

# M&A를 통한 기업의 성장 전략

송재용\* · 김혜전\*\*

## <목 차>

- |                |            |
|----------------|------------|
| I. 서설          | IV. 사례 연구  |
| II. M&A를 통한 성장 | V. 결론 및 제언 |
| III. M&A 성공 전략 |            |

## <요 약>

본 논문은 기업의 성장 수단으로서의 M&A에 초점을 맞추고 있다. M&A는 효과적인 성장 수단인 동시에 자체 개발이 어려운 역량을 얻는 수단으로 각광받으며 세계적으로 4조 달러가 넘는 거대 M&A 시장을 형성하였다. 특히 경영환경의 불확실성이 증대되고 글로벌 과점화 현상이 나타나면서 M&A의 유용성은 더욱 증가하고 있다. 그러나 한국 기업의 경우 상대적으로 M&A를 통한 성장에 소극적이었으며, 최근에 들어서야 M&A를 본격적으로 활용하는 기업들이 나타나고 있다. 따라서 본 논문의 목표는 기존의 M&A에 대한 연구를 검토 및 정리하고 이를 바탕으로 M&A의 중요성과 성공전략을 제시하여 M&A를 주요 성장수단으로 충분히 활용될 수 있도록 하는데 있다.

M&A를 실패로 이끄는 가장 큰 두 가지 요인은 정확하지 못한 가치평가(Valuation)와 인수 후 통합과정(PMI)이다. 시너지와 구조조정을 통한 가치 증가분을 과도하게 예상하면 높은 인수프리미엄을 지불하여 M&A를 통한 가치창출이 불가능해지며, 승자의 저주에 빠지게 된다. 또한 인수 후 통합이 실패할 경우에는 피인수기업이 가진 역량이 유지 및 흡수되지 않아 이 역시 인수를 통한 가치 창출이 어렵게 된다. 따라서 정확한 가치평가와 면밀한 인수 후 통합과정이 성공적인 M&A에 필수적이다.

\* 서울대학교 경영대학 교수, jsong@snu.ac.kr

\*\* 서울대학교 경영대학 석사과정

M&A를 주요 성장수단으로 사용하고 있는 프랑스의 룡플랑과 한국의 두산은 다른 국가와 다른 산업의 기업들을 연속적으로 인수하면서 M&A 과정을 유연하고 전략적으로 운영하고 있는 기업들이다. 두 기업에 대한 사례연구는 성공적인 M&A를 위해 필요한 시너지 가치평가 및 인수 후 통합 전략 등에 대한 실질적인 교훈을 주고 있다.

<주제어> 성장전략, M&A 전략, 인수합병

## I. 서 설<sup>1)</sup>

최근 한국 기업에게 가장 중요한 화두는 “어떻게 신성장동력을 확보하는가”이다. 1990년대 후반 경제위기 이전까지 한국 기업들은 박리다매로 매출을 늘리며 신사업에 적극 진출하는 등 성장 일변도 전략을 구사했다. 하지만 경제위기 와중에 양적 팽창 위주의 공격적 전략을 펼쳤던 기업들 중 상당수가 망했다. 또 주주 이익을 중시하는 지배구조가 확산됨에 따라 성장보다는 수익성을 강조하고, 신사업보다는 주력 사업의 경쟁력을 우선하는 방향으로 전략의 초점이 변했다.

그 결과 선진국 기업과 비교할 때 한국 기업들의 부채비율이 더 낮아지고 이익률은 더 높아졌다. 하지만 한국 기업들의 주력 사업들이 속속 성숙기에 접어드는 데다, 중국의 부상과 치열한 글로벌 경쟁 등으로 많은 기업들이 성장의 정체 국면을 경험하고 있다. 산업수명주기의 성숙기에서는 다른 기업과의 차별화가 쉽지 않고 원가 경쟁도 심화되기 때문에 성장의 정체가 곧 수익성 저하로 연결된다. 그렇다면 성숙기를 극복하고 성장을 지속하려면 어떻게 해야 할까?

성장의 가장 기본적인 방법론은 제품·기술이나 비즈니스 모델의 혁신을 통해 기존 사업의 본원적 경쟁력을 강화하는 ‘유기적 성장(organic growth)’ 전략이다. 2006년도 닌텐도가 DS와 위(Wii)라는 신개념의 게임기를 개발하여 매출을 전년대비 90% 이상 신장한 것이 유기적 성장의 좋은 예다. 또 기존 제품으로 해외 시장 등 신시장을 개척하는 것도 유기적 성장에 속한다. 반면 매출의 획기적 도약을 꾀하는 기업들은 M&A(인수합병)나 신사업 진출과 같은 비유기적 성장 전략에 의존한다. GE(제너럴일렉트릭)·씨티그룹 등 서구 기업들은 M&A를 가장 중요한 성장전략의 축으로 사용해 왔다.

유기적 성장과 비유기적 성장 중 무엇이 우월하다고 말할 수는 없다. 기업마다 자신의

1) 조선일보 Weekly Biz 송재용 교수의 스마트 경영 <4> ‘신사업의 달콤한 유혹? 그러나 실패는 너무 쓰다’ (2007년 10월 27일)를 참고하여 작성

전략·역량과 역사적 배경에 맞는 최적의 성장 전략 조합(mix)이 있기 때문이다. 예컨대 1990년대 중반 경영위기를 맞았던 두산과 태평양은 구조조정을 마무리 지은 후 상반된 성장전략을 구사했지만, 두 그룹 모두 수익성을 동반한 성장을 성공적으로 이루어냈다. 태평양의 경우 주력사업의 R&D(연구개발)와 마케팅역량을 강화하고 해외 시장 개척을 통해 유기적 성장에 주력한 반면, 두산은 한국중공업·대우종합기계 등 시장지배적 사업자를 M&A함으로써 사업구조를 소비재 위주에서 중공업 중심으로 변화시켰다. 성장전략은 같은 산업 내에서도 달라질 수 있다. 예컨대 제철업에서 미탈 스틸(Mittal Steel)은 주로 M&A를 통해 고도성장을 이루어낸 반면, POSCO는 지금까지 유기적 성장 전략을 구사해 왔다.

성장의 또 다른 분류방법 중 하나는 신사업 혹은 신시장에 진출하는 진입방식(entry-mode)에 따르는 것이다. 기업이 확장과 성장을 추구하는 수단으로는 내부개발(internal development), 외부 계약(contract), 합작(joint-venture), 제휴(alliance), 인수합병(M&A)까지 다양한 방식이 있다. 각각의 방식은 장점과 단점이 혼재하므로 기업과 상황에 따라 다르게 선택될 수 있다. 대표적인 세 가지 방식인 내부개발, 전략적 제휴, M&A의 장단점을 살펴보면 다음과 같다.

먼저 M&A는 기업이 자신에게 필요한 역량과 자산을 가장 빠르고 편리하게 얻을 수 있는 방법이다. 산업에서 필요한 역량이 구축하는데 긴 기간이 걸리고 모방이 어려울 경우 특히 M&A가 유용한 방법이 될 수 있다. 해당 산업에서 요하는 규모의 경제를 달성하는 데도 기존 기업을 인수하는 방식이 빠르고 유용한 방식이다. 그럼에도 불구하고 M&A에 대한 위험성은 존재한다. 가장 큰 두 가지 위험성은 기업 가치평가의 오류로 지나치게 비싼 값을 치루는 잘못된 거래를 할 가능성과 인수 후 통합과정에서 인수대상의 역량을 흡수 및 유지하지 못해 통합에 실패할 가능성이다.

내부 개발은 기업이 자신의 역량을 활용하여 자체적인 신규투자의 방식으로 성장을 진행하는 것이다. 하나의 거래로 모든 것이 결정되는 것이 아니라 지속적인 내부 의사결정에 의해 성장이 조절될 수 있으므로 기존 조직의 통제능력을 유지할 수 있다는 장점이 있다. 또한 조직의 핵심역량을 이전시킬 수 있다. 특히 핵심역량이 조직문화에 암묵적으로 내재할 경우에는 직접 진출이 역량 이전을 용이하게 할 뿐 아니라 기존 역량에 대한 인정과 개발의 동기로 작용할 수도 있다. 서구 기업들과 달리 한국 기업들은 경제위기 전까지 M&A보다는 자체적인 신규투자를 통한 신사업 진출, 즉 신사업 내부진출 전략을 많이 써왔다. 삼성의 반도체, 현대의 자동차·조선 등이 내부진출의 성공적 사례다.

하지만 일반적으로 신사업 내부 진출의 성공확률은 M&A보다 낮다. 미국의 경우 인접영역으로의 확장이나 관련 다각화의 성공확률은 25% 이하로, 내부진출 형태의 비(非)관

런 다각화의 성공확률은 10% 이하로 보고되고 있다. 과거 한국 기업들이 반도체·자동차·조선 등으로 비관련 다각화를 멋지게 성공시킬 수 있었던 비결은 그 당시에 내수시장이 철저히 보호돼 있었던 데다, 정부가 정책금융과 산업정책 등으로 적극 지원했기 때문이다. 또 정주영·이병철 같은 걸출한 경영능력과 카리스마를 갖춘 경영자들이 그룹의 역량을 신사업에 결집시키며 힘을 보탤었다. 하지만 오늘날 한국은 시장이 개방되고 정부 지원은 어려워졌으며 지배구조의 변화로 신사업에 대한 전 그룹적 지원이 힘들어졌다. 특히 목표하는 성장을 위한 역량이 조직 내에 없다면 내부개발 방식은 위험성이 높아진다. 가지지 못한 핵심역량을 내부에서 육성하는 것은 느릴 뿐 아니라 성공확률도 낮다.

