가 끝나면 퇴근하는 인적자산에 너무 많은 비용을 지불하지 않도록 조심해야 한다.

아래에서 제시하는 다임러-벤츠(Daimler-Benz)와 크라이슬러(Chrysler)간의 \$380억 규모의 합병을 고려해 보자. 이 합병은 자동차 산업에서 통합의 모범으로 칭찬받았지

만, 통합 초기에는 두 개의 전혀 이질적인 기업문화 간의 갈등으로 상당히 많은 문제가 발생하였다.

독일 이사회(management-board)의 이사들에게는 어떤 이슈에 관해서든지 상세한 지침서를 작성해 주는 비서가 있었다. 반면, 미국의 이사들에게는 그러한 비서가 없었으며 엔지니어나 전문가와 직접 대화하면서 의사결정을 해야 했다. 독일식 의사결정은 최고위층의 최종 승인을 얻기까지 번거로운 관료주의적 절차를 거쳐야 했다. 하지만, 일단 승인을 얻고 나면 확고부동하였다. 미국식 의사결정은 중간 관리자들이 스스로 알아서 결정하도록 했는데 때로는 그 결정은 고위급 임원의 승인을 얻지 않고 진행되기도 하였다.

……문화적 통합 역시 금방 손에 잡히지 않는 어려운 과업이었다. 두 기업 간 입이 딱 벌어질 정도의 임금 격차는 겉으로 드러나지 않는 긴장을 조성하였다. 미국 근로자들은 동급의 독일 사람들보다 2배, 3배, 심지어 어떤 경우에는 4배나 많은 임금을 받았다. 반면에 미국 근로자들의 비용 시스템은 독일 근로자에 비해 매우 엄격하게 관리되었다. 다임러 측 고용원들은 반나절 회의를 위해 비행기로 파리나 뉴욕으로 날아가고, 환상적인 저녁식사와 값비싼 호텔에서 밤을 지내는 일들을 아무렇지 않게 생각하였다. 미국 고용원들은 그런 사치스러운 행동에 하얗게 질려 버렸다.¹⁾

크라이슬러를 인수한 지 9년 후 다임러-벤츠는 결국 손을 들고 말았다. 다임러-벤츠는 크라이슬러 지분의 80%를 서버러스 캐피탈 매니지먼트(Cerberus Capital Management)라는 차입매수(leveraged-buyout) 전문회사에 넘긴다고 발표하였다. 보다 구체적으로 살펴보면, 다임러벤츠는 크라이슬러를 떠나는 조건으로 서버러스에게 \$677백만을 지불하였다. 대신에 서버러스는 약 \$180억에 달하는 연금 및 의료 관련 부채를 떠안고, 크리어슬러와 크라이슬러의 금융 자회사에 \$60억을 투자하기로 합의하였다.

이상은 합병의 혜택을 실현하는 일이 얼마나 어려운가를 잘 설명한다. 이 사례와 더불어 합병이 의도했던 시너지를 달성하기는 했지만, 인수자가 너무 높은 가격을 지불했기 때문에 결국 손해를 본 경우도 있다. 매입자가 한물간 재고를 과대평가하거나 노후화된 공장을 수리하는 비용을 과소평가하거나 혹은 결합상품에 대한 보증 비용을 간과했을 때가 바로 그런 경우이다. 예를 들어, 2007년 뱅크오브아메리카(Bank of America)가 컨트리와이드 파이내셜(Countrywide Financial)을 인수했을 때 컨트리와이드의 모기지 관련 손실 규모와 컨트리와이드의 대출 관행에서 물려받은 법적 부채로 인해 피해를 입었다. 합병으로 인한 뱅크오브아메리카의 손실은 \$500억가 넘는 것으로 추산되었다.

이런 점에 유의하면서 이제 잠재적인 합병 시너지의 원천을 살펴본다.

규모의 경제

우리가 모두 좀 더 부유해지면 보다 행복할 것이라고 생각하는 것처럼 경영자들은 언제나 회사가 좀 더 커지면 보다 경쟁력이 있을 것이라고 믿는다. 경영자들은 규모의 경제(economies of scale), 즉 생산량을 증가시켜 단위당 고정비용을 낮출 기회를 가지고 싶어한다. 예를 들면, 하인즈(Heinz)와 클래프트 푸드(Kraft Foods)가 2015년에 인수계획을 발표했을 때 그들은 2017년 말까지 \$15억의 연간 비용절감을 예측하였다. 이러한 비용절감은 대부분 덜 효율적인 제조시설의 문을 닫고 노동비용을 줄이기 위한 기회가 있을 수 있는 북미 시장의 규모의 경제로부터 나온 것이다. 또한, 더 많은 결합된 매출은 회사가 소매점과 레스토랑과 더 나은 흥정을 하는데 도움이 될 수 있었다.²⁾ 그렇지만 비용절감에 대해 지나치게 낙관적인 예측은 경계해야만 한다. 위의 글상자에는 한 은행의 합병이 예측했던 시너지를 달성한 것이 아니라 엄청난 실패로 끝난 상황이 제시되어 있

1) From B. Vlasic and B. A. Stertz, Taken for a Ride: How Daimler-Benz Drove Off with Chrysler, pp. 302, 319, 2000 HarperCollins Publishers.

2) "Analysis of the Kraft-Heinz Merger" 포브스, 2015년 3월 30일을 참조하라.

일본 최대 규모의 세 은행이 하나로 합쳐 미즈호 뱅크(Mizuho Bank)가 되었을 때 그 자산규모는 \$1,5조에 달하였다. 이는 당시 세계 최대 은행이었던 도이체뱅크(Deutsche Bank)의 두 배가 넘는 규모였다. “미즈호”라는 이름은 “풍성한 쌀 수확”이라는 뜻이다. 은행 경영진은 세 은행의 합병이 시너지의 풍성한 수확을 거둘 것이라고 장담했다. 주주들에게 보내는 메시지에서 은행장은 이번 합병이 “21세기를 향해 용솟음치는 종합 금융서비스 그룹”을 만들어 낼 것이라고 주장하였다. 은행장은 합병은행이 “고객 기반의 강하고 최상의 금융 및 정보 기술을 바탕으로 종합 금융서비스를 통해 그룹의 엄청난 힘을 최대한 활용함으로써 ... 새로운 시대를 이끌어 나아갈 것”이라고 예측하였다. 은행을 합병하는 데 소요되는 비용은 ¥1,300억으로 추산되었지만, 미래 이득이 연간 ¥4,660억에 이를 것으로 경영진은 예측하였다.

합병 발표 후 몇 개월 안에 새 파트너 간에 다툼이 있다는 보도가 나오기 시작하였다. 한 가지 문제는 IT 영역이다. 처음에는 세 시스템 중 하나를 채택하기로 했지만 결국 세 은행은 각기 다른 시스템을 사용하고 “릴레이” 컴퓨터를 통해 서로 연결하기로 결정하였다.

합병 발표 3년 후 2002년 4월 1일 이 새로운 은행이 영업을 시작하였다. 그러나 불과 5일 만에 컴퓨터의 사소한 결함이 엄청난 혼란을 일으켰다. 약 7,000개의 현금지급기가 작동하지 않았고, 60,000개의 계좌에서 같은 거래에 돈이 두 번이나 빠져 나갔고, 수백만 장의 청구서에 대해 지급이 이루어지지 않았다.

이코노미스트는 2주일이 지나고서 일본 최대의 가스회사인 도쿄 가스는 여전히 ¥22억을 받지 못하고 있다고 보도하였다. 최대 통신 회사인 NTT는 ¥127억을 수급해야 하는데 약 76만 장에 달하는 청구서 중 어느 것이 이미 납부되었는지 알 수 없었기 때문에 고객들에게 숫자대신 별표가 찍힌 영수증을 우송할 수밖에 없었다.

미즈호 뱅크를 창립할 때의 한 가지 목표는 IT시스템에서 경제성을 추구하는 것이었다. 시작부터 불거진 커다란 실패는 그것을 실현하는 것보다 합병시너지를 예측하는 일은 더 쉽다는 사실을 극적으로 예시하고 있다.

출처: 미즈호뱅크의 창립과 영업개시와 관련된 문제는 여기에 잘 묘사되어 있다. “Undispensable: A Fine Merger Yields One Fine Mess,” *The Economist*, April 25, 2002 © The Economist Newspaper Limited, London (April 25, 2002).

다. 규모의 경제를 달성하는 일은 수평적 합병의 자연스러운 목표이다.

그러나 이러한 경제적 효과는 다각적 합병의 경우에도 존재한다는 주장도 있다. 이 같은 합병의 설계자들은 회계, 재무 통제, 최고위 경영진 등과 같은 핵심 서비스를 공유하는 데서 발생하는 규모의 경제에 설계의 초점을 맞추어 왔다.

수직적 통합의 경제

일반적으로 대기업은 제품 생산에 소요되는 원자재 공급원 쪽의 후방으로, 또는 최종 소비자 쪽의 전방으로 확장하여 생산과정 전반에 걸쳐 통제와 협력을 확보하려 한다. 이를 달성하는 한 가지 방법은 공급업체나 고객사와 합병하는 것이다.

수직 통합은 조정 및 관리를 용이하게 한다. 극단적인 예를 살펴보자. 비행기를 소유하지 않은 항공사를 생각해 보자. 보스턴에서 샌프란시스코까지의 항공편에 대한 티켓을 판매하는 경우 다른 회사에서 비행기를 임대한다. 아마도 이러한 방식은 소규모로 진행될 수 있지만, 매일 수백 건의 임대 계약을 조정해야 하는 주요 항공사에게는 관리상의 악몽이 될 것이다. 모든 주요 항공사가 비행기 대여 회사를 활용하는 대신 자신의 비행기를 구매하여 활용하는 후방통합을 피하는 것은 놀라운 일이 아니다.

이 예에서 알 수 있듯이, 두 회사가 불가분의 관계에 있을 때 수직 합병이 의미가 있는 경우가 많다. 예를 들어, 광석 운송 비용을 줄이기 위해 제련소를 광산 옆에 위치시켜야 할 수도 있다. 이러한 경우 장기 계약 하에서 운영되는 별도의 회사로 활동을 하는 것이 가능할 수 있지만, 그러한 계약은 모든 가능한 상황 변화를 허용할 수는 없다. 따라서 운영의 두 부분이 서로 의존성이 높은 경우, 동일한 회사 내에서 결합하여 어떻게 자산을 최선으로 사용할지를 결정하는 것이 좋다.

수직적 통합의 유행은 시들해진 것으로 보인다. 많은 기업들은 많은 유형의 영업 활동을 외주(outsourcing)하는 편이 더 효율적임을 배워가고 있다. 예를 들어, 1950년대와 1960년대로 돌아가면 제너럴 모터스(General Motors)가 주요 경쟁사들보다 원가 우위를 가진 것으로 여겨졌는데, 그 이유는 GM이 자체 생산한 부품을 더 많이 사용했기 때문이다. 반면, 1990년대부터는 포드(Ford)와 크라이슬러(Chrysler)가 보다 우위를 가지게 되었다. 즉 이들 기업이 외부 납품업체에게서 부품을 더 싸게 공급받을 수 있게 된 것

이다. 이는 외부 납품업자들이 비노조원 근로자를 고용하는 경향이 있었다는 것으로 일부분 설명될 수 있다. 그러나 제조업자는 기업집단에 속한 생산시설보다는 독립된 납품업체에 대해 더 높은 협상력을 가지는 것이 또 다른 이유인 것으로 보인다. 1998년 GM은 자사의 지동차부품 사업부인 델파이(Delphi)를 스핀오프(spin-off)하기로 결정하였다. 스핀오프 이후 GM은 계속하여 델파이로부터 많은 양의 부품을 구매하였지만, 구매에 대해 상호대등한 입장에서 협상하였다.

보완적 자원의 결합

많은 소기업이 자사의 성공에 필요한 부분을 채워 줄 수 있는 대기업에 인수되고는 한다. 소기업은 고유한 제품을 보유하고 있지만 대량으로 생산하고 판매하는 데 필요한 엔지니어링과 판매조직은 부실한 경우가 많다. 기업이 바닥으로부터 혼자서 공학적 재능과 판매능력을 개발할 수도 있지만, 이미 상당한 능력을 갖춘 기업과 합병하는 편이 더 빠르고 경제적이다. 두 기업은 보완적 자원(complementary resources), 즉 각자 상대방이 필요로 하는 것을 가지고 있으며, 이 경우 두 기업의 합병은 일리가 있다. 또한 합병을 통해 개별기업 혼자서는 추구하지 못할 새로운 기회가 열리기도 한다.

최근 몇 개의 주요 제약 회사는 수익성이 높은 제품에 대해 특허를 통한 보호를 더 이상 받지 못하게 되었고 이로 인한 손실을 상쇄할 수 있는 유망한 새로운 화합물로 제품 파이프라인을 채우지 못했었다. 이로 인해 생명 공학 회사의 인수가 증가하고 있다. 예를 들어, 2017년 브리스톨 마이어스(Bristol Myers)는 2개의 전임상 면역 요법 프로그램을 보유한 신생 기업인 아이에프엠 테라피스트(IFM Therapeutics)를 인수했다. 브리스톨 마이어스(Bristol Myers)는 아이에프엠(IFM)의 약물이 자체의 면역 요법 치료에 잘 맞는다고 계산했다. 동시에 아이에프엠(IFM)은 제품을 시장에 출시하는 데 필요한 자원을 확보했다.

