

카카오와 다음의 합병: 재무적 관점을 중심으로*

이 민 교**

박 진 우***

본 연구에서는 국내 대표적인 인터넷과 모바일 플랫폼 기업 간의 결합이라고 할 수 있는 다음과 카카오의 합병에 대해 주로 재무적 관점의 이슈들을 중심으로 살펴보고 있다. 구체적으로 두 기업의 합병동기를 알아보고, 주주총회 승인과 주식매수청구권 등의 합병절차에 대해 살펴봄, 그리고 무엇보다도 기업 간 합병에서 가장 중요한 이슈인 합병비율을 정하는 방식에 대해 상세하게 분석하고 있다. 분석 결과는 다음과 같이 요약된다.

두 기업의 합병 동기는 웹기반 인터넷 플랫폼과 모바일 플랫폼이 결합함으로써 서로에게 필요한 시너지 효과를 얻는 것이었다. 이러한 시너지 효과에 대한 기대 속에서 두 기업 모두 순조롭게 합병이 진행될 수 있었다. 합병에 있어 가장 중요한 이슈인 합병비율을 결정하기 위해 자본시장법에 따라 상장법인인 다음의 합병가액은 기준주가법이 적용되어 72,910원으로 계산되고, 비상장법인인 카카오의 합병가액은 자산가치 6,472원과 수익가치 184,706원을 2:3의 비율로 가중평균하여 구한 값인 113,412원을 합병가액으로 산정하였다. 이에 따라 결정된 합병비율은 1:1.5555137로서 다음 주식 1.5555137주의 가치가 카카오 주식 1주와 같다고 본 것이다. 결과적으로 합병 발표 당시 각각의 기업가치는 다음이 약 9,885억, 카카오가 약 3조 1,351억원으로 산출되어 카카오의 기업가치를 다음의 3배 이상으로 평가한 상태에서 합병이 결정된 것이다. 순자산 면에서는 카카오보다 다음이 훨씬 많았음에도 불구하고 카카오의 기업가치가 다음에 비해 더 높게 평가 받을 수 있었던 결정적 요인은 카카오의 수익가치였다. 카카오의 수익가치인 184,706원은 자산가치인 6,472원에 비해 약 28배 이상 높은 것으로 카카오의 미래 수익에 대한 기대가 매우 크게 반영된 것이다. 과연 카카오의 미래 수익가치를 이처럼 높게 평가한 것이 적절했는지 여부는 논란의 여지가 있지만, 합병 발표 이후 다음의 주가가 크게 상승했다는 점은 적어도 주식시장에서는 합병비율이 다음에 불리하지 않다고 평가한 것으로 볼 수 있다.

합병 직후 조금 더 상승한 주가가 이후 크게 하락한다. 이처럼 합병 이후 주가가 부진했던 이유는 기대했던 만큼의 합병 시너지 효과가 나타나진 않은 것으로 시장은 평가했기 때문이다. 특히, 합병 이후 양사 조직간 통합이 제대로 이루어지지 못해 시너지 효과가 제대로 발휘되지 못했다는 평가를 받았고, 합병 이후 적극적인 기업 인수에 나서면서 다양한 시도를 하지만 가시적인 성과가 바로 나타나지 않으면서 주가가 부진했던 것으로 판단된다.

주제어: 인수합병(M&A), 카카오, 다음, 합병비율, 기업가치

1. 서론

2014년 5월 26일 우리나라 인터넷 기업의 1세대 대표 주자이면서 당시 네이버에 이어 국내 2위 업체

였던 다음 커뮤니케이션(이하 다음)과 국내의 대표적 모바일 기업인 카카오의 합병이 발표된다. 합병 형식은 다음이 카카오를 흡수합병하여 다음이 존속 법인이 되고 카카오가 소멸법인이 되는 형태였다. 하지만 이러한 합병 형태는 비상장기업인 카카오가

논문접수일: 2018. 07. 06. 게재확정일: 2018. 09. 17.
* 이 논문은 2018년도 한국외국어대학교 교내학술연구비 지원을 받았습니다.
** 한국외국어대학교 경영학과 대학원생(lmg9126@gmail.com), 제1저자
*** 한국외국어대학교 경영학과 교수(jwp@hufs.ac.kr), 교신저자

상장기업인 다음을 이용하여 우회상장(back-door listing)을 도모하기 위한 방편일 뿐, 사실상 카카오가 다음을 인수하는 것이었다.¹⁾ 두 기업의 합병비율을 결정하기 위한 기업가치가 다음은 약 1조원인 반면에 카카오는 3조원이 넘게 추산되었다. 그리고 합병 이후 카카오의 창업자인 김범수 의장의 지분율은 자신의 우호지분을 합쳐 40%에 달하는 반면에 다음의 이재웅 창업자의 지분은 5% 이하에 불과해 사실상 김범수 의장이 지배력을 갖게 되는 것이었다. 결국 다음과 카카오의 합병은 정보기술(IT)의 환경이 인터넷 시대에서 모바일 시대로 넘어가는 상징적인 의미를 갖는다고 할 수 있다.

기업이 인수합병(M&A)을 하는 동기는 여러 가지 존재하나, 그 중에서도 가장 중요한 고려사항은 시너지 효과(synergy effect)일 것이다.²⁾ '만년 2등'에서 벗어나지 못하고 네이버에 주도권을 뺏기기만 하면서 변화가 절실했던 다음과 카카오톡으로 성공했지만 성장 한계에 봉착한 카카오는 새로운 성장 동력이 필요했다. 결국 두 기업은 합병을 통해 웹기반 인터넷 플랫폼과 모바일 플랫폼이 결합함으로써 서로에게 필요한 시너지 효과를 얻을 수 있었다. 하지만 실제로 이해관계가 서로 다른 두 기업이 합병하기 위해서는 기업 쌍방에게 가격 조건, 옵션 조건 등 다양한 조건과 전략적 고려사항이 맞아 떨어졌을 때에만 가능하다(정승화, 2004).

이에 본 연구에서는 국내 대표적인 인터넷과 모바일 플랫폼 기업 간의 결합이라고 할 수 있는 다음과 카카오의 합병에 대해 주로 재무적 관점의 이슈들을

중심으로 살펴보고자 한다. 기업의 인수합병에 대해서는 일반적으로 경영전략적 측면에서 많은 사례연구가 이루어지고 있는 반면에, 재무적 측면에서 접근한 사례연구는 드물다. 특히, 기업 간 합병에서 가장 중요한 이슈인 합병비율을 정하는 방식에 대해 구체적으로 분석한 사례연구는 전무하다.³⁾ 더욱이 다음은 상장기업이므로 주가를 기준으로 기업가치가 결정되지만, 비상장기업인 카카오의 기업가치를 추산하는 것은 매우 어려운 과정이며 논란의 여지를 수반에 없다.⁴⁾

이에 따라 다음과 카카오의 합병과 관련하여 구체적으로 논의될 내용은 다음과 같이 요약된다. 첫째, 다음과 카카오가 창업 이후 걸은 길을 간단히 돌아보고, 각자 어떤 상황에서 합병의 필요성이 있었는지 살펴본다. 둘째, 구체적인 합병 진행 과정으로 들어가서 합병 개요 및 일정, 합병 발표에 대한 주식시장의 반응, 주식매수청구권과 합병 주주총회, 그리고 카카오의 우회상장 요건 충족 등의 순으로 살펴볼게 될 것이다. 셋째, 합병에 있어서 가장 중요한 이슈인 합병비율이 결정된 과정에 대해 분석하게 되는데, 우선 상장기업인 다음의 기준가격이 어떻게 결정되었는지 살펴보고, 다음은 비상장기업인 카카오의 기업가치를 무엇을 근거로 어떤 과정을 거쳐 산정하게 되었는지 분석하게 될 것이다. 끝으로, 합병 이후 경영성과 및 주가변동을 분석하고, 합병 이후 가장 주된 변화로서 적극적인 기업 인수에 대해 살펴볼게 될 것이다.

1) 우회상장에 관해서는 뒤에서 상세하게 논의된다.

2) 기업의 인수합병(M&A) 동기에 대해서는 선우석호(2017)에 잘 정리되어 있다.

3) 비교적 최근 기업 인수를 분석한 사례로는 신용식, 전상경(2013)과 최영준, 권기환(2015)을 들 수 있지만, 여기에서도 인수 대상기업의 기업가치를 구체적으로 분석하고 있지는 않다.

4) 비상장기업의 기업가치를 어떻게 평가할 것인가는 학문적으로 뿐 아니라 인수 및 합병, 상속 및 증여, 대출 결정 등 여러 분야에서 커다란 이슈가 되고 있다. 특히, 채벌의 지배주주가 자식 등 특수관계인에게 경영권을 편법 승계하는 과정에서 비상장기업의 주식, 전환사채(CB), 신주인수권부사채(BW) 등을 헐값에 발행하여 인수도록 하는 방식이 자주 사용되면서 비상장기업의 적절한 기업가치가 문제가 되고 있다. 예를 들면, 삼성그룹의 에버랜드 전환사채 저가 발행 및 삼성SDS 신주인수권부사채 저가 발행이 법적 문제로 비화되면서 비상장기업의 기업가치 평가가 커다란 사회적 이슈로 대두되기도 했다.

II. 다음과 카카오의 합병 필요성

2.1 다음의 입장

다음커뮤니케이션은 1995년 2월 16일 이재웅, 박건희, 이택경 등 3인이 자본금 5,000만원으로 공동 창업한 인터넷 벤처기업으로 시작되었다. 초기 사업 영역은 인트라넷 개발 용역으로 당시는 웹 기술에 대한 수요증가에 비해 기술 및 인력은 부족하던 시기였다. 이로 인해 개발 용역은 당시 다음에게 있어 큰 부가가치를 창출하는 주 수입원이었고, 이렇게 얻어진 수익은 또 다른 사업영역인 인터넷 서비스에 투자되었다. 인터넷 서비스 영역은 지금의 포털 형태가 아니라 인터넷으로 예술 작품을 가상 전시하는 가상 갤러리로 시작해서 이후 패션, 영화, 여행, 10대를 위한 커뮤니티 등 여러 분야로 사업영역을 넓혀갔다.

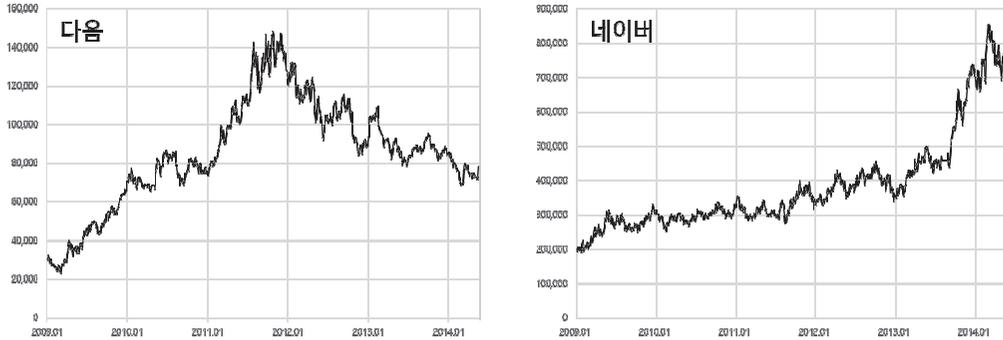
하지만 이러한 서비스 영역의 확장에도 불구하고 수익성은 크지 않았고, 개발 용역만으로는 장기적인 수입원이 될 수 없다는 판단 하에 당시 이재웅 대표는 축적된 기술력을 기반으로 할 수 있는 새로운 사업 분야를 찾는데 주력했다. 그리고 1997년 지금의 다음을 있게 한 무료 메일 서비스인 '한메일(hanmail)'을 공개했다. 당시 유료 PC통신을 기반으로 하는 메일에 비해 무료이면서 이용이 편리했던 한메일은 폭발적인 인기를 얻으며 회원 수 100만명에 달하며 승승장구했다. 이어 독일의 언론기업 베텔스만으로부터 500만 달러의 투자를 얻어낸 다음은 한메일의 많은 이용자수를 바탕으로 '카페' 서비스를 시작했고, 한메일에 이어 또 다시 성공을 거두었다. 이러한 한메일과 카페 서비스의 성공을 바탕으로 1999년, 포털 사이트 '다음'이 탄생하였다.

한메일과 카페의 인기에 힘입어 다음은 당시 야후(Yahoo)를 제치고 국내 포털사이트 1위에 올랐고,

1999년 11월에는 코스닥에 상장되어 26일 연속으로 상한가를 기록하는 등 성장 가능성을 높이 평가 받았다. 이후 2002년에는 매출액 1,000억원을 기록하는 등 꾸준히 시장점유율 1위를 지키며 국내 대표 포털로 군림했다. 그러나 한메일의 인기가 시들해지고, 2003년 '지식in' 서비스를 앞세운 네이버에 포털 점유율 1위를 내준 이후 꾸준히 격차가 벌어지며, '만년 2등'으로 내려앉게 되었다. 온라인 보험사업 진출, 라이코스 인수 등 무리한 확장이 번번이 성과를 거두지 못하면서, 결국 2007년 창업자인 이재웅 대표이사의 사임으로 이어졌다.

2009년 이후에는 디스플레이 배너광고 수익 등 실적 개선이 이루어지며 반등의 전기를 맞기도 했다. 특히, 모바일 시장에서 자체 모바일 광고 플랫폼인 '아담(Ad@m)'의 호평에 힘입어 매출, 영업이익 및 주가의 상승으로 이어졌다. 하지만 '마이피플' 등 신사업의 부진으로 수익 다변화에 실패하고, 2011년 이후로 매출 상승에도 불구하고 영업이익은 꾸준한 감소세로 돌아서며 새로운 성장 동력에 대한 요구가 절실해졌다. 이러한 상황에서 결국 다음은 2014년 5월 카카오와의 합병을 발표하게 되었다. 형식적으로는 다음이 카카오를 흡수합병하는 형태를 취했지만, 실질적으로는 카카오에 인수되는 형태로서 통합 법인의 명칭도 처음에는 '다음카카오'로 했지만 2015년 9월 '카카오'로 사명이 변경되면서 다음은 역사 속으로 사라지게 되었다.