전략적 제휴는 내부개발 방식과 M&A의 장점을 모두 누리면서 단점을 일부 보완할 수 있다. 즉, M&A보다 점진적이고 안전한 방식으로 기존 조직에 필요한 역량을 보완할 수 있다는 것이 가장 큰 장점이다. 그러나 제휴의 두 주체 간의 이해관계가 다르고, 모두 통제와 관리를 필요로 하기 때문에 두 주체간의 균형이 가장 어렵고 중요한 문제가 될 것이다. 균형을 잃게 되면 전략적 통제가 어려워지고, 경영상의 부담이 과중되며, 핵심역량이 잠식당하는 경우도 있다.

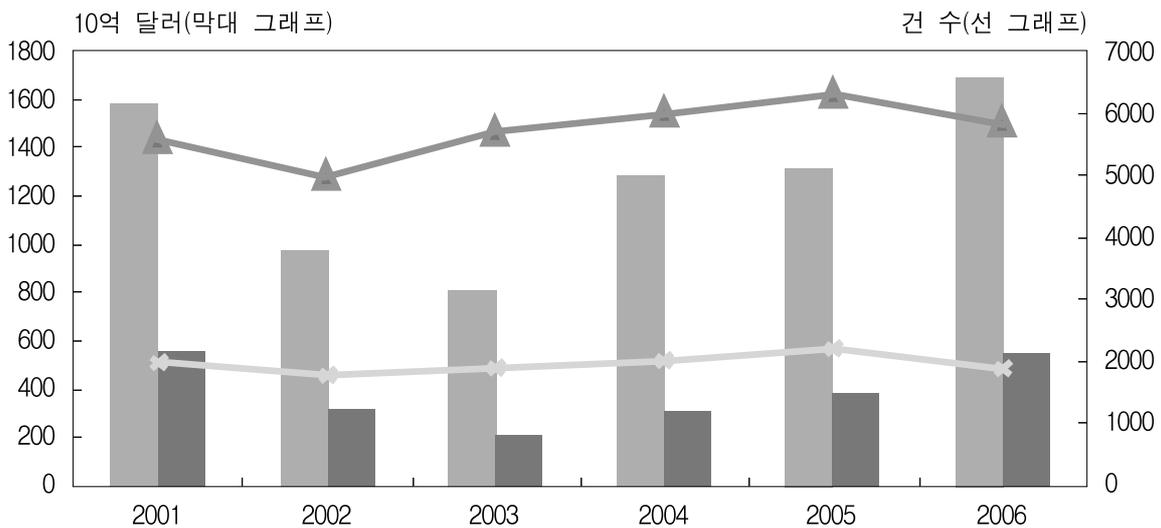
다양한 성장 방식 중 본 논문에서는 M&A에 초점을 맞추고자 한다. M&A는 빠르고 효과적인 성장수단으로서 이미 4조 달러가 넘는 시장을 형성하였으며, 현대 경영환경의 불확실성 증대, 치열한 경쟁과 산업의 과점화 경향에 힘입어 성장 추세는 지속될 것이라 전망된다. 그러나 한국의 경우 M&A를 전략적으로 활용하는 비중이 다른 나라에 비해 현저히 낮다. IMF 이후 부실기업의 구조조정 차원에서 해외기업이 한국기업을 인수하는 거래(Inbound deal)는 활발히 진행되어 금융기관의 경우 외환, 한미, 제일은행이 각각 Lone Star, Citibank, Standard Chartered에 인수된 바 있다. 그러나 우리나라 기업이 해외기업을 인수하는 거래(Outbound deal)의 실적은 2006년 기준 46억 달러로 전 세계 M&A 시장의 0.3%에 불과하다. 최근 들어 두산, STX와 같은 대기업들의 대형 M&A에 힘입어 해외기업을 인수하는 사례가 증가하고 있으나, 여전히 많은 기업들이 M&A를 성장수단으로 고려하기를 주저한다. M&A를 두려워하는 가장 큰 이유는 경험 부족으로 인한 성공의 불확실이다. 따라서 본 논문에서는 M&A를 통한 성장 전략의 효용성, 구체적인 과정과 더불어 M&A를 성공적으로 이끌기 위해 가장 필요한 가치 평가(Valuation)와 인수 후 통합과정(Post-Merger Integration)에 초점을 맞춰 논의를 진행하고자 한다. 전체적으로 기존 논의들을 검토하며 그 중요성을 확인하는 작업을 중심으로 하되, 주요 사례를 통해 이를 검증하는 활동을 통해 M&A를 추진하는 기업에 대한 실무적인 조언으로까지 이어질 수 있기를 희망한다.

## II. M&A를 통한 성장

M&A(Mergers and Acquisitions)는 전 세계적인 각광을 받으며 지배적인 성장수단으로 자리잡고 있다. 1990년대 초반 세계 M&A 시장규모는 1,000억 달러 미만으로 그 규모가 크지 않았으나 1990년대 후반부터 급격히 성장하기 시작하여 2000년에는 시장규모가 약 1조 달러로 증가하였다<sup>2)</sup>(<그림 1>). 2000년대 초반 IT버블 등으로 주춤하던 M&A 추세는 2004년부터 다시 성장하기 시작하여 2007년 세계 M&A 규모는 4조 5천억 달러를 기록했다.<sup>3)</sup> M&A 규모는 글로벌 경제위기와 함께 2008년 감소추세에 들어섰으나, 경기 회복에의 긍정적 전망에 힘입어 2010년 상반기에는 전년대비 10% 성장세를 보였다.

특히 기존의 M&A가 북미와 서유럽 중심으로 이루어진 반면 급격히 성장 중인 BRICs국가들의 M&A가 활성화되고 있어 그 성장세는 앞으로도 지속될 수 있을 것이라 전망된다. 2004년 건수 기준으로 세계 M&A 가운데 1/3이 아시아에서 발생하였으며<sup>4)</sup>, 글로벌 경제위기의 와중에서 2008년 전 세계 해외 M&A 규모는 전년 동기 대비 38.5% 급감했으나 중국기업의 해외 M&A 규모는 오히려 64% 증가했다.

<그림 1> 세계 M&A 추세



주: 백만 달러 이상, 인수 후 지분 50% 이상인 M&A

출처: 삼성경제연구소

2) 한혜정, 국경 간 M&A의 동향과 한국의 과제, 대외정책연구원, Vol. 7 No. 33(2007)

3) Thomson Financial, 세계 M&A 시장 규모, 2008

4) 대한상공회의소, “최근 국내의 M&A 동향과 정책시사점”, 2005

본 장에서는 이처럼 M&A를 통한 성장이 각광받는 원인으로서는 불확실성의 증대와 글로벌 과점화 추세를 살펴보고, 안정적인 성장과 역량확보를 위한 수단으로서 M&A의 중요성을 강조하고자 한다.

### 1. M&A 증가 추세의 배경

#### 가. 불확실성의 증대

지식기반 경제로의 급격한 진전으로 경영환경의 불확실성은 계속 증가하고 있다. 금융 파생 상품의 연쇄부실로 인한 세계경제의 침체, 기술의 급격한 발전과 표준전쟁, 소비자 성향의 빠른 변화, 중국, 인도 등 신흥강자의 급부상 등 다양한 변수로 인해 기업이 체계적, 안정적 방식으로 역량을 확보하기가 점점 어려워지고 있다. 이러한 불확실성의 증가 속에서 M&A는 신속하고 효율적으로 대응하는 방안이 될 수 있다.

먼저 초기시장 진입의 경우 위험을 줄여 비용절감 효과를 얻을 수 있다. 또한 장기적인 R&D 투자가 필수적이고 성공여부가 불확실한 경우 R&D 기간을 줄이고 시행착오를 최소화하여 비용절감을 유도할 수 있다. 대표적으로, British Petroleum은 1998년 Amoco를 48.6억 달러의 부채를 포함하여 570억 달러에 합병하여 천연가스 부문의 약점을 보완하고 미국 내 주유소 망을 흡수하였다. 불확실성이 증대하는 상황에서 장기적이고 막대한 투자를 요하는 천연가스 부문의 기술과 판매망을 M&A를 통해 단시간에 획득한 것이다. 이후 정유, 판매부문의 합리화로 비용절감을 이루었고, 매출액 1,080억 달러, 석유가스 생산량 세계 2위, 미국 휘발유시장 점유율 1위의 거대기업으로 부상할 수 있었다.

#### 나. 글로벌 과점화

세계시장의 단일화가 진전되면서 업계에서는 글로벌 과점체제의 형성을 목격하고 있다. 다수의 주요 산업에서 세계 총 매출대비 상위 3개 기업이 차지하는 비중이 2000~2004년 기간에 상승하였으며, 특히 금융, 엔터테인먼트 등 서비스업에서 그 경향이 강하게 나타나고 있다(<표 1>).

