

Strategic Management and Competitive Advantage

Strategic Management
and
Competitive Advantage

10 장. 기업 인수 및 합병 (Mergers and Acquisitions, M&A)

도입: 새로운 유형의 인수 기업

- The New Acquirers

- 기존의 인수 기업 – 전략적 인수 기업과 투자 인수 기업

- 전략적 인수 기업

- 기존 사업 확장
 - 기업 역량 극대화
 - 새로운 사업으로의 다각화

- 투자 인수 기업

- 보상과 통제 시스템 도입을 통한 피인수 기업의 성과 개선
 - 피인수 기업의 성과 반전이 이뤄지면

주식을 공개하거나 전략적 인수 기업에게 팔아서 차익을 얻음

도입: 새로운 유형의 인수 기업

- The New Acquirers

- 새로운 유형의 인수 기업 – 사모펀드 기업
 - 기존의 투자 인수 기업과 유사한 방식
 - 투자 인수 기업과의 차이점
 - 투자 인수 기업 - 피인수 기업의 성과가 반전을 위한 장기적 투자
 - 사모펀드 기업 - 상대적으로 단기적 투자
피인수 기업에 수수료나 다른 비용을 부과하여 단기간 차익을 거둠

도입: 새로운 유형의 인수 기업

- The New Acquirers

• 사모펀드 기업에 대한 우려 (1/2)

– 피인수 기업에 제공한 서비스에 대한 과중한 수수료를 부과

- 피인수 기업의 대차 대조표에 악영향을 미치며, 파산시키기도 함
- 2004년, Blackstone Group은 Celanese Corporation에 4500만 달러 부과
- Warner Music의 주주는 Warner에게 피인수에 대한 조언을 해준 대가로 7500만 달러의 수수료를 부과
- 한 사모펀드 기업은 제약 회사인 Warner Chilcott가 주식 공개 당시, 2740만 달러의 수수료를 부과
- 또 다른 사모펀드 기업은 5억 1300만 달러에 Intelsat Global Service 인수한 지 1년 만에 5억 7600만 달러의 배당금과 수수료를 얻음
그 동안 Intelsat은 47억 5000만 달러의 부채와 함께, 3억 2500만 달러를 잃었고, 종업원의 20%를 일시 해고함
- San Francisco에 본사를 둔 화장품 생산 기업 Bare Escentuals Inc.는 2005년 고작 2400만 달러를 벌었지만, 4억 1200만 달러의 부채와 함께 3억 900만 달러를 배당금과 수수료로 사모펀드 기업의 주주에게 지불.
낮은 신용 평가에도 불구하고, 2006년 Bare Escentuals는 또 다시 부채를 통해 3억 4200만 달러의 배당금과 수수료를 지불

도입: 새로운 유형의 인수 기업

- The New Acquirers

- 사모펀드 기업에 대한 우려 (2/2)

- 사모펀드 기업이 낮은 성과의 기업을 인수 후,
기업 혁신을 통해 장기적 가치를 창출한다면 아무런 문제가 없음

- 1980-2003, 사모펀드 기업이 주식을 공개한 기업들의 가치가 사모펀드 기업의 개입 없이 주식을 공개한 기업들의 가치보다 컸음

- 그러나 수수료와 배당금을 부과하여 피인수 기업으로부터 현금을 짜내어, 피인수 기업들의 장기적 성과에 손실을 주기도 함

- 2006년, 사모펀드 기업이 주식을 공개한 기업들의 가치가 사모펀드 기업의 개입 없이 주식을 공개한 기업보다 10% 낮았음

본 장의 개괄

- 기업 인수 및 합병

- 수직 통합과 다각화 전략을 달성하기 위한 일반적인 방법
- 하지만 기업 인수 합병을 통해 실질적인 경제적 이윤을 창출하기가 어려운 경우도 있음.
- 실제 연구 결과에 따르면,
기업 인수 및 합병 시 평균적으로 피인수 기업의 주주들은 이익을 본 반면, 인수 기업은 대개 득실이 없음으로 나타남.

기업 인수 및 합병의 정의

- What Are Mergers and Acquisitions?

• 기업 인수

- 한 기업(인수 입찰 기업)이 다른 기업(인수 대상 기업)을 사들임
- 인수에 필요한 자금을 조달하는 방법
 - 인수 기업이 진행 중인 사업으로부터 얻은 현금을 이용
 - 회사채 발행 혹은 은행 대출을 통해 자금을 조달 - 부채
 - (증자를 통한) 자기자본을 이용
- 현금 혹은 주식으로 기업을 인수함
 - 피인수 기업의 모든 자산을 매입
 - 경영 지배권 획득을 위한 다수 지분(51% 이상) 혹은 지배 지분 매수

기업 인수 및 합병의 정의

- What Are Mergers and Acquisitions?

- 기업 인수 – 우호적 기업 인수와 비우호적 기업 인수

- 우호적 기업 인수

- 피인수 기업의 대주주 혹은 경영진에게 인수에 대한 의사를 타진하여 우호적인 관계에서 인수에 대한 제반 절차와 업무를 추진

- 비우호적 기업 인수

- 피인수 기업의 대주주 혹은 경영진에게 인수 의사가 없는 경우
 - 인수 반대 의사를 무시한 일방적 매수의 경우, **적대적 매수**라 정의함

기업 인수 및 합병의 정의

- What Are Mergers and Acquisitions?

- **기업 인수 - 직접적인 교섭과 공개 매수**

- **직접적인 교섭을 통한 기업 인수**

- 인수 기업과 피인수 기업의 경영진 간의 직접적인 교섭
 - 피인수 기업이 비상장 기업이거나 소유 집중 기업인 경우, 일반적임

- **공개 매수를 통한 기업 인수**

- 피인수 기업의 지분에 대한 매수 기간, 가격 등의 정보와 함께, 기업 인수의사를 공개적으로 밝힘
 - 보통은 경상 시장 가격보다 높게 매수 가격이 책정됨: 프리미엄
 - 피인수 기업의 경영진이 주주들에게 공개 매수에 응할 것을 권유하는 경우 **공개 매수를 통한 우호적 기업 인수**이며, 이와는 반대로 공개 매수에 응하지 말 것을 권유하는 경우는 **공개 매수를 통한 적대적 기업 인수**임

기업 인수 및 합병의 정의

- What Are Mergers and Acquisitions?

- **기업 인수와 기업 합병**

- 기업 인수는 일반적으로, 자산 혹은 매출 측면에서 큰 기업이 작은 기업의 자산을 사들이는 거래
 - DaimlerChrysler의 Mitsubishi 인수
 - Renault의 Nissan 인수
- 기업 합병은 비슷한 규모를 지닌 기업들 사이에 자산이 합쳐지는 거래
 - DaimlerChrysler: Daimler-Benz와 Chrysler의 합병

기업 인수 및 합병의 정의

- What Are Mergers and Acquisitions?

• 기업 합병

- 합병을 추진하는 기업들은 대개 우호적인 관계를 가짐
- 서로 합병 상대가 되는 기업의 자산 일부를 매수하여 이뤄짐

- 기업 합병은 보통 비슷한 규모의 기업들 사이에 이뤄지지만, 합병된 기업의 경영 과정에서 어느 한 기업이 우위를 점하기도 함
 - 기업 인수와는 달리 서로 동등한 관계에서 합병하지만, 결과적으로 기업 인수와 비슷한 관계를 보이는 것이 일반적임
 - Daimler-Benz가 우위에 있는 DaimlerChrysler

기업 인수 및 합병 전략의 가치

- The Value of Mergers and Acquisitions

• 기업 인수 및 합병 전략의 가치

- 다각화와 수직 통합 전략의 중요한 전략적 선택 사항
- 최근 몇 년 동안 수 많은 기업이 인수 및 합병 전략을 사용
 - 2003년-2005년, 발표된 인수 및 합병 활동의 총 가치는 2.58조 달러
 - 2005년, 11,013개의 거래가 성사되었고, 총 시장 가치는 1.2조 달러

인수 기업	피인수 기업	인수 가격
P&G(Proctor & Gamble)	Gillete	570억 달러
SABMiller	Columbian brewer Bavaria	56억 달러
eBay	Skype	2억 달러
Adidas	Reebok	4억 달러
Verizon	MCI	68억 달러
Viacom	DreamWorks	15억 달러

- 기업 인수 및 합병은 가치 있는 전략인가?

