

국내 최초 동종업계 협회등록법인간의 합병 시도 및 무산*

- 더존디지털웨어와 뉴소프트기술의 사례 -

조장연 **

정유선 ***

본 사례의 연구목적은 국내기업에서 매우 드물게 발생하는 소프트웨어 기업 간의 합병 시 과연 합병비율은 어떻게 결정되고 누가 이 합병거래를 통한 수혜자인지를 분석하여 학생들로 하여금 기업가치평가와 더불어 이의 응용을 배우도록 하는데 있다. 구체적으로 본 사례는 최근 국내 최초로 시도된 더존디지털웨어와 뉴소프트기술의 e-business 관련 협회등록기업 간의 흡수합병에 관한 연구이다. 본 연구는 그 합병비율에 대한 적정성과 합병 시의 시너지 효과를 기업가치평가를 통해 분석하였고, 모범적인 합병시도로서 관심을 불러보았던 양 사의 합병이 두 차례에 걸쳐 무산될 수 밖에 없었던 상황과 요인들에 대해서도 살펴보았다.

▶ 키워드 : 합병, 흡수합병, 기업가치평가, 협회등록기업 간의 흡수합병

1. 더존디지털웨어, 뉴소프트기술, 그리고 새로운 기회 - 합병

월드컵의 열기로 뜨거웠던 2002년 6월, 더존디지털웨어의 IR팀은 4강 신화의 열기보다 더욱 뜨거운 여름을 맞이하고 있었다. 세무회계정보에 강점이 있는 대표적 국내 MIS 소프트웨어 기업인 더존디지털웨어는 국내 ERP(Enterprise Resource Planning: 전사적 자원관

* 본 사례의 작성에 있어서 자료의 수집에 협조를 아끼지 않은 (주)더존디지털웨어의 김재민 사장님과 비서실, 홍보팀 김일환 과장님, IR팀 관계자 여러분께 깊은 감사를 드립니다.

** 한국외국어대학교 상경대학 경영학부

*** 한국외국어대학교 대학원 경영학과 석사과정

리) 기술 선두업체로 손꼽히는 뉴소프트기술과의 흡수합병을 추진하게 되었기 때문이다. 매출액, 이익 모든 면에 있어 높은 성장세를 가속해 온 양 사의 합병추진은 세무회계 MIS(Management Information System)와 web 기반의 ERP 시장에서의 선두업체 간의 합병이기도 했다. 그렇기에 이 합병은 시장점유 확대와 높은 기술력을 바탕으로 한 중복투자의 절감 등 높은 시너지 효과를 낼 것으로 시장의 기대를 불러 모으기 충분했다. 지속적 수익력 창출에 실패한 것으로 보여지는 국내 소프트웨어 시장에서 ERP시장은 유일한 잠재 시장으로 평가받고 있다. 이에 후발주자로 뛰어난 더존디지털웨어로서는 다가올 시장성장의 둔화와 경쟁의 심화 속에서 중소 기업 대상 ERP 시장의 주도권을 선취하기 위해 양사의 합병은 반드시 선행되어야 할 중요 사안이었다.

더존디지털웨어는 지난 1991년 공인회계사 출신의 김택진 전 대표이사가 설립한 이래 세무회계 MIS 소프트웨어인 NEO-PLUS 시리즈를 개발하여 전국 세무회계사무소의 85%와 일반기업체 56,544개에 공급하면서 관련 시장에서의 압도적 우위를 선점하게 되었다. 이를 가능케 한 다양한 템플릿의 개발 노하우를 발판으로 산자부, 국세청, KT, 삼성카드 LG Telecom 등과의 연계를 통한 신용카드 및 MIS ASP(Application Service Provider), 조세 DB, EC/Portal 등의 e-Biz 사업과 전산세무회계자격시험, 매경 ERP 관리자, 학원 프랜차이즈, 전국적 교육센터(5개) 운영 등의 교육사업에까지 사업부문을 확장하게 되었지만, 계속해온 고성장을 지속하기에는 관련시장이 너무 작다는 문제점에 이르게 되었다.

게다가 IT 30,000 이라 불리는 정부의 중소기업 IT화 지원사업에 선정됨에 따라 강력한 시장지배력을 바탕으로 이러한 공급확대의 기회를 적극 활용할 만한 새로운 시장으로의 진출이 불가피해졌다. 지속적 기술투자의 부재로 인한 수익력 상실에 허덕이게 된 소프트웨어 시장에서의 해답은 ERP. 과거 SAP, ORACLE 등에 의해 주도된 대기업 위주의 외산의 전유물로 여겨졌던 ERP 시장이 차츰 국내 중소·중견기업으로 그 영역을 확대함에 따라 국내 중소 소프트웨어 개발업체 들도 이 시장에 진출할 수 있게 되었기 때문이다. 더욱이 더존디지털웨어 입장에서는 기존 56,544개의 MIS 제품 구매업체들로 하여금 이와 연계한 ERP 제품을 구매하도록 유도할 수 있을 뿐만 아니라, 세무회계사무소와 수입업체에 대한 서비스 연계 편의를 도모하는 on-line과 off-line상의 ERP ASP 서비스를 확대함으로써 제품의 대리 홍보를 유도할 수 있는 seed market을 확보해 놓고 있는 셈이었다. 거기에, 전국적으로 구축된 강력한 영업망을 통한 적극적인 마케팅을 펼치므로써 중소기업 대상 ERP 시장의 선점 가능성이 더욱 높아보였다.

그러나 시장 선점을 위해서는 다각적인 유통망 확보를 통한 강력한 마케팅도 중요하지만 무엇보다도 시장에서의 우위를 확고히 할 수 있는 차별화 된 제품의 개발이 선행되어야 했다. 그러나 세무회계 중심의 MIS 위주로 성장해온 더존디지털웨어로서는 ERP 시장에서의 차별화 관건인 web 기반의 ERP 기술면에서 취약하지 않을 수 없었으며, 이를 단기간에 극

복하기에는 중소후발업체로서 꺾어야 하는 검증된 개발인력 확보의 어려움이 따랐다.

지금까지 김택진 전 대표이사는 비교적 소규모의 필적할만한 경쟁자가 없었던 세무회계 중심의 MIS 시장에서 더존디지털웨어를 성공적으로 이끌어왔다. 그러나, 이와 같은 회사의 발전과제에 대하여, 이제는 제품의 downsizing 전략 등을 통해 중견·중소기업 시장까지 시장을 확대하려는 SAP이나 ORACLE 등의 대형 외산 ERP 제조사와 국내 대기업, 그리고 기존 시장을 형성하고 있거나 진출을 준비중인 200여 개 중소기업체들과 함께 1조원 규모의 시장에서 치열한 경쟁을 하여야 하는 입장에 놓이게 되었다. 게다가 해외 시장 진출까지 바라보는 새로이 확장된 사업부문으로 인해 중견기업으로 더존디지털웨어를 성장시키기 위한 성공적인 전략이 필요했다.

이 분야의 특성은 세계적인 소프트웨어사들의 대형화 추세와 시장이 아직은 성장 중이기는 하나 일단 자리잡게 되면 각 기업의 점유율이 변화하기 어려워진다는 점을 들 수가 있다. 따라서 단기간 내에 더존디지털웨어의 경쟁력을 강화시키고 점유 시장을 확대하며 검증된 다수의 기술인력을 확보하는 길은 기존 ERP 업계에서의 중소 우량기업과 합병을 하는 것이 최선이 될 것으로 판단이 되었으며, 그 대상으로 뉴소프트기술을 택했다. 뉴소프트 기술은 이미 web 기반의 ERP 기술에 있어 차별화 된 기술력을 인정받고 있었다. 그리고 더존디지털웨어의 ERP 개발품인 NEO-M과 경쟁관계에 있는 B2BERP를 제외하고는 중소기업을 주 고객층으로 하는 더존디지털웨어와는 차별화 된 중견기업 대상의 제품과 시장을 점유하고 있다. 그러므로, 70~80명의 검증된 기술인력의 확보와 용이한 시장확대를 추구함과 동시에 기술 개발에 있어 중복투자를 회피할 수 있게 되는 등 합병 시 기대되는 시너지 효과가 매우 클 것으로 보이기 때문이다.

더존디지털은 지난 2002년 8월에 삼고초려 끝에 IT업계의 대표적 전문 경영인인 김재민 사장을 영입하게 되었다. 이후 추진될 합병법인의 대표이사로서의 역할을 수행하게 될 김재민 신임 대표이사는 한국 마이크로소프트사와 한국 UNISYS의 대표이사를 지낸 국내 IT업계의 전문 경영인이다. 이는 한 때는 작은 벤처기업이던 MS와 오라클 등도 해외 시장에서 성공을 거두면서 다국적기업으로 성장한 미국 소프트웨어 기업들의 예를 보아 김재민 사장의 외국계 IT기업에서 최고 경영자로 일한 경험을 살려 더존디지털웨어를 글로벌 스탠더드에 맞고 국제경쟁력을 갖춘 세계적 벤처기업으로 키우겠다는 창업주의 야심 찬 포부가 낳은 결단이었다.

그간 우리 코스닥 시장의 병폐인 일부 대주주들의 그릇된 소유에 대한 견해로 인한 일부 변칙적이고 음성적인 소유권 이전 또는 합병과는 달리 진정한 기업의 가치증진과 성장을 위한 동기에서 더존디지털웨어와 뉴소프트기술의 합병은 추진되었다. 그 모범적인 취지에 걸맞게 그 절차와 방식에 있어서도 충분한 사전 홍보 기간을 두는 등 모범적인 합병사례의 면모를 갖추며 시작하게 되었다. 머리로는 누구나 알고 있는 사실. 그러나 더존디지털웨어

와 뉴소프트기술은 이를 실천함으로써 황폐해진 우리 코스닥 시장에 희망을 일구고자 한 것이다.

II. 더존디지털웨어와 뉴소프트기술은 어떤 회사인가.

1. 양 사의 기초 재무현황

(1) 요약재무정보

<표 II-1> 더존디지털웨어와 뉴소프트기술의 기초 재무현황

(단위: 억원)

	더존디지털웨어(A45380)		뉴소프트기술(A60300)	
	제8기 반기(2002. 6)	제7기(2001)	제8기 반기(2002. 6)	제7기(2001)
[유동자산]	380.8	368.5	132.9	136.5
당좌자산	376.2	363.8	118.4	129.7
재고자산	4.5	4.6	14.5	6.8
[고정자산]	140.8	116.1	49.1	35.5
투자자산	78.9	59.9	18.1	6.1
유형자산	15.5	15.7	10.6	12.9
무형자산	46.4	40.5	20.3	16.4
이연자산	0.0	0.0	0.0	0.0
자산총계	521.6	484.6	182.0	172.0
[유동부채]	41.1	41.6	41.7	15.2
[고정부채]	250.6	243.3	9.1	9.4
부채총계	291.7	284.9	50.8	24.7
[자본금]	21.4	21.4	26.8	26.8
[자본잉여금]	116.4	116.4	85.4	85.5
주식발행초과금	116.4	116.4	0.0	0.0
재평가적립금	0.0	0.0	0.0	85.5
자본준비금	0.0	0.0	85.4	0.0
[이익잉여금]	116.4	86.2	40.4	35.1
[자본조정]	(24.3)	(24.3)	21.4	0.0
자본총계	229.9	199.7	131.2	147.4

매출액	130.4	221.5	63.5	142.9
영업이익	42.3	64.3	3.0	23.6
경상이익	40.4	65.1	6.0	25.4
당기순이익	30.2	52.7	5.3	18.3

자료 : 양 사의 공시자료

<표 II-1>에서 보는 바와 같이 2002년도 6월말 더존디지털웨어와 뉴소프트기술의 자본규모 비율은 1.7:1이며, 부채규모는 각기56%과 28%, 매출액 규모는 2:1, 순이익은 5.6:1의 비율을 보이고 있어 더존디지털웨어의 자산운용능력이 뉴소프트기술보다 약 2배정도 앞선 것을 알 수 있다.

더존디지털웨어는 앞에서 언급하였듯이 국내 최대 세무회계 패키지 등을 보유한 경영정보솔루션(MIS) 회사다. 2002년 중반 이후 정부의 중소기업 3만개 IT화 지원정책이 잠시 종료됨에도 불구하고 주력 MIS·ERP 제품의 수요가 줄지 않고 있는 등 고속성장 지속을 지속하고 있을 정도로 제품과 서비스에 있어서도 지속적인 시장의 수요 창출력을 지니고 있다. 국내 최대 ERP/MIS 업체 위상을 확보하려는 win-win 전략으로서 web기반 기술 리더 뉴소프트기술과 합병한다면 수익성의 개선 확대는 당연히 기대될 것이다. 전환사채 발행액 크나 현금성 자산의 보유율이 우수하여 오히려 오라클/SAP 등 외산업체들과의 경쟁력 우위 확보를 위해 바람직하게 작용할 것으로 기대된다.

뉴소프트기술은 100% web을 기반으로 한 ERP 시스템을 중심으로 기업용 S/W를 개발하고 보급하는 업무를 주 사업으로 하는 업체다. 정부의 3만개 중소기업 IT화 지원사업 수혜 및 국산 ERP 구축 수요가 늘어나고 있으나 2002년의 외형은 전년도 같은 기간에 비해 크게 위축되고 있다. 국산 및 외산 ERP업체간의 경쟁이 심한 편으로 매출 감소가 수익성 둔화로 나타나고 있으나, 2002년 상반기 현재 부채비율이 6.4%로 거의 무부채 상태나 마찬가지이고 매출규모는 더존디지털웨어의 35%인데 비해 자본규모는 57%로 전반적 재무구조는 우수한 편이다.

