

아시아기업의 서구기업 인수

- 성공과 실패 원인 분석 -

곽배성 수석연구원, 글로벌연구센터 (bskwack@posri.re.kr)

박찬욱 연구위원보, 글로벌연구센터 (pcw@posri.re.kr)

목차

1. 국가 간 기업인수 트렌드 변화
2. 과거 아시아기업의 기업인수 실패 원인
3. 아시아기업의 기업인수 역량 진화 및 사례
4. 시사점

Executive Summary

- 최근 아시아기업의 국가 간 M&A 참여 비중이 증가하고 있으며, 특히 아시아기업의 서구기업 인수 비중 및 성공 사례 증가
 - '90년대 국가 간 M&A 중 아시아기업의 해외기업 인수 비중은 4.3%에 불과하였으나 현재는 북미, 유럽과 대등한 수준으로 성장
 - 전통적으로 아시아기업의 서구기업 인수 성과는 저조하였으나 최근 성공 사례들이 등장하면서 과거와의 차이에 대한 원인 분석 필요성 대두
- 과거 아시아기업은 서구기업 대비 부족한 M&A 경험으로 인수 성과 도출에 한계가 있었으며, 한계 요인은 인수 前·中·後 3단계별로 분석될 수 있음
 - (인수 前) 전략적 컨센서스 도출 프로세스가 미숙한 상태에서 명확한 전략 목표가 부재한 엠파이어빌딩¹ 성향의 인수에 뛰어들어 인수 이후 방향성 상실
 - (인수 中) 인수 기업·자산 실사의 중요성을 간과하였고, 가격결정 및 협상과정 운영 미숙으로 과다한 인수가격을 지불하여 결국 수익 창출 가능성 저하
 - (인수 後) 문화적 충돌에 대한 대비 부족으로 인수 후 조직 통합 실패. 인수 후 확장된 조직 규모 및 비즈니스라인 운영 능력 부재로 규모의 불경제 효과 야기
- 아시아기업들은 과거의 실패를 딛고 명확한 인수 목적·목표 설정, 실사 및 협상 능력 고도화, 합리적 PAI²를 통하여 인수 성과를 제고하고 있음
 - 외형 확장 위한 상징적인 인수 대상 물색 대신 시장확보, 역량·브랜드가치 흡수 등 명확한 전략 목표 달성에 필요한 인수 대상 검토
 - 명확한 인수 목적에 기반하여 구체적 실사를 진행하고 향상된 실사 및 가격협상 능력을 바탕으로 적절한 인수 가격 도출
 - 시장 환경 및 인수-피인수사 간 문화적 차이를 파악하고, 필요에 따라 피인수 기업에 대한 과감한 권한이양(Empowerment) 시도
Ex) 타타의 재규어랜드로버 인수(인도, '08), 지리자동차의 볼보 인수(중국, '08)
- 서구기업 인수에 성공한 아시아기업들을 벤치마킹하여 한국 기업들도 서구기업 인수를 전략적 옵션으로 활용할 수 있도록 인수 역량 강화 필요
 - 인수 니즈 발생 시 합리적 의사결정을 할 수 있도록 피인수 대상 기업 분석, 가격협상을 수행·관리할 전문성 확보 필요

¹ 엠파이어빌딩(Empire-building): 기업의 경영진이 주주의 이익보다는 개인 차원의 영향력을 증대시키기 위하여 과도하게 비즈니스라인을 확장하거나 기업을 인수하는 행위