기업 인수 및 합병 전략의 가치

- The Value of Mergers and Acquisitions

- **비관련 기업들 간의 인수 및 합병 (1/3)**

- **기업 인수 및 합병 상황 가정**

- 한 기업에 대해 10개의 기업이 인수 입찰 의사를 보인 경우

- 인수 대상 기업의 경상 시장 가치는 \$10,000

- (잔여 지분의 수) × (주당 가격) = \$10,000

- 인수 입찰 기업들의 경상 시장 가치는 각각 \$15,000으로 동일

- **인수 입찰 기업들과 인수 대상 기업 간 전략적 비관련성을 가정**

- 인수 후 인수 입찰 기업의 가치는 인수 입찰 기업과 인수 대상 기업이 단일 기업으로써 가지는 기업 가치의 합과 같음

- (인수 후 인수 입찰 기업의 가치) = \$25,000 (\$10,000 + \$15,000)

기업 인수 및 합병 전략의 가치

- The Value of Mergers and Acquisitions

- **비관련 기업들 간의 인수 및 합병 (2/3)**

- **인수 대상 기업의 인수 가격 결정**

- 인수 입찰 기업은 인수를 통해 얻은 가치 만큼 지불할 의사가 있음
 - 즉, 인수 대상 기업의 인수 가격은 인수 후 인수 입찰 기업의 가치와 인수 전 인수 입찰 기업 사이의 차이와 같음

(인수 대상 기업의 인수 가격) = \$25,000 - \$15,000

- 인수 가격은 하나의 독립된 기업으로써 가지는 인수 대상 기업의 가치에 의해 결정 되는 것이 아니라, 인수 후 인수 대상 기업이 창출하는 가치에 의해 결정됨

→ 비관련 기업들 간의 인수 및 합병은 기업 인수로 인한 시너지 효과가 없으므로, 인수 대상 기업의 인수 가격이 인수 전 인수 대상 기업이 가지는 기업 가치와 같아 보인다

기업 인수 및 합병 전략의 가치

- The Value of Mergers and Acquisitions

- 비관련 기업들 간의 인수 및 합병 (3/3)

- 인수 가격에 따른 인수 입찰 기업과 인수 대상 기업의 경제적 성과

- 실제 인수 가격 < \$10,000: 인수 기업에게 경제적 이익
- 실제 인수 가격 = \$10,000: 경제적 이익/손실이 없음
- 실제 인수 가격 > \$10,000: 인수 기업에게 경제적 손실

- 실제 인수 가격이 \$10,000 보다 낮다면 잠재적 이익으로 인해

인수전의 양상이 치열해지고, 실제 인수 가격은 \$10,000으로 증가

- 전략적으로 비관련 기업들 간의 인수 및 합병은
인수 기업과 피인수 기업 모두에게 경제적 이익도, 손실도 없음

기업 인수 및 합병 전략의 가치

- The Value of Mergers and Acquisitions

- **mergers and acquisitions: the related case**
관련 기업들 간의 인수 및 합병

- **인수 입찰 기업의 성과 개선을 위한 인수 및 합병 전략**
mergers and acquisitions as a source of superior performance for bidding firms

- **비관련 기업들 간의 인수 및 합병**으로 이뤄지는 다각화의 경우,
mergers and acquisitions: the unrelated case

범위의 경제에 기반하지 않은 **비관련 다각화**이므로
economy of scope unrelated diversification

경제적으로 실용성 있는 전사적 전략이 아님
not an economically viable corporate strategy

- 인수 입찰 기업의 성과 개선을 위한 인수 및 합병 전략은
인수 대상 기업과의 전략적 관련성 혹은 범위의 경제에 기반해야 함

strategic relatedness

economy of scope

기업 인수 및 합병 전략의 가치

- The Value of Mergers and Acquisitions

• 관련 기업들 간의 인수 및 합병 - 미 연방 통상 위원회에 의한 분류 (1/2)

- 미 연방 통상 위원회에 의한 분류

- 인수 및 합병은 산업의 집중 혹은 분산을 초래함
- 미 연방 통상 위원회는 인수 및 합병으로 인한 산업의 경쟁 변화를 평가
- 산업의 독점 혹은 소수 독점 가능성이 있는 인수 및 합병을 금지시킴

수직적 합병

Vertical merger

원료 공급자와 제조 업자(후방 수직 통합, backward vertical integration) 혹은 제조 업자와 유통망(전방 수직 통합, forward vertical integration) 사이에 일어나는 인수 및 합병

eBay의 Skype 인수(후방 수직 통합)

Disney의 Capital Cities / ABC 인수 (엔터테인먼트 유통 산업으로의 전방 수직 통합)

Disney의 ESPN 인수 (엔터테인먼트 프로덕션 산업으로의 후방 수직 통합)

수평적 합병

Horizontal merger

동일한 형태의 사업 활동을 하는 기업(former competitor)을 인수 및 합병

Adidas의 Reebok 인수 (제 2, 제 3의 스니커 생산 기업 간 수평적 합병)

反)경쟁적 행위와의 직접적이고 명백한 연관성으로 인해 규제를 받기도 함

Oracle과 PeopleSoft의 100억 달러 규모의 합병 규제

ChevronTexaco와 Unocal 간의 164억 달러 규모의 합병 규제

Mobil과 Exxon 간의 합병 규제

기업 인수 및 합병 전략의 가치

- The Value of Mergers and Acquisitions

• 관련 기업들 간의 인수 및 합병 - 미 연방 통상 위원회에 의한 분류 (2/2)

제품확장 합병 Product extension merger	생산 제품의 종류를 확장하기 위한 인수 및 합병 SBC의 AT&T 인수 Verizon의 MCI 인수
시장확장 합병 Market extension merger	현재 생산하고 있는 제품의 시장 다변화를 위한 인수 및 합병 SABMiller의 Bavaria Brewery Company in Columbia, South America 인수
혼합 합병 Conglomerate merger	그 외 나머지 인수 및 합병 인수 입찰 기업과 인수 대상 기업 간 전략적 연관성이 없는 경우

기업 인수 및 합병 전략의 가치

- The Value of Mergers and Acquisitions

관련 기업들 간의 인수 및 합병 – 또 다른 분류 기준

– Professor Michael Lubatkin에 의한 분류

기술적 경제 Technical economies	기업 내 물리적 프로세스의 변화로 생산 능력을 향상될 때 발생하는 규모의 경제 기술적 경제는 마케팅, 생산, 경험, 일정 관리, 은행 업무와 보상 업무를 통해 이뤄짐 Scale economies that occur when the physical processes inside a firm are altered so that the same amounts of input produce a higher quantity of outputs. Sources of technical economies include marketing, production, experience, scheduling, banking, and compensation
재정적 경제 Pecuniary economies	시장 지배력 행사를 통한 가격 결정력으로 달성되는 경제 Economies achieved by the ability of firms to dictate prices by exerting market power
다각화 경제 Diversification economies	위험 속성과 관련한 기업 성과 개선 혹은 성과와 관련한 위험 속성의 감소로 달성되는 경제 다각화 경제는 포트폴리오 관리와 위험 관리(위험 감소)를 통해 이뤄짐 Economies achieved by improving a firm's performance relative to its risk attributes or lowering its risk attributes relative to its performance. Sources of diversification economies include portfolio management and risk reduction

기업 인수 및 합병 전략의 가치

- The Value of Mergers and Acquisitions

관련 기업들 간의 인수 및 합병 – 또 다른 분류 기준

- Michael Jensen과 Richard Ruback에 의한 분류

생산 혹은 유통 비용 감소 To reduce production or distribution costs	<ol style="list-style-type: none">1. 규모의 경제를 통해 (Through economies of scale)2. 수직 통합을 통해 (Through vertical integration)3. 더 효율적인 생산 혹은 조직 기술을 통해 (Through the adoption of more efficient production or organization technology)4. 인수 기업 경영 팀의 효율 증가를 통해 (Through the increased utilization of the bidder's management team)5. 조직 특성 자산을 통한 대리인 비용 감소를 통해 (Through a reduction of agency costs by bringing organization-specific assets under common ownership)
--	--

재정적인 동기 Financial motivations:	<ol style="list-style-type: none">1. 법인세 절감 효과를 충분히 활용하기 위해 (To gain access to underutilized tax shields)2. 파산 비용을 피하기 위해 (To avoid bankruptcy costs)3. 레버리지 기회를 증가시키기 위해 (To increase leverage opportunities)4. 다른 법인세 절감 효과를 얻기 위해 (To gain other tax advantages)5. 시장 지배력을 얻기 위해 (To gain market power in product markets)6. 비효율적인 타게팅(targeting, target Management)을 없애기 위해 (To eliminate inefficient target management)
-----------------------------------	---

기업 인수 및 합병 전략의 가치

- The Value of Mergers and Acquisitions

- **관련 기업들 간의 인수 및 합병 – 경제적 이익(1/3)**

- 기업 인수 및 합병 상황 가정(13페이지)

- 인수 입찰 기업들과 인수 대상 기업 간 전략적 관련성 가정

- 인수 후 인수 입찰 기업의 가치는 인수 입찰 기업과 인수 대상 기업이 단일 기업으로써 가지는 기업 가치의 합보다 큼 – **시너지 효과**

- (인수 후 인수 입찰 기업의 가치) = \$32,000 (> \$10,000 + \$15,000)

- 인수 대상 기업의 인수 가격 결정

- (인수 입찰 기업들이 지불 의사가 있을만한 최대 인수 가격)

- = \$32,000 - \$15,000 = \$17,000

기업 인수 및 합병 전략의 가치

- The Value of Mergers and Acquisitions

- **관련 기업들 간의 인수 및 합병 – 경제적 이익(2/3)**

- **인수 가격에 따른 인수 입찰 기업과 인수 대상 기업의 경제적 성과 (1/2)**

- 비관련 인수 및 합병 과정에서 실제 인수 가격의 결정 과정과 유사
 - 잠재적 이익에 따른 인수전으로 인해 실제 인수 가격은 \$17,000과 같음
 - 하지만, 인수 대상 기업의 주주들은 단일 기업으로써 가지는 기업 가치와, 인수 후 인수 대상 기업이 창출하는 가치의 차이 만큼 경제적 이익을 얻음
(인수 대상 기업의 주주들이 얻는 경제적 이익) = \$17,000 - \$10,000
 - 전략적 관련 기업들 간의 인수 및 합병이 인수 입찰 기업의 주주들 입장에서는 경제적 이익을 얻을 수 있는 충분 조건은 아님
→ 실제 인수 가격이 인수 후 인수 대상 기업이 창출하는 가치(\$17,000) 보다 낮아져야 인수 입찰 기업의 주주들이 경제적 이익을 얻을 수 있음

기업 인수 및 합병 전략의 가치

- The Value of Mergers and Acquisitions

- **관련 기업들 간의 인수 및 합병 – 경제적 이익(3/3)**

- **인수 가격에 따른 인수 입찰 기업과 인수 대상 기업의 경제적 성과 (2/2)**

- 인수 대상 기업의 인수에 따른 잠재적 이익이 널리 알려져 있고

일부 인수 입찰 기업들이 경제적 손실이 없는 최대 인수 가격으로 입찰

→ **인수 대상 기업의 주주들만 경제적 이익을 얻음**

- 창업한 기업의 경우 주주들에 대한 보상 수단으로 이용하기도 함

기업 인수 및 합병에 대한 연구

- What Does Research Say About Returns to Mergers and Acquisitions?