(2) 양 사의 주가수준비교

<표 II-2> 더존디지털웨어와 뉴소프트기술의 주가수준비교

	더존디지털웨어(A45380)	뉴소프트기술(A60300)
2002년 상반기 EPS (earnings per share)	705원	99.6원
2002년 예상 EPS (상반기 EPS X 2)	1,410원	199원
02.06.25. 주가(종가)	21,400원	8,400원
PER(price earnings ratio)	15.2배	42.2배

자료 : 양 사 공시자료

<표 II-3> 주요 솔루션 업체들과의 주가 비교

	2002년 예상 EPS(원)	2002년 예상 EPS 대비 PER
인컴아이엔씨	99	17.3
씨오텍	579	14.7
유진데이터	151	20.6
안철수연구소	1,235	20.7
정소프트	667	22.0
한국정보공학	312	15.5
나모	336	15.9
한동데이터	523	8.8
더존디지털웨어	1,410	15.2
뉴소프트기술	199	42.2
평균	551.1	19.3

자료 : 양 사 공시자료, 메리트증권 추정

주 : 주가는 2002년 6월 25일 종가 기준

<표 II-2>에서 알 수 있듯이, 더존디지털웨어와 뉴소프트기술의 최초 합병발표 시점인 2002년 6월 말 현재의 상반기 이익을 기초로 예상한 양 사의 2002년 EPS 대비 주가수준은 각각 15.2배와 42.2배로서 서로 큰 차이를 보이고 있다. <표 II-3>에서 제시하는 주요 솔루션 업체 평균인 19.3배와의 비교에 있어서도, 더존디지털웨어는 약간의 차이를 보이나 뉴소프트기술은 매우 큰 차이를 보이고 있다. 소프트웨어 업종의 극심한 실적악화와 주식시장의 침체로 인해 대부분의 업체의 주가가 무차별 하락하여 더존디지털웨어와 같이 지속적인 실적호전이 예상되는 기업의 주가도 동반하락하였다. 뉴소프트기술도 2002년 연초의 기대로

는 코스닥 등록 후 기관 공모불량의 보호예수 해제시점과 극도의 시장침체가 맞물리면서 업종평균대비 저평가 상태를 탈피하지 못하고 주가가 약보합 상태에서 횡보하고 있을 것으로 예상되었다. 그러나 실제로는 상반기 이후 실적악화의 조짐이 보임에도 불구하고 뉴소프트기술만은 2001년에 이룬 높은 성장률의 후광과 1사분기의 비교적 양호한 실적에 힘입어 하반기 실적호전에 대한 시장의 낙관적 기대 때문에 실제로는 매우 고평가된 주가 수준을 형성하고 있다.

III. 소프트웨어 시장과 ERP 시장의 현황 및 전망

1. 국내 소프트웨어 산업의 현황

(1) 산업 전체의 생산추이, 매출액 추이 및 시장 규모 추이

우리나라의 소프트웨어산업은 1998년의 어려운 경제상황을 거치면서 경제난국 타개를 위한 생산성증대의 수단으로써, 나아가, 국가경쟁력의 근간이 되는 산업으로써 육성되고 있다. 국내 소프트웨어산업의 전체매출액 규모는 1996년까지 36% 증가세를 유지하였으나, 1998년의 경우 IMF 경제체제 하에서 급격한 경기침체로 인하여 급감하였다. 그러나 1999년부터 정부의 S/W산업경기 활성화 정책과 더불어 민간 부문의 전산관련 투자수요가 되살아나 예년수준을 회복하였고, 2000년에는 1999년 대비 33.9%의 매출규모 증가를 보이며 7조 원을 넘어서 IMF이전의 높은 성장률을 나타내었다¹⁾. 그러나, 다시, 2001년 이후 대부분의 중소 소프트웨어업체들이 취약한 재정기반을 이유로 기술개발투자에 있어 소극적인 자세를 취하므로써 그 결과 매출규모가 점차 줄어들어 2001년 산업전체의 매출증가는 7.2%로 내려왔으며 2002년 매출증가는 24.7% 정도로 마감하게 될 것으로 예상되었다.

세계시장에서의 S/W산업 역시 매년 10%이상의 고성장세를 지속하고 있으나, 우리나라의 세계시장에서의 비중은 1999년의 환율 안정 및 국내 경기활성화에 힘입어 2000년에는 잠시 세계시장에서의 비중이 1.16%로 성장하였으나, 아직 세계시장에서의 비중이 1% 미만으로 국내 S/W산업이 세계시장에서 차지하는 비중은 미미한 상황이다.²⁾

1) <국내외 세계 S/W 산업 비교>

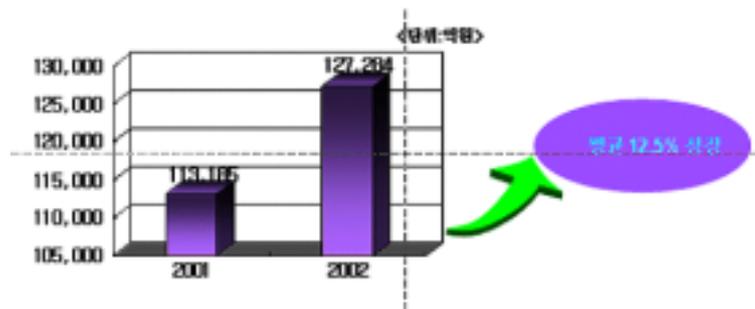
(단위: 백만달러, %)

구 분	1997년	1998년	1999년	2000년	2001년	2002년(예상)
세계S/W시장	413,002	464,992	527,409	597,708	679,282	775,723
성 장 륜		12.8	12.6	13.4	13.3	13.6
국내S/W시장	5,262	5,262	3,767	5,903	7,904	8,478
성 장 륜		14.6	(28.4)	56.7	33.9	7.2
세계시장대비비중		1.13	0.74	0.92	1.16	1.09

(2) 소프트웨어산업의 현황과 전망

소프트웨어 산업은 지식 집약적이며 두뇌 의존적인 특성을 가지고 있어 어느 산업보다도 인적자원에 대한 의존도가 크다. 특히 전체 업체 수에 있어서는 4%에 불과한 대기업이 전체 기술인력의 48.2%를 보유하고 있어 대기업에 여전히 인력이 집중되고 있으나 1998년의 81%에 비해 급격히 그 비중이 줄어들고 있는 상황이다.

그러나, S/W산업의 경쟁은 인적자원이 구축되면 적은 자본으로 언제든지 진입 할 수가 있으며 점차 기술의 격차가 줄어가는 추세와 광범위한 정보의 공유 등의 사유로 산업전반의 진입 장벽은 매우 낮은 편이다. 이러한 특성 때문에 산업에 종사하는 업체는 매우 많으며, 그 규모도 매우 다양하다. 더욱이 인터넷 시대에 접어들면서 이러한 특성은 더욱 두드러지는 현상을 보이고 있다. 진입장벽이 낮은 만큼 실패의 요소도 매우 크며 그만큼 생존의 조건은 까다로워 졌다고 할 수 있기 때문에 시장의 선점과 속도는 기업의 경쟁력은 물론 생존까지도 좌우하는 요소가 되었다.



자료 : KRG 2001. 12

[그림 III-1] IT 수요 현황

1999년 4월부터는 정부는 ‘사이버코리아21’ 운동을 전개하면서 정보통신망의 고도화, 운영시스템의 글로벌화, 인터넷PC 보급, 관련 법규와 제도정비를 통한 지원 시책을 시행하고 있으며, 초고속 통신망의 조기구축, 1,000배 빠른 인터넷의 개발, 교육 정보화 조기 완결 등 정보통신 분야에 대한 적극적인 지원을 공표하기도 했다. 이처럼 정부의 적극적인 지원시책에 힘입어 [그림 III-1]에서 보는 바와 같이 국내 IT 수요와 관련된 S/W산업의 발전 가능성은 매우 크다고 볼 수도 있을 듯하다.

더욱이 인터넷의 대중화에 따른 정보화 마인드 확산은 인터넷 산업의 발전은 기업의 정보화 환경에도 커다란 변화를 불러 일으켜 기존 클라이언트-서버 중심의 제품은 인트라넷 등의 인터넷 소프트웨어 환경으로 변화되고 있다. 이에 따라 기업용 소프트웨어 산업 역시

평 균 환 율 951.11 1,38.87 1,195 1,131 1,291 1,319

▶ 출처 : 한국소프트웨어산업협회, 2002년도 S/W산업 연차보고서 2002.5.2

인터넷기반의 비즈니스 인터넷 산업으로 그 주류시장이 전환되어 그 동안 후진국 수준에 머물던 중소기업의 전산화를 앞당기는 촉매제 역할을 수행할 것으로 예상된다.

이렇듯, 기존 오프라인 상에서 고가로 사용하던 어플리케이션들을 온라인 상에서 저렴하게 임대하여 사용하게 함으로써 지금까지 고비용 때문에 각종 어플리케이션 도입을 망설여 왔던 중소기업의 전산화에 기여하게 될 것이므로 전통적인 회계, 판매, 생산, 인사관리 등의 MIS제품은 물론 ERP제품도 신장세를 보일 것으로 기대된다.

2. 국내 ERP 시장 규모

국내에서 ERP가 본격적으로 도입되기 시작한 1990년대 중반부터 국내 ERP시장은 매년 성장을 지속하고 있다. IDC는 국내 ERP시장은 매년 꾸준한 성장을 이루어 2004년에는 1억9천만달러로 1999년부터 2004년까지 평균 33%의 성장을 기록할 것으로 전망했다.³⁾

최근 국내 ERP시장의 두드러진 특징은 국내 업체들이 자체 개발한 ERP패키지 판매가 급증하고 있다는 점이다. 지금까지는 ERP가 대기업 계열사 등 각 산업을 주도하는 기업들 중심으로 도입되었으며 이들은 SAP, 오라클, 바안 등 해외 ERP 업체들의 솔루션이 주종을 이루었다. 그러나, 점차 ERP의 수요가 중견, 중소기업들로 확산됨에 따라 자사 실정에 맞는 가격과 기능을 제공하는 국산 ERP 패키지의 수요가 늘어나고 있다. 2002년 상반기 외산업체들이 거둔 매출 총액은 685억원으로 2001년 상반기의 646억원에 비해 6.1% 성장에 그쳤지만 국산업체들은 405억원의 실적을 보여 전년동기의 313억 보다 29.4% 늘어나 외산 대비 5배 가량 높은 성장률을 기록했다. 국산 대비 외산의 비중은 지난 1999년에는 28대 72이었던 것이 2002년 상반기에는 37대 63으로 국산이 계속 외산을 추격하는 양상을 보이고 있는 중이다.

국산 ERP업체들의 성장세가 두드러진 이유는 일반적인 강점 외에 정부의 IT화 지원사업에 따른 중소기업의 수요 증가세, 고급형 ERP를 통한 중견 및 대기업 시장 공략, 꾸준한 연구 개발 투자를 통한 웹 버전과 확장형 ERP 등 신제품 출시, 다양한 성공사례에 기반한 영업력과 지원 능력 강화 등의 긍정적인 시장 요인이 있었기 때문이다.

그러나, 2002년 상반기 ERP 시장에는 전반적인 IT 침체 속에서 당초 3년 기한으로 시작한 정부의 중소기업 지원사업이 예산 소진을 이유로 상반기에 조기 중단됨에 따라 ERP

2) <국내 ERP 시장현황 및 전망>

(단위: 백만달러)

연도	1999	2000	2001	2002	2003	2004	평균
매출액	44.42	73.4	99.4	127.8	158.3	190.0	-
성장률	60.4	65.2	35.4	28.6	23.9	20.0	33.7

▶ 자료: IDC, Korea ERP Software Market, 2000

공급업체들의 어려움이 가중되었다. 외산 업체들의 중견, 중소기업 시장에 대한 하향 공세와 국산업체들의 중견, 대기업 시장으로의 상향 공세가 본격화되면서 시장 상황이 불리하게 돌아감에 따라, 2002년 상반기 ERP 시장은 성장세가 둔화되어 2001년 상반기 성장 수준의 15% 정도 성장하는데 그쳤다. 국산업체들의 대기업 시장 넘보기와 외산업체들의 중소기업 시장을 공략하는 등 시장 타겟이 혼재되어 경쟁이 이루어졌으며 당초 예상했던 금융권보다는 제조, 특히 중견제조업체들의 수요 증대가 확연히 두드러지는 형상을 나타냈다. 그리고, 확장형 ERP의 개념이 보편화되고 ERP의 기능적인 면에서 통합이 주요 이슈로 떠오르면서 ERP의 선택 기준 중 다른 솔루션과의 호환 문제가 중요한 이슈로 부각되었다.

따라서 앞으로의 ERP업체의 생존 여부는 철저한 고객관리와 사후 A/S 체계확립이 가장 중요한 관건으로 떠오르고 있다.

3. 국내 중소기업 대상의 MIS 와 ERP 시장

본 연구의 대상인 더존디지털웨어와 뉴소프트기술이 주력하고자 하는 국내 중소기업 대상의 ERP 시장에 대해 살펴보고자 한다.

국내 사업자 등록업체의 수는 약 260만 여 개인데 이 중 법인기업 34만 여 개 업체들 가운데 4만 여 개의 기업들이 정통부 IT 3만 슬로건의 대상이 되는 ERP 구축이 필요하고 가능한 규모를 갖춘 기업으로 추측된다. 그들 중 8,000여 개 업체들은 이미 ERP를 구축한 상태이고 SAP나 ORACLE 등의 대형 외산 ERP 제품의 구축 대상이 되는 대규모의 업체들은 1,000여 개 업체 내외에 그쳐, 잠재적 중소 ERP 시장의 대상업체의 수는 약 30,000여 개로 추측된다.

