2015. 12. 02

POSRI 보고서

사모펀드의 밸류업(Value-Up) 테크닉에서 배우는 가치경영 노하우

이대상 수석연구원, 철강연구센터 (leedaesang@posri.re.kr)

[목 차]

1. 사모펀드 투자성과: 영업가치의 중요성 더욱 부각

2. 성공사례로 배우는 사모펀드 '밸류업' 테크닉

3. 결론 및 시사점

posco
포스코경영연구원

Executive Summary

○ **저성장시대 지속성장과 가치제고 해법을 고민하는 기업들에게 투자기업 가치제고를 위한 바이아웃 펀드의 'Value-Up' 테크닉 활용 제안**

- 일반적 인식과 달리, 유수 사모펀드들은 고도의 금융공학적 혁신보다 영업가치(operational value) 제고에 많은 자원과 노력을 투입하여 수익률 제고

○ **사모펀드의 가치창조(value creation)는 투자기업에 대해 중장기적 시각에서 인내심을 갖고 면밀히 관찰하며, 적극 개입하여 이뤄낸 성과물**

- [Plan] 명확하고 핵심적인 가치창조 청사진 제시, [Do] 경쟁역량 강화 위한 효과적 '밸류업' 프로그램 실행, [See] 가치에 직결된 평가보상구조 설계, [Active Ownership] 적극적 경영참여 결합으로 투자성과 창출

○ **[Plan] 명확하고 핵심적인 가치창조 청사진 제시**

- 투자기업이 3~5년 내 도달 가능한 최대 잠재치를 정의하고, 핵심 가치동인(시장수요/고객/경쟁 등)을 중심으로 향후 3~5년 변화방향 집중 검토
- 성과개선을 위한 5개 내외 핵심과제 선정 후 과제별 필요활동, 자원, 일정, 진척사항, 측정지표, 예상결과물 등이 포함된 상세 로드맵 작성

○ **[Do] 투자기업의 경쟁역량 강화를 위한 효과적 '밸류업' 프로그램 실행**

- 단기·가시적 효과를 고려한 비용절감 과제도 추진하나, 투자기업의 근본적 체질개선 유도와 중장기 경쟁력 강화 관점에서 신중하게 접근
- 신규투자 억제 등 '현상유지-축소지향'형 수익성 제고보다 성장잠재력을 갖춘 사업과 시장에 대한 공격적 집중투자로 가치 극대화 노력
- 채무상환과 생산적 사업의 투자재원 확보를 위해 자본적 지출과 운전자본을 엄격히 관리, 자본효율성(capital efficiency) 향상을 통한 현금흐름 개선

○ **[See] 가치에 긴밀히 연계된 성과측정-보상구조 설계**

- 미래지향적이고 성과개선을 위한 구체적 실천을 유도하며, 핵심적 가치동인과 직결되어 있는 운영지표를 성과측정지표(KPI)로 선정
- 핵심과제에 대한 성과목표 달성과 경영진 인센티브를 연계, 사모펀드와 경영진 이해관계를 일치시킴으로써 대리인비용 최소화 노력

○ **[Active Ownership] 적극적 주인의식 발휘로 가치창조 全 과정 주도**

- 포트폴리오 보유기업의 종합적 성과개선과 경영진 의사결정의 밀착지원을 위한 운영 전문가 중심의 내부 자문조직 활용 확대
- PMO(Program Management Office) 같은 변화관리 도구를 활용한 핵심과제 진척도 점검과 이슈 적시해결로 성공적 목표달성 관리

1. 사모펀드[1] 투자성과: 영업가치의 중요성 더욱 부각

○ **바이아웃(buyout)에 대한 부정적 시선은 바이아웃이 과도한 차입 부담을 지고 무자비한 구조조정으로 고수익을 추구하는 위험한 금융기법으로 인식**

- 투자기업 자산을 담보로 제공하는 차입매수(Leveraged buyout)가 일반적인데, 인수자 배임죄 적용 처벌사례 등 규제당국이 엄격한 잣대를 적용하는 경향
- 또한, 해외 사모펀드 '먹튀' 논란, 대규모 (인력) 구조조정과 자본투자 중단 등 장기 성장동력 훼손 이슈가 불거지면서 여론도 대체로 비판적

○ **바이아웃 투자수익률은 금융공학(financial engineering)적 기법 활용과 함께 투자기업 경영효율성 개선과 매출성장 전략의 성공적 실행이 좌우**

- 투자지분 가치 결정요인은 ① 매출, ② 마진, ③ EBITDA 배수, ④ 레버리지 효과로 분해되며 (그림 1), 바이아웃 펀드는 재무적 투자자(FI; Financial Investor)와 전략적 투자자(SI; Strategic Investor) 역할의 병행 요구 (표 1)

<그림 1: 바이아웃 투자지분 가치 결정요인[2]>

$$E = \mathrm{Re}v \times \left(\frac{EBITDA}{\mathrm{Re}v}\right) \times \left(\frac{EV}{EBITDA}\right) \times \left(\frac{E}{EV}\right)$$

주: E=Equity Value, Rev=Revenues, EBITDA=Earnings Before Interest, Taxes, Depreciation and Amortization, EV=Enterprise Value

<표 1: 바이아웃 투자수익률의 원천[3]>

요소	설명	가치창출	성격
① 매출성장	• 사업전략 재점검 및 수립 • 추가인수(add-on acquisitions) • 시장통합적 인수(buy&build, roll-up)	중요	SI
② 마진개선	• 비용절감 및 이익률 개선 • 자본지출 최적화 • 경영 비효율성 제거 등	중요	SI
③ EBITDA 배수 증가	시장 가치평가의 변화	없음	FI
④ 레버리지	• 재무적 엔지니어링 • 레버리지를 사용한 절세효과 • 대리인 비용의 감소	약간	일부 SI