- 기업 인수 및 합병이 많이 일어나는 이유

- 기업의 생존을 위한 인수 및 합병

- 인수 입찰 기업의 모든 경쟁 기업들이 인수를 통해 기업의 효율성과 효과성을 향상할 수 있다면, 경쟁 열위 상태에 놓이지 않도록 기업 인수를 해야 함
 - 경쟁 증가 수준을 유지하기 위한 기업 인수
 - 미국 은행업의 통합:

은행 규제 변화, 제 2 금융 기관과의 경쟁 증가, 낮은 수요가 원인.

→ 생존을 위해 은행들 간 인수 및 합병이 일어남

기업 인수 및 합병에 대한 연구

- What Does Research Say About Returns to Mergers and Acquisitions?

- 기업 인수 및 합병이 많이 일어나는 이유

- 잉여 현금 흐름에 의한 인수 및 합병 (1/2)

- 기업들이 인수 및 합병 전략에 지속적으로 투자하는 또 다른 이유는 인수 및 합병 전략이 적어도 경쟁 증가 수준을 기대할 수 있기 때문
 - 이러한 경제적 이익도, 손실도 없는 투자는

잉여 현금 흐름을 가진 기업에게 매력적인 투자가 될 수 있음

- 잉여 현금 흐름은 기업이 현재 진행 중인 사업에 순현재가가 0보다 큰 모든 투자한 후에도 남은 현금
 - 기업이 진행 중인 사업의 수익성이 매우 높지만, 추가적인 투자 기회가 적은 경우 잉여 현금 흐름이 발생함

기업 인수 및 합병에 대한 연구

- What Does Research Say About Returns to Mergers and Acquisitions?

- 기업 인수 및 합병이 많이 일어나는 이유

- 잉여 현금 흐름에 의한 인수 및 합병 (2/2)

- Philip Morris의 담배 유통 산업은 매우 수익성이 높지만

- 규제, 건강에 대한 관심, 수요의 저성장으로 투자 기회가 제한적

- 잉여 현금 흐름이 발생
 - 일반적인 잉여 현금 흐름의 사용은 주주들의 배당금 혹은 주식 환매
 - 그러나 한계 세율 문제 등으로 인해 주주들이 재투자를 원하기도 함
 - 인수 및 합병 전략이 적어도 경쟁 증가 수준을 기대할 수 있으므로, 잉여 현금 흐름의 재투자에 있어서 실용적인 선택 사항이 됨

기업 인수 및 합병에 대한 연구

- What Does Research Say About Returns to Mergers and Acquisitions?

- **기업 인수 및 합병이 많이 일어나는 이유**

- 대리인 문제로 인한 인수 및 합병

- 전문 경영진과 주주 사이의 대리인 문제 → 이해 관계의 대립
 - 인수 기업의 주주들에게 직접적인 이득이 안 되지만 경영진에게는 이득이 되는 인수 및 합병이 일어남
 - 인수 및 합병이 기업의 인적 자본 투자를 다각화하기 용이해짐
 - 경영에 대한 보상이 기업의 규모와 높은 연관성을 가진다면, 경영자는 자산 또는 매출 측면에서 기업의 규모를 빠르게 증가시키기 위한 수단으로 인수 및 합병 전략을 사용할 수도 있음

기업 인수 및 합병에 대한 연구

- What Does Research Say About Returns to Mergers and Acquisitions?

• 기업 인수 및 합병이 많이 일어나는 이유

– 경영진의 오만에 따른 인수 및 합병

- 인수 대상 기업의 현 경영진보다 인수 대상 기업의 자산을 효율적으로 경영할 수 있을 것이라는 비현실적인 믿음
- 하지만, 자본 시장의 투자자들은 이러한 경영진의 오만에 쉽게 현혹되지 않음
 - 인수 및 합병 전략을 발표하자마자, 투자자들은 인수 및 합병 전략으로 인한 경제적 손실을 우려함
 - 기업의 경제적 가치가 하락
- 평균적으로 인수 및 합병 전략으로 인한 인수 기업의 경제적 손실이 없지만, 어디까지나 평균적인 측면에서의 사실일 뿐, 모든 인수 기업에 있어 경제적 손실이 없다는 보장은 없음

기업 인수 및 합병에 대한 연구

- What Does Research Say About Returns to Mergers and Acquisitions?

- 기업 인수 및 합병이 많이 일어나는 이유

- 잠재적인 경제적 이익에 따른 인수 및 합병

- 일부 기업들은 인수 및 합병으로 경제적 이익을 얻을 수 있음
 - 이러한 경제적 이익에 대한 잠재성 때문에 인수 및 합병 전략이 시도
 - 평균적으로 인수 및 합병 전략으로 인한 인수 기업의 경제적 이득이 없지만, 어디까지나 평균적인 측면에서의 사실일 뿐, **모든 인수 기업에 있어 경제적 이득이 없다는 보장은 없음**
 - 특정 상황에서는 인수 및 합병 전략을 통해 인수 기업이 경쟁 우위를 얻을 수도 있음

창업자 기업의 전략

- Strategy in the Emerging Enterprise: Cashing Out

- **수익을 창출하기 시작한 창업자 기업 (1/3)**

- 경영 지배권 유지 – 비공개 기업

- 기업 내 핵심 종업원들에게 자사주를 지급
- 외부의 지분 투자를 제한
- 필요한 자금은 영업 활동에서 벌어들이는 자본(이익잉여금)과 은행, 고객, 투자자들로부터의 부채 자본에 의존함
- 창업과 관련한 위험 부담에 대한 보상으로 스스로 급료를 챙김

창업자 기업의 전략

- Strategy in the Emerging Enterprise: Cashing Out

- **수익을 창출하기 시작한 창업자 기업 (2/3)**

- 외부 투자자들을 모음 - 기업 공개 상장

- 벤처 캐피탈 기업 혹은 신생 벤처 기업에 투자하는

- 부유한 개인 투자자 - 엔젤

- 벤처 캐피탈 기업은 대개 수많은 소액 투자자들로부터 돈을 모아,
창업자 기업 포트폴리오에 투자

- 증권 인수업자를 통해, 신규 발행 주식을 공모 - 대량의 지분을 매각

- 기업 공개 상장으로 공개 시장에 지분을 매각함으로써

- 창업과 관련한 위험 부담에 대한 보상을 받음 → **창업 투자금 회수**

창업자 기업의 전략

- Strategy in the Emerging Enterprise: Cashing Out

- **수익을 창출하기 시작한 창업자 기업 (3/3)**

- 기업 매각

- 2000년 기술 거품 붕괴 이후, 기업 공개 상장의 수요 변동이 커짐
- 점차 설립자들의 투자금 회수를 위한 방법으로 인수처를 찾기 시작
- 기업 인수로 창출되는 총 가치의 상당 부분이 인수 대상 기업의 주주들에게 돌아가며, 많은 경우에 창업가 기업의 설립자들이 대주주
→ **기업 매각은 창업가 기업의 설립자에게 큰 돈이 됨**

- 추가적인 자금과 다른 자원이 많이 필요하지 않은 기업은 비공개 기업을 유지함
- 자금이 필요한 기업은 기업 공개 상장을 통해 자금을 모음
- 다른 기업이 지배하는 경영, 기술 자원이 필요한 기업은 기업 매각

인수 및 합병 전략이 기업 성과에 미치는 영향력 평가

- Strategy in Depth: Evaluating the Performance Effects of Acquisitions

• 인수 및 합병 전략 분석 – 사건 연구 분석 (1/3)

- 인수 및 합병의 공시 시점을 중심으로 주식 가격이 어떻게 반응하는가를 분석하는 연구 방법
- 인수 및 합병 공시의 영향으로 기존에 단기적으로 기대했던 성과보다 실제 성과가 높아지거나, 낮아짐
- **누적 비정상 수익률 계산**
 - 인수 및 합병 공시가 없을 때, 주식의 기대 성과 계산

$$E(R_{i,t}) = a_j + b_j \cdot R_{m,t} + e_{j,t}$$

$E(R_{i,t})$ t 시간 동안에 주식 j의 기대 수익 (expected return)

a_j 상수, 근사적으로 무위험자산 수익률(rate of return on risk-free equities)과 같음

b_j 재정적인 모수 β 에 대한 경험적 추정치

시장에 있는 모든 주식들의 평균 수익과 특정 기업 주식의 평균 수익 사이의 공분산

$R_{m,t}$ 시장 내 모든 주식들의 실제 평균 수익률

인수 및 합병 전략이 기업 성과에 미치는 영향력 평가

- Strategy in Depth: Evaluating the Performance Effects of Acquisitions

• 인수 및 합병 전략 분석 – 사건 연구 분석 (2/3)

– 누적 비정상 수익률 계산

- 주식의 기대 성과 계산 - 자본자산가격결정모형에 기반
Capital Asset Pricing Model, CAPM

$E(R_{i,t})$ t 시간 동안에 주식 j의 기대 수익 (expected return)

