

# 증권회사의 M&A 사례 및 전략

2008. 11.

연구위원 권 세 훈

연구원 박 희 선

한국증권연구원

Korea Securities Research Institute



## 序 言

한국의 자본시장이 발전하기 위해서는 핵심 시장참가자인 증권회사들의 양적 질적 성장이 무엇보다도 중요한 선결과제이다. 그러나 증권회사들이 자산과 자본의 규모를 키우고 핵심자산인 전문인력 및 고객관계, 그리고 영업 네트워크를 확보하기 위해서는 많은 시간이 소요되고 높은 불확실성이 수반되는 것이 일반적이다. 그러므로 증권회사 M&A는 증권회사의 성장에 있어서 소요되는 시간과 불확실성을 감소시킬 수 있다는 점에서 대단히 매력적인 경영전략이라고 할 수 있다.

선진국의 경우를 보더라도 증권회사의 역사는 곧 M&A의 역사라고 해도 과언이 아닐 정도로 그 발전과정에서 수많은 M&A 거래가 있었다. 선진 증권회사 또는 투자은행들의 지난 50년간의 변화 추세를 살펴보면, 소수의 대형사를 중심으로 집중적으로 대형화가 이루어졌으며, 중소형사들은 특화된 서비스를 제공하는 전문화를 이룩하였음을 알 수 있다. 한국의 증권 산업 역시 구체적인 진행 과정은 다를 수 있겠으나 궁극적으로는 대형회사와 전문회사로 양분되는 구조가 형성될 것으로 예상된다.

그러나 선진국 증권회사의 M&A 사례를 살펴보면, 모든 M&A가 성공적인 결과를 낳은 것은 아니다. 특히 영업 측면의 시너지 효과에 대해 과도하게 낙관적인 전망을 가짐으로 인해 높은 인수 가격을 치루고 인수 이후에도 예상외 비용이 발생하여 큰 손실을 입은 사례도 있다. 그리고 M&A 이후 핵심자산인 전문인력이 이탈하거나 조직통합에 실패하는 경우도 많다. 그러므로 증권회사가 M&A를 수행함에 있어서 사전적으로 분명한 비전을 가지고 치밀한 전략을 수립하는 것이 필요하며, 사후적으로도 경영진의 세심한 주의와 각별한 노력이 요구된다.

근래에 「자본시장과 금융투자업에 관한 법률」 시행 이후 증권 산업이 비약적으로 성장할 것이 기대되면서 은행이나 제조업체 등이 증권회사를 M&A하는 경우가 많아지고 있다. 특히 대부분의 은행이 향후 금융지주회사체제를 갖추어 본격적으로 증권업을 영위할 것으로 보이며, 증권회사 중심의 금융지주회사도 등장할 것으로 판단된다. 이러한 제도적 변

화와 산업 환경의 변화에 따라 증권회사 M&A의 경제적 필요성 및 실현 가능성이 더욱 증대된 현 시점에서, 선진 증권회사의 주요 M&A 사례를 분석하고 경영 전략적 시사점을 도출한 본 보고서는 한국의 증권회사 M&A 활성화 및 증권 산업 구조의 발전에 관한 논의에 대해 시의 적절한 도움이 될 수 있을 것으로 기대한다.

본 보고서를 작성하는데 많은 노고를 아까지 않은 본 연구원의 권세훈 박사와 박희선 연구원에게 감사의 뜻을 표한다. 또한 보고서의 지정 논평을 맡아 많은 도움을 주신 이석훈 박사에게 감사드린다. 마지막으로 본 보고서의 내용은 연구진 개인의 의견이며, 본 연구원의 공식의견이 아님을 밝혀 둔다.

2008년 11월  
한국증권연구원  
원장 김형태

# 목 차

---

---

<b>Executive Summery</b> .....	viii
<b>Abstract</b> .....	xi
<b>I. 서론</b> .....	3
<b>II. 주요 국가별 증권회사의 M&amp;A 전개 과정</b> .....	9
1. 증권 산업의 변화추세 .....	9
2. 미국의 증권회사 M&A 전개 과정 .....	12
3. 영국의 증권회사 M&A 전개 과정 .....	17
4. 캐나다의 증권회사 M&A 전개 과정 .....	21
<b>III. 주요 투자은행별 M&amp;A 전개 과정</b> .....	27
1. J.P. Morgan Chase .....	27
2. Citigroup .....	35
3. Credit Suisse .....	39
4. Deutsche Bank .....	43
5. UBS .....	46
6. Goldman Sachs .....	51
7. Merrill Lynch .....	54
8. Morgan Stanley .....	58

<b>IV. 선진 증권회사 M&amp;A의 주요 사례 분석</b> .....	<b>65</b>
1. M&A를 통한 내부역량 보완 사례 .....	65
2. 전문인력 유지 및 조직통합에 실패한 사례 .....	68
3. 재무적으로 실패한 사례 .....	70
4. 제조업체의 증권회사 M&A 사례 .....	71
5. 제도적 변화에 대응한 사례 .....	72
6. 사업부문을 분리한 사례 .....	73
7. 사례의 평가 및 교훈 .....	75
<b>V. 국내 증권회사 M&amp;A 현황</b> .....	<b>79</b>
1. 2000년 이전 주요 M&A 사례 .....	82
2. 2000년 이후 주요 M&A 사례 .....	83
3. 사례의 평가: 국내와 해외 사례의 차이점 .....	103
<b>VI. 결론</b> .....	<b>107</b>
<b>참고문헌</b> .....	<b>113</b>

## 표 목 차

---

<표 II-1> 캐나다 은행 소유의 증권회사 .....	23
<표 V-1> 비금융 계열 증권회사 퇴출 사례 .....	80
<표 V-2> 증권회사 분류 .....	80
<표 V-3> 국내 증권회사 M&A 현황 .....	81
<표 V-4> 현대자동차그룹 신흥증권 인수 개요 .....	99
<표 V-5> 신흥증권 주가 추이 .....	100

## 그림 목 차

---

---

<그림 I-1> M&A 붐이 형성되는 조건 .....	4
<그림 II-1> 선진 투자은행의 변화 추세: 대형화, 집중화, 다변화 .....	11
<그림 II-2> 선진 투자은행의 M&A 과정 .....	16
<그림 II-3> 영국 주요 머천트뱅크의 진화과정(1986~2003) .....	20
<그림 III-1> J.P. Morgan Chase의 M&A 전개과정 .....	34
<그림 III-2> Citigroup의 M&A 전개과정 .....	38
<그림 III-3> Credit Suisse의 M&A 전개과정 .....	42
<그림 III-4> Deutsche Bank의 M&A 전개과정 .....	45
<그림 III-5> UBS의 M&A 전개과정 .....	50
<그림 III-6> Goldman Sachs의 M&A 전개과정 .....	53
<그림 III-7> Merrill Lynch의 M&A 전개과정 .....	57
<그림 III-8> Morgan Stanley의 M&A 전개과정 .....	62
<그림 V-1> 국민은행 자회사 관계도(금융지주 전) .....	95
<그림 V-2> KB금융지주 조직도(금융지주 후) .....	95



## 약 어 표

---

BZW	Barclays, de Zoete, Wedd
CMA	Cash Management Account
COMSAT	Communications Satellite Corportation
CP	Commercial Paper
CSFB	Credit Suisse First Boston
DBL	Drexel Burnham Lambert
DLJ	Donaldson, Lufkin & Jenrette
FRB	Federal Reserve Board
FSA	Financial Service Act
LBO	Leveraged Buyout
LSE	London Stock Exchange
M&A	Mergers and Acquisitons
MBS	Mortgage-Backed Securities
MLAM	Merrill Lynch Asset Management
MLIM	Merrill Lynch Investment Management
NYSE	New York Stock Exchange
SBC	Swiss Bank Corporation
SKA	Schweizerische Kreditanstalt
RMBS	Residential Mortgage Backed Securities
UBS	Union Bank of Switzerland
UFG	United Financial Group

## 《 Executive Summary 》

선진국의 증권회사 또는 투자은행의 역사는 M&A의 역사라고 해도 과언이 아닐 정도로 그 발전과정에서 수많은 M&A 거래가 있었다. 본 보고서에서는 오늘날 한국 증권산업의 관점에서 유익한 시사점을 얻을 수 있는 주요 M&A 사례를 선별하여 살펴보고 경영 전략적 시사점을 도출하고자 한다.

선진 투자은행들의 지난 50년간의 변화 추세를 살펴보면, 소수의 대형사를 중심으로 집중적으로 대형화가 이루어졌으며, 이러한 과정에서 대형사들은 기본적인 인수업무 외에도 다양한 위험업무를 수행하게 되었다. 한편 중소형사들은 특화된 서비스를 제공하는 전문화를 이룩하였음을 알 수 있다.

일반적으로 기업의 M&A 거래는 외부적 환경의 변화, 내부적 다양성의 발현, 그리고 거래비용의 절감 측면에서 그 발생현상을 설명할 수 있다. 첫째, 법적 제도적 변화와 기술적 경제적 변화 등으로 외부의 환경적 변화가 큰 상황에서 M&A가 많이 발생한다. 둘째, 산업 내부적으로 차별화된 기업이 많이 존재할수록 시너지 효과 면에서 M&A의 유인이 증가한다. 셋째, 거래비용 측면에서 이자율이 낮거나 기업의 현금보유가 충분한 상황에서 자본조달 비용이 낮은 경우, 또는 혁신적인 금융기법의 등장으로 인해 M&A에 따른 자본조달이 용이해진 경우 M&A가 활발해지는 경향이 있다.

한편 증권업을 포함한 금융업은 상대적으로 다른 산업에 비해 규제가 엄격하고, 고객과의 관계나 명성이 중요하며, 전문 인력의 확보가 필수적이다. 그러므로 증권회사 M&A는 일반기업의 M&A 경우와 비교하여 특별히 규제의 변화에 보다 더 민감하고, M&A 이후 인사 및 조직의 관리 측면에서 전문인력의 확보 및 유지가 어려운 것으로 판단된다.

본 보고서에서 선별한 주요 사례와 그로부터 도출된 시사점을 요약하면 다음과 같다. 첫째, M&A는 시간을 사는 것이라는 말처럼, M&A를 통해 단기간에 부족한 투자은행 역량을 보완할 수 있다. 대표적인 사례로는 증권 브로커리지였던 Burnham사가 투자은행으로 도약하기 위해 시장에서 주요 투자은행의 명성을 보유하고 있던 Drexel사와 합병한 경우를 들 수 있다. 이 외에도 Credit Suisse가 미국시장에서 고수익 채권 시장 부문에 강점을 지닌 DLJ(Donaldson, Lufkin & Jenrette)를 인수함으로써 투자은행 역량을 강화한 사례 등이 있다.

둘째, 증권회사 등 금융회사의 경우 규제의 영향을 많이 받는데, 향후 자본시장통합법 등 제도적 변화 등에 선제적으로 대응하는 주요 방안으로 M&A를 적극 고려할 필요가 있다. 대표적인 사례로는 상업은행, 투자은행, 보험의 겸업을 허용하는 1999년 Gramm-Leach-Bliley 법의 시행을 앞두고 일어난 Citicorp과 Travelers Group의 합병이 있다.

셋째, M&A 이후 인력 및 조직통합에 실패한 사례가 다수 존재하는데, 증권회사 내부적으로 전문 인력의 확보 및 유지에 필요한 유인을 제공하고, 사회적으로는 전문 인력의 다양한 공급원을 육성할 필요가 있다. 인력 측면에서 대표적인 실패사례로는 Bankers Trust가 주식부문의 전문성 확보를 위해 Alex Brown을 인수하였으나 이후 핵심인력이 이탈한 경우와 Morgan Stanley가 Dean Witter를 합병하였으나 조직통합에 실패한 사례가 있다.

넷째, M&A의 전략적 시너지에만 집중하고 재무적 손익 계산을 간과한 사례가 있는데, 특히 유동성이 풍부한 상황에서 승자의 저주(winner's curse) 현상이 발생되지 않도록 주의해야 한다. 이와 관련된 대표적인 사례로는 BZW(Barclays, de Zoete, Wedd)의 M&A 사례가 있는데, 고가매입 및 M&A 이후 추가비용의 발생으로 인해 전략

적으로는 성공하였으나 재무적으로 실패한 사례로 평가된다.

다섯째, 제조업체의 증권회사 M&A 등 비관련 다각화는 명확한 비전 및 사업모델이 부재한 경우 성공할 가능성이 낮다. 이와 관련하여 GE가 Kidder Peabody를 인수하면서 증권업에 진출하였다가 대규모 손실 후 PaineWebber에게 재매각한 사례와 소매업체인 Sears Roebuck이 Dean Witter를 인수하였다가 조직통합에 실패하고 Morgan Stanley에 재매각한 사례가 있다.

여섯째, 사업부문간 이해상충 문제가 존재하는 경우 M&A 등의 방법을 통해 사업부문을 분리하는 방안을 고려할 수 있다. 이와 관련하여 Citigroup의 자산운용부문과 Legg Mason의 브로커리지 부문의 자산교환(asset swap) 사례와 Merrill Lynch사가 자산운용부문을 BlackRock에게 매각하고 그 대가로 BlackRock의 지분을 획득한 사례가 대표적이다. 이들 사례에서 투자은행들은 사업부문을 분리하는 전략을 이용함으로써 이해상충의 소지를 해소하고 시장의 신뢰를 회복하는 결과를 얻을 수 있었다.

한편 앞서 설명한 증권 산업의 변화 추세와 주요 사례 분석 이외에도 본 보고서는 국내외 주요 증권회사의 M&A 전개 과정에 대해 개괄적인 설명을 제공하였다. 이를 통해 개별적인 증권회사별로 어떠한 M&A 과정을 거쳐 현재의 성장을 이루어냈는지 살펴볼 수 있도록 하였다.

《 Abstract 》

**Securities Firms M&As - Cases and Strategies**

It is no exaggeration to say that the history of IBs(investment banks) or securities firms is the history of M&As. When we look at the IB industry, we notice that during the past 50 years, a small number of large companies accumulated huge amounts of capital and branched out into various kinds of new risk-taking businesses. Meanwhile, small and midium sized companies have focused more on the core business and developed into specialized firms. This report examines several important IB M&A cases and deduces the implications for the managerial strategies concerning M&As in the Korean securities industry.

In general, we see the tendency for M&As to occur frequently when the industrial environment changes, the firm diversity within the industry increases, and the transaction costs are low. First, drastic changes in business environment due to regulatory and economic changes have instigated many M&As. Second, as more companies become differentiated in the industry, the need for M&As increases for the pursuit of synergy effects. Third, according to the transaction cost theory, M&As are easier to execute when the capital costs are low due to low interest rates or sufficient cash flow, or when M&A financing is facilitated by financial innovation.

The finance industry, including securities business, is under stricter regulations and puts high priority on good reputation,

client relationships, and expert employees. Therefore, compared to other industries, M&As among securities companies are more sensitive to alterations in rules and regulations and face more difficulties with regard to human resource management.

The lessons from the case studies in this report can be summarized as follows. First, "M&A is a time-buying tactic", that is, low competence can be supplemented through M&As in a short period of time. An example can be found in the history of Drexel Burnham Lambert. Burnham, a brokerage company, merged with Drexel, a highly credited firm, and easily became a leading IB company. Another case is Credit Suisse which strengthened its IB business through the merger of DLJ(Donaldson, Lufkin & Jenrette), a leader in high yield bonds.

Second, since securities companies are highly regulated, M&A can be a very effective strategy to preemptively respond the recent regulatory changes in Korea. An example from abroad is the merger between Citicorp and Travelers Group which took place right before the enforcement of the Gramm-Leach-Bliley Act of 1999. The act allowed the integration of commercial banking, investment banking, and insurance business.

Third, it is important to provide an appropriate incentive scheme to maintain the core personnel, the most important asset in banking, and to be successful in organizational integration after M&As. It is also necessary to nurture various sources of financial experts, including research institutes, think tanks, and

universities in addition to existing securities companies. A case of poor human resource management can be seen in Bankers Trust, which merged with Alex Brown to obtain the specialty in stocks but failed due to the loss of core staff members during the transitional period. The failure of the integration between Morgan Stanley and Dean Witter is another example.

Fourth, there are cases that focused on the strategic synergy but failed to evaluate the financial prospects. The winner's curse should be avoided especially in times of high liquidity. The BZW(Barclays, de Zoete, Wedd) case seemed to be strategically successful, but the merger resulted in big losses due to the high acquisition payment and additional post M&A expenses.

Fifth, business diversification through securities company M&As, especially by manufacturing companies, is less likely to succeed unless the acquirer has a clear vision and business model. For example, General Electric intended to enter into the securities industry through the acquisition of Kidder Peabody, but eventually sold it to PaineWebber after massive losses. The retailer Sears Roebuck was unable to successfully integrate with Dean Witter and sold it to Morgan Stanley.

Sixth, the conflicts of interest among business entities can be resolved through M&As. For example, Citigroup swapped its asset management unit with Legg Mason's brokerage arm. Merrill Lynch disposed its asset management entity to BlackRock for a significant stake. In the aforementioned cases, separating the business entities through M&As also recovered market trust.





## 1. 서론

---



## I. 서론

- 선진국의 증권회사 또는 투자은행의 역사는 M&A의 역사라고 해도 과언이 아닐 정도로 많은 M&A 거래가 있었음
  - 이 중에서 오늘날 한국 증권 산업의 관점에서 유의한 시사점을 얻을 수 있는 주요 사례를 선별하여 살펴보고 경영 전략적 시사점을 도출하고자 함
  
- 선진 투자은행들의 지난 50년간의 변화 추세를 살펴보면, 소수의 대형사 위주로 집중적으로 대형화가 이루어졌으며, 소형사들은 특화된 서비스를 제공하는 전문화를 통해 생존함
  - 대형사의 경우 대형화 과정에서 기본적인 인수업무 외에도 다양한 위험 업무를 수행하게 되었음
  
- 일반적으로 M&A 거래는 외부의 환경적 변화가 발생하고 산업 내부적으로 차별화된 기업들의 다양성이 발현되고 금융 등의 거래비용이 낮을 때 자주 발생함(<그림 I-1> 참조)
  - 외부의 환경적 변화는 크게 법적·제도적 변화와 기술적·경제적 변화의 두 가지 경우로 구분할 수 있음
  - 산업 내부적으로 차별화된 기업이 많이 존재할수록 시너지 효과 면에서 M&A의 유인이 큼
  - 거래비용 측면에서 기업의 현금보유가 충분하고 자본조달 비용이 낮은 경우 또는 혁신적인 금융기법의 등장으로 자본조달이 용이해진 경우 M&A가 활발하게 발생함

4 증권회사의 M&A 사례 및 전략

<그림 1-1> M&A 붐이 형성되는 조건



- 증권업을 포함하여 금융업은 상대적으로 다른 산업에 비해 규제가 엄격하고, 고객과의 관계나 명성이 중요하며, 전문 인력의 확보가 필수적이므로 증권회사 M&A는 다음과 같은 특성을 지님
  - 규제의 변화에 민감함
  - 증권 산업의 대형화, 집중화 및 다양화 현상이 발생함
  - 전문 인력의 확보 및 관리가 어려움
  
- 주요 사례들로부터 도출된 시사점을 요약하면 다음과 같음
  - M&A는 시간을 사는 것이라는 말처럼, M&A를 통해 단기간에 부족한 투자은행 역량을 보완할 수 있음

- 증권회사와 같은 금융회사의 경우 규제의 영향을 많이 받는데, 향후 자본시장통합법 등 제도적 변화에 선제적으로 대응하는 주요 방안으로 M&A를 적극 고려할 필요가 있음
- M&A 이후 인력 및 조직통합에 실패한 사례가 다수 존재하는데, 증권회사는 내부적으로 전문 인력의 확보 및 유지에 필요한 유인을 제공하고, 사회적으로는 전문 인력의 다양한 공급원이 육성되어야 할 필요가 있음
- M&A의 전략적 시너지에만 집중하고 재무적 손익 계산을 간과한 사례가 있는데, 특히 유동성이 풍부한 상황에서 승자의 저주 (winner's curse) 현상이 발생되지 않도록 주의해야 함
- 제조업체의 증권회사 M&A 등 비관련 다각화는 명확한 비전 및 사업모델이 부재한 경우 성공 가능성이 낮음
- 사업부문간 이해상충 문제가 존재하는 경우 M&A 등의 방법을 통해 사업부문을 분리하는 방안을 고려할 수 있음

○ 본 보고서의 주요한 구성은 다음과 같음

- II장에서 전반적인 증권 산업의 변화 추세를 살펴보고 주요 선진국별 증권 산업에서의 M&A 전개과정을 개관함
- III장에서는 주요 투자은행의 발전단계를 M&A 전개과정의 관점에서 개관하며 이를 요약한 도표를 제공함
- IV장에서 선진 증권회사 또는 투자은행의 주요한 M&A 사례들을 선별하여 분석함
- V장에서 한국의 증권회사 M&A 사례들을 개괄함
- VI장에서 결론적으로 앞서 분석한 사례들로부터 한국의 증권 산업에 관한 경영 전략적 시사점을 도출함



## II. 주요 국가별 증권회사의 M&A 전개과정

---

1. 증권 산업의 변화추세
2. 미국의 증권회사 M&A 전개과정
3. 영국의 증권회사 M&A 전개과정
4. 캐나다의 증권회사 M&A 전개과정





## II. 주요 국가별 증권회사의 M&A 전개 과정

### 1. 증권 산업의 변화추세

- 지난 수십 년간 선진 증권회사 또는 투자은행들은 자본의 대형화, 경쟁구조의 집중화, 업무의 다변화 추세를 보임(<그림 II-1> 참조)
  
