

# 성공하는 M&A? 인수해야 하는 이유 명확해야



일러스트:김재규 기자 egkim@chosun.com

## M&A 성공과 실패 (下)

김수민 베인앤컴퍼니 부사장  
나지홍 경제부 기자

지난 2002년 청소용품 전문업체인 미국 존슨왁스(Johnson Wax Professional)의 CEO인 그레그 로튼(Greg Lawton)이 유럽의 다국적기업 유니레버(Unilever)의 청소용품 사업부 디버지레버(DiverseyLever)를 인수하겠다고 했을 때 시장의 반응은 냉담했다. 2001년 매출액이 11억달러였던 존슨왁스가 덩치가 더 큰 디버지레버(2001년 매출액 15억달러)를 인수해 제대로 운영할 수 있을까 의문시된 것이다.

이질적인 조직문화도 문제였다. 위스콘신을 근거지로 오랫동안 비공공 가족기업 형태로 운영돼온 존슨왁스는 창업이 정신이 왕성하고, 비공식적이며 직관에 의존하는 의사결정 풍토를 갖고 있었다. 반면 디버지레버는 다국적기업답게 시스템과 통제를 앞세운 관료제적 경영에 익숙하며, 공식적이고 조직적인 의사결정을 선호했다.

결과는 어땠을까? 예상을 뒤엎고 회사는 합병 후 선전을 거듭했다. 합병을 성공으로 이끈 주역은 CEO인 로튼이었다. 그는 과거 수차례 작은 M&A 경험을 통해 M&A 성공의 노하우를 몸에 익힌 전문가였다. 그는 특히 조직문화 통합의 중요성을 잘 이해하고 있었다. 그래서 M&A를 발표하기 이전에 이미 두 회사의 경영진이 상호 협력할 수 있는 의사결정 시스템을 구축해 놓았다. 또 합병직업에 직접 연관이 없던 대다수 임직원들이 통합 분위기에 휩쓸리지 않고 종전대로 자신의 업무에 몰두할 수 있도록 신경썼다. 이런 노력과 준비 덕분에 존슨왁스는 합병과정에서 핵심고객과 핵심인재를 거의 100% 유지할 수 있었다.

반면 2001년 제너럴밀스(General Mills)의 필스버리(Pills-

**잘못된 M&A는 영양제가 아니라 독  
M&A 많이 한 기업이 성공확률 높아  
기업 실사할때 자산·회계뿐 아니라  
사업매력도·경쟁력까지 꼼꼼히 따져야**

bury) 인수는 M&A의 대표적 실패사례로 꼽힌다. 원래 두 회사의 M&A는 큰 시너지 효과를 거둘 것으로 기대를 모았다. 제너럴밀스는 마케팅과 신제품 출시에 강점을 갖고 있었고, 필스버리는 고성장하던 식품분야에서 많은 제품들을 보유하고 있었기 때문이다. M&A 당시 애널리스트들은 합병 이후 매출이 곧바로 4-5% 늘어나고, 주가가 11~15% 뛴 것으로 전망했다.

하지만 제너럴밀스는 자사의 직판영업조직과 필스버리의 위탁 영업조직을 통합하는 과정에서 혼란을 겪었고, 기대했던 시너지도 실현하지 못했다. 서로 성격이 달랐던 두 영업조직의 통합문제는 누구나 쉽게 예상할 수 있었던 예측 가능한 것이었다. 그런데도 제너럴밀스의 경영진은 M&A 후속직업에 대해서는 큰 관심을 기울이지 않은 채 오로지 낮은 가격으로 M&A 거래를 성사시키는 데만 몰두했다.

M&A는 경쟁기업과의 입찰에서 승리하는 게 목적이 아니다. 오히려 잘못된 M&A는 기업 성장을 위한 영양제가 아니라 치명적인 독(毒)이 되기 쉽다. CEO와 임직원, 주주 등 모든 이해관계자들을 만족시킬 수 있도록 M&A를 이끌 수 있는 비결은 무엇인가?

### ■1. 성장전략에 부합하는 명확한 투자 논거(論據) 세우자

M&A의 출발점은 성장전략이다. 성장전략을 실현하는 하나의 수단으로 간주돼야 한다는 뜻이다. 우선 기업이 내부 역량을 키워 달성할 수 있는 한계가 어디인지를 파악한 이후에 내부적으로 달성할 수 없는 부분을 M&A로 해결해야 한다. 이를 위해 명확한 투자논거를 갖춰야 한다. 투자논거란 쉽게 말해 “왜 우리가 꼭 이 기업을 인수해야 하는가”에 대한 답을 줄 수 있는 논리다. 투자논거는 3개의 포인트를 넘지 않을 정도로 단순 명료하고, 실사과정에서 검증 가능해야 한다. 예컨대 “인수대상 기업의 브랜드나 채널을 활용하여 새로운 고객층에 접근함으로써 우리 상품의 시장점유율을 늘린다”든지 “대상 기업과 우리의 설비를 통합해 중복투자를 줄여서 비용절감을 달성한다”는 식이다. 베인 조사결과, 성공한 M&A딜의 경우 50% 이상이 초기 단계부터 매우 명확한 투자논거를 가지고 시작했다.

