

기업 합병과 취득 (Mergers & Acquisitions)

서울시립대학교 경영대학
박종원 (parkjw@uos.ac.kr)

Lecture 13. 기업 합병과 취득

학습목표:

- M&A의 의의
- 경영권시장과 적대적 M&A 방어방법
- M&A의 평가와 동기
- M&A의 비용과 인수가격의 평가
- 우리나라의 M&A 현황

I. M&A의 의의

● 기업의 성장전략

○ 내적 성장(internal growth)

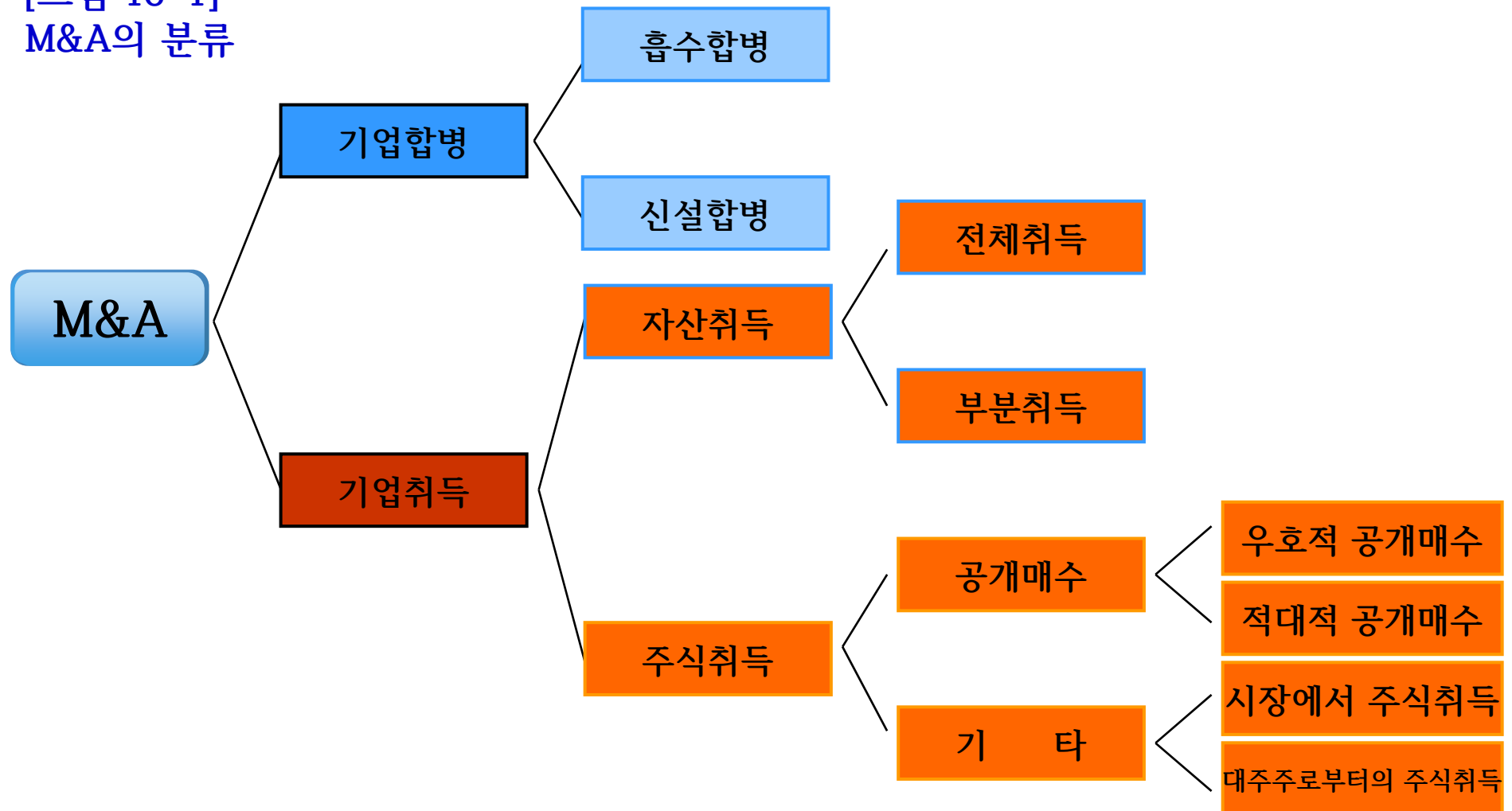
- 신규설립, 신시장/신상품/신기술 개발
- 이익의 재투자
- 투자정책, 자본조달정책이 중요