<표 1> 주요 산업의 글로벌 과점도 변화

산업	2000년	2004년	변화분
금융	59%	69%	10%p
엔터테인먼트	68%	94%	26%p
자동차	48%	50%	2%p

산업	2000년	2004년	변화분
제약	41%	38%	-2%p
철강	13%	17%	3%p
컴퓨터	85%	102%	17%p
통신	51%	51%	0%p

자료: Monitor, Fortune Global 500

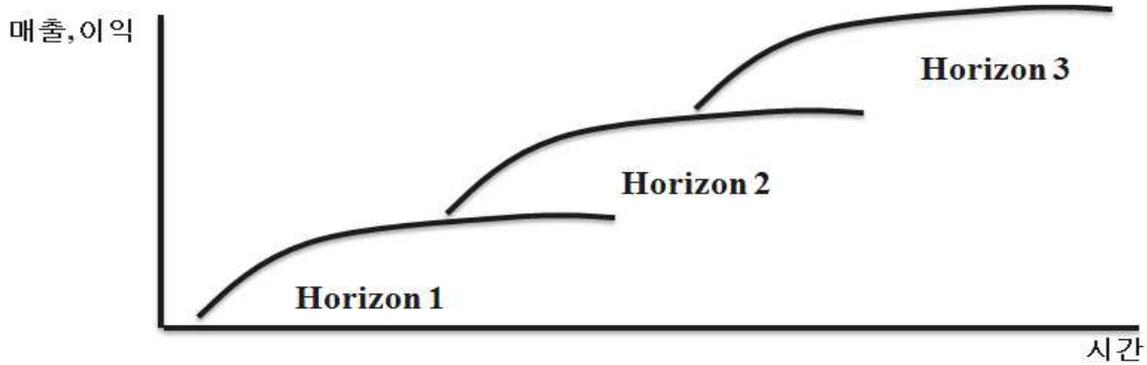
주: 과점도=각 산업별 3대 기업의 매출 합 / 산업의 총 매출, 컴퓨터는 3대 기업의 매출이 산업의 매출을 상회

시장을 과점하게 되면 산업 내 지위가 증가하여 생산자와 소비자 모두에게 협상력이 높아지고, 신규 진입자의 시장진입을 더욱 어렵게 하여 안정적으로 고수익을 추구하는 발판이 된다. M&A는 빠르게 변화하는 경영환경에서 과점화의 이익을 누릴 수 있는 도구로서 사용되는 것이다. 네덜란드의 철강회사인 Mittal이 제철소 한 번 짓지 않고 1989년 이후 16년간 기업규모를 295배 늘릴 수 있었던 이유도 공격적인 M&A 때문이다. Mittal은 1992년부터 세계 각국의 철강회사 인수를 통해 급부상하여, 2004년 미국 ISG를 인수하여 세계 1위 철강업체가 된 후 2006년 세계 2위의 철강업체인 프랑스 아르셀로까지 인수하며 절대적인 시장 점유율을 차지하였다.

## 2. M&A의 동인

지속적인 성장을 추구하는 기업에게 M&A는 끊임없는 기회의 수단으로 작용한다. Baghai et al.(1996)이 제시한 세 시기에 걸친 성장 전략에서 각 시기에 맞는 M&A 기회를 모색할 수 있다(<그림 2>). 초기 수익성에 중점을 둔 핵심사업 단계(Horizon 1)에서는 경쟁자를 제거하는 수단으로서 동일 산업 내 타업체 M&A를 시도할 수 있다. 기업은 M&A를 통해 산업 재편(Industry Consolidation)과정을 선도할 수 있다. 본격적인 매출 증진과 사업 확장에 전념하는 시기(Horizon 2)에서는 관련업체 M&A를 통해 경쟁력을 강화시키고 신사업을 성장동력으로 만들 기회를 얻을 수 있다. 좀 더 실험적인 시도가 필요한 미래사업 개발 단계(Horizon 3)에서는 씨앗산업으로 육성시킬 수 있는 다양한 시나리오를 시험해보는 기회로서 M&A를 사용할 수 있을 것이다. 불확실성이 높은 시기에서는 리얼 옵션적 M&A가 다양한 사업을 자체 개발 및 진행하는 것보다 더 효율적이고 효과적이다.

<그림 2> 지속적 성장을 위한 M&A 기회



사업단계	현재 수익성에 중점을 둔 핵심사업	매출 증진에 중점을 둔 신규사업	미래사업 전개를 위한 옵션 개발
중점사항	수익성	매출 및 시장점유율 성장, 자본효율성	성장 잠재성을 가진 다양한 시나리오
M&A 기회	구조조정 또는 관련 사업 진출을 위한 M&A	3~5년 후의 성장동력 확보 차원의 M&A	5~10년 후의 핵심사업 발판을 위한 벤처 M&A

자료: Baghai et al.(1996)

비슷한 맥락에서 Penrose(1995)는 M&A가 일어나는 동인을 크게 두 가지로 설명한다. 첫째는 내부 개발보다 M&A를 통한 성장이 더 경제적인 경우이고, 둘째는 원하는 역량을 내부 개발을 통해서 얻을 수 없는 경우이다.

첫 번째 경제적인 동인은 인수회사가 M&A를 통해 얻을 수 있는 경제적인 가치가 M&A에 지불하는 비용보다 크다는 것을 의미한다. 따라서 M&A를 통해 얻을 수 있는 가치창출효과를 적절하게 평가하여 인수할 경우 주주 이익을 비롯한 기업 가치에 긍정적인 영향을 미칠 수 있을 것이다. 재무영역 논문들에서 M&A의 경제적 효과가 검증된 바 있으며, 대표적인 예로 Jensen & Ruback(1983)은 M&A가 인수기업과 피인수기업 모두에게 좋은 영향을 미쳐 인수기업의 주주이익을 상승시킨다고 밝히고 있다. 하지만 경제적 동인에 대한 분석은 대부분 합리적 인간과 완전 시장을 전제로 한 경제학자의 이론에 바탕하고 있다. 비합리적 판단을 고려하면 인수기업의 경영진, 특히 인수기업의 CEO가 자신의 역량에 대한 과신으로 인수논리를 잘못 인식할 수도 있으며(Haspeslagh & Jemison, 1991), 이 경우 인수 프리미엄을 과도하게 지불하게 된다(Hayward & Hambrick, 1997). 따라서 인수를 통해 얻을 수 있는 가치창출 효과를 정확하게 진단하여 인수 비용을 산정하는 것은 인수의 성공에 결정적인 요인 중 하나일 것이다.

두 번째 역량을 위한 M&A는 인수회사가 M&A를 통해 얻을 수 있는 피인수회사의

역량에 집중하고 있다. 일본기업이 미국에 진출하는 방법을 살펴보면, 역량이 뛰어난 일본 기업의 경우 직접 진출(Greenfield)을 택하는 반면 역량이 상대적으로 낮은 기업은 M&A를 택했다(Hennart & Park, 1993). 특히 얻고자 하는 역량이 특허와 같이 모방이 불가능한 역량이거나 조직 내부에 암묵적으로 존재하고 있어 파악 및 모방이 어려운 핵심역량인 경우 이를 얻기 위해 M&A를 사용할 수 있다. 시스코는 상대기업이 보유한 기술을 6개월 이내에 자체 개발할 수 없다는 판단이 서면 M&A를 추진한다고 알려져 있다. 실제로 많은 기업이 우수한 기술 전문가들을 영입하고, 새로운 기술을 얻으며, 신제품 개발 등의 기능을 잘 수행하는 팀을 얻으려는 목적으로 M&A를 시행하고 있다. (Kozin & Young, 1994) 이 경우의 M&A에서는 피인수기업이 가진 역량을 보존하고 흡수하는 인수 후 통합과정이 M&A의 성패를 좌우할 것이다.

### 3. M&A 진행 과정

M&A의 진행과정은 일반적으로 <그림 3>과 같이 도식화할 수 있다. 첫 번째 과정인 전략적 적합성 평가는 산업 구조와 경제 분석, 기업내부 역량 분석을 통해 해당 인수를 통해 얻고자하는 전략적인 목표를 뚜렷이 하는 과정이다. 이 과정에서 주요 위험요소와 협상결렬요인(deal breakers)을 파악해야 하며, 적절한 M&A 형태와 자금조달 방안 역시 수립하여야 한다. 내부적으로 자금조달이 불가능할 경우 외부 장·단기 투자 자금을 통해 자금을 조달할 수도 있다. 두 번째 단계인 대상기업 선정 단계는 대상 기업의 시장성, 경쟁관계, 보유 역량, 재무적 상황 등을 총괄적으로 고려하여 가장 적합한 대상을 선정하는 과정이다. 기업을 선정한 이후에는 해당 기업에 대한 가치평가(Valuation)를 시행한다. 가치평가 시에는 M&A를 통해 얻을 수 있는 잠재적인 시너지(Synergy)와 구조조정 기회에 대한 가치평가도 포함되어야 한다. 인수기업의 재무적 상태도 가치평가에 포함되어야 하는데, 재무 상태가 사업주기의 최악의 상황에서도 견딜 수 있는 수준이거나, 기대 수익률이 회사의 내부 최소요건을 충족하는 수준일 경우에만 투자하는 것이 안전하다. 그 외에도 기업의 신용, 무형자산, 사업 분야의 전망, 조직의 역사 등을 충실하게 고려해야 하므로 가치평가를 객관적이고 정확하게 시행하는 것은 매우 어려운 작업이다. 많은 기업들이 정확한 가치평가에 실패하여 너무 많은 비용으로 M&A를 시행하여 결과적으로 실패하는 사례들이 많으며, 따라서 가치평가 부분은 다음 장에서 별도로 그 중요성과 구체적 시행 방식에 대해 알아보하고자 한다. 가치평가 이후 협상을 통해 실제 거래를 진행하며, 마지막 다섯 번째 단계는 M&A 거래 이후 조직의 통합 과정이다. 조직 통합과정은 인수대상 기업의 역량을 유지 및 이전시키고 예상했던 시너지를 달성시키는

과정으로, 필수적인 과정이지만 많은 기업들이 어려움을 겪는 과정이기도 하다. 인수 후 통합과정에 대해서도 다음 장에서 자세히 살펴보기로 한다.

