

2023.03 Aalto EMBA

**Research on M&A success factors and
risk management measures
- Review through M&A case analysis -**

Yi, Seung Myun

May 2024

2023.03 Aalto EMBA

**M&A의 성공요인 및 리스크
관리 방안에 관한 연구
- M&A 사례 분석을 통한 검토 -**

이 승 면

May 2024

Executive Summary (English)

Mergers and Acquisitions (M&A) are a core strategic approach to drive a company's growth and innovation. If executed successfully, M&A can enhance a company's competitiveness and generate synergies. However, if failed, it can negatively impact both the acquiring and the acquired companies. Therefore, to successfully navigate M&A, companies need to thoroughly review the strategic factors within the organization as well as the external environmental factors, and effectively respond to them.

The key internal factors include: ① Setting strategic goals, ② Selecting and evaluating target companies, ③ Managing post-merger integration (PMI), ④ Leadership and communication, ⑤ Legal and regulatory compliance, and ⑥ Securing financing and capital structure. First, companies must clearly define the strategic goals and direction they aim to achieve through M&A. Based on this, they should select target companies and conduct meticulous due diligence on their financial, market, technological, and risk profiles. After the acquisition, managing the effective integration of organizational culture, human resources, and technology is crucial. Additionally, strong leadership, smooth communication with stakeholders, compliance with relevant laws and regulations, and a sound capital structure are essential.

The key external factors include: ① Political factors, ② Economic factors, ③ Socio-cultural factors, and ④ Technological factors. Political stability, regulatory environment, and government policies can directly impact M&A transactions. Economic fluctuations, exchange rates, and inflation also play a significant role in M&A outcomes. Sociocultural factors such as consumer behavior, cultural differences, and changing social values can pose challenges in the integration process. Furthermore, technological innovation and digital transformation present both opportunities and threats in M&A.

Analysis of M&A case studies has shown that companies that comprehensively considered and effectively responded to both internal and external factors were successful in their M&A endeavors, while those that overlooked or inadequately addressed certain factors faced failures. Therefore, it is crucial for companies to thoroughly analyze these internal and external factors from the planning stage and systematically integrate them into the execution process. This will help increase the chances of M&A success and minimize associated risks.

Particularly, in implementing M&A, companies should pay close attention to the core internal factors of ① setting strategic goals, ② selecting and evaluating target companies, and ③ managing post-merger integration. Systematically managing and executing these key factors can lead to successful

M&A outcomes. Additionally, proactive monitoring and response strategies for the external environmental factors, including ① political, ② economic, ③ sociocultural, and ④ technological factors, are also necessary.

In conclusion, the key to successful M&A lies in the strategic preparation within the organization and the comprehensive review and response to the external environmental factors. This will enable companies to identify and effectively manage the various risks that can arise throughout the M&A process.

Executive Summary (Korean)

M&A는 기업의 성장과 혁신을 이끌어내는 핵심 전략 중 하나이다. 성공적으로 추진된다면 기업의 경쟁력 제고와 시너지 효과를 거둘 수 있지만, 실패할 경우 인수기업과 피인수기업 모두에 부정적 영향을 미칠 수 있다. 따라서 M&A를 성공적으로 이끌기 위해서는 기업 내부의 전략적 요인과 외부 환경 요인을 면밀히 검토하고 효과적으로 대응하는 전략이 필요하다.

대내적 요인으로는 ① 전략적 목표 설정, ② 인수대상 기업 선정 및 평가, ③ 인수 후 통합 관리, ④ 리더십과 의사소통, ⑤ 법규 및 규정 준수, ⑥ 자금 조달과 자본 구조 등이 중요하다. 먼저, 기업은 M&A를 통해 달성하고자 하는 전략적 목표와 방향성을 명확히 정의해야 한다. 이를 바탕으로 인수대상 기업을 선정하고, 재무, 시장, 기술, 리스크 등을 면밀히 평가해야 한다. 인수 후에는 조직문화, 인력, 기술 등의 효과적인 통합을 위한 PMI 관리가 핵심이다. 또한 리더십과 이해관계자와의 원활한 의사소통, 관련 법규와 규정의 준수, 적절한 자금 조달과 자본 구조 등이 필수적이다.

대외적 요인으로는 ① 정치적 요인, ② 경제적 요인, ③ 사회문화적 요인, ④ 기술적 요인 등이 있다. 정치적 안정성, 규제 환경, 정부 정책 등 정치적 요인은 M&A 거래에 직접적인 영향을 미칠 수 있다. 경기변동, 환율, 인플레이션 등 경제적 요인도 M&A 결과에 중요한 변수로 작용한다. 소비자 행동, 문화적 차이, 사회적 가치 변화 등 사회문화적 요인은 M&A 통합 과정에서 도전과제를 야기할 수 있다. 또한 기술 혁신과 디지털 전환은 M&A를 통한 새로운 기회와 위협 요인이 된다.

M&A 사례 분석 결과, 기업이 대내외 요인을 종합적으로 고려하고 효과적으로 대응한 경우 M&A가 성공했지만, 일부 요인을 간과하거나 미흡하게 대응한 경우 M&A가 실패했음을 확인할 수 있다. 따라서 M&A 계획 단계부터 대내외 요인을 면밀히 분석하고, 이를 실행 과정에 체계적으로 반영하는 전략적 접근이 필요하다. 이를 통해 M&A 성공 가능성을 높이고 리스크를 최소화할 수 있을 것이다.

특히 M&A 실행에 있어서는 ① 전략적 목표 설정, ② 인수대상 기업 선정 및 평가, ③ 인수 후 통합 관리 등 대내적 요인에 특히 주목할 필요가 있다. 이러한 핵심 요인들을 체계적으로 관리하고 실행할 때 M&A를 성공적으로 이끌어낼 수 있다. 아울러 ① 정치적 요인, ② 경제적 요인, ③ 사회문화적 요인, ④ 기술적 요인 등 대외적 환경 요인에 대한 모니터링과 선제적 대응 전략 또한 필요하다.

결론적으로 M&A 성공을 위해서는 기업 내부의 전략적 준비와 대외 환경에 대한 종합적인 검토 및 대응이 핵심이다. 이를 통해 M&A 과정에서 발생할 수 있는 다양한 리스크를 사전에 파악하고 효과적으로 관리할 수 있을 것이다

목차

I. 서론(Introduction)	1
1. 연구 배경	1
2. 연구 목적	3
3. 연구 방법	5
II. 환경분석	6
1. M&A 시장의 과거 추이 및 현황	6
2. 향후 M&A 시장 전망	7
III. 사례 분석	8
1. 선정(현,SK)그룹의 한국이동통신(현,SK텔레콤) 인수 사례	9
1) 배경 및 경과	9
2) 현재의 모습	10
3) 대내 및 대외요인 분석	11
4) 시사점	13
2. 금호아시아나의 대우건설 인수사례	14
1) 배경 및 경과	14
2) 현재의 모습	16
3) 대내 및 대외요인 분석	17
4) 시사점	19
3. 대한항공의 아시아나항공 인수 사례	20
1) 배경 및 경과	20
2) 현재의 모습	22
3) 대내 및 대외요인 분석	22
4) 시사점	25
4. 신세계 그룹의 지마켓(이베이코리아) 인수 사례	26
1) 배경 및 경과	26
2) 현재의 모습	28
3) 대내 및 대외요인 분석	28
4) 시사점	30
IV. 전략적 제언	32

V. 결론 및 시사점	35
1. 요약 및 결론.....	35
2. 시사점	36
참고문헌.....	37

표목차

<표 1> BP 연구방법 프로세스	5
<표 2> 글로벌 및 국내 M&A 시장 규모 및 과거추이	6
<표 3> M&A 사례	8
<표 4> SK텔레콤 인수당시 대비 현재 재무성과	10
<표 5> SK텔레콤 인수사례에 대한 대내/대외요인 항목 평가	11
<표 6> 대우건설의 연도별 매출 및 영업손익 실적과 최대주주 변화 (단위:억원).....	17
<표 7> 대우건설 인수사례에 대한 대내/대외요인 항목 평가	17
<표 8> 아시아나항공 인수사례에 대한 대내/대외요인 항목 평가	23
<표 9> 지마켓(이베이코리아) 인수시점 기준 3년간 요약재무제표	26
<표 10> 지마켓 인수사례에 대한 대내/대외요인 항목 평가	28
<표 11> M&A 사례 대내적/대외적 요인 분석 결과.....	32

그림목차

<그림 1> 금호아시아나그룹의 주요 인수 및 매각 사례의 시계열 흐름	16
<그림 2> 대한항공의 아시아나 항공 인수의 주요 진행경과	21
<그림 3> 2020년 국내 온라인 이커머스 시장점유율	27

I. 서론(Introduction)

1. 연구 배경

경제 성장이 정체되고 글로벌 경쟁이 심화되는 경영환경에서 기업의 경영자들의 고민은 ‘어떻게 새로운 사업기회를 모색할 것인가’에 있을 것이다. 과거에는 기술력이나 브랜드 파워가 비슷한 한국 기업들끼리 경쟁했기 때문에 자신의 사업 영역이 아닌 신규사업에서도 신설 투자 형식으로 진출할 수 있었으나, 전세계 글로벌 기업들이 최고의 기술과 브랜드를 갖고 한국 내수시장 및 글로벌 시장에서 한국 기업들과 치열하게 경쟁을 벌이고 있다. 이러한 새로운 경영 환경속에서 새로운 핵심 역량을 획득하고 시장에 빠르게 진입하기 위해서는 인수합병(M&A¹)이 더 이상 선택이 아닌 필수 요소가 되고 있다.

현대 비즈니스 환경에서 기업들은 성장과 경쟁력 강화를 위하여 핵심 전략 중 M&A를 통해 시장 점유율을 확대하고 혁신을 촉진하며, 새로운 기회를 창출할 수 있다. 그러나 M&A를 수행하였다고 반드시 성공을 보장하는 것은 아니며, 대단히 복잡하고 위험이 따르는 프로세스이다. 그래서 여전히 많은 기업들은 어떻게 하면 M&A를 효과적으로 수행할 것인가에 대해 두려움을 갖고 있다. 그럼에도 M&A는 필수불가결한 성장 전략 중 하나이며 새로운 성장동력을 발굴하고 기업의 장기적인 성장과 지속 가능한 경쟁력 확보에 있어서 결정적인 역할을 한다.

기업들이 M&A를 핵심전략 중 하나로 실행하고, 반드시 성공시켜야 하는 이유는 여러가지가 있다. 그 중에서도 중요한 이유 몇 가지를 살펴보겠다²

- 1) 성장 기회 확대 : M&A는 기업이 새로운 시장으로 진출하거나 새로운 제품이나 서비스를 도입하여 기업의 성장 가능성을 확대할 수 있는 기회를 제공한다.
- 2) 경쟁력 강화 : M&A는 기업이 경쟁력을 강화하고 시장 점유율을 확대할 수 있는 방법으로 작용할 수 있으며, 인수된 기업의 자산, 기술, 노하우 등을 활용하여 경쟁사와의 차별화된 경쟁력을 얻을 수 있다.
- 3) 비용 절감과 효율성 향상 : 합병은 중복되는 부서의 비용을 절감하고 기업의 효율성을 높일 수 있으며, 인적 자원, 생산 시설, 운영 프로세스 등에서의 중복을 제거함으로써 비용을 최적화하고 효율성을 향상시킬 수 있다
- 4) 혁신과 기술력 강화 : M&A를 통해 기업은 인수한 기업의 기술력이나 혁신적인 아이디어를 활용하여 자사의 혁신 능력을 향상시킬 수 있으며, 이는 새로운 제품이나 서비스를 개발하거나 기존 제품이나 서비스를 개선하는 데 도움이 될 수 있다

¹ M&A (Mergers and Acquisitions) : 기업의 인수합병

² DBR, 2008년 2월, Issue 1) - M&A 성공에 이르는 네 가지 철칙

- 5) 접근성 확대 : M&A는 새로운 시장, 고객층 또는 지역으로의 접근성을 확대할 수 있으며, 이는 기업의 사업 다각화와 글로벌 시장 진출을 통해 다양한 기회를 모색할 수 있다
- 6) 주주 가치 극대화 : M&A가 성공하면 주주들에게 가치를 창출할 수 있다. 합병이나 인수를 통해 기업의 주가가 상승하거나 배당이 증가할 수 있으며, 이는 주주들에게 수익을 창출할 수 있는 기회를 제공한다.

M&A를 성공시킨다면 위와 같이 여러가지 이득을 얻을 수 있으나, M&A가 실패한다면 기업에 막대한 손실을 초래할 수 있다. 기업에 미칠 수 있는 손실을 예를 들어본다면 하기와 같다³.