이러한 다음의 상황을 단적으로 보여주는 자료가 합병 이전 5년 동안 다음의 주가 움직임과 경쟁사였던 네이버의 주가 흐름을 보여주는 <그림 1>이다. 다음은 2011년 14만원을 넘어섰던 주가가 이후 지속적으로 하락하면서 2014년 초에는 7만원 대까지 소위 반토막이 난 반면에, 경쟁사인 네이버의 주가는 2008년 10만원 대에서 꾸준히 상승하여 2012년에 40만원을 넘어서고 2013년 말부터 급등하면서 2014년 초에는 80만원을 넘어서기도 하였다. 결과



〈그림 1〉 다음-카카오 합병 이전 5년 간 다음과 네이버의 주가 흐름

적으로 다음은 네이버에 크게 밀리면서 정체된 성장성을 타개하는 방안으로 카카오와의 합병을 결정할 수밖에 없는 절박한 상황이었다.

다음이 금융감독원에 제출한 합병관련 공시자료에서 밝힌 합병 배경은 “합병을 통해 각 회사가 보유한 전문역량을 상호 활용하여 모바일 및 인터넷 시장 환경 변화에 대응할 수 있는 사업경쟁력을 강화하고, 이를 활용하여 국내시장에서의 영향력 확대 뿐 아니라 해외시장으로 사업영역을 확대해 나갈 수 있는 발판을 마련함으로써 글로벌 모바일 및 인터넷 플랫폼 서비스 사업자로 성장해 나가자 한다”라고 적시하고 있다. 즉, 모바일 시장에서 1위 업체인 카카오와 웹 검색에서 강점을 가진 다음 사이의 시너지를 강조한 것이다. 결국 다음이 카카오와 합병을 결정한데에는 기존 사업에서 네이버를 추격하기 보다는 떠오르는 시장인 모바일 시장에서 카카오라는 모바일 플랫폼을 통해 시너지 효과를 확보하고 이를 통해 경쟁하는 것이 유리할 것이라는 판단에서라는 분석이다. 이를 위해 다음의 최대주주인 이재웅 창업자는 다음의 미래를 위해 자신의 지배력을 포기한 것으로 시장은 평가하고 있다.

2.2 카카오의 입장

카카오는 한게임의 창업자이자 NHN의 공동대표

이사를 지냈던 김범수 카카오 이사회 의장이 2006년 12월에 설립한 벤처기업 ‘아이위랩’에서 시작되었다. 2008년 미국에 블로그 서비스와 유사한 ‘부루닷컴’, 한국에는 소셜 추천 사이트인 ‘위지아’를 오픈했지만 성공을 거두지 못했고, 당시 세계적으로 아이폰의 보급과 함께 급성장 중이던 모바일 어플리케이션 시장에 뛰어든다. 스마트폰의 기본적인 존재 이유를 통신 기능으로 보고, 커뮤니케이션 기능이 강화된 어플리케이션 개발에 매달린 끝에, 2010년 그룹 커뮤니케이션을 위한 ‘카카오이치트’와 지인 간 커뮤니케이션을 강조하는 ‘카카오톡’, 그리고 퍼블릭 커뮤니케이션을 강조한 ‘카카오수다’를 잇달아 출시했다. 그리고 무료이면서 쉽게 사용할 수 있다는 장점을 내세운 카카오톡이 빠르게 국내 시장에서 퍼져 나가게 된다. 그 해 6월에는 글로벌 서비스를, 8월에는 아이폰용 iOS 뿐 아니라 안드로이드 환경에서도 사용할 수 있도록 안드로이드 버전을 출시하면서 국내시장에서 확고한 입지를 다져 나갔다.

이에 따라 ‘아이위랩’이던 사명을 ‘카카오(Kakao)’로 변경하게 될 만큼 국내 시장에서 커뮤니케이션 앱(app)으로 큰 성공을 거둔 카카오는 하지만 이내 카카오톡 서비스만으로는 뚜렷한 수익 모델이 될 수 없다는 한계에 봉착하게 된다. 이에 카카오는 카카오톡을 하나의 모바일 플랫폼으로 성장시키겠다는 방침을 정하고 카카오톡과 연계된 서비스를 늘려 나

간다. 초기에는 '카카오스토리'를 제외하면 뚜렷한 성과를 내지 못하며 적자를 면치 못했으나, 2012년 출시한 '플러스친구'와 '게임하기'가 성공을 거두면서 <표 1>에서 보는 바와 같이 2012년 처음으로 흑자 전환에 성공하게 된다. 이후 카카오는 카카오톡 뿐 아니라 카카오게임, 카카오페이지, 카카오스토리, 카카오푸직 등을 잇달아 선보이며 모바일 플랫폼을 구축하기 위해 힘썼다. 하지만 카카오게임을 제외하면 경제적으로 큰 성과를 거두지 못하며 게임 및 광고 수입의 한계로 성장의 정체가 부딪히게 되었고, 이를 극복하기 위해 카카오는 수익구조를 다변화해야 하는 과제를 안게 되었다. 또한, 카카오가 국내에서는 모바일 플랫폼을 장악했지만, 글로벌 시장에서는 중국의 위챗(WeChat), 미국과 유럽의 왓츠앱(WhatsApp), 일본의 라인(LINE) 등에 크게 밀리고 있어서 글로벌 시장 진출이 시급한 상황이었다.

<표 1> 카카오의 합병 이전 영업실적 (단위: 천원)

연도	매출액	영업이익
2011	1,798,699	(12,733,356)
2012	46,181,467	6,979,275
2013	210,775,882	65,852,344
2014(상반기)	156,547,442	80,884,687

이에 카카오는 다음과의 합병을 선택했다. 카카오는 다음과의 합병을 통해 전무한 상태였던 웹시장의 기반을 얻었고, 인터넷과 모바일 플랫폼의 결합으로 시너지 효과를 기대할 수 있게 되었다. 특히, 그 동안 다음이 쌓아 놓은 지적 자산과 콘텐츠 경쟁력 등을 확보할 수 있었다. 실제로 합병 이후 출시된 '카카오톡'의 서비스에 기존 카카오에는 없던 콘텐츠인 다음 지도가 중요한 역할을 했다. 이후 카카오톡을 시발점으로 카카오는 온라인과 오프라인 서비

스를 잇는 O2O(Online to Offline) 사업을 적극적으로 확대해 가게 된다. 또한, 다음이 보유하고 있는 '맨파워'도 카카오에게는 매력적인 부분이었다. 당시 카카오는 신규사업을 위한 인력수급이 원활치 못했다. 통합회사 직원 수는 다음 측 2,600명과 카카오 측의 600명을 합친 약 3,200명으로 네이버의 약 1,600명 비해 두 배의 규모이다. 당시 이석우 카카오 대표는 언론 인터뷰에서 "매출과 이익은 늘지만 자생적 성장에 한계가 있고, 한명씩 직원을 뽑고 새 사업을 하면 오래 걸린다"며 "해외에서는 큰 일이 빠르게 벌어지는데 지금 속도로는 글로벌 경쟁에서 뒤쳐질 것 같았고, 다음과 같이 하면 한 단계 업그레이드된 서비스를 할 수 있을 것"이라고 밝히기도 했다.

한편, 카카오에게는 또 다른 다음과의 합병의 목적이 있었다. 바로 상장을 통한 사업자금의 확보였다. 해외시장 진출은 카카오의 가장 큰 목표이면서 동시에 고민거리였다. 카카오는 국내 시장에서의 성공을 바탕으로 아시아 시장의 문을 두드렸지만, 카카오의 일본, 싱가포르, 베이징 법인은 모두 손실했을 기록하며 어려움을 겪고 있었다. 결국 한정된 국내 시장에서 메신저와 게임 사업이 성장의 한계에 부딪힌 카카오가 새로운 수익모델의 개발 및 해외사업 강화에 있어 가장 필요한 것은 자금이었다. 이를 위해 카카오는 상장을 추진해 왔다.

카카오의 단독 신규상장(IPO)이 충분히 가능한 상황이었지만, 경영진은 여러 여건을 고려하여 다음과의 합병을 통해 우회상장하는 것이 유리하다는 판단을 내렸다.⁵⁾ 우회상장(back-door listing)은 비상장 기업이 신규상장을 위해 거쳐야 하는 여러 가지 심사 및 공모주 청약 등의 절차를 밟는 대신에 상장 기업과의 합병을 통해 바로 증권시장에 진입하는 것이다. 카카오가 신규상장 대신에 다음과의 합병을 통한 우회상장을 선택한 주된 이유도 '시간'이었다.

5) 2014년 초까지만 하더라도 주식시장에서는 카카오의 신규상장을 예상하고 있었기 때문에 다음과의 합병을 통한 우회상장은 상당한 충격으로 받아 들여졌다.

신규상장을 위해서는 약 1년 정도가 소요되는 상황에서 카카오는 기다릴 시간이 없다고 판단한 것이다. 즉, 빠르게 변하는 IT시장에서 경쟁업체들이 앞으로 얼마나 발전할지 모르는 상황에서 1년을 기다리는 것은 어려운 일이었다. 안정적인고 확실한 수입원이 없는 상황에서 신규상장을 할 경우 기업가치를 높게 평가받는 것이 어려울 것이라고 예상하고, 다음과의 합병을 통해 시너지 효과를 극대화하면서 우회상장하는 전략이 카카오의 기업가치 제고에 유리할 것으로 판단한 것이다. 결국 카카오는 다음과의 합병을 통해 시너지와 상장이란 두 마리 토끼를 잡은 것이다.

III. 합병의 진행 과정

3.1 합병 개요 및 일정

2014년 5월 23일 다음과 카카오는 각자 이사회

를 열고 양사의 합병을 결의한다. 합병은 다음이 카카이를 흡수합병하여 합병 후 카카오는 소멸되고 다음이 존속회사가 되는 형태로 진행되게 되었다. 다만 존속회사인 '다음커뮤니케이션'의 사명은 '다음카카오'로 변경하기로 하였다. 이러한 합병형태를 취하게 된 가장 큰 이유는 비상장회사인 카카오가 상장회사인 다음과의 합병을 통해 우회상장을 하기 위한 방안이었기 때문이다. 하지만 앞서 언급한 바와 같이 실질적으로는 카카오가 다음을 인수한 것이나 다름없다. 합병기일은 2014년 10월 1일로 잡았고, 이전에 양사의 주주총회 동의 및 코스닥 우회상장 심사 승인이 선행되어야 했다. 실제로 2014년 6월 24일 코스닥 우회상장 요건에 대한 심사 승인을 받았고, 2014년 8월 27일 다음과 카카오는 각자 임시주주총회를 열고 양사의 합병안을 무난하게 통과시킨다. 그리고 예정대로 2014년 10월 1일을 합병기일로 하여 2014년 10월 14일 '다음카카오'라는 신주코스닥에 상장되어 거래되기 시작하였다. 합병에 있어 가장 중요한 이슈인 합병비율은 합병발표 시점에는 1:1.5557456으로 공시되었다가 2014년 7월

〈표 2〉 다음과 카카오의 합병 개요 및 일정

합병형태	다음이 카카이를 흡수합병
합병 후 존속회사	다음커뮤니케이션('다음카카오'로 사명 변경)
합병 후 소멸회사	카카오
합병 후 최대주주	김범수(22.23%)
합병비율	1(다음) : 1.5555137(카카오)
이사회 결의일 및 합병계약일	2014년 5월 23일
코스닥시장 우회상장 심사 승인	2014년 6월 26일
합병승인을 위한 주주총회일	2014년 8월 27일
합병기일	2014년 10월 1일
신주상장일	2014년 10월 14일
합병목적	양사의 전문역량 상호활용을 통한 모바일 및 인터넷 시장에서의 사업경쟁력 강화 및 해외시장으로의 사업영역 확대를 통한 글로벌 모바일 및 인터넷 플랫폼 서비스 사업자로서의 성장
외부평가기관	삼정회계법인

30일 최종 수정된 합병관련 주요사항보고서에는 1:1.5555137의 비율로 확정되었고, 교환 방식은 피합병대상인 카카오의 주식을 합병법인인 다음의 신주와 교환하는 것으로 밝혀졌다.⁶⁾

이러한 합병을 통해 다음과 카카오의 주요 주주구성에 변화가 발생한다. <표 3>에서 보듯이 합병 후 다음카카오의 최대주주는 카카오의 최대주주인 김범수 의장으로 변경되며 개인 지분율이 22.23%가 되고, 여기에 김 의장이 지분 전체를 보유하고 있고 카카오 2대주주인 케이큐브홀딩스의 다음카카오 지분 17.60%까지 더하면 총 39.8%의 다음카카오 지분을 확보하면서 확실한 지배주주로 등극하게 된다. 반면에 다음의 최대주주로서 13.67%의 지분을 보유하던 이재웅 창업자는 합병 후 다음카카오의 지분이 3.28%로 축소된다. 이러한 주주구성의 변화만 보더라도 형식적으로는 다음의 카카오 흡수합병이지만, 실질적으로 카카오에 의한 다음 인수나 다름이 없었다는 것을 알 수 있다.

3.2 합병 발표에 대한 주식시장의 반응

다음과 카카오의 합병은 국내 거대 인터넷과 모바일 플랫폼 기업의 결합이란 점에서 주식시장에서도 커다란 충격으로 받아들여졌다. 인수합병의 공시효

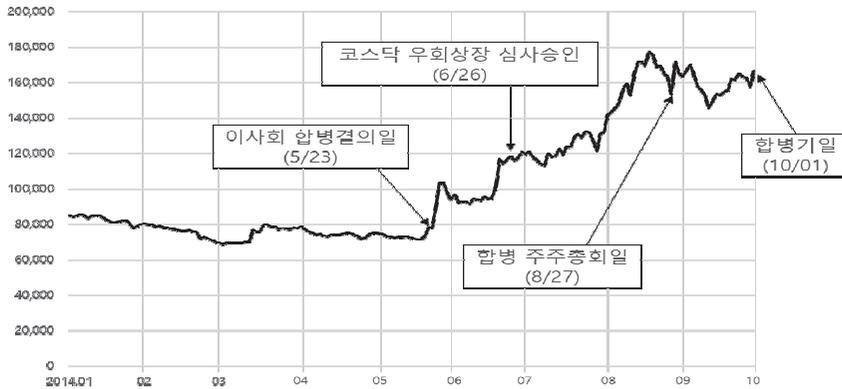
과에 관한 기존연구 결과를 보면, 일반적으로 인수 기업의 주가에는 약한 음(-)의 영향을 미치고 피인수기업의 주가에는 강한 양(+)의 영향을 주는 것으로 알려져 있다(강효석, 김성표, 2008). 다음과 카카오의 합병은 외형적으로는 다음이 카카오를 흡수 합병하는 것이지만, 사실상 카카오가 다음을 인수하는 것이기 때문에 다음을 피인수기업으로 볼 수 있다. 비상장기업인 카카오의 주가는 측정할 수 없지만, 상장기업이면서 피인수기업으로 볼 수 있는 다음의 주가는 합병 발표로 급등하게 된다.