<그림 3> M&A의 단계



### III. M&A 성공 전략

M&A는 유용한 경영 수단이나 성공 가능성이 낮다. 미국에서 발생한 5억 달러 이상 크기의 M&A 케이스 150건을 평가한 Business Week 자료<sup>5)</sup>에 따르면, 50%가 주주의 부를 잠식하였으며 1/3은 매우 적은 수익을 창출하였고, 단 17%만 상당한 수익을 창출하였다. 즉 83%의 M&A는 성공적인 거래로 간주할 수 없었던 것이다. 다른 조사기관의 자료(<표 2>)에서도 대부분 높은 실패율이 나타나 M&A에 철저한 준비와 분석이 필요하다는 것을 알 수 있다.

<표 2> 조사기관 별 M&A 성과

조사기관(조사년도)	M&A 성과	조사대상
KPMG(2001)	30%는 가치 상승, 39%는 변화 없음, 31%는 가치 하락	700건의 국경간 거래(1997-1999) 를 실행한 118개의 기업 대상
McKinsey(2001)	65-70%는 주주가치 증진에 실패, 40%는 원가 시너지 창출 실패	193건의 거래(1990-1997) 대상
A.T.Kearney(1999)	58%가 주주가치 감소	115건의 대형 거래(1993-1996) 대상
Booz-Allen & Hamilton (2002)	53%가 기대에 못 미침, 47%는 공표한 목표 달성에 실패	밝히지 않음
Sirower BCG(2002)	61%가 1년 후 주주가치를 감소	302건의 거래(1995-200) 대상
MAPI(1999)	54%는 성공적, 24%는 거의 변화 없음, 11%는 실패	80명의 임원 대상 설문조사

자료: Pautler(2003)

5) Zweig, Philip L., "The Case Against Mergers", Business Week(October 30, 1995), 122-30

M&A의 실패요인으로서는 기업간 문화차이, 불분명한 M&A 목표 등 다양한 요인이 지적되고 있다. 그 중 Bain & Company가 M&A에 실패했던 경험을 가진 250명 CEO를 대상으로 실패원인을 조사한 결과 통합과정의 장애(67%)와 시너지 효과의 과대평가(66%)가 가장 큰 원인으로 지적된 바 있다(<표 3>). 통합과정의 장애는 인수 후 통합과정의 어려움으로, 시너지 효과의 과대평가는 적절한 기업가치 평가의 어려움이라고 볼 수 있을 것이다. 해당 조사에서 주목하는 다른 장애요인의 경우에도 기업가치 평가과정(실사과정에서의 실수, 피인수 기업의 매력도 과대평가 등)과 인수 후 통합과정(경영진 통합 어려움과 주요 직원의 이탈)에서 해결되어야 할 문제들임을 알 수 있다.

<표 3> M&A 장애 요인

주요 원인	응답률(%)
통합 어려움의 과소평가	67%
시너지 효과의 과대평가	66%
경영진 통합 어려움과 주요 직원의 이탈	61%
실사과정에서의 실수	50%
피인수기업의 매력도 과대평가	50%
전략적 적합성 판단 실패	45%
시장 환경의 변화로 거래 매력도 감소	41%
거래의 희소성으로 인한 성사예의 욕심	36%

출처: Bain & Company survey(2002)

M&A 거래의 성공에 결정적인 영향을 미치는 두 가지 요인-기업가치 평가와 인수 후 통합은 앞에서 언급한 M&A의 두 가지 동기वाद 밀접하게 연결되어 있다(Ahern & Weston, 2006). 즉 경제적 성장수단으로 M&A를 볼 경우 정확한 기업가치 평가가 반드시 전제되어야 하며, 역량확보 수단으로 M&A를 시도할 경우 역량을 유지 및 흡수하기 위해서는 인수 후 통합과정이 매우 중요할 것이다. 따라서 본 장에서는 기업가치 평가와 인수 후 통합과정에 집중하여 두 과정의 중요성, 핵심고려사항, 성공요인 등을 살펴보고자 한다.

### 1. 본질적 가치의 정확한 계산(Valuation)

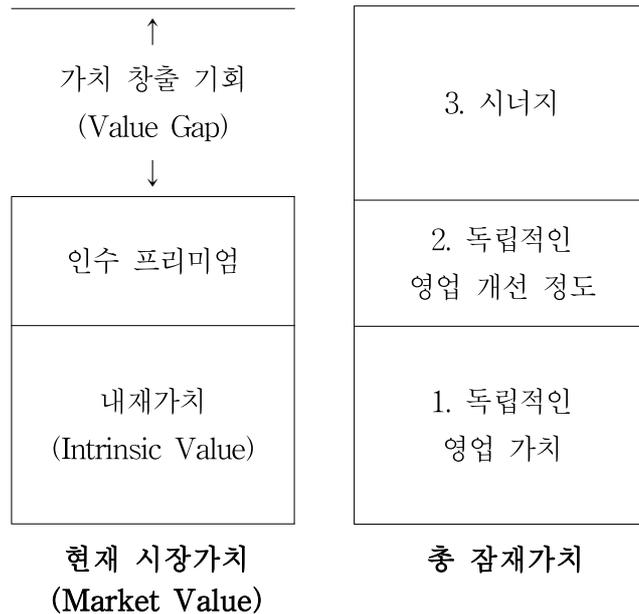
성공적인 M&A를 위해서는 기업의 본질적 가치를 제대로 계산하여 적정 가격으로 인

수해야 한다. 종종 특정 기업 인수에 대한 열망에 빠져 피인수 기업과 인수 기업 간 시너지를 과대 평가함으로써 과도한 인수 프리미엄을 정당화하는 경우도 있는데, 이 경우 기업 경영이 오히려 위험에 빠지거나 기대 만큼의 효과를 얻지 못하는 ‘승자의 저주’에 빠지게 된다(Thaler, 1988). 매출 증대 형태의 시너지는 생각한 것만큼 실현이 되지 않거나 시간이 오래 걸리는 사례가 많으므로 보수적으로 계산해야 한다. 보수적으로 계산한 시너지와 구조조정을 통한 가치 창출액보다 인수 프리미엄이 크면 인수를 포기해야 ‘승자의 저주’를 피할 수 있을 것이다.

가. 거래의 전략적 총 가치

M&A 거래로 인한 총 잠재가치는 분명 피인수기업의 내재가치를 증가할 수 있으나, 각각의 가치 요소들과 그 정도는 정확한 분석에 기반하여야 한다. <그림 4>에서 나타나는 바와 같이 거래의 총 잠재가치는 독립적인 영업가치 외에 독립적인 영업개선 정도, M&A로 인한 시너지로 구성될 수 있다. M&A를 통해 창출되는 순 가치(Net value created by M&A)는 영업개선과 시너지를 통한 총 추가가치 부분에서 인수 프리미엄을 제한 것이 될 것이며, 시너지와 구조조정 등을 통한 가치 창출액보다 인수 프리미엄이 작아야 M&A가 성공적이라고 평가될 수 있다.

<그림 4> M&A 거래의 전략적 총 가치



(1) 내재가치(Intrinsic Value)

기업의 내재가치는 M&A와 별개로 피인수기업이 계속 사업을 지속하였을 때 갖게 되는 가치로 독립적인 영업 가치로도 표현할 수 있다. 크게 자산을 기반으로 평가하는 원가방식과 수익을 기반으로 평가하는 수익방식으로 나눌 수 있다. 원가방식은 장부가치(book value), 시가조정가치(adjusted value), 청산가치(liquidated value)등을 통해 평가하며, 수익방식은 현금흐름(DCF value), 이익할인가치(discounted net income), 배당할인가치(discounted dividend payout)등을 통해 평가할 수 있다.

(2) 시장가치(Market Value)

M&A가 빈번히 이뤄지면서 M&A 거래는 하나의 시장으로 존재하여 상품가격 결정 메카니즘이 형성되어 있다. 즉, 시장 참여자들의 해당 기업에 대한 가치평가에 따라 가격이 정해지며, 일반적으로 주가(share price), 유사기업과 비교한 상대가치, 시장승수(EBIDTA) 등의 지표를 기준으로 정해진다. 일반적으로 기업의 내재가치보다 시장가치가 크며, 이는 인수 프리미엄에 반영된다(Eccles, Lanes & Wilson, 1999).

