

M & A 의 성공과 효율적인 실사(하)

글_ 강문현(딜로이트 하나회계법인 전무)

최근 인수기업들이 중요하게 고려해야 할 이익의 질에 대한 쟁점은 수익인식에 있다. 회계에 단순한 실수나 조작이 가능하기 때문에, 수익에 대해서는 특별히 더 꼼꼼히 살펴보아야 한다. 인수기업이 가장 관심을 가져야 할 문제는 회계 실수가 아니라 회계원칙(GAAP)에 맞는 것인가 하는 것이다.

회계원칙에 맞는 수익인식의 중요성

회계원칙에 벗어난 회계원칙(Non-GAAP)의 적용이나 일회성 이익을 내기 위해 회계원칙변경을 하거나 또는 분식을 한 기업은 GAAP을 적용한 기업들과 자산가치 및 이익수준이 다르게 나온다. 동일 기업일지라도 과거의 인식기준이 현재와 다르면 역시 같은 결과를 초래할 수도 있다.

예를 들어 현금주의 회계원칙을 사용하는 회사가 GAAP인 발생주의 회계원칙으로 사용하면 자산의 가치가 달라지는 것과 같다. 미국의 경우 재무제표의 재작성이 연33회에서 2000년과 2001년에는 연 200회로 늘어난 것에서 볼 수 있듯이 재무제표의 분석을 통한 이익의 질을 파악하는 것은 대상회사의 가치를 제대로 평가하고 향후 인수 또는 통합 후 대상회사의 모습을 제대로 예상하는데 중요하다.

한편, 재무 실사에서 뿐 아니라 영업과 법적 실사에서도 문제가 발생할 수 있다. 한 가지 예로써 대상 기업이 이미 청산 중에 있는 과거 사업도 인수하려는 기업에게는 우발 채무가 될 수 있다. 이것은 미국의 석면자재 관련 비즈니스의 상황에서 잘 보여진다. 보통 공개해야 할 중요한 발표(disclosure) 사항이 없고 소송도 일상적(in the

ordinary business of course)이라는 매각자측의 주장과는 달리, 인수와 관련하여 매우 중요한 사항이 드러나는 경우가 많다. 외환 위기 이후 외국 기업들이 국내 은행을 인수하면서 자산인수(P&A)를 고집했던 것도 합병 후 우발채무를 우려했기 때문이다. 취약한 세금 신고 체계, 이미 발행한 어음의 보증들로부터 오는 잠재적 부채들도 효과적인 실사를 통해 알 수 있는 부분이다.

위험 요소 등은 계약 성립 이전에 충분히 검토해야

“사업환경이 갑자기 변화하는 경우, 어떻게 대처 하는가?”

이것은 인수기업들에게 가장 어렵고, 대처하기 힘든 질문이다. 2001년 9월의 엔론 사태로 인한 불경기들은 드라마 같은 비즈니스 환경을 창출시켰다. 기업들은 보통 이런 변화들에 대해 계획을 세우지 않고 인수기업들도 그러한 부정적인 가정하에 valuation을 하지 않은 경우, 그 상황을 통제되지 않는 요인 정도로 생각하는 것이 일반적이다.

하지만 대상기업의 자체적인 악화 요인들을 완전히 이해하고 있지 않은 상태에서 이러한 요인들은 통합 비용의 증가로 연결되어 경기악화 등의 요인 등과 결합될 경우, 새로 인수 또는 인수합병된 사업을 쉽게 악화시킬 수 있기 때문에 예측되지 않은 환경에서 살아남으려면 인수기업들은 실사를 통하여 그런 통제되지 않는 요인에 대한 대비책을 그들의 모델링 또는 계획에 포함시켜야 한다.

때때로 거래주체들은 인수의향서나 본계약서에 포함되는 진술과 보증 조항에 지나치게 의존하는 경향이 있다. 진술과 보증 조항은 아주 심각한 수준의 불리한 사항변화나 악의적 거짓 진술이 발견되는



성공적인 M&A를 이끌어내기 위해 고려해야 할 사항 중 하나는 이익의 질이다. 지난 호에서 언급했던 것과 같이 이익의 질을 분석함에 있어서는 재무제표의 분석을 기본 전제로 하여 부외 정보를 검토하여야 하며 또한 일회성 거래에서 얻는 이익, 경상적이지 않은 거래들 또는 영업의 결과로 포함된 이익, 미래 경영을 예측하기 힘들게 하는 비정상적인 요인들을 파악하는 것이 중요하다.