양사 이사회 합의 합병 결의 내용이 금요일인 5월 23일 주식시장 마감 이후에 발표되면서 실제 주가에는 주식시장이 개장하는 다음 주 월요일에 영향을 미쳐야 하나, '코스닥시장상장규정 제29조 및 동규정시행세칙 제29조'에 따라 우회상장여부 확인을 위해 다음의 주식거래가 정지되고 5월 27일 화요일에 거래가 재개되었다. 이 날 다음의 주가는 시초가부터 상한가(당시는 전일 증가 대비 15%)인 89,800원을 기록하면서 하루 종일 상한가로 유지하고, 다음 날도 다시 시초가부터 상한가인 103,200원을 기록하며 상한가를 그대로 유지한 채 장을 마치게 된다. 결국 다음의 주가는 연 이틀 상한가를 기록하면서 32.14%의 주가 상승을 기록하게 된다. 여기서 한 가지 의문으로 남는 것은 양사의 이사회 합의 결의

<표 3> 다음-카카오 합병 전·후 주요 주주구성

합병 직전		합병 직후	
카카오	다음	다음카카오	
김범수 29.24%	이재웅 13.67%	김범수 22.23%	케이큐브홀딩스 17.60%
케이큐브 홀딩스 23.15%	KB자산운용 12.19%	텐센트 9.90%	위메이드 4.13%
텐센트 13.02%	Capital Group 9.56%	이재웅 3.28%	KB자산운용 2.92%
위메이드 5.43%	Templeton 8.41%	Capital Group 2.29%	Templeton 2.02%
	국민연금 7.50%	국민연금 1.80%	Wellington 1.54%
	Wellington 6.42%		

6) 합병비율과 관련된 내용은 뒤에서 상세하게 논의된다.



〈그림 2〉 합병 발표 전·후 다음의 주가 추이

회의가 있었던 5월 23일의 다음 주식의 거래동향이 다. 앞서 언급한 바와 같이 이사회 결의 내용은 장 마감 이후에 발표되었음에도 불구하고, 당일의 주가는 6.67% 상승했고 평소 10만주를 넘지 못했던 거래량도 약 47만주를 기록했다는 점이다. 확인할 방법은 없지만, 합병 결의가 정식으로 공시되기 이전에 정보의 유출 또는 루머가 있었다고 의심되는 대목이다.

이후에도 다음의 주가는 지속적으로 상승하여 〈그림 2〉에서 보듯이 합병 이전에 80,000원에도 못 미치던 다음의 주가가 합병 기일인 10월 1일에는 166,500원으로 두 배 이상 상승하며 합병에 대한 주식시장의 기대를 한껏 모으게 된다.

3.3 주식매수청구권과 합병 주주총회

합병과 같은 기업의 중대한 결정 사항은 주주총회의 승인을 얻어야 하고, 또한 합병에 반대하는 주주에게는 주식매수청구권이 주어지게 된다. 다음과 카카오가 맺은 합병계약서에도 “주식매수청구권 행사에 따라 합병 결의가 무산될 가능성이 있다”는 조항이 달려 있었다. 주식매수청구권은 상법 제522조의

3에서 보장하고 있는 주주의 권리로서 합병에 대해 회사에 서면으로 그 결의에 반대하는 의사를 통지한 경우에는 회사에 대하여 자기가 소유하고 있는 주식의 매수를 청구할 수 있다. 즉, 합병에 반대하는 주주는 주주총회 전까지 회사에 반대의사를 서면으로 통지하고, 주주총회 결의일부터 20일 이내에 그 소유주식을 매수하여 줄 것을 서면으로 해당 법인에게 청구하면, 해당 기업은 매수청구기간 종료일부터 1월 이내에 이를 매수하여야 한다. 한편, 해당 기업은 매수 대금 한도를 정해 놓고 이 이상의 매수청구권 신청이 있는 경우에는 합병 결의 자체를 취소하고 주식매수에도 응하지 않을 수 있는 선택권을 갖게 된다. 다음과 카카오가 설정한 주식매수청구권행사에 대한 대금 상한 한도는 각각 2,000억원과 1,000억원으로, 다음은 발행주식의 20.08%인 272만여 주에 해당하고, 카카오의 경우에는 발행주식의 3.19%인 88만여 주에 해당하는 금액이었다.

주식매수청구가격은 원칙적으로 반대주주와 해당 법인간의 협의에 의해 결정할 수 있으나, 협의가 이루어지지 않은 경우에는 이사회 직전 2개월, 1개월, 1주일 거래량 가중평균 주가를 산술평균해서 산정된다.⁷⁾ 결국 일반주주들 입장에서는 매수청구권 행사

7) 하지만 이렇게 결정된 주식매수청구가격에 일반주주들이 반발하여 종종 소송이 벌어지기도 한다.

시점에 주가가 행사가격보다 높다면 권리를 포기하고, 반대로 주가가 행사가격보다 낮다면 권리를 행사해서 해당 기업에게 주식매수를 청구하게 된다. 우선 다음의 주식매수청구가격은 이사회 결의일 전일을 기준으로 최근 2개월의 거래량 가중평균주가, 최근 1개월의 거래량 가중평균주가, 그리고 최근 1주일의 거래량 평균주가를 구해 이를 산술평균하여 주당 73,424원으로 결정되었다. 한편, 비상장회사인 카카오의 경우는 합병가액 산정 시 구한 평가가액, 즉 자산가치와 수익가치 평균인 113,412원이 그대로 적용되었다.⁸⁾

이러한 상황에서 비상장회사인 카카오는 최대주주인 김범수 의장의 지분이 케이큐브홀딩스 지분을 포함해서 52%를 넘고, 나머지 높은 지분을 보유한 텐센트와 위메이드가 합병에 찬성하며 주식매수청구권을 행사하지 않아 무사히 합병을 승인할 수 있게 된다. 반면에 상장회사이면서 최대주주의 지분율이 13.67% 밖에 되지 않는 다음의 경우는 자칫하면 주주총회에서 합병이 부결되거나 지나치게 많은 주식매수청구권이 행사되어 합병을 취소해야 하는 상황이 될 수도 있었다. 하지만 앞서 살펴 본 바와 같이 합병발표 이후 합병에 대한 기대감이 커지면서 다음의 주가가 크게 오르자 무난하게 주주총회에서 합병이 승인되고, 주식매수청구권을 행사할 이유도 사라지면서 순조롭게 합병이 진행될 수 있었다.

3.4 우회상장 요건 충족

우회상장은 비상장법인이 상장법인과 기업결합을 통해 신규상장 심사절차를 거치지 않고 상장법인으로 전환되는 것을 의미한다. 유가증권 및 코스닥시장상장규정에서는 우회상장을 '상장법인이 비상장법인을 대상으로 합병, 포괄적 주식교환, 영업·자산

양수, 현물출자 등의 기업결합을 하는 경우로서 상장법인의 경영권의 변경이 있고 비상장법인의 주식이 자본시장에 상장되는 효과가 있는 거래'로 정의하고 있다. 우회상장은 재무구조가 우량하고 성장성이 높은 비상장법인이 빠른 상장효과를 얻을 수 있고, 성장 동력이 떨어진 상장법인을 인수하여 경영정착화를 통해 재생시킬 수 있다는 장점이 있다. 하지만 부실한 기업이 엄격한 신규상장심사를 피해 우회상장을 통해 시장에 상장하는 악용을 막기 위해 우리나라에서는 국내법과 금융감독기관, 증권거래소를 통해 우회상장에 대해 규제를 두고 관리하고 있다.

다음과 카카오의 합병은 상장법인과 비상장법인 간 합병에 해당하며, 이 경우 우회상장 심사를 받기 위해 두 가지 조건 중 한 가지 이상을 충족시켜야 한다. 첫 번째는 비상장법인의 규모(자산총계, 자본금, 매출액 중 2가지 이상)가 상장법인보다 커야 한다. 하지만 자본금을 제외한 나머지 두 항목인 자산총계와 매출액에서 상장법인인 다음이 비상장법인인 카카오에 비해 더 높은 것으로 나타나 우회상장 조건을 충족하지 못하였다. 두 번째 조건은 최대주주 변경에 관한 것으로 합병 주요사항보고서 제출일 이전 1년 이내에 주권비상장법인의 최대주주나 5%이상 주주가 주권상장법인의 최대주주가 된 경우 또는 합병 이후 주권비상장법인의 최대주주나 5%이상 주주가 주권상장법인의 최대주주가 되는 경우만을 인정하고 있다. 카카오는 이 중 후자인 합병 이후 최대 주주 변경에 해당, 즉 카카오의 최대주주인 김범수 의장이 22.23%로 합병법인의 최대주주가 됨으로써 우회상장 심사조건이 충족되었다. 결국 두 가지 조건 중 최대주주 변경에 관한 조건을 만족하여 우회상장 심사 대상이 될 수 있었다.

이렇게 우회상장 심사 대상이 되고 난 다음은 각 증권시장에서 요구하는 우회상장 요건을 충족시켜야

8) 카카오의 자산가치와 수익가치를 산정하는 방식에 대해서는 뒤에서 상세하게 논의된다.

한다. 상장요건은 유가증권시장과 코스닥시장이 다르며, 코스닥에 상장되는 카카오는 코스닥시장의 우회상장 요건을 충족해야 하는 의무가 있었다. 코스닥시장의 우회상장 요건은 합병, 주식교환, 자산양수/현물출자, 영업양수 등 우회상장방식에 따라 기준의 가짓수를 다르게 두고 있는데, 합병을 통한 상장인 경우 10가지를 기준으로 하고 있다. 계속사업 이익이 발생할 것, 자본잠식이 없을 것, 자기자본이 30억 이상일 것, ROE(자기자본이익율) 10% 이상 또는 당기순이익이 20억 이상일 것, 최근연도회계 감사에서 적정의견일 것, 소송 등 중요한 분쟁상태가 아닐 것, 부도사유가 신청일 6개월 전에는 해소될 것, 타법인 합병·분할(합병)·영업양수도 시 결산 확정(3개월 미만 시 차기), 그리고 1년간 유·무상증자 제한과 6개월간 최대주주 변경이 제한되는 것을 조건으로 한다. 이 중 실질적으로 중요하게 증명되어야 하는 부분은 기업의 규모 및 사업성과 등 재무적 조건들로서 카카오는 공시자료에서 아래의

〈표 4〉를 통해 모든 조건이 충족됨을 설명하였다. 이에 2014년 6월 26일 카카오는 한국거래소로부터 우회상장 요건 충족 결정을 통보받게 된다.

IV. 합병비율 산정 과정

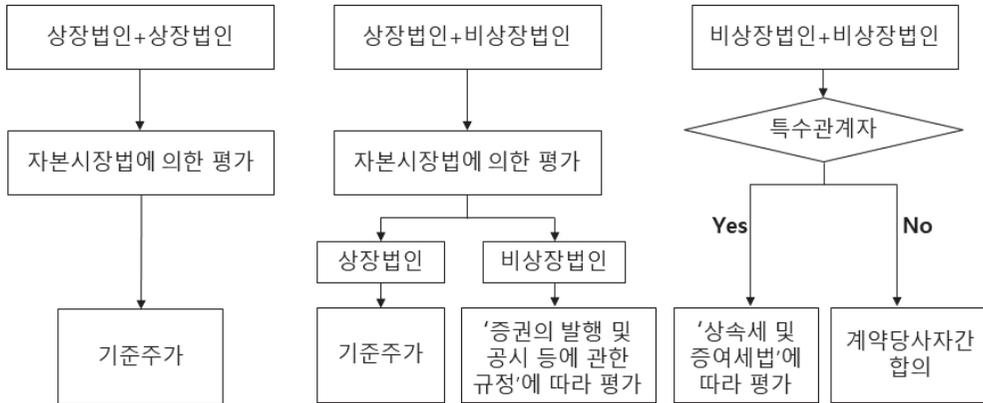
4.1 우리나라의 합병가액 평가방식

합병에 있어서 가장 중요한 이슈는 무엇보다도 합병비율이라고 할 수 있다. 합병비율은 결국 합병되는 기업의 가치를 각각 얼마로 계산하느냐에 달려있다. 즉, 합병가액의 평가가 합병비율을 결정하는 것이다. 우리나라에서 합병가액을 평가하는 방식은 〈그림 3〉에서 보는 바와 같이 크게 세 가지로 구분된다. 즉, 상장법인 간 합병인 경우, 상장법인과 비상장법인 사이의 합병인 경우, 그리고 비상장법인 간

〈표 4〉 카카오의 코스닥 우회상장 요건 충족 사항

구분	기준	충족여부	비고
기업규모	자기자본 30억원 이상 (주권비상장법인이 벤처기업인 경우 15억원 이상)	○	2013년말 연결재무상태표 기준 177,256,492,818원
법인세비용차감전 계속사업이익	있을 것	○	2013년 연결포괄손익계산서 기준 60,368,610,216원
이익규모	① 최근 사업연도말 현재 자기자본이익율이 100분의 10 (주권비상장법인이 벤처기업인 경우 100분의 5) 이상, 또는 ② 최근 사업연도의 당기순이익이 20억원 (주권비상장법인이 벤처기업인 경우 10억원) 이상	○	2013년 연결포괄손익계산서 기준 당기순이익 61,406,945,141원
자본잠식	없을 것	○	자본잠식 없음
감사의견	적정	○	2013년 적정
본건 합병 이전에 타법인과 합병, 분할(합병), 영업양수도	합병 등 기일이 속한 사업연도 결산 확정 (3개월 미만 시 차기)	-	합병 등 없음

자료: 금융감독원 전자공시시스템(dart.fss.or.kr)



〈그림 3〉 우리나라의 합병유형별 합병가액 평가방식

합병인 경우로 나눠서 볼 수 있다(김홍기, 2011).