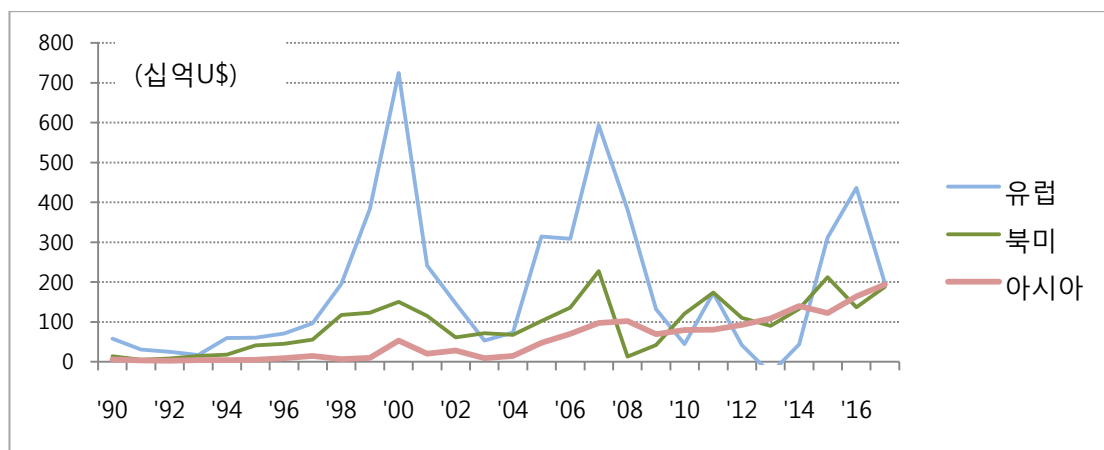
² Post Acquisition Integration: 인수 후 조직 통합

1. 국가 간 기업인수 트렌드 변화

□ 최근 아시아기업의 국가 간 M&A 참여 및 서구기업 인수 비중 증가

- 과거 국가 간 M&A는 서구기업의 전유물이었으나 최근 10년간 아시아기업의 참여 비중이 유럽 및 북미 기업과 대등한 수준으로 성장
 - '90년대 국가 간 기업인수 중 아시아기업의 해외기업 인수 비중은 4.3%에 불과하였으나, 현재는 북미, 유럽과 대등한 수준
 - '17년 국가 간 기업인수 규모(인수 기준)는 유럽 U\$1,960억, 북미 U\$1,860억, 아시아 U\$1,930억으로 서로 유사한 규모

〈국가 간 기업인수 트렌드 (純인수가격), 1990~2017〉



자료: UNCTAD, 「Cross-border M&A Database」 (2018.08)

주. 純인수가격: 총인수가격 - 부채조달액

- 아시아기업은 주로 서구기업의 인수 대상이었으나 점차 아시아기업에 의한 서구기업 인수 건수 및 규모 증가
 - '08년 금융위기 이후 성장한 아시아의 신흥기업 및 국부펀드들은 기반역량 확보에 필요한 서구기업 인수에 적극적으로 참여
 - '10~'15년 일본기업의 북미기업 인수는 25.7%, 중국기업의 유럽기업 인수는 52.3% 증가한 반면, 미국기업의 아시아기업 인수는 3.4% 증가에 불과³
 - '15~'17년 일본기업이 인수한 연도별 Top5 규모의 해외기업 대부분이 서구기업일 정도로 아시아기업의 서구기업 인수가 트렌드화되어 가고 있음

³ Deloitte (2017)

〈연도별 일본기업의 해외기업 인수 규모 Top5, 2015~2017〉

연도	피인수기업			인수기업	인수가격 (십억 U\$)	취득지분 (%)
	사명	국가	산업			
2017	Ariad 제약	미국	헬스케어	다케다 제약	5.7	100
	WeWork	미국	부동산	소프트뱅크 그룹	4.4	20
	Fortress 투자	미국	투자/금융	소프트뱅크 그룹	3.3	100
	Intelsat	미국	정보통신	소프트뱅크 그룹	1.7	39.9
	Vaderlande 산업	네덜란드	기계	토요타 산업	1.3	100
2016	ARM 홀딩스	영국	컴퓨터/전자	소프트뱅크 그룹	31.8	98.6
	SABMiller	체코	음식/음료	아사히 그룹	7.8	100
	Intersil	미국	컴퓨터/전자	INCJ/Renesas	3.2	100
	Dell 시스템 등	미국	컴퓨터/전자	NTT 그룹	3.1	100
	Birra Personi 등	이태리	음식/음료	아사히 그룹	2.9	100
2015	CITIC	중국	투자/금융	이토추 등	10.4	19.7
	HCC 보험	미국	보험	토키오 해상	7.5	100
	Toll 홀딩스	호주	교통	Japan Post	6.4	100
	Amlin	영국	보험	MS&AD 보험	5.3	100
	Reynolds American	미국	담배	Japan Tobacco	5	100

자료: J.P. Morgan, 「Japan Cross-border M&A」 (2017.06)