- 대규모 자본거래와 경쟁 우위 확보를 위하여 일정 수준 이상의 자기 자본 확보가 필요함
  - 투자은행 업무는 유가증권의 발행을 중심으로 이루어지고 유가증권발행 업무는 위험부담을 수반하기 때문에, 위험부담 능력의 제고를 위해서는 일정 수준 이상의 자기자본 확보가 요구됨
    - 유가증권 발행 업무는 시장 조성을 수반하므로 투자자 입장에서 위험부담능력을 갖춘 대형 증권회사를 신뢰하게 됨
  - 근래 투자은행 업무가 대리인 기능에서 직접 투자 또는 직접 유가증권을 거래하는 거래주체 기능으로 확장되면서, 거래주체 기능강화를 위해 자본금 증대를 통한 안정성 확보가 요구되었음
  
- 이러한 대형화 추세는 대형사에게서 더욱 두드러지는 집중화 현상을 보임
  - 시간이 지날수록 대형 증권회사 또는 투자은행의 자본 집중화가 더욱 심화됨

10 증권회사의 M&A 사례 및 전략

- 미국의 경우 자본금 기준 상위 10개 투자은행의 전체 자본금 규모 대비 11~25위 투자은행의 전체 자본금 규모의 비율이 1955년에는 80% 이상이었지만, 2000년에는 약 10% 까지 하락함
- 대형사들이 더욱 많은 M&A를 시도했고 그 결과 자본이 대형사들에게 더욱 집중화되는 추세를 보임

○ 대형사들의 업무 범위가 증권인수나 위탁매매뿐만 아니라 장외파생, PI, 머천트 बैं킹 등 더욱 다양한 위험 사업으로 다변화됨

- 지난 수십 년간 투자은행의 주된 업무인 증권인수업무의 위험이 크게 감소한 점을 고려할 때, Top 10 투자은행의 자본금 규모가 기업증권인수 규모보다 더 빨리 증가하였다는 점에서 투자은행의 업무 범위가 더욱 다양한 위험 사업으로 확장되어 갔음을 알 수 있음

- 특히 인수규모 대비 자본금 비율이 증가하기 시작한 1970년대 초반은 파생상품의 거래가 크게 증가한 시기와 일치함

- 증권회사의 전통적인 수입원인 위탁매매 사업의 중요성이 규모나 수익성 면에서 모두 감퇴함

- 뉴욕증권거래소(NYSE: New York Stock Exchange)<sup>1)</sup> 회원 중에서 일반투자자 대상의 영업(public business)을 영위하는 브로커-딜러의 위탁매매 수수료 부문이 수입에서 차지하는 비중의 평균은 1972년 53.8%에서 1991년에는 17.3%로 감소함

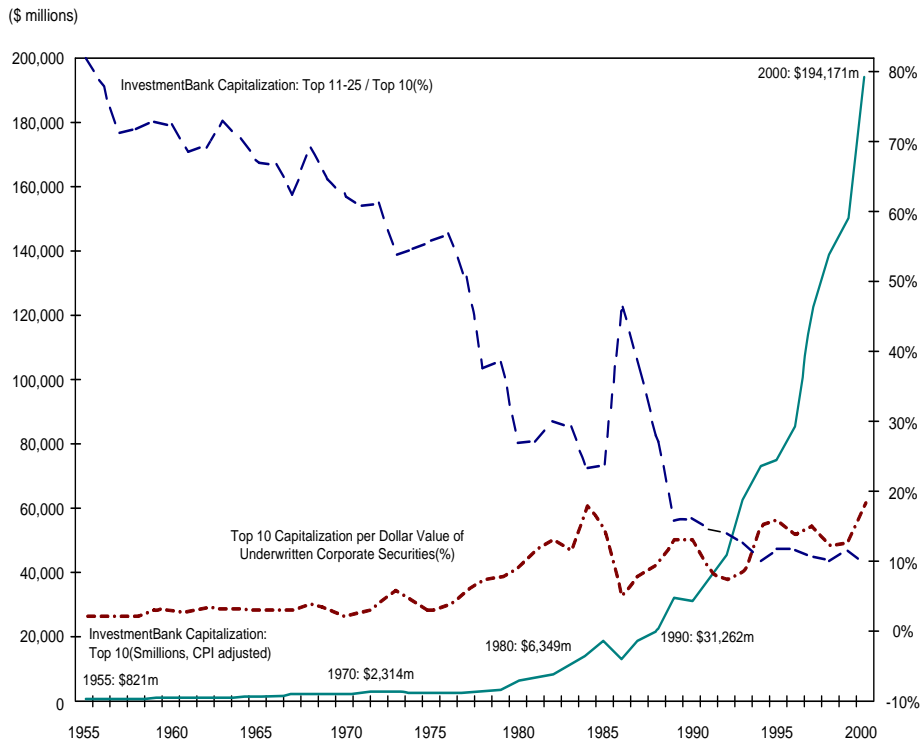
- 2006년 말 기준으로 위탁매매 수수료 부문이 수입에서 차지하는 비중은 Merrill Lynch가 17%, Morgan Stanley는 11%임

---

1) 이하에서는 뉴욕증권거래소를 NYSE로 표기

- 이러한 추세 변화의 근본적 원인은 경제적 환경의 변화와 기술발전, 금융이론 개발, 규제완화에 따른 금융혁신(financial innovations) 및 경쟁심화에 의한 것으로 판단됨

<그림 II-1> 선진 투자은행의 변화 추세: 대형화, 집중화, 다변화



자료 : Morrison and Wilhelm, 2008

## 2. 미국의 증권회사 M&A 전개 과정

### 가. 1970년대 초 ~ 1980년대 말: 전산화와 사업범위 확장

- 이 기간 중 M&A 환경에 있어 가장 큰 특징 두 가지는 정보통신 기술의 발전으로 인해 기존의 수작업 거래시스템이 전산화되기 시작했다는 점과 증권회사들이 사업 범위(lines of business)를 확장하기 시작했다는 점임
  - 1970년대 초 이전까지는 증권회사의 경제적 환경이 비교적 안정적이었으나 이후 전산기술의 발달, 유가파동, 환율제도 변화, 금융규제 변화, 새로운 금융 이론의 발전 등을 배경으로 금융혁신이 시작됨
  
- 1970년대 이후 컴퓨터 기술이 발전하면서 기존의 수작업 거래시스템이 전산화되기 시작함
  - 1960년대 이후 거래량이 급격히 증가하면서 증권거래결제와 정보시스템의 전산화 필요성이 제기됨
    - Merrill Lynch는 1960년대부터 전산설비에 대한 투자를 시작하여 1970년에는 모든 지점의 전산망을 구축하는 등 당시 업계의 전산화 움직임을 주도함
  
- 전산설비에 적절히 투자하지 못한 증권회사의 경우 급격히 증가한 거래를 수행하지 못함

- 1967~1970년 NYSE 회원사의 후선업무 위기(back-office crisis)가 발생함
- 미체결 거래로 인해 큰 손실을 입은 소규모 브로커리지 회사 등은 다른 경쟁사에게 합병되거나 퇴출 또는 구조조정 대상이 됨
  - Goodbody는 Merrill Lynch에게 인수, Hayden Stone은 CBWL Inc와 합병, F.I. duPont과 Glore Forgan은 합병함
- 이를 계기로 증권회사의 전산설비 투자 등에 규모의 경제가 있음이 입증되어, 자본증대 및 증권회사의 기업형태 변화에 대한 필요성을 인식하게 됨
  - 1970년대 이후부터 자본증대의 필요성이 인식되고 많은 증권회사에서 후선업무 자동화에 대한 투자가 이루어짐
  - 1971년 NYSE는 회원사들의 자본 확충을 지원하기 위해 회원의 기업형태 제약을 완화시킴
    - 파트너쉽(partnership) 형태로 운영되는 기업만 회원으로 인정하다가 주식회사 형태도 허용하기로 함
    - 1970년대 초에 소매지향 대형사인 Merrill Lynch, Dean Witter, E.F. Hutton, Bache, PaineWebber, Shearson Hayden Stone 등의 회사들이 공개회사가 됨
- 한편 일반 투자자들의 수요증가로 인해 1970년을 전후한 기간 동안 소매영업 부문의 중요성이 부각되면서 소매영업 역량을 강화하기 위한 M&A 사례가 잦아짐

## 14 증권회사의 M&A 사례 및 전략

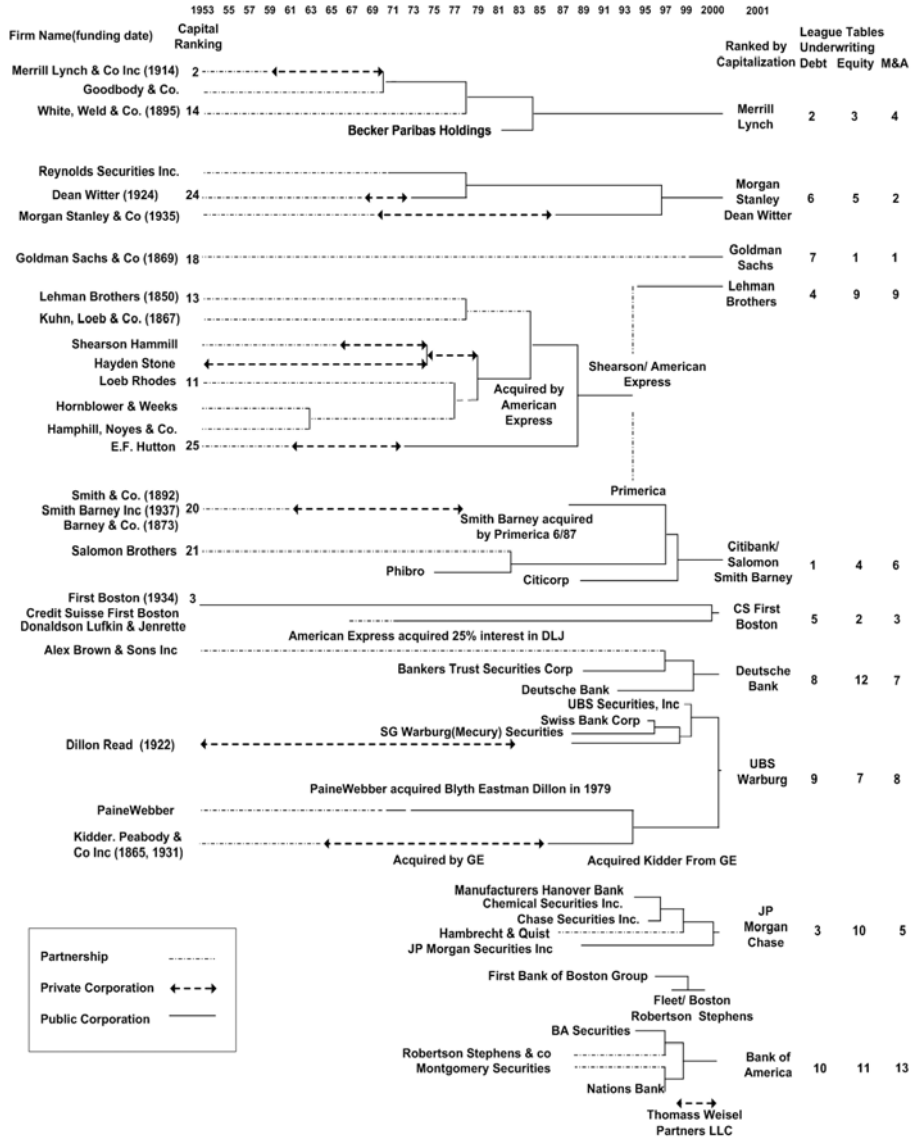
- Kidder Peabody는 Clark Dodge를, Smith Barney는 Harris Upham을, Dean Witter는 Reynolds를, Loeb Rhodes는 Hornblower Weeks를 인수함

### 나. 1980년대 말 ~ 2000년대 초: 규제완화로 인한 M&A 활발

- 1980년대 들어서 세계화의 진전으로 유럽 자본시장이 급성장하였으며, 이에 대응하여 미국은 금융산업의 국제경쟁력을 강화하기 위하여 상업은행과 투자은행 업무를 분리한 법률을 개정할 필요성이 제기됨
  - FRB(Federal Reserve Board)는 1986년 Bankers Trust의 회사채 인수를 허가하고 1989년 Citibank와 Chase Manhattan Bank를 비롯한 몇몇 은행들의 회사채 인수를 허가함
  - 1980년대 후반에 개발된 정크본드(junk bond)는 상업은행의 대출 기반을 현저히 잠식하면서 상업은행을 위협함
- 1999년 11월 미국은 그 동안 상업은행과 투자은행 업무의 분리를 규정한 1933년의 Glass-Steagall 법의 핵심 규정을 폐지하고, 은행·증권·보험 등 모든 금융업무의 겸업을 허용하는 Gramm-Leach-Bliley 법을 제정함
  - 이러한 변화에 대응하기 위해 1998년 Citicorp은 투자은행인 Salomon Smith Barney를 가진 Travelers Group과 합병함
    - 이 합병은 규제변화에 선제적으로 대응한 M&A 사례로 평가됨

- 대형 상업은행들은 채권시장 부문에 진출하여 성공하게 되고 더 나아가 주식인수시장 부문을 비롯한 전반적인 증권업 진출을 위해 투자은행 M&A를 시도함
  - 이런 M&A 가운데 일부는 투자은행 부문의 핵심인력 이탈로 실패한 사례도 있음
    - Bankers Trust의 Alex Brown 인수(1997)

<그림 II-2> 선진 투자은행의 M&A 과정



자료: Morrison and Wilhelm, 2007



### 3. 영국의 증권회사 M&A 전개 과정

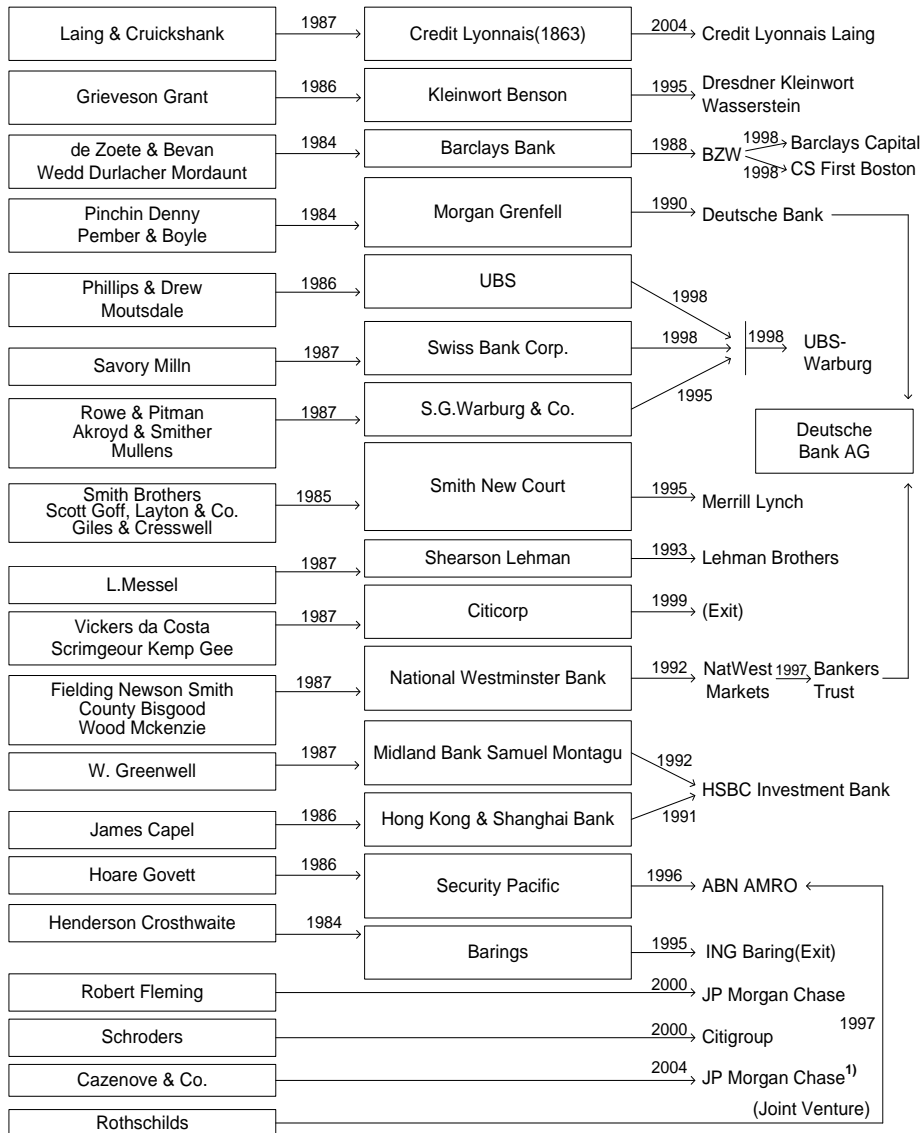
- 1960년대와 1970년대는 영국 머천트뱅크<sup>2)</sup>(merchant bank)의 전성기였음
    - 영국에 유로마켓(Euro-market)이 개설됨에 따라 자금공급이 증가되고 기업 인수합병 업무와 같은 기업금융 시장이 활기를 띠
    - 증권시장의 활황으로 인해 경기가 활성화되고 자산가치가 상승하고 투자관리 업무가 발달하여, 머천트뱅크는 업무영역을 국제적으로도 용이하게 확장할 수 있었음
  
  - 1980년대에 들어서 영국 머천트뱅크의 경쟁력이 낮아짐
    - 금융기관들의 최저수수료율 협정 및 증권업무의 겸업제한 제도로 인해 시장의 효율성이 저해되고 수요자 중심의 포괄적인 금융서비스가 불가능했음
      - 증권거래에 대한 수수료가 0.12~1.65% 수준으로 매우 높았고, 증권업 내부적으로는 자기매매업무와 위탁매매업무의 겸업을 허용하지 않음
    - 증권회사는 대부분 소규모였으며, 미국 및 독일 등 외국계 금융기관에 비해 자본력과 영업력이 열세였음
    - 1980년대 중반 런던증권거래소(LSE: London Stock Exchange)의 거래규모는 NYSE의 6% 수준에 불과하였으며, 영국 주식이 영국 내 증권시장에서 거래되지 않고 미국시장에서 미국예탁증권으로 거래되는 상황이 발생하는 등 주식시장이 크게 위축됨
- 
- 2) 19세기 초 런던에서 무역어음 인수를 중심으로 하다 국제금융 발전에 따라 무역금융 전반, 증권발행, 기업 컨설팅 등으로 업무 영역을 확장시킴

18 증권회사의 M&A 사례 및 전략

- 영국은 1980년대 이전 증권시장에 대한 규제 감독이 주로 증권거래소의 자율규제로 이루어졌음
  - 증권거래소의 자율규제대상인 회원에 대해서는 진입제한이 있었고, 회원은 고객을 접촉하는 위탁매매업자인 브로커(broker)와 브로커의 주문을 받아 거래를 실행하는 자기매매업자(jobber)로 구분되어 있었으며 겸업은 허용되지 않았음
  - 1980년대 중반 증권거래소 회원들의 수수료율(commission)에 대한 담합, 진입제한 및 자격 구분에 대한 경쟁 제한적 효과가 문제가 됨
  
- 영국 정부는 1986년 금융서비스법(FSA: Financial Service Act)을 제정하고 수수료 자유화와 겸업 허용을 주 내용으로 하는 금융 빅뱅(Big Bang) 프로그램을 추진함
  - 증권거래소의 회원권 취득 조건이 완화되고 증권거래 수수료가 자유화되어 런던 증권시장의 거래비용 인하 경쟁이 촉발됨
  - 은행, 증권, 보험의 상호 업무 진입이 허용됨에 따라 다양한 업종의 금융 자회사를 거느린 금융그룹의 형성이 가능해져 증권회사의 자본규모가 크게 확충되면서 대형화가 이루어짐
  
- 영국의 금융산업 구조는 다수 소형사 과밀 구조에서 빅뱅 이후 M&A 과정을 거쳐 대형은행 중심의 집중 구조로 전환됨
  - 브로커 상위 20개사 중 19개사, 자기매매업자 18개사 전부가 타 금융회사에 인수됨
  - 상업은행, 머천트뱅크 등은 증권 자회사를 계열화함으로써 종합 증권 업무를 시도함

- 세계 굴지의 금융기관들이 런던에 지점을 구축하면서 선진금융기법이 빠르게 도입되었음
  - 증권거래 비용이 크게 감소하였고 중개의 효율성이 제고됨에 따라 외국에서 거래되던 주식 거래의 많은 부분이 런던으로 회귀함
  - 오히려 외국주식의 유통시장이 더욱 발달하여 런던은 동경에 내주었던 세계 2위 금융중심지의 지위를 회복함
- 빅뱅 이후 궁극적으로 영국계 증권회사의 약 90%가 외국 금융회사에 인수되었음
  - 그러나 업무 및 지역 다각화 등의 전략으로 빅뱅에 적극 대처한 영국 증권회사들은 세계 유수의 증권회사로 발돋움할 수 있었으며, 대형화·겸업화를 추진한 영국 은행들은 보험, 연기금, 투자신탁 등 다양한 업종의 자회사를 거느린 금융그룹으로 성장함

<그림 II-3> 영국 주요 머천트뱅크의 진화과정(1986~2003)



