

연구보고 07-12

IT중소벤처의 경쟁력 강화를 위한 M&A활성화 방안 연구

정진한/김창완/김성민/김민식

2007. 12



서 언

IT중소벤처의 인수합병(M&A)은 최근 IT산업환경의 급속한 변화에 대응하고 중소벤처의 경쟁력을 개선하기 위한 주요한 대응전략으로 고려되고 있습니다. 국내 IT산업에서는 기업간 경쟁이 심화되고 산업의 성숙화로 인해 성장이 둔화되고 있으며, 또한 국외에서는 버블붕괴이후 반도체 및 네트워크장비, 소프트웨어 등 다양한 분야에서 거대기업들의 M&A와 전략적 제휴가 활발히 진행되고 있는 실정입니다. 이러한 국내외 환경변화는 국내 IT 중소벤처의 생존 및 성장환경을 악화시키고 있어 이에 대한 대응방안 마련이 절실히 요구되고 있습니다. 이런 환경에서 IT중소벤처 M&A는 해당기업의 지배구조 및 보완적 재원확보를 통해 경쟁력을 개선할 수 있는 효과적인 전략으로 인지되고 있습니다.

그러나 M&A시장에서 존재하는 불확실성과 다양한 요인들은 IT중소벤처의 M&A 유인을 저해하고 경쟁력 개선에 대한 높은 위험들을 야기하고 있습니다. 특히 M&A 시장에서 IT중소벤처간 정보비대칭, 회계정보에 대한 불신감, 가치평가체계에 대한 낮은 신뢰도, 그리고 사후적인 통합의 어려움 등은 IT중소벤처의 M&A를 통한 경쟁력 향상의 높은 불확실성을 야기하는 주요 요인들로 인식되고 있습니다. 이러한 저해요인들은 IT중소벤처가 지식기반산업(knowledge-based industry)에 속하고 비물질적 재원 비중이 높은 특성에 기인하고 있음에 따라, 이러한 특성을 고려한 M&A 연구의 필요성이 제기되어 왔습니다.

본보고서는 IT중소벤처 M&A 유인과 실효성에 대한 연구를 수행하고 IT중소벤처 M&A활성화를 위한 시사점 및 정책방향을 도출하고 있습니다. 먼저 IT중소벤처 M&A에 대한 기존 이론적 논의를 기반으로 코스닥 IT중소벤처 M&A현황 및 주요 사례, 그리고 M&A기업의 성과를 살펴보았습니다. 따라서 본 연구에서 활용된 자료와 결과들은 향후 IT중소벤처 M&A통계구축 및 정책수립의 기초자료를 제공할 것

으로 기대합니다. 또한 IT중소벤처의 특성을 반영한 M&A유인 및 실효성에 관한 이론적 고찰을 수행하고, 코스닥 IT중소벤처에 대한 설문조사 분석을 통해 IT중소벤처 M&A의 유인 및 저해요인을 파악하고 있습니다. 마지막으로 본보고서는 앞선 논의에서 제시된 주요 저해요인들과 관련하여, 가치평가 및 M&A중개시장과 관련된 문제점들과 그에 대한 개선방향을 도출하려 하였습니다. 특히 현재 진행중인 IT 기술가치평가 및 IT M&A 중개기능 지원과 관련된 이슈들을 살펴보고 해외주요국 사례를 고찰하여 M&A활성화를 위한 시사점 및 개선방향을 제시하고 있습니다.

본 연구보고서는 본 연구원의 정진한, 김창완 박사와 김민식 연구원, 그리고 한양대 경영학부 김성민 교수에 의해 작성되었습니다. 저자들은 연구에 많은 조언을 해주신 M&A포럼의 김종태 소장, KOIVA의 박희동과장과 설문조사를 담당했던 KRG 및 관계자께 감사를 드리고 있습니다. 마지막으로 본 연구보고서가 IT중소벤처 경쟁력제고를 위한 M&A활성화 정책을 수립하는데 충분히 활용되기를 바랍니다. 또한 한 연구의 보완과 발전을 위해서 독자들의 많은 의견을 부탁드립니다.

2007년 12월
정보통신정책연구원
원장 석호익

목 차

서 언	1
요약문	9
제1장 서 론	23
제2장 IT중소벤처 M&A와 경쟁력 제고	26
제1절 M&A의 개념, 유형 및 효과	26
1. M&A의 개념	26
2. M&A유형	27
3. 결합형태와 시너지 효과	28
제2절 IT중소벤처 M&A와 경쟁력강화에 대한 이론적 검토	30
1. 공급측면의 보완적 재원 및 외적 지식의 결합	30
2. 수요측면의 네트워크 강화 및 시장지배력 확대	32
3. 거래 비용 및 정보 비대칭 완화	33
제3장 코스닥 IT중소벤처 M&A현황, 사례 및 성과	35
제1절 M&A현황과 사례	35
1. M&A현황	35
2. 세부 분야별 M&A사례 및 특징	38
제2절 M&A의 효과	42
1. 기업합병 효과 측정 방법론	42
2. 연구방법 및 분석대상	47
3. 합병전후의 성과 비교	50
제4장 IT중소벤처 M&A유인 및 실효성관련 저해요인	56

제 1 절 M&A유인 및 저해요인에 대한 이론적 논의	56
1. M&A거부감 및 소유의식	56
2. 기업가치의 불확실성과 중개기관	63
3. 사후적 통합노력(Post-Integration)과 도덕적 해이	67
4. 요약 및 시사점	80
제 2 절 코스닥 IT중소벤처 M&A 실효성 및 저해 요인에 대한 설문결과	82
1. 개요 및 대상	82
2. 설문결과1: IT중소벤처인의 M&A에 대한 거부감	85
3. 설문결과2: 중개기관 활용과 M&A실효성 요인	88
4. 설문결과3: 사후적 통합 및 M&A관련 애로요인	92
5. 요약 및 시사점	97
제 5 장 가치평가 및 M&A중개시장 문제점 및 개선방향	100
제 1 절 가치평가의 문제점 및 개선방향	100
1. 기업가치평가방법 및 문제점	100
2. IT 기술가치평가 가이드북 주요내용 및 평가	106
3. 해외가치평가시장 사례	115
4. 시사점 및 개선방향	127
제 2 절 M&A중개시장 및 펀드현황, 문제점 및 개선방향	129
1. 국내 M&A중개시장 및 펀드 현황과 문제점	129
2. IT 및 비IT분야 협회/정부 M&A지원 기관	144
3. 해외 투자은행 및 M&A중개기관	148
4. 시사점 및 개선방향	159
제 6 장 결론 및 정책적 시사점	163
참고문헌	166
부 록	172

표 목 차

〈표 2-1〉 M&A유형	27
〈표 2-2〉 기업결합유형과 M&A효과	29
〈표 3-1〉 코스닥 기업 M&A현황	36
〈표 3-2〉 제조·서비스부문별 코스닥 기업 M&A현황	36
〈표 3-3〉 코스닥 IT중소기업간 M&A현황	37
〈표 3-4〉 코스닥 IT기업과 비 IT기업간 M&A유형	38
〈표 3-5〉 정보통신기기 및 장비 분야 M&A사례	39
〈표 3-6〉 반도체 및 IT부품분야 M&A사례	40
〈표 3-7〉 SW 및 기타 IT서비스 분야 M&A사례	41
〈표 3-8〉 합병당시 기업의 규모	51
〈표 3-9〉 합병 당시 기업의 수익성	51
〈표 3-10〉 합병이후 성장성 지표 추이	52
〈표 3-11〉 합병이후 수익성 지표 추이	53
〈표 3-12〉 합병이후 수익성(중간값)의 변화 추이	55
〈표 4-1〉 조사대상업체 분포	83
〈표 4-2〉 조사대상 및 M&A경험 기업 분포	84
〈표 4-3〉 기업의 매각 가능 여부	85
〈표 4-4〉 M&A필요성과 M&A대상 가능 여부	87
〈표 4-5〉 인수기업업종별 M&A효과	88
〈표 4-6〉 M&A유형에 따른 M&A효과	89
〈표 4-7〉 M&A목적에 따른 M&A효과	90
〈표 4-8〉 M&A○전관계에 따른 M&A효과	90

〈표 4-9〉 컨설팅 활용 여부에 따른 M&A효과	91
〈표 4-10〉 M&A계획에 대한 응답 현황	93
〈표 4-11〉 통합과정에서의 애로요인	96
〈표 5-1〉 비상장기업의 가치평가방법별 특징	103
〈표 5-2〉 기술수명주기표 예시 – 차세대 이동통신	107
〈표 5-3〉 코스닥 시장 IT 14개 기술군별 WACC	110
〈표 5-4〉 규모 위험 프리미엄 평가	111
〈표 5-5〉 지식자산 위험 프리미엄	111
〈표 5-6〉 기술별 중요도 예시 – 디지털 콘텐츠 분야	113
〈표 5-7〉 표준산업분류 소분류에 따른 산업기술요소 분석 요약	114
〈표 5-8〉 기술수명 및 시장환경에 따른 적정할인율	117
〈표 5-9〉 기술 위험도에 따른 할인율	118
〈표 5-10〉 투자 은행의 주요 업무	130
〈표 5-11〉 '03~'07.11 M&A재무자문기관의 국내 M&A거래 현황	131
〈표 5-12〉 '03~'07.11 국내 M&A재무자문기관의 M&A거래 현황	132
〈표 5-13〉 기업구조조정전문회사(CRC) 등록 현황	133
〈표 5-14〉 기업구조조정전문조합(CRC조합) 현황	133
〈표 5-15〉 출자금 규모별 CRC 조합 분포	134
〈표 5-16〉 CRC 및 CRC조합 연도별 투자 현황	134
〈표 5-17〉 PEF와 사모 M&A펀드 비교	137
〈표 5-18〉 사모투자전문회사(PEF) 등록 현황	138
〈표 5-19〉 사모 M&A펀드 등록 현황	140
〈표 5-20〉 사모 M&A펀드 운용주체별 분포	141
〈표 5-21〉 운용 규모별 사모 M&A펀드 분포	141
〈표 5-22〉 '06년 주요 해외투자은행들의 M&A관련 수수료 수입 순위	150
〈표 5-23〉 세계 중규모 M&A시장에서 M&A자문기관의 거래 현황	151

〈표 5-24〉 거래규모별 브로커의 M&A 자문 비중	153
〈표 5-25〉 미국 비즈니스 브로커 협회 현황	154
〈표 5-26〉 '06년 일본 평균 M&A거래규모별 M&A자문기관 활용 현황	155
〈표 5-27〉 '06년 일본 50백만달러 이하 M&A거래관련 상위 10대 자문기관	156
〈표 5-28〉 일본 상공회의소와 연계된 M&A전문 중개기관	157

그 림 목 차

[그림 4-1] 세부분야별 조사대상 분포	83
[그림 4-2] 세부분야별 M&A경험기업 분포	84
[그림 4-3] 매각대상 거부요인별 비중	86
[그림 4-4] M&A계획이 없는 원인	93
[그림 4-5] M&A추진과정에서의 애로요인	94
[그림 4-6] M&A가 성사되지 못한 원인	95
[그림 4-7] M&A효과가 기대이하로 나타난 주요 요인	96
[그림 4-8] M&A활성화 필요요건	97
[그림 5-1] 기업유형별 CRC 투자 비중	136
[그림 5-2] IT M&A지원센터 운영체계	145
[그림 5-3] 벤처 M&A지원데스크 지원 절차 및 범위	146
[그림 5-4] 부품소재 글로벌 M&A데스크 활동 개요	148
[그림 5-5] '06년 주요투자은행의 세계 M&A시장 점유율	149
[그림 5-6] M&A자문기관의 세계 10백만달러 이하 M&A시장 점유율	152
[그림 부록 2-1] Hansen(1987)모형에서 최적 M&A계약 결정	180
[그림 부록 2-2] 정보비대칭 및 도덕적해이하에서의 최적 M&A계약 결정	180

요 약 문

1. 연구배경 및 필요성

IT중소벤처의 M&A는 최근 IT산업환경의 급속한 변화에 대응하고 중소벤처의 경쟁력을 개선하기 위한 주요한 대응전략으로 인식되고 있다. 국내에서 IT기업간 경쟁 심화와 IT산업 성장둔화는 내수 및 완성품수요에 대한 의존도가 높은 국내 IT중소벤처의 생존 가능성을 악화시키고 있다. 또한 버블붕괴이후 국제적으로 거대 IT기업들을 중심으로 M&A와 전략적 제휴가 활발히 진행되고 있어 틈새 및 해외시장 진출을 통해 성장을 도모하는 국내 IT중소벤처의 입지가 더욱 약화되고 있는 실정이다(정보통신연구진흥원, 2006). 이런 환경에서 M&A는 IT중소벤처가 국내외 환경 변화에 적절히 대응하고 경쟁력을 향상시킬 수 있는 적극적인 대응 전략으로 고려되고 있다(정보통신부, 2006a). 또한 IT중소벤처 M&A는 해당 기업의 경쟁력을 제고 할 뿐 아니라, 성장잠재력이 없거나 경영능력이 결여된 한계기업(인)들의 자율적인 퇴출을 유도(Exit option)함으로써 투자회수 다각화를 유인하는 추가적인 기능을 수행할 수 있다.

그러나 국내에서는 M&A에 대한 많은 저해요인들과 M&A효과에 대한 높은 불확실성이 존재하고 있어 IT중소벤처의 효과적인 M&A 유인을 위한 연구의 필요성이 제기되어 왔다. IT중소벤처는 지식집약적 산업에서 사업을 영위하고 비물질적 재원의 비중이 높은 특성을 가지고 있어, M&A과정에서 회계 및 기업가치에 대한 불확실성 등 적지 않은 위험 요소들을 내포하고 있다. 따라서 IT중소벤처 M&A에 대한 심도 있는 연구의 필요성이 제기되고 있으며, 특히 IT중소벤처 M&A환경 및 실효성에 영향을 미치는 요인과 저해요인들을 파악함으로써 실효있는 M&A유인을 위한 시사점 및 정책방향 도출의 필요성이 강조되어 왔다.

2. 연구목표

본 보고서는 IT중소벤처의 M&A현황, 유인 및 실효성, 그리고 M&A와 관련된 주요 이슈에 대한 분석을 통해, 실효성있는 M&A활성화를 위한 시사점 및 정책방향을 도출하는 것에 목표를 둔다. 먼저 IT중소벤처 M&A에 대한 기존 연구들을 바탕으로, 코스닥 IT중소벤처의 현황 및 특징, 주요사례들을 정리하고 M&A를 경험한 IT기업들의 성과를 분석한다. 두 번째로, IT중소벤처 M&A유인 및 실효성에 미치는 요인들과 관련하여 이론적 논의를 정리하고 설문 분석을 통해 정책적 시사점을 도출하려 한다. 이론적 논의에서는 IT중소벤처(인)의 M&A에 대한 거부감, 기업가치의 불확실성과 사후적인 통합비용을 중심으로 기존의 이론적 논의를 정리하고 간단한 이론적 모형을 이용해 저해요인들이 미치는 영향을 분석한다. 이러한 이론적 논의를 기반으로 설문분석에서는 실제 IT중소벤처 M&A에서 나타난 저해요인들을 파악하고 유인 및 실효성에 어떤 영향을 미치는지를 분석하여 시사점을 도출한다. 세 번째로, M&A환경에서의 주요 이슈인 IT중소벤처 가치평가 및 M&A중개시장과 관련된 현황과 문헌분석을 통해 문제점을 파악하고 해외사례 및 정책을 검토하여 IT중소벤처 M&A활성화를 위한 시사점 및 정책방향을 도출하고자 한다.

3. 주요 연구내용

가. IT중소벤처 M&A현황, 사례 및 성과

IT중소벤처 M&A현황 부분에서는 2000년부터 2007년 6월까지 발생한 코스닥 IT중소기업 및 비 IT기업의 M&A를 정리하고 특징 및 주요사례들을 파악하였다. 이 분석에서는 금감원공시 합병자료를 이용하였으며, 표준산업분류(KSIC) 및 정보통신산업 특수분류 등을 기준으로 IT/비IT와 IT산업내 정보통신기기 및 장비, 반도체 및 IT부품, S/W 및 기타 IT서비스, 통신서비스 분야로 구분하여 현황을 파악하였다.

분석결과에서는 IT중소벤처관련 M&A가 전체 코스닥 중소기업 M&A에서 높은 비중을 차지하고 있으며, 각 분야별로는 수평 및 수직적 M&A사례들이 두드려졌다. IT관련 M&A는 전체 코스닥 중소기업 M&A에서 약 69%를 차지하였으며, 산업 및 세부 분야별로는 IT기업간 M&A와 SW 분야 기업관련 M&A가 각각 높은 비중을 차지하였다. IT관련 M&A의 경우, 연도별 M&A건수가 '00년 이후 점차 감소하였으나, '04년부터 점차 증가하는 추세를 보였다. 유형별로는 수평적 M&A가 39건으로 가장 높은 비중을 보였으며, 그 중에서 S/W 및 기타 IT서비스분야내 기업간 M&A가 28 건으로 높은 비중을 차지하였다. IT중소벤처 M&A사례에서는 대형화 및 전문화 혹은 IT분야내 신사업 진출을 위해 M&A를 추진한 기업들이 두드려졌다. 정보통신기기 및 장비분야에서는 가치사슬과 관련된 수직적결합이나 유사한 품목을 생산하는 기업간 결합이 주요 사례를 이루었으며, 반도체 및 IT부품분야에서는 일반 IT부품 기업이 보다 전문화된 부품을 생산하는 기업의 합병이나 생산공정과 관련된 기업간 결합 사례들이 대부분이었다. 또한 SW 및 IT서비스에서는 SI기업간 결합과 솔루션 개발기업과 IT서비스기업간 결합사례가 두드러졌다.

M&A성과는 2000~2002년 M&A중에서 IT중소벤처가 인수주체인 경우를 대상으로 분석하였으며, 평균적으로 IT중소벤처의 경쟁력개선 효과가 나타나기에는 3~4년 정도의 기간이 소요되는 것으로 나타났다. 대상선정에서는 합병의 가시적 성과가 나타나기 위해서는 대체로 4~5년의 기간이 필요하였으며, 8개 사례만이 이 조건을 만족하였다. 따라서 샘플 수의 제약으로 분석결과를 일반화할 수 없는 한계가 존재하나 분석결과는 다음과 같은 몇 가지 정보를 제공한다. 첫째, M&A이전에 피인수기업의 수익성은 인수기업에 비해 매우 낮은 상황은 아니었던 것을 나타났다. 그러므로 샘플내 IT 중소기업합병은 경영실적이 부진한 기업을 대상으로 하는 다소 적대적인 합병이라기보다는 상호간 이해관계에 기반을 둔 우호적 합병이라고 생각된다. 둘째, 인수기업의 규모가 피인수기업에 비해서 월등히 큰 것으로 나타났다. 이것은 일반적인 합병사례에서 관찰되는 현상으로, IT 중소기업합병에서도 적용된다 는 것을 의미한다. 셋째, 합병이후 초기 수익성은 다소 낮았으나, 시간이 경과함에

따라 향상되어 4년이후 산업의 평균 수익성을 초과하는 경향을 보였다. 이러한 경향은 합병의 시너지 효과가 나타나려면 3~4년 정도의 시간이 필요한 것으로 생각되며, 특히 합병초기에 합병 및 사후적 통합과정에서 물질적 혹은 비물질적 비용이 많이 발생하는 것으로 판단된다.

나. IT중소벤처 M&A 유인 및 실효성에 미치는 요인 및 저해요인

1) 이론적 논의

이론적 논의에서는 IT중소벤처인의 높은 소유의식, 기업가치평가에 대한 문제와 사후적 통합과정에서 어려움 등을 중점으로 논의하였다.

M&A에 대한 거부감 및 소유의식은 사전적 M&A결정에 있어 높은 저해요인인 동시에 사후적인 시너지 창출에 부정적인 영향을 미칠 수 있다. M&A에 대한 거부감은 IT중소벤처인의 소유의식 혹은 적대적 M&A에서 기업의 구조조정 및 피고용자들에 대한 해고 가능성에 따른 저항에 의해 야기될 수 있다. 이러한 소유의식은 M&A과정에서 M&A에 대한 거부감 및 가격압력으로 작용함에 따라 직접적인 저해요인으로 작용할 수 있다. 반면 소유의식은 의사결정 혹은 권한(autonomy or control potential), 성취감(amenity) 등과 연관될 수 있으며(Demsetz and Lehn, 1985), 기업가적 정신에 근간을 둔 IT중소벤처인의 소유의식은 자기고용을 통한 유연성 및 주체성(flexibility and autonomy of self-employment), 독자적 아이디어의 추구, 능력 개발 통한 성취감(skill utilization) 등 (Blanchflower and Oswald 1992, Benz 2006)으로 표출될 수 있다. 이러한 IT중소벤처인의 소유의식은 독립 기업의 물질적(설비 및 시설 등) 혹은 비물질적(인적자본, 지적재산, 마케팅, 광고 등) 가치를 향상시키는 유인을 제공할 수 있다. 결과적으로 IT중소벤처의 M&A는 지배 및 소유구조를 변화시킴에 따라, M&A에 따른 가치증가분이 소유의식으로 인한 한계가치보다 높은 경우에만 M&A가 유효할 것으로 판단된다.

다음으로 기업가치의 불확실성으로 인한 비용은 중개기관을 활용함으로써 감소될 수 있으나, 중개기관의 개입에 따른 추가적인 비용이 발생할 수 있다. 기업가치의 불

확실성은 M&A과정에서 잠재적 인수합병기업에게 거래 및 정보비용을 야기할 수 있으며(Lemon Market), 사후적인 시너지실현에 영향을 미칠 수 있다(이경원, 2001). 이러한 불확실성에 따른 비용은 투자은행, 컨설팅기업 등 M&A중개기관을 활용함으로써 감소될 수 있는데, 이는 M&A중개기관이 M&A과정에서 탐색, 실사 및 사후적 모니터링 기능을 보다 효율적으로 수행할 수 있기 때문이다(Servaes and Marc, 1996). 그러나 M&A중개기관은 잠재적 M&A기업과의 계약하에서 자신의 수익극대화를 추구함에 따라, M&A기업에게 높은 중개수수료 혹은 피인수기업 가치이상의 프리미엄 지불 등의 추가적인 비용을 야기할 수 있다(Kesner, Shapiro and Sharma, 1994). 따라서 M&A중개기관의 개입으로 인해 발생하는 비용이 상대적으로 높은 경우, M&A중개기관에 의한 컨설팅 및 자문지원은 바람직하지 않을 수 있다. 즉 잠재적인 M&A기업간 교류 및 거래가 활발하거나 IT산업내 동종 혹은 유사한 사업을 영위하는 경우에는 중개기관의 개입이 바람직하지 않을 수 있음을 의미한다.

세 번째로, 지식, 인적 재원 및 조직체계 등 비물질적 요인들의 사후적 통합정도가 IT중소벤처의 시너지실현 및 잠재적인 M&A결정 및 계약에 영향을 미칠 수 있다. 예를 들면, 피인수기업의 체화된 지식의 이전과 공유는 IT중소벤처 M&A효과에 높은 영향을 미칠 수 있으며, 통합정도는 인수 및 피인수기업간 인적자원의 특성, 사업범위 및 연관 정도와 사후적 조직형태에 따라 결정되어야 한다(Bresman, Birkinshan and Nobel, 1999, Brodt and Knoll, 2004 등). 또한 조직적 통합과정에서 기업내 서로 다른 의사소통과 보상 및 인센티브체계의 조화(Datta, 1991), 문화적 차이(Hitt, Harrison and Ireland, 2001) 등의 요소들이 시너지 창출에 영향을 미칠 수 있다. 따라서 인수기업이 피인수기업 경영자 및 고용자에게 부적절한 인센티브를 제공할 경우, 인수기업은 사후적 통합과정에서 피인수기업 고용자들의 도덕적 해이(moral hazard)위험을 유발할 수 있으며 기대되는 시너지 창출을 저해하는 결과를 낳을 수 있다.

이러한 피인수기업의 기회주의적 행동(post-M&A behavior)으로 인한 추가적인 비용의 존재는 M&A계약 및 기업들의 전략 결정 모형을 통해 분석될 수 있다. 모형에

서는 시너지 실현이 인수 및 피인수기업의 사전적 가치(ex-post valuation)뿐만 아니라(Hansen, 1987) 사후적인 통합 노력(ex-post integration effort)에 의존할 수 있음을 고려하였다. 따라서 잠재적 인수기업은 사전적인(ex-ante) 가치의 불확실성과 사후적인 도덕적 해이(ex-post moral hazard)로 인한 이중적 위험에 직면함에 따라, 초기 가치가 높은 기업만을 인수합병하거나 혹은 추가적인 정보비용(Information rent)을 지불하는 비효율성을 야기할 수 있다. 또한 이러한 계약 결정은 시너지의 크기, 가치실현의 확률, 피인수기업의 초기가치 등에 의존하고, 사전적 가치의 불확실성이 낮은 경우에도 피인수기업 고용인들의 도덕적해이로 인해 시너지창출이 가능한 피인수기업을 대상에서 제외하는 비효율성을 확대하는 결과를 가져올 수 있다. 이러한 결과는 IT중소벤처 M&A에서 기업간 교류가 활발하거나 동종품목을 생산하는 M&A의 경우처럼 기업가치의 불확실성이 높지 않은 경우에도 불구하고, 사후적 통합관리의 실패가 M&A기업의 시너지창출을 좌우할 수 있음을 암시하고 있다.

2) 설문결과

설문에서는 앞서 제기된 이론적 논의를 기반으로 코스닥 IT중소벤처 128개 기업을 대상으로 M&A과정에서의 애로요인들을 파악하고, 그 중에서 M&A경험이 있는 66개 기업을 대상으로 각 행태별 M&A추진 효과를 비교하였다.

먼저 매각 가능성에 대한 높은 반감을 보인 IT중소벤처는 독자적인 경영을 선호하는 것으로 나타났으며, 뚜렷한 목적의식을 가진 M&A가 경쟁력을 개선하는 가능성이 높음을 나타내었다. 특히 M&A에 대한 경험이 없는 벤처/이노비즈 기업들이 피인수대상 가능성에 대해 강한 거부감을 보였으며, 이러한 결과는 해당 기업들이 기업가정신 및 독자적 경영을 통한 성장에 중점을 두고 있다는 점을 반영하고 있다. 반면 M&A필요성에 대한 인식이 있는 경우, M&A경험 기업 혹은 벤처/이노비즈 기업들은 인수대상이 되는 것에 대한 거부감이 비교적 낮게 나타났다. 또한 설문에서 보완적 기술 및 경영재원 확보의 목적을 가진 M&A가 경쟁력을 개선한 비중이 높게 나타났는데, 이는 뚜렷한 목적을 가진 기업간 M&A가 보다 효과적임을 암시하고 있다.

두 번째로 M&A과정에서 신뢰성 있는 가치평가체계 구축의 필요성이 지적된 반면, 산업연관 관계 혹은 거래관계가 높은 기업간 M&A의 경우 가치의 불확실성이 비교적 낮게 나타남을 보였다. 전체기업들은 M&A계획 및 과정에서의 애로요인으로 기업가치에 대한 불신과 실사의 어려움을 지적하였으며, 활성화를 위한 필요요건으로 신뢰 가능한 평가체계의 구축을 가장 시급한 과제로 지적하였다. 또한 M&A 실효성 측면에서 사전적으로 일시적 거래 및 전략적 제휴관계에 있었던 기업간 M&A 와 수평적 혹은 수직적 M&A의 경우에서 경쟁력을 확보한 비중이 높음을 보였는데, 이는 긴밀한 관계에 있거나 산업연관관계가 있는 기업간 M&A의 경우, 정보의 불확실성이 높지 않아 효과적인 시너지 창출이 가능했음을 나타내고 있다. 또한 M&A중 개기관 활용여부와 실효성간 관계에서는 활용하지 않은 기업들이 활용한 기업들에 비해 경쟁력을 개선한 비중이 높았는데, 활용하지 않은 M&A의 경우 기업간 사전적인 거래관계 혹은 산업적 연관관계가 높게 나타났다. 이러한 분석결과는 이론적 논의처럼, IT중소벤처 M&A기업간 교류가 활발하거나 유사한 품목을 생산하는 경우에는 중개기관의 개입이 보다 높은 비용을 발생시킬 수 있음을 암시하고 있다.

세 번째로 사후적 통합과정이 시너지 실현 여부에 중요한 영향을 미치고 있으며, 특히 문화 및 의사소통의 격차해소, 적절한 인센티브 제공이 주요함을 나타내었다. 설문에서 M&A후 기대이하의 효과가 야기된 기업들(19.7%)은 통합과정의 어려움을 주요요인으로 지적하였다. 또한 M&A경험이 있는 전체 66개 기업들은 통합과정 중 문화차이 및 의사소통의 어려움과 피고용인 승계를 주요한 애로 요인으로 지적하였다. 이는 기대되었던 시너지 실현을 위해 기업 문화 및 의사소통의 격차 해소 정도와 적절한 인센티브의 제공이 필수적임을 암시하고 있다.

다. 가치평가 및 M&A중개시장관련 문제점 및 개선방향

마지막 장에서는 M&A활성화와 관련된 주요 이슈인 IT중소벤처관련 기업가치 및 평가체계와 M&A중개시장을 중점으로 현황과 문제점을 파악하고, 문헌 및 해외사례 분석을 통해 개선방향을 도출하고자 하였다.

1) IT중소벤처 가치평가

IT중소벤처 가치평가과정에서는 회계정보의 투명성 결여와 평가의 현실적 혹은 체계적 어려움 등이 존재하고 있다. IT중소벤처의 경우 비상장 기업이 약 90%이상 을 차지(정통부, 2007c)하고 있으며, 대부분 규모의 영세성(자본금 70억이하)으로 인해 외부감사의 요건에 해당되지 않는다. 또한 독립회계감사 및 사외이사제도 등 투명한 경영을 위한 제도 도입 비율이 매우 낮아, IT중소벤처의 가치평가에 필요한 정보에 대한 불신이 지속되고 있다. 이와 더불어 M&A과정에서 기업 회계관련 자료를 확보하고 있는 금융 및 기타 증권사들이 정보의 공유를 회피하고 있는 것은 중복적인 가치평가에 따른 추가적인 비용을 야기하고 있다. 평가체계 혹은 현실성면에서도 IT중소벤처가 비물질적 재원의 비중이 높고 고수익 · 고위험을 추구함에 따라, 현실적으로 기술성 및 사업성 평가가 어렵고 DCF평가방법에서도 투입변수들의 추정이 쉽지 않은 면이 있다.

따라서 이러한 가치평가와 관련된 현실적인 어려움을 극복하기 위해 IT중소벤처의 회계투명성 제고와 일반적인 가치평가 방법론의 보완에 대한 논의가 필요하다. 첫째로 IT중소벤처 회계정보의 신뢰성을 제고하기 위해 기업의 윤리 · 투명한 문화를 제도적으로 정착하고, 관련 회계자료를 확보하고 있는 금융 및 기타 회계기관들로 하여금 정보의 유통기능을 담당하도록 유인하는 것이 바람직할 것이다. 두 번째로는 일반적인 가치평가 방법의 개선을 통해 IT중소벤처에 적절한 가치평가체계를 확립할 수 있다. 예를 들면, 자산접근법의 경우 IT중소벤처를 보유한 자산을 기준으로 평가하는 것이므로, IT중소벤처의 특성상 바람직하지 못한 반면, 소득접근법의 경우에는 각 기업의 발전단계에 따른 향후 가능한 시나리오를 확률에 따라 기대가치를 산정하는 것을 고려해볼 수 있다. 또한 시장접근법의 경우에는 비재무지표 등 다양한 지표들을 활용하여 가치평가에 반영하는 것도 고려해 볼 필요가 있다.

현재 논의중인 IT기술가치평가 가이드북(2007)은 IT중소벤처의 기술, 시장 및 사업성 가치평가에 대한 표준모델을 정립하고 있어 가치평가체계의 신뢰성을 높일 수 있을 것으로 기대된다. IT기술가치평가(안)은 구체적으로 기술성에서 기술수명주기

표와 인용특허수명지수의 활용, 매출액 및 미래현금흐름면에서 각 기술, 기업규모, 지식자산, 기술 중요도를 산정하여 IT기술가치 평가체계를 제시하고 있다. 이러한 체계는 지식자산 및 기술 등 비물질적 재원의 비중이 높은 IT중소벤처의 가치 평가에 높게 활용될 수 있을 것으로 판단된다. 또한 유승훈·이재기(2002)의 다수 국내 문헌에 따르면, 영국 및 독일에서는 정부 주도적인 평가기법 개발 및 보급을 통해 민간부문의 적극적인 참여를 위한 다각적인 노력이 이루어지고 있는 것으로 보인다. 따라서 국내에서도 현재 민간기관 및 시장을 중심으로 한 기술가치 평가의 한계가 인식되고 있음에 따라, IT기술가치 평가 가이드라인과 같이 과도기적으로 정부 등 공공기관 주도의 기술 및 기업 가치평가에 대한 일반적이고 표준적인 가이드라인을 제시하는 것은 적절한 방향으로 사료된다. 또한 이러한 가이드라인은 미국의 80년대 경우에서처럼 민간기관의 참여를 유인하고 시장을 활성화하는 효과를 기대해 볼 수 있을 것이다. 다만 이러한 가치평가체계는 현실적으로 모든 기업에 획일적으로 적용하기에는 한계가 있음을 주지할 필요가 있으며, 세부 항목(규모위험프리미엄 등)에 대한 면밀한 고려와 실제 적용을 통해 개선의 여지가 있는 것으로 사료된다.

2) M&A중개시장 및 공공 M&A지원 기관

현재 국내M&A시장에서는 해외 글로벌 투자은행들이 M&A중개시장의 대부분을 점유하고 있으며, CRC 및 조합, 사모 M&A펀드 등 IT중소벤처 M&A관련 중개기관은 규모의 영세화 및 투자 축소 등으로 인해 중개기능을 적절히 수행하지 못하고 있다. '03~'07. 11월까지 주요 해외 투자은행들은 국내 대규모 M&A시장에서 재무관련 자문기능을 수행하고 있으며, 평균 거래금액이 684.49억원으로 국내 주요 자문기관의 약 2배가 넘는 거래 규모 차이를 보이고 있다. 기업구조조정전문회사(CRC) 및 조합들은 버블붕괴이후 CRC 및 CRC조합의 규모가 축소되고 있는 추세이며 '06.12 월말 현재 출자규모기준으로 10~50억의 소규모 조합이 34%가량을 차지하고 있는 실정이다(삼정 KPMG, 2007). 또한 CRC보다는 신기술 금융회사 및 창투사의 참여 비율이 높아지고 있어 소규모 투자 형태가 증가하고 있다(KACRC). 사모M&A펀드도 현재 중소형 펀드(41.9%)가 대부분이고, 인수대상 기업 선정에서 취약한 한계를

보이고 있다(금감원, 2007). 이에 따라 『산업발전법 시행령』과 『자본시장과 금융투자업에 관한 법률』등 해당법률을 개정하여, CRC 및 사모 M&A펀드 관련 구조조정 및 통합의 제도적 변화를 꾀하고 있는 실정이다.

최근 정보통신부(이하 정통부)를 비롯한 각 정부부처 및 산하기관 주도하에 중소기업관련 M&A컨설팅 지원 및 펀드가 조성되고 있으며, 이러한 지원기관들은 민간 M&A중개기능을 보완하고 활성화하는 역할을 할 수 있을 것으로 판단된다. 현재 정통부와 관련 산하기관에서는 IT전문투자조합의 표준규약 개정('06. 5월), IT 중소벤처기업 점프업 펀드('07. 3월)와 IT M&A지원센터('07. 11월)설립을 통해 IT중소벤처에 대한 M&A투자, 중개 및 자문을 위한 노력을 수행하고 있다. 또한 중기청(벤처기업협회) 및 산업자원부는 각각 벤처 및 글로벌 M&A지원 데스크('07. 10월)들을 설립하고 벤처 혹은 중소기업의 국내·외 M&A 관련된 지원기능을 수행할 예정이다. 이러한 공공주도 M&A중개지원은 현재 국내 M&A중개시장의 기능이 원활하게 작동하지 않고 있다는 점을 보완하고 향후 민간 M&A시장 활성화를 유인하는 역할을 할 수 있을 것이다.

해외 중소벤처 M&A중개 및 자문기능과 관련하여, 미국은 비즈니스 브로커 등 시장참가자 중심의 원활한 중개가 이루어지고 있으며, 일본에서는 중소규모의 M&A부티크들과 지역 공공기관과의 연계를 통한 중개기능이 활성화되고 있다. 미국의 주요 투자은행들은 세계 대규모 M&A거래에서 중개 및 자문기능 수행하고 있으며, 중규모시장에서는 회계 및 재정자문기관들이 자문 역할을 담당하고 있다. 국내 중소규모 M&A거래에서는 약 1만개가 넘는 M&A 브로커들이 존재하고 있으며, 이들이 다시 각 지역 혹은 전국 협회를 통해 조직화되고 전문가 교육 및 M&A대상기업 탐색과 관련된 지원을 받고 있다. 일본의 중대형 M&A시장에서는 미국을 비롯한 해외 글로벌 M&A투자은행이 높은 시장점유를 차지하고 있다는 면에서 국내 M&A 시장과 비슷한 면을 가지고 있다. 그러나 중소기업 M&A와 관련해서는 M&A센터, 레코프, 일본정책투자은행 등이 각 지역상공회의소 혹은 M&A전문가와의 네트워크를 구축하여 민관 협력하의 중개기능을 수행하고 있다. 이러한 M&A네트워크 구축

은 최근 M&A전문 중개기관이 부족한 일본에서 M&A가 활성화된 주요한 요인으로 지적됨에 따라(사공 목 2007), 민관 네트워크를 통한 중개기능이 제 기능을 발휘했다는 것을 주지할 필요가 있다.

4. 시사점 및 정책적 개선방향

본 보고서에서 논의된 내용을 바탕으로 다음과 같은 시사점 및 정책방향을 제시 할 수 있다.

첫째로, IT중소벤처의 M&A를 통한 대형화 및 전문화를 유인하는 것은 바람직한 반면, M&A활성화를 위해 뚜렷한 목적의식이 없는 M&A를 유인하는 정책은 지양하여야 한다. 설문과 실증분석에서 IT중소벤처들은 수평적 혹은 가치사슬관련 M&A에서 경쟁력을 개선한 비중이 상대적으로 높았으며 M&A를 통해 수익성을 개선하는 효과를 보였다. 또한 시장지배력 강화 혹은 가치사슬상의 보완적 재원확보 등 뚜렷한 목적을 가진 M&A를 추진하는 경우에서도 경쟁력 개선비중이 높게 나타났다. 반면 IT중소벤처(인)들은 M&A에 대한 높은 거부감을 보였으며, 많은 기업들이 독자적인 경영 추구에 대한 높은 선호를 보였다. 이와 관련하여 인위적이고 목적의식이 없는 IT중소벤처간 M&A를 유인하는 것은 시너지 실현에 부정적인 영향을 미칠 수 있음을 주지할 필요가 있다. 따라서 IT중소벤처 M&A를 활성화하기 위해 사전적인 유인 정책을 마련하기 보다는 M&A수요에 따른 탐색 및 중개, 사후적 자문 등에 중점을 두는 것이 바람직할 것이다.

두 번째로, IT중소벤처인들의 교류 확대 및 협력을 활성화함으로써 보다 효과적이고 우호적인 M&A를 유인하는 것이 바람직하다. 이러한 IT중소벤처간 교류 및 협력 유인은 잠재적인 M&A기업들간 정보의 불확실성을 감소하고 M&A후 사후적 통합 과정을 원활히 하는 효과를 거둘 수 있다. 즉 설문에서는 기업간 교류관계가 있었던 M&A를 통해 IT중소벤처가 경쟁력을 개선하는 비중이 높게 나타났으며, 사후적 통합과정에서 문화 및 의사소통 격차에 대한 해소가 시너지 실현에 중요한 영향을 미

친 것으로 나타났다. 또한 M&A중개기관을 활용하지 않은 경우에서 기업간 교류가 있거나 산업적 연관관계가 있어 정보의 불확실성으로 인한 비용이 비교적 크지 않았었다. 이와 관련하여 기업내 M&A전문가를 양성·활용하는 것은 추가적인 중개 비용을 절감할 수 있으며 사후적으로 유연한 통합을 유인할 수 있을 것으로 사료된다.

네 번째로, M&A기업의 시너지 창출을 위해 사후적 통합과 관련된 정부차원의 컨설팅 및 관리 지원이 필요하다. 사후적 통합과정에서 피인수기업의 도덕적 해이는 사후적인 시너지 실현뿐만 아니라 사전적으로 인수기업의 M&A결정 및 계약에서 비용을 초래할 수 있다. 또한 IT중소벤처의 M&A는 단기적으로 물질 혹은 비물질적 비용을 수반하고 있음에 따라 시의적절한 시너지 창출을 위해서 이를 절감시키는 것이 필요하다. 특히 통합과정에서 인적자원, 지식 및 기술의 이전, 조직 및 보상체계, 조직문화의 적합성이 강조됨에 따라, 이에 중점을 둔 컨설팅 및 자문지원이 필요할 것이다.

다섯 번째로, 회계정보 및 가치평가의 신뢰성제고 측면에서 회계자료의 제한적 공유와 정부차원의 평가체계 가이드라인을 제시하는 것은 긍정적인 반면, 평가체계의 일괄적인 적용은 지양될 필요가 있다. 회계정보의 신뢰성제고를 위해 기업들에게 투명경영을 위한 제도 도입을 적극 유인하는 한편, IT중소벤처의 회계정보에 대해 금융기관으로 하여금 정보의 유통기능을 담당하도록 하는 것이 필요하다. 또한 논의중인 IT기술가치평가 가이드라인(안)은 IT중소벤처의 기술 및 사업성 가치평가에 대한 표준모델을 과도기적으로 정립하는데 도움이 될 수 있으나, 이를 모든 기업에 획일적으로 적용하기에 한계가 있으며 민간주도의 가치평가시장의 활성화를 유인하는데 주요한 목적을 두는 것이 필요하다.

마지막으로 국내 공공주도 M&A지원 기관과의 협력 네트워크 구축과 시장중심의 M&A중개시장 활성화를 위한 M&A부티크의 관리 및 활용이 필요하다. 각 정부부처 별로 추진되고 있는 M&A중개지원은 원활히 작동하지 않는 국내 M&A중개시장을 보완할 수 있을 것이다. 특히 지원기관간 상호 연계 및 협력 네트워크 구축은 보다

포괄적이고 신뢰성 높은 정보 수집을 가능케하고, IT중소벤처의 해외 M&A지원을 용이케함으로써 자문 및 중개기능의 극대화를 꾀할 수 있다. 또한 해외 M&A지원은 글로벌화 및 생산 네트워크화로 인해 어려워지고 있는 국내 IT중소벤처의 적극적이고 새로운 비즈니스 모델을 창출하는데 도움이 될 것으로 사료된다. 또한 M&A부티크는 IT중소벤처 M&A에서 주도적 역할을 수행할 수 있음에도 불구하고 현황 및 제도적 기반이 미흡하며 제기능을 수행하지 못하고 있다. 따라서 이러한 M&A부티크의 전문성을 제고하고 활용을 위한 제도적 마련을 통해 시장중심의 M&A중개기능 활성화를 유인하는 것이 바람직할 것이다.

제 1 장 서 론

최근 IT중소벤처의 M&A는 IT산업환경의 급속한 변화에 대응하고 경쟁력을 개선하기 위한 대응전략으로 그 중요성이 강조되고 있다. IT산업환경과 관련하여, 국내외 IT시장에서 기업간 경쟁심화와 IT산업 성숙으로 인한 성장둔화는 내수 및 완성품수요에 대한 의존도가 높은 국내 IT중소벤처의 생존 및 성장 가능성을 악화시키고 있다. 또한 벤처붐이후 국내·외 IT통신기기, 네트워크장비 및 IT서비스분야 등에서 거대기업들의 M&A 및 전략적 제휴가 활발히 진행되고 있으며, 이러한 거대기업들의 시장점유 확대는 틈새시장 및 해외시장 진출을 통해 성장을 도모하는 국내 IT중소벤처의 입지를 더욱 악화시키고 있는 실정이다.¹⁾ IT중소벤처 M&A를 통한 대형화는 이러한 급속한 국내외 IT산업환경변화에 적절히 대응하고 경쟁력을 향상시키기 위한 적극적인 대응 전략으로 제기되어 왔다.²⁾ M&A는 인수 및 피인수기업들의 지배 및 경영구조 개선, 보완적 재원확보를 통한 시너지 창출, 규모의 경제 실현, 중복투자비용 절감 및 재원의 효율적 배분 가능성을 높일 수 있어, 기업의 경쟁력을 제고할 수 있는 효과를 가져올 수 있다. 또한 M&A는 성장잠재력이 없거나 경영능력이 결여된 한계기업(인)들의 자율적인 퇴출을 유도(Exit option)하고, 위험자본시장(risk capital market)에서 투자회수 다각화를 촉진시킴으로써 중소벤처에 대한 투자를 유인하는 수단으로 이용될 수 있다.

반면 국내 M&A시장 및 환경에서 인수합병기업의 시너지창출에 대한 높은 불확실성이 존재하고 있으며, 인수합병에 대한 기업인들의 거부감 및 기타 저해요인들로 인해 실효있는 M&A가 활성화되지 못하고 있다. 예를 들면, IT중소벤처와 관련

1) 정보통신연구진흥원(2006) 참조

2) 정보통신부(2006a)는 IT부품/소재산업의 경쟁력 강화를 위해 IT-Soc기업의 M&A를 통한 대형화를 추진

된 높은 위험들(회계정보 취약성 및 가치의 불확실성, 인수합병기업의 재무구조 악화, 사후적인 통합비용 등)과 IT중소벤처(인)의 M&A에 대한 거부감과 신뢰부족은 IT중소벤처의 M&A 유인 및 시너지 창출을 저해하고 있다. 따라서 IT중소벤처 특성에 기반한, M&A유인 및 실효성에 영향을 미치는 요인 및 저해요인들에 대한 분석과 M&A 활성화를 위한 시사점 및 정책적 개선방향에 대한 심도 있는 연구의 필요성이 제기되고 있다.

본 보고서는 IT중소벤처 M&A현황, M&A유인과 실효성에 대한 분석과 경쟁력 향상을 위한 M&A활성화에 대한 정책적 개선방향을 도출하는 것에 목표를 둔다. 먼저 IT중소벤처 M&A 및 경쟁력 제고에 대한 기존의 이론적 논의를 바탕으로, 코스닥 IT중소벤처의 현황 및 성과를 분석한다. 분석에서 이용된 자료들은 IT중소벤처 M&A통계구축을 위한 기초자료로 제공될 수 있으며, 코스닥 IT중소벤처 M&A특성 및 성과분석은 정책적 시사점을 제공할 수 있다. 두 번째로, IT중소벤처 M&A관련 이론 및 설문 분석은 IT중소벤처 M&A유인 및 실효성에 미치는 요인들에 대한 분석을 수행하고 정책적 시사점을 도출하려 한다. 이론적 논의에서는 IT중소벤처인의 소유의식과 M&A실효성간의 관계를 논의하고, 기업가치의 불확실성과 사후적인 통합비용이 잠재적 인수기업의 M&A계약 및 전략적 행동에 미치는 영향을 분석한다. 설문분석은 이론적 논의를 기반으로 코스닥 IT중소벤처 M&A유인 및 실효성에 미치는 요인 및 저해요인을 분석하고 시사점을 도출한다. 두 번째로, 정책적 논의에서는 IT중소벤처의 실효성 있는 M&A 활성화와 관련된 주요 이슈별 시사점 및 개선 방향을 도출하고자 하였다. 이 논의에서는 저해요인에 대한 이론 및 설문분석결과에서 나타난 주요 이슈에 대한 문헌조사 및 관련 해외동향 및 정책을 검토함으로써, M&A활성화를 위한 시사점 및 정책방향을 도출하고자 한다.

본 보고서의 구성은 다음과 같다. 제2장은 선행연구들을 중점으로 M&A개념 및 유형과 IT중소벤처의 경쟁력 강화에 대한 이론적 논의를 재고찰하고, 제3장에서는 위의 논의를 기반으로 코스닥 IT중소벤처 및 비 IT기업들의 M&A 현황, 사례 및 성과 분석을 수행하였다. 제4장은 IT중소벤처 M&A유인 및 실효성과 관련된 요인 및

저해요인에 대한 체계적인 이론적 논의와 설문결과를 제공하고 있으며, 제5장은 IT 중소벤처 M&A활성화와 관련하여 가치평가와 M&A증개시장 및 펀드와 관련한 문제점을 파악하고 이에 대한 개선방향을 제시하고 있다. 마지막으로 제6장에서는 결론 및 시사점에 대해 서술하였다.

제 2 장 IT중소벤처 M&A와 경쟁력 제고

이 장에서는 이경원외(2001)와 김정언외(2006) 등 선행연구를 바탕으로 IT중소벤처 인수합병에 대한 이론적 논의를 고찰한다. 이경원외(2001)에서는 M&A개념 및 유형, IT중소벤처 M&A의 목적별 유형에 대한 이론적 논의를 제공하고 있다.³⁾ 특히 IT중소벤처 M&A의 목적을 (i) 수요측면의 네트워크 외부성, (ii) 정보비대칭관련 수직적 통합, (iii) 신규사업확장 및 위험분산 (iv) 수익모델개선 및 컨텐츠 확보 등으로 구분하고 각 유형에 따른 사례분석을 제시하고 있다. 또한 김정언 외(2006)에서는 이경원외(2001)를 바탕으로 재원기반이론(resource-based theory), 네트워크 외부성 이론(network externality thoery)과 거래 및 정보비용이론(transaction or information cost theory)별로 구분하여 IT중소벤처 M&A에 대한 이론적 논의를 재구성하고 IT중소벤처 M&A활성화에 대한 논의를 제공하고 있다.

제 1 절 M&A의 개념, 유형 및 효과

1. M&A의 개념⁴⁾

기업간 M&A는 내부혁신을 통한 성장보다는 외부재원을 통한 규모 및 범위의 경제 실현으로 기업의 외적성장에 중점을 두고 있다. 내적 성장(internal growth)은 기업이 보유하고 있는 내부자원을 활용하여 경쟁력을 증대시키거나 기업의 규모를 확대해 나가는 것을 의미한다. 그러나 이러한 내적 성장 전략은 기업의 시장에 대한 민첩한 접근을 어렵게 할 수 있으며, 기술 및 인력에 대한 높은 투자회수위험을 수

3) 이경원 외(2001)에서는 추가적으로 M&A시장 및 이해관계자에 대한 이론적 논의 및 법제도, 현황분석을 제공

4) 이경원 외(2001)의 M&A개념 인용 및 정리

반한다. 반면 외적 성장(external growth) 전략은 기업으로 하여금 시장에 이미 존재하는 기업이나 사업부문을 인수합병하여 시장지배력 강화, 기술 및 인력 확보 등을 통한 시너지 실현 등을 용이하게 할 수 있다.⁵⁾ 이와 같이 M&A는 외적 혁신을 통해 기업의 규모 및 범위의 경제를 실현하거나 시장지배력을 강화함으로써, 인수합병기업의 가치 및 이윤을 극대화하는 전략으로 이용되고 있다.