○ 외적 성장(external growth)

- 기업인수(취득), 기업합병, 합작투자 등
- 내적 성장의 한계, 급속한 시장 환경 변화의 경우
- 타기업의 기업지배권 확보
 - M&A : 기업지배권시장(market for corporate control)

I. M&A의 의의

[그림 13-1]
M&A의 분류



I. M&A의 의의

● 합병 (mergers)

● 합병의 의의

- 합병이란 두 개 이상의 회사가 청산절차를 거치지 않고, 한 개 이상의 회사가 소멸됨과 동시에 소멸되는 회사의 권리·의무가 존속회사에 모두 이전되는 회사간의 계약.

● 법률적 관점

- 흡수합병(merger)
- 신설합병(consolidation)

● 경제적 관점

- 수직적 합병
- 수평적 합병
- 다각적 합병

I. M&A의 의의

● 취득 (acquisitions)

● 취득의 의의

-한 기업이 다른 기업의 지배권(경영권)을 획득하기 위하여 주식이나 자산을 취득하는 행위.

● 합병과의 차이점

1. 다른 기업의 지배권을 획득하는 것이 목표이므로 단순한 재산의 부분적 매수(예, 투자수익 목적의 매수)와는 차별.
2. 취득 후에도 취득되는 기업이 개별기업으로서 계속 존재.

II. 경영권시장과 적대적 M&A 방어방법

● M&A와 경영권(기업지배권)

- M&A: 경영진간의 기업 지배권 확보를 위한 경쟁과 싸움
- 자본주의의 발달과 소유-경영의 분리

● 경영권시장

- 인수(takeover): 한 기업의 경영권을 확보하는 행위
 - 합병, 취득, 의결권 확보 등 제반 방법을 모두 포괄하는 용어
- 경영자노동시장
 - 적대적 M&A와 우호적 M&A

II. 경영권시장과 적대적 M&A 방어방법

● 주식시장과 기업인수에 사용되는 대표적인 방법

주식공개매수 (Take Over Bid)	대상기업의 주식을 주주들로부터 공개적으로 취득하여 지배권을 확보하는 방법.
백지위임장투쟁 (Proxy Contest)	주주로부터 주식의 의결권을 위임 받는 형식으로 지배권을 확보하는 형태.
차입매수 (Leveraged Buy Out)	인수기업이 인수대상 기업의 자산이나 미래수익을 담보로 외부에서 자금을 조달하고 이 외부차입금을 이용하여 인수대상 기업의 주식을 매입하여 지배권을 확보하는 방법.

II. 경영권시장과 적대적 M&A 방어방법

● 적대적 M&A의 방어방법

초다수의결규정 등 정관의 개정 (super majority)	회사 정관에 주주총회에서 합병을 승인하는데 필요한 의결권을 일반적인 과반수 의결권보다 훨씬 많은 초다수의결로 정하는 것.
재매입 불가침계약 (repurchase standstill agreement)	자기회사를 인수하려는 목적으로 일정한 지분을 확보하고 있는 투자자 또는 기업에게 시장가격에 프리미엄이 더해진 높은 가격으로 그들이 확보하고 있는 주식을 매입한 후 M&A를 포기토록 계약하는 것.
사기업화와 차입매수 (going private)	증권시장에 상장되어있는 공개된 기업을 소수의 투자 자가 발행주식 전부를 인수하여 상장을 폐지하고 사기 업으로 전환하는 것.