이에 중소 ERP의 가격은 각기 다른 개발사들의 제품과 업종에 따른 템플릿 별로 다소 차이는 있겠으나 대부분의 제품가가 1,000만원에서 1억원 사이에 분포하고 또한 중소기업들의 평균적인 구축비용이 3,000만원 선에 수렴하는 것을 고려하면 구축비용만으로도 국내 중소 ERP시장은 9,000억원 규모에 이르게 된다. 여기에 6개월 무상유지보수기간 이후 자연스럽게 되는 유상유지보수계약에 따른 수익이 구축비용의 10~15%에 이르는 것을 감안하여 매년 900억에서 1,300억원의 연간 고정 수익을 창출하게 되면 upgrade market까지 포함하여 모두 1조원 규모의 시장으로 추정된다.

이러한 잠재적 시장의 개척은 정부의 3만개 중소기업 IT화 지원사업의 재개와 2003년부터 매년 지속적으로 시행될 연간 300억원 규모의 중기 IT화 지원사업에 힘입어 5년 안에 30,000만 여 개의 중소기업에 ERP가 구축될 것으로 기대되나 그 이후에는 시장 성장의 둔화가 예상된다. 이러한 관점에서 볼 때, 국내 중소기업 대상 ERP 시장은 1조원 규모의 시장에 연간 900억원에서 1,800억원 정도의 성장을 더하며 당분간 가속화될 전망이다.

IV. 합병의 추진과 무산

양 사의 합병은 코스닥 등록 동종기업간의 최초의 합병으로 우량기업간의 자율적인 합병이라는 점에서도 그 의의를 갖지만 특수관계가 아닌 경영권을 초월한 기업 간의 모범적인 합병 사례라는 점에서 더 큰 의의를 갖는다고 하겠다.

1. 예상 합병 시너지

(1) 양 사의 강점과 약점

더존디지털웨어는 세무회계사무소의 독립적 지위에 기초한 seed market과 전국적인 유통망, 교육 및 고객지원 시스템, 그리고 제품 구성에 있어 다양한 업종별 템플릿에 따른 비즈니스 프로세스를 갖추고 있는 등의 마케팅에 있어 강점이 있는 반면에, MIS 위주의 기업 이미지와 웹 기반의 ERP 부재라는 ERP 부문에 있어 약점을 가지고 있다.

뉴소프트기술은 100% 웹 기반의 ERP에 있어 최다 실적을 보유한 기술적 우위를 선점하고 있고 협업적 IT화 솔루션(B2Bi) 개발에 성공하였다. 이러한 기술적 부가가치를 인정받아 대한상공회의소의 중기 IT화 사업 지원을 받고 있으며 삼성 SDS와도 제품 uniLITE의 공동 마케팅을 펼치고 있다. 그러나, 이렇게 ERP 기술면에 있어 강점이 있는 반면에 마케팅 기반이 미약하고, 고객 서비스 인프라가 부족하며, MIS 시장이 취약하다는 약점을 안고 있다.

양 사의 합병은 결국 세무회계 MIS seed market과 전국적 영업조직을 기반으로 한 더존 디지털웨어의 강력한 마케팅력과 web 기반 ERP에서 차별화 된 기술을 보유한 뉴소프트기술의 기술력 등의 양 사의 강점이 서로의 약점을 보완하며 실제 제품 및 서비스 개발, 시장확대, 매출증대에 있어 눈에 보이는 시너지 효과를 거둘 것으로 예상된다.

(2) 합병으로부터 기대되는 시너지 효과

더존디지털웨어와 뉴소프트기술 간의 합병 시 기대되는 시너지 효과는 크게 세 가지로 나누어 볼 수 있다. 우선, 더존디지털웨어는 중소기업용, 뉴소프트기술은 중견기업용 고객층으로 하는 등 양 사의 target 시장이 서로 다르기 때문에 시장 coverage가 거의 중복됨이 없이 넓어지게 된다. 또한, 각 사의 ERP 투자에 대한 중복된 기술투자비용을 줄여서 효율성을 높임으로 인해 제품의 출시시간을 단축하는 등 경쟁력을 강화할 수 있다. 그리고, 국내 검증된 IT인력의 어려움을 합병을 통해 어려움 없이 해소할 수 있어 새로운 제품과 서

비스 개발을 위한 과감한 투자에 충분한 인력을 운용할 수 있다. 더욱이 양 사의 합병은 동일규모의 ERP개발 중복성을 제거함으로써 중복투자를 배제하고, 양 사의 검증된 전문인력을 확보하여 확장형 ERP (B2Bi, SCM(공급망관리), IMS, CRM(고객관계 관리) 등)를 개발함으로써 대기업 시장에서 외산 제품과 경쟁할 수 있을 것으로 예측된다. 또한 양 사의 marketing power의 통합을 통해 국내시장의 시장지배력을 강화하며, 해외ERP버전개발 전담(중국화, 일본화 및 기타)하고 삼성SDS와 전략적 제휴 추진하여 high brand 개발을 통한 해외시장을 공략하는 등 성장 돌파구를 제공할 수 있을 것으로 기대된다.

2. 합병 추진 경과

(1) 1차 시도

더존디지털웨어는 지난 2002년 6월 25일 이사회에서 2002년 9월 15일을 기해 뉴소프트기술을 흡수합병하기로 하고, 8월 임시 주총에서 이를 결의해 뉴소프트기술 보통주 1주당 더존디지털웨어의 보통주 0.4210주를 배정하였다. 이에 따라 1,800만불 상당의 해외 CB(convertible bond: 전환사채) 전환물량을 제외한 합병 후 총 주식수가 6,544,655주(더존디지털웨어의 구주 4,286,000주와 합병에 의해 뉴소프트기술의 주주가 배정 받게 되는 2,258,655주를 합산)가 되도록 하였다.

합병비율은 증권거래법시행규칙 제 36조의 12 제 1항의 규정에 의거 합병신고서제출일 전일(2002년 6월 23일)을 기산일로 하여 최근 일의 종가를 산술평균 한 가액과 증가 중 낮은 가액으로 산정한 양 사의 기준시가의 비율로 책정했다.⁴⁾

지난 6월 25일 최초 합병발표 당시 더존디지털웨어의 경우 2001년의 실적호전에 이어 2002년 1사분기까지 견조한 실적호전이 이어지고 있었다. 그러나, 이후, 업종의 전반적인 실

<더존디지털웨어>

구 분	금 액 (원)	비 고
최근 1월간 거래량 가중평균증가(A)	22,677	2002.5.24 - 2002.6.23
최근 1주일간 거래량 가중평균증가(B)	20,681	2002.6.17 - 2002.6.23
최근일 증가(C)	19,950	2002.6.21
산술평균(D)	21,103	(A+B+C)/3
기준주가	19,950	MIN(C,D)

<뉴소프트기술>

구 분	금 액 (원)	비 고
최근 1월간 거래량 가중평균증가(A)	8,937	2002.5.24 - 2002.6.23
최근 1주일간 거래량 가중평균증가(B)	8,897	2002.6.17 - 2002.6.23
최근일 증가(C)	8,400	2002.6.23
산술평균(D)	8,745	(A+B+C)/3
기준주가	8,400	MIN(C,D)

적악화와 시장침체로 인해 주가차별화를 실현하지 못하고 동반하락하면서 2001년 말 발행했던 1,800만불 상당의 해외 CB 물량이 주식으로 전환될 수 있는 기회조차 상실하였다. 이는 주가하락 → CB 주식전환 기회 상실 → CB 미전환에 따른 향후 채권 발행 등에 대한 물량 부담 → CB 가치의 하락으로 매도기회 상실 → 주가하락의 악순환으로 이어지고 있었다.

그러나, 뉴소프트기술의 경우에는, 앞서서도 언급하였듯이, 2002년 상반기 이후 실적악화의 조짐이 보임에도 불구하고 하반기 실적호전에 대한 시장의 낙관적 기대 때문에 실제로는 매우 고평가 된 주가 수준을 형성하고 있었다

지난해 해외 전환사채를 발행했던 더존디지털웨어는 합병 발표 후에도 증시 침체에 따라 계속되는 주가의 동반하락으로 지난 8월 초 그 전환가액을 31,100원에서 19,630원으로 조정하기에 이르렀다. 그러나, 연이은 반기 실적호전에 대한 보고와 싱가포르, 인도네시아 등 해외시장 진출 소식, 합병기업의 육성을 위한 전문경영인의 영입, 합병시너지에 대한 기대로 인해 주식매수청구 기한을 6일 남겨놓은 8월 29일에는 주가가 22,000원대까지 회복세를 보이기도 했다.

그럼에도 불구하고, 주식매수청구 기한인 2002년 9월 4일, 더존디지털웨어의 주식매수청구규모가 13.05%에 이르게 되어 2002년 9월 4일, 처음으로 시도된 양 사의 합병은 무산되었다. 이는 주식매수청구권의 규모가 전체 발행주식수의 10% 이내에서 행사되고 뉴소프트기술의 합병계약서 또한 승인되는 조건으로 합병을 승인한다는 8월 12일 임시 주총 결의에 따른 것이다. 합병시너지에 대한 시장의 기대를 반영하듯 이날 더존디지털웨어의 주가는 7% 하락했으며, 특히 합병의 수혜를 입을 것으로 예상한 뉴소프트기술의 투자자들의 실망이 매우 컸는지 뉴소프트기술의 주가는 하한가를 기록하며 주저앉았다.

(2) 2차 시도

그러나, 양 사는 합병에 대한 의지를 더욱 견고히 하여 무산 일주일만에 다시 합병을 결의하였다. 이번에는 새로이 출하되는 신제품 등 이미 시작된 업무제휴 성과를 앞세워 보다 적극적으로 주주를 설득함은 물론, 계속되는 증시침체로 인한 주가하락에 대비하여 합병비용부담에 따른 현금흐름을 확보하기 위해 양 사 모두 자사주를 신탁하였다. 여기에 더존디지털웨어의 경우, 주식매수청구가 또한 18.05% 내려 재 책정하는 등 방어적인 측면에서도 만반의 준비를 기하는 노력을 기울였다.

이에 따라, 합병기일은 12월 2일로 연기되었고, 지난 합병 발표일 종가를 기준으로 책정되었던 합병비율 1:0.421 또한 재추진된 합병신고서제출일의 전일인 9월 9일 종가를 기준으로 한 1:0.40367로 배정되게 되어 1,800만불 상당의 해외 CB 전환물량을 제외한 합병

후 총주식수는 6,451,689주가 되었다.⁵⁾ 이는 지난 합병시도의 결렬로 인한 양 사의 주가의 하락에 있어 뉴소프트기술 주가의 낙폭이 더존디지털웨어보다 더 커서 합병비용이 1차 시도 때보다 4% 정도 절감된 수치이다.

10월 29일에 열린 임시 주총에서는 양 사 모두 지난 합병시도 때와 같은 조건부로 승인을 하여 이 번에는 합병이 성사되는데 별 무리가 없을 듯 보였다. 그러나, 지난 9월 27일 해외공모전환사채 발행조건에서 원리금 상환방법 중 투자자의 조기상환조건을 발행 2년 이후로부터 1년 이후로 변경함에 따라, 10월 31일, 2004년 11월 4일에 만기를 앞둔 해외전환사채 23,328,000,000원(권면기준, US\$18,000,000, 기준환율 1,296원) 중 권면총액 기준 9,511,038,095원 어치를 해외 CB put option 행사에 따라 상환하게 되었다. 이에 따라 9,986,590,000원에 CB를 취득하게 되었고 이는 합병비용 부담 시의 현금흐름에 대한 불안감을 증폭시켰다.

이와 더불어 11월 12일에는 BARINGS(GUERNSEY)사가 해외전환사채 648,000,000원에 대하여 전환가격 16,450원으로 39,392주를 청구했다. 이에 따라, 합병 시 차후 희석우려를 낳을 것으로 여겨졌던 해외 전환사채의 미상환잔액은 결국 12,830,400,000원으로 줄어들어 발행 당시의 주식수 규모 1,418,115주의 23,328,000,000원의 55% 수준으로 낮아졌다. 이는 차후 주가가 회복됨에 따라 행사가능성이 높아진다 하더라도 그에 따른 희석위험이 합병에 미칠 영향은 사실상 그리 크지 않게 될 것임을 뜻한다.

이후, 11월 19일 주식매수청구권의 행사기한을 앞두고 더존디지털웨어와 뉴소프트기술의 3분기 실적에 대한 각각 성장둔화와 실적악화 소식이 주가하락으로 이어져, 10월 말 해외 CB의 만기 전 취득으로 인해 16,450에 이르던 더존디지털웨어의 주가는 3분기 보고가 이루어지던 11월 14일에는 14,500원, 18일에는 14,150원까지 14%가량 하락하였다. 결국 양 사의 주식매수청구비율은 더존디지털웨어는 16.44%, 애초 15%의 주식매수청구한도를 넘지 않았던 뉴소프트기술도 20.86%로 한도를 크게 넘어 또 다시 합병은 무산되었다.

		<더존디지털웨어>	
구 분	금 액 (원)	비 고	
최근 1월간 거래량 가중평균증가(A)	19,638		2002.8.12 - 2002.9.9
최근 1주일간 거래량 가중평균증가(B)	17,574		2002.9.3 - 2002.9.9
최근일 증가(C)	16,350		2002.9.9
산술평균(D)	17,854		(A+B+C)/3
기준주가	16,350		MIN(C,D)
		<뉴소프트기술>	
구 분	금 액 (원)	비 고	
최근 1월간 거래량 가중평균증가(A)	7,730		2002.8.12 - 2002.9.9
최근 1주일간 거래량 가중평균증가(B)	6,903		2002.9.3 - 2002.9.9
최근일 증가(C)	6,600		2002.9.9
산술평균(D)	7,078		(A+B+C)/3
기준주가	6,600		MIN(C,D)

(3) 합병비율의 산정 및 그 적정성 평가

우리나라의 경우, 상장·등록기업 간의 합병비율을 위에서 살펴본 바와 같이 증권거래법 시행규칙에 의해 합병신고일전후의 시가를 기준으로 산정하도록 되어 있으나, 그 적정성에 있어 논란이 많을 수밖에 없다. 왜냐하면, 시장에서 인식한 각 합병당사자에 대한 가치가 반드시 그 내재가치를 충실히 반영하여 결정되는 것이 아니기 때문이다.