기업간 M&A는 두 개 이상의 기업간 인수(acquisition) 및 합병(merger)을 통칭한다. 합병(merger)은 두 개 이상의 기업이 계약 및 동의에 의해 법률적, 사실적으로 하나의 기업이 되는 것을 말하며, 인수(acquisition or takeover)는 경영권 획득을 목적으로 인수기업이 대상기업 주식이나 자산의 전부 또는 일부를 취득하는 것을 의미한다. 특히, 기업인수는 합병에서와 같이 법적인 형태의 변화를 가져오기보다는 주주간의 주식 또는 자산의 이동을 통한 지배권의 변화를 유발한다. 이와 더불어, 광의의 의미에서 M&A는 기업의 자산, 생산라인, 자회사 및 기업의 일부분 또는 전부를 제3자에게 매각하는 분리매각(divestiture) 등을 포함된다.

2. M&A 유형⁶⁾

〈표 2-1〉 M&A 유형

지배권 취득방식	유형			
	인수	합병		분할
결합형태	수직적M&A	수평적M&A	산업내 비연관 M&A	다각적M&A
거래의사	우호적 M&A			적대적 M&A
차입주체	현금인수	주식교환	LBO	복합

주: 이경원 외(2001), 김진수 · 이준규(2006) 인용 및 참조

5) Hitt et al(2001)에 의하면, 인수합병기업은 입증된 혁신을 가지고 저비용과 저위험으로 시장진입이 가능한 반면, 내적 혁신을 감소시킬 가능성(대체재)이 있어 성공적 혁신을 위해 지속적인 R&D투자가 필요

6) 이경원 외(2001)의 M&A 유형 인용 및 정리

M&A 유형은 지배권, 결합형태, 거래의사, 지불수단 및 차입주체 등에 따라 〈표 2-1〉과 같이 구분된다.

가. 지배권 취득방식

지배권 취득방식에 따라 M&A는 크게 합병, 인수, 매각의 세 가지로 구분될 수 있다. 합병(merger)은 둘 이상의 회사가 하나의 회사로 결합하는 형태로, 인수기업이 피인수기업의 주주 및 재산의 모든 권리를 포괄적으로 승계하는 흡수합병과 제 3의 새로운 회사를 설립하는 신설합병이 있다. 인수(acquisition)는 인수기업이 인수대상기업의 경영지배권 획득을 목적으로 주식이나 자산을 취득하는 행위로 크게 자산인수와 주식인수로 나뉘어진다. 자산인수(asset acquisition)는 인수대상기업의 자산을 인수하여 경영권을 확보하는 방법이며, 주식인수(stock acquisition)는 인수대상기업의 발행주식 전부 혹은 일부를 기존 주주로부터 취득하거나 새로 발행되는 주식을 취득하여 지배권을 획득하는 방법이다. 마지막으로 기업매각(divestiture)은 기업 분할후 매각하여 구조를 재편성하는 기업구조조정(restructuring)이다. 기업매각은 분리설립(spin-off), 분할설립(split-off), 분리매각(sell-off)과 완전매각 등으로 구분될 수 있다.

나. 결합형태

M&A는 결합형태에 따라 수평적(horizontal), 수직적(vertical), 산업내 비관련(Congeneric), 그리고 다각적(conglomerate) M&A로 구분된다. 수평적 M&A는 동종 산업에서 비슷한 재화 및 서비스를 생산하는 기업간 결합을 의미하며, 수직적 M&A는 생산 및 가치사슬 단계에서 수직적으로 연관된 기업들 사이의 결합을 의미한다. 또한 비관련(Congeneric) M&A는 동종산업내에 있으나, 수평적 혹은 수직적 연관관계가 없는 기업간 인수합병을 의미하며 다각적(conglomerate) M&A는 서로 다른 산업내 기업간 M&A로, 신규사업진출, 사업 다각화 및 금융재원 확보를 목적으로 할 수 있다.

3. 결합형태과 시너지효과

기업간 M&A에 따른 시너지 효과는 생산 및 경영활동 시너지, 시장지배력 강화,

금융재원 확보, 거래 및 정보비용의 효율화 등 크게 네가지로 구분될 수 있다.

생산 및 경영활동의 통합에 의한 시너지는 인수합병기업의 생산, R&D 및 기술, 마케팅, 경영전략 등 기업의 전반적인 활동에서 보완적인 요소를 통합함으로써 이루어 질 수 있다. 생산 및 기능관련 시너지(operation synergy)는 생산 및 기능과 관련된 요소들을 통합하여 규모 및 범위의 경제를 실현하는 것을 의미하며, R&D 및 기술적 시너지(R&D/Technical synergy)는 합병기업의 신기술 및 보완적 기술을 확보함으로써 제품 개발 및 시제화를 용이하게 할 수 있으며, 마케팅 시너지(marketing synergy)는 합병기업의 브랜드, 유통망, 광고 및 행사선전등을 공유함으로써 확보될 수 있다. 특히 마케팅 시너지의 경우, 밀접히 연관된 제품을 판매하는 기업간의 M&A를 통해 극대화될 수 있다. 경영전략적 시너지(managerial synergy)는 피인수기업의 우위에 있는 경영능력을 모든 차원에서 흡수 혹은 공유함으로써 확보될 수 있다(Hitt, Harrison and Ireland, 2001).

담합 시너지(collusive synergy)는 동일하거나 밀접히 연관된 재화 및 서비스를 생산하는 기업간 인수합병을 통해 시장지배력을 확대하는 것을 의미한다. 또한 가치사슬 및 중간재에 대한 수급관계에 있는 기업들은 기업결합을 통해 거래 및 정보비용의 효율성을 증진할 수 있다. 마지막으로 금융 시너지(financial synergy)는 장기적인 기술 및 생산활동과 관련된 시너지 실현보다는 단기적인 금융재원 확보와 자산의 분산(portfolio diversification)에 중점을 둔 인수합병의 효과로 볼 수 있다.

이러한 네가지 M&A를 통한 시너지 효과는 각각의 기업결합유형과 관련하여 〈표 2-2〉로 나타낼 수 있다.

〈표 2-2〉 기업결합유형과 M&A 효과

구분	생산 및 경영활동 시너지	담합적 시너지	금융 시너지	거래 및 정보비용의 효율화
수평적 M&A	◎	◎	○	○
수직적 M&A	◎	○	○	◎
비연관적 M&A	○	○	○	△
혼합적 M&A	△	△	○	△

수평적 M&A는 동일한 재화 및 서비스를 생산하는 기업간의 결합으로 생산 및 경영활동관련 시너지 및 담합적 시너지를 실현할 수 있다. 또한 수직적 M&A는 밀접한 관계에 있거나 가치사슬상 연관관계에 있는 기업간 인수합병으로 생산 및 경영활동과 거래 및 정보비용의 효율성을 제고할 수 있다. 이와는 반대로 산업내 비연관(congeneric) M&A와 혼합적 M&A는 같은 산업내에 있거나 이종산업에 있는 기업간 인수합병으로 주로 단기적인 금융시너지나 신사업진출을 목적으로 하는 기업간 결합유형이라 볼 수 있다. 특히 혼합적 M&A는 새로운 시장진입을 목적으로 이루어지는 경우에도 신사업 및 시장에 대한 전략적 이해와 습득, 그리고 분산된 사업부분의 관리능력이 요구됨에 따라, 인수합병외 추가적인 비용을 수반하게 된다.

제 2 절 IT 중소벤처 M&A와 경쟁력 강화에 대한 이론적 검토⁷⁾

이절에서는 재원기반이론(resource-based theory), 네트워크 외부성 이론(network externality thoery)과 거래 및 정보비용이론(transaction or information cost theory) 등 의 관점에서 기업간 M&A와 시너지효과 실현에 의한 경쟁력 개선에 대한 이론을 간략히 논의한다. 또한 이와 관련하여 경쟁력 강화를 위한 IT중소벤처 M&A유형을 고찰한다.

1. 공급측면의 보완적 재원(Complementary resources) 및 외적지식의 결합

기업간 M&A는 보유하고 있는 상호보완적인 유형 및 무형 자산들 간의 결합을 통해 시너지효과를 가져올 수 있다. 상호보완적 재원들은 기업간의 중복되는 유사재원(similar resources)과는 달리, 차별적이고 상호 지지(support)할 수 있는 특성을 가진 요소들을 의미한다. 따라서 유사한 자원을 가진 기업간의 인수합병은 기업들이

7) 김정언 외(2006) 부록 정리 및 인용, 이경원외(2001)는 IT중소벤처 M&A를 목적별 유형에 따라 세부 분류하고 각 유형에 따른 이론적 고찰 및 사례를 제시

시장변화에 대한 전략적 능력과 적응력의 유사성으로 인해 시너지를 창출하기 어려운 반면, 보완적인 자원을 가진 기업간의 인수합병은 자산과 능력(capability)의 다양성을 통해 추가적인 부가가치를 창출할 수 있게 한다. 즉 보완적 재원들을 보유하고 있는 기업간의 인수합병은 성장기반을 조성하거나, 시장점유를 확대할 수 있으며, 규모 및 범위의 경제 그리고 지식의 이전 및 공유를 통해 인수합병기업으로 하여금 경쟁우위를 확보할 수 있도록 한다.

우선 인수합병기업은 보완적 자산의 결합을 통해 규모와 범위의 경제를 실현할 수 있다. 인수합병을 통한 규모의 경제실현은 생산의 대량화와 분업화를 통해서 생산비용을 최소화하는 것을 의미하며, 범위의 경제는 공동 생산기능 및 설비들을 이용하여 재화 및 서비스의 다각화를 통해서 비용을 절감하는 것을 의미한다. 즉 동종산업내 기업간의 인수합병은 생산설비를 확충하거나 마케팅 및 판매망을 지리적으로 확대함으로써 생산 및 판매에 요구되는 비용을 절감할 수 있다(규모의 경제실현). 또한 동종산업 혹은 관련산업에 있는 기업들은 인수합병을 통해 보유하고 있는 생산시설 및 마케팅망을 이용하여 새로운 시장에 진출하여 다양한 재화와 서비스를 제공할 수 있다(범위의 경제실현). 예를 들면, IT기기 및 부품소재산업에서 생산비용이 최적화되지 않았을 경우, 제조 및 생산업체는 다른 제조기업을 인수합병 함으로써 규모의 경제를 실현할 수 있으며, 관련 생산설비를 이용하여 생산하거나 다른 판매망을 보유하고 있는 기업을 인수하여 생산 및 마케팅 채널의 다각화를 시도할 수 있다. 또한 이러한 규모 및 범위의 경제실현을 통한 생산 및 판매비용의 절감은 추가적인 자원의 효율적 배분 – 예를들면 R&D지출 확대 –를 가능케 할 수 있다.

IT산업에서 기업간의 인수합병은 지식 및 기술의 이전 및 획득을 통한 시너지 효과가 강조되고 있다. 일반적으로 IT산업은 기술혁신의 시간적 제약과 핵심기술의 내재화(internalization) 요구가 높은 특성을 가진다. 따라서 IT기업들은 내부에서 R&D 노력을 통해 기술을 개발(internal innovation)하거나 인수합병을 통해서 외부 지식과 기술을 이전 및 획득(external innovation) 간에 선택을 하도록 요구된다(Brodt and Knoll,

2004). 이와 관련하여, 내적혁신을 통한 기술개발 노력은 장기간의 노력과 높은 비용을 요구하며 성공에 대한 위험이 존재하는 반면, 인수합병을 통한 외적지식 및 기술(external knowledge and technology) 획득은 인수합병기업이 하여금 이미 입증된 기술을 가지고 저비용과 저위험으로 시장진입을 용이하게 할 수 있다. 또한 IT산업은 내적혁신이후에도 경쟁자들의 모방 가능성에 존재함에 따라 시제화의 시의적절성(time-to-market) – 초기의 개발부터 궁극적인 상품화에 이르는 시간 – 의 중요도가 높아, 기업은 혁신기술과 성공적인 제품을 가지고 있는 대상기업을 인수 또는 합병함으로써 시장에 대해 즉각적인 접근이 용이할 수 있다(Hittl, Harrison and Ireland, 2001).⁸⁾ 따라서 최근 기술의 변화가 급속하고 수요의 증가가 둔화된 IT시장에서, 외부로부터 지식과 기술의 이전 및 획득은 IT중소벤처로 하여금 니치마켓을 발굴하고 공략할 수 있는 기반을 조성하게 할 수 있다.⁹⁾

2. 수요 측면의 네트워크강화 및 시장지배력 확대¹⁰⁾

수요측면에서 IT중소벤처간 인수합병은 네트워크 외부성을 강화함으로써 경쟁력을 개선할 수 있다. 특히 컴퓨터, 온라인 게임 및 경매 등의 IT서비스 산업과 S/W산업에서 네트워크 외부성이 존재할 가능성이 높다.¹¹⁾ 이와 같이 네트워크 외부성이 있는 시장에서는 수요자 확보 즉 네트워크의 크기가 기업들의 생존 및 성장과 밀접한 관련을 갖는다. 즉 시장이 경쟁적이고 네트워크 외부성이 높을수록 수요가 네트

8) 인수합병을 통한 기술획득 및 이전은 인수합병기업의 혁신능력 및 투자노력 감소, 기존 자원의 비효율적 배분의 가능성이 존재하며 이를 해결하기 위해 지속적인 혁신 노력과 R&D투자가 요구됨

9) M&A사후적통합과정에서 지식의 이전 및 공유는 지식의 명료성 및 체화정도, 해당기업들의 인적재원 및 조직적 특성과 산업적 연관성에 높은 의존도를 보이며, 통합정도에 따라 효율적인 이전방식이 결정됨(제4장 제3절 참고)

10) 이경원외(2001)의 제5장 1, 4절 발췌 및 정리

11) 네트워크외부성은 “특정 재화로부터 소비자들이 얻는 효용의 크기와 재화의 사용자로 구성된 네트워크의 크기가 비례”한 것을 의미함

워크의 크기에 의존하기 때문에, 상대적으로 네트워크의 규모가 큰 기업이 시장을 선점하고 생존할 가능성이 높아진다. 또한 네트워크의 크기는 시장으로 진입하려고 시도하는 기업에 대한 진입장벽으로써 작용하기 때문에(시장선점효과), 기업들은 인수합병전략을 통해 네트워크 규모를 확장하려는 유인을 가진다.

네트워크 외부성이 존재하는 IT산업에서 M&A는 직접적 혹은 간접적으로 IT중소 벤처의 네트워크를 강화할 수 있도록 한다. 먼저, 동종업체들간의 인수합병을 통한 네트워크 확장은 직접적으로 시장지배력을 강화할 수 있는 수단이 될 수 있다. 예를 들면 인터넷 포털 또는 온라인 경매산업의 기업들은 다른 포털 및 경매기업들을 인수합병하여 직접적으로 수요자 네트워크 확대를 기대할 수 있다. 이러한 동종업체들간의 인수합병전략은 네트워크 규모가 큰 기업과의 경쟁에서 생존하기 위한 전략 수단으로서 빈번하게 이용되기도 한다. 두 번째로, 네트워크의 확장은 가치사슬에서 수직적 관계에 있는 기업들간의 인수합병으로 야기될 수 있다. 예를 들면 인터넷 포털기업은 콘텐츠 사업자 혹은 솔루션 개발업체들을 인수합병함으로써 최종재 수요 네트워크 규모 확장을 꾀할 수 있다. 또한 컴퓨터관련 산업에서 시스템 개발업체의 소프트웨어기업 인수는 시스템 사용자의 네트워크를 강화할 수 있는 수단이 될 수 있다.

3. 거래비용 및 정보 비대칭 완화

마지막으로, 기업들은 계약관계에서 발생하는 거래 및 정보비용으로 인한 비효율성을 최소화하기 위해 인수합병전략을 사용할 수 있다. Williamson(1979)의 거래비용이론에 따르면, 독립적인 기업들간의 거래에서 생산활동과는 별개로 계약대상의 탐색과 거래당사자들간의 협상, 모니터링, 조정 및 이행 등 계약 및 거래과정에서 비용이 발생할 수 있다. 이러한 거래비용은 거래 특화된 자산(transaction-specific assets)이 존재하는 경우, 거래이행의 불확실성이 높을수록, 거래가 빈번할수록 증가하게 되는데, 이러한 거래관계에 있는 기업들은 지배관계 – 시장, 계약, 협력 네트워크, 통합 등 – 의 조정을 통해 거래비용을 최소화하려는 유인을 가지게 된다.

이와 관련하여, 많은 연구들은 특화된 자산의 보완성이 높을수록 수직결합을 통해 효율성을 향상시킬 수 있다고 주장하였다. 특히, Grossman and Hart(1986)와 Hart and Moore(1990)는 유형자산에 대한 소유권과 투자결정에 대한 연구에서 거래특화된 자산을 소유하고 있는 기업들이 자산의 보완성이 높을수록 소유권의 집중 – 수직결합(vertical integration) – 을 통해 투자의 효율성을 향상시킬 수 있다고 주장하였다. 또한 Rajan and Zingales(1998)의 인적자원(Human capital)과 같은 무형자산에 대한 접근(access to critical resources)과 투자결정 연구에서도 특화된 투자가 보완적인 경우 집중된 접근 권한이 분산보다 효율성을 향상시킬 수 있다고 주장하였다.

또한 기업들은 계약관계에 있는 기업들의 비용구조 및 회계정보의 불확실성에 따른 거래기업간의 정보비대칭으로 인해 생산활동과 관련된 비용을 발생시키기도 한다. 예를 들면 최종생산자와 중간재 생산자의 계약에서, 최종생산자가 중간재생산자의 비용구조를 정확하게 파악하지 못함으로써, 중간재에게 적절한 인센티브를 제공하기 위해 정보지대(information rent)를 추가 지불해야 한다. 또한 정보의 비대칭성은 계약외에도 사전적인 투자결정에도 영향을 미치게 됨으로써, 추가적인 비효율성을 발생시킬 수 있다. 따라서 최종재 생산자는 정보의 비대칭성을 완화시키고 효율적인 투자결정을 유인하기 위해, 중간재 생산자를 수직결합하려는 유인을 가질 수 있다.

실례로 이러한 정보 및 거래비용의 존재는 주로 산업내 가치사슬관계에 있는 IT 중소벤처들에게 M&A동인을 제공하고 있다. 즉 R&D – 생산 – 마케팅의 연관된 가치사슬에서 기업들은 인수합병을 통해 지배구조를 개선하고 의사결정의 효율성을 제고시킬 수 있다. 예를 들면, 반도체산업에서 IDM/제조업체와 팹리스기업간의 수직적 인수합병은 관계특화된 투자의 효율성 및 정보비대칭으로부터 발생하는 비효율성을 개선하려는 전략적 행동일 가능성이 높다(정보통신연구진흥원, 2006). 또한 포털기업 – 콘텐츠사업자간 인수합병도 시장지배력 강화 뿐만아니라 거래 및 정보비용을 최소화하려는 전략으로 설명될 수 있다.

제 3 장 코스닥 IT중소벤처 M&A현황, 사례 및 성과

제 1 절 M&A 현황과 사례

1. M&A현황

코스닥 IT중소벤처 M&A현황은 금융감독원 공시자료를 이용하였으며, 2000년부터 2007년 6월까지 발생한 합병 건수를 중심으로 IT 및 비 IT산업의 중소벤처 M&A 현황을 분석하였다.¹²⁾ IT기업에 대한 산업분류 기준은 표준산업분류(KSIC) 및 정보통신산업(ICT) 특수분류를 기준으로 IT기업과 비 IT기업을 구분하였다.¹³⁾ 그리고 IT 기업은 관련 IT분야에 따라 4가지로 구분하여 분류하였다. IT 관련 M&A 건수들은 크게 IT기업 간과 IT – 비IT 기업간 M&A로 나누어 분석하였다. 그리고 시계열로 매년 IT 관련 M&A 건수들도 분석하였다. 이외에도 합병기업과 합병대상기업들의 관련 IT산업 분류에 따라 세분화하여 분석하였다.

코스닥 중소벤처기업들의 M&A 건수들은 2000년부터 2007년 6월까지 총 173건으로 나타난다. 이중 IT중소벤처관련 M&A 건수는 총 119건으로 전체에서 약 69%를 차지하고 있어, 코스닥 중소벤처기업의 M&A에서 IT 관련 M&A 건수의 비중이 절반을 넘고 있다. 따라서 코스닥 중소벤처기업들의 M&A들은 주로 IT 관련 기업들의 인수 · 합병으로 이루어지고 있다고 볼 수 있다. 또한 IT 관련 M&A 건수에서 IT기업간 M&A 비중이 59건으로 약 50%로 나타나고, IT기업 · 비 IT 기업간 M&A가 차

12) 전자공시시스템(dart.fss.or.kr)의 합병신고서 및 종료보고서(특수공시분류), Kis-Value를 이용

13) 인수 및 피인수기업 산업분류는 합병신고서에 명시된 합병당시 각 기업의 산업코드를 이용하였으며, 명시되지 않은 경우 기업들의 업종 및 합병전후의 “업종변경 신고서”를 기준으로 합병당시 기업의 산업 및 업종을 파악

지하는 비중도 50%(60건)로 비슷한 비중을 보이고 있다. 따라서 IT 관련 M&A은 IT 기업간 M&A와 IT기업 · 비 IT 기업간 M&A가 거의 같은 비중으로 발생하고 있음을 나타내고 있다. 시계열로 매년 IT 관련 M&A 건수들도 분석하여 보면, 2000년을 기준으로 2003년까지 그 건수가 감소 추세인 반면, 2004년부터 증가 추세를 나타내고 있다. 주로 IT 기업간 M&A 건수가 2002년부터 꾸준한 증가세를 나타내는 반면, IT 기업 · 비 IT 기업간 M&A는 2006년에 전년대비 약 4배가량 급격히 증가하였다.

〈표 3-1〉 코스닥 기업 M&A 현황

(단위: 건)

구분	계	비중	2000	2001	2002	2003	2004	2005	2006	2007. 6
전체	173	100%	17	8	12	11	20	25	56	24
IT	IT	59	34%	9	3	3	5	8	11	14
	IT+비 IT	60	35%	4	4	2	2	7	7	7
	비 IT	54	31%	4	1	7	4	5	7	11

〈표 3-2〉 제조 · 서비스 부문별 코스닥 기업 M&A 현황

(단위: 건)

	구분	계	비중	2000	2001	2002	2003	2004	2005	2006	2007. 6
	제조업	전체	94	100%	11	5	3	5	15	13	27
제조업	IT	IT	21	22%	5	1	—	5	2	4	4
		IT+비 IT	37	39%	3	3	1	2	7	6	13
		비 IT	36	38%	3	1	2	3	3	5	10
서비스업	구분	계	비중	2000	2001	2002	2003	2004	2005	2006	2007. 6
	전체	79	100%	6	3	9	6	5	12	29	9
	IT	IT	38	48%	4	2	3	5	3	9	2
		IT+비 IT	23	29%	1	1	1	—	—	1	14
		비 IT	18	23%	1	—	5	1	2	2	5

주: 1. 제조업: KSIC D 제조업 15~37

2. 서비스업: KSIC E,F,G,H,I,J,KL,M,N,O,P,Q,R,S,T 서비스업 40~99

코스닥 중소벤처기업들의 M&A 건수를 제조업과 서비스업으로 나누어서 살펴보

면, 제조업의 경우 IT기업간 M&A 비중이 IT-비IT간 M&A 비중보다 낮게 나타나고 있다. 하지만 서비스업의 경우, 제조업과는 대조적으로 IT기업간 M&A 비중이 IT기업·비IT기업간 M&A보다 높게 나타나고 있다. 따라서 IT기업간 M&A는 서비스 분야에서, IT기업-비IT기업간 M&A는 제조업 분야에서 중점적으로 발생하고 있는 것으로 분석된다. IT기업간 M&A 건수를 제조업과 서비스업으로 나누어서 시계열로 살펴보면, 제조업분야에서는 2005년을 기준으로 증가하는 추세를 보이고 있으며, 서비스분야에서는 2004년부터 증가하는 추세를 보이고 있다. 또한 IT와 비IT기업간 M&A는 제조업분야에서는 2002년부터, 서비스업은 2006년에 급격한 증가 추세를 보이고 있다.

〈표 3-3〉 코스닥 IT 중소기업간 M&A 현황

(단위: 건)

합병주체	합병대상	정보통신기기 및 장비	반도체 및 IT부품	통신서비스	소프트웨어 및 기타 IT서비스	합계
정보통신기기 및 장비	6	3	2	2	13	
반도체 및 IT부품	3	5	—	—	8	
통신서비스	—	—	—	—	0	
소프트웨어 및 기타 IT서비스	6	4	—	28	38	
합계	15	12	2	30	59	

주: 1) IT 소프트웨어·서비스: 인터넷, 소프트웨어, 컴퓨터서비스, 디지털콘텐츠, 도매업
 2) 통신장비/정보기기: 컴퓨터 및 주변기기 제조업, 절연선 및 케이블 제조업, 통신기기/방송장비 제조업, 측정/시험/항해 및 기타 정밀기기 제조업
 3) 반도체/부품: 반도체 및 기타 전자부품제조업

IT 관련 M&A 중 IT기업 간 M&A 부분을 합병기업과 합병대상이 속하는 4가지 (정보통신기기 및 장비, 반도체 및 부품, 소프트웨어 및 기타 IT서비스, 통신서비스) IT 분야로 나누어 분석하였다.¹⁴⁾ 대부분의 IT기업 간 M&A는 동일한 IT분야내에서

14) IT산업내 업종분류는 한국산업표준분류(KSIC)의 IT산업특수분류를 기준으로 정

이루어지고 있는 것으로 분석되었으며, 특히 소프트웨어 및 기타 IT서비스분야 기업간 M&A 건수가 28건으로 제일 높았다. 그 외에는 정보통신기기 및 장비분야내 6 건, 반도체 및 IT부품분야내 5건 순으로 나타났다. 그리고 같은 IT 분야내 기업간 M&A 건수를 제외하면, IT 소프트웨어 및 기타 IT서비스와 타 IT분야간 M&A 건수가 38건으로 가장 높은 비중을 차지하였다. 그 외에는 정보통신기기 및 장비분야와 타 IT분야 13건, 반도체 및 IT부품분야와 타 IT분야 8건 순으로 나타났다.

코스닥 IT기업—비 IT 기업간 M&A 건수를 보면, IT기업간 M&A 분석에서와 마찬가지로, 소프트웨어 및 기타 IT서비스와 비 IT산업간의 M&A 건수가 인수기업인 경우 21건, 인수대상인 경우 15건 등 총 36건으로 제일 많은 비중을 차지하였다. 그 다음으로는 반도체 및 IT부품분야(14건), 정보통신기기 및 장비분야(10건) 순으로 나타났다. 또한 정보통신기기 및 장비분야 및 소프트웨어 및 기타 IT서비스분야에서는 합병주체 비중이, 반도체 및 IT부품분야에서는 합병대상비중이 상대적으로 높게 차지하였다.

〈표 3-4〉 코스닥 IT 기업과 비 IT기업간 M&A 유형 현황

(단위: 건)

구 분	합병주체	합병대상	합계
정보통신기기 및 장비	6	4	10
반도체 및 IT부품	5	9	14
통신서비스	—	—	—
소프트웨어 및 기타 IT서비스	21	15	36
합계	32	28	60

2. 세부 분야별 M&A사례 및 특징

가. 정보통신기기 및 장비 분야

정보통신기기 및 장비 업종에서는 통신기기 및 정보기기 업체들이 가치사슬에서

보통신기기 및 장비, 반도체 및 IT부품, 소프트웨어 및 기타 IT서비스, 통신서비스로 구분(〈표〉 “주” 참고)

수직적으로 연관된 기업이나 혹은 유사한 품목을 생산하는 업체를 M&A하는 사례가 주를 이루었다. 먼저 생산 및 가치사슬 단계에서 수직적으로 연관된 기업들을 인수·합병한 사례는 통신기기·장비를 생산하던 기업들과 통신서비스(접속/국제전화), 통신부품업(휴대폰 디스플레이 모듈), 통신SW 기업들 간의 합병 등이 있었다. 또한 통신기기 및 장비 기업 간 M&A 사례는 무선통신기기 업체(스마트 중계기)와 유선통신기기 업체(ADSL 제조)간 혹은 동일한 무선통신기기 부문에서 무선 중계기에서부터 무선 통신단말기까지 M&A를 통해 제품포트폴리오 강화를 목적으로 하는 경우가 주를 이루었다.

〈표 3-5〉 정보통신기기 및 장비 분야 M&A 사례

년도	합병회사			합병대상회사		
	회사명	주요 품목	세부업종	회사명	주요 품목	세부업종
2000	(주)S	HW 모뎀	통신기기	(주)K	통신S/W	통신SW
2000	(주)U	컴퓨터 및 기타 서버 주전산기	정보기기	(주)J	ATM교환기용 저장장치	통신부품
2000	(주)S	HW 모뎀	통신기기	H(주)	접속/국제전화	통신서비스
2000	(주)S	HW 모뎀	통신기기	(주)I	접속/국제전화	통신서비스
2001	D(주)	스마트중계기	통신장비	(주)A	모뎀제조 ADSL	통신장비
2004	T(주)	이동전화중계기	통신장비	C(주)	무선 단말기	통신단말
2005	G(주)	통신망설비 및 컴퓨터설비	통신장비	E(주)	휴대폰 연구개발	통신단말
2006	P(주)	무선테이터통신모뎀, 네비게이션	통신기기	O(주)	모바일 메모리 반도체	통신 반도체
2007	B(주)	Gaming 모니터	정보기기	N(주)	휴대폰용 Display 모듈	통신부품
2007	R(주)	서버 시스템, 스토리지	정보기기	Z(주)	이동통신 단말기	통신단말

주: 년도는 합병공시 접수년도를 기준으로 함

나. 반도체 및 IT부품 분야

반도체 및 IT부품 업종의 주요 M&A 사례를 살펴보면, 정보통신관련 전문부품 기업들 혹은 동종업체와 결합하는 형태가 두드러졌다. 먼저 일반 IT부품(Coil & Trans)

등을 생산하던 기업이 통신 부품(휴대폰, 배터리 팩) 혹은 정보기기(레이저 프린터 용 소모품) 부품을 생산하는 전문 부품 기업을 합병함으로써 특화된 사업을 강화하였다. 또한 디스플레이 부품업체들 중에는 관련 공정의 1차, 2차 부품업체들과 결합함으로써 대형화 또는 보완적 재원을 확보함으로써 시너지 창출을 목적으로 하는 M&A 사례들이 있었다.

〈표 3-6〉 반도체 및 IT부품 분야 M&A 사례

년도	합병회사			합병대상회사		
	회사명	주요 품목	세부업종	회사명	주요 품목	세부업종
2000	J(주)	부품 Coils & Trans	일반 IT부품	P(주)	휴대폰 배터리팩	통신 부품
2004	I(주)	Coil&Trans 부품	일반 IT부품	S(주)	레이저 프린터용 소모품	정보기기
2005	H(주)	TFT-LCD관련부품제조 (반사판, 확산판, 보호판)	LCD 부품	N(주)	TFT-LCD BLU	LCD 부품
2006	A(주)	ASIC 및 스토리지	반도체 및 IT부품	T(주)	슬라이드 힌지	통신기기 부품
2006	S(주)	통신부품 및 프린터 카트리지	통신 및 정보기기부품	B(주)	광전송 장비	통신기기
2007	U(주)	LCD panel IC	LCD 부품	M(주)	LDI(LCD Driver IC)	LCD 부품

주: 년도는 합병공시 접수년도를 기준으로 함

다. 소프트웨어 및 기타 IT서비스 분야

SW 및 기타 IT서비스 부문에서는 SI 업체들과 타 솔루션 개발 업체 혹은 IT서비스관련 업체간 결합 현상이 주를 이루었으며, SW기업들의 신사업 진출 및 다각화를 위한 기업결합 유형이 두드러졌다. 예를 들면, MIS 혹은 통합보안 시스템, 디지털 방송 관련 전문 솔루션을 보유한 SI 업체가 ERP, 통신 금융시스템 등 타 솔루션 개발 SI기업을 합병함으로써 기반기술을 기반으로 사업범위를 확대하려는 움직임이 있었다. 또한 기술 및 유통망 확보하기 위해 서버호스팅, IT아웃소싱, PC관련 유통, 전자결제 서비스 등 IT서비스업체와 솔루션 개발 SI업체간 결합 유형이 나타나기도 했다. 그외 IT서비스 기업(서버 호스팅)간 결합이나 SI업체와 기기 및 부품 혹은

〈표 3-7〉 SW 및 기타 IT서비스 분야 M&A 사례

년도	합병회사			합병회사		
	회사명	주요 품목	세부업종	회사명	주요 품목	세부업종
2000	(주)H	SW 워드프로세서	SW	(주)N	인터넷 사업 채팅사이트	온라인 정보
2000	(주)H	SW 워드프로세서	SW	(주)J	SW 패키지	유통
2000	(주)L	Call center 서비스	SI	(주)C	전화 녹음장비	통신기기
2002	G(주)	서버 호스팅	컴퓨터 운영관리	(주)I	서버호스팅	컴퓨터 운영관리
2002	(주)T	MIS 솔루션	SI	(주)F	ERP솔루션	SI
2002	L(주)	서버 호스팅/낚시대	컴퓨터 운영관리	D(주)	CRM솔루션	SI
2003	Q(주)	통합 보안 관리시스템	SI	V(주)	통신솔루션	SI
2003	(주)M	미들웨어	SW	(주)Z	CTI(Computer Telephony Integration)	통신장비
2004	(주)B	의료 Server 및 프로그램 개발용역	SI	(주)A	통합 관리 S/W 사업	SI
2004	(주)W	PC게임	게임 SW	(주)R	광 전송장비	통신장비
2004	(주)K	보안 소프트웨어	SW	(주)O	반도체 LCD Driver IC	LCD 부품
2005	(주)U	사이버 트레이딩 시스템 개발	SI	P(주)	IT 아웃소싱 MSP 서비스	SI
2005	(주)X	검색소프트웨어	SW	Y(주)	홈네트워크 controller	통신장비
2005	(주)W	서버 및 스토리지 & 용역	SI	S1(주)	PC Notebook 등 상품 유통	유통
2005	N1(주)	칩입출력/차단시스템, 통합보안관리	SI	I1(주)	서버 및 네트워크 관리 시스템	SI
2005	A1(주)	온라인게임, 게임기	게임 SW	T1(주)	온라인게임	게임 SW
2005	E(주)	e-business 구현	SI	Q1(주)	온라인게임	게임 SW
2006	B1(주)	POS솔루션	SI	W1(주)	전자결제대행서비스(PG)	온라인 정보
2006	(주)C1	S/W 및 H/W 콘텐츠시스템 구축, 프랜차이즈	SI	(주)D1	RF 전화기, 접촉식 기능칩	통신단말
2006	(주)M1	방송 및 여권 솔루션	SI	(주)F1	온라인 컨텐츠 서비스	온라인 정보
2006	(주)N1	디지털방송 솔루션	SI	K1(주)	TRS 통신장비 및 금융 시스템	SI
2006	H1(주)	IT 솔루션	SI	(주)J1	IT SoC	반도체

주: 년도는 합병공시 접수년도를 기준으로 함

은 게임 SW 기업들간의 결합 사례들도 존재했다. SW기업들의 경우, 직접적인 관련이 없는 통신기기, 온라인 비즈니스, 유통, 부품 분야의 기업들을 M&A함으로써 사업 다각화를 추진하는 사례들이 대부분을 차지한다.

제 2 절 M&A의 효과

1. 기업합병 효과 측정 방법론

가. 개요

기업합병은 해당회사를 둘러싼 여러 이해관계자가 있으므로 어떤 이해관계자에게 미치는 영향을 측정할 것인가를 정의하는 것이 필요하다. 일반적으로 기업의 이해당사자는 주식을 보유하는 주주, 해당회사에 자금을 빌려주는 채권자, 해당회사에 고용된 종업원, 그리고 회사에 거래를 하고 있는 관계회사로 나누어서 생각해 볼 수 있다. 이중에서 채권자, 종업원 및 관계회사들은 해당회사들과 일종의 계약관계를 가지고 있으며, 계약의 성격상 영업상의 위험으로부터 어느 정도 보호되고 있다. 즉, 채권자는 자신이 투자한 금액에 대해 일정한 이자를 지급받고 있으며, 경우에 따라서는 담보권을 설정하기도 한다. 종업원들도 자신의 노동력을 제공하는 대가로 일정한 임금을 약속받고 있으며, 관계회사들도 자신이 제공하는 서비스 혹은 제품에 대해 정해진 가격을 지불받고 있다. 이와 달리 주주는 주식을 매입하였으나 미리 정해진 대가를 보장받지는 못하고, 회사가 영업을 하고 난 뒤 수익금이 남을 경우에 만 배당금의 형태로 대가를 지불받는다. 즉, 주주는 다른 이해관계자와는 달리 회사 운영에 대한 최종적인 위험을 부담하고 있으므로, 일반적으로 재무경제학에서는 어떤 경영상의 변화가 발생하였을 경우, 그 영향을 측정하기 위해서는 주주의 이해가 어떻게 변화하였는가를 조사하는 것이 일반적이다. 기업합병의 경우에도 예외는 아니어서, 기업합병의 영향을 측정하는 것은 다른 이해당사자의 변화는 논외로 하고 주주이익의 변화가 주요한 관심의 대상이 된다.

주주이해의 변화를 측정하는 방법으로는 주식수익률의 변화와 주요한 재무지표의

변화를 살펴보는 것이 일반적이다. 주식수익률을 이용하는 것은 주가가 시장내의 모든 정보를 반영하고 있다는 효율적 시장가설에 기반하고 있다. 즉, 기업합병의 효과가 실제로 나타나기 이전에라도, 주가는 효과를 미리 예측하고 반영한다는 것이다. 물론 주가는 미래에 일어날 상황에 대한 예상치이므로, 사후적으로 부정확할 위험은 언제나 존재한다. 재무지표를 이용하는 방법은 사후적으로 실제 발생한 효과를 측정하는 것으로, 주가수익률이 미래에 대한 예측에 의존한다는 것에 대비된다. 주가수익률을 이용하는 방법은 비교적 짧은 기간동안에 일어나는 주가의 변화를 측정하므로, 관심의 대상이 되는 합병이외에 다른 사건들이 주가에 미치는 영향을 배제시키면서 합병이 주가에 미치는 영향을 비교적 정확히 조사할 수 있다. 반면에 재무변수는 1년 혹은 3개월이라는 비교적 긴 회계기간단위로 측정된다. 그러므로 합병이외의 기타 요소들이 기업성과에 미치는 영향을 제거하여야 하는 어려움이 있다.

나. 주가자료를 이용하는 기법

1) 이벤트연구 방법론

어떤 사건이 발생하였을 경우, 해당회사 주가의 변화를 측정하는 이벤트연구(event study)는 Fama et al.(1969)이 주식분할이 주가에 미치는 영향을 측정하기 위하여 처음으로 사용된 이후, 재무경제학에서 가장 널리 이용되는 기법이다. 기본적인 발상은 사건이 발생한 시점에서 주가수익률(stock return: R)과 기대정상수익률(normal return: $E(R|I)$)의 차이를 초과수익률(abnormal return: AR)로 정의하고, 이 초과수익률이 통계적으로 유의한 가를 조사하는 것이다.¹⁵⁾ 즉, $AR_i = R_i - E(R|I)$ 이라고 표현될 수 있다.

정상기대수익률의 산정방법은 매우 다양하다. 가장 단순한 방법은 과거 수익률의 평균을 이용하거나, 즉 $\bar{R} = E(R|I)$, 혹은 시장수익률을 정상기대수익률로($R_m = E(R|I)$) 정의하는 방법이다. 이러한 단순한 방법이외에도 CAPM을 이용하여 개별 주식의 기대수익률을 산정하기도 하였으며, 개별 주식의 특성을 반영할 수 있는 시장모형(market

15) 이벤트연구기법의 통계적 특성은 MacKinlay(1997)를 참조

model)을 이용하는 기법이 가장 널리 이용되고 있다.¹⁶⁾

2) 이벤트연구기법을 이용한 M&A연구

대부분의 M&A에 대한 실증연구들은 주로 미국 등 선진국의 경우를 대상으로 이루어져왔으며, 국내의 M&A사례에 대한 연구들도 진행 중에 있다. 실증분석들은 매우 다양한 이슈들을 연구하였다. 초기의 논문들은 주로 합병으로 인해서 인수기업, 피인수기업 및 해당 기업의 결합주가의 변동을 조사하였다. 초기 논문들의 대체적인 연구 결과로는 M&A가 발생하면 1) 인수대상이 되는 기업의 주가는 상승하고, 2) 인수기업의 주가는 별 다른 변동이 없으나, 3) 인수기업과 피인수기업의 주주이익의 합은 증가한다고 요약될 수 있다.¹⁷⁾ 그 이후, 연구 이슈들은 확장되어서 합병시도의 동기 및 합병의 형태에 따라 매우 다양하게 진행되었다.¹⁸⁾

여러 이슈들 중, 합병의 유형에 대한 연구들은 대체로 합병이 사업집중화를 위한 동

16) 해당되는 기업의 기대수익률을 시장수익률을 이용하여 구한 후, 이 수치를 이용하여 초과수익률을 산정하는 방법이다. 즉, $AR_i = R_i - (\hat{\alpha} + \hat{\beta} \times R_m)$ 이라고 표현되며, 여기서 $\hat{\alpha}$ 과 $\hat{\beta}$ 은 개별 주식의 수익률(R_i)을 시장수익률(R_m)에 회귀시켜 구한 계수이다. 이와 같은 방법은 Fama et. al(1969)가 고안한 후, 널리 사용되어 왔는데, 이 시장모형의 장점은 CAPM모형과는 달리 개별 주식의 상황을 반영할 수 있다는 장점이 있다. CAPM모형이나 시장모형은 비교적 간단하게 자료를 수집할 수 있는 장점이 있으나, 실제로 모형의 예측력이라는 측면에서는 한계가 있으므로, 최근에는 Fama and French(1996)를 이용하는 방법이 이용되기도 한다. 이 모형에서는 주식수익률을 설명하는 위험요소로써 기존의 시장수익률이외에 기업규모의 차이에 발생하는 수익률(Size), 자기자본의 시장가격과 장부가격의 차이에서 발생하는 수익률(BE/ME)을 이용한다. 즉, 이 경우에는 개별주식의 비정상수익률은 $AR_i = R_i - (\hat{\alpha} + \hat{\beta}R_m + \hat{\gamma}Size + \hat{\theta}(BE/ME))$ 으로 정의된다.

17) 1980년대까지 연구에 대한 서베이논문으로는 Jensen and Ruback(1983), Jarrell, Brickly, and Netter(1988), 1990년대 합병의 특징에 관한 논문은 Andrade, Mitchell, and Stafford(2001)을 참조

18) 이슈들은 주로 합병의 성격에 따른 구분으로, 다각화 여부, 해당기업의 재무구조 특징, 시장확대 목적 여부, 합병자금 조달방법, 공개시장매수 여부, 경영인의 지분율 등이 합병의 성과에 미치는 영향을 조사하는 것이다. 이에 대한 최근 서베이논문은 Grinblatt and Titman(1995)와 Bruner(2001)를 참조

종업종기업간에 일어난 경우에는 이종업종간 합병에 비해서 높은 성과를 나타낸 것으로 보고하고 있다(Maquieria, Megginson and Nail, 1998). 또한 합병의 장기주가성과를 조사한 연구들도 많으나, 이들 연구들은 연구방법론에 따라서 다소 상이한 결과를 내고 있다. Agrawall, Jaffe, and Mandelker(1992)는 합병이후 5년간의 인수기업 장기주가는 상승하는 것으로 보고하였으나, Franks, Harris, and Titman(1991)은 이와는 반대로 인수기업의 장기주가는 별 다른 성과를 보여주지 못하는 것으로 나타났다.

국내의 합병사례를 조사한 연구 중, 조경식 · 이원복(2004)은 2000~2002년 기간 동안 코스닥시장에서 일어난 합병 중 35개의 사례를 분석하였다. 그 결과 합병전후 12일간 합병기업의 주가는 약 6%정도 상승하였으며, 그 성과의 정도는 피합병기업의 경영성과와 정의 상관관계를 가지는 것으로 나타났다. 또한 정형찬 · 박경희(1999)는 약 120개 합병사례를 샘플로 하여 3년간의 장기주가성과를 측정하였다. 합병기업의 장기주가는 통계적으로는 유의성이 없는 것으로 밝혀졌으며, 피합병대상이 기업집단내 동일계열기업인 경우에는 마이너스의 초과수익률을 나타났다.

다. 재무지표를 이용하는 기법

1) 재무지표의 이용

주가를 이용하는 방법과는 달리 재무지표를 이용하는 경우는 M&A가 발생한 이후, 사후적으로 합병된 기업의 기업성과가 어떻게 변화하는가를 조사한다. 이들 연구들은 공통적으로 합병시점을 전후한 재무지표들의 변화를 추적하였으나, 합병의 성격에 따라 다양한 이슈들이 연구되었다. 또한 기업성과를 측정하는 지표들은 매우 다양하게 정의되어 왔으며, 대체로 자산수익률, 자기자본수익률, 영업이익률 토빈의 Q 등 수익성 지표, 자산 및 매출의 증가를 나타내는 성장성 지표, 현금흐름을 나타내는 지표 등이 이용되어 왔다.

주가자료를 이용한 단기성과모형과는 달리, 재무지표를 이용하는 연구들은 대부분 장기적인 성과측정에 의존할 수밖에 없으므로, 합병이외의 요소들이 기업성과에 미치는 영향을 제거하는 것이 중요한 이슈가 된다. 그러나, 주가와는 달리, 재무지표로 측정된 기업성과의 결정요인에 대한 일반적으로 받아들여지는 분석의 틀은 존재

하지 않으므로, 주로 해당기업이 속하여 있는 산업의 평균적인 성과와 비교하여 성과를 측정하는 방법이 이용되고 있다. 또한 회계방식의 차이에서 발생하는 재무성과의 오류를 줄일 수 있는 성과지표를 찾는 연구들이 진행되었다.¹⁹⁾

2) 재무제표를 이용하는 기존 연구

재무제표를 이용한 연구들 중에서 가장 대표적인 연구인 Healy, Palepu and Ruback (1992)은 현금흐름수익성을 성과지표로 이용하면서, 1980년대 초반의 대규모 합병 효과를 측정하였다. 이들은 인수기업과 피인수기업의 통합된 현금흐름성과지표가 해당회사가 속해 있는 산업의 평균적인 성과에 비해서 얼마나 향상되었는가를 조사하였으며, 다음과 같은 식을 통하여 산업성과로 조정된 기업성과의 변화를 측정하였다.

19) 합병이 완료된 후, 피인수기업의 자산이 합병기업의 재무제표에 통합시키는 회계 방법은 일반적으로 매입법(purchasing method)과 지분통합법(pooling of interests method)이 있다. 매입법을 채택할 경우에는 기업합병을 위해 실제로 소요된 비용이 설비증가 및 영업권 등으로 재무제표에 반영되고, 동시에 영업권은 감가상각의 대상이 된다. 지분통합법을 채택할 경우에는 피인수기업의 자산이 장부가격으로 자산에 표기되면서 프리미움부분에 대해 자본조정이 이루진다. 그러므로, 합병 당시 프리미움이 지불되었다면 매입법에 의한 자산규모는 지분통합법에 의해 산정된 자산보다 크게 되고, 이익에 대해서는 감가상각에 의해서 매입법을 적용한 경우가 더 크게 산정된다. Healy et. al(1992)이 정의한 현금흐름수익성은 합병시에 이용되는 회계방법의 차이에서 오는 오차를 줄여줄 수 있고, 또한 합병자금의 조달방법에서 오는 수익성의 변화를 감소시킬 것으로 주장하였다. 우리나라의 경우는 규정에 의해서 계열회사의 합병 등 특수한 경우를 제외하고는 대부분의 합병시 매입법을 이용하고 있다. 또한 합병자금의 조달방식도 재무성과측정에 영향을 미칠 가능성이 있다. 합병에 소요되는 자금을 조달하는 방식은 기본적으로는 주식교환이나 현금거래 또는 이 두 가지 방식의 혼용으로 볼 수 있다. 앞에서의 회계방식의 선택과 마찬가지로 자금조달 방식의 차이는 같은 경제적 성과를 나타내는 기업이라 할 지라도 다른 재무성과를 가질 수 있게 만든다. 현금지급의 경우에는 대부분 체권을 발행하거나 융자를 하게 되므로, 주식교환에 대해서는 부채의 증가로 이어지게 된다. 동시에 부채에 대해서는 이자지급이 발생하게 되므로 순이익에 영향을 미치게 된다. 물론 자금조달 방식의 차이 자체가 경제적 성과의 차이를 유발할 수도 있으나, 자금조달 방식 자체가 재무성과지표의 차이를 가져오는 것을 완화시키는 것은 중요한 작업이 된다.

$$IACR_{post,i} = \alpha + \beta \times IACR_{pre,i} + \epsilon_i$$

이 식에서 $IACR$ 은 합병을 전후한 시기의 해당 기업의 초과성과지표이며, 회귀식의 α 가 합병으로 인한 성과향상을 측정하게 된다. 또 다른 대표적인 연구인 Ravencraft and Scherer(1989)의 경우에는 FTC가 작성한 세부화된 기업자료를 이용하여 회계방식의 차이에서 발생하는 오류를 감소시켰다.

국내의 연구로 이병도(2006)는 외환위기를 전후하여, 합병성과의 변화를 추적하였다. 주요한 결과로는 외환위기 이후의 합병은 그 이전시기에 비해서 전반적으로 높은 성과를 나타냈으며, 특히 재벌기업의 합병은 통계적으로 유의한 성과를 나타냈으나, 독립기업의 경우에는 통계적 유의성이 떨어지는 것으로 나타났다. 또한 동종 산업간의 합병이 이종산업간 합병에 비해서 높은 성과를 나타내는 것으로 밝혀졌다. 그러나, 2000년을 전후한 시기의 합병을 대상으로 하는 Kim and Kim(2005)의 연구는 기업의 성장성, 수익성, 안정성, 활동성의 측면에서 합병의 시너지 효과가 통계적으로 유의하게 나타나지는 않은 것으로 보고된다.

2. 연구 방법 및 분석대상

위의 기존 연구들의 방법론에서 살펴보았듯이, 합병후의 기업성과는 주가자료와 재무자료를 이용하는 것으로 구분된다. 본 연구의 목적은 보다 정치한 연구방법론을 제시하는 것보다는 IT분야 소규모 기업들의 M&A 성과를 측정하는 것에 있으므로, 기존의 방법론을 일부 수정하여 이용한다.

가. 성과 측정 재무지표

이 연구에서는 합병의 성과를 조사하기 위하여, 재무자료를 이용하는 방법을 채택했다. 이전 연구에 대한 논의에서 알 수 있듯이, 합병된 기업의 성과 측정은 합병 공고일의 주가변화를 이용하는 방법과 합병된 기업의 재무지표를 이용하는 것이 있다. 본 연구에서는 분석대상이 IT분야의 중소기업 중에서 인수 합병을 경험한 기업으로 하고 있으나, 샘플의 특성상 많은 경우에 대상 기업들이 증시에 상장되어 있지

않아서 주가를 이용할 수 없었다.