- 1) 금전적 손실 : M&A는 대규모 자금을 동원하고, 합병 혹은 인수를 위한 금전적 투자를 수반하고, 실패 시, 기업은 막대한 비용과 자원을 낭비하게 되며, 이로 인해 재무적인 손실을 입을 수 있다.
- 2) 주가 하락 : M&A 소식이 공개되면 주가는 일시적으로 상승할 수 있지만, 실패할 경우에는 주가가 하락할 수 있다. 이는 투자자들의 신뢰를 상실하고 주주 가치를 훼손시킬 수 있다
- 3) 조직적 혼란 : 합병이나 인수 과정에서 조직적인 변화가 발생하게 되는데, 이는 직원들의 불안감과 혼란을 초래할 수 있다. 조직 문화 충돌, 인력 조정, 업무 프로세스 변화 등이 조직적 혼란을 증가시키는 요인이 될 수 있다.
- 4) 기술 및 경쟁력 손실 : M&A가 실패한다면 기술력이나 경쟁력을 손상시킬 수 있다. 기존의 자산을 보호하지 못하거나 인수한 기업의 기술이나 노하우를 효과적으로 통합하지 못할 경우 경쟁 우위를 잃을 수 있다.
- 5) 인력 유출 : M&A가 실패하게 된다면 관련 인력의 이탈이 초래될 수 있다. 합병 과정에서 조직 문화 충돌이나 업무 불안정성 등으로 인한 직원들의 불만이 생길 경우, 기존 인력의 이탈이 발생할 수 있다.
- 6) 기업 이미지 손상 : M&A의 실패는 기업의 이미지에도 부정적인 영향을 미칠 수 있다. 실패한 M&A는 기업의 경영 능력과 전략적인 지표에 대한 의문을 제기할 수 있으며, 이는 장기적인 관점에서 기업의 신뢰와 평판을 손상시킬 수 있다.

따라서, 기업에게 중요한 성장 전략 중에 하나인 M&A가 실패하지 않고, 실패 시 미칠 수 있는 손실들을 축소시키기 위해 M&A의 성공요인과 리스크 관리 방법에 관하여 연구를 하고자 한다.

³ Harvard Business Review 사이트(<http://www.hbr.org>) - 전략 및 M&A 관련 기사 제공

2. 연구 목적

기업이 M&A를 실패하지 않고 성공시키기 위해서는 여러가지 부분에 대한 고려 및 검토가 필요하다. 해당 항목은 많을 것으로 보이나 주요한 항목들에 대하여 열거해보겠다⁴

(1) 대내 요인

- 1) **전략적 목표설정** : M&A의 목적과 목표를 명확히 이해하고 정의하는 것이 중요하다. 합병이나 인수가 기업의 전략에 부합하고, 장기적인 가치 창출을 위한 것이어야 한다
- 2) **신중한 인수대상 기업 선정 및 평가** : 합병이나 인수대상 기업을 선정할 때에는 신중한 평가가 필요하고, 기업의 재무 상태, 시장내 지위, 기술력, 리스크 등을 정확하게 파악하고 평가해야 한다
- 3) **효과적인 인수후 통합(PMI⁵)** : M&A 이후에 합병기업과 피합병기업 간의 통합 계획은 M&A를 성공하기 위해 핵심적인 부분이다. 인수후 통합은 조직 문화, 인적 자원, 기술 및 시스템의 효과적인 결합을 목표로 하며, 효율적인 실행이 필요하다.
- 4) **리더십과 의사소통** : 효과적인 리더십과의 의사소통은 M&A의 성공을 위한 필수 요소이다. 리더십은 인수후 통합 과정을 진행하는 데 중요한 역할을 하며, 의사소통은 관련 이해관계자들과의 신뢰와 협력을 촉진한다
- 5) **법률 및 규정 준수** : M&A 진행과정에서는 관련 법률과 규정을 준수해야 한다. 합법적이고 윤리적인 프로세스를 보장하며, 잠재적인 리스크를 줄이는 데 도움이 되기 때문이다
- 6) **자본과 자금 구조** : M&A를 위해 필요한 자본과 인수 이후의 자금 구조를 설정하는 것이 중요하다. 자금 조달 및 자본 구조는 합병 후 기업의 재무적 건정성을 갖추는 데 중요한 역할을 한다

(2) 대외 요인

- 1) **정치적 요인** : M&A에 영향을 미치는 핵심 요소 중 하나로서, 정치적 안정성, 법률 및 규제 환경, 정부 정책 등이 M&A 거래에 직접적으로 영향을 미친다. 예를 들어, 어떤 국가에서는 외국 기업의 인수를 제한하는 법률이나 규제가 있을 수 있으며, 이러한 정치적 제약 사항을 고려하지 않으면 M&A 추진을 실행하지 못할 수 있다. 또한, 정부가 추진하고자 하는 산업 방향 및 세제 정책 변화나 금융 시장 안정성 등도 M&A 거래의 결과에 큰 영향을 미친다. 따라서 기업은 M&A 계획을 세울 때 이러한 정치적 요인을 면밀히 조사하고, 정부와의 협력을 강화하거나 필요한 규제를 준수하기 위한 전략을 개발해야 한다.
- 2) **경제적 요인** : 경기 변동성, 통화 환율, 인플레이션 등은 모두 M&A 거래에 영향을 미칠 수 있는 변수이다. 더불어 기업의 재무 건전성과 경제 환경도 M&A의 결과에 영향을 미친다. 예를 들어, 경기 침체 기간에 M&A를 진행할 때는 주의가 필요하며, 금융 구조와 자금

⁴ Harvard Business Review 사이트(<http://www.hbr.org>) - 전략 및 M&A 관련 기사 제공

⁵ PMI (Post-Merger Integration) : 인수합병 후 통합하는 기업의 합병 방법

조달 방법을 신중하게 검토해야 한다. 또한, 환율 등 경제적 요소의 변동성을 고려하여 M&A 계획을 조정하는 것이 필요하다

3) 사회적 요인 : 소비자 행동, 인구 통계학적 변화, 사회적 가치 및 문화 차이 등은 M&A 거래 후에 기업이 직면할 수 있는 도전적인 문제를 제기할 수 있다. 예를 들어, 다양한 문화와 가치관을 가진 조직을 통합할 때 문제가 발생할 수 있으며, 이를 미리 예측하고 대비하는 전략이 필요하다. 또한, 사회적 책임 및 지속 가능성에 대한 요구사항은 M&A를 성공시키기 위한 핵심 고려 사항 중 하나이다

4) 기술적 요인 : 기술적 요인은 현대 비즈니스에서 중요한 역할을 한다. 기술의 발전은 새로운 기회와 도전을 제공하며, M&A 거래에 있어 기술 관련 요인을 고려하는 것이 필요하다. 기술 혁신을 통해 시장 점유율을 확대하거나 비용을 절감할 수 있는 기회를 포착하는 것이 M&A를 성공시키는데 중요하다. 또한, 기술을 통한 경쟁 우위를 확보하고, 디지털 트랜스포메이션 전략을 통해 M&A의 가치를 극대화하는 것이 필요하다.

M&A를 성공하기 위해서 기업의 내부적 및 외부적으로 고려해야 할 중요한 요인들을 상기와 같이 기술하였다. 그렇다면, 실제로 다양한 M&A 성공사례들을 살펴보았을 때, 상기의 항목을 충분히 고려하고 실행하였는지에 대한 의문점이 생긴다.

본 BP에서는 다양한 M&A 성공 및 실패 사례를 분석하여 상기의 대내/ 대외 요인들에 대한 고려가 충분히 되어 성공적인 M&A가 되었는지 살펴보겠으며, 또한 어떠한 항목을 미처 고려하지 못하여 리스크가 발생되고, 실패하게 되었는지 분석해보도록 하겠다.

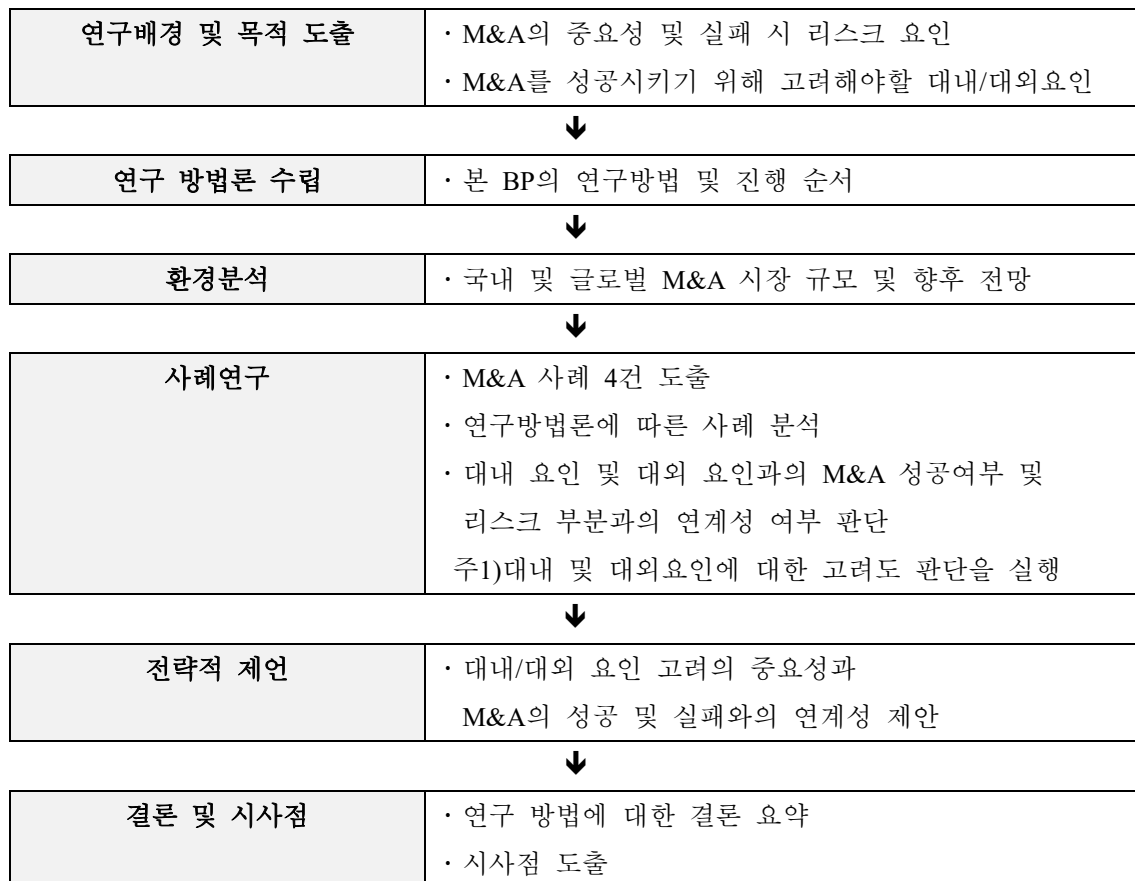
3. 연구 방법

본 BP에서는 M&A를 성공시키기 위해 고려해야할 대내요인 및 대외요인들을 도출하였고, 다양한 M&A 사례를 분석하여 여러가지 요인들을 고려하고 실행하였는지, 또한 고려하지 못하였다면 어떠한 리스크가 도출되었는지를 살펴보고자 한다

연구 방법은 하기의 순서에 따라 진행한다

- 1) 국내 및 글로벌 M&A 시장에 대한 규모 및 향후 전망에 대하여 자료를 수집한다
- 2) M&A의 다양한 사례를 서치하고 분석한다.
- 3) 대내 요인 및 대외 요인들의 해당여부 및 배경들에 대하여 분석한다
- 4) 상기 요인들과 M&A 성공여부 및 리스크 관리부분과의 연계성을 분석하고 요약한다.
- 5) 전략적 제언 및 시사점을 도출한다.

<표 1> BP 연구방법 프로세스



주1) 해당 M&A 사례의 경우 대내 및 대외 항목별로 인수시점 전후에 어느정도 수준으로 고려하였는지에 따라 “상 / 중 / 하”로 평가하고, 해당 평가에 대한 판단근거를 상세하게 제시하고자 한다.