더존디지털웨어와 뉴소프트기술의 경우 6월 말 시가에 기초한 최초 합병비율은 1:0.4210이지만, 같은 시기 실적을 바탕으로 예측한 이익에 대한 양 사의 PER는 앞에서도 살펴 보았듯이 각각 15.2배와 42.2배로 업종평균 19.3배에 비해 서로 큰 차이를 보이고 있다.

이러한 경우, 특히 합병회사의 PER가 업종평균에 비해 저평가 되고 피합병회사의 PER가 고평가된 경우, 합병의 수혜여부와 비용부담의 적정여부가 양 사의 투자자들에게는 민감하게 작용할 수밖에 없는 중대한 사안으로 부각되므로 합병비율의 적정성 평가에 대해 보다 객관적인 평가기준을 필요로 하게 된다. 합병비율의 적정성 평가를 위한 기준으로는 예상 실적을 바탕으로 하는 재무비율 비교 등의 여러 방법이 있겠으나, 본 연구에서는 기업의 내재가치를 바탕으로 하여 합병비율 적정성을 평가해보고자 한다.

내재가치를 바탕으로 한 기업가치(value of business: V)는 사업수명기간 동안 예상되는 현금흐름을 자본비용으로 할인한 현재가치(present value: PV)의 합으로 정의된다.

$$V = \sum PV(\text{cashflow})$$

전통적인 재무관리의 기업가치평가법에서는 기업가치는 기업이 영위하는 사업들의 부가가치 창출력을 평가함으로써 측정된다고 보았다. 잉여현금흐름모형(free cash flow model: FCF)은 이러한 부가가치 창출력을 잉여현금흐름액으로 측정하는 것으로서, 잉여현금흐름액이란 현금유입액에서 감가상각비와 자본적 지출 성격이 강한 신규투자액을 차감한 것이다. 이는 회계이익을 현금흐름으로 전환치 않고는 기업가치의 측정에 직접적으로 반영할 수 없다는 전통적인 재무관리적인 시각에서 출발한 모형이다. 그리하여 기업가치를 사업예측기간 중 발생한 잉여현금흐름을 적절한 자본비용으로 할인하여 합산한 값과 사업예측기간 이후에도 얻을 수 있는 잔여가치(terminal value)가치의 합으로 본다.

$$V = \sum PV(\text{FCF}) + \text{잔여가치}$$

반면, 초과이익모형은 회계정보를 기업가치 측정에 이용하는 기법으로, 당기의 순이익으로 미래순이익을 예측하고자 미래현금흐름유입과 미래순이익의 관계를 당기의 현금유입과 순이익과의 관계를 통해 유추하는 방법이다. 이는 기업가치를 사업가치와 비사업자산의 가

치의 합으로 보며, 다시 사업가치를 부가가치 창출을 위한 투하자본(invested capital: *IC*)과 그로부터 창출된 이익에서 자본비용을 차감한 초과이익(excess earnings: *EE*)의 현재가치의 합으로 나누어 볼 수 있다.

$$V = \text{사업가치} + \text{비사업자산의 가치}$$

$$\text{사업가치} = IC + \Sigma PV(EE)$$

재무관리 이론에서는 다양한 회계방법의 이용가능성에 따라 회계이익이 조작될 가능성이 높기 때문에 회계정보를 기업가치 측정에 직접적으로 반영할 수 없다고 했다. 그러나, 이러한 전통적인 우려에 반해, 회계제도의 보수성이나 회계처리의 임의성으로부터 기인되는 여러 편익의 등 기업 간의 상이성이 다년간의 부가가치 창출력을 반영하는 기업의 가치평가에 영향을 미치지 못하기 때문에, 초과이익모형과 잉여현금흐름모형의 의한 기업가치 평가는 결국 같은 결과를 갖는다고 할 수 있다.⁶⁾

당 사례에 대해서는 회계정보를 바탕으로 사업가치와 비사업자산의 가치로 나누어 기업가치를 측정할 수 있는 초과이익모형을 통해 더존디지털웨어와 뉴소프트기술의 합병비율의 적정성을 평가해 보겠다. 단, 합병추진과정에서 선행된 양 사의 업무제휴 등을 통한 일시적인 이익의 이전 및 보조금 지원의 중단과 재지급 결정 등 관련산업 성장에 관한 단기적인 불확실성으로 인해 2003년 이후의 양 사의 미래 이익을 추측하기 어려우므로 2002년의 이익수준이 영구히 지속되는 경우와 불확실하기는 하나 산업성장률에 기준하여 성장이 있는 경우를 가정하여 두 기업의 가치를 평가했다.

① 미래 성장을 고려하지 않은 합병비율의 적정성 평가

i) 더존디지털웨어

더존디지털웨어가 영위하고 있는 주요 사업분야는 소규모사업자 및 중소기업용 경영관리 소프트웨어를 제공하는 MIS 솔루션 사업과 중견기업 및 대기업용 전사적 자원관리 소프트웨어를 제공하는 ERP 솔루션 사업, 그리고 소프트웨어 및 하드웨어 유지보수를 위한 SM(System Maintenance)사업, 여러 하드웨어(H/W) 제조사들과 제휴한 H/W suppliance 및 network 솔루션 사업, 인터넷을 활용한 경영 및 세무관련 비즈니스 전문 인터넷 포털 사이트 사업, 전산세무회계 자격시험강좌 및 세무대답을 위한 인터넷 방송 사업이 있으나, 실제 지속적인 매출은 중소기업의 세무중심 솔루션이 NEO-PLUS가 주종을 이루고 있다. 세부 내역은 아래 <표 IV-1>과 같다.

6) 자세한 내용은 <기업가치평가론> 강효석, 이원홍, 조장연, p175~179 참조

<표 IV-1> 합병 전 더존디지털웨어 매출 및 손익

(단위: 억원)

	2000	2001	2002
NEO-PLUS	84.5	121.9	124.8
기타	21.2	30.4	40.2
기존제품 매출액	105.7	152.3	165.0
신규제품 매출액	0.0	12.0	21.6
제품 매출액	105.7	164.3	186.6
상품 매출액	22.7	23.6	15.6
기타 매출액	18.9	33.7	68.2
매출총계	147.3	221.5	270.4
영업이익	50.0	64.3	67.1
당기순이익	40.2	52.7	38.4

자료 : 더존디지털웨어 공시자료

<표 IV-1>는 합병 전 더존디지털웨어의 매출 및 손익에 관한 최근 3년 간의 손익계산서 내용 중 가치평가에 기본이 되는 주요 항목들만으로 간추려 놓은 것이다.

합병의 발표시점이 1차와 2차 시도 각각 6월 24일과 9월 10일이므로 2002년의 매출과 손익은 각 추진시점에서의 기대치가 되어 할 것이다. 그러나, 이는 각각 반기와 3/4분기 보고서점에 가까워 당시 대부분의 전문가들에 의한 2002년 예상 실적치들이 2003년 초에 공시된 실현치와 크게 다르지 않으므로 본 연구에서는 예상치들에 대한 평균의 개념으로 실현치를 대응했다. 2001년까지의 높은 성장세와는 대조적으로 2002년도에는 매출액과 영업이익 면에서 별다른 성장이 없고 순이익은 오히려 감소했다. 이는 주력 매출품목인 NEO-PLUS의 매출증대가 거의 이루어지지 않음에 따라 생산성에 있어 부진을 보였고, 2001년도에 발행한 해외 CB에 대한 이자비용과 증시악화로 인한 지분법평가손실과 투자유가증권감액손실이 컸던 데에 기인한다.

위와 같은 자료를 한 초과이익모형을 통해 더존디지털웨어의 가치평가를 하자면, 세후영업이익(net operating profit less adjusted taxes:NOPLAT)은 초과이익모형을 통한 가치평가 시에도 초과이익을 산출하는 출발점이 된다. NOPLAT에서 자본비용을 공제한 금액이 바로 당기의 초과이익이 된다.

$$EE = NOPLAT - (WACC \times IC)$$

• WACC : 가중평균자본비용 (weighted average cost of capital)

• EE : 초과이익 (Excess Earnings)

여기의 *IC*은 자기자본이 아니라 투하자본을 말하는데, 이는 *NOPLAT*에 이자비용이 포함되어있다. 이러한 초과이익의 *NOPLAT*과 *IC*에서 정상적인 영업활동의 이익력을 제대로 평가하지 못한다고 판단되는 일부 적절치 못한 회계방법을 조정하면 *EE*는 *EVA*(economic value added)으로 전환된다.

$$EVA = NOPLAT + \Delta NOP - WACC (IC + \Delta \cap)$$

• $\Delta NOP = NOPLAT$ 조정항목

• $\Delta \cap = IC$ 조정항목

$$EVA = NOPLAT - \text{자본비용액} + \Delta NOP$$

*EVA*는 발생주의 회계처리에 의해 초과이익에 반영된 영업관련 비지출 비용과 비입금 수익을 *NOPLAT*과 *IC*에서 조정해줌으로써 보다 순수한 기업의 영업이익 창출력을 그 기업의 부가가치로 나타낸다.

이렇게 구한 다년간의 *EVA*를 자본비용으로 할인하여 투하자본과 비사업자산의 가치와 더해지면 전체 기업가치를 구하게 되고, 여기서 이자성 부채를 빼주면 주주지분기업가치를 구하게 된다. 그리고, 이를 의결권이 있는 총발행주식수로 나눠주면 초과이익 모형에 의한 적정주가를 구하게 된다. 즉,

$$\text{전체기업가치} = \text{adjustedIC} + \Sigma PV(EVA) + \text{비사업자산의가치}$$

$$\text{주주지분기업가치} = \text{전체기업가치} - \text{이자성부채}$$

$$\text{적정주가} = \text{주주지분기업가치} / \text{총발행주식수}$$

이러한 초과이익모형을 통해 더존디지털웨어의 합병을 위한 적정주가를 구하면 다음의 <표 IV-2>와 같다.

<표 IV-2> 초과이익모형에 의한 더존디지털웨어의 기업가치평가

(단위: 억원, %)

2002년 유효법인세율		29.7%	
2002년 세후순영업이익 (NOPLAT)		56.1	
	2002년 세전순영업이익 ^a	2002년 영업이익	79.8
		2002년 기타 사업관련 이익	67.1
		2002년 기타 사업관련 비용	0.0
		12.7	
2002년 기중 사업용 투자자본 ^b		199.5	
2002년 초 사업용 투자자본 ^c		168.5	
	2002년 초 자산총계	484.6	
	2002년 초 비사업용 자산 ^d	(260.6)	
	2002년 초 비이자성부채 ^e	(56.1)	
	2001년 유형자산처분손실	0.0	
	2001년 유형자산처분이익	(0.0)	
2002년 말 사업용 투자자본 ^c		230.4	
	2002년 말 자산총계	387.3	
	2002년 말 비사업용 자산 ^d	(94.2)	
	2002년 말 비이자성 부채 ^e	(62.7)	
	2002년 유형자산처분손실	0.0	
	2002년 유형자산처분이익	(0.0)	
2002년 기중 가중평균 자본비용(WACC) ^f		9.45%	
자기자본비용(K _e)		12.95%	
	R _f (3년만기 국고채수익률)	5.3% ^g	
	[E(R _m)-R _f] (위험프리미엄)	9% ^h	
	β	0.85 ⁱ	
2002년 기중 자기자본		195.5	
	2002년 초 자기자본	199.7	
	2002년 말 자기자본	191.3	
세후타인자본비용(K _d)		5.58%	
	2002년 초 이자성부채 ^j	226.9	
	2002년 말 이자성부채 ^j	126.0	
	2002년 기중 이자성부채	176.5	
	2002년 지급이자	14.0	
2002년 EVA ^k		37.2	
기업가치	전체기업가치 ^l	822.8	
	주주지분 기업가치 ^m	595.9	
	적정주가 ^o	13,780원	

^a 2002년 영업이익+2002년 기타 사업관련 이익(수입수수료)-2002년 기타 사업관련 비용(퇴직금실지급액+퇴직보험예치금전입액+국민연금전환금전입액-퇴직급여충당금전입액-대손충당금전입액-대손상각비-개발비상각)

^b (2002년 초 사업용 투자자본+2002년 말 예상 사업용 투자자본)/2

- ^c $\text{운전자본} + \text{시설자금} = \text{사업용자산} - \text{비이자성부채} = (\text{자산총계} - \text{비사업용자산}) - \text{비이자성부채} + (\text{유형자산처분손실} - \text{유형자산처분이익})$
- ^d 단기금융상품+투자자산-보증금(사업용)
- ^e 유동부채 44.9억원+퇴직급여충당금잔액 18.3억원-퇴직보험예치금 6.8억원-국민연금전환금 0.5억원+이연법인세 대 6.8억원
- ^f $\text{Kex}(2002\text{년 기중 자기자본}/(2002\text{년 기중 자기자본}+2002\text{년 기중 이자성부채}))+\text{Kdx}(2002\text{년 기중 이자성부채} / (2002\text{년 기중 자기자본}+2002\text{년 기중 이자성부채}))$
- ^g 자료 : 2002년 12월 15일 동아일보
- ^h 자료 : 2002년 10월 골드만삭스 추정-2002년 10월 13일 중앙일보
- ⁱ 자료 : 2002년 6월 기본 한국신용평가정보 추정 www.kisinfo.com
- ^j 단기차입금+전환사채-사채할인발행차금
- ^k 2002년 NOPLAT-2002년 기중 사업용 투하자본xWACC
- ^l $2002\text{년 초 사업용 투하자본}+(2002\text{년 NOPLAT}-2002\text{년 기중 사업용 투하자본} \times \text{WACC})/\text{WACC}+2002\text{년 초 비사업자산의 가치}$
- ^m $\text{전체기업가치}-2002\text{년 초 이자성부채의 가치}=[2002\text{년 초 사업용 투하자본}+(2002\text{년 NOPLAT}-2002\text{년 기중 사업용 투하자본} \times \text{WACC})/\text{WACC}+2002\text{년 초 비사업자산의 가치}]-2002\text{년 초 이자성 부채}$
- ^o 주주지분기업가치/발행주식총수=59,590,000,000원/4,325,392주

위와 같이 2002년의 이익이 영구히 지속될 것으로 가정하여 초과이익모형에 의해 구한 더존디지털웨어의 적정주가는 13,780원이다.