→ 주식 시장과 특정 주식의 성과에 대한 역사적 관계를 기반으로 한 주식의 기대 성과

- 주식의 비기대 성과 =(실제 주식 성과) - (기대 성과 수준)

$$XR_{i,t} = R_{i,t} - E(R_{i,t}) = R_{i,t} - (a_j + b_j \cdot R_{m,t})$$

- 인수 및 합병에 대한 공시에 반응하여, t 기간 동안 주식의 비기대 수익률을 누적
- 대부분 공시 전날부터 공시 후 3일까지의 주식 시장 반응을 검토

인수 및 합병 전략이 기업 성과에 미치는 영향력 평가

- Strategy in Depth: Evaluating the Performance Effects of Acquisitions

• 인수 및 합병 전략 분석 – 사건 연구 분석 (3/3)

인수 기업	누적 비정상 수익률	피인수 기업	누적 비정상 수익률
Manulife Financial	-10%	John Hancock Financial	+6%
Anthem	-10%	Wellpoint	+7%
Bank of America	-1%	FleetBoston	+24%
UnitedHealth	-4%	Mid Atlantic Medical	+11%

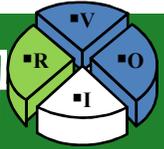
– 사건 연구 분석의 한계점

- 자본자산가격결정모형에 기반 – 가정의 비현실성
- 기업의 주주들이 인수가 이뤄지는 시점에 인수와 관련된 모든 이익을 기대할 수 있다고 가정
 - 일부 학자들은 기대치 못한 가치 창출 기회의 발견으로, 인수가 공시된 이후 오랜 기간 가치 창출이 지속된다고 주장

기업인수합병과 지속 가능한 경쟁적 우위 Mergers and Acquisition and Sustained Competitive Advantage

- 전략적으로 연결된 인수기업(bidding firm)과 인수대상기업(target firm)간에 발생할 수 있는 규모의 경제는 가치가 있다.

- 하지만, 인수전략에 있어서의 경쟁적 우위와 경제적 이익을 가져다 주는 규모의 경제는 기업의 경제적 가치는 물론, **시장의 조건**에 따라 좌우된다.
- market for corporate control : 하나 또는 몇몇의 인수대상기업을 인수하기 위해 다양한 인수기업들이 경쟁하는 시장을 말한다.
- 만약 불완전한 경쟁을 하는 시장의 경우 - 특정 인수기업들은 인수합병전략을 통해 경제적 이익을 얻을 수 있는 가능성이 클 것이다.
- 시장의 경쟁상황이 인수합병전략에 어떠한 영향을 미치는 지는 앞으로의 내용을 통해 알아볼 것이다.



가치가 있고 희귀하며 비공개적인(private) 기업의 경제 (1/4)

- 인수대상기업이 다른 인수기업들 보다 특정 인수기업에게 더 가치가 있고, 이러한 사실을 인수대상기업-자사는 물론, 인수기업들이 잘 알지 못할 경우

▪→ 불완전한 경쟁을 하는 시장이 존재하게 된다.

- 특정 인수기업에 의해 이러한 인수대상기업이 인수될 경우, 특정 인수기업은 인수과정을 통해서 일반적으로 기대한 이익보다 더 큰 이익을 낼 수 있다.

▪예시 - 1

→인수대상기업과 결합된 특정 인수기업의 시장가치 : \$12000

→인수대상기업과 결합된 다른 인수기업들의 시장가치 : \$10000

→(가정 -1) 다른 인수기업은 특정인수기업과 인수대상기업간의 특별한 '관계' 를 잘 알지 못함.

→(가정 -2) 모든 인수기업의 시장가치(인수 전)는 \$7000로 동일함

▪결론.

▪→다른 인수기업들은 인수를 위해 \$3000 정도의 비용을 감수할 수 있음

▪→특정 인수기업은 인수를 위해 \$5000정도의 비용을 감수할 수 있음



가치가 있고 희귀하며 비공개적인(private) 규 의 경제 (2/4)

•(예시 -1 이어서..)

▪인수대상기업이 인수를 통해서 자사의 가치를 \$3000 증가시킬 수 있다는 사실이 공개적으로 알려져 있다.

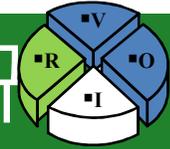
→인수대상기업은 자사의 인수비용을 \$3000 가까이 끌어올릴 가능성이 크다.

→다른 인수기업들은 인수를 통해 얻을 수 있는 경제적 이익이 없을 가능성이 크다.

▪이때 특정인수기업은 인수대상기업의 인수를 위해 다른 인수기업보다 더 큰 비용을 지불할 용의를 표명할 수 있다.(\$3001 정도)

▪→다른 인수기업들은 특정인수기업의 이러한 결정을 보고만 있을 수 밖에 없다.(\$3000이상 비용을 지불한다는 것은 자사의 이익에 반하는 행위이기 때문)

▪→이와 같은 과정으로, 특정인수기업이 인수대상기업의 인수를 위해 \$3001의 비용을 감수한다면 - 특정인수기업은 \$1999의 경제적 이익을 얻을 수 있다.



가치가 있고 희귀하며 비공개적인(private) 규 의 경제 (3/4)

▪예시 - 2

→(가정) 시장에는 다양한 인수대상기업과 특정 인수기업을 포함한 - 몇몇의 인수기업들이 존재한다.

→(가정)몇몇의 인수기업들은 다양한 인수대상기업을 인수하기 위한 비용으로 \$3000까지 고려할 수 있다.(물론, 특정 인수기업은 \$5000까지 고려할 수 있다.)

▪결론

→몇몇의 인수기업들 중 유일하게 특정 인수기업만이 인수전략 상에서 경쟁적 우위를 점할 수 있다.

▪특정 인수기업과 인수대상기업을 통해 얻어질 수 있는 **범위의 경제 - 가치** > 다른 인수기업들과 인수대상기업 간에 발생하는 **범위의 경제 - 가치**

→특정 인수기업은 인수전략을 통해 경제적 이익을 얻을 수 있다.

→다시 말하자면, 인수대상기업을 통해 얻어질 수 있는 범위의 경제가 **희귀한 자원**일 수록 - 인수전략을 통해 얻을 수 있는 경제적 이익은 커질 가능성이 크다.

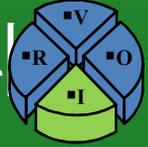
▪또한, 다른 인수기업들에게 “**특정인수기업-인수대상기업 간의 가치가 있고, 희귀한 범위의 경제**”에 대한 정보가 많이 알려져서는 안된다.

▪→ 정보가 많이 알려진 경우, 다른 인수기업들은 특정인수기업과 인수대상기업간의 가치가 있고, 희귀한 범위의 경제를 모방하기 위해 자사의 자원 및 능력을 개발하는 노력을 기울일 것이다.



가치가 있고 희귀하며 비공개적인(private) 규 의 경제 (4/4)

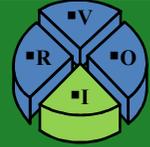
- 또한, 인수대상기업 역시 “**특정인수기업과 자사간의 가치가 있고 희귀한 범위의 경제**”가 존재한다는 사실을 알아서는 안된다.
- 만약 인수대상기업이 자사와 특정인수기업간의 가치가 있고 희귀한 범위의 경제가 존재한다는 정보를 얻을 경우, 특정인수기업의 인수과정에 더 높은 인수비용을 요구할 가능성이 커진다.
- 또한 이러한 정보를 다른 인수기업들에게도 유출할 가능성이 커진다.(경쟁적인 인수상황이 벌어질 수 있다.)



가치가 있고 희귀하며 모방하기 힘든 “범위의 경제”(Economies of Scope)

- 다른 인수기업들이 **모방할 수 없는**, 가치가 있고 희귀한 “범위의 경제”를 통하여, 시장에서 경쟁우위를 점할 수 있다.

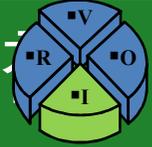
- 대개 모방의 어려움은, 인수기업과 인수대상기업사이에 존재하는 - 가치가 있고 희귀한 자원이나 능력(capability) - 들에 기인한 “전략적 관계”(Strategic Relatedness)에서 비롯된다.
- “모방하기 힘든 기업 내외의 자원과 능력” 들로 인해 인수대상기업과 인수기업 사이의 모방하기 힘든 범위의 경제가 유발된다.
- 모방하기 힘든 범위의 경제를 통하여, 인수기업의 주주들은 경제적 이익을 얻을 수 있다.
- 모방하기 힘든 범위의 경제는 경쟁적 인수과정을 불가능하게 한다. → 인수대상기업은 인수과정을 통해 경제적 이익을 얻기 힘들다.



예상치 못한 가치가 있는(“Unexpected Valuable”) 범위의 경제

▪ 기업인수합병(mergers and acquisitions)의 과정에서, 예상치 못한 경제적 이익이 발생할 수 있다.

- 대개 기업인수합병의 과정은, 참여 회사들 간의 모호하고, 복잡한 관계들로 얽혀있다.
- 따라서 기업인수합병의 과정에서, 인수대상기업과 인수기업들이 예상하지 못했던 일들로 인해 – 예상치 못한 경제적 이익을 얻을 수 있다.
- 예상치 못한 경제적 이익의 발생은, 인수기업의 능력에서 기인하는 것이 아닌, “행운”(good luck)이다.
- 예. 영국광고기업(WPP)의 기업인수합병과정에서 발생한 예상치 못한 경제적 이익
 - WPP는 J. Walter Thomson사의 인수에 \$550million을 지불하였음
 - WPP는 인수거래 후, J. Walter Thomson-도쿄지점이 소유한 \$100million의 “자산”이 있다는 것을 알게되었음
 - WPP는 J. Walter Thomson사의 인수과정에서 뜻밖의 횡재를 하게 되었고, 이를 통해 인수과정에서 지불했던 비용을 차감할 수 있었음



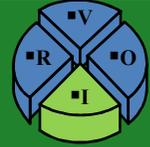
인수기업(Bidding Firm)의 관리자를 위한 지 (Implications) (1/7)

- 기업인수를 통한 이익을 얻기 위하여, 인수기업의 관리자들은 전략적 선택을 해야 한다.