잉여 자금 활용을 위한 합병

당신의 기업이 성숙 산업에 속해 있다고 가정하라. 기업은 상당한 규모의 현금을 창출하지만, 수익성 있는 투자 기회는 별로 없다. 이상적으로, 그런 기업은 배당금을 증가시키거나 자시주 재매입으로 잉여 현금을 주주에게 분배해야 한다. 불행히도 열정적인 경영자들은 이런 방식으로 기업을 위축시키는 정책을 채택하기를 매우 싫어한다.

기업이 자사주를 재매입할 의사가 없다면, 대신 다른 기업 주식을 매입할 수도 있다. 이와 같이 여유자금은 있지만 좋은 투자기회가 별로 없는 기업들은 자사의 자기자본을 효율적으로 사용하는 방안으로 현금에 의한 합병을 택하는 경우가 많다.

과도하게 현금을 보유하고 있으면서도 이를 주주에게 나눠 주거나 현명한 기업인수로 활용하지도 않는 기업은 현금을 효율적으로 활용하려는 다른 기업에 의해 인수대상이 되는 경우가 많다. 1980년대 초 유가 하락기에 현금 보유가 많은 석유회사 대다수는 자신이 인수될 위협에 노출되어 있음을 알게 되었다. 이는 현금이 고유한 자산이었기 때문이 아니라 인수 시도자들이 회사의 현금흐름이 음(-)의 NPV를 가진 석유탐사 프로젝트에 낭비되지 않도록 이를 선점해 버리려는 이유 때문이었다. 이 장 뒷부분에서는 인수의 잉여 현금흐름(freecash-flow) 동기에 대해 살펴본다.

비효율성 제거

현금은 부실한 경영진에 의해 낭비될 수 있는 유일한 자산이 아니다. 비용을 줄이고 판매 및 수입을 늘릴 수 있는 아직 활용되지 않은 기회를 가진 기업들이 항상 있다. 이러한 기업들은 더 나은 관리 능력을 가진 다른 기업의 인수 대상이다. 경우에 따라 “더 나은 경영”은 단순히 고통스러운 비용절감을 강요하거나 회사의 운영을 재조정하려는 결정을

의미할 수 있다. 이러한 인수의 동기는 두 기업을 결합함으로써 얻는 이익과는 아무런 관련이 없다는 것에 주목하라. 인수는 단순히 새로운 경영팀이 기존 경영팀을 대체하는 메커니즘이다.

합병이 경영을 개선하는 유일한 방법은 아니지만, 때로는 간결하고 실용적인 대안이 없는 경우가 있다. 경영자는 당연히 스스로 해고하거나 강등하기를 꺼려하며, 그리고 대기업의 주주는 보통 기업을 어떻게 운영하는지 누가 운영하는지에 직접적인 영향을 미치지 않는다.

이러한 합병 동기가 중요하다면 기업인수 이후 인수대상회사의 경영진 변화가 자주 관찰될 것으로 기대할 수 있다. 이는 사실인 것으로 보인다. 예를 들어, 마틴(Martin)과 맥코넬(McConnell)은 CEO가 인수 전보다 인수 후에 4배 더 교체될 가능성이 높다는 것을 발견했다.³⁾ 그들이 연구한 기업들은 일반적으로 성과가 좋지 않았다. 분명히, 이러한 기업들 중 많은 기업이 어려운 시기를 보내고 있었고, 합병에 의해 구출되었다.

산업 통합

효율성을 향상시킬 수 있는 가장 큰 기회는 너무 많은 기업과 생산능력을 가진 산업에서 오는 것 같다. 이러한 조건은 종종 인수합병의 물결을 일으켜 결국 회사가 생산과 고용을 줄이도록 하고 경제의 다른 부분에 재투자를 위해 자본을 풀도록 한다. 예를 들어, 냉전 종식 후 미국 국방 예산이 하락했을 때 국방 산업에서 통합을 위한 인수가 이어졌다.

은행 산업은 또 다른 예이다. 미국에서는 상당 부분 주간 은행업무(interstate banking) 제한에 대한 결과로써 1980년대 너무 많은 수의 은행이 있었다. 이러한 제한이 완화되고 기술이 개선되면 수백 개의 소규모 은행이 지역 또는 “슈퍼 지역” 은행으로 정리되었다. 기업들이 유럽 은행 시장에서 경쟁하기 위해 재정적인 힘을 얻으려고 노력함에 따라 유럽 또한 은행 합병의 물결을 경험했다. 여기에는 UBS와 스위스뱅크(Swiss Bank Corp, 1997), BNP와 뱅큐파리바스(Banque Paribas, 1998), 뱅코 산타데르(Banco Santander)와 뱅코 센트랄 히스페니코(Banco Central Hispanico, 1999), 커머즈뱅크(Commerzbank)와 드레스너 뱅크(Dresdner Bank, 2009)의 합병이 포함되었다.

세금 및 국경 간 합병

2016년 아일랜드 제약 회사인 샤이어(Shire)는 미국 회사 박살타(Baxalta)를 인수했다. 이번 거래는 세금전도(tax inversion)의 예였다. 2018년 이전에 미국은 해외에서 벌은 법인 이익에 조차 세금을 부과했다. 다른 국가는 국내에서 얻은 이익에 대해서만 세금을 부과한다. 외국 기업과의 합병으로 인해 미국 법인이 해외로 이주했을 때 여전히 미국 이익에 대해 미국 세금을 납부해야 했지만 더 이상 다른 곳에서 얻은 이익에 대해서는 미국 세금을 납부하지 않았다. 미국 법인세율은 다른 선진국의 세율보다 훨씬 높았기 때문에, 종종 외국 회사와 합병함으로써 회사가 외국으로 이주할 강한 동기가 있었다. 법인세율이 12.5%인 아일랜드는 미국의 35%의 세율보다 훨씬 낮은 세금전도의 수혜자였다. 2018년 미국은 법인세율을 21%로 낮추고 영토세로 전환했으며, 더 이상 해외에서 벌어들인 법인소득에 과세하지 않았다. 따라서 세금전도 합병에 대한 동기가 사라졌다.

3) K. J. Martin and J. J. McConnell, “Corporate Performance, Corporate Takeovers, and Management Turnover,” *Journal of Finance* 46 (June 1991), pp. 671-687.

21.2 합병에 대한 미심쩍은 이유

지금까지 설명한 합병 동기는 모두 경제적 타당성을 가진다. 그러나 합병의 이유로 제시되는 다른 주장들의 경제적 타당성은 그 논리가 의심스럽다. 여기에 두 가지가 있다.

다각화

앞서 우리는 현금이 풍부한 회사의 경영자들은 이를 추가 배당으로 분배하기보다는 기업인수 자금으로 사용하는 것을 선호한다고 하였다. 이러한 이유로 성장이 정체된 산업에 속한 현금이 풍부한 기업들은 종종 합병을 통해 새로운 분야로 진출하려는 것을 보게 된다. 그렇다면 다각화(diversification) 자체의 목적은 무엇인가? 다각화로 위험이 낮아지는 것은 분명하다. 이것은 합병에 따른 이득이 아닌가?

이 주장이 지닌 한 가지 문제점은 기업보다는 주주가 스스로 다각화하는 편이 더 쉽고 경제적이라는 데 있다. A 기업의 주주들이 B 기업 주식을 사서 자신들의 포트폴리오를 분산할 수 있을 때 왜 A 기업이 B 기업을 인수하여 다각화를 해야 하는가? 두 기업이 각각의 영업을 결합하는 것보다 투자자들이 분산 투자하는 편이 훨씬 더 쉽고 비용이 적게 든다. 투자자들이 다각화 기업에 대해 프리미엄을 지불한다는 증거는 거의 없다. 사실 할인이 더욱 일반적이다.

부트스트랩 게임

1960년대 일부 복합기업(conglomerate company)들은 분명히 경제적 이득이 없는 기업인수를 단행하였다. 그럼에도 불구하고, 복합기업의 공격적인 전략은 수년간에 걸쳐 주당 순이익(earning per share: EPS)의 증가를 가져 왔다. 어떻게 이런 일이 가능한지 이해하기 위해 잘 알려진 복합기업 월드엔터프라이즈(World Enterprises)가 머크 앤드 슬러리(Muck and Slurry)를 인수한 사례를 살펴보자.

예제

21.1 ▶

부트스트랩 게임

표 21.2의 처음 두 열에는 두 기업의 합병 이전의 상태가 제시되어 있다. 머크 앤드 슬러리는 상대적으로 성장 전망이 낮아서 주가이익비율(PER)이 월드엔터프라이즈보다 낮은 점에 주목하자(셋째 줄).

표 21.2 월드엔터프라이즈의 시장 가치와 주당 순이익에 대한 합병의 영향

	합병 전 월드 엔터프라이즈	머크 앤드 슬러리	합병 후 월드 엔터프라이즈
1. 주당 순이익(EPS)	\$2	\$2	\$2.67
2. 주가	\$40	\$20	\$40
3. 주가이익비율 (PER)	20	10	15
4. 발행주식 수	100,000	100,000	150,000
5. 이익 합계	\$200,000	\$200,000	\$400,000
6. 시장가치 합계	\$4,000,000	\$2,000,000	\$6,000,000
7. 주식에 투자된 \$1당 당기순이익	\$0.05	\$0.10	\$0.067

주: 월드엔터프라이즈가 머크 앤드 슬러리를 매입할 때 이득은 없다. 따라서 이익 합계와 시장가치 합계는 합병의 영향을 받지 않는다. 그러나 주당 순이익은 상승한다. 월드엔터프라이즈(주당 \$20에)는 머크 앤드 슬러리 주식 10만 주 인수를 위하여 단지 5만 주(주당 \$40에)만 발행하였다.

이 합병으로 경제적 이득은 발생하지 않으며, 따라서 두 회사가 서로 독립된 경우나 합친 경우에도 그 가치는 같다고 가정한다. 합병 후 월드엔터프라이즈의 가치는 분리된 두 기업의 가치합계와 같아야 한다(여섯째 줄).

월드엔터프라이즈 주가는 머크 앤드 슬러리 주가의 두 배에 거래되기 때문에(둘째 줄), 월드엔터프라이즈는 자사 주 5만 주에 대해 머크 앤드 슬러리의 10만 주를 매입할 수 있다. 그러므로 월드엔터프라이즈의 합병 후 발행주식 수는 15만 주가 된다.

합병으로 월드엔터프라이즈의 이익은 두 배가 되었지만(다섯째 줄), 주식 수는 50%만 증가하였다. 따라서 주당 이익은 \$2.00에서 \$2.67로 증가하게 된다. 합병에 의해 아무런 이득이 창출되지 않았고 두 기업의 결합 가치도 증

가하지 않았기 때문에 이를 부트스트랩 효과(bootstrap effect)라고 한다. 머크 앤드 슬러리의 인수에도 월드엔터프라이즈의 주가는 변화가 없었기 때문에 주가이익비율(PER)은 낮아진다(셋째 줄).

합병 이전에 월드엔터프라이즈에 투자된 \$1은 빠른 성장 전망과 함께 당기순이익 5¢를 창출하였다. 반면에 머크 앤드 슬러리에 투자된 \$1은 비록 당기순이익 10¢를 창출하지만 느린 성장 전망을 보였다. 합병으로 총시장이치가 변하지 않았다면 합병기업에 투자된 \$1은 월드엔터프라이즈 혼자일 때보다는 느리지만 머크 앤드 슬러리보다는 빠른 성장과 함께 6.7센트의 당기순이익을 창출한다. 머크 앤드 슬러리의 주주들에게는 당기순이익은 낮아지지만, 보다 빠른 성장세를 나타내준다. 모든 사람이 이러한 관계를 알고 있다면 어느 쪽에도 이익이나 손실은 없다.

금융시장의 시세 조종자들은 종종 시장이 이런 관계를 파악하지 못하게 하려 애쓴다. 투자자들이 월드엔터프라이즈 시장의 열정에 속아 합병 후 주당 순이익(EPS) 증가분 33%를 지속가능한(sustainable) 성장으로 착각했다고 하자. 그렇다면 월드엔터프라이즈 주가는 상승하고 두 회사의 주주들은 쓸모없는 무언가를 얻는 셈이 된다. ■

이제 부트스트랩 게임이 어떻게 진행되는지 알 수 있을 것이다. 가령 어떤 회사가 높은 주가수익비율(PER)을 보이고 있다고 하자. 주가수익비율이 높은 이유는 이 회사의 미래 이익이 빠르게 성장할 것이라는 전망 때문이다. 이런 높은 성장성은 자본투자나 제품 개선, 영업효율성 증가에 의한 것이 아니라 주가수익비율이 작은 저성장 기업 매수에 의한 것이다. 장기적으로 주가수익비율이 작아지고 성장이 느려지는 결과를 가져오지만, 단기적으로는 EPS를 엄청나게 증가시킬 수 있다. 투자자들이 여기에 속는다면, 해당 기업은 PER를 낮추지 않고도 높은 EPS를 달성할 수 있다. 그러나 투자자들을 계속 속이려면, 동일한 복리이자율로 합병에 의한 확장을 계속해 나가야 한다. 명백히 영원히 이렇게 할 수는 없다. 언젠가는 그 확장 속도가 느려지거나 아예 멈추게 된다. 그러면 이익 성장은 멈추고, 종이로 지은 집은 허물어지고 만다. **PER이 낮은 기업을 인수함으로써 EPS를 높일 수 있다. 그러나 이런 EPS의 증가가 주가를 올리는 못한다. 단기적인 이익의 증가는 미래 이익 성장의 둔화로 상쇄된다.**

21.2 셀프테스트

가령 머크 앤드 슬러리가 위의 예에서보다 더 나쁜 성장 전망을 보이고 있고 주가는 단지 \$10에 불과하다고 가정하자. 이 경우 합병 효과를 다시 계산해보라. 월드엔터프라이즈는 위의 예에서와 동일한 당기순이익을 이제 더 적은 수의 주식으로 살 수 있기 때문에 EPS는 더 많이 증가하는 것으로 나타나야 한다.