이는 1차 합병시도 시의 주가 19,950원과 2차 합병시도 시의 주가 16,350원 보다도 낮은 가격이다. PER 분석 등에 의해 비교적 시장에서 저평가되어 있다고 여겨지는 더존 디지털웨어의 주가이지만 미래 성장이 아예 배제되지 않고 어느 정도는 반영되고 있음을 보여준다.

한편으로 시장에서 인식한 더존지디털웨어의 주가가 미래성장을 고려한 내재가치에 비해 한참 저평가 되어있는 반면 미래성장을 고려하지 않은 내재가치에 비해 상당히 고 평가되어 있다는 것은 초과이익모형에 의한 내재가치평가 시 미래성장에 대한 기대가 기업가치 결정에 있어 차지하는 비중이 얼마나 큰가를 짐작하게 한다.

ii) 뉴소프트기술

뉴소프트기술은 100% web을 기반으로 한 ERP 시스템을 중심으로 기업용 S/W를 개발하고 보급하는 업무를 주 사업으로 하는 업체로서 인터넷 사업을 주력으로 했다. 이러한 웹 기반 응용프로그램의 개발기술과 ERP의 설계 능력 및 중소, 중견기업에 ERP를 구축한 노하우를 집약 시켜 1998년 최초로 100% web기반 ERP인 DreamERP를 개발하였고 이를 지속적으로 업그레이드하여 현재의 B2BERP가 탄생하게 되었다. 현재는 웹 기반 응용프로그램의 개발 기술면에서는 타 개발기업을 컨설팅을 할 정도로 각계의 인정을 받은 상태다. 국내 최초로 자체 개발한 100% web기반 ERP 및 marketplace,

전자 catalogue, B2Bi, USB솔루션 등 시기적으로는 시장의 후발이지만 각종 경쟁에서 우위를 차지하는 등 기존 경쟁사의 시장점유율을 높여가고 있다. 뉴소프트웨어는 다수의 국내 business partner(ERP의 보급 및 컨설팅 파트너)를 비롯하여 전략적 파트너인 대외기관(중소기업진흥공단, 대한상공회의소 등)을 확보하고 있으며 산학협동을 통하여 인재의 양성과 발굴, 활용 및 솔루션의 다각화에 힘쓰고 있다. 그러나, 적극적인 마케팅 기반이 없는 파트너 중심의 영업기반은 아직은 취약한 것으로 평가받고 있다.

그러나, 뉴소프트기술은 과거의 높은 성장률과 제품개발 및 마케팅 전개 노력에도 불구하고 2002년 초의 예상과는 달리 전체 매출액의 26%와 25%로 과거 매출기여도가 가장 높았던 B2BERP와 uniLITE의 매출이 급감하였다. 그 결과 2002년 3분기 순이익이 지난 해 같은 기간에 비해 84.8% 줄어드는 등 실적부진을 보였다. 2002년 이후에도 내수경기 둔화와 대선 이후의 정책변화 가능성과 IT투자위축이 지속되면서 중소기업용 ERP 시장의 경쟁이 더욱 치열해져 최근 출시이후 폭발적인 반응을 얻고있는 USB 보안인증을 제외하고는 매출의 4분기실적개선도 크게 개선되기 힘들 것으로 전망된다. 이러한 실제 내재가치를 고려할 때, 합병발표 당시 뉴소프트기술은 더존디지털웨어에 비해 상대적으로 상당히 고평가 된 PER를 가지고 있었던 것으로 추측된다.

<표 IV-3> 합병 전 뉴소프트기술의 매출 추정

(단위: 억원)

	2000	2001	2002
ERP(용역) 합계	19.5	57.7	44.5
기타(용역)합계	38.9	17.9	6.9
용역매출합계	58.3	75.5	51.4
상품합계	6.1	67.4	69.4
매출총계	64.4	142.9	120.8
영업이익	18.3	23.6	-14.1
당기순이익	14.7	18.3	-8.4

자료 : 뉴소프트기술 공시자료

<표 IV-3>은 뉴소프트기술의 합병 전 매출 및 손익에 관한 최근 3년간의 손익계산서 내용 중 가치평가에 기본이 되는 주요 항목들만으로 간추려 놓은 것이다.

뉴소프트웨어의 경우 2001년까지 지속되던 이익성장이 2002년에는 매출하락은 물론 영업이익과 당기순이익이 손실을 기록할 정도로 생산성이 심하게 손상되었다. 이는 매출은 하락된 데에 반해 매출원가와 판매비와 관리비는 크게 늘어 사업의 이익창출력이 크게 훼손되었기 때문이다. 특히 영업외손익은 예년과 크게 다르지 않아 증시상황을 포함한 영업이

외의 외적변화에 의한 것이 아님을 보여주어, 미래 이익의 성장에 대한 기대마저도 불투명하게 한다. 뉴소프트기술의 합병비율의 적정성을 평가하기 위한 적정주가 산출은 더존디지털웨어의 경우와 마찬가지로 초과이익모형을 통해 <표 IV-4>와 같이 구해보았다.

<표 IV-4> 초과이익모형에 의한 뉴소프트기술의 기업가치평가

(단위: 억원, %)

2002년 유효법인세율		23.2%	
2002년 세후순영업이익 (NOPLAT)	2002년 세전순영업이익	(7.07)	
		(9.2)	
		2002년 영업이익	(14.1)
		2002년 기타 사업관련 이익	0.0
		2002년 기타 사업관련 비용	4.9
2002년 기중 사업용 투하자본		75.4	
2002년 초 사업용 투하자본		59.5	
	2002년 초 자산총계	172.0	
	2002년 초 비사업용자산	(93.7)	
	2002년 초 비이자성 부채	(18.9)	
	2001년 유형자산폐기손실	0.1	
2002년 말 사업용 투하자본		91.3	
	2002년 말 자산총계	134.8	
	2002년 말 비사업용 자산	(22.6)	
	2002년 말 비이자성 부채	(20.9)	
2002년 기중 가중평균 자본비용 (WACC)		16.86%	
자기자본비용(Ke)		17.27%	
	Rf (3년만기 국고채수익률)	5.3%	
	[E(Rm)-Rf] (위험프리미엄)	9%	
	β	1.33	
2002년 기중 자기자본		128.8	
	2002년 초 자기자본	147.4	
	2002년 말 자기자본	110.2	
세후타인자본비용(Kd)		6.1%	
	2002년 초 이자성부채	5.7	
	2002년 말 이자성부채	4.0	
	2002년 기중 이자성부채	4.9	
	2002년 지급이자	0.3	
2002년 EVA		(19.8)	
기업가치	전체기업가치	149.9	
	주주지분기업가치	144.2	
	적정주가	2,690원	

iii) 내재가치평가에 의한 <더존디지털웨어와 뉴소프트기술의 적정합병비율>

<표 IV-5> 초과이익모형에 의해 추정된 더존디지털웨어와 뉴소프트기술의 적정주가와 합병비율

	더존디지털웨어	뉴소프트기술	합병비율
1차합병시도	19,950	8,400	1 : 0.4210
2차 합병시도	16,350	6,600	1 : 0.40367
초과이익모형에 의한 적정주가	13,780	2,690	1 : 0.1952

<표 IV-5>는 2002년의 영업이익 수준이 지속된다는 가정 하에 초과이익모형으로 추정한 더존디지털웨어와 뉴소프트기술의 적정주가와 그에 따른 적정 합병비율, 그리고 두 차례에 걸쳐 법이 정한 바에 따라 책정되었던 양 사의 합병비율들을 비교해놓은 표이다. 이는 2002년의 영업이익 수준이 지속된다는 비현실적인 추정한 적정비율과의 비율이므로 각기 다를 수도 있는 양 사의 미래 성장성을 고려한다면 적정비율은 달라질 수 있다.

그러나 강력한 마케팅을 바탕으로 제품 매출에 강한 더존디지털웨어와 파트너를 통한 용역매출에 주력하는 뉴소프트기술은 각자의 성장을 주도하는 핵심역량 면에서 크게 다를 것으로 기대되기 때문에 이에 따른 미래 성장성에 대한 기대 또한 차이가 날 수 밖에 없을 것으로 여겨진다. 그러므로 다음과 같이 양 사의 장·단기 성장에 대한 기대를 반영한 적정주가에 다른 적정비율을 추정하는 것이 더욱 바람직할 것이다.

② 양 사의 미래 성장을 고려한 합병 적정비율

i) 환경분석

양 사의 미래의 성장, 즉 수익창출력을 예상하기 위해서는, 우선, 양 사가 속해있는 산업전반과 시장에 관한 환경분석을 기초하여 당해 양 사의 생산성에 기여하는 핵심역량으로부터의 미래 성장성을 장·단기로 나누어 추정할 수 있어야 한다.

국내 S/W 시장의 약 37%를 차지하는 ERP 시장의 성장은 2000년 당시 예상하기를 <표 VI-8>에서 보는 바와 같이 2004년까지 성장률 20%선에 수렴하면서 평균 33.7%의 고성장세를 유지할 것으로 기대되었다. 그러나 2001년부터 시작된 국내 소프트웨어 산업 전체의 실적악화를 통해서도 알 수 있듯이, 당초 35.4%과 28.6%에 이를 것으로 기대되었던 2001년도와 2002년도 ERP 시장의 성장률은 <표 VI-6-1>에서와 같이 각각 11.4%와 10.9%대로 내려앉았다.

<표 VI-6> 국내 ERP 시장 현황 및 전망
2000년에 내어다 본 고성장세의 전망치

(단위: 백만달러, %)

연 도	1999	2000(E)	2001(E)	2002(E)	2003(E)	2004(E)	평균
매출액	44.42	73.40	99.40	127.80	158.30	190.00	-
성장률	60.4	65.2	35.4	28.6	23.9	20.0	33.7

자료 : IDC, KOREA ERP SOFTWARE MARKET 2000

<표 VI-6-1> 2002년 이후 조정된 보수적인 전망치

(단위: 백만달러, %)

연 도	2001	2002	2003(E)	2004(E)	2005(E)	2006(E)	평 균
매출액	81	89.8	99.4	109.8	121.2	134.8	-
성장률	11.4	10.9	10.65	10.425	10.418	10.4	10.7

자료 : inews24, 2002년 8월과 2003년 3월 IDC 보고 인용

이렇게 당초 기대의 절반 수준으로 실적이 악화되자 보다 보수적인 전망이 나오게 되어, 2005년까지 평균 9.7%의 성장이 예상되는 세계 ERP 시장에 대한 전망을 반영하듯 국내 ERP 시장도 <표 IV-6-1>에서 보는 바와 같이 2006년까지 평균 10.7%의 성장을 이룰 것으로 기대수준을 하향 조정하게 되었다.

그러나 선진국 및 국내 GDP 성장 수준과 비교해 볼 때, 위와 같은 전망은 사업의 수명 측면에 있어 국내뿐만 아니라 세계 ERP 산업은 아직 평균 9~10%의 성장률을 보이는 초과성장기에 속하므로 이후 장기적으로 수렴할 것으로 기대되는 정상성장률의 예측 또한 필요하다.

일반적으로 사업예측기간을 고성장의 초과성장기로, 사업예측기간 이후를 다가올 시장포화에 따라 한계성장률이 체감하는 정상성장기로 나누어 초과 성장하는 기업의 가치를 다음과 같이 측정할 수 있다.⁷⁾

$$\begin{aligned} \text{기업가치} &= \text{adjustedIC} + \sum_{t=1}^n \text{PV}[(\text{EVA})(1 + g_s)^t] + \sum^{\infty} \\ &= n + 1 \text{PV}[(\text{EVA})(1 + g_s)^n(1 + g_c)^t] + \text{비사업자산의가치} \end{aligned}$$

- g_s : 초과성장기의 성장률
- g_c : 정상성장기의 성장률

7) 자세한 내용은 <기업가치평가론> 강효석, 이원홍, 조장연, p133~136 참조

그러나 본 연구의 경우에는 여러 어플리케이션과의 접목이 가능한 ERP 산업의 특성상 라이프 사이클이 상당히 길 것으로 예상되어 고려해야 할 사항이 또 한 가지 있다. 안보의 불확실성과 기업들의 실적부진 등의 세계적인 경기불황은 미국 등의 선진국들과 우리나라의 2003년 GDP 성장률을 각각 3%와 4.2%대에 머물게 할 것으로 예측되고 이는 단기적인 침체로 기대하기 어려워 보인다. 그러므로 2006년 이후 ERP 시장의 성장률이 GDP 성장률과 비슷한 수준으로 수렴하기까지는 상당 기간에 걸친 성숙기의 성장률에 대한 예상이 필요하다.