[1] 본고에서는 바이아웃(buyout) 펀드 중심으로 논의. 바이아웃(buyout) 투자는 투자 대상기업 지분 또는 핵심자산 매수(take over)를 통해 경영권을 획득하고 적극적 경영참여(active management)를 통해 사업 구조조정(business restructuring) 또는 기업 지배구조(corporate governance) 개선 등의 방법으로 기업가치를 증대시킨 후 투자지분 또는 핵심자산을 매각하여 고수익 추구– KB Investment 홈페이지(http://www.kbic.co.kr/)

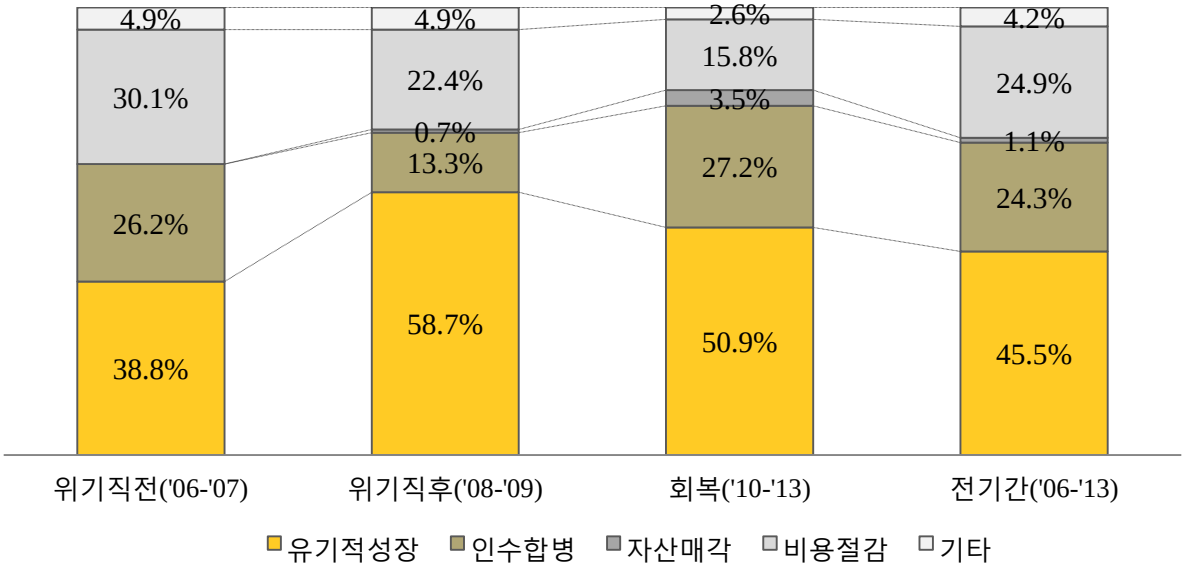
[2] Nicolaus Loos, *Value creation in leveraged buyouts: Analysis of factors driving private equity investment performance*, Springer Science & Business Media, 2007.

[3] 박용린, "국내·외 PEF 시장 현황과 IB에 대한 시사점", 『금융투자』 164호, 2014.

○ 특히, 2000년대 이후에는 고도의 금융공학적 혁신보다 매출성장, 마진개선 등을 통한 영업가치(operational value) 제고로 전략 초점 변화

- 산업 고도 성장기에는 첨단 금융공학적 기법이 각광을 받았으나, 대부분 산업이 성숙단계에 진입하면서 영업가치 개선이 더욱 중요
- 유수 펀드들은 금융공학에 쏟아 부었던 자원을 영업가치 창출에 투입하고 있으며[4], 경영효율성 증대와 함께 '매출성장(Top-line growth)' 중시(그림 2)
- 일반기업도 사모펀드의 '밸류업(Value-Up)' 테크닉을 적극 활용, 저성장 시대 지속적 성장과 가치제고 해법을 모색하는데 도움을 얻을 수 있음

<그림 2: 2006-13년 EBITDA 성장요인 조사결과[5]>



주: 북미 PE 보유기업(인수시 기업가치 US$ 150m 이상) Exit 거래('06~'13 완료) 대상

2. 성공사례로 배우는 사모펀드 '밸류업' 테크닉

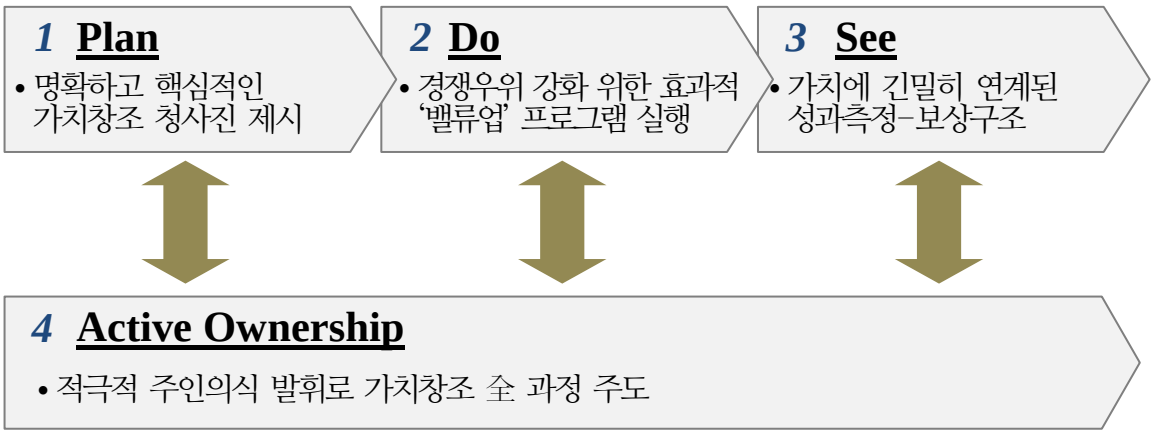
"가치창조는 좋은 기획, 좋은 행정, 좋은 운영체제 등 좋은 경영의 소산이며, 상당 기간에 걸친 상당한 개혁을 요구한다."[6]