21.3 합병의 메커니즘

회사를 인수하는 일은 기계설비 하나를 구매하는 것보다 훨씬 더 복잡한 일이다. 그러나 여기서는 세금이나 회계상의 복잡한 문제를 다루지는 않고, 단지 합병이 지닌 다양한 형태를 설명하고, 반독점법이 어떻게 합병을 가로 막는지를 살펴본다.

인수형태

한 기업이 다른 기업을 인수하는 데는 세 가지 방법이 있다. 한 가지 가능성은 두 기업을 하나로 **합병(merger)**하는 것이다. 이 경우에는 인수기업이 피인수기업의 모든 자산과 부채를 인수받는다. 인수되는 기업은 사라지고 구주주들은 현금이나 인수기업의 주식을 받는다. 합병은 두 회사 주주 50% 이상의 동의를 얻어야 한다.⁴⁾

다른 대안은 현금이나 주식, 기타 증권을 지급하고 인수대상기업의 주식을 매입하는 것이다. 피인수기업은 별개의 기업으로 계속 존속하지만, 인수회사의 소유가 된다. 인수대상기업 경영자의 승인과 협력을 구하는 것이 일반적이기는 하지만, 이들이 저항한다면

합병

인수기업이 피인수기업의 모든 자산 부채를 인수하여 두 개의 기업이 하나로 결합되는 것.

4) 회사설립허가서와 주(state)의 법은 때때로 더 높은 비율을 명시한다.

텐더오퍼

기업의 주주들의 주식을 매입하기 위해 외부인이 직접 제안하여 시도하는 인수.

인수

기업의 보통주나 자산의 매입에 의해 기업을 인수하는 것.

인수기업은 발행주식의 과반수를 취득하려고 시도한다. 주주들로부터 직접 주식을 매입하겠다고 제안함으로써 인수기업은 피인수기업의 경영진을 완전히 우회해 갈 수 있다. 이처럼 주식 매입을 제안하는 것을 **텐더오퍼(tender offer)**라고 한다. 텐더오퍼가 성공하면, 인수기업은 기업지배권을 확보하게 되고 필요한 경우 기존 경영자들을 교체한다.

세 번째 접근방법은 피인수기업의 자산을 매입하는 것이다. 이 경우 자산의 소유권이 양도되어야 하며, 매각대금은 매도하는 기업의 주주가 아닌 기업 자체에 직접 지급된다. 인수·합병(M&A)이라는 용어는 다소 혼동될 수 있다. 이 용어는 어떤 형태이든지 기업 간 결합이나 인수를 의미하는 말로 느슨하게 사용된다. 그러나 엄밀하게 말하면 합병이란 두 기업의 모든 자산과 부채를 결합하는 것을 의미한다. **인수(acquisition)**란 다른 기업의 주식이나 자산을 매입하는 것이다.

합병, 독점금지법 및 반대 정서

합병이 반경쟁적이거나 지나치게 큰 시장지배력을 창출할 것이라고 판단되면 정부 당국이 이를 가로막을 수도 있다. 정부 반대의 위협조차도 회사의 계획을 망칠 정도로 충분할 수 있다. 예를 들어, 법무부가 할리 버튼(Halliburton)과 베이커 휴(Baker Hughes) 사이의 계획된 합병을 막기 위해 소송을 제기했을 때, 두 회사는 합병계획을 포기했다.

미국 이외 국가에서 사업할 때도 해당 국가의 독점금지법에 주의해야 한다. 예를 들어, 도이치 보스(Deutsche Börse)와 뉴욕 주식거래소가 합병을 발표했을 때, 유럽집행위원회(European Commission)는 이번 합병이 유럽 파생상품시장에서 지나치게 지배적인 위치를 차지할 것이라고 판결했다.

합병은 공식적으로 아무런 반독점 문제가 없는 경우에도 정치적인 압력과 국민정서 때문에 비난받기도 한다. 예를 들어, 2005년 미국의 펩시콜라(Pepsi Cola)가 프랑스의 다농(Danone) 식품회사를 인수한다는 뉴스는 프랑스 사람들의 반감을 불러 일으켰다. 프랑스 수상은 합병 반대파에 가세하면서 프랑스 정부가 외국인 소유로부터 보호해야 할 전략산업 목록을 작성하고 있다고 발표하였다. 요구르트 생산이 이런 전략산업에 속하는지는 불확실하였다.

경제 국가주의는 유럽에만 국한되지 않는다. 예를 들어, 사이버 스파이에 대한 우려로 인해 2012년 미국 하원 위원회는 연방 정부가 미국 기업과 중국 통신 회사의 합병을 차단해야 한다고 권고했다. 2018년 미국은 싱가포르 기반 브로드콤(Broadcom)의 미국 칩 제조업체 퀄컴(Qualcomm)의 인수 입찰을 차단했다. 미국 정부는 외국 기업이 미국 기술에 접근하는 것에 대해 “국가안보 우려(national security Concerns)”를 인용했다.

21.4 합병의 평가

합병을 제안받았을 때 이를 평가해야 할 책임이 있으면 다음과 같은 두 가지 질문에 대해 깊이 생각해보아야 한다.

1. 전체적으로 보았을 때 합병이 이득이 있는가? 다시 말해 합병이 가치를 증대시키는가? 두 기업이 각기 별도로 있을 때보다 하나로 합쳐져 있을 때 더 가치가 있는가?
2. 합병 조건이 우리 회사와 주주들에게 득이 되는가? 만약 비용이 너무 많이 들고 모든 경제적 이득이 다른 회사로 가버린다면 그 합병은 아무런 의미가 없다.

언뜻 보기에 단순한 이런 질문에 답하기는 결코 쉬운 일이 아니다. 어떤 경제적 이득을 계량화하는 것이 거의 불가능하며, 복잡한 방식의 합병 자금조달은 거래의 진정한 조건을 이해하기 어렵게 할 수도 있다. 그렇지만 합병을 평가하는 기본 원칙은 그렇게 어려운 것은 아니다.

BEYOND THE PAGE



합병 계산기

mhhe.com/brealey10e

현금지급에 의한 합병

다음과 같은 매우 간단한 수치의 예에 집중해 보자. 당신의 회사 시스누어 푸드(Cislunar Foods)는 작은 경쟁 식품회사인 타겟 회사(Targetco)의 인수를 검토하고 있다. 시스누어 푸드는 타겟 회사의 주식을 주당 \$19에 전량 현금으로 매수하겠다고 제안하고 있다. 두 회사의 재무정보는 표 21.3에 나타나 있다.

질문 1 시스누어와 타겟 회사는 왜 별도로 있을 때보다 하나로 합쳐져 있을 때 더 가치가 있는가? 마케팅, 유통, 관리업무 등을 통합함으로써 두 회사는 영업비용을 감소시킬 수 있으며, 타겟 회사가 영업하는 지역에서는 수입이 증대될 가능성도 있다고 가정하자. 표 21.3의 맨 오른쪽 열에는 두 기업이 하나로 합쳐서营业을 수행할 때의 예상 수입, 비용, 이익이 제시되어 있다. 합병 후 연 영업비용은 두 회사 각각의 비용을 합한 것보다 \$200만 감소하며, 수입은 \$200만 더 증가한다. 그러므로 예상 이익은 \$400만 증가한다.⁵⁾ 합병으로 창출되는 단 한 가지 시너지 효과는 이익의 증가라고 가정한다.

합병에 따르는 경제적 이득은 추가로 획득하는 이익의 현재가치이다. 추가로 획득하는 이익의 증가가 영구적이고 (일정 금액의 영구연금) 자본비용이 20%라면, 합병에 따르는 경제적 이득은 다음과 같다.

$$\text{경제적 이득} = \text{PV}(\text{증가 이익}) = \frac{4}{0.2} = \$2,000\text{만}$$

이처럼 부가되는 가치는 합병의 기본적 동기이다.

질문 2 합병 조건이 어떠한가? 시스누어와 주주들에게 부과되는 비용은 얼마인가?

타겟 회사의 경영진과 주주들은 적어도 합병하지 않은 상태로 있을 때의 주식가치만큼 보상받지 않는 이상 합병에 동의하지 않을 것이다. 그들은 현금을 받거나 시스누어가 발행하는 신주를 받을 수도 있다. 먼저 타겟 회사 주식 1주당 이전 주가보다 주당 \$3 높은 \$19의 현금을 지급하려고 한다고 가정하자. 타겟 회사의 발행주식 수는 250만 주이기 때문에 시스누어는 총 \$47.5백만을 지급해야 하며, 이것은 타겟 회사의 이전 시장가치보다 \$7.5백만의 프리미엄을 지급하는 것이다. 이러한 합병 조건이라면 타겟의 주주들은 합병으로부터 얻는 \$20백만의 이득 중에서 \$7.5백만을 차지하게 되고 시스누어 주주들의 몫으로는 \$12.5백만이 남게 된다.

이상의 논의는 표 21. 4의 두 번째 열에 표시된 현금 매입에서 확인할 수 있다. 합병된 기업의 총가치 \$492.5백만은 두 기업의 원래 가치와 합병으로 인한 경제적 이익에서 시

표 21.3 시스누어 푸드는 타겟 회사의 인수를 검토하고 있다. 합병은 회사의 통합 이익을 \$400만 증가시킨다.

	시스누어 푸드	타겟 회사	합병기업
수입	\$150	\$20	\$172 (+2)
영업비용	\$118	\$16	\$132 (-2)
이익	\$ 32	\$ 4	\$ 40 (+4)
현금	\$ 55	\$ 2.5	
기타 자산의 장부가치	\$185	\$17.0	
총자산	\$240	\$19.5	
주당 주가	\$ 48	\$16	
발행주식	10.0	2.5	
시장가치	\$480	\$40	

주: 주당 가격을 제외하고 모든 수치는 백만 달러 단위

5) 간단하게 하기 위해 이 사례에서는 세금을 무시하고 두 회사 모두 다 자본이 있다고 가정한다. 또한, 합병의 자금 조달을 위해 사용된 현금을 투자함으로써 얻을 수 있었던 이자 수입도 무시한다.

표 21.4 시스누어-타게트의 합병 후 재무 예측, 가운데 열은 타게트 주식 1주당 \$19의 현금매입을 가정한 것이다. 오른쪽 열은 타게트 주주들이 타게트 주식 3주당 시스누어 1주를 교부받는다고 가정한 것이다.

	현금매입	주식 교환
A. 기업가치		
시스누어의 원가치	\$480	\$480
+ 타게트의 원가치	40	40
+ 합병으로부터 경제적 이득	20	20
- 타게트 주주에게 지급된 현금	47.5	0
= 합병 후 시스누어의 가치	\$492.5	\$540
합병 후 시스누어의 총 주식수	10	10,833
합병 후 시스누어의 주당 가격	\$49.25	\$ 49.85
B. 합병으로부터 이득		
시스누어의 원주식 가치: 합병 후	\$492.5	\$498.5(= 10×\$49.85)
- 시스누어 주식 가치: 합병 전	480	480
= 합병으로부터 시스누어 주주들의 이득	\$ 12.5	\$18.5
타게트 주주에 의해 받은 가치	\$ 47.5 (현금 결제)	\$41.5 (= 0,833×\$49.85) (합병된 기업의 주식 가치)
- 합병 전 타게트 주식 가치	40	40
= 합병으로부터 타게트 주주들의 이득	\$ 7.5	\$ 1.5
시스누어와 타게트 주주들의 이득의 합	12.5+7.5=\$20	18.5+1.5=\$20

출처: 주당 가격을 제외하고 모든 수치는 백만 달러 단위

시스누어가 타게트의 주주에게 지불한 현금을 뺀 값의 합이다. 그 현금은 합병된 기업을 떠난다. 시스누어의 유통주식수는 1000만 주로 유지되고 주당 주가는 \$1.25만큼 증가하여 \$49.25가 되고 시스누어 주주는 주당 $\$1.25 \times 1,000\text{만 주} = \12.5백만 의 이익을 얻게 된다.

그러므로 합병은 두 가지 이유로 시스누어에게 타당하다. 첫째, 합병은 총 \$20백만의 가치를 증가시킨다. 둘째, 합병의 조건상 \$20백만의 총이득 중 \$7.5백만을 타게트 회사 주주에게 배분하기 때문에 시스누어 식품 주주에게는 \$12.5백만의 이득을 제공한다. 결국 타게트 회사를 인수하는 비용이 \$7.5백만이라고 할 수 있는데, 이는 현금지급금과 별도의 독립 기업으로서의 타게트 회사 가치 간의 차이에서 비롯된 것이다.

$$\text{비용} = \text{현금지급금} - \text{타게트 회사 가치} = \$47.5 - 40 = \$7.5\text{백만}$$

물론 타게트 회사 주주들은 \$7.5백만만큼 이득을 보았다. 타게트 회사 주주들의 이득은 시스누어 주주들의 비용이다. 이미 살펴본 바와 같이 시스누어 주주들은 \$12.5백만 이득을 얻었다. 이는 시스누어 합병의 NPV이다.

$$\text{NPV} = \text{경제적 이득} - \text{비용} = \$20 - 7.5 = \$12.5\text{백만}$$

이와 같이 합병의 경제적 이득과 비용을 분리하여 나열해 보면 합병의 동기(경제적 이득, 혹은 부가가치)와 합병 조건(합병하는 두 회사 간 이득의 배분)을 구별할 수 있다.