그러나 현실적으로 위와 같이 장기간에 걸친 구체적인 산업 전망을 예측하기 어려우므로, 본 연구에서는 국내 ERP 산업이 2006년까지 초과성장 하다가 2007년 이후에는 2006년 세계 ERP 시장의 성장률인 9%선에 수렴할 것으로 가정했다.

이러한 환경분석을 바탕으로 양 사의 미래 이익을 <표 IV-7>과 같이 추정했다.⁸⁾

ii) 더존디지털웨어

<표 IV-7> 미래성장을 고려한 더존디지털웨어의 미래이익추정

(단위: 억원, %)

	1999년	2000년	2001년	2002년 (E)	2003년 (E)	2004년 (E)	2005년 (E)	2006년 (E)	2007년 이후(E)
매출액	60.1	147.3	221.5	270.4	314.7	357.5	401.1	444.0	484.0
성장률	-	145	50.4	22.0	16.4	13.6	12.2	10.7	9.0
영업이익	5.9	50.0	64.3	67.1	84.3	103.0	123.5	142.1	159.7
성장률	-	239	28.6	4.4	25.6	22.1	19.9	15.1	12.4

경쟁이 심화되고 시장이 포화되어감에 따라 국내 MIS·ERP 산업에서 리더그룹에 속하는 더존디지털웨어의 미래 매출액과 영업이익의 성장률도 <표 IV-7>에서 보는 바와 같이 지난 3년 간의 추세를 반영하듯 시간이 지나면서 크게 체감할 것으로 예상된다.

매출액의 경우 2006년까지 국내 ERP 산업의 성장 평균인 10.7%로 내려왔으며 성장률의 체감이 점차 둔화되다가 2007년 이후로는 국내와 세계 ERP 산업의 성장률인 9%대로 수렴할 것으로 예상된다. 영업이익의 성장은 지난 2001년 이후 그 수익창출력이 급격히 훼손되어 <표 IV-7>에서 보는 바와 같이 2000년에는 매출액의 33.9%에 이르던 영업이익이 2001년에는 29.0%, 2002년에는 24.8% 선으로 감소할 것으로 예상되어 사실상 이후의 영업이익 성장에 대한 예상을 어렵게 하고 있다. 그러나 2003년 하반기 이후 매출액

8) 추정 과정에 대한 자세한 설명은 <Investment Valuation> 2nd edition, Damodaran, John Wiley & Sons Inc., 2001 참조 바람.

성장의 체감 정도가 안정되게 변할 것으로 예상되는 만큼, 이에 따라 수익성 개선과 관리 또한 용이해 질 것으로 기대되어 2007년 이후에는 더존디지털웨어의 수익성관리 목표치인 33%로 매출액 대비 영업이익이 차츰 개선 수렴할 것으로 기대된다. 이를 기초로 하여 더존디지털웨어의 미래성장을 고려한 기업가치를 <표 IV-8>과 같이 추정했다.

<표 IV-8> 미래성장을 고려한 더존디지털웨어의 기업가치평가

(단위: 억원, %)

	2002년	2003년	2004년	2005년	2006년	2007년 이후
유효법인세율	25.9a					
영업이익	67.1	84.3	103.0	123.5	142.1	159.7
영업이익 성장률	4.4	25.6	22.1	19.9	15.1	12.4
평균 영업이익 성장률	15.0					12.4
세후순영업이익(NOPLAT)b	62.0	78.4	95.8	114.9	132.2	148.5
NOPLAT 성장률	14.8	26.5	22.1	19.9	15.1	12.4
평균 NOPLAT 성장률	19.2					12.4
NOPLAT 대비 배당성향c	31.3					
기중 사업용 투하자본d	199.5	257.4	317.2	389.6	474.4	570.8
기초 사업용 투하자본e	168.5	230.4	284.3	350.1	429.0	519.8
기말 사업용 투하자본f	230.4	284.3	350.1	429.0	519.8	621.8
기중 가중평균 자본비용(WACC)g	9.45	10.08	12.95	12.95	12.95	12.95
평균 WACC	11.56					12.95
자기자본비용(Ke)	12.95					
Rf(3년만기 국고채수익률)	5.3h					
[E(Rm)-Rf] (위험프리미엄)	9i					
β	0.85					
기중 자기자본	195.5	220.6	286.5	365.9	459.0	564.8
기초 자기자본	199.7	191.3	250.4	322.6	409.2	508.8
기말 자기자본k	191.3	250.4	322.6	409.2	508.8	620.7
세후타인자본비용(Kd)	5.58	5.08	0.0	0.0	0.0	0.0
기중 이자성부채	176.5	126.0	0.0	0.0	0.0	0.0
기초 이자성부채	226.9	126.0	0.0	0.0	0.0	0.0
기말 이자성부채	126.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
지급이자	14.0	6.4	0.0	0.0	0.0	0.0
EVA	37.2	52.5	54.7	64.4	70.8	74.6
EVA 성장률	-	41.1	4.2	17.7	9.9	5.4
평균 EVA 성장률	13.2					5.4
MVA(미래 EVA의 현재가치)	1,236.3					
전체기업가치	1665.4n					
주주지분기업가치	1,438.5o					
적정주가	33,260원p					

a 2002년 추정유효세율(법인세비용/법인세차감전순이익) 적용.

b 예상 NOPLAT의 추정은 아래 표에 기초하여 구한 지난 3년 간의 NOPLAT 대 영업이익의 비율의 기하평균 0.93에 근거하여 예상 영업이익의 크기에 따라 산출하였음.

<표 IV-9> 1999~2002 더존디지털웨어의 영업이익 대비 NOPLAT

(단위: 억원, %)

	1999년	2000년	2001년	2002년 이후 (E)
영업이익	5.9	50.0	64.4	-
NOPLAT	7.0	40.0	54.0	-
NOLPAT/영업이익	1.19	0.8	0.84	0.93

- ^c 2001년 당기순이익 대비 배당성향 29.9% 수준을 계속 유지할 것으로 가정.
- ^d (2002년 초 사업용 투자자본+2002년 말 예상 사업용 투자자본)/2
- ^e 운전자본+시설자금=사업용자산-비이자성부채=(자산총계-비사업용자산)-비이자성부채+(유형자산처분손실-유형자산처분이익)
- ^f 기말 사업용 투자자본의 추정: clean surplus equation ($BV_t = BV_{t-1} + NI_t - DIV_t$)에 기초한 산출방식(양 사 모두 이자성부채를 줄여나가고 있고 2004년 이후에는 무부채가 예상되기 때문에 이자성부채의 증분=0이 될 것으로 가정).
⇒ 기초 사업용 투자자본+추정 NOPLAT의 사내유보분=기초 사업용 투자자본+[추정 NOPLAT-지급이자 \times (1-유효세율)] \times (1-NOPLAT 대비 배당성향) : 이는 잉여현금흐름법에 따른 투자자본 증가액 산출방식을 응용한 $<IC_t - 1(\text{기초 투자자본}) + \Delta IC_t(\text{투자자본의 증가액})>$ 으로도 같은 결과를 도출해 낼 수 있다. 다만, 이 경우, IC_t 은 순운전자본의 증가액과 시설자금의 증가액으로 clean surplus equation 이 이익의 분배과정을 통한 투자자본의 증가를 측정하는 방법으로 손익계산서와 대차대조표의 대변 항목을 활용한 경우인데 반해, 이익 창출에 기여할 자원의 분배과정으로 대차대조표의 차변항목을 활용하였다는 점이 다르다.
- ^g $Kex[2002\text{년 기중 자기자본}/(2002\text{년 기중 자기자본}+2002\text{년 기중 이자성부채})]+Kdx[2002\text{년 기중 이자성부채}/(2002\text{년 기중 자기자본}+2002\text{년 기중 이자성부채})]$
- ^h 자료 : 2002년 12월 15일 동아일보
- ^l 자료 : 2002년 10월 골드만삭스 추정-2002년 10월 13일 중앙일보
- ^k clean surplus equation 적용 산출: $BV_t = BV_{t-1} + NI_t - DIV_t$
2003년 이후에는 해외 CB의 만기 상환과 이후의 사채발행 계획이 없으므로 무부채 상태에 이르러 지급이자가 거의 없을 것으로 예상된다. 그리고 현재 투자 주식의 대부분이 계열사 등에 대한 지분법 적용 주식들이므로 처분의 가능성이 희박하고 더 이상 감액손실을 요구하는 주가하락이 예상되지 않는다, 따라서 영업외손익과 특별손익이 매우 작아져 영업이익이과 당기순이익의 차이가 거의 없을 것으로 예상되어 두 이익을 동일하게 사용해도 무방할 듯 하다.
- ⁿ 2002년 기초 사업용 투자자본+MVA+2002년 기초 비사업자산의 가치
 $MVA = 5 \sum_{t=1}^5 \{EVA_{2002}(1+gs)^t / (1+WACCs)\} + \{EVA_{2007} / (WACCc - gc)\}$
- ^o 전체기업가치-2002년 기초 이자성부채의 가치
- ^p 주주지분기업가치/발행주식총수=143,850,000,000원/4,325,392주

<표 IV-8>에서 보는 바와 같이 미래 성장을 고려한 더존디지털웨어의 가치는 성장을 고려하지 않은 기업가치에 비해 약 2.4배 가량 크게 나타났다. 이는 그만큼 미래의 성장과 가치창출력에 대한 기대가 기업가치를 결정하는 주된 요인이기 때문이다. 기업가치는 사업가치와 비사업가치로 이루어지지만 이중 사업가치가 차지하는 부분이 매우 크며, 이미 투자된 자원의 크기보다는 이 자원을 활용하는 가치창출력과 미래 성장을 반영하는 MVA(미래 EVA의 현재가치)가 유기체의 생명력과 같이 기업가치결정에 있어 매우 역할을 하고 있음을 보여준다.

이어 동일한 방식으로 <표 IV-10>와 같이 뉴소프트기술의 미래 성장을 고려한 미래이익과 기업가치를 추정해보았다.

iii) 뉴소프트기술

<표 IV-10> 미래성장을 고려한 뉴소프트기술의 미래이익추정

(단위 : 억원, %)

	1999년	2000년	2001년	2002년 (E)	2003년 (E)	2004년 (E)	2005년 (E)	2006년 (E)	2007년 이후(E)
매출액	20.0	64.4	142.9	120.8	200.0	229.4	258.5	286.2	312.0
성장률	86.9	222	121.9	(15.5)	65.6	14.7	12.7	10.7	9.0
영업이익	2.8	18.3	23.6	(14.1)	60.8	80.1	96.2	109.6	122.9
성장률	2700	553.6	29.0	(159.7)	531.2	31.7	20.1	13.9	12.1

국내 ERP 용역 부문에서의 기술적 우위에도 불구하고 경쟁이 심화되고 시장이 포화되어감에 따라 뉴소프트기술의 실적이 크게 악화되어 <표 IV-10>에서 보는 바와 같이 매출액과 영업이익이 크게 줄어 수익창출력이 크게 훼손되었다. 이는 체계적인 영업조직의 뒷받침과 상품화된 제품보다는 협력사 등을 통한 수주 용역에 그 매출 의존도가 높았기 때문으로 풀이된다.

워낙 실적악화와 그에 따른 수익성 훼손의 폭이 커서 지난 4년 간의 실적을 기초로 향후 5년간의 예상조차도 어려울 것으로 보인다. 그러나 2002년도 말부터 상품화되어 더존디지털웨어 등 전국적인 영업망을 지닌 협력사 등을 통해 적극적인 마케팅을 시작한 USB key 등의 매출 호조에 힘입어 발생이 불규칙한 용역 수주위주에서 지속적인 제품 매출을 포함하는 방향으로 매출구조가 안정화되어 갈 것으로 예상된다. 2002년에는 합병 추진과정에서 이미 업무제휴 등을 통해 on-line 기반의 ERP 및 ASP 서비스 등으로부터의 일부 뉴소프트기술의 기술적 수익기반이 더존디지털웨어로 이전되었던 점을 감안하여야 할 것이다. 그러므로, 합병을 안 할 경우 2003년 이후의 뉴소프트기술의 매출액은 단순히 예년의 실적악화만을 고려하여 예상되어서는 안되며 더존디지털웨어로 이전되었던 미래의 수익창출력도 감안하여 성장을 예측해야 한다. 그리고, 2002년 말부터 재개된 정부의 IT 30000 보조금 지원 정책에 힘입어 비교적 고가에 해당되어 보조금 지원의 여부에 가장 큰 타격의 대상이었던 뉴소프트기술의 ERP 용역 수주도 다시 활기를 되찾을 것으로 예상된다. 매출원가와 판관비 구조에 큰 변화없이 매출의 악화만으로 비롯된 영업손실과 단기순손실은 그 금액이 그리 크지 않기 때문에 2003년 말까지 다시 이익으로 전환될 것으로 기대된다.

매출액의 경우, 2002년의 실적 악화를 합병추진 등으로 인해 빚어진 일시적인 부진으로 보아, 합병추진이 없었을 경우, 2003년 예상 매출 200억원에 이르기까지 2001년부터 연평균 18.3% 지속적인 성장을 예측하였다. 그러나 경쟁의 심화로 이후부터 2006년까지 국내 ERP 산업의 성장 평균인 10.7%로 내려앉으며 성장률의 체감이 점차 둔화되다가 2007년 이후로는 국내와 세계 ERP 산업의 성장률인 9%대로 수렴할 것으로 예상하였다. 영업이익의 경우, 매출원가와 판매비의 성장이 2002년까지 13.1%로 계속해서 감소하고 있으나 향후 매출의 안정적 성장 여부에 따라 수익성 관리가 더 용이해 질 것이다. 큰 폭의 수익성 개선은 현실적으로 예상하기 어려우나 매출의 예측가능성이 높아짐에 따라 수익성의 안정과 개선도 용이해질 것으로 보여 2003년부터 2007년까지 과거 ROIC 최저치인 30.4%(2002년 제외)로부터 1999년부터 2001년까지의 뉴소프트기술의 ROIC 기하평균치인 39.4%선으로 영업이익률이 개선·안정되어갈 것으로 예상했다. 이를 기초로 하여 뉴소프트기술의 미래성장을 고려한 기업가치를 <표 IV-11>과 같이 추정했다.

