



Occasional Paper Series

06-06

세계 M&A시장 현황과 전망: 우리의 대응

M&A in the 21st Century and Its Implications

Robert F. Bruner

October 2006

필자 약력

Robert F. Bruner

- 現 미국 Virginia大 경영대학원장
- Yale大卒, Harvard大 경영학 박사
- “Deals from Hell: M&A Lessons That Rise Above the Ashes”, “Applied Mergers and Acquisitions” 등 주요 저서 및 논문 다수

세계 M&A시장 현황과 전망: 우리의 대응*

Robert F. Bruner

합병과 인수는 본인이 장기간 연구해온 주제이다. 이와 관련하여 본인은 최근 'Deals from Hell' 이란 저서를 출간한 바 있다. 실패한 합병에 대한 연구에서 우리가 얻을 수 있는 많은 교훈은 금융분야 뿐만 아니라 기업전략, 정부정책, 조직, 구조, 재무분석 등에도 시사하는 바가 크다. M&A는 함축성이 매우 풍부한 논제이다. 오늘 이 자리에 참석하신 여러분 모두가 현재의 업무나 미래에 필요한 어떤 식견을 찾을 수 있기를 바란다.

최근의 기업 상황을 보건데 M&A는 매우 시의적절한 주제이다. 아시다시피 M&A에 대해 다수의 경제계 인사들은 매우 회의적이다. 하지만 M&A 시장은 뚜렷한 상승세를 맞이하고 있다. M&A 거래량은 2005년에 20% 증가하였으며, 금년 1/4분기에도 연간 기준으로 20% 증가했다. 미국 연방준비은행이 보다 적극적인 금리인상 정책을 펼치기 시작한 관계로 2/4분기의 M&A 실적은 약간 주춤하겠지만, 거래건수나 거래가액으로 볼 때 M&A의 성장세는 계속 유지될 것으로 보인다. 만일 M&A에 관해 대단히 비관적인 견해를 전개하고자 하는 사람이 있다면, 거래량 통계를 집계하는데서 일어날 수 있는 차이에 유의해야 된다는 점을 꼭 말하고 싶다. 거래건수의 경우는 대규모 거래이든 소규모 거래이든 모든 거래에 동일한 가중치를 준다. 반면에 M&A 거래가액을 기준으로 본다면 대규모 거래에 보다 큰 가중치를 줄 수밖에 없다.

그러면 작년도 M&A 시장에는 어떤 변화가 있었는가? 그동안 우리는 몇 건의 대규모 M&A 거래가 성사되는 것을 보아왔다. 최근 10일간 가장 놀랄만한 M&A 거래는 Mittal사가 Arcelor사의 인수를 완료한 것이다. M&A 거래가액이 매년 엄청나게 증가하는 데에 반드시 많은 거래가 필요한 것은 아니다. 따라서 M&A 순환주기상(순환주기는 확실히 존재한다) 중간 국면에서 나타나고 있는 것은 대규모 거래들로, 거래가액 기준으로 산출된 통계가 왜곡되게 보일 수 있는 것이다. 아시다시피 이처럼 범세계적인 M&A 증가세의 영향을 받지 않는 지역은 물론 없다. 아시아는 여러분들이 가장 잘 알 것이고, 유럽과 남미에서도 획기적인 몇 건의 신규 M&A 거래가 있었다. 그

* 이 글은 2006년 7월 20일 개최된 특별강연회 내용을 녹취하여 번역·정리한 것으로 필자의 개인 의견임을 밝혀둡니다

런데 공세적인 외국인 매수자들이 진입하는 경우가 여러 지역에서 발생하기 시작하자 경영권 방어를 위한 보호주의 정서가 매우 강하게 나타나고 있다.

물론 이러한 경영권 보호정서는 무역자유화 및 시장개방이란 일반적 추세 속에서 대두되고 있다. 그리고 헷지펀드(hedge fund) 및 사모주식투자펀드(private equity fund), 공세적 개인투자가 등과 같은 시장참여자를 포함한 M&A 시장의 규범이 변하고 있다. 이와 같은 새로운 시장참여자의 진입에 대해 우려하고 있는 사람들도 일부 있다. 이 가운데 몇 건의 두드러진 적대적 M&A가 나타났으며 이러한 것들이 여러 나라에서 우려를 자아내고 있다. M&A가 제기하는 정부 정책의 관심사항은 크게 세 개의 범주로 나눌 수 있다.

첫 번째 범주는 독점 및 과점 기업의 출현과 관계된다. 합병은 산업 집중화를 초래하는 경향이 있다. 하지만 다른 관점에서 보면, 이처럼 매우 굳건한 기업조직의 탄생은 ‘국가적 승자(National Champion)’의 탄생이라는 면에서 바람직한 정부 정책의 소산이라 할 수 있다. 이 국가적 승자들은 세계무대에서 여타 기업과 치열한 경쟁을 벌이게 된다. 유럽인은 국가적 승자를 만드는 전문가이다. 그러나 국가적 승자의 실적은 득과 실이 혼합되어 매우 불투명하다는 점을 밝혀두고자 한다. 이러한 것이 국가의 성공을 위한 공식이 될 수는 없다. 강제적으로 생성된 국가적 승자, 즉 독과점 체제의 기업집단이 반드시 강력하다거나, 보다 효과적 내지 효율적인지는 분명치 않다.

두 번째로 중요한 정부 정책의 관심분야는 물론 효율성에 관한 것이다. 보다 효율적인 회사, 보다 효율적인 산업, 그리고 보다 효율적인 국가가 전 국민을 위한 부(富)를 창출한다는 것은 우리 모두 알고 있다. “큰 밀물은 모든 배를 띄운다.(A high tide floats all the boats)”라는 미국의 격언이 있다. 기업이 효율적일수록 국가 전체의 복지는 크게 향상될 것이다. 따라서 우리는 다음과 같은 문제를 제기할 필요가 있다. 즉 M&A 활동이 과연 기업, 산업 및 국가의 효율성을 제고시킬 것인가 라는 것이다.

세 번째의 범주는 물론 단순히 부의 창출만을 살펴보는 것이 아니라, 부가 어떻게 분배되는지도 확인해 보는 것이다. M&A 거래에서 누가 승자이고 누가 패자인가? 예컨대 여러분의 관심사인 적대적 기업인수를 살펴보기로 하자. 본인이 하고 싶은 말은 모든 기업인수가 적대적이 아니라는 점이다. 우호적인 기업인수일 수도 있고, 피인수 기업으로부터의 요청이 없는 매각입찰일 수도 있으며, 적대적인 것일 수도 있다. 모든 기업인수 시도의 약 1%만이 요청이 없는 경우이고, 99%는 인수대상기업 경영진의

사전 동의하에 인수절차가 시작된다는 점에서 보면 이는 인수를 권유받은 것이다. 따라서 우리는 극소수에 불과한 인수요청이 없는 M&A, 더구나 그 중에서도 1/3 정도에 불과한 적대적 인수에 대해 논의하고 있는 것이다. 또한 여러분이 유의해야 할 사실은 대부분의 적대적 인수시도가 실패한다는 것이다. 적대적 기업인수 시도 중 45%는 인수대상이 되었던 기업이 독립적으로 존속하게 되고, 30%는 우호적인 기업이 인수하게 된다. 적대적 기업인수가 성공하는 경우는 25%에 불과하다. 적대적 기업인수의 성공률이 저조함에도 불구하고, 여전히 제기되는 문제는 기업 경영권을 방어하기 위해 독약처방(poison pill)이나 황금주(golden share) 제도와 같은 방어수단을 왜 적절히 배치하지 않느냐 하는 것이다.

앞서 언급된 세 가지 범주로 되돌아 가보자. 산업정책의 목적을 달성하기 위해 독점을 관리하고 산업의 판도를 형성하려는 우리의 능력에 이러한 방어수단이 어떤 영향을 미치는가? 황금주 제도는 매우 이상적인 방어수단으로, 영국의 마가렛 대처(Margaret Thatcher) 수상 시절에 고안되었다. 기록상 황금주 제도가 처음으로 사용된 것은 1982년 British Petroleum사의 민영화에서였다. 그 이후 국영기업의 민영화에는 대부분 황금주 제도를 적용하고 있다. 그 이유는 국영기업이 다수의 노조와 공식적 또는 비공식적인 협정을 체결한 경우가 종종 있기 때문이다. 새로이 민영화된 기업의 시책에 정부가 개입할 수 있다는 것은 새로이 설립된 기업 이사진이 앞으로 취할 여러 가지 조치 가운데 복지문제가 관심사항이 되리라는 점을 노조와 근로자들에게 보장한다는 의미이다.

황금주란 글자 그대로 지배적 의결권을 가진 정부가 1주의 지분을 소유하는 것으로, 해당 기업의 어떤 시책이나 조치에 대해 거부권을 행사하도록 하는 권한을 준다. 이는 산업정책을 입안하는데 있어서 매우 강력한 수단이다. 황금주 제도는 해당 기업으로 하여금 어떤 조치를 취하거나 포기하도록 강요할 수 있는 개입수단이다. 독약처방은 적대적 인수시도자가 인수를 목적으로 대다수의 주식을 매입·축적하기 시작할 경우 인수 표적이 된 기업으로 하여금 대량의 신주를 발행토록 하여 인수를 저지할 수 있도록 하는 장치이다. 예컨대 주식 10%에 대한 독약처방 발동 규정을 두고 있는 본인의 회사에 대해 적대적 인수자가 나타나 10%의 주식을 매입할 경우, 본인의 회사는 경영권 방어를 위해 신속히 나머지 90%의 주주에게 배당의 형태로 신규주식을 저렴한 가격으로 발행하는 것이다. 이 처방은 본인의 회사에 대한 적대적 인수시도자의 인수가격이 처음 생각했던 것보다 훨씬 높아지게 만든다.