21.3 셀프테스트

그레이트 화이트 샤크 회사는 골드피쉬의 주식 1주당 \$22의 깜짝 놀랄 만큼 높은 현금지급을 제안하였다. 이 제안이 있기 전에 골드피쉬 주식은 \$18에 거래되고 있었다. 골드피쉬의 발행주식 수는 1백만 주이다. 그레이트 화이트 샤크는 자신이 골드피쉬의 영업을 개선하여 달성할 수 있는 현재가치에 대한 어떤 믿음을 가지고 있어야 하는가?

주식조달에 의한 합병

이제 시스누어가 또 다른 투자를 수행하기 위해 현금을 유보하기를 원한다면, 따라서 타겟 인수를 위해서는 시스누어의 신주를 발행해야 한다고 가정한다면 어떠한가? 교부 조건은 타겟 주주들이 회사주식 3주 당 시스누어 신주 1주를 받는 것이다.

주식발행에 의한 방법은 앞서와 동일한 합병이지만, 자금조달 방법이 다르다. 표 21.4의 오른쪽 열에는 이 방법의 결과를 제시하고 있다. 시스누어가 타겟의 원주주들에게 현금을 지급하지 않았기 때문에 합병된 기업의 주식의 시장가치는 \$540백만이다. 대신에 합병된 기업의 주식이 타겟 주식 3주당 1주가 주어지 타겟의 총주식수가 2.5백만 주에 대해 0.833백만 주의 신주가 발행된다. 이는 합병된 기업의 주식수는 10.833백만 주로, 주당 주가는 $\$540/10.833\text{백만}=\49.85 가 됨을 의미한다.

타겟 원주주에게 지급된 주식의 총가치는 원래 보유한 가치보다 \$1.5백만 증가된 $833\text{백만} \times \$49.85 = \41.5백만 이다. 합병 후 시스누어의 원주주들은 총시장가치 10백만 $\times \$49.85 = \498.5백만 의 주식을 소유하고 있었으며, 이는 원래 보유한 가치보다 \$18.5백만 증가된 금액이다.

두 경우, 시스누어의 원주주와 타겟의 주주의 총이익은 합병의 경제적 이익인 \$20백만에 달한다. 그러나 이 주식 거래 조건을 감안할 때 타겟의 주주들은 이윤을 적게 받는다. 그들은 \$49.85에 833,333주를 받아 타겟의 이전 시장가치에 대한 단지 \$1.5백만의 프리미엄인 \$41.5백만을 받는다.

$$\begin{aligned}\text{비용} &= \text{새로 발행된 주식의 가치} - \text{타겟 가치} \\ &= \$41.5 - 40 = \$1.5\text{백만}\end{aligned}$$

시스누어의 원주주들에게 돌아가는 합병의 NPV는 다음과 같다.

$$\text{NPV} = \text{경제적 이익} - \text{비용} = 20 - 1.5 = \$18.5\text{백만}$$

시스누어 주가는 합병 전 가격에서 \$1.85 상승한다는 점에 주목하라. 10백만 주를 그대로 보유하는 시스누어의 원주주들에게 돌아가는 가치의 총 증가분은 \$18.5백만이다.

주식교환으로 합병이 이루어질 때 합병 조건을 평가하는 일은 매우 까다로울 수 있다. 합병 후 피인수기업의 주주들은 합병기업의 지분을 보유하게 되며, 따라서 합병이 발표되고 그 투자자들이 그 기업 주식의 가치가 얼마나 될지, 그리고 투자자들이 인식하는 합병의 혜택을 생각해 보아야 한다. 분석의 출발이 합병 후의 시스누어와 타겟의 총가치부터였고, 합병 조건(833,333주의 신주 발행)을 반영하고, 거꾸로 거슬러 합병 후 주가로 되돌아갔다는 것에 주목하라. 단지 그 후에야 두 회사 간 합병 이익의 배분을 계산할 수 있었다는 점을 상기하라.

합병에서 현금지급과 주식발행에 의한 자금조달에는 아주 중요한 차이가 있다. 현금지급 방식에서는 합병 비용이 합병 이익의 크기에 영향을 받지 않는다. 그러나 주식발행으로 합병 자금을 조달할 때는 합병 이익이 합병 후 주가에 반영되기 때문에 합병 비용은 합병 이익에 따라 달라지며, 피인수기업에는 합병기업의 주식이 지급된다.

주식발행에 의한 자금조달은 각 기업의 과대평가하거나 과소평가에 따른 효과를 완화시킨다. 예를 들어, A사가 우발채무를 간과하여 독립된 기업으로서의 B사의 가치를 과대평가했다고 가정하자. 이와 같이 A사는 너무 후한 인수제안을 하게 되었다. 다른 조건이 같다면 A사의 주주들은 현금지급 제안보다는 주식발행이 더 유리하다. 왜냐하면 주식발행으로 합병이 이루어지면 B의 가치에 관련된 피할 수 없는 나쁜 소식은 일부분 B사의 합병 전 주주들에게도 귀속되기 때문이다.

21.4 셀프테스트

타겟 주주들이 타겟 주식 3주가 아니라 2.5주에 대해 시스누어 주식 1주를 지급해 달라고 요구한다고 가정하자. 그렇지 않으면 합병을 받아들이지 않겠다고 한다. 이와 같이 변경된 조건이라면 합병이 시스누어에게 여전히 바람직한 것인가?

경고

합병 비용이란 인수자가 분리된 기업으로서의 가치를 초과하여 피인수기업에 지불하는 프리미엄이다. 만약 피인수기업이 공개기업이면 주가와 발행주식 수를 곱하여 별도의 가치를 측정할 수 있다, 그렇지만 여기서 다음과 같은 점을 유의해야 한다. 즉, 만일 투자자가 피인수기업이 성공적으로 인수될 것으로 기대하게 되면, 주가는 분리 회사로서의 가치보다 과대평가될 수도 있다는 점이다. 이 경우 피인수기업의 주가는 인수기업이 피인수기업에 지불할 프리미엄을 미리 예상하여 이미 상승해 버렸을 수도 있다.

또 다른 경고

어떤 기업은 피인수기업의 미래 현금흐름을 예측하는 것으로 합병 분석을 시작한다. 합병에 따른 모든 수입의 증가나 비용의 감소는 예측에 포함된다. 현금흐름은 현 시점으로 할인하여 매입 가격과 비교한다.

$$\begin{aligned} \text{추정 순이익} &= \text{합병 이익을 포함한 피인수기업의 DCF 평가} \\ &\quad - \text{인수를 위해 필요한 현금} \end{aligned}$$

그러나 이는 아주 위험한 방법이다. 가장 똑똑하고 잘 훈련된 분석가라 할지라도 사업을 평가하는 데는 큰 실수를 할 수 있다. 추정된 순이익이 양(+)으로 나타난 것은 합병이 타당해서가 아니라 단지 분석가의 현금흐름 예측이 지나치게 낙관적이었기 때문일 수도 있다. 다른 한편으로는 분석가가 피인수기업의 독립기업으로서의 잠재력을 인식하지 못해 경제성 있는 합병이 추진되지 않을 수도 있다.

이보다 더 좋은 방법은 독립 기업으로서의 피인수기업의 현재 시장가치로부터 시작하는 대신 합병으로 발생하는 현금흐름의 변화에 집중하여 계산하는 것이다.

항상 왜 두 기업이 각각 별도로 있을 때보다 하나로 합쳐져 있을 때 더 가치가 있는지를 생각해보라. 합병이 추가적인 경제적 혜택을 창출하는 경우에만 가치를 더할 수 있다는 사실을 기억하라. 경제적 혜택이란 다른 회사가 따라올 수 없고, 피인수기업 경영자가 스스로 달성할 수 없는 경제적 우위를 말한다.

투자자들이 합병 이익에 대해 부여하는 가치를 눈여겨 보는 것은 매우 합리적인 행동이다. 합병이 발표됐을 때 A사의 주가가 하락한다면 이는 투자자들이 합병 혜택에 대해 의심스럽게 생각하거나 또는 A사가 너무 높은 대가를 지불했다고 메시지를 보내는 것이라 할 수 있다.

21.5 기업지배권시장

주주는 회사의 주인이다. 그러나 주주 대부분은 자신이 주인이라고 느끼지 못하며, 여기에는 그럴만한 이유가 있다. IBM 주식 한 주를 매입하고 당신의 고용인인 최고경영자와 대화를 위해 이사회 회의장으로 걸어 들어가 보라.⁶⁾

6) 백만 주를 구매하면 더 나은 환영을 받을 것이다.

대기업의 소유와 경영은 분리된 것이 일반적이다. 주주들이 경영자를 직접 임명하거나 감독하지 않는다. 주주들은 경영자를 선임하고 감시하는 대리인인 이사회를 선임할 뿐이다. 주주들이 직접 회사 경영에 관여하는 일은 극히 드물다. 기업지배권은 이사회 전체적인 감독 아래 경영자가 행사한다.

이런 지배구조 시스템은 잠재적인 대리인 비용(agency cost)을 발생시킨다. 대리인 비용은 경영자나 이사들이 주주의 이익에 반하는 결정을 내릴 때 발생한다.

이런 행동을 할 유혹은 항상 존재한다. 그러나 경영자와 주주의 이익을 일치시키도록 작동하는 여러 가지 장치와 제약요소가 존재한다. 1장에서 지정한 바와 같이, 대기업에서 경영자의 보수는 거의 틀림없이 회사의 수익성 및 주가와 연동되어 있다. 이사회는 자신의 임무를 매우 진지하게 생각한다. 그렇지 않으면 이사회가 소송을 당할 수도 있다. 그러므로 이사회가 명백히 잘못된 재무적 결정에 거수기 노릇만 하지는 않는다.

그러나 이사들이 가장 유능한 경영진을 선임했다고 어떻게 확인할 수 있는가? 경영진이 무능하다면 어떻게 되는가? 이사회가 경영자의 성과를 감시하는 책임을 소홀히 한다면? 혹은 경영진 자체는 문제가 없지만 다른 기업과 합병하는 것이 자원을 더 효율적으로 활용할 수 있는 경우라면 어떻게 되는가? 만일 합병이 경영자 자신을 실직으로 내몰 수 있다면 이들은 과연 합병을 추진하겠는가?

이런 모든 문제들은 모두 주인과 경영진을 하나로 묶어주는 메커니즘인 기업지배권 시장(market for corporate control)과 관련된 질문들이다. 현재 소유권과 경영진을 당연한 것으로 받아들이어서는 안 된다. 경영진을 교체하거나 새로운 소유구조 아래 회사를 재조직하여 기업가치를 높일 수 있다면 이런 변화를 추구하려는 인센티브가 생겨날 것이다.

경영진을 교체하는 데는 네 가지 방법이 있다. 즉 (1) 한 그룹의 주주들이 새로운 이사회를 선임하고 새로 구성된 이사회가 경영진을 선임하는 위임장 경쟁(proxy contest), (2) 한 기업이 다른 기업과 합쳐지는 인수·합병, (3) 한 그룹의 투자자에 의한 차입매수(leveraged buyout), (4) 기업이 영업 일부를 다른 회사에 매각하거나 독립 기업으로 스피노프하는 기업분할(divestiture) 등이 그것이다.

이제 이 방법들을 간략히 살펴보도록 하자.

21.6 첫 번째 방법: 위임장 경쟁

주주들은 경영자를 감시하고 만족스럽지 못한 경영진을 교체하기 위해 이사회를 선임한다. 이사회가 제대로 역할을 하지 못하면 주주들은 이사회를 다시 구성한다. 이론적으로는 이런 방법이 주식회사가 주주의 이익을 위해 최선을 다하도록 보장하는 장치이다.

실제 상황은 이렇게 간단하지가 않다. 대기업의 소유는 광범위하게 분산되어 있다. 보통 가장 많은 지분을 가진 주주라 하더라도 총 주식의 극히 작은 일부분만을 소유하고 있다. 대부분의 주주는 이사회에 누가 선임되는지, 또는 그들이 어떤 입장인지에 대해서 별 관심이 없다. 반면에 경영진은 이사회와 직접적으로 항상 부딪쳐야 하며 이사회 이사와 개인적인 친분관계도 유지해야 한다. 많은 주식회사에서 경영진은 이사 후보를 지명하는 위원회에 참여하기도 한다. 이사회가 경영자에게 군더더기 없는 효율적인 운영을 하도록 압력을 넣거나 주주들의 이익을 위해 최선을 다하도록 하는데 적극적이지 않은 것은 그리 놀라운 일이 아니다.

한 그룹의 투자자들이 경영자나 이사회를 교체해야겠다고 생각하면 주주총회에서 위임장 경쟁(proxy contest)을 시작한다. 위임장이란 다른 주주의 투표권을 대신 행사할 수 있는 권리를 말한다. 위임장 경쟁에서는 불만을 가진 주주들이 충분한 수의 위임장을 확

위임장 경쟁

주주투표를 위해 외부자들이 경영진과 경쟁하는 인수를 시도하는 것. 위임장 대결이라고도 한다.