(3) 시너지(Synergy Value)

내재가치와 시장가치가 피인수기업이 자체적으로 개선할 수 있는 잠재력을 반영하고 있다면, 시너지는 피인수기업과 인수기업이 통합되면서 만들어 낼 수 있는 추가적인 가치를 의미한다. 시너지는 그 유형과 발생 원인이 다양하고 정확한 평가가 어렵기 때문에 M&A에서 중점적으로 살펴볼 필요가 있다.

(4) 가치창출 기회(Value Gap)

총 잠재가치에서 지불한 비용을 감한 부분이 가치창출 기회이다. 시너지에 대한 과대평가 등의 이유로 프리미엄을 과도하게 지불한 경우 총 지불한 비용이 잠재가치보다 커지므로 가치창출 기회가 없어질 것이다. 가치평가 단계에서 가장 염두하여야 할 부분은 M&A의 목표가 가치 창출이며, 따라서 가치창출 기회를 양으로 만드는 가격을 설정하여야 한다.

나. 시너지의 가치 평가

Ansoff (1965)는 만약 기업의 제품 및 시장이 관련성이 전혀 없다면, 매출, 비용, 그리고 수익과 같은 기업활동의 결과물은 개별적 제품 및 시장에서 나오는 산출물의 단순 합이 될 것이지만, 만약 기업의 제품 및 시장이 관련성이 있다면 결합효과로 인한 시너지

지가 발생할 것이라고 보았다. M&A에서 시너지는 결합된 두 기업의 가치와 각 개별기업 가치의 합 사이의 차이로, 전략적 M&A는 시너지에 대한 긍정적 전망에서 비롯된다. 특히 두 기업의 보완적인 자산이 결합되면서 각 기업의 지리적, 제품적 빈틈을 메워 강력한 새 기업을 만들 수 있다는 희망은 M&A의 큰 동기중 하나이다(Hitt, Harrison, & Ireland, 2001).

그러나 시너지에 대한 과대평가는 M&A의 가장 큰 실패요인으로 꼽히고 있으며, 특히 원가절감이나 매출 증대에 대한 시너지는 시간이 오래 걸리며 그 달성 가능성도 낮다(Harding & Rovit, 2004). 시너지에 대한 실망이 누적되면서 시너지를 가치평가에 반영하지 않는 극단적인 경우도 나타나게 되었다. 시너지가 M&A에서 큰 가치를 창출할 수 있는 가능성이 있으므로 이를 가치평가에서 배제하는 것은 너무 극단적이거나, 시너지를 정확히 측정하는 활동이 어렵고, 실제로 달성하기도 매우 어려우므로 보수적이고 장기적인 평가를 통해 안전한 가치평가를 해야 할 것이다.

#### (1) 시너지의 유형

Goold & Campbell(1998)에 따르면 시너지는 다음의 6가지 영역에서 발생된다. 첫째는 유형자산의 공유로 공장시설의 공유, 연구 설비의 공유가 이에 해당한다. 유형자산의 공유를 통해 기업은 중복활동을 피하고 규모의 경제를 달성하여 원가를 절감하는 효과를 얻는다. 동일 혹은 연관 산업 내 M&A의 경우 이러한 유형자산 공유를 통한 원가절감이 인수 시너지의 많은 부분을 차지하게 된다. 두 번째는 노하우의 공유로 특정 프로세스, 기능, 지역에 대한 지식 공유가 이에 해당한다. 이러한 노하우는 매뉴얼이나 정책으로 문서화되어 있을 수도 있지만, 대부분의 경우 문서화 되지 않고 조직 내에 암묵적으로 존재하므로 M&A는 노하우 습득에 좋은 수단이 될 수 있다. 세 번째는 협상력의 증가이다. 구매력이 증가하고 시장 내 지위가 향상되면서 기업은 원가절감 이상의 효과를 누리게 되는데, 이는 협상력의 증가로 표현할 수 있다. 즉, 공급자에 있어서는 원가를 절감하고 공급물의 질을 향상시키고 맞춤화(customization)를 가능하게 하며, 고객, 정부와 같은 다른 집단에 미치는 영향도 함께 증가하게 된다. 협상력의 증가는 그 힘이 큰 반면 측정하기는 어렵다. 네 번째는 전략적 협력(Coordinated strategies)으로, 두 기업이 연합하면 별도로 대응하던 시장에서 더 큰 경쟁력을 가질 수 있다. 두 기업이 영역을 달리하여 내부경쟁을 지양하되 공동의 경쟁자에 협력하여 대응하면 시너지를 발생시킬 수 있다. 그러나 이러한 협력은 기업 간 자율성과 균형을 이뤄야 하므로 달성이 어려운 영역 중 하나이다. 다섯 번째는 수직적 통합(Vertical integration)이다. 시장이 비효율적일 경우 수직적 통합을 통해 기업은 안정적인 수요 및 공급을 확보하고 내부 거래를 통해 정

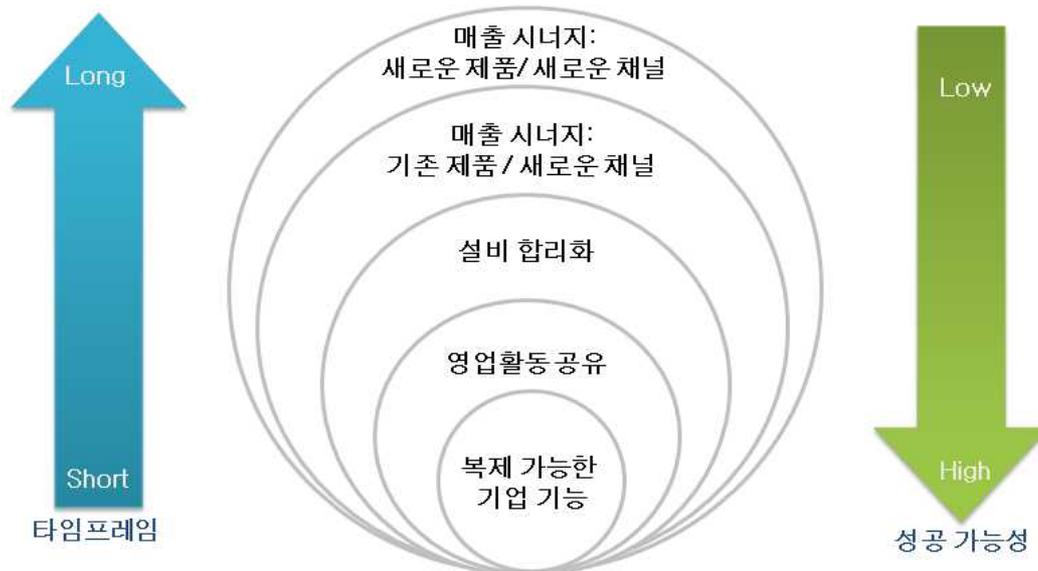
보비용등을 줄일 수 있으며 정보 교환을 통해 신제품 개발 등에 혜택을 얻을 수 있다. 여섯 번째는 신사업 공동 창출로, 서로 다른 영역에서의 노하우와 역량을 결합하여 신사업 영역을 만들어 내는 시너지를 말한다.

(2) 시너지 달성 시기 및 가능성

신사업 공동 창출로 인한 매출 시너지의 경우에는 그 발현까지 시간이 오래 걸리며 성공가능성도 낮다. 반면 유형 자산의 공유는 상대적으로 적은 시간에 효과가 나타나며 성공 가능성도 높다. 따라서 시너지의 가치를 평가할 때에는 각 시너지의 속성에 중점을 두어 그 달성 시기와 가능성에 대해서도 고려하여야 한다. Harding & Rovit(2004)은 M&A시 발생가능한 시너지들을 그 시기와 성공가능성을 중심으로 동심원으로 나타내었다(<그림 5>).

법적, 재무적 자원의 경우 복제 가능한 기업기능으로 인수 후 이를 이용하는데 큰 어려움이 없는 반면 시너지의 크기는 크지 않다. 판매망, 지역적 비용을 공유하여 얻는 시너지의 경우 고객과 연결되어 있어 복제 가능한 기업기능보다는 오래 걸리고 달성이 어렵지만 많은 기업이 M&A를 통해 달성하고 있다. 반면 기존 제품으로 새로운 채널에 진입하거나, 새로운 제품으로 새로운 채널에 접근하여 연계되는 매출 시너지의 경우 시너지를 통해 얻는 가치는 매우 큰 반면 달성이 오래 걸리고 그 성공률도 매우 낮다.

<그림 5> 시너지 가치평가



출처: Harding & Rovit(2004)

\* 각 원의 크기는 시너지를 통해 창출할 수 있는 가치를 나타낸다.