본인이 독약처방에 대해 오랫동안 연구한 후 내린 결론은 이 처방이 탁월한 효과가 있다는 것이다. 미국에서 '각광 받는 방어책(showstopper)' 이라 불리기도 하는 이 독약처방은 적대적 인수공격을 완벽하게 막아낸다. 독약처방은 악의적으로 발동된 적이 한 번도 없으며 상당히 효과적이다. 회사 경영진이 경영권 방어 규정을 망각하여 본의에 어긋나게 독약처방을 발동할 경우에는 상당한 문제가 야기되겠지만 독약처방이 악의적으로 발동된 적은 한 번도 없다. 여기서의 교훈은 방어수단을 적용함에 있어서 깊은 주의가 필요하다는 점이다. 독약처방이 산업정책이나 반독점 조치에 대해서는 그다지 효과적이지 못하다. 왜냐하면 모든 사항에 대한 판단이 정부 정책 당국자보다는 기업 경영자에 의해 이루어지기 때문이다. 그러나 경영방어책으로서는 독약처방이 대단히 효과적이다.

효율성의 관점에서 볼 때 이러한 방어수단을 허용하는 데는 상당한 주의가 필요하다. 모든 경영권 방어수단이 경영자를 시장의 영향력으로부터 보호하기도 하지만, 시장의 영향력은 경영자로 하여금 보다 효율적인 관리를 하도록 압박하는 효과가 있다. 그렇다면 다음과 같은 질문을 해보자. 경영에 대한 시장의 영향력, 즉 시장압력이 없을 경우에도 효율적인 경영관리가 스스로 이루어질 수 있겠는가?

마지막으로, 복지라는 관점에서 볼 때 경영권 방어수단은 의문의 여지가 아주 많다. 본인의 연구에서는 모든 경영권 방어수단이 큰 비용을 치루는 것으로 나타난다. 공짜로 이루어지는 방어수단은 하나도 없다. 흔히 있는 큰 오해가 기업인수 방어에는 비용이 들지 않는다고 생각하는 것이다. 경영권 방어수단은 기업의 주주들에게 비용을 부과하고, 회사의 통제권을 주주의 권익을 대표하는 이사진으로부터 경영진에게 위임하게 된다. 물론 회사 경영진이 진정으로 주주의 권익을 반영한다면 통제권 이양이 나쁜 것만은 아니다. 그러나 경영진이 주주의 권익을 간과하는 경영을 할 경우, 즉 회사를 위한 봉사보다는 한가로운 생활, 업무용 제트기, 장기휴가, 하와이의 콘도, 기타 특혜 등 자신의 이익을 위해 회사 자산을 유용한다면 경영권 방어수단은 사실상 일반 주주의 권익에 손해를 끼칠 수 있는 것이다.

경영권 방어수단은 매우 신중하게 사용되어야 한다. 경영권 방어수단은 경영자와 투자자가 모두 이용 가능한 도구 중 하나이다. 그러나 한국의 모든 기업이 이러한 경영권 방어수단을 채택하는 것은 본인으로서 그다지 권하고 싶지 않다. 현재 미국 기업들에게서도 이러한 방어수단의 채택은 퇴조를 보이고 있다. 독약처방은 투자자들이 싫어하기 때문에 미국의 대기업 연례회의에서 자주 논란의 대상이 되고 있다. 헛

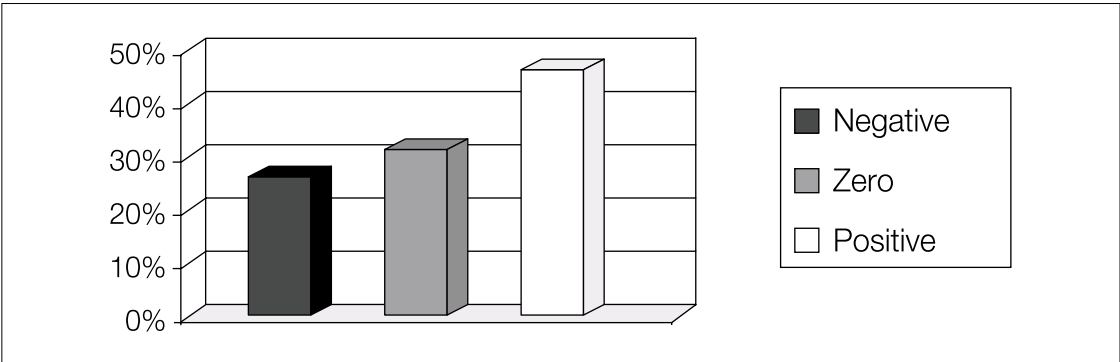
지펀드나 뮤추얼펀드(mutual fund), 그리고 대형 기관투자자들도 경영진에게 이러한 통제권을 주는 것에 대해 탐탁하게 여기지 않는다.

기업인수 방어조치에 대한 복지 측면의 논의는 M&A가 이익을 가져오겠는가 하는 매우 일반적인 문제를 제기한다. M&A는 저지되어야 하는가 아니면 장려되어야 하는가? 이에 대해서는 본인의 저서에 약간의 식견이 제시되어 있다. 우선 M&A가 이익이 있느냐에 대한 질문을 해보자. 만약 이익이 있다면 크게 실패한 M&A 사례로부터 무엇을 배울 수 있으며, 실패를 피할 수 있는 방법은 무엇인가? 그리고 또 실제 경영을 위한 교훈은 무엇인가?

M&A에 대한 일반통념은 이러한 거래가 불편하고 불신의 대상이며 낭비적이란 것이다. 특히 대형 M&A 거래는 아주 불순해 보인다는 것이다. 최근에 출간된 한 저서를 인용하면, 이 책의 저자들은 “전체 합병사례 중 실제 성공한 경우는 20%에 불과하다는 것이 엄연한 현실이다. 대부분의 합병은 전형적으로 주주의 재산을 잠식한다. 냉혹한 사실은 대부분의 합병이 어떤 실질적 금융이득을 실현하는데 실패한다는 것이다... 극히 높은 합병실패율... 합병실패의 만연...” 이라고 서술하고 있다.

오늘 본인은 방금 인용한 견해가 틀리다는 것을 말하고자 한다. 앞서 인용된 것이 전 세계적인 일반통념이지만 본인의 연구결과는 이러한 통념에 크게 벗어난다. 본인은 대량표본 조사를 바탕으로 한 실증적 연구결과를 살펴보았다. 미국, 아시아, 유럽 및 남미 지역에서 수집한 자료를 바탕으로 진행된 많은 연구결과가 있으며 M&A의 실패 및 성공 사례에 대한 임상연구, 다양한 정부차원의 조사보고, 파산신고, 회고록 및 신문의 요약문도 있다. 이 모든 것을 나타낸 것이 <도표 1>로써 인수기업 주주들의 수익상황을 요약한 것이다.

<도표 1> Returns to Buyers' Shareholders



피인수기업의 주주가 이득을 얻는다는 것은 모두 아는 사실이다. M&A 거래에서 틀림없이 돈을 벌 수 있는 경우가 하나 있다면 그것은 기업을 계속 반복해서 매각할 수 있는 경우가 될 것이다. 물론 이는 일종의 농담이다. 왜냐하면 여러분들은 자신의 기업을 한 번밖에 매각할 수 없기 때문이다. 하지만 피인수기업의 주주는 인수과정에서 상당한 규모의 프리미엄을 얻는다. 보다 중요한 것은 기업 인수자에 관한 문제이다. <도표 1>은 인수자의 입장을 나타낸 것으로, 기업 인수자의 약 25%는 손실을 보고 약 32%는 득실 없이 끝나며 약 43%가 실질적인 이득을 실현한다.

따라서 M&A 거래를 전체적으로 살펴보면 M&A가 이익이 된다는 결론에 이르게 될 것이다. 본인의 저서는 방대한 학문적 연구결과를 요약하고 있다. 그러나 본인은 개별 M&A 거래의 성공에 여러분의 경력이나 개인자산을 걸만큼 M&A가 가치 있는 것은 아니라는 점을 계속 언급하는데, 그 이유는 M&A 인수자의 기대수익에는 상당한 가변성이 있기 때문이다. 실제로 여러분들은 25%의 손실률을 감수하면서 M&A에 기여할 용의가 있는가?

본인은 M&A 거래의 손익구역(neighborhood)을 밝혀내는 연구를 해오고 있다. 그 결과 본인은 모든 M&A가 국지적(local)이라는 점을 깨닫게 되었다. 이는 M&A 거래 전체와 일반적인 행태를 근거로 인수여부를 판단하는 것은 쓸모가 없다는 뜻이다. 정말 필요한 것은 해당 M&A 거래의 특성과 조건을 검토하는 일이다. “모든 M&A는 국지적이다”는 말은 1980년대 미국의 출중한 정치가 중 한사람인 팁 오닐(Tip O’Neil)의 말에서 나온 것이다. 미국 하원의장 재임 당시 그는 어떤 사람에게 정부 정책을 이해하기 어려운 이유에 대해 설명하고자 애쓰고 있었다. 그러자 그 사람은 “대사관의 연회나 리셉션에 많이 참석하고 정확한 정부보고서를 읽으면 된다.”고 하였다. 그러자 오닐 의장은 “그렇지 않다. 귀하가 잘못 이해하고 있다. 세계 정치에서 일어나고 있는 상황을 정말 알고 싶다면 상원의원이나 하원의원으로 당선된 지역구로 가야 한다. 그래서 학교운영위원회나, 시청, 경찰 관구에 있는 사람들과 대화해야 한다. 그러면 주변에서 움직이고 있는 정치세력에 대해 워싱턴에 있는 사람들과의 대화에서 얻는 것보다 훨씬 더 정확한 시각을 갖게 될 것이다.”라고 하였다. 즉 오닐 의장은 “모든 정치는 국지적이다.”라고 한 것이다. 지역차원의 영향력을 이해한다면 국가차원의 영향을 진정으로 알 수 있을 것이다.