○ 전통적으로 아시아기업의 서구기업 인수 성과는 저조하였으나, 최근 성공적인 사례들이 나타나면서 과거와의 차이점 분석 니즈 대두

- '90년대 저조한 인수 성과의 영향으로 한동안 침체되었던 일본기업들의 서구기업 인수가 최근 기업의 핵심 전략수단으로 부상하며 활성화 중
- '10년 전후, 일본 NTT의 영국 Gyrone Internet 인수, 중국 지리 자동차의 볼보 인수, 인도 타타 자동차의 재규어-랜드로버 인수 등 다수의 성공 사례 등장
- '90년대 중국·인도 기업의 유럽기업 인수는 전반적으로 인수사 주가에 부정적 영향을 미쳤으나 '00년 이후 인수에 대해서는 주식시장의 긍정적 반응이 우세⁴

⁴ Danis and Schmahl (2012)

2. 과거 아시아기업의 기업인수 실패 원인

□ (인수 前 단계) M&A의 전략적 목적 불분명

- 초기 아시아기업의 서구기업 인수는 전략적 컨센서스 도출 프로세스 부재로 경영진의 독단에 의한 엠파이어빌딩⁵ 성향의 인수가 많았음
 - '90년대 일본 기업은 현금과잉 상태에서 전략적 타당성보다는 상징적 랜드마크 및 브랜드 인수 자체를 추구했으나 다수의 인수 자산을 서구기업에 재매각
 - '89년 미쯔비시가 미국 록펠러빌딩을, 레이튼 그룹이 독일 Hugo Boss를 인수했으나 모사 경영 악화로 각각 '96년, '91년 서구기업에 재매각
 - 최근 중국 기업들 또한 경영진의 사업 확장 의지 아래 '90년대 일본 기업들의 서구기업 인수 열풍을 모방하였으나 동일한 결과 속출
 - 안방보험은 미국 주요 도시의 호텔을, 하이난항공은 오피스 건물들을 인수하였으나, 인수 2~3년 만에 자금난·운영미숙으로 재매각 추진 중

□ (인수 中 단계) 실사(Due Diligence) 및 가격협상 미숙

- 아시아기업들은 M&A 경험 부족으로 인수 자산에 대한 실사의 중요성을 간과하였고, 결과적으로 기업의 적정 가치 파악에 취약하였음
 - '90년대 일본 기업은 체면을 중시하여 실사 중 필요한 정보를 피인수 기업에 직접 질문하는 대신 자체 데이터 분석을 통한 파악에 의존
 - 중국 기업들은 실사 비용을 절약하기 위하여 실사 비용 및 기간을 축소하여 자산의 실체를 파악하지 못한 상태에서 인수 결정
 - “중국 기업은 M&A 컨설팅 비용을 너무 아깝게 생각하여 성급한 결정을 한다” - Carl Skold, Stenvall, Skold & Co. (상하이 소재 M&A 컨설팅회사)
- 소홀한 실사 및 가격협상 미숙은 과다한 인수가격 지불로 이어지고, 과다한 인수가격은 결국 인수 후 수익창출의 근본적 장애 원인으로 작용
 - 일본기업은 서구기업에 비하여 상대적으로 더 긴 실사기간에도 불구하고, 현장 정보 부족, 가치평가 검증 및 가격협상 미숙 등으로 오버페이먼트 속출
 - 인도기업의 '05~'11년 해외기업 인수 가격은 인수기업의 당시 시장가치보다 25%나 상회하였으며, 인수기업 중 59%가 1년 후 시장가치 하락(KPMG)
 - '07년 타타스틸의 영국 Corus사 인수 시, CSN과의 인수가격 경쟁으로 초기 평가가치보다 34% 높은 값이자 당시 타타스틸 가치 4배의 인수가격 지불