보하여 자신이 지지하는 이사를 선출한다. 새로 이사회가 구성되면 경영진이 바뀌고 회사 정책은 바뀌게 된다. 그러므로 위임장 경쟁은 주식회사 지배권에 대한 직접적인 경쟁이다.

위임장 경쟁의 한 가지 문제점은 엄청난 비용이 든다는 점이다. 위임장 경쟁을 시작하는 측은 자신의 돈을 써야 하지만 경영진은 회사 자금과 주주들과의 소통망을 이용해 자신을 방어한다. 대형 헤지펀드와 같은 기관투자자들은 경영진의 책임을 묻는 일에 더욱 공격적이 되었고, 위임장 경쟁 위협을 통해 상당한 양보를 얻어낼 수 있었다. 예를 들어, 2017년 헤지펀드 매니저인 넬슨 펠츠(Nelson Peltz)는 프로क्टर 앤 갬블(Procter & Gamble)이 회사 구조와 브랜드 정책을 바꾸도록 설득하려고 했다. 자신에게 이사회 의석을 제공하도록 경영진을 설득하는 데 실패한 후 그는 대리인 투쟁을 시작했다. 이 전쟁으로 양측에 \$60백만의 비용이 들었고 펠츠는 0.002%의 마진으로 승리했다. 펠츠는 이사회 구성원이 되는 것이 개혁을 보증하는 더 나은 방법이라고 믿었다.

21.7 두 번째 방법: 기업인수(Takeovers)

한 기업의 경영진이 주주의 이익을 위해 최선을 다하지 않는 것 같으면, 다른 기업이 그 기업의 경영진을 건너뛰어 주주들에게 직접 텐더오퍼(tender offer)를 제안할 수 있다. 인수대상기업의 경영진은 주주들에게 그 제안을 받아들이라고 자문할 수도 있고, 인수자가 가격을 올리든가 그렇지 않으면 인수를 포기하기를 바라면서 인수 제안에 맞서 싸울 수도 있다. 텐더오퍼 제안이 성공하면, 새 주인은 마음대로 경영진을 교체할 수 있다. 이와 같이, 기업인수는 바로 기업지배권 경쟁의 시험장이 된다.

미국에서는 텐더오퍼에 관한 규정은 대부분 1968년 윌리엄스 법(Williams Act)과 주법에 의해 제정되었다. 법원은 심판관으로서 경쟁이 공정하게 진행되는지를 감시한다. 이러한 규칙을 설정할 때의 문제는 누가 보호가 필요한지 확실하지 않다는 것이다.

대상 기업의 경영자에게 환영받지 못한 포식자로부터 자신을 방어하기 위해 더 많은 무기를 제공해야 하는가? 아니면 단순히 게임에서 빠지도록 장려해야 하는가? 아니면 주주들을 위해 가장 높은 가격을 얻기 위해 경매를 해야 하는가? 인수예정자는 어떤가? 그들은 그들의 의도를 일찍 공개하도록 강요받아야만 하는가, 아니면 다른 회사들이 그들 자신의 입찰을 입력하여 그들의 좋은 아이디어에 편승하도록 허용해야 하는가? 예 21.2를 읽을 때 이 질문들을 명심하라.

예제

21.2 ▶

앨러간, 환영받지 못한 포식자 퇴치

앨러간(Allergan)은 보톡스(Botox) 제조업체로 잘 알려진 특수 제약 회사이다. 2014년 캐나다 기업 밸리언트(Valant)에 의해 회사의 독립이 위협받았으며, 이 회사는 특이한 움직임으로 헤지펀드 퍼싱스퀘어(Pershing Square)와 협력하여 앨러간을 인수했다. 2014년 2~4월 동안 퍼싱(Pershing)의 관리자인 빌 에커맨(Bill Ackman)은 앨러간 주식의 9.7%를 보유했다. 그런 다음 4월 21일, 밸리언트는 앨러간의 주식과 현금을 혼합한 \$47조의 앨러간에 인수제의를 발표했으며 앨러간의 전날 시장 가격보다 약 17%의 프리미엄을 제공했다.

앨러간의 경영진은 회사를 평가절하 하는 제안을 거부했다. 그것은 밸리언트가 인수를 방해하고 자금을 고갈시키는 전략을 취하는 것을 비난했다. 반대로, 밸리언트는 앨러간의 경영진이 연구 개발과 영업 및 마케팅에 너무 자유롭게 지출했다고 비난했다. 합병된 회사의 R&D 지출을 69% 삭감하겠다고 약속했다.

앨러간은 밸리언트의 제안을 알게 되자마자, 소위 **포이즌필(poison pill)**을 자리에 두어 스스로를 보호하려고 했다. 단일 주주가 앨러간 주식의 10% 이상을 보유한 경우, 포이즌필을 사용하면 앨러간이 다른 주주에게 상당한 할인으로 추가 주식을 제공할 수 있다. 물론 이것은 밸리언트 및 퍼싱과 같은 잠재적인 인수기업에게 모든 인수 시도를 덜 매력적으로 만들 것이다. 앨러간의 포이즌 필의 즉각적인 효과로 퍼싱의 주식보유량의 증가를 멈추게 하였다.

5월, 밸리언트는 앨러간과 경쟁하는 일부 스킨 케어 제품에 대한 권리를 매각함으로써 합병에 대한 독점 금지 반대 의견을 예상했다. 그런 다음 제안을 \$494억으로 높이고, 3일 후 다시 \$530억으로 올렸다. 그 후 10월에 밸리

포이즌필

입찰자에게 주식을 덜 매력적으로 만들기 위해 잠재적인 피인수 기업이 취한 조치.

언트는 앨러간에 적어도 \$590억으로 제안을 할 준비가 되었다고 썼지만 실제로는 그렇게 하지 않았다.

앨러간 이사회가 밸리언트의 제안을 계속 거부함에 따라 퍼싱은 앨러간 주주들과의 특별 회의를 소집하여 밸리언트의 입찰을 더 잘 받아들이는 새로운 이사회로 구성된 이사회로 교체할 것을 제안했다. 이러한 회의는 앨러간의 주주 25%의 찬성이 필요했다. 포이즌필은 공동으로 행동한 주주들을 효과적으로 그룹화했기 때문에, 퍼싱은 특별한 모임에 대한 요구가 포이즌필을 유발하지 않도록 해야 했다. 퍼싱이 소송을 위협했을 때, 앨러간은 12월에 특별 주주 회의를 개최하기로 합의했으며, 퍼싱은 앨러간의 이사회 교체 위협을 시도할 수 있는 기회를 제공했다.

그러나 퍼싱과 밸리언트에게 모든 것이 잘 진행되지는 않았다. 2014년 11월, 연방지방법원은 퍼싱과 밸리언트의 협력이 내부자 거래에 관여하고 내부자 거래에 대한 책임에 노출된 사실을 공개하지 않는 한 앨러간의 특별 회의에서 퍼싱 스퀘어의 주식 투표에 참여했는지 여부에 대해 심각한 의문이 있다고 판결했다.

포이즌필이 퍼싱이 앨러간의 디렉터를 풀어주기 위해 특별 회의를 소집하는 것을 막지는 못했지만, 앨러간에게 숨을 쉴 수 있는 공간을 제공했다. 따라서 당사자들이 법정에서 전투를 벌이는 동안 앨러간은 더 선의적인 파트너를 찾기 시작했다. 처음에는 사일스 파마세티컬(Salix Pharmaceuticals)에서 발견된 것으로 생각되었다. 앨러간과 사일스의 합작 회사는 밸리언트가 삼키기에는 너무 큰 물고기였을 것이다. 사일스와의 협상에 대한 보고서에 따르면 퍼싱은 앨러간이 사일스에 입찰을 계속하면 퍼싱은 즉시 앨러간의 이사회에 대해 신탁 의무 위반에 대한 소송을 제기할 것이라고 위협했다. 그러나 그때까지 앨러간은 가능한 사일스 합병의 가능성에 매료되었다. 그 후 곧 악타바스에서 더 매력적인 파트너를 찾았다. 2014년 11월, 앨러간은 악타바스의 \$660억 제안에 합의했으며, 앨러간과의 길고 가혹한 전투는 마침내 끝났다.

추신 : 두 회사는 계속해서 헤드라인을 만들었다. 합병 후 악타바스는 그 이름을 앨러간으로 바꾸고 복제 의약품 사업을 매각했다. 2015년 앨러간은 거대한 제약 회사인 화이자(Pfizer)가 출범하면서 합병 협상에 다시 관여한다는 사실을 알게 되었지만 그 후 회사는 친절하게도 \$1,600억의 입찰을 철회했다. 밸리언트도 또한 뉴스에 남아 있었지만, 주주들이 듣고 싶어하는 뉴스는 아니다. 회사가 회계 부정을 폭로하고 \$30억의 부채로 인한 채무 불이행에 대해 경고하고 SEC의 조사를 받고 있다고 밝힌 후 주식은 90% 이상 급락했다. ■

BEYOND THE PAGE



피플소프트에 대한
오라클의 입찰

mhhe.com/brealey10e

샤크 리펠런트

인수 시도를 금지한 회사 정관을 개정하는 것.

교훈은 무엇인가? 먼저, 이 예는 합병 전쟁의 전략 중 일부를 보여준다. 인수에 대해 걱정하는 앨러간과 같은 기업은 일반적으로 사전에 방어를 준비한다. 앨러간과 마찬가지로 그들은 포이즌필을 고안하여 잠재적 입찰자를 막을 수 있다. 예를 들어, 포이즌필은 입찰자가 주식의 10% 이상을 인수하자마자 기존 주주에게 회사의 주식을 반값으로 구입할 권리를 부여할 수 있다. 입찰자는 할인을 받을 자격이 없다. 따라서 입찰자는 신화적인 탄탈루스와 유사하다. 주식의 10%를 인수하자마자 통제권은 그의 손아귀에서 멀어진다.

종종 공격에 취약한 기업은 주주가 회사정관에 **샤크 리펠런트(shark-repellent)**의 변경에 동의하도록 설득한다. 예를 들어, 어떤 합병이라도 일상적 기준인 주주 과반수 50%가 아닌 80%의 초다수 찬성을 얻어야 하는 것을 요청하여 정관을 변경할 수 있다.

이러한 인수 방어는 드물게 회사를 난공불락으로 만든다. 밸리언트의 경우 공격은 더 강력해졌지만, 비용이 많이 들고 속도가 매우 느렸다. 이것은 앨러간에게 악타바스라는 그들을 구해줄 백기사를 찾을 기회를 주었다.

21.8 세 번째 방법: 차입매수

차입매수

상당한 차입 자금을 이용하여 사적 그룹에 의한 기업 인수.

경영자매수

차입매수를 통해 소유 경영진에 의한 기업 인수.

차입매수(leveraged buyout) 또는 LBO는 두 가지 측면에서 일반적인 기업인수와 그 성격이 다르다. 첫째, 매입 대금의 대부분이 부채로 조달되며, 이러한 부채의 일부, 또는 전부가 투기등급인 정크본드이다. 둘째, LBO 주식은 더 이상 공개시장에서 거래되지 않는다. 잔여 LBO 주식은 작은 그룹의 투자자(보통 기관투자자)에 의해 보유되며, 공개시장에서 거래되지 않기 때문에 이를 흔히 사모 주식(private equity)이라고 한다. 이런 투자자 집단을 해당 기업의 경영진이 주도하는 경우를 **경영자매수(management buyout: MBO)**라고 한다. 많은 LBO가 사실 MBO이다.

1970년대와 1980년대에 다각화된 대기업의 불필요한 사업부문에 대해 많은 MBO가 추진되었다. 회사의 주력사업에서 벗어난 소형 사업부문은 경영층의 관심으로부터 소외되는 경우가 많았으며, 해당 사업부문의 경영진은 회사의 관료주의에 화가 나 있었다. 그

런 사업부 대다수는 MBO로 분리 설립되면서 꽃을 피웠다. 스핀오프 이후 경영자들은 부채 상환에 필요한 현금을 창출하도록 내몰리고 동시에 사업에 대한 막대한 개인지분이 유인으로 작용하여 보다 효과적으로 경쟁하고 원가를 절감하는 방법을 찾아내었다.

1980년대에는 LBO 활동이 성숙기에 진입한 대형 상장기업을 포함한 사업 전체의 매수로 옮겨갔다. 당시 사상 최대 규모로서, 가장 극적이면서 잘 알려진 LBO는 1988년 콘버그 크래비스 로버츠(Kohlberg, Kravis, Roberts: KKR)가 \$250억에 RJR 나비스코(RJR Nabisco)를 인수한 사건이다. 이 사례에서는 LBO 참여자와 전술, 그리고 LBO에 관한 논란 등이 크게 부각되었다.

예제

21.3 ▶

RJR 나비스코⁷⁾

1988년 10월 28일 RJR 나비스코(RJR Nabisco) 이사회는 이 회사의 CEO인 로스 존슨(Ross Johnson)이 투자자 그룹을 구성하여 RJR 주식 전량을 주당 \$75에 현금으로 매입하고 상장폐지 시키려고 제안했다고 발표하였다. 존슨 그룹은 아메리칸 익스프레스(American Express)의 투자은행 자회사인 쉬어슨 리만 허튼(Shearson Lehman Hutton)의 지원과 자문을 받고 있었다.