II. 환경분석

1. M&A 시장의 과거 추이 및 현황

현대 사회에서 기업이 주요한 경영활동 중 하나인 M&A 시장은 2010년 이후 빠른 성장세를 보여왔다. 국내 시장과 글로벌 시장 모두 성장하고 있으나, 특히 국내 M&A 시장이 글로벌 대비하여 더 빠르게 성장하고 있다. 2010년부터 M&A 시장규모가 커진 성장률을 비교한다면 글로벌은 연간 약 4.6%씩, 국내는 연간 약 8.9%씩 성장해온 것으로 확인된다

<표 2> 글로벌 및 국내 M&A 시장 규모 및 과거추이

구분	‘10년	‘11년	‘12년	‘13년	‘14년	‘15년	‘16년
글로벌(조\$)	2.2	2.3	2.1	2.4	3.1	3.6	3.2
국내(조원)	50	28	34	45	70	90	73
구분	‘17년	‘18년	‘19년	‘20년	‘21년	연평균성장률	
글로벌(조\$)	2.8	3.0	2.9	2.7	3.6	4.6%	
국내(조원)	72	68	92	78	128	8.9%	

다만, 최근 경기 불황과 맞물리면서 하나금융연구소에 따르면 2022년과 2023년에는 고금리 장기화, 지정학적 리스크 지속, 규제 환경 악화 등으로 인해 M&A 시장 규모가 전년대비 감소하고 있는 추세로 발표했다. 2023년 초에는 미국의 지방은행 파산과 Credit Suisse 매각 등 금융시장 불안에 따른 은행들의 신용 제한으로 자금조달이 어려워진 것 또한 M&A가 감소 요인으로 확인되고, 아울러 시장 참여자들은 2022년에 이어 2023년에도 IPO 시장이 얼어붙으면서 인수자가 인수하였던 기업의 엑시트 방법이 IPO⁶가 위축되면서 해당 기업의 매각으로만 한정되는 부분 또한 M&A 투자 위축으로 이어진 부분도 있다 (IPO 활황 시 잠재적 매도자는 출구 전략으로 기업 매각 또는 IPO를 고려할 수 있기 때문에 IPO 활동 증가는 M&A 거래에 긍정적이나, 반대로 IPO 위축 시 출구 전략은 기업 매각으로만 한정됨)

⁶ IPO (Initial Public Offering) : 기업의 주식 및 경영내용의 공개

2. 향후 M&A 시장 전망

최근년도까지 계속해서 성장해온 M&A 시장의 향후 전망은 어떠한 지 알아보겠다. 2023년까지 고금리 장기화, 지정학적 리스크 지속, 규제 환경 악화 등으로 인해 2022년과 2023년에 글로벌 M&A 거래는 연속하여 3조 달러(한화 기준 3,900조원(환율 1,300원/달러 기준))를 하회하였다. 2024년부터는 금리 인상이 종료될 것으로 보여 M&A 거래가 반등할 것으로 예상하고 있다.

미국, 유럽계 투자은행은 2024년에는 금리인상 종료에 의한 금리 환경 개선과 2년간 저하된 거래 흐름에 따른 이연 수요에 따라 M&A 거래가 반등할 것으로 전망하고(자금조달 여건이 개선되면서 사모펀드의 M&A 참여도 재차 증가할 것으로 예상), 경기 둔화와 고금리 영향으로 기업의 재정적 어려움이 확대됨에 따라 한계기업이 증가하면서 구조조정 매물이 늘어날 것으로 예상되며, 비핵심 사업부 또는 특정 사업부를 분리 매각하는 카브아웃(Carve-out⁷) 거래가 활발해질 것으로 전망한다. 골드만 삭스, S&P 등 글로벌 금융사는 생성형 AI 관련 산업의 성장과 친환경 기조 재확산에 따라 기술, AI, 에너지 전환 분야에서의 거래가 늘어날 것으로 예상하고 있다.

국내외 금융사는 은행 중심의 수익 구조를 개선하고 비이자 수익을 확대하기 위해 M&A 참여를 통한 수익구조 다변화 전략을 추진할 것으로 보이며, 국내 일부 은행들(IBK기업은행, SH수협은행 등)은 규제환경에 의해 대규모 거래가 줄어들고 중소규모 거래가 증가할 것으로 예상하고 있다.

국내 최대 회계법인인 삼일회계법인에서 발간한 “Global M&A Industry Trends : 2024 Outlook – Silver Lining, 2024.02)”의 2024년 M&A 시장 전망에 대하여 살펴보면, 그 동안 이어져왔던 M&A 약세장이 마무리되고 ‘24년부터는 새로운 국면에 진입할 것으로 전망하고 있다. 그 배경으로는 첫째, 인플레이션과 고금리, 지정학적 갈등 지속에도 불구하고, 경제주체들의 적응력이 높아짐에 따라 리스크에 대한 인식이 감소하고 투자심리가 회복세에 이르고 있다. 둘째, 2022년과 2023년의 지속된 시장 침체로 인해, 잠재매수자들의 수요와 매각측의 매각하고자 하는 자산이 누적되면서 딜 메이킹의 변곡점에 도달하고 있는 것으로 보인다. 잠재매수자들 중 하나인 사모펀드의 경우 사모자본이 4조원에 달하는 미집행 출자약정금을 보유하고 있고, 사모운용자산(AUM⁸)은 12조 달러로 2019년 대비 2배 수준으로 급증됨에 따라 사모펀드 평균 투자기간(약4~5년)을 고려 시, 엑시트하고자 하는 매물이 증가할 것으로 예상된다. 마지막으로 기업 측면에서는 혁신에 대한 필요성이 증가하고 있다. 디지털화, 기후대응, 인구통계학적 변화 등 메가트렌드를 반영한 본질적 비즈니스 모델 전환이 필요하기 때문이다.

⁷ Carve-out : 기업의 특정 사업부문을 물적분할한 후 매각하는 방법

⁸ AUM (Asset Under Management) : 운용하는 총 관리자산금액

III. 사례 분석

본 BP에서는 M&A를 성공시키고 리스크를 관리하기 위해서 앞의 연구 목적에서 대내 및 대외 요인들이 실제 M&A 사례에서는 어떻게 고려되어 성공을 이루게 되었는지에 대하여 4가지 M&A 사례를 통하여 분석해보도록 하겠다.

본 BP에서 살펴볼 M&A 사례 4가지는 하기와 같으며, 각각에 M&A의 배경 및 경과 / 현재의 모습 / 대내 및 대외요인 분석 / 시사점 순서로 살펴보겠다.

<표 3> M&A 사례

#	M&A 개요	시기	인수기업	피인수기업
1	선경(현,SK)그룹에서 '94년 통신 사업에 진출하고자 한국이동통신(현,SK텔레콤)을 인수	1994년	선경	한국이동통신
2	금호아시아나그룹의 '06년 대우건설 인수 (승자의 저주)	2006년	금호아시아나	대우건설
3	국내 1위 항공사인 대한항공은 자금난에 빠진 국내 2위 항공사 아시아나 항공의 인수('20년)	2020년	대한항공	아시아나항공
4	신세계 그룹은 '21년 이후 디지털 전환에 4조원을 투자하여 지마켓(3.5조원)을 인수하여 온라인 이커머스 사업을 확대	2021년	신세계	지마켓 (이베이코리아)

1. 선정(현,SK)그룹의 한국이동통신(현,SK텔레콤) 인수 사례

SK그룹 내 통신사업부문의 한 축인 SK텔레콤은 1994년에 한국이동통신을 인수한 이후로 1997년에 사명을 변경하고 현재는 국내 가입자수 3,045만명의 부동의 1위를 수성하고 있는 통신사업자이다. 그렇다면 SK그룹은 어떠한 목표를 세우고 어떠한 전략을 실행하고 리스크 관리는 어떻게 하였는지 알아보겠다

1) 배경 및 경과

① 인수배경

SK그룹은 1980년대 초에 유공을 인수한 후 석유에서 섬유까지 수직계열화 완성을 앞두고 있는 시점에 최종현 SK 전대회장은 앞으로 어떤 사업을 할지 심사숙고하였으며, 이 당시에 최종현 전대회장이 낙점한 분야는 정보통신분야였다.

1980년대에 들어서고 대한민국 정부는 통신서비스 품질 향상을 위해 ‘통신사업경영체계 개선’정책을 실행에 옮겼다. 당시 체신부는 1984년 한국이동통신서비스를 출범시켜 차량 전화와 무선호출 등 무선통신서비스를 전담하게 했다. 한국이동통신서비스는 1988년 4월 한국이동통신으로 바뀌며 독립사업자로 새출발하였다. 당시는 휴대용 이동전화 서비스가 등장한 시기였으며 체신부는 공기업인 한국이동통신과 경쟁할 민간 사업자인 제2이동통신사업자를 선정할 계획을 세웠다. 1990년 7월 이동통신분야의 경제적 도입을 핵심으로 하는 ‘통신사업 구조조정계획’을 발표하고 당시 최종현 SK전대회장은 ‘선경이 2000년대 세계 일류기업이 되려면 정보통신 사업에 진출할 필요가 있다. 성장잠재력이 크고 기존 업계와의 경쟁이 가장 적은 정보통신 분야를 그룹의 중점 사업분야로 추진하겠다’며 제2이동통신 사업 참여를 대외적으로 선언하였다.

선경그룹은 사업진출 발표를 92년도에 선언했지만, 선경은 이미 1980년대 중반부터 정보통신 사업 진출을 위해 하나둘 기반을 닦기 시작했으며 미국의 정보와 기술을 습득하기 위해 1984년 텔레커뮤니케이션을 만들고, 1989년에는 현지법인 유크로닉스를 설립해 사업 진출의 다리를 놓았다.

이후에 선경은 1992년 포항제철, 코오롱, 동양, 쌍용, 동부그룹 등 컨소시엄과 경쟁해 1만점 만점에 8,388점이라는 압도적인 평가로 제2이동통신사업자에 선정되었다.하지만 당시 정권과의 특혜 의혹 등 유언비어가 난무하자, 최 전대회장은 ‘사업권 자진 반납’이라는 과감한 결단을 내렸다. 다만, 당시 자진반납은 포기가 아니었고, 최 전대회장은 미래를 대비하며 그 때를 위해 내부 역량과 경쟁력을 만들어 줄 것을 강력 주문했다. 이후 김영삼 정권에 이르러서야 제2이동통신사업자 선정과 함께 한국이동통신 민영화가 동시에 추진되었다.

제2이동통신사업자 선정을 전경련에 위임함에 따라 공교롭게도 당시 전경련 회장이었던 최 전대회장은 또 다시 논란이 일어날 것을 우려해 참여를 포기했다. 대

신 민영화 발표로 주가가 4배나 오른 한국이동통신을 그보다도 더 비싼 비용을 지불하며 인수를 완료했다. 채신부의 한국이동통신 민영화 방침에 따라 선경은 주식 공개매각에 참여했고 한국이동통신 주식을 주당 33만 5천원에 사들였다. 인수자금은 4,271억원 규모였다. 내부에서조차 지나치게 비싼 값에 인수한다는 말이 나오기도 했으나, 최 선대회장은 “회사가 아닌 미래를 샀다”고 자신했다.

② 인수이후 진행경과

1997년에 한국이동통신은 지금의 ‘SK텔레콤’으로 사명을 바꾸었다. 그해 하반기에는 개인휴대통신(PCS)사 한국통신·LG·한솔그룹이 상용화를 시작하며 이동통신 시장은 본격적인 경쟁체제로 들어갔다.

SK텔레콤은 1997년 기존 브랜드인 ‘디지털011’을 ‘스피드011’로 바꾸고 스피드011 출시로 SK텔레콤은 세계 8위의 이동전화사업자의 위상을 이루었다. 2002년에 SK텔레콤은 세계 최초로 3G 이동통신을 시작했다. 2.4Mbps 데이터 전송속도로 동영상, 고해상도 화상전화, 포토메일을 주고받을 수 있는 서비스였으며, 2003년에는 세계 최초로 동기식 기반의 화상전화서비스를 상용화해 IMT-2000을 완성하였다. 이를 통해 3G 서비스에 선도적 위치를 확립했다.

2010년에는 국내 최초로 4G LTE서비스를 상용화하고 2013년에는 기존의 데이터 속도인 75.4Mbps에서 150Mbps까지 속도를 더욱 높인 LTE-A를 세계 최초로 상용화하는 데 성공했다. 이어 5G에서도 두각을 나타내었고, SK텔레콤은 2019년에 세계 최초로 5G를 상용화했다.

최근에는 메타버스, 인공지능(AI) 분야에서도 두각을 나타내고 있는 등 통신서비스에만 국한되지 않고 여러 사업분야로 확장해 나아가고 있다.

2) 현재의 모습

SK텔레콤은 1994년 선경그룹에 편입될 당시의 매출액은 약 4,200억원이었으나 현재 2023년에는 매출이 17조 6,085억원으로 4093% 성장하였으며 매년 14.3%씩 증가하였다. 영업이익도 1994년에는 700억원이었으나 2023년 기준 1조 7,532억원으로 총 2405% 성장하였으며 매년 12.2%씩 증가하였다.

시가총액은 1995년 기준으로 2조 4,597억원에서 2023년말 기준 10조 9,653억원으로 총 346% 성장하였으며 매년 5.5%씩 증가하였다.