II. 경영권시장과 적대적 M&A 방어방법

● 적대적 M&A의 방어방법

핵심자산(crown jewel) 매각	회사자산 중 가장 중요한 부분을 처분하여 인수기도를 와해시키는 것.
황금낙하산 (golden parachute)	기업이 외부인에게 인수되어 경영진이 교체될 경우 퇴직에 따른 거액의 보상금을 기존의 경영진에게 지급하도록 하는 내용을 고용계약에 규정하는 방법.
독약조항 (poison pill)	잠재적 인수자에게 그 기업을 인수할 경우 매우 불리한 결과를 가져오게끔 회사의 내규나 규정을 정하는 것.
백기사 (white knight)	한 기업이 적대적 M&A의 대상이 되었을 때 이 기업의 현 경영진이 자신들에게 우호적인 제 3자에게 우호적인 M&A를 제의하는 것.
황금주와 차등의결권주	주총의 결의사항에 대해 거부권을 행사할 수 있는 1주의 주식/또는 1주당 여러 개의 의결권을 갖는 차등의결권 주식을 발행하는 것.

III. M&A의 평가와 동기

● M&A 평가의 기본원칙

- M&A도 기업의 투자결정문제이므로, 다른 투자분석과 같이 순현재가(NPV)를 사용하는 것이 바람직하다.
- 대상기업의 인수가 0보다 큰 NPV를 가져다 준다면 M&A는 일어난다.
- 합병의 순현재가 = 합병후의 기업가치 - 합병전의 기업가치

III. M&A의 평가와 동기

● M&A 평가의 기본원칙

예

100% 자기자본으로 구성되어 있는 A, B 두 회사의 기업가치가 각각 50억원, 10억원 이라 하자. A회사가 B회사를 합병한 후의 회사를 AB라 하고 AB회사의 기업가치는 70억원이 된다고 할 때 대상기업인 B회사가 15억원의 인수가격을 요구한다면 A회사는 B회사를 합병하겠는가?

(풀이)

$$\begin{aligned}\text{합병의 순현재가} &= \text{합병후의 기업가치} - \text{합병전의 기업가치} \\ &= (\text{AB회사의 기업가치} - \text{인수비용}) - \text{A회사의 가치} \\ &= (70 - 15) - 50 = 5\text{억원}\end{aligned}$$

NPV > 0 이므로 합병한다.

III. M&A의 평가와 동기

- M&A 평가의 기본원칙

- M&A의 시너지(synergy), 프리미엄, 순현가

M&A의 시너지	$= \text{AB회사의 가치} - (\text{A회사의 가치} + \text{B회사의 가치})$ $= 70 - (50 + 10) = 10\text{억원}$
M&A 프리미엄	$= \text{B회사의 인수가격} - \text{B 회사의 가치}$ $= 15 - 10 = 5\text{억원}$
M&A의 순현가	$= \text{시너지} - \text{M\&A 프리미엄}$ $= 10 - 5 = 5\text{억원}$

III. M&A의 평가와 동기

- M&A의 시너지

- 시너지란?

- 두 회사가 합병함으로써 발생하는 가치가 합병 이전의 두 회사의 가치를 합한 것보다 큰 경우.

- 시너지 = AB회사의 가치 - (A회사의 가치 + B회사의 가치)

$$\begin{aligned} &= \sum_{t=0}^{\infty} \frac{1}{(1+k)^t} \left[CF_t^{AB} - (CF_t^A + CF_t^B) \right] \\ &= \sum_{t=0}^{\infty} \frac{1}{(1+k)^t} \Delta CF_t \end{aligned} \quad (\text{식 13.1})$$

$$\Delta CF_t = \Delta \text{수익} - \Delta \text{비용} - \Delta \text{세금} \quad (\text{식 13.2})$$

III. M&A의 평가와 동기

● M&A의 시너지 발생의 원천

● 수익의 증가효과

- 마케팅의 효율화
- 전략적 우위
- 시장지배력 및 독점지배력

● 비용의 감소효과

- 규모의 경제
- 수직적 결합의 경제성
- 자원의 상호보완
- 비효율적인 경영진의 교체

● 세금의 절약효과

III. M&A의 평가와 동기

● M&A의 시너지 발생의 원천

● 재무시너지(financial synergy)

- M&A에 따른 자본비용의 감소효과와 부채조달의 이점을 재무시너지 효과라 한다.
 - 기업의 대규모화에 따르는 공신력의 향상 및 위험분산효과에 의한 자본비용 감소.
 - 기업규모가 커짐에 따른 부채수용능력의 증가와 파산위험의 감소.