RJR의 주가는 즉시 약 \$75로 상승하여, 주주들은 전날 증가 대비 36%의 이득을 얻었다. 동시에 RJR의 채권가격은 하락하였는데, 이는 이제 곧 훨씬 더 많은 채권자들이 생길 것이 분명해졌기 때문이다.

존슨의 제안으로 RJR은 경매 대상으로 올라왔다. 회사가 매물로 나오자 이사회는 이제 곧 나타나게 될 다른 제안들도 검토할 의무를 지게 되었다. 나흘 후 KKR이 주당 \$90를 제안했는데 이는 현금 \$79와 \$11의 가치가 있는 PIK 우선주를 합친 것이었다.

결과적으로 인수경쟁은 처음 제안이 발표된 지 32일 후인 11월 30일에 끝이 났다. 마침내 존슨 그룹과 KKR이 맞섰다. 마지막 순간에 KKR이 \$1를 더 올려(약 \$230백만), 주당 \$109를 제시하였다. KKR의 제안은 현금 \$81와 대략 \$10의 가치가 있는 후순위 전환사채, 그리고 약 \$18의 가치가 있는 PIK 우선주로 구성되어 있었다. 존슨 그룹은 \$112의 현금과 증권을 제시하였다.

RJR 이사회는 KKR을 선택하였다. 존슨 그룹이 \$3 더 높은 가격을 제시한 것은 사실이지만 그들의 증권 평가는 좀 “느슨하여” 아마도 과대평가된 것으로 생각되었다. 또한 KKR의 자산 매각계획은 그다지 극적이지 않았는데 이는 아마도 그들이 경영계획을 세우면서 RJR에 대해 더욱 자신감을 갖게 되었기 때문이었는지도 모른다. 마지막으로 존슨 그룹의 제안에는 경영진 보상 패키지도 포함되어 있었는데 이 패키지는 지나치게 후한 것으로 간주되어 언론의 엄청난 질타를 받았다.

그렇다면 도대체 합병 이득은 어디에서 온 것인가? 불과 33일 전에 주당 \$56에 거래되던 주식에 \$109, 즉 총 가치 약 \$250억을 제시하는 일이 어떻게 정당화될 수 있는가?

KKR과 다른 제안자들은 두 가지에 내기를 건 것이었다. 첫째, 지금까지 절세효과와 자본지출 삭감, 그리고 RJR의 핵심사업과 관련이 적은 자산 매각에서 추가로 수십억 달러의 현금이 발생할 것으로 기대하였다. 자산 매각에서 \$50억가 나올 것으로 추산하였다. 둘째, 비용지출과 기업 내 관료주의를 축소하는 것만으로도 핵심사업의 수익성이 크게 개선될 것으로 기대하였다. 분명히 절감이 많았다. 대표적으로 RJR “비행단”은 한때 10대의 회사 제트기를 보유한 적도 있었다.

그러나 KKR이 인수한 그 해 새로운 경영진이 임명되어 비용을 절감하고 자산을 매각하는 동안 정크본드 시장에서는 채권가격이 급락하였는데, 이는 RJR의 지급이자 부담이 더 늘어나고 어떠한 재대출에는 더 엄격한 조건이 적용된다는 것을 의미한다. 1990년 중반에 KKR은 추가로 자본투자를 단행하고 같은 해 말에는 회사는 현금과 신주를 지급하여 \$753백만의 정크본드를 상환한다고 발표하였다. 1993년에 이르러서는 부채부담이 \$260억에서 \$140억으로 대폭 감소하였다. 세계 최대의 LBO였던 RJR 인수로 인한 많은 부채는 영구적이 아니라 일시적인 것처럼 보였다. ■

문 앞의 야만인들?

RJR 나비스코 사례는 LBO와 정크채권 시장, 그리고 기업인수에 대한 관점을 명확하게 드러냈다. 이 사례는 1980년대의 잘못된 채무 사례, 특히 “기업사냥꾼(raiders)”들이 서둘러 부자가 되려고 회사에 엄청난 부채부담을 안기면서 서슴없이 회사의 한 부분을 도

7) RJR 나비스코 매수에 관한 이야기는 B. Burrough and J. Helyar의 Barbarians at the Gate: The Fall of RJR Nabisco(New York: Harper & Row, 1990)에 다시 정리되어 있고 이 이야기는 같은 제목의 영화 주제이기도 하다.

려낸 사례를 보여준다.

LBO에는 수많은 혼돈과 어리석음, 그리고 탐욕이 뒤섞여 있다. 관련된 모든 사람이 다 착한 사람은 아니다. 한편, LBO는 엄청난 시장가치의 증대로 이어졌지만, 과실 대부분은 기업사냥꾼이 아닌 매도한 주주들에게 돌아갔다. 예를 들어, RJR 나비스코 LBO에서 최대의 승자는 그 회사의 주주들이었다.

RJR 매입에 있어 부가가치 창출의 가장 중요한 원천은 회사의 군살을 더 줄이고 더 인색해지도록 만드는 데 있었다. 이 회사의 새로운 경영진은 LBO 부채를 처리하기 위해 엄청난 양의 현금을 지불해야 했다. 또한 비즈니스에 대한 지분이 있었기 때문에 중요하지 않은 자산을 매각하고 비용을 절감하며 영업 이익을 향상시킬 인센티브가 강해졌다.

LBO는 일반적으로 다이어트 거래(diet deals)이다. 그러나 다른 동기가 있을 수 있다. 다음은 그중 일부이다.

정크채권시장 LBO와 부채조달 기업인수는 정크채권 시장에서 저렴하게 조달한 자금으로 이루어져 왔다. 경험에 비추어 볼 때 정크채권 투자자들은 정크채권의 채무불이행을 과소평가하였던 것으로 생각된다. 1989년부터 1991년까지 채무불이행비용은 엄청나게 증가했고, 수익률은 급등했으며, 신규 발행시장은 메말라 버렸다. 한동안 정크채권 LBO는 시야에서 사라져 버렸다.

레버리지와 세금 16장에서 설명한 바와 같이 차입을 하면 세금이 절감된다. 그러나 LBO의 주된 원동력은 세금이 아니다. 지급이자 절세효과와 가치는 시장가치의 증가분을 설명할 만큼 충분히 크지 않다.

물론 지급이자 절세효과가 LBO에 따른 많은 부채의 주요 동기였다면 LBO 경영자들은 부채 상황에 그렇게 관심이 많지는 않았을 것이다. 우리는 부채 상황이 RJR 나비스코의 새 경영진에게 주어진 첫 번째 과업 중 하나였다는 것을 보았다.

다른 이해관계자들 한편의 이득은 바로 다른 한편의 손실이므로, 전반적으로는 전혀 창출된 가치가 없을 가능성도 있다. 그러므로 매도측 주주뿐만 아니라 LBO와 관련된 모든 투자자의 이득 총합을 살펴보아야 한다. 채권자들은 명백히 실패자이다. 부채조달 LBO로 급작스럽게 부채가 증가할 때 매우 안전하다고 생각한 부채는 정크본드로 변모할 수 있다. 로스 존슨(Ross Johnson)이 첫 번째 LBO 제안을 발표하자 RJR 나비스코 부채의 시장가격이 어떻게 급락했는지는 앞서 살펴본 바 있다. 그러나 다시 채권자들이 LBO로 입은 손실 역시 주주들의 이득을 설명할 만큼 크지는 않다.

레버리지와 인센티브 LBO의 경영자들과 종업원들은 더 열심히 일하고 때로는 더 현명해진다. 초과 부채를 감당하기 위해 현금을 창출해야만 하기 때문이다. 게다가 경영자들의 개인적 재산은 LBO의 성패에 따라 달라진다. 그들은 단순히 조직 구성원이 아니라 소유자가 되기 때문이다.

더 좋은 인센티브에 따른 보상은 측정하기 어렵지만 LBO가 운영효율성을 향상시킨다는 일부 증거가 있다. 카플란(Kaplan)의 1980년에서 1986년 사이 발생한 48건의 MBO에 대해 조사한 결과에 따르면, LBO 이후 3년이 지나면 영업이익이 평균 24% 증가함을 발견하였다. 총자산 대비 영업이익 비율과 매출액 대비 순현금흐름 비율도 극적으로 증가하였다. 투자지출은 감소하지만 고용수준은 감소하지 않음을 발견하였다. 카플란은 이 같은 “영업상의 변화는 해고나 내부정보를 이용한 경영자들의 주주 착취가 아닌 인센티브 향상에 기인한다.”고 해석하였다.⁸⁾

8) S. Kaplan, “The Effects of Management Buyouts on Operating Performance and Value,” Journal of Financial Economics 24 (October 1989), pp. 217-254.

잉여 현금흐름 기업인수에 대한 잉여 현금흐름(free cash flow) 이론은 기본적으로 현금 잉여분을 가진 성숙기업은 그것을 낭비하는 경향이 있다는 것이다. 이는 양(+)의 NPV 투자기회보다 더 많은 현금을 가진 기업은 많은 배당이나 자사주매입을 통해 투자자에게 현금을 돌려주어야 한다는 표준 재무이론과 배치되는 것이다. 그러나 이는 RJR 나비스코와 같은 기업이 회사의 사치품과 수익성이 의심스러운 자본투자에 돈을 써 버린 사실에서 잘 알 수 있다. LBO의 한 가지 혜택은 이런 회사들이 군살을 빼도록 하고 부채 상황에 현금을 쓰도록 한다는 것이다.

잉여 현금흐름 이론에 의하면 성숙하고 “현금이 풍부한(cash cow)” 회사가 LBO의 목표대상이 될 가능성이 가장 크다는 것을 예측한다. RJR 나비스코와 같이 이 이론에 잘 맞는 많은 예를 볼 수 있다. 이 이론은 LBO로 창출된 시장가치의 증가는 합병이 없었다면 찢김찢김 없어져 버렸을 미래 현금흐름의 현재가치라고 주장한다.⁹⁾

우리는 LBO에 대한 몇 가지 동기를 검토했다. 우리는 모든 LBO가 좋다고 말하지 않는다. 반대로, 많은 실수가 있었으며, 거액의 부채를 활용한 다수의 거래가 파산에 이르게 해서 알 수 있듯이, 건전한 동기에 따른 LBO도 위험하다. 그러나 우리는 미국 기업의 전통적인 강점을 깨뜨리는 월스트리트 야만인들이 LBO를 맡은 것처럼만 묘사하는 사람들에게 문제를 제기한다.

21.9 네 번째 방법: 기업분할과 스핀오프, 그리고 카브아웃

기업지배권 시장에서는 결합(fusion), 즉 M&A가 가장 큰 관심대상이다. 그러나 분열(fission), 즉 기업자산 또는 사업의 분할도 똑같이 중요하다. 기업이 사업의 일부를 다른 기업에 매각하는 일은 흔히 있다. 예를 들어 21.7절에서 제네릭 제약기업인 아타박스(Actavis)가 전문 제약기업인 앨러간(Allergan)을 어떻게 인수하였는지 보았다.

사업 일부를 매각하는 대신 가끔 사업부문을 모회사로부터 분리하여 독립기업으로 설립하고 주주들에게 새로 설립되는 회사의 주식을 부여하는 스핀오프를 하기도 한다. 예를 들어, GE가 2018년 주요 비즈니스 라인을 강화하는 데 중점을 두면서 전략적 핵심에 가깝지 않은 사업 단위의 판매 및 분사 계획을 발표했다. 회사는 6월에 오일서비스회사인 베이커 휴(Beaker Hughes)의 지분을 매각하고 헬스케어 부문을 독립회사로 스핀오프하고자 한다고 발표했다. 베이커 휴는 독립형 회사로서 의료 부문을 분사했다. GE는 기자 회견에서 “오늘의 행동은 순수한 헬스케어 회사와 티어원(tier-one) 오일가스서비스 회사를 독립시킨다. 우리는 GE 헬스케어 및 BHGE[베이커 휴-GE]를 GE로부터 독립시키는 것이 GE와 그 소유주뿐만 아니라 시장을 선도하는 지위를 강화하고 투자 능력을 향상시킬 수 있는 두 회사의 비즈니스에 가장 적합하다고 확신한다.” 미래에 “GE는 하이테크에 집중한 기업이 될 것이고 이는 투자자들이 나머지 비즈니스를 지원하기 위해 크게 개선된 대차대조표를 따르고 측정하는데 더 용이할 것이다.”

GE만 분사를 선택한 것은 아니었다. 표 21.5에는 최근 몇 가지 주목할 만한 분사가 나와 있다.

카브아웃(carve-outs)도 스핀오프와 비슷하다. 다만 신규 설립 회사의 주식이 기존 주주에게 부여되는 것이 아니라 공모로 매각된다는 점이 다르다. 때때로 카브아웃은 회사의 작은 부분을 분리공모하여 자회사 주식의 시장을 확립한 다음 나머지 주식을 분리

9) 잉여현금흐름이론(The free cash flow theory)의 주요 옹호자는 마이클 켄센(Michael Jensen)이다. M. C. Jensen, “The Eclipse of the Public Corporation,” Harvard Business Review 67 (September-October 1989), pp. 61-74; and “The Agency Costs of Free Cash Flow, Corporate Finance and Takeovers,” American Economic Review 76 (May 1986), pp. 323-329.을 참조하라.