<표 4> SK텔레콤 인수당시 대비 현재 재무성과

구분	1996년	2023년	연평균성장률
매출액	26,760	176,085	7.5%
영업이익	4,620	17,532	5.3%
시가총액	26,609	109,653	5.6%

3) 대내 및 대외요인 분석

선경은 당시 인수시점 전후로 정치권과의 의혹 등 대외요인에 대한 이슈가 있던 시기였기 때문에 그룹차원에서 대외요인을 많이 고려한 것으로 보인다. 최종현 SK전대회장은 유공 인수 이후 한국이동통신을 인수하기 10년 전인 1984년에 신규사업 추진분야를 반도체와 이동통신으로 제시한 것처럼 내부적으로는 많은 노력과 준비를 한 것으로 판단된다

<표 5> SK텔레콤 인수사례에 대한 대내/대외요인 항목 평가

항목구분	고려도	판단근거
대내		
전략적 목표설정	상	· 당시 선경그룹은 1980년 유공(현,SK이노베이션) 인수 이후 신규사업분야를 리더십에서 “반도체와 이동통신”으로 선정하였음 · 1984년에 텔레커뮤니케이션 설립, 1989년 유크로닉스 설립 등 이동통신 사업 진입을 위한 로드맵대로 준비를 진행하였음
신중한 인수대상 기업 선정 및 평가	상	· 1단계로 제2이동통신사업자 입찰에 참여하여 포항제철, 코오롱, 동양 등과 경쟁하여 높은 점수로 선정됨. 다만, 정치권과의 특혜 의혹 등 이슈가 생기자 사업권 자진 반납. · 정부에서 한국이동통신 민영화 계획에 따라 해당 기업 인수에 참여하여 인수를 완료함
효과적인 인수후 통합	상	· 인수 이후, 1997년 개인휴대통신 사업에 진출하였으며 성공적인 인수후 통합전략 실행으로 이동통신 시장은 과점체계를 이루게 되었음
리더십과 의사소통	상	· 이동통신 사업에 대한 진출은 최종현 SK전대회장 시절부터 Top down 방식으로 구성원들과 소통을 하여 추진하였으며, 한국이동통신의 민영화를 통한 인수 건도 리더십의 의사결정이 아니었으면 인수가 완료되기 어려웠을 것으로 판단됨
법률과 규정 준수	상	· 당시의 법률 및 규정 관련한 이슈는 없었음
자본과 자금구조	중	· SK그룹사는 당시 현금성자산이 7천억원 수준에 이르렀으나, 한국이동통신의 인수대금 4,271억원은 높은 수준이었음

		· 선경의 인수참여 소식 이전에는 주당 8만원 수준이었던 한국이동통신의 주가는 주당 30만원까지 올랐으며, 당시 선경은 시가보다 높은 주당 33만원에 인수하였음 · 미래를 보고 투자하는 의사결정이었기 때문에 시가보다 높은 가격으로 인수하였으나, 당시 주가가 높아지고 인수기업인 선경의 재무구조상 인수이후 실패한다면 그룹의 재무건전성이 악화될 가능성이 높았기 때문에 재무관점에서는 적합한 의사결정은 아니었다고 판단됨
대외		
정치적	중	· SK그룹은 노태우정권과 1988년 사돈관계를 맺으면서 정치적 특혜 논란 의혹에서 자유롭지 못하였음 · 1980년 유공 인수 시점에도 당시 보안사령관인 노태우 전대통령과의 의혹이 제시되었으며, 1994년 한국이동통신 인수 시점 이전에도 제2이동통신사업자 선정관련 시 정치권에서 의혹제기로 인하여 높은 점수로 사업권자로 선정되었음에도 불구하고 사업권을 자진반납하였음 · 그래서 한국이동통신 인수 시에는 주가가 4배 가까이 올랐음에도 그 시가보다 더 높은 가격으로 인수를 해야했음 · 정치권과의 특혜 유무에 대하여는 의혹만 제기될 뿐 아직까지 처벌되거나 명시화되지는 않았으나 사업을 진행하는 여러가지 측면에서 국민여론 등을 고려해야하는 상황이었음
경제적	상	· 한국이동통신의 민영화를 통해 대한민국의 이동통신 사업은 과점형태로 진행이 되는 시장이며, 선경그룹은 한국이동통신 인수를 완료함에 따라 과점체계의 1위사업자 지위를 유지하고 현재까지도 SK그룹 내에서 캐시카우 계열사로 자리잡아가고 있음
사회적	상	· 인수가 완료된 1990년대는 소비자들이 이동

		통신이라는 신기술 영역에 대하여 소비를 확대하는 시기였으며, 한국이동통신 민영화를 통해 선경그룹의 계열사로 편입되는 데에도 양사간 기업문화 차이 등 이슈가 발생되지 않고 연착륙으로 인수후 통합이 이루어졌다고 판단됨
기술적	상	· 당시 이동통신관련 기술이 빠르게 발전하고 있음에 따라 선경은 한국이동통신 인수를 통하여 대한민국 이동통신 기술의 선두주자로 도약할 수 있는 기업을 적합하게 인수하였음

4) 시사점

선경(현,SK)그룹의 한국이동통신(현,SK텔레콤)을 인수한 M&A 사례를 살펴본 결과, 당시 M&A가 성사되기 약 10여년전부터 진출하고자 하는 신규사업분야를 이동통신으로 선정해 놓고 그에 맞는 비전과 로드맵을 실행한 것으로 보인다.

한국이동통신 인수 사례는 선경그룹의 대내적인 요인(전략적 목표설정, 인수대상 기업선정 및 평가, 효과적인 인수후 통합, 리더십과 의사소통, 법률과 규정준수, 자본과 자금구조)의 각 항목별로 매우 높은 수준으로 준비하고 실행하였다고 판단된다.

다만, 대외 요인으로 경제적, 사회적, 기술적인 환경도 정부정책 방향의 흐름과 이동통신에 대한 기술발전, 이동통신사업은 과점체제 형태의 시장으로 진행될 것을 사전적으로 인지하고 고려한 성공적인 인수사례로 보이지만, 정치적인 요인의 경우에는 한국이동통신의 인수완료까지 계속된 걸림돌로 작용한 것으로 보인다. 정치적으로 정권과의 특혜 논란, 의혹 등이 아니었다면 선경그룹은 제2이동통신사업자로 1992년에 기선정된 지위를 통해 이동통신 시장에 진입하였을 것이며, 그 이후 보다 빠르고 확대전략을 실행하여 현재보다 높은 시장지위와 재무가 더 우수한 기업으로 발전했을 가능성도 있다.

해당 사례의 전반적인 평가는 정치적인 요인과 그와 연계되어 비싼 인수가격으로 인수한 부분 이외에는 성공한 M&A 사례로 평가하였고, 금번 사례를 분석한 결과, M&A는 인수 이전에 상당한 기간과 공수로 분석이 되고 전략수립과 그에 따라 실행을 한다면 성공적인 M&A가 될 수 있을 것으로 보인다.

2. 금호아시아나의 대우건설 인수사례

금호아시아나그룹이 대우건설을 인수하였던 2006년은 박삼구 전 금호아시아나그룹 회장은 창립 60주년을 맞아 공격적인 사업확장을 하던 시기였다. 시공능력평가 1위 사였던 초우량 건설사인 대우건설을 인수하고자 하였으며, 인수가격은 당시 거론되었던 2~3조원보다 훨씬 높은 가격인 6조 4,255억원에 인수하였다. 이후에 승자의 저주라고 M&A 실패사례로 많이 거론되기도 하는 사례이며, 당시의 상황과 어떠한 목표와 전략으로 해당 거래가 이루어졌는지 살펴보도록 하겠다.

1) 배경 및 경과

① 인수배경

금호아시아나 그룹은 금호산업의 재무구조 개선을 위해 2003년 7월에 타이어사업부 매각을 실시하였다. 해당 사업부 매각을 통해 재무구조 개선효과가 발생하였으며, 이는 금호산업의 주가에 반영되어 2003년도 주가 대비 대우건설 인수를 추진하였던 2006년도 주가는 약 900% 수준의 높은 상승률을 달성했다. 그러나 타이어사업부 매각 이후 금호산업의 매출액은 높은 변동성을 나타냈으며 이에 따라 안정적인 매출을 확보하기 위하여 금호산업의 주력 사업인 건설사업부문의 성장이 필요했다. 건설업의 성장을 위해서는 사실상 수주능력과 원가절감 능력에 의해 경쟁력이 결정되는 구조였으므로 금호산업은 타 건설기업의 인수를 통해 건설사업부문의 성장을 도모할 수 밖에 없었다. 2006년에 대우건설을 인수후보기업으로 선정한 것은 대우건설의 해외사업 분야에서 우수한 경쟁력을 갖고 있을 뿐만 아니라 ‘푸르지오’라는 높은 아파트 브랜드 인지도를 보유하고 있어 해외진출 경험이 전무하고 주택분야 인지도가 약했던 금호산업 입장에서는 대우건설이라는 기업은 매력적인 투자 대상이었다. 또한, 금호아시아나그룹의 주력사업이 항공/타이어/석유화학이어서 유가 흐름에 민감한 사업구조를 갖고 있었기 때문에 유가와 관련성이 낮은 건설업 분야 확장을 통하여 안정적인 성장을 도모했다고 볼 수 있다.

2006년 11월, 금호아시아나그룹은 대우건설 채권단과 인수계약을 체결하였다. 인수 금액은 약 6조 4255억원 규모였으며 당시 시장에서 대우건설의 인수 적정가로 3조원 정도로 예측되었던 것을 감안한다면 매우 높은 금액이라고 볼 수 있다. 대우건설의 인수 입찰에 참여하였던 두산(6조4천억원), 프라임그룹(6조1천억원), 유진그룹(6조원) 등 대우건설의 인수를 향한 열기가 과열되어 이처럼 높은 금액이 형성된 것이다. 금호아시아나그룹은 우선협상자로 선정된 이후 최종적으로 대우건설의 지분 72.1%를 인수하였으며, 이중 32.5%를 금호아시아나 그룹이 인수하였고 나머지 39.6%는 금호아시아나 그룹과 컨소시엄으로 구성된 재무적 투자자들이 인수하였다. 재무적 투자자들에게는 인수시점으로부터 3년 뒤인 2009년 말에 주당 32,500원에 금호아시아나그룹이 다시 구매하는 풋옵션 계약을 제공하였다. 2009년

에 금호아시아나그룹이 재무적투자자들의 풋옵션 계약을 실행하여 대우건설 지분 39.6%를 인수하려면 약 4조원에 달하는 자금을 마련해야 했던 것이다.

인수 당시 시점에 금호아시아나그룹은 대우건설의 향후 전망을 긍정적으로 예상하였다. 주당 인수금액인 26,262원은 당시 거래되고 있던 15,000원 선보다 70% 이상의 프리미엄이 붙었으며, 경영권 프리미엄이라고 하지만 다소 높은 금액이었다고 판단된다. 여기에 재무적 투자자들에게 2009년에 주당 32,500원에 인수해야 하는 풋옵션까지 추가되었으며 이는 당시 주가의 두배를 넘는 금액이었다.

대우건설 인수를 위한 금호아시아나 그룹의 자금 조달도 건전성이 높았다고 보기는 어려울 수 있다. 재무적투자자들이 인수한 39.6%를 제외하고 금호아시아나그룹이 인수한 32.5% 지분을 약 2조 9천억원에 지불하였으나 대부분이 금융회사를 통하여 차입한 금액이었다. 이와 같이 대우건설 인수를 위해 지불한 인수대금은 금융회사와 재무적투자자들에게서 조달한 빚으로 볼 수 있다. 이는 대우건설의 주가가 향후 주당 32,500원을 넘어서 상승한다면 레버리지를 통해 금호아시아나 그룹이 성장 및 확장이 가능하지만 주가가 기대수준에 못 미치게 된다면, 재무적투자자들에게 지불해야하는 만큼 금호아시아나 그룹이 손실인 떠안아야 하며, 자기 지분 인수 대가인 2조 9천억원에 대해서도 계속 빚을 갚아야하는 리스크가 큰 인수방식인 것으로 보인다.

② 인수이후 진행경과

금호아시아나 그룹인 대우건설 인수 이후에 주당 주가가 4만원 이상으로 상승할 것으로 전망하였으나 2008년 리먼브러더스 사태로 인한 글로벌 금융 위기의 여파로 주식 시장은 침체되었고 대우건설의 주가는 인수당시 15,000원보다 낮은 수준인 1만원 선을 유지하였다. 또한 자기지분 인수를 위해 조달하였던 차입금에 대한 이자를 매년 수백억원씩 갚고 있던 시기였다. 이후 2009년 재무적투자자들에게 제공하였던 풋옵션 실행 시기가 도래하여 재무적투자자들이 보유하고 있던 대우건설 지분 39.6%를 풋옵션 계약상 지불해야하는 금액인 4조원을 마련하기 위해서 금호아시아나 그룹은 금호건설, 금호타이어의 구조조정을 실시하고 사옥이었던 대우빌딩도 매각하였으며, 2008년에 인수하였던 대한통운마저 매각할 수 밖에 없었다. 이외에도 금호렌터카, 한국복합물류 등 회사들을 매각하였고 당시 인수결정을 하였던 금호아시아나 그룹의 박삼구 회장이 최종적으로 사퇴하고 경영권을 포기하였으며 아시아나항공마저 매각하기로 결정하였다. 2020년말에는 전략경영실을 해체하고 실질적으로 금호아시아나그룹은 해체하게 되었다.

