



벤처기업

M&A

활성화를 위한 스킬과 방법

M&A(기업 인수·합병)가 활발하다. M&A에 대한 부정적 인식이 사라진 듯 하다. 그러나 현실 속에 한 발을 내디디면 커다란 벽에 부딪친다. 최근 필자가 만난 한 벤처기업 CEO는 “M&A에 대한 필요성은 느낀다. 하지만 방법을 잘 모르겠다. 잘 할 자신도 없다. 팔 때는 헐값에 넘기는 것 같고, 살 때는 속아서 비싸게 사는 것 같다”고 솔직한 심정을 털어놓았다.

개인과 마찬가지로기업도 성장하는 과정에서 만나는 고비와 장애물을 뛰어넘어 한 단계 업그레이드 되는 계기가 있게 마련이다. M&A는 앞에 놓여있는 장애물을 뛰어넘기 위한 지렛대일 수도 있고, 도움닫기에 필요한 뒤통이 될 수도 있고, 화학적 반응을 촉진시키는 촉매제로도 활용가능하다.

그렇다면 벤처기업이 M&A를 잘 할 수 있는 기술과 방법은 어떤 것일까. M&A의 기술과 방법은 다양한 전략과 전술을 섞어 수십 가지 경우의 수도 만들 수 있다. 그러나 지난 10년 동안 기업 M&A를 옆에서 지켜봐온 필자의 입장에서 모든 전략과 전술에 앞선 핵심요소는 최대주주의 ‘욕심 버리기’와 ‘솔직함’이다. 최대주주가 회사에 대한 솔직한 평가를 내리고, 본인의 욕심을 조금만 양보하면 가장 적절한 가격과 조건에 회사를 키울 수 있는 M&A가 가능하다.



A&D는 한계기업을 인수한 후 신사업을 덧붙여 기업가치를 높이는 M&A 기법 중 하나로 정의된다. 법적으로는 기업인수(Acquisition) 쪽에 포함된다. 자금력 있는 투자자가 M&A를 활용한다면, 자금력보다 사업 아이템으로 승부하려는 벤처기업 등이 A&D를 선택한다.



■ A&D, 벤처기업을 위한 M&A 기법

A&D(인수 후 개발)는 M&A의 한 종류다. A&D가 머니 게임에 악용되면서 그 의미가 퇴색했지만, 자금력보다는 사업 아이템으로 승부하는 벤처기업에게 있어 관심 있게 살펴볼 만한 전략이다. 최근에는 PEF(사모펀드) 등 다양한 투자자들이 등장하면서 자금력이 동반된 A&D기법이 새롭게 떠오르는 중이다.

A&D는 한계기업을 인수한 후 신사업을 덧붙여 기업가치를 높이는 M&A 기법 중 하나로 정의된다. 법적으로는 기업인수(Acquisition) 쪽에 포함된다. 자금력 있는 투자자가 M&A를 활용한다면, 자금력보다 사업 아이템으로 승부하려는 벤처기업 등이 A&D를 선택한다.

M&A는 생산시설 확보나 시장지배력 강화 등을 위해 다른 기업의 자산이나 주식을 매수하지만, A&D는 사업 아이템·아이디어가 있는 투자자가 부도가 임박했거나 성장이 정체된 부실기업을 저가에 인수해 사업자금을 조달하는 창구로 이용하는데 쓰인다.

A&D의 흐름도를 간단히 살펴보면, 1단계는 한계기업을 골라 저가에 인수하는 것으로 시작한다. 2단계는 인수 후 부실을 털기 위한 감자와 운영자금 확보를 위한 유상증자다. 그 다음은 주총을 통해 새로운 이사진을 선임하고 신규 사업목적을 추가한다.

4단계는 신규사업 재원마련을 위한 주식 관련 사채(CB·BW)를 발행한다. 인수자는 최대주주 또는 우호세력이 되고, 전환가격·행사가격은 현재 주가 수준에 따라 낮게 설정된다. 마지막은 실적개선과 그에 따른 주가상승으로 시세차익을 얻고, 올라간 주가를 이용해 장외기업을 인수하는 과정을 밟는다.

A&D가 상장기업을 대상으로 하는 가장 큰 이유는 신주발행이라는 발권력 때문이다. 주가가 100원에서 1,000원으로 오르면 유상증자 기업의 발권력은 100원짜리 동전을 만드는 주조장에서 1,000원짜리 지폐를 찍어내는 조폐공사로 바뀌는 셈이다. 부실해도 상장기업이라면 증자를 통해 돈(주식)을 찍어 내는 막강한 레버리지(Leverage·지렛대) 효과가 가능하다.