이 연구에서 이용되는 재무지표는 합병이후 기업의 외형적인 성장을 나타내는 지표와 수익성의 변화를 나타내는 지표로 나눠진다. 성장성 지표로는 합병이후의 매출과 자산의 변화를 이용하며 수익성 지표로는 ROA, 영업이익률, 및 현금흐름수익성을 이용한다. 이 분야의 예에 따라 ROA는 자산 대비 당기순이익으로 정의되고, 영업이익률은 매출액 대비 영업이익으로 산정된다. 현금흐름수익성은 영업이익에 감가상각비를 더한 수치를 자산규모로 나눈 것으로 정의하였다. ROA는 생산을 위해 투입된 자산이 최종적으로 얼마만큼의 이익을 만들었는가에 대한 대리변수라고 할 수 있다. 실제로 ROA 계산과정에서 이익의 크기를 측정하기 위하여 당기순이익이 이용되는데, 일반적으로 당기순이익은 회사별로 회계방식의 차이에 따라 상당한 차이를 나타낼 여지가 있으며 또한 시계열적으로 보았을 때 안정성이 떨어진다는 단점이 있다. 이와 같은 점을 보완하기 위해서 영업이익을 이용하는 매출영업이익률을 이용한다. 또한 회사의 현금창출능력을 측정하기 위하여 실제로 생산을 위하여 지출되었다고는 보기 힘든 감가상각비를 영업이익에 합한 수치도 수익성측정에 이용한다. 현금흐름수익성을 계산하는 과정에서는 이 현금창출 수치가 자산으로 나누어 진 수치를 이용한다. 이러한 현금흐름수익성의 산정은 앞서 언급한 회계방식의 차이에서 발생하는 오차를 줄여주는 것으로 알려져 있다(Healy, Palepu and Ruback, 1992).

합병으로 인한 재무성과의 변화를 측정하는 것이 본 절의 주요한 이슈이므로, 합병직전의 재무지표가 합병이후에는 어떤 양상을 보이는가를 조사하는 것으로 설계된다. 분석은 합병직전에 대비한 재무성과의 합병이후 시간이 흐름에 따른 변화를 살펴본다. 예를 들어 성장성지표인 매출지표의 경우에는 합병직전년도 매출액과 합병이후 매년의 매출액을 비교하여 성장률을 산출한다. 이 경우의 합병직전년도 매출은 인수회사와 피인수회사 매출의 합으로 정의된다. 재무항목들의 비율로 산정되는 수익성 지표는 지표의 특성을 반영하여 성장률이 아닌 변화된 수치를 분석에 이용한다. 즉, 영업이익률의 경우에는 합병직전 년도의 영업이익률과 합병 이후 매년

도 영업이익률의 차이로 수익성의 변화를 조사한다. 이 경우에도 직전년도의 영업이익률은 인수회사와 피인수회사 영업이익률의 합으로 정의되는데, 실제로 인수회사가 피인수회사에 비해 회사규모가 매우 큰 사례가 대부분임을 것을 감안하여, 영업이익률의 합산시에 해당회사의 자산을 가중치로 이용하였다.

위와 같이 계산된 재무성과는 합병회사 자체의 성장 및 수익성의 변화만을 측정하는 것이므로, 산업의 전반적인 경영환경 변화를 감안한 것이라고는 할 수 없다. 그러므로, 통상적인 예에 따라, 개별회사차원의 재무성과를 산업성과 지표로 조정한다. 산업성과 지표의 산정을 위한 비교군은 두 가지로 설정하였다. 첫 번째 비교군은 해당 합병회사의 산업분류를 이용하여 산업분류 코드 2단위(KSIC 2 digit)에 속하는 중소기업으로 하였고, 두 번째 비교군은 코스닥에 상장된 중소기업 중에서 합병회사와 산업분류 코드가 2단위에서 일치하는 기업군으로 설정하였다. 첫 번째 비교군은 일반적으로 이용되는 조정집단의 개념이며, 두 번째 비교군의 설정은 본 연구에서 이용되는 인수기업이 모두 상장된 중소기업인 점을 고려하기 위한 것이다. 산업성과 측정을 위해서는 해당 비교군을 대표할 수 있는 지표산정이 필요하다. 실제로 산업분류 코드 2단위에서의 재무성과 분포를 조사하여 본 결과, 그 분포가 정상분포를 따르지는 않는 것으로 파악되므로, 분포를 대표하는 값으로 평균대신에 중간값을 이용하여 산업성과지표를 산정하였다. 또한 합병회사의 경우와 마찬가지로 회사별 합병시점을 고려하여 합병직전 년도와 합병이후 년도 지표와의 차이를 계산하고, 개별회사 성과지표와의 차이를 계산하였다.

나. 합병회사의 선정

앞서 살펴본 바와 같이 2000~2007년 기간 중 코스닥에 상장된 IT기업간의 인수 합병사례는 59건으로 파악되었다. 이를 합병사례 중에서 몇 가지 조건을 만족시키는 사례만을 분석대상으로 하였다. 조건들은 1) 인수기업이 중소기업청이 제시하는 중소기업²⁰⁾에 해당되면서, 2) 2002년 이전에 합병이 발생하였으며, 3) 합병이후 합병

20) 중소기업청의 중소기업 기준은 해당 기업이 속해있는 산업별로 다소 차이가 있다.

기업이 업종변경을 하지 않고 계속하여 IT산업에 속하여 있는 경우만을 샘플에 포함시킨 결과, 최종적인 남은 합병 사례는 모두 8건에 불과하였다. 조건 1)의 중소기업의 요건은 이 연구의 주요 관점이 중소기업간의 합병임을 고려하여 부과되었다. 조건 2)는 일반적으로 합병이후 성과가 나타나기에는 4~5년의 기간이 필요하다는 것을 고려한 조건이며, 조건 3)은 합병기업이 업종변경을 통하여 비IT기업으로 변화한 경우를 제외하기 위해 설정되었다.

다. 자료의 출처

본 절에서 합병의 효과를 측정하기 위하여 합병관련 자료와 여러 가지의 재무 자료가 필요하였다. 먼저 합병사례와 인수 및 피인수기업의 기업정보는 공정거래위원회의 내부자료를 이용하여 수집하였다. 기업정보는 산업분류 및 합병시점 등이 포함된다. 또한 합병기업과 산업의 각 년도 재무자료는 한국신용정보의 Kis-Value 데이터베이스를 이용하였으며, 합병당시의 피인수기업의 재무자료는 금융감독원에 공시된 합병보고서에서 추출하였다.

3. 합병 전후의 성과비교

가. 합병당시 기업의 상황

앞에서 살펴 본바와 같이 합병 이후의 기업성과 분석을 위해서는 여러 가지 제약으로 인해 8개의 사례만을 포함한다. 이 절에서는 합병당시 인수기업과 피인수기업의 특징을 파악하기 위해서 재무제표를 살펴본다.

〈표 3-8〉은 합병당시 인수기업과 피인수기업의 자산과 매출규모를 나타낸다. 특징적인 점은 인수기업의 규모가 중소기업중에서는 비교적 큰 편에 속하는 반면 피

구체인 요건은 산업분류 30대에 해당되는 제조업의 경우에는 상시근로자 300인 미만 또는 자본금 80억원 이하, 산업분류 50대에 속하는 경우에는 상시근로자 수 50인 미만 또는 매출 50억원 이하, 산업분류 60대에 속하는 경우에는 상시근로자 300인 미만 또는 매출 300억원 이하, 산업분류 72대에 속하는 경우에는 상시근로자 50인 미만 또는 매출 50억원이하 이다.

인수기업은 매우 소규모기업이라는 것이다. 피인수 기업의 자산규모는 대체로 70억 원정도에 불과한데, 우리나라 회계제도는 자산규모가 70억원이상인 기업들을 외부 감사대상으로 규정하고 있고, 중소기업청의 중소기업기준을 고려하면 피인수기업은 규모가 매우 작다고 할 수 있다. 이와 같이 인수기업의 규모가 피인수기업에 비하여 큰 것은 일반적인 합병사례에서도 보고되는 것으로 IT중소기업 사례에 고유한 것이라고는 볼 수 없다.

〈표 3-8〉 합병당시 기업의 규모

(단위: 백만원)

	자 산		매 출	
	인수기업	피인수기업	인수기업	피인수기업
평균	43,162	7,076	22,925	7,705
중간값	26,307	6,593	22,558	5,192

〈표 3-9〉 합병당시 기업의 수익성

(단위: %)

	영업이익률		ROA		현금흐름수익성	
	인수기업	피인수기업	인수기업	피인수기업	인수기업	피인수기업
평균	-7.73	-5.17	-5.74	-5.52	2.29	4.10
중간값	15.28	6.65	7.07	8.80	7.14	8.44

〈표 3-9〉는 합병직전 년도 말을 기준으로 인수 및 피인수기업의 수익성²¹⁾을 보여준다. 수익성 수치들은 다음과 같이 요약될 수 있다. 첫째로, 영업이익률의 중간값 비교를 제외하고는 인수기업과 피인수기업간 수익성의 격차는 그리 크지 않은 것으로 보인다. 두 번째 사항으로 인수기업과 피인수기업 모두 평균값과 중간값이 차이

21) 샘플기간에 해당하는 2000~2002년 동안의 IT산업 수익성이 영업이익률의 경우 3.7%, ROA는 3.8%, 현금흐름수익성은 5.9% 정도로 파악된다.

가 있는 것으로 보아, 집단내의 수익성 격차가 있는 것으로 파악된다. 이와 같은 사항을 종합하여 볼 때, 샘플내의 합병은 수익성이 악화된 기업을 자금력이 월등한 기업이 인수하는 전형적인 합병의 사례는 아닌 것으로 보인다.²²⁾

나. 합병 이후 재무성과의 변화

앞서 언급한 바와 같이 합병성과를 살펴보기 위해서 성장성 지표와 수익성 지표가 이용되었다.

〈표 3-10〉 합병이후 성장성지표 추이

(단위: %)

	평균매출성장률			평균자산성장률		
	합병회사	산업조정 성장률1	산업조정 성장률2	합병회사	산업조정 성장률1	산업조정 성장률2
합병 + 1년	-21.29	-44.30	-87.53	8.44	-58.86	-89.18
합병 + 2년	-24.37	-58.10	-109.77	-21.76	-108.03	-127.31
합병 + 3년	-20.35	-80.34	-120.18	-16.98	-123.10	-143.58
합병 + 4년	-26.01	-103.85	-143.13	-8.96	-152.93	-156.63

주: 이 표에서는 합병이후 각 년도 회사규모의 합병직전년도 대비 증가율을 표시한다. 회사의 규모를 나타내는 재무지표는 매출과 자산규모이며, 각각 첫 번째 패널과 두 번째 패널에 표시되어 있다. 합병회사 열의 합병 직전년도 재무지표는 해당 회사의 매출과 자산의 합으로 산정하였다. 각 패널의 두 번째과 세 번째 열은 개별회사의 성장률에서 해당 산업성장률을 차감한 값을 나타낸다. 산업조정성장률1의 비교군은 합병회사가 속하여 있는 산업(KSIC 2단위)의 개별회사 재무지표의 중간값을 이용하였다. 산업조정성장률2의 비교군은 코스닥 등록기업 중 중소기업에 해당되는 회사들로, 이들 회사들의 중간값을 이용하여 계산되었다.

〈표 3-10〉은 합병을 경험한 회사들의 합병직전 년도에 대비한 매출과 자산규모의 평균성장률을 보여주고 있다. 평균매출성장률과 평균자산성장률의 패널은 각각

22) 부록2 주요 M&A사례에서 볼 수 있듯이 해당기업들은 상호 수익성 개선 및 보다 전문화된 분야에 진출하기 위해 우호적 합병을 결정하였으며, 합병이후 시장확대 및 수익성을 개선하는 것이 발견되었다.

3개의 열로 구성되어 있는데, 첫 번째 열은 합병회사들의 성장률을 평균한 값을 나타내고 두 번째와 세 번째 열은 합병회사 성장률의 평균을 비교군의 성장률로 차감한 수치를 나타낸다. 예를 들어, 합병 2년 이후 합병회사들의 매출은 합병직전 인수회사와 피인수회사 매출의 합에 비해 평균적으로 24.37% 감소한 것으로 나타났으며, 이 평균매출성장률에서 비교군의 매출 성장률을 차감하면, 각각 -58.10% 와 -109.77% 로 나타났다. 또한 이곳에 기재하지는 않았으나, 합병회사 성장성지표의 분포가 불규칙할 수 있다는 것을 고려하여 평균값 대신 중간값수치를 이용하여 합병이후의 성장추이를 조사하였다. 그 결과, 평균을 이용한 경우에 비해서는 높은 성장성이 나타났으나, 대체적인 추이는 평균을 이용한 경우와 비슷한 양상을 보였다.

〈표 3-11〉 합병이후 수익성지표 추이

(단위: %)

	평균영업이익률			평균 ROA			평균현금흐름수익성		
	합병 회사	산업조정 이익률1	산업조정 이익률2	합병 회사	산업조정 이익률1	산업조정 이익률2	합병 회사	산업조정 이익률1	산업조정 이익률2
합병+1년	-38.13	-36.58	-36.09	-48.68	-47.10	-45.25	-18.64	-17.56	-17.24
합병+2년	-88.97	-87.34	-86.20	-15.63	-13.81	-10.76	-8.81	-7.26	-6.23
합병+3년	-0.95	0.24	1.58	-7.30	-6.15	-3.06	-4.09	-2.76	-2.32
합병+4년	-0.56	0.54	2.09	2.53	3.63	7.12	-1.86	-0.24	0.31

주: 이 표에서는 합병이후 각 년도 합병회사 수익성의 합병직전년도에 대비한 증가 수치(%포인트)의 평균을 표시한다. 영업이익률과 ROA는 통상적인 방법에 따라 매출 대비 영업이익, 자산대비 당기순이익으로 정의하였다. 현금흐름수익성은 자산 대비 영업이익과 감가상각비의 합으로 정의하였다. 합병회사의 합병직전 년도 수익성은 인수회사와 피인수회사의 수익성을 자산으로 가중평균한 수치를 이용하였다. 각 패널의 두 번째와 세 번째 열은 합병회사 수익성의 증가를 산업수익성의 증가로 조정한 수치를 나타낸다. 산업조정성장률1의 비교군은 합병회사가 속하여 있는 산업(KSIC 2단위)의 개별회사 재무지표의 중간값을 이용하였다. 산업조정성장률2의 비교군은 코스닥 등록기업 중 중소기업에 해당되는 회사들로, 이들 회사들의 중간값을 이용하여 계산되었다.

합병이후 기업의 외형적 규모는 상당히 감소하는 것으로 나타났다. 이는 합병회사만을 대상으로 평균을 구한 경우에도 성립되고, 해당회사가 속하여 있는 산업을

비교군으로 하였을 때에도 성립된다. 이러한 경향은 합병이후에는 구조조정 기간을 갖는 것으로 파악되며 합병사례들이 대부분 비슷한 업종간의 합병이었다는 것을 감안하면, 이러한 유형의 합병이 외형적인 성장면에서는 그다지 성공적이지 못하였다는 것을 보여준다고 해석된다. 그러나, 분석대상이 되는 샘플의 수가 매우 제한적이므로 이러한 결과를 중소IT기업 합병전체로 일반화하는 것에는 무리가 있다. 또한 산업조정성장률이 적용되었을 때에 더욱 이러한 감소경향이 커지는 것은 연구대상 기간 중 IT산업이 성장세에 있었던 것을 반영한다.

〈표 3-11〉은 합병이후 년도별 평균 수익성의 변화를 나타내고 있다. 이 표에서 수익성의 추이는 합병직전년도에 대비한 증가치를 나타낸다. 또한 성장성 지표와 마찬가지로 각 패널은 3개의 열로 구성되어 있다. 예를 들어 합병3년차 합병기업의 영업이익률은 합병 직전년도에 비해서 평균적으로 0.95%p 감소하였으나, 비교군으로 조정된 평균영입이익률은 각각 0.24%p, 1.58%p 증가된 것으로 나타났다.

수익성 지표변화의 특이사항은 합병 2년차까지는 상당할 정도로 수익성이 악화되나, 합병이후 3년 차 경부터는 수익성이 급상승하기 시작하고 합병이후 4년차에는 산업내 비교군의 수익성을 초과하는 것으로 나타났다. 이와 같은 결과는 평균흐름 수익성이 비교군2로 조정된 경우를 제외하고는 대체로 유지된다. 또 하나의 특이한 점은 합병 1년차와 2년차의 합병회사 평균 수익성이 낮으며, 특히 영업이익률의 수준은 과도할 정도로 낮게 관측된다는 것이다. 이와 같은 결과는 이 표에서 쓰여진 샘플의 수가 8개에 불과하여, 몇몇 회사의 특수한 상황이 전체 평균을 끌어 내린 것으로 파악된다. 실제로 합병 1년차와 2년차에도 2개 회사의 수익성은 비교군에 비해서 높은 수준을 보였으나, 2 개 회사가 매우 낮은 수익성을 보여서 전체 평균이 낮게 나타났다. 이와 같은 수익성 분포의 불규칙성을 고려하기 위하여 다음의 표에서는 합병기업 수익성 지표의 중간값이 변화하는 추이를 표시한다.

〈표 3-12〉는 합병이후 년도 합병기업 수익성을 비교군으로 조정한 것의 중간값을 나타내고 있다. 앞의 표들과 마찬가지로 표의 근거가 되는 기업별 비교군별 수익성추이의 계산은 합병직전 년도에 대비하여 증가한 수치(%p)로 하였다. 예를 들어

영업이익률(중간치)의 경우, 합병 4년차되는 기업들의 합병직전 년도대비 영업이익률은 같은 기간 비교군들의 영업이익률 증가치 보다 11.62%, 13.31% 만큼 더 증가하였다. 합병기업군의 중간값을 이용한 결과는 평균값을 이용하였던 〈표 3-11〉와 비슷한 양상을 보이고 있다. 합병초기에는 비교적 낮았던 수익성이 합병 이후 3~4년이 경과한 시점이 되면 점차로 증가하여 비교군보다 높은 수익성의 증가를 나타낸다. 이와 같은 결과는 비교군을 해당산업의 전체로 하고 현금흐름수익성을 평가하였을 경우에는 합병 후 4년차에도 음(−)의 수치를 기록한 경우를 제외하고는 대부분 유지되고 있다.

〈표 3-12〉 합병이후 수익성(중간값)의 변화 추이

(단위: %)

	영업이익률(중간값)		ROA(중간값)		현금흐름수익성(중간값)	
	산업조정1	산업조정2	산업조정1	산업조정2	산업조정1	산업조정2
합병+1년	−7.97	−7.08	−10.72	−10.18	−7.33	−7.44
합병+2년	−5.96	−5.36	−0.02	3.19	−1.63	−2.16
합병+3년	−3.86	−1.77	−0.95	0.60	−4.28	−4.07
합병+4년	11.62	13.31	4.19	7.75	−0.28	0.42

주: 이 표에서는 합병이후 각 년도 합병회사 수익성의 합병직전년도에 대비한 증가 수치(%포인트)의 중간값을 표시한다. 영업이익률과 ROA는 통상적인 방법에 따라 매출 대비 영업이익, 자산대비 당기순이익으로 정의하였다. 현금흐름수익성은 자산 대비 영업이익과 감가상각비의 합으로 정의하였다. 합병회사의 합병직전 년도 수익성은 인수회사와 피인수회사의 수익성을 자산으로 가중평균한 수치를 이용하였으며, 각 패널의 첫 번째와 두 번째 열은 합병회사 수익성의 증가를 산업수익성의 증가로 조정한 수치를 나타낸다. 산업조정성장률1의 비교군은 합병회사가 속하여 있는 산업(KSIC 2단위)의 개별회사 재무지표의 중간값을 이용하였다. 산업조정성장률2의 비교군은 코스닥 등록기업 중 중소기업에 해당되는 회사들로, 이 들 회사들의 중간값을 이용하여 계산되었다.

제 4 장 M&A유인 및 실효성관련 저해요인

이 장에서는 IT중소벤처의 M&A저해요인 및 문제점에 대한 이론적 논의와 설문 결과를 다루기로 한다. 이 논의에서 IT중소벤처의 M&A유인 및 실효성 결정에 미치는 요인들로 IT중소벤처인의 소유가치, 피인수기업가치의 불확실성 및 사후적(ex-post) 전략적 행동 등을 고려할 수 있다. 이러한 요인들은 IT중소벤처가 지식집약형 산업에서 사업을 영위하고 있으며, 규모가 작고 고위험 고수익을 추구하고 있다는 점에서 유인 및 실효성에 매우 중요한 영향을 미칠 수 있다. 따라서 이장에서는 제기된 문제점들에 대한 문헌 정리와 이론적 분석을 통해 체계적인 논의를 제공한다. 또한 코스닥 IT중소벤처를 대상으로 수행된 설문결과를 제기된 이론적 논의와 비교하기로 한다.

제 1 절 M&A유인 및 저해요인에 대한 이론적 논의

1. M&A에 대한 거부감 및 소유의식

이 절에서는 IT중소벤처인의 M&A에 대한 거부감에 대한 논의와 소유가치(Value of Ownership)가 M&A효율성에 미치는 영향을 이론적 모형을 통해 분석하기로 한다. M&A에 대한 거부감은 기업에 대한 강한 소유의식, 구조조정의 가능성, 경영진 교체 및 대량해고 등에 대한 반감으로 인해 나타날 수 있다. 특히 이러한 거부감은 적대적 인수합병의 경우 더욱 강하게 나타날 수 있으며, 적대적 인수합병 비용을 초래할 수 있다. 또한 기업인의 소유의식은 M&A실효성에 영향을 미칠 수 있는데, 이와 관련된 이론적 분석을 위해 Hart and More(1990)의 재산권 및 소유결정에 관한 모형을 고려할 수 있다. 본문에서는 보다 단순화된 모형(Bolton and Dewatripoint, 2005)을 분석 목적에 맞게 변형시켜 논의키로 한다. 또한 변형된 모형에서 피인수

대상기업의 소유가치와 투자유인간의 연관성을 고려하고, 보다 효율적인 지배구조를 결정하는 것에 중점을 둔다.

가. 기업인의 사적가치와 적대적 M&A에 대한 거부감

IT중소벤처의 M&A는 인수 및 인수대상기업의 경쟁력 제고를 위한 중요한 전략으로 인식되고 있는 반면, 잠재적 M&A대상 기업인들의 M&A에 대해 부정적인 인식은 M&A를 저해하는 중요한 요소로 작용한다. 이러한 부정적인 인식은 인수대상기업의 경영자들이 기업소유 자체에 대한 가치 – 사적가치(private benefit) – 를 부여하거나 인수합병이 사후적으로 경영진의 교체(turnover) 및 대상기업 피고용인들의 대량해고를 동반할 가능성이 높은 경우에 발생한다. 특히 적대적 인수(hostile takeover)의 경우, 인수기업은 경영권확보이후 경영진 교체와 구조조정의 가능성이 높아 M&A에 대한 부정적인 의식을 가중시킬 수 있다.

일반적으로 소유에 대한 기업인의 가치부여는 자산자체의 소유뿐만 아니라 경영활동에서 의사결정과 관련된 독립성 혹은 권한(autonomy or control potential), 만족감(amenity) 등에 기인할 수 있다. 특히, 기업가적 정신(entrepreneurship)에 기반한 IT중소벤처인은 위험 선호, 독자적인 아이디어 추구와 능력 개발 및 성취감(skill utilization)에 중점을 두고 있으며, 혁신 및 경영활동에서 요구되는 유연성 및 자율성(flexibility and autonomy of self-employment)에 가치를 부여한다(Blanchflower and Oswald 1992, Benz 2006). 또한 이러한 사적가치는 빈번히 기업의 물질적(설비 및 시설 등) 혹은 비물질적(인적자본, 지적재산, 마케팅, 광고 등) 가치를 증가시키는 투자와 관련될 수 있는데, 이는 즉 기업자산 및 재화의 질적 자산을 증가시키도록 하는 투자를 유인함으로써 자산에 대한 사적가치를 더욱 향상시킬 수 있기 때문이다. 결과적으로 이러한 기업소유에 대한 가치부여는 잠재적 M&A기업의 가격협상 및 우호적 인수합병을 어렵게 할 수 있으며, M&A후에도 사후적 통합(post-integration)을 저해하거나²³⁾ M&A실효성에 영향을 미칠 수 있다.

23) 제3절 사후적 통합노력과 도덕적 해이 논의 참조

적대적 인수시도의 경우, M&A에 대한 부정적인 의식은 가중될 뿐만 아니라 대상 기업내 재원의 비효율성을 증가시킬 수 있다. 적대적 인수는 가치절하된 자산 (undervalued assets)을 소유한 기업이나 비효율적 경영으로 인해 낮은 성과를 보이는 기업을 인수하고, 구조조정을 거쳐 기업자산의 가치를 높이는 것을 주요 목적으로 하는 경우가 많다. 따라서 적대적인수는 인수합병후 피고용자의 해고 혹은 자산매각을 수반하는 것이 빈번(downscoping)하여, 결과적으로 이러한 적대적 인수시도에서 인수 기업 및 펀드 투자자들에 대한 반감이 더욱 높아질 수 있다. 한편으로는 적대적 인수 시도시 인수대상기업이 경쟁력 개선노력을 통해 인수대상이 되는 것을 회피하는 긍정적인 효과(discipline effect)를 가져올 수 있는 반면, 적대적 인수시도 과정에서 대상기업의 자원의 비효율적 배분을 초래할 수 있다. 즉 대상기업은 경영권방어과정에서 반인수적 행동들(antitakeover actions) – 고액의 퇴직금(golden parachute), 의사 결정권자의 제한 및 자격강화(change of control covenants), 사전적인 정관변경 등 –에 집중함으로써 추가적인 비용을 야기할 수 있기 때문이다(김진수, 2006).

나. 소유가치가 M&A효과에 미치는 영향

기업인의 소유의식에 의한 가치와 M&A실효성간의 관계는 Hart and More(1990)의 재산권(property or ownership right) 결정 모형을 변형하여 분석될 수 있다. Hart and Moore의 모형은 연관된 기업간 소유권의 할당이 조직형태의 효율성에 미치는 영향을 분석하였다. 그들은 연구에서 자산이 보완적인 경우 기업결합은 네트워크 거래의 효율성을 증가시킬 수 있다고 주장하였다. 또한 상대적으로 중요한 투자를 하는 기업, 즉 한계수익이 높은 기업이거나 혹은 대체가 어려운 자산을 소유하고 있는 기업에게 재산권이 할당되어야 한다고 주장하고 있다. 이와 관련하여, 우리의 논의에서는 소유가치와 기업결합에 따른 비용 효율화간 비교를 위해 그들의 모형을 변형하여 분석하기로 한다.

먼저 수직적 혹은 수평적인 생산관계를 지니고 있는 두개의 독립적인 기업 $S = 1, 2$ 을 고려한다. 즉 수직적인 가치사슬관계에서, 기업 1은 중간재 1단위를 생산하여 기업 2에게 판매하고 기업 2는 중간재를 이용하여 최종재 1단위를 생산할 수

있다(constant return to scale). 각 기업들은 생산물을 생산함에 있어 생산물의 질과 관련된 사전적인 투자(ex-ante investment)활동이 요구되며, 투자과정에서 각각 설비 및 장비와 같은 물리적 자산(physical assets)을 필요로 한다. 따라서 각 기업(1, 2)에 따른 사전적 투자(x)와 자산(A)집합을 다음과 같이 정의한다.

$$x = \{x_1, x_2\}, A = \{a_1, a_2\}$$

여기서 각 기업의 투자(x_i)는 관측이 가능한 반면 입증이 불가능(observable but unverifiable)하다고 가정하며, 이는 투자의 복잡성과 비물질적 투자의 특성(예를 들면, 인적 투자활동)을 반영한다 할 수 있다. 또한 각 기업들의 투자활동에 따른 비용은 $c(x_i)$ 로 정의하며, 비용함수와 관련된 일반적인 특성을 만족한다(즉, $c'(\cdot) > 0$ and $c''(\cdot) > 0$).

위의 모형을 가지고 기업들의 투자 및 생산 활동으로부터 발생하는 총수익가치($V(\cdot)$)는 다음과 같이 정의될 수 있다.

$$V(x) \equiv v(\{S\}; \{A\}|x),$$

이는 집합 S 에 속하는 기업들이 그 기업들이 소유하고 있는 일련의 자산 A 를 이용하여 투자 x 활동을 통해 발생하는 수익가치를 나타낸다. 또한 분석을 위해 다음과 같은 가정을 고려한다:

$$V_i(x) > 0, V_{ij}(x) \geq 0, V_{ii}(x) \leq 0, V_i(x_0) = V_j(x_0) > 0,$$

그리고 $i \neq j, S \ni \{i, j\}$.

또한 투자 및 생산활동과 관련하여 발생한 순가치는 협상(ex-post bargaining and renegotiation)의 과정을 통해 이루어진다고 가정한다.²⁴⁾ 이러한 일련의 투자 및 생산 과정은 다음과 같은 순차적인 과정을 통해 발생한다. 먼저($t = 0$), 자산에 대한 소유

24) 각 기업의 협상력은 동일하거나 비협조적 협상(non-cooperative bargaining)을 가정 한다. Hart and Moore(1990)에서는 Shapley value를 이용함

권이 의사결정자(auctioneer)에 의해 결정된다. 다음($t = 1$)으로는 각각의 기업들은 동시에 그리고 비협조적으로 사전적인 투자를 결정한다. 마지막($t = 2$)으로 각 기업들은 중간재 및 최종재의 판매를 통해 각각의 수익이 실현된다.

이와 같은 기본적인 틀에서 기업의 소유가치(value of ownership)가 어떻게 M&A의 효율성, 즉 사전적인 투자결정에 따른 전체적인 수익가치에 영향을 미치는지 분석하기 위해 다음과 같이 변형된 모형을 고려한다. 먼저, 피인수 대상인 기업 1은 자산(a_1)의 소유에 대한 사적가치($\psi(x_1)$)를 내재하고 있으며, 그 사적가치는 자신의 투자(x_1)결정에 영향을 미칠 수 있다. 즉,

$$v(\{1\}; \{a_1, a_2\} | x) \geq v(\{1\}; \{a_1\} | x) = \psi(x_1) \geq v(\{1\}; \emptyset | x) = 0$$

$$v(\{2\}; \{a_1, a_2\} | x) = \phi(x_2) > v(\{2\}; \{a_1\} | x) = v(\{2\}; \emptyset | x) = 0 \text{ for } x_i > 0$$

그리고 $\psi' > 0, \psi'' \leq 0$, 그리고 $\phi' > 0, \phi'' \leq 0$.

또한 $\phi(\cdot)$ 는 기업 2에 의한 결합으로 인해 발생할 수 있는 추가적인 수익으로 자산의 보완성에 의해 결정된다.

이모형에서 기업들간 M&A는 기업의 자산관련 소유권 결정 문제로 해석될 수 있다. 즉, 자산은 기업내부의 의사결정권한(formal authority) 혹은 어떤 사업을 수행함에 따른 수익주체(residual clement)등의 의미를 내재하고 있다. 따라서 자산이 한 기업에게 집중되어 있는 경우, 이는 소유권을 가지고 있는 기업이 인수기업으로서 생산 활동을 수행하고, 피인수기업은 생산되는 재화와 관련된 투자활동(quality control 등)에 관여하여, 최종적으로 발생한 수익을 부분적으로 확보하는 일련의 인수합병 기업의 생산과정으로 해석될 수 있다. 또한 피인수기업의 투자 및 생산 활동은 중소 기업간 인수합병에서 중요시되는 사후적 통합과정(ex-post M&A process) 및 시너지 창출과 관련된 의사 결정을 나타낸다고 할 수 있다.

앞서 논의된 바와 같이, 어떤 기업의 소유가치는 물질적 혹은 비물질적 형태로 실현될 수 있다는 것을 주지할 필요가 있다. 일반적으로 자산에 대한 소유가치는 자산의 소유로부터 발생할 수 있는 의사결정과 관련된 독립성 혹은 권한(autonomy or

control potential), 만족감(amenity) 등의 사적가치로 표현될 수 있다.²⁵⁾ 특히, 중소기업인의 기업 소유를 통한 효용은 유연성 및 주체성(flexibility and autonomy of self-employment)의 확보, 독자적인 아이디어의 추구, 능력 개발 통한 성취감(skill utilization) 등의 비물질적인 형태로 나타날 수 있다(Blanchflower and Oswald 1992, Benz 2006). 또한 이러한 사적가치는 빈번히 기업의 물질적(설비 및 시설 등)혹은 비물질적(인적자본, 지적재산, 마케팅, 광고 등) 가치를 증가시키는 투자와 관련될 수 있는데, 이는 즉 기업자산 및 재화의 질적 자산을 증가시키도록 하는 투자를 유인함으로써 자산에 대한 사적가치를 더욱 향상시킬 수 있기 때문이다. 따라서 현재 고려되고 있는 모형에서 $\psi(x_1)$ 은 이러한 소유에 대한 사적가치와 투자간의 관계를 나타낸다고 할 수 있다. 또한 이러한 소유가치는 당사자(기업 1)를 제외한 기업 2에게는 실현된 소유가치를 관측할 수 있는 반면 입증할 수가 없다(observable but non-verifiable). 따라서 기업 1의 소유가치는 사후적인 수익배분과정에서 해당 기업의 협상포지션(bargaining position)만을 결정할 수 있게 한다. 즉, 소유권결정에 따른 각 기업의 최종 수익 $B_i^\alpha(x)$ 은 다음과 같다.

Case S. 각기업이 자신의 자산을 소유한 경우(non-integration)

$$B_1^s(x) = \psi(x_1) + \frac{1}{2}(V(x) - \psi(x_1))$$

$$B_2^s(x) = \frac{1}{2}(V(x) - \psi(x_1))$$

Case I. 기업 2가 모든 자산을 소유한 경우(Firm 2 integration)

$$B_1^I(x) = \frac{1}{2}(V(x) - \phi(x_2))$$

$$B_2^I(x) = \phi(x_2) + \frac{1}{2}(V(x) - \phi(x_2))$$

25) 자산에 대한 소유주체의 만족감(amenity potential)은 기업에 의해 생산된 재화에 대한 영향을 미침으로서 발생하는 효용으로 정의될 수 있으며, 특히 스포츠클럽, 언론기업을 소유한 주체가 이윤과 관계없이 발생하는 영향력 행사 등을 통해 나타남(Demsetz and Lehn 1985).

앞에서 조직형태에 따른 각 기업의 수익을 살펴보면, 소유권이 분리된 경우(S) 각 기업의 순수익은 기업 1이 가지고 있는 소유에 따른 투자결정에 의존하는 것을 볼 수 있다. 반면(I)에서는 각 기업의 순수익은 기업 2 결합에 근거한 투자결정이 영향을 미치고 있으며, 기업 1의 소유가치가 소멸하였음을 알 수 있다. 따라서 각 경우의 사전적 투자는 다음의 조건(First-order conditions)들을 만족시켜야 한다.

Case 1:

$$\frac{\partial B_1^s(x)}{\partial x_1} : \frac{1}{2} \psi'(x_1) + \frac{1}{2} V_1(x) = C'(x_1)$$

$$\frac{\partial B_2^s(x)}{\partial x_2} : \frac{1}{2} V_2(x) = C'(x_2)$$

Case 2:

$$\frac{\partial B_1^I(x)}{\partial x_1} : \frac{1}{2} V_1(x) = C'(x_1)$$

$$\frac{\partial B_2^I(x)}{\partial x_2} : \frac{1}{2} \phi'(x_2) + \frac{1}{2} V_2(x) = C'(x_2)$$

소유가치가 관측가능한 경우, 각 기업의 수익합은 $V(x)$ 로 일정한 관계를 지니므로 각 소유권의 할당에 따른 효율성은 사전적 투자 (x)를 비교함으로써 결정될 수 있다. 먼저, $V(x) = V(x_1, x_2)$ 는 x 에 대해 대칭적(symmetric)이고 보완적(complementary)이며, 각 기업의 비용함수가 동일하다는 가정하에서 위의 조건들을 다음과 같이 간단히 정리될 수 있다.

$$\sum_{i=1}^2 \frac{\partial B_i^s(x)}{\partial x_i} - \sum_{i=1}^2 \frac{\partial B_i^I(x)}{\partial x_i} : \frac{1}{2} \psi'(x_1) - \frac{1}{2} \phi'(x_2)$$

$$\Rightarrow V^s(x^s) \geq V^I(x^I) \text{ if } \psi'(z) \geq \phi'(z)$$

이는 분리된 소유권에 의한 한계수익(ψ')이 집중된 소유권(concentrated ownership)을 통해 발생하는 추가적인 한계수익(ϕ')보다 큰 경우 인수합병을 통한 소유권의 집

중은 비효율적일 수 있다는 것을 나타낸다. 즉 어떤 기업이 특정 자산을 소유함으로써 가지는 사적가치가 투자결정에 영향을 미치게 될 경우, 기업간 인수합병은 소유에 의한 투자유인을 제거할 수 있다. 따라서 위 식은 보완적 자산의 소유권을 집중함으로써 발생가능한 시너지의 한계수익이 사적가치를 제거함으로써 발생하는 한계비용보다 큰 경우, 기업간 인수합병은 비효율성을 야기할 수 있다는 것을 나타낸다고 할 수 있다. 반면 사적가치로 인한 투자유인이 제거됨에 따라 발생하는 기회비용이 인수합병의 시너지효과에 의해 상쇄되는 경우, 두 기업간 인수합병은 보다 효율적인 전략수단으로 고려될 수 있다.

2. 기업 가치의 불확실성과 중개기관

가. IT중소벤처가치의 불확실성

IT중소벤처는 기업이 소유하고 있는 무형자산이 유형자산보다 생산 및 경영활동에 더욱 주요한 역할을 담당하고 있어 기업가치에 대한 불확실성이 더욱 높을 수 있다. 일반적으로 기업의 가치는 기업의 물적 자산, 매출 및 부채 등을 포함하는 재무적 평가에 따른 유형가치와 인적자원 및 기술 등과 관련된 무형가치로 구분될 수 있다(김동완 · 홍성도, 2001). 특히 기업의 무형자산은 인적, 외부, 내부자산으로 구분되는데, 인적자산은 기업의 전문노동력을 포함한 인적자원(human capital)을 나타낸다. 내부자산은 기업에 축적된 무형자산으로 의사결정 및 경영의 효율성, 혁신기술 및 지식, 특히 및 지적재산 등을 포함한다. 또한 외부자산은 기업의 이미지 및 브랜드와 유통망관계 등을 나타낸다. 따라서 회계정보가 공개되지 않은 초기단계의 중소기업(start-up and early stage)들은 적절한 가치평가가 어려우며, IT중소벤처의 경우 인적자산과 지식 및 혁신능력 등의 내부자산의 비중이 높아 가치평가를 더욱 어렵게 하고 있다. 이러한 IT중소벤처 가치에 대한 불확실성은 동종업종 혹은 가치사슬로 연관된 기업간의 인수합병이 아니고 이종산업에 있는 중소벤처들의 인수합병 과정에서 객관적이고 신뢰할만한 정보가 더욱 부족하여 M&A시너지에 대한 기대효과를 측정하기가 더욱 어려운 것이 사실이다.²⁶⁾

나. 가치의 불확실성과 M&A시장실패

M&A과정에서 대상 IT중소벤처 가치의 불확실성은 M&A를 통한 경쟁력 개선에 대한 또 다른 저해요인으로 작용할 수 있다. 첫 번째로 잠재적 M&A대상기업들에 대한 회계정보의 불확실성과 불투명성으로 인해서 실사(due diligence)의 막대한 비용이 초래되거나 M&A거래지연 및 취소로 귀결될 수 있다. 또한 M&A시장에서 잠재적 M&A기업간 정보 비대칭성은 양질의 대상기업들의 참가를 저해하는 시장 실패를 가져올 수 있다. 즉 양질의 기업은 그에 대한 정보를 정확하게 전달할 수 있는 메카니즘이 결여된 경우 M&A시장 참여에 대한 인센티브가 없는 반면, 잠재적 인수기업은 이러한 기대하에서 잠재적 인수기업에 대한 가치를 평가하려고 할 것이다(Akerlof's Lemon problem).

이러한 시장 실패는 M&A과정에서 탐색 및 협상단계에서 발생하는 거래 및 정보 비용으로 인해 야기될 수 있다. 먼저 탐색(searching) 단계에서는 잠재적인 인수기업은 잠재적인 피인수합병기업들에 대한 거래가격, 기업 가치 및 거래 조건 등에 대한 정보를 획득하려 한다. 따라서 잠재적인 피인수합병기업에 대한 탐색과 선택 과정에서 탐색 및 정보비용이 발생할 수 있다.²⁷⁾ 인수합병 당사자들이 선택되고 협상하는 과정에서도 실사(Due diligence)에 따르는 비용이 야기된다. 실사에서는 인수대상 기업의 주식, 부채 및 자본, 자산, 주식 등의 재무현황 및 기타 사업과 관련된 자료를 분석하며, 인수대상기업의 가치를 평가하는 것을 목적으로 한다. 또한 실사과정에서 기업의 문화, 인적자원, 고객풀, 마케팅 능력 등의 비물질적 자산들이 평가될 수 있다. 그러나 기업가치에 대한 불확실한 정보는 인수기업으로 하여금 중개비용

26) Shen and Reuer(2005)는 업력이 적고, 비물질적 자산의 비중이 높고, 이종산업간 인수합병의 경우, 인수기업은 인수대상으로 공개된 기업을 비공개기업보다 선호하는 경향이 있음을 실증 분석

27) 이경원외(2001)은 탐색과정에서 무임승차(free-riding)문제가 발생할 수 있음을 논의하였는데, 이는 잠재적 거래기업의 탐색결과가 거래상대방에게 양의 외부성을 야기할 수 있어, 잠재적 인수합병관련 기업들의 비효율적인 탐색을 야기 할 수 있다는 것이다.

을 지불하고 대상기업에게 기업가치이상의 프리미엄을 지급할 가능성을 높일 수 있다. 따라서 가치에 대한 불확실성이 높을수록 탐색 및 협상과정에서 M&A거래가 중지되거나 양질의 기업이 M&A거래에 대한 참여할 유인을 제거하는 비효율성을 야기할 수 있다.

또한 피인수합병기업의 가치는 사후적으로 인수합병을 통한 시너지 창출과정에서 영향을 미칠 수 있다. 인수합병기업의 가치는 인수기업의 가치, 인수대상기업의 가치와 합병으로 기대되는 시너지의 현재가치 합으로 구성된다. 기업들의 보완적 재원의 결합으로부터 발생 가능한 시너지에 대한 기대가치는 인수대상기업에 대한 프리미엄(premium) 및 인수합병가격을 결정하는 중요한 요소이다. 그러나 이러한 잠재적 시너지는 IT중소기업들이 보유하고 있는 무형자산의 가치와 밀접한 관계를 가짐에 따라 적절한 평가가 용이하지 않는 것이 일반적이다.²⁸⁾ 그 밖에도 M&A가치 평가의 주체, 시점, 매각사유 등은 잠재적 M&A대상기업에 대한 평가를 더욱 어렵게 하는 요인으로 작용하고 있으며, M&A와 관련된 투자자 및 이해관계자(stakeholder)의 이해대립이 야기될 수 있다. 따라서 이러한 사후적 시너지창출에 대한 불확실성은 사전적으로 M&A시장에 대한 참여 및 부적절한 가격결정의 가능성으로 인한 비효율성을 야기할 수 있다.

다. M&A중개기관의 역할과 비용

중개기관은 M&A과정에서 발생할 수 있는 거래 및 정보비용과 M&A계약과 관련된 비효율성을 감소하는 역할을 수행한다(이경원 외, 2001). M&A중개시장이 없는 경우, 잠재적 인수기업은 대상기업을 선별하기 위하여 모든 잠재적 대상기업들을 직접 평가, 탐색하여야 하며 이 과정에서 탐색 및 매칭 비용(searching and matching costs)가 발생한다. 또한 잠재적 인수대상기업을 선별한 후에도 그 기업에 대한 면밀한 실사(due diligence)를 통해 기업의 현재 가치 및 기대되는 시너지 효과를 평가할 필요성이 있으며, 이 과정에서 인수기업과 잠재적 피인수 기업간 정보비대칭으로

28) 제5장 1절에서 기업가치평가 방법론 및 문제점에 대한 논의 참고

인한 정보비용이 발생하게 된다.²⁹⁾ 실사와 협상이 종결되어 M&A거래가 성사된 이후에도 M&A계약이 적절히 이행되는지에 대한 감독(monitoring)이 요구되며, 이에 따라서 감시 및 집행 비용이 발생할 수 있다. 따라서 인수기업과 피인수기업의 특성에 따라 M&A절차에서의 비효율성의 격차가 상이할 수 있으며, 이러한 비용들은 투자은행, M&A부티크, M&A펀드 및 다양한 금융기관 등 M&A중개기관들의 개입을 통해 완화될 수 있다. 즉 M&A중개기관들은 잠재적 M&A대상기업들의 규모격차, 부분 또는 전체적인 인수합병, 산업연관정도(relatedness), 우호 혹은 적대적 인수에 따라서 대상기업 탐색 및 선별, 가치평가, 이행에 대한 감시 등 M&A과정에서 발생하는 추가적인 비효율성을 완화시킬 수 있다(Servaes and Marc, 1996).

M&A중개기관의 개입은 M&A기업 및 거래의 특성과 관련된 비효율성을 감소시키는 역할을 하는 반면, M&A계약과 관련되어 기능을 수행함에 따라 추가적인 비용을 유발할 수 있다. 즉 M&A중개기관의 수수료는 M&A가격 혹은 거래의 성사결과에 따라 책정되는 경우가 많다(contingent fee).³⁰⁾ 이러한 경우에 중개기관은 거래를 성사시키거나 M&A거래가격을 높이려는 인센티브를 가지게 된다. 따라서, 중개기관은 사후적으로 기대보다 낮은 시너지를 창출하거나 위험이 매우 높은 인수합병을 초래하는 비효율성을 야기할 수 있다(Kesner, Shapiro and Sharma, 1994).

IT중소벤처 M&A시장에서 이와 같은 중개기관의 수익극대화 인센티브에 의해 비효율성뿐만 아니라 중개기관의 높은 수수료 및 전문성 결여로 인한 비효율성이 발생할 수 있다. 전문적인 능력 및 인력을 가진 대규모 투자은행 및 기타 금융중개기관은 대규모 거래에 참여하고 있는 반면, 중소벤처간 M&A의 경우 수익률이 낮아 시장에 참여하지 않는 것이 일반적이다. 따라서 중소벤처 M&A는 인수기업이 직접 잠재적 대상기업을 실사하는 경우가 빈번하여, M&A과정에서 거래비용을 포함한

29) 탐색 및 매칭의 과정에서 M&A시장내에서 매수자(buyers)와 매도자(sellers)간의 정보비대칭으로 인한 비용이 존재할 수 있으며, M&A과정에서는 정보 및 거래비용이 존재

30) 이경원외(2001) ch 5. pp.77~79, Hitt, Harrison and Ireland(2001) ch 2 pp.27~29 참조

비효율성을 야기시킬 수 있다. 또한 중소벤처 M&A시장에 참여할 가능성이 높은 이차적인 중개기관(second-tier intermediary)의 경우, M&A거래에 따른 개별 기업 혹은 산업적 특성에 대한 이해와 이를 바탕으로한 탐색, 매칭 및 협상과 관련된 조언, 기업가치평가, 모니터링 등에 대한 전문능력과 인력이 결여되어 있어, 시너지 실현이 어렵고 위험이 높은 M&A를 성사시킬 수 있다.

3. 사후적 통합노력(Post-Integration)과 도덕적 해이

가. 사후적 통합 과정과 M&A실효성

사후적인 M&A통합노력은 해당기업의 사전적 가치와 더불어 인수합병기업의 시너지 창출에 영향을 미치는 주요한 요소이다. 사후적 통합과정에서 인수합병기업은 피인수기업의 물적 그리고 비물질적 재원들을 효율적으로 재구성(reconfiguration)하고 재배치(redeployment)함으로써 시너지 효과를 극대화할 수 있다. 사후적 통합과정은 인수기업과 피인수기업의 다른 금융, 생산, 기술, 마케팅 등과 관련된 물질적 통합과 조직체계, 문화, 인적자원 등의 비물질적 통합과정으로 이루어진다. 먼저 물질적 통합과정에서는 기술 및 생산활동과 연관된 능력 및 지식의 통합이 요구되며, 마케팅과 관련되어 수요관리, 마케팅 사업의 재구성 및 부서의 효율적인 재배치 등이 요구된다. 또한 금융체계와 관련하여 기업간의 회계처리, 형식 및 지침 등에서 부적절한 의사교환 및 기대차를 줄이기 위한 효율적인 통합노력이 요구된다. 비물질적 재원의 통합과정에서는 기업간의 문화적 격차해소와 피인수기업의 고용자 승계, 보상체계 및 인센티브, 경영의 자율권(authority) 등과 관련된 기업간 효율적인 조정 및 의사결정이 요구된다.

IT중소벤처 M&A의 경우, 다양한 측면에서의 효율적인 사후적 통합과정이 요구되며, 특히 지식과 인적 및 조직적 통합 등 비물질적 재원의 효율적 통합이 IT중소벤처의 시너지 창출에 주요한 영향을 미칠 수 있다. 지식의 이전 및 통합의 중요성은 IT산업이 지식을 기반으로(knowledge-based)하고 있음에 기인한다. 또한 조직 및 인적재원의 통합은 중소벤처들이 기업가 정신을 기반으로 인수합병이전에 서로 다

른 조직체계를 유지해왔으며, 물질적 자산보다는 비물질적 자산이 규모가 큰 기업들에 비해 상대적으로 높은 비중을 차지하고 있기 때문이다.

1) 지식의 이전 및 공유

기업의 지식은 축적된 실용적인 기술 또는 전문적 능력을 포함하는 암묵적인 노하우(tacit know-how)와 정보 및 지적 판단능력(know-what)으로 정의된다(Kogut and Zander, 1992).³¹⁾ M&A를 통한 기업간 결합은 각 기업이 보유하고 있는 암묵적 지식 및 정보의 이전 및 공유를 가능케 하며, 새로이 습득된 지식을 통해서 인수합병기업의 R&D 및 기술적 시너지 실현을 가능케 한다.³²⁾ 특히 IT산업에서처럼, 기술 및 시장환경의 변화가 급속하게 전개되고 시제화되는 기간(time-to-market)이 중요한 첨단 산업에서는 M&A를 통한 외적 지식의 중요성이 강조되고 있다. 또한 중소벤처의 경우 물질적 자산보다는 지식 및 R&D, 인적자원, 마케팅 등 비물질적 자산에 대한 비중이 높음에 따라, M&A는 외적 지식의 이전을 확보를 통한 새로운 재화 및 서비스 개발에 대한 전략적 중요성이 높다 할 수 있다(Brodt and Knoll, 2004).

반면 M&A를 통한 기업간 지식의 이전 및 공유는 인수합병이전 기업들의 지식, 조직적 특성 및 산업적 요소들에 의해 통합 시너지 및 비용이 결정된다. 첫 번째로 지식의 특성으로는 지식의 명문화정도 및 복잡성, 체화 및 이동성, 지식 격차 등이 있으며, 지식의 체화정도 및 이동성이 높고 격차가 큰 경우 피인수기업의 지식이전 과정에 높은 비용을 수반할 수 있다. 두 번째로 조직적인 면에서는 정형화되고, 의사소통이 어려우며 보상체계가 불확실하고, 인수기업 경영진의 이해정도가 낮은 경우 지식의 이전 및 통합이 어려울 수 있다(Brodt and Knoll 2004). 또한 동종 및 가치 사슬관계에 있지 않은 기업간의 다각적 M&A의 경우에도 지식의 이전에 대한 저해

31) Bresman, Birkinshaw and Nobel(1999)에서 재인용

32) Bresman, Birkinshaw and Nobel(1999)에 따르면, M&A를 통한 지식의 이전은 M&A 초기에는 피인수기업의 지식이 인수기업으로 일방향적 이전(one-way transfer) 형태를 가지지만, 장기적으로는 인수 및 피인수기업간의 양방향 이전 및 공유(reciprocal transfer) 형태를 띠으로써 신지식창출을 통한 신제품개발 및 새로운 체계를 형성한다.