○ 바이아웃 이후 사모펀드의 가치창조(value creation)는 투자기업에 대해 인내심을 갖고 꾸준히 살펴보며 적극적으로 개입하여 이루어 낸 성과물

[4] Chris Bierly·Graham Elton·Chul-Joon Park, "Private equity's road map to profits", 『Bain Brief』, 2007.
[5] "Returning to safer ground: How do private equity investors create value?", Ernst & Young, 2013.
[6] 조지 베이커·조지 데이빗 스미스, 『KKR 스토리』, 손원길·김규진·김지욱(역), 서울: 새로운 제안, 2009.

- 명확하고 핵심적인 가치창조 청사진 제시, 효과적 '밸류업' 프로그램 실행, 가치창조와 밀접히 연계된 KPI 선정 및 인센티브 구조 설계와 함께 전 과정에 대한 시의적절하고 효과적 개입이 결합되어 투자성과로 발현

<그림 3: 사모펀드의 밸류업 실행전략 개관>



□ Plan 명확하고 핵심적인 가치창조 청사진 제시

○ 실사(Due Diligence) 단계에서 객관적인 자료 축적과 엄밀한 분석을 통해 투자기업이 3~5년 내 도달할 수 있는 최대 잠재치(full potential) 정의

- 사모펀드의 통상적 투자기간은 3~5년으로, 실사를 통해 투자기업의 최대 잠재치와 이의 달성을 위해 주력해야 할 핵심과제 파악
- 기업가치에 영향을 미치는 핵심요인들(key value drivers) 중심으로 검토하며, 과거 경향보다 향후 3~5년 사이 어떻게 변화할 것인지에 초점[7]
  - 시장수요(derived demand): 수요의 주요 동인은 무엇이며, 앞으로 어떻게 변화할 것인가? 이 변화는 수요에 어떤 영향을 미칠 것인가?
  - 고객(customer): 고객 특성은 무엇이며 어떻게 변화할 것인가?
  - 경쟁사(competitive): 경쟁사들의 주요 동향은 어떠하며, 어떻게 변화할 것으로 예상되는가? 이러한 변화가 어떤 영향을 미칠 것인가?
  - 환경(environmental): 향후 경영성과에 영향을 미칠 수 있는 기술변화, 규제 변화 등은 무엇인가?
  - 기업운영(microeconomic): 어떻게 운영되고 있으며, 실제로 어디에서 어떻게 돈을 벌고 있는가?
- 일반 기업이 매년 전략 수립을 위해 이처럼 접근하는 것은 비용과 시간 제약이 존재하므로 중장기 전략 수립 또는 산업·수익구조 급변 등 중대이슈 발생 시 활용
  - 역사적 경향에 매몰되지 말고, 'business as usual'에 도전하는 자세로 접근 필요

[7] 김수민, "기업 잠재력의 최대치를 실천하라", 『동아비즈니스리뷰』 Vol.16, 2008.

[참고 1] 현대카드의 'Day 1' 프로젝트와 'TVA(Total View Accounting)'

- '12-'13년 가맹점 수수료 인하와 신용카드 취급액 정체 등 영향으로 신용판매 수익이 절반으로 감소하며 현대카드 내부 위기감 고조
- 이에 오늘이 출근 첫날이라고 생각하고 10년 동안 해왔던 모든 업무를 완전히 제 3자적 관점에서 재검토하자는 'Day 1 프로젝트' 가동
- 'TVA'라는 자체 회계기준을 도입하여 '업의 본질' 파악 시도
  - 기존 회계기준은 항목이 지나치게 세분화되어 종합적 파악 어려움 (예를 들어, 판매비는 영업조직 인건비, 광고비, 사무실 임차료 등 실제 판매활동을 위해 사용된 모든 비용을 포함해야 하나, 현행 기준에서는 여러 항목으로 구분)
  - 이에, 다양한 항목으로 흩어져 있는 비용들을 그 실체에 맞게 새로운 기준으로 묶어 현대카드만의 새로운 회계장부를 만들고자 시행착오를 거치며 반복적 시도
  - 기존 방식과 다른 점은 '중복계산(double accounting)'을 허용한다는 것. 예를 들어, 외부용역의 경우 '업무처리비' 항목에 기입하면 타 항목으로 중복 계산될 수 없으나, TVA에서는 마케팅비나 인건비에도 중복해서 넣을 수 있게 한 것
  - 이렇게 해서 확립된 기준 중 대표적인 것이 생계형/이미지형, 대칭적/비대칭적, 광고/비광고 등. '생계형'은 상품판매와 직결되는 비용, '이미지형'은 상품판매와 직접 관련되지는 않으나 현대카드만의 고유한 개성을 홍보하는 비용
- TVA를 통해 각종 비용을 분석하고, 분석내용을 토대로 새로운 경영전략 수립
  - 수익기여도가 높은 고객에게 확실히 보상하는 구조의 파격적인 차별화 정책, 고객 신용카드 유지기간에 따른 설계사 인센티브 지급 차별화 등 도입
- '14년 전년대비 영업이익 36.4% 증가, 상품서비스 비용 효율화, 우량고객 중심 성장기반 구축 등 장기 성장성 및 수익성 제고 성공

"그 동안에는 1차원적으로밖에 회사를 볼 수 없었다. 그런데 2차원, 3차원적으로 들어가보니까 정말 대단했다. 이제 모든 사업군에 TVA를 의무화했다. 병원에서 MRI 찍는 것처럼 10가지 주요 항목을 뽑아서 3차원적으로 바라봤다. 그래서 우리를 다시 조명을 해보니까 우리도 놀랄 정도로 우리의 모습이 생각했던 것과 달랐다." - 정태영, 현대카드 CEO

출처: 「TVA, 회계의 고정관념을 깨다」, 현대카드 블로그, 2015.02.05 (http://finance.hyundaicardcapital.com/464)

"오늘 인수한 것처럼 회사를 파헤쳤다 새로운 전략이 쏟아졌다", 『동아비즈니스리뷰』 Vol.136, 2013.