III. M&A의 평가와 동기

● M&A의 동기를 설명하는 다른 가설들

● 저평가설

-대상기업의 주가수준이 적정가치에 비해 저평가되어 있는 경우 M&A를 통한 대상기업 인수가 새로운 회사를 설립하는 것보다 유리하고 이때 M&A가 발생한다는 이론.

● 경영자주의

-주주의 이익을 위해서가 아닌 경영자가 자신의 이익추구를 위해(예, 기업규모를 확대시키려는 동기 등) M&A를 추구한다는 이론

● 대리이론

-적대적 M&A시장이 활성화되어 있는 경우 경영진의 비효율적인 활동을 줄임으로써 주주가 지불하게 될 대리비용을 낮추는 역할을 한다는 이론.

IV. M&A의 비용과 인수가격의 평가

- M&A의 비용: 부의 이전효과

- 위험분산효과와 주주-채권자간의 부의 이전

- 서로 다른 미래현금흐름의 확률분포를 갖는 두 기업이 합병을 하면 분산효과에 의해 미래현금흐름의 위험은 줄어든다.
- 이러한 효과는 주주에게서 채권자에게로의 부의 이전을 가져올 수 있다.

IV. M&A의 비용과 인수가격의 평가

<표 13-1> 부의 이전효과

(단위 : 억원)

	상태(확률)별 가치			시장가치
	호황(0.5)	보통(0.3)	불황(0.2)	
①100% 자기자본인 경우				
A기업	8	5	2.5	6
B기업	5	4	1.5	4
합병할 경우(A+B)	13	9	4	10
②A기업 : 4억 타인자본				
B기업 : 100% 자기자본				
A기업	8	5	2.5	6
타인자본지분	4	4	2.5	3.7
자기자본지분	4	1	0	2.3
B기업	5	4	1.5	4
합병할 경우(A+B)	13	9	4	10
타인자본지분	4	4	4	4
자기자본지분	9	5	0	6

IV. M&A의 비용과 인수가격의 평가

- 인수가격의 평가
- M&A가 주가와 이익에 미치는 영향과 합병조건

[표 13-2] A기업과 B기업의 정보

(단위 : 천원)

	A 기업	B 기업
순이익	20,000	50,000
총발행주식수	5,000주	10,000주
주당순이익	4	5
주가수익비율(PER)	15배	12배
주가	60	60

(B기업이 A기업을 합병하면 시너지효과로 인해 3억원의 가치 증가 예상)

IV. M&A의 비용과 인수가격의 평가

● 인수가격의 평가

● 현금으로 인수하는 경우

- A기업의 현재 시장가치 : $60,000\text{원} \times 5,000\text{주} = 3\text{억원}$
- B기업이 A기업 주주들에게 총 4억원을 인수대가로 지급한 경우
 - M&A 프리미엄 = $4\text{억원} - 3\text{억원} = 1\text{억원}$
 - M&A의 NPV = 시너지효과 - M&A 프리미엄 = $3\text{억원} - 1\text{억원} = 2\text{억원}$
 - 합병 후 B기업의 가치 = $6\text{억원}(60,000\text{원} \times 10,000\text{주}) + 2\text{억원} = 8\text{억원}$
 - 합병 후 B기업의 주가 : $8\text{억원} / 10,000\text{주} = 80,000\text{원}$
- B기업이 A기업 인수를 위해 지불 할 수 있는 최대금액:
 - M&A의 NPV를 0으로 만드는 금액으로 A기업에게 6억원을 지급하는 경우.
 - 최대지불가능금액 = A기업가치 + 시너지 = 6억원

IV. M&A의 비용과 인수가격의 평가

● 인수가격의 평가

● 주식으로 인수하는 경우 (주식의 시장가격 기준)