- 기업인수전략을 통해 - 기업의 경쟁적 우위를 발생시키기란 어려운 일
- 물론, 인수기업과 인수대상기업 사이의 특별한 환경(가치가 있고, 희귀하며, 모방하기 힘든 범위의 경제)이 존재하는 경우 경쟁적 우위를 발생시키는 것은 어렵지 않음
- 즉, 기업인수전략을 통한 경쟁적 우위확보를 위해서는 다음의 6가지 원칙을 지켜야 함

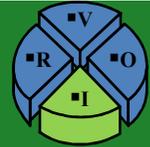
- 희귀한 범위의 경제를 물색하라.
- 다른 인수기업에게 정보유출을 삼가라.
- 인수대상기업에게 정보유출을 삼가라.
- 인수전쟁(Bidding Wars)에 참여하는 것을 삼가라.
- 인수거래를 빨리 종료시켜라.
- 소수의 참여자로 구성된 시장(Thinly Market)에서 거래하여라.

인수기업(Bidding Firm)의 관리자를 위한 지침(Implications) (2/7)



1. 희귀한 “범위의 경제” 를 물색하라.

- 기업인수전략을 통해 경쟁적 우위를 얻지 못하는 주된 이유 중 하나는, 대부분의 인수기업(bidding Firm)들이 인수대상기업(target Firm)에 대한 가치를 동일하게 평가하기 때문이다.
 - 인수대상기업에 대한 가치평가가 동일해질 경우, 경쟁적인 인수상황(competitive bidding)은 불가피해진다. → 기업인수전략을 통한 경쟁적 우위 획득이 매우 어려울 수 밖에 없다.
 - 따라서 기업인수전략을 통한 경쟁적 우위 획득을 위해 먼저 - **희귀하며, 가치가 있는 범위의 경제를 실현할 수 있는 인수대상기업을 물색**해야 한다.
 - 또한 선정된 인수대상기업에 대한 가치평가 시 - **다른 인수기업의 시각에서, 평가되는 인수대상기업의 가치를 고려**해야 한다. → 인수대상기업을 인수함으로써 얻을 수 있는 잠재적 이익의 크기를 가늠할 수 있다.
- 인수기업과 인수대상기업간에 발생할 수 있는 “가치가 있고 희귀한 범위의 경제”는, 기업 내-외에서 이미 관리되고 있는 가치가 있고 희귀한 자원들을 찾는 과정을 통해 얻어질 수 있다.
 - 예. 인수기업은 독보적-명성을 가지고 있음 + 인수대상기업은 인수기업의 명성을 이용해 제품을 팔고 있음
 - 인수기업은 인수대상기업의 인수를 통해 높은 경제적 이익을 얻을 수 있음.
 - 예. 인수기업은 산업 내의 큰 시장점유율을 가지고 있음(훌륭한 유통시스템 등에 기인한) + 인수대상기업은 인수기업의 희귀한 자원 및 능력들과 연관되어 있음
 - 인수기업은 인수대상기업의 인수를 통해 높은 경제적 이익을 얻을 수 있음.



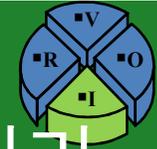
2. 다른 인수기업에게 “정보유출”을 삼가라

- 기업인수전략을 통해 훌륭한 성과(superior performance)를 얻기 위한 또 하나의 방법은 인수과정에 대한 정보들이 다른 인수기업에게 유출되는 것을 방지하는 것이다.
 - 대부분의 인수기업들이 특정 인수대상기업의 인수에 참여하기 위해서는, 인수대상기업과 인수기업간의 범위의 경계를 통해 얻을 수 있는 가치에 대한 정보들이 필요하다.
 - 만약 오직 하나의 인수기업만이 이러한 정보들을 가지고 있고, 이 기업은 다른 인수기업들이 정보를 얻기 전에 거래를 끝낼 수 있다면, 이 기업은 인수과정 상에서 경쟁적 우위를 점할 수 있을 것이다.
- 물론, 많은 경우에 있어서 인수과정에 대한 정보들을 공개하지 않는 것은 어렵다.
 - 인수과정에 대한 정보를 공개하지 않는 것은 불법이 될 수 있다.
 - 예. 공개적인 거래대상으로 선정된 기업을 인수할 경우, 잠재적 인수기업들은 반드시 정보공개명세 (disclosure requirement)를 통해 인수기업들 각각이 소유한 비공개정보들을 공개해야 한다.
 - 이러한 상황 하에서는 인수대상기업에 대한 “가치가 있고, 희귀하며, 모방하기 힘든 범위의 경제”를 소유한 인수기업들이라 하더라도 경제적 이익을 내기란 어렵다.
 - 모든 인수대상기업들이 공개적으로 인수-거래가 되는 것은 아니다.
 - 비공개적인 인수과정을 통해 인수되는 기업들도 존재한다.
 - 심지어 공개적인 거래대상으로 선정된 기업을 인수할 경우, 인수기업들은 인수대상기업들과 자사간의 인수를 통해서 얻을 수 있는 잠재적 가치에 대한 정보를 모두 공개할 필요는 없다. 또한 이런 정보자체가 인수기업 내에서 “당연하게 여겨지는” 보이지 않는 자산들일 수 있다.



3. 인수대상기업(Target Firm)에게 “정보유출”

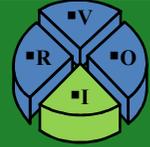
- 인수와 관련된 정보들은 다른 인수기업 뿐 아니라 인수대상기업에게도 유출되는 것을 방지해야 한다.
 - 예. 인수대상기업의 실제가치 : \$8000 **VS** 인수대상기업의 전략적 가치 : \$5000
 - 만약 인수대상기업이 위의 정보를 얻을 경우, \$5000에 거래되는 것을 목인하지 않을 것임
 - 또한 많은 인수대상기업들은 잠재적인 인수기업들을 인수과정에 참여시키기 위한 노력을 함
 - → 인수기업간의 경쟁심화는 결국 인수대상기업의 가치를 높이는 데 큰 역할을 함
 - 따라서 인수기업은 자사가 인수할 인수대상기업의 실제적 가치에 대한 정보를 다른 인수기업은 물론, 인수대상기업에게도 유출되는 것을 방지해야 함
- 인수와 관련된 정보들이 인수대상기업에게 유출되는 것을 제한하는 것은 부정적인 결과를 낳을 수도 있다.
 - 인수대상기업에 대한 정보 및 전망들이 인수 이전에 공유되는 것은 인수 후 - 범위의 경제가 실현될 가능성을 높여준다. 즉, 정보의 제한은 **인수대상기업과의 통합에 필요한 비용**을 높일 수 있다.
 - 따라서 인수기업들은 인수와 관련된 정보를 제한하는 데에서 발생하는 이익과 비용의 균형에 대한 고려를 해야 한다.



▪인수기업(Bidding Firm)의 관리자를 위한 지침(Implications) (5/7)

▪4. “인수전쟁”(Bidding Wars)에 참여하는 것을 삼가라

- 같은 인수대상기업을 인수하는 과정에 많은 인수기업이 참여할 경우, 기업인수과정을 통해서 얻을 수 있는 경쟁적 우위는 매우 희박하다.
 - 경쟁적인 인수상황(competitive bidding)에서, 인수대상기업은 자사의 가치를 높이기 위해 다른 “많은” 인수기업을 인수과정에 끌어들인다.
 - 경쟁적인 인수상황에서 인수대상기업의 인수에 성공하기 위해서는 인수대상기업의 실제 가치와 동등하거나 그보다 많은 비용을 지불해야 가능하다.
- 진정한 의미의 인수전쟁에서 승리하는 길이란?
 - “다른 인수기업과 인수대상기업간의 전략적 관계(strategic relatedness)를 통해 얻을 수 있는 범위의 경제”보다 **가치가 있고 희귀하며 모방하기 힘든 범위의 경제**를 실현할 수 있는 인수대상기업을 “인수” 하는 것이 진정한 의미의 인수전쟁에서 승리하는 길이다.



▪5. 인수거래를 빨리 종료시켜라

- 기업인수합병을 통해 훌륭한 성과(superior performance)를 얻기 위한 또 다른 방법은 인수거래를 빨리 종료시키는 것이다.
 - 인수에 걸리는 시간이 길어질 수록, 다른 인수기업들이 인수대상기업의 인수에 관련된 경제적 가치를 파악할 수 있는 가능성이 커진다.
 - 또한 인수대상기업이, 자사의 인수과정에 다른 인수기업이 참여하도록 유도할 수 있는 시간이 생길 수 있다.
 - 하지만 인수거래를 빨리 종료하는 것은, 인수과정에서 필요한 충분한 의사결정을 하는 데에 필요한 시간마저 줄이라는 것이 아니다.
 - 즉, 기업인수합병을 통해 훌륭한 성과를 얻기 위해서는 인수과정에서 필요한 충분한 의사결정의 시간을 거친 후 - 인수대상기업과 인수기업 간의 협상에 걸리는 시간을 최소화 해야 한다.

▪인수기업(Bidding Firm)의 관리자를 위한 지침(Implications) (7/7)



▪6. 소수의 참여자로 구성된 시장(Thinly Traded Market)에서 거래하여라.