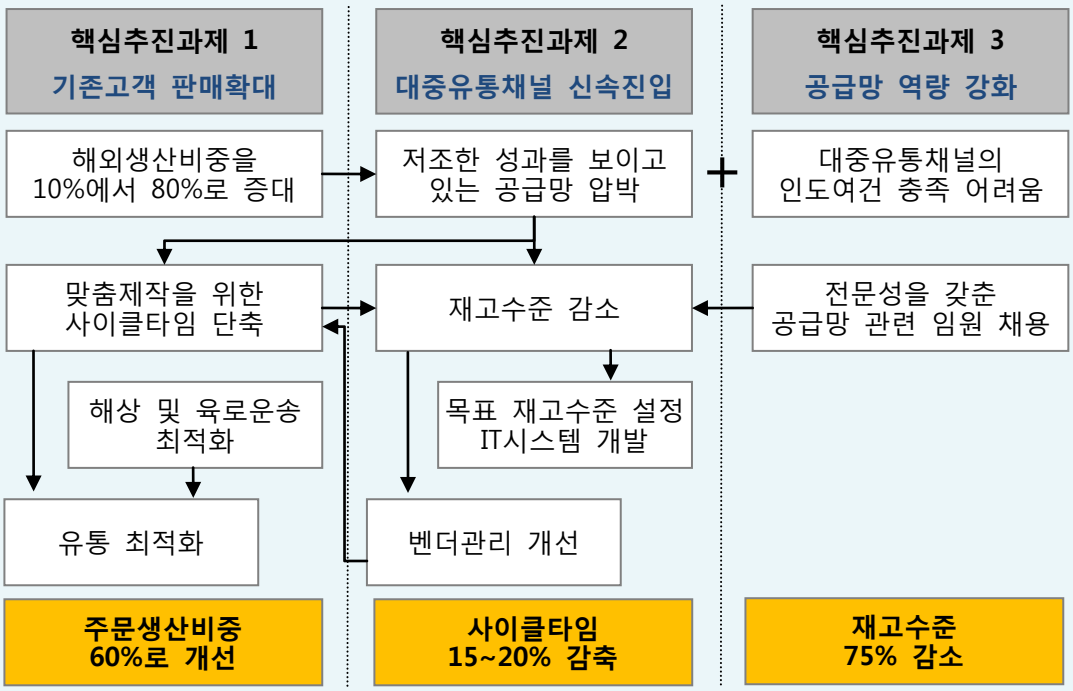
○ 최대 잠재치 달성을 위한 핵심 과제 중심 상세 로드맵 준비

- 과제별로 필요활동과 자원, 일정, 진척사항, 지표, 예상결과물을 제시하며, 여러 과제가 상호 연관되어 있는 경우 상호관련성도 명시[8]
- 5개 이내 과제가 일반적이며, 가치창조 논리와 흐름이 자명하게 드러날 수 있도록 단순하고 명확하게 작성하는 것이 중요 (미사여구 배제)
- '무엇이 되려고 하는가(what we want to be)'보다 어떻게 (가치를) 만들 것인가(How we are going to deliver)'가 훨씬 중요

[8] 홍용완, "변화를 위한 청사진을 그려라", 『동아비즈니스리뷰』 Vol.17, 2008.

[참고 2] 버크셔 파트너스(Berkshire Partners)의 카터스(Carters) 인수사례

- 2001년 美 사모펀드 버크셔 파트너스는 아동복 회사 카터스 인수
- 인수실사 과정에서 생산 효율성 및 재고관리 부문에 성과개선 이슈 발굴
  - 원가상승으로 중국 등 해외생산 비중 10→80% 수준 증가, 생산 소요시간 증대
  - 수요예측에 따른 생산이 어려워지며 재고관리 어려움 등
- 이에, 생산효율성 및 재고관리 개선, 성장 견인을 위한 세 가지 핵심과제 정의
  - 1) 기존 주요고객 판매 확대, 2) 신규 유통채널 진입, 3) 주요 공급업자 역량 개선
- 카터스 경영진과 함께 핵심과제 달성을 위한 청사진 개발 후 실행



- 수익성 개선 후 '06년 카터스 상장을 통해 6배 이상의 투자수익 달성

출처: 홍용완, "변화를 위한 청사진을 그려라", 『동아비즈니스리뷰』 Vol.17, 2008.

□ Do 투자기업 경쟁우위 강화를 위한 '밸류업' 프로그램 실행

○ **비용절감은 단기·가시적 효과도 고려하나, 투자기업의 근본적 체질개선을 유도함으로써 중장기적 경쟁력을 강화한다는 관점에서 신중히 접근**

- 임직원 사기고양과 함께 정체된 조직에 활력을 주는 소규모 과제들(관료주의적 관행 철폐 등)을 인수 초기에 주로 추진 ('Day 100' 계획에 반영)
- 중장기 성장잠재력을 훼손하는 방식의 비용절감은 지양하며, 특히 직원 구조조정에 대해서는 선입견과 달리 신중하게 접근
- (현대카드 사례와 같이) 비용구조를 체계적으로 재구조화하여 중복·비효율적 활동 제거 등 통해 근본적 체질 개선 노력[9]

[9] Vinay Couto·Ashok Divakaran·Deniz Caglar, "Seven Value Creation Lessons from Private Equity", 『strategy+business』, 2012.