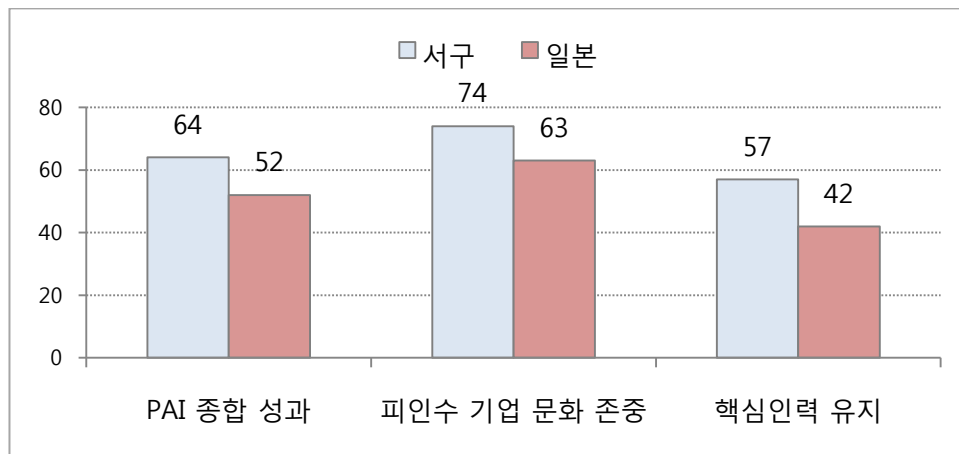
⁵ 엠파이어빌딩(Empire-building): 기업의 경영진이 주주의 이익보다는 개인 차원의 영향력을 증대시키기 위하여 과도하게 비즈니스라인을 확장하거나 기업을 인수하는 행위

□ (인수 後 단계) 기업문화 이해 부족, 확장된 기업규모 관리역량 한계

○ 아시아기업들, 특히 일본기업들은 인수된 기업의 고유문화 이해에 취약하고 자신들의 강점을 이식하는 것에 집중하는 경향이 있었음

- 미국의 M&A 전문 로펌 Baker & McKenzie(2016)의 조사에 의하면 일본 기업들은 구미 기업에 비하여 PAI⁶ 인식 및 성과 미흡
 - 일본기업은 서구기업에 비하여 피인수 기업의 문화를 이해하는 수준 및 핵심인력 유지 노력도가 낮음
- 현지 문화에 문외한인 본사 인력을 파견하여 위계, 헌신 등을 강조하거나, 효율 우선의 일본식 제도를 무작정 이식 시도

〈일본 기업과 구미 기업의 PAI 인식 비교〉



자료: 美 Baker & McKenzie, 「The global challenge part2」 (2016)

주. 서구기업 및 일본기업에 인수된 회사에 근무한 리더 200명 조사

○ 인수 후 확장된 기업규모 및 비즈니스라인을 관리할 조직·문화적 역량 부족이 규모의 불경제(Diseconomies of scale) 효과 야기

- 일본기업들은 정해놓은 청사진대로 움직이는 경향이 강하여, 로컬 비즈니스에 비하여 변수가 많은 글로벌 비즈니스에 필요한 유연성 부족
- 중국기업들은 조직관리 역량 부족으로 인하여 비의도적으로 피인수기업을 자유롭게 방치하는 경향이 있었음(Mckinsey & Co., Cogman, Gao & Leung (2017))
- 인도기업들은 자신들의 복잡한 문화에 매몰되어 다른 나라 기업을 이해하는 데 어려움을 겪는 경향이 있음(Saravio Cosmetics社, Sedhain Prasad (2016))

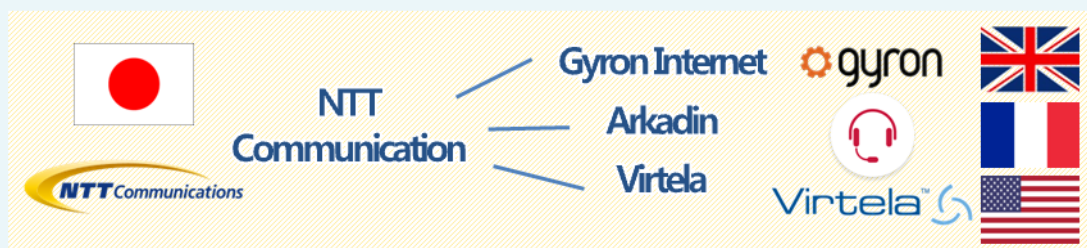
⁶ PAI (Post Acquisition Integration): 인수 후 조직 통합