- 기업인수전략을 통해 경제적 이익을 얻는 방법 중 또 다른 방법은 **소수의 참여자로 구성된 시장** (thinly traded market) 내에서 기업인수전략을 실행하는 것이다.

- 기업인수합병의 문맥에서 thinly traded market은, 기업인수전략을 실행하는 기업의 수가 적은 시장을 의미한다.

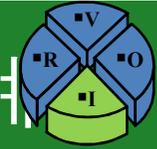
- 일반적으로 "기업인수전략을 실행하는 기업의 수가 적은 시장"은 극도로 세분화 되어있다.

- 이와 같은 시장에서는 소규모-국부적인(local) 기업들간의 경쟁이 발생하며, 각 기업들과 지리적으로 인접한 곳에 사는 사람들이 기업의 고객으로써 정의된다.

- 예. 인쇄산업, 패스트푸드산업, 중고차산업, 세탁산업 등이 있다.

- 세분화된 산업에서의 주요한 기회는, **통합화(consolidation)**에 있다. 또한 기업인수합병의 문맥에서 통합화의 의미는, **하나의 기업 또는 소수의 기업이 범위의 경제를 실현하기 위해 다양한 기업들을 인수하는 것을 의미한다.**

- 세분화된 산업 내에서 **소수의 기업만이** 이런 통합화 전략을 구사할 때 - 시장 내에서 경제적 이익을 얻을 수 있는 가능성은 높다.



SCI (Service Corporation international)의 예

- SCI는 기업인수합병전략을 통해 성공적인 경쟁적 우위를 얻은 기업 중 하나이다.
 - 장례 및 묘지 산업을 통해 이익을 창출하는 회사
 - 1967년 5개의 장례식장으로 시작하여 오늘날 미국 내의 가장 큰 장례 및 묘지 업체로 성장
 - 현재 - 세분화된 산업(장례산업) 내에서, 높은 경제적 수익을 창출하는 그들만의 인수전략을 공격적으로 시도하고 있음
- SCI 기업이 실현한, 가치가 있고 - 희귀한 "범위의 경제"는, 전문적인 경영관리가 되지 않는 전통적인 사업 영역에서 이루어졌다.
 - SCI의 총 마진은 영세 장례업체의 3배에 달한다.
 - 이와 같은 성과는 집중화된 구매서비스, 시체보존(embalming) 및 전문적인 서비스, 지역적으로 가까운 장례식장간의 자원공유에서 비롯된 것이라 할 수 있다.
- SCI 기업이 인수하고자 했던 인수대상기업들은 가족소유의 기업이거나 또는 경영을 계속하기 위해 필요한 후계자(heir)가 부족한 기업이었다.
 - 이러한 인수대상업체들은 인수과정에서 평가되는 자사의 실제가치를 잘 알지 못하거나, 자사의 인수가격을 최대화하려는데 관심조차 기울이지 않았다.
 - 따라서 SCI는 이런 인수대상업체들을 아주 싼 가격에 인수할 수 있었다.

SCI (Service Corporation international)의 예(cont'd)

- 이와 같은 인수과정을 통해 SCI는 시장에서 가치가 있는 범위의 경제를 실현할 수 있었고 이를 통해 훌륭한 경제적 성과를 얻을 수 있었다.
 - SCI는 오랜 시간 동안, 장례산업 내에서 위와 같은-인수전략을 고수한 유일한 기업이었다.
 - 또한 SCI가 인수한 장례업체들은 대부분 비공개적인 거래를 통해 이루어졌다.
- 하지만 지난 몇 년간, SCI의 인수전략에 대한 정보는 다른 장례업체들에게 알려졌고 – 다른 장례업체 역시 영세장례업체들을 인수하는 전략을 실행하기에 이르렀다.
- 게다가 영세장례업체들은 SCI에 의해 평가되는 자사의 실제가치가 어느정도인지를 알 수 있게 되었다.
- 따라서 SCI의 인수전략은 이제 더 이상 지속가능한 경쟁적 우위 또는 경제적 이익을 가져다 줄 수 없게 되었다.
 - 최근 SCI는 자사의 전략을 재평가하고 있을 뿐 아니라, 큰 수익을 창출할 수 있게 하는 전략을 마련하는 데 많은 노력을 기울이고 있다.(global perspectives)

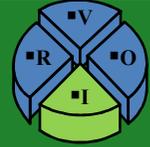
Global Perspectives – Ford사의 “Jaguar” 인수

- 1980년대 후반 – 포드사의 “quality is job one” 프로그램
- 하지만, 소형 및 중형차들의 수익 마진은 지속적으로 줄어들어 → 포드사의 소형차 라인, 수익을 전혀 내지 못함. → 포드사의 유일한 수익 원 = Lincoln 등의 고급차종
- 하지만 포드사의 고급차종인 링컨은 이미 “한물간”(aging) 시대의 유물 → Mercedes Benz, BMW등의 신규 고급차종에 의한 세대교체 진행 + Nissan(Infiniti), Honda(Acura), Toyota(Lexus)의 고급차 시장진출

- Jaguar – 대중들에게 “멋진 디자인의 고급 차”로서의 이미지 명성
- 하지만, Jaguar 모델들의 형편없는 품질 역시 대중들에게 알려져 있었음
 - 반드시 두 개의 Jaguar를 사야 한다. 하나는 운전용, 다른 하나는 자동차 부품용
- 형편없는 품질을 극복하기 위한 방법으로, 무료 towing 서비스를 시작하였음
- 이러한 towing 서비스의 사용률은 무려 118% → Jaguar를 산 모든 사용자들이 이 서비스를 이용
- 결국 Jaguar는 90년대 초반, Yugo 다음으로 품질이 형편없다는 평가를 얻음

Global Perspectives – Ford사의 “Jaguar”인수(cont'd)

- 포드와 Jaguar는 서로의 장단점을 잘 살릴 수 있는 전략적 관계에 있음
 - 포드는 새로운 고급 차 브랜드가 절실한 반면, Jaguar는 우수한 품질의 자동차를 생산할 수 있는 생산기술이 필요하였음
 - 만약 포드가 Jaguar 브랜드 명성을 유지하면서 – 우수한 품질의 자동차를 생산할 수 있는 생산기술을 Jaguar 자동차에 적용시킬 수 있다면, **포드의 Jaguar 인수**는 높은 경제적 수익을 얻는 하나의 전략이 될 수 있을 것이다.
- 하지만, 인수될 Jaguar의 가치를 적절하게(객관적으로) 평가할 수 있는 주체는 누구인가? 포드의 주주들인가? 아니면 Jaguar의 주주들인가?
 - 이 물음에 답하기 위해 – 포드와 같이, Jaguar 인수를 통해 경제적 이익을 얻을 수 있는 또 다른 기업들의 존재 여부를 파악하는 것이 중요하다.
 - GM의 상황 – 포드와 유사(소형차에 대한 수익마진 감소, 고급 차종의 세대교체실패, 품질혁신성공)
 - GM과 같은 인수회사의 참여를 고려한 Jaguar 인수가격 결정 : \$6billion
 - \$6billion = Jaguar의 시장가격(\$3.5billion) + \$2.5billion → 포드는 \$2.5billion보다 높은 이익을 창출해야만 함
- 수익 창출을 위한 포드의 노력
 - Jaguar의 품질혁신 → \$2.5 billion의 수익달성
 - Jaguar의 새로운 모델 개발 → X-type, S-type
 - 또 다른 고급 차종들의 인수노력 → Volvo, Range Rover



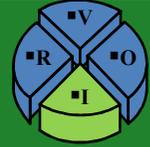
인수대상기업(Target Firm)의 관리자를 위한 지침(Implication) (1/3)

- 인수기업이 기업인수합병의 과정에서 경제적 이익을 최대화 시키기 위한 노력을 기울이듯 - 인수대상기업 역시 기업인수합병의 과정에서 자사의 이익을 극대화시킬 수 있는 노력을 해야 한다.

- 기업인수합병의 과정에서, 인수대상기업의 이익을 극대화 시킬 수 있는 방법으로는 다음의 3가지가 있다.

- 인수기업들을 통해 자사의 인수과정과 관련된 정보를 얻어라
- 다른 “많은” 인수기업들을 자사의 인수과정에 참여시켜라
- 자사의 인수과정을 최대한 지연시켜라

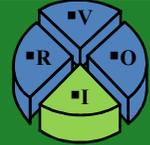
▪인수대상기업(Target Firm)의 관리자를 위한 지침(Implication) (2/3)



▪1. 인수기업들을 통해 자사의 인수과정과 관련된 정보를 얻어라

- 인수대상기업은, 많은 인수기업들을 통해 자사의 인수과정과 관련된 정보들을 얻어야 한다.
 - 인수기업이 인수전략을 통해서 인수과정 중에 뛰어난 성과(superior performance)를 얻을 수 있는 방법 중 하나는, 자사와 전략적으로 관련되어(strategic relatedness) 있는 인수대상기업에 대한 인수관련정보(인수 대상기업의 실재가치 등)의 유출을 방지하는 것이다.
 - 예. 인수대상기업의 실재가치 : \$12000, 인수대상기업의 전략적 가치(인수기업의 인수전략에 기인한) : \$8000
 - 인수기업은 \$4000 의 경제적 이익을 얻을 수 있음
 - 만약, 인수대상기업이 자사의 가치가 \$12000 이라는 것을 알았다면 → 자사의 가치만큼의 금액으로 거래가 될 수 있도록 노력을 기울였을 것
 - 따라서 인수대상기업은 다른 “많은” 인수기업들을 통해 자사의 가치에 대한 정보를 획득하려는 노력을 기울여야 한다.

