

# 글로벌시대의 기업 경영 효율화와 M&A

염택선 · 현대경제사회연구원 연구원

우리나라는 제도적으로 주식의 대량 취득을 제한함으로써 M&A가 활발히 이루어지지 못했다. 그러나 우리나라의 경제가 성숙기에 접어들면서 산업 구조의 재편이 요구되고 있고, 자본 시장 개방이나 OECD 가입 등 환경 변화에 따라 대량 소유 제한 조항인 「증권거래법 제200조」가 1997년부터 폐지될 예정에 따라 우리나라에서도 M&A가 활성화될 전망이다. 이에 현대경제사회연구원은 지난 5월 인수 합병 분야의 권위자인 김응한 미시간대 석좌 교수 겸 금융연구소 소장(경영의 효율화와 M&A), 와가스키다카하키 東京大 교수(일본의 M&A), 존 맥커널 퍼듀대 교수(역병합: 분리 독립, 분리 공개, 분리 매각, 자발적 분리 정리) 등을 초청하여 '글로벌시대의 기업 경영 효율화와 M&A' 라는 주제로 세미나를 개최하였다. 이하의 내용은 세미나에서 발표한 내용을 정리한 것이다.

## 경영의 효율화와 M&A

**미**국의 Security Data Corporation의 자료에 의하면, 미국 M&A의 총 규모는 1994년 3,470억 달러, 1995년 4,650억 달러로 증가하고 있으며, 1996년에도 역시 증가 추세가 이어지고 있음을 알 수 있다. 이러한 M&A는 우호적인 방법과 적대적인 방법으로 나누어볼 수 있는데, 미국에서는 적대적인 인수 합병도 활발히 이루어지고 있다. 그러나 한국에서는 증권거래법의 허점을 이용하지 않으면 적대적 M&A는 불가능하다.

그러나 1997년부터는 대량 소유 제한 조항인 「증권거래법 제200조」가 폐지될 예정으로 있어 한국에서도 적대적 M&A가 가능하게 될 것이다.

### 1) M&A의 형태

M&A는 여러 가지 형태로 이루어지는데 그 가운데 중요한 것 네 가지를 요약하면, 첫번째는 기업 합병 제안(Merger Proposal)이며, 이는 매수 기업과 피매수 기업 경영진의 합의를 통해 이루어진다. 두번째는 대상 기업의 경영진과 무관하게 주주들에게 주식을 공개적으로 매입하는 공개 매수(Tender Offers)이며, 세번째는 기업의 일부를 타기업에게 팔거나, 독립된 법인으로 만드는 역병합이다. 마지막으로 정크 본드를 발행하여 자금을 조달하고, 이 자금으로 기업을 인수한 후, 재매각을 통해 이익을 취하는 레버리지 바이 아웃(Leveraged Buy-outs)으로서 이는 80년대 후반에 매우 인기가 높았으나, 1990년 정크 본드 시장의 붕괴 이후 거래가 주춤한 상태이다. 이하에서는 공개 매수를 중심으로 인수 합병시 기업에 미치는 효과에 대해 논의하고자 한다.

2) 공개 매수(Tender Offers)

<그림>에서 보는 바와 같이 공개 매수가 이루어지면, 공시일 이후 주가는 큰 폭의 상승을 나타내는 것이 일반적이라 할 수 있다. 일단 큰 폭으로 상승한 이후에는 실제 성사 여부에 따라 명암이 엇갈리게 된다.

만일 공개 매수가 성공적으로 이루어지게 되면 기업은 부의 창출을 유도할 수 있게 되는데 이것을 시너지 효과라 부르며, 이러한 시너지 효과를 <그림>에서 확인할 수 있다.