여러분에게 전하고자 하는 본인의 메시지는 모든 M&A가 국지적이라는 것이다. M&A를 알고 싶다면 개별 M&A를 둘러싼 세부사항, 즉 본인이 말하는 손익구역을 살

펴보라. <도표 2>는 일반적인 사항을 요약한 것으로, 수많은 연구를 통해 우리는 일관되게 M&A가 이익을 내는 구역과 가치를 파괴하는 구역을 밝혀냈다. <도표 2>의 좌측에 열거된 사항들이 가치를 창출하는 구역이고 우측에 열거된 사항들은 가치를 파괴하는 구역이다. 여기에는 각 18개의 항목이 있는데 자세히 살펴보면 각 항목의 양쪽이 극단적인 정반대 상황임을 알 수 있을 것이다. 본인이 이 항목 모두에 대한 설명은 하지 않겠지만 이것들이 여러분들의 직관력을 자극할 것으로 확신한다.

<도표 2> M&A is Local: Adjusted Returns to Buyers by “Neighborhood”

Returns to buyers likely will be higher if:	Returns to buyers likely will be lower if:
<ul style="list-style-type: none"> ■ Strategic motivation ■ Value acquiring ■ focused/related acquiring ■ Credible synergies ■ To use excess cash profitably ■ Negotiated purchases of private firms ■ Cross borders for special advantage ■ Go hostile ■ Buy during cold M&A markets ■ Pay with cash ■ High tax benefits to buyer ■ Finance with debt judiciously ■ Stage the payment (earnouts) ■ Mergers of equals ■ Managers have significant stake ■ Shareholder-oriented management ■ Active investors ■ Big good deals 	<ul style="list-style-type: none"> ■ Opportunistic motivation ■ Momentum growth/glamour acquiring ■ Lack of focus/unrelated acquiring ■ Incredible synergies ■ Just to use excess cash ■ Auctions of public firms ■ Cross borders naively ■ Negotiate with resistant target ■ Buy during hot M&A markets ■ Pay with stock ■ Low tax benefits to buyer ■ Over-lever ■ Pay fully up-front ■ Not a merger of equals ■ Managers have low or no stake ■ Entrenched management ■ Passive investors ■ Big bad deals

예를 들어 세 번째 항목의 경우, 자신과 연관된 산업의 기업을 인수하는 것이 그렇지 않은 경우보다 더 낫다는 점을 나타낸다. 이러한 것이 M&A 연구의 핵심적 결과 중 하나이다. 이는 여러분이 무슨 일을 하고 있는지 안다면 성공할 수 있을 것이라는 점을 말하고 있다. 하지만 자신의 전문영역을 벗어나 다변화한다면 실패에 대한 위험부담이 훨씬 높아질 것이다.

또 다른 사례는 M&A 시장이 냉각된 경우와 과열된 경우이다. 시장이 냉각되어 M&A 활동이 둔화되고 가격이 하락한 시기에 기업을 인수한다면 더 유리한 조건의 거래를 할 수 있을 것이다. 즉, 시장이 과열되어 경쟁이 심하고 높은 가격을 지불하는 시기보다 더 큰 수익을 낼 수 있다는 말이다. 또한 냉각된 시장 상황에서 인수자의 가치창출에 맞추어 연계되는 이익연계지불제도(earn-outs)는 과열된 시장에서 요구하는 선불지급의 경우와 완전히 대조되는 사례이다. 어떤 형식에 따른 지불방식은 가능

한 많이 분산시킬수록 더 유리할 것이다. 다만 본인이 강조하고 싶은 것은 M&A 분야는 성공의 구역과 실패의 구역으로 가득 찬 곳이라는 점이다.

본인의 저서 내용 중에는 양 극단이 되는 최상의 거래와 최악의 거래에서 발생한 수익에 대한 연구가 있다. 이 연구에서 최상의 M&A 거래란 전략적 연관성, 냉각된 시장 상황 등으로 특징되는 거래와, 인수자가 우세한 거래 즉 인수자가 인수계약 참여자들에게 실제로 무엇인가를 제공하는 거래인 것으로 나타난다. 최악의 거래는 정반대의 것으로 낮은 전략적 연관성, 과열된 시장상황, 인수대상기업이 우세하고 인수자가 약세를 보이는 거래이다. 그중 세 번째인 ‘우세’ 항목이 아주 흥미롭다. 기본적으로 이는 인수자가 인수거래에서 무엇인가를 제공할 경우에는 승률이 인수자에게 유리한 방향으로 가지만, 약세를 보이는 인수자가 기업을 인수하려는 경우에는 승률이 인수자가 실패하는 쪽으로 가게 된다는 말이다.

모든 주요 시장에서 대형 M&A 거래가 상당히 많은 논란이 되고 있다. 앞서 Arcelor를 인수한 Mittal에 대해 언급한 바 있지만, 이러한 거래가 과연 좋은 일인가 아니면 나쁜 일인가? 일반적인 인식은 대형 거래가 나쁘다는 것이다. 이는 정치적 영향력에 대한 우리의 선입관이 반영된 것으로 보인다. 즉 대기업들은 정치적 영향력을 과도하게 가지려는 경향이 있기 때문에, 경제적 목적보다는 정치적 영향력을 위해 대형 거래가 이루어진다는 것이다. 본인은 이 부분에 대해서도 살펴보았는데, 대형 거래는 인수대금 지불이 주식으로 이루어지는 과열 시장상황과 일치하는 경향이 있는 것으로 나타났다. 그래서 본인은 지불형태의 변수효과를 시험하기 위해 계량경제학적 기법을 사용해 보았다. 그 결과 규모는 실제로 수익에 전혀 영향을 미치지 못하며, 수익은 전적으로 시장상황 및 사용되는 지불방법에 좌우되는 것으로 나타났다. 공공정책에 관심이 많은 분들에게 본인이 하고 싶은 말은 거래규모로 인해 겁먹지 말아야 한다는 것이다. 대형 거래에 겁먹어서는 안 된다. 규모 그 자체와 효율성은 다른 것이다. 우리는 M&A를 촉진시켜야 한다. 그리고 일반 복지의 측면에서도, 경제의 효율성을 제고하기 위해 우리는 M&A 거래를 촉진시켜야만 한다.

M&A 거래규모에 대해 지금까지 본인이 설명했던 내용으로 보면, 오늘날 과열된 시장 상황은 당연히 큰 관심사이다. 과열된 시장은 기업들이 인수비용을 과도하게 지불하여 손실을 기록함으로써 대형 실패의 장(場)이 되고 있다. 과열된 시장에서는 높은 거래가격과 대형 거래, 단순하고 경험 없는 인수자의 시장진입 양상이 나타난다. 또한 아주 공세적인 채권조달과 지나친 낙관주의 양상도 나타난다. 본인은 우리가 아직

까지 이러한 상황에 들어선 것으로는 생각하지 않는다. 그러나 비판적인 사고를 가진 경영자라면 거래가 거래 자체의 정당성 때문에 이루어지고 있는지, 아니면 오늘날 M&A 시장의 일반적인 과열상태 때문에 이루어지고 있는지를 항상 살펴보아야 한다.

흥미로운 사실 중 하나는 본인의 저서에서 살펴본 M&A 거래가 모두 과열된 시장 상태에서 이루어졌다는 것이다. 그렇다면 ‘deal from hell’ (실패한 M&A)이란 무슨 의미인가? 본인은 이를 아래와 같이 6가지 측면으로 나타내고자 한다.

- ① M&A 이후 기업의 가치와 자산이 크게 파괴되었다.
- ② M&A 이후 기업이 재정불안 상태에 놓였다.
- ③ 경쟁기업에 대한 기업의 전략적 입지가 나빠졌다.
- ④ 유능한 인재와 차세대 지도력을 잃음으로써 기업조직이 무너졌다.
- ⑤ M&A 이후 기업명성이 손상되었다.
- ⑥ 이러한 사례들에서 도덕 및 법률 위반행위가 많았다.

본인의 저서를 형성하고 있는 10개의 사례연구를 요약해 보겠다. 10개 사례 중 2개의 사례, 즉 Columbia Pictures를 인수한 Sony, 그리고 Volvo와의 합병을 제외한 Renault의 사례는 국제 M&A였다. 심도 있는 10개의 사례연구에서 본인은 “실패한 M&A”의 실체를 설명하는데 도움이 될 6가지 요소를 추출하였는데, 이것이 오늘 강연에서 남기고자 하는 싶은 핵심이다.

첫째, ‘실패한 M&A’는 매우 뒤엎힌 상황아래에서 발생하기 쉽다. 따라서 M&A 이후 기업의 경영과 거래가 복잡해져, 어떤 일이 진행되고 있는지를 집행부가 정확히 파악하기 어려워진다.

둘째, 돌발적인 사고 발생에 대응할 수 있는 안전장치, 예컨대 방화벽이나 혹은 완충수단이 기업 내에 거의 없다. 그 결과 불화나 분쟁이 확산될 가능성이 있다. 기업이 영업활동 중 어려움에 부딪혔을 때 방화벽, 완충수단 혹은 안전 재고량이 없는 경우 그 어려움은 조직 전체로 퍼져나가게 된다. 이러한 현상들은 거래자금이 주로 차입으로 조달되어 차입자본의 비중이 매우 높은 M&A 거래에서 나타나며, 문제를 바로잡을 시간이 거의 없거나 기업방침의 관성 때문에 한 번 결정된 방침을 바꾸기가 거의 불가능한 경우에도 나타난다.

셋째, 모든 ‘실패한 M&A’를 보면 경영진은 기업의 위험부담을 가중시키는 몇 가지

결정을 내렸다. 한 가지 사례가 Snapple을 인수한 Quaker Oats의 경우이다. Quaker Oats사는 효율성을 대폭 제고하기 위해 적절한 대안도 없이 공급자와 유통업자 간의 계약을 폐기하기로 하였다. 이 때문에 기업 내부에 커다란 혼란이 야기되어 결국 경영진 및 기업 전체가 침몰했다.

‘실패한 M&A’로 몰고 가는 네 번째 요인은 지나친 낙관론이나 광적인 거래열기, 어떤 비용을 치르고서라도 M&A를 성사시키려는 욕망, 또는 ‘인지편향’ (cognitive bias)과 같은 잘못된 생각이다.