이에 따라 합병가액을 산정하는 방식도 세 가지로 나누어 볼 수 있다. 우선, 상장법인 간 합병의 경우에는 ‘자본시장과 금융투자업에 관한 법률’(약칭 ‘자본시장법’) 시행령 제176조의 5에 따라 원칙적으로 기준주가법으로 계산하되, 그 금액이 1주당 자산가치보다 낮은 경우에는 자산가치로 할 수 있도록 하고 있다. 기준주가는 기산일(합병을 위한 이사회 결의일과 합병계약 체결일 중 앞서는 날)을 기준으로 최근일(기산일의 전일)의 종가, 최근 1주일간 거래량가중평균 종가, 최근 1개월간 거래량가중평균 종가를 산술평균한 가액으로 계산되고, 여기에 30% (계열회사 간 합병의 경우는 10%) 범위 내에서 할증 또는 할인한 금액을 합병가액으로 할 수 있다.

다음으로 상장법인과 비상장법인 간 합병의 경우에는 상장법인은 앞서 설명한 기준주가법을 적용하고, 비상장법인의 합병가액은 자본시장법의 하위법인 ‘증권의 발행 및 공시 등에 관한 규정 시행세칙’(약칭 ‘증발공’) 규정 제5-13조에 따라 본질가치와

상대가치를 산술평균하여 계산하되, 상대가치를 구하는데 사용될 수 있는 유사기업이 3개 미만인 경우에는 본질가치로만 계산할 수 있도록 되어 있다.⁹⁾

끝으로 비상장법인 간의 합병은 계약 당사자 간의 합의를 원칙으로 하되, 합병되는 기업의 대주주가 서로 가족, 친인척 등의 특수관계인인 경우에는 ‘상속세 및 증여세법’에 따라 합병가액을 정하도록 되어 있다. 이는 기업 합병이 특수관계인 사이에 변칙적인 증여 및 상속에 악용될 소지가 있기 때문인 것으로 풀이된다.¹⁰⁾

4.2 다음과 카카오의 합병비율 결정

다음과 카카오의 합병에서도 가장 큰 관심을 모았던 부분은 두 기업 간의 합병비율이었다. <표 5>에 정리되어 있는 바와 같이 상장법인인 다음은 기준주가법에 따라 산정한 72,910원에 할증 또는 할인을 적용하지 않고 그대로 72,910원을 1주당 합병가액으로 정했고, 비상장법인인 카카오는 상대가치를 구

9) 유사기업은 자본금, 매출액, 재무비율, 주당수익, 제품구성비 등을 고려하여 상장기업 2개 이상을 선정하되, 주당이익이 액면가의 10% 이상이고 주당순자산이 액면가 이상이며 최근 사업연도 재무제표 감사의견 적정이어야 한다는 조건이 있다.

10) 예를 들면, 부모가 대주주인 회사와 자식이 대주주인 회사가 합병하면서 부모가 대주주인 회사의 가치는 낮게 잡고 자식이 대주주인 회사의 가치는 높게 산정해서 합병비율을 정하게 되면, 자연스럽게 부모로부터 자식에게 간접적으로 증여를 한 것이 된다.

〈표 5〉 다음-카카오 합병비율 및 합병가액 정리

구분	합병법인 (다음커뮤니케이션)	피합병법인 (주식회사 카카오)
기준주가	72,910원	-
- 할인 또는 할증률	-	-
본질가치 [(자산가치*2+수익가치*3)/5]	-	113,412원
- 자산가치(1주당)	35,147원	6,472원
- 수익가치(1주당)	-	184,706원
상대가치	-	-
합병가액(1주당)	72,910원	113,412원
합병비율	1	1.5555137
발행 주식수	13,562,629주	27,643,880주
기업가치	9,885억원	3조 1,351억원

주) 합병법인과 피합병법인 모두 액면가액은 500원

할 수 없는 상태에서 6,472원인 자산가치와 184,706원으로 산정된 수익가치를 각각 2:3의 비율로 가중 평균한 본질가치 113,412원을 1주당 합병가액으로 산정하였다. 이에 따라 산정된 합병비율은 1:1.5555137로서 다음 주식 1.5555137주의 가치가 카카오 주식 1주와 같다고 본 것이다.

결과적으로 합병 발표 당시 각각의 발행 주식수에 1주당 합병가액을 곱해서 계산한 기업가치는 다음이 약 9,885억, 카카오가 약 3조 1,351억원으로 산출되어 카카오의 기업가치를 다음의 3배 이상으로 평가한 상태에서 합병이 결정된 것이다. 이러한 두 기업의 합병가액 결정과정에 대해 좀 더 상세하게 살펴보기로 하자.

4.3 다음의 합병가액 결정

앞서 언급한 바와 같이 다음의 합병가액은 기준주 가법에 의해 계산한 값을 자산가치와 비교하여 결정되었다. 구체적으로 합병 결의일인 2014년 5월 23일을 기산일로 하여 전일인 2014년 5월 22일의 종

가인 73,200원, 그로부터 1개월 전인 2014년 4월 23일부터 5월 22일까지의 최근 1개월 거래량가중 평균 주가인 73,260원, 5월 16일부터 5월 22일까지의 최근 1주일 거래량가중평균 주가인 72,269원을 산술평균한 주가, 즉 72,910원 $[(73,200 + 73,260 + 72,269)/3]$ 이 기준주가로 계산되었다.

한편, 이렇게 계산된 기준주가가 1주당 자산가치보다 낮은 경우에는 자산가치로 할 수 있도록 하고 있기 때문에 1주당 자산가치를 확인해 보아야 한다. 1주당 자산가치는 조정된 순자산가액을 발행주식 총수로 나눈 것으로, 조정된 순자산가액은 최근 사업연도말 별도재무제표의 자본총계에 조정항목을 더해 계산된다. 이에 따라 다음의 2013년 자본총계인 508,016,196,936원에서 조정항목 값인 -31,418,877,514원을 더한 476,597,319,422원이 조정된 순자산가액이 되고, 이를 발행주식수인 13,560,229로 나눈 35,147원이 다음의 1주당 자산가치로 나타났다. 하지만 이 값은 기준주가법으로 계산한 72,910원에 비해 낮기 때문에 합병가액으로 고려되지 않았다. 결국 다음은 기준주가에 할증 또는 할인이 전혀 적용되지

않은 72,910원이 1주당 합병가액으로 확정되었다.

4.4 카카오의 합병가액 산정

카카오의 경우에는 적절한 수의 유사기업이 없는 것으로 판단하여 본질가치로만 합병가액을 계산하였다. 본질가치를 구하기 위해서는 자산가치와 수익가치를 먼저 산정해야 하는데, 카카오의 1주당 자산가치와 수익가치는 각각 6,472원, 184,734원으로 평가되었다. 그리고 '증발공' 규정에 따라 자산가치와 수익가치를 2:3의 비율로 가중평균하여 구한 값인 113,412원을 카카오의 1주당 합병가액으로 산정하였다.

먼저 자산가치는 2013년 자본총계인 178,535,047,634원에 조정항목 373,258,962원을 더한 178,908,306,596원이 순자산가액으로 계산되었고, 이를 발행주식수인 27,643,880으로 나누는 6,472원이 카카오의 1주당 자산가치로 산정되었다. 여기에서 주목할 점은 카카오의 2013년 순자산가액이 약 1,789억원이고 다음의 순자산가액이 약 4,766억원이었다는 점을 고려한다면, 순자산 면에서는 카카오보다 다음의 확연한 우세였다는 점을 알 수 있다.

그럼에도 불구하고 합병비용 결정과정에서 카카오의 가치가 다음에 비해 더 높게 평가 받을 수 있었던 결정적 요인은 바로 카카오의 수익가치였다. 카카오의 수익가치의 산정에는 현금흐름할인(discounted cash flow; DCF)모형이 이용되었다.¹¹⁾ 즉, 미래 영업활동에서 유입될 기대현금흐름을 추정한 뒤 이

를 현재가치로 할인하고, 비영업자산의 가치를 더한 뒤 발행주식수로 나누어 계산되었다. 이에 따라 카카오의 수익가치는 약 5조 1,060억원으로 산정되었고, 이를 발행주식수인 27,643,880으로 나누어 1주당 수익가치가 184,706원으로 계산된 것이다. 이 값은 1주당 자산가치인 6,472원에 비해 약 28배 이상 높은 것으로 카카오의 미래 수익에 대한 기대가 매우 크게 반영된 것이다.

이에 대해 다음-카카오 합병의 평가기관인 삼정회계법인은 평가의견서를 통해 구체적인 카카오의 수익가치 산정결과를 <표 6>과 같이 제시하고 있다. 먼저 2014년부터 2018년까지 5년 동안의 각 연도별 잉여현금흐름(free cash flows to firm; FCFF)을 <표 7>과 같이 추정하고 이것을 현재가치로 할인한 뒤, 그 값들을 더해 약 1조 2,030억원이 될 것으로 산정했다. 일반적으로 잉여현금흐름은 영업수익에서 영업비용을 뺀 세전영업이익(EBIT)에서 다시 법인세를 차감하면 세후영업이익이 되고, 여기에 감가상각비와 순운전자본증감, 설비투자 등의 요소를 조정한 값을 의미한다. 그리고 2018년 이후에는 2018년의 추정 세전영업이익(EBIT)인 7,188억원이 매년 2%씩 영구적으로 성장하는 것으로 가정하고 이것의 현재가치를 계산하여 약 3조 7,834억원이 될 것으로 산정하였다.¹²⁾ 그리고 1조 2,030억원과 3조 7,834억원을 합한 4조 9,864억원을 카카오의 영업가치로 산정하고, 여기에 비영업자산의 가치 약 1,196억원을 추가하여 약 5조 1,060억원의 수익가치가 있다고 보았다. 이때 2%라는 영구성장률에 대

11) '증발공' 규정에 따르면, "수익가치는 현금흐름할인모형, 배당할인모형 등 미래의 수익가치 산정에 관하여 일반적으로 공정하고 타당한 것으로 인정되는 모형을 적용하여 합리적으로 산정한다"라고 되어 있다.
 12) 매년 일정하게 증가하는 영구현금흐름의 현재가치는 다음과 같이 계산된다.

$$\frac{CF_0(1+g)}{k-g}$$

단, CF₀ = 최근 현금흐름
 k = 할인율
 g = 증가율

〈표 6〉 카카오 수익가치 산정내역

(단위: 백만원, 주)

내역	금액
가. 2014년-2018년 동안 현금흐름의 현재가치	1,202,999
나. 2018년 이후 영구현금흐름의 현재가치	3,783,416
다. 영업가치 (가+나)	4,986,415
라. 비영업자산의 가치	119,566
마. 기업가치 (다+라)	5,105,981
바. 이자부 부채의 가치	-
사. 수익가치 (마-바)	5,105,981
아. 발행주식수	27,643,880
자. 1주당 수익가치(원)	184,706

자료: 금융감독원 전자공시시스템(dart.fss.or.kr)

〈표 7〉 2014-2018 카카오 잉여현금흐름 추정

(단위: 백만원)

구분	추정				
	2014년	2015년	2016년	2017년	2018년
I. 영업수익	427,825	734,931	955,901	1,170,341	1,349,573
II. 영업비용	206,443	348,103	439,545	538,732	630,754
III. 세전영업이익(EBIT)	221,382	386,828	516,357	631,609	718,819
- 법인세비용	53,112	93,150	124,496	152,387	173,492
IV. 세후영업이익	168,269	293,678	391,860	479,222	545,327
+ 감가상각비	9,614	14,549	19,663	24,090	29,507
- 순운전자본 증감	37,085	47,703	35,215	33,190	26,882
- CAPEX	19,377	25,582	30,458	35,178	39,290
+ 장기상여비용	1,068	510	-	-	-
+ 주식보상비용	2,876	692	41	-	-
- 성과연동 상여계약으로 인한 현금유출 예상액	-	-	1,856	-	-
V. 잉여현금흐름(FCFF)	125,366	236,144	344,035	434,944	508,662
현가요소(PV Factor)	0.9488	0.8541	0.7688	0.6921	0.6230
VI. 현재가치로 할인된 FCFF	118,944	201,680	264,494	301,003	316,878

자료: 금융감독원 전자공시시스템(dart.fss.or.kr)

해서는 평가의견서에서 카카오가 속한 산업의 특성, 'The Economist Intelligence Unit'에서 추정된 2018년 한국의 소비자물가상승률 2.90% 및 명목

GDP성장률 6.50% 등을 고려해 가정한 것으로 설명하고 있다.

V. 합병 이후 성과 및 변화

5.1 합병 이후 기업성과 및 주가

다음과 카카오의 합병은 주식시장에서도 큰 기대를 갖기에 충분했다. 2014년 10월 14일 원래 다음이 상장되어 있던 코스닥 시장에 합병법인인 다음카카오의 신주 43,000,434주(=기존 카카오 주식수 27,643,880주 × 합병비율 1.5555137)의 추가상장이 이루어지면서 전체 상장주식수는 56,563,063주(=기존 다음 주식수 13,562,629주 + 다음카카오의 신주 43,000,434주)가 되었다. 이날 다음카카오 주식은 전일 증가 대비 8.33% 오른 13만 9,100원으로 마감했다. 합병 발표 당시 약 4조 1,236억원(=다음 9,885억원 + 카카오 3조 1,351억원)으로 산정되었던 합병법인의 기업가치가 상장 첫날 약 7조 8,700억원을 기록하게 된 것이다. 이는 다음의 주가가 합병 시너지에 대한 기대감으로 합병일 전까지 크게 오르고, 비상장 되어있던 카카오가 저평가 되어 있던 부분이 반영된 결과였다.¹³⁾ 결과적으로 다음카카오는 당시 시가총액 4조원대였던 셀트리온을 제치고 코스닥 시가총액 1위로 등극하게 된다.