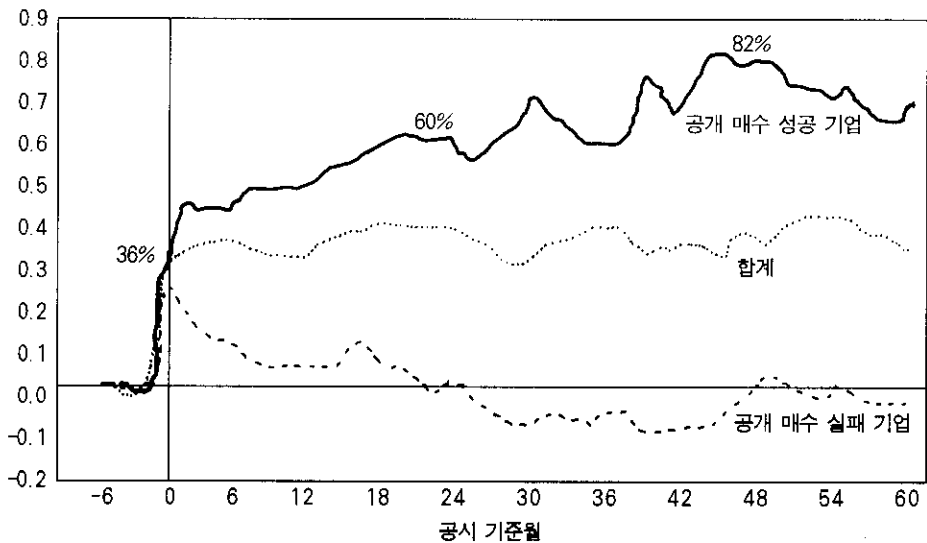
합병 대상 기업의 공개 매수를 통한 주식 가격 변동을 미국 기업의 사례를 통해 살펴보면, 공시일 전후로 주가가 평균 36% 상승하

였다. 이 가운데 성공적인 공개 매수로 합병된 기업의 주가는 36%를 훨씬 상회하여 최고 82%까지 상승한 것으로 나타난다. 그러나 실패로 끝난 공개 매수의 합병 대상 기업의 경우, 공시 전후에 상승하였던 주가가 공시 전의 가격으로 하락하였음을 볼 수 있다.

즉, 공개 매수로 인한 부의 창출이 가능하려면 공개 매수가 성공적으로 이루어져 실제로 기업간의 결합이 이루어져야 한다.

시너지 효과는 크게 두 가지로 나누어볼 수 있는데, 첫번째는 효율성 증가이고, 두번째는 시장 지배력 증가이다. 효율적인 경영, 규모의 경제 그리고 새로운 판매망 개척 등을 포

<그림> 112 개 공개 매수 대상 기업의 순수익률



합하는 효율성 증가는 기업의 경쟁력을 향상시키고 국가 경제 발전에 공헌하는 동시에 소비자도 혜택을 누릴 수 있다. 그러나 시장 지배력 강화는 기업의 경쟁력을 향상시키는 효과가 있는 반면, 소비자에게는 악영향을 끼칠 수 있다. 예를 들면, 미국 항공사간의 합병은 항공 요금의 인상을 초래하여 항공사의 수익과 주가에는 긍정적인 효과를 가져왔지만, 소비자에게는 비용 부담이 가중된 것이다.

### 3) M&A 활성화의 전제 조건

한국에서도 대량 소유 제한 조항인 「증권거래법 제200조」가 폐지되는 1997년부터 적대적 M&A가 본격화될 것으로 예상된다. 향후 우리나라에서 기업의 경영과 자본의 효율성을 높이고 국가 경쟁력 제고에 도움을 주는 M&A의 효과를 기대하기 위해서는 몇가지 전제 조건이 수행되어야 한다.

첫째, 소액 투자자의 권익 보호 장치가 마련되어야 한다. 경영의 지배와 이전 가격의 불투명한 현실에서 적대적 M&A가 소액 주주들의 손실은 물론, 기업 경영과 자본의 효율성을 오히려 저하시켜 국가의 경쟁력을 약화시킬 수 있다.

둘째, 소비자보호제도의 제정이다. 시너지 효과가 효율성의 증가 측면에서 오는 것이라면 바람직하지만, 만일 시장 지배력의 증가에서

오는 것이라면 기업과 소비자의 이해가 상충되기 마련이다. 적대적 M&A를 통해 경쟁자의 수를 줄여 독점력을 높이고 상품과 서비스의 질과는 상관없이 가격만을 인상한다면 소비자의 피해는 필연적이다. 그러므로 정부는 반독점 정책을 추구하여 주요 기업간의 합병에 대해서는 정부의 허가를 받도록 해야 한다.