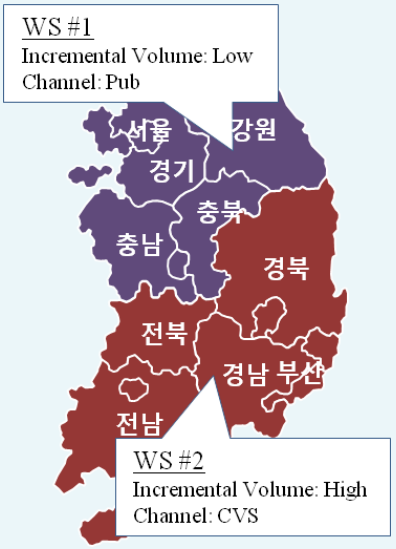
· 'Must have' 활동: 법률/규제로 인해 반드시 충족해야 하는 업무와 회사의 지속적 생존을 위해 반드시 필요하다고 생각되는 활동

· 'Smart to have' 활동: 고객유지를 위한 차별화 서비스, 임직원의 업무성과 향상에 기여하는 도구, 자사의 비교우위 유지에 도움이 되는 활동

· 'Nice to have' 활동: 없어도 기업경영에 큰 문제가 없는 활동으로, 나머지 비용 항목들이 대부분 여기에 해당

[참고 3] KKR의 OB맥주 인수사례

- 2009년 미국 사모펀드 KKR은 홍콩계 사모펀드 AEP와 컨소시엄을 구성, AB인베브로부터 OB맥주를 18억 달러에 인수
- 2014년 AB인베브는 OB맥주를 58억 달러에 재인수, KKR과 AEP는 지난 5년간 받은 배당금(약 7,100억원)을 포함해 인수금액의 2.6배를 수익으로 확정
- KKR과 AEP가 '대박'을 터뜨린 것은 만년 2등 신세였던 OB맥주의 기업가치를 몰라보게 높였기 때문에 가능했던 성과로 평가
  - AB인베브는 12여 년을 경영했지만, 국내 맥주시장 1위 탈환에 실패한 반면, KKR은 시장점유율을 40% 안팎에서 60%대로 높이고 이익을 2배 가량 향상
- KKR은 내부 컨설팅조직 '캡스톤'을 투입하여 가치혁신 프로그램 가동
- 캡스톤이 제시한 핵심과제 중 '도매상 관리프로그램'은 중장기적 전략 관점에서 수익비용구조를 재편하여 비용절감과 매출성장을 동시에 달성한 성공사례
  - 기존에는 총 구매물량과 시장점유율이 높은 지역 도매상을 최우선순위로 관리해 왔으나, 고객별 수익성과 판매성장성에 대한 종합적 고려 미흡
  - 캡스톤은 '판매증가량'(incremental volume; 프로모션 도입 시 (없는 경우에 비해) 증가한 판매량)과 '재무적 매력도'(상자 당 프로모션 비용)를 적용하여 고객 재분류
  - 재분류 결과를 바탕으로 판매증가량이 높은 고객군에 마케팅자원을 집중 투입, 전반적으로 프로모션 비용은 8% 감소하고, 상자판매량은 7% 성장하는 성과 달성



	실행 前			실행 後		
	상자	지출	원/상자	상자	지출	원/상자
WS #1	55k	44M	800	50k	35M	700
WS #2	20k	7M	350	30k	12M	400
TOTAL	75k	51M	680	80k	47M	588

출처: 「KKR '캡스톤 비밀과외'…오비맥주 '몸값' 5년새 3배로 높였다」, 『한국경제』, 2014. 1.21.

○ **신규투자 억제 등 '현상유지-축소지향'형 수익성 제고보다 성장잠재력을 갖춘 사업부문과 시장에 대한 공격적 집중투자로 가치 극대화 노력**

- 비용절감과 자본효율성 개선도 주요한 가치동인이긴 하나, 매출성장은 더 높은 투자수익률을 가져오는 핵심가치동인(key value driver)
  - · KKR 투자기업(북미, 서유럽) 평균 MOIC(Multiple on invested capital)는 1.9배수, 이중 연간 매출성장률이 4%를 상회하는 투자기업 MOIC 평균은 2.3배수[10]
- 기존 리소스를 최대한 활용해 매출을 늘리는 것이 우선 고려되나, 필요할 경우 추가인수(add-on), 시장통합적 인수(roll-up) 등 과감한 투자집행

[참고 4] 사모펀드의 볼트온(Bolt-on) 전략'

- 관련 기업을 추가 인수하는 이른바 '볼트온(Bolt-on)전략' 병행으로 '매출성장' 목표 달성과 고객세분화, 자체 사업 및 시장점유 강화 등 부가적 효과 추구
  - 할리스에프앤비를 보유한 IMM PE는 추가인수를 통해 커피 브랜드를 저가(디초콜릿커피 앤드), 중가(할리스커피), 고가(할리스커피클럽)로 세분화, 차별화 전략 추진
  - 한앤컴퍼니는 쌍용양회, 포스화인 인수 등을 통해 슬래그시멘트 수직계열화 완료

PEF 운용사	인수기업	확장
IMM PE	할리스커피 (2013)	할리스커피클럽(2014)
		디초콜릿커피(2014)
모건스탠리 PE	놀부 (2011)	벨라빈스커피(2015)
		공수간(2015)
		놀부 옛날통닭(2015)
한앤컴퍼니	시멘트 (2012~)	대한시멘트(2012)
		쌍용양회 지분(2012)
		한남시멘트(2012)
		포스화인(2015)
	웅진식품 (2013)	대영식품(2014)
		동부팜가야(2015)
MBK파트너스	씨앤앰 (2008)	GS강남·울산방송(2011)
		CU미디어·IHQ합병(2015)

출처: 「PEF, 관련기업 추가 인수 박차… '덩치 키워(Bolt-on) 가치 높인다」, 『인베스트조선』, 2015. 4.24.