주: 1) 2004년 이후 사례는 원저에 추가한 것임

자료: Ingo Walter, 2004

#### 4. 캐나다의 증권회사 M&A 전개 과정

- 1980년대 후반까지 대부분의 캐나다 증권회사들은 독립계열로 존재하였으나, 자본 수요의 증가, 세계 경쟁 심화, 시장 변동성 증가 등의 사유로 독립 증권회사 단독으로 생존 및 성장이 어려운 상황에 처함
  - 1980년대 중반에 연방정부와 주정부는 증권 산업의 소유권을 캐나다 은행, 신탁회사와 외국 증권회사에게 개방하는 법률 개정을 단행함
  
- 캐나다는 1987년 은행법과 온타리오 증권법<sup>3)</sup> 개정 전까지 은행이 증권업에 참여하는 것을 제한하였음
  - 은행이 참여할 수 있는 증권업무의 유형과 제외되는 유형이 명시되어 있었음
    - 은행이 포트폴리오 투자 목적으로 하는 증권 투자와 주식매매, 증권 유통은 허용되었지만 기업증권 인수는 금지되었음
    - 1992년 은행법 개정 이전에는 은행의 포트폴리오 관리나 투자자문 역할을 할 수 없었음
    - 주 지방법은 캐나다 증권시장에 대한 외국 달러의 진입을 심하게 규제하고 있었음
  - 국내외 경쟁이 심화되고 금융 산업의 효율성 및 경쟁력을 높이기 위하여 금융기관 간 업무장벽 완화의 필요성이 제기됨

---

3) 캐나다의 증권법은 주에 따라 달라서 캐나다 전체에 적용되는 증권법은 없지만, 주의 증권법 중에서 다른 주들의 법에서 많이 인용되고 있는 대표적인 법이 온타리오 증권법임

## 22 증권회사의 M&A 사례 및 전략

- 은행은 채권발행에 있어 증권딜러와 경쟁하고 신디케이트론을 구성하는데도 증권회사와 경쟁하게 됨
- 캐나다는 혁신적이고 경쟁적인 증권 산업의 중요성을 인식하게 되어 연방정부와 온타리오주에 의하여 신 규정이 도입됨
- 1987년 은행법 개정으로 은행, 신탁회사, 보험회사가 자회사 설립을 통해 증권업무 전반을 영위하는 것이 허용되고, 캐나다 금융기관의 증권회사에 대한 투자제한이 폐지됨
    - 외국기업의 캐나다 증권회사 주식보유가 50%까지 허용되었으며 1988년 6월부터는 100% 보유를 허용함
    - 온타리오 증권법에 의해 1987년 6월부터 외국증권회사가 온타리오주 시장에 직접 진입하는 것이 허용됨
  - 1987년의 개혁은 영국의 빅뱅에 비견되어 Canadian Little Bang이라고 불림
- 1987년 은행법 개정 결과 증권 산업의 주요 소유권이 재편성됨
- 소매 브로커리지 부문 진입과 투자은행 업무 강화를 위해서 6개 대형 은행은 증권 산업의 80%를 은행 자회사로 편입함
  - 캐나다 증권회사는 대형사와 더불어 소매 및 기관 영업을 하는 소형 증권회사도 존재하는 구조임

<표 II-1> 캐나다 은행 소유의 증권회사

증권회사 소유 은행	증권회사
Bank of Montreal	BMO Nesbitt Burns
Canadian Imperial Bank of Commerce	CIBC World Markets
National Bank of Canada	National Bank of Financial
Royal Bank of Canada	RBC Dominion Securities Ltd.
The Bank of Nova Scotia	Scotia Capital
TD Bank Financial Group	TD Securities

자료: Canada's Financial Services Sector, 2005.1.

- 1992년 은행법 개정으로 은행, 신탁회사와 보험회사를 지배하는 업무 영역이 조정되고 소유권, 관리 등에 대한 규정이 변화됨
  - 은행, 연방법인신탁회사, 저당대출회사와 보험회사 등의 연방금융 기관은 자회사를 통하여 새로운 금융업무를 수행할 수 있게 됨
  - 1987년과 1992년의 은행법 개정 결과 캐나다 금융기관은 다양한 금융업무 수행을 위한 금융집단을 형성할 수 있게 됨
  
- 1997년 은행법 개정으로 외국은행이 캐나다에서 은행업을 할 수 있도록 자본을 갖추어 분리한 지사를 설립할 것을 요청한 경우 직접 지점 설치를 할 수 있게 허용함
  - 1998년 캐나다 정부는 지점을 포함한 외국은행의 진입을 허용하여 금융시장을 개방함

24 증권회사의 M&A 사례 및 전략

- 캐나다 증권 산업에 참여하는 회사 수는 1990년 이후에 급격하게 증가함
  - 캐나다 증권 산업은 통합 대형사, 기관회사, 소매회사로 구성됨
  - 증권회사 수가 1990년에 119개에서 2003년 말 207개로 14년 사이에 74%가 증가함
    - 2003년 말 기준으로 전체 증권 산업의 수익에서 각 유형별 회사가 차지하는 비율은 6개 대형 통합 증권회사들이 73%, 소매회사 15%, 기관회사 12% 순임



### III. 주요 투자은행별 M&A 전개 과정

---

1. J.P. Morgan Chase
2. Citigroup
3. Credit Suisse
4. Deutsche Bank
5. UBS
6. Goldman Sachs
7. Merrill Lynch
8. Morgan Stanley



### III. 주요 투자은행<sup>4)</sup>별 M&A 전개 과정

#### 1. J.P. Morgan Chase

##### 가. J.P. Morgan의 역사와 성장과정

- 1838년 George Peabody가 미국의 주(state) 채권을 유럽의 투자자들에게 판매하기 위해 런던에 머천트뱅크인 George Peabody & Co를 개점
  - 당시 런던의 금융회사들은 미국 뉴욕이나 필라델피아에 대리인을 두고 미국 증권을 인수하는 사업 패턴을 보임
  - 이후 런던의 대표적인 미국 은행이라는 위상을 확보함
  
- 1854년 Junius S. Morgan이 동업자가 되었다가 1864년 G. Peabody가 은퇴하면서 자본금을 회수하고 자신의 이름을 회사명에서 뺄 것을 요구해 J.S. Morgan & Co로 사명을 변경함
  
- J.P. Morgan 은행의 직접적인 전신은 1871년 설립된 Drexel, Morgan & Co임
  - 1861년 J.S. Morgan의 아들인 J. Pierpont Morgan이 뉴욕에 J.P. Morgan & Co를 설립하여 George Peabody & Co의 대리인으로 활동함

---

4) 상업은행 업무와 투자은행 업무를 함께 수행하는 주요 상업은행을 사례에 포함함

- 1864년 J.P. Morgan은 아버지의 후견으로 Charles H. Dabney와 함께 뉴욕에 Dabney, Morgan & Co를 설립함
- 1871년 C.H. Dabney가 은퇴하자 J.P. Morgan은 다시 아버지의 후견으로 필라델피아의 은행가인 Anthony J. Drexel과 함께 뉴욕에 Drexel, Morgan & Co를 설립함
  - 1893년 A.J. Drexel이 사망한 후 1895년 회사명을 J.P. Morgan & Co로 개명함
  - 이후 런던의 J.S. Morgan & Co(1910년 이후 Morgan, Grenfell & Co로 사명 변경), 필라델피아의 Drexel & Co, 파리의 Morgan, Harjes & Co와 긴밀한 유대관계를 지속함
- 참고로, Drexel & Co는 1838년 Francis Martin Drexel에 의해 필라델피아에 설립되었다가 아들인 A.J. Drexel과 J.P. Morgan과의 동업 이후 실질적으로 J.P. Morgan 은행 체제에 편입되었다가 1940년 상업은행 부문은 J.P. Morgan에 넘겨지고, 월스트리트의 주요 투자은행이 됨
  - 1960년대 초 자본의 부족을 절감한 회사는 Harriman, Ripley & Co와 1965년 합병하여 사명을 Drexel Harriman Ripley로 변경한 후 1970년대에 지분 25%를 Firestone Tire and Rubber Co에 팔고 회사명을 다시 Drexel Firestone으로 변경함
  - 1973년 주가폭락 이후 경영상 어려움에 처해 Burnham에 합병되어 뉴욕에서 Drexel Burnham & Co로 사명을 변경한 후, 1976년 벨기에의 Bruxelles Lambert 그룹의 미국 지사이자 소규모 조사 부티끄(research boutique)인 William D. Witter를 인수하고 회사명을 Drexel Burnham Lambert로 개명함

- 미국에 중앙은행이 없었던 1913년 이전에 J.P. Morgan은 실질적인 중앙은행의 역할을 수행함
  - 1907년 재정위기 때 구제금융을 주선하여 뉴욕의 여러 신탁회사와 브로커 회사뿐만 아니라 뉴욕 증시를 되살림
  - 1933년 증권, 은행, 보험의 분리를 규정한 Glass-Steagall Act에 의해 J.P. Morgan은 상업은행으로 남고 Morgan Stanley는 투자은행으로 분리됨
  
- 1939년 J.P. Morgan & Co는 영국과 프랑스 정부의 10억 5천만 달러 상당의 국가채권을 뉴욕시장에서 판매하기 위한 주관사로 선정됨
  
- 1959년 당시 은행의 합병 추세에 따라 J.P. Morgan은 Guaranty Trust Co와 합병하여 Morgan Guaranty Trust가 탄생함
  - 1969년에는 J.P. Morgan & Co 지주회사를 설립하고 Morgan Guaranty Trust를 비롯한 자회사를 두게 됨
  - 1980년대 이후 J.P. Morgan은 활동 영역을 전 세계로 확대하면서 세계적 금융그룹으로 발전하였으며, 업무 범위도 기존의 상업은행 중심의 업무에서 투자은행 업무로 점차 확대함
  
- J.P. Morgan & Co. Inc. 라는 금융지주회사 산하에 여러 자회사를 구성하고 있음
  - J.P. Morgan은 순수지주회사 형태를 유지하면서 은행, 증권, 선물 등 다양한 금융업을 자회사로 보유함

- 투자은행 업무는 확대하고 도매 상업은행 분야는 선도적 위치를 유지하는 전략을 유지

#### 나. Chemical Bank의 역사와 성장과정

- 1824년 New York Chemical Manufacturing Company의 은행부문으로 발족함
  - 1844년에 Chemical Bank of New York으로 사명을 변경
  - 1954년 Corn Exchange Bank와 합병하면서 자산 규모를 확대하였고, 1988년 Chemical Banking Corporation으로 사명을 변경함
  - 1991년 Manufactures Hanover Corporation을 인수하여 사업을 확장하다가 1996년 Chase Manhattan Bank를 인수함
    - Chemical Bank는 소매금융 강화를 위하여 Chase Manhattan Bank를 인수함
    - Chase Manhattan Bank를 인수했지만, 회사명은 당시 인지도가 높았던 Chase Manhattan Bank를 선택함

#### 다. Chase Manhattan Bank의 역사와 성장과정

- 1877년 월스트리트의 은행가였던 John Thompson은 Chase National Bank(Chase Manhattan Bank의 전신)를 설립함
  - 1930년에 Chase National Bank는 The Equitable Trust of New York과 합병하여 자산과 예금 면에서 세계 최대 은행으로 도약함

- 당시 The Equitable Trust of New York은 멕시코시티, 런던, 파리, 홍콩, 상하이에 지점을 가지고 있었음
- 1955년 The Bank of The Manhattan Company와 합병하여 이름을 Chase Manhattan Bank로 바꿈

#### 라. J.P. Morgan Chase의 탄생

- 2000년 9월 13일 J.P. Morgan은 Chase Manhattan Bank와의 합병을 발표함
  - 이 합병으로 인해 투자은행업과 상업은행업 등 대부분의 금융업종을 영위하는 초대형 종합 금융지주회사로 변신함
  - J.P. Morgan 주식 1주당 Chase Manhattan 주식 3.7주를 교환하되 Chase Manhattan Bank가 법적인 실체로 잔존함
  - J.P. Morgan은 외환, M&A, 주식발행, 파생금융상품관련 업무에 우위가 있고, Chase Manhattan은 신디케이트론, 자산운용, 금리선물 등에 우위를 가짐

#### 마. J.P. Morgan Chase의 주요 M&A 사례

- J.P. Morgan Chase & Co는 2004년에 미국에서 6번째 규모(자산 2,900억 달러보유)의 은행지주회사인 Bank One Corporation을 합병함
  - Bank One은 소매금융, 특히 미국 내 3위의 카드 발급자로 카드부문에 강점을 지님

- J.P. Morgan Chase는 2008년 3월 24일 미국 투자은행인 Bear Stearns를 11억 달러에 인수함
  - Bear Stearns는 2007년 7월 운영하던 서브프라임 헤지펀드가 파산하였고 서브프라임에 의한 신용경색의 여파로 손실 상각의 여력이 없어서 회사를 매각하기로 결정함
  - 2008년 3월 18일 Bear Stearns 주가를 주당 2달러씩, 2억 3천 6백만 달러에 인수하기로 발표했으나 주주의 반발에 부딪혀 주당 10달러로 인수가격을 인상하기로 합의함
    - J.P. Morgan Chase의 주식 1주당 Bear Stearns의 주식 교환 비율은 0.21753주로 함
    - 미국 FRB는 이번 인수와 관련하여 J.P. Morgan Chase에게 300억 달러를 지원함
  - 2008년 5월 30일 Bear Stearns의 인수를 완료함
  
- 2008년 9월 25일 J.P. Morgan Chase는 파산한 미국 최대 저축은행인 Washington Mutual의 은행업무 부문을 19억 달러에 인수함
  - Washington Mutual은 1889년 설립되어 미국 전역에 2,300개의 점포와 4만 3천여명의 인력, 1,820억 달러의 수신고를 갖고 있는 미국 최대의 저축대부조합이었으나 서브프라임 사태 발생 후 모기지 관련 상품에 190억 달러의 손실을 기록하면서 주가가 폭락하여 파산상태에 빠짐
  - 미국 연방예금보험공사가 Washington Mutual에게 업무정지를 명령한 뒤 J.P. Morgan Chase에게 매각함

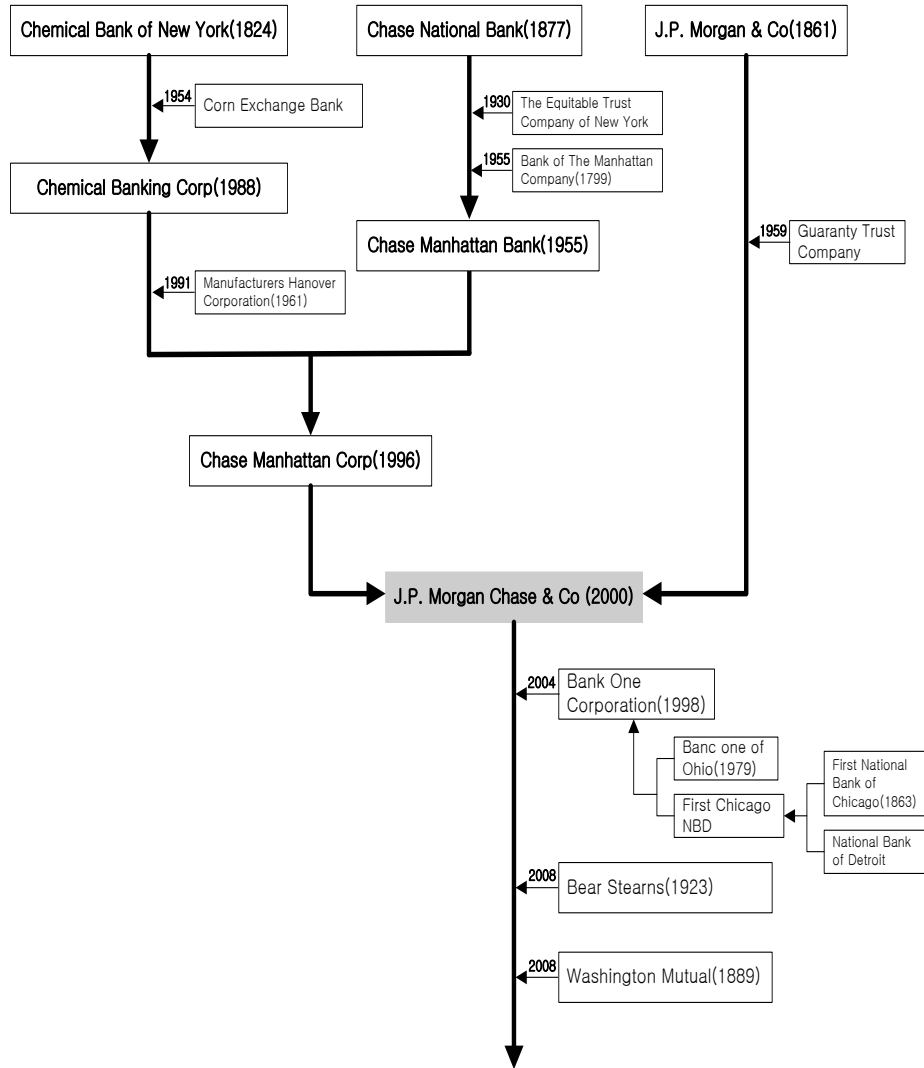


- J.P. Morgan Chase는 Washington Mutual을 인수함으로써 영업망을 모두 5,400개로 늘리면서 미국 서부지역 최대 소매은행으로 위상을 굳힘

#### 바. Bear Stearns의 역사와 성장과정

- Bear Stearns는 1923년 Joseph Bears, Robert Stearns와 Harold Mayer가 주식 중개 전문회사로 설립함
  - 설립 후 채권거래, 투자은행 업무, 청산서비스, 자산관리 등으로 업무 영역을 확장함
- 1985년 기업공개 후 NYSE에 상장하면서 종합 증권회사로 본격적인 도약을 함
  - Bear Stearns는 기관 대상의 채권 거래에서 강점을 지님
  - 2005년 이후 3년 연속 Fortune지가 선정하는 미국에서 가장 존경 받는 기업에 선정됨
- 그러나 2007년 8월 이후 서브프라임 사태 발생으로 Bear Stearns는 위기를 맞아 결국 2008년 3월 J.P. Morgan Chase에 매각됨

<그림 III-1> J.P. Morgan Chase의 M&A 전개과정



## 2. Citigroup

### 가. Citigroup의 성장과정

- 1812년 주법은행인 City Bank of New York으로 출발하여 1865년에 사명을 National City Bank of New York으로 바꿨고 1895년에는 미국에서 가장 큰 은행이 됨
  - 1955년에는 The First National City Bank of New York을 합병한 후 1968년 사명을 The First National City Bank of New York로 바꾸고, 1974년 속칭으로 쓰이던 Citicorp를 정식 사명으로 사용함
    - 1976년 사명을 Citibank로 개명하였으나 은행 활동상 법적규제를 피하기 위해 Citicorp를 모회사로 하고 Citibank는 그 자회사로 됨
  
- 1998년 10월 보험·투자은행·소매금융 업무를 제공하는 Travelers Group과 상업은행 업무를 제공하는 Citicorp의 합병으로 Citigroup이 탄생함
  - 미국 최초로 은행, 보험, 증권 부문 최고의 경쟁력을 보유한 금융기관들이 통합하여 고객의 금융서비스 요구에 부응하는 금융기관의 신 모델을 창출하였음
    - Citicorp은 상업은행 업무 및 신용카드 업무, 투자은행 업무, 보험업무, 위탁매매 업무, 자산관리 업무 등 종합서비스를 제공함

- Citigroup은 Citibank, CitiFinancial, Travelers Life & Annuity, Primerica, Citigroup Global Markets(전 Salomon Smith Barney) 및 Banamex 등 각 금융 분야에서 뛰어난 자회사를 보유함

○ 2000년 3월 미국 최초의 금융지주회사로 전환함

- 은행지주회사인 Citicorp은 1999년 11월 Gramm-Leach-Bliley Act가 발효되자 2000년 3월 가장 먼저 금융지주회사로 전환함
- 미국에서 투자은행과 상업은행의 업무를 완전히 분리한 Glass-Steagall Act를 대폭 개정한 Gramm-Leach-Bliley Act에 의해 상업은행의 유가증권 인수업무와 투자업무가 광범위하게 허용되고 상업은행의 보험상품 개발과 판매도 대폭 자유화됨
- 동법의 시행으로 은행·증권·보험을 영위하는 회사를 모두 자회사로 가질 수 있는 순수지주회사의 설립이 가능해짐

#### 나. Travelers Group의 성장과정

- 1977년 설립된 Primerica는 1987년 당시 유력한 브로커리지 회사였던 Smith Barney를 인수하였고, 2년 후 Smith Barney는 Drexel Burnham Lambert의 16개 지점을 인수함
- 1992년 Primerica는 보험회사인 Travelers Corporation의 지분 27%를 인수하고 1993년 나머지 지분을 취득한 후 회사명을 Travelers Inc.로 개명함
  - 이 과정에서 Smith Barney는 Travelers Inc.의 자회사가 됨

- 1995년 Travelers Inc.의 생명보험분야와 Metropolitan Life Insurance Company가 합병해 Travelers Group이 탄생함
  
- 1997년 Travelers Group이 Salomon Brothers를 인수해 산하에 있는 Smith Barney와 합병함으로써 Salomon Smith Barney라는 투자은행이 탄생함
  - Salomon Brothers는 자기매매와 채권인수 부문에 경쟁력이 있었으나 1990년대 초 미국 재무부 채권 거래 사건<sup>5)</sup>으로 평판이 하락하였고 이로 인해 불안정한 수익구조를 지니고 있었음
  - Smith Barney는 주로 소매금융 업무를 수행하였고, 투자은행 업무에서는 지방채 인수를 제외하고는 두각을 나타내지 못하고 있었음
  - Salomon Brothers와 Smith Barney의 합병은 업무영역의 상호보완으로 인한 시너지 효과로 주식·채권인수, 소매금융 부문에서 선도적 위치를 점유하게 되었음