셋째, 시장 정보의 효율적 생산 및 공급을 통한 우리나라 증권 시장의 발전이다. 선의의 피해를 배제하기 위해 내부자 거래 방지법의 개정 및 악성 루머 등으로 상존하는 주가 조작의 가능성을 최소화해야 한다. 또한 경영의 투명성과 책임 부여성을 높이기 위해 객관적이며 정확한 경영 정보의 신뢰성 제고가 필요하다.

## 일본의 M&A

### 1) 일본에서는 왜 M&A가 불필요했는가?

일본에서는 전통적으로 기업의 취득이나 매각이 종신 고용을 비롯한 일본의 인사 관행에 부적합하다는 이유로 기피되어왔다. 또한 주식의 상호 보유로 인해 주식의 이동이 원활히 진행되지 않는다는 문제도 있었다. 그러나 위와 같은 이유들은 표면적인 이유일 뿐, 실제로 M&A가 기피되었던 것은 필요성을 느끼

지 못했기 때문이다.

과거 일본의 기업들은 기업 내에서의 인재 이동과 자원 재배분만으로 시장 환경 변화에 충분히 적응할 수 있었다. 기업의 자원 재배분만으로 문제가 해결되지 않을 경우에만 외부로부터의 자원을 도입하기 위해 M&A가 이루어졌다.

또한 제조업을 중심으로 한 경제 성장을 이룩해왔기 때문에, 제조 기술의 공통성을 잘 활용하여 기업 내부적으로는 사업 구성을 변화시켰으며, 일본 경제는 성공적으로 산업 구조의 전환을 이룩해왔다.

그리고 주식의 상호 보유는 주주로부터 완전히 차단된 경영자 지배를 가능케 한다는 의미에서 일본 기업의 기업 지배를 특징지우는 중요한 요인이다. 이렇게 고정된 주식 상호 보유로 인해 형성된 안정 주주는 당연히 M&A에 의한 주주의 교체를 불가능하게 만들었다.

## 2) 왜 M&A가 필요한가?

자본 비용을 과소 평가하여 어떤 투자라도 채산성이 있다고 생각한 일본의 기업들은 80년대 상당히 무리한 확장 투자와 다각화를 실시했다.

투자에 의한 현금 흐름을 예상하고 자본 비용에 기초하여 투자를 확정하는 현금할인법식의 사고가 결여된 상태에서 무리한 확장 투자

나 다각화를 실시했으며, 이에 따라 M&A가 필요 불가결하게 되었다.

또한 시너지 효과에 대한 기대도 M&A를 필요로 하는 요인으로 작용하였다. M&A의 대상이 자회사나 관련 회사 혹은 연계열 그룹 내에서만 이루어진다면 단순한 비용 절감 수준의 경영 합리화에 지나지 않을 것이다. 이러한 일본의 전통적인 경영 기법이 한계에 도달하였다는 인식도 M&A의 필요성을 증대시키고 있다.

마지막으로 일본 기업 주식의 상호 보유가 고정적이라는 점이 하나의 요인이 되었다. 지구 노력이나 일본 기업끼리의 상호 부조로는 향후 재생 불가능한 기업이 생길 수 있으며, 따라서 우수한 경영이 도입되지 않으면 기업이 존속할 수 없었다. 여기에서 M&A가 하나의 대안이 되었다. 이러한 여러 가지 이유가 일본에서 M&A를 가능하게 만들었다.

## 역병합: 분리 설립, 분리 공개, 분리 매각, 자발적 분리 정리

### 1) 역병합(Mergers in Reverse)의 정의와 미국의 역병합 현황

역병합은 M&A와 반대되는 개념이라고 할 수 있다. 즉, M&A가 둘 이상을 하나로 합치는 형태인 데 반해, 역병합은 하나를 둘 이상

으로 나누는 것으로 이해할 수 있다. 그러나 중요한 것은 양자가 추구하는 것이 동일하다는 것이며, 그것은 바로 기업 경영의 효율성이라 할 수 있다. 실제로 미국에서는 이러한 역병합의 규모가 꾸준히 증가하고 있다.

역병합에는 분리 설립, 분리 공개, 분리 매각, 자발적 분리 정리 등이 있다. 첫째, 분리 설립(Sell-offs)이란 모기업이 주주에게 특정 사업부의 소유권을 넘겨주는 형태를 말하는 것으로, 사업부는 새로운 자본의 형성없이 새로운 기업으로 독립하게 된다(1995년 8월 제너럴 모터스(General Motors Corporation)의 전자사업부인 일렉트릭스 데이터 시스템(EDS)의 분리 설립 등).