요인으로 작용할 수 있다(Finkelstein and Halebian, 2002). 그 외에도 피인수기업의 암묵적 지식이 피고용자 및 전문가 들에 의해 소유된 경우 인적자원의 통합이 주요한 요소로 작용할 수 있다. 특히 IT중소벤처는 체화된 암묵적 지식 및 기술력이 소수의 R&D인력에 의존하는 경향이 높아 그들의 도덕적 해이 및 이직을 제지할 수 있는 적절한 보상 및 인센티브를 제공하는 것이 중요할 수 있다.

2) 조직 및 보상체계의 통합

인수합병관련 기업간 조직적 통합(organizational integration)은 경영형태, 보상 및 평가체계, 조직구조 그리고 조직문화 등의 분야에서 존재할 수 있다. 이런 분야들에서의 부적합성(organizational incompatibility)은 시너지창출에 영향을 미치며, 그 중에서도 경영방식(management style)과 보상 및 평가체계(reward and compensation systems)의 격차가 주요한 영향을 미치는 요소들로 고려되고 있다(Datta, 1991).

경영방식(management style)은 기업의 경영진 혹은 경영활동과 관련되어 형성된 문화를 의미한다. 즉 경영진은 기업의 성장과정에서 위험, 의사결정방법과 선호되는 지배 및 의사소통형태에 대한 고유의 방식을 확립한다. 따라서 각 기업들은 서로 다른 경영방식을 내재하고 있으며, 인수합병과정에서 기업들간의 경영방식에 대한 격차가 존재한다. 예를 들면 기업가 정신을 바탕으로 성장한 IT벤처는 고위험, 고수익을 추구하는 반면, 중규모 기업은 상대적으로 안정적인 기업운영을 더 선호한다 (risk tolerance). 또한 지배와 의사소통에 관하여, 중소기업은 비공식적이고 비공개적인 의사결정 및 의사소통채널을 중점으로 조직화되는 반면, 대규모 기업은 정형화되고 공식적인 의사결정방식으로 조직화되어 있다(flexibility). 따라서 규모 및 특성이 상이한 기업간 인수합병일수록 시너지 효과를 극대화하기 위해 인수기업은 피인수기업의 위험태도, 의사결정, 지배 및 의사소통채널의 대립을 해소하여야 한다.

기업의 보상 및 평가체계(reward and evaluation systems)에서도 마찬가지로 관련기업의 규모, 시장 및 산업적 특성에 따라 서로 상이한 기준을 적용하고 있다. 혁신형 중소벤처의 평가기준 및 척도는 사후적인 성과에 따른 보너스에 대한 비중이 높은 반면, 규모가 큰 기업일수록 사후적인 성과에 대한 인센티브보다는 상대적으로 고

정된 보상에 의존하는 경우가 많은 것이 적절한 예라 할 수 있다. 따라서 기업간 보상 및 평가체계의 격차가 해소되지 않을 경우, 인수합병후에도 인수 및 피인수기업의 경영자 및 피고용자간 대립 또는 변화에 대한 저항(resistance to change)을 발생시킬 수 있다. 또한 인수합병후 시너지 실현과정에서 피인수기업의 피고용자 및 경영진에 대한 인센티브 문제가 제기될 수 있다. 따라서 인수합병후 피인수기업의 피고용자 및 경영진의 도덕적 해이(moral hazard)가 발생할 수 있으며, 적절한 인센티브를 제공함으로써 해결할 수 있을 것이다.

이러한 경영방식 및 성과체계가 M&A에 의한 시너지 효과에 미치는 영향은 기업의 통합정도 혹은 기업결합형태에 의존할 수 있다. 기업의 통합정도는 인수기업과 피인수기업간 지배 및 자율권(control and authority) 결정에 의해서 나뉘어질 수 있다.³³⁾ 즉 높은 단계의 통합에서는 지배 및 자율권이 인수기업으로 일원화됨에 따라서 경영방식 및 성과체계의 격차가 시너지 실현에 미치는 효과가 큰 반면, 상호 독립적인 사업부문으로 유지되는 경우 조직적 적합성(organizational fit)의 효과는 상대적으로 높지 않을 수 있다. 또한 연관되거나 동종업종에 있는 기업간 M&A의 경우, 조직적 부적합성(incompatibility)이 높지 않아 다각적 M&A에 비해 적은 통합비용과 시너지 실현에 대한 가능성을 높일 수 있다.

나. 기업가치 및 사후적통합의 불확실성과 정보비용

여기서는 IT중소벤처의 M&A과정에서 발생하는 기업가치 및 사후적 통합과정에서의 불확실성이 사전적인 인수결정 및 계약에 미치는 영향을 이론적으로 분석하고 시사점을 도출하려고 한다. 이론적 모형에서 기업가치의 불확실성은 사전적인 인수합

33) Pablo(1994)는 인수기업과 피인수기업의 통합정도를 세단계로 나누었다. 저수준통합은 금융위험과 재원을 공유하는 반면, 경영시스템과 의사소통을 원활히 할 수 있도록 체계화하는 반면, 중간단계의 통합은 자율권, 구조, 의사결정 등에 대해 절충적인 변형 및 일원화하는 것이다. 그리고 높은수준의 통합은 기업간 모든 재원을 공유하고 경영 및 지배권을 일원화하고 인수기업의 문화 및 전반적인 구조로 피인수기업을 통합하는 것을 의미한다.

병관련 기업들간 정보 비대칭성, 사후적 통합과정에서의 불확실성은 인수기업과 피인수기업간 도덕적 해이 문제를 고려한다.³⁴⁾ 이러한 모형하에서 M&A거래에서 주요한 지불수단인 주식과 현금의 조합을 통해 최적 M&A결정 및 계약이 어떻게 결정되는가에 중점을 둔다. 또한 효율적인 M&A거래방식결정과정에서 피인수기업 가치에 대한 불확실성 및 도덕적 해이로부터 발생하는 정보비용에 대해 논의코자 한다.

1) 선행연구

M&A거래 및 계약과 관련된 기존문헌은 M&A거래수단간의 비교에 대한 이론적 논의를 중점으로 하였다. 특히 Hansen(1987)은 최초로 인수합병과 관련되어 효율적인 거래수단결정에 관해 이론적 분석을 수행하였다. 이 논문에서 피인수기업의 가치에 대한 정보 비대칭(Information Asymmetry)을 고려하였으며, 주식이 현금보다 효율적인 수단임을 보였다. 이는 인수기업이 주식배분을 통해 피인수기업 가치에 따라 조건부 지불(contingent pricing)이 가능하기 때문이다. 또한 인수기업과 피인수기업의 가치가 모두 불확실할 경우, 현금과 주식의 조합을 이용한 계약이 효율적이며, 주식은 인수기업의 가치에 대한 신호(signal)역할을 수행한다고 주장하였다. 또 다른 주요한 논문으로서 Fishman(1989)을 들 수 있다. Fishman(1989)은 경매모형하에서 두 개의 서로 다른 인수기업(bidding firms)이 피인수기업을 인수합병하기 위해서 어떻게 전략적으로 가격을 결정하는지를 연구하였다. 일련의 경매모형(subsequent auction setting)에서 한 잠재적 인수기업의 경매가격 제의는 다른 기업에게 피인수기업 가치에 대한 정보를 전달할 수 있다. 따라서 선도 인수기업은 후발 인수기업이 경매에 참여하는 경쟁을 제한할 유인을 가지게 됨에 따라, 주식보다는 현금을 통한 높은 가격 제의를 선호할 수 있다. 그러나 피인수기업의 가치가 낮을 가능성이 높은 경우에는 주식을 이용한 낮은 가격을 제의할 수 있다고 주장하였다.³⁵⁾ 그 밖에도 M&A관련 거

34) 피인수기업 피고용자의 도덕적 해이는 지식, 인적자원, 조직적 통합과정에서 피인수기업 피고용자와 경영진의 구조적 변화에 대한 저항, 보상, 인센티브 및 평가기준과 경영방식의 격차에 의해 발생할 수 있다.

35) IFSAM(2006)은 M&A거래수단 및 계약 결정과 관련된 기존 문헌들에 대한 요약

래 및 거래수단에 대한 많은 연구가 있으며, 본 연구에서는 피인수기업가치에 대한 정보 비대칭과 도덕적 해이하에서 정보비용과 최적 M&A계약 결정에 대한 이론적 분석에 중점을 둔다.

2) 모형 및 가정

M&A결정 및 계약에 관한 이론적 분석을 위해 다음과 같은 모형을 고려한다. 먼저, 분석의 단순화를 위해 개별적인 인수기업(A)과 피인수기업(T)을 고려한다. 여기서 인수기업의 가치는 $x \geq 0$ 로 공개된 정보(public information)인 반면, 피인수기업에 대한 가치는 피인수기업만의 사적정보(private information)이며 인수기업은 피인수기업가치에 대한 확률분포만을 알고 있음을 가정한다. 즉,

$$v_0 \in \{v_l, v_h\}, v_h > v_l, \text{Prob}(v = v_l) = 1 - \alpha$$

따라서 인수기업은 피인수기업에 대한 가치에 대한 확률분포만을 가지고 피인수기업에게 M&A계약을 제시할 수 있다. 이러한 인수 및 피인수기업간의 정보 비대칭성은 인수기업이 인수대상기업에 대한 정보의 부족으로 인해 빈번히 발생할 수 있으며, 특히 중소기업의 인수과정에서 발생하는 가치평가의 불확실성과 관련된다.

여기서 모형은 인수 및 피인수기업간의 정보 비대칭성뿐만 아니라 도덕적해이가 존재할 수 있음을 고려한다. 즉, 피인수기업은 인수합병이후에 경영 및 생산활동과 관련된 전략(k)을 수행할 수 있는데, 이는 피인수기업의 가치에 직접적인 영향을 미칠 수 있다. 또한 이러한 전략의 결과는 사전적인 피인수기업 가치에 따라 결정될 수 있다. 반면, 인수기업은 피인수기업의 전략적 행동을 정확하게 측정하거나 사후적으로 입증할 수 없는 것으로 고려한다. 이를 정리하면, 피인수기업의 가치는 다음과 같이 결정될 수 있다.

$$v \in \{v_l, v_h\}, w \in \{w_l, w_h\}, w_h = w > v_h > v_l > w_l = 0, \text{ 그리고 } \Delta v = v_h - v_l$$

$$\Pr(w_h | v = v_h) = \sigma + (1 - \sigma)ke, \Pr(w_l | v = v_h) = (1 - \sigma)(1 - ke)$$

및 주요 내용들을 제공하고 있으며, 자세한 내용은 본문에서 생략하였음

$$\Pr(w_h|v=v_l) = ke \text{ and } \Pr(w_l|v=v_h) = 1 - ke, \sigma \in [0, 1]$$

$$k \in \{0, 1\}, e < 1$$

이러한 M&A와 관련된 도덕적해이가능성은 IT중소벤처 M&A의 추가적인 특성을 반영하고 있다. 먼저, 중소기업간의 M&A는 대기업-중소기업간 M&A와는 달리 인수기업과 피인수기업간의 규모 격차가 적게 나타나는 것이 일반적이다. 따라서 중소기업간 M&A의 시너지효과 실현 여부는 피인수기업의 경영 및 생산활동과 관련된 전략적 행위에 높은 의존성을 보일 수 있다. 따라서 위의 모형에서 w_h 는 시너지 효과를 통한 가치향상(value creation)을 나타내며, w_l 은 사후적인 통합실패로 인한 가치저하(value destroying)를 반영하고 있다할 수 있다. 마지막으로 이러한 피인수기업의 가치향상을 위한 노력(effort)은 비용을 수반하게 된다: $c(v_i, k) = ke$.

마지막으로, 우리는 다음의 순차적인 게임과정을 고려한다. 먼저, 인수기업은 피인수기업에게 M&A계약(C)을 제시할 수 있으며, 피인수기업은 제시된 계약을 수락(accept)하거나 거절(reject)할 수 있다. 만약 계약이 수락된 경우에는 피인수기업은 경영 및 생산활동과 관련된 전략적 행동을 수행한다. 마지막으로 피인수기업의 전략 행동에 따른 결과물들이 실현되고 주어진 계약에 따라 배분된다.

인수기업의 M&A계약(C)수단으로 주식과 현금을 고려한다. 계약의 과정에서는 피인수기업의 초기 및 실현된 가치(v)와 노력(k)는 관측이 불가능하기 때문에, 계약조건으로 작용할 수 없다. 따라서 주식을 통해서 실현된 인수합병기업의 가치에 대한 일정한 부분과 사전적으로 지불된 현금을 통해서만 거래가 이루어질 수 있다. 따라서 주식과 현금수단을 통한 계약조건은 다음과 같이 나타낼 수 있다.

$$C = \beta(Ew(v_i, e_i) + x) + f, \beta \in [0, 1], f \geq 0$$

여기서 f 는 현금을, β 는 주식비율(stock ratio)을 나타내는데 인수합병 및 사후적인 전략적 행동으로 인한 지불액은 $\beta(Ew(v_i, k_i) + x)$ 이 될 것이다. 따라서 계약(C)을 고려한 인수합병시 인수기업(A)과 피인수기업(T)의 효용은 다음과 같이 나타낼

수 있다.

$$U_T(v_i, e_i) = C - k(v_i, e_i)$$

$$U_A = Ew(v_i, e_i) + x - C$$

마지막으로 정보비대칭이 없는 경우, 인수합병이 효율적인 전략수단이며 전략적 행동은 모든 기업의 가치를 증가시킴을 가정한다. 즉,

$$(\sigma + (1 - \sigma)e)w - e \geq v_h, \quad ew - e \geq v_l$$

$$(\sigma + (1 - \sigma)e)w - e \geq \sigma w, \quad ew - e \geq 0$$

이 성립하며, 이는 $w \geq \frac{1}{1 - \sigma}$ 을 만족시켜야 한다.

3) 분석내용 및 결과

주어진 모형하에서 인수합병계약의 해를 구하기 위해서는 먼저 다음 식을 만족시켜야 한다.

$$C - k(v_i, e_i) \geq v_i, \quad Ew(v_i, e_i) + x - C \geq x$$

이는 인수합병으로 인해 각 기업들의 효용이 이전의 효용보다 적지 않아야 함을 의미한다. 따라서 인수합병계약으로 인한 각 기업의 효용은 다음과 같다:

$$\begin{aligned} EU_A(\cdot | C) &= \alpha [I(C_h - k_h e \geq v_h)(\sigma + (1 - \sigma)k_h e)w + x - C_h) \\ &\quad + (1 - I(C_h - k_h e \geq v_h))x \\ &\quad + (1 - \alpha)[I(C_l - k_l e \geq v_l)(k_l e w + x - C_l) + (1 - I(C_l - k_l e \geq v_l))x] \\ U_T(v_i, k_i) &= I(C - k_i e \geq v_i)(C - k_i e) + (1 - I(C - k_i e \geq v_i))v_i \end{aligned}$$

그리고 $I(\cdot) = 1$ 혹은 0이다. 간략히 하면, 인수기업의 효율적인 계약 결정은 다음 문제의 해로 나타날 수 있다.

$$\text{Max}_{\beta, f} EU_A(\cdot | C) = \alpha [I(C - k_h e \geq v_h)(\sigma + (1 - \sigma)k_h e)w + x - C)$$

$$\begin{aligned}
& + (1 - I(C - ke \geq v_h))x] + (1 - \alpha) \\
& [I(C - k_l e \geq v_l)(k_l e w + x - C) + (1 - I(C - k_l e \geq v_l))x]
\end{aligned}$$

s. t.,

$$Max_{k_h, I} U_T(v_i, k_i) = I(C_i - k_i e \geq v_i)(C_i - k_i e) + (1 - I(C_i - k_i e \geq v_i))v_i$$

인수합병계약의 해를 구하는 것은 피인수기업으로 하여금 계약을 수용하고 최대의 전략적 행위를 수행하는 경우($I_i = k_i = 1$)에서 각 기업의 초기가치에 따른 주식비율(β_i)을 정의한다. 즉, $U_T(k_i = 1; \beta_i) \geq U_T(k_i = 0; \beta_i)$ 을 만족시키는 값 $\beta = \beta_l, \beta_h$ 는

$$\begin{aligned}
\beta \geq \frac{1}{(1 - \sigma)w} := \beta_h, \quad f(\beta_h) \geq (v_h + e) - \frac{1}{(1 - \sigma)w}[(\sigma + (1 - \sigma)e)w + x] := f_h \\
\beta \geq \frac{1}{w} := \beta_l, \quad f(\beta_l) \geq (v_l + e) - \frac{x}{w} := f_l
\end{aligned}$$

이며, $\max[\beta_h, \beta_l] = \beta_h$ 임을 알 수 있다.

또한 $U_T(k_l = 1 | \beta_h, f_h) = v_l$ 을 만족시키는 f_h' 을 다음과 같이 결정할 수 있다. 즉,

$$f_h' = v_l - \beta_h(e w + x) + e = (v_l + e) - \frac{1}{(1 - \sigma)w}(e w + x)$$

또한 $U_T(I_h = k_h = 1; \beta_0, f_0) = U_T(I_h = k_h = 1; \beta_0, f_0)$ 을 만족시키는 (β_0, f_0) 는 다음과 같이 구할 수 있다: $\beta_0 = \frac{\Delta v}{\sigma(1 - e)w}$, $f_0 = (v_l + e) - \frac{\Delta v}{\sigma(1 - e)w}(e w + x)$. 주어진 가정들하에서, 각 계약조건하에서 인수 및 피인수기업의 전략과 효용은 다음과 같다:

(i) $(\beta_h, f_h) : (I_h = k_h = 1), (I_l = k_l = 0)$

$$Eu_t^h = v_h \text{ and } Eu_t^l = v_l, \quad Eu_a = \alpha[(\sigma + (1 - \sigma)e)w - v_h - e] + x$$

(ii) $(\beta_l, f_l) : (\Delta v \leq \sigma \text{이면}, I_h = 1, 그렇지 않으면 } I_h = 0; k_h = 0),$

$$(I_l = k_l = 1)$$

$$Eu_t^h = \max \{\beta_l(\sigma w + x) - f_l, v_h\} \text{ and } Eu_t^l = v_l$$

만약 $\Delta v \leq \sigma$, $Eu_a = \alpha[\sigma w - Eu_t^h] + (1 - \alpha)[ew - v_l - e] + x$

그렇지 않으면, $Eu_a = (1 - \alpha)[ew - v_l - e] + x$

(iii) (β_h, f_h') : $(I_i = k_i = 1), i = l, h$

$$Eu_t^h = \beta_h((\sigma + (1 - \sigma)e)w + x) - f_h' - e > v_h \text{ and } Eu_t^l = v_l$$

$$Eu_a = \alpha[(\sigma + (1 - \sigma)e)w - Eu_t^h] + (1 - \alpha)[ew - v_l - e] + x$$

(iv) (β_0, f_0) : $(I_i = k_i = 1), i = l, h$

$$Eu_t^h = v_h \text{ and } Eu_t^l = v_l$$

$$Eu_a = \alpha[(\sigma + (1 - \sigma)e)w - v_h - e] + (1 - \alpha)[ew - v_l - e] + x$$

따라서 인수기업계약의 해는 위의 β 값들 중 인수기업의 기대효용을 극대화하는 값들로 결정될 수 있다. 먼저 어떠한 조건하에서 위의 계약(II)과 (III)에 따른 인수기업의 효용을 정리하면, $EU_a(\beta_h, f_h') \geq EU_a(\beta_l, f_l) \Leftrightarrow w \geq 1 - \frac{(1 + e)\sigma^2}{e(1 - \sigma)^2}$ 임을 알 수 있으며, 이는 주어진 조건($w > 1$)에 따라 항상 만족됨을 알 수 있다. 또한 $Eu_a > 0$ when $\frac{1}{(1 - \sigma)w} \leq 1$ 항상 성립한다. 따라서 우리는(I)과(III)을 비교함으로써 외생변수들의 조건에 따라 균형하에서의 계약과 전략적 행동이 결정될 수 있다. 결과적으로 모든 가능한 조건들하에서 계약과 피인수기업의 균형전략은 다음과 같이 결정된다.

정리 1: 시너지(w)가 충분히 큰 경우, 인수기업과 피인수기업의 계약(β^*, f^*) 및 전략(I_i, k_i)은 다음과 같이 결정된다.³⁶⁾

$$(가) \frac{1}{(1 - \sigma)w} \leq \frac{v_l + e}{ew + x} \text{ 인 경우,}$$

$$\text{a. } \frac{\Delta v}{\sigma(1 - e)} \geq w \frac{v_l + e}{ew + x} \text{ 일때, } C^* = (\beta_h, f_h'); (I_i = k_i = 1), i = l, h.$$

36) 부록 증명 참조

$$b. \frac{1}{(1-\sigma)} \leq \frac{\Delta v}{\sigma(1-e)} \leq w \frac{v_l + e}{ew + x} \text{ 일 때,}$$

$$C^* = (\beta_0, f_0); (I_i = k_i = 1), i = l, h$$

$$c. \frac{\Delta v}{\sigma(1-e)} \leq \frac{1}{1-\sigma} \text{ 일 때,}$$

$$(i) \alpha(\Delta_v - \frac{\sigma(1-e)}{1-\sigma}) + (1-\alpha)(ew - v_l - e) \leq 0 \text{ 이면,}$$

$$C^* = (\beta_h, f_h); (I_h = k_h = 1; I_l = k_l = 0).$$

$$(ii) \text{ 그렇지 않으면, } C^* = (\beta_h, f_h'); (I_i = k_i = 1), i = l, h$$

$$(d) \frac{1}{(1-\sigma)w} > \frac{v_l + e}{ew + x} \text{ 인 경우, } C^* = (\beta_h, f_h'); (I_i = k_i = 1), i = l, h$$

$$\text{이며, 여기서 } \beta_h = [\frac{1}{(1-\sigma)}, \frac{v_h + e}{(\sigma + (1-\sigma)e)w + x}] \text{ 이고 } f_h = f(\beta_h) \geq 0 \text{ 이다.}$$

정리 1은 피인수기업 가치에 대한 정보 비대칭과 도덕적 해이가 인수기업의 M&A 결정 및 최적 계약과 피인수기업의 노력에 미치는 영향을 나타내고 있다. 특히 위의 정리에서 (가)-b의 경우를 제외하고는 외생변수들의 모든 가능한 범위에서 최적계약결정은 정보의 불확실성으로 인한 비용을 동반하고 있다.³⁷⁾ 즉 주어진 조건하에서 인수기업은 초기가치가 높은 기업만을 인수합병하거나 보다 높은 가격으로 두 기업을 인수하는 것이 최적임을 나타내고 있다.

예를 들면 (가)-c-(i)의 경우 초기가치가 높은 기업만을 인수합병하는 것이 효율적임을 나타내고 있다. 이는 낮은 초기가치기업을 인수합병함으로써 발생하는 시너지효과가 이중적 정보비용을 상쇄하지 못하기 때문인데, 이는 낮은 가치 기업의 인수합병에서는 발생하는 비용과 수익간 비교를 통해 결정될 수 있다. 즉 인수기업은 정보의 비대칭과 피인수기업 고용자들의 도덕적해이로 인해 발생하는 추가적인

37) (가)-b에서 시너지(w)가 매우 높고, 시너지실현의 노력(e)에 대한 의존도($1-\sigma$)가 매우 높은 경우에는 인수기업이 지불해야하는 정보비용이 발생할 가능성이 낮아짐에 따라, 추가적인 비용없는 효율적인 인수합병이 가능해질 수 있다.

정보비용과 시너지를 통한 추가적인 기대수익을 수반한다. 따라서 최적계약 결정에서 낮은 초기가치의 기업을 인수합병함으로써 발생하는 이득과 비용과 관련되어 (가)–c에서와 같이 나타날 수 있다. 즉 첫 번째 팔호는 항상 음의 부호($\Delta v \leq \sigma(1 - e)$)를 띠고, 정보의 불확실성으로 인해 낮은 초기가치를 인수합병함으로써 발생하는 비용을 나타내고 있다. 반면, 두 번째 팔호는 낮은 가치를 인수합병하여 창출 가능한 기대가치 수익을 나타내고 있다. 또한 (가)–c–(i)에서는 Hansen(1987)에서와 같이 주식만을 이용한 M&A거래를 제시하는 것이 최적임을 나타내고 있다. 반면 결과 (가)–c–(ii) 혹은(나)의 경우에서처럼, 인수기업이 모든 기업에게 인수합병거래를 제의하는 것이 최적 계약일 수 있다. 즉 (가)–c–(i)에서처럼 주식만을 이용한 계약과 높은 초기가치의 기업만을 인수합병하는 것이 최적인 것과는 달리, 상대적으로 시너지효과가 높을 경우 인수기업은 주식과 현금 조합을 통해 모든 기업에게 M&A계약을 제시하는 것이 보다 효율적일 수 있다.³⁸⁾

또한 위의 정리에서 인수기업과 피인수기업의 상대적 규모차이는 M&A에 따른 정보비용에 영향을 미치고 있다. 즉 다른 것이 일정할 때, 인수기업의 규모(x)가 클수록 최적계약은 (가)–b: $C^* = (\beta_0, f_0)$ 에서 (가)–a: $C^* = (\beta_h, f_h')$ 로 결정될 가능성이 높아진다. 즉 인수기업의 규모가 피인수기업보다 상대적으로 큰 경우 피인수기업의 인수합병으로 인한 시너지 실현으로 인한 기대수익을 댓가로 지불해야하는 정보비용은 더욱 커지게 됨을 알 수 있다. 이는 인수기업이 피인수기업을 인수합병으로써 실현될 수 있는 상대적 가치($\frac{w}{x}$)가 감소함에 따라서 피인수기업을 인수합병하는 비용이 증가하기 때문이다. 따라서 주어진 시너지 가치(w)가 일정한 조건하에서는 IT중소기업간 M&A는 대기업–중소기업 인수합병보다 상대적으로 보다 적은 정보비용을 지불할 수 있음을 의미할 수 있다. 바꾸어 말하면, 규모가 일정한 인

38) Hansen(1987)은 가치평가의 불확실성(information asymmetry)을 고려하는 모형에서 주식을 이용한 M&A계약과 모든 기업들의 인수합병이 최적임을 주장하였다(그림 1 참조). 이와 관련하여, 본 연구의 모형에서는 주식을 이용한 M&A계약이 높은 초기가치를 가진 기업만을 인수합병하는 과정에서 제시될 수 있다.

수기업은 상대적으로 실현가능한 시너지 값이 클수록 도덕적 해이로 인한 정보비용을 발생시키지 않을 수 있음을 의미한다.

추가적으로 위의 (가)–c의 조건을 분석하면 다음과 같은 결과를 얻을 수 있다.

정리 2: 균형 (가)–c에서, w , α , Δv , e 가 작으면 작을수록, σ 가 크면 클수록, 높은 초기가치의 기업만을 인수할 가능성이 높아진다.

이는 인수합병으로 인한 창출 가능한 가치(w)가 적거나, 낮은 가치의 피인수기업이 가치를 실현할 확률(e)이 낮을수록(또는 σ 가 높을수록), 낮은 가치의 기업에 대한 인수합병을 하지 않는 것이 효율적인 것임을 나타낸다. 이는 창출가치가 낮거나 가치실현의 확률이 낮은 경우에는 낮은 가치기업을 인수합병함으로써 부담해야하는 정보비용이 기대 수익분보다 상대적으로 더욱 증가하게 됨에 따라 높은 가치의 기업만을 선택하여 인수하는 것이 더 효율적 이게 된다. 또한 피인수기업이 높은 가치를 지닐 확률(α)이 높은 경우에도 높은 가치기업만이 M&A거래를 선택할 수 있도록 스크린하는 것이 효율적일 수 있다. 또 다른 결과는 피인수기업의 가치격차(Δv)가 작은 경우에도 낮은 가치 기업을 인수합병하는 것은 바람직하지 않다. 이는 낮은 가치기업의 인수합병비용이 상대적으로 커지기 때문이다. 따라서 높은 가치기업만이 인수합병을 선택할 수 있도록 M&A거래를 제시하는 것이 보다 효율적일 수 있다. 결과적으로 중소기업의 인수합병은 충분한 시너지효과가 가능한 인수합병을 하는 것이 가능한 경우에만 낮은 가치기업을 인수합병할 수 있다. 또한 노력을 통한 가치창출 확률이 높을수록 가치와 관계없이 모든 기업에게 인수합병거래를 제의하는 것이 균형임을 보이고 있다.

정리하면, M&A계약균형에서 정보의 비대칭뿐만 아니라 피인수기업 고용자들의 도덕적해이로 인해 추가적인 정보비용이 발생함을 보이고 있다. 정보의 비대칭만 고려되는 Hansen(1986)의 연구에서는 주식과 현금이 모두 거래수단으로 사용될 수 있는 경우, 일정한 조건하에서 주식과 현금을 이용한 측적계약을 통해 효율적인 거래를 성사시킬 수 있으므로 정보비용이 발생하지 않을 수 있다. 그러나 피인수기업

의 도덕적 해이가 존재하는 경우, 주식과 현금을 모두 사용하는 경우에도 이로 인한 정보비용이 발생할 수 있다. 즉, 상대적으로 낮은 초기가치를 보유한 기업의 경우에는 인수합병을 함으로써 기대되는 시너지를 실현하기 위한 인센티브 비용이 적지 않아, 대상에서 제외되어야 하거나 인수합병하는 경우에도 정보비용을 지불해야만 하는 경우가 발생하기 때문이다. 또한 이러한 정보비용은 인수합병으로 인한 가치창출의 규모가 상대적으로 작거나, 인수합병후 사후적인 전략적 행동을 통한 가치창출 가능성이 적은 경우에 낮은 가치기업을 인수합병하지 않는 것으로 나타나고 있다. 다시 말하면 노력을 통한 시너지 창출과 기대수익이 정보비용을 상쇄할 만큼 충분히 높은 경우에만 가치와 관계없이 모든 기업에게 인수합병을 성사시키는 것이 최적임을 보였다.

4. 요약 및 시사점

IT중소벤처의 M&A거부감 및 소유의식에 대한 논의는 기업고유의 소유가치로 인한 투자유인과 M&A효과에 미치는 결과에 대한 이론적 논의를 제공하였다. 이 논의에서는 IT중소벤처인의 M&A에 대한 인식 전환이 M&A를 활성화할 수 있는 유인을 제공할 수 있는 면에서는 긍정적이나, 사후적으로 M&A를 통한 IT중소벤처의 경쟁력 제고에 대한 직접적인 영향을 미치지는 않을 것임을 시사하고 있다. 즉 IT중소벤처인의 소유가치는 M&A에 대한 거부감 및 가격압력으로 작용함에 따라 IT중소벤처 M&A를 저해할 수 있는 요인인 반면, 한편으로는 IT중소벤처인의 소유의식이 기업의 경영 및 투자활동에 영향을 미칠 수 있음에 따라(Blanchflower and Oswald 1992, Benz 2006), 독립기업의 성장에 대한 유인을 제공하는 순기능을 가지고 있음을 나타내고 있다. 즉 IT중소벤처의 M&A는 독립적인 소유의식에 의한 투자유인을 제거할 수 있으며 이에 따라 시너지효과가 반감되는 결과를 야기할 수 있다는 것을 의미한다. 따라서 단순히 IT중소벤처인의 인식을 전환하기 위한 목적에 의한 정책 보다는 기업인들의 교류를 확대하고 상호 친밀감을 확대에 더욱 중점을 두는 것이

잠재적인 M&A기업들에 대한 정보 불확실성을 감소하고 M&A후 사후적 통합과정을 원활히하는 간접적인 효과를 거둔다는 면에서 긍정적이라 할 수 있을 것이다.

두 번째로 가치의 불확실성과 M&A중개시장의 역할 및 비용에 대해서는 이경원 외(2001)를 중심으로 이론적 논의를 제공하였다. 이논의에서는 M&A과정에서 M&A 중개기관의 활용이 추가적인 비용을 수반함으로써 정책적 지원과정에서 주의가 필요로 함을 시사하고 있다. M&A시장에서 기업가치의 불확실성은 우수한 기업의 시장참가를 저해하는 시장실패(Akerlof's lemon problem)를 야기하며, M&A중개기관의 개입을 통해 완화될 수 있다(Servaes and Marc 1996). 반면 중개기관은 잠재적 M&A 기업과의 계약관계에서 자기업의 이윤을 추구함에 따라, 추가적인 중개비용을 야기 할 수 있는 비효율성을 발생시킬 수 있다(Kesner, Shapiro and Sharma, 1994). 즉 M&A중개기관이 개입함으로써 발생하는 비용이 그렇지 않은 경우의 비용보다 큰 경우, M&A중개기관에 의한 컨설팅 및 자문지원은 바람직하지 않을 수 있다. 예를 들면, 잠재적인 인수 및 피인수기업간 교류가 활발하거나 동종산업 혹은 품목내에서 사업을 영위하는 경우에는 중개기관의 개입이 바람직하지 않을 수 있음을 의미 한다.

마지막으로 M&A후 사후적인 통합과 도덕적해이에 대한 이론적 논의는 M&A기업의 사후적인 통합관리에 대한 중요성을 나타내고 있다. 먼저 M&A후 시너지실현에 영향을 미칠 수 있는 인적자원, 지식 및 기술의 이전(Bresman, Birkinshaw and Nobel 1999, Brodt and Knoll 2004 등), 조직 및 보상체계(Datta, 1991), 조직문화의 적합성(Hitt, Harrison and Ireland 2001) 등의 사후적인 요소들에 대한 이론적 논의를 제공하였다. 특히 IT중소벤처의 경우 지식자산이나 기술 등의 비물질적 재원의 통합과 인수 및 피인수 인력간 문화 및 보상체계의 조화가 M&A기업의 시너지 실현에 미치는 영향력이 크기 때문에 이에 대한 적절한 통합관리가 필요함을 나타내었다. 사후적 통합과정에서 피인수기업의 도덕적해이와 관련된 이론적 분석에서는 피인수기업인들의 전략적 행동이 사전적으로 인수기업의 M&A결정 및 및 계약 선택에 비용을 초래할 수 있음을 나타내었다. 이는 피인수기업 고용인들의 도덕적해이

가 시너지창출이 가능한 피인수기업의 M&A경우에도 대상기업에서 제외되는 비효율성을 확대하는 결과를 가져올 수 있음을 암시하고 있다. 또한 사전적인 기업가치의 불확실성이 적은 바람직한 M&A의 경우에조차, 사후적 통합관리의 실패는 M&A 기업의 시너지창출을 저해할 수 있음에 따라 사후적 통합관리에 대한 중요성을 시사하고 있다.

제 2 절 코스닥 IT중소벤처 M&A유인 및 실효성관련 요인에 대한 설문결과

1. 개요 및 대상

M&A관련 설문조사는 코스닥 IT중소벤처를 대상으로 앞서 이론적으로 논의된 문제점들 – M&A거부감, 가치의 불확실성, 사후적 통합과정의 불확실성 등 – 과 기타 가능한 저해요인들을 분석하고 시사점을 도출함을 목적으로 한다. 또한 코스닥 IT중소벤처의 각 유형별 특성과 M&A저해요인간 관계를 분석하기 위해, 조사대상을 업종별, 업력별 및 M&A 경험 유무를 바탕으로 조사대상을 구분하여 각 특성별로 중요하게 고려되는 저해요인들을 파악하고 분석한다.

이 설문조사에서는 코스닥에 상장된 128개 IT중소벤처들을 대상으로 하였다.³⁹⁾ 업종별로는 정보통신기기 및 장비제조분야와 SW 및 IT서비스 분야 기업들이 각 46, 45개, 반도체 및 IT부품기업이 37개였다.⁴⁰⁾⁴¹⁾ 그 중 벤처 혹은 이노비즈 인증기업이 105개로 약 81%를 차지하였으며, SW 및 IT서비스분야에서 가장 비중이 높았다. 업

39) 응답자는 주로 기획 및 경영전략부서의 팀장 혹은 부장이상을 대상으로 하였으며, 기획 및 경영전략부서를 중점으로 과장이상이 전체의 57%를 차지한다. 만일 그 이하 직급이 응답자인 경우 기획 및 경영 전략 담당자의 인정 혹은 승인을 받도록 하였다.

40) IT산업 및 세부업종은 통계청 표준산업분류(KSIC)의 “IT산업특수분류”에 의해 정의

41) 〈표〉의 “주”참조, 조사결과에서 통신서비스기업은 1개 기업만을 포함하고 있어 분석에서 제외

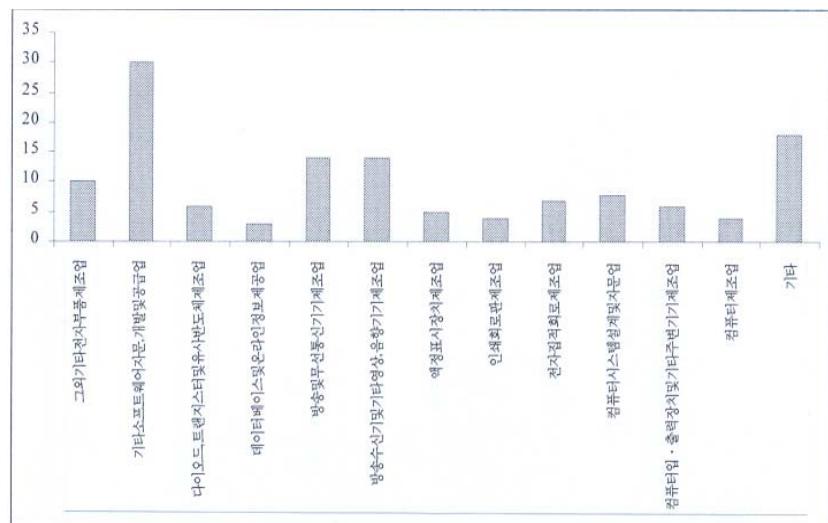
력별로는 8년 미만 기업이 전체 대상에서 약 36%를 차지하여 가장 높은 비중을 보였다. 세부분야별로는 기타 소프트웨어 자문, 개발 및 공급업체가 30개로 가장 비중이 높았으며, 그 밖에 방송 무선통신기기, 무선통신수신기 및 영상, 음향기기 제조업체가 각 14개, 기타 전자제품제조업체가 10개순으로 조사대상에서 높은 비중을 차지하였다.

〈표 4-1〉 조사대상업체 분포

	대상업체수	벤처, 이노비즈	1997년 12월 이후 설립
정보통신기기 및 장비 제조	46	36	15
반도체 및 IT 부품	37	26	13
SW 및 IT 서비스	45	43	19
총계	128	105	47

주: 각 분야별 구분은 IT산업에서 소분류를 기준으로 기기 및 장비제조는 300,322,332, 반도체 및 IT부품은 313,320,321, SW 및 IT서비스는 서비스 분야에서 IT산업으로 분류된 기업들을 포함

〔그림 4-1〕 세부분야별 조사대상업체 분포



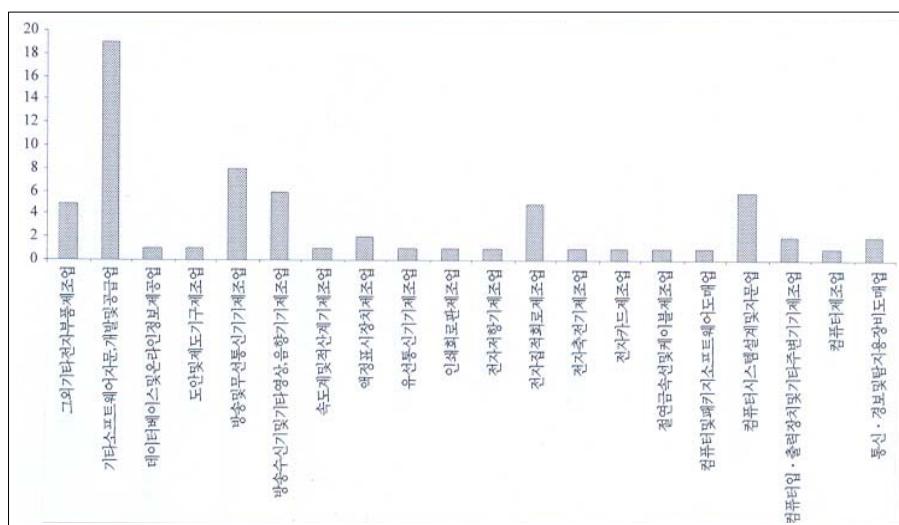
조사업체중 M&A거래를 추진한 경험이 있는(실패 및 중단 포함) 기업은 66개로 전체에서 약 51.2%를 차지하였다. SW 및 IT서비스분야 기업이 29개로 가장 많았으며, 정보통신기기 및 장비분야에서 20개, 반도체 및 IT부품기업이 17개 순이었다. 세부분야별로는 기타 소프트웨어 자문, 개발 및 공급업분야가 19개로 가장 많았으며, 그 밖에 무선통신기기제조 8개, 방송수신기 제조분야와 컴퓨터 시스템설계 및 자문업분야가 각각 6개순이었다.

〈표 4-2〉 조사대상업체 및 M&A경험 기업 분포

구분	기업총계	정보통신기기 및 장비제조	반도체 및 IT 부품	SW 및 IT 서비스
조사대상	128	46	37	45
M&A경험	66	20	17	29

주: 각 분야별 구분은 IT산업에서 소분류를 기준으로 기기 및 장비제조는 300,322,332, 반도체 및 IT부품은 313,320,321, SW 및 IT서비스는 서비스 분야에서 IT산업으로 분류된 기업들을 포함

〔그림 4-2〕 세부분야별 M&A경험기업 분포



2. 설문결과1: IT중소벤처인의 M&A에 대한 거부감

자기기업의 매각 가능성에 대해 응답한 기업(66개) 중에서 대부분인 51개 기업(77.3%)이 매각할 용의가 없음을 나타내었다. 매각을 거부한 원인을 살펴보면, 독자적이고 지속적인 경영목표를 추구하는 것이 약 89%로 가장 높은 비중을 차지하였다.

M&A필요성과 피인수 가능성여부를 모두 응답한 65개 기업들을 대상으로 기업의 특성과 M&A거부감간 상관관계를 분석하였으며, M&A경험 유무, 벤처 혹은 이노비즈 유무, 업종 등이 M&A의 필요성과 피인수에 대한 거부감간 상관관계에 영향을 미치는 것으로 나타났다.⁴²⁾ 이는 각 기업들의 특성 – M&A경험유무, 벤처/이노비즈 유무, 업종, 업력 등 – 이 피인수대상(매각) 가능성여부에 어떤 영향을 미치는지는 M&A필요성에 대한 인식을 비교함으로써 분석할 수 있다. 특히, 분석결과에서 M&A경험이 있는 경우와 벤처/이노비즈가 아닌 경우에서 M&A필요성을 인식하고 있는 기업들의 비중이 높았다.

〈표 4-3〉 기업 매각 가능 여부

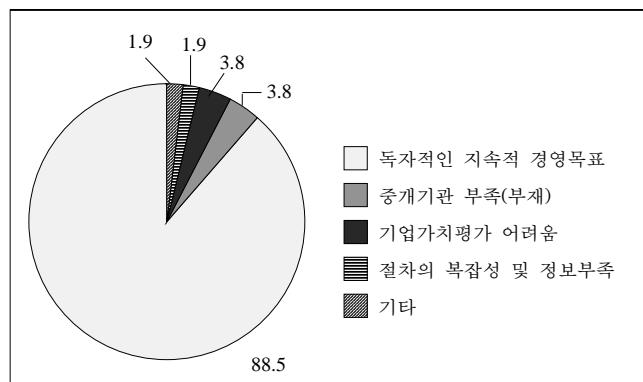
구분	소계	비중	M&A경험		벤처/이노비즈		업종			업력(1998기준)	
			유	무	유	무	기기	부품	SW	이전	~현재
계	66	100	36	30	50	16	26	14	26	38	26
전혀 없음	51	77.3	26	25	38	13	22	11	18	29	22
고려 가능	13	19.7	10	3	11	2	4	3	6	8	3
그렇다	1	1.5		1		1			1		1
매우 그렇다	1	1.5		1	1				1	1	

M&A의 경험유무와 관련하여, 경험한 기업들이 그렇지 않은 기업들에 비해 상대적으로 M&A필요성에 대한 인식이 높고, 피인수 가능성성을 긍정적으로 고려하고 있

42) 그 중에서 M&A가 필요하다고 인식하는 기업은 49개로 75.4%를 차지하며, 불필요하다고 생각하는 기업(16개)보다 높은 비중을 차지

음을 나타내었다. M&A 경험기업의 경우, M&A가 필요하다고 인식하고 있는 기업이 33개로 대부분을 차지하였다. 반면 경쟁력 강화를 위해 M&A가 필요하고 피인수대상이 되는 것을 고려할 수 있다는 기업이 10(27%)개로 거부감을 가지고 있는 기업(23, 64%)에 비해 적게 나타났다. 반면 M&A를 경험하지 않은 기업의 경우, 인수합병시 피인수대상가능성에 대한 거부감은 M&A필요성에 대한 인식과 관계없이 12개로 비슷하게 나타났다.

[그림 4-3] 매각대상거부 요인별 비중



또한 벤처/이노비즈 인증을 받은 기업들은 M&A에 대한 필요성을 인식한 경우 피인수 대상가능성에 대해 긍정적으로 고려하고 있었다. 반면, 벤처/이노비즈 기업들은 M&A에 대한 필요성을 느끼지 못한 기업들의 경우 인수합병시 피인수대상이 되는 것에 대한 높은 거부감을 보이고 있다. 따라서 벤처/이노비즈 기업들의 경우 M&A필요성의 인식여부에 따라 피인수에 대한 거부의식이 상이하게 나타남을 보였다.

업종별로는 SW 및 IT서비스 기업들이 타업종의 기업들보다 M&A에 대한 필요성을 인식한 경우 피인수 대상가능에 대해 긍정적으로 고려하고 있는 기업들이 8개(19개)로 많은 비중을 차지하였다. 반면, 기기의 경우에는 M&A에 대한 필요성을 인식한 기업들은 22개로 비중이 높은 반면, 피인수 대상이 되는 것에 대한 거부감을

가진 기업들이 19개로 대부분을 차지하였다. 반도체 및 부품의 경우 M&A가 필요하다는 기업들과 그렇지 않은 기업들간 차이가 크지 않았으며, 전반적으로 피인수에 대한 거부의식을 나타내었다.

〈표 4-4〉 M&A필요성과 M&A대상 가능 여부

구분	계	M&A필요(49)			불필요(16)		
		소계	M&A대상가능	M&A대상불가	소계	M&A대상가능	M&A대상불가
M&A경험	유	36	33	10	23	3	3
	무	29	16	4	12	13	12
벤처/이노비즈	인증	49	34	11	23	15	14
	무인증	16	15	3	12	1	1
업종	기기	26	22	3	19	4	3
	부품	14	8	3	5	6	6
	SW	25	19	8	11	6	6
업력(1998년기준)	이전	37	30	8	22	7	6
	~현재	28	19	6	13	9	9

주: 1) M&A필요성 및 대상가능여부를 모두 응답한 업체를 대상으로 함

2) M&A가 불필요하거나 대상 가능성에 대해서는 전혀 고려하지 않는다고 응답한 기업들만을 고려

정리하면, M&A경험이 있는 기업일수록 벤처/이노비즈 기업일수록 SW 및 IT서비스업종에 종사하는 기업일수록 M&A필요성에 대한 인식이 있는 경우 피인수대상이 되는 것에 대한 거부감이 낮게 나타남을 알 수 있었다. 이는 해당기업들이 M&A에 대한 경험이 있고 혁신 및 지식집약적 활동에 주력하며 환경변화에 민감한 기업들일수록 피인수를 통한 경쟁력 개선에 대해 긍정적인 면을 보여주는 것이라 할 수 있다. 반면 벤처/이노비즈기업들의 경우 기업가정신 및 자립적 기업활동을 통한 성장에 중점을 두고 있다는 점에서 M&A 혹은 피인수 대상에 대한 거부감이 상대적으로 높음을 보여주고 있다.

3. 설문결과 2: 중개기관 활용과 M&A실효성 요인

가. 업종별 M&A추진 결과

M&A추진결과를 살펴보면, 경쟁력을 확보한 기업이 32개(48.5%)였으며, SW분야에서 높은 비중을 차지하였다. 그 외에 M&A가 손해 및 기대이하의 효과를 낸 기업이 11개(16.7%)로 높았으며, M&A실패 및 중단기업이 8개(12.1%)순이었다.⁴³⁾ 업종별로는 SW업종에 있는 인수합병기업의 경우, 경쟁력을 확보(51.7%)하거나 기대이하의 효과(27.6%)를 야기한 비중이 타업종에 비해 각각 높게 나타났다. 또한 기기의 경우 M&A를 성사시키지 못하거나 중단된 비중이 20%로 타업종에 비해 높게 나타났다.

〈표 4-5〉 인수기업 업종별 M&A효과

구분	계	M&A실패 및 중단	손해 및 기대이하의 효과	무효과	경쟁력확보	기타
계	66	8	11	3	32	12
기기	20	4		1	10	5
부품	17	1	3	2	7	4
SW	29	3	8		15	3

주: 1) 인수기업을 기준으로 업종분류, 효과에 대한 중복 제외
 2) 경쟁력확보에 기술 및 경영재원확보, 금융재원확보를 포함
 3) M&A효과에서 기타는 현재 진행중이거나 평가하기에는 시기상조 및 무응답기업을 포함

나. M&A형태, 목적, 기업간 관계, 컨설팅 활용여부와 실효성간 상관관계

M&A형태에 따른 M&A의 효과에 대한 자체평가에 따르면, 수직적, 수평적 혹은 동일 IT산업내 M&A순으로 높은 경쟁력강화 효과를 보였다. 먼저 IT산업내 M&A를 추진한 경우가 46건, 약 67%로 대부분을 차지하였다. 그 중에서 IT산업내 신사업진출 및 다각화를 위한 M&A가 24건으로 52%이상을 차지하였으며, 그 밖에 수직적 M&A, 수평적 M&A 순이었다. 형태별에 따른 M&A효과는 수평적 M&A가 경쟁력

43) 진행중이거나 평가시기상조 및 무응답기업들의 비중 제외

을 개선한 기업이 7건(전체9)으로 비중이 가장 높았으며, 그 밖에 수직적 M&A 6건(전체10), IT산업내 11건(전체 21) 순이었다. 반면, 이종산업간 다각적 M&A의 경우 경쟁력을 확보한 기업이 6개(전체 14)로 가장 낮은 비중을 차지하였다.

〈표 4-6〉 M&A유형에 따른 M&A효과

구분	계	M&A실패 및 중단	순해 및 기대 이하의 효과	무효과	경쟁력확보	기타
계	66	8	11	3	32	12
수직적 M&A	13	3	1		6	3
수평적 M&A	9		2		7	
IT산업내 기타	24	3	3	2	11	5
다각적 M&A	15	1	5		6	3
기타	5	1		1	2	1

주: 1) M&A유형에서 전수의 중복제외, 기타는 구분이 안되거나 무응답기업을 포함

2) 경쟁력확보에 기술 및 경영재원확보, 금융재원확보를 포함

3) M&A효과에서 기타는 현재 진행중이거나 평가하기에는 시기상조 및 무응답기업을 포함

M&A목적에 따른 M&A에 대한 효과에 대한 자체평가에 따르면, 기술 및 경영 보완적 재원 확보와 시장지배력 강화를 목적으로 한 경우 기업들의 M&A를 통한 경쟁력 강화 효과가 높았던 것으로 나타났다.⁴⁴⁾ 먼저 M&A추진 목적은 사업의 다변화 및 다각화를 위한 M&A가 가장 비중이 높았던 반면, 시장 지배력 강화의 비중이 가장 낮은 것으로 나타났다. M&A목적에 따른 M&A효과는 기술 및 경영재원확보를 목적으로 한 인수합병에서 경쟁력을 강화한 효과가 8(전체 12)로 가장 높게 나타났다. 사업의 다각화 및 다변화의 경우, 경쟁력을 확보한 경우가 높았던 반면 M&A가 성사되지 못하거나 기대이하의 효과를 가져온 비중도 높았다. 그 밖에 신사업진출 혹은 금융재원 확보를 목적으로 한 기업간 M&A는 경쟁력 확보와 무효과이하의 비중이 비슷하였다.