다섯째, 모든 일이 계획대로 되지는 않는다. 따라서 안전장치가 거의 없고 조직이 매우 복잡한 기업에서, 위험부담이 큰 일을 하는 경영진이 시작단계부터 낙관적이었다면 문제가 터지게 마련이다. 본인은 문제의 원인에 대한 범주를 나타낸 바 있다. 가령 교차되는 철도노선을 3주 동안 폐쇄시킨 엄청난 폭설과 같은 경우가 그것인데, 이로 인해 새롭게 탄생한 기업이 충분한 수입을 창출하지 못하게 되었다. 그 외에도 금리상승, 주식시장 붕괴, 소비자 기호나 기술의 급격한 변화 등이 있다. 문제의 원인에 대한 목록을 보게 되면 여러분들은 “항상 있는 일이 아닌가?”라고 할 것이다. 바로 그 점이 본인이 강조하고 싶은 부분이다. 우리에게 문제는 항상 발생한다. 하지만 중요한 점은 “준비가 되어 있느냐?” 하는 것이다.

마지막으로 여섯 번째는 경영 일선에 있는 실무팀의 대응이 적절하지 못하다는 것이다. 일부 M&A 사례에서는 경영진의 대응이 너무 늦은 경우도 있다. 그들은 눈앞에 나타난 현실을 부정하면서 상황이 곧 좋아질 것이라고 주장했다. 또 다른 사례는 경영진이 과잉 반응하여 다른 문제를 야기한 경우이다. 그리고 부도덕한 행위도 사례가 될 수 있다. 본인의 저서에 언급된 최악의 M&A는 Time-Warner를 인수한 AOL의 사례이다. 이는 현재까지도 미국 역사상 가장 큰 규모의 M&A로써 2,000억 달러의 기업 가치를 파괴했다는 불명예를 안았다. 이 사례에서 나타난 부도덕한 행위는 양쪽 모두에게 수입이 발생할 것으로 조작된 양 기업 간의 거래이다(법률가들은 이를 사기행위라 한다). 이는 실제보다 상황이 더 좋게 보이도록 시도한 것이었다. 물론 상황이 악화되기 시작하자 사람들은 싸우기 시작했고, 주도권 경쟁이 일어나 양쪽 간의 문화적 차이가 확대되었다.

그렇다면 이와 같은 사례에서 얻게 되는 결론은 무엇인가? 본인이 주장하고 싶은 것은 이러한 대형 재난이 여러 가지 요인들로 이루어진 최악의 태풍, ‘퍼펙트 스톰’

(perfect storm, 1991년 미국 동부를 휩쓴 최악의 태풍에 비유)의 산물이라는 점이다. 앞서의 6가지 요인이 한꺼번에 닥쳐온다면 조심해야 한다. 따라서 여러분들은 태풍 관측자의 입장에서 양쪽 기업에서 벌어지고 있는 상황을 세심하게 조율해야만 한다. 똑 같은 두 개의 M&A가 있을 수 없으며, 똑 같은 두 개의 태풍도 없다. 따라서 여러분들은 실패의 조건을 잘 인식하여 이러한 실패의 시스템(이는 앞서 언급된 6가지 요인의 결집물이다)을 공략할 필요가 있다. 만약 여러분이 '퍼펙트 스톰'의 형태로 한꺼번에 몰려오는 6가지 요인들을 피할 수 있다면, 아마 비참한 결과는 막을 수 있을 것이다.

보다 구체적으로, 제조업 안전 분야의 이른바 '고신뢰성 조직' (high reliability organization)이라는 개념을 차용해보기로 하자. 고신뢰성 조직은 인체에 대한 위협이 있는 곳에 존재하는데, 이 조직의 가장 바람직한 형태는 네 가지의 특성을 보여준다. 첫째, 실패방지에 전념한다. 즉 실패가 근처에 도사리고 있음을 알고 세심한 주의를 기울이는 것이다. 둘째, 위협에 대한 민감성을 계속 유지하기 때문에 상황을 감시하는데 아주 뛰어나다. 셋째, 탄력적인 대응이 보장되어 있어서 과거와 동일한 방식으로 현재의 문제에 대응하려 하지 않는다. 따라서 새로운 상황에 대한 적응력이 탁월하다. 마지막으로, 상부의 허가를 기다리는 것이 아니라 일선 실무자들이 문제해결을 위한 결정을 하도록 되어 있다.

본인이 권하고 싶은 말은 연구를 통해 밝혀진, M&A가 '이득'이 된다는 보편적이고 일관된 결과를 살펴보라는 것이다. M&A는 산업의 부활과 전환을 이루는 수단이다. 그러나 M&A를 촉진하는 데에는 신중해야 한다. 훌륭한 경영전략가는 모든 M&A를 국지적으로 본다. 그러므로 여러분은 주변 상황을 정확히 검토·선택해야 하며, '퍼펙트 스톰'을 막을 수 있도록 이를 신중히 관리해야 한다.

강연을 마치면서 한 가지 생각을 하게 되는데, 본인의 저서는 대학의 연구가 기업경영에 좋은 영향을 미칠 수 있다는 사례가 된다는 것이다. 본인이 지금은 교수이지만, 과거에는 은행가로서 몇몇 M&A의 거래자금 조달에 도움을 주기도 했기 때문에 이러한 거래들을 가까이서 보아왔다. 하지만 보다 나은 현실세계를 만들 수 있도록 교수나 대학이 할 수 있는 말은 무엇인가라는 문제 제기는 사실 적절하다. 이에 대한 대답은 학자란 신선한 시각, 즉 일반적인 통념을 검토하는 데에 비판적인 견해를 제공할 수 있다는 것이다. 학자는 평가를 위한 엄격한 검토방법을 제공하며, 다양한 경험적 연구결과를 종합·검토한 뒤 새로운 발상이나 행동을 유도하도록 도움을 준다.

오늘 본인 강연의 메시지는 합병, 인수, 대학연구의 역할, 경영방어 등 실제로 많은 사안들을 포함하고 있다. 이러한 것들이 여러분 각자의 업무에 무엇인가 도움이 될 수 있기 바라며, 이 자리에서 발표할 영예를 주신 것에 대해 감사드린다.

질 의 · 응 답

[질 문] 특히 국제적 M&A 거래에 대한 연구가 있는가?

[답 변] 국제적 인수·합병에 관한 연구는 방대하다. 우리 연구결과에 의하면 인수자가 외국에서 참여할 경우는 인수대상 기업에 지급되는 프리미엄이 더 높고, 인수자가 외국에서 이루어지는 거래에 참여할 경우는 손해 볼 경향이 더 큰 것으로 나타난다. 하지만 모든 M&A는 국지적인 것이므로 예외는 있을 것이다. 그 예외는 국제적 M&A 거래에 참여하는 기업들도 자신의 이점(利點)을 갖고 있을 때에는 꾸준히 돈을 번다는 것이다. 이러한 이점의 첫 번째 형태가 신(新)기술이다. 기술이전이 그리 놀랄 일은 아니지만, 새로운 기술의 이전은 국제적 M&A를 통해 돈을 벌 수 있는 확실한 방법이다. 두 번째는 노하우(know-how)의 이전이다. 기술이 특허나 엔지니어링 기술을 말하는 반면, 노하우에는 여러 가지가 포함될 수 있다. 즉 Wall-Mart사가 재고관리에 대한 전문기법을 전파하는 것이 될 수 있고, 어떤 기업이 브랜드 관리에 대한 전문기법을 외국에 전파하는 것이 될 수도 있다. 이는 본인이 앞서 언급한, 인수자가 국제적 M&A 거래에서 이점을 가지고 있으면 승률이 아주 유리해질 것이라는 부분에 해당하는 말이다. 하지만 국지적으로 국내 투자대상이 없거나 그 이상의 약조건에 처해, 또는 순전히 임기응변식으로 국제적 M&A를 하려 한다면 인수자의 가치를 파괴할 확률은 매우 높아질 것이다.

[질 문] 인수대상 기업의 가치 측정방법은 무엇이며 이러한 측정방법에 대한 주된 요소는 무엇인가? 귀하가 언급해 줄 수 있는 일반적인 요소들이 있는가?

[답 변] 이 질문은 기업의 가치를 어떻게 평가할 것인가 하는 것으로 아주 훌륭한 질문이다. 이는 기업경영과 재무 분야에서 포괄적인 중요성을 가지는 질문이기도 하다. 바람직한 합병을 이루기 위해서만이 아니라 일반적으로 더 나은 투자, 솔직히 말해 자신의 기업을 보다 훌륭하게 경영하기 위해서 우리는 이러한 질문에 답을 구하고자 노력해야 한다. 왜냐하면 우리가 서로 다른 전략시나리오에 따라 자신의 기업 가

치를 측정할 수 있다면 가장 값어치 있는 전략이 무엇인지 결정할 수 있기 때문이다. 따라서 기업 가치를 어떻게 평가하느냐 하는 것에서 모든 것이 시작된다.

이 부분에 대한 대답은 쉽지만, 다양한 기업들에 대한 평가방법이 방대하다는 점이 어려운 부분이다. 기업들은 모두 강점과 약점이 있다. ‘Applied Mergers and Acquisitions’ 라는 본인의 저서에 이 모든 것들이 분석되고 있는데, 본인은 최소한 9가지의 접근방법을 제시했다. 본인이 추천하고 싶은 것은 가능한 많은 방법을 사용하라는 것이다. 각 방법은 어떤 특별한 정보를 전달한다. 그래서 본인은 이처럼 서로 다른 모든 평가방법을 통해 인수대상 기업의 가치가 어느 정도인지 삼각측량 하도록 권하고 싶다. 삼각측량은 측량 용어이다. 토지를 측량할 때는 토지의 경계를 확인한다. 그리고 측량은 한 변의 길이와 두 개의 각을 알면 그 삼각형에 대한 모든 것을 알 수 있다는 기하학의 원리를 사용한다. 그래서 측량기술자들이 삼각측량을 이용해 측량하는 것이다. 이러한 삼각측량을 기업경영 및 재무 분야에서도 활용해야 한다는 것이 본인의 주장이다. 우리는 많은 관찰결과를 검토한 후 결정해야 한다. 본인이 가장 선호하는 방법은 세계 최고의 상태로 운영 중인 기업들이 사용하는 방법으로, 이른바 미래현금흐름할인법(discounted cash flow)이다. 이는 인수대상 기업이 창출하리라 예상되는 현금의 흐름을 예측한 후, 현금흐름의 위험도를 적절히 반영한 할인율을 사용하여 현금흐름을 현재가치로 환산하는 방법이다.