둘째, 분리 공개(Spin-offs)는 분리 설립과 마찬가지로 특정 사업부가 새로운 기업으로 독립하는 것을 말하는데, 독립한 사업부의 주식을 일반 투자자에게 공매하여 모기업은 새로운 자본을 형성한다는 것이 차이점이다(1993년 6월 씨어스(Sears, Roebuck &

Company)의 보험 사업부인 올스테이트(Allstate Corporation)의 분리 공개 등).

셋째, 분리 매각(Carve-outs)은 모기업이 사업부나 자산 등을 타기업에 직접 매각하는 형태로서, 매각을 통해 새로운 자본을 형성한다(1995년 5월 ITT Corporation 재무 사업부인 ITT Commercial Finance의 독일 은행에의 매각 등).

넷째, 자발적 분리 정리(Voluntary Bust-ups)란 모기업이 모든 자산 및 사업부를 정리하여 더 이상 영업 활동을 하는 독립 법인으로서의 존속을 포기할 것을 의미하는 것이다. 자산이나 사업부들은 분리 설립, 분리 공개, 또는 분리 매각 등을 통하여 분리될 수 있으며, 이때에 조성된 자금은 차입금의 상환에 사용하며, 나머지 자금은 모기업의 주주들에게 배당금으로 지급되어진다.

〈표〉 미국의 역병합 현황

기간	건수	자산 가치
1962~66	약 500 건	약 600억 달러
1978~96	약 350 건	약 1,000억 달러
?	?	?
과거 20여 년간	약 3건 / 1년	?

주: 1) 분리 매각의 경우 정확한 수치는 알려지지 않지만, 규모 면에서 분리 설립과 분리 공개의 합계보다 큰 것으로 추정됨.

2) 자발적 분리 정리는 과거 20여 년 동안 매년 3 건 이상 발생하고 있음.

2) 역병합(Mergers in Reverse)을 통한 가치 창출 사례

○ 분리 설립(Sell-offs)

- 1995년 9월 AT&T社의 분리 설립 발표 직전 추가: 58.25 달러
- 1995년 9월 AT&T社의 분리 설립 발표 3 개월 후 추가: 68 달러
- 추가의 상승률: 16.7%
- AT&T社의 발행 주식 수: 15억 9,000만 주
- 총 가치 창출액:  
 $15억\ 9,000만\ 주 \times 9.75\ (68 - 58.25) =$   
 약 155억 달러

○ 분리 공개(Spin-offs)

- 1993년 6월 씨어스(Sears)로부터의 보험 사업부인 올스테이트(Allstate)의 분리 공개 사례
- 분리 공개 직전의 씨어스의 총 가치: 약 190억 달러
- 최근의 두 기업의 가치 합계: 370억 달러

위의 사례들은 역병합이 가치 창출에 기여한다는 것을 확실히 보여주고 있다.

가치 창출의 규모는 거래 규모에 따라 결정되며, 가치 창출의 정도는 새롭게 형성된 자본의 용도에 따라 결정된다. 특히, 분리 매각 과정에서 형성된 자본이 차입금의 상환에 사

용될 때 가치 창출의 정도가 가장 크게 나타났다.

3) 가치 창출 요인

가치 창출 요인은 크게 두 가지로 나누어볼 수 있는데, 첫번째는 부분 기업 분리를 통한 효율적인 기업 자원의 활용이다. 이는 과거에 적합하지 않은 M&A로 인해 발생하였던 자원의 효율성 저하를 부분 분리를 통해 수정함으로써 자원의 효율성을 증대시키는 것이다. 두번째는 경영자의 의사 결정 동기와 경영의 효율성으로서 경영 성과에 대한 직접적인 주주의 견제가 있는 반면, 경영자의 성과에 대한 보상이 독립된 사업부의 직접적인 경영 성과에 따라 결정됨으로써 경영자가 더욱 더 많은 노력을 하게 되는 것이다. 또한 업종 전문화의 결과로 경영진의 집중적인 관심과 경영의 전문성이 발휘되어 기업 자원이 보다 효율적으로 활용되는 것이다. ■