#### 다. Citicorp과 Travelers Group의 합병

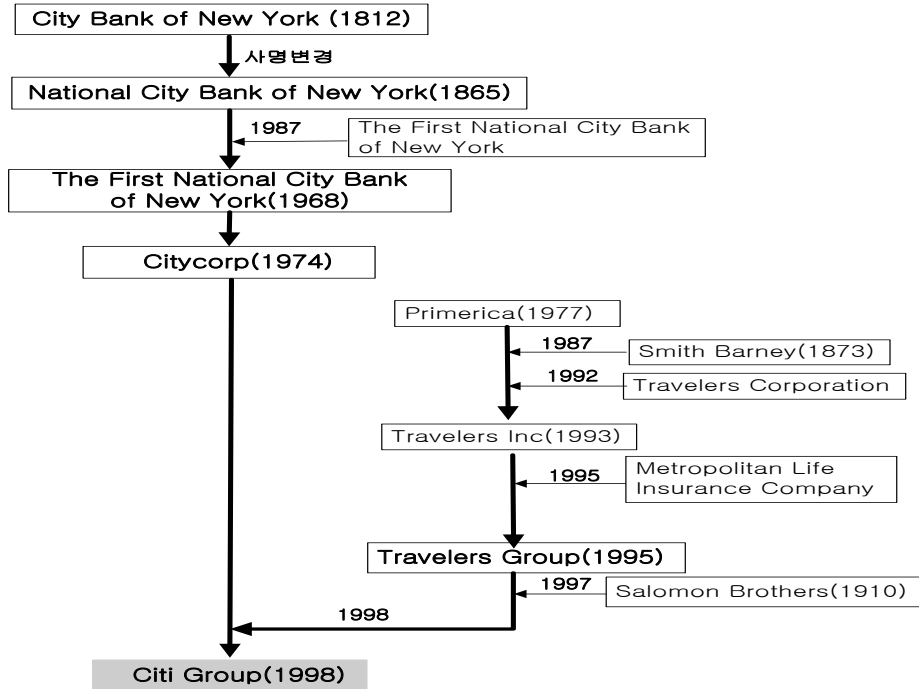
- 1998년 양사는 합병하고, Citicorp의 지분배분은 양사 간 1/2로 동일하게 하고, Citicorp의 주주는 보유주식 1주당 신설회사 주식 2.5주, Travelers Group의 주주는 1주씩 배정받음

---

5) Salomon Brothers는 1991년에 단일 기관이 미국 재무부 채권 경매에서 35% 이상을 취득할 수 없다는 규정을 어기고 채권 거래를 했지만, 나중에 사실이 밝혀지면서 회사의 주가가 떨어지면서 경영에 어려움을 겪음

- 1999년 이후 꾸준히 타 금융기관을 인수하고 수익성이 낮은 사업부문을 분사하는 등 구조개편 노력을 기울임
  - 1999년 3월 Salomon Smith Barney와 일본 Nikko 증권의 조인트 벤처로 Nikko Salomon Smith Barney 탄생함
  - 1999년 11월 일본 온라인 브로커리지 Nikko Beans 지분 인수함
  - 2000년 5월 Salomon Smith Barney가 영국 투자은행인 Schroders PLC를 인수해 Schroders Salomon Smith Barney를 설립하고 유럽시장에서 증권서비스를 제공함
    - Schroders 인수로 유럽시장에서의 점유율이 크게 증가하여 종합서비스 투자은행 업무 제공의 기반을 확립함

<그림 III-2> Citigroup의 M&A 전개과정



### 3. Credit Suisse

#### 가. Credit Suisse의 역사와 성장과정

- Credit Suisse는 1856년에 Schweizerische Kreditanstalt(SKA, Swiss Credit Institution)이란 이름으로 설립됨
  - 유럽의 다른 투자은행보다 먼저 런던에 진출해 유럽 투자은행으로서의 입지를 구축함
  
- 1978년 미국 투자은행인 First Boston Corporation과 합작을 통해 유럽 최대의 투자은행으로 성장을 모색함

#### 나. First Boston의 역사와 성장과정

- 1932년에 설립된 First National Bank of Boston은 1946년 Mellon Securities Corporation을 인수하면서 회사이름을 First Boston Corporation으로 변경함
  - 1970년대에는 Morgan Stanley, Dillon Read와 함께 월스트리트의 대형은행으로 평가받음
  - First Boston Corporation은 1971년 NYSE에 상장되었고, 1978년에 Credit Suisse와 기술적 제휴를 맺으면서 유럽지역에서 채권의 주요 발행자 및 거래자가 됨

#### 다. Credit Suisse First Boston의 탄생

- 1988년에 Credit Suisse가 First Boston Corporation의 지분 44%를 취득하여 회사 이름을 Credit Suisse First Boston으로 변경함
  - 투자은행 지주회사인 Credit Suisse First Boston을 뉴욕에 설립함으로써 유럽시장 중심에서 세계시장을 포괄하는 투자은행으로 성장함
  - Credit Suisse First Boston 산하에 미국, 유럽, 아프리카, 아태지역 담당의 투자은행을 자회사로 두는 조직개편을 단행함
  - 세계 주요시장에 투자은행을 배치함으로써 한 시장의 부진이 다른 시장에서 상쇄되어 투자은행 부문 전체적으로 흑자를 유지할 수 있도록 위험을 분산시킴
  - 각 지역 시장을 담당하고 있는 투자은행은 Credit Suisse First Boston을 거점으로 실시간으로 각 지역 정보를 교환함으로써 신속한 의사결정 메커니즘을 구축함

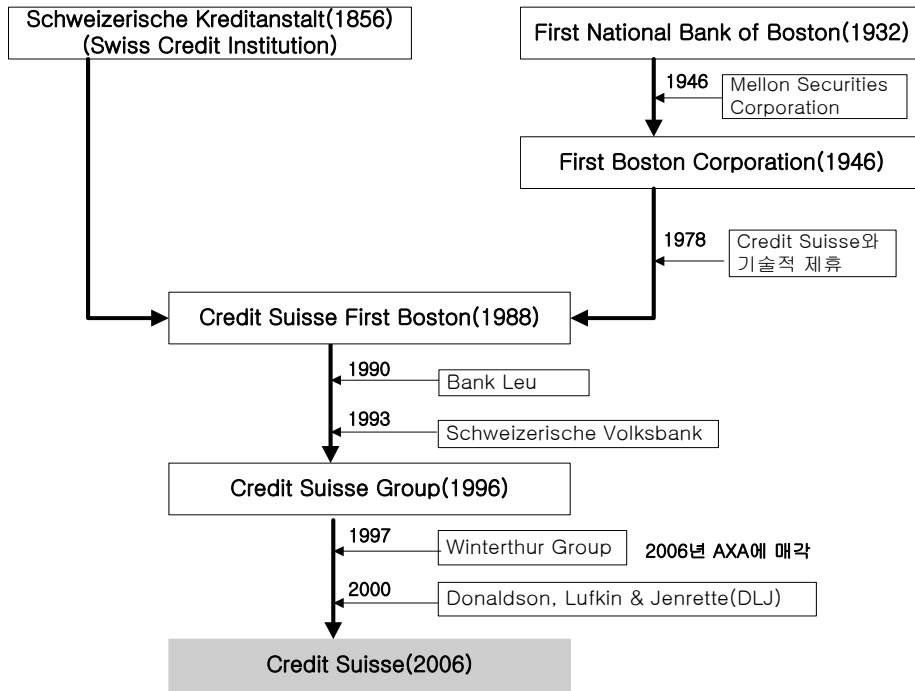
#### 라. Credit Suisse의 주요 M&A 사례

- 투자은행 부문 이외에도 1990년 Bank Leu, 1993년 Swiss Volksbank를 인수해 은행부문을 강화하였고 보험사인 Winterthur Group과 전략적 제휴를 통해 유니버설 뱅크(Universal Bank)로서의 기반을 구축함
- 1996년 Credit Suisse Holdings는 Credit Suisse Group으로 되고 투자은행 사업부문의 이름을 Credit Suisse First Boston이라고 함



- 1997년 스위스 대형 보험사 Winterthur Group을 인수함
  - Winterthur 인수로 은행, 증권 업무와 더불어 보험 업무에 진출하게 되면서 전 세계적으로 방카슈랑스 부문에서 선도적인 위치를 점유함
  
- 2000년 투자은행 부문 역량을 강화하기 위해 고수의 채권 인수에 강점을 지닌 미국 투자은행 DLJ(Donaldson, Lufkin & Jenrette)를 130억 달러에 인수함
  - Credit Suisse Group은 미국 자회사인 Credit Suisse First Boston LLC를 DLJ의 자회사로 두고 DLJ의 명칭을 Credit Suisse First Boston(USA), Inc.로 개명함
  
- 2004년에 Credit Suisse Group은 조직을 3개의 사업 단위로 나눔
  - 소매영업 부문은 Credit Suisse, 보험 부문은 Winterthur, 투자은행 부문은 Credit Suisse First Boston으로 분리함
  
- 2006년 Credit Suisse라는 단일 은행 브랜드의 투자은행 지주회사로 재탄생함
  - 2006년 Winterthur를 AXA에게 매각하고, Credit Suisse와 Credit Suisse First Boston을 하나의 은행 사업부로 합침

<그림 III-3> Credit Suisse의 M&A 전개 과정



## 4. Deutsche Bank

### 가. 역사와 성장과정

- Deutsche Bank는 1870년 독일 베를린에서 설립되었으며 독일산업의 국제화와 독일과 유럽 간 무역증대에 기여해 오며 세계적인 투자은행으로 발전함
  - Deutsche Bank는 지주회사 및 자회사를 통해 모든 금융부문에서 사업을 영위하는 대표적인 유니버설 뱅크임
- Deutsche Bank는 1872년 상하이, 1873년 런던으로 진출하였고, 초기단계에 Deutsche Bank는 남북미, 아시아, 터키 지역에 투자를 함
- 1929년 독일은행인 Disconto-Gesellschaft를 인수하여 사명을 Deutsche Bank und Disconto-Gesellschaft로 변경했으며 이 합병은 독일 은행 역사상 가장 큰 규모의 합병으로 기록됨
  - 1937년 회사 이름을 다시 Deutsche Bank로 변경함
- 2차 세계대전 독일의 패배로 1948년 Deutsche Bank는 10개 지방은행으로 쪼개졌지만 1952년 10개의 은행은 Norddeutsche Bank AG, Rheinisch - Westfälische Bank AG, Süddeutsche Bank AG 3개의 큰 은행으로 통합됨
- 1957년 3개의 은행이 통합되어 Deutsche Bank AG가 탄생함

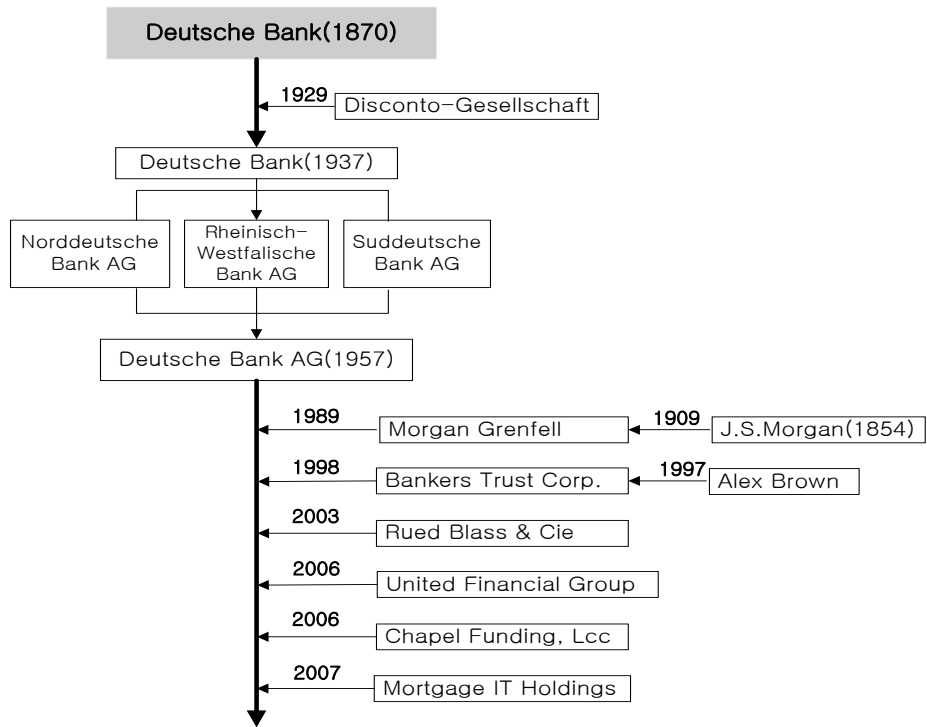
#### 44 증권회사의 M&A 사례 및 전략

- 1959년에 Deutsche Bank는 소매 영업을 시작했으며 1970년부터 10년에 걸쳐서 세계화 전략의 일환으로 모스크바, 런던, 파리, 도쿄, 뉴욕에 지점을 개설함

#### 나. 주요 M&A 사례

- Deutsche Bank는 1989년 영국의 머천트 뱅크인 Morgan Grenfell을 인수하여 투자은행 업무에 진출하였고, 자본시장의 중요 거점인 런던으로 사업을 확장함
- 1998년 12월 미국의 상업은행인 Bankers Trust Corp.을 인수함
- 2003년 스위스 은행인 Rued Blass & Cie를 인수하고 2006년에는 러시아 투자은행인 United Financial Group (UFG)를 인수함
- 모기지 부문을 강화하기 위하여 모기지 업체를 인수함
  - 2006년에 캘리포니아 지역의 모기지 선두주자인 Chapel Funding, LCC를 인수하고 사명을 DB home lending으로 바꿔서 RMBS(Residential Mortgage Backed Securities)를 전담하는 조직으로 만들었고, 2007년에 모기지 부문의 RMBS 업무 강화를 위해서 Mortgage IT Holdings를 인수함

<그림 III-4> Deutsche Bank의 M&A 전개 과정



## 5. UBS

### 가. UBS의 역사와 성장과정

- 1863년 창립된 Toggenburger Bank와 1862년 창립된 Bank in Winterthur의 합병에 의해 1912년 탄생한 UBS(Union Bank of Switzerland)는 SBC(Swiss Bank Corporation)와 마찬가지로 스위스 국내에서는 상업은행 업무를 제공하고 외국시장에서는 주로 기업고객 대상으로 투자은행 업무를 제공함
  - 스위스 내 수많은 은행들을 합병하여 1962년경에는 스위스 최고의 상업은행으로 자리 잡게 됨
  
- UBS는 1990년 이후 스위스 국내 상업은행 업무의 수익성이 저하됨에 따라 새로운 수익원으로 투자은행 업무와 자산관리 업무에 주력하였고, 동 부문의 역량 강화를 위해 타 금융기관을 지속적으로 인수·합병하였음

### 나. SBC의 역사와 성장과정

- 1872년 Basler Bankverein으로 스위스 Basel에 설립된 SBC(Swiss Bank Corporation)는 스위스 국내에서는 상업은행 업무를 제공하고, 외국시장에서는 주로 기업고객 대상으로 투자은행업무를 제공함
  - 1898년 런던에 최초의 해외지점을 설립한 이후 끊임없이 해외로의 진출을 모색함

- SBC는 투자은행 부문 강화를 위해 1992년 O'Connor, 1995년 S.G. Warburg, 1997년 Dillon Read를 인수하였음
  - 1992년 O'Connor를 인수하여 위험관리 기술과 파생상품설계 능력을 강화함
    - 시카고에 기반을 둔 O'Connor는 1977년에 설립된 이후 급속한 확장을 거듭했으며 1986년에는 미국 주요 도시들과 런던에 지점을 개설함
  - O'Connor는 1980년대에 증권, 선물 및 옵션거래에 정교한 리스크 관리 기술과 계량기법을 적용하여 이 분야의 개척자로 부상함
    - 1988년에 SBC는 O'Connor와 전략적 제휴를 맺고 1992년에 회사를 인수함
  - SBC는 O'Connor의 인수로 파생상품과 리스크 관리 자문 사업의 선두주자로 나설 수 있었고 현대적인 투자은행의 기반을 구축하고 능력과 성과 위주의 개방적인 문화를 정착시킬 수 있었음
  - 1995년 S.G. Warburg를 인수하여 주식인수 부문을 강화함
    - S.G. Warburg는 런던의 빅뱅 이후에 영국의 머천트뱅크인 Akroyd & Smithers와 Rowe & Pitman, Mullens를 인수하면서 사업을 확장하기 시작함
    - S.G. Warburg는 1980년대 중반에 세계 최대의 투자은행 겸 자산운용회사가 되는 것을 목표로 하는 국제적인 전략을 세워 1990년대 초부터 미국 진출을 추진함
    - 1994년 Morgan Stanley와 합병이 결렬되었지만 S.G. Warburg는 대형 금융기관과 합병해야한다는 생각을 포기하지 않았고 1995년 SBC의 합병 제의를 받아들임

- 1997년 Dillon Read를 인수하여 M&A 중개 부문역량을 강화함
  - Dillon Read는 건실한 평판과 고객 리스트를 보유하고 있었음
  - 미국의 대형회사들이 유럽의 주식시장과 인수합병 자문시장에 상당히 진출하여 대형 주식 발행의 주관사 역할을 맡았고, 독점 증권 인수회사로 활동하기도 함
  - SBC는 유럽 시장을 미국의 경쟁사들로부터 방어하기 위하여 Dillon Read를 인수하였고, 이 회사의 잘 알려진 브랜드로 유럽 투자금융 고객에 대한 위상을 강화함

#### 다. UBS의 탄생

- SBC와 UBS는 1990년대 초에 스위스 국경을 넘어 전 세계의 주요 금융시장에 진출하기로 결심하였고 해외시장에서 성장을 추진하는 방안을 모색함
  - 1980년대 중반까지만 해도 UBS의 전신인 두 스위스 은행은 국제시장에서 두드러진 활동을 하지 못했지만, 스위스에서는 Credit Suisse와 함께 국내 시장을 석권하고 있었음
  - 그러나 스위스의 금융부문은 1980년대 말에 침체기를 맞았고 스위스는 중앙은행이 부동산 거품을 제거한 후부터 1997년까지 불황에 시달렸음
  - 스위스의 기업 및 소비자 금융시장에서 연체율이 급격히 상승하여 은행의 수익이 감소했고 1990년 이후에 스위스가 금융부문에 대한 규제를 완화하자, 은행들은 사업 전략을 수정하지 않을 수 없게 됨



○ 1998년 6월 UBS와 SBC가 합병함

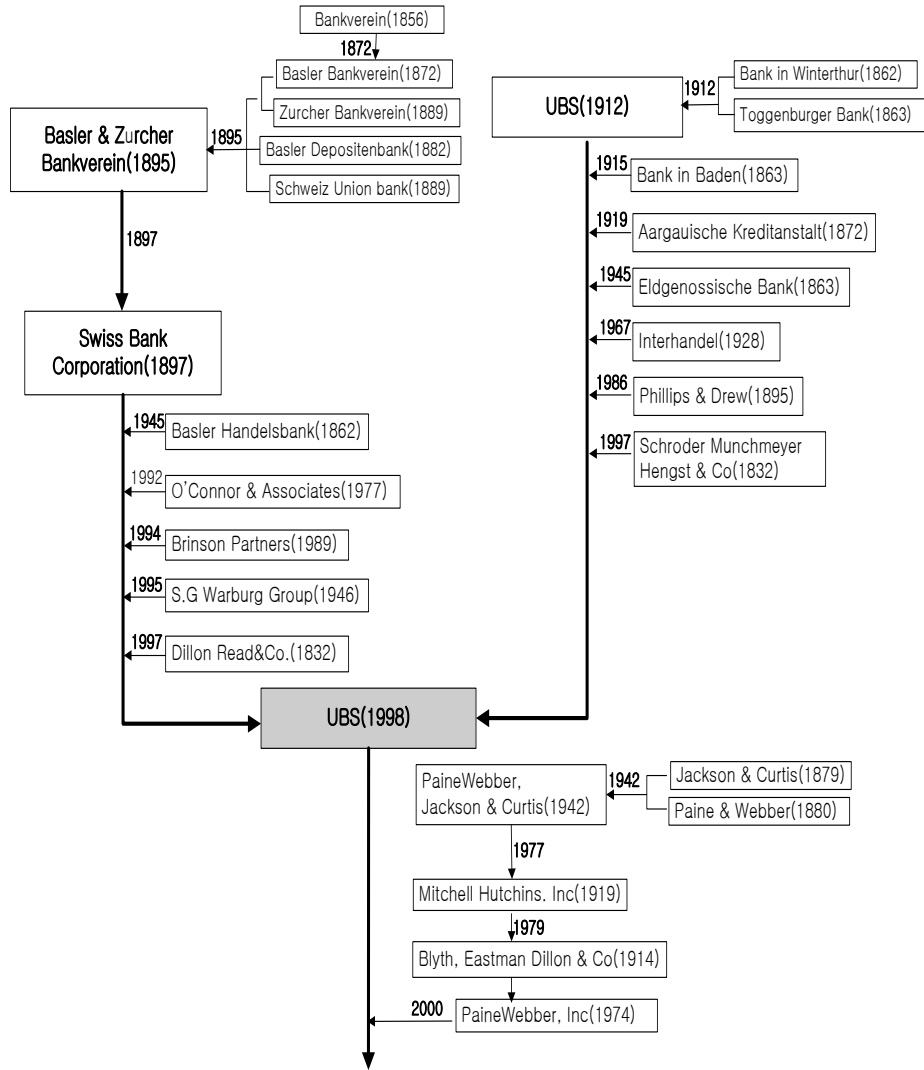
- UBS는 SBC의 투자은행 부문과 UBS의 자산운용 부문을 양측으로 하는 유럽 최대의 금융기관으로 자리매김하게 됨
- 합병의 목적은 새 은행의 핵심사업 활동(투자금융, 기관자산운용, Private Banking, 주식사모)을 위한 규모의 경제를 제공하고 글로벌 투자은행으로서 도약하기 위한 것임