[질 문] M&A가 성사된 후 가장 효율적으로 기업을 통합·관리할 수 있는 방법이 있다면?

[답 변] 이는 매우 중요한 질문으로, 단순히 좋은 거래를 협상하는 것은 일의 시작에 불과하다는 것을 알아야 한다. 거래성사 이후 M&A가 배려해야 할 분야는 양쪽 기업의 통합이다. 훌륭한 거래를 성사시킬 수 있다는 것은 유리한 가격으로 거래가 타결됨을 의미한다. 그러나 양쪽 기업의 통합이 효과적으로 이루어지지 못할 경우에는 거래가 실패작이 될 가능성이 있다. 본인은 최상의 상태로 운영 중인 몇 개의 기업들을 연구해 왔으며 이 연구에서 알게 된 사실을 몇 가지 제시하겠지만, 이 분야는 아직도 계속 발전하고 있는 중이다. 예상하시는 바와 같이 최우선적으로 가장 중요한 것은, M&A 거래에 자주 참여하는 기업들은 인수대상 기업들을 아주 훌륭하게 통합하는 반면 M&A 거래를 아주 드물게 하는 기업들은 기업통합에 심각한 문제를 안고 있는 경향이 있다는 점이다.

따라서 반드시 발전을 이루도록 기업이 애써야 하는 기술 즉 전략적 능력이 바로

‘통합’이다. 그리고 이는 물론 실천적 노력을 통해서 완성된다. 기업을 자주 인수하면 할수록, 성공적인 통합을 이루어 내는 기술의 발전 가능성은 더 커진다. 통합을 실패작으로 만드는 여러 요인 중 중요한 것은 종업원들의 우려이다. 일자리가 계속 유지될 것인가, 누구에게 보고해야 하나, 전직을 해야 하나, 자신의 생활이 어떻게 변할 것인가 등에 대한 두려움인 것이다. 따라서 최상의 조언은 항상 최대한 신속하게 통합을 마무리하도록 노력하라는 말로 시작한다. 왜냐하면 통합기간 중의 기업에게는 이러한 불확실성이 가장 큰 위협요소이기 때문이다. 예를 들어 가장 유능한 종업원들이 무시당한다거나, 제대로 평가를 받지 못한다거나, 일자리에 대한 불안감을 느끼게 될 수도 있다. 그럴 경우 길고 지루한 합병·통합기간 중에 제일 먼저 기업을 떠나는 사람은 가장 유능한 직원들이다. 따라서 유능한 직원들을 존속시키기 위해서는 신속하게 조치할 필요가 있다. 고객관리도 이와 비슷하다. 통합기간 중에는 양쪽 기업 내부에 커다란 혼란이 나타나는데, 이러한 혼란은 수준 높은 고객서비스를 저해하는 경향이 있다. 그럴 경우 고객들은 자신이 도외시당하고 있으며, 기업이 고객을 진정으로 생각하지 않고 있다고 느끼기 시작하여 이탈하게 된다. 그리고 종업원의 경우와 마찬가지로 가장 훌륭한 고객이 제일 먼저 이탈한다. 이는 공급업자, 노사관계, 연구·개발 프로그램 및 혁신노력 등에서도 마찬가지로 적용될 수 있다. 하지만 통합기간 중에 잠시라도 머뭇거리면 기업은 여러 면에서 커다란 위협에 처하게 될 것이다. 따라서 본인이 최우선적으로 권할 수 있는 최상의 조언은 “신속하게 통합을 마무리하라”는 것이다.

[질문] 귀하의 M&A 연구에서 금융업 분야와 제조업 분야 간의 성공 및 실패에 관한 차이가 있었는가?

[답변] M&A의 성공확률은 은행업과 금융업이 더 높다. 그 이유는 이들 업계에 대한 진입장벽과 금융감독 당국의 보호 때문이다. 그 결과 이들 업계는 건실한 경향이 있다. 아시다시피 금융기관 운영의 특정 측면에서 보면 막대한 규모의 경제가 존재한다. 따라서 이들 업계의 합병은 규모의 경제를 활용한다. 일반적으로 말해, 은행업에 있어서의 합병은 이익이 되며 제조업의 경우보다 더 큰 이익을 얻는다. 실제로 전 세계 모든 국가에서 은행업 부문에 대한 진입제한이 상당히 높아, 은행 간 합병의 경우 경제적 이득을 위한 조건이 매우 유리하게 만들어지고 있는 점에서 이러한 사실이 확인된다. 만일 은행업 부문에 대한 진입이 제조업 부문처럼 쉬었다면 은행 간 M&A의 성공률은 제조업의 경우보다 훨씬 낮을 것으로 생각된다. 본인은 은행간 M&A가 위험부담이 전혀 없다고 말하고자 하는 것이 아니라, 제조업의 경우보다 위험부담이 적

다고 본다는 것이다.

[질 문] 미국에서 황금주의 발행이 허용되는 주(州)는 어느 곳이며, 미국의 일반적인 관행은 어떠한가?

[답 변] 본인은 미국 내에 황금주 제도가 적용되는 곳은 없는 것으로 알고 있다. 각 주정부들이 몇몇 국영기업체의 운영을 민영화하였지만 미국 내 어떤 기업도 황금주 제도를 보유하고 있지 않다. 독약처방은 미국 전역에서 허용된다. 독약처방을 허용하는 법규는 없으나 미국은 관습법 제도를 가지고 있기 때문에, 독약처방과 같은 제도에 대한 의사가 있는 기업은 이를 시행할 수 있고 법원이 승인하면 이는 법적 구속력을 갖는다. 법원은 독약처방에 대해 본인과 많은 경제학자들이 크게 놀랄 정도로 아주 우호적인 입장을 취해왔다. 사실상 지금 미국은 주주행동주의(shareholder activism)가 매우 활발한 분위기이다. 이처럼 활동적인 주주들의 대다수는 매우 세련되었으며 주로 대형 기관투자자들로 구성되어 있다. 그리고 일부는 헷지펀드 및 막강한 재력의 개인투자자들이다. 이들은 기업들이 독약처방 제도를 철회하도록 각 기업들과 투쟁을 벌이고 있는 중이다. 금년에 기업이 독약처방 제도를 철회한 사례가 몇 건 있었지만 그 진행 속도는 아주 느리다. 독약처방 제도는 현존하고 있으며 우리와 함께 공존할 수밖에 없다는 것이 본인 생각이다.

[질 문] 미디어업계 및 유통업계에서 디지털통합모델(digital convergence model)에 따른 합병이 성공한 사례가 있는가? 만일 없다면 이러한 합병에 대한 기업들의 시도가 계속되고 있는 이유는 무엇인가?

[답 변] 귀하는 M&A 전략을 논의하기에 아주 훌륭한 사례를 지적하였다. 이 질문은 콘텐츠(contents) 제작업체와, 인터넷 기업 또는 케이블TV와 같은 유통업체 간의 합병에 관한 것으로 생각된다. 이는 이른바 수직합병이다. 수평합병은 한 업계에서 대등한 관계에 있는 기업 간의 합병이다. 즉 두 개의 석탄회사, 두 개의 선박회사 또는 두 개의 철강회사 간의 합병이 그것이다. 모든 연구결과에 의하면 M&A를 통해 가장 많은 돈을 버는 것은 수평 M&A인 것으로 나타난다. 그 다음으로 돈을 많이 버는 것이 수직 M&A이며 가장 적게 버는 것이 관계성이 없는 M&A, 말하자면 '혼합'(conglomerate) M&A이다.

따라서 수직 M&A가 성공하는 경우는 어떤 것이며 그렇지 못한 경우는 어떤 것인가

가, 즉 왜 미디어업계는 수직 M&A가 잘 이루어지지 않는가 하는 것이 문제이다. 미디어업계의 M&A 실패율이 높다는 귀하의 지적은 아주 정확하다. 투자자들이 이 부분에 대한 지난 10년간의 실적을 살펴본다면 실망할 수밖에 없을 것으로 생각된다. 이론적으로는 콘텐츠와 방송채널 간의 통합이 이루어지리라는 것이었다. 가장 좋은 예가 각기 다른 많은 미디어업체, 인터넷 및 케이블업체 간의 통합이다. 그리하여 이와 같은 대규모 합병이 이루어짐으로써 다양한 경제적 시너지(synergy) 효과를 누리게 된다는 것이다.

그런데 실제로는 시너지 효과가 전혀 없었다. 예컨대 웹사이트 상의 광고판매를 통한 수익모델 가능성의 매력을 아직 인터넷 공간이 입증하지 못하고 있다. 극소수의 기업들이 이 분야에서 수익을 올리고 있지만, 이 분야는 대부분의 경우 아직 초보단계이다. 즉 시기상조인 것이다. 생각해보면 인터넷 공간에는 진입장벽이 거의 없다. 아시다시피 높은 수익률은 진입장벽으로 인해 존재하는 시장상황에서 발생한다. 만일 진입장벽이 없다면 인터넷 공간 내 어디에서 돈을 벌 수 있겠는가?

사실 본인은 우선 콘텐츠 제작을 통해, 그리고 아주 제한적인 방식으로 이러한 콘텐츠를 배급함으로써 상당한 수익을 올릴 수 있다고 믿는다. 따라서 이론적으로는, 케이블업체가 일정 비율의 일반 시청자들에게 접근하여 이들을 실질적으로 장악한다면 콘텐츠 제작업체와 합병한 케이블업체는 성공할 수 있다는 것이 본인 생각이다. 때문에 본인은 이 부분에서 짝퉁한 수익을 낼 수 있다는 점에 대해 여전히 낙관적이다. 그러나 문제는 케이블업체가 콘텐츠 제작업체들을 소유하느냐가 아니라 인터넷업체, 위성TV, 그리고 무료공영방송 등과 경쟁을 해야 한다는 것이다. 현재 기술발전과 미디어 분야의 규제완화가 빠르게 이루어지고 있는 관계로 특정 시청자들을 누가 장악하느냐를 확실히 알 수 있기까지는 앞으로 수년이 걸릴 것이다. 콘텐츠업체와 유통업체 간의 결합이 제대로 이루어지지 않은 것은 이러한 이유들 때문이다. 결론적으로 말한다면, 본인은 이 분야의 합병 실패가 전략적 개념의 잘못이라기보다는 잘못된 시기로 인해 초래된 것으로 생각한다.