3. 아시아기업의 기업인수 역량 진화 및 사례

□ 아시아기업, 기업인수 단계별 수행 역량 강화

- (인수 前) 외형 확장 위한 상징적 인수 대상 물색 대신 시장확보, 역량 및 브랜드가치 흡수 등 명확한 전략 목표 달성에 적합한 인수 대상 검토
 - '00년대 이후 일본기업들은 내수시장 포화·침체 상태 극복이라는 생존을 위한 전략적 필요성에 의하여 해외기업 인수를 전략적 솔루션으로 재인식
 - 중국과 인도 기업들은 저급시장에서 고급시장으로 진출하기 위한 발판으로 기술, 브랜드, 고객을 보유한 선진 서구기업들을 인수 대상으로 물색
- (인수 中) 명확한 인수 목적에 기반하여 향상된 실사 및 가격협상 능력을 바탕으로 적정 인수가격 도출
 - 글로벌 컨설팅펌 타워스왓슨은 과거에 비하여 일본기업의 실사 중요성에 대한 인식과 적정가격 도출 역량이 향상되었다고 평가 (Towers Watson, 2010)
 - 인수가격 책정 시 투자은행에 대한 의존도를 낮추기 위하여 기업 내부의 인수 전문가를 육성하여 적정 인수가격을 도출하는 기업들도 등장
 - 투자은행은 수수료, 성공사례 확보 등의 목표 달성을 위하여 적정 가격보다 높은 인수 가격을 제시하여 빨리 거래를 종결하려는 경향이 있음⁷

[사례1] NTT커뮤니케이션스의 서구 정보통신 인프라 기업 연속 인수



- '12년 영국의 Gyron인터넷, 프랑스의 Arkadin, '13년 미국의 Virtela 연속 인수
- NTT커뮤니케이션스는 '00년 美 Verio사 인수로 손실 기록 후, '11년까지 추가적인 기업 인수 없이 내부 인수 역량 향상에 집중
- 사내에 인수 관련 법률, 재무, PAI 전문가를 확보하고 잠재적 인수 대상사 1천여 개를 철저히 분석. 인수가격 협상 시 적극적으로 의견 반영
- '12년 시장 확장의 기회 포착, 적정 가격으로 연속적 서구기업 인수에 성공하며 글로벌 네트워크 서비스 사업자로서의 위상 구축 및 재무 성과 제고

⁷ Kosnik and Shapiro (1997)

○ (인수 後) 시장환경과 인수-피인수사 간 문화적 차이 파악에 집중하고 필요에 따라 피인수기업에 대한 과감한 권한이양(Empowerment) 시도

- 서구기업의 선진 역량 흡수를 인수의 주요 목적으로 하는 중국 및 인도의 기업들은 피인수 기업의 독립경영 및 자율성을 최대한 보장
 - '08년 타타자동차의 재규어-랜드로버 인수 및 중국 지리자동차의 볼보 인수는 피인수사의 자율권을 보장하며 성공적 인수로 평가되는 대표적 사례
- 일본기업들은 인수 후 단기간의 조직 통합보다는 시장 확장에 초점을 맞춘 물리적 교두보 확보에 우선 가치를 두고 점진적인 화학적 결합 추진

[사례2] 타타 -재규어랜드로버



- '08년 印 타타자동차, 英 재규어-랜드로버를 美 포드사로부터 인수
- 타타는 선진기업 재규어-랜드로버의 브랜드 가치를 유지하기 위하여 독립성 철저히 존중
- 타타의 기업문화/제도 이식을 통한 내부통제 강화 및 원가절감을 위한 중국·인도로의 공장 이전 모두 시도하지 않고, 오히려 영국의 생산시설 및 R&D에 추가 투자
- 인수 후 매출 7배 성장 및 만년 적자 재규어-랜드로버의 흑자 전환 달성
 - 매출: '09년 49억 GBP → '15년 218억 GBP
 - 영업이익: '09년 376백만 GBP 적자 → '15년 26억 GBP 흑자