**라. UBS의 주요 M&A 사례**

○ UBS는 2000년 자산운용부문 강화를 위해 미국의 PaineWebber사를 인수함

- SBC와 UBS 사이의 합병이 완료된 후 미국 진출의 발판을 마련하기 위해 미국에서 4번째로 큰 증권 중개회사인 PaineWebber를 인수함
- PaineWebber는 미국에서 투자금융과 개인자산운용사업에 강점을 지니고 있었으며 1994년 Kidder Peabody의 일부 사업단위(브로커리지)를 매입했고, 2000년 4월에는 J.C. Breadford & Co를 인수하여 900명의 브로커와 460억 달러의 고객 자산이 추가됨

<그림 III-5> UBS의 M&A 전개 과정



## 6. Goldman Sachs

### 가. 역사와 성장과정

- 1869년 독일계 유대인인 Marcus Goldman이 어음중개회사를 차리면서 시작되었고, 1906년 인수업무를 담당하게 되면서 투자은행으로 발전함
  
- 1906년 Sears Roebuck Company의 IPO를 Lehman Brothers와 공동으로 주관하면서 당시로는 전혀 생소한 기업가치 평가 방법을 고안하여 성공적인 기반을 구축함
  - 기업의 가치를 자산이 아닌 현금흐름과 수익력을 기초로 평가하는 현대적인 기업가치 평가 기법을 사용함
  
- 1930년 Sidney Weinberg가 CEO가 된 이후 그동안 주력했던 트레이딩 사업에서 투자은행 업무에 주력함
  - 1956년 당시 가장 큰 주식공모였던 Ford Motors Company의 IPO 주관 업무를 담당함
  
- 1969년 CEO로 선출된 Gus Levy는 이전 시대와는 달리 좀 더 적극적이고 창의적인 형태로 회사를 이끌어 나가 많은 성장을 이룩함
  - 업계 최초로 대량매매 개념을 도입함
    - 2차 세계대전 이후 기업연금의 도입으로 미국 주식시장에서 기관투자자의 비중이 급격히 증가하고, 이에 따라 거래규모도 커지면서 기관투자자들이 원하는 물량을 소화할 수 없게 되자, 새로운 방식의 거래로서 대량매매 개념을 도입함

- 1999년 5월 7일 130년 동안 유지한 파트너십 체제를 깨고 주식회사로 전환한 후 기업을 공개함
  - Goldman Sachs의 기업공개는 자본의 확충, 위험에 대한 파트너들의 무한책임 면제와 같은 문제로 1960년대 이후 꾸준히 논의되어 왔음
    - 1970년의 Penn Central Railroad 도산 시 파트너십 자산을 초과하는 액수의 소송에 시달린 일이 있어서 파트너십 체제 유지에 대한 반대 여론이 형성됨

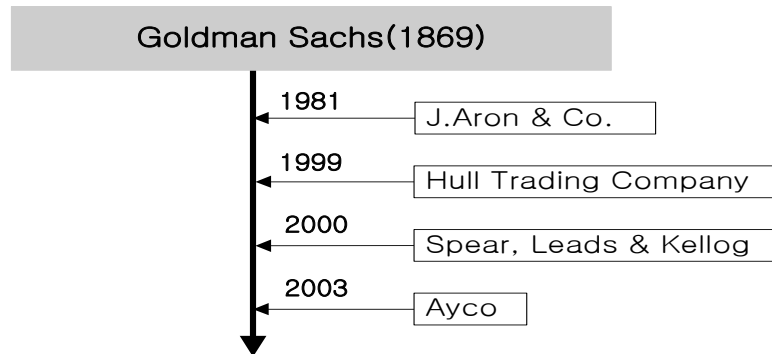
#### 나. 주요 M&A 사례

- 1981년 상품 현물거래기업으로서 커피와 금시장에서 영향력이 큰 J. Aron & Co를 인수하여 상품 현물거래 사업영역을 확장함
- 1999년 Goldman Sachs는 세계적 premier market-making 회사의 하나인 Hull Trading Company를 5억 3천만 달러에 인수함
- 2000년 NYSE에 상장된 Spear, Leeds & Kellogg를 630억 달러에 인수하면서 미국 시장 내에서의 주식과 옵션의 시장조성 및 결제 부분의 역량을 강화함
- 2003년 Ayco사의 인수를 통해 보다 고차원의 자문 서비스를 제공할 수 있게 됨
  - Ayco사는 수수료 베이스로 재정 계획 및 자문서비스를 제공하는 회사로 Goldman Sachs는 이를 통해 Private Wealth Management 부분의 역량을 강화함

### 다. 은행지주회사로 전환

- 2008년 9월 21일 Goldman Sachs는 은행지주회사로 전환됨
  - 미국 FRB가 Goldman Sachs가 제출한 은행지주회사로의 기업구조 변경 신청을 승인함
    - 이번 조치로 은행을 새로 설립하거나 기존 은행을 인수할 수 있게 됐으며 FRB로부터 보다 쉽게 유동성을 지원받을 수 있게 됨
    - 반면, FRB의 엄격한 감독과 규제를 받아야함

<그림 III-6> Goldman Sachs의 M&A 전개과정



## 7. Merrill Lynch

### 가. 역사와 성장과정

- Merrill Lynch는 1914년에 Charles E. Merrill이 뉴욕에 Charles E. Merrill & Co라는 이름으로 회사를 설립
  - 1914년 5월 Edmund C. Lynch와 동업을하기로 하고 1915년 회사 이름을 Merrill, Lynch & Co로 변경함
  
- 1930년 투자은행 업무에 주력하기 위해 소매 브로커리지 사업을 E. A. Pierce에 이관하고 1938년 Cassatt & Co를 인수한 후 회사명을 Merrill Lynch로 변경함
  - 1940년 E. A. Pierce와 Cassatt & Co 두 회사와 합병하여 소매 브로커리지 영업을 재개함
  - 1941년 Merrill Lynch, E. A. Pierce & Cassatt는 뉴올리언즈를 기반으로 하는 증권회사인 Fenner & Beane와 합병함
    - 이 합병으로 Merrill Lynch는 당시 세계 최대 규모의 증권회사가 되어 미국 내 93개 도시에 지점을 가지고 28개 거래소의 회원이 됨
  
- 1956년 6억 달러에 이르는 Ford Motor Company의 IPO를 위한 7개의 주관회사 중 한 회사로 선정되었고, 1958년 NYSE의 회원이 됨
  - 이후 강력한 소매영업망을 기반으로 증권인수 부문에서도 주요 투자은행으로 부상하기 시작함

- 1971년 기업공개를 실시하고 1973년 업계 최초로 금융지주회사 체제로 전환함
  - Merrill Lynch & Co., Inc가 모회사가 되고 Merrill Lynch, Pierce, Fenner & Beane이 자회사가 됨
  - 1976년 Merrill Lynch Asset Management(MLAM)가 Merrill Lynch의 자회사로 신설됨
  - 1977년 증권계좌, 일반계좌, 직불/신용카드계좌를 통합 관리하는 CMA(Cash Management Account)를 도입함
    - CMA는 은행 예금보다 높은 수익률을 제시함으로써 많은 시중의 자금을 유치함으로써 Merrill Lynch의 성장 원동력이 됨

#### 나. 주요 M&A 사례

- 1964년 C. J. Devine을 인수하면서 채권 달러 사업을 개시함
  - 1억 달러에 이르는 COMSAT(Communications Satellite Corporation) IPO에서 11개 주관회사 중 하나로 참여함
- 1978년 투자은행 부문 강화를 위하여 White, Weld & Co., Inc를 인수
- 1993년 미국계 증권회사로서 중국에서 최초로 인가받았고, 1995년 Smith New Court를 인수함으로써 리서치와 자기매매 부문에서 세계 최대 규모의 증권회사로 발전함

- 1996~1998년 사이에 호주 McIntosh와 Centaurus, 태국 Phatra Thanakit, 스페인 FC Inversiones Bursatiles, 캐나다 Midland Walwyn, 영국 Mercury Asset Management를 인수함
  - 1997년에 국제적 자산관리회사인 영국의 Mercury Asset Management를 530만 달러에 인수하여 자산관리 영업 기반을 마련함
- 2000년 Nasdaq 시장의 주요 시장 조성자인 Herzog Heine Geduld를 9억 1,400만 달러에 인수함
- 2006년 영국의 투자자문회사인 BlackRock, Inc를 인수하면서 주식 49%를 보유하였고, 회사 이름은 Merrill Lynch Investment Managers(MLIM)로 함
- 2006년 9월 10억 3천만 달러에 비프라임 모기지론 영업에 주력하는 First Franklin을 인수하고 2007년 1월 10억 8천만 달러에 Private Banking 강화를 위하여 미국 내 부유층 고객 대상 PB업무에 주력하는 First Republic Bank를 인수함

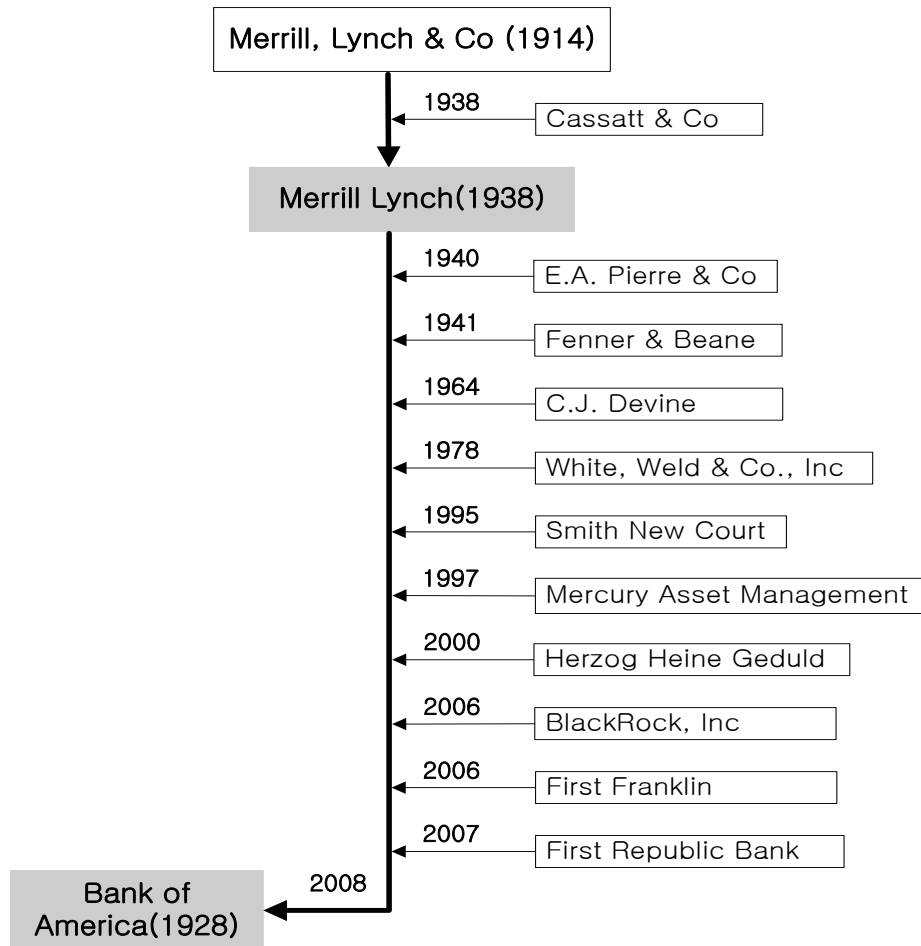
#### 다. Merrill Lynch 매각

- 2007년 10월 24일 Merrill Lynch는 4분기에 서브프라임 모기지 시장에서 84억 달러의 손실이 발생했다고 발표함
  - Merrill Lynch 역사상 가장 큰 규모의 손실



- 2008년 9월 14일 세계 제3위의 투자은행인 Merrill Lynch가 Bank of America(BOA)에 매각됨
- Merrill Lynch는 주당 29\$씩 500억 달러에 매각됨
  - BOA의 주식 1주당 Merrill Lynch의 주식교환비율은 0.8595로 함

<그림 III-7> Merrill Lynch의 M&A 전개과정



## 8. Morgan Stanley

### 가. 역사와 성장과정

- 1935년 J.P. Morgan에서 분리되어 투자은행으로 창립함<sup>6)</sup>
  - 1938년 United States Steel Corporation의 3억 달러 규모의 회사 채 발행 업무를 주관함
  - 1939년에 미국 철도 자금의 신디케이트 업무를 맡으면서 두각 보임
    - 1942년 NYSE의 회원이 됨
  
- 1971년에 주식판매와 거래를 시작했고 M&A 부문을 설립함
  - 1977년 Shuman, Agnew & Co와 합병하면서 소매 브로커리지 영역으로 사업 확장함
    - 1980년에 1964년 이후 가장 큰 주식공모였던 Apple사의 IPO 주관사를 맡음
  
- Morgan Stanley는 1997년 Dean Witter와의 합병으로 현재와 같은 종합금융회사로 변모함
  
- Morgan Stanley의 투자은행 사업부문 가운데 M&A 부문은 Morgan Stanley의 투자은행 발전과정에서 핵심적인 역할을 수행함

---

6) J.P. Morgan은 1933년 제정된 Glass-Steagall Act에 의해 자사의 투자은행 부문을 분리·독립시켰음

- 1972년 Morgan Stanley는 Goldman Sachs와 마찬가지로 다양화되는 시장상황에 맞추어 CP, MBS, 지방채 등 전담부서와 M&A 및 LBO 전담부서를 창설함
- 그 중 M&A와 LBO 부서는 큰 성공을 이루었으며, 1980년대 후반 이후 동 부서의 이익이 기업 전체 이익 중 50~80%를 차지함
- Goldman Sachs와 마찬가지로 유럽의 M&A 및 기업구조조정 부문으로 큰 이익을 향유함

#### 나. 주요 M&A 사례

- 1996년 Van Kampen American Capital Mutual Fund를 인수함
  
- 1997년 Morgan Stanley와 Dean Witter, Discover 합병
  - 도매영업 중심의 투자은행인 Morgan Stanley는 소매영업 사업부문을 강화하기 위해서 개인투자자를 대상으로 한 소매 브로커리지 회사인 Dean Witter, Discover를 합병함
  - 회사명은 합병 직후에는 Morgan Stanley Dean Witter Discover & Co, 1998~2001년에는 Morgan Stanley Dean Witter & Co, 2002년부터는 Morgan Stanley를 사용함
  - 합병 이전에 Morgan Stanley는 월스트리트의 삼두마차인 MGM(Morgan Stanley, Goldman Sachs, Merrill Lynch)으로 불리며 투자은행 중 선두권에 위치함
    - 당시 급속한 성장이 예상되던 소매금융 시장에 진출하여 사업다각화를 이루고자 소매금융회사인 Dean Witter와 합병함

- 합병 후에 사모펀드와 같이 리스크가 수반되는 투자은행 업무에는 적극적으로 참여하지 않는 반면 리스크가 적고 비교적 안정적인 소매금융 분야에 집중함으로써, 당시 사모펀드 투자 등에 적극적이었던 Goldman Sachs와 같은 경쟁자에게 점차 뒤처짐

○ 1999년 이후, Morgan Stanley는 전 세계적으로 사업을 확장함

- 1999년 스페인 최대 금융서비스사인 AB Asesores를 인수, 같은 해 National Bank of Kuwait를 인수함

#### 다. 은행지주회사로 전환

○ 2007년 12월 18일 Morgan Stanley는 4분기에 36억 달러의 손실이 발생했다고 발표함

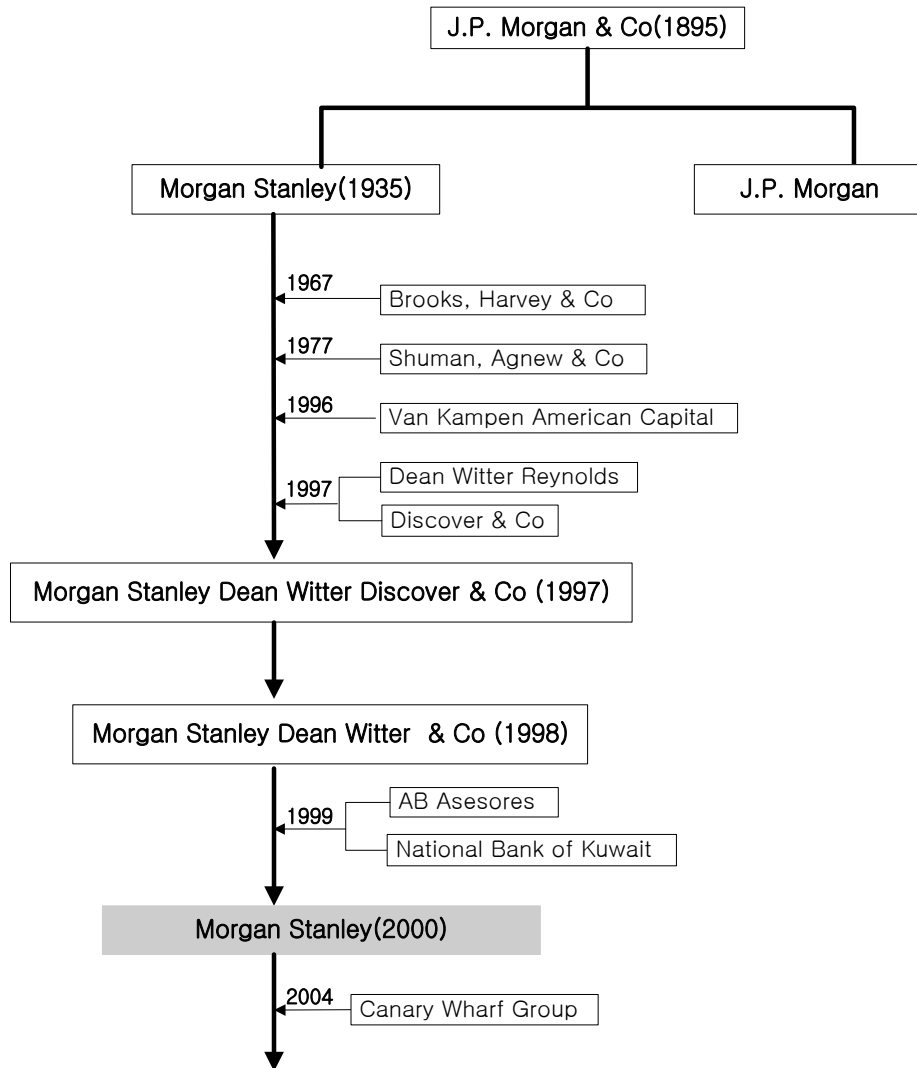
- Morgan Stanley 역사상 첫 손실이었고, 서브프라임 모기지와의 관련하여 추가적으로 57억 달러를 상각함

○ 2008년 9월 21일 Morgan Stanley는 은행지주회사로 전환함

- 미국 FRB가 Morgan Stanley가 제출한 은행지주회사로의 기업구조 변경 신청을 승인함
  - 이번 조치로 은행을 새로 설립하거나 기존 은행을 인수할 수 있게 됐으며 FRB로부터 보다 쉽게 유동성을 지원받을 수 있게 됨
  - 반면, FRB의 엄격한 감독과 규제를 받아야함

- 일본 미쓰비시UFJ 파이낸셜 그룹은 2008년 10월 13일 Morgan Stanley에 총액 90억 달러의 출자를 시행함
  - 동년 9월 22일에 합의했던 30억달러 규모의 보통주, 60억달러 규모의 우선주를 인수하기로 했던 출자방식을 변경해 전량을 우선주만으로 인수함
  - 재협상을 통해 미쓰비시UFJ는 원안보다 훨씬 유리한 조건으로 Morgan Stanley를 인수함
    - 우선주 인수내역은 전환형 우선주가 78억 달러, 상환형 우선주가 12억 달러이며, 연 10% 배당임
    - 우선주의 보통주 전환가격도 주당 31.25달러에서 25.25달러로 낮아짐

<그림 III-8> Morgan Stanley의 M&A 전개과정



## IV. 선진 증권회사 M&A의 주요 사례 분석

---

1. M&A를 통한 내부역량 보완 사례
2. 전문인력 유지 및 조직통합에 실패한 사례
3. 재무적으로 실패한 사례
4. 제조업체의 증권회사 M&A 사례
5. 제도적 변화에 대응한 사례
6. 사업부문을 분리한 사례
7. 사례의 평가 및 교훈





## IV. 선진 증권회사 M&A의 주요 사례 분석

### 1. M&A를 통한 내부역량 보완 사례

#### 가. CSFB<sup>7)</sup>의 DLJ 인수

- DLJ는 1959년 설립되어 증권의 인수 및 판매, 트레이딩 등의 업무에 주력함
  - 1960년대 중반 연기금 수십억 달러를 운용하는 증권회사로 성장
  - 고수익채권 및 미국 국공채 인수에 강점을 지님
  
- 2000년 CSFB가 DLJ를 대주주인 AXA Financial로부터 인수함
  - CSFB는 스위스의 Credit Suisse가 투자은행의 면모를 강화하기 위하여 1988년에 미국 투자은행인 First Boston을 인수한 이후 개명된 회사명임
  - CSFB는 DLJ를 인수함으로써 투자은행 업무 역량을 더욱 강화함
    - CSFB는 인수 후 프라이빗 에쿼티(private equity) 운영에서 브랜드 인지도가 높은 DLJ의 브랜드를 계속 사용함