M&A in the 21st Century and Its Implications*

Robert F. Bruner

The subject of mergers and acquisitions is something on which I've written for a long time, and is included in my new book, 'Deals from Hell'. The lessons from looking at failed mergers are numerous and lessons we can carry well beyond the field of finance: lessons having to do with strategy, with government policy, with organization, structure, with financial analysis, and on, and on, and on. It's an extremely rich topic. I hope every one of you in the room will find some insight that you can take with you, into your work today, and into the future.

The current context of course, makes this an especially timely subject. You may know that there is very deep skepticism about mergers and acquisitions in many circles. This is also a very buoyant moment in the time of mergers and acquisitions. The deal volume for mergers and acquisitions was up 20% in 2005, and in the first quarter of this year, it was up another 20% on a year-over-year basis. Since the US Fed began raising interest rates more aggressively, I expect that the results for the second quarter will be less aggressive, but still we expect to see growth in mergers and acquisitions volume both in terms of numbers of deals, as well as in terms of value of deals. I should tell you that if you want to develop a very critical way of thinking about mergers and acquisitions, you must understand the difference in how we measure deal volume. Numbers of deals give equal weight to all deals, whether they are large deals or small deals, whereas when you look at the values of deals, you are necessarily giving greater weight to the bigger deals.

So what do you think has happened in the last year? We have seen the

emergence of a few very large deals. The most stunning deal in the recent 10 days was the consummation of the acquisition of Arcelor by Mittal. You don't need very many of those deals to produce a dramatic spike, a dramatic increase in the value of M&A transactions in each year. So what we're seeing at this phase of the M&A cycle (and it does follow a cycle) is the emergence of very large deals, which will tend to skew the statistics, measured on a value basis. Of course, we know that no region is exempt from this increase in M&A activity. Asia you know best. In Europe we've seen a number of dramatic new transactions announced, and Latin America. Now we see the emergence of very strong protectionist sentiment as the different regions now begin to experience the entry of aggressive buyers from outside of their borders.

Of course this comes in the context of the general trend of liberalization of trade and the opening up of markets. And the rules seem to be changing, including the players such as hedge funds, private equity funds and aggressive private individual investors. Some find the entry to these new players to be worrisome. In the midst of it all we see a few very prominent hostile transactions. Now these raise many public concerns. You should know that the public policy concerns raised by M&A could fall into three broad categories.

The first category has to do with the creation of monopolies and oligopolies. Mergers tend to result in the concentration of industries. Viewed from a different perspective, however, the creation of these very powerful companies may have desirable public policy outcomes in the creation of "National Champions": Companies that will compete very vigorously with other companies on the global stage. Europeans are experts at the creation of National Champions. But I will tell you, however, that the record of National Championship is quite mixed. It is no formula for national success. National Champions get forced together, and it is not clear that they are necessarily stronger or more effective or more efficient as a result.

The second big public policy area is of course dealing with efficiency. We all know that more efficient companies, more efficient industries, and more efficient countries create wealth for the population. As we say in the United States, “A high tide floats all the boats.” So the more efficient companies are, the better tends to be the welfare of the entire country. So we need to ask the question, will this Merger and Acquisition activity enhance the efficiency of companies and industries and our own country?

The third area is, of course, looking not merely at wealth creation; it looks at how the wealth is allocated. Who wins, and who loses, in these transactions? For instance, let’s look at hostile takeovers, which I know is a topic of interest to you. I should tell you that most takeovers are not hostile. There can be friendly takeovers, there can be unsolicited bids, and then there can be hostile bids. About 1% of all bids are unsolicited; 99% of offers are solicited in the sense of being initiated with the consent of the target company’s management. So we’re talking about a very, very small fraction being unsolicited—and a third of those unsolicited bids are hostile. And you should know that most hostile takeover attempts fail. 45% of the time, the target remains independent. 30% of the time, a friendly firm buys the target. And in only 25% of the time does the hostile buyer succeed. Still, even though the success rate is low, we should ask ourselves, why not put in place poison pills and golden shares to enable companies to defend themselves better?

Well let’s return to the three criteria that I showed you. How do these defenses affect our ability to manage monopolies and shape industries for industrial policy purposes? Well, the golden share is an ideal instrument. It was invented during the prime ministership of Margaret Thatcher of the U.K. The first recorded golden share was used in her privatization of British Petroleum; I think the year was 1982. Since then, virtually all privatizations of state-owned enterprises have included a golden share provision. Why? The reason is that often the state-owned enterprises have formal or informal understandings with large labor unions. The ability of the government to

intervene in the policies of the newly private company is one way of assuring the unions and workers that their welfare will be considered by future decisions to be taken by the board of directors of the newly-private company.

A golden share is literally one share of stock owned by the government that has superior voting rights. It carries with it a veto over certain kinds of policies and actions by the company. These are very powerful instruments for shaping industrial policy. They are vehicles through which companies can be forced to take some action or avoid other actions. The poison pill is merely a device that permits companies to flood the market with new shares if a hostile buyer begins to accumulate too many shares. So, for instance, if my company has a poison pill with a 10% trigger, and if a hostile raider comes along and buys 10%, I can quickly distribute new shares to the other 90% of the shareholders. This makes buying my company much, much more expensive to the raider than he or she may have thought to begin with.

I've studied the poison pill at length and conclude that the poison pill is extraordinary effective. It is, what we say in the United States, a "showstopper." It stops the attack perfectly. No poison pill in history has deliberately been triggered. It is so effective. Once a company accidentally triggered its own poison pill because the managers forgot about this provision, and doing so created big problems. But otherwise the poison pill has never intentionally been triggered. The lesson there is that you should pay attention to the defenses that you put in place. The poison pill is not a very effective instrument for industrial policy, or for antitrust because all the discretion is vested in the corporate managers rather than the government policy makers. But it's very, very effective as a defensive mechanism.

From an efficiency standpoint, we should be very careful about permitting these defenses. All defenses shelter managers from market forces. Market forces push managers to become more and more efficient. So we must ask

ourselves, in the absence of these forces, these pressures on management, will management be as efficient on its own as it would be if these defenses were not in place?

Finally, from a welfare standpoint, these defenses are highly questionable. My research has shown that all defenses are costly. None of them are free. This is a common misconception. It is a great error to think that the takeover defenses are free. They impose a cost on the shareholders of the public company, and they delegate control from the directors to the managers of a company. Now this may not be bad, if the managers of the company are truly shareholder-oriented. But if they are not- if they like the quiet life; if they like the corporate jet, and they like long vacations, and the condo in Hawaii, and other good benefits- if they like to use corporate assets for their own benefit, then these defenses can actually harm the public shareholders.

One should enable these defenses very carefully. They are part of the toolkit potentially available to managers and investors, but I would be reluctant to recommend that all companies in Korea adopt these kinds of defenses. In the United States, we are now seeing a retreat from companies adopting these defenses. The poison pill is frequently a subject of controversy at annual meetings of large American corporations, because investors don't like them. Hedge funds, mutual funds, and large institutional investors, don't like giving management that degree of control.

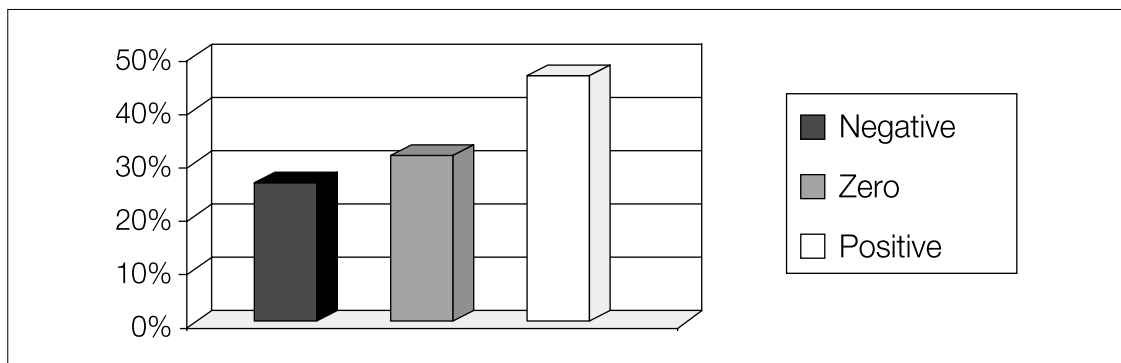
The discussion of welfare aspects of takeover defenses raises the more general question, does M&A pay? Should we prohibit M&A generally, or should we encourage it? This is where my book offers some insight. We can ask whether it pays. Then I said, if it does, what can we learn from very bad deals, and how can we avoid them? And what can we learn for management practice?

The conventional wisdom about M&A is that it is not comfortable; it's distrusted; it seems wasteful; and the big deals, especially, seem very bad. I

give you a quotation from one book that came out recently, and in the book the authors wrote, “the sobering reality is that only about 20 percent of all mergers really succeed. Most mergers typically erode shareholder wealth. The cold, hard reality that most mergers fail to achieve any real financial returns... very high rate of merger failure... rampant merger failure....”

Ladies and Gentlemen, I am here today to tell you that that is wrong. That is conventional thinking around the world. But it’s wrong. The research is quite inconsistent with this conventional view. I looked at large-sample empirical research. We now have hundreds of studies based on data in the United States, Asia, Europe, and Latin America. We now have clinical research on M&A failures, clinical research on successes, various government investigations, bankruptcy reports, memoirs, and journalistic summaries. All of these tell us what <Figure 1> suggests. The graph summarizes what we know that this is the return to the buyer’s shareholders.