경우 거래 자체를 파기하거나 거래조건을 변경할 수 있도록 조치하기 위한 것이다. 그러나 그러한 부정적인 상황들이 거래 자체를 파기하거나 되돌릴 수 있는 수준의 심각한 것이라 할지라도 거래가 종결된 이후에 발견된 것이라면 진술과 보증에 기술된 대로 일이 처리될 수 있다는 것을 아무도 장담할 수 없다.

Tyson Food(TF)와 IBP의 합병 건에서, TF는 IBP의 변칙적인 회계 적용 문제를 들어 인수거래를 파기하려 했으나, 법원은 실사 과정에서 TF가 충분히 그러한 문제점들을 예상할 수 있었다는 점을 들어 계속적인 합병추진을 명령했었다. 이는 계약 성립 이전의 포괄적인 실사의 중요성을 다시금 강조하는 부분이다.

상승효과에 대한 비평적 분석

실사과정은 어쩔 수 없이 부정적으로 이루어져야 하지만, 실사로부터 나오는 긍정적인 것들도 있다. 실사기간 동안 실사팀은 시너지효과가 발생할 수 있는 요소들을 파악해야 한다.

예를 들어, 대상기업의 강점 및 약점분석을 통해 인수기업이 이미 경험했던 문제를 다루는데 비용을 절감할 수 있다. 또는, 피인수기업이 수익을 낼 수 있는 기회가 있었지만 거기에 투자할 자원이 없어 포기했던 기회를 M&A를 통해 다시 잡을 수 있는 상승효과도 기대할 수 있다.

그러므로 실사팀의 역할에는 고객, 인수대상 기업의 생산품, 운영 실적, 공개 되지 않은 재무 정보에 대한 분석이 포함되고, 비용절감 및 상승효과 등의 기회들을 파악하는 일도 포함된다. 다만 이러한 시너지

지효과가 과대평가되어 인수가액 등에 많은 영향을 미쳐서는 안 된다. 왜냐하면 대부분의 시너지 효과 분석은 수많은 가정하에서 수행되므로 여전히 불확실성이 존재하기 때문이다.

최근 많은 경영자들이 인수 후 통합과정에서 문화적 이슈가 중요하다고 느끼고 있다. 보통 기밀 유지 때문에 기업에 대한 접근이 제한적이지만, 실제로 인수 또는 합병계약서에 서명하기 이전에 회사의 주요 임직원과 만날 수 있는 기회가 있다.

이 미팅에서 실사팀은 그들의 중요한 문화와 차이를 파악할 수 있는데, 이러한 분석은 통합 계획을 세우고 착수하는데 도움을 준다. 인수자와의 기업 문화가 달라 통합되지 않은 예로 세가의 반다이 합병 시도를 들 수 있는데, 1997년 일본의 세가는 반다이를 인수기로 합의했으나 반다이 관리자들이 세가의 자유로운 문화에 반감을 가져 무산된 적이 있다.

실사를 하는 주 이유는 인수계약의 평가를 지원하는데 있지만, 실사를 인수 후 통합 또는 경영과 잘 연계시키는 것은 M&A를 진행하는데 있어서 중요한 성공요소가 된다. 종종 기업들은 실사와 인수통합 단계를 별개로 생각하는 오류를 범한다. 아직도 많은 기업들이 실사팀과 인수통합팀을 별도로 구성 운영하는 경우가 많은데, 우리는 실사가 인수전략과 인수 후 경영 및 통합에 튼튼한 다리가 되어야 한다는 사실을 반드시 이해해야 할 것이다. 바른 이해접근만이 인수자의 시간, 노동 그리고 돈을 절약시켜 줄 것이다.

* 위 글은 딜로이트 달라스 오피스의 Mr. Jim Dillavou의 논고를 참조하였습니다.