### ■2. 투자논거에 입각해 엄정하고 철저하게 실사(實査)하라

흔히 M&A와 관련된 기업실사라 하면 회계실사, 법률실사, 자산실사 등으로 한정하는 경향이 있다. 물론 피인수 기업의 사업과 운영 현황을 잘 알고 있고, 인수 규모가 작으며, 예상인수가 적어 시장가격과 비교할 때 적절하다고 판단될 경우 회계·법률·자산 실사 정도로도 M&A딜을 추진할 수 있다. 하지만 인수규모가 수조원에 달하고 시장가격에 비해 엄청난 프리미엄을 지불해야 하는 딜의 경우, 피인수 기업의 사업매력도나 근본적 경쟁력, 내부 운영효율성 등에 대한 전략적 실사가 필요하다.

전략적 실사의 모범은 M&A가 본업인 사모펀드(PDF)라고 할 수 있다. 유럽의 정상급 사모펀드 신벤(Cinven)은 실사를 까다롭게 하는 것으로 유명하다. 신벤은 지난 2000년 영국의 극장체인인 오데온(Odeon Cinemas)을 인수했다. 당시 신벤은 오데온 인수에 매우 조심스러운 입장이었다. 오데온이 신벤 소유의 ABC시네마즈보다 3배 가량 규모가 더 컸던 데다, 당시 애널리스트들이 예상하던 3억 2500만파운드라는 인수가격이 너무 비쌌기 때문이다.

신벤은 재무제표를 붙들고 회사의 매출과 비용 항목을 조사하는 데 그치지 않고, 정예의 실사팀을 오데온 소유의 모든 영화관에 파견했다. 각 영화관들이 어떻게 돈을 벌고 있고 그 지역의 경쟁상황은 어떠한지 실제로 얼마나 많은 관람객이 찾아와서 돈을 얼마나 쓰는지를 일일이 조사한 것이다. 실사결과를 토대로 신벤은 예상가격보다 4500만파운드 적은 2억8000만파운드에 오데온을 인수할 수 있었다.

M&A를 추진할 때 인수측은 통상 피인수 기업에 대해 얼마나 잘 알고 있는지에 대해 많이 이야기한다. 하지만 피인수 기업에 대해 ‘아는 것(what I know)’ 보다 ‘모르는 게 무엇인지를 아는 것(know what I don't know)’이 훨씬 더 중요하며, 그것이 바로 실사의 출발점이다.

### ■3. 필요한 조직과 기능만 집중하여 통합하라

M&A의 성패는 ‘PMI(post merger integration·인수 후 통합)’에서 갈린다. 인수기업과 피인수 기업을 생산적인 방향으로 결합시킬 수 있도록 PMI관리를 잘해야 한다. PMI의 핵심질문은 “무엇을 통합하고 무엇을 그대로 두어야 하는가”이다.

통합대상의 선정은 M&A딜의 유형에 따라 달라진다. 먼저 사모펀드 같은 재무적 투자자의 경우 동일 업종의 기업을 이미 소유하고 있는 상태가 아니라면 조직통합보다는 경영진이나 조직문화를 개선하는 데 주력하는 게 낫다. 다음으로 일반 기업 같은 전략적 투자자의 경우 다시 두 유형으로 나눌 수 있다. 첫째, 규모의 경제(economy of scale)를 노리는 ‘규모 딜(scale deal)’의 경우, 업종이 같기 때문에 통합의 범위가 아주 포괄적이다. 때론 두 기업의 문화까지 하나로 통합해야 할 필요성이 있다. 둘째, 비슷한 업종으로의 다각화를 통해 시너지효과를 내는 범위의 경제(economy of scope)를 추구하는 ‘범위 딜(scope deal)’의 경

우, 대규모 통합보다는 기능이 비슷한 조직만 선택적으로 통합하는 게 낫다.

인수 후 통합과정에서는 다음 4가지 원칙을 지켜야 한다. ①리더십팀 구성과 인사(人事)에 대한 의사결정을 미리 계획한다. ②통합이 필요한 부분을 빨리 파악해 가능한 한 빨리 통합한다. ③기업문화 통합을 간과하지 않는다. ④통합과정에서 대다수 임직원들이 자기 업무에 계속 몰두하게 만든다.

### ■4. 조그만 딜부터 경험을 축적하라

베인 이 M&A사례를 분석한 결과, M&A딜 규모가 클수록 M&A를 통해 초과 주주 가치를 창출할 확률이 떨어지는 것으로 나타났다. 또 M&A를 지속적으로 추진해 온 기업일수록 M&A 성공확률이 높았다. 특히 M&A를 추진해본 경험이 거의 없는 인수자가 대규모 인수를 추진할 경우, 거의 사운을 걸고 도박을 하는 수준일 정도로 성공확률이 급격히 떨어진다. 요컨대 M&A의 성공률을 높이려면 큰 딜보다는 작은 딜부터 수행하면서 경험과 역량을 축적해야 한다는 것이다.

공적자금 투입기업의 공개매각으로 M&A경험이 부족했던 한국 기업들이 국내의 초대형 M&A에 참여하게 되는 기회가 늘어나고 있다. 공들인 M&A가 물거품이 되지 않도록 대규모 M&A에 임하는 경영진이나 주주들은 만반의 준비를 갖춰야겠지만, ‘M&A가 만병통치약’이란 환상에 빠져서는 곤란하다. 최근 국내의 대규모 공개입찰 M&A에 세계적 사모펀드들이 참여하지 않는 이유는 끊임이 생각할 필요가 있다.

jjra@chosun.com

공동기획 | **BAIN & COMPANY**