○ **바이아웃은 통상 거래금액의 60~80% 규모를 차입 조달, 자본효율성(capital efficiency) 향상을 통한 현금흐름 개선이 무엇보다 중요 ('Cash is king')**

- 기업가치 평가에서 핵심적인 잉여현금흐름(FCF; Free Cash Flow)은 일반적으로 EBITDA(현금유입액 대용)에서 자본적지출(CAPEX; Capital Expenditure)과 운전자본(WC; Working Capital) 순증액을 차감하여 산출
- 이에, 채무상환과 생산적 사업의 투자재원 확보를 위해 인수기업의 자본적지출과 운전자본을 엄격히 통제, 투자자산 운용 효율화(비생산적 자산/사업매각 등) 및 운전자본 감축(재고와 AR/AP 관리)에 적극 노력

10 "A Closer Look: KKR Capstone", KKR, 2012.

· 인수기업에 부과하는 단기 '충격요법'이 인수 후 1~2년 동안 자산 구조조정과 감원, 사업매각으로 직원생활과 경력을 훼손하고, 때로 지역사회에 고통을 안겨주는 등 타격[11]을 가하며 '사악한' 사모펀드의 전형(典型)으로 각인

· 그러나, '건전한' 현금흐름을 만드는 데 있어 이러한 충격요법은 일부 사례이며, 효율적 경영 프로세스 도입으로 일하는 방식을 근본적으로 쇄신하는 것이 사모펀드 투자자의 보다 장기적 이익에 부합

- 반복적 위기 속에서 기업들도 현금흐름이 생존에 직결되는 핵심 관리요소란 점은 잘 인지하고 있으나, 위기국면 탈출을 위한 '임기응변'식 방편이 아니라 보다 지속 가능한 경영관리 방식으로서 내재화 필요

· 투자축소, 공급업체 '쥐어짜기' 등 비교적 손쉬운 방식에 의존하여 위기상황을 넘기나, 경영여건이 안정되면 위기 이전 수준으로 경영행태 회귀 경향

· 저성과 사업 매각, 재고자산 현금화, 매출채권 조기회수 등 단기 효과가 기대되는 과제도 추진하는 한편, 물류통합, 주문~수금절차 효율화, 채권회수 정책 정비, 신용관리체계 개선 등 저비용의 효율적 프로세스 도입 긴요

□ See 가치에 긴밀히 연계된 성과측정-보상구조 설계

○ 성과측정 지표는 미래지향적이고 성과개선을 위한 구체적 실천을 유도할 수 있으며, 핵심적 가치동인과 직결되어 있는 운영지표 선정

- 예를 들어, '고객 1인당 이익(profit per customer)'은 과거지향적이나, '전월 획득 고부가가치 고객수(number of high-value customers acquired last month)'는 가치제고를 위한 혁신프로그램 성과에 대한 유의미한 통찰 제공[12]

- 표준적 재무지표보다 해당 기업의 고유가치를 가장 명확히 드러낼 수 있는 핵심적인 2~3가지 내외 운영지표를 선정하여 성과 측정

[참고 5] TPG(Texas Pacific Group)의 베린저 와인 에스테이츠 인수사례

- 1996년 미국계 사모펀드 TPG는 네슬레로부터 베린저 와인 에스테이츠 인수
- 모사 네슬레는 베린저 성과분석을 위해 사업 포트폴리오 전체에 공통 적용하던 ROA(Return On Assets)와 EVA(Economic Value Added) 지표를 주로 사용
- TPG는 인수 검토 시 이러한 지표가 베린저 사업특성에 부적합하다고 판단
  - 와인사업에서 프리미엄 가격을 받기 위해서는 와인을 셀러에 일정기간 동안 보관해야 하는데, ROA는 재고를 오래 보관하는 기업에 불리한 지표
- TPG는 영업현금흐름, 현금마진 등 좀 더 적절한 지표에 초점을 맞춰 평가한 결과, (네슬레 판단과 반대로) 사업전망을 긍정적으로 판단하여 인수 결정
- 인수 이후 5년 사이 초기 투자액의 9배 가량 투자수익을 올리는 성과 실현

출처: 데이비드 하딩·샘 로빗, 『M&A 마스터』, 김수민(역), 서울: 청림출판, 2008.

[11] 조지 베이커·조지 데이빗 스미스, 『KKR 스토리』, 손원길·김규진·김지욱(역), 서울: 새로운 제안, 2009.

[12] 홍용완, "사모펀드 비밀병기 '프로그램 오피스'", 『동아비즈니스리뷰』 Vol.18, 2008.

○ **핵심과제에 대한 성과목표 달성과 경영진 인센티브를 연계, 사모펀드와 경영진 이해관계를 일치시킴으로써 대리인비용 최소화 노력**

- 사모펀드는 핵심과제에 대해 경영진(및 관리자)에 오너십을 부여하고, 인수기업 지분 등 공동투자기회를 제공함으로써 KPI 달성에 대한 상호 이해 관계 일치 ('오너처럼 생각하는 게 아니라 진짜 오너가 됨')
  - "경영자 투자체제는 경영자들이 완전한 직접 당사자로서 회사를 걱정하도록 하되, 과다하게 보수적으로 만들지는 말아야 한다. 실패하더라도 손상은 너무 크게 입지 않고 성공의 과실은 달콤해야 한다. 중요한 것은 단순히 경영자를 주주로 바꾸는 것이 아니라, (KKR이 선호하는 표현인) '자신의 의사결정 결과에 대한 소유주'로 만드는 점이다."[13]
  - 경영진 뿐만 아니라 관리자 포함 직원 성과배분 참여기회 제공사례도 존재