금호산업 매각 관련 주요 일지

2006년 11월	대우건설 인수
2008년 3월	대한통운 인수
2008년 6월	대우건설 유동성 위기 대두
2009년 6월	대우건설 재매각 결정
2009년 12월	금호아시아나그룹-산업은행, 경영정상화 방안 발표 (금호산업·금호타이어 워크아웃, 금호석유화학·아시아나항공 자유탁약)
2010년 1월	워크아웃 돌입
2010년 2월	채권단, 금호석유화학 계열 분리 결정
2010년 11월	박삼구 회장 경영 복귀
2011년 7월	대한통운 CJ에 매각
2012년 12월	금호석유화학 자유탁약 졸업
2013년 11월	박삼구 회장 금호산업 대표이사 복귀
2014년 9월	박찬구 금호석유화학 회장, 박삼구 회장 배임 혐의 고소
2014년 10월	조건부 워크아웃 졸업
2014년 12월	아시아나항공 자유탁약 졸업, 금호타이어 워크아웃 졸업
2015년 1월	금호아시아나, 금호석유화학 상대 주식매각이행청구 소송 1심 패소
2015년 1월	채권단 잠재적 인수자에 투자안내서 발송

<그림 1> 금호아시아나그룹의 주요 인수 및 매각 사례의 시계열 흐름

2) 현재의 모습

대우건설은 2006년 금호아시아나 그룹에 인수되었지만 3년만에 다시 매물로 나와 2011년 국책은행인 산업은행이 인수하였다. 이후 11년간 산업은행이 관리하였으며, 2022년에 호남 지역 기반의 건설사인 중흥건설에게 인수되었다.

금호아시아나그룹이 인수한 2006년 이후 수익성이 지속적으로 악화되었으며, 산업은행에 재매각하기 직전인 2010년에 1조원에 가까운 손실이 발생한 후 2011년에 산업은행에 재매각 하였다. 산업은행이 최대주주가 된 2011년 이후 2022년까지 연간 3.7%로 매출이 성장하였으며, 수익성도 지속적으로 유지됨에 따라 2022년에 중흥건설에게 성공적으로 매각되었다.

<표 6>대우건설의 연도별 매출 및 영업손익 실적과 최대주주 변화 (단위:억원)

연도	‘06년	‘07년	‘08년	‘09년	‘10년	‘11년
매출액	58,072	61,554	65,914	71,082	67,134	70,195
영업손익	6,436	5,819	3,580	2,396	(-)9,914	3,318
최대주주	금호아시아나 그룹					
연도	‘12년	‘13년	‘14년	‘15년	‘16년	‘17년
매출액	82,234	87,821	99,950	98,899	111,059	117,668
영업손익	3,456	(-)2,446	4,269	1,689	(-)4,672	4,290
최대주주	산업은행					
연도	‘18년	‘19년	‘20년	‘21년	‘22년	
매출액	106,054	86,518	81,367	86,852	104,192	
영업손익	6,287	3,640	5,582	7,383	7,600	
최대주주	산업은행				중흥건설	

3) 대내 및 대외요인 분석

금호아시아나 그룹의 사령탑을 박삼구 회장이 맡으면서 그룹의 성장을 추진하였으며 대우건설도 시공역량평가 1위인 역량이 우수한 기업이었으나, 그룹의 재무건전성을 매우 악화시키는 조달구조로 인수됨에 따라 대내적/ 대외적 리스크들이 발생된 것으로 판단된다.

<표 7> 대우건설 인수사례에 대한 대내/대외요인 항목 평가

항목구분	고려도	판단근거
대내		
전략적 목표설정	상	- 금호아시아나그룹은 당시 그룹내 건설사업부문이 있었으며, 해당 사업의 경쟁력을 높이기 위해 역량이 높은 건설회사를 인수하고자 하였음. - 금호아시아나그룹의 주력사업이 항공/타이어/석유화학이어서 유가 흐름에 민감한 사업구조를 갖고 있었기 때문에 유가와 관련성이 낮은 건설업 분야 확장을 통하여 안정적인 성장을 도모하였기 때문에 그룹의 전략적인 목표 설정은 잘 수립되었다고 판단함
신중한 인수대상 기업 선정 및 평가	상	당시 시공역량평가 1위를 기록하고, 해외사업분야에서 경쟁력이 높았던 대우건설을 인수대상후보기업을 선정한 것은 적합한 인수

		대상 평가였다고 판단됨
효과적인 인수후 통합	하	· 금호아시아나그룹의 대우건설 인수사례는 최근에도 ‘승자의 저주’라는 사례로 등장할 만큼, 오너 중심의 의사결정 구조 및 무리한 경영철학이 발생된 사례라고 판단됨
리더십과 의사소통	하	· 금호아시아나그룹의 박삼구 회장의 Top down 방식으로 진행되었으나, 당시 오너의 독단적인 경영으로 대우건설의 인수가 이루어진 것으로 보임. 박삼구 회장의 동생인 박찬구 회장도 유동성 위기 가능성 때문에 해당 인수건을 반대하였으나 해당 의견을 묵살하고 추진한 것으로 보아 리더십과 의사소통이 잘 되었다고 보기는 어려움
법률과 규정 준수	상	· 당시의 법률 및 규정 관련한 이슈는 없었음
자본과 자금구조	하	· 대우건설의 인수당시 주가는 15천원 수준이었으나 주당 26,262원으로 프리미엄이 70% 수준인 것은 경영권에 대한 가치라고 판단할 수 있으나, 대우건설 인수 컨소시엄에 참여한 재무적 투자자들에게 3년뒤 풋옵션(금호그룹이 인수해주는 조건) 주가가 32,500원으로 매입해주는 계약을 제공한 것은 향후 전망을 매크로 리스크 요인 등을 고려하지 않고 매우 긍정적으로 판단한 과오가 존재함 · 인수에 필요한 자본 조달도 재무적 투자자 뿐만 아니라 금호가 직접인수하는 지분에 대해서도 대부분 차입을 함에 따라 재무건전성이 매우 안좋아지는 영향이 있음
대외		
정치적	상	· 해당 인수 사례의 경우 정치적으로 의혹이 발생한 부분이 존재하지는 않음
경제적	상	· 금호그룹이 당시 성장하기 위해서는 경쟁력이 우수한 건설사를 인수하고자 하는 전략을 실행하였으며, 당시 2006년은 건설업이 활황인 시기였기 때문에 건설업을 인수합병 대상 분야로 선택한 것은 적합하다고 판단됨
사회적	중	· 인수 추진에 대한 판단은 금호아시아나그룹

		박삼구 회장을 통해 진행되었으며, 인수 이후에도 조직문화 차이 부분이 순조롭게 이루어진 것은 아니라고 보임
기술적	상	· 대우건설은 당시 해외 토목건축분야에서 우수한 역량과 기술을 갖고 있었기 때문에 해당 인수사례 건은 금호아시아나 그룹이 기술적으로 발전할 수 있는 계기가 되었다고 판단됨

4) 시사점

금호아시아나그룹의 대우건설을 인수한 M&A 사례를 살펴본 결과, 당시 M&A는 그룹 확장에 대한 목표에 비중을 높여서 실행한 것으로 보인다.

대우건설 인수 사례는 결론적으로 판단하게 되면, 대내적인 요인 중 효과적인 인수후 통합 / 리더십과 의사소통 / 자본과 자금구조 항목을 적합하게 준비하지 못하고 실행한 것으로 보인다.

특히 자본과 자금구조에 대하여는 무리하게 차입을 일으켜서 인수한 부분과 재무적 투자자에게 높은 주가로 재매수해주는 풋옵션 계약을 체결함에 따라 향후 금호아시아나 그룹이 유동성위기가 발생되어 그룹이 결국 해체하게 된 요인 중 하나라고 판단된다.

이 당시 대외요인인 정치적, 경제적, 기술적으로 적합하게 고려하고 인수를 진행한 것으로 보이며, 사회적인 요인으로는 인수후 통합과 연계하여 조직문화 차이 등에 대한 외부시각을 고려해야하는 부분이 일부 미진하였던 것으로 보인다.

해당 사례의 전반적인 평가는 자본과 자금구조 항목에 대한 보수적인 리스크 관리 요인을 고려하지 않아서 실패한 M&A 사례로 평가하였고, 금번 사례를 분석한 결과, 특히 인수이후 자본 및 자금구조에 대한 리스크 관리가 중요한 것으로 보인다.

3. 대한항공의 아시아나항공 인수 사례

대한항공은 아시아나항공 인수를 2020년 11월에 발표하였으며, 약 3년반이 지난 2024년 4월 현재 미국의 규제당국의 인수합병 심사를 제외한 주요 국가 및 지역에서는 합병승인이 이루어졌다. 국내 최대항공사인 대한항공과 2위인 아시아나항공의 합병은 항공업계의 거대 공룡이라고 봐도 무방할 것이며, 글로벌 시대의 상징인 항공산업과 공항은 국가 경제에 미치는 효과가 크므로 국민적 관심 또한 높은 편이다. 해당 M&A 사례는 아직 종료가 되지는 않았으나 인수발표 시점부터 어떠한 목표와 전략으로 해당 인수진행과정이 이루어졌는지 살펴보도록 하겠다.

1) 배경 및 경과

① 인수배경

항공업계는 2020년 코로나19 팬데믹으로 큰 타격을 입었다. 여행제약과 여행객 수 감소로 인해 수익성이 크게 저하되었으며, 우리나라 항공사도 이에 영향을 받았다. 금호아시아나 그룹에 속해있는 아시아나항공은 모기업의 어려움으로 인하여 2019년 산업은행 채권단에 소유권이 이전되었으며 이후 HDC현대산업개발이 인수 의사 표명한 후 주식매매계약을 체결하였으나, 코로나19 사태로 인해 HDC현대산업개발의 아시아나항공 인수를 무산하게 되었다. 그에 따라 정부는 국내 1위인 대한항공과 2위인 아시아나항공 모두를 지원해야하는 상황에 직면하게 되었다. 다만, 대한항공은 이 기회를 통해 경쟁력을 높일 수 있는 가능성을 고려하였으며, 갈수록 국제 항공업계는 치열한 경쟁 속에서 운영됨에 따라 대한항공은 아시아나항공을 인수함으로써 경쟁력 강화를 통해 글로벌 항공사로의 입지를 높이려는 목표를 수립하였다.

그 목표에 따라 대한항공은 2020년 11월 아시아나항공을 인수하기로 결정한 후 발표하였으며, 이 시기부터 양사는 합병에 관한 논의를 하였다. 일반적인 기업들 간의 합병은 우리나라 정부당국은 물론 전 세계 국가들의 승인사항은 아니나, 항공업계의 경우 대형 항공사의 합병으로 인해 글로벌 산업에서 독과점 및 경쟁 제한 우려가 있는 경우에 관련있는 전 세계 국가들의 규제당국 승인을 받아야만 합병이 최종적으로 이루어진다. 그래서 대한항공과 아시아나항공의 합병은 우리나라의 공정거래위원회를 포함하여 미국, 유럽연합(EU), 중국, 일본, 터키, 태국, 대만, 베트남 등 경쟁당국 심사기관에 합병 관련 신고서를 제시하였으며, 모든 국가의 합병승인을 받아야 하며, 해외 경쟁당국의 승인이 대한항공 및 아시아나항공 양사 합병의 선행조건이기 때문에 위에 국가 중 한 군데서라도 승인을 받지 못하는 경우에는 합병이 무산된다.

② 인수이후 진행경과

인수를 발표한 이후 2021년부터 대한항공은 관련 주요 국가들의 경제당국 기업연동 검증결과에 대한 승인을 받기 위해서 대한항공과 아시아나항공의 기업연동 검증과 관련하여 경쟁제한 완화와 관련한 방안 등을 제출하고 있으며, 인수발표 이후 지금까지 기간동안 약 1,000억원이 넘는 비용을 국내와 해외 법률 비용 등으로 사용해왔다. 또한, 해당 승인을 얻기 위해서 아시아나항공의 채권단인 산업은행에서도 대한항공과 아시아나항공의 합병 심사를 진행 중인 해외 규제당국에 이번 기업결합의 진행 배경 및 필요성 등을 설명하는 자료 제출을 준비하고 같이 보고하는 등의 노력을 해온 결과, 미국을 제외하고는 모든 주요 국가의 관계기관에서 양사의 인수합병에 대한 승인을 받았다.