<Figure 1> Returns to Buyer’s Shareholders



We know that the target shareholders gain. If there’s one consistent place to make money in mergers and acquisitions, it is to be able to sell your company again and again and again. Of course, I’m joking, in a way, because you can only sell your company once, but the shareholders of target companies earn a very sizable premium in takeovers. The large question is, what about the buyers? This graph presents the buyer’s point of view. We

find that about 25% of the buyers lose, about 32% of the buyers break even on their deals, and the balance, and about 43% actually earn a profit.

So if you look at the entire population of M&A transactions, you would conclude that M&A does pay. My book summarizes a very large body of academic research. But I go on to tell you that it's not worth betting your career or your personal wealth on the success of an individual transaction, because there's quite a lot of variance in returns to buyers in M&A. Are you really willing to sustain a 25% chance of loss?

I go on in my research to identify neighborhoods of profit and loss in mergers and acquisitions. And this leads me to the large recommendation, or the large insight, that all M&A is local. What does that mean? It means that it does not pay you to make judgments about the entire population of transactions. What you really need to do is look at the conditions specific to a given deal. I took this phrase, "all M&A is local," from one of the prominent politicians of the United States in the mid [1980s]; his name was Tip O'Neill. And he was Speaker of the House of Representatives, and at the time he was trying to explain to someone why government policies are so hard to understand. And this someone was saying, "You just need to attend lots of embassy parties and receptions, and read the right government reports." But Tip O'Neill was saying, "No, no, no. You don't understand. If you really want to understand what is happening in the world of politics you must go out to the districts from which the senators and the representatives are elected. You must talk to the people in the school boards, town halls, and the police precincts, and you would get a much more accurate view of the political forces at work in the environment than you would get by talking to people within the national capital itself." So Tip O'Neill said, "All politics is local." If you understand the local forces then you can really understand the national forces.

My message to you is that all M&A is local. If you want to understand mergers and acquisitions, look at the subdivisions- look at the

neighborhoods, as I call them. <Figure 2> makes a general point. Over hundreds of studies, we have identified neighborhoods where M&A consistently does pay, and other neighborhoods where M&A consistently destroys value. The column of words on the left consists of neighborhoods where value is created. The column on the right is neighborhoods where value is destroyed. There are eighteen dimensions here and if you look at the bullet points very carefully, you will see that they are ends of an extreme, they are polar conditions. I won't read all of these to you, but I will just say that I'm sure these will appeal to your intuition.

<Figure 2> M&A is Local: Adjusted Returns to Buyers by "Neighborhood"

<p>Returns to buyers likely will be higher if:</p> <ul style="list-style-type: none"> ■ Strategic motivation ■ Value acquiring ■ focused/related acquiring ■ Credible synergies ■ To use excess cash profitably ■ Negotiated purchases of private firms ■ Cross borders for special advantage ■ Go hostile ■ Buy during cold M&A markets ■ Pay with cash ■ High tax benefits to buyer ■ Finance with debt judiciously ■ Stage the payment (earnouts) ■ Mergers of equals ■ Managers have significant stake ■ Shareholder-oriented management ■ Active investors ■ Big good deals 	<p>Returns to buyers likely will be lower if:</p> <ul style="list-style-type: none"> ■ Opportunistic motivation ■ Momentum growth/glamour acquiring ■ Lack of focus/unrelated acquiring ■ Incredible synergies ■ Just to use excess cash ■ Auctions of public firms ■ Cross borders naively ■ Negotiate with resistant target ■ Buy during hot M&A markets ■ Pay with stock ■ Low tax benefits to buyer ■ Over-lever ■ Pay fully up-front ■ Not a merger of equals ■ Managers have low or no stake ■ Entrenched management ■ Passive investors ■ Big bad deals
--	--

To take an example, the third bullet point down says that if you buy businesses in related industries, you will do better than if you buy businesses in industries that are unrelated. This is one of the core findings of merger and acquisition research. It tells us that if you know what you are doing, you will probably succeed. But if you diversify outside of your area of expertise, you stand a much higher risk of failure.

We have another example of cold verses hot M&A markets. If you buy a companies in cold markets, the times when M&A activity is low, and the

prices are low, you'll tend to do better deals; you'll tend to make better money than when the market is hot, when people are paying very high prices and there's lots of competition. We see an example of paying with earn-outs is consistently associated with creating value for you as a buyer, versus paying completely upfront. The more you can spread out the payments according to some formula, the better off you will be. My point is merely that the field of M&A is fraught with areas of success and areas of failure.

As part of my book, I studied the returns in the extremes- the very best and the very worst deals. My study showed that the very best deals were deals characterized by strategic relatedness, by cooler market conditions, and deals where the buyer was strong; where the buyer actually brought something to the party. The worst deals were just the opposite: Low strategic relatedness, market conditions were hot, and where the target was strong and the buyer was weak. This third dimension, strength, is a very interesting one. It basically says that if you bring something to the transaction, the odds are that it will go well for you. If you are, however, acquiring companies out of weakness, the odds are that you're going to make a mistake.

There's been quite a lot of discussion in all the major markets about the very biggest deals. I mentioned Mittal buying Arcelor. Are these good or are these bad? The popular perception is that most of the biggest deals are bad. I think this reflects our preoccupation with political power, that big companies tend to have too much political power, and that the big deals are done for the sake of that power, rather than for economic purposes. I looked into this as well, and I found that large deals tend to coincide with hot market conditions, when stock was used as a form of payment. So I used an econometric technique to control for the form of payment, and I found that indeed that size is not a driver of returns at all. It's entirely due to the market conditions and the use of the form of payment. My message to you, those of you who have an interest in public policy, is that size should not scare you. Large transactions should not scare you. Size in itself is not the

same as efficiency. We should be promoting mergers and acquisitions; again, from the standpoint of general welfare, we should be promoting these transactions to promote efficiency in our economies.

Of course hot markets are very much a concern these days, given what I was telling you about the volume of M&A transactions. Companies tend to overpay, they experience negative returns, and they become the workshops for big failures. What you see in hot market conditions, are very high prices, very big deals, and naive and inexperienced buyers entering the market. You see very aggressive financing, over-optimism. I don't think we're there yet. But as critical thinkers, managers must always ask whether they are doing deals because the deal is justified on its own, or because of the general condition of frenzy for mergers and acquisitions in the market today.

One of the interesting features is that all of the deals from Hell that I looked at in my book were done in hot market conditions. What do I mean by a "deal from hell?" I offer six dimensions. A deal from hell destroyed immense amounts of value. It left the company financially unstable. It impaired the company's strategic standing versus its competitors. It impaired the company's organization; the company lost the best talent and the future generation of leadership in the company. The company's reputation was damaged; the brand name suffered. And in many of these cases there were violations of ethics and laws.

I give you the ten case studies that form my book. Of the ten, I looked at two cross-border deals, including Sony's acquisition of Columbia Pictures, and Renault's proposed merger with Volvo. From the ten in depth case studies, I distilled six factors that help to explain why we ever see deals from hell. These are the key points I would leave with you this morning.

First, the deals from hell tend to occur in very complex settings. The companies are complicated, making it hard for executives to know what is going on.

Second, within the company there are few firewalls or buffers or shock absorbers. Trouble, as a result, can spread. If the company encounters difficulty in some part of its operation, the absence of these firewalls or buffers or safety stocks permits that difficulty to radiate throughout the rest of the organization. We see this in deals that are very, very heavily leveraged, where debt is used to finance the deals. We see them where there is very little time to remedy the problems, or where there is a path dependency.

Third, management in all these deals from hell made some kinds of decisions that elevated the risk exposure of the company. An example of this was in Quaker Oats acquisition of Snapple. The company chose to abrogate contracts with suppliers and distributors in an effort to promote greater efficiency, but they did it without having an alternative plan in place. This led to extraordinary turmoil within the company that ultimately brought the management and the entire company down.

The fourth driver of disasters is “cognitive bias,” or bad thinking such as over-optimism; deal frenzy, the desire to get the deal done at any cost.

Fifth, things don’t go as planned. So you have a very complicated company, with very few safety buffers, management does things that raise risk, management was overoptimistic to begin with, and then trouble breaks out. I identify a range of sources of trouble such as an extraordinarily bad snowstorm, which shut down two merging railroads for three weeks, and prevented the new company from generating sufficient revenues. In other cases, it was rising interest rates, stock market crash, sudden changes in consumer tastes, or technology. When you look at this list, you would say, “that happens all the time!” But that’s my point. Trouble is always with us. The big issue is, are you ready?

Sixth and finally, the operational team on the forefront responds inappropriately. In some of the deals, the managers took too long to

respond. They denied the very facts that were appearing before them. They insisted that things would get better very quickly. In other cases the managers overreacted creating other problems. There can be unethical behavior. The worst deal in my book was the acquisition of Time-Warner by AOL. It was the largest deal in American history, and to this day, takes the honor of destroying the most value, about \$200 billion dollars. The unethical behavior that emerged in that deal was the invention of transactions between the companies (lawyers call this fraud) that would generate revenues for both companies. This was an attempt to make things look better than they actually were. Of course, when things began to break down, people began to fight, operating rivalries emerged, and cultural differences were amplified.

So what do we take from this? My argument to you is that these massive disasters result from a perfect storm of factors. If these six factors come together, look out. So you must be storm spotters. You must be very carefully attuned to what's happening in the two companies. Rarely are any two mergers alike, so no two perfect storms are alike. You need to become good at recognizing the conditions of failure. Second you need to attack the system of failure; it's the convergence of these six factors. If you can avoid these six factors, from coming together to form the perfect storm, you can probably prevent the disastrous outcome.

To be more specific, let's borrow a concept from the field of manufacturing safety, called the high reliability organization. Such organizations exist where there is danger to human life, and the best of these organizations show four characteristics: A preoccupation with failure: they know failure is nearby, so they are very, very attentive. Second, they show a continuous sensitivity to danger, so they are very good at monitoring conditions. Third, they show a commitment to the resilience of response, so they don't try to use the same method of responding to the problem today that they used yesterday. They are very adaptable to new conditions. And finally, they let the people on the frontlines make decisions to fight the problems, rather

than waiting for permission to come from up above and come back down in the organization.