합병 이후 다음카카오의 첫 성적은 2014년 3분기 매출 2,218억원 영업이익 308억원을 기록했고, 4분기에는 매출 2,540억원, 영업이익 657억원을 기록했다. 특히 4분기 성과는 2013년 동기 대비 각각 21%, 71%가 증가한 수치로서 전체 매출액 가운데 모바일 비중이 53%를 차지하는 등 모바일 플랫폼

측면에서 성과가 있었다.

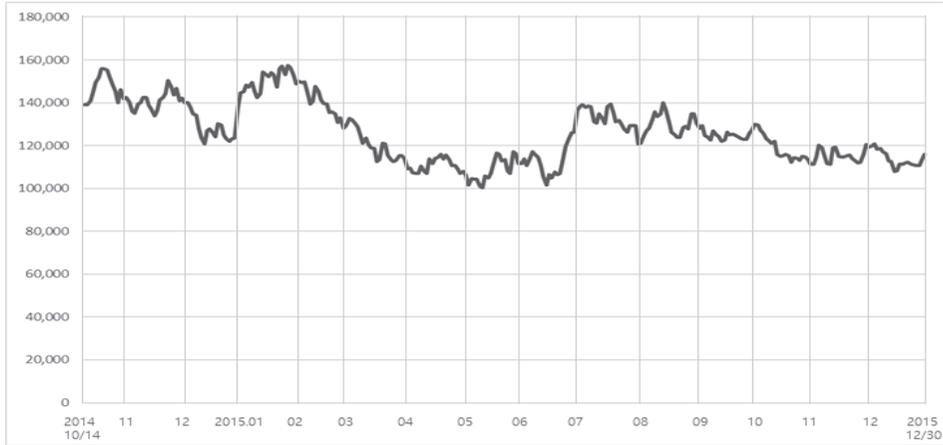
한편, 합병 이후부터 2015년 말까지 다음카카오의 주가는 <그림 4>에서 보는 바와 같이 합병 직후 조금 더 상승하여 2015년 1월에는 15만원을 넘어서기도 했다.¹⁴⁾ 하지만 이후 크게 하락하여 2015년 4월에는 10만원 부근으로 떨어졌고, 다시 조금 회복하기는 했지만 등락을 거듭한 결과, 2015년 말에는 110,600원으로 마감할 하게 된다. 이처럼 합병 이후 다음카카오의 주가가 부진했던 이유는 기대했던 만큼의 합병 시너지 효과가 나타나진 않은 것으로 시장에서 평가했기 때문이다. 특히, 합병 이후 양사 조직간 통합이 제대로 이루어지지 못해 시너지 효과가 제대로 발휘되지 못했다는 평가를 받았다. 또한, 합병 이후 적극적인 기업 인수에 나서면서 다양한 시도를 하지만 가시적인 성과가 바로 나타나지 않으면서 주가의 발목을 잡은 것으로 판단된다.

5.2 합병 이후 적극적인 기업 인수

창업 이후 카카오의 성장에는 적극적인 기업 인수가 원동력이 되어 왔다. 실제로 현재 시장에서 선도적인 인터넷 기업인 구글, 페이스북, 아마존 등이 글로벌 ICT 기업으로 급성장하기까지는 적극적인 인수합병(M&A)의 힘이 컸다(김현중, 2016). 이들은 M&A를 통해 성장에 필요한 기술과 인력을 일거에 확보하고, 이를 통해 사업역량을 빠르게 강화해 나갈 수 있었다. 카카오도 이들 기업처럼 적극적인 인수합병을 통해 '글로벌 플랫폼'으로 성장하겠다는 야심을 갖고 있다. 이를 실현하기 위한 기반으로 다음

13) 당초 다음카카오가 출범할 경우 코스닥 시장에서의 합병 신주 시가총액은 10조원대가 될 것으로 기대됐었지만, 신주 상장 직전인 10월 10일 카카오톡 대화 내용 감청 논란이 불거지면서 16만원대 중반이던 다음의 주가가 급락해 10월 13일 증가가 12만 8,400원까지 떨어졌다.

14) 합병 이후 주가흐름을 2015년 말까지만 분석한 이유는 주가에 영향을 미치는 요인이 다양하기 때문에 합병의 직접적인 결과가 주가에 반영되는 기간을 약 1년 정도로 보는 것이 적절하다고 판단했기 때문이다. 특히, 2016년 1월에 있었던 '로엔 엔터테인먼트' 인수는 인수대금만 1조 8,743억원에 달하는 어마어마한 규모로서 이러한 새로운 사건이 주가에 미치는 영향은 합병의 효과와는 분리해서 봐야 하기 때문에 로엔 인수 이전인 2015년 말까지 분석한 것이다. 실제로 로엔 인수 이후 카카오의 주가는 엄청난 인수자금 조달에 대한 시장의 우려로 하락을 거듭하면서 한때 7만원대로 하락하기도 했다.



〈그림 4〉 합병 이후 다음카카오의 주가 추이

과의 합병이 추진된 것이고, 따라서 합병 이후에는 더욱 적극적인 기업 인수에 나서게 된다.

〈표 8〉에서 보는 바와 같이 합병 후 불과 6개월 동안 버스 도착 안내 앱인 '서울버스'를 시작으로 키즈노트, 케이큐브벤처스, 셀잇 등을 인수했고, 2015년 5월에는 내비게이션 어플리케이션 '김기사'로 알려진 록앤올을 무려 626억원에 인수했다. 또한 인도네시아 3대 SNS인 'Path'도 자산인수의 형식으로 263억원에 사들였다. 이 중에서 록앤올 인수를 기반으로 새로 출범한 '카카오타xi'를 통해 O2O(Online to Offline) 시장을 개척하면서 크게 주목을 받았지만 실질적인 수익모델이 되지 않는 못했다. 한편, 케이큐브벤처스는 스타트업 전문 벤처캐피탈로 김범수 의장이 개인적으로 설립하여 보유하고 있던 회사로서 이를 카카오가 인수하였고, 이에 따라 향후 카카오의 M&A는 3개의 축으로 나누어 이루어지게 된다. 즉, 초기 벤처기업이나 스타트업은 케이큐브벤처스가, 좀 더 큰 규모의 스타트업은 케이벤처그룹이, 상대적으로 이미 기반이 잡혀있는 큰 회사의 경우에는 직접 카카오가 인수하는 방식이다.

5.3 합병 이후 조직간 통합 문제

카카오는 다음과의 합병을 통해 재무적 측면에서는 성과를 거뒀지만, 합병의 중요한 목표 중 하나였던 시너지 측면에 대해서는 충분히 발휘되지 못하고 있다는 지적을 받는다. 시너지 효과를 내지 못하는 데는 여러 요인들이 복합적으로 작용했겠지만, 가장 흔히 지적되는 부분이 합병 후 조직통합 측면에서 어려움을 겪었다는 점이다. 기업이 합병되고 나면 형태상으로는 하나의 기업이 되지만, 그 속에는 서로 다른 기업문화를 공유해 온 두 집단이 공존하게 된다. 진정한 의미의 합병이 이루어지기 위해서는 이 두 집단을 하나로 융합시키는 것이 중요하다. 합병 후 서로 다른 두 조직을 하나로 통합시키는 과정은 흔히 PMI(post merger integration)라 불리는데, 서로 간의 다른 전략, 프로세스, 조직 문화 등의 영역을 통합시키는 것으로, M&A의 성패를 좌우하는 핵심요소로 꼽힌다.¹⁵⁾

다음과 카카오는 2014년 10월 1일 출범한 통합법인 명칭을 '다음카카오'로 하고 당시 카카오의 이

15) 합병과 관련하여 PMI가 전략적 측면에서 매우 중요한 이슈이지만, 본 연구에서는 재무적 관점을 중심으로 분석하고 있기 때문에 상대적으로 이 부분의 비중을 작게 다루고 있다.

〈표 8〉 다음-카카오 합병 이후 기업인수(2015년 말까지)

피인수기업	인수시기	기업특징	인수금액 (억원)	지분율
서울버스 모바일	2014. 10	버스 도착 안내 앱	20~30	100%
키즈노트	2014. 12	어린이집 스마트알림장	66	100%
OriZnal	2015. 01	지하철 노선도 및 시간표 앱	20~30	100%
케이큐브벤처스	2015. 03	스타트업 전문 벤처캐피탈로서 김범수 의장이 설립, 보유	55	100%
셀잇	2015. 05	모바일 중고거래전문 스타트업	100(추정)	74.1%
룩앤올	2015. 05	내비게이션 앱 '김기사'	626	100%
패스(Path)	2015. 05	인도네시아 3대 SNS 'Path'	263	자산인수
탱그램디자인 연구소	2015. 06	UX디자인 전문기업	n/a	51%
포도트리	2015. 07	카카오와 함께 모바일 콘텐츠 플랫폼 '카카오페이지' 운영	김범수 의장 지분 28.6% 카카오에 무상증여하여 카카오 49.7% 지분 확보	
밸류포션	2015. 07	모바일분석 마케팅플랫폼	n/a	70%
카닥	2015. 08	자동차 외장수리 견적 앱	n/a	53.7%
엔진	2015. 08	게임 퍼블리싱	n/a	66%
하시스	2015. 10	뷰티업계 고객관리 솔루션	n/a	51%
만나CEA	2015. 10	친환경 농업벤처	n/a	33%

석우 대표와 다음의 최세훈 대표가 공동대표를 맡아 운영하는 형태를 취하면서 함께 공존하는 모습을 시작했다. 하지만 앞서 언급한 바와 같이 합병비율과 지분구조 등으로 보았을 때는 사실상 카카오가 다음을 인수하는 것과 다름이 없었다. 결국 다음카카오는 2015년 9월 23일 주주총회를 열어 '카카오'로 사명을 변경하고, 30대 인 임지훈 케이큐브벤처스 대표를 카카오의 단독 신임 대표이사로 선임한다. 이로써 다음카카오는 다음과 카카오가 합병된 지 1년 만에 다음 출신의 최세훈 공동대표가 물러나고 사명에서 '다음'이란 이름도 지우면서 오롯이 '카카오'라는 이름만 남게 됐다.

카카오와 다음은 수평적인 형태의 조직문화라는 점에서 큰 틀에서는 비슷하지만, 세부적인 부분에서는 차이가 있었다. 문제는 카카오의 기업문화를 중

심으로 조직이 개편되면서 다음 출신 직원들의 동요가 커졌다는 점이다. 직원 간 호칭으로 카카오티켓 영어 호칭을 다음 직원들에게 적용한데 이어, 인사·조직개편에서 기존 임직원 수가 600 여명에 불과했던 카카오 측이 2,600 여명에 이르는 다음 측을 제치고 전체 18개 팀 중에서 13개 부문 팀장직을 맡았고 임원의 다수도 카카오 출신이 차지하면서 다음 출신 임직원들의 소외감은 클 수밖에 없었다. 이에 대해 카카오는 모바일 사업비중이 큰 상황에서 모바일 부문의 혁신과 가치를 만들려면 모바일 사업에 익숙한 카카오 임원의 빠른 의사 결정이 중요했고, 이에 따라 카카오 중심의 경영이 불가피했다는 입장을 밝힌 바 있다.

VI. 결론

본 연구에서는 국내 대표적인 인터넷과 모바일 플랫폼 기업 간의 결합이라고 할 수 있는 다음과 카카오의 합병에 대해 주로 재무적 관점의 이슈들을 중심으로 살펴보고 있다. 구체적으로 두 기업의 합병 동기를 알아보고, 주주총회 승인과 주식매수청구권 등의 합병절차에 대해 살펴보고, 그리고 무엇보다도 기업 간 합병에서 가장 중요한 이슈인 합병비율을 정하는 방식에 대해 상세하게 분석하고 있다. 분석 결과는 다음과 같이 요약된다.

2014년 5월 26일 우리나라 인터넷 기업의 1세대 대표 주자이면서 당시 네이버에 이어 국내 2위 업체였던 다음 커뮤니케이션(이하 다음)과 국내의 대표적 모바일 기업인 카카오의 합병이 발표된다. 합병 형식은 다음이 카카오를 흡수합병하여 다음이 존속 법인이 되고 카카오가 소멸법인이 되는 형태였다. 하지만 이러한 합병 형태는 비상장기업인 카카오가 상장기업인 다음을 이용하여 우회상장을 도모하기 위한 방안일 뿐, 사실상 카카오가 다음을 인수하는 것이었다. 두 기업의 합병 동기는 무엇보다도 시너지 효과라고 할 수 있다. 네이버에 밀려 고전하고 있던 다음과 카카오톡으로 성공했지만 성장 한계에 봉착한 카카오는 새로운 성장 동력이 필요했고, 결국 두 기업은 합병을 통해 웹기반 인터넷 플랫폼과 모바일 플랫폼이 결합함으로써 서로에게 필요한 시너지 효과를 얻고자 했다. 또한 카카오는 상장기업인 다음의 합병을 통해 절차가 복잡한 신규상장 대신에 우회상장을 상장소요되는 시간을 줄일 수 있었다.

합병 과정에서 가장 중요한 절차는 양사의 주주총회에서 주주의 승인을 얻는 것이다. 또한 합병에 반대하는 주주에게는 주식매수청구권이 주어지게 되고 이것의 행사 규모에 따라 합병 결과가 무산될 가능성이 있다. 우선 비상장회사인 카카오는 최대주주인

김범수 의장의 지분이 케이큐브홀딩스 지분을 포함해서 52%를 넘고, 나머지 높은 지분을 보유한 텐센트와 위메이드가 합병에 찬성하며 주식매수청구권을 행사하지 않아 무사히 합병을 승인할 수 있게 된다. 반면에 상장회사이면서 최대주주의 지분율이 13.67% 밖에 되지 않는 다음의 경우는 차치하면 주주총회에서 합병이 부결되거나 지나치게 많은 주식매수청구권이 행사되어 합병을 취소해야 하는 상황이 될 수도 있었다. 하지만 합병발표 이후 합병에 대한 기대감이 커지면서 다음의 주가가 크게 오른 상황에서 합병을 반대하거나 주식매수청구권을 행사할 이유가 사라지면서 무난하게 주주총회에서 합병이 승인되고, 결국 순조롭게 합병이 진행될 수 있었다.