<표 IV-11> 미래성장을 고려한 뉴소프트기술의 기업가치평가

(단위: 억원, %)

	2002년	2003년	2004년	2005년	2006년	2007년 이후
유효법인세율	23.2 ^a					
영업이익	37.9b	60.8	80.1	96.2	109.6	122.9
영업이익 성장률	60.5b	60.5b	31.7	20.1	13.9	12.1
평균 영업이익 성장률	31.8					12.1
세후순영업이익(NOPLAT) ^b	27.7	44.4	58.5	70.2	80.0	89.7
NOPLAT 성장률	62.9	60.3	31.7	20.0	14.0	12.1
평균 NOPLAT 성장률	32.0					12.1
NOPLAT 대비 배당성향	0.0					
기중 사업용 투자자본 ^d	75.4	113.5	165.0	229.3	304.4	389.3
기초 사업용 투자자본 ^e	59.5	91.3	135.7	194.2	264.4	344.4
기말 사업용 투자자본 ^f	91.3	135.7	194.2	264.4	344.4	434.1
기중 가중평균 자본비용(WACC) ^g	16.86	17.10	17.27	17.27	17.27	17.27
평균 WACC	17.12					17.27
자기자본비용(K _e)	17.27					
R _f (3년만기 국고채수익률)					5.3 ^h	
[E(R _m)-R _f] (위험프리미엄)					g ^j	
β					1.33	

기중 자기자본	128.7	140.5	210.9	299.1	402.0	518.3
기초 자기자본	147.4	110.0	170.9	251.0	347.2	456.8
기말 자기자본 ^k	110.0	170.9	251.0	347.2	456.8	579.7
세후타인자본비용(K _d)	6.1	5.0	0.0	0.0	0.0	0.0
기중 이자성부채	4.9	2.0	0.0	0.0	0.0	0.0
기초 이자성부채	5.7	4.0	0.0	0.0	0.0	0.0
기말 이자성부채	4.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
지급이자	0.3	0.1	0.0	0.0	0.0	0.0
EVA	14.8	25.0	30.3	30.9	27.9	20.9
EVA 성장률	-	68.9	21.2	2.0	(9.7)	(25.1)
평균 EVA 성장률	4.2 ^l					1.6 ^l
MVA(미래 EVA의 현재가치)	184.1					
전체기업가치	337.3n					
주주지분기업가치	331.6o					
적정주가	6,180원p					

^a 2002년 추정유효세율(법인세비용/법인세차감전순이익) 적용.

^b 조정된 영업이익과 성장률 : 2002년에 합병 추진 등의 여파로 인한 일시적인 실적악화로 영업손실이 초래된 바, 2001년의 영업이익으로부터 2003년의 예상 영업이익으로의 2년 간의 연평균 영업이익과 성장률을 기하평균으로 산출하여 대응함으로써 초과성장기의 EVA 산출을 용이하게 함.

^c 예상 NOPLAT의 추정은 아래 표에 기초하여 구한 지난 3년 간의 NOPLAT 대 영업이익의 비율의 기하평균 0.73에 근거하여 예상 영업이익의 크기에 따라 산출하였음.

<표 IV-12> 1999~2002 뉴스프트기술의 영업이익 대비 NOPLAT

(단위: 억원, %)

	1999년	2000년	2001년	2002년 이후(E)
영업이익	2.8	18.3	23.6	-
NOPLAT	2.0	14.0	17.0	-
NOPLAT/영업이익	0.71	0.77	0.72	0.73

^d (2002년 초 사업용 투하자본+2002년 말 예상 사업용 투하자본)/2

^e 운전자본+시설자금=사업용자산-비이자성부채=(자산총계-비사업용자산)-비이자성부채+(유형자산처분손실-유형자산처분이익)

^f 기말 사업용 투하자본의 추정: clean surplus equation ($BV_t = BV_{t-1} + NI_t - DIV_t$)에 기초한 산출방식(양 사 모두 이자성부채를 줄여나가고 있고 2004년 이후에는 무부채가 예상되기 때문에 이자성부채의 증분=0이 될 것으로 가정).

⇒ 기초 사업용 투하자본+추정 NOPLAT의 사내유보분=기초 사업용 투하자본+[추정 NOPLAT-지급이자 x(1-유효세율)]x(1-NOPLAT 대비 배당성향) : 이는 잉여현금흐름법에 따른 투하자본 증가액 산출방식을 응용한 $<IC_t - 1(\text{기초 투하자본}) + \Delta IC_t(\text{투자자의 증가액})>$ 으로도 같은 결과를 도출해 낼 수 있다. 다만, 이 경우, IC_t은 순운전자본의 증가액과 시설자금의 증가액으로 clean surplus equation 이 이익의 분배과정을 통한 투하자본의 증가를 측정하는 방법으로 손익계산서와 대차대조표의 대변 항목을 활용한 경우인데 반해, 이익 창출에 기여할 자원의 분배과정으로 대차대조표의 차변항목을 활용하였다는 점이 다르다.

⁹ $K_0 \times \{2002\text{년 기중 자기자본} / (2002\text{년 기중 자기자본} + 2002\text{년 기중 이자성부채})\} + K_0 \times \{2002\text{년 기중 이자성부채} / (2002\text{년 기중 자기자본} + 2002\text{년 기중 이자성부채})\}$

^h 자료 : 2002년 12월 15일 동아일보

ⁱ 자료 : 2002년 10월 골드만삭스 추정-2002년 10월 13일 중앙일보

^k clean surplus equation 적용 산출 : $BV_t = BV_{t-1} + NIt - DIV_t$

2002년 이후에는 무부채 상태에 이르러 지급이자가 거의 없을 것으로 예상된다. 그리고 현재 투자자산의 일부가 국공채와 기관투자상품, 그리고 대부분이 최근에 설립되었거나 자산총액이 70억원 미만인 소규모 업체로 분산되어있어, 단기간 내 처분의 가능성이 희박하고 더 이상 감액손실을 요구하는 추가하락이 예상되지 않는다. 따라서 영업외손익과 특별손익이 매우 작아져 영업이익과 당기순이익의 차이가 거의 없을 것으로 예상되어 두 이익을 동일하게 사용해도 무방할 듯 하다.

^l ROE가 매우 낮은 무부채 상태에서의 높은 자기자본비용의 무게는 WACC보다 낮은 ROIC를 초래하게 되어 2006년 이후부터는 EVA의 마이너스 성장이 기대된다. 재무구조 개선 등을 통한 노력에 의해 WACC를 낮추므로써 극복될 수 있는 수준으로 보여 미래수익창출력을 잇돌 정도까지는 조정될 것으로 기대되나, 근본적으로 ROE와 ROA 또는 ROIC를 높힐 수 있는 획기적인 투자이나 수익성 개선을 기대되기 힘든 현재로서는 미래 4년 간과 5년 간의 예상 EVA 성장의 기하평균을 토대로 하여 산출한 마이너스 성장을 겨우 면할 정도의 평균선 정도로 EVA의 성장이 수렴될 것으로 예상된다.

ⁿ 2002년 기초 사업용 투하자본+MVA+2002년 기초 비사업자산의 가치

$$MVA = \sum_{t=1}^5 \{EVA_{2002}(1+g_s)^t / (1+WACC_s)\} + \{EVA_{2007} / (WACC_c - g_c)\}$$

^o 전체기업가치-2002년 기초 이자성부채의 가치

^p 주주지분기업가치/발행주식총수=33,160,000,000원/5,365,000주

<표 IV-11>에서 보는 바와 같이 미래 성장을 고려한 뉴소프트기술의 가치는 성장을 고려하지 않은 기업가치에 비해 약 2.3배 가량 크게 나타났다.

뉴소프트기술은 실적에 있어 정부보조금에 대한 의존도가 높아 정부정책의 유지와 철회 여부에 따라 큰 영향을 받을 것으로 예상되는 만큼 실적에 대한 불확실성과 자본비용이 높은 편이다.

그러나, 이는 대부분의 국내 IT관련 기업에게 모두 해당되는 문제이기 때문에, 양 사의 미래 성장가능성 고려에 있어 그다지 큰 차이를 유발 할 것으로 보이지는 않는다. 그리고, 획기적인 미래수익창출이 기대되는 대규모 투자가 전제되지 않는 한 미래 성장에 대한 예측도 현재와 과거의 실적과 환경에 기초하여 이루어지는 만큼, <표 IV-13>에서 알 수 있듯이, 합병비율 추정에 있어 미래성장가능성의 고려여부는 그다지 큰 차이를 유발하지 않고 있음을 알 수 있다.

<표 IV-13> 더존디지털웨어와 뉴소프트기술의 여러 합병비율 비교

(단위 : 원)

	1차 합병시도		2차 합병시도		미래성장 고려안한 내재가치평가		미래성장 고려한 내재가치평가	
	더존	뉴소프트	더존	뉴소프트	더존	뉴소프트	더존	뉴소프트
주가	19,950	8,400	16,350	6,600	13,780	2,690	33,260	6,180
합병비율	1	0.4210	1	0.40367	1	0.1952	1	0.1858

두 차례에 걸친 합병발표 당시 시장에서 인식한 두 기업의 주가에 의해 형성된 합병비율과 내재가치평가에 의해 측정된 적정합병비율은 큰 차이를 보이고 있는데, 그 이유는 크게 두 가지로 나누어 설명할 수 있다.

우선, 더존디지털웨어의 합병비율 책정 당시의 주가는 19,950원과 16,350원으로 미래성장을 전혀 고려하지 않고 평가한 내재가치평가에 의한 적정주가 13,780원보다 18%~45%정도 높아, 시장이 더존디지털웨어의 미래 성장성을 어느 정도 인식한 것으로 보인다. 그러나, 이는 미래성장을 고려한 내재가치평가에 의해 측정된 적정주가에 비하면 터무니없이 저평가 된 것이다. 이에 비해 미래 성장을 고려한 적정주가를 상회하는 수준으로 인식되었던 뉴소프트기술의 주가는 상대적으로 고평가 되었다.

더존디지털웨어가 뉴소프트기술보다 훨씬 미래 이익 창출력이 높을 것으로 기대되는 여러 뉴스에도 불구하고 이와같은 결과가 나타난 것은 국내 소프트웨어업계의 실적부진과 국내 증시의 불황으로 인해 더존디지털웨어의 주가가 동반하락 하므로써 상대적으로 더 많이 저평가 되었기 때문으로 풀이된다.

이와는 반대로 뉴소프트기술은 애초에 2001년의 높은 성장의 후광을 업고 그 추세가 2002년에도 지속될 것으로 여겨져 합병비율 책정당시 차후 3, 4분기에 걸쳐 나타나게 될 실적부진에 대한 예상이 반영되지 못한 것이 내재가치보다 높게 평가된 1차적 원인이라 볼 수도 있겠다.

그와 더불어, 이러한 시장의 두 합병당사자에 대한 평가로 인해 뉴소프트기술의 주주들은 상대적으로 고평가된 주식으로 저평가 된 더존디지털웨어의 우량주를 취하하므로써 엄청난 합병의 수혜를 누릴 수 있게 될 것이라는 기대 역시 뉴소프트기술의 주가를 떠받치고 있는 주요한 이유이기도 하다. 이를 반영하듯, 뉴소프트기술의 주가는 1차 합병시도의 무산시 하한가까지 주가가 떨어지는 등 합병에 대한 기대가 매우 컸음을 보여주었다. 그리고 언젠가는 합병이 재추진될 것이라는 막연한 기대로 인해 합병이 완전히 무산된 2002년 말까지도 그 하락세를 소폭으로 유지하면서 내재가치평가에 의한 적정주가를 약간 하회하는 수준에서 더존디지털웨어 등 동종업종에 비해 상대적으로 고평가되어 거래되고 있다.

결국, 합병이 무산되었지만 지금까지의 분석을 근거로 하여 판단해 보면, 실적에 대한 보고나 기대보다는 재추진이 기대되는 합병으로부터의 수혜여부로 시장에서 두 기업의 합병비율을 결정한다고 볼 수 있다.

3. 합병의 무산

지난 2002년 11월 19일 더존디지털웨어와 뉴소프트기술은 두 차례에 걸친 합병무산으로 더 이상 합병을 추진하지 않고 당분간 업무제휴를 통한 협력관계를 유지하기로 했다.

합병이 무산된 직접적인 이유는 합병승인 조건이던 '매수청구권 비율이 전체 주식의 10%(뉴소프트기술의 경우에는 15%)를 초과하지 않아야 한다'는 요건을 충족시키지 못했기 때문이다. 증시전문가들은 양 사의 합병이 연거푸 무산된 것은 더존디지털웨어의 자금력 부족과 투기적 매매에 나서고 있는 투자자들 때문이라는 분석을 내놓고 있다.

(1) 주식매수청구권을 이용한 투기적 매매

더존디지털웨어는 지난 6월 이사회에서 뉴소프트기술을 흡수합병하기로 하고, 8월 임시 주총에서 이를 결의해 합병의 기초를 마련했다. 하지만 코스닥이 하락하면서 당초 매수청구가가격보다 훨씬 낮게 형성된 주가로 인해 매수청구권 행사를 표시한 주식수가 10%를 넘어 13%에 이르러 1차 합병이 무산됐다.