My advice is to take a view of M&A enlightened by research-the widespread and consistent finding is that M&A does pay. They are a method of industrial renewal and transformation. But one should be very careful in promoting these transactions. A good strategist knows that all M&A is local. You must choose the right neighborhoods, you must choose them very carefully, and you must choose to manage them very carefully to prevent the perfect storm.

I close with a thought. My book gives an example of where a research university can make a good difference in professional life. Here I am, a professor. At one point in my career, I was a banker. I did help finance a few transactions, so I've seen them up close. But really it's fair to ask, what can a professor or a university say that can make the world of practice be better? The answer is that scholars can bring a fresh perspective, a critical point of view for examining conventional wisdom. We bring rigorous methods of assessment. We help to synthesize across many kinds of evidence, and from that we induce new ideas or practices.

So my message to you today is really covering many points: mergers, acquisitions, the role of research universities, and defenses. I hope that these have given each and every one of you something that you can take with you into your work, but I thank you for the honor to speak with you this morning.

Questions & Answers

[Q] Was there any studies that look at cross border transactions in particular?

[**A**] There are numerous studies that look at cross border mergers and acquisitions. And what we find is that the premiums paid for target companies are even higher when the buyer comes from a different country. And we find that the propensity to lose money is even higher when you are the buyer entering a foreign country. But all M&A is local, so there will be exceptions. The exception is that companies who enter, who cross borders, consistently make money when they bring strength, first in the form of new technology- technology transfer should be no surprise to you; technology transfer is one of the consistently reliable ways to make money through cross border M&A. -and second, through the transfer of know-how. Technology refers to patents and engineering techniques, but know-how could be many things. It could be Wal-Mart extending its expertise on inventory management. It could be a company that's very good at brand management to extending its expertise to a foreign area. This goes back to one of the points I was making in my talk that if you as a buyer are bringing strength to a cross-border deal, the odds favor that the deal will go very well for you. But if you're doing it just out of weakness because you have run out of places to invest locally in your home country, or even worse, if you are doing it out of sheer opportunism, then the odds are quite likely that you will destroy value.

[**Q**] How do you calculate the value of target companies? What are the main factors in how you calculate them? Are there any general factors you can mention?

[**A**] I love this question; it is a question of how you value companies. It is a question of universal significance in business and finance. We should want to know the answer to this question not merely to make better mergers, but to make better investments generally, and frankly, to manage our companies better. Because if we can value our company under different strategic scenarios we can decide which strategy is the highest-valued strategy. So it all begins with how to value companies.

That is the easy part of the answer, but the hard part is that there are numerous ways to value companies. They all have strengths and weaknesses. In my book, *Applied Mergers and Acquisitions*, I describe them all; at least I describe nine different approaches. My recommendation is to use as many as you can. Each approach conveys some special information. And then I suggest that from all of those different valuations that you triangulate into an estimate of what you think the target company is worth. 'Triangulate' is a word in English drawn from surveying. When you survey land, you identify the boundaries of land, and surveys use the principle of geometry that if you know the length of one side, and two angles, then you can describe everything about the triangle. So surveyors do what they do using triangulation. My argument is that in finance and business should use triangulation as well. We should use many points of observation. And then we have to decide. The method I like best is a method that I see used in the best-practiced companies around the world. It is called discounted cash flow. It simply forecasts the cash flows that you expect the target company to generate, and you discount them back to the present using a rate of discount consistent with the risk those cash flows.

[Q] What would be the most effective and efficient consolidation management after the merger and acquisition?

[A] This is a profoundly important You should all know that simply negotiating a good deal is only the beginning of the challenge. An area of M&A concerns itself with the integration of the two companies, after the deal is done. You can have a great deal, meaning a deal struck at a very advantageous price to you, but the deal can still fail, if the two companies fail to integrate effectively. I have studied some of the best-practiced corporations, and I will give you just a few points of what we know from them, but it is a field that is still evolving. As you might guess, first and foremost, companies that do M&A transactions often tend to be very, very good at integrating target companies. Companies that do transactions very infrequently tend to have serious problems integrating companies.

So integration becomes a strategic competence, a skill that you should try to develop within your company. And, of course, practice makes perfect. The more often you acquire companies, the more likely you are to develop the skills that make integration successful. What causes integrations to fail, among other things, are fears among the employees; fears about whether they will still have a job, who they will report to; will they have to move; what will change in their lives. So the best advice always begins with trying to complete the integration as fast as possible, because it is this uncertainty during the period of integration that poses the greatest danger to your companies. For instance, your most talented employees may feel disrespected, they may feel under-appreciated, and they may feel at risk for their jobs. So the most talented people leave first during a long drawn-out merger integration. You need to move very quickly to retain your most talented people. Similarly: customers. In integrations, you find a great deal of confusion inside the combining companies, and this confusion tends to interfere with a very high level of customer service. The customers start to feel that they are being neglected; that the company isn't really looking after their interests. And then the customers defect. And just like the employees, it's always the best customers who defect first. We could go on and talk about suppliers, we could talk about union relations, and we could talk about R&D, research and development programs and innovation efforts. But if you pause for a moment, you will see that during this period of integration, the company is at great risk in so many ways. So "do it fast" is the first and best advice we can offer.

[**Q**] In your studies, did you find any difference in regards to successes and failures between financial firms and manufacturing firms?

[**A**] The probability of success is higher in banking and finance. The reason is that these are industries with barriers to entry, and they are protected by regulatory agencies. As a result, the companies tend to be healthy. And we know that there are enormous economies of scale in certain operational aspects of financial institutions. So these mergers exploit the

economies. Generally speaking, bank mergers pay, and they pay better than mergers in manufacturing. The truth of this is that in virtually all countries around the world is that the restriction into the banking sector has been so high that it has created a very favorable condition for economic results in bank mergers. If entry into the financial sector were as easy as is entry into manufacturing sectors, I think the success rate of bank mergers and acquisitions much lower than it is. I don't want to say that banking has zero risk. But it is, I believe, a lower risk than manufacturing mergers.

[Q] Which states in the United States allow the issue of golden shares? What is the general practice in the United States?

[A] To my knowledge there is no golden share at work in the United States. The government has privatized some operations, but has not retained a golden share in any company in the United States. The poison pill is permitted throughout the United States. There's no legislation that permits the poison pill, but in the United States we have a common law system, and if you have an idea like a poison pill, you try it, and if the courts approve, then it gains the force of law. But the courts have been very friendly to poison pills, much to my surprise and the surprise of many economists. The reality is that we have a very vigorous climate of shareholder activism presently in the United States. These active shareholders- many of them are very sophisticated, many of them represent large institutional investors, and some of them represent hedge funds and very wealthy individuals. They are fighting battles company by company to get the companies to withdraw their poison pills. We have seen some notable examples this year of companies that withdrew poison pills. But it's a very slow process. I think the poison pill is here to stay, and we must live with it.

[Q] In the media and distribution industries, have there been any successful attempts at mergers following the digital convergence model? If not, why do companies continue to attempt these mergers?

[A] You've picked a great industry; an excellent example for us to discuss strategies for M&A. My view is that the merger between a content producer and a distributor like an Internet company or a cable TV company. This is what we call a vertical combination. Horizontal combinations are mergers between peers in an industry: Two coal companies, or two shipping companies, or two steel companies. All of the research shows that the most money to be made in mergers and acquisitions is in horizontal transactions. The next most money to be made is in vertical transactions, and the least money to be made is in unrelated, or as we say, "conglomerate" transactions.

So the question is in some cases these vertical transactions succeed, and in some cases they don't; why have they not worked out very well in media? Your point is exactly correct that the failure rate is really very high. I think that investors looking back over the past ten years would have to express great disappointment at what has happened. The theory was that there would be a convergence between the content and the channels. There would be a convergence between many different media, the Internet and cable being a prime example. And that therefore, by creating these large combinations you would exploit synergies, economies of various kinds.

What happened was that the synergies never emerged. The Internet space has yet to prove the attractiveness of the model that you can actually make money by selling advertisements on websites, for instance. A few companies are making money at it, but by and large, it's still a very young field. It's too early. And if you think about it, there are almost no barriers to entry in the Internet space. We know that very high rates of return come from market positions that exist because of barriers to entry. If there are no barriers, where is the money to be made in the Internet space?

I truly believe that the significant money is made, first in the generation of content, secondly in the distribution of that content in very restrictive ways. So I think that in theory, a cable company combining with a content

producer could succeed if the cable company has access to a portion of the viewing public, and in effect owns that public, then I would still be optimistic that there are some attractive returns to be made. But the issue is not that the cable company owns those companies, it's that the cable company is competing with the Internet, with satellite TV, and with free broadcast television and the like. We have seen such a rapid rate of technological development and deregulation in media that it will be years before we can determine for sure who owns the relationship with any particular customer. For those reasons, the marriage between content and distribution has not worked. In conclusion, I think those failures are more a result of bad timing than they are of bad strategic concept.

세계경제연구원 후원회 가입안내

- 후원회원의 종류 : 법인회원, 개인회원
-
- 법인회원에 대한 서비스
연구원 주최 행사에 우선 초청
연구원 주최 행사에 5인까지 무료 참가 가능
연구원이 발간하는 모든 간행물 무료 제공
법인 회원을 위한 특별 세미나 및 간담회 개최
-
- 개인회원에 대한 서비스
연구원 주최 행사에 초청
행사 참가비 할인
연구원이 발간하는 일부 간행물 무료 제공
-
- 후원회비는 관련세법에 따라 세금공제 가능
-
- 회원 가입 문의
551-3334~7(전화) 551-3339(팩스)
E-mail : igenet@igenet.com
<http://www.igenet.com>
-



서울 강남구 삼성동 159 무역센터 2505호
전화 : 551-3334/7, FAX : 551-3339
E-mail : igenet@igenet.com
<http://www.igenet.com>