매력적인 시너지의 경우 시간이 오래 걸리고 성공 가능성이 낮다는 사실은 시너지에 대한 가치평가에 신중해야 한다는 의미 외에, 해당 시너지를 타 기업보다 단기간에 보다 잘 달성해 낼 수 있다면 인수 시 얻을 수 있는 가치 역시 더 크다는 것을 의미한다. 따라서 시너지 가치평가는 시너지의 속성이 함께 고려되어야 할 것이다.

## 2. 인수 후 통합(Post-Merger Integration)

인수 후 통합 과정에서 피인수 기업 임직원들이 반발해 이탈하게 되면 M&A는 결국 실패로 귀결된다. Marks(1982)의 조사에 따르면 성공적인 M&A의 초점은 초기에는 전략적, 재무적 요소에 달려있으나 인수 이후에는 조직 문화와 인사 측면으로 중심이 옮겨 간다. 미국, 아시아태평양 및 브라질 등에서 M&A를 수행한 경험을 가진 190여 명의 CEO와 CFO를 대상으로 조사한 결과 역시 인수 후 통합이 M&A성과에 가장 큰 영향을 미치며, 그 과정에서 가장 중요한 것은 핵심인재 유지라고 답하고 있다.(Galpin & Hemdon, 2007) 기술 자산 획득을 위해 유럽기업이 미국 실리콘 벨리 형 기업들을 인수 하는 경우에도 가장 큰 난관으로 지적되는 것은 피인수기업을 통합 및 통제하는 활동이다.(Inkpen et al., 2000)

### 가. 통합 수준을 결정하는 요인

M&A 이후 인수 기업은 피인수 기업의 지식과 인력을 그대로 유지시키기 위해 해당 조직을 존중하여 낮은 통합의 정도를 유지하는 경우가 있는 반면, 구조조정이나 시너지를 통한 가치가 크다고 판단하여 피인수기업에 많은 변화를 주어 적극적으로 통합시키는 경우도 있다. 너무 낮거나 너무 높은 통합을 추구할 경우 의도했던 시너지를 일으키지 못하고 심지어 가치를 파괴시키므로, 인수 후 어떤 수준의 통합 전략을 취할 것인가의 문제는 성과에 결정적으로 영향을 미치는 요인이다(Pablo, 1994).

#### (1) 투자 논리(investment thesis)

Harding & Rovit(2004)은 거래 목적을 적극적 투자, 범위의 확대, 규모의 확대로 나누어 세가지 목적에 따라 통합 전략이 달라져야 한다고 주장하고 있다(<표 4>). 기능의 중복 영역이 낮은 범위의 확대의 경우 두 기업의 조직을 일부 유지하며 적절히 융합되 피인수기업의 경영진을 많이 유지시키는 선택적인 통합을 고려할 수 있다. 반면 기능의 중복이 높은 규모의 확대에는 피인수 기업을 완전히 통합하고 피인수기업의 경영진을 상대적으로 적게 유지시키는 포괄적인 통합이 유효하다고 주장하고 있다.

<표 4> 투자 논리에 따른 통합 한도

투자주체	사모펀드	기업	
		범위의 확대	규모의 확대
투자논리	적극적 투자	범위의 확대	규모의 확대
중복기능	낮음	중간	높음
이상적인 통합정도	- 최소한의 통합(기존 문화의 유지 및 증진)	- 선택적인 통합(다른 두 문화를 유지하되 필요한 부분에 있어 통합 시도)	- 포괄적인 통합(지배적 문화 수용 혹은 최선의 문화를 위한 통합)

출처: Harding & Rovit (2004)

### (2) 조직 문화의 차이

두 회사의 문화적 차이는 인수의 성패를 가늠하는 중요한 요소로, 두 기업 간 문화적 차이에 대한 인식이 M&A 결과의 유의한 예측지표라는 점은 실증 분석을 통해 검증된 바 있다(Chatterjee et al., 1992). 국제 M&A에서 보다 세심한 통합이 요구되는 이유 역시 조직문화 통합은 물론 인종적·국가 문화적 차이도 고려해야 하기 때문이다.

Weber et al.(1996)은 두 조직의 국가와 기업문화에 차이가 크면 통합 비용이 커지고 시너지에 부정적인 영향을 끼친다고 주장하였다. 그러나 Morosini et al(1998)은 문화적 차이라는 것은 곧 배울 수 있는 역량이 다르다는 것을 의미하며, 서로 다름에서 얻은 시너지가 인수 후 기업 성과를 개선시킨다는 상반되는 연구를 제시했다. 상반되는 두 연구를 해석하기 위해 Slangen(2006)은 인수기업이 의도하는 인수 후 통합 수준이 국가 간 문화적 거리와 성과간의 관계를 조절한다는 결과를 제시했다. 즉, 국가 간 문화적 거리가 높을 경우, 통합수준이 낮으면 성과에 긍정적인 영향을 미친다는 것으로, 두 기업의 국가적 문화가 다를수록 인수 후 통합 정도가 낮아지는 것이 바람직하다.

### (3) 피인수기업 임직원의 수용도

과거 한국·일본 기업의 구미 선진 기업 인수가 대부분 실패로 끝난 원인은 인수 기업이 피인수 기업 임직원 수용도를 고려하지 않고 빠른 통합을 절대선으로 생각하여 본사 통제 아래 점령군 행세를 하는 우를 범했기 때문이다. 대표적으로 1990년 일본의 마쓰시다는 미국의 MCA를 61억 달러에 인수했으나, 국가 간 기업문화에 대한 이해 부족으로 피인수기업의 인적자원 관리에 실패하여 M&A의 목적을 달성하지 못하였다. 일반적으로 빠른 통합이 좋지만, 한국 기업이 선진국 기업을 인수할 때는 피인수 기업 임직

원들이 거부감을 가지는 일이 많기에 이들을 존중하면서 마음을 사는 방식으로 접근하는 보다 점진적이고 겸허한 통합 방식이 요구된다.

#### 나. 핵심인력 이탈 방지 노력

통합 수준을 신중하게 고려해야하는 중요한 이유는 피인수기업의 저항을 최소화하여 핵심인력을 보존하기 위함이다. 핵심인력 이탈 방지를 위한 세부적인 방안으로는 첫째, 실사과정 시 핵심인력 파악이다. 핵심인력에 내재된 역량을 얻기 위해서는 기존 핵심인력을 파악하여 이들의 이탈을 사전에 방지할 필요가 있다. Barclays Bank의 경우 Lehman Brothers를 12억불에 인수한 후, 핵심인력 유지에 대한 보너스(Retention Bonus)로 16억불을 지불한 바 있다. 둘째, 호의적인 인수 태도이다. 적대적 인수는 경영진 교체를 가져오고, 인수 후 통합 과정에도 부정적으로 작용한다(Walsh, 1989; Jemison & Sitkin, 1986). 인수 과정에서의 호의적인 태도는 피인수기업의 우수한 인력과 함께 일할 수 있는 기회를 제공하는 주요한 요인이다. 셋째, 피인수기업의 CEO등 핵심 임원을 유지하거나, 피인수 기업의 핵심인력을 PMI 과정에 참여시키는 방안이다. 이들은 인수기업과 피인수 기업 간의 연결고리 역할을 하며 상호 조직에 대한 이해를 높이고 피인수 기업에 맞는 임직원 충성도 프로그램 개발을 가능케 하여 피인수기업 인력 이탈 위험을 낮출 수 있을 것이다.

## IV. 사례 연구

### 1. 론-플랑(Rhone-Poulent)

1985년 당시 론-플랑사는 기초 화학부터 제약에 이르기까지 다양한 제품을 생산하는 세계 12위의 프랑스 최대 화학회사였다. 매출액이 748억 달러에 이르고 세계에서 12위의 업체였지만, 미국의 경쟁자에는 한참 뒤떨어져 있었으며 그 지리적 영역 역시 유럽으로 한정되어 있었다. 시장 확대와 공격적인 성장을 위해 론-플랑사는 M&A를 성장수단으로 택하였다. 1986년부터 1991년까지 미국에 집중하여 18개의 M&A를 성사시켰고, 미국의 매출비중을 3%에서 20%까지 성장시켰다. 일련의 M&A이후 1990년에 론-플랑사는 매출액이 2배로 증가하여 세계 7위의 위치로 성장하게 된다.

론-플랑의 M&A사례는 단기간에 공격적으로 엄청난 인수를 추진했다는 점에서도 충분히 놀랍지만, 피인수 기업들의 제품군이 농업화학, 기초화학, 특수화학, 무기화학 등

다양하게 분포되어 있으며 각기 다른 경쟁우위를 가지고 있었다는 점에 주목할 필요가 있다. 또한 각 기업이 처한 재무적, 역사적 환경이 달라 종업원의 태도 등 다른 변수들도 피인수 기업에 따라 큰 차이를 보였다. 특히 1986년 5.7억 달러에 인수한 미국 기반의 세계적인 농업제품회사인 UCAP(유니언 카바이드)사와 1987년 5.2억 달러에 인수한 미국 기반 Stauffer사의 기초화학 사업부는 사업 영역부터 기업 분위기 및 환경까지 큰 차이를 보였다. 론-플랑은 M&A사례는 이러한 피인수기업들의 차이를 충분히 인식하고, 개별 인수건의 특성에 따라 유연하게 대응하였다는 점에서 큰 가치를 갖는다.