이에 더존디지털웨어는 이어 9월에 매수청구권 행사가격을 이전보다 18.05% 내린 1만 8996원을 재산정해 합병을 추진했으나 지난 19일 또다시 매수청구권 행사비율이 합병승인 요건인 10%을 초과하여 1차 시도 때보다 더 높은 16.44%에 이룸에 따라 2차 합병시도도 무산됐다. 주식매수청구비율이 1차 시도 때 합병승인 조건인 15%를 넘지 않았던 뉴소프트기술도 이번 2차 시도 때에는 20.86%로 높아졌다.

이처럼 양 사의 합병 시너지에 대한 홍보와 합병비용확보 노력에도 불구하고 매수청구권 행사가 크게 늘어난 이유는 현 주가에 비해 높게 책정된 매수청구권을 활용해 단기차익을 얻으려는 투기세력 때문으로 당시 업계 관계자들은 풀이했다. 19일 종가를 기준으로 주당 1만4250원인 더존디지털웨어 주식을 행사가격에 매수청구권을 행사할 경우 주당 33.3%의 단기수익을 올릴 수 있기 때문이라는 것. 이번 합병건의 경우 증시 침체상황에서 양 사가 합병을 통해 시너지 효과를 얻을 수 있다는 투자자의 기대보다는 합병을 테마로 한 단기간의 시세차익을 노린 투자자가 많아 또다시 무산된 것이라고 분석했다.

이번 양 사의 합병무산의 사례를 통해 전문가들은 주주 보호를 위해 마련된 주식매수청구권제도가 현 주가보다 높은 행사가격 산정방식 문제로 건전한 합병의 걸림돌로 작용하고 있는 만큼 투자자 이익을 침해하지 않는 범위 안에서 청구권을 일부 제한하는 것이 필요하다고 지적하고 있다.

(2) 더존디지털웨어의 자금력부족

원활한 합병을 위해 매수청구권 허용비율을 10%로 제한한 것과 관련, 더존디지털웨어 IR팀 관계자는 자금 면에서 문제는 없으며, 자사주신탁에 50억원, 매수청구권 행사비용 81억원 등을 준비했다며 다만 합병비용을 무리하게 부담하면서까지 추진할 계획이 없어 10%로 제한한 것이라고 설명했다. 당초 국내 증시 불황으로 인한 더존디지털웨어 주가의 동반

하락으로 해외 CB의 전환가능성이 매우 낮을 것으로 보여 희석화 위험이 낮아 합병의 걸림돌이 되지 않을 것으로 예상되었다. 그러나, 지난 10월 31일 오히려 일부 put option 행사에 따른 조기 상환 요구에 의해 자기자금을 통한 현금상환이 불가피해짐에 따라 더존디지털웨어의 현금부족에 대한 시장의 우려를 가중시켰다. 이는 주식매수청구 기한인 지난 11월 19일 이전에 이미 주가에 반영된 것으로 보여 사실상 무산이 예견된 상태이기도 했다.

(3) 합병시너지에 비해 과다하게 인식된 합병비용

단기 차익을 노린 투기세력이 역할도 컸겠지만 보다 근본적인 원인은 뉴소프트기술의 2002년 상반기 및 3사분기 실적악화에 관한 소식이 전해지면서 일부 더존디지털웨어의 주주들에게 합병으로 인한 시너지에 비해 저평가 된 더존디지털웨어의 주가와 상대적으로 고평가 된 뉴소프트기술의 주가에 의해 정해진 합병비용이 과다하게 인식되어 반대의사를 표시했을 것이라는 분석에 있다.

중복투자의 배제 등 수익성 개선 시너지에 대한 애초의 기대와는 달리, 합병후 매출 확대와 잉여인력 활용 등 수익성개선에 대한 불확실성, 그리고 합병으로 높아질 베타에 의해 가중될 자본비용 등으로 인해 더존디지털웨어의 주주들은 과다한 합병비용을 치르고도 오히려 합병전의 기업가치보다 더 나아진 자산을 보유하기 힘들 것이라고 기대하였기 때문이다. 합병 발표 시 매년 더존디지털웨어의 기관투자자들이 반대의사를 높여왔던 것이 이러한 견해를 뒷받침한다.

합병에 대한 장밋빛 홍보에 솔깃하기보다는 보다 현실적이고 보수적인 관점에서 더존디지털웨어의 투자자들이 이번 합병시도를 보다 냉정하게 평가한 것으로 보여져 우리 증권시장의 효율성에 대한 기대를 증폭시키는 근거로 여겨지기도 한다.

앞서 언급했듯이, 1차 합병무산 시에는 합병으로부터의 수혜와 시너지에 대한 양사 주주들의 기대를 반영하듯 뉴소프트기술의 주가는 하한가까지 떨어진 반면 더존디지털웨어의 경우 8.3% 하락한 데에 머물렀다. 반면, 2차 합병무산 시에는 연이은 합병무산에 따른 불확실성의 증대와 합병 재추진에 대한 막연한 기대로 더존디지털웨어와 뉴소프트기술의 주가는 각각 10.53%와 3.31% 하락했다.

V. 결 어

중소 ERP 시장에서의 우위선점을 위한 경쟁력 재고를 목표로 지난 2002년 6월부터 11월까지 2차례에 걸쳐 더존디지털웨어는 뉴소프트기술의 흡수합병을 시도하였다. 그러나 침체된 시장과 기대에 어긋난 실적 악화 속에서 단기간의 시세차익을 노린 일부 투자자들의 주식매수청구권을 이용한 투기적 매매와 일부 해외 CB의 조기 상환 요구에 대한 자기자금을 통한 현금상환 등으로 가중된 더존디지털웨어의 자금력 부족, 그리고 합병시너지에 비해 더존디지털웨어의 주주들에게는 과다하게 인식된 합병비용 등으로 인해 두 차례에 걸친 합병시도는 모두 결렬되었다. 이는 더존디지털웨어의 주주들이 조건부 합병승인에 있어 정해진 주식매수청구비용을 초과하여 주식매수청구권을 행사하므로써 합병반대의사를 꾸준히 밝혀왔기 때문이다.

동종 우량기업간의 모범적인 합병시도로서 서로 다른 영역(market segments)에서 우위를 선점하고 있는 코스닥 등록 기업 간의 합병이기에 양 사의 합병이 무산된 것은 안타까운 일이라 볼 수도 있겠다. 특히, 양 사의 합병은 그간 코스닥 시장을 검게 물들여 왔던 대주주간의 정략적 거래와 달리 오랜 기간에 걸쳐 홍보하고 성실히 주주를 설득하는 등 바람직한 과정을 거친 모범적인 사례라는 점에서 의미가 크다. 그리고, 경쟁의 심화로 시장포화를 눈앞에 둔 지금, 외산 ERP 업체들과 대기업의 중소기업으로의 진출에 맞서 우리 중소기업 소프트웨어 업체들이 살아남아 그 시장을 지키고 넓혀 나갈 수 있는 길은 합병 등의 대형화를 통해 시장 점유의 확대, 수익성 개선, 해외 시장 진출 등을 위한 경쟁력을 강화하는 것 외에는 달리 바람직한 방법이 없을 것이다.

그러나, 두 차례에 걸친 양 사의 합병시도가 무산된 것이 단순히 단기 차익을 노린 투기세력 등에 의한 것이 아니라 합병으로부터의 시너지와 비용 등에 대한 더존디지털웨어 투자자들의 냉정한 판단에 의한 요인이 더 컸을 것으로 분석되는 만큼, 그 무산 또한 주주들의 자발적인 선택에 의한 사례로서 의의를 갖는다고 보여진다. 결국, 더존디지털웨어의 뉴소프트기술에 대한 흡수합병 시도는 시장에서 결정된 합병비용이 합병으로부터 예상되는 시너지보다 더 클 것으로 여겨져 더존디지털웨어 주주들이 선택한 합병무산으로서, 시장기능에 기초한 합병시도 및 합병의 무산 사례인 것이다.

본 연구는 합병당사자들이 눈앞의 필요에 의해 합병추진을 결정하기 전에 시장에서 결정되는 합병비용과 각 기업의 본질가치에 기초한 합병비용을 비교해 예상되는 합병의 성과가 주주들에게 합당하게 받아들여질 것인가를 먼저 타진해 보는 것이 바람직한 경영의사결정이 되었을 것임을 더존디지털웨어와 뉴소프트기술의 합병시도와 무산의 사례를 통해 설명하고 있다. 아무리 높은 합병시너지가 예상된다 하더라도 이를 위해 치러야하는 합병비용이 과다하게 인식된다면 오히려 주주들에게는 손해를 입히는 투자의사결정이 되기 때문이

다. 합병추진 전부터 이미 더존디지털웨어의 주가는 뉴소프트기술의 주가 수준에 비해 상대적으로 저평가 되어 있었기 때문에 본질가치에 충실한 합병비용에 대한 사전 고려가 있었다면 현행 제도에 따라 결정되는 합병비용이 더존디지털웨어의 주주들에게 희생을 요구하는 수준임을 경영진도 알 수 있었을 것이므로 주주들의 합병반대를 합병추진 이전에 충분히 예상 할 수 있었을 것이라 여겨된다. 이렇게 본 사례연구를 통해 본질가치에 기초한 합병비용 선행적 평가가 합병의사결정시 꼭 필요한 것임을 알 수 있다.

합병 등의 투자 의사결정에 있어 불확실성이 높은 장기의 성과만을 내세우기보다는 더욱 보수적인 관점에서 합리적인 보상으로 답할 수 있을 것인가를 먼저 염두해 두어야만 투자자들의 지지를 받는 의사결정이 될 수 있음을 본 사례는 보여주고 있다. 물론 합병비용의 결정에 있어서 시장에만 의존하기보다는 본질가치를 반영할 수 있는 제도적 개선이 따른다면 더존디지털웨어와 뉴소프트기술의 합병무산사례와 같이 기업의 경쟁력 재고에 뒷받침이 될 합병성고가 예상되는 투자안을 과도한 합병비용 때문에 포기해야하는 안타까운 일을 방지할 수 있으리라 생각된다.

REFERENCE

<참고문헌>

강효석, 이원흠, 조장연. 기업가치평가론 - EVA와 가치창조경영 제 3판. 홍문사. 2001년.

<인터뷰>

합병을 앞두고 새로이 선임된 대표이사 김재민 사장과의 면담

일시 : 11월 18일

장소 : 더존디지털웨어 본사

<공시자료>

금융감독원 전자공시시스템

더존디지털웨어의 공시자료 2001, 2002

뉴소프트기술의 공시자료 2001, 2002

<기사>

동아일보 2000년 9월 25일자부터 2002년 12월 18일자 중 더존디지털웨어와 뉴소프트기술
관련 기사

디지털타임즈 2000년 9월 25일자부터 2002년 12월 18일자 중 더존디지털웨어와 뉴소프트기
술 관련 기사

매경이코노미 2000년 9월 25일자부터 2002년 12월 18일자 중 더존디지털웨어와 뉴소프트기
술 관련 기사

매일경제 2000년 9월 25일자부터 2002년 12월 18일자 중 더존디지털웨어와 뉴소프트기술
관련 기사

머니투데이 2000년 9월 25일자부터 2002년 12월 18일자 중 더존디지털웨어와 뉴소프트기술
관련 기사

서울경제신문 2000년 9월 25일자부터 2002년 12월 18일자 중 더존디지털웨어와 뉴소프트기
술 관련 기사

엠펙스 뉴스

연합뉴스 2000년 9월 25일자부터 2002년 12월 18일자 중 더존디지털웨어와 뉴소프트기술
관련 기사

Inews24 2000년 9월 25일자부터 2002년 12월 18일자 중 더존디지털웨어와 뉴소프트기술 관
련 기사

전자신문 2000년 9월 25일자부터 2002년 12월 18일자 중 더존디지털웨어와 뉴소프트기술
관련 기사

중앙일보 2000년 9월 25일자부터 2002년 12월 18일자 중 더존디지털웨어와 뉴소프트기술
관련 기사

파이낸셜뉴스 2000년 9월 25일자부터 2002년 12월 18일자 중 더존디지털웨어와 뉴소프트기
술 관련 기사

한국경제신문 2000년 9월 25일자부터 2002년 12월 18일자 중 더존디지털웨어와 뉴소프트기
술 관련 기사

한국일보 2000년 9월 25일자부터 2002년 12월 18일자 중 더존디지털웨어와 뉴소프트기술
관련 기사

<연표 및 통계자료>

IDC, Korea ERP Software Market, 2000년

KRG 2001년 12월, 2002년

LG투자증권

국세정보도자료(2001년 6월), 표준소득율제도 개혁을 위한 토론회

메리츠증권

시사컴퓨터 2002년 2월

중소기업청 보도자료 2001년 12월

한국신용평가정보

한국소프트웨어산업협회, 2002년도 S/W산업연차보고서 2002년 5월 2일

The First Attempted Merger and Subsequent Failure of Listed Firms in an Identical Industry

– A Case Study of Duzon Digital Ware and new Soft Technology –

Jangyeon Cho *

Yoosun Reiss **

<Abstract>

This case examines how valuation is determined for the merger between two software companies. This study can help students understand how firms are valued as well as provide understanding as to who the beneficiary is.

In detail, this study examines the 2002 merger trial of Duzon Digitalware and New Soft Tech, both KOSDAQ listed companies. At the time, the case drew heavy attention as the first non-hostile merger trial among listed software companies. This case first explains the basic valuation model, especially the excess profit model or Economic Value Added (EVA) Model, and then examines the adequacy of the valuation for each companies and possible synergy effects, if any. This study also documents possible causes and circumstances as to why the transaction failed.⁹⁾

▶ key words : merger trial, M&A, non-hostile merger

*, ** Hankook University of Foreign Studies