쓰리콤(3Com)이 1997년 유에스 로봇(U.S. Robotics)을 인수했을 때 또한 휴대용 컴퓨터를 개발하는 소규모 신생 기업인 팜(Palm)의 소유자가 되었다. 향후 3년 동안 팜파일럿(PalmPilot)이 휴대용 컴퓨터 시장을 장악하게 되었기 때문에 운이 좋은 구매였다. 그러나 팜이 관리 시간을 늘리기 시작하면서 쓰리콤은 뜨개질로 돌아가 컴퓨터 네트워크 시스템 판매의 기본 사업에 집중해야 한다고 결론지었다. 따라서, 그것은 공개공모를 통해 팜 보유 지분의 5%를 공모할 것이라고 발표했다. 동시에 2000년 후반 팜 지분의 나머지 95%를 쓰리콤 주주들에게 자신이 소유한 각 쓰리콤 주식에 대해 약 1.5 팜 주식을 제공함으로써 분사할 계획을 발표했다.*

팜의 카브아웃은 최첨단 불의 정점에 이르렀고 눈부신 시작에 발생했다. 주식은 IPO에서 각각 \$38로 발행되었다. 거래 첫날, 주가는 \$165에 달고 \$95로 마감했다. 따라서 쓰리콤 주식을 소유한 사람은 연말에 $1.5 \times 95 = \$142.50$ 상당의 팜의 약 1.5주를 받는 것을 기대할 수 있다. 그러나 쓰리콤의 주주들은 그들의 새로운 얻은 부가 실재인 것이라고 완전히 확신하지 못했다. 같은 날 쓰리콤의 주가는 자신들이 받게 될 팜 주식의 시장가치보다 \$60 이상 낮은 \$82로 마감했기 때문이다.

쓰리콤이 팜에서 지분을 분리한지 3년 후, 팜 자체는 팜 운영 체제 개발 및 라이선스를 담당하는 자회사인 팜소스(PalmSource)의 주주에게 주식을 제공함으로써 스피노프 사업에 진출했다. 팜원(PalmOne)으로 이름이 바뀐 나머지 비즈니스는 모바일 가제트 제작에 중점을 둘 것이다. 회사는 두 개로 분할하기 위한 세 가지 이유를 제시하였다. 첫째, 쓰리콤의 경영진과 마찬가지로 팜의 경영진은 회사가 명확한 초점과 사명을 통해 이익을 얻을 것이라고 믿었다. 둘째, 투자자가 두 사업을 개별적으로 평가하고 선택할 수 있다면 주주 가치가 향상될 수 있으며 새로운 투자자와 다른 투자자를 유치할 수 있다고 주장했다. 마지막으로 팜의 라이벌은 포켓용 하드웨어 제작에서 경쟁한 회사의 소프트웨어를 구매하는 것을 꺼려했다.

* 이 차이는 차익거래 기회를 제공하는 것처럼 보인다. 투자자는 쓰리콤 주식 1주를 매입하고 팜 주식 1.5주를 공매하면 즉석에서 현금흐름 \$60을 받고 동시에 쓰리콤의 다른 자산을 공짜로 얻을 수 있었다. 이 차익거래를 실행하는 데 따르는 어려움을 분석한 다음 논문을 참조하라. O. A. Lamont and R. H. Thaler, "Can the Market Add and Subtract? Mispricing in Tech Stock Carve-Outs," Journal of Political Economy 111 (April 2003), pp. 227-268.

표 21.5 주요 주목할 만한 스피노프

모기업	분사영업	스피노프회사	연도
E.ON (Germany)	Fossil-fuel electricity generation	Uniper (Germany)	2016
eBay	Online payment services	PayPal	2015
Hewlett Packard (renamed HP Inc.)	Servers, networking, and consulting	Hewlett Packard Enterprises	2015
Fiat Chrysler (Italy)	Prestige cars	Ferrari (Italy)	2015
Abbott Laboratories	Pharmaceuticals	AbbVie	2013
Kraft Foods	Snack food business	Mondelez	2012
ConocoPhillips	Oil refining and marketing	Phillips 66	2012
Motorola	Manufacture of smartphones	Motorola Mobility	2011
Altria	Tobacco	Philip Morris International	2008
Altria	Food	Kraft Foods	2007

매각한다. 다음 글상자에서는 컴퓨터 회사인 팜(Palm)이 어떻게 분리공모 후 스피노프 되었는지를 설명하고 있다.

스피노프의 가장 흔한 동기는 효율성 증대이다. 회사는 때때로 일부 사업부문을 “부적합(poor fit)”으로 판단한다. 부적합 사업부문을 분리 설립함으로써 모회사의 경영진은 주 사업에 집중할 수 있다. 각 사업부문이 독자생존한다면 수익성 없는 사업에 대한 투자를 지원하기 위해 한 사업부문에서 다른 사업부문으로 자금이 동원될 위험이 없다. 게다가 만약 두 사업부문이 독립적이라면 각 사업부문의 가치를 평가하고 그 결과에 따라 경영자를 보상하기가 훨씬 쉬워진다.

21.10 합병의 이득과 비용

합병 물결

1962년 이후 매년 미국의 합병 건수를 보여주는 그림 21.1을 다시 살펴보자. 합병이 활발하게 진행되고 있음을 주목하라. 1967년부터 1969년까지, 그리고 다시 1990년대 후

반기에 합병활동이 급증하였다. 2003년에 또 다른 합병 붐이 시작되었다. 이것은 금융 위기의 발발과 함께 시작되었지만 2014~2017년에 부활했다.

합병 활동이 왜 변동성이 큰지, 왜 주가가격 수준과 관련이 있는지를 알 수 없다. 이 장에서 검토한 동기 중 어느 것도 일반적인 주가 수준과 관련이 없다. 또한 합병 활동의 상승과 쇠락에 따라 흥하거나 기울거나 하지 않는다.

일부 합병은 주식 시장의 가치 평가 실수로 인해 발생할 수 있다. 다시 말해 구매자는 투자자들이 판매자의 가치를 과소평가했다고 믿거나 합병된 회사의 가치를 과대평가하기를 희망 할 수 있다. 그러나 우리는 상승 시장과 하락 시장 모두에서 실수가 발생한다는 것을 (후시로) 본다. 왜 주가가 낮을 때 많은 기업들이 저렴한 가격 인수를 추구하고 있지 않는가? 순진하거나 속이기 쉬운 사람들이 많을 수도 있으나 왜 강세장에서 수확되는 경향이 있는가?

의심할 필요 없이 좋은 합병과 나쁜 합병이 존재하지만, 경제학자들은 모든 것을 감안했을 때 합병이 균형적으로 유익한지에 대해 동의하기 어렵다고 생각한다. 일반적으로 피인수기업의 주주는 상당한 이득을 얻는다. 예를 들어, 1975년부터 2016년 동안 인수제안의 발표 이후 피인수기업의 주가는 평균 17% 상승하는 것으로 나타났다. 한편, 인수기업의 투자자들은 거의 이득이 없다. 물론, 이는 평균치에 불과한데, 예를 들어, 주식을 매각하는 투자자는 때때로 더 높은 수익을 얻기도 한다. 휴렛-팩커드(Hewlett-Packard)가 자료-저장 회사인 쓰리파(3Par) 인수전에서 승리했을 때 쓰리파 주식에 대해 230% 프리미엄, 약 \$15억을 지불하였다.

인수기업이 얻는 것은 거의 없지만 피인수기업은 상당한 이득을 얻기 때문에 전체적으로 합병으로부터 혜택이 있는 것처럼 보인다. 그러나 모든 사람이 그렇게 믿는 것은 아니다. 어떤 사람들은 합병을 분석하는 투자자들이 단기 이익 증가에 너무 관심을 두며, 이들 단기 이익이 장기 전망을 희생하는 대가로 얻어진다는 점을 인식하지 못한다고 믿고 있다.

의심할 여지없이 좋은 인수와 나쁜 인수가 있다. 그러나 평균적으로 합병이 구매자에게 거의 이득이 없는 것으로 나타난다면 왜 합병 활동이 그렇게 많은가? 어떤 사람들은 그에 대한 설명이 행동학적 특성에 있다고 믿는다. 인수회사의 관리자는 인수대상기업의 현 경영진보다 인수대상기업을 더 잘 운영할 수 있다는 자만심 또는 과신이 있을 수 있고, 따라서 인수자는 너무 많은 비용을 지불한다.

워런 버핏(Warren Buffet)는 상황을 다음과 같이 요약한다.

많은 경영자들은 감수성이 예민한 어린 시절에 잘 생긴 왕자가 아름다운 공주의 키스로 두꺼비의 몸에서 풀려나게 되는 이야기에 과다노출된 것 같다. 결과적으로 그들은 그들의 키스가 타깃 기업의 수익성을 위해 놀라운 일을 할 것이라고 확신한다. 우리는 많은 키스를 봤지만 기적은 거의 없었다. 그럼에도 불구하고, 공주를 꿈꾸는 많은 경영자들은 회사의 뒤뜰이 키스에 반응이 없는 두꺼비로 무릎까지 차오른 후조차도 키스의 미래 잠재력에 대해 침착하게 자신감을 유지한다.¹⁰⁾

만약 합병과 관련된 공공정책에 관심이 있다면 단순히 관련 회사의 주주들에 대한 영향만을 생각하지는 않을 것이다. 예컨대, 앞에서 우리는 RJR 나비스코의 경우 주주들의 이득 중 일부가 채권자들과 세무당국(더 많아진 비용공제를 통한)의 비용으로부터 얻어졌음을 살펴보았다. 때때로 인수기업의 주주들은 인수 후 해고를 당하거나 임금 삭감을 강요당하는 피인수기업 종업원들의 희생으로 그들의 이득을 얻을 수도 있다.

아마도 기업인수의 가장 중요한 효과는 인수되지 않은 기업의 경영자들이 받는 느낌일 것이다. 예를 들어, LBO의 효과는 아무리 큰 대기업의 경영자라 할지라도 기업인수의

10) Warren Buffet, Berkshire Hathaway Annual Report, 1981.

도전으로부터 안전하다고 생각할 수 없다는 것이었다. 아마도 기업인수 위협은 전체 미국 주식회사(corporate America)가 더 열심히 노력하도록 자극하였을지도 모른다. 그러나 불행하게도 모든 것을 따져봤을 때 합병 위협이 더욱 활동적인 대낮을 만들었는지, 또는 더 많은 잠 못 이루는 밤을 만들었는지는 알 수 없다.

기업인수 위협이 비효율적인 경영진에게는 자극이 되었을 수도 있지만, 이는 또한 많은 비용을 요구한다. 회사는 투자은행과 변호사, 그리고 회계사의 서비스에 대해서도 보상해야 한다. 게다가 합병은 경영자의 시간과 노력의 많은 부분을 빼앗아 간다. 회사가 기업인수를 계획할 때는, 경영자가 기업의 기존 사업에 충분한 역량을 집중하기는 매우 어렵다.

사회 전체에 가져다주는 이득이 비용보다 더 크다고 하더라도, 이런 이득이 다른 방법으로 달성될 수는 없었는지 한번 생각해볼게 된다. 예를 들어, 경영자가 더 열심히 일하도록 하기 위해 LBO가 꼭 필요했는가? 아마도 문제는 많은 기업이 경영자에게 상벌을 주는 방식에 있을 수도 있다. 아마도 기업인수에 따른 이득의 많은 부분이 경영자 보상을 기업 성과와 좀 더 기깝게 연동시킴으로써 해결할 수도 있었을 것이다.

요약 SUMMARY

왜 회사가 합병하는 것이 타당한가? (학습목표 21-1)

비효율적인 경영진을 교체하기 위해 합병을 시도할 수 있다. 그러나 때로는 두 사업이 별도로 있을 때보다 합쳐 있을 때 더 가치가 있을 수 있다. 이득은 규모의 경제에서 올 수도 있고, 수직적 통합의 경제에서 올 수도 있으며, 보완적인 자원의 결합, 또는 잉여 현금 흐름의 재배치에서 올 수도 있다. 이런 혜택이 얼마나 자주 발생하는지는 정확히 알 수 없으나, 이들 혜택이 일리가 있는 것은 분명한 사실이다. 때때로 합병은 위험 분산을 위해, 또는 인위적으로 주당 이익을 증가시키기 위해 실시하기도 한다. 이런 동기는 설득력이 약하다.

인수회사의 합병 이득과 비용은 어떻게 측정되는가?
(학습목표 21-2)

만약 두 기업이 별도로 있을 때보다 합쳐 있을 때 더 가치가 있다면 합병은 경제적 이득을 창출한다. 이득은 합병기업의 가치와 두 회사가 독립적으로 운영되었을 때 가치의 차이이다. 비용은 인수기업이 피인수기업에 대해 독립기업의 가치 이상으로 지급하는 프리미엄이다. 인수대금이 주식으로 지급되면 합병이 완료되고 난 후 주식의 가치가 얼마인지에 따라 지급가치가 결정된다. 이득이 비용보다 크면 합병을 진행한다.

회사가 소유구조나 경영진을 교체하는 방법에는 어떤 것이 있는가?
(학습목표 21-3)

이사회가 비효율적인 경영진을 교체하지 못할 경우 이를 변화시킬 수 있는 다음 네 가지 방법이 있다. (1) 주주들은 이사회를 교체하기 위한 **위임장 경쟁**을 시작한다. (2) 기업이 다른 기업에 인수당한다. (3) 기업이 투자자 그룹에 의해 **차입매수(LBO)** 방식으로 인수당한다. (4) 기업이 영업 일부를 다른 기업에 매각한다.