---

7) Credit Suisse First Boston, 2006년 이후 사명은 Credit Suisse임

## 나. Burnham의 Drexel 인수

- 1935년에 설립한 Burnham은 당시 성공한 소매 브로커리지 회사로서 투자은행 업무로 사업 영역을 확장하고자 함
  - 당시 몇몇 대형회사들이 투자은행 업무를 주도하고 있어서 사업 영역을 확장하기 위해 Burnham은 대형사와의 업무제휴를 추진함
  - Drexel은 1970년대 초까지 대형 투자은행으로 인식되고 있었지만 1973년 주식시장 폭락으로 경영상 어려움을 겪고 있었음
  
- 합병 후 Burnham은 Drexel의 대형사 인지도를 이용해 단기간 내에 투자은행 진출에 성공함
  - 브랜드 인지도가 높은 Drexel의 이름을 계속해서 사용함
  
- 이 회사는 이후 DBL(Drexel Burnham Lambert)이 되어 1980년대에 정크본드 시장을 주도하는 등 성공적인 투자은행으로 성장하였으나 내부거래 스캔들로 1990년 파산보호를 신청함
  - DBL은 1980년대 중반 이후 LBO 자금조달을 위해 정크본드 시장을 선구적으로 개척함

## 다. Jefferies의 M&A 자문사 인수

- Jefferies는 1962년 소형 주식 매매 중개회사로 설립됨
  - 당시 선구적으로 차등화된 수수료율을 고객에게 제시함으로써 빠른 외형 성장을 달성함
  - 1990년대 특정 산업에 특화된 투자은행 업무 도입으로 종합 증권 회사로 성장함
    - 1990년대 초반 증권 매매 이외에 기업금융, 자문 등 투자은행 서비스와 고수익 채권 거래의 영업을 개시함
  
- 본격적 투자은행 업무를 위해 서로 다른 산업 부문에 특화된 투자은행 부띠끄(IB boutique)를 인수함
  - 2003년 기술 산업 분야 M&A 자문사인 Broadview를 인수, 2005년 에너지산업 분야 M&A 자문사인 Randall & Dewey를 인수하여 경쟁력을 강화함
    - Jefferies는 Investment Dealers Digest로부터 성장형 중소기업들을 대상으로 투자은행, 리서치, 매매 등의 서비스를 제공하는 "Middle Market IB of 2005"로서 평가받음

## 2. 전문 인력 유지 및 조직통합에 실패한 사례

### 가. Bankers Trust의 Alex Brown 인수

- 1997년 4월 Bankers Trust가 Alex Brown을 인수함
  - 당시 Bankers Trust는 차입금융(leveraged financing)과 벤처 또는 구조조정을 위한 고수익 채권 분야에서 강점을 지녔으나 주식 부문의 전문성은 취약했음
  - Alex Brown은 기술, 건강, 운송, 방송 분야의 기업 자금조달 및 자문업무 등 주식 발행시장에 특화함
    - 양사는 M&A를 통해 고객 요구에 맞는 종합적 상품을 제공하는 시너지를 추구함
  - 인수방식은 Alex Brown의 보통주 1주당 Bankers Trust의 주식 0.83주로 배정됨
  
- 하지만, 이후 Alex Brown의 핵심인력이 이탈함
  - 1998년 12월 Bankers Trust는 Deutsche Bank에게 인수됨

### 나. Morgan Stanley의 Dean Witter 합병

- 1997년 2월 Morgan Stanley가 Dean Witter를 합병함
  - Morgan Stanley는 투자은행업과 자산운용업에 강점을 지닌 도매 영업 중심의 투자은행임
  - Dean Witter는 개인투자자를 대상으로 하는 소매 브로커리지 업체임
    - 소매금융에 강점을 가진 Dean Witter와 합병하여 초대형 종합 금융회사로 자리매김함
  
- 그러나 기대했던 수준의 시너지 효과를 창출하지 못함
  - Morgan Stanley의 기관투자자 지향 상품과 Dean Witter의 소매고객 수요 간 부조화로 조직 통합에 문제가 발생함
  - 2005년 7월 대규모 감원 및 구조조정을 실시함
  - 2007년 합병 후 수익을 내지 못했던 Discover Card 부문을 분사시킴

### 3. 재무적으로 실패한 사례

#### ○ BZW(Barclays, de Zoete, Wedd)의 M&A 사례

- Barclays 은행은 1984년부터 점진적으로 두 회사 지분을 매입해 1986년 BZW를 형성함
  - de Zoete & Bevan은 위탁매매 회사였고 Wedd Durlacher Mordaunt는 자기매매 회사였음
- Barclays는 시너지 효과를 낙관적으로 전망하였으며, 피인수기업들은 끈질긴 협상 전략을 펼침으로써, 결과적으로 상당한 고가를 지불하고 지분을 매입한 결과를 냄
- 종합 증권 업무를 수행하는 영국계 투자은행이 된다는 전략을 성취하였지만, 빅뱅 이후 증권 산업의 환경변화에 적절히 대응하지 못함
  - 이후 발생한 급격한 거래량 증가에 대해 인수한 전문 인력도 경험이 없었으며 전산설비 등 전략적 대비도 없었음
  - 건물이전 및 전산설비 관련 추가비용이 지속적으로 발생하여 심각한 재무적 손실을 초래함
  - 1997년 주식 및 자문업 부문을 CSFB에게 매각함
- 결과적으로 이 사례는 전략적 측면에 취약하여 재무적 측면을 간과함으로써 실패한 M&A 사례로 평가할 수 있음

#### 4. 제조업체의 증권회사 M&A 사례

- 미국의 경우 제조업체가 증권회사를 인수·합병한 사례는 많지 않으며, 다음의 두 사례는 제조업체가 증권회사의 특성을 적절히 고려하지 못한 채 증권업에 진출하여 실패한 사례임
  
- 1986년 GE는 Kidder Peabody를 인수하면서 증권업에 진출함
  - 이후 단기간에 시장지위를 확보하려는 무리한 전략을 구사함
  - Kidder Peabody의 부정거래로 GE 이미지가 실추되고 대규모 손실이 발생하는 등의 사유로 1994년 PaineWebber에게 재매각함
  
- 1981년 소매업체인 Sears Roebuck은 Dean Witter를 인수함
  - 소매채널을 이용한 금융서비스를 제공한다는 전략(to combine the sale of socks and stocks) 아래 Dean Witter를 6억 6,100만 달러에 인수함
  - 통합 과정에서 운영 프로세스를 구축하는데 실패함
  - 1997년 Morgan Stanley에게 재매각함
  
- 제조업체가 명확한 비전과 차별화된 사업모델 없이 금융업에 진출하는 M&A는 성공가능성이 낮은 것으로 판단됨
  - 참고로 한국의 경우 외환위기 당시 제조업체별 증권회사들이 계열기업에 대한 지급보증의 피해로 인해 시장에서 퇴출된 경우가 다수 존재함

## 5. 제도적 변화에 대응한 사례

### ○ 1998년 4월 Citicorp과 Travelers Group이 합병함

- Citicorp은 90개국을 넘는 해외점포로 이머징마켓 및 개인고객 대상 업무에 강점을 지닌 금융기관임
- Travelers Group은 보험 중심 금융그룹으로 투자은행인 Salomon Smith Barney를 보유함
  - Citicorp과의 합병 이전에 소매금융 중심의 Smith Barney와 채권, 자기매매 중심의 Salomon을 인수함
- Citicorp과 Travelers Group의 합병 후 2000년 3월에 Citigroup 지주회사가 탄생함

### ○ Citicorp과 Travelers Group의 합병은 제도적 변화에 선제적으로 대응하여 복합금융그룹의 시너지를 창출함<sup>8)</sup>

- 상업은행, 투자은행, 보험의 겸업을 허용하는 1999년 Gramm-Leach-Bliley 법을 고려한 합병임
- 이 합병으로 자기자본, 총자산, 당기순이익, 시가총액 등에서 세계 최대의 금융회사로 부상함
- 은행, 증권, 보험 등 모든 금융 업무를 영위하면서 고객에게 종합 서비스를 제공함

---

8) 이후 보험 분야는 분사(spin-off) 시킴



## 6. 사업부문을 분리한 사례

### 가. Citigroup과 Legg Mason의 자산교환<sup>9)</sup>

- 2005년 11월 Citigroup의 자산운용부문과 Legg Mason의 브로커리지 부문의 자산교환(asset swap)이 성사됨
  - Citigroup은 자산운용부문을 매각하는 대신 Legg Mason으로부터 소매 및 증권부문을 인수하여 투자상품 판매부문을 강화함
    - Citigroup은 이 거래에서 15억 달러 상당의 Legg Mason 주식을 취득하며, 아울러 Legg Mason 투자 상품을 Citigroup의 다양한 판매채널을 통해 판매할 수 있도록 3년간의 업무제휴를 체결함
  
- Citigroup은 수익기여도가 낮은 자산운용부문을 매각하여 보다 부가가치가 높은 사업부문에 경영자원을 집중한다는 전략임
  - Legg Mason과의 판매제휴에 의하여 Citigroup이 취급하는 상품군의 운용 성적은 크게 개선될 것으로 기대됨
    - Legg Mason의 투자 상품군은 당시 과거 10년간 시장의 벤치마크를 상회하는 실적을 올리고 있는 상품이 전체의 95%를 차지하고 있을 정도로 뛰어나다는 평가를 받음

---

9) 한국금융연구원, 2005, 『국제금융 이슈』 14-37호 참고

## 나. Merrill Lynch의 자산운용부문 매각<sup>10)</sup>

- 2006년 2월 Merrill Lynch는 자사의 자산운용부문(MLIM)을 BlackRock에게 매각하고 그 대가로 BlackRock의 지분을 획득함
  - 당시 최근 5년간 BlackRock은 운용자산이 배가되는 등 성장세를 지속해 왔으며, 특히 채권운용부문의 높은 전문성 등을 토대로 자산운용회사로서의 명성을 구축함
    - MLIM의 인수를 계기로 BlackRock은 1조 달러 상당의 자산을 보유하여 세계적인 자산운용회사로 도약할 수 있는 발판을 마련함
- MLIM의 개인 대상 뮤추얼펀드 운용에 대한 전문성과 BlackRock의 기관투자자 대상의 기금 및 연금부문 운용에 특화된 투자기법과 영업력 등에 대한 노하우가 결합되면서 막대한 시너지 효과가 창출될 것으로 기대됨
  - BlackRock은 이를 통해 주식투자 운용부문의 노하우 습득과 상호보완을 통한 고객확보는 물론 위험관리능력을 크게 제고함
- 이러한 사업부문 분리를 통해 이들 회사는 이해관계 상충 문제를 해소하고 고객 및 시장의 신뢰를 제고함
  - 단, 이해관계 상충을 해소하는 구체적인 방안은 개별 회사의 상황에 맞게 경영 전략적으로 판단되어야 할 문제임
    - 참고로 Societe Generale은 일반 공모펀드는 분리하고 IB 관련 자산운용 부문은 내부 겸영하는 전략을 취함

---

10) 한국금융연구원, 2006, 『국제금융이슈』 15-9호 참고

## 7. 사례의 평가 및 교훈

- M&A의 장점은 시너지를 얻는 것이며, 시너지를 얻기 위해서는 기계적 실천이 아닌 전략적 접근이 필요함
  - M&A가 이루어질 때, 부족한 부분의 역량이 강화되고 사업영역이 확장되는 보완효과(complementary effect)와 함께 기존 사업부문의 중복과 조직간 마찰 등 대체효과(supplementary effect)가 동시에 발생함
    - M&A 대상이 이질적일수록 보완효과가 크고 대체효과가 작아지나, 이질성이 너무 커지면 보완효과와 대체효과의 한계적 효과가 낮아짐에 주의
  - 보완효과를 극대화하고 대체효과를 최소화할 구체적인 M&A 방식이나 조직통합 방안이 필요함
    - 브로커리지 회사인 Burnham과 투자은행인 Drexel이 합병한 경우 조직을 완전히 통합함
    - 상업은행인 Citicorp과 보험사와 투자회사를 포함한 Traveler Group 합병의 경우에는 조직을 분리하여 운영함
  - M&A를 통해 부족한 부분의 역량을 강화하고 사업영역을 확장하는 경우 성공 가능성이 높으나 명확한 비전과 차별화된 사업모델 없이 증권업에 진출하는 경우 시너지 획득이 어려움
    - GE의 Kidder Peabody 인수와 Sears Roebuck의 Dean Witter 인수 사례에서 볼 때, 단기간에 시장지위를 확보하려는 무리한 전략을 구사하거나 다른 업종 회사의 인사관리 및 경영방식을 조화롭게 수용하지 못하는 경우 부정적 결과를 야기함

- M&A 이후 합병된 금융기관의 독립성을 존중하면서 이질적인 조직 문화 및 업무구조를 정교하게 관리할 필요 있음
  - 증권 산업의 특성상 전문인력은 임금격차가 크고 이직율이 높으며 특유한 조직문화를 형성하는 경우가 많음
  - 전문인력을 조직에 통합시켜서 기업고유의 인적자본으로 활용하기 어려움
    - Morgan Stanley와 Dean Witter의 M&A 이후 인력 및 상품의 조화에 실패하여 다시 대대적인 구조조정을 실시함
    - Bankers Trust는 Alex Brown을 인수하면서 핵심인력이 이탈함
  
- M&A를 시도할 때, 전략적 고려뿐만 아니라 재무적 손실을 입지 않도록 주의가 필요함
  - BZW의 경우, 시너지 효과를 낙관적으로 전망하여 증권회사를 고가에 매입하였지만, 빅뱅 이후 증권 산업의 환경 변화에 적절히 대응하지 못하고 재무적으로 큰 손실 남김
  
- 규제변화에 주도적으로 대응한 M&A를 시도하여 미래가치를 창출하는 능력이 필요함
  - 미국의 Glass-Steagall Act의 대폭 개정을 염두에 두고 발생한 Citicorp과 Travelers Group의 합병은 제도적 변화를 선제적으로 대응하여 시너지를 창출함

## V. 국내 증권회사 M&A 현황

---

1. 2000년 이전 주요 M&A 사례
2. 2000년 이후 주요 M&A 사례
3. 사례의 평가: 국내와 해외 사례의 차이점



## V. 국내 증권회사 M&A 현황

- 1968년 12월 증권거래법의 개정으로 증권회사의 설립이 등록제에서 허가제로 전환된 이후 1970년대 중반부터 1980년대까지 증권회사가 신설되지 않다가 1990년대 들어 증권업의 대외개방과 함께 국내증권회사의 신규설립도 허용됨<sup>11)</sup>
  
- 1991년 중 투자금융회사에서 증권업으로 업종을 전환한 회사
  - 동부투자금융→동부증권
  - 한일투자금융→국제증권(현 삼성증권)
  - 고려투자금융→동아증권(→세종증권→현 NH투자증권)
  - 한성투자금융→조흥증권(→KGI증권→현 솔로몬투자증권)
  
- 1997년 말 외환위기 이후 국내 증권 산업은 커다란 변화를 겪음
  - 외환위기 직후 정부 주도의 구조조정으로 고려, 동서, 장은, 한국산업, 동방페레그린, 한남투자신탁증권이 퇴출됨
  
- 2002년 이후 굿모닝신한(신한+굿모닝), 브릿지(일은+리젠트), 동부(동부+갯모어) 등 생존을 위한 증권회사간 자율적 인수합병이 단행됨

---

11) 국찬표·정영식·지홍민, 2007, “국내 증권 산업의 규모 및 범위의 경제에 관한 연구”, 『금융학회지』, 제 12권 제 4호 정리

<표 V-1> 비금융 계열 증권회사 퇴출 사례

증권회사	대주주	주력업종	퇴출 정황
한남투자증권	성암그룹	석유판매업	1998년 거평그룹으로 인수된 뒤 퇴출
동방페레그린증권	신동방	식용유 제조	1998년 성원그룹으로 인수 직후 퇴출
고려증권	고려통상	원양어업	1998년 외환위기사 퇴출
동서증권	극동건설	건설업	1998년 외환위기사 퇴출
쌍용증권	쌍용그룹	제조건설업 등	1999년 외국계에 피인수(굿모닝증권)
LG투자증권	LG그룹	제조업	그룹 경영 부실로 2005년 우리증권에 피인수
현대투자신탁증권	현대그룹	제조업	그룹 경영 부실로 2003년 푸르덴셜증권에 피인수

- 2007년 12월 기준으로 자기자본 1조원 이상인 대형증권회사는 8개사, 자기자본 4,000억원~1조원인 중형증권회사는 11개사이며 자기자본이 4,000억원 미만인 소형증권회사는 16개사임

<표 V-2> 증권회사 분류

분류	회사수	회사명
대형	8	굿모닝신한, 대신, 대우, 삼성, 우리투자, 한국투자, 현대, 미래에셋
중형	11	교보, 서울, 동양증권, 신영, 한화, NH투자, 하나대투, 메리츠, 하나IB, 유화, 동부
소형	16	한양, 부국, 골든브릿지, 신흥, SK, 솔로몬투자, 한누리투자, 씨티글로벌마켓, 푸르덴셜투자, CJ투자, 리딩투자, 비엔지증권중개, 키움, 이트레이드, 코리아RB증권중개, 흥국증권중개
외국계	19	크레디트스위스, 골드만삭스, 다이와SMBC, 메릴린치, 모간스탠리, SG, UBS, 바클레이즈캐피탈, 뉴엣지, JP모간, ABN암로, 도이치증권, KIDB채권중개, 리먼브러더스, HSBC, BNP파리바증권중개, CLSA코리아, 노무라, 맥쿼리

- 주: 1) 자기자본을 기준으로 1조원 이상인 대형증권회사 8개, 4,000억~1조원 미만인 중형증권회사 11개, 4,000억원 미만인 소형증권회사 16개, 외국계는 자기자본기준으로 분류하지 않았음
- 2) 2007년 12월말 기준



- 증권거래법 등 14개 자본시장 관련 법률을 하나로 통합한 「자본시장과 금융투자업에 관한 법률」이 2007년 6월 국회 재정경제위원회를 통과하여 2009년 시행 예정임
  - 자본시장통합법은 은행이나 보험에 비해 상대적으로 경쟁력이 떨어지는 자본시장 관련 금융투자업의 대형화 및 겸업화, 금융혁신을 통해 자본시장을 국제경쟁력이 있는 산업으로 육성하려는 취지임
  - 법 시행에 따라 향후 국내 증권 산업의 대폭적인 변화가 예상되며, 현재 자본시장통합법 시행을 앞두고 금융지주회사로 전환하거나 전환을 준비하는 기업들이 증가하고 있음

<표 V-3> 국내 증권회사 M&A 현황

증권회사	시기	인수 주체	피인수사	비고
대우증권	1983	대우증권	삼보증권	흡수합병
삼성증권	1992	삼성증권	국제증권	합병
KGI증권	2000	대만쿠스그룹	조흥증권	인수
브릿지증권	2002.01	브릿지투자지주	일은증권, 리젠트 증권	합병
굿모닝신한증권	2002.07	굿모닝증권	신한증권	흡수합병
동부증권	2004.04	동부증권	갯모어증권	인수
우리투자증권	2005.04	LG투자증권	우리증권	흡수합병
한국투자증권	2005.06	동원금융지주	한국투자증권	인수
하나대투증권	2005.06	하나은행	대한투자증권	인수
동양증권	2005.10	동양종합금융증권	동양오리온투자증권	흡수합병
NH투자증권	2006.01	농협	세종증권	인수
유진투자증권	2007.03	유진그룹	서울증권	인수
솔로몬투자증권	2007.07	솔로몬저축은행	KGI증권	인수
KB투자증권	2007.11	국민은행	한누리투자증권	인수
BNG증권중개	2008.01	두산캐피탈	BNG증권중개	인수
HMC투자증권	2008.02	현대차그룹	신흥증권	인수
HI투자증권	2008.07	현대중공업	CJ증권	인수

## 1. 2000년 이전 주요 사례

### ○ 삼성증권

- 삼성그룹은 1992년 업계 서열 20위권을 맴돌던 국제증권을 인수해 그룹에 편입시킨 후 삼성증권으로 사명을 변경함
- 그룹의 풍부한 자금력과 계열사들의 직간접적 물량지원을 받으며 급성장하여 10년 만에 업계 선두자리에 오름
- 삼성증권은 1999년 삼성투자신탁증권을 합병함

### ○ 대우증권

- 1970년 동양증권으로 설립되어 1973년 대우실업(주)에 의해 인수됨
- 1983년 대우증권으로 개명한 뒤 당시 업계 선두인 삼보증권을 흡수합병해 규모를 키움

### ○ 대만 쿠스그룹의 조흥증권 인수

- 쿠스그룹은 2000년 조흥은행으로부터 816억원에 조흥증권을 인수하여 KGI증권으로 사명을 변경함
- 대만 3대 그룹중 하나인 쿠스그룹은 석유화학, 전자, 시멘트, 제조업, 금융서비스와 은행을 계열사로 두고 다방면의 사업을 영위함

### ○ 일은증권과 리젠트 증권의 합병으로 브릿지증권 탄생

- 1998년 영국계 투자회사인 브릿지투자지주회사(BIH)가 1,100억원에 대유증권을 인수하여 리젠트 증권으로 개명하고, 2000년 11월 1,100억원에 일은증권을 인수함