대한항공의 아시아나항공 인수 주요 과정		
2020년	11월	아시아나항공 인수 결정
2021년	3월	대한항공 유상증자 완료 (3.3조원)
	6월	아시아나항공 인수 통합계획안(PMI) 확정
2022년	2월	한국 공정거래위원회 기업결합 승인
	12월	중국 국가시장감독관리총국 기업결합 승인
2023년	3월	UK 기업결합 승인(한국, 터키, 태국 대만 등 11개국 승인 완)
	9월	유럽경쟁당국(EC)에 시정조치안 제출
2024년	1월	일본 경쟁당국 기업결합 승인
	2월	EC 기업결합 조건부 승인
	6월 (예정)	미국 경쟁당국 결과 발표

<그림 2> 대한항공의 아시아나 항공 인수의 주요 진행경과

이렇게 일반적인 기업들 간의 인수합병에서는 고려되지 않고 있는 글로벌 주요 국가의 규제 당국에 대한 승인까지 받는 이유는 바로 운항권에 대한 독점적 지위이다. 우리나라에서도 1위 항공업체인 대한항공과 2위 항공사인 아시아나항공이

합병된다면 우리나라에서는 유일무이한 대형 항공업체가 탄생되는 것이다. 따라서 공정위와 같은 규제당국이 있음에도 소비자에게 가격인상, 양사의 마일리지 이슈, 국내 저비용항공사와의 경쟁 등 여러가지 문제가 발생할 수도 있을 것이다. 또한 우리나라 뿐만 아니라 전세계로 확대하는 경우에도 대한항공과 아시아나항공이 보유하고 있는 슬롯(각 공항에서 시간당 가능한 항대기 이착륙 횟수)이 확대되는 등 전세계 주요 공항에서의 독점적인 운항권을 보유할 수 있기 때문에 각국의 규제당국은 해당 국가의 국적항공사에게 유리한 슬롯을 넘겨주는 것을 조건으로 합병승인을 해주고 있는 실정이다.

2) 현재의 모습

대한항공과 아시아나항공의 합병은 9부능선을 넘었다고 평가하고 있다. 미국의 승인만 얻으면 글로벌 주요국가들의 합병승인을 모두 얻는 것이고 세계 10위권 메가 캐리어로 탄생할 수 있을 것이다.

대한항공과 아시아나항공의 인수합병은 분명 대한항공에게 많은 경제적 이득을 가져다 줄 것이다. 세계적 항공산업 평가회사인 스카이트랙스(Skytrax)에 의하면 대한항공은 세계 항공시장에서 여객분야 9위, 항공화물분야 2위라는 실적과 명성을 가지고 있는 명실상부한 세계적 항공사이며, 대한항공의 글로벌 순위는 매년 상승하고 있다. 다만, 최근 대한항공은 저비용항공사 대비 경영이 악화되어 손실이 확대되는 등 급변 인수합병을 통해서 ‘승자의 저주’ 등의 함정이 기다리고 있을 수도 있다. 그럼에도 대한항공과 아시아나 항공의 인수합병은 치열한 항공시장에서 생존할 수 있는 방안이라고 보인다. 대한민국에서 항공시장을 과점이 아닌 독점적 지위를 확보하고 전세계 노선권 및 슬롯에 관한 권리에서도 독점적 지위를 확보할 수 있으며 인수합병 이후에는 여객과 화물운송 분야에서 글로벌 3위 내지 5위안에 들 수 있는 경쟁력을 확보할 수 있을 것으로 보인다.

다만, 인수합병이후에 여러가지 문제들이 예측되고 있으며, 첫째 국내에서 거대항공사가 탄생하는 경우 시장논리에 반하는 독점적 시장 지배에 대한 문제에 봉착할 수 있다. 둘째, 대한항공의 노선과 아시아나항공의 노선 간의 중복문제가 발생될 것이다. 많은 국가와 도시에서 중복 취항하고 있어 중복 노선에 대한 노선권 및 슬롯 조정 또한 대한항공이 어떻게 효율적으로 합병으로 탄생된 항공사를 운영할지도 숙제일 것이다. 셋째, 양사의 항공기 기종 배분 문제 또한 넘어야 할 과제이기도 하다.

3) 대내 및 대외요인 분석

대한항공이 아시아나항공을 인수할 수 있었던 배경으로는 코로나19 팬데믹의 발생이라고 볼 수도 있다. 우리나라 정책은행인 산업은행은 당시 아시아나항공을 관리하고 있고 정부입장에서도 국적항공사인 대한항공과 아시아나항공의 경영환경

이 악화되어 팬데믹 사태가 장기로 이어진다면 부도가 날 수도 있는 상황을 해결해야 했기 때문에 독점적 시장지위가 부여될 수 있음에도 불구하고 대한항공이 아시아나항공의 인수 발표를 지켜본 것이기 때문이다.

그렇다면 이번 사례는 대내 및 대외요인을 어떻게 고려하여 인수합병을 추진해왔는지 살펴보겠다.

<표 8> 아시아나항공 인수사례에 대한 대내/대외요인 항목 평가

항목구분	고려도	판단근거
대내		
전략적 목표설정	상	영리를 취하는 기업 입장에서는 해당 기업이 사업을 영위하고 있는 산업 내에서 시장점유율을 확대하는 것이 매우 중요한 전략적 목표이며, 국내 1위인 대한항공이 2위업체인 아시아나항공의 인수합병을 추진하는 전략은 시장점유율 확대에 매우 부합되는 전략이기 때문에 전략적 목표 설정은 잘되었다고 판단됨
신중한 인수대상 기업 선정 및 평가	상	- 당시 국내 2위 국적항공사인 아시아나항공을 인수합병 대상으로 선정한 것은 적합한 인수대상 기업을 선정하였다고 보임 - 다만, 평상시에는 1위업체와 2위업체간의 합병은 공정위에서 독점적 시장지배를 막기 위하여 승인을 하지 않았을 것이나, 코로나19라는 특수한 상황에서 승인을 한 것임.
효과적인 인수후 통합	상	인수결정 이후 21년 7월에 인수후 통합 전략을 발표하였으며, 고객 데이터 등의 전산 시스템, 승무원을 포함한 임직원 고용유지, 마일리지 통합 등 상세한 인수후 통합전략을 수립한 것으로 보임. 다만, 현재 합병승인이 모두 이루어진 것이 아니기 때문에 인수완료 이후 별도법인으로 운영할 지, 합병하여 한 개 법인으로 운영할 지 결정이 되지 않는음
리더십과 의사소통	상	대한항공의 리더십인 조원태 회장이 직접 의사결정을 추진하였으며, 2020년 인수결정 이후 매년 신년사를 통하여 아시아나항공 인수합병완료를 강조하고 있음

		리더십에서 지속적으로 추진하고 있기 때문에 해당 M&A사례의 원동력이 감소되지 않고 인수합병까지 남은 과제들을 잘 실행하고 있는 것으로 보임
법률과 규정 준수	중	양사간의 국내 공정거래에 관한 법률과 해외 관련 독점 관련한 이슈는 없으나, 현재 미국의 양사 합병 승인을 받지 못하고 있음
자본과 자금구조	중	- 아시아나항공을 인수 하기전의 대한항공의 재무구조는 부채비율이 200% 가량으로 항공사 중에서도 재무건전성이 우수한 기업이었으나, 아시아나항공의 부채비율이 높기 때문에 결합이후에는 부채비율이 300% 수준에 이를 것임 - 그럼에도 글로벌 항공기업의 평균부채비율(400%수준) 대비하여 낮은 수준이기 때문에 코로나19와 같은 팬데믹이 다시 재창궐하지 않는 이상 재무구조가 악화되거나 하지는 않을 것으로 예상됨
대외		
정치적	상	해당 인수 사례의 경우 정치적으로 의혹이 발생한 부분이 존재하지는 않음
경제적	상	- 대한항공의 경우 아시아나항공의 인수를 완료하게된다면 글로벌 메가캐리어 기업으로 재탄생하고 국내에서도 독점적 시장지위를 가지므로 대한항공 기업 입장에서는 아시아나항공 인수전략은 매우 타당성이 높은 전략인 것으로 보임 - 다만, 인수합병이후에 대한항공은 아시아나의 부실한 재무구조를 최대한 빠르게 극복하기 위하여 높은 항공요금 정책을 가져갈 것이라는 우려가 존재하기 때문에 기업측 입장이 아닌 사회측 입장에서는 우려가 높기 때문에 ESG 기업역할과 책임을 다하도록 해야 할 것임
사회적	중	인수합병 이후 직원들에 대한 고용 승계 이슈가 있으며, 대한항공에게 독점적 지위를

		허용해준만큼 대한항공과 아시아나항공의 직원 중 중복되는 보직의 직원들에 대하여 구조조정이 어려울 것임에 따라 교육 및 재배치를 적극적으로 활용해야 할 것임
기술적	상	· 양사는 국내 1위와 2위의 국적항공사이므로 기술적인 이슈는 존재하지 않을 것으로 보임

4) 시사점

대한항공이 아시아나항공을 인수한 M&A 사례를 살펴본 결과,

해당 M&A는 국내 항공업계의 시장 지위를 크게 재배치하여 독점적인 시장지위를 확보한 후 글로벌 메가 캐리어 기업으로 도약하기 위한 전략목표를 실행한 것으로 보인다.

대내적인 요인 중 전략적 목표설정 / 인수대상 기업 선정 및 평가 / 효과적인 인수후 통합 / 리더십과 의사소통 항목은 적합하게 고려하여 해당 M&A를 실행한 것으로 보이나, 법률과 규정 준수 / 자본과 자금구조 항목의 경우 인수합병 이전에 고려는 하였음에도 불구하고 세계 각국의 규제당국에서는 해당 인수합병을 매우 중대한 건으로 보아 자국의 항공사에 미치는 영향이 높을 것으로 판단하여 승인을 해주더라도 지연하거나 조건부 승인을 해주는 부분이 있고, 아시아나항공의 인수이후에 대한항공의 재무건전성이 안좋아지기는 하나, 충분히 예측한 부분인 것으로 판단됨

대외요인인 정치적, 경제적, 기술적으로 적합하게 고려하고 인수를 진행한 것으로 보이며, 사회적인 요인으로는 양사 합병이후 직원고용승계 이슈 등에서 자유롭지 않을 것이기 때문에 해당 항목에 대하여 효과적으로 대응하여 운영을 효율적으로 할 수 있게 실행되어야 할 것으로 보인다.

전반적으로 대한항공의 아시아나항공의 인수합병 사례는 아직 미국 규제당국의 인수합병 승인이 이루어지지 않는했으나, 대한항공 입장에서는 여러가지 법규 및 규정, 재무건전성, 사회적 책임 등의 이슈가 있을 것임을 예상하였지만 그럼에도 독점에 가까운 시장지위를 확보할 수 있는 것은 항공업계의 기업으로서 또 한번의 도약을 할 수 있는 기회를 얻은 것으로 판단된다.

4. 신세계 그룹의 지마켓(이베이코리아) 인수 사례

신세계 그룹은 이마트를 통한 지마켓(이베이코리아) 인수를 2021년 11월에 발표하였으며, 해당 M&A 사례는 신세계그룹의 포트폴리오에 온라인 이커머스 사업의 큰 변화를 가져온 사례였다. 다만, 3.5조원이라는 높은 금액으로 인수했음에도 불구하고 인수한지 2년이 경과된 현재까지도 지마켓은 계속된 적자를 인식하고 있어서 ‘승자의 저주’가 우려되고 있는 현실이다. 해당 M&A 사례 분석을 통해 어떠한 목표와 전략으로 해당 인수진행과정이 이루어졌는지 살펴보도록 하겠다

1) 배경 및 경과

① 인수배경

신세계 그룹은 백화점 사업을 영위하고 있는 ‘신세계’, 그리고 마트 및 유통 사업을 영위하는 ‘이마트’로 크게 구분된다. 지마켓을 인수한 주체인 이마트는 온라인 이커머스 확대를 위해 공격적으로 투자하는 이유는 분명하다. 오프라인에서 다져진 확고한 ‘이마트’브랜드 파워를 온라인에서도 구축하려는 것이다. 이러한 전략적 전환과 필요성은 코로나19 사태를 겪으면서 더 분명해지고 본격화된 것으로 보여진다.