- 주식가격을 기준으로 주식교환비율을 결정하는 경우
 - 주가가 6만원으로 동일하므로 B기업은 신주 5,000주를 발행하여 A기업 주식 5,000주 인수
 - 합병 후 B기업의 총발행주식수 : 15,000주
 - 합병 후 B기업의 가치 : 12억원
(=A, B기업의 가치 + 시너지 = 3억원 + 6억원 + 3억원)
 - 합병후 기업의 주가 = 12억원/15,000주 = 8만원
- 시너지의 배분:
 - B기업 주주에 2억원(합병후 B기업 주주의 가치 = 8만원*10,000주 = 8억원)
 - A기업 주주에 1억원(합병후 A기업 주주의 가치 = 8만원*5,000주 = 4억원)

IV. M&A의 비용과 인수가격의 평가

● 인수가격의 평가

● 주식으로 인수하는 경우 (주식의 시장가격 기준)

- B기업이 A기업 인수를 위해 발행할 수 있는 최대한의 주식수
 - 기존 A기업의 주주들이 합병 후 기업에서 차지하는 지분비율 : α
 - 합병 후 A기업 주주들의 주식가치 : $\alpha \times 12$ 억원
 - M&A의 NPV가 0이 되는 인수가격 : 6억원(A기업 가치 + 시너지효과)
 - $\alpha \times 12$ 억원 = 6억원이므로 지분율 $\alpha = 0.5$

$$\alpha = \frac{\text{신주발행수}}{\text{기존 B기업의 발행주식수} + \text{신주발행수}} \quad (\text{식 13.3})$$

- B기업의 발행주식수는 10,000주이므로 신주발행수는 10,000주이다.

IV. M&A의 비용과 인수가격의 평가

- 인수가격의 평가

- 합병조건에 영향을 주는 재무요인들

- 1. 이익과 이익성장률

- 2. 배당금

- 3. 주당장부가치

- 4. 현재주가

- 5. 주당 순운전자본

- 6. 기타

IV. M&A의 비용과 인수가격의 평가

● 인수가격의 평가

● 이익과 이익성장률

- 주식교환비율 시장가격에 기초를 두어 1:1이고 시너지효과가 0인 경우

[표 13-3] A기업과 B기업의 합병 후 주당순이익

(단위 : 천원)

	합병 후 B기업 주식수	주당순이익	
		합병 전	합병 후
A기업의 주주	5,000	4	4.67*
B기업의 주주	<u>10,000</u>	5	4.67
	15,000		