44) 기업간 M&A는 두개 이상의 목적을 가지고 진행될 수 있어, 중복 가능함을 고려함

〈표 4-7〉 M&A목적에 따른 M&A효과

구분	계	M&A실패 및 중단	손해 및 기대이하의 효과	무효과	경쟁력확보	기타
기술 및 경영재원확보	10		3		6	1
시장 지배력 강화	2				2	
신시장 진입	8		3	1	2	2
사업의 다변화 및 다각화	39	8	4	1	18	8
금융재원확보	8	2	1		3	2
기타	4			1	2	1

주: 1) M&A목적은 중복 가능, 기타는 구분이 안되거나 무응답기업을 포함
 2) 경쟁력확보에 기술 및 경영재원확보, 금융재원확보를 포함
 3) M&A효과에서 기타는 현재 진행중이거나 평가하기에는 시기상조 및 무응답기업을 포함

M&A이전관계에 따른 M&A에 대한 효과에 대한 자체평가에 따르면, 일시적 거래 및 전략적 제휴 등 사전적인 교류가 있었던 기업들의 M&A를 통한 경쟁력강화 효과가 높았던 것으로 나타났다. 먼저 M&A경험이 있는 기업들 중 M&A추진 이전에 대상기업과 전혀 사업관계가 없었던 기업이 46개로 대다수를 차지한 반면, 빈번한

〈표 4-8〉 M&A이전관계에 따른 M&A효과

구분	계	M&A실패 및 중단	손해 및 기대이하의 효과	무효과	경쟁력 확보	기타
계	66	8	11	3	32	12
관계없음	46	6	9	2	19	10
일시적 거래	5		1		4	
빈번한 거래	3			1	1	1
전략적 제휴	8	1	1		6	
기타	4	1			2	1

주: 1) M&A이전관계에서 중복제외, 기타는 계열사와 우호적관계를 포함
 2) 경쟁력확보에 기술 및 경영재원확보, 금융재원확보를 포함
 3) M&A효과에서 기타는 현재 진행중이거나 평가하기에는 시기상조 및 무응답기업을 포함

거래 및 제휴 관계에 있었던 기업은 11개로 약 17%를 차지하였다. 그러나 일시적 거래관계에 있었거나 전략적 제휴를 맺었던 경우, 10개의 기업이 M&A를 통해 경쟁력확보 및 금융시너지 효과를 실현했다고 응답하여 높은 비중을 차지하였다. 반면 관계가 없었던 기업간 M&A는 경쟁력을 확보한 기업이 41.3%로 비교적 낮은 비중을 차지하였다. 또한 M&A추진중 여러 가지 요인에 의해 M&A가 성사되지 못한 경우가 많은 것으로 나타났다.

〈표 4-9〉 컨설팅 활용여부에 따른 M&A효과

구분	계	M&A실패 및 중단	손해 및 기대 이하의 효과	무효과	경쟁력 확보	기타
계	66	8	11	3	32	4
활용안함	계	33	5	3	21	4
컨설팅 활용	총계	33	8	6	11	8
	법·조세	15	2	2	6	4
	회계	16	4	2	6	4
	실사	17	6	3	6	2
	자금확보	3	1		2	
	대상탐색	11	2	2	4	3

- 주: 1) 컨설팅 활용여부에서는 중복 제외, 세부 컨설팅 활용은 중복 가능
 2) 컨설팅 활용에서 공공기관의 컨설팅활용기업 1개포함
 3) 경쟁력확보에 기술 및 경영재원확보, 금융재원확보를 포함
 4) M&A효과에서 기타는 현재 진행중이거나 평가하기에는 시기상조 및 무응답기업을 포함

M&A컨설팅이용 유무에 따른 M&A에 대한 효과에 대한 자체평가에 따르면, 컨설팅을 활용하지 않은 경우가 기업간 M&A를 통한 경쟁력강화 효과가 높았던 것으로 나타났다. M&A경험이 있는 기업들 중 컨설팅 기관을 활용한 기업들은 33개로 1/2 을 차지하였으며, 각각 대상탐색, 법·조세, 회계, 실사 등 다양한 컨설팅을 받은 것으로 나타났다. 그러나 M&A효과와 관련해서, 활용을 하지 않은 기업간 M&A가 경쟁력을 확보한 경우가 21건으로 활용한 경우(11건)에 비해 높은 것으로 나타났다.

이러한 결과는 IT중소벤처의 M&A경우, 내부전문가를 이용함으로써 외부 중개기관에 의한 추가적인 비용을 낮추는 것이 바람직할 수 있음을 해석될 수 있다.⁴⁵⁾ 또한 외부전문가를 활용하지 않은 M&A의 경우 대상기업과 거래관계가 있는 경우가 11건으로 활용하지 않은 경우(4건)보다 대상기업에 대한 정보가 어느정도 알려져 있는 경우라 할 수 있다. 또한 유형별로도 활용하지 않은 기업간 M&A의 경우 IT산업 내 비연관 혹은 이종업종 다각화M&A가 17건이었던 반면, 활용한 경우에는 22건으로 대상기업에 대한 정보가 미흡했던 것을 알 수 있다. 결과적으로 이는 외부 전문가를 활용하지 않은 M&A의 경우, 기업들간 사전적인 거래관계 혹은 산업적 연관관계가 높아 M&A기업들간 정보의 불확실성이 크지 않았을 것으로 해석될 수 있다.

4. 설문결과3: 사후적 통합 및 M&A관련 애로요인

가. M&A계획 및 애로요인

M&A계획이 있는가의 여부에 대해, 84개(65.6%) 기업이 응답을 보였으며, 응답기업중에서 2~4년이내가 43개(34.5%)로 가장 높은 비중을 차지하였다. 그 외에 계획이 없다는 응답이 26개(31%), 5년이후가 15개(16.9%) 순이었다. 기업특성별로 살펴보면, M&A경험이 있는 경우는 0~4년이내가 35개(60.3%)로 가장 높았던 반면 그렇지 않은 경우는 단기적인 계획이 없는 기업이 18개(69.2%)로 높은 비중을 차지하였다. 또한 기기업종에 있는 경우 0~4년이내가 23개(67.6%)로 높았던 반면, SW 및 IT서비스와 부품업종의 경우 단기적 계획이 없는 기업수가 각각 11개(61.1%), 19개(59.4%)로 높은 비중을 차지하였다.

그 밖에 벤처/이노비즈 혹은 업력별로는 단기적 M&A계획이 있는 경우와 그렇지 않은 경우가 비슷하게 나타났다. 결과적으로 M&A경험이 있을수록 기기업종에 있는 기업일수록 M&A를 더욱 적극적으로 고려하고 있는 것으로 나타났다.

M&A계획이 없는 기업들(26개, 31%)을 대상으로 원인을 살펴보면, M&A대상기업

45) 본 장 제 1절의 이론적 논의에서 M&A중개기관의 역할과 비용 참조

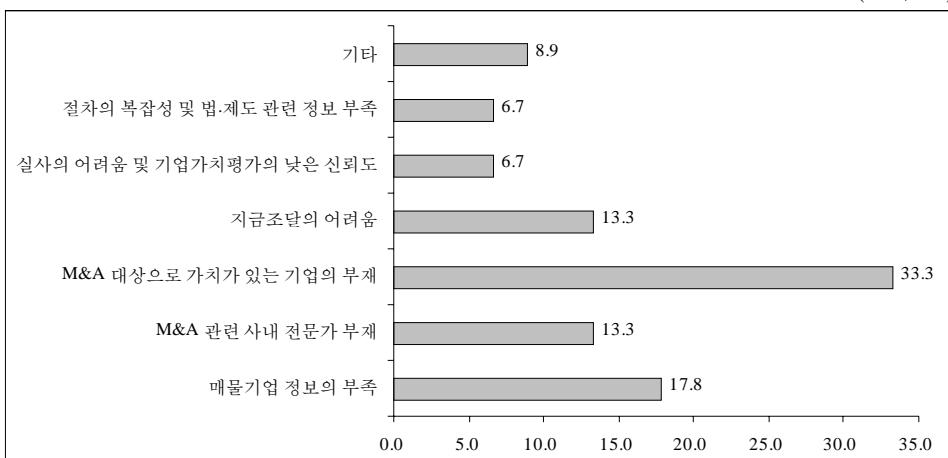
이 될 만한 가치있는 기업의 부채가 33.3%로 가장 높은 비중을 차지하였다. 그 밖에는 매물기업정보의 부족(17.8%), M&A관련 사내전문가 부족과 자금조달애로(13.3%) 등 순이었다. 따라서 M&A를 계획하고 있는 않은 기업의 경우, 실제로 M&A가 경쟁력을 강화시키는 전략이라고 생각하지 않거나 잠재적 피인수기업들에 대한 정보부족 및 수용할만한 가치평가체계의 미흡을 간접적으로 나타내고 있다.

〈표 4-10〉 M&A계획에 대한 응답현황

구분	소계	비중	M&A경험		벤처/이노비즈		업 종			업력(1998기준)	
			유	무	유	무	기기	부품	SW	이전	~현재
계	84	100	58	26	59	25	34	18	32	54	30
1년 이내	14	16.7	14		9	5	5	3	6	10	4
2~4년 이내	29	34.5	21	8	19	10	18	4	7	20	9
5년 이후	15	17.9	6	9	10	5	5	3	7	10	5
계획 없음	26	31.0	17	9	21	5	6	8	12	14	12

〔그림 4-4〕 M&A계획이 없는 원인

(단위: %)

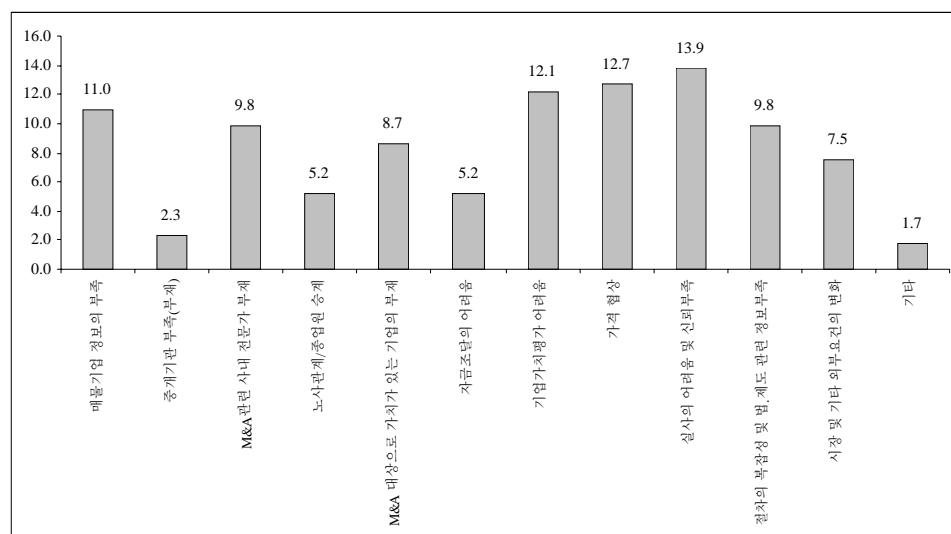


주: M&A계획이 없는 26개 기업 중 24개 응답하였으며, 계획이 없는 원인은 중복가능

나. M&A추진과정에서의 애로요인

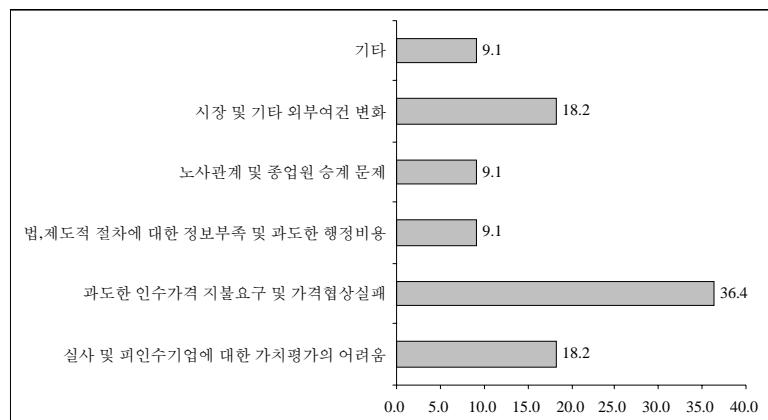
M&A추진과정에서 애로요인을 살펴보면, 실사의 어려움 및 신뢰부족이 13.9%로 가장 높은 비중을 차지하였으며 대상기업에 대한 정보부족 및 가치평가체계에 대한 낮은 신뢰도를 반영하고 있었다. 그 밖에도 가격협상(12.7%), 기업가치평가의 어려움(12.1%), 매물기업에 대한 정보부족(11.0%) 등 순으로 나타났다. 상대적으로 낮게 나타난 것은 중개기관부족(2.3%), 노사 및 종업원 승계와 자금조달(5.2%) 순이었다. 이는 위에서 논의된 바와 같이 중개기관을 활용하지 않는 M&A의 경우 비교적 사업적 관련이 있어 대상기업에 대한 정보부족이 심하지 않다는 것을 반영하고 있음을 알 수 있다. 또한 M&A가 성사되지 못한 8개 기업들을 대상으로 원인을 살펴보면, 과도한 인수가격요구 및 가격협상 실패(36.4%)가 가장 주요한 원인으로 지적되었다.

[그림 4-5] M&A추진과정에서의 애로요인



주: M&A를 추진한 경험이 있는 66개 기업중 64개 기업이 응답하였으며, 애로요인 중복 가능

[그림 4-6] M&A가 성사되지 못한 원인



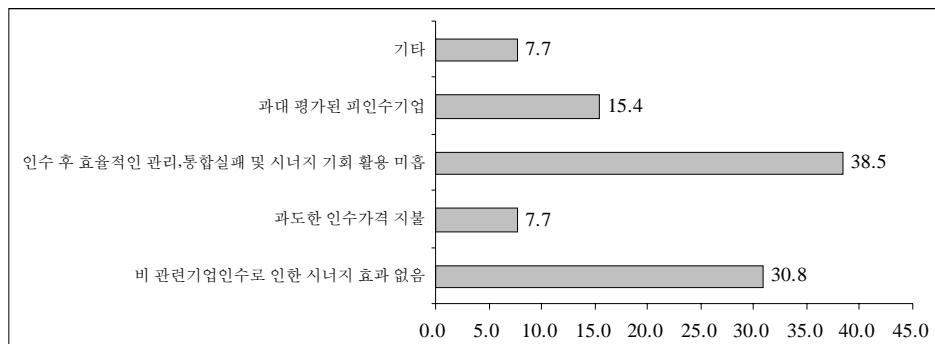
주: M&A실패 및 중단된 경험이 있는 8개 기업을 대상, 원인 중복 가능

다. M&A통합과정에서 애로요인

M&A효과가 없거나 기대이하의 효과를 경험한 13개 기업이 응답한 원인을 살펴보면, 인수후 통합·관리 실패 및 시너지 활용 미흡이 38.5%로 가장 높은 비중을 차지하였다. 이는 IT중소벤처 M&A를 통한 경쟁력 강화는 사후적 통합과정에 대한 의존성이 매우 크며, 특히 기업 문화 및 의사소통의 격차를 줄이는 것이 시너지 창출에 큰 영향을 준다는 이론적 논의를 뒷받침하고 있다. 그 밖에 비관련기업인수로 인한 시너지 창출 불가능(30.8%), 과대평가된 피인수기업(15.4) 등 순이었다. 또한 인수합병 후 통합과정과 관련하여 애로사항으로는 기업간 문화차이 및 의사소통 곤란이 52.7%로 가장 높은 비중을 차지하였다. 그 외에도 피고용인 승계와 대상기업가치절하가 각각 12.7%, 기술적 차이가 3.6%순이었다.⁴⁶⁾ 기업적 특성과 관련해서, 특성과 관계없이 문화차이 및 의사소통 곤란이 대부분을 차지했으며, 단지 SW, 97년이후에 설립된 기업, 벤처/이노비즈 인증이 없는 기업들의 비중이 약간 높게 나타났다.

46) 기타응답 제외

[그림 4-7] M&A효과가 기대이하로 나타난 주요 요인



주: 기대이하 및 무효과를 경험한 14개 기업 중 13개 기업이 응답

〈표 4-11〉 통합과정에서의 애로요인

구분	소계	비중	벤처/이노비즈		업종			업력(1998기준)	
			유	무	기기	부품	SW	이전	~현재
계	55	100	42	13	15	17	23	34	21
문화의 차이 및 의사소통의 어려움	29	52.7	21	8	7	8	14	16	13
기술적 차이	2	3.6	2			1	1	1	1
피고용인 승계	7	12.7	6	1	4	2	1	5	2
대상기업 가치절하	7	12.7	5	2	1	2	4	5	2
기타	10	18.2	8	2	3	4	3	7	3

주: 1) M&A추진을 경험한 기업 66개 중 53개 기업이 응답, 애로요인 중복 가능

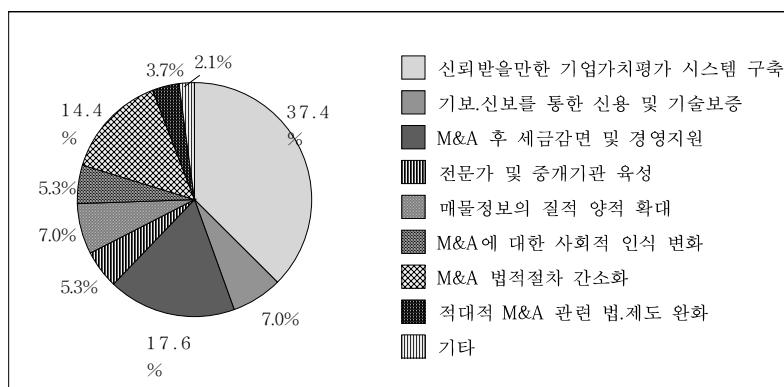
2) 기타는 M&A가 진행중이거나 평가하기에 시기상조여서 평가하기 어려운 응답기업을 나타냄

라. M&A활성화 필요 요건

마지막으로 전체 128개 코스닥 IT중소벤처를 대상으로 M&A활성화를 위해 필요한 것에 대한 응답결과를 살펴보면, 신뢰할만한 기업가치평가체계구축이 37.4%로 가장 높은 비중을 차지하였다. 그 외에 M&A후 세금감면 및 경영지원이 17.6%로 높은 비중을 보였으며, M&A법적 절차 간소화 14.4%, M&A관련 신용 및 기술보증과

매물기업에 대한 질적·양적 확대가 각각 7.0% 순이었다. 앞서 논의된 바와 같이 기업가치의 불확실성은 M&A 계획 및 추진과정에서의 가장 큰 저해요인으로 작용하여 개선에 대한 필요성이 매우 높았다. 또한 M&A 관련 조세 및 경영지원에 대한 요구가 존재하였다.

[그림 4-8] M&A 활성화 필요조건



주: 전체 128개기업이 응답하였으며, 응답기업 중복가능

5. 요약 및 시사점

설문분석에서는 앞서 논의된 M&A유인 및 저해요인에 대한 이론적 논의를 기반으로 코스닥 IT중소벤처를 대상으로 설문조사를 하였으며, 설문결과를 바탕으로 다음과 같은 시사점을 도출할 수 있다.

먼저 IT중소벤처의 거부감 및 소유의식과 관련해서는 IT중소벤처인들의 피인수에 대한 높은 반감을 보였으며, 주 원인으로는 기업인의 독자적인 경영추구에 기인한 것으로 드러났다. 특히 매각가능성과 M&A 필요의식을 고려한 분석에서는 M&A에 대한 경험이 없는 벤처/이노비즈 기업들이 피인수대상 가능성에 대해 강한 거부감을 보였다. M&A경험이 있는 기업일수록 벤처/이노비즈 기업일수록 SW 및 IT서비스업종에 종사하는 기업일수록 M&A 필요성에 대한 인식이 있는 경우 피인수대상이

되는 것에 대한 거부감이 낮게 나타남을 알 수 있었다. 이는 해당기업들이 M&A에 대한 경험이 있고 혁신 및 지식집약적 활동에 주력하며 환경변화에 민감한 기업들 일수록 피인수를 통한 경쟁력 개선에 대해 긍정적인 면을 보여주는 것이라 할 수 있다. 반면 벤처/이노비즈기업들의 경우 기업가정신 및 자립적 기업활동을 통한 성장에 중점을 두고 있다는 점에서 M&A 혹은 피인수 대상에 대한 거부감이 상대적으로 높음을 보여주고 있다.

두 번째로 기업가치의 불확실성과 관련해서는 M&A계획, 추진애로요인 및 필요 조건으로 기업가치에 대한 불신 및 실사의 어려움과 신뢰성 있는 가치평가체계의 구축이 가장 높게 나타남에 따라 가치평가 체계 및 회계정보 신뢰도 제고의 필요성이 시급함을 나타내고 있다. 또한 M&A의 효과부분에서도 사전적으로 일시적 거래 및 전략적 제휴관계에 있었던 기업간 M&A가 경쟁력을 확보한 비중이 높음을 보였는데, 이는 사전적인 관계가 있는 기업간 M&A의 경우 정보의 불확실성이 높지 않음에 따라 보다 효과적인 시너지 창출이 가능했음을 시사하고 있다.

세 번째로, M&A중개기관 활용면에서는 외부 중개기관을 활용하지 않은 기업들이 활용한 기업들에 비해 경쟁력을 개선한 비중이 높았는데, 이는 활용하지 않은 M&A의 경우 기업간 사전적인 거래관계 혹은 산업적 연관관계가 높게 나타남에 따라 기업정보에 대한 불확실성이 크지 않았기 때문으로 해석될 수 있다. 즉 잠재적인 IT중소벤처 M&A기업간 교류가 활발하거나 동종산업 혹은 품목내에서 사업을 영위하는 경우에는 중개기관의 개입보다는 내부 M&A전문인력의 활용이 더욱 효과적임을 암시하였다.

네 번째로, M&A후 사후적 통합과정이 시너지실현에 막대한 영향을 미친 것으로 나타났으며, 이는 시너지 창출이 사후적 통합과정에 대한 높은 의존성을 보이며, 그 중에서 기업 문화 및 의사소통의 격차 해소에 대한 이론적 논의를 뒷받침하고 있다. M&A후 기대이하의 효과가 야기된 기업들(19.7%)은 통합과정의 어려움을 주요요인으로 지적하였으며, 경험이 있는 전체 66개 기업들은 통합과정 중 문화차이 및 의사소통의 어려움과 피고용인 승계를 주요한 애로 요인으로 지적되었다.

마지막으로 경쟁력 개선 비중에서는 수평 혹은 수직적 결합과 보완적 기술 및 경영재원 확보를 목적으로 하는 M&A가 높게 나타남에 따라 산업적 연관관계가 높은 기업간 M&A 및 뚜렷한 목적을 가진 M&A가 바람직한 것으로 보였다.

제 5 장 가치평가 및 M&A중개시장 문제점과 개선 방향

이장에서는 가치평가와 M&A중개시장 및 펀드 현황과 문제점을 살펴보고 그에 따른 개선방향을 제시코자 한다. 먼저 가치평가에서는 일반적인 가치평가방법과 문제점을 지적하고, 현재 논의중인 IT기술가치평가 방법의 주요 내용 및 시사점을 논의한다. 또한 벤치마크가 될 수 있는 해외 가치평가사례를 통해 가치평가관련 개선방향을 도출하고 한다. M&A중개시장 및 펀드와 관련해서는 M&A시장에서 해당 기업을 제외한 이해관계자들을 중심으로 시장현황과 문제점을 살펴본다. 특히 M&A자문기관, CRC 등 민간기관과 정부주도의 중소기업 M&A지원 제도 및 해외 사례를 통해 향후 IT중소벤처 M&A중개시장 활성화를 위한 개선 방향을 도출하고자 한다.

제 1 절 가치평가의 문제점 및 개선방향

1. 기업가치평가방법 및 문제점

가. 기업가치평가방법

일반적으로 활용되는 주요 기업가치평가방법으로는 소득접근법(DCF), 시장접근법, 자산접근법이 있다.

1) 소득접근법(현금흐름할인법, DCF방법)

소득접근법의 기본적인 원리는 어떤 재화의 가치가 그 재화로부터 기대되는 미래수익현금흐름을 현재가치로 전환시킨 것이라는 개념에 근거를 두고 있다. 즉, 소득접근법은 미래에 예상되는 수익을 적절한 방법을 통해 현재시점에서의 가치로 전환시켜 평가대상의 가치를 측정하는 방법이다. 소득접근법에서는 미래의 수익흐름과 이를 현재가치화 하기 위한 할인율의 두 가지 기본요소가 가장 중요한

요소이다.

계속기업을 전제로 할 때 기업의 가치는 현재 상태보다는 미래에 창출할 수 있는 수익이 더 중요하므로, 이러한 소득접근법은 이론적으로 기업가치를 평가하는 데 있어서 가장 우수한 접근법이라 할 수 있다. 다만, 미래의 위험한 수익현금흐름을 예상하여야 하고 예상된 수익현금흐름을 일정한 할인율로 현재가치화 하는 과정에서 많은 가정을 전제로 하기 때문에, 가치평가가 주관적이며 투입변수의 추정이 현실적으로 매우 어려운 면이 존재한다.

2) 시장접근법(상대가치법)

시장접근법의 원리는 합리적인 매수자가 특정한 재화를 구입할 때 동일한 효용을 제공하는 대체적인 재화와 비교하여 구입금액을 결정한다는 개념에 기초하고 있다. 이러한 개념에 근거하여, 시장접근법에서는 가치평가액을 평가대상회사와 유사한 비교대상회사(comparable firm)로부터 유추해낸다.

시장접근법에서 사용하는 비교대상회사는 동일업종의 유사상장기업이나 인수합병 사례기업으로부터 구할 수 있다. 비상장기업의 가치평가시에는 유사상장기업의 시장가치를 기준으로 하되, 일정한 조정을 거쳐 평가대상회사의 가치를 추출해내는 방법이 직접적으로 적용될 수 있다. 인수 합병사례를 이용하는 경우에는 인수 합병 당시의 거래가격을 알 수 있다면 비교기준 사례가 상장이든 비상장이든 상관없이 적용할 수 있다. 비교대상으로 유사상장기업이 선정된 경우에는 주식시장에서 거래 되는 해당 기업의 주가를 구하여 가치를 산정할 수 있으며, 인수 합병 사례가 표본이 된 경우에는 실제거래가격에 대한 자료를 수집하여야 한다. 이러한 시장가치에 대한 자료는 비교대상회사의 회계적이익, 현금흐름 등의 재무수치와 대비시켜 PER(주가수익비율) 등과 같은 주가배수(price multiple)를 구한 후, 이를 평가대상기업의 동일한 재무수치에 적용함으로써 평가대상회사의 가치를 측정한다.

실무적으로 시장접근법은 소득접근법과 함께 기업가치를 평가하는 대표적인 기법으로 사용된다. 소득접근법이 펀더멘털에 근거한 가치평가방법으로 이론적으로는 우수할 수 있지만, 미래수익현금흐름 및 할인율 등 투입변수 추정의 어려움이 존

재하므로, 실무적으로는 시장접근법이 보다 많이 활용되고 있는 실정이다.

3) 자산접근법

자산접근법은 어떤 재화의 경제적 가치가 그 재화와 동등하게 합당한 대체물을 구입하는 데 소요되는 금액에 의해 결정된다는 원리에 기초를 두고 있다. 이러한 원리에 따라 자산접근법에서는 모든 자산, 부채가 각각 적정한 시장가치를 나타낼 수 있도록 개별적인 조정을 실시한다. 역사적 가치를 기준으로 작성된 회계 상의 장부가액은 시장가치와는 차이가 발생하므로 개별 자산, 부채의 장부가액을 시장가치로 수정한 후 이를 합산하는 방식으로 전체기업의 가치를 측정하게 되는 것이다.

기술적으로 볼 때 자산 접근법은 대차대조표 분석에 비중을 두고 있는 방법으로 대차대조표의 각 구성요소에 대한 개별적인 분석이 필요하다. 물론 소득접근법이나 시장접근법을 채택하는 경우에도 대차대조표에 대한 예비적인 분석은 필수적이지만, 자산접근법의 경우에는 대부분의 상세분석이 대차대조표의 개별 항목에 초점을 맞추고 있다는 점에서 다른 평가기법과는 구별된다. 이러한 자산접근법은 평가기준일 현재의 자산, 부채에 대한 적절한 시장가치를 개별적으로 모두 구해야 하는 현실적인 제약이 있으므로 실무적으로는 지주회사, 일부 금융기관 혹은 유형자산의 시가가 기업가치의 대부분을 차지하는 특수한 경우 등에만 사용하는 것이 적절하다.

전반적으로 IT 중소벤처기업들의 경우 위와 같은 일반적인 가치평가방안의 직접적이며 총체적인 적용은 이들 기업의 특수성 – 즉 무형자산의 높은 비중, 지식 및 기술을 기반으로한 이윤 추구, 고위험– 고수익추구의 벤처형 기업 등 – 때문에 한계가 있다. 다음의 〈표 5-1〉은 일반적인 비상장기업의 가치평가에 따른 장단점을 요약하고 있다.

〈표 5-1〉 비상장기업의 가치평가 방법별 특징

가치평가모형	장점	단점
소득점근법 (현금흐름 할인모형) Discounted Cash Flow(DCF) Model	– 이론적인 토대에 근거함	– 현금흐름 추정의 어려움 – 사기업의 비교대상변수(베타, 부채 비율) 추정의 어려움 – 가중평균자본비용(일정부채비율 및 고정세율)의 가정 – 현금흐름(현금유출후 장래에 발생 할 불확실한 현금유입)의 할인율 및 영구성장율에 관한 민감성
시장점근법 (상대가치모형) Relative Valuation using Comparables: PER, PSR, PE/G etc	– 사용이 간단함 – 이해가 쉬움 – 산업에서 자주 사용함. – 시장기준	– 비교대상기업선정 및 평가의 어려움 (사기업의 경우) – 사기업의 비유동성을 고려한 가치 조정의 필요성(상장기업의 배수사용시)
자산가치법 Asset Based Model	– 자산 위주로 구성된 기업이나 청산 직전의 기업 가치 평가에 적절	– 회계상의 자산가치와 가치 평가 목 적상의 자산가치의 차이 등 반영에 따른 주관성
벤처캐피탈 방안 Venture Capital Method	– 사용이 간단함 – 이해가 쉬움 – 산업에서 자주 사용함.	– 최종가치(terminal value)에 너무 의존함 – 너무 단순화함 (할인율: 40% ~ 75% 적용)
옵션모형 Option Model	– 이론적인 토대에 근거함 – 현재가치모형의 단점을 극복(경영자의 의사결정에 대한 유연성을 인식)	– 산업에서 아직 많이 사용하지 않음, 이해가 어려움 – 실제 상황에서 옵션가치를 결정하기 위한 투입변수 산정의 어려움(예: 변동성 추정) – Black-Scholes 모형의 한계

자료: Damodaran(2002) 참조

나. 회계정보의 투명성 및 가치평가체계의 문제점⁴⁷⁾

1) 회계정보의 투명성 결여 및 낮은 신뢰성

IT중소벤처의 회계 정보에 대한 낮은 신뢰성은 대부분이 외부감사를 받을 의무가 없고 투명 기업문화 정착에 대한 유인이 부족함에 기인하고 있다. IT기업의 경우 유

47) 유승훈 · 이재기(2002), 정보통신연구진흥원(2004, 2006a, 2006b, 2007) 참조

가증권 시장이나 코스닥 시장에 상장된 경우는 많지 않으며,⁴⁸⁾ 주식회사의 경우 직전년도말 자산총계(대차대조표상 자산총계액)가 70억원이 넘지 않으면 외부감사를 받을 필요가 없다. 또한 개인사업자, 유한회사 등은 의무감사 대상이 아니므로 회계정보의 신뢰성에 문제가 있을 가능성성이 높으며, 이로 인해 기업가치평가에 어려움이 많다.⁴⁹⁾ 또한 정통부(2007c)의 IT중소벤처실태조사에 의하면, IT중소벤처의 경우 독립회계감사(50.6%), 사외이사제도(23.4%), 내부고발제도(14.1%) 및 윤리강령제도(26.9%)를 도입한 비율이 매우 낮아 투명한 회계 및 기업문화의 정착이 미진함을 보이고 있다.⁵⁰⁾⁵¹⁾

회계정보의 투명성 결여는 은행, 증권사, 창투사, CRC 등 중소기업 정보를 많이 가지고 있는 금융기관의 정보공유폐쇄성 태도에서도 한 원인을 찾을 수 있다. 일반적으로 회계감사를 받지 않는 IT중소벤처기업의 경우 회계정보의 신뢰성이 결여되며 부외부채 등의 확인이 어려운 상황이다. 특히 이로 인해 과거 부실기업 M&A는 부외부채 등을 인수하지 않을 수 있는 자산양수도 방식을 많이 이용하였다.

48) 정통부(2007c)의 IT중소벤처실태조사에 의하면, IT중소벤처 응답업체에서 비상장기업 비중이 약 90.8%로 대부분을 차지

49) 주식회사의 직전년도말 자산총계(대차대조표상 자산총계액)가 70억원이 넘으면 주식회사의 외부감사에관한법률에 따라 의무적으로 외부감사를 받아야 한다(개인사업자, 유한회사 등은 의무감사 대상이 아님). 참고적으로 외부감사를 의무적으로 받아야 하는 회사는 다음과 같다(주식회사의외부감사에관한법률 제2조, 동법시행령 제2조제1항).

- 직전 사업연도말의 자산총액(외부감사를 받아야 하는 회사가 분할하거나 다른 회사와 합병하여 설립한 경우 설립시점의 자산총액)이 70억원 이상인 주식회사
- 주권상장법인 또는 코스닥등록법인
- 다음 사업연도중에 주권상장법인 또는 코스닥등록법인이 되고자 하는 법인(공개예정법인)

50) 각 지표별 응답업체수를 기준으로 평가

51) 설문조사에서 M&A계획과 추진과정에서 매물기업 정보에 대한 부족(17.8%, 11.0%) 등이 애로요인으로 지적됨(제 4장 제 2절 참조)

2) IT중소 벤처기업에 대한 가치평가체계 미흡

국내에서 IT중소 벤처기업 가치평가체계에 대한 기본요건 마련이나 이에 대한 연구는 미흡한 실정이다. 실제로 설문결과에서도 M&A 추진과정에서의 애로요인으로 기업가치평가의 어려움을 지적한 기업이 12.1%로 나타났으며 타 기업에 대한 가치에 대한 불신을 보였다. 이처럼 IT 중소 벤처기업 평가의 원활화를 위해서는 신뢰할 만한 평가체계가 무엇보다 중요해 보인다. 이는 현재 민간기관 및 시장을 중심으로 한 기술가치 평가의 한계를 인식할 때 과도기적으로 정부 등 공공기관에서 적용 가능한 체계를 마련하는 것도 고려해볼 수 있다.

a. 벤처기업의 기술성 및 사업성 평가의 어려움

우리가 흔히 벤처기업이라 일컫는 기업들은 독창적인 기술력을 바탕으로 모험적인 기업가 정신을 가진 창업주에 의해 설립된 회사이다. 이들 벤처기업은 제품수명 주기상 도입기에 해당되는 회사들로서 일반적으로 다음과 같은 특성을 지닌다:

- 새로운 기술과 아이디어에 바탕을 두 사업을 영위
- 수요 및 기술 측면에서 불확실성이 높은 고수익, 고위험 구조
- 기술에 바탕을 두어 R&D 투자비율 및 무형자산의 비중이 큼

특히 벤처기업은 신기술에 기초한 상업화를 시도하고 유동성이 낮으므로 직접적인 위험 측정이 매우 어려우며, 따라서 기술성 및 사업성 평가에 현실적인 한계가 있다. 결과적으로 M&A 과정에서 매수자와 매도자 간 평가액의 차이로 인수합병거래가 무산되는 경우가 다수 발생하고 있다.

b. 획일적인 기업평가모델 적용의 위험

국내에서는 IT중소벤처기업의 사업성과와 기술력 평가를 위한 적절한 모형개발 및 시장성에 대한 이해가 부족한 것이 현실이다. 그러나 여러 가치평가모형 중 기업의 재무적, 기술적, 산업적 특성 등을 고려한 적절한 가치평가모형의 선택은 필수적임에도 불구하고 기업의 특성에 관계없는 평가모형의 획일적인 적용은 편의를 유발할 수 있음에 매우 신중을 요한다.

c. 가치평가 모형의 투입변수추정의 어려움

적절한 가치평가모형을 선택하였더라도 모형의 투입변수추정이 적절하지 못하면 가치평가에 왜곡을 가져다 줄 수 있다. 예를 들어 IT중소벤처기업에 대해 DCF 방식을 적용할 때 가장 큰 애로사항은 추정치를 산출하기 위한 사용할만한 신뢰성 있는 근거자료를 마련하기가 힘들다는 것이다. 벤처기업은 그 특성상 설립한지 얼마 되지 않은 신생기업이므로 일단 과거 자료가 부족하다. 소득흐름의 합리적인 추정을 위해서는 무엇보다 과거 재무자료에 대한 충분한 분석이 바탕이 되어야 하는데 벤처기업에서는 이러한 자료가 부족하다. 또한 외부감사 등의 검증과정을 거친 신뢰성 있는 재무제표의 확보는 더욱 힘든 경우가 많다. 이러한 상황에서 특정한 기술력을 바탕으로 설립되는 벤처기업이 향후 보유한 기술력을 바탕으로 상업화 단계를 거쳐 안정적인 소득흐름을 창출해 나가는 과정을 적절히 추정하는 것은 매우 힘든 작업이다.

d. 시장가격이 존재하는 상장기업 M&A시 시장가격 변동위험

상장기업의 M&A시에는 비상장기업과는 달리 기업에 대한 시장가격이 존재하여 가치에 대한 벤치마크로서 역할을 할 수 있는 반면, 매시점마다 가치가 변동하므로 매각가격 협상이 어려울 수 있다. 예를 들면 M&A성사 전 시장가격이 상승하면 매입가격이 높아져서 M&A가 성사되지 않는 경우가 많이 있다. 한편 M&A 성사 후 시장가격이 하락하면 M&A반대주주의 주식매수청구권행사로 인한 자기주식의 평가액이 하락하여 기업에 부담으로 존재할 수 있다.

2. IT 기술가치평가 가이드북 주요내용 및 평가⁵²⁾

정통부 및 산하기관 주도하에 IT기술가치 평가 가이드라인에 대한 논의가 한창 진행중에 있으며, 제시될 예정인 평가(안)은 가치평가에 대한 표준모델을 정립할 수 있을 것으로 기대된다. 현재 논의중인 기술가치평가 가이드북(2007)에 대한 주요 내용은 다음과 같이 IT기술의 기술성, 시장성 및 사업성을 평가하는데 중점을 두고 있다.

52) 정보통신연구진흥원(2007) 표 및 자료 발췌, 인용 및 내용정리

가. 기술성, 시장성, 사업성 분석 주요 절차

- 목적: 대상기술에 대한 기본특성 파악

대상기술의 우수성 종합 판단을 통한 후속과정의 진행여부 결정

평가 수행과정에 소요되는 기초자료의 수집을 통한 후속과정의 효율성
증대

- 절차: 기초 자료수집 → 기술성, 시장성, 사업성 분석(평가표 활용) → 기초평
가 결과 종합 및 분석, 활용

나. 기술의 경제적 수명 추정

- 기술로드맵을 활용한 기술수명주기

– IT기술로드맵(IT TRM 2012)의 세부 분야별 기술로드맵을 기초로 수명주기
및 가감연수 추정

– 기술로드맵상의 수명주기를 기본 수명주기로 계산한 후, 두 개 기술이 동
시공존을 통한 이익창출 기간을 가감하는 방법으로 최종 기술수명 추정

〈표 5-2〉 기술수명주기표 예시—차세대 이동통신

종분류	요소기술	기술수명
4G 기반기술	• 고속이동형 적용 무선 전송기술(120Mbps @ 120km/h)	4년
	• 고속이동형 적용 무선 전송기술(140Mbps @ 120km/h)	4년
	• 저속이동형 적용 무선 전송기술(140Mbps @ 120km/h)	4년
	• 저속이동형 적용 무선 전송기술(140Mbps @ 120km/h)	4년~5년
시장성	• 4세대 이동통신(IMT-Advanced)통합	5년
Wibro	• 가정용/기업용 Wibro 시스템기술	4년
	• Wibro Evolution 기술	5년
	• Wibro Evolution 상용화 기술	4년
3G 진화	• 30MBPS급 OFDMA기반 패킷 모델	4년
	• IP기반 진화형 RAN 기술 및 프로토콜	5년
	• 3G기반 IM-Advanced진화형 무선전송, 시스템, 단말기술	3년~4년
차세대	• 비/저확대형 대역용 소 출력 무선 LAN기술(3Gbps)	4년

중분류	요소기술	기술수명
차세대 이동통신 멀티모드 단말	• 비/저확대형 대역용 소 출력 무선 LAN기술(6Gpbs)	4년
	• MIP기반 멀티미디어 수용 WIPI 플랫폼	5년
	• 개방형 API기반 융합단말기 SW 플랫폼	5년
	• 2~3중 모드지원(HSDPA-Wibro) 사용자가 직접 동작모드 선택	4년
	• 3~4중 모드지원(3G+3.5G+Wibro+DMB)단말에서 최적모드선택	6년
	• SDR 단말용 저전력 고정밀 ADC 기술	5년
	• SDR 다중모드 단말기술	7년
	• 차세대 TETRA 단말기술	6년

○ 전문가 의견에 의한 추정방법

- 일반적으로 많이 사용하는 방법으로 기술가치 평가위원들이 기술성, 사업성, 시장성 분석을 통해 기술의 경제적 수명을 추정하는 방법
 - 기술 및 산업에 대한 과거의 경험과 전문가적 직관 반영 가능
 - 결과에 대한 타당성은 인정될 수 있으나, 객관성(전문가 성향, 의견에 폭등) 확보 어려움

○ 인용특허수명(CLT)지수의 활용

- 기술의 경제적 수명에 있어서의 내생적 요인이라 할 수 있는 기술분야 고유의 수명, 즉 인용특허의 유효활용 기간을 추정하여 이를 기술수명 예측 시 참고 값으로 활용

$$ELT(\text{Economic-Life-of-Technology}) = f(\text{CLT}, \text{TI}, \text{MN}, \dots)$$

CLT(Cited Patent Life Time): 인용특허수명

TI(Technology Innovation): 기술혁신요소

MN(Market Needs): 시장수요 요소

○ 벤처캐피탈에서 적용하는 5년으로 일률적용

- 벤처캐피탈에서 투자하는 심사역들이 주로 쓰는 방법으로 기술수명주기를 일률적으로 최대 5년으로 적용하는 방법

다. 매출액 및 미래현금흐름 추정

1) 매출액추정

- 평가대상기술로 기준 매출액이 있는 경우
 - 시장점유율에 대한 매출액 추정법: 산업에 관한 지식과 기업에 관한 지식을 결부하여 과거의 영업실적을 분석한 후, 앞으로의 시장점유율을 예측하여 판매예상량을 추정하고 여기에 판매단가를 곱하여 추정매출액을 산출하는 방법
 - GNP 탄성치에 의한 매출액 추정법: 정부에서 예측하는 GNP성장률이나 GNP계수가 신뢰성이 있고, 회사의 매출 정책도 이에 탄력적이고 안정적으로 반영된다는 가정 하에 예측 연도의 GNP 예측치를 이용하여 매출액을 추정하는 방법
 - 최소자승법에 의한 매출액 추정법: 추정대상 제품의 매출과 다른 변수들 사이에 존재하는 법칙성을 통계적 방법에 의하여 규명하고, 이 법칙성이 일정한 장래까지 안정적으로 연장된다는 가정 아래 그 제품의 매출액을 추정하는 방법으로 기존 자료가 많을 때 사용 가능
- 평가대상기술로 기준 매출액이 없는 경우
 - 국내외 현존시장의 매출판단
 - 국내외 잠재시장의 추정

2) 가상 재무제표 추정

- 대상기업의 재무정보 기초자료를 기반으로 손익계산서와 대차대조표를 중심으로 추정 재무제표를 작성하고 이를 바탕으로 미래현금흐름 추정
- 절차: 대상기업 재무정보 기초자료 확보 → 평균손익계산서 중심으로 추정
→ 평균대차대조표 중심으로 추정 → 미래현금흐름 추정

3) 미래현금추정금액

- 기술수명에 따른 잉여현금흐름 추정

라. 할인율 추정

- WACC(가중평균자본비용)에 의한 방법(거래소나 코스닥에 상장된 기업): 거래소 및 코스닥에 상장되어 있는 기업의 경우 또는 평가대상 중소벤처기업과 비교할 만한 유사 기업이 거래소나 코스닥에 상장되어 있는 경우 과거자료를 기반으로 베타 값을 추정하여 개별기업의 WACC를 산정하는 방식으로 할인율 추정
 - 결과물: 14개 기술분야별 WACC표

〈표 5-3〉 코스닥시장 IT 14개 기술군별 WACC

14개 기술분야	IT SOC	차세대 이동통신	텔레 매티스	광대역 통합망	홈네트워크	디지털 TV/방송	차세대 컴퓨팅
WACC 평균	7.60	7.94	7.49	7.45	7.31	7.99	8.12

14개 기술분야	지능형 로봇	RFID/ USN	임베디드 SW	디지털 콘텐츠	SW 솔루션	정보보호	부품융합
WACC 평균	9.42	7.85	7.95	7.99	7.35	7.32	7.38

- 상장되어 있지는 않으나 비교대상이 될 만한 유사기업:
 - WACC + 규모위험 프리미엄 + 지식자산위험프리미엄
- 규모위험프리미엄
 - 자본규모가 상대적 큰 기업이 작은 기업에 비하여 상대적으로 위험이 높을 것으로 예상
 - 자본금을 기준으로 한 규모위험프리미엄 적용기준 제시
 - 자본금 7개 범주에 대하여 규모위험프리미엄의 최대 값 5%를 할당하면 아래 표와 같다. 표결과는 자본금 규모가 작을수록 규모위험이 평균적으로 증가하는 것을 가정하여 설정된 것이다. 자본금 규모에서 상위 10% 속하는

규모가 큰 기업 범주인 G1의 위험프리미엄의 초기 값은 2%로 설정하였고, 다음 범주부터 0.5% 간격으로 설정하였음.

〈표 5-4〉 규모위험 프리미엄 평가

범주	자본금 규모	규모위험프리미엄
G1	자본금 ≥ 70억원	2.0%
G2	35 ≤ 자본금 < 70억원	2.5%
G3	20 ≤ 자본금 < 35억원	3.0%
G4	15 ≤ 자본금 < 20억원	3.5%
G5	10 ≤ 자본금 < 15억원	4.0%
G6	5 ≤ 자본금 < 10억원	4.5%
G7	자본금 < 5억원	5.0%

○ 지식자산위험프리미엄

〈표 5-5〉 지식자산위험프리미엄

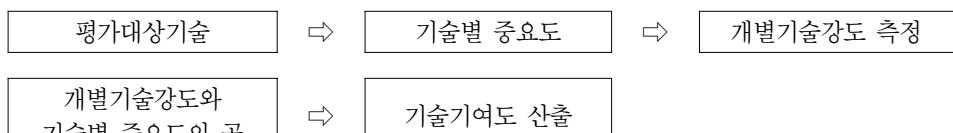
대항목	중항목	소항목	개별 지식자산(기술)에 내재된 기술위험(불확실성)과 시장위험(불확실성)을 평가할 수 있는 핵심 체크리스트 5점 척도로 10개 평가항목 적용(50점 만점)																																				
기술 위험	기술 우수성	기술 완성도	최대 10%까지 적용할 수 있음(지식자산 위험이 보통 정도인 경우 5~6%)																																				
		기술 차별성																																					
		기술 자립도																																					
	기술 경쟁성	기술 응용가능성																																					
		기술 모방가능성																																					
		기술 대체가능성																																					
	기술 권리성	권리 안정성																																					
		기술 출판성																																					
	시장 환경	시장 성장성																																					
		시장 경쟁정도																																					
		기술 표준화(독점) 가능성																																					
			<table border="1"> <thead> <tr> <th>종합 평점</th> <th>지적자산 위험등급</th> <th>지적자사 위험 프리미엄</th> </tr> </thead> <tbody> <tr> <td>47점 이상</td> <td>IPR1</td> <td>0.5%</td> </tr> <tr> <td>44점 이상 47점 미만</td> <td>IPR2</td> <td>1.5%</td> </tr> <tr> <td>41점 이상 44점 미만</td> <td>IPR3</td> <td>2.5%</td> </tr> <tr> <td>38점 이상 41점 미만</td> <td>IPR4</td> <td>3.5%</td> </tr> <tr> <td>35점 이상 38점 미만</td> <td>IPR5</td> <td>4.5%</td> </tr> <tr> <td>32점 이상 35점 미만</td> <td>IPR6</td> <td>5.5%</td> </tr> <tr> <td>29점 이상 32점 미만</td> <td>IPR7</td> <td>6.5%</td> </tr> <tr> <td>26점 이상 29점 미만</td> <td>IPR8</td> <td>7.5%</td> </tr> <tr> <td>23점 이상 26점 미만</td> <td>IPR9</td> <td>8.5%</td> </tr> <tr> <td>20점 이상 23점 미만</td> <td>IPR10</td> <td>10.5%</td> </tr> <tr> <td>20점 미만</td> <td>NTR</td> <td>>10.0%</td> </tr> </tbody> </table>			종합 평점	지적자산 위험등급	지적자사 위험 프리미엄	47점 이상	IPR1	0.5%	44점 이상 47점 미만	IPR2	1.5%	41점 이상 44점 미만	IPR3	2.5%	38점 이상 41점 미만	IPR4	3.5%	35점 이상 38점 미만	IPR5	4.5%	32점 이상 35점 미만	IPR6	5.5%	29점 이상 32점 미만	IPR7	6.5%	26점 이상 29점 미만	IPR8	7.5%	23점 이상 26점 미만	IPR9	8.5%	20점 이상 23점 미만	IPR10	10.5%	20점 미만
종합 평점	지적자산 위험등급	지적자사 위험 프리미엄																																					
47점 이상	IPR1	0.5%																																					
44점 이상 47점 미만	IPR2	1.5%																																					
41점 이상 44점 미만	IPR3	2.5%																																					
38점 이상 41점 미만	IPR4	3.5%																																					
35점 이상 38점 미만	IPR5	4.5%																																					
32점 이상 35점 미만	IPR6	5.5%																																					
29점 이상 32점 미만	IPR7	6.5%																																					
26점 이상 29점 미만	IPR8	7.5%																																					
23점 이상 26점 미만	IPR9	8.5%																																					
20점 이상 23점 미만	IPR10	10.5%																																					
20점 미만	NTR	>10.0%																																					

- 지식자산에 내재된 주요 기술위험 및 시장위험과 연관된 위험을 고려하여 프리미엄으로 산출
- 결과물: 지식자산프리미엄 Check List
- 최대 10%까지 적용(보통인 경우 5~6%)
- 벤처캐피탈 할인율: 벤처캐피탈에 대한 가치평가 모형으로 제품의 개발단계에 근거한 추가적인 위험을 고려하여 할인율을 결정하는 방법

마. 기술기여도 적용

- 기술별 중요도를 고려한 기술기여도 산정:
 - 기술기여도 측정 프로세스

평가대상기술 → 기술별 중요도 → 개별기술강도 측정 → 개별기술강도와 기술별 중요도의 곱 → 기술기여도 산출



◀산식▶ 기술기여도 산출식

$$\text{기술기여도}(\%) = \text{기술별 중요도}(\%) \times \text{개별기술강도}(\%)$$

1) 기술별 중요도 결정

- IITA의 정보통신 기술수준 조사 보고서(2006)의 14개 기술분야의 기술별 중요도로 산정
- IT839 전략분야의 9대 신성장 동력을 중심으로 14개 기술분야에 대해 IITA의 전문가 Pool에 등록된 전문가 중심으로 기술 중요도 평가 실시
- 기술별 중요도란 해당 기수분야를 중분류, 소분류, 요소기술로 분류하여 해당 기술의 중요한 정도를 나타냄

〈표 5-6〉 기술별 중요도 예시—디지털콘텐츠 분야

중분류		소분류		요소기술	
구분	중요도	구분	중요도	구분	중요도
디지털 콘텐츠 제작	92.2	게임	88.0	실시간 그래픽 기술	91.3
				실시간 애니메이션 기술	89.0
				사운드 기술	87.2
				인공지능 기술	85.5
				서버 / 네트워크 기술	91.6
				크로스 플랫폼 게임 기술	81.4
				사용자 인터페이스 기술	88.9
		디지털 영상	89.3	모델링	90.3
				렌더링	92.6
				애니메이션	93.7
				CG / 실사 합성	89.6
		e-러닝	83.0	학습 모델링 기술	88.1
				학습 전달 기술	88.5
				학습 실행환경 API 기술	89.9
		가상현실	81.0	증강현실	86.6
				오감기반 HCI 기술	91.4
				몰입형 가시화 기술	86.2
				가상 시뮬레이션	90.3
디지털 콘텐츠 관리	86.9	콘텐츠 보호, 유통	88.2	정보온닉 기술	89.2
				콘텐츠 추적 기술	89.7
				특징점 기반 콘텐츠 검색 기술	90.0
				메타데이터 기술	83.9
				콘텐츠 패키징 기술	87.5
				라이센스 관리 기술	88.0
				DRM 연동 기술	91.5

2) 개별기술강도 측정

법적인 보호강도와 상업적 우이성을 결합하여 기술별 강도 산출

법적인 보호강도 개별지표의 평가환산점수=평점×2(가중치)

상업적 우위성 개별지표의 평가환산점수=평점×1.2(가중치)

- 산업기술요소를 고려한 기술기여도 산정

산식 기술기여도 산출식

$$\text{기술기여도(%)} = \text{산업기술요소(%)} \times \text{개별기술강도(%)}$$

- 산업기술요소(고정값)를 고려한 기술기여도 산정

산업기술요소를 일정한 값인 60.6%를 일괄적용하는 방법

〈표 5-7〉 표준산업분류 소분류에 따른 산업기술요소 분석요약

산업분야	SICCod	산업업종	구분	구분	구분
IT	300	컴퓨터 및 사무용 기기 제조업	81.08%	95.77%	77.65%
	311	전동기, 발전기 및 전기 변환장치 제조업	77.65%	98.19%	76.24%
	312	전기 공급 및 전기제어장치제조업	89.28%	97.16%	86.75%
	313	절연석 및 케이블 제조업	56.93%	87.99%	50.09%
	315	전구 및 조명장치 제조업	68.60%	55.32%	37.95%
	321	반도체 및 기타 전자부품 제조업	97.58%	99.49%	97.08%
	322	통신기기 및 방송장비 제조업	98.01%	99.84%	97.85%
	323	방송수신기 및 기타 영상, 음향기기 제조업	90.14%	99.52%	89.71%

바. 기술가치 산정

- 사업가치×기술기여도

이러한 ‘IT기술가치 평가 가이드라인’은 기존기술가치평가에 있어 시장에서의 합리적인 평가가 이루어지지 못한다는 한계점을 극복하기 위해 가치평가에 대한 하나의 표준모델을 정립하고자 시도하였다. 즉, 기존의 가치평가방안에서 수익현금흐름의 추정, 할인율의 추정, 비교대상기업의 추정 등 여러 한계점하에서 나름대로 실무적으로 적용 가능한 현실적인 안을 도출하고자 하였다는데 그 의의가 있다고 할 수 있다. 특히 중소기업의 기술가치 평가시장은 여러 요인 면에서 시장의 참여자가 매

우 제한적인 상황이며, 제대로 가치평가가 이루어질 수 없는 구조적인 문제가 상존하므로 향후 이 시장에 투입변수추정 및 모델개발 등 시장에서의 활발한 민간차원의 가치평가가 활성화되기 이전까지 과도기적으로 상기의 가이드라인으로 매개체 역할을 해줄 수 있을 것으로 기대한다.