[참고 6] 골드만삭스와 ACP의 메서 그리샤임(Messer Griesheim) 인수사례

- 2001년 골드만 삭스는 독일계 사모펀드 알리안츠 캐피털 파트너스(Alianz Capital Partners)와 공동으로 산업용 가스 제조업체 메서 그리샤임 지분 66.2%를 거대화학기업 휘스트(Hoechst; 후에 'Aventis' 변경)로부터 21억 유로에 인수
- 바이아웃 후 정규직과 비정규직 고용계약 모두 직원에 불리하게 변경된 사례는 없었으며, 직원들은 AR(Aufsichtsrat; 감독위원회)을 통해 전략적 결정사항 공유
- 또한, 사모펀드와 경영진은 직원들에게 스톡옵션 참여기회도 부여
  - 관리자는 사모펀드와 동일 매입가격에 자비로 지분매입이 허용되었으나, 최소 매입금액은 연봉의 1/3 이상으로 제한
  - 초기에는 스톡옵션에 익숙지 않은 유럽보다 미국 사업부 직원에 보다 인기를 끌었으나, 경영진 설명회 개최 등 지속적 참여설득으로 관리자의 85~90% 가량이 프로그램에 참여함으로써 최종적으로 직원이 회사지분의 1.7% 보유
  - 사모펀드 Exit 시점이 불확실하단 점에서 지분매입 직원에 장기적 인센티브 효과

출처: "The Globalization of Alternative Investments Working Papers Volume 1: The Global Economic Impact of Private Equity Report 2008", World Economic Forum, 2008

- 보상은 임직원이 노력하여 (결과에) 실제 영향을 미친 성과에 대한 객관적 평가에 근거해야 하며, 고성과 보상과 저성과 패널티 부여 모두 필요
  - 경영진은 성과목표 달성에 대한 권한과 책임을 하향 분산하여('cascading') 일선 부서 관리자들에게도 성과에 대한 책임감을 확실히 심어줌으로써 성과 중심 조직문화 정착 유도 ("Talk and think value always!")

□ Active Ownership 적극적 주인의식 발휘로 가치창조 숲 과정 주도

○ **정교한 금융공학적 기법 의존보다, '소매를 걷어붙이는 (sleeves rolled up)' 적극적 주인의식(Active Ownership) 발휘가 가치창조의 관건**

[13] 조지 베이커·조지 데이빗 스미스, 『KKR 스토리』, 손원길·김규진·김지욱(역), 서울: 새로운 제안, 2009.

- 무한책임투자자(GP; General Partner)는 경영진을 주의 깊게 관찰하면서 경영진에게 시간을 주도록 유한책임투자자(LP; Limited Partner)를 설득하며, 경영자와 투자자 모두 장기 가치창출에 집중하도록 하는 핵심적 위치[14]

- 물론, 사모펀드가 직접 경영에 나서는 것은 아니며, 선임된 전문경영진이 최대한의 성과를 내도록 좋은 경영여건을 마련하는데 적극 노력하는 것

○ **포트폴리오 보유기업의 종합적 성과 개선과 경영진의 전략적 의사결정을 밀착 지원하기 위한 전문가 자문조직 활용 확대**

- 기존 사모펀드 바이아웃 조직의 일반적 모델은 투자처 발굴, 집행, 회수를 담당하는 투자은행 출신 운용인력만 보유, 경영자문 필요 시 외부 컨설턴트를 고용하거나 전문가 네트워크를 주로 활용

- 포트폴리오 편입기업이 늘어나고 적극적 경영참여를 통한 가치제고가 더욱 중요해짐에 따라 대형 펀드 중심으로 내부 자문조직 운영 확대

  · 해당 산업의 레퍼런스를 보유한 전직 CEO나 CFO를 운영파트너로 영입하고, 구매, 마케팅, 생산 등 특정 분야 전문성 보유 중간관리자와 컨설턴트로 구성

  · 오퍼레이션 개선이슈 발굴과 핵심과제 선정, 성공적 목표달성을 위한 의사결정 밀착 지원, 포트폴리오 기업간 시너지 제고 프로젝트(구매통합 등) 등 추진

[참고 7] KKR의 사내 컨설팅조직 캡스톤(Capstone)

- 50명('15. 6월末, 풀타임 기준)의 오퍼레이션 전문인력으로 구성되어 있으며, 거래팀(deal teams)과 포트폴리오 기업에 대한 지원 담당
  - 실사단계에서 오퍼레이션 개선기회 및 리스크요인 발굴
  - 포트폴리오 기업에 실질적이며 지속가능한 운영상의 변화 유도
  - KKR 포트폴리오의 규모/범위 레버리지로 포트폴리오 기업 간 시너지 추구
- KKR이 OB맥주의 기업가치 혁신에 성공한 비결은 철저한 분석과 실행능력을 앞세운 '캡스톤' 경영기법에 있었다고 평가

출처: KKR 홈페이지 (http://www.kkr.com/our-firm/kkr-capstone)
「KKR '캡스톤 비밀과외'…오비맥주 '몸값' 5년새 3배로 높였다」, 『한국경제』, 2014. 1.21.

○ **PMO(Program Management Office)와 같은 변화관리 도구를 활용, 과제 진척도 점검과 발생이슈 적시 해결을 통해 성공적 목표 달성 관리**

- PMO는 전사 차원 임원과 실무자급으로 구성된 'cross-functional' 조직으로, 정기적으로 핵심과제 실행 진척도를 모니터링하고, 과제 실행 중 발생 이슈의 해결방안을 검토하여 의사결정이 이루어지는 場으로 기능

[14] 조지 베이커·조지 데이빗 스미스, 『KKR 스토리』, 손원길·김규진·김지욱(역), 서울: 새로운 제안, 2009.