$$*(20,000 + 50,000) \times \frac{1}{15,000}$$

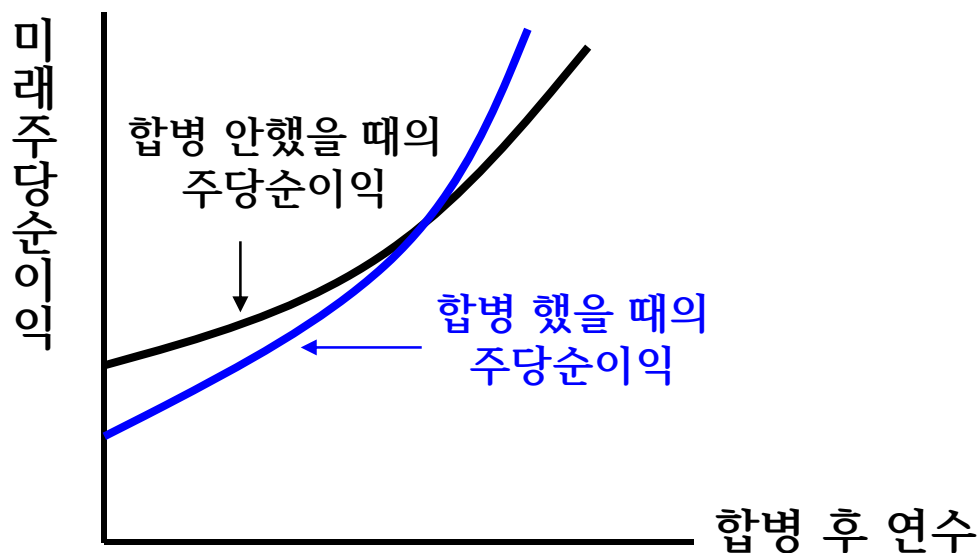
IV. M&A의 비용과 인수가격의 평가

● 인수가격의 평가

● 이익과 이익성장률

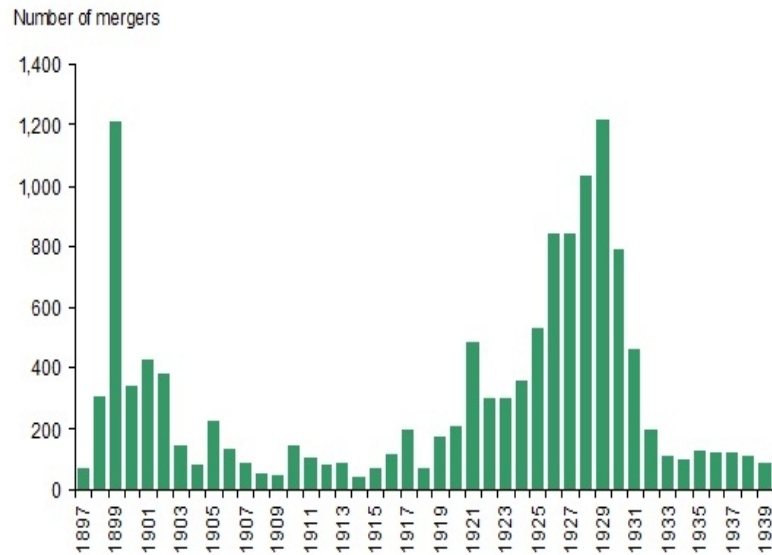
- 대체로 이익성장률이 높은 기업은 PER가 높고, 낮은 기업은 PER가 낮다.
- A기업의 성장률은 10%이고 B기업의 성장률은 5%라면,