합병에 있어 가장 중요한 이슈인 두 기업 간의 합병비율은 자본시장법에 따라 상장법인인 다음의 합병가액은 기준주가법이 적용되고, 비상장법인인 카카오는 자본시장법의 하위법인 '증권의 발행 및 공시 등에 관한 규정 시행세칙'(약칭 '증발공')에 따라 합병가액이 결정되었다. 이에 따라 다음의 합병가액은 합병 결의일을 기산일로 하여 전일 종가, 최근 1주일 거래량중평균 주가, 그리고 최근 1개월 거래량가중평균 주가를 산술평균하여 구한 기준주가 72,910원에 할증 또는 할인 적용하지 않은 금액이 그대로 적용되었다. 한편, 비상장법인인 카카오의 합병가액은 적절한 수의 유사기업이 없는 것으로 판단하여 본질가치로만 합병가액을 계산하였다. 본질가치를 구하기 위해서는 자산가치와 수익가치를 먼저 산정해야 하는데, 카카오의 1주당 자산가치는 2013년 자본총계에 조정항목을 더해서 구한 순자산가액을 발행주식수로 나누어 6,472원으로 산정되었다. 중요한 문제는 카카오의 수익가치로서 일반적으로 사용되는 현금흐름할인(DCF)모형에 따라 미래 영업활동에서 유입될 기대현금흐름을 추정한 뒤 이를 현재 가치로 할인하고, 비영업자산의 가치를 더한 뒤 발행주식수로 나누어 1주당 수익가치를 184,706원으로

로 산정한 것이다. 그리고 '증발공' 규정에 따라 자산 가치와 수익가치를 2:3의 비율로 가중평균하여 구한 값인 113,412원을 카카오의 1주당 합병가액으로 산정하였다. 이에 따라 산정된 합병비율은 1:1.5555137로서 다음 주식 1.5555137주의 가치가 카카오 주식 1주와 같다고 본 것이다.

결과적으로 합병 발표 당시 각각의 발행 주식수에 1주당 합병가액을 곱해서 계산한 기업가치는 다음이 약 9,885억, 카카오가 약 3조 1,351억원으로 산출되어 카카오의 기업가치를 다음의 3배 이상으로 평가한 상태에서 합병이 결정된 것이다. 여기에서 주목할 점은 카카오의 2013년 순자산가액이 약 1,789 억원이고 다음의 순자산가액이 약 4,766억원이었다는 점을 고려한다면, 순자산 면에서는 카카오보다 다음의 확연한 우세였다는 점을 알 수 있다. 그럼에도 불구하고 합병비율 결정과정에서 카카오의 가치가 다음에 비해 더 높게 평가 받을 수 있었던 결정적 요인은 바로 카카오의 수익가치였다. 카카오의 1주당 수익가치인 184,706원은 1주당 자산가치인 6,472 원에 비해 약 28배 이상 높은 것으로 카카오의 미래 수익에 대한 기대가 매우 크게 반영된 것이다. 과연 카카오의 미래 수익가치를 이처럼 높게 평가한 것이 적절했는지 여부는 논란의 여지가 있다. 하지만 카카오의 기업가치를 이처럼 높게 평가하여 합병비율이 결정되었음에도 불구하고, 합병 발표 이후 다음의 주가가 크게 상승했다는 점은 적어도 주식시장에서는 합병비율이 다음에 불리하지 않다고 평가한 것으로 볼 수 있다. 오히려 두 기업의 결합을 통해 합병 이후 시너지 효과가 크게 발생할 것이라는 기대감이 당시 침체 상태였던 다음에게는 합병이 새로운 기회가 될 수 있을 것으로 주식시장이 평가한 결과라고 할 수 있다.

합병 발표 당시 약 4조 1,236억원(=다음 9,885 억원 + 카카오 3조 1,351억원)으로 산정되었던 합병법인의 기업가치가 합병 이후 상장 첫날 약 7조

8,700억원을 기록한다. 그리고 합병 이후 2014년 3분기에 매출 2,218억원 영업이익 308억원을 기록했고, 4분기에는 매출 2,540억원, 영업이익 657억 원을 기록했다. 특히 4분기 성과는 2013년 동기 대비 각각 21%, 71%가 증가한 수치로서 전체 매출액 가운데 모바일 비중이 53%를 차지하는 등 모바일 플랫폼 측면에서 성과가 있었다. 한편, 합병 이후부터 2015년 말까지 주가를 보면, 합병 직후 조금 더 상승하여 2015년 1월에는 15만원을 넘어서기도 하지만 이후 크게 하락하여 2015년 4월에는 10만 원 부근으로 떨어졌고, 다시 조금 회복하기는 했지만 등락을 거듭한 결과, 2015년 말에는 110,600원으로 마감할 하게 된다. 이처럼 합병 이후 다음카카오의 주가가 부진했던 이유는 기대했던 만큼의 합병 시너지 효과가 나타나진 않은 것으로 시장은 평가했기 때문이다. 특히, 합병 이후 양사 조직간 통합이 제대로 이루어지지 못해 시너지 효과가 제대로 발휘 되지 못했다는 평가를 받았다. 또한 합병 이후 적극적인 기업 인수에 나서면서 다양한 시도를 하지만 가시적인 성과가 바로 나타나지 않으면서 주가의 발목을 잡은 것으로 판단된다.

창업 이후 카카오의 성장에는 적극적인 기업 인수가 원동력이 되어 왔다. 카카오는 적극적인 인수합병을 통해 '글로벌 플랫폼'으로 성장하겠다는 야심을 갖고 있었고, 이를 실현하기 위한 기반으로 다음과의 합병이 추진된 것이고, 합병 이후에는 더욱 적극적인 기업 인수에 나서게 된다. 실제로 합병 후 불과 6개월 동안 여러 회사들을 인수했고, 2015년 5월에는 내비게이션 어플리케이션 '김기사'로 알려진 록엔올을 무려 626억원에 인수했다. 록엔올 인수를 기반으로 새로 출범한 '카카오택시'를 통해 O2O 시장을 개척하면서 크게 주목을 받았지만 실질적인 수익 모델이 되지는 못했다. 또한 카카오는 다음과의 합병을 통해 재무적 측면에서는 성과를 거뒀지만, 합병 후 조직통합 측면에서 어려움을 겪었다고 알려져

있다. 진정한 의미의 합병이 이루어지기 위해서는 이 두 집단을 하나로 융합시키는 것이 중요하다. 하지만 기존 임직원 수가 600 여명에 불과했던 카카오 측이 2,600 여명에 이르는 다음 측을 제치고 카카오의 기업문화를 중심으로 조직이 개편되면서 다음 출신 임직원들의 소외감은 클 수밖에 없었다.

이러한 어려움과 시행착오에도 불구하고 카카오는 지속적인 인수합병을 통해 새로운 시장을 개척하고 글로벌 경쟁력을 확보하기 위한 노력을 앞으로도 계속할 것으로 예상된다. 그리고 카카오가 4차 산업혁명 시대의 선구자적 역할을 지속해 갈 것으로 기대한다.

REFERENCES

- Choi, Y. J., and Kwon, K. H.(2015), "Continuous Growth through Acquisition: A Case Study on LG H&H's Entry into Soft Drink Business," *Korea Business Review*, 19(1), 183-204. [printed in Korean]
- Jung, S. H.(2004), "Acquisition and Restructuring of Kia Motors by Hyundai Motors," *Korea Business Review*, 8(1), 133-151. [printed in Korean]
- Kang, H. S., and Kim, S. P.(2008), "The Effect of M&A Announcements on Acquiring Firms' Shareholders," *Asian Review of Financial Research*, 22(3), 73-112. [printed in Korean]
- Kim, H. J.(2016), "Global ICT Corporation's M&A Trends and Strategies," Digieco Report., *KT Economics & Management Research Institute*. [printed in Korean]
- Kim, H. K.(2011), "The Legal Issues Surrounding The Valuation of Shares and The Definition of 'Fair Value'," *Commercial Law Review*, 30(1), 159-205. [printed in Korean]
- Shin, Y. S., and Jun, S. G.(2013), "Hyundai HSN's Acquisition of HanSom," *Korea Business Review*, 17(4), 133-151. [printed in Korean]
- Sonu, S. H.(2017), "M&A: Mergers, Acquisitions and Restructuring," 5th Edition, Seoul, Yul-Gok Publishing Company. [printed in Korean]
- 강효석, 김성표(2008), "인수합병 공시가 인수기업의 주주에 미치는 영향," **재무연구**, 22(3), 73-112.
- 김현중(2016), "글로벌 ICT 기업의 M&A 트렌드와 전략: Google, Amazon, Facebook을 중심으로," **디지 에코 보고서**, KT경제경영연구소.
- 김홍기(2011), "현행 주가가치평가의 법적 쟁점과 '공정한 가액'에 관한 연구," **상사법연구**, 30(1), 159-205.
- 선우석호(2017), **M&A: 기업 합병·매수와 구조재편**, 제 5판, 서울, 율곡출판사.
- 신용식, 전상경(2013), "현대홈쇼핑의 한섬 인수," **Korea Business Review**, 17(4), 133-151.
- 정승화(2004), "현대자동차의 기아자동차 인수와 구조조정," **Korea Business Review**, 8(1), 159-198.
- 최영준, 권기환(2015), "사업 인수를 통한 지속 성장 추구: LG생활건강의 한국 코카콜라보틀링 M&A를 통한 음료사업 진출," **Korea Business Review**, 19(1), 183-204.

국내참고문헌

웹사이트

- 한국거래소 홈페이지 www.krx.or.kr
 금융감독원 전자공시시스템 <http://dart.fss.or.kr>
 국가법령정보센터 www.law.go.kr

Merger between Kakao and Daum: From a Financial Perspective

Min Gyo Lee* · Jinwoo Park**

Abstract

The purpose of this study is to analyze the case of merger between Kakao and Daum from a financial perspective. Specifically, this study examines the motive for the merger, the merger procedure, and more importantly the merger ratio between two companies. The results are summarized as follows.

The main motive for the merger between Kakao and Daum was to create a synergy effect by combining the web-based internet and mobile platforms. With an expectation for the synergy effect, the merger proceeded well. However, the most important issue in the merger was the merger ratio between two companies. According to the Capital Market Act in Korea, the merger value for the listed firm is based on the stock prices in the market while the merger value for the unlisted firm is determined by averaging the relative and fundamental value. As a listed firm, the merger value of Daum was simply determined as 72,910 Won per share whereas the merger value of Kakao was estimated as 113,412 Won per share through a complicated calculation. Therefore, the merger ratio was determined as 1:1.5555137, which means that 1 share of Kakao stock is approximately equivalent to 1.56 share of Daum stock. As a result, the firm value of Kakao was estimated over three times higher than that of Daum. Though the net asset value of Daum was much larger than that of Kakao, the three times higher firm value of Kakao relative to Daum was mainly due to high expectation for future earnings value of Kakao. Such a high earnings value of Kakao was a controversial question in the market. Nevertheless, the increase in stock price of Daum after the merger announcement demonstrates that the merger ratio was not unfavorable to Daum. However, the stock price of the merged firm has considerably dropped since the merger. This drop in stock price reflected that the

* Hankuk University of Foreign Studies, College of Business Administration, First Author

** Hankuk University of Foreign Studies, College of Business Administration, Corresponding Author

merged firm could not have the synergy effect up to expectations. In particular, the merged firm failed to achieve the post merger integration. In addition, the merged firm which actively acquired many other firms just after the merger failed to obtain tangible outcomes from the acquisition.

Key Words: Merger and Aquisition(M&A), Kakao, Daum, Ratio of merger, Firm value

〈Teaching Note〉

카카오와 다음의 합병: 재무적 관점을 중심으로

Synopsis

본 연구에서는 국내 대표적인 인터넷과 모바일 플랫폼 기업 간의 결합이라고 할 수 있는 다음과 카카오의 합병에 대해 주로 재무적 관점의 이슈들을 중심으로 살펴보고 있다. 기업의 인수합병에 대해서는 일반적으로 경영전략적 측면에서 많은 사례연구가 이루어지고 있는 반면에, 재무적 측면에서 접근한 사례연구는 드물다. 특히, 기업 간 합병에서 가장 중요한 이슈인 합병비율을 정하는 방식에 대해 구체적으로 분석한 사례연구는 전무하다. 이에 본 연구에서는 두 기업의 합병동기를 알아보고, 주주총회 승인과 주식매수청구권 등의 합병절차에 대해 살펴보고, 그리고 무엇보다도 기업 간 합병에서 가장 중요한 이슈인 합병비율을 정하는 방식에 대해 상세하게 분석하고 있다. 분석 결과는 다음과 같이 요약된다.

두 기업의 합병 동기는 웹기반 인터넷 플랫폼과 모바일 플랫폼이 결합함으로써 서로에게 필요한 시너지 효과를 얻는 것이었다. 네이버에 밀려 고전하고 있던 다음과 카카오로 성공했지만 성장 한계에 봉착한 카카오는 새로운 성장 동력이 필요했고, 결국 두 기업은 합병을 통해 웹기반 인터넷 플랫폼과 모바일 플랫폼이 결합함으로써 서로에게 필요한 시너지 효과를 얻고자 했다. 또한 카카오는 상장기업인 다음과의 합병을 통해 절차가 복잡한 신규시장 대신에 우회상장을 시장에 소요되는 시간을 줄일 수 있었다. 이러한 시너지 효과에 대한 기대 속에서 두

기업 모두 순조롭게 합병이 진행될 수 있었다.