- 2002년 1월 대유증권, 일은증권 합병 후 브릿지증권으로 사명을 변경함

## 2. 2000년 이후 주요 M&A 사례

### 가. 증권회사의 투자신탁회사 인수 사례

#### ○ 투자신탁회사 도입 배경<sup>12)</sup>

- 우리나라 투자신탁제도는 경제개발 초기 단계에서 실물경제의 고도 성장에 따른 내자 조달 및 자본시장의 육성·발전을 도모하기 위해 정책적으로 도입됨
- 1960년대 초에 도입된 외국의 장기 저리 차관에 대한 원리금 상환이 본격화되고 차입조건이 악화되면서 정부는 1960년대 후반부터 자본시장 육성을 주요 정책과제로 설정함
  - 증권시장 육성을 위한 각종 법률의 제정, 제도의 개선, 체제의 정비 등 다각적인 육성정책을 추진함
- 1968년 11월 ‘자본시장 육성에 관한 법률’을 제정하고 1968년 12월 한국투자개발공사가 설립되었으며 1969년 8월에는 「증권투자신탁업법」이 제정되어 공포되었음

#### ○ 투자신탁회사의 발전과정

---

12) 고광수·김영갑, 1998, 『뮤추얼펀드와 투자신탁: 현황 및 제도분석』, 한국증권연구원 참고

- 투자신탁회사는 1968년 한국투자개발공사 설립 후 1974년 한국투자신탁, 1977년 대한투자신탁, 1982년 국민투자신탁 등 3개의 서울 소재 투자신탁 전업회사가 설립됨
  - 1989년 중앙, 동양, 제일, 한남, 한일(1997년 2월 신세기투자신탁으로 상호변경) 등 5개 지방 투자신탁 전업회사가 설립됨
  - 1996년 5월에 제정된 '투자신탁의 설립 등에 관한 인가기준'에 따라 1996년 중 15개, 1997년 중 10개의 투자신탁 운용회사가 설립됨
- 1997년 이후 투자신탁회사는 증권회사와 운용회사로 분리되기 시작함
- 1997년 국민투자신탁회사를 시작으로 1998년 3월에는 삼성투자신탁회사, 1999년 1월에는 제일투자신탁회사가 증권회사와 운용회사로 분리됨
  - 2000년 6월에 한국투자신탁회사, 대한투자신탁회사, 동양오리온투자신탁회사가 증권회사로 전환함
  - 투자신탁회사에서 종합 증권회사로 전환한 6개사는 주식 및 채권 매매, 위탁매매 및 인수, 매출, 모집 등 증권업무를 취급하며 운용은 자회사인 투신운용회사가 담당함
- 정부는 투자신탁회사를 구조조정하기 위하여 2000년부터 공적자금을 투입함
- 투자신탁회사는 1989년 12·12 주식매입조치<sup>13)</sup>와 1999년 대우채 손실 등으로 경영이 급속히 악화되면서 부실화가 심각해짐

---

13) 1989년 주가가 급락하자 증시부양을 위해 한국은행의 발권력을 동원하여 투신권에서 행한 대규모 주식 매입 조치

- 한국투자신탁증권과 대한투자신탁증권의 부실 해소를 위해 정부는 2000년에 각각 4조 9,000억원과 2조 8,000억원의 공적자금을 투입함
  - 한국투자신탁증권과 대한투자신탁증권은 외환위기 발생 직후 지급불능 상태에 빠진 일부 투신사의 신탁 재산을 이전 받은 후부터 부실이 급격히 증가함
  - 정부는 한국투자신탁증권과 대한투자신탁증권에 공적자금을 투입하고 경영정상화를 추진했지만, 두 증권회사의 경영실적이 악화됨
  - 2003년 정부는 한국투자신탁증권과 대한투자신탁증권을 공개 매각하기로 결정함
  - 2003년 11월에 한국투자신탁증권은 동원금융지주에게 매각되었고, 2005년 5월에 대한투자신탁증권은 하나은행에게 매각됨
- 현대투자신탁증권<sup>14)</sup>의 부실을 해소하기 위하여 정부는 2004년에 공적자금을 투입함
  - 현대투자신탁증권은 증시 부양 등 자본시장의 안정을 위한 기관투자자로서의 역할을 수행하는 과정에서 유가증권에 대한 투자손실 등으로 부실이 쌓이기 시작했고, 1998년 9월에 거평그룹 계열의 한남투자신탁을 인수한 후 부실이 추가적으로 발생함
  - 예금보험공사는 2003년 11월에 푸르덴셜증권과 현대투자신탁증권 매각에 관한 본계약<sup>15)</sup>을 체결한 후, 2004년에 2월에 총 2조 3,082억원의 공적자금을 현대투자신탁증권에 지원함

14) 1999년 3월 국민투자신탁증권에서 상호를 현대투자신탁증권으로 변경함

15) 계약 조건은 정부가 현대투자신탁증권에 공적자금을 투입한 후 지분 80%를 푸르덴셜증권에 매각하는 것이었음

- 예금보험공사는 2004년 2월에 현대투자신탁증권 지분 80%를 푸르덴셜증권에 매각함

○ 동양투자신탁증권은 동양오리온증권회사에 매각되어 증권회사로 전환함

### 1) 동원금융지주의 한국투자증권 인수 → 한국투자증권

○ 한국투자증권의 전신인 한국투자신탁은 1974년 9월 최초의 투자신탁 전업회사로 설립되었음

— 1999년 대우채 사태로 인한 환매 및 손실 등으로 한국투자증권의 경영이 급속히 악화되었고 이후 정부에서 4조 9,000억원의 공적자금을 투입함

— 2003년 11월 정부는 한국투자증권의 매각계획을 발표함

○ 2005년 3월 31일에 동원금융지주가 한국투자증권 지분 100% 인수함

— 동원금융지주가 한국투자증권을 5,462억원에 인수함

- 과거 은행권 구조조정 과정에서 주요 은행들이 외국계 은행에 인수되었던 것과 달리 한국투자증권은 국내 금융계가 인수하여 증권업 구조조정의 새로운 사례가 됨

— 2005년 5월 20일에 동원금융지주가 한국투자금융지주로 사명을 변경하고 6월 1일에 한국투자증권과 동원증권을 흡수합병함

— 당시 투자와 주식중개 업무 분야에 강점을 갖춘 동원증권과 자산관리에 강점을 갖춘 한국투자증권의 합병으로 시너지 효과를 기대함

- 기존의 단순한 위탁수수료 중심의 사업구조에서 벗어나 직접 금융시장에서 종합서비스를 제공하는 기업금융과 자산운용 솔루션을 제공, 관리하는 수익구조 모델을 지향할 것을 예상함
- 합병 후 한국투자신탁운용을 사모주식투자펀드나 부동산펀드, 해외투자펀드 등 특수 목적의 펀드만을 운영하는 회사로 특화시키려는 계획을 세웠음
- 2006년 3월에 국내 최초로 베트남펀드를 출시했고, 5월에 국내 최초 국내 재간접펀드를 출시하였으며 12월에는 국내 최초로 유전펀드를 출시하였음

## 2) 하나증권과 대한투자증권의 합병 → 하나대투증권

- 대한투자증권은 1977년 2월 투자신탁전업회사로 설립되었으나 1999년 대우채 손실로 인해 경영이 악화되면서 2000년에 2조 8,000억원의 공적자금을 지원받음
  - 대한투자증권은 2000년에 운용회사를 분리해 독립시키고 투자신탁회사에서 종합 증권회사로 전환함
- 하나은행은 전통적인 예대마진만으로는 은행의 성장에 한계가 있음을 인식하고 자산운용시장의 성장잠재력을 기대하여 대한투자증권 인수를 시도함
- 2005년 5월 정부는 공적자금이 투입된 대한투자증권을 하나은행에 4,750억원에 매각함

- 2005년 12월에 대한투자증권을 하나금융지주회사 자회사로 편입하고 지분 100%를 소유함
- 하나금융지주회사는 업무 특성에 맞게 2개 증권 계열사로 특화함
  - 하나은행과 대한투자증권이 합병하여 만들어진 하나대투증권은 개인고객 대상으로 펀드 판매 위주의 소매영업에 주력함
  - 2007년 9월 하나은행과 하나대투증권(전 대한투자증권)의 IB부문이 결합하여 하나IB증권이 만들어져 기업금융 영업에 주력함

### 3) 동양종합금융증권과 오리온투자증권의 합병 → 동양종합금융증권

- 2005년 10월에 동양종합금융증권이 동양오리온투자증권을 흡수합병함
  - 동양오리온투자증권(구 중앙투자신탁<sup>16)</sup>)은 과거 투자신탁업의 노하우를 보유하고 있다는 장점이 있음
    - 2000년 6월 동양오리온투자신탁회사가 종합 증권회사로 전환하였고, 동년 7월에 자산운용 부문을 분리해서 동양투자신탁운용을 설립함
  - 합병비율은 동양오리온투자증권 보통주 1주에 동양종합금융증권 보통주 0.0743주임
  - 동양종합금융증권은 동양오리온투자증권을 흡수합병하는 과정에서 총위험액이 급격히 증가하여 영업용순자본 비율이 일시적으로 하락하기도 했음

---

16) 중앙투자신탁은 1999년 6월 동양오리온투자신탁, 2000년 7월 동양오리온투자신탁증권, 2003년 6월 동양오리온투자증권으로 상호를 변경함



- 동양종합금융증권은 1,300억원의 현물출자로 동양오리온투자증권의 자본잠식을 해소하고 후순위채 1,200억원 발행을 통해 잔여부실을 해결하는 작업을 완료함
- 두 회사의 합병으로 동양종합금융증권은 증권업계에서 유일하게 증권, 종금, 투자신탁 등 3개 업종을 모두 영위하게 됨
  - 2001년에 동양증권과 동양현대종금이 합병해 동양종합금융증권으로 출범했음
    - 2001년 동양증권은 동양현대종금과 합병 과정에서 대규모의 부실자산의 유입으로 자산건전성이 악화되었지만 지속적인 실적개선으로 자산건전성 지표가 향상됨
- 합병 후 CMA(자산관리계좌) 열풍을 주도하면서 합병 당시 13만명이었던 고객이 50만명에 육박하는 수준으로 증가함

## 나. 은행의 증권회사 인수 사례

### 1) 굿모닝증권과 신한증권의 합병 → 굿모닝신한증권

- 2002년 7월 31일에 굿모닝증권이 신한증권을 흡수합병하여 굿모닝신한증권이 탄생함
  - 금융감독위원회는 2002년 7월 26일 굿모닝증권과 신한증권의 합병 및 신한금융지주회사의 굿모닝신한증권 자회사 편입을 인가함

90 증권회사의 M&A 사례 및 전략

- 신한금융지주는 2002년 6월 14일 자회사 편입 예비인가를 받은 이후 굿모닝증권 지분 30.5%를 매입함으로써 사실상 굿모닝신한증권 지분 44.6%를 취득함
- 합병비율은 신한증권 보통주 1주에 굿모닝증권 보통주 1.9976주임

**2) 우리증권과 LG투자증권의 합병 → 우리투자증권**

- 우리금융지주는 2001년 4월 국내 최초로 금융지주회사를 설립하였고, 기존의 자회사인 우리증권의 시장지배력을 강화하고 모회사인 우리금융지주와 연계사업을 확대해 법인영업과 투자은행 사업부문에서 우위를 차지하기 위하여 LG투자증권과 합병을 실시함
- 우리금융지주가 2004년 12월 24일에 LG투자증권을 인수하여 자회사에 편입시키고 2005년 3월 31일에 LG투자증권이 우리증권을 흡수하는 합병임
  - 합병은 우리증권 보통주 1주당 LG투자증권 보통주 0.654주를 교환하는 방식을 통해 LG투자증권이 우리증권을 흡수합병함
  - 존속회사인 LG투자증권은 사명변경(우리투자증권)을 통해 새로운 합병증권회사로 출범함
  - 합병으로 위탁매매업 분야에 편중된 수익구조를 개선하고 고부가가치 중심의 경쟁력 있는 사업구조로 개편하며, 은행과의 연계영업을 통한 종합금융그룹의 시너지를 극대화하고자 함

### 3) 농협의 세종증권 인수 → NH투자증권

- 증권 자회사가 없는 농협은 대형화와 겸업화 추세에 맞추어 금융지주 회사 체제로 가는 발판을 마련하기 위하여 증권회사 인수를 추진함
  - 농협은 여·수신업무(은행)와 보험업무(농협공제)와 함께, 증권(NH투자증권), 자산 운용업을 수행하게 됨
    - 농협의 은행부문 수신규모는 2005년 말 기준으로 129조원으로 국민은행에 이어 2위이며 공제 부문의 자산은 19조 5,941억원으로 업계 4위임
  
- 농협은 세종캐피탈이 보유한 세종증권 주식을 2006년 1월 28일과 1월 31일에 각각 730만주, 436만주를 장외매수하여 지분 46.71%(매입가격은 1,039억원)를 확보함으로써 최대주주가 됨
  - 세종증권은 2005년 9월 반기보고서 기준 자산 총계 4,118억원, 자기자본 1,224억원, 영업이익 131억원, 당기순이익 92억원임
  
- 농협의 투자금융사업부와 증권회사 연계사업을 통해 투자은행 업무를 강화할 계획임
  - 농협은 세종증권 인수 후 투자금융을 강화하고 932개에 달하는 중앙회 점포망을 활용해 영업을 강화할 계획임
    - 2008년 2월 27일 농협은 프로젝트금융부와 IB사업부, 자금운용부 등 IB분야 핵심인력을 통합한 NH-IB센터를 개설함

- 향후 공기업 민영화 등 대규모 기업 구조조정이 예상되는 만큼 M&A 금융주관사로 적극 참여하고, 글로벌 IB시장 진출을 위해 해외 IB법인 설립을 적극 추진하여 주요 글로벌 IB들과 전략적 제휴를 통해 아시아 신흥국가를 중심으로 한 해외 프로젝트 파이낸싱(PF)을 확대 추진해 나갈 예정임
- 농협은 IB센터 개점을 계기로 NH투자증권과 NH투자선물, NH-CA 자산운용 등 금융계열사들과 공동 사업을 통한 시너지효과를 극대화할 계획임

#### 4) 솔로몬저축은행의 KGI증권 인수 → 솔로몬투자증권

- 솔로몬저축은행과 KTB 자산운용으로 구성된 솔로몬-KTB 사모펀드가 2007년 7월 대만 쿠스그룹으로부터 KGI증권 지분 51.62%를 총 1,563억원에 인수하였고 현재 솔로몬저축은행은 PEF 지분의 약 18%를 보유하고 있음
  - 솔로몬저축은행은 솔로몬 PEF의 단독 무한책임사원(GP)으로서 PEF의 운영 및 업무 집행 전반을 맡음
  - KGI증권은 2007년 9월말 반기보고서 기준 자산총계 4,312억원, 자기자본 2,456억원, 영업이익 446억원, 당기순이익 331억원임
- 2008년 3월 4일 KGI증권은 솔로몬투자증권으로 사명을 변경하고 중소기업 전문 IB로 특화할 계획을 밝힘
  - 솔로몬저축은행은 중국과 동남아 등 개발도상국을 중심으로 부동산 프로젝트 파이낸싱을 통해 해외시장 진출에 적극 나서고자 함

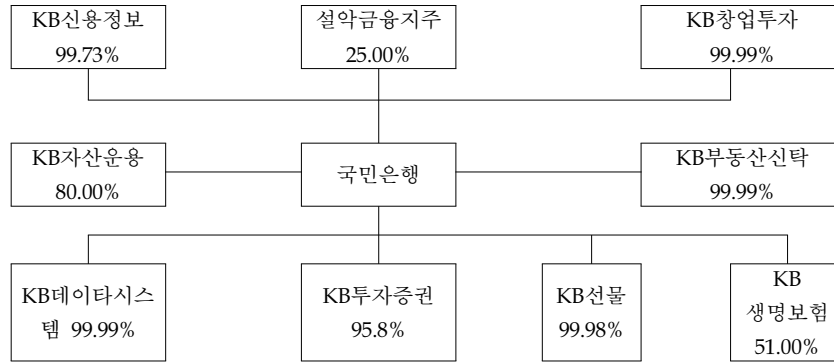
- 기존의 계열 저축은행과 증권회사를 연계하여 중소기업 대출지원 및 신규 틈새상품을 개발해 시너지 효과를 높이기로 함
- 솔로몬투자증권은 출범 첫해 소매금융을 확대해 세후 300억원 규모 순이익을 내는 것을 목표로 하고 있으며 향후 상장을 통한 자금조달을 계획함

#### 5) 국민은행의 한누리투자증권 인수 → KB투자증권

- 국민은행은 2007년 11월에 한누리투자증권 지분 95.8%를 총 2,633억 2,400만원에 인수함
  - 한누리투자증권은 2007년 9월말 반기 결산기준으로 총자산 3,197억원, 자기자본은 1,494억원, 당기순이익은 53억원, 임직원수는 105명인 소형증권회사임
    - 한누리투자증권은 원화표시 회사채 주관사 1위, 국내기업 해외주식 연계채권 주관사 순위 5위에 올라 있는 등 채권인수와 기관영업 등에 특화된 증권회사임
  - 국민은행은 2008년 3월 11일 임시주총을 개최해 한누리투자증권의 사명을 KB투자증권으로 변경함
  
- 국민은행은 2007년 11월 지주회사설립추진위원회를 구성하고 2008년 3월 20일에 금융위원회에 지주회사 설립을 위한 예비인가 신청을 제출함
  - 금융위원회는 2008년 6월 27일 KB금융지주회사의 설립을 예비인가함

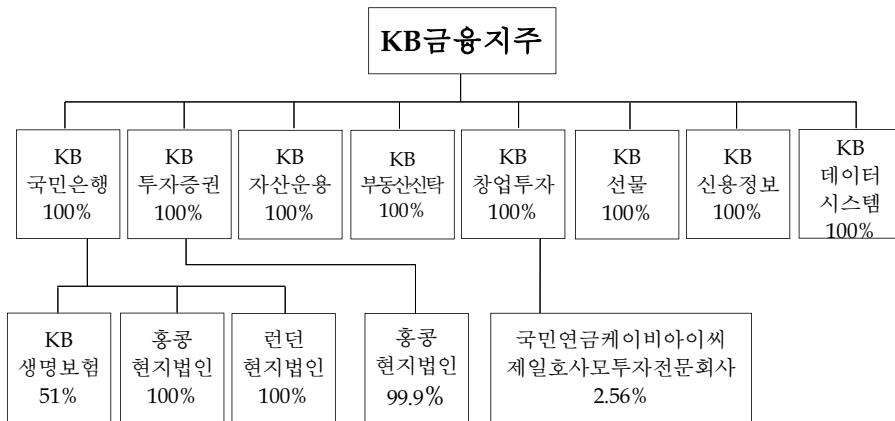
- 2008년 8월 25일 임시주주총회를 개최하여 KB금융지주회사 설립을 위한 주식이전이 승인되면서 9월 29일에 주식이전과 함께 KB금융지주로 변신함
  - 9월 25일 국민은행 주식매매거래가 정지되었고 10월 10일에 KB금융지주로 재상장됨
- 국민은행은 총 7,396만주(현재 주식 수의 22%)에 달하는 자사주를 보유함
  - 자회사 주식교환을 통해 취득한 1,850만주는 6개월 내에 매각해야 함
  - 자사주로 취득한 1,684만주와 주식매수청구로 보유하게 된 3,826만 3,249주는 3년 내에 처분해야 함
- KB금융지주는 KB국민은행, KB투자증권, KB자산운용, KB부동산신탁, KB창업투자, KB선물, KB신용정보, KB데이터시스템 등 8개 자회사를 두게 됨
  - KB국민은행은 KB생명보험, 홍콩현지법인, 런던현지법인, KB투자증권 홍콩현지법인 등 4개의 손자회사를 지배하게 됨

<그림 V-1> 국민은행 자회사 관계도(금융지주 전)



자료: 국민은행

<그림 V-2> KB금융지주 조직도(금융지주 후)



자료: KB금융지주

## 다. 제조업체의 증권회사 인수 사례

### 1) 유진그룹의 서울증권<sup>17)</sup> 인수 → 유진투자증권

- 유진그룹은 2006년 12월 22일에 금융감독위원회에 서울증권에 대한 지배주주 승인 신청을 했고 금융감독위원회는 승인요건을 충족한다고 판단하여 승인을 결정함
    - 유진그룹은 기존의 서울증권 지분을 2,934만주(10.8%)를 보유함
    - 2007년 1월 23일부터 2월 12일까지 3주 동안 유진그룹은 서울증권 주식 2,900만주(10.8%)를 주당 1,500원에 사들이는 공개매수를 진행함
    - 2007년 3월 30일에 당시 서울증권 강찬수 회장의 지분 3.58%를 장외매수함(장외매수가격은 주당 1,600원)
      - 이로써 금융감독위원회가 유진그룹의 서울증권 지배주주 승인을 결정한 지 3개월 만에 서울증권 지분을 25.18% 확보하여 최대주주가 됨
      - 유진그룹은 서울증권을 포함하여 서울증권 자회사인 서울자산운용, 서울선물 등 6개사를 계열사로 추가함
    - 유진투자증권은 2007년 9월말 반기보고서 기준 자산총계 1조 6,085억원, 자기자본 6,337억원, 영업이익 222억원, 당기순이익 145억원임
  - 최근 유동성 압박 등의 사유로 재매각을 추진함
    - 2008년 9월 24일 매각주관사로 삼성증권과 크레디트스위스증권을 선정하여 실사에 착수함
- <sup>17)</sup> 서울증권은 2008년 1월 1일부터 유진투자증권이라고 사명을 변경함