[그림 13-2]
미래이익에 대한
합병의 영향

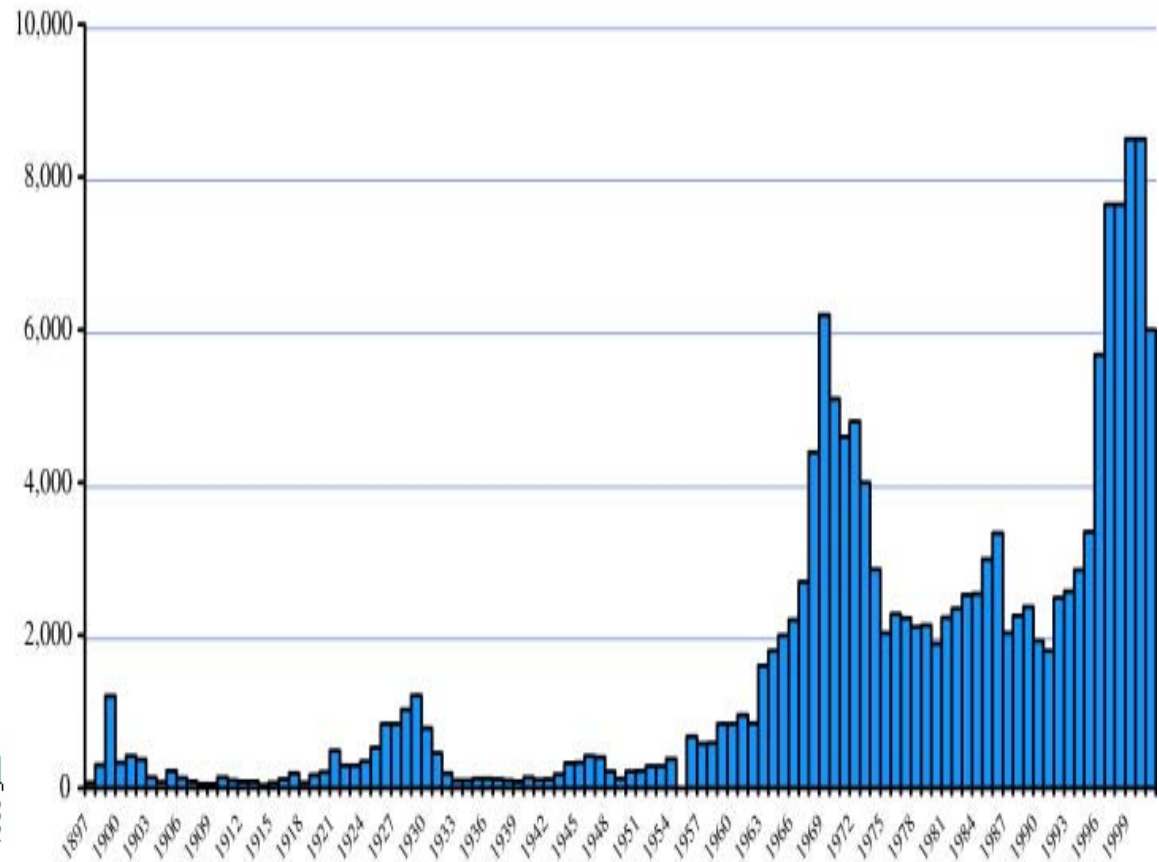


V. 글로벌 M&A 시장의 동향과 Merger Waves

● 글로벌 M&A 시장의 거래량과 Merger Waves



Source: BCG



V. 글로벌 M&A 시장의 동향과 Merger Waves

● Merger Waves

- 세계 M&A 시장은 주기적으로 Boom과 Bust로 구분되며, M&A 거래는 특정 시기 및 산업을 중심으로 집중적으로 발생하는 특성을 가짐.
- 1890년대 이후 현재까지 6차례의 Merger Wave가 있음.

V. 글로벌 M&A 시장의 동향과 Merger Waves

● Merger Waves

Waves	Period	Facet
1 st Wave	1893-1904	Horizontal mergers
2 nd Wave	1919-1929	Vertical mergers
3 rd Wave	1955-1970	Diversified conglomerate mergers
4 th Wave	1974-1989	Congeneric merger, hostile takeovers, corporate raiders
5 th Wave	1993-2000	Cross border, mega mergers
6 th Wave	2003-2008	Globalization, private equity, shareholder activism
7 th Wave	?	?

V. 글로벌 M&A 시장의 동향과 Merger Waves

● What Drives Merger Waves?

○ Neoclassical Theory

- 규제완화, 경제적/기술적 요인의 변화 등이 다수 기업들에 대한 동시적인 구조조정을 유인하고 이로 인해 Merger Wave가 발생한다고 주장

○ Behavioral Theory

- 경영자의 비합리적인 M&A 결정, 주주-경영자간의 대리인 문제가 Merger Wave를 가져온다고 주장

○ Market Timing Theory

- 금융시장에서의 주가의 일시적인 고평가 기업들로 하여금 실물자산을 인수할 유인을 발생시킨다고 주장.

○ 최근의 과잉유동성과 M&A ?

Lecture 13. 기업 합병과 취득

학습정리:

- M&A는 기업성장 전략의 한 유형이며, 크게 합병과 취득으로 구분할 수 있다.
- 합병은 소멸하는 회사의 모든 권리, 의무가 존속회사(또는 신설회사)로 이전되는 특징을 가지나, 취득은 인수되는 회사의 경영권은 이전되나 회사는 그대로 존속한다는 차이를 갖는다.
- 주식시장을 이용하여 이루어지는 경영권 인수의 대표적인 방법은 주식공개매수, 백지위임장투쟁, 차입매수 등이 있다.
- 기존 경영진의 의사에 반하여 이루어지는 적대적 M&A를 방어하는 방법으로 독약조항, 초다수 의결규정 등 다양한 방법이 사용된다.
- M&A의 평가는 순현재가(NPV)를 기준으로 이루어지며, M&A의 동기를 설명하는 여러 이론 중 가장 설득력있는 이론은 M&A를 통해 시너지를 얻을 수 있다는 것이다.
- M&A의 순현재가는 시너지와 M&A프리미엄의 차이로 평가할 수 있다.
- M&A의 인수가격은 현금인수, 주식교환 등 인수방법에 따라 다양한 조건의 협상을 통해 이루어진다.
- 전세계 M&A 시장은 규제완화, 기술 또는 경제적 요인의 변화에 따른 충격 등에 따라 주기적인 변동을 하는 특징을 보이며 이를 Merger Waves라 부른다.