■ A&D, 외부자금 의존도 높다

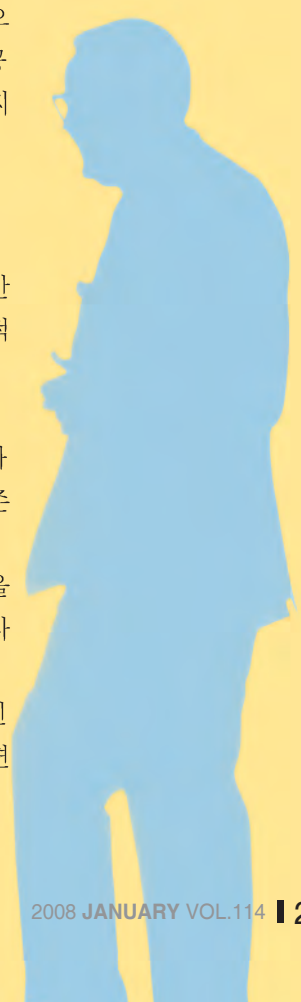
M&A는 자금력 있는 회사가 펀더멘털 강화를 통해 안정성을 높이기 위한 목적으로 활용하는 경우가 많다. 이에 반해 A&D는 자금력은 충분하지 않지만, 등록기업을 인수한 후 신사업을 더해 성장성을 부각시키겠다는 기업에게 적합한 전략이다. 바닥을 기고 있는 기업에게 신규 아이템이란 성장 엔진을 더해 부상하도록 돕겠다는 것이다.

M&A와 A&D는 인수자금을 조달하는 데서도 차이가 난다.

M&A는 인수하는 회사가 내부자금을 활용하거나 보유한 자산이나 신용을 이용해 차입하는 등 자체 조달이 가능하다. A&D는 차입을 통한 외부자금 조달 후 증자나 주식 관련 사채를 발행해 추가 자금을 마련한다. 외부자금 의존도가 높다. A&D는 자금력 없는 벤처기업이 활용하기에 좋은 수단이 될 수 있다.

돈은 외부에서 조달이 가능하지만, 실적은 그렇지 않다. 호박에 줄 굶는다고 수박이 되지 않는 것처럼 한계기업을 인수해 사업목적만 바꾼다고 당장에 기업이 정상화되거나 가치가 오르지 않는다. 실적이 뒷받침되지 않으면 자금사정이 어렵기는 마찬가지다.

특히나 증자나 주식 관련 사채 발행으로 자금을 조달하면 당장은 현금을 손에 쥌 수 있지만, 추가하락으로 이어진다. '언 발에 오줌누기' 식으로 여러 번 쓰기에 부담이 크다. 기업 인수 후 순익은 늘지 않고, 주식 수만 늘린다면 주당가치와 주가는 하락하고 회사는 다시 나락으로 떨어질 수밖에 없다.



■■■ CJ인터넷, 변신에 변신을 거듭한다

수 많은 A&D 사례가 있지만, 성공사례는 손에 꼽을 정도로 적다. 옛 플레너스(CJ인터넷)는 필자가 성공한 A&D로 꼽는 종목 중 하나다. 성공한 A&D라고 생각하는 전환우선주를 활용해 '욕심 버리기'와 '솔직하기'를 실천했기 때문이다. 전환우선주 매수자와 매도자의 간극을 메워 회사 발전의 도약을 이뤄냈다.

옛 동보강업이 CJ에 매각될 때까지 30번이 넘는 M&A 단계를 거친다. 변신에 변신을 주저하지 않고 계속 진화해가는 모습은 벤처기업에게 시사하는 바가 크다. 변신 과정을 간단히 따라가면, 우선 동보강업은 1982년 창업되면서 제1기를 맞는다. 코스닥등록과 함께 사명을 코아텍시스템으로 바꾸고 로커스에게 팔린다. 사명을 로커스홀딩스로 바꾸면서 제2의 창업을 선언한다.

로커스홀딩스는 싸이더스를 인수했다가 분할한 후 매각하고, 시네마서비스를 인수했다가 합병한 후 분할해서 매각했다. 또 손노리를 합병한 후 분할해서 매각하고, 넷마블을 인수한 후 합병하면서 최대주주를 넷마블의 방준혁 사장으로 바꾼다. 회사가 완전히 뒤바뀌는 제3의 창업인 셈이다.

이후 시네마서비스와의 합병으로 엔터테인먼트 전문회사가 되고, 옛 동보강업의 변압기용 코아제조 사업부는 분할 후 매각했다. 넷마블이 핵심사업이 된 플레너스는 시네마서비스를 분할하고, 온라인 게임사업부인 넷마블과 인터넷 포털사업인 마이엠을 CJ와 CJ엔터테인먼트에게 매각했다. CJ그룹을 새 주인으로 맞는 4번째 창업을 하게 된 것이다.