- 일상적 운영이슈에 대한 사모펀드의 직접 개입은 제한적이며, 기업가치 제고와 직접적 관련이 있는 구조조정, 신규투자 등 안건 중심 적극 참여
  · 사모펀드 인수기업에서 공식적 이사회의 중요도는 상대적으로 낮으며, PMO 등에서 작성한 상세 정기(주로 월간) 보고서를 바탕으로 주로 CEO, CFO와 지속적이며 비공식적 의견교환을 통해 아이디어를 토론하며 대안을 조언

3. 결론 및 시사점

□ 가치창조는 (사모펀드나 일반기업 모두에게) 장기적·지속적 관심과 인내를 요하는 과업이므로, 관련 당사자 모두가 가치창출에 집중하도록 변화를 시도하고 동력을 유지하는 부단한 노력 필요

○ 가치제고는 기존 사업과 업무관행에 대한 냉철한 진단에서 출발해야 하며, 어디에서 어떻게 가치를 창출하는지 다각도의 입체적인 분석 요구

- 현대카드 'Day 1 프로젝트'에서 시도한 바와 같이, 회사의 수익-비용구조를 새로운 관점에서 재구조화하여 '業의 본질'을 새롭게 고찰할 필요

○ 3~5년 내 도달 가능한 미래 모습에 대한 선명한 청사진과 함께, 성과목표 달성을 위한 구체적 실행 로드맵을 제시하여 대내외 커뮤니케이션

- 무엇으로, 어떻게 먹고 살지에 대한 비전과 목표를 제시하되, 목표 달성을 위해 전사적으로 집중할 핵심과제와 실행계획을 비중 있게 검토
  · 핵심과제는 현재 사업에서 더 높은 성장과 수익을 창출하는 방안, 비전 달성을 위한 사업·조직구조 재편방안, 업무프로세스 혁신방안 등 다방면 고려 (비용절감 등 단기 개선책만으로 장기적 가치창출 기대는 무리)

○ 가치창출에 보다 밀접히 연계되도록 성과지표 및 평가보상체계를 정비하고, 의사결정 책임과 보상의 선순환구조를 확립하는 성과주의 문화 정착

- 성과개선을 유도하는 '미래지향적' 운영지표를 도입하고, 성과와 평가보상 간 연동을 더욱 강화하면서 경쟁력 있는 (금전/비금전적) 성과보상 제공

○ 가치창출을 위한 핵심과제가 올바른 방향과 속도로 진행되는지 지속적으로 확인하고 적시 개입하여 교정할 수 있도록 돕는 효과적 통제장치 마련

- 전사적 '기획-모니터링-관리' 총괄조직의 운영과 함께, 이사회 및 내외부 전문가 네트워크 등을 활용, 핵심이슈 중심의 지속적 의견교환 필요

이 자료에 나타난 내용은 포스코경영연구원의 공식 견해와는 다를 수 있습니다.

[참고자료]

[보고서]

김수민, "기업 잠재력의 최대치를 실천하라", 『동아비즈니스리뷰』 Vol.16, 2008.

박용린·천창민·안유미, "해외 선진 PEF의 운영현황과 시사점: 바이아웃(buyout)을 중심으로", 자본시장연구원, 2012.

박용린, "국내·외 PEF 시장 현황과 IB에 대한 시사점", 『금융투자』 164호, 2014.

홍용완, "사모펀드 비밀병기 '프로그램 오피스'", 『동아비즈니스리뷰』 Vol.18, 2008.

"오늘 인수한 것처럼 회사를 파헤쳤다 새로운 전략이 쏟아졌다", 『동아비즈니스리뷰』Vol.136, 2013.

Chris Bierly·Graham Elton·Chul-Joon Park, "Private equity's road map to profits", 『Bain Brief』, 2007.

Gary Matthews·Mark Bye·James Howland, "Operational Improvement: The Key to Value Creation in Private Equity", 『Journal of Applied Corporate Finance』, Vol 21 Number 3, Summer 2009.

Vinay Couto·Ashok Divakaran·Deniz Caglar, "Seven Value Creation Lessons from Private Equity", 『strategy+business』, 2012.

"A Closer Look: KKR Capstone", KKR, 2012.

"How PE Operations Teams Create Value", A.T.Kearney, 2014.

"Returning to safer ground: How do private equity investors create value?", Ernst & Young, 2013.

"The Globalization of Alternative Investments Working Papers Volume 1: The Global Economic Impact of Private Equity Report 2008", World Economic Forum, 2008

"What public companies can learn from private equity", 『Mckinsey on Finance』, Number 22, Winter 2007.

[도서]

데이비드 하딩·샘 로빗, 『M&A 마스터』, 김수민(역), 서울: 청림출판, 2008.

조지 베이커·조지 데이빗 스미스, 『KKR 스토리』, 손원길•김규진•김지욱(역), 서울: 새로운 제안, 2009.

Nicolaus Loos, Value creation in leveraged buyouts: Analysis of factors driving private equity investment performance, Springer Science & Business Media, 2007.

Orit Gadiesh·Hugh MacArther, Lessons From Private Equity Any Company Can Use, Bain & Company, 2008

[홈페이지]

KB Investment 홈페이지 (http://www.kbic.co.kr)

KKR 홈페이지 (http://www.kkr.com/our-firm/kkr-capstone)

「TVA, 회계의 고정관념을 깨다」, 현대카드 블로그, 2015.02.05 (http://finance.hyundaicardcapital.com/464)

[언론]

「KKR '캡스톤 비밀과외'…오비맥주 '몸값' 5년새 3배로 높였다」,『한국경제』, 2014. 1.21.

「PEF, 관련기업 추가 인수 박차… '덩치 키워(Bolt-on) 가치 높인다」,『인베스트조선』, 2015. 4.24.