▪인수대상기업(Target Firm)의 관리자를 위한 지침(Implication) (3/3)



▪2. 다른 “많은” 인수기업들을 자사의 인수과정에 참여시켜라

- 다른 “많은” 인수기업들을 자사의 인수과정에 참여시키는 전략을 통해서 – 인수대상기업은 자사의 인수가치를 높게 평가 받을 수 있다.
 - 인수대상기업은, 자사를 인수함으로써 얻을 수 있는 “가치가 있는 범위의 경제”에 대한 정보를 활용하여 다른 많은 인수기업들을 자사의 인수과정에 참여시킬 수 있다.

▪3. 자사의 인수과정을 최대한 지연시켜라

- 인수대상기업은 자사의 인수과정을 최대한 지연시키는 전략을 통해서, 자사의 가치를 높일 수 있는 기회를 얻을 수 있다.
 - 인수대상기업은 자사의 인수과정을 지연시키는 전략을 통해서, 자사의 인수과정에 다른 “많은” 인수기업의 참여를 유도할 수 있다.
 - 인수대상기업은 자사의 인수과정을 지연시킬 수 있는 여러 가지 전략을 고려할 수 있다(Research Made Relevant)

Research Made Relevant (1/10)

인수 시도에 대한, 관리자 차원의 대응의 경제적 영향

- 인수시도에 대한, 관리자 차원의 대응은 인수대상기업의 경제적 이익에 어떤 영향을 주는 지에 따라 크게 3가지로 구분될 수 있다.

- 인수대상기업-주주들의 경제적 이익을 감소시키는, 대응
- 인수대상기업-주주들의 경제적 이익에 영향을 주지 않는, 대응
- 인수대상기업-주주들의 경제적 이익을 증가시키는, 대응

- 또한, 각각의 경우에 대한 구체적인 대응은 아래와 같이 정리할 수 있다.

- 그린메일(Greenmail), 지분매입 동결합의(Standstill Agreements), Poison pills
- Shark repellents, (역 공개매수 전략)Pac Man defense, Crown jewel sale, Lawsuits
- White Knights를 모색하는 대응방법, 인수 경매를 조장하는 대응방법, Golden Parachutes

1. 인수대상기업-주주들의 경제적 이익을 감소시키는 대응

■ 그린메일(Greenmail)

- 인수대상기업의 일정지분을 사들인 후, 보유한 주식을 인수대상기업에게 현재 시장에서 거래되는 가격보다 비싸게(또는 웃돈(premium)을 받고) 되파는 것을 말한다.
 - 그린메일을 받아들임으로써 인수대상기업을 인수하려 하는 인수기업의 노력을 효과적으로 차단시킬 수 있다.
 - 인수대상기업의 인수가 인수대상기업의 주주들에게 경제적 이익을 보장하지 않기 때문에, 주주들은 자사의 인수를 막기 위한 방법으로 - 자사의 주식을 매입한 인수기업들로부터 웃돈(premium)의 비용부담을 감수하고서라도 자사주를 다시 사는 경우가 종종 있다.
 - 한 연구에 의하면 그린메일을 통해서 인수대상기업의 가치는 1.75%~2.85% 정도 낮아질 수 있다고 한다.
 - (물론, 그린메일을 통해서 특정기업의 인수시도가 무산된 경우, 특정기업의 가치하락폭은 더욱 커질 수 있다. (5.5%))

1. 인수대상기업-주주들의 경제적 이익을 감소시키는 대응

지분매입 동결합의(Standstill Agreements)

- 지분매입 동결합의란, 인수기업이 인수대상기업을 인수하려는 시도를 일정기간 동안 하지 않겠다는 합의를 의미한다.
- 인수대상기업은 지분매입 동결합의를 인수기업들과 체결하는 전략을 선택함으로써, 자사의 인수과정에 참여하는 인수기업의 수를 효과적으로 줄일 수 있다.
- 물론, 인수대상기업은 지분매입 동결합의를 함으로써, 지분매입 동결합의를 하기 전-벌어질 수 있는 경쟁적인 인수 상황을 포기할 수 밖에 없다. → 인수대상기업의 주주들은 경쟁적인 인수과정을 통해 얻을 수 있는 경제적 이익을 포기해야만 한다.
- 연구에 따르면, 지분매입 동결합의를 통해 - 인수대상기업의 가치는 4.05%~4.52% 정도 하락할 수 있다고 한다.

1. 인수대상기업-주주들의 경제적 이익을 감소시키는 대응

Poison Pills

- poison pills이란, 인수대상기업의 인수비용을 증가시키는 일련의 활동들을 의미한다.
- 대표적인 poison pills의 방법 중 하나는, 인수대상기업의 적대적 인수합병이 이루어질 경우를 대비해 현재 주주들에게 일정 이상의 현금을 받을 수 있는 권리를 주는 것이다.
 - 주주들에게 보장된 권리는 인수대상기업의 인수에 필요한 비용을 증가시키게 되고 이를 통해 인수기업들은 인수대상기업의 인수과정에 참여할 의욕을 잃어버리게 된다.
- poison pills의 또 다른 방법으로, 인수대상기업의 일부 주식을 현재의 주주들에게 매우 낮은 가격으로 분배하는 것이 있다.
 - 인수대상기업의 일부 주식을 현재의 주주들에게 매우 낮은 가격으로 분배하는 전술을 통해서, 인수기업의 - 인수대상기업에 대한 "주식투자가치"를 효과적으로 떨어뜨릴 수 있다. → 인수대상기업의 인수비용을 증가시키는 효과를 얻을 수 있다.
- 하지만, 인수기업과 인수대상기업이 전략적으로 관련성이 높을 경우, 인수로 인한 가치는 상당히 증가하게 됨. (poison pills 전략의 효과가 떨어짐.)
 - 증가된 가치로 인해 인수대상기업의 주주들은 자사의 인수를 희망하게 되고, 더 나아가 인수기업에게 주주들 각자가 개인적인 투자자로서 인수과정에 참여할 수 있게 해달라는 요청을 하게 됨.(tender offers)

2. 인수대상기업-주주들의 경제적 이익에 영향을 주지 않는 대응

Shark repellents

- Shark repellents란, 기업 내의 지배체계변화(governance changes)를 통해서 인수대상기업의 인수를 어렵게 하는 전략의 한 방법이다.
- Shark repellents의 방법으로는 다음의 2가지가 있다.
 - 압도적 다수결 원칙의 방법(supermajority voting rules) : 인수대상기업의 이사회 구성원 중 50%이상이 합병에 대한 승인을 해야, 합병의 승인이 되는 원칙
 - state incorporation laws – 어떤 주의 **법인-법**(incorporation laws)은 법인화된 인수대상기업의 인수를 어렵게 할 수 있다.
- 인수를 통해서 얻을 수 있는 가치가 현격하게 클 경우, shark repellents의 전략 역시 인수시도를 효과적으로 막을 수 없다.

2. 인수대상기업-주주들의 경제적 이익에 영향을 주지 않는 대응

역 공개매수전략(Pac-Man defense)

- 역 공개매수전략이란, 인수대상기업을 인수하려 하는 기업을 오히려 인수하는 시도를 통해 인수대상기업의 인수시도를 저지하는 전략이다.
- 역 공개매수전략을 통해서, 인수대상기업의 주주들은 아무런 경제적 이익을 얻지 못한다.

Crown jewel sale

- 종종, 인수기업은 인수대상기업의 일부-사업영역에만 관심을 보인다. → 이러한 일부 사업영역을 crown jewel 이라 부른다.
- 인수대상기업은 자사의 인수를 막기 위해서, 이러한 crown jewel들만 인수기업에게 인수시키거나, crown jewel들을 자사에서 분리시켜 독립적인 회사로 만든다. → 인수대상기업을 인수하려는 인수기업의 관심을 다른 곳으로 유도시킬 수 있다.

▪2. 인수대상기업-주주들의 경제적 이익에 영향을 주지 않는 대응

▪Lawsuits

- 인수대상기업은 자사의 인수를 막기 위하여, 자사의 인수과정에 참여하는 인수기업들에 대해 소송을 준비하기도 한다.
 - 미국에서는, 어떤 기업의 인수과정 중에 "인수와 관련된 소송"이 적어도 한번 이상 일어난다.
- 하지만 - 인수기업들에 대한 소송은 보통, 기업 인수나 합병을 중지 또는 지연시키지 못한다.

▪3. 인수대상기업-주주들의 경제적 이익을 증가시키는 대응

▪White Knight를 물색하는 대응방법

- 인수대상기업은 특정 인수기업(white knight)과의 인수-거래에 더욱 관심을 가질 수 있다.
 - 특정 인수기업의 인수과정을 통해서 "가치가 있는 범위의 경제"를 실현할 수 있는 경우
 - 특정 인수기업이 인수대상기업의 자산관리에 대한 장기적인 안목을 가지고 있는 경우
- 인수대상기업의 인수과정 상에서 white knight를 포함한 많은 인수기업들을 참여시키는 전략을 통해 인수대상기업의 가치를 증가시킬 수 있다.
 - 인수과정 상의 참여자의 증가는 인수대상기업의 인수-경쟁 구도를 심화시킨다. → 인수대상기업의 인수-가치는 높아지게 된다.
 - 인수대상기업의 인수과정 상에서 - 평균적으로 , White knight의 투입은 실제로 인수대상기업의 가치를 17%높이는 효과가 있다.