한편 주지하듯이 한 자산(혹은 기술)의 가치는 누가, 어떤 목적으로 평가하느냐에 따라 천차만별일 수 있다. 따라서 개별 기업 및 기술의 특성을 충분히 고려하지 않은 획일적인 가치평가모형의 적용과 투입변수의 추정은 오히려 부정적인 결과를 나올 수 있음에 주의를 기울여 신중한 접근이 이루어질 필요가 있다. 특히 가치평가(안)에서 자본비용산출시 규모위험프리미엄의 고려는 Ibbotson(2000)에서처럼 원론적으로 고려되어야 하는 것이 타당한 것으로 보인다. 기술가치평가가이드(안)에서 제시한 유사기업의 WACC에 추가로 spread를 더해주는 방안은 적절한 방안으로 볼 수 있으나 다음과 같은 면에서 주의를 기울여야 할 것이다. 자기자본비용산출을 위한 체계적위험 산정시 이미 자동적으로 고려된 것으로 간주할 수 있다. 실증적으로 중소기업의 베타값이 대기업의 베타값에 비해 높은 현실을 감안할 경우, 추가로 규모위험프리미엄을 spread형태로 단순히 고려할 경우 이중 계산되는 부분이 있을 수 있다.⁵³⁾

3. 해외 가치평가시장 사례⁵⁴⁾

가. 미국의 사례

미국의 기술시장규모는 1990년 150억불, 98년 1,100억불, 그리고 2010년에는 5,500

53) Ibbotson Associates(2000)에서 자본비용 구성요소 중 하나로 규모위험 프리미엄 제시

Market Capitalization in Million	규모위험 프리미엄
\$840 이상 \$4,144 까지	1.0%
\$192 이상 \$840 미만	1.5%
\$192 미만	3.0%

54) 유승훈·이재기(2002)·김홍수(2003)·안두현(2001)·권오채·외(2001)·이승호(2003) 인용, 발췌 및 참조

억불에 이를 것으로 추산된다. 이처럼 미국은 막대한 자금 동원력을 바탕으로 자본시장 및 금융시장이 발달되었고, 인수합병, 기술을 포함한 사업체의 매매 등 기술거래시장이 활성화되어 있다. 이에 따라 기술 및 기업가치에 대한 평가방법의 자연적 동반발전 등 기술과 관련한 기업의 위험을 사회적으로 수용할 수 있는 금융환경 하에서 고도화된 평가기법을 활용하는 사업성 및 신용평가 중심의 금융관행을 따르고 있다.

현재 미국에서의 가치평가 업무는 국가연구개발성과를 산업계에 이전하는 기능을 수행하고 있는 국립기술이전센터가 대표적으로 수행하고 있으며, RCT, 기술상업화센터, 기술이전을 위한 연방 연구소 컨소시움 등이 있다. 민간기관으로는 미국감정사협회(ASA), AUS consultant 등과 같은 대규모 전문평가회사와 회계사무소를 중심으로 운영되고 있다. 특히 ASA는 기업 및 사업평가와 무형자산평가를 일부 수행하고 있는 감정평가사 총 6,500명을 회원으로 보유하여 이들에 대한 평가기법에 관한 규칙이나 표준 제정, 세미나 및 국제회의 개최 등의 기능을 갖고 있다.

1) 국립기술이전센터(NTTC: National Technology Transfer Center)

연방차원에서 국방성, 법무성 및 미 항공우주국(NASA) 등의 협력에 의해 기술이전·평가 전문기관으로 NTTC를 설치, 운영하고 있다. 평가과정은 크게 3단계로 나누어 실시된다. 1단계는 기술우선순위에 대한 검토단계이다. 이 단계에서는 NTTC의 기술, 산업전문가들이 개발기술의 중요도를 평가하기 위해 기술과 시제품에 대한 예비검토를 실시한다. 이와 같은 중요도 평가는 라이센싱을 위해 우선 연구되어야 할 기술에 초점을 맞추는 것을 목적으로 하고 있다. 두 번째는 심층분석 단계이다. 심층 분석을 위해 데이터베이스 자료, 문헌자료, NTTC 요원들에 의한 방문, 소프트웨어 도우 적용, 그리고 평가결과를 종합하여 명확한 보고서를 작성한다. 세 번째는 상업화를 위한 기술매칭단계이다. NTTC 기술자, 산업전문가 그리고 경영 팀들의 브레인스토밍을 통해 기술을 상업화할 수 있도록 한다. 이는 시장성 분석과 함께 여기서 얻어진 편집결과를 통해 잠재적 개발파트너를 찾고 특별산업분야에 회사들과 제휴와 연계를 하도록 도움을 준다.

한편, NTTC에서는 기술평가 및 기술이전 등과 관련된 프로그램을 통해 동 분야

의 전문적인 교육기능을 제공하고 있는데, 기술평가, 가치평가, 기술이전의 기초, 기술의 상업화, 기술마케팅, 지적재산권 협상, 라이센싱의 기초, 고등 라이센싱 등의 프로그램이 시행되고 있다. NTTC의 주요 수입원을 살펴보면, 연방부처로부터 받는 기술이전 관련 수수료가 전체의 20% 정도를 차지하고, 나머지는 교육훈련사업, 기업으로부터 받는 기술평가수수료 등으로 구성된다.

NTTC의 ‘valuation of intellectual properties manual’에서 제안하고 있는 기술, 시장, 제품의 결합 범주에 대한 적정할인율 수준은 기술의 속성과 시장환경을 고려하여 아래와 같이 추정하고 있다.

〈표 5-8〉 기술수명 및 시장환경에 따른 적정할인율

특 성	적용 방법	할인율 범위
old established products and technologies	WACC	9 ~ 14%
mature products or markets using new technology	CAPM + risk premium	15 ~ 19%
new products or markets using new technology	CAPM + risk premium	20 ~ 25%
concept stage, uncertain commercial benefit, significant competitive or risk of obsolescence	Speculative	30 ~ 40%

자료: IT기술가치평가 가이드북(2007)에서 NTTC자료 재인용

이와 연관하여 Razagaitis(1996)는 초기 단계 기술과 연관된 적정 할인율을 〈표 5-9〉와 같이 추정하고 있다.

또한 NTTC는 기술을 평가하기 위해 NTTC Top Index를 개발하였다. 평가는 ROI 같은 정량적 요소와 기술적 장점, 경쟁환경 등의 정성적 요소를 분석하여 이루어진다. 이 평가체계의 주요한 특징은 재정적 분석과 정량적 분석을 동시에 시행하고, 팀 평가를 통한 정량적 분석의 효과성을 강조한다는 점이다.

〈표 5-9〉 기술 위험도에 따른 할인율

무위험: 이미 대규모 수요가 형성된 제품의 생산시설확장을 위한 투자 같은 경우	10~18% 또는 평균차입금리수준
매우 낮은 위험: 수요가 존재하는 제품에 대해 잘 알려진 기술을 이용해 신제품 생산	15~20%
낮은 위험: 기존에 생산되거나, 수요의 증거가 있는 제품에 잘 알려진 기술을 이용해 생산	20~30%
중위험: 다른 제품생산에 응용되는 잘 알려진 기술을 이용하여 수요의 증거가 있는 영역을 대상으로 새로운 제품을 생산	25~35%
높은 위험: 잘 알려지지 않은 기술을 이용한 제품을 기존의 수요영역에 판매하거나, 30~40% 잘 알려진 기술을 이용한 제품을 알려지지 않은 신규수요 영역에 판매	30~40%
매우 높은 위험: 새로운 수요영역에서 새로운 기술로 새로운 제품을 생산	35~45%
극단적으로 높은 위험: 현재 판매되고 있지도 않고 기술적으로 검증되지 않은 기술로 또는 그 이상	50~70%

자료: Razagaitis(1996)인용

2) Regional Technology Transfer Center(RTTC)

RTTC는 미국의 민간 회사들이 NASA 및 연방 정부, 주 정부, 대학, 산업체 내 연구소들의 과학기술, 전문기술 및 시설 등을 이용할 수 있도록 지원하는 기관으로서, NASA에 의해 설립되었고 NASA 외에도 산업체 및 여러 연방정부 기관에 의해 지원되고 있으며, 전 미국을 6개 지역으로 나누어 각 지역간 효과적인 네트워크를 통해 서비스를 제공하고 이를 통해 기술이전 촉진을 도모하고 있다.

RTTC가 제공하는 서비스는 각 지역 회사들의 기술 관련 요구를 전국적인 합동자료로부터 뽑아낸 해결 방안과 연결시키는 일에 초점을 맞추고 있으며 과학 기술 상업화에 대한 서비스, 과학기술 이전 시 생길 수 있는 문제점들에 대한 해결책, 시장 조사, 정보 서비스 등을 제공한다.

3) Research Corporation Technologies(RCT)

RCT는 1912년에 비영리 면세법인으로 설립된 RC의 부설기관으로서 기술상업화 지원을 통한 수입 사업을 목적으로 1987년에 출범한 비영리 납세법인 형태의 기술 이전 전문회사이다. 이 기관의 주요 기능 및 특성을 살펴보면, 당초에는 대학, 연구

소와 기업 간의 라이센싱을 주요 업무로 수행하였으나, 각 대학이 대학 내에 기술이 전사무소를 설치하는 등 자체적으로 관련기능을 보유하여 시장에 진입함에 따라 현재에 이르러서는 잠재성이 높은 초기단계의 태동기술을 발굴해 상업화자금을 지원하고, 성공 시 로얄티 납부방식을 통해 투입자금을 회수하는 전략으로의 사업방향 전환을 모색하고 있다.

잠재가치가 높은 기술의 발굴, 기술가치, 특히 가능성, 장기적 시장가치의 평가, 후속적인 기술개발을 위한 초기투자, 개발계획의 기획 운영 등의 기능을 수행하고 있는데 주요 사업 분야는 의학 및 화학이며 응용기술보다는 과학 쪽에 가까운 기초 기술에 대한 투자를 통해 상업화를 촉진하는 전략을 채택하고 있다.

RCT는 계약관계에 있는 대학과 연구소가 지분을 가지고 있으며 이사회가 실질적인 통제력을 보유하고 있으며, 비영리기관의 특징을 유지하기 위해 이익의 배분보다는 재투자에 주력함에 따라 사업을 통한 수입금은 대학의 연구나 공공부문에 다시 투입되고 있다. 전체 인원 50명 중 25명이 공학 및 경제경영전공자로 특화된 업종과 관련된 자체 평가전문가를 보유하고 있어 외부 전문가 활용이 그리 많지 않으며, 업종별 전문가와 함께 3명의 상근 변화사와 20명 정도의 지원인력이 근무하고 있다.

평가방법으로는 기술성 및 상업성에 대한 4단계 방식의 평가를 하고 있는데, 이는 기술발굴 전문인에 의한 평가, 업종별 전문가에 의한 약식평가(30분~2시간), 해당 전문가에 의한 정밀평가(수일에서 수주), 사업성 평가로 이루어진다. 이러한 평가과정에서 평가기술의 특성에 따라 적게는 몇 명, 많게는 몇 백 명의 전문가가 동원되며 사후 상업화 실패 시 평가 오류가 드러나더라도 특허 등의 재산이 넘는 등 부수적인 성과가 있기 때문에 반복적이고 근본적인 과실이 아닌 한 문제시 되지 않는 유연한 평가시스템의 특징을 하고 있다.

4) 기술상업화센터

기술상업화센터(CTC)는 정부 및 민간기업 간의 쌍방향 기술이전을 위한 비영리 정부계약 민간기관이며, 미 항공우주국이 운영하는 6개 지역기술이전센터의 하나이

다. CTC는 NASA의 기술을 상업화하는 데 중점을 두고 있으나 NASA 외에도 국방성, 법무성 등과 협력관계를 형성하고 있으며, 최근에는 대학 및 기업의 기술상업화도 적극적으로 추진 중에 있다. 주요기능으로는 민간과 정부기관 간의 기술이전, 정부와 대학, 연구소와 기업, 기업과 대학 간의 상호 연결, 700개 연방 연구소 보유기술정보/5개 대학 보유정보/ 20,000개 기업체 보유정보/시장계획, 시장점유율, 경쟁분석, 기업분석, 미래 기술발전 추세 등의 정보를 제공하며, 기술평가 및 기술상업화를 위한 파트너십 제공 등도 수행한다.

기술평가를 위해서는 기술과 시장을 함께 고려한 평가를 실시하고 있으나 벤처캐피탈에 자금을 지원하기 위해 신용, 자산보다는 시장성평가 및 분석을 중시함에 따라 미래이익의 현재가치를 산출함으로써 해당기술의 잠재시장을 분석하는 소득접근법을 주로 활용하고 있으며, 기술평가란 항상 새로운 기술을 평가하는 것이므로 기술과 시장에 대한 이해의 깊이는 물론 최소한 10년 이상의 경험의 필요성을 강조하고 있다. 기술이전을 위한 평가와 함께 적정 투자대상 기술에 대한 공동투자업무 수행 결과 현재 7개 기업의 공동창업자 및 투자자로 등록되어 있고, 국제협력에도 적극성을 보이고 있는 가운데 기술탐색, 기술컨설팅, 기술평가 등을 위해 우리나라 외의 협력을 추진하고 있으며 대학을 대상으로 기술이전방법 및 평가체계를 교육하는 기능도 보유하고 있다.

5) 기술이전을 위한 연방 연구소 컨소시움

FLC(Federal Laboratory Consortium for Technology Transfer)는 1974년에 조직되었고, 1986년 연방기술이전법에 의해 전국적인 기술이전 촉진 및 강화기관으로 공식적으로 인가되었다. FLC는 600여개의 주요 연방연구기관과 관련 정부부처들로 구성된 컨소시움으로서 대학 및 정부연구소의 집합체인 동시에 기술이전 관련 기관과 협력관계를 맺고 있는데, 이 협력관계는 매우 복잡하면서 각 기관의 임무도 각기 차별화되어 있다.

FLC는 모든 기능이 분권화되어 있어 협의회장을 비롯해 각 부문의 기능을 선임되는 사람이 순번제로 맡아 수행하고 있으며, 전담직원은 없고 회원기관에서 일정

기간 파견되어 복무한 후 소속 연구소로 복귀하는 체제로 운영되고 있다. 현재 FLC는 대학만의 기술이전 수입을 올리지 못하고 있는데, 그 이유는 대학들이 1980년대 초부터 기술상업화에 주력하는 반면, FLC는 1987년에 들어서야 본격적으로 착수하였고, 더욱이 시작 초기에는 관료적인 성향이 강해 많은 문제를 야기했기 때문인 것으로 사료된다.

주요기능으로는 연방정부 소유의 권리화(특허)된 원천기술의 상업화 지원을 수행하고 있으며 FLC 자체에서는 기술이전이나 기술평가를 하지 않는 대신 협력업체에 대행시키고 있으며, FLC SMS 관련 연방기관과 협력업체를 연결해 주는 조정자로서의 역할만을 수행하고 있다. 이와 같이 FLC는 연방연구기관들의 기술이전을 위한 교육훈련 및 네트워크 구축을 지원하는 반면, 자체적으로 기술이전을 수행치 않음에 따라 1998년에 TTG를 활용하는 기술이전 체계를 도입한 이래 1999년에도 시험적으로 가동하고 있으며, 이는 긍정적으로 평가되고 있다.

나. 일본의 사례

일본은 대규모 전문평가회사와 회계사무소 등 민간기관을 중심으로 기술가치 평가업무를 추진하고 있는 미국과는 대조적으로 1990년대 후반부터 정부주도로 추진하고 있다. 이는 일본이 중소기업을 지속적으로 지원하고 육성함에 있어 물적 담보가 부족한 기업을 지원하기에는 전통적인 부동산 담보대출 중심의 금융관행을 시정할 필요를 인식하였기 때문이다. 이러한 배경 하에서 통산성은 금융기관들이 기업 가치평가 및 기술평가를 신속화하여 원활한 대출을 도모하기 위해 중소기업이 보유하고 있는 기술에 대한 담보평가시스템의 개발에 착수하였다. 이의 일환으로 통산성은 1995년 7월 25일에 흥업은행, 주우은행, 일본합동 파이낸스 등의 민간기업과 회계사무소, 변리사무소 등의 단체와 공동으로 지적재산연구소 내에 지적재산권가치평가 수법연구회를 한시적으로 설치하여 평가기법을 개발함으로써 기술을 담보화 할 수 있는 금융제도의 기반을 마련하였다. 1995년 10월에는 통산성 산하 사단법인 일본공업기술진흥협회 내에 기술을 객관적으로 평가할 수 있는 기관인 기술평가정보센터를 설립하여 본격적으로 기술가치 및 기업가치 평가업무를 추진하고 있다.

이 밖에도 흥업은행, 주우은행 등 일반 은행을 중심으로 기술담보대출을 추진하고 있다.

1) 지적재산권가치평가 수법연구회

이 연구회는 대학 및 연구소, 변호사, 변리사, 공인회계사, 기업, 금융기관 및 보증 기관/협회 등의 19명의 전문가로 구성되어 있다. 연구회의 목적은 새로운 담보로서의 지적재산권을 활용하는 것이며, 지적재산권담보제도의 도입 관련 문제점 도출 및 해결책 제시와 구체적 평가절차 및 방법 개발을 연구내용으로 하고 있다. 평가대상은 특허, 실용신안, 프로그램 저작권 등이며, 이러한 무형자산들의 담보성 판정 및 가치평가 업무를 수행한다. 평가방법으로는 소득접근법에 근거한 DCF를 주로 이용 한다.

2) 기술평가정보센터(CTA: Center of Technology Assessment)

CTA는 1995년 10월 통상산업성 산하 사단법인인 JTTAS(일본공업기술진흥협회) 내에 기술을 객관적으로 평가할 수 있는 기관으로 설립되었다. CTA는 법인 또는 개인에 대한 판단 시 재무상황 및 사업계획 등에 의한 의사결정을 하는 기존의 방법에서 탈피하고, 경제 환경의 변화에 맞춰 기술평가를 통한 신기술의 사업화를 지원함으로써 공업기술 전반의 진흥, 지원, 육성을 목적으로 설립된 기술평가 전문기관이다.

특징으로는 중립적인 기술평가, 모든 기술분야의 전문가 집단에 의한 기술평가, 벤처기업에 대한 지원, 기술평가시스템에 의한 사회공헌 유도, 투자기업의 신규투자 기술평가 지원, 조언, 투자기업의 판단자료로 제공되며 투·융자의 책임은 없다. CTA의 기술평가는 기술의 단계마다, 즉, 연구·개발시작품, 반제품·완제품, 상품화 등 외에도 기술개발에 수반하는 기술제휴, 각종 시장조사·경영전략 등의 단계 등에서도 이루어지고 있으며, 기술평가를 의뢰한 기업은 판단근거로서 기술평가 정보를 제공하는 중립적 기관으로 투자·융자의 성공에 대한 책임을 지지 않는다.

기술평가정보센터의 기술가치 및 기업가치 평가업무는 기술평가운영위원회를 중심으로 이루어지는데, 위원회는 일본공업기술진흥협회의 연구위원 및 전문기술자, 민간전문가 및 외부 전문기술자 등으로 구성되어 있다. 평가분야는 일렉트로닉스,

바이오기술, 메카트로닉스, 재료소재화학약품정보통신, 소프트웨어에너지자원환경, 전출토목, 고통·의약의료 기타 등의 12개 기술분야로 나누어져 있다.

기술가치 평가기준은 신규성, 실현가능성, 시장성 등의 3가지 항목으로 이루어져 있으며 각 평가항목을 정량적으로 평가하고, 여기에 종합의견을 정성적으로 반영해서 기술평가운영위원회에서 최종평가가 이루어지며, 이때 평가결과는 A~E등급으로 분류된다.

평가방법은 다음과 같이 3단계로 추진된다. 1단계는 기술력의 개요평가 단계이다. 기술평가사전진단서 등을 기초로 한 서류상의 조사평가로 평가대상 기술의 신규성, 시장수요에 대한 적합성, 시장에서 본 기술의 위치, 시장의 규모, 실용화 전망 및 장래성 등을 종합적으로 평가한다. 2단계는 실용화 과제 도출과 각종 조사단계이다. 1단계의 평가결과를 기초로 신기술을 이용해서 사업화를 진행하기 위한 과제도출이 이루어진다. 동시에 기업의 자원분석, 강점 및 약점 분석을 포함한 외부환경분석을 한다. 3단계는 전략 기획을 수립하는 단계로 1단계 및 2단계에서 도출된 과제를 구체화하는 방안을 수립하면서 사업계획을 구체화하는 컨설팅을 실시한다.

3) 가나가와 고도기술지원재단

가나가와 고도 기술지원재단은 특허권 등 기술유통 촉진과 기업의 연구개발 및 생산 활동 지원을 위한 시험계측 서비스 제공을 목적으로 1989년 8월에 설립되었으며 관련 연구기관 전문가 약 500명으로 구성되어 있다. 주요 사업을 살펴보면, 기술 이전이 가능한 기술정보의 수집 등록 및 기업에 제공, 테크노뱅크인 가나가와 테크노뱅크 운영, 기술의 중개 알선, 각종 시험계측 서비스 제공, 재단 내 고도계층센터 설치 등이다. 이 기관에 수행하고 평가관련 사항은 다음과 같다.

- 평가목적: 기술을 평가하여 시장성 있는 기술을 테크노마트 등에 공급하여 거래 및 사업화를 촉진
- 평가대상: 가나가와 현의 회원사가 가진 무형자산
- 평가내용: 기술의 우위성, 신규성, 종래기술 대체가능성, 시장에서의 확장 가능성, 기술 이전 용이성 등

- 평가방법: ① A, B, C, D의 기술등급 평가
- ② 구매자 측과 수요자 측의 장단점 비교
- ③ 종합적으로 본 기술이전의 가능성 판단

4) 일본테크노마트재단(JTM: Japanese Techno Mart)

일본테크노마트재단은 1985년 13억 엔의 설립 기금으로 창설된 통산성 산하의 재단법인으로 주로 기술이전 정보유통, 기술이전 알선, 컨설팅 등의 업무를 전문적으로 수행하고 있다. JTM의 설립목적은 기술정보의 종합적인 수집 관리 및 제공, 지역 간 업종간, 기업 간의 기술교류 촉진, 기술정보 및 기술이전과 관련 있는 조사 및 연구, 기술정보 및 기술이전에 관한 계몽 및 보급 등으로 요약된다. JTM은 공공기술과 민간기술 모두를 포함하여 기술이전정보를 유통시키는 역할을 하고 있으며, 기술거래 알선업무를 수행하는 데 있어서 회원으로 가입되어 있는 35개의 은행, 증권, 대기업계의 회사들을 활용하여 고객을 대상으로 알선하고 있다. 기술데이터의 수집 및 관리, 기술데이터의 사용법에 대한 연구와 개발, 기술데이터 사용에 대한 컨설턴트, 기술데이터 사용의 대중화, 기술데이터에 대한 강연 및 전시회 개최 등이 주요 기능이다. 기술분석 · 평가는 금융기관, 컨설팅회사 등 전문가와의 계약을 통해 수행하며, 기술 DB제작 및 권리화 지원활동의 효율적 수행을 위해 등록 Adviser, 특히 Adviser라는 독특한 제도를 운영하고 있다.

다. 영국의 사례

영국은 국가 차원에서 기술이전 전담기구가 전반적으로 기술이전활동을 수행한다. 영국은 전국 12개 지역에 지역기술센터(RTC)를 설립 · 운영하고 있으며, RTC는 기업간 지식흐름의 조정 및 원활화, 기술이전에 관한 정보의 데이터베이스 제공, 기술도입 및 관리체계에 관한 교육, 신기술에 관한 전문가 및 정보제공 등의 업무를 제공한다. 또한 50여 개의 민간 기술이전 전문기업이 활동하며, 그 중 BTG(British Technology Group)가 중심적 역할을 수행하고 있다.

BTG는 1981년 통상산업부산하의 공기업으로 설립된 후, 1991년 민영화되어 1995년 증권거래소에 상장되었다. BTG는 국제적인 기술이전 전문기업으로 연구개발 용

자, 지적재산 소유권, 라이센싱 등 기술이전 관련 업무를 취급하며, 특히 분쟁시 법적 활동도 지원하고 있다. 주요활동은 발명자를 위한 연구자금조달, 특허관리, 기술이전계약, 기술이전정보유통 등 종합적인 기능을 수행하고 있다.

기술의 상업화 절차를 보면 기술평가, 특허 관리 및 특허권 보호, 마케팅, 거래 협상 및 감독 등을 수행하고 있다. BTG는 기업의 비핵심기술(non-coretechnologies)을 평가하고 사업화 가능성을 발견하며, 기술의 라이센싱을 통해 새로운 응용분야에 적용하거나 새로운 영역을 개척하여 기술의 가치를 창출하는데 이러한 서비스는 대학 등 연구소에서 복잡한 지적재산권 관리와 여러 분야에 응용 가능한 기반기술을 사업화 및 여러 기관의 공동연구결과에 대한 관리도 효율적으로 수행할 수 있도록 해준다.

BTG의 기술평가 및 이전 절차는 5단계로 이루어진다. 첫 번째 단계는 기술평가 단계이다. 이 단계에서는 전 세계 기업, 대학 그리고 연구소 등의 상업화 가능성이 있는 기술을 발굴한다. 두 번째 단계는 특허등록의 단계이다. 이 단계에서는 앞에서의 상업화 가능성이 있는 기술의 응용 가능성을 파악하고 잠재적 시장성이 높은 분야나 지역에서 특허를 등록한다. 세 번째 단계는 마케팅 및 기술이전의 단계이다. 이 단계에서는 적합한 이전대상기업(licensee)을 찾기 위해 국제마케팅을 실시하며, 특히 유효기간 내에 기술의 상업적 가치를 극대화하는 전략을 시행하게 된다. 네 번째 단계는 사후관리의 단계이다. 이 단계에서는 이전대상기업(licensee)에 대하여 로열티 지급 및 사업화 그리고 재무목표의 달성을 여부를 점검하게 된다. 또한 지적재산권 침해여부에 대해 감시하고 법적인 대응을 하게 된다. 마지막으로 이익분배의 단계이다. 이 단계에서는 소요비용을 제외한 수입을 50:50비율로 분배하게 된다.

라. 독일의 기술평가체제

1960년대 응용 과학대 설립 계획시 중소기업에 대한 know-how 제공을 위한 중앙 지원기구 설립의 필요성이 대두됨에 따라, '71년 Steinbeis Foundation for Economic Promotion이 설립되었다. 이어 '82년에 설립된 GCTT(Government Commissioneer for Technology Transfer)와 공동 협력체제가 구성됨에 따라 기관이 확장되었고 그 기능도 단순 기술 공급체에서 총체적 문제 해결을 위한 컨설팅사로 변화하여 연구소의

연구결과를 경쟁력 있는 상품 및 공정으로 상업화하는 중간매개체 역할과 기술이전을 전담하는 전형적인 조직으로 연구결과의 활용, 기술정보의 이전, 이전행위의 강화(재정지원, 연구그룹 결성지원, 기술공장 및 기술서비스센터) 등과 같은 기능을 수행하고 있다.

주요업무를 살펴보면 컨설팅 업무(신제품, 시장개척, 다변화 전략, 시장개발/마케팅, 시장추이 및 사업기회 조사, 특허기술 평가, 창업 및 분사(Spin-off), 종합품질관리), 연구개발(최신기술정보 제공, 응용제품 개발, 개별제품, 공정, 시스템 개발 및 최적화, 시제품 개발, 특허 및 기술이전, 시범사업 및 joint venture), 국제기술이전(기술 수출입 및 이전, 기술의 국제적 조달, 국제적 연구개발, joint venture, 국제시장 내 전략적 제휴 및 합병), 교육연수(석사과정 프로그램 운영 및 학위 수여, 경영학 및 기술분야 통합교육), 기술평가(“기술신용도”에 관한 평가 보고서 작성: 구조변화에 따른 기회, 위험, 범위, 시장 및 기업 여건변화 등에 대하여 상세히 기술하고 기업에 대한 대출, 보증, 투자시 활용)를 수행하고 있다.

마. 시사점

미국은 1980년대까지만 하더라도 전문 인력이 부족하고 관련 기관의 인식이 부족하여 평가가 활성화되지 못하다가 1990년대 들어서면서 지속적인 전문 인력에 대한 투자로 기술이전 및 기술평가 인력이 확보되었고 본격적으로 평가가 이루어지게 되었다. 따라서 IT 중소 벤처기업 평가의 원활화를 위해서는 관련 전문 인력의 확보와 평가에 대한 필요성에 대한 인식이 무엇보다 중요해 보인다. 미국의 평가시스템은 이미 1980년대부터 이루어진 기반을 바탕으로 공공 및 민간부문에서 다양한 형태로 발전되어 상호 유기적 효율적 네트워크 체제를 구축하고 있어 연구의 효율화를 도모하고 있다.

미국에서는 제조업체는 물론 서비스 관련 기업들도 지적재산권 및 기술가치평가 전문 컨설팅 기관을 용역계약으로 적극적으로 활용하고 있다는 점과 기술실용화를 위한 기술평가의 경우, 사업성과 시장성의 평가 중심으로 민간평가 컨설팅 기관의 활발한 상업적 평가 용역활동이 이루어지고 있음을 주목할 만하다.

반면 일본, 영국 및 독일의 경우, 정부 주도로 평가기법 개발 및 보급이 이루어지면서 민간부문의 적극적인 참여를 위해 다각적인 노력이 이루어지고 있다. 이처럼 미국, 일본 등 해외사례를 통해 국내 기업가치 평가체계에 대한 미래 방향이 설정되어야 할 것이다. 국내의 경우 현재 민간기관 및 시장을 중심으로 한 기술가치 평가의 한계를 인식할 때 과도기적으로 정부 등 공공기관에서 이에 대한 적극적인 지원 정책을 펴는 것은 적절한 방향으로 사료된다.

4. 시사점 및 개선방향

가. 회계투명성 강화 및 회계정보의 공유관련 제도적 보완

IT 중소기업의 윤리·투명경영 분위기 확산과 회계 정보의 제한적인 공유를 유인하는 제도적 마련이 필요하다. 현재 IT 중소벤처의 경우 비상장기업이 90% 이상을 차지하고 독립회계감사를 비롯한 투명경영제도를 도입한 비율이 대기업에 비해 매우 낮은 것이 사실이다. 따라서 IT 중소벤처의 투명경영제도 도입을 유인할 수 있는 환경 및 제도를 고려해 보는 것이 바람직할 것이다. 또한 회계정보의 공유면에서 M&A의 활성화를 위해서는 M&A 대상 기업의 회계정보를 컨설팅기관에서 공유할 수 있도록 하는 큰 변화가 있어야 한다. 이를 위한 한 방안으로써 중소기업에 대한 정보를 가장 많이 보유하고 있는 은행, 증권사, 창투사, CRC, PEF 등 관련 금융기관이 중소기업 관련 정보의 생성·유통 기능을 담당하게 한다면 정보의 양과 질이 대폭 개선될 것으로 기대된다. 중소기업 정보가 이를 금융기관의 검증과정을 거쳐 신뢰 할 수 있는 정보로 변환되어야 M&A 시장에서 유통이 가능하며, M&A 컨설팅기관은 금융기관에 등록절차를 통해 기업 회계정보를 공유하는 방법으로 새로운 DB를 구축한다면 M&A가 활성화의 초석이 될 것으로 기대된다.

나. 일반가치평가방법의 수정보완

M&A에서 적용되는 소득 및 시장 접근법 등의 일반적인 가치평가방법을 IT 중소벤처의 특성에 맞도록 수정·보완할 필요가 있다.⁵⁵⁾ 소득 접근법의 경우 미래수익을

근거로 하여 현재기업의 가치를 평가함으로써 가장 이상적인 접근법이기는 하나 현실적인 추정에 많은 어려움이 따른다. 따라서 발생 가능한 몇 가지 시나리오를 작성한 후 각 대안별 발생확률을 설정하고, 이러한 확률을 가중치로 한 가중평균기대치를 구하여 소득흐름을 추정하는 방식을 고려하는 것도 바람직한 대안이 될 수 있다.⁵⁶⁾ 또한 IT중소벤처는 미래의 불확실성이 매우 높으므로 안정성장기에 접어드는 미래 일정기간 후의 추정을 먼저 진행하고 이로부터 현재까지 역 추적하는 방식을 택하는 것이 합리적일 수 있다. 벤처기업은 초기의 성장률이 대단히 높고 불안정한 특성을 보임에 따라, 단일 기간 보다는 구체적인 수익, 비용을 개별 연도별로 추정하는 다기간 추정방식을 취해야 한다. 개별 추정기간 이후에도 단일 성장률에 의해 잔존(영구)가치(terminal value)를 구하는 것이 비합리적일 경우, 기간 방식 등을 사용하여 잔존가치를 구하여야 한다.

시장접근법의 경우에는 유사한 기업과의 비교하는 방식이나 벤처기업의 경우 초기단계에서 당기순이익이 적자인 경우가 빈번히 발생할 수 있다. 따라서 이 경우 음(−)의 주가수익비율(PER)이 산정될 수 있음에 따라, 주당순이익(EPS) 대신 감가상각 등을 감안한 EBITDA(이자, 법인세, 감가상각, 감모상각 차감전 이익) 등 양의 값을 가질 수 있는 지표나 매출액 대비 배수를 적용하는 것이 보다 효과적일 것이다. 반면 EBITDA의 경우에도 음수가 나오는 경우가 있고, 매출액 대비 배수는 비교대상회사와 평가대상회사의 이익/비용구조가 매우 유사하다는 전제에서만 사용되어야 하므로 문제는 여전히 존재한다. 한편, 벤처기업에 대해서는 일반적으로 사용되는 재무적인 지표대비 시가배수뿐만 아니라 비재무지표를 이용한 다양한 배수의 개발과 응용이 적절할 수 있다. 예를 들면, 인터넷기업의 경우 Page View 수, 유료사용자(실명/비실명)수 등을 사용하여 배수를 구성하는 것이 적절하다.

55) 일반적으로 무형자산의 경우 시장가치를 계상하기가 쉽지 않음에 따라, 자산접근법을 획일적으로 적용시키는 것은 적절하지 않음에 따라 제외

56) Jennergren(2007) 참조

다. IT기술가치평가체계의 수정보완을 통한 표준 정립

IT기술가치평가(안)는 IT중소벤처의 신뢰 가능한 기술 및 사업성 가치평가에 대한 표준을 정립함에 있어 존재하는 가치평가체계에 대한 보완적인 역할을 할 것으로 사료된다. 이러한 평가안의 개발은 기술 및 사업성에 대한 총체적인 분석을 통한 표준모델을 제시하고 있어 바람직하나, 기술가치 평가(안)을 현실적으로 모든 기업에 획일적으로 적용하기에는 한계가 있다. 따라서 미국의 80년대 초반이나 일본 및 영국 등의 경우처럼 민간 가치평가기관의 참여를 유인하고, 민간주도의 가치평가시장이 활성화되기까지 국내에서 과도기적으로 운용될 수 있을 것으로 기대된다. 한편 앞서 언급된 것처럼 한 자산(혹은 기술)의 가치는 누가, 어떤 목적으로 평가하느냐에 따라 천차만별일 수 있다. 따라서 개별 기업 및 기술의 특성을 충분히 고려하지 않은 획일적인 가치평가모형의 적용 및 규모위험프리미엄 같은 투입변수의 중복 계상 가능성은 오히려 부정적인 결과를 나을 수 있음에 주의를 기울여 신중한 접근이 이루어질 필요가 있다.

제 2 절 M&A중개시장 및 펀드 현황, 문제점 및 개선방향

1. 국내 M&A중개시장 및 펀드 현황과 문제점⁵⁷⁾

가. 국내 M&A중개시장 현황

M&A시장에서는 기업간 M&A과정에서 해당기업들외에 다양한 이해관계자들이 참여하고 각각의 전문기능을 수행한다. 이는 M&A과정에서 잠재적 피인수기업 탐색 및 협상, 실사, 법 및 회계, 자금조달 등 여러 가지 활동을 수반함에 따라 각 해당 전문가 혹은 기관들의 컨설팅 및 중개기능이 요구되기 때문이다. M&A시장에서 주요한 중개기관 및 펀드는 투자은행, M&A중개회사, 기업구조조정전문회사(CRC) 및 펀드, 사모투자펀드(PEF) 및 M&A펀드 등을 들 수 있으며, 각 해당 전문 기관들이

57) 이경원외(2001)은 M&A중개기관 및 펀드의 기능 및 역할에 대한 이론적 논의를 다루고 있으며, 본 보고서에서는 현황 및 문제점 등을 중점으로 논의를 진행

전문적인 지식과 경험을 토대로 컨설팅, 중개 및 투자기능을 수행하고 있다.

1) 투자은행(IB) 및 M&A 재무 컨설팅 기관:

투자은행의 주요업무는 자본시장에서의 펀드를 조성하고 M&A과정에서 재무관련 컨설팅 및 정보를 제공하는 것이다. 그 외에 자본투자, 위탁매매, 자산관리 및 개인고객에 대한 자산종합관리 서비스를 수행하고 있어, 종합적인 금융기관이라고 볼 수 있다(〈표 5-10〉 참조).

〈표 5-10〉 투자은행의 주요업무

협의	자본시장 형성	<ul style="list-style-type: none"> 증권 인수(underwriting) 증권의 분배업무(distribution)
	금융자문	<ul style="list-style-type: none"> M&A · 기업구조조정 자문 기업재무관련 컨설팅 및 정보제공(advisory)
광의	자본투자 (자기매매)	<ul style="list-style-type: none"> 주식: 상장 · 비상장주식 채권관련: 국공채, ABS, MBS, 정크본드 등 파생금융상품: 선물, 옵션, 스왑, 신용파생상품 등 기타: 부동산 투자(Reits, 직접투자)
	위탁매매	<ul style="list-style-type: none"> 위탁매매 중개업무
	자산관리	<ul style="list-style-type: none"> 고객재산 운영(asset management), 펀드 판매
	Private banking	<ul style="list-style-type: none"> 개인고객 자산종합관리 서비스
	기타	<ul style="list-style-type: none"> 벤처캐피탈, 프로젝트파이낸싱, 리서치 등

자료: 오용석(2006) 인용

국내 M&A시장에서 '03년 이후 최근까지의 자문실적을 살펴보면, Citi, JP Morgan, UBS, Morgan Stanley, Goldman Sachs 등 외국계 투자은행들이 거래규모면에서 높은 비중을 차지하고 있다. '03년부터 '07년까지 Citi는 약 281억달러의 거래를 성사시켰으며, 평균규모는 약 1,340백만달러를 차지하였다. JP Morgan은 약 248억달러 규모로 평균 1,770백만달러규모로 Citi보다 평균규모가 높게 나타났다. 한국 M&A거래 및 자문업무를 수행하는 금융기관은 산업은행(KDB)과 삼성증권이 각각 약 199억달러와 180억달러 수준을 나타내며 비교적 큰 거래규모를 보였다. 평균거래규모에서

는 산업은행(KDB)과 HSBC가 약 28억달러와 24억달러를 보이며 최근 대규모 거래를 성사시켰음을 나타냈다. 또한 PricewaterhouseCoopers는 91개 거래를 성사시켜 가장 낮은 평균거래규모를 보였다.

〈표 5-11〉 '03~'07. 11 M&A재무자문기관의 국내 M&A거래규모 및 수 현황
(단위: 백만달러, 개)

투자은행명	거래규모	거래수	평균거래규모
Citi	28,142.75	21	1,340.13
JP Morgan	24,777.56	14	1,769.83
UBS	23,233.26	15	1,548.88
Morgan Stanley	20,701.18	33	627.31
산업은행(KDB)	19,935.57	7	2,847.94
삼성증권	17,981.29	27	665.97
Goldman Sachs & Co	13,400.66	17	788.27
PricewaterhouseCoopers	12,654.94	91	139.07
HSBC	9,489.17	4	2,372.29
Credit Suisse	9,287.73	12	773.98
계	179,604.11	241	745.25

자료: Bloomberg '03~'07. 11. 9기간 M&A거래관련 자료 재가공

국내 M&A관련 재무자문기능을 수행하는 국내 금융 및 회계법인들은 산업은행 외에 삼성증권, 굿모닝증권, 우리투자증권, 신우회계법인 등이 높은 거래성사규모를 보였다. 굿모닝증권의 경우 약 72억달러 정도의 거래규모에 비해 거래수가 적어 1,213백만달러의 높은 평균거래규모를 나타내었다. 그러나 대부분의 M&A관련 투자은행기능을 수행하는 회계법인의 경우 거래수에 비해 거래규모가 적어 19~59백만달러규모의 낮은 평균거래규모를 보이고 있다. 이는 해외 글로벌 투자은행들이 평균 140~2,372백만달러 M&A거래에 관여하는 것에 비해 매우 낮은 수준이다. 반면 최근 국내 M&A거래 증가와 더불어 국내 증권 및 회계법인의 M&A관련 컨설팅 활용이 증가하고 있음을 보이고 있다.

〈표 5-12〉 '03~'07. 11 국내 M&A재무자문 기관의 M&A거래규모 및 수

(단위: 백만달러, 개)

금융 및 비금융기관명	거래규모	거래수		평균거래규모
		총계	'06~'07. 11	
산업은행(KDB)	19,935.57	7	4	2,847.94
삼성증권	17,981.29	27	11	665.97
굿모닝증권	7,280.92	6	1	1,213.49
우리투자증권	4,285.28	21	13	204.06
신우회계법인	590.23	10	10	59.02
삼덕회계법인	564.44	18	17	31.36
대주회계법인	482.5	17	15	28.38
인덕회계법인	407.78	6	6	67.96
신정회계법인	370.34	12	12	30.86
회계법인이준	342.99	18	16	19.06
계	52,241.34	142	111	367.90

자료: Bloomberg '03~'07. 11. 9기간 M&A거래관련 자료 재가공

2) 기업 구조조정 전문회사(CRC) 및 조합

기업구조조정 전문회사(Corporate Restructuring Company, CRC)⁵⁸⁾는 외국의 벌처펀드(vulture fund)를 모델로 하며, 정부가 외환위기 이후 부실기업정리 등 시장중심의 구조조정을 촉진하기 위해 '99년 2월 『산업발전법』제정과 더불어 『기업구조조정전문회사제도』를 도입함으로써 출현하였다. 기업구조조정 전문회사(CRC)는 상법상 주식회사로 산업자원부에 등록해야 하며, 현재 순수 CRC와 신기술금융회사와 창투사 등이 등록할 수 있다. 주요업무는 부실기업의 인수, 정상화, 매각이며, 대상기업에 대한 투자(채권매입 등), M&A 중개, 회사정리절차 대행 등 부수 업무를 수행하는 것이다. 또한 CRC는 자금조달 원활화를 위해 조합형 펀드인 기업구조조정펀드를 결성할 수 있다(업무집행조합원의 1% 출자 의무화, '07년 개정).

58) 기업구조조정기구에는 CRC외에 구조조정투자회사(Corporate Restructuring Vehicle)를 포함하며, 이는 부실기업들을 넘겨받아 회생과 정리를 전담하는 전문회사로 일종의 페이퍼컴퍼니임

'07년 6월 현재 기업구조조정전문회사(CRC)로 순수 전문회사, 신기술사업금융회사, 창업투자회사 등이 등록되어 있다. CRC로 등록된 회사는 총 53개로 '99년에 비해 두배 가량 늘었으나, 닷컴버블붕괴 이후 45~54개 수준에서 유지되고 있다. 현재에는 CRC에 등록된 회사들 중에서 신기술금융회사가 약 45%를 차지하고 있으며 '06년 9개에서 '07년 24개로 급증하였다. 이와 더불어 창투사가 '07년 6월 현재 11개가 등록되어 있어, 순수 CRC보다는 신기술금융회사와 창투사의 비중이 거의 80% 수준에 달하고 있다.

〈표 5-13〉 기업구조조정전문회사(CRC) 등록현황

(단위: 개)

	'99	'00	'01	'02	'03	'04	'05	'06	'07. 6
순수CRC	16	49	79	43	31	33	25	19	18
신기술	1	3	4	8	9	9	9	9	24
창투사	3	5	10	9	14	12	15	17	11
합계	20	57	93	60	54	54	49	45	53

자료: 한국기업구조조정전문회사협회(KACRC)

CRC조합은 '06년 12월 말 현재 73개 조합이 등록되어 있다. '99년 이후 등록된 조합수가 꾸준히 증가하여 '06년 말까지 265개가 등록하였고 192개가 해산되었다. 등록된 CRC조합의 평균 출자금 규모는 약 164억 원 수준이다. 규모별로는 10억~50억 규모의 조합이 25개로 전체에서 34%를 차지하고 있으며, 그 외 50~100억과 300억 이상 규모 조합이 각각 15개로 21%를 차지하고 있다. 이에 따라 CRC조합의 상당부분이 소규모로 운영되고 있음을 보이고 있다.

〈표 5-14〉 기업구조조정전문(CRC) 조합 현황

(단위: 개)

	2004	2005	2006. 12
조합수	70	58	73
등록	187	223	265
해산	117	165	192

자료: 삼정 KPMG(2007)에서 금융감독원자료 재인용

〈표 5-15〉 출자금 규모별 CRC 조합 분포

(단위: 억원)

	10~50	50~100	100~150	150~300	300이상	계
조합수(개)	25	15	9	9	15	73
비중(%)	34	21	12	12	21	100

자료: 삼정 KPMG(2007)에서 금융감독원자료 재인용

CRC와 CRC조합의 총투자액은 '07년 6월 현재까지 약 7조 3천억원 정도(누계기준)이며, CRC와 CRC조합간 투자비중은 비슷한 수준이다. 그러나 신규투자의 경우 '03년부터 급격히 감소하였으며 이는 앞에서 CRC의 신규투자가 급격히 감소함에 기인하는 것이라 볼수 있다. 또한 이러한 CRC의 신규투자 감소는 '03년이후 등록된 순수 CRC수가 급격히 감소함에 따른 것으로 판단된다. 반면 CRC조합의 경우에는 신규투자 비중이 '99년부터 꾸준히 증가하고 있는데, 이는 신기술투자금융회사와 창투사의 CRC등록이 증가함에 따라 소규모 투자가 증가하고 CRC업무를 겸업 형태로 하고 있기 때문으로 보인다.⁵⁹⁾ 특히 CRC조합의 투자기업수는 '04년 75개에서 '06년말에는 107개로 소폭 증가한 반면, 신규투자는 5,592억원에서 4,106억원으로 감소하였다.