— 인수 후보로 국민은행, 롯데그룹, HMC투자증권 등이 거론됨

## 2) 두산그룹의 BNG증권중개 인수

○ 2008년 1월 5일에 두산그룹 계열사인 두산캐피탈(두산중공업 19.99%, 두산인프라코어 19.99% 지분 소유)이 BNG증권중개를 인수하여 증권업에 진출함

— 동년 1월 4일에 BNG증권중개의 주식 31만주(전체주식의 51.7%)를 91억 5,300만원에 취득하여 기존에 취득한 27.16%<sup>18)</sup>와 합쳐서 총 78.86% (47만주)의 지분을 확보하게 되어 지배주주가 됨

- 2000년에 설립된 비상장사인 BNG증권중개는 자본금 30억원, 예탁금 889억원(2007년 6월 기준)의 소형증권회사로 중개업무만 수행함

— 두산캐피탈은 기계류 할부금융을 중심으로 일반할부금융, 리스금융, 오토리스 등의 할부리스금융부문과 팩토링 금융, 일반 자금대출, 프로젝트 파이낸싱 등 기업운영금융부문, 그리고 벤처투자, 기업구조조정사업<sup>19)</sup> 등의 투자금융 부문까지 다양한 업무를 영위함

- 금융위원회는 2008년 4월 25일 두산캐피탈의 BNG증권중개의 지분 인수를 승인함

---

18) 두산캐피탈이 2007년 7월부터 BNG증권중개 인수를 추진하면서 취득한 주식이며, 두산캐피탈은 BNG증권중개 주주들이 지분 50% 이상을 한국저축은행 등 10개 저축은행에 매각하자 인수를 포기했지만 한국저축은행이 금감원의 지배주주승인을 받지 못했고 취득한 주식을 두산캐피탈에게 재매각함

19) 두산그룹의 계열사인 네오플릭스가 창업투자 및 기업구조조정 사업을 진행하고 있고, 네오플릭스가 업무집행조합원으로서 CRC조합을 결성하여 부실기업 및 부실징후기업에 대한 투자를 하고 있는 내역은 다음과 같음

### 3) 현대차그룹의 신흥증권 인수 → HMC투자증권

- 2008년 1월 11일 신흥증권은 대표이사과 특수 관계인 4명이 보유한 보통주 3,455,089주(지분율 29.76%)를 장외매도 하고, 현대차그룹은 신흥증권 지분을 인수한다는 양해각서를 체결함
  - 동년 2월 12일에 신흥증권 지분 29.76%를 총 2,089억 6,700만원에 인수키로 하는 본계약이 체결됨
  - 지분 인수에는 현대차가 172만 7,545주(14.88%), 기아차 24만 1,856주(2.08%), 현대모비스 103만 6,527주(8.93%), 현대제철 20만 7,305주(1.79%), 엠코 24만 1,856주(2.08%) 비율로 참여함
    - 현대차그룹은 금융시장 진출의 교두보를 구축하고 자본시장 통합에 따른 증권회사의 유사 수신기능(CMA 등)을 활용한 그룹 내 유동성 확보 및 수익성 제고를 위해 증권업에 진출한다고 밝힘
    - 그룹 계열사들의 기업어음, 해외채권 발행, 전환사채, 회사채 등 자체 금융수요가 많아 신흥증권의 매출 확대가 가능할 것으로 전망됨
    - 신흥증권 인수로 인해 현대차그룹은 현대캐피탈과 현대카드 등 모두 3개의 금융회사를 거느리게 됨

조합명	결성일자	조합규모
네오플렉스 제 1호 기업구조조정조합	2002.08.14	200억원
네오플렉스 제 2호 기업구조조정조합	2003.07.10	350억원
기아특수강 기업구조조정조합	2003.10.30	94억원
뉴웨이브 기업구조조정조합	2003.11.27	247억원
뉴웨이브 제2호 기업구조조정조합	2004.02.04	130억원
네오플렉스 03-2 기업구조조정조합	2003.12.17	434억원
국민연금 04-2 네오플렉스 기업구조조정조합	2004.12.29	630억원
국민연금 06-2 네오플렉스 기업구조조정조합	2006.09.05	1,500억원

- 매입대상 주식의 매수에는 현대자동차를 포함하여 일부계열사가 참여함
  - 현대차그룹이 신홍증권 인수 후 대규모의 자금을 투입할 것이라는 시장의 관측이 있지만 아직 사실화 된 것은 아님

<표 V-4> 현대자동차그룹 신홍증권 인수 개요

(단위: 주, %, 백만원)

회사명	주식수	참여비율	출자금액	지분율
현대차	1,727,545	50	104,450	14.88
기아차	241,856	7	14,623	2.08
모비스	1,036,527	30	62,670	8.93
현대제철	207,305	6	12,534	1.79
엠코	241,856	7	14,623	2.08
계	3,455,089	100	208,900	29.76

- 현대차그룹이 신홍증권을 인수한 배경은 부실자산 발생 가능성이 낮고 최소 규모 자금으로 종합 증권업 영위가 가능하며 신규 진출 때 전문 인력 확보가 용이하기 때문으로 분석됨
  - 신홍증권은 2007년 9월말 반기보고서 기준 자산총계 1조 2,197억원, 자기자본 1,619억원, 당기순이익 72억원, 영업이익 101억원임
    - 신홍증권은 채권중개 부문 시장점유율은 2007년 9월말 기준 11%로 상위권을 유지하고 있고, 프로젝트 파이낸싱·자문 분야에서도 연간 600억원 정도의 영업수익을 올리고 있음
  - 신홍증권은 특화 증권회사로 변모할 강점이 없다고 판단하여 자본시장통합법 시행 전 매각을 결정하게 된 것으로 알려짐

- 자본시장통합법 시행 전 중소형 증권회사의 가치가 높아지고 있는 시점에서 신홍증권은 양해각서 당시보다 2배 이상 높은 가격으로 증권회사를 매각함

<표 V-5> 신홍증권 주가 추이

날짜	주가(종가기준)	비고
2007.12월 한달		평균적으로 12,000~13,000원 수준
2008.1.11(양해각서)	28,650원	신홍증권 주식 345만 5,089주(29.76%) 인수를 위한 양해각서 체결
2008.2.12(본계약)	29,500원	신홍증권의 인수금액은 총 2,089억원(주당 60,462원)

- 현대차의 금융부문 강화는 일본의 도요타 모델을 벤치마킹한 것임
  - 도요타의 경우 자동차 제조 외에 자동차 할부, 보험, 증권회사를 계열사로 두고 있으며 이를 통해 할부로 차를 팔고 보험가입, 금융계좌 이전까지 유도해 고객의 부가가치를 최대한 끌어 올리는 수익구조임
- 현대차그룹은 신홍증권을 인수한 후 2008년 3월에 사명을 현대차 IB 투자증권으로 하였지만 현대증권으로부터 상호 사용금지 가처분신청 소송을 당한 후 2008년 6월에 HMC투자증권으로 다시 사명을 변경함

#### 4) 현대중공업의 CJ투자증권 인수 → HI투자증권

- 현대중공업은 2008년 5월 30일 CJ투자증권 및 CJ자산운용 주식인수에 관한 양해각서를 체결하고 7월 14일에 본계약을 체결함

- 현대중공업그룹은 계열사인 현대미포조선이 CJ투자증권의 지분 75.08%와 CJ자산운용 7.61%를 7,480억원에 인수함
  - CJ투자증권은 CJ자산운용 지분 91.28%를 소유함
  
- 현대중공업그룹은 현대중공업, 현대미포조선, 현대삼호중공업 등 계열 3사가 업황 호조에 따른 대규모 현금자산과 투자유가증권을 보유하고 있어 효과적인 자산관리를 위해 CJ투자증권을 인수했다고 밝힘
  - 현대중공업은 앞으로 다양한 금융상품 개발과 투자은행(IB) 업무 강화, 해외 자본시장 진출 등을 통해 CJ투자증권을 세계적인 자산운용회사 및 IB로 육성시킨다는 계획임
  
- 현대중공업은 CJ투자증권 인수를 통해 장기적으로 선박펀드 육성 등 선박금융 시장에 본격적으로 진출할 계획임
  - 선박펀드는 일반인과 기관투자자들을 대상으로 모은 자금과 금융회사 차입금으로 선박을 건조한 뒤 완성된 선박을 해운회사에 대여해 운용수익을 투자자들에게 배당하는 금융상품임
    - 유럽의 경우 선박펀드를 통한 선박 건조가 보편화되어 있으며 독일의 경우 선박펀드를 통한 선박 건조 비율이 70~80%에 달함
  - 현대중공업은 전 세계 조선시장의 20% 이상을 차지하고 있는 세계 1위 조선회사라는 장점을 선박펀드 육성에 적극 활용할 계획임
    - 현대중공업은 세계 유수의 해운사들을 고객으로 거래하므로 다른 투자 자문사들에 비해 조선 및 해운업계와 관련된 정보 수집 및 활용에 유리하며, 현대중공업과 CJ투자증권 모두 국내 조선업체가 몰려 있는 경남 지역에 기반을 두고 있다는 점에서 장기적인 선박펀드 육성에 장점이 있는 것으로 판단됨

102 증권회사의 M&A 사례 및 전략

- 2008년 9월 18일 임시 주주총회를 개최하고 HI투자증권으로 사명을 변경함

**라. 동부증권의 겐모어증권 인수 → 동부증권**

- 2004년 4월 14일 동부증권은 온라인 증권회사인 겐모어증권 지분 91%를 94억원에 삼보컴퓨터로부터 인수하여 자회사로 편입함
  - 겐모어증권은 2000년에 설립된 자본금 215억원 규모의 위탁매매 전문 증권회사로 대주주인 삼보컴퓨터가 구조조정 차원에서 동부증권에게 매각함
  - 겐모어증권 인수는 M&A를 통한 고객기반 확대와 온라인 영업력 강화 측면에서 이뤄진 것임

**마. LS그룹의 이트레이드 증권 지분인수(재무적 투자 목적)**

- LS그룹의 LS네트웍스(전 국제상사)가 참여한 사모펀드(PEF)가 2008년 4월 10일에 SBI이트레이드시큐리티즈<sup>20)</sup>가 보유한 이트레이드증권 지분 974만 4,000주(71.35%)를 주당 2만 2,000원씩 총 2,144억원에 인수하는 양해각서를 체결함
  - 본계약은 당초 5월 30일까지 체결하기로 하였으나 6월 30일까지 1개월 연기한다고 공시를 통해 밝혔음
  - 7월 23일에 SBI이트레이드시큐리티즈는 이트레이드증권 지분 71.35%를 인수함

---

20) SBI E\*TRADE Securities Co., LTD.

- 이트레이드 증권은 2008년 10월 14일에 조직개편을 하고 업무 범위를 확장함
  - 기존 3개 본부 체제에서 6개 본부, 1개 센터, 1개 영업부 및 16개 팀으로 조직을 개편함
  - IB본부, 법인영업사업본부, 트레이딩사업본부를 신설하여 온라인 위탁매매 등 온라인 전문 증권회사에서 벗어나 업무 영역을 확대함
    - IB본부에 기업공개 등 기업금융 업무를 진행하는 기업금융팀을 신설하고 트레이딩사업본부에 상품·주식운용 업무를 진행하는 주식운용팀을 신설함

### 3. 사례의 평가: 국내와 해외 사례의 차이점

- 국내 증권회사 M&A는 증권회사 간 M&A보다는 은행 또는 제조업체가 중소형 증권회사를 인수하는 경우가 많음
  - 해외의 경우 제조업체의 증권회사 인수 사례도 있지만, 증권회사 간 사업영역 확장을 위한 M&A가 많음
- 특히 2007년 이후에 은행과 제조업체가 증권회사를 인수한 사례가 증가함
  - 은행들은 풍부한 자금력과 금융업에서의 경험을 통해 향후 성장성이 높은 증권업에 진출하여 종합 금융업을 영위하려는 목적임
    - 금융산업의 겸업화와 다양한 업종 영위에 따른 리스크 분산 등의 효과가 있는 금융지주회사체제로 전환하려는 은행이 증가함

104 증권회사의 M&A 사례 및 전략

- 제조업 기반 대기업들은 유가증권 인수나 M&A 주관사로 참여하여 기업금융 시너지 및 부가가치 창출과 제조업체의 증권사 지급결제 기능을 통한 간접적인 은행업 진출에 목적이 있음
  
- 한국적 상황에서 제조업체와 증권회사 간 결합의 시너지가 존재하지만 전략적 비전 없는 M&A는 위험함
  - 두 산업의 경제적 특성과 문화가 다르므로 M&A 이후 조직통합 및 인력 관리에 특별한 주의가 요구됨
    - 특히 재벌의 기업지배구조 방편으로 활용되는 경우 경제적 부작용이 심각함
  - 외환위기 직후 정부 주도의 구조조정에서 제조업 기반의 증권회사들이 시장에서 퇴출된 사례에 주의해야 함
  
- 내년에 자본시장통합법이 시행되고 금융지주회사법 개정 등 상당한 제도적 변화가 예상됨
  - 국내 증권회사는 이러한 제도적 변화에 선제적으로 대비하는 방안으로 다양한 방식의 M&A를 활용할 필요가 있음



## VI. 결론

---



## VI. 결론

- 현재의 한국적 상황에서 증권회사 M&A 활성화와 관련된 정책적 시사점은 다음과 같음
  - 향후 증권 산업의 대형화와 집중화 및 다변화를 통해 M&A가 활성화될 것으로 기대됨
    - 2009년 2월부터 자본시장통합법이 시행되고 금융지주회사법 등이 개정되는 등 상당한 제도적 변화가 이루어질 예정임
    - 거시적 제도 변화 외에도 상품개발이나 건전성 규제 등 미시적 규제를 보다 합리적으로 선진화하고, 다양한 영업의 시도를 허용함으로써 차별화된 증권회사들이 등장하는 것을 도울 수 있음
  - 증권 및 금융 전문 인력의 확보 및 유지를 위해 사회적으로나 기업 내부적으로 전략적 방안을 마련해야 함
    - 사회 전반적으로 전문대학원이나 연구기관 등의 인프라 수준을 효과적으로 향상시키고 효율적으로 활용할 수 있는 방안들을 마련해야 함
    - 기업 내부적으로도 전문 인력의 확보 및 활용, 그리고 조직통합을 위한 전략적 방안을 마련해야 함
  - M&A 거래비용 측면과 관련하여 사전적으로는 다양한 방식의 M&A 거래를 허용하고 사후적으로 적절한 규제를 시행하는 것이 바람직함

- 금융업의 속성장 과도하게 복잡하거나 위험한 방식의 M&A는 과도한 규제준수 비용을 유발할 뿐만 아니라, 현재 증권회사들의 단순한 사업구조를 고려할 때 그 필요성 또한 낮음
- 그러나 증권회사들이 M&A 거래비용을 낮추기 위해 선진 금융기법을 활용하는 것을 법규를 통해 사전적으로 엄격히 제약할 필요도 없음

○ 본문의 주요 사례 등에서 결론적으로 도출된 경영 전략적 시사점은 다음과 같음

- M&A는 시간을 사는 것이라는 말처럼, M&A를 통해 단기간에 부족한 내부 역량을 보완할 수 있음
  - 규모의 경제와 범위의 경제 효과 등을 통해 시너지를 창출하고, 증권회사의 핵심 자산인 전문 인력을 확보할 수 있음
- 그러나 M&A 이후 인력 및 조직통합에 실패한 사례가 다수 존재하므로 이에 대한 주의와 대비 방안이 필요함
  - 증권회사 내부적으로 전문 인력을 확보하고 유지하기 위한 유인 제도를 마련해야 함
- 증권회사 등 금융회사의 경우 규제의 영향을 많이 받는데, 향후 자본시장통합법 등 제도적 변화 등에 선제적으로 대응하는 주요 방안으로 M&A를 적극 고려할 필요가 있음
- M&A의 전략적 시너지에만 집중하고 재무적 손익 계산을 간과한 사례가 있는데, 특히 유동성이 풍부한 상황에서 승자의 저주 (winner's curse) 현상이 발생되지 않도록 주의해야 함

- 근래에 증권회사 신규설립에 대한 암묵적 규제로 인해 기존 증권회사에 대한 인허가 프리미엄(license premium)이 과도하게 높게 형성되었다는 의견이 있음
  - 한편 불경기 상황에서는 구조조정 목적의 M&A 매물이 다수 출현하는데, 이 경우 인수대상 발굴작업(deal sourcing)이 용이하고 인수가격이 저렴하다는 장점이 있으나, 추후 현금흐름이 불안정하고 추가적인 구조조정 비용이 발생할 위험성이 높으므로, 인수를 시도한다면 먼저 엄밀한 실사작업을 통해 미래의 불확실성 정도를 파악하고 부담하는 위험에 상응하는 보완자본 및 위험관리 능력의 확보 여부를 점검해야 함
- 제조업체의 증권회사 M&A 등 비관련 다각화는 명확한 비전 및 사업모델이 부재한 경우 성공할 가능성이 낮음
- 참고로 외환위기 당시 다수의 제조업체별 증권회사들이 계열기업에 대한 지급보증의 피해로 인해 시장에서 퇴출된 경우가 있음
  - 현재 증권회사는 보증업무가 원칙적으로 금지되어 있으나 계열기업에 대한 변칙적인 자금지원이나 편법적인 지배구조 변경 등에 이용되지 않도록 적절한 감독이 필요함
- 사업부문간 이해상충 문제가 존재하는 경우 M&A 등의 방법을 통해 사업부문을 분리하는 방안을 고려할 수 있음
- 단 구체적인 이해상충 해소 방안은 비용과 편익을 고려하여 경영 전략적으로 판단할 사항임



## 참고 문헌

---





## 참고 문헌

### <국내 문헌>

- 고광수·김영갑, 1998, 『뮤추얼펀드와 투자신탁: 현황 및 제도분석』, 한국증권연구원 연구보고서 98-07.
- 국찬표·정영식·지홍민, 2007, “국내 증권 산업의 규모 및 범위의 경제에 관한 연구”, 『금융학회지』, 제 12권 제 4호.
- 권세훈·박희선, 2008, 증권회사 M&A 사례분석과 경영전략적 시사점, 한국증권연구원, 『자본시장포럼』, 제5권, 제3호.
- 금융위원회, 증권업 예비허가 심사 결과, 보도자료, 2008(5.9).
- 금융위원회, 금융투자회사 재인가·재등록 처리방안, 보도자료, 2008(6.24).
- 금융위원회, 2008, 증권업 및 선물업 겸영허가안 의결, 보도자료(7.25).
- 김동환, 1997, 『일본의 금융빅뱅』, 한국금융연구원.
- 김창록, 2008, 『Investment Banking-상식의 진화, 금융의 해안』, 교보문고.
- 김형태·박용서·김정미, 1999, 『증권회사의 M&A와 전략적 제휴-외국의 사례와 그 시사점』, 한국증권연구원 조사보고서 99-01.
- 신상기, 2002, 캐나다 금융제도 개혁에 대한 사례연구, SIES 워킹페이퍼 시리즈 No.138.
- 이현진·강대일·이종은, 2004, 『선진 투자은행의 현황분석 및 시사점』, 한국증권연구원 조사보고서 04-02.
- 한국금융연구원, 2005, 美 Citigroup, 자산운용부문 매각 발표, 『국제금융 이슈』 제14권, 37호.

한국금융연구원, 2006, Merrill Lynch, 자산운용사업부문 매각, 『국제금융 이슈』 제15권, 9호.

한국은행, 1997, 주요국의 금융개혁 사례와 시사점, 『조사연구자료』 97-10.

한국은행, 2004, 『GE의 금융업 현황과 시사점』 .

현대경제연구원, 1999, 『일본의 금융빅뱅과 금융기관의 변신전략』 .

#### <외국 문헌>

Chernow, R., 1990, *The House of Morgan*, Atlantic Monthly Press.

Chernow, R., 1997, *The Death of the Banker*, Vintage.

Economist, UnfulPhilled, Economist, 2005(June 16).

Hayes, S.L., 1971, Investment banking: power structure in flux, *Harvard Business Review*, March-April, pp. 136-152

Hayes, S.L., 1979, The transformation of investment banking, *Harvard Business Review*, January-February, pp. 153-170

Hayes, S.L., Spence, A.M., Marks, D.V.P., 1983, *Competition in the investment banking industry*, Harvard University Press

Mattews, O.J., 1994, *Struggle and survival on Wall Street*, Oxford.

Morrison, A.D., Wilhelm, W.J., 2007, *Investment Banking*, Oxford.

Morrison, A.D., Wilhelm W.J, 2008, The Demise of Investment Banking Partnerships: Theory and Evidence, *Journal of Finance* 63, n.1, pp. 311-350.

Walter, I., 2004, *Mergers and Acquisitions in Banking and Finance - What Works, What Fails, and Why*, Oxford.

<웹사이트>

금융감독원	<a href="http://www.fss.or.kr">www.fss.or.kr</a>
금융위원회	<a href="http://www.fsc.go.kr">www.fsc.go.kr</a>
Citigroup	<a href="http://www.citigroup.com">www.citigroup.com</a>
Credit Suisse	<a href="http://www.credit-suisse.com">www.credit-suisse.com</a>
Deutsche Bank	<a href="http://www.db.com">www.db.com</a>
Goldman Sachs	<a href="http://www.goldmansachs.com">www.goldmansachs.com</a>
JP Morgan Chase	<a href="http://www.jpmorganchase.com">www.jpmorganchase.com</a>
Merrill Lynch	<a href="http://www.ml.com">www.ml.com</a>
Morgan Stanley	<a href="http://www.morganstanley.com">www.morganstanley.com</a>
UBS	<a href="http://www.ubs.com">www.ubs.com</a>