옛 플레너스는 사업목적을 여러 번 바뀌가며 주요사업을 변경했다. 손바뀜도 활발했다. 단계를 넘어갈 때마다 회사의 실적은 좋아졌고, 시가총액은 늘면서 회사가 발전하는 교과적인 A&D의 전형을 보여줬다. M&A나 A&D되는 기업이 사업부진으로 두 번, 세 번, 네 번 최대주주가 바뀔 때마다 회사의 주가와 시가총액이 점점 낮아져 결국 퇴출의 길로 접어들게 되는 것과는 사뭇 다른 모습이다.

■■■ 전환우선주로 매수자와 매도자의 간극 좁히기

옛 플레너스는 30번이 넘는 M&A를 단행한 점도 놀랍지만 전환우선주를 받아들였다는 점은 벤처기업들에게 시사하는 바가 크다. 2001년12월5일 로커스홀딩스는 넷마블을 인수한다. 인수방식은 코스닥시장에 처음이자 유일한 사례로 남아있는 전환우선주를 이용한 주식교환 방식. 보통주를 매개로 한 주식교환 방식은 많지만, 전환우선주를 발행해 주식 교환을 하고 우

선주를 보통주로 전환해 최대주주가 바뀔 수 있다는 것을 로커스홀딩스가 처음으로 선보였다.

우선 로커스홀딩스는 넷마블 지분 51%를 51억 원에 인수한다. 인수가격은 주당 1만4,285원으로 총 35만7,000주를 매수했다. 로커스홀딩스는 주식교환에 필요한 신주를 보통주가 아닌 전환우선주로 발행했다. 넷마블 최대주주였던 방준혁과 노병렬은 각각 로커스홀딩스 전환우선주 5만7,285주, 4,406주를 넘겨받았다.

전환 우선주에는 조건이 달려있었다. 1년4개월 후인 2003년3월 보통주로 일시전환되지만, 2002년 넷마블의 순이익이 30억 원을 넘으면 전환 우선주 1주당 보통주 10주로 전환할 수 있다는 조건이다. 하지만 순이익이 3억 원을 밑돌면 우선주 1주가 보통주 1주로 전환된다는 조건도 달렸다.

넷마블은 인수되기 직전까지 큰 폭의 적자를 낸 회사다. 턴어라운드에 대한 확인이 되지 않은 상황에서 미래를 강조하는 매도자와 과거를 들춰내는 매수자간에는 간극이 크게 벌어진 상황이었다. 양측은 벌어진 간극을 좁히는 방법으로 미래를 현가로 계산한 전환우선주를 택했던 것이다. 결국 로커스홀딩스는 넷마블을 인수해 자회사로 편입시키는데 성공했다.

넷마블은 2000년 설립 첫해에 1억2,200만 원 매출에 1억9,600만 원의 적자를 냈고, 다음 해인 2001년에도 6억6,900만 원 매출에 7억2,200만 원의 손실을 냈다. 하지만 설립된 지 3년이 채 안 된 2002년 결산에서 271억 원 매출에 152억 원의 순이익을 기록했다. 영업이익은 181억 원. 1년 사이에 매출은 40배가 증가했고, 후자전환은 물론이고 매출의 절반 이상을 순이익으로 남기는 괄목상대할 만한 실적을 달성했다.

2003년 4월 6일 전환우선주 6만1,691주는 보통주 61만6,910주로 전환되면서 방준혁과 노병렬은 각각 57만주, 4만주를 보유한 주요주주가 됐다.

2002년 플레너스는 661억 원 매출에 85억 원의 순이익을 냈다. 경상이익이 96억 원으로 영업이익 59억 원보다 훨씬 많을 수 있었던 이유는 넷마블의 대규모 순이익에 의한 지분법평가이익 54억 원의 힘이 컸다. 넷마블의 영업이익은 181억 원으로 플레너스의 59억 원보다 3배 이상 많았다. 플레너스가 넷마블을 인수했지만, 인수 당한 넷마블의 실적이 더 뛰어난 청출어람이다. 이후 넷마블이 플레너스의 중심으로 등장하면서, 최대주주였던 로커스는 물러나는 수순을 밟아나갔다.

벤처기업 M&A와 관련된 갖가지 전략과 전술이 많다. 하지만 핵심은 최대주주가 정확한 현실 인식을 바탕으로 욕심을 버리고, 회사에 대한 적정 가치를 받아들이는 데 있다.