3. 인수대상기업-주주들의 경제적 이익을 증가시키는 대응

인수경매를 조장하는 대응방법

- 인수대상기업의 인수과정 상에 - 참여자들이 많아지게 될 경우 → 인수대상기업의 인수-가치는 올라가게 된다.
 - 평균적으로 인수-경매를 조장하는 전략은 인수대상기업의 가치를 증대시킨다. (대략 20%)

3. 인수대상기업-주주들의 경제적 이익을 증가시키는 대응

Golden Parachutes

- Golden parachutes란, 인수대상기업의 인수로 인해 인수대상기업의 경영자들의 퇴직이나 이직 시, 엄청난 이직 또는 퇴직금을 지불해야 한다는 조항을 의미한다.
- 물론, golden parachutes로 인한 엄청난 이직 또는 퇴직금은 - 인수대상기업의 인수로 인해 발생할 "가치"에 비하면 상당히 적은 금액이다.
- Golden parachutes 전략을 통해 인수대상기업의 주주들에게 막대한 양의 이익을 제공함으로써, 인수 과정 상에서 발생할 수 있는 agency problem을 줄일 수 있다.
 - 평균적으로 - 인수대상기업이 golden parachutes 전략을 선택할 경우, 자사의 주식가치는 7% 정도 증가한다.
- **결국 - 이와 같이 인수대상기업의 인수과정을 지연시키는 여러 전략들을 통해, 인수대상기업-주주들의 경제적 이익을 현격하게 높일 수 있다.**
 - 연구결과에 의하면, 인수과정을 지연시키는 여러 전략을 통해 인수대상기업-주주들은 그들의 경제적 이익을 36%에서 65%까지 증가시킬 수 있었던 것으로 드러났다.
 - 물론 인수과정을 너무 오랫동안 지연시킬 경우 - 인수대상기업-주주들의 경제적 이익증가는 보장되지 않는다.

기업인수합병을 실행하기 위한 기업조직 (1/5)

- 인수기업과 인수대상기업간의 전략적 관계의 가치를 최대화 하기 위해서 - 인수과정 상의 적절한 조직구성은 필수적이다.

- 인수를 통한 규모의 경제를 실현하기 위해서, 인수기업과 인수대상기업은 규모의 경제에 민감한 사업영역에 공평하게 참여해야 한다.

- 또한, 인수대상기업의 기술적 가치들을 실현하기 위해서 인수기업은 인수대상기업의 기술적 가치들을 개발, 생산, 판매과정을 통해서 적용시켜야 한다.

- 인수대상기업의 비효율적인 경영과정을 혁신하기 위한 "경영변화"(management change)가 실제로 일어나야 한다.

- 인수과정에서 얻을 수 있는, 인수대상기업과 인수기업간 전략적 관계의 잠재적 가치들을 충분히 얻어내기 위해서 - 인수 후, 서로의 사업영역에 대한 균형화(coor dination)-통합화(integration)전략은 반드시 필요하다.

- 성공적인 기업다각화 전략을 위해 - 한 기업 내의 다양한 사업부 간의 연결(linkage)이 중요하듯, 성공적인 기업인수합병 전략을 위해서는 - 인수기업과 인수대상기업 간의 활발한 경영연결(management of linkages)이 중요하다.

기업인수합병을 실행하기 위한 기업조직 (2/5)

- 기업인수전략에 있어서 “통합화”(integration)와 기업다각화 전략(diversification strategy)

- 대부분의 기업인수합병 전략은 기업다각화 전략실현을 위해 사용된다. 따라서 기업다각화 전략실현을 위한 기업조직구조는, 기업인수합병 전략에 응용될 수 있다.

- 다각화 전략을 실현하기 위해, 기업인수합병은 M form 구조를 통해 관리되어야 한다.
- 또한 다각화 전략-실현과 관련된, 경영관리시스템 및 보상정책들은 기업인수합병전략에 응용되어야 한다.
- 반대로 – 기업의 수직적 통합(vertical integration)을 실현하기 위해, 기업인수합병전략은 U form을 통해 관리되어야 하며 경영관리시스템 및 보상정책 역시 일관성있게 유지되어야 한다.

기업인수합병을 실행하기 위한 기업조직 (3/5)

▪ 인수기업과 인수대상기업 간의 경영적, 기능적(functional), 전략적, 문화적 차이에서 비롯되는 기업인수합병의 어려움

- 인수기업과 인수대상기업의 이러한 차이는 - 기업의 역사, 경영철학 등의 차이에서 발생한다.
 - 서로 다른 전산시스템, 연락체계 등의 기술적 차이
 - 서로 다른 인적 자원 및 정책적 차이
 - 퇴직 및 건강관리 정책, 보상정책 등
 - “고객”에 대한 서로 다른 이해
 - 사업파트너로서의 고객, 고객과 일정이상의 거리를 두는 관계

▪ 인수기업과 인수대상기업 간의 문화적 차이에서 비롯되는 기업인수합병의 어려움

- 기업의 조직문화를 변화시키는 것은 매우 어려운 일이다.
- 기업의 인수과정에서, 인수대상기업의 조직문화가 인수기업의 조직문화에 융화되기에는 많은 시간이 필요하다.
- 비교적 성공적이었던 Renault사의 Nissan인수과정과는 다르게, DaimlerChrysler의 Mitsubishi 인수과정이 상대적으로 덜 성공적이었던 것은 - 전통적인 경영문화를 혁신시키지 못했던 Mitsubishi의 책임이 크다고 할 수 있다.

기업인수합병을 실행하기 위한 기업조직 (4/5)

▪ Bank One과 First Chicago Bank의 사례

- Bank One → 미국 중서부지방에 중소규모의 사업부 및 사무실들을 많이 가지고 있었음
- First Chicago Bank → 도시특유의 은행적 성격을 지니고 있었음
- Bank One과 First Chicago Bank간 – 기능적으로 연결된 업무를 맡았던 두 기업의 서로 다른 종업원들은 문화적 충돌을 일으킴

▪ 적대적 인수과정(unfriendly takeover)에서는 인수기업과 인수대상기업 간의 경영적, 기능적, 전략적, 문화적 차이가 보다 복잡해질 수 있다.

- 적대적 인수과정을 통해, 인수대상기업들은 인수기업의 경영진들에게 적대감, 원한 등을 품을 수 있다.
- 연구에 의하면 '기업인수'에 필요한 경영적 노력보다 이러한 경영갈등을 해소하기 위한 경영적 노력이 더욱 큰 것으로 나타났다.

기업인수합병을 실행하기 위한 기업조직 (5/5)

▪ 기업인수합병 전략 실행을 위한 적절한 기업조직구조를 마련하는 것은 쉽지 않다.

▪ 인수기업: 자사와 인수대상기업간의 전략적 연결을 통해 얻을 수 있는 가치에 대한 측정 뿐 아니라 - 인수과정에 필요한 조직구조의 마련에 드는 비용 역시 측정해야 한다.

▪ 인수과정에 필요한 조직구조의 마련에 드는 비용이 전략적 연결을 통해 얻을 수 있는 가치보다 큰 경우.

→기업인수합병이 일어날 수 없다.

→범위의 경제가 충분히 실현되지 않는다.

→한 예로, 90년대 일어났던 많은 멀티미디어 기업들의 합병(Time Warner, Turner broadcasting/AOL - the Walt Disney, Capital Cities/ ABC 등)에도 불구하고 - 소수의 기업들만이 범위의 경제를 실현할 수 있었다.

▪ 기업인수합병 전략 실행을 위한 적절한 기업조직 구조를 마련하는 일은 기업의 가치를 높이고 기회를 창출하는 일로 연결될 수 있다.

▪ 인수기업과 인수대상기업들이 지속적으로 인수과정 중 연계된 업무들간의 통합화,균형화를 추구할 때, 예상치 못했던 기회와 가치들이 창출될 수 있다.

국제적 상황에서의 기업인수합병 (1/2)

- 인수기업과 인수대상기업간의 조직문화차이가 국제적인 문화차이에 기인할 때, 기업인수전략에 있어서 “통합화”는 매우 어려워진다.
 - Geert Hofstede, 문화를 설명하는 5가지의 축
 - social orientation
 - 개인주의(individualism) VS 집단주의(collectivism)
 - power orientation
 - power respect VS power tolerance
 - uncertainty orientation
 - 불확실성 수용(uncertainty acceptance) VS 불확실성 회피(uncertainty avoidance)
 - goal orientation
 - 적극적인 목표의식(aggressive Goal Behavior) VS 수동적인 목표의식(passive Goal Behavior)
 - time orientation
 - 장기적 안목(long term outlook) VS 단기적 안목(short term outlook)

국제적 상황에서의 기업인수합병 (2/2)

- 개인주의 문화와 맞는 보상정책을 집단주의 문화에 길들여진 기업 내에서 활용하는 것은 바람직하지 않다.
- power respect의 성향을 소유한 관리자가 power tolerance 성향을 지닌 종업원들에게 일을 지시할 때 관리자는 그들이 일을 즉각 수행할 것이라 생각하지만, 정작 그들은 그들이 일을 해야만 하는 이유 (justification)을 듣기 전까지는 아무것도 하지 않을 것이다.
- 불확실성을 피하는 데에 익숙한 문화의 기업들은 그렇지 않은 문화의 기업들 보다 기업의 혁신과 관련된 일들을 하기 원하지 않을 것이다.
- 고된 일을 통해서 자신의 부를 축적하는 - 문화의 기업 내 종업원들은 그렇지 않은 문화의 기업 내의 종업원들을 볼 때 큰 충격에 휩싸일 것이다.
- 미래지향적 가치를 좇는 문화에서 일해온 종업원들은 과거지향적 가치를 좇는 문화의 사람들과 함께 일하기 어려울 것이다.