〈표 5-16〉 CRC 및 CRC조합 연도별 투자현황

(단위: 억원)

구분		'99	'00	'01	'02	'03	'04	'05	'06	'07.6
계	신규	2,848	7,932	16,632	12,025	5,719	7,818	9,600	7,057	3,338
	누계	2,848	10,780	27,412	39,437	45,156	52,974	62,574	69,631	72,969
CRC	신규	1,622	4,975	13,914	6,793	2,489	2,226	2,749	2,951	826
	누계	1,622	6,597	20,511	27,304	29,793	32,019	34,783	37,734	38,650
CRC 조합	신규	1,226	2,957	2,718	5,232	3,230	5,592	6,836	4,106	2,512
	누계	1,226	4,183	6,901	12,133	15,363	20,955	27,791	31,897	34,409

자료: KACRC

59) KACRC에 따르면, '07년 현재 겸업 CRC수는 전체에서 약 50%이상을 차지하고 있음

기업유형별 투자에서는 부채과다기업에 대한 투자가 30%로 가장 높은 비중을 차지하였으며, 그 밖에 법정관리(18%), 워크아웃(12%), 자본잠식(12%) 등 순으로 나타났다. 또한 주식 및 채권별로는 보통주에 대한 투자가 약 80%를 차지함으로써, 채권보다는 주식에 대한 투자를 통해 기업의 경영권 및 지배력을 확보하는 것으로 보인다. 또한 한국기업구조조정전문협회(KACRC)에 따르면, 해산 CRC조합의 조정수익률⁶⁰⁾을 기준으로 전체 조합의 80%이상이 이익을 달성하여 양호한 경영성과를 보이고 있다.

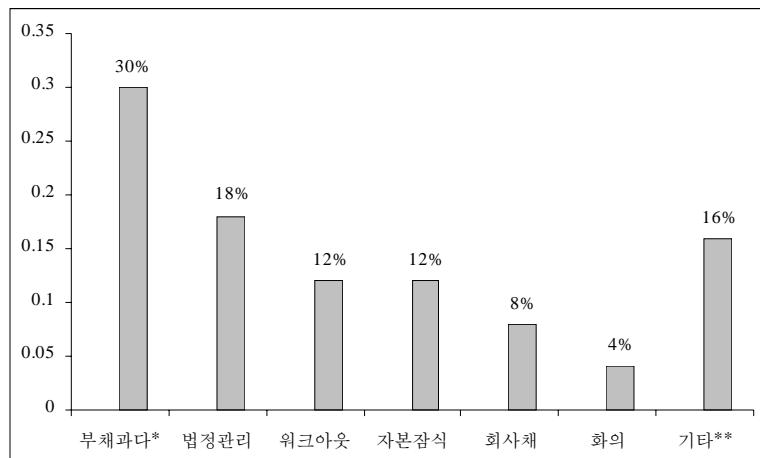
정부는 최근 기업구조조정전문회사와 관련한 『산업발전법 시행령』 일부를 개정('07년 7월 4일 시행)하였다.⁶¹⁾ 개정의 주요내용은 (i) 구조조정대상요건 추가 및 등록요건완화, (ii) 의무투자자본금 증액, (iii) 자본잠식율이 50%이상인 기업의 사채발행 제한 등이다. 이러한 개정은 기업구조조정전문회사 임직원들의 위법행위에 대한 제재를 강화함으로써 재무구조 건전화와 구조조정을 가속화시킬 것으로 기대된다. 또한 구조조정대상기업의 요건을 완화함으로써 CRC 참여에 대한 유인을 제공할 것으로 기대된다. 그러나 이러한 CRC의 구조조정 활성화에도 불구하고 은행을 비롯한 금융기관에 대한 CRC조합 출자 제한이 CRC의 자금 조달에 걸림돌로 작용할 수 있다.⁶²⁾ 따라서 CRC의 구조조정 및 재무구조에 대한 건전화와 더불어, CRC 및 CRC조합의 규모화를 유인할 수 있는 법·제도적 개선방향이 고려될 필요가 있다.

60) '99년~'06. 12월까지 해산한 조합 중 181개 CRC조합을 대상으로 존속기간을 고려하여 수익률을 조정 산출(KACRC)

61) 대통령령제 20149호(산업발전법 시행령 개정) 참조

62) 은행 및 보험사 등 금융기관의 출자가 CRC조합의 의결권 주식 20% 이상을 취득할 경우, 금감위의 승인을 받도록 하고 있어 사실상 CRC에 대한 출자 제한이 존재하고 있는 점이 지적되고 있다(파이낸셜뉴스fnnew.com '07. 7. 19).

(그림 5-1] 기업유형별 CRC투자 비중('06. 12월기준)



자료: 삼정 KPMG(2007)에서 금감원자료 재가공

3) PEF와 사모M&A펀드⁶³⁾

PEF는 타기업에 대한 경영권 참여⁶⁴⁾를 목적으로 하는 반면, 사모M&A펀드는 타기업을 계열사로 편입⁶⁵⁾하는 것을 목적으로 한다. 사모M&A펀드는 투자회사에 대한 일부규제(의결권 행사 및 펀드 운용자 등에 대한 규제 완화)를 적용면제 받는 형식으로 제도화되어 있어 레버리지 사용이 불가능하고, 펀드 설립시 투자금 완납 및 투자재산 내역을 사무수탁회사 등에 의무적으로 제공해 하는 등 기업인수 펀드 특성이 고려되지 않은 규제를 받고 있다. 반면 PEF는 합자회사 형태이기 때문에 Capital call 방식의 출자가 가능하고, 사원간 다양한 출자·손익분배약정과 SPC를 이용한 차입도 가능하여 기업인수 업무수행에 보다 적합하다.

63) 금융감독원(2007) 인용 및 참조.

64) 투자대상 회사의 주식·출자지분 10% 이상 보유 또는 이사 임면 등 실질적 경영 참여가 가능한 10% 미만 투자

65) 투자대상 회사의 주식·출자지분 30% 이상을 보유하는 최다 출자자가 되거나 임원의 50% 이상을 임면할 수 있는 실질적 경영지배가 가능한 30% 미만 투자

〈표 5-17〉 PEF와 사모M&A펀드 비교

구분	PEF	사모M&A펀드
법적성격	합자회사	주식회사 등
투자목적	경영참여	계열사 편입
출자방식	capital call 방식의 출자 가능	펀드 설정시 투자금 완납
차 입	가능(출자자금의 200%, SPC)	불가
사무수탁사	선택사항	의무사항(기밀유지 곤란)

출처: 금융감독원

국내 사모투자전문회사(PEF)는 '07년 1월말 현재 25개가 등록되어 있으며, 총 출자약정액은 약 5조 9천억원에 달한다. 이는 '05년 자금모집과 투자대상 물색에 전념해오던 PEF들이 '06년부터 본격적으로 투자를 집행하여 투자금액이 급증하고 있기 때문이다. 따라서 '07년 1월말 현재 운용중인 25개 PEF 중 최근 등록한 PEF 3개(우리, KDB2, 과학기술 PEF)를 제외한 22개 PEF가 투자를 집행하고 있으며 이행된 금액은 약 3조원에 달한다.⁶⁶⁾

금융감독원에 따르면, PEF 운용상 특징은 투자대상이 제조업이나 금융기관 위주에서 점차 다양한 분야로 확산되고 있다는 것이다. 최근에는 프랜차이즈 회사, 홈쇼핑 회사 및 대형 골프장 인수를 추진 중인 경우도 있는 것으로 알려지고 있으며, 이러한 투자대상 확대는 산업전반의 구조조정 효과를 가져올 것으로 기대되고 있다. 또 다른 특징은 기업인수 목적의 PEF 운용이 가능한 업무집행사원들이 나타면서 운용자 간 차별화가 진행되고 있다는 점이다. 최근 GP가 금융회사인 PEF는 대부분 재무적 투자위주로 운용하고 있는 반면, 국내외에서 PEF 및 이와 유사한 펀드 운용경험이 있는 GP를 보유한 PEF들은 재무적 투자보다 전략적 투자위주⁶⁷⁾로 PEF 운용하고 있다. 이러한 과정에서 국내 PE 산업은 PEF 운용사이를 4단계중(자금모집 → 투자집

66) 특히 '06년에는 대우건설(주)과 한진해운의 지분 등에 대한 대규모 투자가 이루어 져 집행규모가 '05년말 2,667억원에서 '06년말 2조 2,978억원으로 증가

67) MBK → 한미캐피탈, KTB SB → 중앙상호저축은행 등

행 → 기업가치제고 → 투자회수)의 제3단계에 진입하며 점차 안정을 찾아가고 있는 것으로 평가되고 있다.

〈표 5-18〉 사모투자전문회사(PEF) 등록 현황('07. 1. 31 현재)

구분	등록일	사원		출자약정액	비고
		GP	LP		
1 미래에셋1호	'04. 12. 27	미래에셋 맵스자산운용	8인	1,400억원	
2 우리제1호	'04. 12. 27	우리은행	—	—	'05. 10. 7(해산)
3 데본셔	'05. 2. 15	데본셔코리아	4인	300억원	
4 마르스제1호	'05. 3. 7	우리투자증권	2인	340억원	
5 칸서스제1호	'05. 3.29	칸서스자산운용	—	—	'06. 3. 14(해산)
6 KDB제1호	'05. 5. 9	산업은행	4인	3,000억원	
7 기업은행 – KTB	'05. 5. 31	기업은행, KTB네트워크	6인	1,200억원	
8 보고	'05. 9. 2	보고인베스트먼트	14인	5,110억원	
9 신한 – 국민연금1호	'05. 9. 8	신한 PE	7인	3,000억원	
10 MBK파트너스	'05. 9. 8	MBK파트너스	1인	10,000억원	
11 맥쿼리코리아 오퍼튜니티즈	'05. 9. 26	맥쿼리코리아 오퍼튜니티즈운용	18인	8,527.4억원	
12 칸서스3호	'05. 9. 26	칸서스자산운용, 칸서스파트너스	9인	1,505.0억원	
13 KTB2005	'05. 9. 29	케이티비네트워크, 케이티비자산운용	9인	1,500억원	
14 미래에셋2호	'05. 9. 29	미래에셋 맵스자산운용	1인	400.1억원	
15 H&Q – 국민연금1호	'05.11. 2	한국 H&Q AP	5인	3,000억원	
16 에프자팬	'05. 12. 27	파이낸스그룹팬	—	—	'06. 11. 6(해산)
17 기은 – 기보	'06. 3. 7	중소기업은행, 기보캐피탈	1인	510억원	
18 KTB-SB	'06. 4. 6	케이티비자산운용	3인	125억원	
19 우리	'06. 7. 6	우리 PE	9인	3,440억원	

구분	등록일	사원		출자약정액	비고
		GP	LP		
20 코너스톤	'06. 8. 4	코너스톤PE 파트너스	3인	1,005억원	
21 미래에셋3호	'06. 9. 11	미래에셋 맵스자산운용	12인	6,110억원	
22 KTB2006	'06. 10. 2	케이티비네트워크	7인	2,501억원	
23 KDB제2호	'06. 11. 2	산업은행	9인	4,000억원	
24 IBK3호	'06. 11. 7	기업은행	1인	450억원	
25 IBK-SKS	'06. 11. 7	기업은행, SK증권	3인	201억원	
26 서울자산1호	'06. 11. 28	서울자산운용, 서울증권	4인	250억원	
27 스카이레이크	'06. 12. 13	스카이레이크	15인	295.8억원	
28 과학기술	'06. 12. 28	한화기술금융	2인	500억원	
총 계		33인	161인	58,670.4억원	

자료: 금융감독원(2007)인용

사모M&A펀드는 '07. 1월말 현재 31개 펀드가 약 2,790억원(평균 약 90억원) 규모로 운용 중이다. 사모 M&A펀드는 '04년말(6개) → '05년말(12개) → '06년말(28개) → '07년 1월말(31개)로 증가추세를 보였다. 특히 '06년에는 총 18개가 신규 등록(해산: 2개)하여 급격한 증가를 보였으며, '05년 대비 2.3배 증가('05년 신규 등록: 8개, 해산: 2개)를 보이고 있다. 금감원은 이런 증가가 현재 법제정 추진 중인 '자본시장과 금융투자업에 관한 법'에서 사모M&A펀드 제도의 폐지(PEF로 일원화)가 예정되어 있어 제도폐지 이전에 사모M&A펀드 설립에 대한 수요로 인한 것으로 보고 있다.

〈표 5-19〉 사모M&A펀드 등록 현황(‘07. 1. 31 현재)

	펀드명	등록일	운용주체	NAV(억원)
1	거버너스2호	2002. 5. 2	마이애셋자산운용	65
2	크리스탈1호	2002. 5. 22	최형석	9.4
3	타임풀리오	2003. 7. 26	차문현	39.6
4	마이애셋D호	2003. 8. 1	마이애셋자산운용	216
5	다비드	2003. 8. 22	정연서	32
6	이글사모	2003. 9. 16	김경진	55
7	헤르메스 1호	2005. 4. 29	JS파트너스	115
8	PEI.RICH 2호	2005. 7. 25	구권립	90
9	아이해브드림	2005. 11. 2	김민기	161.7
10	PEI.RICH 3호	2005. 12. 2	구권립	27
11	튜브2호	2005. 12. 19	튜브투자자문	116
12	베스트6호	2005. 12. 19	유리투자자문	58
13	홍익인간	2006. 1. 24	차문현	50
14	한셋	2006. 2. 15	한셋투자자문	118
15	제이에스1호	2006. 3. 17	JS파트너스	102
16	제너시스	2006. 3. 17	제너시스투자자문	82
17	준인베스트먼트	2006. 3. 23	서범석	118
18	제너시스2호	2006. 5. 25	제너시스투자자문	107
19	제너시스3호	2006. 5. 25	제너시스투자자문	66
20	튜브3호	2006. 3. 29	튜브투자자문	36
21	웰시안	2006. 4. 20	키움닷컴(기민홍)	22
22	헤르메스 3호	2006. 4. 26	헤르메스투자자문	156
23	브릿지	2006. 9. 21	브릿지증권	47
24	지엘에이	2006. 10. 2	글로벌리더스투자자문	28
25	PEI.RICH 5호	2006. 10. 24	구권립	17
26	제이에스2호	2006. 11. 13	JS파트너스	49
27	지엘에이2호	2006. 11. 13	글로벌리더스투자자문	154
28	가이딩스타	2006. 12. 26	KB자산운용	650.7
29	스카이	2007. 1. 12	스카이투자자문	1
30	헤르메스5호	2007. 1. 22	헤르메스투자자문	1
31	지엘에이3호	2007. 1. 31	글로벌리더스투자자문	1
합계				2,790.4

자료: 금융감독원(2007)인용

주: 1) 박스내는 '06년에 신규 등록하여 현재 운용중인 펀드이며 해산된 펀드 제외

2) NAV 1억원의 펀드는 등록 후 투자자 모집 및 운용을 하고 있지 않는 경우

사모 M&A 펀드는 개인 및 일반법인, 투자자문사를 위주로 운용되고 있으며, 규모 면에서는 중소형 펀드가 대다수를 차지하는 것으로 보인다. 먼저 운용주체별로 살펴 보면, 개인 및 일반법인과 투자자문사가 각각 13개씩으로 전체에서 약 83.8%로 높은 비중을 차지하고 있다. 또한 규모별로는 100억원 미만인 중소형 펀드가 20개로 전체에서 64.5%를 차지하고 있다.

〈표 5-20〉 사모 M&A 펀드 운용주체별 분포

(단위: 개, %)

	운용사	투자자문사	개인·일반법인	증권사	총 계
수	3	13	13	2	31
비중	9.7	41.9	41.9	6.5	100

주: 2007년 1월 말 기준이며, 동일 운용자가 다수의 펀드를 운용하는 경우를 독립적으로 계산
자료: 금융감독원(2007) 인용

〈표 5-21〉 운용규모별 사모 M&A 펀드 분포

(단위: 개, %)

펀드규모	50억원 미만	50~100억원	100억원 초과	총 계
수	13	7	11	31
비중	41.9	22.6	35.5	100

자료: 금융감독원(2007) 인용

4) M&A 부티크 및 기타

M&A 중개회사는 ‘비즈니스 브로커’ 또는 ‘M&A 부티크’라고도 불리며, 중소규모의 M&A 대상 탐색, 중개 및 자문 등의 기능을 수행한다. 이들은 주로 중소규모 매물정보를 웹사이트를 통해 리스팅하거나, M&A 거래에서 매도 및 매수기업을 중개하고 거래가 이루질 경우 고정 혹은 거래규모에 따른 중개수수료를 획득한다.

국내에서는 현재 약 2,000개 이상의 M&A 부티크가 운영 중인 것으로 추정되고 있으나, 주로 소규모이고 독립적인 M&A 중개업무를 하고 있어 현황 파악이 어려운 편이다. 이렇게 증가하는 M&A 부티크는 주로 1인 혹은 극소수의 인원으로 구성되

어 있어, M&A관련 전문성이나 신뢰성이 제고될 필요성이 제기되고 있다. 또한 현재 M&A부티크를 관리하거나 감독하는 기관이 없는 상태에서 전문능력이 결여된 소규모 M&A부티크의 생성으로 말미암아 과당경쟁에 대한 우려가 높아지고 있는 실정이다. 이러한 M&A 부티크는 중규모 증권 및 컨설팅회사들이 참여하지 않는 소규모 M&A(대개 50억원미만의 거래금액)를 원활히 하는 역할을 제공할 수 있을 것으로 보임에 따라 이에 대한 관리기관의 설립 및 전문성 제고에 따른 활용이 필요할 것으로 사료된다.

M&A과정에서는 증권사 및 회계사 등 재무관련 자문기능을 수행하는 기관 외에도 법관련 기관 및 상업은행을 비롯한 다양한 이해관계자들이 참여할 수 있다. 예를 들면, M&A 관련 계약서를 작성하거나 M&A절차에 대한 법률자문을 제공하는 법무법인, 투자재원을 공급하는 금융기관 및 일반투자가도 포함된다. 상업은행, 보험회사, 연기금 등은 투자자금의 분산 및 재투자를 위해 M&A기업에게 M&A거래에서 필요한 자금의 일부 혹은 전부를 제공하며, 일반투자가는 M&A대상기업의 주식에 투자하여 차익을 목적으로 투자기능을 수행한다. 일반 투자자는 가장 전형적인 고위험, 고수익이 나타나는 투자를 목적으로 하는 투기적 성향이 강한 투자자로 분류할 수 있다. 마지막으로 재정거래업자(arbitragers)는 사전에 M&A 대상기업을 선정해 투자하지 않고 M&A와 관련된 명백하고 객관적인 정보를 바탕으로 개입하고 주식에 투자를 하는 것이 일반적이다.

나. 국내 M&A중개시장의 문제점

1) 국내 M&A관련 컨설팅 및 자문기관의 자본 및 M&A전문 인력 부족

현재 국내에서 M&A를 중개하는 시장은 해외 글로벌 투자은행들에 의해 대부분이 점유되어 있다. 금융연구원에 따르면, 해외 글로벌 컨설팅기관들의 국내 M&A시장 점유비율은 외국계 투자은행 70%, 국내 금융, 증권, 종금사, 회계법인 20%, M&A부티크업체 10% 정도로 추정되고 있다. 또한 앞서 논의된 바와 같이, 국내 M&A관련 해외 주요 투자은행의 평균 거래금액은 684.49억원인 반면, 국내 주요 자문기관은 369.90억달러로 약 2배정도의 차이를 보이고 있다.

이러한 해외 글로벌 투자은행의 국내 M&A시장 독점은 국내 M&A컨설팅기관의 소규모 자본 및 전문능력의 결여에 기인할 수 있다. 자본측면에서 해외 주요국 10대 투자은행 자본은 평균 267억달러에 이르는 반면, 국내 10대 투자은행 모두의 자본 총액은 평균 4.7억달러 수준으로 미국 투자은행의 1.77%에 불과하다(한국 증권업협회 2007). 또한 국내 M&A 증개시장이 미국 등 해외주요국과는 달리 M&A관련 법 제도의 미발달과 M&A전문인력의 부족이 심각한 실정이다.⁶⁸⁾

2) CRC 및 CRC조합과 사모 M&A펀드의 영세성 및 전문성부족

기업구조조정전문회사(CRC) 및 조합과 관련해서는 베블붕괴이후로 CRC 및 CRC 조합의 규모나 신규투자면에서 점차 감소해 온 것으로 보인다. 특히 순수 CRC의 수가 급격히 감소한 반면, 신기술 금융회사 및 창투사의 등록 비중이 높아졌다. 이는 비록 전체 등록된 CRC수가 증가한 반면, 투자규모가 상대적으로 증가하지 않았고 투자대상기업수가 증가함에 따라 소규모 투자 형태가 증가한 것을 알 수 있다. 비록 현재까지 운영된 CRC조합 중 대부분이 이익을 실현하였으나 '06.12월말 현재 출자 규모기준으로 10~50억의 소규모 조합이 34%가량을 차지하고 있다. 따라서 CRC 및 CRC조합의 재원확보 및 투자 규모 확대를 유인할 수 있는 제도적 보완이 필요 한 것으로 보인다.

또한 사모M&A펀드도 규모의 영세성 및 운용자의 전문성 결여가 지적되고 있다. 현재 중소형 펀드가 대부분이어서 인수대상 기업 선정에는 일정한 한계가 있으며, 운용자의 경우 M&A펀드 운용에 대한 전문성도 취약한 실정이다. 또한 단순 투자목적의 사설 펀드로 운용될 개연성이 있다는 점이다. 사모M&A펀드는 창의적이고 자유로운 기업인수 활동이 가능하도록 설립 및 운용자 규제가 최소화⁶⁹⁾되어 있는 반

68) 현재 정부는 규제완화와 업무영역의 확대를 통해 2006년부터 증권사를 투자은행 으로 육성하기로 하였고, 2008년에 발효예정인 자본시장통합법으로 증권사간 구조조정이 촉진됨에 따라 대형 투자은행의 출현도 기대되고 있다.

69) 사모M&A펀드는 일반법인(또는 개인)도 설립하여 직접 운용할 수 있으며 자산운용사, 증권사, 투자자문사, 신기술사업금융업자에 운용 위탁도 가능

면, 제도도입 취지와 달리 단순 투자목적펀드로 운용하는 사례가 적지 않은 것으로 추정된다. 마지막으로 사실상 공모펀드 형태로 연대운용 등 변칙으로 운용될 소지가 있다는 점이 지적되고 있다. 즉, 동일한 운용자가 복수의 사모M&A펀드로 30인 이상 투자자를 모집하여 특정종목에 투자하거나, 명목회사(SPC)에 투자한 후, 이를 통해 부동산·선물·옵션 등에 투자하려는 시도도 나타날 수 있다.

2. IT 및 비IT분야 협회/정부 M&A 지원기관

가. IT M&A지원센터 및 펀드⁷⁰⁾

현재까지 정보통신부(이하 정통부) 및 산하기관의 IT M&A활성화에 대한 노력은 IT전문투자조합 표준규약 개정, IT 중소·벤처 M&A펀드 조성과 M&A지원센터 등 다각적인 측면에서 진행되고 있다.

먼저 정통부는 '06년 5월에 IT중소벤처에 대한 M&A목적의 투자를 촉진하기 위한 일환으로 표준규약 개정을 하였다. 이전까지 IT전문투자조합은 IT중소벤처에 대한 경영지배 목적의 투자를 원칙적으로 금지되어 왔으며, 회생지원 등을 위한 일시적 투자만을 예외로 하여왔다. 그러나 표준규약의 개정(안)은 경영지배 목적투자를 원칙적으로 허용하고 있으며, 대상으로는 중소기업창업지원법 시행령 제 9조(업력 7년이하 중소기업에 대한 7년이내 기간 경영지배목적 투자)에서 허용하는 범위내의 경영지배투자를 포함한다. 표준규약 개정안은 이러한 M&A관련 규제완화외에도 투자의무비율의 하한조정, 조합관리강화 및 운영절차 간소화 사항을 포함하고 있다.

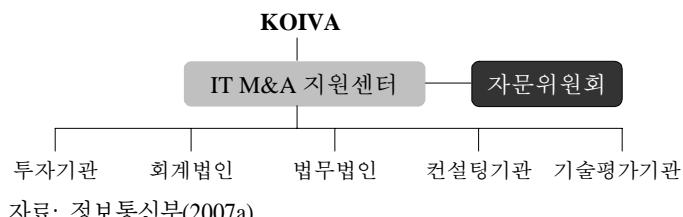
또한 정통부와 산하기관인 정보통신연구진흥원은 '07년 3월부터 IT중소·벤처기업 점프 업(jump-up)펀드 조성을 추진하고 있으며, 현재 운영을 담당할 업무집행조합원 선정을 위한 절차를 진행하고 있다. 이 펀드는 정부(50억원)와 민간자금의 공동출자를 통해 총 250억원 규모로 조성될 예정이며, 펀드 운용을 통해 IT중소벤처의 M&A와 구조조정을 촉진할 수 있을 것으로 기대하고 있다. M&A펀드의 투자는 코

70) 정통부(2006b, 2007a, b) M&A관련 각 보도자료 인용 및 참고(<http://www.mic.go.kr>)

스닥 상장기업투자, 구주인수, 후행투자 등과 관련된 일정 범위투자를 허용하고 있으며, 이에 따른 부작용 방지를 위한 관리감독을 병행할 것으로 보여진다. 또한 펀드는 7년의 존속기간(3년 추가연장 가능)을 가지며, 투자범위는 M&A에 대한 투자를 결성총액의 50% 이상(부품소재 · SW분야 30% 이상)을 투자하고 3년내 50%, 5년내 70% 이상 투자를 목적으로 하고 있다.

마지막으로 IT M&A 지원센터는 '07년 11월에 출범식을 가졌으며, M&A 전문가 네트워크를 활용하여 M&A 중개 및 컨설팅과 IT기업에 대한 교육 등을 수행할 것으로 기대된다. 조직의 구성은 운영기관, 연계기관 및 자문기구로 구분되며, IT 벤처기업연합회(KOIVA)의 M&A 전문인력을 중심으로 운영될 계획이다. 또한 벤처캐피탈, PEF 운용사 및 법 · 회계관련 컨설팅기관과 연계 네트워크를 구성하고 해당 M&A 전문가들의 자문을 받는다.

(그림 5-2) IT M&A 지원센터 운영체계



자료: 정보통신부(2007a)

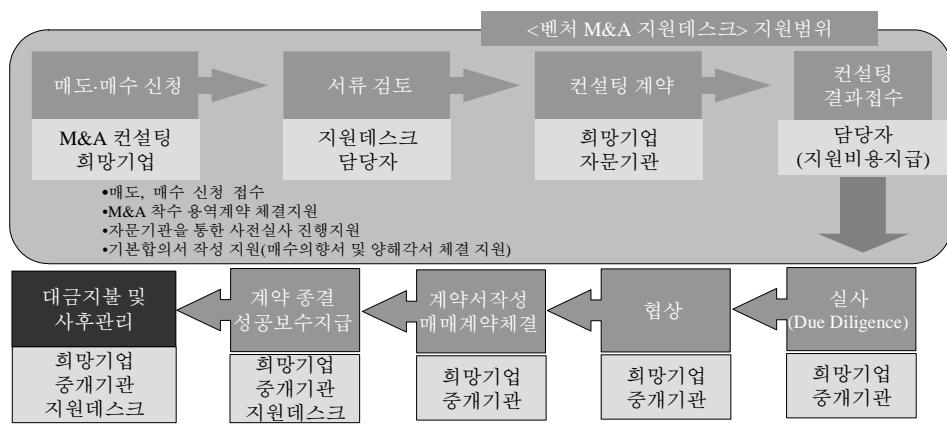
지원센터는 IT 중소벤처 중에서 M&A를 희망하는 기업의 신청을 받고 M&A 전문 기관 네트워크를 활용, 정보를 수집하여, 신청받은 기업들과 인수합병 대상을 연결시키는 중개업무를 수행한다. 다른 주요업무로 센터는 M&A 전문기관과의 연계를 통해 시너지 효과를 분석하고 매각제안서를 비롯한 계약 세부사항 등과 관련된 자문 서비스를 제공할 예정이다. 그리고 IT 기업 임직원을 대상으로 M&A 교육을 실시하고 M&A 절차 및 사례집을 발간할 예정이다.⁷¹⁾

71) 정통부와 IT 벤처기업연합회(2007)는 '07년 1월 M&A 가이드북을 시범 발간하였으

나. 벤처 M&A 지원데스크⁷²⁾

벤처기업협회는 벤처기업을 대상으로 하는 M&A 전문 창구를 마련하여 M&A 확산 및 인식개선, M&A를 통한 벤처기업의 경쟁력 제고 및 기업가치 향상을 도모하고자 벤처 M&A 지원데스크를 운영하고 있다.

[그림 5-3] 벤처 M&A 지원데스크 지원 절차 및 범위



자료: 벤처기업협회(2007)

지원범위는 M&A 착수용역계약 체결지원, 자문기관을 통한 사전설사진행지원, 기본합의서 작성지원(매수의향서 및 양해각서 체결지원)까지이며 실사(Due Diligence) 이후의 비용은 지원데스크 업무범위에 해당되지 않는다.⁷³⁾ 컨설팅 담당은 협회가 자문기관으로 위촉한 국내 유명 회계/법무법인, 기타 협회가 위촉한 M&A 전문기관으로 하고 있다. 2007년 11월 현재 5개 기업이 신청, 컨설팅을 진행중에 있으며, 컨설

며, 주요 내용으로는 M&A관련 실무에 대한 설명 및 자료, IT중소벤처 M&A사례들을 포함하고 있음

72) 벤처기업협회(2007) 및 관련 자료 인용 및 참조(<http://www.venture.or.kr>)

73) 지원금액은 회원의 경우 150만원, 비회원은 100만원이다. 2007년도는 신청한 순서대로 컨설팅이 가능한 기업 20곳만 지원하며, 컨설팅 비용은 컨설팅 업무를 담당할 자문기관(회계법인)과 협의하여 총 200만원을 넘지 않게 조정한다.

팅의 세부내역은 다음과 같다;

- M&A 필요성 진단: 마케팅 전략과 기업성장, 현금흐름, 투자계획, 영업전략에 따른 진단
- 기업가치시뮬레이션 작성: 현재, 전략/전술에 따른 예상기업가치 작성
- 사업(투자)소개서(IM, Information Memorandum) 작성
- M&A Pool에 대한 등록 및 인수 자문: M&A 절차의 검토, M&A 협상 및 계약서 검토
- 회사소개서, 결산방법, 투명성 확보방안, 가치평가, 세무검토 등의 회계서비스
- 기술적 시너지효과 검토, 생산공정 변경, 인력활용방안, 관리비용 통합 등의 시너지 효과 분석
- 영업망 통합 전략 등의 Strategic 컨설팅
- 실사준비, 일정검토, 주요회계처리 및 문서화, M&A 일정 컨설팅

다. 글로벌 M&A 데스크⁷⁴⁾

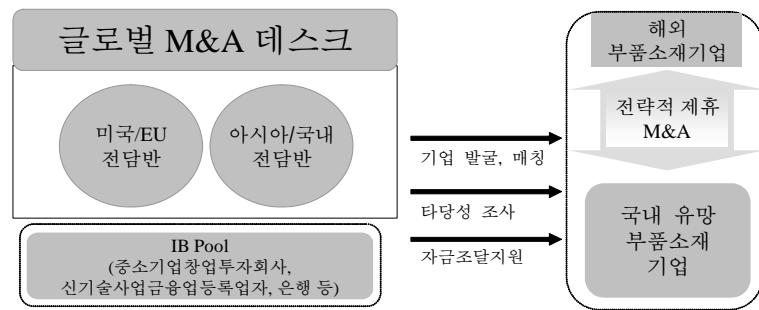
산업자원부는 '07. 10월 부품소재기업의 국내외 M&A, 전략적 제휴 및 투자유치를 종합 지원하기 위한 '부품소재 글로벌 M&A 데스크'를 출범하였다. 한국부품·소재투자기관협의회 내에 설치된 「부품·소재 글로벌 M&A 데스크」는 해외 네트워크를 가지고 있는 삼일회계법인, 안진회계법인, 삼정KPMG의 M&A 전문가들이 참여하여 출범식과 함께 공식 활동을 시작하고 있다.

「부품·소재 글로벌 M&A 데스크」는 지난 7월 19일 「부품소재발전위원회」(위원장: 국무총리)에서 논의·확정된 것으로 부품·소재기업의 전문화·대형화를 유도하기 위해 ① 국내외 유망 부품·소재 인수대상기업의 발굴, ② 관심 투자자 및 인수기업과의 알선, ③ M&A에 필요한 자금조달 컨설팅 등 M&A 전반에 관한 사항을 지원하는 중개기구의 역할을 수행하는 것을 목적으로 한다.⁷⁵⁾

74) 산업자원부(2007)자료 인용 및 참조

75) 설치근거: 부품소재전문기업등의 육성에 관한 특별조치법 제17조 제6항 및 동법 시

(그림 5-4) 부품소재 글로벌 M&A 데스크 활동 개요



자료: 산업자원부(2007)

글로벌 M&A 데스크는 금년말까지 전략적 제휴 또는 인수합병을 희망하는 후보군을 30개 이상 발굴하고 내년부터는 본격적으로 기술교류 및 인수가 유망한 해외 타겟기업의 발굴 및 매칭에 집중할 예정이다. 각 권역별 전문성을 확보하기 위해 미국·EU 전담반, 아시아·국내 전담반을 나누어 설치하여 유망기업을 발굴하며, 또한 부품소재 기업이 발굴된 기업 중 적절한 파트너를 선별할 수 있도록 판단 근거 (KITIA 리포트: 기업가치평가, 매출분석 및 주력상품, 기술 및 특히 현황 등 심층정보)를 제공하고 매칭을 실시하고자 한다. M&A 계약 체결시 외부 자금이 필요한 기업들을 대상으로 투자기관협의회의 투자은행(IB) pool을 활용하여 자금조달도 지원 할 예정에 있다.

3. 해외 투자은행 및 M&A중개기관

가. 미국과 유럽 투자은행 및 중개기관

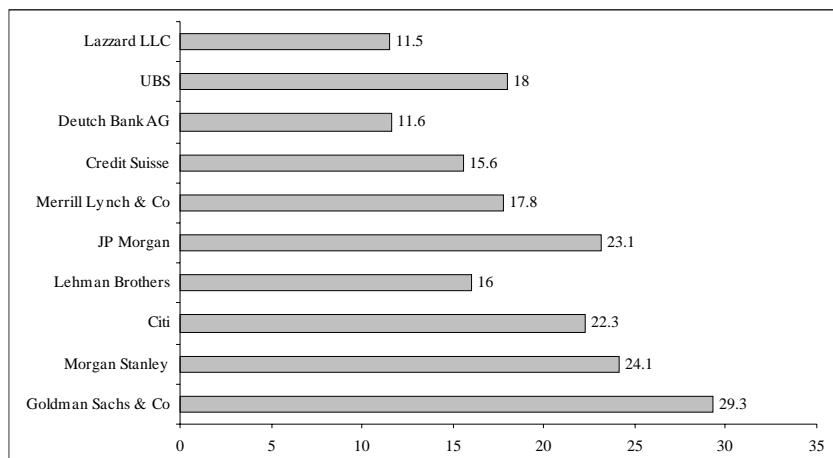
1) 미국 및 해외 주요 투자은행

미국 및 주요 해외 M&A시장의 경우에는 투자은행, 비즈니스 브로커, 옵션 사이트

행령(부품소재전문기업의 구조조정을 촉진하기 위해 부품소재투자기관협의회로 하여금 구조조정 관련 정보제공 및 상담, 인수합병의 알선 중개 등의 사업을 수행하게 할 수 있음)

등 다양한 증개기관들이 M&A거래에서 자문 및 재원확보 등과 관련된 업무를 수행하고 있다. 중대형 M&A거래에서는 Goldman Sach, JP Morgan 등 거대 투자은행은 M&A자문을 제공하거나 펀드를 통한 직접투자운용 업무를 담당하고 있다. 또한 기타 중·소규모 투자은행, 비즈니스 브로커(business broker), 옥션사이트 등은 중소규모 M&A거래와 관련하여 M&A자문 및 거래관련 제반 업무를 담당하고 있는 것으로 보인다.

[그림 5-5] '06년 주요 투자은행의 세계 M&A시장 점유율



자료: Bloomberg League Table(2007)

주: M&A시장점유율은 거래에 참여한 투자은행 중복 가능

중대형 세계 M&A 시장규모는 '06년 기준, 약 2.5조 달러로 파악되고 있다.⁷⁶⁾ 이와 관련하여 주요 투자은행의 시장점유율(거래규모 기준)은 Goldman Sachs & Co(29.3%)가 1위를 차지하였으며, 그 외 Morgan Stanley(24.1%), JP Morgan(23.1%), Citi(22.3%) 순이었다. '06년 미국의 M&A시장규모는 약 1.2조달러로 세계 M&A시장의 약 49%

76) Bloomberg(2007)는 5% 이상의 주식거래와 200백만달러이상의 M&A거래를 중점으로 거래 규모를 분석

를 차지하였다. 또한 시장점유(거래규모 기준)는 Goldman Sachs & Co(36.1%)가 1위를 차지하였으며, Morgan Stanley(24.8%), Lehman Brothers(24.7%), JP Morgan(23%) 등이었다.

재무 자문 및 기타 M&A 수수료에서는, '06년 Goldman Sach가 약 29억 달러 M&A 관련 수수료 수익을 거둠에 따라 수수료 수입에서 1위를 차지하였다. 그 외에는 Morgan Stanley와 JP Morgan이 약 26억달러 수입을 거두었으며, Citi가 25억달러 등으로 미국의 주요 투자은행들의 비중이 높았다. 유럽투자은행으로 USB(20억달러), Credit Suisse(스위스), Deutsche Bank(13억) 달러로 상위에 올랐다. 이러한 M&A증개 수수료수입은 전년에 비해 증가했으며, 기업매수펀드(Buyout Funds) 관련 수수료 수입의 급증에 기인하고 있다.⁷⁷⁾

〈표 5-22〉 '06년 주요 투자은행들의 M&A관련 수수료 수입 순위

순위	업체명(국적)	수수료 수입(MM)	순위	업체명(국적)	수수료 수입(MM)
1	Goldman Sachs(미국)	2,940	6	Merrill Lynch(미국)	1,986
2	Morgan Stanley(미국)	2,609	7	Credit Suisse(스위스)	1,956
3	JPMorgan Chase(미국)	2,598	8	Lehman Brothers(미국)	1,441
3	Citigroup(미국)	2,486	9	Deutsche Bank(독일)	1,336
5	UBS(스위스)	2,036	10	Lazard LLC(미국)	1,092

자료: bloomberg, <http://www.bankersball.com/2007/03/11/bloombergs-league-tables-by-fees/>에서 인용

10~500백만달러의 중규모 M&A시장(MidMarket M&A)에서는 중규모의 투자은행과 비즈니스 브로커들이 M&A자문 및 기타 관련 기능을 수행하고 있다. 규모가 상대적으로 큰 경우 M&A거래 당사자들은 글로벌 및 중규모 투자은행과의 계약을 통해 탐색, 협상 및 실사에서 자문을 받고 있는 반면, 비즈니스 브로커는 중규모 시

77) 금융연구원(2007)에 따르면, 기업매수펀드 수수료 수입이 전년에 비해 두배가량 증가했으며, 110억달러 규모로 전체 M&A수수료 수입의 약 30%에 달함

장에서 중소기업간 M&A관련 소규모 거래에 참여하고 있다. 따라서 중규모 M&A시장에서 금융관련 자문기관을 통한 M&A규모는 거래 규모가 클수록 비중이 높아지고 있음을 보이고 있으며, 주요 투자은행들도 규모가 증가함에 따라서 거래에 참여하는 비중이 높음을 보이고 있다(〈표 5-23〉 참조).

〈표 5-23〉 세계 중규모 M&A시장에서 M&A자문기관의 거래현황

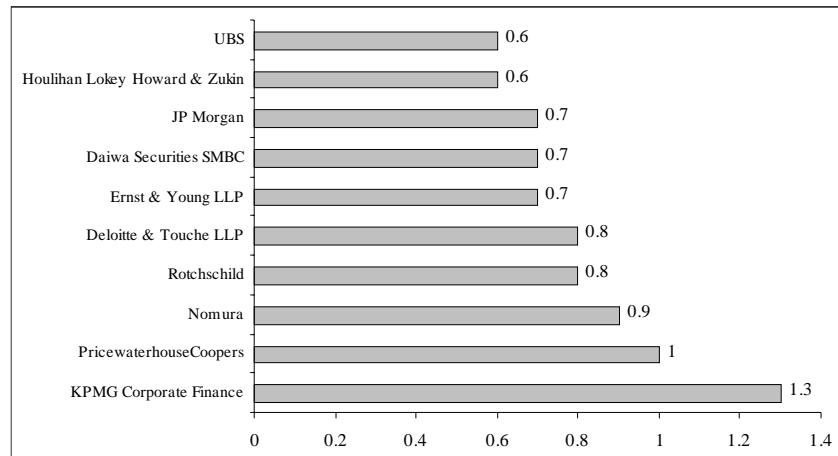
(단위: 백만달러, %)

	50백만달러 이하		100백만달러 이하		200백만달러 이하	
	거래규모	비중	거래규모	비중	거래규모	비중
상위 10대 투자은행	11,392	8	30,198	12	62,343	16
기타 투자은행	24,631.1	18.0	53,976.1	22.0	121,216.9	26.7
투자은행관련 M&A	36,023.30	26.1	84,174.50	34.4	183,559.90	43
투자은행관련외 M&A	101,925.60	73.9	160,279.70	65.6	243,477.80	57
계	137,948.90	100.00	244,454.20	100.00	427,037.70	100.00

자료: Thomson Financial(2007) 재가공

각 거래규모별 투자은행의 시장점유율을 살펴보면, 중대형 M&A시장과는 달리, KPMG Corporate Finance, PricewaterhouseCoopers, RotchSchild, Lazard 등 중형규모의 투자은행들의 높은 점유율을 보이고 있다. 특히 10백만달러이하의 M&A시장에서 는 KPMG Corporate Finance(1.8%)가 1위를 차지하고 있으며, 그외에 Pricewater house Coopers(1%), Nomura(0.9%), RotchSchild(0.8%) 순이었다. 반면 거래규모가 200백만 달러 수준의 M&A에서는 UBS(2.5%), Citi(2%), Morgan Stanley(2%) 등 대규모 투자 은행의 점유율이 높았다.

[그림 5-6] M&A자문기관의 세계 10백만달러이하 M&A시장 점유율



자료: Thomson Financial(2007) 재가공

2) 미국의 M&A 브로커(M&A or business brokers)

비즈니스 브로커(business broker)들은 10백만달러이하 M&A거래를 주대상으로 하며, 잠재적 M&A기업들에 대한 주요 자문 및 광고 기능을 제공하고 있다. 주요 기능은 매물기업의 가치평가, 잠재적인 구매자들을 대상으로하는 마케팅, 광고 및 리스팅과 기업매수와 관련된 제반 절차를 처리하는 것이다. 비즈니스 브로커는 매도자(seller) 혹은 매수자(buyer)등 일방향의 주요 대리인 역할을 수행 하지만, 매물기업이나 구매자를 대리하는 이중대리인(Dual agent)로서의 기능을 수행하기도 한다. 이러한 M&A자문 및 제반사항에 대하여 잠재적 피인수기업과의 계약을 맺으며, 약 10% 내외의 수수료를 획득하는 것이 일반적이다.

AM&AA(2007)에 의하면, 미국에는 약 1만 2천명가량의 비즈니스 브로커들이 활동을 하고 있다. 이 브로커들 중에서 약 4~6천명 정도의 브로커들이 1백만달러 이상의 M&A거래에 참여하고 있는 것으로 추정되고 있다. 또한 1백만달러이하의 거래에만 참여하고 있는 브로커들은 전체에서 약 15%정도 수준이다.

〈표 5-24〉 거래규모별 브로커의 M&A자문 비중

거래 규모	브로커 비중
1백만 달러이상 M&A만 거래한 경우	52%
1백만 달러 이하 M&A만 거래한 경우	15%
1백만 달러이상 M&A거래를 한 경우	33%

자료: AM&AA(2007) 인용

전체 브로커에서 약 50%이상이 전지역 혹은 지역별로 결성된 비즈니스 브로커 연합의 회원으로 등록되어 있다. 이러한 연합들중 전지역을 대상으로 활동하는 국제비지니스 연합(International Business Brokers Association, IBBA)은 1,733명의 회원을 확보하고 있어 가장 규모가 크고, 그 외에 썬벨트 비즈니스 브로커 연합(Sunbelt Business Brokers/Advisors, 1,400명), 기업성장연합(Association of Corporate Growth, 882명) 등이 규모가 큰 편이다. 또한 이러한 전국 연합은 미국내뿐만 아니라, 국제적인 회원을 확보하고 활동에 대한 지원을 제공하고 있다. 각 주별 혹은 지역별로는 플로리다 브로커 연합(Business Brokers of Florida)이 310명, 캘리포니아 브로커 연합(California Association of Business Brokers)이 281명, 텍사스 브로코 연합(Texas Association of Business Brokers)이 183명 가량의 브로커 회원을 확보하고 있다. 이 연합들에 속하는 브로커들중에서 약 2천 5백명가량이 1백만 달러이상의 M&A거래에 참여하고 있는 것으로 보인다.

이러한 M&A 브로커 연합들은 비즈니스 브로커(business brokers), 중개기관(intermediaries), 기업 M&A 전문가(corporate M&A professionals) 및 M&A와 관련된 변호사, 회계사, 가치평가사, 금융기관을 연계한 네트워크를 구축하고 회원들에게 제공하는 역할을 수행한다. 또한 기업의 매물 및 매수정보를 웹사이트에 공개 혹은 제한적으로 회원들에게 공개함으로써 M&A 관련 정보를 제공한다. 이 브로커 연합들의 주요한 역할 중에 하나는 각 연합들에 속해있는 회원 및 비회원들에게 M&A 전문지식 및 능력을 배양할 수 있는 다양한 전문교육 프로그램(training program)을 지원하는 것이다. 예를 들면 IBBA의 경우 회원들에게 Certified Business Intermediary(CBI)라는 교육프로그램을

제공하고 있는데, 이는 3년이상의 브로커 경력이 있거나 대학교육을 받은 자를 대상으로 한다.⁷⁸⁾ 또한 AM&AA의 경우에는 CM&AA Credentialing Program이라는 비교적 짧은 교육 프로그램을 제공하고 있다.⁷⁹⁾ 각 교육과정들에서는 세금, 법 및 M&A관련 전문가들이 교육을 담당하고 있으며, 과정과 시험을 통과할 경우 일종의 자격증을 제공한다.

〈표 5-25〉 미국 비즈니스 브로커 협회 현황

Name	회원수	브로커수	브로커비율(%)	유형
Arizona Business Brokers Association	119	68	57%	L
California Association of Business Brokers	316	281	89%	L
Colorado Association of Business Intermediaries	103	79	77%	L
Business Brokers of Florida	310	310	100%	L
Florida Business Brokers Association	55	33	60%	L
Georgia Association of Business Brokers	76	62	82%	L
Mid-Atlantic Business Brokers Association	NA	NA	NA	R
Mid-Atlantic Business Brokers Association(South)	NA	NA	NA	R
Midwest Business Brokers Intermediaries	345	124	36%	R
Michigan Business Brokers Association	65	65	100%	L
New York Association of Business Brokers	33	33	100%	L
Ohio Business Brokers Association	80	80	100%	L
Pennsylvania Business Brokers Association	29	29	100%	L
Texas Association of Business Brokers	183	183	100%	L
New England Business Brokers Association	69	63	92%	R
Carolina-Virginia Business Brokers Association	89	89	100%	R
Sunbelt Business Brokers/Advisors	1,400	1,400	100%	N
International Network of M&A Partners(IMAP)	173	173	100%	N
Association for Corporate Growth(ACG)	11,026	882	8%	N
Institute of Certified Business Counselors(ICBC)	100	75	75%	N
International Business Brokers Association(IBBA)	1,733	1,733	100%	N
Alliance of M&A Advisors(AM&AA)	420	252	60%	N
Total	16,724	6,015		

자료: AM&AA(2007) 인용

주: L-주, R-지역, N-전국, 전국 브로커 연합은 미국내 회원만을 고려

78) <http://www.ibba.org>

79) <http://www.AMAonline.com>

현재 미국 연방 및 주 증권법에 따르면, 이들 비즈니스 브로커들은 투자은행, 재무자문 전문가 등과 함께 미국증권딜러연합(National Association of Securities Dealers, Inc)의 회원으로 등록할 의무를 지닌다(SEC Broker-Dealer Registration). 이는 브로커들의 거래수수료가 거래규모 혹은 거래의 종료에 의존하는 경우, 증권(securities)의 구입, 판매, 교환 등의 과정에서 증권거래에 영향을 미칠 수 있음에 따라 거래자로 써 등록하는 것을 의무화하였다. 그러나 (i) 자산거래, (ii) 고정 혹은 시간당 수수료, (iii) 거래에 영향을 미치는 않는 거래대상 탐색기능을 수행(a finder)하는 경우에는 등록이 면제될 수 있다. 반면 최근에는 소규모 M&A브로커들의 등록면제에 대한 필요성이 제기되고 있다(ABA, 2007). 이는 소규모 M&A브로커들의 경우 M&A거래에서 대상 탐색 및 자문 등 중개업무를 주로 하고 있기 때문에 자본조달(capital raising)을 비롯한 증권거래에 미치는 영향이 적고, 중소기업 M&A를 원활하여 효율성을 향상시키는 역할을 하고 있다. 이에 반해 소규모 M&A브로커들은 등록 및 증권관련 규제에 의해 규모에 비해 막대한 행정 및 규제비용을 부담하고 있어, 원활한 중소기업 M&A증개기능이 저해될 수 있다는 주장이다. 따라서 중소기업간 주식이나 자산 거래를 증개하는 소규모 M&A브로커의 경우 이러한 등록조건을 면제해 줄 필요가 있다는 것이다. 또한 연방법과 각 주법이 상호 일관되지 않는 경우가 있어, 이에 대한 단일적인 법적 규정 마련에 대한 필요성이 지적되고 있다.

나. 일본의 투자은행 및 증개기관

일본의 M&A시장에서는 중소규모의 투자은행 및 M&A전문 증개기관들이 잠재적

〈표 5-26〉 '06년 일본 평균 거래규모별 M&A자문기관 활용 현황

(단위: 백만달러, %)

	50백만달러 이하			100백만달러 이하		
	거래규모	거래수	점유율	거래규모	거래수	점유율
투자은행관련 M&A	4,704	566	39	9,332.7	621	49
투자은행관련외 M&A	7,368	2,099	61	9,716.7	2,133	51
계	12,072	2,665	100	19,049.4	2,754	100

자료: Thomson Financial(2007) 재가공

M&A기업에 대한 자문 및 대상탐색 등의 업무를 수행하고 있다. '06년 평균 거래규모 별 M&A금융 전문가 이용현황을 살펴보면, 50백만달러 이하규모에서는 투자은행을 활용하지 않은 비율이 69%였으나 100백만 달러이하 규모에서는 51% 수준이었다.. 이는 평균거래규모가 커질수록 투자은행을 활용하는 비중이 높아짐을 나타내고 있다.

일본의 주요 투자은행으로는 Nomura, Daiwa Security Group, Mitsubishi UFJ, Nikko, Mizuho, Daichi Consulting, GCA Co Ltd 등이 있으며, 50백만달러이하의 M&A에서 차지하는 비중이 높음을 보이고 있다. Nomura는 평균 1억달러이하의 M&A에서 총 거래규모로 1위를 차지하였으며, 50백만달러 이하에서는 일본 M&A시장의 약 11%를 차지하였다. 그 외에도 평균 50백만달러 이하 규모에서 Daiwa Securities Group (8.1%), Mitsubishi UFJ(5.9), Nikko Cordial(5.6%) 등 순으로 높은 시장점유율을 보였으며, 7개의 일본계 투자은행이 거래규모에 있어서 10대 상위순위에 올랐다. 반면 평균 1억달러이하 M&A거래에서는 KPMG, PricewaterhouseCoopers, Lazard 등 상위 10대에 오른 글로벌 투자은행 비중이 두드러졌다.