그에 따라 이마트는 2021년 11월에 지마켓 지분 100%를 보유한 아폴로코리아 지분 80.01%를 3조 5591억원에 인수하였다. 당시 지마켓 관련하여 인수에 참여해서 제안을 했던 기업들은 신세계를 제외하고 SK텔레콤, MBK파트너스, 롯데쇼핑이 있었으며, SK텔레콤은 약 1조원, MBK파트너스 약 2조원, 롯데쇼핑은 약 3조원의 인수가격을 제시하면서 3조 5천억원을 제시한 이마트가 우선협상대상자가 되고 인수까지 완료한 것이다. 그렇다면 지마켓은 어떠한 회사인데 이마트가 이렇게 높은 가격을 제안하고 인수한 것인지 확인해보겠다

지마켓(이베이코리아)은 이베이가 2000년 한국에 진출해서 설립된 기업이며, 국내 최초의 인터넷 경매 전문 사이트인 옥션의 최대주주가 되었고 2009년 인터파크로부터 지마켓을 인수하였다. 국내에서는 지마켓, 옥션 등의 오픈 마켓 플랫폼을 운영하며 국내 이커머스 시장에서 상위권을 유지하고 있으며, 20년이 넘는 사업운영 기간동안 쌓인 수많은 고객과 판매자의 데이터를 보유하고 있는 기업이다

<표 9> 지마켓(이베이코리아) 인수시점 기준 3년간 요약재무제표

구분(억원)	자산총계	부채총계	자본총계	매출액	당기순이익
2018년	18,007	7,216	10,791	9,811	369
2019년	13,226	8,193	5,032	10,954	436
2020년	16,627	9,868	6,758	12,441	535

② 인수이후 진행경과

2020년 국내 이커머스 시장 점유율은 네이버 17%, 쿠팡 13%, 이베이(지마켓) 12%, 11번가 6%, 롯데온 5%, SSG닷컴 3%, 카카오 2%, 기타 42%로 구성되어있다. SSG닷컴은 신세계 그룹의 이커머스 업체로서 시장점유율은 낮으나 이마트가 이베이를 인수하면서 신세계 그룹은 국내 이커머스 업체 중 2위 업체로 도약하게 되었다.



<그림 3> 2020년 국내 온라인 이커머스 시장점유율

이마트가 지마켓을 인수한지 2년이 넘게 경과하였으며 이마트는 지마켓 인수로 인해 매출 상승 효과를 확실히 보고 있다. 2022년 이마트의 연결 기준 매출액은 29조 3324억원으로 지마켓을 인수하기 전인 2020년 22조 330억원 대비 33.1%가 증가하였다. 다만, 영업이익은 인수 이후에 적자폭이 지속되고 있으며 2022년 655억원, 2023년 321억을 인식하고 있다.

지마켓의 영업손실은 지급수수료와 광고선전비 등 과도한 경쟁으로 발생하는 마진 감소요인이 주된 이유이다. 지급수수료는 온라인 사이트 운영비용과 결제 수수료, 물류센터 운영 수수료 등으로 구성되며, 지마켓은 직매입과 오픈마켓을 통한 사업을 이어가고 있는 가운데 2022년에는 매출액 1조 3841억원 중 5809억원이 직매입 비중을 차지하고 있다.

2) 현재의 모습

업계에서는 이마트가 지마켓을 인수할 시 인수대금 3조5천억원이 너무 비싸게 인수했다고 보고 있다. 인수 당시인 2021년이 이커머스 기업의 가치가 높을 때여서 사업확장을 위해서는 어쩔수 없이 높은 가격으로 인수해야 하기는 했으나 현재까지 손실이 지속되고 있는 상황으로 보아 높은 가격인 것은 맞다고 판단된다.

또한 제조업 같은 경우에는 기업끼리 결합 시 유기적인 효과가 나오는데 지마켓이 신세계그룹 내 편입되었지만 신세계 그룹의 온라인 커머스 기업인 SSG닷컴과 시너지 효과를 발휘하지 못하고 있는 것도 아쉬운 부분이다. 쿠팡의 앱을 보면 심플한 디자인으로 소비자들의 접근이 쉬운 반면 지마켓과 SSG닷컴은 소비자들의 접근설이 어렵게 앱이 복잡하게 구성되어 있다.

다만, 지마켓이 신세계그룹 편입된 이후에 2년 연속 적자 행진을 기록하고있지만 2023년의 적자폭이 2022년 대비하여 43%를 줄였다는 것은 희망적이라는 평가를 하고있다. 증권가에서는 지마켓이 2024년도 4분기부터는 흑자전환을 할 것으로 전망하고 있으며 2025년에는 연간 흑자도 달성할 수 있을 것이라고 관측하고 있다. 2022년과 2023년의 실적만 본다면 사실상 ‘승자의 저주’로 평가받을만 하지만, 이커머스 업계가 향후에는 더욱 확대될 것이고 수익성이 제고된다면 지마켓의 인수에 대한 판단은 아직은 유보해야 한다고 봐야할 것이다.

3) 대내 및 대외요인 분석

신세계 그룹은 사업의 포트폴리오 전환을 전통적인 오프라인 산업(백화점, 대형마트, 유통 중심)에서 온라인 이커머스 산업으로 실행하고 있는 중이다. 그 중 하나의 실행전략으로 지마켓을 인수한 것이며 지마켓을 인수함에 따라 SSG닷컴과 더불어 이커머스 시장의 시장점유율은 확대가 되었다. 다만, 인수이후에 신세계 그룹내 유니버스 간 유기적인 결합이 이루어지지 않았다고 하는 평가도 존재하고 인수 이후 2년간 적자가 지속됨에 따라 높은 가격으로 인수하였다는 평가도 계속되고 있다.

그렇다면 이번 사례는 대내 및 대외요인을 어떻게 고려하여 인수합병을 추진해왔는지 살펴보겠다.

<표 10> 지마켓 인수사례에 대한 대내/대외요인 항목 평가

항목구분	고려도	판단근거
대내		
전략적 목표설정	상	· 신세계 그룹은 사업포트폴리오 전환 관점에서 온라인 이커머스 확대 전략을 실행하고 있는데, 지마켓을 인수한 것은 그에 부합되는 적합한 전략적 목표설정인 것으로 판단

		됨
신중한 인수대상 기업 선정 및 평가	상	· 네이버와 쿠팡에 이어 2022년도 국내 온라인 이커머스 사업 내 시장점유율 3위를 차지하고 있던 지마켓을 인수대상으로 선정하는 것은 적합한 것으로 보임. · 대상 업체 인수를 통해서 신세계 그룹 내 이커머스 업체인 SSG닷컴과 시너지를 낸다면 시장점유율 기준으로는 쿠팡을 넘어서 국내 2위로 도약이 가능함
효과적인 인수후 통합	중	· 제조업 같은 경우에는 기업들간의 유기적인 결합이 빠르게 이루어지나, 온라인 이커머스 업체들끼리는 각각의 앱과 웹을 활용하는 비즈니스이다보니 유기적인 결합은 어려운 부분이 존재함. 그럼에도 신세계 그룹 내의 SSG닷컴과 지마켓 간의 시너지효과를 충분히 실현하지 못한 것으로 보임
리더십과 의사소통	상	· 신세계 그룹의 리더십인 정용진 부회장은 온라인 이커머스 확대를 사업전략의 일환으로 추진하고 있으며, SSG닷컴만으로는 부족하다는 판단하에 지마켓 인수를 결정한 후 높은 가격에 인수한다는 비판에도 불구하고 인수를 완료하였음. · 리더십에서 추진하지 않는 이상 인수가격이 높아지는 경우에 실행이 완료되기 어려우며, 정용진 부회장의 경우 높은 가격을 지불하더라도 인수한 이후에 그 이상으로 기업을 키운다면 된다고 말할 정도로 자신을 가지고 M&A를 실행하였음
법률과 규정 준수	상	· 당시의 법률 및 규정 관련한 이슈는 없었음
자본과 자금구조	중	· 신세계그룹은 2021년 기준 자산 약 44조원 규모를 나타내고 있으며, 지마켓 인수 이전에 이마트 가양점 부동산 매각과 하남스타필드의 담보 대출 실행, 회사채 발행 등과 보유하고 있는 현금성자산 1조원을 고려한다면 무리한 자금조달은 아닌 것으로 판단됨

대외		
정치적	상	· 해당 인수 사례의 경우 정치적으로 의혹이 발생한 부분이 존재하지는 않음
경제적	상	· 신세계그룹은 자체적으로 설립한 이커머스 업체인 SSG닷컴을 보유하고 있기 때문에 지마켓을 인수하게 된다면 국내 이커머스 시장의 점유율이 15% 수준으로 올라가게 된다. 공정위는 기업결합이 이루어지게 되는 경우 심사를 통해 독과점과 관련된 우려를 검토하지만, 통상 공정위가 기업결합을 불허하는 시장지배적 사업자 조건인 시장점유율 50% 이상 또는 1~3위 업체의 시장점유율 75% 이상에는 미치지 않는다 · 따라서 신세계 그룹은 지마켓 인수를 통해 높은 시장지위도 확보하는 반면, 독과점 관련 경제적인 이슈도 없이 실행을 완료한 것으로 보인다.
사회적	상	· 인수합병 이후에도 지마켓에 대한 직원들의 고용 이슈는 없었으며, 두 기업은 별도 법인으로 물리적인 형태를 계속 유지함에 따라 별도의 사회적인 이슈는 없는 것으로 확인됨
기술적	상	· 온라인 이커머스에 대한 사업 확대를 통해 사회적으로 빠르게 온라인 기술이 발전하는 트렌드를 반영하기 위한 인수사례인 것으로 보임

4) 시사점

신세계그룹이 지마켓을 인수한 M&A 사례를 살펴본 결과,

해당 M&A는 신세계 그룹의 전통적 오프라인 사업구조(백화점 및 마트, 유통 등)를 온라인 이커머스 사업의 비중을 확대하고자 하는 포트폴리오 전환 사례의 목표를 실행한 것으로 보인다.

대내적인 요인 중 전략적 목표설정 / 인수대상 기업 선정 및 평가 / 리더십과 의사소통 / 법률과 규정 준수 항목은 적합하게 고려한 것으로 보이나, 특히 효과적인 인수후 통합 항목에 있어서 신세계 그룹의 SSG닷컴과 지마켓의 시너지 효과가 충분하게 발현되지 않은 것으로 판단된다.

대외요인인 경제적, 사회적, 기술적으로 적합하게 고려하고 인수를 진행한 것으로 보인다

전반적으로 신세계그룹의 지마켓 인수합병 사례는 그룹의 포트폴리오 전환 목표 하에 인수대상 선정부터 실행까지 전략적 목표아래에서 인수까지 완료되었으나, 현재에도 ‘승자의 저주’라는 혹평을 벗어나고 있지 못하는 만큼 온라인 이커머스 업계에서 신세계가 목표로 하는 전략을 보다 잘 실행하기 위해서 지마켓을 충분히 활용하여 온라인 사업을 진행해야 할 것으로 판단된다.

IV. 전략적 제언

M&A는 기업의 성장과 변화를 이루는 핵심 전략 중 하나로서 M&A의 전략이 성공한다면 기업의 경쟁력이 확대되고 긍정적인 파급 효과를 가져올 수 있다. 그에 반면 M&A가 실패한다면 피인수기업이 안좋아지는 것에만 국한되지 않고 인수한 모기업도 악화되고 최악의 경우에는 두번째 사례(금호아시아나그룹의 대우건설 인수)에서 살펴본 것과 같이 그룹이 해체되는 경우도 있다.

M&A를 성공시키기 위해서 앞에서 대내적인 요인과 대외적인 요인들을 도출하였으며 M&A를 실행하기 위해서는 어떠한 항목에 보다 집중하여 인수합병을 실행해야하는지 몇 가지 주요 사례를 통하여 살펴보았다. 살펴본 결과를 정리하면 다음과 같다.

<표 11> M&A 사례 대내적/대외적 요인 분석 결과

항목		사례1 (SK텔레콤)	사례2 (대우건설)	사례3 (아시아나 항공)	사례4 (지마켓)
대내적	전략적 목표 설정	상	상	상	상
	인수대상 기업선정 및 평가	상	상	상	상
	효과적인 인수후 통합	상	하	상	중
	리더십과 의사소통	상	하	상	상
	법률과 규정준수	상	상	중	상
	자본과 자금구조	중	하	중	중
대외적	정치적	중	상	상	상
	경제적	상	상	상	상
	사회적	상	중	중	상
	기술적	상	상	상	상

상기사례와 연계하여 대내적 요인과 대외적 요인을 분석해보겠다

첫번째, 전략적 목표 설정은 4가지 사례 모두 M&A를 실행하기 전에 해당 M&A를 통하여 그룹이 어떠한 목표를 설정하고 실행할 것인지에 대하여 적합하게 수립하였다. SK그룹의 경우에도 한국이동통신(현,SK텔레콤)을 인수하기 전에 향후 그룹의 신규사업 분야를 통신사업과 반도체로 선택한 후 한국이동통신을 인수한 만큼 전략적인 목표설정 및 로드맵이 수립된 후에 실행이 된 것으로 볼 수 있다.

두번째, 인수대상의 기업선정과 평가 항목의 경우에도 중요한 요인이 맞으며, 상기 사례에서는 인수대상 선정과 평가를 모두 적합하게 수행한 것으로 보인다. 대한항공의 경우에

도 공정위의 독과점 이슈가 지속적으로 상존해왔기 때문에 아시아나항공을 인수한다면 시장의 독점적 지위를 가질 수 있음에도 불구하고 인수를 못하였으나, 코로나19 사태를 기회로 삼아 2위업체인 아시아나항공을 인수대상으로 선정하여 국내 뿐만 아니라 글로벌에서도 독과점 지위를 가져갈 수 있는 것은 대한항공의 항공업계 내에서의 경쟁력을 더욱 제고 시켜 주는 방안이 될 수 있을 것이다

세번째, 효과적인 인수후 통합은 M&A의 후반부 과정이라고 볼 수 있으며, 주식매매계약 이후에 통합하는 부분으로 볼 수 있다. 사례에서 살펴봤듯이 대우건설의 경우 인수후 통합이 잘 이루어지지 않았으며 그에 따라 M&A의 리스크가 높아져 실패까지 이어진 이유 중의 하나라고 판단된다.