### 가. M&A를 통한 시너지

피인수기업들의 사업 분야, 지역, 경쟁우위가 모두 다른 만큼 각 M&A로 인한 시너지 효과도 모두 다르게 평가할 수 있다. UCAP사의 경우 론-플랑사와 30개국에서 중복되는 조직이 있었으므로, 해당 조직을 합병 및 합리화하는 과정에서 큰 원가절감 효과를 가져올 수 있었다. 또한 UCAP사와 론-플랑사의 주요 제품은 상호보완적 제품으로 UCAP사의 제품을 론-플랑사의 주 시장인 유럽에 유통하고 론-플랑사의 주요 제품은 UCAP사의 주 시장인 미국에 유통함으로써 매출 증대 효과도 가져올 수 있었다. 즉 세계적인 네트워크를 이용하여 전 세계적 시장 확대라는 시너지 효과를 창출한 것이다. 반면 Stauffer사 기초화학 부문의 경우 기존 론-플랑사와 제품군이 같았으므로 규모의 경제를 달성하여 원가를 절감하고, 생산량과 판매량을 증가시켜 시장에서의 입지를 강화하는 효과가 주요 시너지의 원천이었다. 또한 동종사업 분야이므로 해당 부문에 대한 지식을 공유하는 활동도 가능하여 해당 부문에서의 핵심 경쟁력을 강화하는 효과를 기대할 수 있었다.

### 나. 인수 후 통합 전략

론-플랑사의 M&A사례에서 가장 주목할 점은 피인수기업과의 지역적/제품적 보완성, 종업원들의 태도 등을 고려하여 통합과정의 방식과 속도를 유연하게 조정했다는 점이다. UCAP(유니언 카바이드)사 인수의 경우 지역/제품 측면에서 상호보완적이었으며 보팔 참사 후 사기가 저하된 종업원들의 환영 분위기에 힘입어 높은 수준의 통합을 조기에 달성할 수 있었다. 반면 Stauffer사 인수의 경우에는 피인수기업의 자율성을 보장하는 hands-off 전략을 사용했는데, 그 배경에는 2년 동안 4번의 피인수로 인한 종업원들의 냉소적인 태도가 있었다. 뿐만 아니라 Stauffer사와는 중심 관할 지역이 서로 달라 다른 지역에서 오는 문화적 차이점을 감안하여 점진적이고 장기적인 통합 전략을 추구하였다. 정밀화학 분야의 벤처 기업 인수에 대해서는 또 다른 통합 입장을 취했다. 벤처기업의 경우 기업가

정신 및 핵심인재 유지가 가장 중요했으므로 자율성을 최대한 보장하고 일부 공유가능 활동의 통합만을 추진하여 원가 절감을 도모하는 정도로 통합 수준을 낮추었다.

## 2. 두산

두산은 2001년 한국중공업 인수를 시작으로 9년간 13개의 M&A를 진행해 왔다(<표 6>). 이 과정에서 두산은 세계적인 ISB(Infrastructure Support Business)업체가 되었는데, 인수 이전에 두산이 맥주 등 소비재 중심 업체였던 점을 고려하면 ISB 영역의 역량은 오로지 M&A를 통해서 얻은 것이라 할 수 있다.

<표 6> 두산 M&A 일지

피인수기업	인수년도	금액	주요 사업내용
한국중공업(두산중공업)	2001	3,057억 원	발전, 담수 플랜트, 주단조
고려산업개발(두산건설)	2003	3,364억 원	종합건설
대우종합기계(두산인프라코어)	2005	1조6,880억 원	건설,산업,공작기계
미국 AES(두산하이드로테크놀로지)	2005	60억 원	수처리사업 원천기술
루마니아 크베너 IMGB(두산 IMGB)	2006	146억 원	주단조
연합캐피탈(두산캐피탈)	2006	680억 원	할부금융,리스
영국 미쓰이밥콕(두산밥콕)	2006	1,600억 원	발전소 보일러 원천기술
중국 연화유화기계	2007	26억 원	휠로더
미국 CTI	2007	58억 원	친환경 엔진기술, 특허
미국 잉거솔랜드 3개사업부 (Bobcat,Attachments,Utility)	2007	49억 달러 (약4조5천억 원)	소형 건설장비
동명모트롤(두산모트롤)	2008	1040억 원	유압기, 굴삭기용 핵심 부품
노르웨이 목시(Moxy) 엔지니어링	2008	5,500만 유로 (약 853억 원)	대형덤프트럭
체코 스코다 파워(Skoda Power)	2009	4억5000만유로 (약 8000억 원)	터빈 원천기술

출처: 두산 공시자료 및 언론 보도

두산은 M&A를 가장 효율적이고 빠른 성장수단으로 인식하고 있으며, 실제로 M&A를

통해 2000년 3.4조원이던 매출을 2007년 18.6조 원으로 5배 이상 성장시켰다. 특히 2007년에는 미국 잉거솔랜드 3개 사업부를 4조 5천억 원에 인수하여 소형기계 부문의 시장 지배력을 크게 높였다.

### 가. M&A를 통한 시너지 평가

두산의 첫 M&A인 한국중공업 인수가 두산의 중공업 사업 진출의 교두보였다면, 이후 시행된 일련의 M&A들(고려산업개발, 대우종합기계 등)은 연관분야로 신속하고 확실하게 진출하여 인프라 지원 사업(ISB) 분야에서 확고한 시장 지위를 갖추는 기반이 되었다. 특히 2007년에 시행된 미국 잉거솔랜드의 소형 건설기계부문인 밥캣(Bobcat)의 인수는 세계적으로 두산의 지위를 강화시키는 데 큰 몫을 했다. 두산은 제품 측면에서는 중·대형 건설기계 부문, 시장 측면에서는 중국을 비롯한 아시아와 중동 지방에서 시장 지위가 높은 반면, 밥캣은 제품 측면에서는 소형 건설기계, 시장 측면에서는 유럽과 미주 지방에서 시장 지위가 높아 서로 보완적 자산의 획득으로 매출 시너지를 기대할 수 있다. 또한 두산이 그 시장지위에 비해 브랜드 자산이 낮은 반면 밥캣은 오랜 역사를 바탕으로 높은 브랜드 가치를 가지고 있어 브랜드 자산의 공유도 기대할 수 있다. 그러나 앞에서 살펴본 바와 같이 매출 시너지는 설비나 복제가능 자산의 공유와 달리 발현되기까지 시간이 오래 걸리고 성공적으로 달성될 확률도 낮아 시너지에 대한 보수적인 가치평가가 필요한 영역이었고 미국의 부동산 버블 붕괴의 조짐이 보이는 상황에서 다소 과도한 인수비용을 지불함으로써 글로벌 경제/금융 위기의 와중에서 재무적으로 어려움을 겪기도 하였다.

반면 미국 AES, 영국 미쓰이 밥콕, 체코 스코다 파워와 같은 기술 집약적인 기업에 대한 M&A는 그 목표가 피인수기업의 기술 자산임을 알 수 있다. 특히로 보호된 기술 자산을 획득하고, 장기간의 R&D를 요하는 기술적 핵심 역량을 빠르게 얻을 수 있는 방법으로 두산은 M&A를 택한 것이다. 이 경우 기존에 지급하던 로열티를 지급하지 않는다는 측면에서 단순 원가절감의 시너지를 예상할 수 있으며, 우수한 인적 자원과 기술 자원의 이전을 기대한다는 측면에서 지식 공유의 시너지를 크게 기대할 수 있다.

### 나. 인수 후 통합 전략

경영 어려움에 처해있던 한국 기업의 인수 시에는 두산의 문화와 시스템을 적용하고 사업의 효율화를 진행하는 것이 상대적으로 용이했으나, 인지도가 낮은 한국 기업이 미국이나 유럽의 기업을 인수할 경우 직원의 낮은 수용도를 고려한 세심한 통합전략을 필요로 했다. 미국 밥캣 인수 시에는 직원이 4200명에 달하는 피인수기업에 두산 본사 직

원을 6명만 파견하고, ‘기업문화 존중, 자리보존 약속’등을 통해 직원의 반발을 최소화하려고 노력하였다. 또한 주요 시너지의 원천인 유통망과 제품의 통합은 장기간에 걸쳐 달성된다는 점을 인식하여, 빠르고 전사적인 통합보다는 단계적인 통합을 추구하였다. 중복되는 판매조직은 하나로 통합하되 그 통합 기준을 철저한 성과중심주의로 명확히 하여 피인수기업의 거부감을 최소화하면서 합리화를 달성하고자 하였다. 피인수기업의 크기가 크고 기존 문화가 확고하여 그 통합과정은 정도가 낮고 점진적으로 진행되었지만, 이는 임직원의 수용도와 발생 가능한 시너지의 원천을 고려한 전략이었다.

반면 스코다 파워와 같은 기술집약적 기업의 인수 시에는 핵심인력의 유지가 가장 중요하다는 것을 인식하여 계약 단계부터 핵심인재의 잔류를 인수 조건으로 명시하였다. 인수 이후에도 피인수기업에 최대한의 자율권을 부여하여 기업 문화와 역량을 변화시키지 않는데 초점을 맞추었다. 이 경우 기술 공유와 특허 등의 획득이 가장 큰 인수 목적이었으므로 이에 따른 최소한의 인수 후 통합이 선택된 것이다.