〈표 5-27〉 '06년 일본 50백만달러 이하 M&A거래관련 상위 10대 자문기관

(단위: 백만달러, %)

업체명	총거래규모	거래수	점유율
Nomura	1269.7	97	10.5
Daiwa Securities Group	975.7	96	8.1
Mitsubishi UFJ Financial Group	716.5	107	5.9
Nikko Cordial Securities Inc	670.4	58	5.6
Mizuho Financial Group	551.2	96	4.6
KPMG Corporate Finance(영국)	314.4	19	2.6
PricewaterhouseCoopers(영국)	128.8	24	1.1
Citigroup(미국)	119.2	10	1
SN Corporate Advisory	94.9	4	0.8
Daichi Consulting	91.9	1	0.8

자료: Thomson Financial(2007) 재가공

주: 시장점유율은 하나이상의 투자은행이 M&A거래에 참여할 가능성을 고려 중복 가능

일본의 중소규모 M&A 전문 중개기관 및 부티크들은 지역상공회의소나 지방은행 등 지역경제단체와의 네트워크구축을 통하여 M&A를 희망하는 중소기업에게 정보를 제공하거나 M&A거래에 참여하는 것을 특징으로 한다(사공목, 2007). 일본의 상공회의소에서는 중소기업과 벤처기업에게 상담을 제공하고 있으며, 이러한 상공회의소와 연계된 M&A 중개기관으로는 RECOF, 일본M&A센터, Value Creation, AER Corporation 등이 있다.

〈표 5-28〉 일본 상공회의소와 연계된 M&A전문 중개기관

업체명	동경상공회의소	오오사카상공회의소	나고야상공회의소
일본 M&A센터	○	○	○
레코프		○	○
인터링크	○		
스트라이크	○		
탁트 컨설팅	○		
PWC 어드바이저리	○		
어택스			○

자료: <http://www.mnajapan.com>에서 인용

그 중에서 일본 M&A센터(Nihon M&A Center Inc)⁸⁰⁾는 전국 주요한 공인회계사, 세무사 사무소가 공동출자 해 만든 독립적인 M&A컨설팅 회사이다. 일본 M&A센터는 일본내 200여개의 지역 M&A센터, 지방은행·신용금고 등 200개 점포, 동경, 오사카, 나고야 등 일본 전역의 상공회의소 등과의 전국적 네트워크를 확보하고 있다. 레코프(Recof Corporation)⁸¹⁾는 M&A거래 대상 탐색, 컨설팅, 가치평가 등의 중개 서비스를 제공하는 회사이다. 또한 레코프는 '85년부터 일본기업 M&A거래 관련 약 30,000개 DB를 구축하고 있으며, 이를 기반으로 M&A전문지인 MARR⁸²⁾을 발행하

80) <http://www.nihon-ma.co.jp/>

81) <http://www.recof.co.jp>

고 있다. 또한 인터넷을 활용한 M&A 정보 사이트인 MARNET⁸³⁾을 운영하여 M&A 관련 DB제공 및 M&A지원 서비스를 제공하고 있다. MARNET의 회원자격은 금융기관(보험, 증권, 비은행계 금융기관), 상공회의소 및 공공 분야 사업체, 기업과 변호사, 공인회계사, 세무사 등 M&A관련 컨설팅 기관들을 대상으로 한다. MARR NET는 M&A기업정보의 리스팅, 회원의 M&A과정에서 필요한 업무를 지원하고 있다.

일본정책투자은행(Development Bank of Japan)의 경우에도 M&A관련된 자문 및 재원지원등을 주요 업무로 하고 있다. M&A컨설팅은 국내외 기업들과 회계 및 법관련 전문가들과의 네트워크를 구축함으로써 잠재적인 M&A기업들에게 정보를 제공하거나 기업의 탐색 및 가치평가와 관련된 중개기능을 수행한다. 자문기능과 관련된 수수료는 거래규모에 따라 차등을 두고 있는데, 8백만달러까지는 3%, 그 후 16백만달러는 2%, 그 외 20억달러이상은 1%의 수수료 수익을 얻고 있다. 또한 금융기관과의 네트워크를 통해서 M&A에 필요한 자금을 지원하기도 한다.

다. 요약 및 시사점

해외 주요국의 중소벤처와 관련된 중개기관 현황을 살펴본 결과, 미국은 비즈니스 브로커들의 중개기능 등 시장중심의 원활한 중개가 이루어지고 있는 반면 일본의 경우에는 중소규모의 M&A부티크들과 지역 공공기관과의 연계를 통해 중개업무가 수행되고 있다. 미국의 경우에는 약 1만명이 넘는 M&A 브로커들이 존재하고 이들이 다시 각 지역 혹은 전국적 협회를 통해 지원받고 있다. 일본의 경우에는 M&A 센터, 레코프, 일본정책투자은행 등이 각 지역상공회의소 혹은 M&A전문가와의 네트워크를 구축하여 중개기능을 수행하고 있다. 이러한 일본에서의 M&A네트워크 구축은 M&A전문 중개기관이 부족하고 규모가 작아, 중대형규모의 M&A시장에서 미국을 비롯한 해외 글로벌 M&A투자은행이 높은 시장점유를 차지하고 있다는 면에서 국내 M&A시장과 비슷한 면을 가지고 있다. 또한 최근 일본에서의 M&A가 활

82) <http://www.recof.co.jp/marr>

83) <http://www.marnet.recof.co.jp>

성화된 요인으로 이러한 민관 네트워크를 통한 중개기능 활성화가 제 기능을 발휘 했다는 것을 주지할 필요가 있다.

또 하나는 최근 미국에서 M&A 브로커 등록면제에 대한 논의가 진행되고 있다는 점이다. 이는 소규모 M&A 브로커에 의한 M&A 중개업무가 증권거래에 직접적인 영향을 미치지 않을 뿐 아니라 중소기업 M&A 활성화를 지양할 수 있다는 점에서 논점이 되고 있다. 마찬가지로 우리나라에서는 M&A 중개기능을 수행하기 위해서는 금융감독원의 허가를 받아야 한다(증권거래법 제 2조 8항). 이는 주식매매와 관련된 M&A 중개업무가 유가증권의 매매 혹은 대리에 해당됨에 따라 금융감독원의 허가 대상이라는 논리에서 M&A 부티크도 등록할 의무가 부과되었으나, 우리나라의 경우 부티크 현황 및 관리, 전문 능력 부족, 소규모 부티크의 난립으로 인한 과당경쟁 등이 주요한 문제로 부각되고 있다. 따라서 IT 산업을 비롯한 전산업 중소기업 M&A 활성화를 통한 경쟁력 강화가 중요한 이슈가 되고 있는 상황에서, M&A 브로커라는 외부 전문가의 활용 측면에서 이와 관련된 법·제도적 개선이 필요하다 하겠다.

4. 시사점 및 개선방향

국내 M&A 중개시장의 활성화를 위해 국내 공공주도 M&A 지원 기관과의 협력 네트워크 구축, IT M&A 전문인력 확충 및 국내 M&A 중개시장 기능 활성화라는 세가지 정책적 방안이 제시될 수 있다.

가. 타기관 M&A자문 및 중개기관과의 협력 구축 및 M&A 부티크의 활용

먼저 정통부에서 진행중인 IT M&A 지원센터 및 기타 관련 산하기관들은 중기청을 비롯한 타 기관 M&A 지원데스크와의 협력 네트워크를 확립할 필요가 있다. 현재 정통부에서는 IT 전문투자조합의 표준규약 개정('06. 5월), IT 중소벤처기업 첨프업 펀드('07. 3월)와 IT M&A 지원센터('07. 11월) 설립을 통해 공공주도하의 M&A 투자, 중개 및 자문을 위한 노력을 수행하고 있다. 또한 중기청 및 산업자원부의 주도하에 벤처 및 글로벌 M&A 지원 데스크들은 각각 벤처 혹은 중소기업의 해외 M&A 관련

된 지원기능을 수행할 것으로 기대된다. 이러한 공공주도 M&A중개지원은 현재 국내 M&A중개시장의 기능이 원활하게 작동하지 않고 있다는 점을 보완할 수 있을 것으로 기대되며, 상호 연계 및 협력 네트워크 구축을 통해 지원 효과를 극대화 시킬 수 있을 것이다. 상호 보완적인 네트워크 활용은 보다 포괄적이고 신뢰성이 높은 정보 수집이 가능할 뿐 아니라, 특히 글로벌 M&A지원 데스크는 중소기업의 해외 M&A를 지원한다는 면에서 활용할 필요성이 높을 것으로 사료된다. 이는 IT산업에서 아웃소싱 및 직접투자(FDI)를 통한 글로벌화가 진행되고 국제적 네트워크가 활발히 진행되고 있으며 국내 IT중소벤처들이 해외진출 및 수출을 통해서 수익성을 개선하고 있다는 점을 고려할 경우, 보다 적극적인 해외 진출에 대한 지원이 필요하기 때문이다.

또한 현재 활동중인 M&A부티크(비지니스 브로커)의 활용을 통해 IT M&A전문가 네트워크를 확충하는 방안도 고려해볼 수 있다. IT중소벤처에 대한 컨설팅 지원은 보다 규모가 작은 M&A전문 중개기관 혹은 M&A부티크에 의한 참여를 유인하는 것이 바람직하다. 현행법상 모든 M&A중개자는 증권거래법에 의해서 금융감독원에 등록되어야 하나 실질적으로 소규모 M&A부티크에 대한 관리는 미흡한 편이다. 또한 국내 소수 M&A관련 협회에서는 협회에 등록된 전문가들간 네트워크를 구축하고 있으나, 이들의 전문성 제고를 위한 교육 및 관리체계는 미비한 상태이다. 따라서 이들에 대한 전문 능력을 제고하고 관리할 수 있는 정부차원의 제도(라이센스, 등록제도 등) 마련이 필요하며, 이를 통해서 M&A중개기능을 활성화할 수 있을 것으로 사료된다.

나. IT M&A전문인력 양성

IT중소벤처 M&A시장활성화를 위해서는 IT M&A전문인력을 양성하고 M&A부티크를 활용하는 방안이 제기될 수 있다. '06년부터 IT벤처기업연합회(KOIVA)에서는 주로 IT중소벤처기업 및 관계자들을 대상으로 실무교육을 실시하고 있다. 이러한 교육을 통한 IT중소벤처 내부 M&A전문가 양성은 빈번한 교류가 있거나 유사한 업종에 종사하는 기업간 M&A의 경우, M&A과정에서 복잡한 실무를 처리하는데 있어

많은 도움이 되리라 본다.⁸⁴⁾ 그러나 IT중소벤처관계자들에 대한 교육은 기업인으로 하여금 M&A 실무에 있어서 필요한 전문성을 단기간내에 습득하게 하는 것은 불가능할 수 있다. 실제로 기업간 교류가 적거나 IT산업내 신사업 진출 목적의 M&A과정에서는 기술관련 정보, 법·회계 및 기타 많은 전문적 능력이 요구되며, 이를 위해 외부 M&A전문가 활용의 필요성이 여전히 제기된다. 따라서 IT산업에 특화된 M&A전문인력 양성을 위한 교육 프로그램을 실시하는 것도 바람직할 것이다. 비록 국내에서는 M&A협회 및 M&A컨설팅 협회 등 민간기관에서 M&A전문 인력 양성 교육을 담당하고 있으나, 이를 통한 IT중소벤처에 전문화된 M&A인력을 양성하기는 어렵다. 따라서 정보통신부나 산하 IT관련 단체에서 외부 전문가를 활용하여 IT M&A전문가 교육을 실시하는 것이 필요할 수 있다.

다. 투자은행(IB) 및 M&A 중개기관 규제완화와 구조조정 촉진

국내 M&A관련 중개업무에 대한 규제완화는 비단 IT중소벤처 M&A 활성화 뿐만 아니라 시장 기능을 통한 전반적인 M&A 활성화를 위해 요구된다. 앞서 논의된 바와 같이, 국내 M&A관련 해외 주요 투자은행의 평균 거래금액은 국내 주요 자문기관에 비해 약 2배정도의 차이를 보이고 있다. 이러한 차이는 국내 M&A컨설팅기관의 전문능력뿐만 아니라 소규모 자본에 기인하고 있으며, 실제 국내 10대 투자은행의 평균 자본총액은 미국 투자은행의 1.77%에 불과하다. M&A자문뿐만 아니라 국내외 기업공개(IPO)부문, 주식모집 및 매출 부문 등에서 해외주요 투자은행의 시장점유율이 높게 나타나고 있음에 따라, 국내 금융기관들의 투자 및 증권업무에 대한 경쟁력 제고가 필요한 시점이다.⁸⁵⁾

이런 관점에서 현재 정부가 추진하고 있는 국내 증권사 업무에 대한 규제완화 및 업무영역 조정, 2008년에 발효예정인 자본시장통합법으로 인한 증권사간 구조조정

84) 제 4장 2절 코스닥 IT중소벤처 M&A 실효성 및 저해요인에 대한 설문결과 참조

85) 한국증권업협회(2007)에 따르면, '06년 국내외 IPO 실적은 Goldman Sachs, Nomura, 대우증권, 맥쿼리 순이며, 주식모집 및 매출은 UBS, 대우증권, Citi, Goldman Sachs 순으로 높게 나타남

및 사모 M&A펀드의 PEF통합법안 등은 국내 투자은행의 대형화 및 업무의 다양화를 유인할 것으로 기대된다. 이와 더불어 CRC 및 CRC조합 등 기구조정기구들은 대부분 100억이하의 소규모 조합 및 펀드가 운용되고 있는데, 정부의 CRC 및 CRC조합에 대한 규제완화 및 업무 다양화를 통해 투자를 유인하는 제도를 마련하는 것도 고려해 볼 문제이다.

제 6 장 결론 및 정책적 시사점

본 보고서는 IT중소벤처의 M&A 현황 및 사례와 성과분석, M&A유인 및 저해요인에 대한 이론 및 설문논의, 그리고 민간 및 공공관련 가치평가 및 M&A중개시장의 문제점 및 개선방향 등 크게 세부분으로 진행되었다. 끝으로 논의된 내용을 바탕으로 다음과 같은 시사점 및 정책방향을 제시할 수 있다.

첫째로, IT중소벤처의 M&A를 통한 대형화 및 전문화를 유인하는 것은 바람직한 반면, M&A활성화를 위해 뚜렷한 목적의식이 없는 M&A를 유인하는 정책은 지양하여야 한다. 설문과 실증분석에서 IT중소벤처들은 수평적 혹은 가치사슬관련 M&A에서 경쟁력을 개선한 비중이 상대적으로 높았으며 M&A를 통해 수익성을 개선하는 효과를 보였다. 또한 시장지배력 강화 혹은 가치사슬상의 보완적 재원확보 등 뚜렷한 목적을 가진 M&A를 추진하는 경우에서도 경쟁력 개선비중이 높게 나타났다. 반면 IT중소벤처(인)들은 M&A에 대한 높은 거부감을 보였으며, 많은 기업들이 독자적인 경영 추구에 대한 높은 선호를 보였다. 이와 관련하여 인위적이고 목적의식이 없는 IT중소벤처간 M&A를 유인하는 것은 시너지 실현에 부정적인 영향을 미칠 수 있음을 주지할 필요가 있다. 따라서 IT중소벤처 M&A를 활성화하기 위해 사전적인 유인 정책을 마련하기 보다는 M&A수요에 따른 탐색 및 중개, 사후적 자문 등에 중점을 두는 것이 바람직할 것이다.

두 번째로, IT중소벤처인들의 교류 및 협력을 활성화함으로써 보다 우호적인 M&A를 유인하는 것이 바람직하다. 이러한 IT중소벤처간 교류 및 협력 유인은 잠재적인 M&A기업들간 정보의 불확실성을 감소하고 M&A후 사후적 통합과정을 원활히 하는 효과를 거둘 수 있다. 즉 설문에서는 기업간 교류관계가 있었던 M&A를 통해 IT중소벤처가 경쟁력을 개선하는 비중이 높게 나타났으며, 사후적 통합과정에서 문화 및 의사소통 격차에 대한 해소가 시너지 실현에 중요한 영향을 미친 것으로 나타났다.

또한 M&A중개기관을 활용하지 않은 경우에서 기업간 교류가 있거나 산업적 연관 관계가 있어 정보의 불확실성으로 인한 비용이 비교적 크지 않았던 것으로 나타났다. 이와 관련하여 기업내 M&A전문가를 양성·활용하는 것이 추가적인 중개비용을 절감할 수 있으며 사후적으로 유연한 통합을 유인할 수 있을 것으로 사료된다.

네 번째로, M&A기업의 시너지 창출을 위해 사후적 통합과 관련된 정부차원의 컨설팅 및 관리 지원이 필요하다. 사후적 통합과정에서 피인수기업의 도덕적 해이는 사후적인 시너지 실현뿐만 아니라 사전적으로 인수기업의 M&A결정 및 계약에서 비용을 초래할 수 있다. 또한 IT중소벤처의 M&A는 단기적으로 물질 혹은 비물질적 비용을 수반하고 있음에 따라 시의 적절한 시너지 창출을 위해서 이를 절감시키는 것이 필요하다. 특히 통합과정에서 인적자원, 지식 및 기술의 이전, 조직 및 보상체계, 조직문화의 적합성이 강조됨에 따라, 이에 중점을 둔 컨설팅 및 자문지원이 필요할 것이다.

다섯 번째로, 회계정보 및 가치평가의 신뢰성제고 측면에서 회계자료의 제한적 공유와 정부차원의 평가체계 가이드라인을 제시하는 것은 긍정적인 반면, 평가체계의 일관적인 적용은 지양될 필요가 있다. 회계정보의 신뢰성제고를 위해 기업들에게 투명경영을 위한 제도 도입을 적극 유인하는 한편, IT중소벤처의 회계정보에 대해 금융기관으로 하여금 정보의 유통기능을 담당하도록 하는 것이 필요하다. 또한 논의중인 IT기술가치평가 가이드라인(안)은 IT중소벤처의 기술 및 사업성 가치평가에 대한 표준모델을 과도기적으로 정립하는데 도움이 될 수 있으나, 이를 모든 기업에 획일적으로 적용하기에 한계가 있으며 민간주도의 가치평가시장의 활성화를 유인하는데 주요한 목적을 두는 것이 필요하다.

마지막으로 국내 공공주도 M&A지원 기관과의 협력 네트워크 구축과 시장중심의 M&A중개시장 활성화를 위한 M&A부티크의 관리 및 활용이 필요하다. 각 정부부처 별로 추진되고 있는 M&A중개지원은 원활히 작동하지 않는 국내 M&A중개시장을 보완할 수 있을 것이다. 특히 지원기관간 상호 연계 및 협력 네트워크 구축은 보다 포괄적이고 신뢰성 높은 정보 수집을 가능케하고, IT중소벤처의 해외 M&A지원을

용이케 함으로써 자문 및 중개기능의 극대화를 꾀할 수 있다. 또한 해외 M&A지원은 글로벌화 및 생산 네트워크화로 인해 어려워지고 있는 국내 IT중소벤처의 적극적이고 새로운 비즈니스 모델을 창출하는데 도움이 될 것으로 사료된다. 또한 M&A부티크는 IT중소벤처 M&A에서 주도적 역할을 수행할 수 있음에도 불구하고 현황 및 제도적 기반이 미흡하여 제기능을 수행하지 못하고 있다. 따라서 이러한 M&A부티크의 전문성을 제고하고 활용을 위한 제도적 마련을 통해 시장중심의 M&A중개 기능 활성화를 유인하는 것이 바람직할 것이다.

참 고 문 헌

- 권오채 외(2001). 『보유 기술자산의 평가: 평가체계와 시스템 개발』 한국경영과학회
- 김홍수(2003). 『기술가치평가 체제와 발전방향』 기술평가저널
- 금융감독원(2007). “PEF 최근 동향 및 사모 M&A펀드 운용실태”
- _____ (2007). 『국제금융이슈: 제 16권 23호』
- 김동완, 홍성도(2001). 『벤처기업 M&A』 무역경영사
- 김정언 외(2006). “IT중소벤처기업의 중견기업 육성방안 연구”, 정보통신정책연구원
- 김진수(2006). “적대적 M&A와 관련한 조세문제 검토”, 조세연구원
- 김진수 · 이준규(2006). “기업인수 · 합병(M&A)과세제도에 관한 연구”, 조세연구원
- 벤처기업협회(2007). 『벤처 M&A 지원 데스크 컨설팅 지원 시행』
- 산업자원부(2007). 『부품 · 소재 M&A전담기관 「글로벌 M&A지원데스크」 출범』.

보도자료

- 사공목(2007). 『일본의 M&A 관련 대책과 시사점』, 월간 KIET산업경제, 산업연구원
- 삼정 KPMG(2007). 『CRC조합의 투자 및 성과』
- 안두현(2001). 『기술의 투자가치분석 모형 개발을 위한 탐색 연구』 정책자료 2000-8
- 오용석(2006). “미국 투자은행의 성장과정 및 시사점” 금융감독원 조사연구리뷰 제17호
- 유승훈 · 이재기(2002). “IT중소벤처기업 평가시장 활성화 방안에 관한 연구”, 정보통신연구진흥원
- 이경원 외(2001). “정보통신벤처기업의 인수합병유형과 경제적 효과”, 정보통신정책연구원
- 이병도(2006). “우리나라 기업합병의 경제성과 분석”, 한국경제연구원
- 이승호(2003). 『미-일 기술이전현황 및 진출전략 연구』 한국산업기술재단
- 정보통신부(2006a). 『IT부품/소재 경쟁력 강화 대책』

- 정보통신부(2006b). 『IT중소벤처기업 기업 M&A 투자촉진』, 보도자료
- _____ (2007a). 『IT M&A 지원센터 공식출범』, 보도자료
- _____ (2007b). 『IT펀드 550억 조성 추진』, 보도자료
- _____ (2007c). 『IT중소벤처기업 생태계 경영애로 실태조사 보고서』
- 정보통신부, IT벤처기업연합회(2007). 『IT벤처기업실무를 위한 M&A Guide Book』
- 정보통신연구진흥원(2004). 『IT중소기업 M&A 활성화 방안』
- _____ (2006a). 『M&A 활성화를 위한 기반조성(안)』
- _____ (2006b). 『IT중소벤처기업 M&A 활성화 관련 검토』
- _____ (2006c). 『세계 IT M&A동향과 시사점』
- _____ (2007). 『IT 기술가치평가 가이드북』
- 정형찬 · 박경희(1999). “합병일 이후 합병기업 주가의 장기성과”, 재무관리연구, 16, 83-114.
- 조경식 · 이원복(2004). “합병공시에 따른 주주부 변화의 결정요인”, 산업경제연구, 17, 293-310.
- 한국증권업협회(2007). “2006년 국내 투자은행업무 실적분석: 인수업무 및 M&A를 중심으로”
- Kim, Chul and I. G. Kim(2005). “A Study on the Comparison of Financial Performances of M&A Enterprises: Focused on the Information Telecommunication Companies”, 국제지역연구, 9, 717-740.
- ABA(2007). “Report and Recommendations of the Task Force on Private Placement Broker-Dealers”, 1-53
- Agrawal, A, J. Jaffe, and G. Mandelker.(1992). “The Post-Merger Performance of Acquiring Firms: A Re-examination of an Anomaly”, Journal of Finance, 47, 1605-1621.
- AM&AA.(2007). “M&A Broker Presentation for the Division of Market Regulation staff

- of the SEC and Members of th Finders Project Group of the NASAA”, 1-90
- Andrake, G., M. Mitchell, and E. Stafford(2001). “New Evidence and Perspectives on Mergers”, *Journal of Economic Perspectives*, 15, 103-120.
- Benz, M(2006). “Entrepreneurship as A Non-profit Seeking Activity”, *Forthcoming in International Entrepreneurship and Management Journal*
- Blanchflower and Oswald.(1992). “Entrepreneurship, Happiness, and Supernormal Return, Evidence from Britain and the US”, NBER Working Paper No. 4228
- Bloomberg(2007). “2007 3Q Global Financial Merger & Acquisitions Advisory Rankings”
- Bolton, P. and M. Dewatripont(2005). *『Contract Theory』*, The MIT Press. Cambridge, Massachusetts.
- Bresman et al.(1999). “Knowledge Transfer in International Acquisitions”, *Journal of International Business Studies*, 30, 439-462
- Brodt, T. and Knoll, S.(2004), “Innovation-Expansion in the ICT-Industries: R&D Acquisition and Integration Sucess from a Knowledge Perspective”, mimeo
- Bruner, R. F.(2001). “Does M&A Pay? A Survey of Evidence for the Decision-Maker”, Manuscript.
- Damodaran, A.(2002). *『Investment Valuation: Tools and Techniques for Determining the Value of Any Asset』* 2nd edition, John Wiley & Sons
- Datta, D.(1991). “Organizational Fit and Acquisition Performance: Effects of Post-Acquisition Integration”, *Strategic Management Journal*, 12, 281-291
- DeBondt, W and R. Thaler(1985). “Does the stock market overreact?”, *Journal of Finance*, 40, 793-805.
- Demsetz, H. and K. Lehn.(1985). “The Structure of Corporate Ownership: Causes and Consequences”, *Journal of Political Economy*, 93, 1155-1177.
- Fama, E. F. et al.(1969). “The Adjustment Of Stock Prices To New Information”, *International Economic Review*, 10, 1-21.

- Fama, E. F. and K. French(1996). "Multifactor explanations of asset pricing anomalies", *Journal of Finance*, 51, 55-84.
- Finkelstein, S. and J. Halebian.(2002). "Understanding Acquisition Performance: The Role of Transfer Effects", *Organization Science*, 13, 36-47
- Fishman, M. J.(1989). "Preemptive Bidding and the Role of the Medium of Exchange in Acquisitions", *Journal of Finance*. 44, 41-57.
- Franks, J, R. Harris, and S. Titman.(1991). "The Postmerger Share-Price Performance of Acquiring Firms", *Journal of Financial Economics*, 29, 81-96.
- Grossman, J. and Hart, O.(1986). "The Costs and Benefits of Ownership: A theory of vertical and lateral integration", *Journal of Political Economy*, 94, 691-719
- Grinblatt, M. and S. Titman(1995). *『Financial Markets and Corporate Strategy』*, Irwin/ McGraw-Hill, New York.
- Hansen, R(1987). "A theory for Choice of Exchange Medium in Mergers and Acquisitions", *Journal of Business*, 60, 75-95.
- Hart, O. and J. Moore(1990). "Property rights and the Nature of the Firm", *Journal of Political Economy*, 98, 1119-1158.
- Healy, P, K. Palepu, and R. Ruback(1992). "Does Corporate Performance Improve After Mergers?", *Journal of Financial Economics*, 31, 135-175.
- Hitt, M., J. Harrison and R. Ireland(2001). *『Mergers and Acquisition: A Guide to Creating Value for Stakeholders』*, Oxford University Press, New York
- IBBOTSON ASSOCIATES.(2000). *『Stocks, Bonds, Bills and Inflation: 2000 Yearbook: Valuation Edition』*, John Wiley & Sons
- IFSAM(2006). "Payment Methods in Mergers and Acquisitions: A Survey of the Models of Information Asymmetries and Taxation", Manuscript.
- Jarrell, G., J. Brickley, and J. Netter(1988). "The Market for Coporate Control: The Empirical Evidence Since 1980", *Journal of Economic Perspectives*, 2, 49-68.

- Jennergren, L. P.(2007). "A Tutorial of the Discounted Cash Flow Model for Valuation for Companies", SSE/EFI Working Paper
- Jensen, M. and R. Ruback(1983). "The Market for Corporate Control", Journal of Financial Economics, 11, 5-50.
- Kesner, I., D. Shapiro and A. Sharma.(1994). "Broking Mergers: An Agency Theory Perspective on the Role of Representatives", Academy of Management Journal, 37, 703-721
- Kogut, B. and U. Zander.(1992). Knowledge of the firm, combinative capabilities, and the replication of technology. *Organization Science*, 383-397
- MacKinlay, A, C.(1997). "Event Studies in Economics and Finance", *Journal of Economic Literature*, 35, 13-39.
- Maquiera, C, W. megginson, and L. Nail.(1998). "Wealth creation versus wealth redistributions in pure stock-for-stock mergers", *Journal of Financial Economics*, 48, 3-33.
- NTTC(??) "valuation of intellectual properties manual"
- Pablo, A.(1994). "Determinants of Acquisition Integration Level-a Decision-Making Perspective", *Academy of Management Journal*, 37, 803-836
- Rajan, R. G. and L. Zingales.(1998). "Power in a theory of the firm" *Quarterly Journal of Economics*, 113, 387-432
- Razagaitis, R.(1996) Early-Stage Technologies: Valuation and Pricing
- Ravenscraft, D. J. and F. M. Sherer.(1989). "The Profitability of Mergers", *International Journal of Industrial Organization*, 7, 101-116.
- Shen, J.C. and J. Reuer(2005) "Adverse Selection in Acquisitions of Small Manufacturing Firms: A Comparison of Private and Public Targets", *Small Business Economics*, 24, 393-407
- Servaes, H. and Z. Marc.(1996). "The Role of Investment Banks in Acquisitions", Re-

view of Financial Studies, 9, 787-815

Thomson Financial(2007). "MidMarket M&A Review"

Williamson, O.(1979), "Transaction-cost Economics: The Governance of Contractual Relations", Journal of Law and Economics

금융감독원 전자공시시스템 <http://dart.fss.or.kr>

미국 증권거래위원회 <http://www.sec.gov>

벤처기업협회 <http://www.venture.or.kr>

일본 M&A센터 <http://www.nihon-ma.co.jp>

정보통신부 <http://www.mic.org>

코스닥 전자공시시스템 <http://www.kosdaq.co.kr>

파이낸셜뉴스 <http://www.fnnews.com>

한국기업구조조정협회(KACRC) <http://www.kacrc.or.kr>

한국신용평가정보 <http://www.kisinfo.com>

IBBA <http://www.ibba.org>

AMAA <http://www.AMAAonline.com>

BankersBall <http://www.bankersball.com>

M&A Japan.com <http://www.mnajapan.com>

MARR <http://www.recof.co.jp/marr>

MARNET <http://www.marnet.recof.co.jp>

RECOF <http://www.recof.co.jp>

부록 1: IT 중소벤처 M&A 사례

가. A(주)

합병회사			합병대상회사			합병형태
회사명	주요 품목	세부업종	회사명	주요 품목	세부업종	
A(주)	스마트 중계기	통신장비	(주)B	모뎀제조 ADSL	통신장비	정보통신기기/장비 + 정보통신기기/방비

1) 기업개요

A(주)는 199○년 설립 이래 창업초기에는 무선통신기기의 용역개발 및 A/S를 하면서 성장하였고, 199○년 후반부터 간이중계기 및 이동 통신(AMPS) 중계기를 개발하여 이동통신 사업자에게 납품하였다. 또한 사업영역을 확장해 1998년에는 스마트중계기(DR)를 개발하여 납품하였다.

B(주)는 199○년 설립 이래 ADSL-MODEM 시장에서 기술력을 바탕으로 2000년 이후 본격적인 양산체제에 돌입하여 다양한 고객을 통해 매출량을 확보하고 있었다. 청호컴넷, 이스텔, 머큐리, 현대전자 등을 통해서 한국통신에 제품을 공급하고 있었으며, 합병 전까지 영업환경의 안정화를 위해 삼성전자, 리더컴, 하나로통신 외 수출판로의 개척으로 매출처 다변화전략을 추진 중에 있었다.

2) 합병방법

2001년 8월 ○일 피합병회사인 (주)B의 주식 1주당 합병회사인 A(주)의 보통주식 0.83182주를 배정, 교부하여 합병을 실시하였다. 자본금 46.4억 원의 규모의 A(주)가 자본금 29.8억 원 규모의 (주)B를 흡수 · 합병하였다.

3) 합병목적 및 효과

두기업간의 합병 목적은 무선통신 중계기 업체인 A(주)가 피합병회사인 (주)B를

합병함으로써 국내 및 해외 ADSL 관련 유선통신 사업 진출시 소요되는 비용 및 시간을 단축하고, 향후 양사의 시너지 효과를 통한 고부가가치 사업 진출로 기업가치를 강화하는데 있었다. 특히 피합병회사인 (주)B는 합병회사인 A(주)에 흡수·합병됨으로써 미래의 수익구조를 개선하고 경영의 효율성을 제고함으로써 기업의 경쟁력 강화를 도모하였다.

4) 합병후 현황

2001년 네트워크 사업분야에 기술력 및 통신시스템 보드설계와 제조력에 대한 기반화충을 통하여 2003년 A(주)사의 주요사업은 중계기 및 Security 사업 및 네트워크 통신시스템 보드 설계 및 제조사업으로 그 영역을 확장하였다. 2004년 시대적 흐름의 변화에 따른 기업 환경변화를 모색하여 기존의 사업영역에 더하여 무선이동통신서비스의 부가장치산업 및 무선랜 인터넷장치 산업 기반을 구축하였다. 2005년부터 현재까지 당사는 휴대폰부가장치의 안정적인 영업확장을 통한 매출안정화를 위하여 사업확대 및 신규사업진출을 통한 사업다각화를 적극적으로 모색하고 있으며, 2007년에는 휴대폰부가장치 사업을 비롯하여, 이동통신의 핵심기술로 접근하여 휴대폰 모듈의 공급을 통한 연계성 사업의 확장을 추진하고 있다.

나. (주)C & (주)D

합병회사			합병회사			합병 형태
회사명	주요 품목	세부업종	회사명	주요 품목	세부업종	
(주)C	MIS 솔루션	SI	(주)D	ERP솔루션	SI	SW & IT서비스 + SW & IT서비스

1) 기업개요

(주)C는 199○년 SW시장으로 진출한 후, 2000년대 초 상호를 변경하고 코스닥에 상장하였다. 소프트웨어산업에서 (주)C는 중소기업의 기간 업무를 전산화 시켜주는

표준경영정보시스템인 MIS 솔루션 및 한국형 전사적 자원관리인 ERP솔루션 제공과 ASP(Application Service Provider) 및 B2B중심의 전자상거래를 겨냥한 인터넷 산업을 목표시장으로 삼고 있었다..

(주)D는 WEB을 기반으로 한 ERP 시스템을 중심으로 기업용 S/W를 개발하고 보급하는 업무를 주 사업으로 하는 업체였다. 199○년 설립초기부터 당사는 uniERP를 공급하고 커스터마이즈 컨설팅을 하는 업무를 중심으로 사업이 전개되었으며, 당시 블루이 일기 시작한 인터넷 기술을 연구하여 인트라넷 사업을 주력으로 하였다. 웹 기반 응용프로그램의 개발기술과 ERP의 설계 능력 및 중소, 중견기업에 ERP를 구축한 노하우를 집약시켜 1998년 100% WEB기반 ERP인 DreamERP를 개발하였다.

2) 합병방법

2002년 12월 ○일 피합병회사인 (주)D의 주식 1주당 합병회사인 (주)C의 주식 0.4 주를 배정, 교부하여 합병을 실시하였다. 자본금 21.4억 원의 규모의 (주)C가 자본금 26.8억 원 규모의 (주)D를 흡수·합병하였다.

3) 합병목적 및 효과

두기업간의 합병 목적은 중소기업용 경영관리 SW를 제공하는 MIS(Management Information System) 솔루션 분야의 (주)C가 ERP 솔루션을 중심으로 기업용 SW를 개발·보급하고 있는 (주)D를 합병함으로써, 연관성있는 SW 포트폴리오 강화를 통해 시너지효과를 극대화하는데 있다. 따라서 소규모사업자 및 중소기업용 경영관리 소프트웨어를 제공하는 MIS 솔루션 사업에서부터 중견기업 및 대기업용 전사적 자원관리 소프트웨어를 제공하는 ERP 솔루션 사업까지 사업영역의 확대와 더불어 신규 솔루션 진출을 위한 발판 마련하였다.

4) 합병 후 현황

주력제품인 중소기업용 세무/회계 솔루션 N 시리즈 및 안정적인 매출기반이 되는 유지보수 매출이 꾸준히 성장하고 있다. 현재 많은 세무회계사무소와 전산세무회계 자격시험 응시자들이 (주)C의 제품을 선택하고 있어, 시장에서 높은 인지도 및 진입 장벽을 구축하고 있다. 세무 및 회계 모듈로 이루어진 'N I'와 N I의 모듈에 인사급

여, 물류, 법인 세무조정 모듈 등 6개의 모듈이 추가적으로 포함된 N II가 주력 솔루션 제품이다. N의 주요 수요자는 주로 종업원수가 5명에서 299명으로 이루어진 중소기업이다. 이와같이 중소기업시장을 대상으로 한 N 제품시장의 잠재성장율이 높아 지속적인 성장이 전망되고 있다. 또한 정부 세제개편에 발 맞추어 5인 미만 소기업에 적합한 신규제품으로 시장 확대 전략을 추진함으로써 성장 잠재력 확보에 주력하고 있다.

다. (주)H & (주)I

합병회사			합병대상회사			합병형태
회사명	주요 품목	세부업종	회사명	주요 품목	세부업종	
(주)H	PC게임	게임 SW	(주)I	광 전송장비	통신장비	SW & IT서비스 +정보통신기기/장비

1) 기업개요

(주)H사는 지난 1990년 대기업의 소프트웨어사업부가 분사해 설립된 게임개발 및 유통전문업체로 게임의 기획에서 개발, 마케팅, 유통, A/S까지 일관된 시스템을 보유하고 있었고, 2000년에 코스닥 증권시장에 등록하였다. 창업 초창기부터 현재 까지 20여개 게임관련 제품을 자체 개발하였으며, 총 800여개 타이틀을 출시하였고, 주요사업영역으로 PC게임, 온라인게임, 모바일게임, 인터넷포탈 사업 등에 진출해 있었다.

(주)I사는 2000년 3월 설립된 이후 고밀도파장분할다중화(DWDM) 장비 사업 부문을 핵심사업으로 전개하고 있으며, 주요 통신사업자에게 납품하고 있었다. DWDM는 이미 포설되어 있는 광섬유 네트워크를 여러 개의 채널로 분할, 기존의 통신 용량을 확장시키는 기술로 하나의 광섬유 안에 서로 다른 다수 파장의 광신호를 다중화해 전송하고 수신장치에서는 파장에 따라서 광신호를 분리함으로써 광섬유의 용량을 크게 증대시켜 준다. 광섬유에 기반을 둔 통신망을 구축하고 있는 장거리 통신

사업자들의 경우 이미 설치해 놓은 망을 이용해 통신용량을 늘려 백본 네트워크의 병목 현상을 해소할 수 있는 점 때문에 DWDM을 적극 활용하고 있었다..

2) 합병방법

2004년 11월 ○일 피합병회사인 (주)I의 주식 1주당 합병회사인 (주)H의 주식 22.8주를 배정, 교부하여 합병을 실시하였다. 자본금 40.9억 원 규모의 (주)H가 자본금 106.8억 원 규모의 (주)I사를 흡수·합병하였다.

3) 합병목적 및 효과

두기업간의 합병 목적은 PC게임, Online게임, Mobile게임 등 국내게임 개발과 유통분야의 게임전문회사인 (주)H가 전국 광통신 기간망구축 노하우와 설비라인(WDM 광통신장비 기술)을 갖춘 (주)I의 합병을 통해 소프트웨어기술력과 통신기술노하우의 융합시너지를 이용해 시장요구에 부응하는 신사업부문 개척 및 다양한 신규진출 분야를 모색하는데 목적이 있다.

4) 합병 후 현황

(주)I 합병 이후 2005년 ○년월에 광통신장비 R&D 전문기업으로서의 글로벌컴퍼니 이미지 제고를 위해 (주)H에서 (주)J로 상호를 변경하였다. 현재 통신사업자들이 노후화된 기존 장비의 세대교체를 단행하고, 광전송 장비 시장이 점진적으로 성장함에 따라 고밀도파장분할다중화(DWDM: Dense Wavelength Division Multiplexing) 전송장비를 중심으로 지속적인 사업을 전개하고 있다. 또한 차세대 광전송장비로써 MSPP(Multi-Services Provisioning Platform: 다중서비스지원플랫폼)장비 – 이더넷 신호를 동기 디지털 계층(SDH), 즉 전송망에 올려주는 차세대 광전송장비 – 도입에 노력하고 있다.

부록 2: 정리1의 증명과 최적계약결정

가능한 계약 조건들(feasible contracts)은

$$\begin{aligned}\beta_0 &= \frac{\Delta v}{\sigma(1-e)w}, \quad f_0 = (v_l + e) - \frac{\Delta v}{\sigma(1-e)w}(ew + x) \\ \beta_h &= \frac{1}{(1-\sigma)w}, \quad f_h = v_h - \frac{\sigma w + x}{(1-\sigma)w} \text{ 과 } \beta_l = \frac{1}{w}, \quad f_l = v_l - \frac{x}{w} \text{ } \circ \text{ 며, } \beta_h \geq \beta_l\end{aligned}$$

이며, 다음과 같은 조건들을 고려해 볼 수 있다.

- (i) $f_0 < 0$
- (ii) $f_0 \geq 0$ 그리고 $\beta_h \leq \beta_0$
- (iii) $f_0 \geq 0$ 그리고 $\beta_h \geq \beta_0$

우선 $f_0 < 0$ 경우, 최적계약은 (i)~(iii)의 인수기업의 최적계약으로 결정될 수 있다. 이는 인수기업이 피인수기업에게 인수댓가로 지불하는 현금액이 음일 수 없다는 초기의 조건($f \geq 0$)과 피인수기업 각각의 기대효용이 가능한 계약범위(feasible set)에서 만나지 않기 때문이다. 또한 여기서 우리는 (i)과 (iii)의 계약이 일치함을 알수 있다. 다음으로 $f_0 \geq 0$ 인 경우를 고려해보자. 이 경우에는 β_h 와 β_0 의 상대적 크기에 따라, 다음의 두가지 경우로 나누어 볼 수 있다. 먼저 $\beta_h \leq \beta_0$ 인 경우, 인수기업의 최적계약은 (β_0, f_0) 로 결정되며, 이러한 계약은 피인수기업의 기대효용을 각각의 최저효용(reservation utility)만큼 보상함과 동시에 추가적인 정보비용없이 가치에 대한 정보비대칭과 도덕적 해이를 해결할 수 있다. 두 번째 $\beta_h \geq \beta_0$ 인 경우, 계약 (β_0, f_0) 는 (i)~(iii)보다 인수기업의 효용을 극대화시킬 수 없는데, 이는 높은 초기가치를 가지고 있는 기업의 도덕적 해이문제를 해결할 수 없기 때문이다.

다음으로는 계약 (i)~(iii)을 서로 비교함으로써 가능한 최적계약들을 다음과

같이 추가적으로 정리할 수 있다. 첫 번째로, 계약 (iii)과 (ii)에 따른 인수기업의 기대효용은

$$Eu_a^{III} = \alpha((\sigma + (1 - \sigma)e)w - (\beta_h \sigma(1 - e)w + v_l + e)) + (1 - \alpha)(ew - (v_l + e) + x)$$

$$Eu_a^{II} = \alpha(\sigma w - (\beta_l(\sigma - e)w + v_l + e)) + (1 - \alpha)(ew - (v_l + e) + x)$$

로 나타낼 수 있는데, 이는

$$\beta_l(\sigma w + x) + f_l = \beta_l(\sigma - e)w + v_l + e \quad (\beta_l(ew + x) + f_l = v_l + e)$$

$$\beta_h((\sigma + (1 - \sigma)e)w + x) + f_l' = \beta_h \sigma(1 - e)w + v_l + e \quad (\beta_h(ew + x) + f_h' = v_l + e)$$

이기 때문이다. 따라서 $\Delta v \leq \sigma$ 가 만족되는 경우 (iii)과 (ii)를 비교하면,

$$\begin{aligned} signEu_a^{III} - Eu_a^{II} &= sign\{(1 - \sigma)ew + (\sigma - e) - \frac{\sigma(1 - e)}{1 - \sigma}\} \\ &\quad sign\{w - (1 - \frac{2\sigma^2(1 + e)}{e(1 - \sigma)^2})\} \end{aligned}$$

이면, 조건 1에 따라 $Eu_a^{III} - Eu_a^{II} \geq 0$ 임을 알 수 있다. 또한 $\Delta v \geq \sigma$ 인 경우에는

$$\begin{aligned} signEu_a^{III} - Eu_a^{II} &= sign(1 - \beta_h)(\sigma + (1 - \sigma)e)w - f_h' \\ &= sign(\sigma + (1 - \sigma)e)w - (v_h + e) - (f_h' - f_h) \\ &= sign(\sigma + (1 - \sigma)e)w - (v_h + e) - (-\Delta v + \frac{\sigma(1 - e)}{1 - \sigma}) \\ &= sign\sigma(1 - e)(w - \frac{1}{1 - \sigma}) + (ew - (v_l + e)) > 0. \quad ((1 - \sigma)w \geq 1) \end{aligned}$$

임에 따라, 주어진 조건 (i)과 (iii)에서, 인수기업의 계약문제는 (i)과 (iii)간의 선택으로 귀결된다. 두 번째, 계약 (i)과 (ii)에 따른 인수기업의 기대효용을 비교하면 다음과 같다.

$$\begin{aligned} Eu_a^{III} - Eu_a^I &= \alpha(f_h' - f_h) + (1 - \alpha)(ew - v_l - e) \\ &= \alpha(\Delta_v - \frac{\sigma(1 - e)}{1 - \sigma}) + (1 - \alpha)(ew - v_l - e) \end{aligned}$$

따라서 조건(iii)이 만족되는 경우, 인수기업과 피인수기업의 계약(β^*, f^*) 및 전략 (I_i, k_i) 은 다음과 같이 결정된다

- a. $\beta^* = [\beta_h, \frac{v_h + e}{(\sigma + (1 - \sigma)e)w + x}]$, $f^* = f(\beta^*)$ ($I_h = k_h = 1$; $I_l = k_l = 0$)
 $\text{if } \alpha(\Delta_v - \frac{\sigma(1 - e)}{1 - \sigma}) + (1 - \alpha)(ew - v_l - e) \leq 0$
- b. $(\beta^* = \beta_h, f^* = f_h')$: $(I_i = k_i = 1), i = l, h$ otherwise.

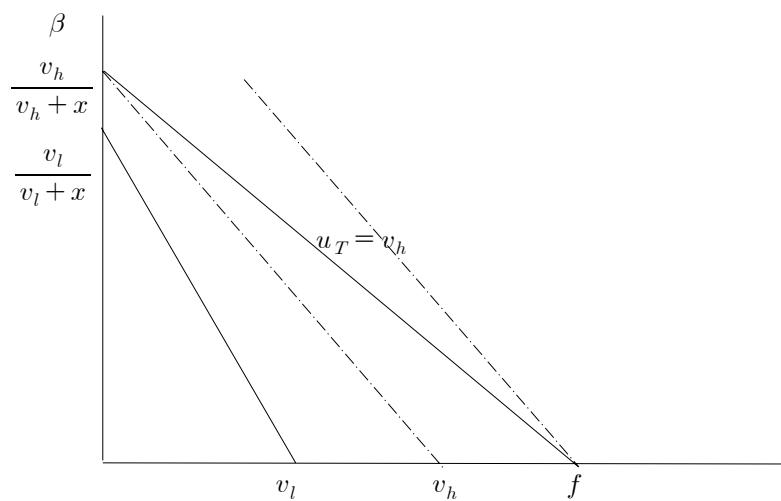
즉 위에서 논의된 결과들(조건에 의한 최적계약)을 고려하여 최적계약은 다음과 같이 정리될 수 있다.

- (i)' 만약 $\Delta v > \sigma(1 - e)w \frac{v_l + e}{ew + x}$ 이면, $C^* = I(III)$
- (ii)' 만약 $\Delta v \leq \sigma(1 - e)w \frac{v_l + e}{ew + x}$ 그리고 $\Delta v \geq \sigma(1 - e)w \frac{1}{1 - \sigma}$ 이면,
 $C^* = IV(\beta_0, f_0)$
- (iii)' 만약 $\Delta v \leq \sigma(1 - e)w \frac{v_l + e}{ew + x}$ 그리고 $\Delta v \leq \sigma(1 - e)w \frac{1}{1 - \sigma}$ 이면,
 $C^* = I$ 또는 III .

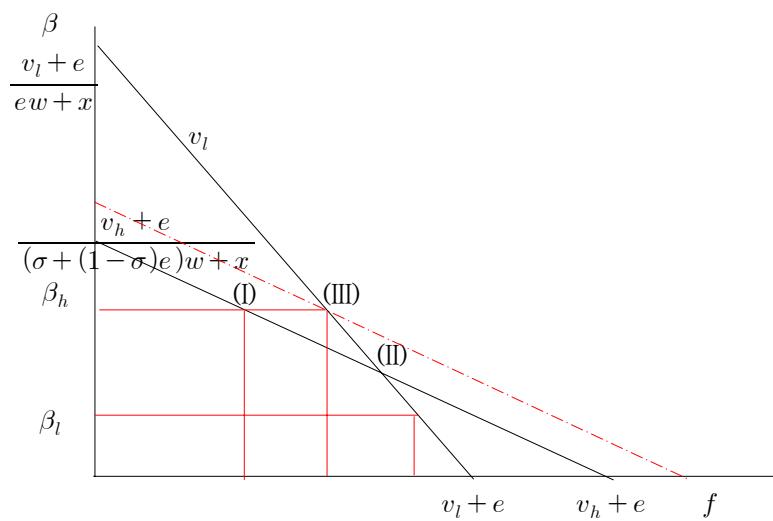
위의 조건들을 만족시키는 외생변수들의 범위를 고려함으로써 최적계약과 조건들을 만족시키는 외생변수들의 범위를 구할 수 있다. 즉 만약 $\beta_h = \frac{1}{(1 - \sigma)w} \leq \frac{v_l + e}{ew + x}$ 이면 (i)', (ii)', (iii)'을 만족하는 반면, 그렇지 않은 경우에는 (i)'과 (iii)'만이 가능함을 알 수 있다. 따라서 최적계약과 조건들은 본문의 결과 1과 같다. 또한 결과 1을 만족시키기 위해 다음 조건이 만족되어야 하며, 이는 시너지(w)가 충분히 큰 경우에 성립할 수 있다.

$$\beta_h = \frac{1}{(1 - \sigma)w} \leq \bar{\beta} = \frac{\alpha\sigma(1 - e) + e}{(\alpha\sigma(1 - e) + e)w + x} \leq 1$$

[그림 부록 2-1] Hansen(1987)모형에서 최적 M&A계약 결정



[그림 부록 2-2] 정보비대칭 및 도덕적해이하에서의 최적 M&A계약 결정



● 저 자 소 개 ●

정 진 한

- 한양대학교 경제학 학사
- 미국 Duke대 경제학 박사
- 현 정보통신정책연구원 책임연구원

김 창 완

- 서울대학교 경제학 학사/석사
- 미국 UCLA대 경제학 박사
- 현 정보통신정책연구원 연구위원

김 성 민

- 한양대학교 경제학 학사
- 미국 뉴욕주립대, MBA
- 미국 조지아 주립대 경영학 박사
- 현 한양대 경상대학 경영학부 교수

김 민 식

- KAIST 경영학 석사
- 현 정보통신정책연구원 책임연구원

연구보고 07-12

IT중소벤처의 경쟁력 강화를 위한 M&A활성화 방안 연구

2007년 12월 일 인쇄

2007년 12월 일 별행

발행인 석호의

발행처 정보통신정책연구원

경기도 과천시 주암동 1-1

TEL: 570-4114 FAX: 579-4695~6

인쇄 인성문화

ISBN 89-8242-385-7 94320

보급가 10,000원