합병에 있어 가장 중요한 이슈인 합병비율을 결정하기 위해 자본시장법에 따라 상장법인인 다음의 합병가액은 기준주가법이 적용되어 72,910원으로 계산되었다. 한편, 카카오의 합병가액은 적절한 수의 유사기업이 없는 것으로 판단하여 본질가치로만 합병가액을 계산하였다. 본질가치를 구하기 위해서는 자산가치와 수익가치를 먼저 산정해야 하는데, 카카오의 1주당 자산가치는 6,472원으로 산정하고 되었다. 중요한 문제는 카카오의 수익가치로서 일반적으로 사용되는 현금흐름할인(DCF)모형에 따라 미래 영업활동에서 유입될 기대현금흐름을 추정할 뒤 이를 현재가치로 할인하고, 비영업자산의 가치를 더한 뒤 발행주식수로 나누어 1주당 수익가치를 184,706원으로 산정한 것이다. 그리고 '증발공' 규정에 따라 자산가치와 수익가치를 2:3의 비율로 가중평균하여 구한 값인 113,412원을 카카오의 1주당 합병가액으로 산정하였다. 이에 따라 결정된 합병비율은 1:1.5555137로서 다음 주식 1.5555137주의 가치가 카카오 주식 1주와 같다고 본 것이다.

결과적으로 합병 발표 당시 각각의 기업가치는 다음이 약 9,885억, 카카오가 약 3조 1,351억원으로 산출되어 카카오의 기업가치를 다음의 3배 이상으로 평가한 상태에서 합병이 결정된 것이다. 순자산 면에서는 카카오보다 다음이 훨씬 많았음에도 불구하고 카카오의 기업가치가 다음에 비해 더 높게 평가받을 수 있었던 결정적 요인은 카카오의 수익가치였다. 카카오의 수익가치인 184,706원은 자산가치인

6,472원에 비해 약 28배 이상 높은 것으로 카카오의 미래 수익에 대한 기대가 매우 크게 반영된 것이다. 과연 카카오의 미래 수익가치를 이처럼 높게 평가한 것이 적절했는지 여부는 논란의 여지가 있지만, 합병 발표 이후 다음의 주가가 크게 상승했다는 점은 적어도 주식시장에서는 합병비율이 다음에 불리하지 않다고 평가한 것으로 볼 수 있다. 오히려 두 기업의 결합을 통해 합병 이후 시너지 효과가 크게 발생할 것이라는 기대감이 당시 침체 상태였던 다음에게는 합병이 새로운 기회가 될 수 있을 것으로 주식시장이 평가한 결과라고 할 수 있다.

하지만 합병 직후 조금 더 상승한 주가가 이후 크게 하락한다. 합병 이후 주가가 부진했던 이유는 기대했던 만큼의 합병 시너지 효과가 나타나진 않은 것으로 시장은 평가했기 때문이다. 특히, 합병 이후 양사 조직간 통합이 제대로 이루어지지 못해 시너지 효과가 제대로 발휘되지 못했다는 평가를 받았고, 합병 이후 적극적인 기업 인수에 나서면서 다양한 시도를 하지만 가시적인 성과가 바로 나타나지 않으면서 주가의 발목을 잡은 것으로 판단된다.

Teaching Point

본 사례 연구는 국내 대표적인 인터넷과 모바일 플랫폼 기업 간의 결합이라고 할 수 있는 다음과 카카오의 합병에 대해 다루고 있다. 기업의 인수합병에 대한 기존의 사례 연구가 주로 경영전략적 측면에서 다루어지고 있는 반면에, 본 사례 연구는 재무적 측면에 초점을 맞추어 작성되었다. 따라서 학생들은 본 사례를 통하여 두 기업의 합병동기 뿐 아니라 합병절차에 대해 살펴보고, 무엇보다도 기업 간 합병에서 가장 중요한 이슈인 합병가액을 산정하는 방식에 대해 이해할 수 있을 것으로 기대된다.

구체적으로 본 사례를 통해 학습할 수 있는 내용은 다음과 같이 정리될 수 있다.

- 1) 다음과 카카오가 각각 어떠한 상황에서 합병을 결정하게 되었는지, 즉 두 기업의 합병동기에 대해 학습한다.
- 2) 카카오의 합병동기 중 하나인 우회상장(back-door listing)에 관련된 내용에 대해서 학습한다.
- 3) 주주총회 승인 및 주식매수청구권 등 합병에 필요한 절차에 관해서 학습한다.
- 4) 우리나라 자본시장법에서 규정하고 있는 일반적인 합병가액 평가 방식에 대해 학습한다.
- 5) 상장기업인 다음의 합병가액이 어떻게 산정되었는지 학습한다.
- 6) 비상장기업인 카카오의 합병가액이 어떤 방식으로 산정되었는지 학습한다.
- 7) 합병 이후 주가 흐름을 통해 합병 효과가 어떻게 나타났는지 평가하고, 그 이유에 대해 학습한다.

사례 수업의 효과적인 진행을 위해서는 학생들이 수업 전에 사례를 미리 학습하도록 하되, 아래와 같은 Assignment Question을 미리 과제로 부여하여 각자 답안을 작성하도록 한다. 그리고 수업 중에는 학생들이 준비해 온 답안을 발표하고 토론하도록 유도한 후, 강의자가 모범답안을 제시하면서 부연설명을 하도록 한다.

Assignment Question

1. 다음커뮤니케이션 입장에서 카카오와의 합병이 필요했던 이유를 서술하시오.

2. 카카오의 입장에서 다음커뮤니케이션과의 합병이 필요했던 이유를 서술하시오.
3. 다음과 카카오의 합병은 형식적으로는 다음이 카카오를 흡수합병한 것이지만, 실질적으로는 카카오가 다음을 합병한 것이다. 이에 대한 근거를 설명하시오.
4. 합병과정에서 주식매수청구권이 어떤 역할을 하는지를 서술하고, 실제 카카오와 다음의 합병계약서에 나온 주식매수청구권에 관한 내용과, 이것이 행사되지 않은 이유가 무엇인지 설명하시오.
5. 우리나라 자본시장법에서 규정하고 있는 일반적인 합병가액 평가 방식을 설명하시오.
6. 상장법인인 다음의 합병가액이 어떻게 산정되었는지 설명하시오.
7. 비상장법인인 카카오의 합병가액이 어떻게 산정되었는지 설명하시오.
8. 합병 이후 약 1년 간 주가 흐름을 통해 합병효과를 평가하고, 그러한 결과가 나타난 이유를 설명하시오.

Analysis

1. 다음커뮤니케이션 입장에서 카카오와의 합병이 필요했던 이유를 서술하시오.

다음은 1995년 설립 이후 국내 최초 무료 웹메일 서비스인 '한메일(hanmail)'과 '카페' 서비스의 연이

은 성공을 바탕으로 포털사이트 'Daum'이 출시 이후 국내 1위 포털 사이트로 자리매김하며 성공을 거뒀지만, 2003년 이후 '지식in' 서비스를 앞세운 네이버에 밀리면서 국내에서는 네이버에 항상 뒤처지는 '만년 2등'이라는 이미지가 정착되었다. 이러한 상황을 타개하기 위해 온라인 보험사업 진출, 라이코스 인수 등의 확장을 시도했으나 성과를 거두지 못했고, 2009년 이후 광고 수익이 성장하며 매출은 개선되었지만 신사업 시도가 번번이 실패로 돌아가며 영업이익은 감소세로 접어드는 등 새로운 성장동력이 절실한 상황이었다. 특히, 합병 전 3년간은 마이너스 성장을 거듭하며 어려움에 봉착하면서 새로운 모바일 시대에 맞춰 변화가 절실했고, 이에 기존 사업에서 네이버를 추격하기보다는 떠오르는 시장인 모바일 시장에서 카카오라는 모바일 플랫폼을 통해 시너지 효과를 확보하고 이를 통해 경쟁하는 것이 유리할 것이라는 판단에 카카오와의 합병을 결정하게 되었다.

2. 카카오의 입장에서 다음커뮤니케이션과의 합병이 필요했던 이유를 서술하시오.

카카오는 시너지와 상장이라는 두 마리 토끼를 잡기 위해 다음과의 합병을 선택한 것이라고 할 수 있다. 카카오는 2010년 국내 시장에서 카카오톡의 성공 이후 카카오톡을 모바일 플랫폼으로 키워 나가는데 주력했다. 이에 여러 서비스를 출시했지만 게임 사업을 제외하면 큰 수익을 얻지 못했고, 수익구조 측면에서 게임과 광고 부문의 의존도가 심한 상황이었다. 이에 모바일의 한계를 넘는 새로운 사업모델이 필요했고, 다음과의 합병을 통해 카카오는 기존의 모바일 기반에서 웹기반으로 수익구조를 다변화할 수 있었다. 또한 다음이 쌓아 놓은 지적 자산과 콘텐츠 경쟁력, 그리고 다음이 보유한 양질의 인력을 활용할 수 있다는 점도 카카오에게는 중요한 합

병동기가 되었다. 이를 통해 카카오택시에 이용된 다음 지도와 같이 웹 기반 기술과 모바일 플랫폼이 결합한 새로운 서비스를 제공할 수 있었다.

또한 우회상장을 통해 상장시기를 앞당기며 이후 사업에 필요한 자금을 빠르게 확보할 수 있었던 점도 카카오가 다음과 합병한 중요한 이유가 되었다. 카카오는 새로운 수익모델의 개발과 숙원사업인 해외시장에서의 성공을 위해 필요한 자금을 조달하기 위해 상장을 추진해왔다. 카카오는 단독 신규상장이 충분히 가능했지만, 다음과의 합병을 통해 우회상장(back-door listing)을 선택하며 신규상장 과정에서 소요되는 약 1년이라는 시간을 절약할 수 있었다. 또한 안정적이고 확실한 수입원이 없는 상황에서 단독 신규상장보다는 다음과의 합병을 통해 시너지 효과를 극대화하는 것이 보다 기업가치를 제고할 수 있다고 보았다.

3. 다음과 카카오의 합병은 형식적으로는 다음이 카카이를 흡수합병한 것이지만, 실질적으로는 카카오가 다음을 합병한 것이다. 이에 대한 근거를 설명하시오.

카카오가 우회상장을 하기 위해서는 형식적으로는 상장기업인 다음이 비상장기업인 카카이를 합병하는 형태를 취해야만 했다. 하지만 실질적으로 카카오가 다음을 합병했던 것이다. 첫 번째 근거는 합병비율에서 찾아볼 수 있다. 다음의 1주당 합병가액은 기준주가인 72,910원인 반면, 비상장법인인 카카오는 1주당 본질가치가 113,412원으로 평가되었고, 이에 따라 산정된 합병비율은 1:1.5555137로서 다음 주식 1.5555137주의 가치가 카카오 주식 1주의 가치와 같다고 평가되어 카카오의 기업가치가 더 큰 것으로 나타난다.

실질적으로 카카오가 다음을 합병했다는 더욱 확실한 근거는 합병 후 주주구성에서 찾아볼 수 있다.

합병 후 출범한 다음카카오의 최대주주는 카카오의 최대주주인 김범수 의장으로서 개인 지분을 22.23%에 김 의장이 지분 전체를 보유한 케이큐브홀딩스의 다음카카오 지분 17.60%까지 더하면 총 39.8%의 다음카카오 지분을 확보하면서 확실한 지배주주가 되었다. 반면에 다음의 최대주주로서 13.67%의 지분을 보유하던 이재웅 창업자의 다음카카오 지분은 3.28%에 불과해, 합병후 법인이 사실상 카카오 김범수 의장의 단독 지배체제로 운영됨을 알 수 있다.

또한 2014년 통합법인 출범당시에는 '다음카카오'로 카카오 대표와 다음 대표가 공동대표를 맡아 운영하였으나, 불과 1년 만에 '카카오'로 사명을 변경하고 임지훈 케이큐브벤처스 대표를 단독 신임 대표이사로 선임하였다. 합병 이후 인사·조직개편에서도 기존 임직원 수가 600 여명에 불과했던 카카오 측이 2,600 여명에 이르는 다음 측을 제치고 전체 18개 팀 중에서 13개 부문 팀장직을 맡았고 임원의 다수도 카카오 출신이 차지하는 등의 사실로부터도 실질적으로 카카오가 다음을 합병한 것임을 알 수 있다.

4. 합병과정에서 주식매수청구권이 어떤 역할을 하는지를 서술하고, 실제 카카오와 다음의 합병계약서에 나온 주식매수청구권에 관한 내용과 이것이 행사되지 않은 이유가 무엇인지 설명하시오.

주식매수청구권은 상법 제522조의 3에서 보장하고 있는 주주의 권리로서 주주의 이해관계에 중대한 영향을 미칠 수 있는 기업의 합병·영업양수도 등이 주주총회에서 결의된 경우 그 결의에 반대했던 주주가 자신의 소유주식을 회사로 하여금 매수하도록 요구할 수 있는 권리를 말한다. 합병 등에 반대하는 주주는 주주총회 전까지 회사에 반대의사를 서면으로 통지하고 주주총회 결의일부터 20일 이내에 그 소유주식을 매수하여 줄 것을 서면으로 해당 법인에게

청구하여야 하며, 해당 기업은 매수청구기간 종료일부터 1월 이내에 이를 매수하여야 한다. 주식매수청구가격은 원칙적으로 반대주주와 해당 법인간의 협의에 의해 결정할 수 있으나, 협의가 이루어지지 않은 경우에는 이사회 직전 2개월, 1개월, 1주일 거래량 가중평균 주가를 산술평균해서 산정된다. 하지만 이렇게 결정된 주식매수청구가격에 일반주주들이 반발하여 종종 소송이 벌어지기도 한다. 결국 일반주주들 입장에서는 매수청구권 행사시점에 주가가 행사가격보다 높다면 권리를 포기하고, 반대로 주가가 행사가격보다 낮다면 권리를 행사하여 해당 기업에게 주식매수를 청구할 것이다. 따라서 일반주주들은 일단 합병 반대 의사를 통보하고 향후 주가 추이를 보고 실제 권리 행사 여부를 결정하게 된다. 한편, 해당 기업은 매수 대금 한도를 정해 놓고 이 이상의 매수청구권 신청이 있는 경우에는 합병 등의 결의 자체를 취소하고 주식매수에도 응하지 않을 수 있는 선택권을 갖게 된다.