[사례3] 지리자동차 -볼보



- '08년 中 지리자동차, 스웨덴 볼보자동차를 美 포드사로부터 인수
- 지리는 양 기업 간 문화적 충돌을 피하며, 볼보의 독립성 보장을 위하여 서구·중국 양측 문화에 익숙한 소수의 담당자를 별도로 채용·선발하여 볼보에 파견
- 영어 소통이 불가능한 지리 회장은 원활한 회의 진행을 위하여 볼보 이사회에 불참하고, 양측과 언어 소통이 자유로운 수석부사장을 임명, 보고 및 의견 전달 창구로 활용
- 인수 후 매출 2배 성장 및 흑자 전환
 - 매출: '09년 U\$130억 → '17년 U\$260억, 2배 성장
 - 영업이익: '09년 U\$610백만 적자 → '17년 U\$180억 흑자

4. 시사점

□ 아시아기업의 선진 서구기업 전략적 인수 니즈 증가

- 기업인수가 외부역량 수혈, 서구시장 진출의 주요 수단으로 부상하면서 아시아기업의 전략적 서구기업 인수는 점차 증가할 전망
 - 최근 아시아기업은 IT, 헬스케어, 인프라 비즈니스 성장에 필요한 역량 흡수를 위하여 선진 서구기업 인수에 전략적으로 접근
 - 최근 일본 소프트뱅크 등이 서구의 IT기술 보유기업 인수를 주도하며 일본 IT기업의 지리적, 산업적 영역을 확장해 가고 있음
 - '15~'16년 중국의 서구기업 인수의 70%가 IT, 교통인프라, 정밀기계업에 집중되면서 향후 중국기업의 질적 성장 기반 구축
- 일부 중국자본에 의하여 남용되었던 전략적 목표가 모호한 서구기업 인수는 피인수 대상 기업의 기피와 중국 정부의 규제에 향후 쇠퇴할 전망
 - '17년 독일 알리안츠그룹이 불투명한 지배구조를 이유로 안방, 하이난 그룹의 지분 인수를 거절하면서, 인수시장에 중국 기업에 대한 불신 증가
 - 중국당국은 부채를 통하여 문어발식으로 해외자산을 인수한 기업들로 인한 금융시장 위기 차단을 위하여 해당기업의 부채조사 및 자금지원 중단 지시

□ 아시아기업의 인수 경험 축적이 인수 역량 향상으로 연결

- 서구기업에 비하여 상대적으로 인수 경험이 부족하였던 아시아기업들은 과거 경험 부족으로 인한 시행착오를 극복하고 역량 축적 중
 - 서구기업은 국내 인수합병 경험을 국가 간 인수에 적용한 반면 아시아기업들은 처음부터 언어와 문화 장벽이 존재하는 글로벌 시장에 노출되며 고전하였음
 - 일본은 '90년대 서구기업 인수 성과 저조 이후, 한동안 서구기업 인수가 침체되었으나 '05년 이후 국내외 인수가 증가하면서 선진 인수 역량 확보
 - '90년대 일본내·외 인수시장 규모는 연평균 U\$270억이었으나, '10년대 U\$1,700억으로 증가했고 '17년 해외기업 인수 규모가 전체의 53% 차지

□ 피인수기업 독립경영이 솔루션으로 부상하지만 만병통치약은 아님

- 피인수기업의 독립경영은 전략적으로 필요한 경우에 제한된 솔루션이며,

적절한 타이밍의 PAI가 우선 순위

- 타타의 재규어-랜드로버, 지리의 볼보 인수와 같이 피인수 기업의 역량 및 브랜드가 인수기업보다 프리미엄이 있는 경우 독립 운영의 효과 창출 가능
- 권한위임과 방임은 구별되어야 하며, 시장 변화 대비 및 시너지 제고 위한 조속한 조직통합이 우선
 - '08년 일본 NSG(日本板硝子)는 영국의 Pilkington 인수 후 독립경영을 보장하였으나, 금융위기에 대응할 합병 그룹 운영안 부재로 장기 손실 초래

□ 2019년 혁신과 구조조정의 변화 속에 한국 기업도 인수 역량을 확보하고 강화할 필요

- 한국기업의 해외기업 인수 규모는 다른 아시아 국가 기업에 비하여 상대적으로 작지만 향후 인수 니즈 증가에 대비한 관련 역량 확보 필요
 - '10년대 한국의 연간 해외기업 인수는 연평균 일본의 9% 수준으로 인수 관련 경험 축적 및 전략적 옵션으로서의 활용 기회 적음
 - 하지만, 최근 IT, 인프라 기업 위주로 핵심역량 흡수를 위한 서구기업 인수가 증가하며 새로운 전략적 수단으로의 활용 기회 증가
 - 인수 니즈 발생 시 합리적 의사결정 및 원활한 프로세스 진행에 필요한 피인수기업 분석, 가격협상 수행전문성 등의 역량 우선 확보 필요