네번째, 리더십과 의사소통의 항목은 대부분의 M&A의 경우 오너십이 존재하는 그룹사의 경우 오너십의 의사결정이 상당히 중요하게 작용하는 부분이 있으며, 금호아시아나그룹의 대우건설 인수 사례의 경우 오너십의 독단적인 의사결정이 과도하게 잘못된 방향으로 인도한 결과라고 볼 수 있다. 오너십의 의사결정이 탑다운으로 강하게 밀어부치는 경우도 많으나 그럼에도 임직원들과 소통하고 어떠한 부분의 리스크가 존재하는지에 대해서도 충분히 논의가 이루어져야 의사결정에 대한 타당성을 볼 수 있는데, 대우건설 인수를 앞두고 당시 박삼구 금호아시아나 회장은 임직원 뿐만 아니라 동생과도 불협화음이 일어난만큼 리스크가 상당한 의사결정이었다고 보인다. 따라서 리더십과 의사소통은 M&A가 실패하지 않고 리스크를 헛지하기 위해서는 여러가지 채널로 충분하게 논의가 필요한 항목으로 판단된다

다섯번째, 법률과 규정준수의 경우 M&A가 이루어지기 전에 기본적으로 법률 및 규정의 준수가 전제되어야만 인수가 완료될 수 있다. 그러기 때문에 필수적으로 고려해야할 요인이나, 대한항공의 아시아나항공 인수사례의 경우 코로나19라는 특수한 상황에서 독과점에 대한 이슈 등이 있었음에도 국가 기간산업인 항공업계의 도산 및 부도를 막기위해 조건부로 합병을 승인해준 사례라고 보인다. 따라서 법률과 규정준수의 경우에는 일반적인 사업환경에서는 필수적으로 검토를 충분하게 해서 인수과정에서 법률 위배 이슈가 발생되지 않게 해야한다.

여섯번째, 자금과 자본구조 항목의 경우 M&A 고려요인 중 가장 중요한 항목 중 하나이며, 인수이후에 기업의 성패를 가를 수 있는 항목이라고 판단된다. 대부분 M&A를 달성하기 위해서는 보다 높은 가격을 제안해야 인수대상으로 선정되기 때문에 M&A 과정에서 인수후보자들의 경우 시장에서 형성되는 적정가격보다는 높은 가격을 지불할 수 밖에 없는데, 인수후보기업들은 자금조달방식으로 향후에 인수대상회사가 사업이 잘 될 것으로 전제하고 대출 또는 재무적 투자자들에게 자금을 조달하는 경우가 많이 존재한다. 다만, 대출이나 재무적 투자자들에게 자금 조달 시 불리한 풋옵션 계약을 하는 경우, 인수대상회사가 M&A를 완료한 이후에 사업성고가 예상보다 낮게 발생하는 경우에는 모기업의 재무구조에도 부정적인 영향을 줄 수 있기 때문에 해당 항목을 고려시에는 항상 보수적인 시나리오로 접근하여 사업악화시 어느 정도의 리스크까지 감당할 수 있는지에 대한 판단이 필요할 것으로 보인다.

대외적 요인인 정치적, 경제적, 사회적, 기술적 항목의 경우, M&A가 이루어지는 당시

환경과 향후의 미래 트렌드 등을 고려해서 매크로적인 환경과 연계하여 판단해야하며, SK텔레콤 사례를 살펴보았을 때에는 특히 정치적인 의혹 등이 발생할 여지가 있다고 하면 외부 요인 영향으로 본 M&A 거래에까지 많은 영향을 줄 수 있기 때문에 인수 추진 전후에 여러 가지 포괄적인 요인으로 분석하고 예상해서 진행해야 할 것으로 판단된다.

지금까지 살펴본 결과,

M&A를 진행하기 전에 대내적항목 6가지(전략적 목표설정 / 신중한 인수대상기업 선정 및 평가 / 효과적인 인수후 통합 / 리더십과 의사소통 / 법률과 규정준수 / 자본과 자금구조)를 모두다 중요하게 고려해야하고 또한 대외적인 항목 4가지(정치적 / 경제적 / 사회적 / 기술적)도 매크로적인 환경과 연계하여 포괄적으로 고려가 반드시 필요한 항목이다

M&A를 성공적으로 추진하고 향후 발생할 리스크를 최소화하고 관리하기 위해서 앞서 제시한 대내적/ 대외적 요인을 모두 고려하여 인수를 실행한다면 M&A가 실패할 리스크는 낮아져서 성공할 가능성이 높아질 것으로 예상된다

V. 결론 및 시사점

1. 요약 및 결론

M&A는 기업이 성장하고 사업을 확대하기 위해 가장 빈번하게 활용되는 전략 방안이며, M&A를 실행하는 과정 전후로 리스크가 발생할 확률이 높기 때문에 성공을 시키기 위해서는 여러가지로 고려해야할 요인들이 많다

또한 M&A가 실패하게 된다면 M&A를 통해 인수한 기업의 실적이 악화되거나 부도가 발생하는 것에만 국한되지 않고 인수를 실행한 모기업에게까지 영향을 미쳐 손실이 확대되거나 최악의 경우 도산에 직면하기도 한다. 그렇기 때문에 M&A는 기업 입장에서 반드시 성공을 시켜야하는 실행방안이기 때문에 리스크를 관리하고 성공시키기 위해 고려해야할 요인은 대내적인 부분과 대외적인 부분으로 나누어 진다

대내적인 부분으로는 ① 전략적인 목표설정, ② 신중한 인수대상 기업 선정 및 평가, ③ 효과적인 인수후 통합, ④ 리더십과 의사소통, ⑤ 법률과 규정준수, ⑥ 자본과 자금구조를 고려해야하고, 대외적인 부분으로는 ① 정치적, ② 경제적, ③ 사회적, ④ 기술적인 부분의 고려가 필요하다.

해당 요인들에 대하여 몇 가지 주요 M&A 사례(SK그룹의 한국이동통신 인수사례 / 금호아시아나그룹의 대우건설 인수사례 / 대한항공의 아시아나항공 인수사례 / 신세계 그룹의 지마켓 인수사례)를 분석해보았으며, 분석해본 결과 상기 요인들을 잘 고려하지 못하였거나 잘못된 방향으로 요인을 적용한 경우에는 리스크가 확대되어 M&A가 실패하게 된 사례도 존재하였다. 다만, M&A 사례 분석이 주요 사례 4가지에 국한되어 분석하였기 때문에 일부 한계가 존재할 수 있으며, 국내외 M&A 사례 분석이 확대하여 추가된다면 보다 심도있는 결론이 도출될 가능성도 있을 것으로 보인다.

결론적으로 본 BP에서는 M&A를 실행하는 측면에서 리스크를 축소 및 관리하고 M&A를 성공하기 위해서는 M&A 실행 전후에 상기의 대내적인 요인과 대외적인 요인을 충분히 고려하고 분석하여 사전적으로 리스크를 도출하고 대응하는 방안을 수립한다면, 실제 인수를 실행하였을 때 예상하지 못한 리스크가 도출되어 M&A를 실패하지 않을 수 있다고 생각한다.

2. 시사점

M&A를 성공적으로 추진하기 위해서는 기업 내부의 전략적 준비와 외부 환경에 대한 면밀한 분석이 필수적이다. M&A를 실행하는 기업들은 다음과 같은 시사점을 고려하여 체계적인 접근 방식을 마련해야 할 것이다.

첫째, M&A의 전략적 목표와 방향성을 명확히 정의해야 한다. M&A는 기업 성장과 혁신을 위한 수단이 될 수 있지만, 단순한 외형 확대가 아닌 장기적인 가치 창출을 위한 전략적 수단으로 활용되어야 한다. 따라서 M&A를 통해 달성하고자 하는 구체적인 목표와 기대효과를 명확히 수립해야 한다.

둘째, 인수대상 기업 선정 시 종합적인 평가 프로세스를 거쳐야 한다. 재무, 시장, 기술, 조직문화 등 다각도의 실사를 통해 인수대상의 핵심 역량과 리스크 요인을 면밀히 파악해야 한다. 이를 통해 인수의 타당성과 시너지 창출 가능성을 사전에 검증할 수 있다.

셋째, 인수 후 통합(PMI) 계획을 면밀히 수립해야 한다. 조직문화, 인적자원, 시스템, 프로세스 등의 효과적인 통합을 위한 구체적인 로드맵을 사전에 수립하고, 이를 체계적으로 실행해 나가야 한다. PMI 과정에서의 리더십과 의사소통도 매우 중요하다.

넷째, 자금조달 및 자본구조 측면에서의 건전성을 확보해야 한다. M&A를 위한 적정 수준의 자금 조달과 지속가능한 자본구조를 갖추는 것이 필요하다. 단순히 높은 가격으로 인수하기 보다는 재무적 건전성을 고려한 투자 계획을 세워야 한다.

다섯째, 관련 법규와 규정을 면밀히 검토하고 준수해야 한다. M&A 과정에서 발생할 수 있는 법적 리스크를 사전에 파악하고 대응책을 마련해야 한다. 특히 독점 규제, 외국인 투자 제한 등 정치·경제적 요인에 대한 면밀한 검토가 요구된다.

여섯째, 대외 환경 요인에 대한 지속적인 모니터링과 선제적 대응이 필요하다. 정치, 경제, 사회, 기술 등 거시 환경 변화에 따른 M&A의 기회와 위협 요인을 사전에 파악하고, 이에 효과적으로 대응할 수 있는 전략을 마련해야 한다.

일곱째, M&A 추진 과정에서 발생할 수 있는 다양한 리스크에 대한 체계적인 관리 체계를 구축해야 한다. 재무, 운영, 법적, 문화적 리스크 등을 사전에 식별하고 대응 방안을 마련함으로써 M&A 실패 가능성을 낮출 수 있다.

마지막으로, M&A 전 과정에서 관련 이해관계자들과의 긴밀한 협력과 소통이 중요하다. 인수 기업, 피인수 기업, 정부 및 규제 기관, 투자자 등 다양한 이해관계자들의 이해와 협조를 확보하는 것이 M&A 성공의 핵심 요소라 할 수 있다.

이와 같이 M&A를 실행하는 기업은 기업 내부의 전략적 요인과 외부 환경 요인을 종합적으로 고려하여, 체계적이고 선제적인 대응 전략을 마련해야 할 것이다. 이를 통해 M&A 성공 가능성을 높이고 관련 리스크를 효과적으로 관리할 수 있을 것이다.

참고문헌

<국내문헌>

- 장일준(2021), “기업 M&A 분석을 통한 개선방안 연구”, 고려대학교 정책대학원
- 손명섭(2018), “국내 IT 기업의 M&A 결정요인 및 성과에 관한 연구”,
인문사회과학기술융합학회
- 김문겸(2021), “국내중소기업 M&A의 성과변화 : 재무적투자자 VS 전략적투자자”, 송실대학교
- 이영면(2004), “인수합병(M&A) 이후 고용규모 변화와 재무적 성과의 관계에 관한 연구”,
한국인적자원개발학회
- 서권수(2010), “한국기업의 해외기업 인수합병에 관한 연구”, 경희대학교 경영대학원
- 김종현(2024), “회복세가 기대되는 글로벌 M&A 시장”, 하나금융연구소
- DBR, 2008 년 2 월, Issue 1) – M&A 성공에 이르는 네 가지 철칙
- DBR, 2015 년 8 월, Issue 2) – 한국형 PMI, M&A를 완성시키는 PMI 폐쇄, 불통, 학연 등 한국적
문제 극복이 열쇠

<참고사이트>

- Harvard Business Review 사이트(<http://www.hbr.org>) - 전략 및 M&A 관련 기사 제공
- Investopedia 사이트(<http://www.investopedia.com>) - 금융 및 경영 관련 정보와 M&A에 대한 기사 제공
- Mergers and Acquisitions - The New York Times 사이트 (<http://nytimes.com/section/business/dealbook>)
- M&A 관련 뉴스와 기사 제공
- 대한상공회의소 사이트 (<http://korcham.net>) - 상공회의소에서 제공하는 기업 및 경제 관련 정보
- 한국경제신문 사이트 (<http://hankyung.com>) - M&A 및 경제 관련 뉴스와 기사를 제공
- 한국기업경영연구원 사이트 (<http://keri.org>) - 한국의 기업 관련 연구 및 보고서를 참고
- 산업일보 사이트 (<http://kidd.co.kr>) – 국내M&A 시장 크게 위축(2023-03-13)