기업인수에 대한 방어전략에는 어떤 것이 있는가? (학습목표 21-4)

합병은 종종 두 회사의 이사들이나 경영진 간의 우호적인 협상으로 이루어진다. 그러나 피인수 측이 꺼리면 잠재적 인수기업은 주식의 **텐더오퍼**를 제안할 수 있다. 앞서 인수 경쟁에서 사용되는 공격과 방어 전략의 일부를 소개하였다. 이들 전략에는 **샤크 리펠런트**(인수를 보다 어렵게 만드는 정관의 변경)와 **포이즌필**(기업인수에 비용이 더 많이 들게 하는 조항) 등도 포함된다.

기업의 차입매수와 경영자매수의 동기는 무엇인가? (학습목표 21-5)

차입매수(LBO)와 **경영자매수(MBO)**는 모든 공개 주식을 다시 사들이고 회사는 “비공개 기업(goes private)”으로 바뀐다. LBO는 현금흐름이 풍부하고 성장기회가 제한된 성

숙기업을 대상으로 한다. LBO 및 다른 형태의 부채조달 기업인수는 여러 동기가 혼합되어 추진된다. 이들 동기에는 (1) 지급이자의 세금공제 혜택, (2) 회사가 부채를 늘리면 채권 가치가 떨어지는 것을 감수해야 하는 채권자들로부터의 가치 이전, (3) 회사에 대해 개인적인 이해관계를 가지는 경영자와 종업원들에게 더 나은 인센티브를 창출할 기회 등이 포함된다. 여기에 더해서 많은 LBO가 잉여 현금흐름이 있는 회사가 이를 유보하기 보다는 주주에게 강제로 분배하게끔 고안되었다. 투자자들은 이런 회사가 잉여현금흐름을 음(-)의 NPV 투자안에 쏟아 붓지 않을까 두려워한다.

합병은 효율성을 증가시키는가?
그리고 합병이득이 인수기업과 피
인수기업 주주들 사이에 어떻게
배분되는가? (학습목표 21-6)

기업이 인수될 때 피인수기업의 주주들은 전형적으로 승리한다. 즉 피인수기업의 주주들은 비정상적으로 높은 수익률을 얻는다. 인수기업의 주주들은 거의 본전이다. 이는 비록 전형적인 합병이 양(+)의 순이익을 창출하기는 하지만, 인수제안자들 간의 경쟁과 피인수기업 경영자에 의한 활발한 방어 때문에 대부분의 이득이 피인수기업 측 주주들에게 돌아간다는 것을 의미한다.

연습문제 QUESTIONS AND PROBLEMS

- 합병형태.** 다음의 가상적인 합병은 수평적, 수직적, 혹은 기업집단 합병인가? (학습목표 21-1)
 - 제너럴 모터스(General Motors)가 포드(Ford)를 인수
 - 포드가 월마트(Walmart)를 인수
 - 월마트가 크래프트 하인즈(Kraft Heinz)를 인수
 - 크래프트 하인즈가 제너럴 모터스를 인수
- 합병동기.** 다음의 합병동기 중 경제적 타당성이 있는 것은 어느 것인가? 예 혹은 아니오로 답하시오. (학습목표 21-1)
 - 규모의 경제를 달성하기 위한 합병
 - 다각화에 의해 위험을 감소하기 위한 합병
 - 풍부한 이익기회가 있으나 성장 기회는 제한된 회사에 의해 창출된 현금을 재배치하기 위한 합병
 - 주당 이익을 증가시키기 위한 합병
- 합병동기.** Northeast Heating과 Northeast Air Conditioning을 한 회사로 합병하는 것은 왜 타당한지 아니면 타당하지 않는지 설명하시오. (학습목표 21-1)
- 부트스트랩 게임.** Muck and Slurry의 합병은 실패하였다(21.1절). 그러나 World Enterprises는 \$2.67의 주당순이익을 보고하기로 결정했다. 따라서 Wheelrim and Axle Company를 인수하게 되었다. 이와 관련하여 다음의 자료가 주어져 있다고 하자.

	World Enterprises	Wheelrim and Axle	Merged Firm
주당 순이익	\$2.00	\$2.50	\$2.67
주가	\$40	\$25	_____
주가-이익 비율	20	10	_____
발행주식 수	100,000	200,000	_____
총이익	\$200,000	\$500,000	_____
시가총액	\$4,000,000	\$5,000,000	_____

다시 말해, 합병으로부터 이득은 없다. Wheelrim and Axle Company의 거래에서 World

Enterprises는 단지 목표 주당 순이익인 \$2.67을 달성하기 위해 충분한 주식수를 발행하였다. (학습목표 21-1)

- a. 합병회사를 위해 위의 표를 완성하십시오.
- b. Wheelrim and Axle Company의 주식 1주와 교환할 수 있는 World Enterprises의 주식 몇 주가 교환되어야 하는가?
- c. World Enterprises에게 합병비용은 얼마인가?
- d. 합병 전 발행된 World Enterprises 주식의 총가치는 어떻게 변하는가?

5. 합병과 P/E 비율. Castles in the Sand은 현재 주가-이익(P/E)비율이 100이다.

이 기업은 2백만 주의 주식을 발행했고 현재 주가는 \$400이다. Firm Foundation의 P/E비율은 80이고, 발행주식 수는 1백만 주이고, 주가는 \$200이다. (학습목표 21-1)

- a. 만약 Castles이 Firm Foundation의 주식 2주 당 자사 주식 1주와 교환하여 Firm Foundation을 인수한다면 합병기업의 주당 순이익은 어떻게 되는가?
- b. Castles의 주가에 어떤 변화가 있는가?
- c. Castles 혹은 Firm Foundation의 주주들이 부에 대해 어떤 변화를 깨닫지 못하다는 것을 보이시오.
- d. 만약 합병자가 경제적 이득이 없다면 새로운 기업의 P/E는 얼마나 되겠는가?
- e. 만약 시장이 합병된 기업의 P/E 비율이 Castles의 합병 전 비율과 다르다는 것을 인식하지 못한다면 Castles의 주가는 어떻게 되는가?
- f. 투자자들이 (2)와 같이 속는다면 이득은 두 기업의 주주들 사이에 어떻게 분배될 것인가?

6. 주식 대 현금지급 제안. Sweet Cola Corp. (SCC)은 Salty Dog Pretzels (SDP)을 인수하려 제안하고 있다. SCC의 발행주식수는 3,000주이고, 주가는 \$500이다. SDP의 발행주식은 2,000주이며, 주가는 \$17.500이다. SSC는 합병에 따른 경제적 이득이 \$15,000에 이를 것으로 추산한다. (학습목표 21-2)

- a. 만약 SDP를 주당 \$20에 인수할 수 있다면 SCC에게 합병의 NPV는 얼마나 되는가?
- b. 시장이 SSC가 SDP를 주당 \$20에 매입한다는 것을 알았을 때 SCC주가는 어떻게 되는가?
- c. SDP는 얼마에 팔 것인가?
- d. 각 기업의 주주들에게 돌아가는 이득의 비율은 얼마인가?
- e. 이제 합병이 주식교환으로 이루어진다고 가정하자. 두 회사의 합병 전 주가를 기준으로 SCC주가는 \$50이므로 주당 \$20의 현금을 지급하는 대신 매입하는 SDP 주식 1주당 자사주 0.4주씩을 발행한다고 하자. 합병기업의 주가는 얼마인가?
- f. 주식교환 방식을 이용한다면 SCC에게 합병의 NPV는 얼마인가? (a) 문제의 답과 다른 이유는 무엇인가?

7. 합병이득. Acquiring Corp.는 Target Inc.를 인수하려 생각하고 있다. Acquiring사의 발행주식 수는 1천만 주이고 주가는 \$40 이다. 인수대상인 Target사는 발행주식 5백만 주를 가지고 있고, 주가는 \$200이다. 만약 합병이득이 \$25백만으로 추정된다면 Acquiring사가 인수대상기업인 Target사 주주들에게 지불할 수 있는 최대 가격은 얼마인가? (학습목표 21-2)

8. 합병이득. 문제 7에서 Acquiring Corp.사의 주가이익비율은 120이고 인수대상기업 Target사의 P/E비율은 80이라면, 합병기업의 P/E비율은 얼마가 되어야 하는가? 이 경우 합병자금은 Acquiring Corp.사 신주를 발행하여 조달한다고 가정하자. 인수대상기업 Target사는 보유주식 2주당 Acquiring Corp.사 주식 1주를 받는다. (학습목표 21-2)

셀프테스트 해답 SOLUTIONS TO SELF-TEST QUESTIONS

- 21.1 a. 수평적합병. Lenovo와 Dell은 동일한 산업에 속한다.
 b. 기업집단 합병. Dell과 Safeway는 다른 산업에 속한다.
 c. 수직적 합병. Safeway는 납품회사인 Campbell Soup를 인수하여 후방으로 통합하려 한다.
 d. 기업집단합병. Campbell Soup과 Lenovo는 서로 다른 산업에 속한다.
- 21.2 현재 주당 이익이 \$2이고 주가가 \$10인 상태에서 Muck and Slurry는 \$1백만의 시장가치와 단지 5의 주가이익비율을 가지고 있다. 이 회사는 World Enterprises 주식 25,000주만 가지고 인수할 수 있다. 따라서, 합병기업은 125,000주의 발행주식과 \$40만의 이익을 가지게 되고, 그 결과 표 21.2 세 번째 열에 있는 값 \$2.67보다 높은 \$3.20의 주당 이익을 갖게 된다.
- 21.3 합병비용은 \$4백만, 즉 Goldfish 주주들에게 지급하는 주당 \$4 프리미엄 곱하기 1백만 주이다. 만약 합병이 Great White Shark에게 양(+)의 NPV를 갖게 한다면 그 이득은 \$4백만이 넘는 것이 틀림없다.
- 21.4 그렇다. 표 21.4를 다시 보라. 총시장가치는 여전히 \$540백만이지만 Cislunar은 합병을 완료하기 위해 1백만 주를 발행해야 한다. 합병기업의 총 주식 수는 1천 1백만 주이다. 합병 후 주가는 \$49.09이다. 따라서 Cislunar과 주주들은 여전히 더 많은 이득을 보게 된다.

미니 케이스

McPhee Food Halls는 스코틀랜드 서부에서 슈퍼마켓 체인점을 운영하였다. 이 회사는 별로 신통하지 않은 실적을 올리고 있었고, 2001년 설립자가 세상을 떠나고 나서는 팬츠는 기업인수 대상으로 떠올랐다. 피인수대상이 예상되면서 런던주식시장의 지수가 전체로서는 별다른 변화가 없었는데도 불구하고 McPhee 주가는 2014년 3월 £4.90에서 6월 10일에는 12개월 최고가격인 £5.80로 상승하였다.

아무도 의류, 백화점 등 종합 소매사업을 하는 Fenton이 인수제안을 할 것이라고는 예상하지 못하였다. Fenton이 자사가 운영하는 백화점 안에 식당을 운영하기는 했지만, 식품 소매에는 상대적으로 별 경험이 없었다. 그러나 Fenton 경영진은 상당 기간 McPhee와의 합병을 심사숙고해왔다. 경영자들은 자산 백화점 내에 McPhee의 식품소매기법을 활용할 수 있을 것으로 느꼈을 뿐만 아니라 McPhee의 사업에 더 나은 경영기법과 채고 통제를 도입하면 £10백만의 비용절감을 가져올 것으로 믿고 있

었다.

6월 10일 증권시장이 폐장한 후 Fenton은 McPhee 주식 10주당 자사 주식 8주를 주겠다고 제안하였다. McPhee의 발행주식 수는 500만 주였기 때문에 기업인수로 Fenton은 기존의 발행주식 1천만 주에 추가로 $5 \times (8/10) = 4$ 백만 주를 더 발행하게 된다. Fenton 경영진은 McPhee가 기업인수 방어를 성공적으로 하기 어려울 것으로 믿고 있었지만, 필요하다면 인수제안 가격을 올릴 수도 있을 것이라고 회사와 자신의 투자은행은 사적으로 동의하였다고 하였다.

투자자들은 슈퍼마켓 체인점과 백화점을 결합하는 데 따르는 혜택에 공감하지 않았고, 6월 11일 Fenton의 주가는 전날보다 낮은 가격으로 거래되기 시작하여 £0.10 낮은 £7.90로 마감하였다. 그러나 McPhee의 주가는 £6.32로 뛰어올랐다.

Fenton의 재무담당자는 그날 저녁 투자은행 관계자들과의 회의에 참석하기로 되어 있었으나, 회의에 참석하기

전에 관련 수치들을 다시 한 번 검토해 보기로 했다. 먼저, 재무담당자는 합병의 이득과 비용을 다시 추정하였다. 다음 그는 투자자들이 과연 합병의 이득을 볼 수 있다고 믿고 있는지를 알아보려고 그날 Fenton의 주가 하락을 분석하였다. 그리고 최종적으로 과연 Fenton이 최종 단계로 가서 인수제안 가격을 올릴 수 있는지를 재검토해 보기로 하였다. 만일 인수제안 가격의 상승으로 인

한 효과가 단지 Fenton 주가의 추가하락으로 이어진다면 이런 전략은 자멸적일 수밖에 없을 것이다.

시장이 합병이 순이익을 창출할 것으로 시장은 믿는가? Fenton의 주주를 위한 제안된 합병의 비용과 이득은 무엇인가? Fenton이 인수제안 가격을 올리는 것이 현명한가?