〈국가별 해외기업인수 규모 (純인수가격, 백만U\$), 2011~2017〉

국가	11	'12	'13	'14	'15	'16	'17
일본	62,263	37,795	58,275	45,889	50,623	73,398	65,428
중국	36,364	37,908	51,526	39,250	51,117	99,331	130,876
인도	6,282	2,988	1,922	1,021	- 612	8,462	1,212
홍콩	9,916	16,009	22,804	62,982	19,598	11,113	23,686
대만	247	2,221	76	1,807	4,407	5,494	101
싱가포르	7,948	795	6,531	14,049	20,533	6,280	12,851
한국	4,574	5,714	4,027	3,503	909	4,596	12,646

자료: UNCTAD, 「Cross-border M&A Database」 (2018.08)

주. 純인수가격: 총인수가격 - 부채조달액

이 자료에 나타난 내용은 포스코경영연구원의 공식 견해와는 다를 수 있습니다.

[참고자료]

[보고서/논문]

전용식, 이소양, “중국기업의 해외 금융회사 M&A와 소유·지배구조”, 보험연구원, 2017

AT Kearney, “Asian companies rewrite the rules of M&A”, 2012

Atul Pathak, “Tata Motors’ successful cross-border acquisition of Jaguar Land Rover: key take-aways”, Strategic Direction, 2016

Baker & McKenzie, “China outbound investment: Cases and developments in international Economic law”, 2017

Baker & McKenzie, “The global challenge part2: Practical consideration of Japanese business transformations and impact on target companies”, 2016

Cogman, Gao, and Leung, “Making sense of Chinese outbound M&A”, McKinsey & Company, 2017

Columbia Business School, “Why M&A is different in Japan”, 2015

Danis and Schmahl, “Cross-border M&As of European targets by Chinese and Indian firms: Focus on automotive deals”, Stockholm School of Economics, 2012

Deloitte, “Cross-border M&A: Springboard to global growth”, 2017

Ethan Vera, “The price of M&A for Japanese corporate culture”, The Queen’s Business Review, 2017

J.P. Morgan, “Japan cross-border M&A: Growing and Sustainable”, 2017.6

Kosnik and Shapiro, “Agency conflicts between investment banks and corporate clients in merger and acquisition transactions: Causes and remedies”, Academy of Management Executive, 1997

Kurian and Gupta, “Cross border merger and acquisition: The evolving Indian landscape”, International Journal of Business and Management Invention, 2017

Lieke Wang, “A case study of the acquisition of Swedish Volvo by Chinese Geely”,

Blekinge Institute of Technology, 2011Sedhain Prasad, “Success and failure of Indian cross border M&A”, IFEAMA, 2016Towers Watson, “Cross-border M&A deals for

companies in Asia Pacific”, 2010Zhu and Zhu, “Mergers and acquisitions by Chinese firms: A review and comparison with other mergers and acquisitions research in the leading journals”, Asia Pacific Journal of Management, 2016

[홈페이지]

UNCTAD - 유엔무역개발회의 (<https://unctad.org>)

[블로그]

Pernille Rudin, “Successes and failures of Japanese cross border M&A”, 2014

[언론]

Gruley and Butters, “How China’s 36th-Best Car Company Saved Volvo”, Bloomberg Businessweek, May 24, 2018

Julia Hollingsworth, “Culture clash: Why Western companies are better at mergers than their Chinese and Japanese counterparts”, South China Morning Post, Oct. 28, 2016

Karmin, Steinberg, and Fong, “China’s Anbang Puts a \$5.5 Billion Luxury Hotel Portfolio on the Block”, Wall Street Journal, Aug. 19, 2018

Pandathil and Kadam, “Tata Steel's failure with Corus and Tata Motors' success with JLR: A tale of 2 buyouts in 9 charts”, Firstpost, Apr. 01, 2016