## V. 결론 및 제언<sup>6)</sup>

M&A는 경제적인 성장수단이자 자체 개발이 어려운 역량을 얻는 수단으로 대표적인 기업의 성장 방법 중 하나이다. 경영환경의 불확실성이 증대되고 글로벌 과점화 현상이 나타나면서 M&A의 유용성은 더욱 증가하고 있다. 특히 글로벌 경제위기 직전 몇 년간은 저금리로 인한 글로벌 유동성 과잉을 기반으로 한 문자 그대로 M&A시장의 ‘딜 히트(deal heat; 과열)’시대였다. 즉, 실수요자만이 아닌 사모펀드들까지 M&A시장에 적극 가세하여 인수합병의 프리미엄이 천정부지로 치솟던 시기였다. 따라서 이 시기에 적극적인 M&A를 시도하였던 기업들은 치열한 인수 경쟁 하에서 과도하게 높은 경영권 인수 프리미엄을 지급함으로써 ‘승자의 저주’에 빠지게 되었다. ‘승자의 저주’에 대한 우려로 인해 일각에서는 M&A에 대한 무조건적 비판과 기피현상까지 나타나고, 글로벌 경제 위기로 인해 신용경색 현상이 맞물려서 작년 하반기 이후에는 국내외에서 M&A의 건수와 규모가 급감하였다.

그러나 오히려 경제위기는 M&A 최적기가 될 수 있다. 내재가치가 우수하지만 일시적 유동성 위기를 겪고 있거나 주가가 과도하게 하락한 기업을 싸게 살 수 있는 기업 바겐세일 기간일 수 있기 때문이다. Bloomberg(2009)의 자료에 따르면 작년 하반기에 비해

6) 송재용, ‘M&A 지금이 적기다’, 매일경제 (2009년 7월 16일)를 참고하여 작성

올해 6월에는 주가 대비 인수 프리미엄이 무려 66% 격감했다. 학계나 컨설팅사 연구에 따르면 경기 침체에 낮은 가격으로 성사된 인수가 호황기에 행해진 인수보다 월등히 높은 가치를 창출했다. 따라서 자금 여력이 있는 기업에는 글로벌 경제위기와 신용 경색으로 전 세계 M&A 시장이 실수요자 위주로 재편된 시기가 인수를 통한 기업 가치 창출의 호기가 될 수 있다.

M&A를 성공적으로 수행하는 것은 물론 면밀한 전략을 전제로 한다. M&A는 명확하게 정의된 투자 논리(investment thesis)에서 출발하여야 한다. 즉, 명확한 가격의 한계를 설정하고, 인수에 대한 열망과 분위기로 인해 무리한 입찰(overbidding)을 피해야 한다. 특히 전략적 시너지는 보수적으로 계산하여야 지나친 프리미엄 지불로 인한 승자의 저주에 빠지지 않을 수 있다. 또한 실제 시너지의 발현은 인수 후 통합을 통해 나타나므로, 통합의 가치를 신속하게 구현하기 위해서 통합에 대한 계획을 최대한 조기에 착수할 필요가 있다. 그러나 빠른 통합이 절대 선은 아니며, 거래의 성격에 따라 인수 후 통합 분야, 통합 속도 및 정도를 차등화하여야 성공적인 통합을 시행할 수 있다. 피인수 기업 임직원들의 수용도에 따라서 통합의 속도와 정도를 결정하여, 문화적, 화학적 통합을 달성하고자 노력하여야 한다. 특히 선진국 기업 인수 시는 '점령군의 우'를 범하지 말고 임직원들의 마음을 먼저 사야 할 것이다.

성공적으로 시행될 경우 M&A는 학습과 지식을 확보하고 원가 절감, 매출 증대 등 다양한 시너지를 발생시키는 유용한 성장수단이다. 특히 한국 선도 기업들은 주력산업이 성숙기에 접어들어 성장성과 수익성 저하로 고민해 왔기에 지금이 인수를 통해 기존 산업의 지배력을 강화하고 신성장동력을 확보할 수 있는 전기가 될 수 있다. 다만 많은 자금 투입이 필요하고 실패 시 기업에 큰 부담을 줄 수 있으므로 M&A 전 과정에 대한 경험 축적을 통해 성공확률을 높이는 활동이 선행될 수 있을 것이다. 환경이 불확실성이 여전히 높고 인수합병 후 통합과정에 대한 자신이 없으면 일단 지분 출자나 전략적 제휴 형태로 시작하였다가 추후 M&A로 진전시키는 리얼옵션(Real-option)형태의 단계적 전략도 고려해 볼 필요가 있다.

〈참 고 문 헌〉

- 삼성경제연구소, 전략적 M&A의 배경과 성공방안, CEO information, 제374호(2002), pp1-23.
- 삼성경제연구소, 글로벌 기업의 M&A 현황과 시사점, CEO information, 제548호(2006), pp1-19.
- 한혜정, 국경간 M&A의 동향과 한국의 과제, 대외정책연구원, Vol. 7 No. 33(2007)
- Ansoff. H. Igor, Corporate strategy, McGraw-Hill Companies, 1965.
- Baghai, M. et al., Staircases to Growth, The McKinsey Quarterly, No. 4 (1996).
- Chatterjee, S. et al., Cultural differences and shareholder value in related mergers: Linking equity and human capital. Strategic Management Journal, Vol. 13, No. 5 (1992), pp 319-334.
- Eccles. Robert G., Kersten L. Lanes, & Thomas C. Wilson, Are you paying too much for that acquisitions?, Harvard Business Review, 1999.
- Timothy J. Galpin & Mark Herndon, The Complete Guide to Mergers and Acquisitions, John Wiley & Sons, 2007
- Goold, M. & Campbell, A. Deaperately Seeking Synergy. Harvard Business Review, Vol. 76, No. 5(1998), pp 131-143.
- Hamel, G., Y. Doz, et al.. Collaborate with your competitors and win. Harvard Business Review, Vol. 67, No. 1(1989), pp 133-139.
- Harding.D & Rovit.S., Mastering the Merger, Harvard Business School Press, 2004.
- Haspeslagh, P. & Jemison, D.B. Managing Acquisitions: Creating Value Through Corporate Renewal, Free Press, 1991.
- Hayward. M.L.A., Hambrick. D.C., Explaining the premiums paid for large acquisitions: evidence of CEO hubris, Administrative Science Quarterly, Vol. 42 (1997)
- Hennart, J. F. & Park, Y. R. Greenfield vs. Acquisition: The Strategy of Japanese

- Investors In The U. S. Management Science, Vol. 39, No. 9 (1993), pp 1054-1070
- Michael A. Hitt, Jeffrey S. Harrison & R. Duane Ireland, Mergers and Acquisitions, Oxford University Press, 2001
- Inkpen, A., Sundaram, A., & Rockwood, K. Cross-border Acquisitions of US Technology Assets, California Management Review, Vol. 42, No. 3(2000), pp 50
- Jemison. D.B. & Sitkin. S.B, Corporate acquisitions: A process eprspective. Academy of Management Review, Vol. 11(1986), pp 134-163
- Jenson. M.C. & Rubeck. R.S., The market for corporate control: The scientific evidence, Journal of Financial Economics, Vol. 11(1983), pp 5-50
- Kozin, M.D. & Young, K.C. Using Acquisitions to Buy and Hone Core Competencies. Mergers & Acquisitions, Vol 29 (1994), pp 21-26
- Kenneth R. Ahern and Weston J. Fred, Strategic Merger Program,
- Marks, M. Merging human resources: A review of current research. Mergers and Acquisitions, Vol. 17, No. 2 (1982), pp 38-44.
- Morosini, P., Shane S. et al.. National Cultural Distance and Cross-Border Acquisition Performance. Journal of International Business Studies, Vol. 29, No. 1(1998), pp 137-158
- Pablo, A. Determinants of acquisition integration level: A decision-making perspective. The Academy of Management Journal, Vol. 37, No. 4(1994), pp 803-836.
- Pautler. P.A. The Effect of Mergers and Post-Merger Integration: A Review of Business Consulting Literature, Working Paper(2003)
- Penrose. E, The Theory of The Growth of the Firm, Oxford University Press, 1995.
- Slangen, A. National cultural distance and initial foreign acquisition performance: The moderating effect of integration. Journal of World Business, Vol. 41, No. 2(2006), pp 161-170.
- Richard H. Thaler, Anomalies: The Winner's Curse, The Journal of Economic Perspectives, Vol. 2, No. 1. (1988), pp 191-202.
- Philip M. Rosenzweig, Rhone-Poulenc, Harvard Business School Case, No.395-

042(1995)

Walsh, J. P., Doing a deal: Merger and acquisition negotiations and their impact upon target company top management team turnover, *Strategic Management Journal*, Vol. 10 (1989), pp 307-322

Weber, Y., O. Shenkar, et al.. National and corporate cultural fit in mergers/acquisitions: An exploratory study. *Management Science*, Vol. 42, No. 8(1996), pp 1215-1227.

Zweig, Philip L., "The Case Against Mergers", *Business Week*(October 30, 1995), 122-30