다음과 카카오의 합병계약에서도 주식매수청구권에 대한 언급을 찾아볼 수 있는데, “주식매수청구권 행사에 따라 합병 결의가 무산될 가능성이 있다”는 조항과 함께 주식매수청구권행사에 대한 대금 상한 한도는 다음과 카카오가 각각 2,000억원과 1,000억원으로 설정하였다. 이는 다음의 경우는 발행주식의 20.08%인 272만여 주, 카카오의 경우에는 발행주식의 3.19%인 88만여 주에 해당하는 금액이었다. 다음의 주식매수청구가격은 이사회 결의일 전일을 기준으로 최근 2개월의 거래량 가중평균주가, 최근 1개월의 거래량 가중평균주가, 그리고 최근 1주일의 거래량 평균주가를 구해 이를 산술평균하여 주당 73,424원으로 결정되었고, 카카오의 경우에는 비상장회사이므로 본질가치로 산정된 합병가액인 113,412원으로 결정되었다.

비상장기업이면서 최대주주인 김범수 의장의 지분이 케이큐브홀딩스 지분을 포함해서 52%가 넘는 카

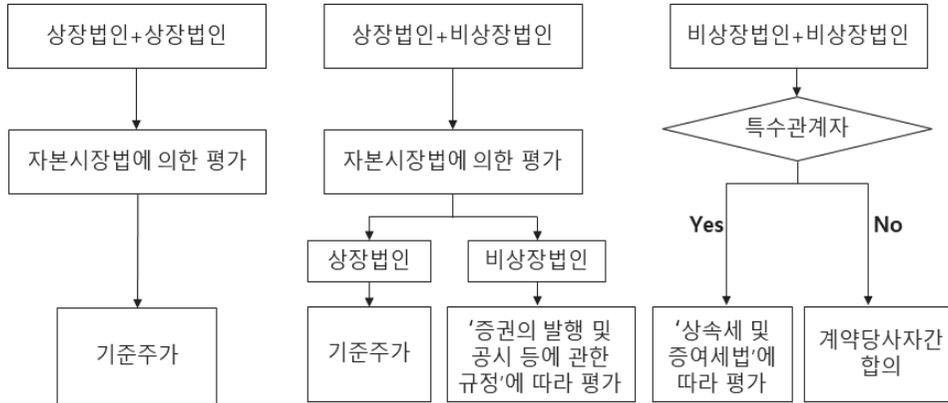
카오와는 달리, 상장기업이면서 최대주주의 지분이 13.67% 밖에 되지 않는 다음의 경우는 자칫하면 주주총회에서 합병이 부결되거나 지나치게 많은 주식매수청구권이 행사되어 합병을 취소해야 하는 상황이 될 수도 있었다. 하지만 합병발표 이후 합병에 대한 기대감이 커지면서 다음의 주가가 크게 올랐고, 주식매수청구가격보다 주가가 더 높게 나타나면서 주주들이 매수청구권을 행사할 이유가 없게 되었다.

5. 우리나라 자본시장법에서 규정하고 있는 합병가액 평가 방식을 설명하시오.

우리나라는 자본시장과 금융투자업에 관한 법률 시행령 제176조의5를 통해 합병가액의 평가방식을 규정하고 있다. 이에 따라 합병가액의 평가방식은 <그림 1>에서 보듯이 상장법인 간 합병인 경우, 상장법인과 비상장법인 사이의 합병인 경우, 그리고 비상장법인 간 합병인 경우로 나뉘어 볼 수 있다.

우선, 상장법인 간 합병의 경우에는 ‘자본시장과 금융투자업에 관한 법률’(약칭 ‘자본시장법’) 시행령 제176조의 5에 따라 원칙적으로 기준주가법으로 계산하되, 그 금액이 1주당 자산가치보다 낮은 경우에는 자산가치로 할 수 있도록 하고 있다. 기준주가는 합병을 위한 이사회 결의일과 합병계약을 체결한 날 중 앞서는 날의 전일을 기산일로 한 다음, 최근 1개월간 거래량가중평균종가·최근 1주일간 거래량가중평균종가·기산일 전일 종가를 산술평균한 가액으로, 이를 기준으로 30% 이내의 범위에서(계열회사 간 합병의 경우에는 10% 범위로 제한) 할인 또는 할증한 가액을 합병가액으로 한다. 단 10%를 초과하여 할인 또는 할증하는 경우에는 외부평가기관의 평가를 의무적으로 받아야한다.

상장법인과 비상장법인 간 합병의 경우에는 상장법인은 기준주가로 하고, 비상장기업의 합병가액은 자본시장법의 하위법인 ‘증권의 발행 및 공시 등에



〈TN 그림 1〉 우리나라의 합병유형별 합병가액 평가방식

관한 규정 시행세칙(약칭 ‘증발공’) 규정 제5-13조에 따라 본질가치와 상대가치를 산술평균하여 계산하되, 상대가치를 구하는데 사용될 수 있는 유사기업이 3개 미만인 경우에는 본질가치로만 계산할 수 있도록 되어 있다.

우선 자산가치는 평가 기준일 현재 순자산가치를 발행주식수로 나눈 것이다. 수익가치의 경우, 수익가치를 평가하는 방법으로는 배당할인모형, 현금흐름할인모형, 이익할인모형, 초과이익할인모형, 경제적부가가치모형 등이 다양하게 허용되나, 실제 우리나라에서는 이익할인모형이 가장 많이 사용되어 일반적으로 지난 3개년 실제 손익계산서를 바탕으로 미래이익을 추정하여 회계법인이 검토 후 주당 수익가치를 결정한다. 할인모형에서 사용하는 자본환원율은 평가대상회사의 차입금 가중평균금리의 1.5배와 상속 및 증여세법 상 기획재정부 장관이 고시하는 이율 중 높은 이율을 적용한다. 본질가치, 자산가치 및 수익가치를 구하는 식은 다음과 같이 정리할 수 있다.

- 본질가치 = ((자산가치 × 2) + (수익가치 × 3)) / 5
- 자산가치 = 순자산 / 발행주식의 총수

- 수익가치 = ((합병연도 주당추정이익 × 3 + 익년도 주당추정이익 × 2) / 5) / 자본환원율

상대가치는 유사회사 비교가치를 평균하여 30% 이상 할인한 가액과 최근 1년간 유상증자의 주당 발행가액을 10% 이내로 할인 또는 할증한 가액을 평균한 금액으로 계산한다. 단, 유사회사의 기준주가의 평균이 더 낮다면 이를 이용할 수 있다. 유사회사는 한국거래소 업종분류에 따른 소분류이 업종이 동일한 상장법인 전부를 유사회사로 인정하며, 자본금, 매출액, 재무비율, 주당수익, 제품구성비 등을 고려하여 상장기업 2개 이상을 선정하되, 주당이익이 액면가의 10% 이상이고 주당순자산이 액면가 이상이며 최근 사업연도 재무제표 감사의견 적정이어야 한다. 유사회사의 비교가치 및 기준주가를 구하는 식은 다음과 같다.

- 유사회사 비교가치 = 유사회사 주가 × ((합병회사 주당세전이익 / 유사회사 주당세전이익 + 합병회사 주당순자산 / 유사회사 주당순자산) / 2)

- 유사회사 기준주가 = Min(최근 1개월 평균 증가, 최근일 증가)

한편, 비상장법인 간의 합병에서는 특수관계에 해당하는 경우 상속세 및 증여세법(상증법)에서 정하는 주식가치 평가방법을 이용한다. 특수관계에 해당하지 않는 경우에는 계약당사자 간의 합의로 정한다. 상증법에서 주식가치는 순자산액과 순손익액의 가중평균으로, 순자산액은 평가기준일 현재 자산에서 부채를 차감한 금액, 순손익액은 평가기준일 직전 3년 동안의 손익 자료를 반영하여 결정한 금액으로, 회계목적 상 작성된 것 대신 세무목적에 따라 조정된 재무제표를 이용한다. 비상장사의 주식가치는 아래와 같이 평가한다.

- 비상장사 주식가치 = ((순자산액 × 2) + (순손익액 × 3)) / 5
(단, 부동산 과다 보유 기업의 경우는 순자산액과 순손익액의 비율을 3:2로 하고, 3년 연속 결손 법인의 경우에는 순자산액으로만 평가)

6. 상장법인인 다음의 합병가액이 어떻게 산정되었는지 설명하십시오.

상장법인인 다음의 합병가액은 기준주가법에 의해 계산한 값을 자산가치와 비교하여 결정되었다. 구체적으로 합병 결의일인 2014년 5월 23일을 기산일로 하여 전일인 2014년 5월 22일의 증가인 73,200원, 그로부터 1개월 전인 2014년 4월 23일부터 5월 22일까지의 최근 1개월 거래량가중평균 주가인 73,260원, 5월 16일부터 5월 22일까지의 최근 1주일 거래량가중평균 주가인 72,269원을 산술평균한 주가, 즉 72,910원이 기준주가로 계산되었다.

한편, 기준주가가 1주당 자산가치보다 낮은 경우에는 자산가치로 할 수 있으므로 자산가치를 구해야

한다. 1주당 자산가치는 조정된 순자산가액을 발행주식 총수로 나눈 것으로, 조정된 순자산가액은 최근 사업연도말 별도재무제표의 자본총계에 조정항목을 더해 계산된다. 이에 따라 다음의 2013년 자본총계인 508,016,196,936원에서 조정항목 값인 -31,418,877,514원을 더한 476,597,319,422원이 조정된 순자산가액이 되고, 이를 발행주식수인 13,560,229로 나눈 35,147원이 다음의 1주당 자산가치로 나타났다. 하지만 이 값은 기준주가법으로 계산한 72,910원에 비해 낮기 때문에 합병가액으로 고려되지 않았다. 결국 다음은 기준주가에 할증 또는 할인이 전혀 적용되지 않은 72,910원이 1주당 합병가액으로 확정되었다.

7. 비상장법인인 카카오의 합병가액이 어떻게 산정되었는지 설명하십시오.

카카오의 경우는 적절한 수의 유사기업을 찾을 수 없는 것으로 판단하여 본질가치로만 합병가액을 계산하였다. 본질가치를 구하기 위해서는 자산가치와 수익가치를 먼저 산정해야 하는데, 카카오의 1주당 자산가치와 수익가치는 각각 6,472원, 184,734원으로 평가되었다. 그리고 '증발공' 규정에 따라 자산가치와 수익가치를 2:3의 비율로 가중평균하여 구한 값인 113,412원을 카카오의 1주당 합병가액으로 산정하였다. 먼저 자산가치는 2013년 자본총계인 178,535,047,634원에 조정항목 373,258,962원을 더한 178,908,306,596원이 순자산가액으로 계산되었고, 이를 발행주식수인 27,643,880으로 나눈 6,472원이 카카오의 1주당 자산가치로 산정되었다. 한편, 수익가치의 산정에는 현금흐름할인(discounted cash flow: DCF)모형이 이용되었다. 즉, 미래 영업활동에서 유입될 기대현금흐름을 추정된 뒤 이를 현재가치로 할인하고, 비영업자산의 가치를 더한 뒤 발행주식수로 나누어 계산되었다. 이에 따라 카카오

의 수익가치는 약 5조 1,060억원으로 산정되었고, 이를 발행주식수인 27,643,880으로 나눈 1주당 수익가치는 184,706원으로 계산되었다.

다음과 카카오 합병의 평가기관인 삼정회계법인의 평가의견서에 따르면, 2014년부터 2018년까지 5년 동안의 각 연도별 잉여현금흐름(free cash flows to firm; FCFF)을 현재가치로 할인한 뒤 더한 값이 약 1조 2,030억원이 될 것으로 산정했다. 2018년 이후에는 2018년의 추정 세전영업이익(EBIT)인 7,188억원이 매년 2%씩 영구적으로 성장하는 것으로 가정하고 이것의 현재가치를 계산하여 약 3조 7,834억원이 될 것으로 산정하였다. 그리고 1조 2,030억원과 3조 7,834억원을 합한 4조 9,864억원을 카카오의 영업가치로 산정하고, 여기에 비영업자산의 가치 약 1,196억원을 추가하여 약 5조 1,060억원의 수익가치가 있다고 보았다. 이때 2%라는 영구성장률에 대해서는 평가의견서에서 카카오가 속한 산업의 특성, 'The Economist Intelligence Unit'에서 추정한 2018년 한국의 소비자물가상승률 2.90% 및 명목 GDP성장률 6.50% 등을 고려해 가정한 것으로 설명하고 있다.

8. 합병 이후 약 1년 간 주가 흐름을 통해 합병효과를 평가하고, 그러한 결과가 나타난 이유를 설명하시오.

합병 이후부터 2015년 말까지 주가를 보면, 합병 직후 조금 더 상승하여 2015년 1월에는 15만원을 넘어서기도 하지만 이후 크게 하락하여 2015년 4월에는 10만원 부근으로 떨어졌고, 다시 조금 회복하기는 했지만 등락을 거듭한 결과, 2015년 말에는 110,600원으로 마감할 하게 된다. 이처럼 합병 이후 다음카카오의 주가가 부진했던 이유는 기대했던 만큼의 합병 시너지 효과가 나타나진 않은 것으로 시장은 평가했기 때문이다. 특히, 합병 이후 양사 조

직간 통합이 제대로 이루어지지 못해 시너지 효과가 제대로 발휘되지 못했다는 평가를 받았다. 또한 합병 이후 적극적인 기업 인수에 나서면서 다양한 시도를 하지만 가시적인 성과가 바로 나타나지 않으면서 주가의 발목을 잡은 것으로 판단된다. 합병 이후 다음카카오는 적극적인 기업 인수에 나서게 된다. 합병 후 불과 6개월 동안 여러 회사들을 인수했고, 2015년 5월에는 내비게이션 어플리케이션 '김기사'로 알려진 록앤을 무려 626억원에 인수했다. 록앤을 인수를 기반으로 새로 출범한 '카카오택시'를 통해 O2O 시장을 개척하면서 크게 주목을 받았지만 실질적인 수익모델이 되지는 못했다. 또한 카카오는 합병 후 조직통합 측면에서 어려움을 겪었다고 알려져 있다. 진정한 의미의 합병이 이루어지기 위해서는 이 두 집단을 하나로 융합시키는 것이 중요하다. 하지만 기존 임직원 수가 600 여명에 불과했던 카카오 측이 2,600 여명에 이르는 다음 측을 제치고 카카오의 기업문화를 중심으로 조직이 개편되면서 다음 출신 임직원들의 소외감은 클 수밖에 없었다.