



Center for Board Effectiveness

On the board’s agenda | US

In M&A, how can boards help companies avoid the synergy trap?

Few tools of corporate development and growth can change the value of a company and its competitive future as quickly and dramatically as a major acquisition. Although the results of major mergers and acquisitions over the past several decades have not achieved the intended outcomes for many companies and their shareholders, acquirers who apply M&A fundamentals can still realize significant rewards.

According to *The Synergy Solution: How Companies Win the Mergers & Acquisitions Game*, an analysis of more than 1,200 major deals worth more than \$5 trillion over a 24-year period found acquirers realized

negative average returns, both when deals were announced and a year later.<sup>1</sup> More important, when the returns are de-averaged, the data reveals an enormous difference in returns—60 percentage points—between deals where acquirers began with a positive market reaction and delivered versus those deals that began with a negative reaction and confirmed initial investor forecasts.<sup>2</sup>

In other words, some acquisitions exceed the synergies that are expected at the outset. However, it’s more common for acquisitions to not achieve sufficient synergies, dragging returns in the aggregate.

이사회가 기업 M&A의 시너지 함정 회피를 돕는 방법

기업의 발전과 성장을 위해 대규모 인수(Acquisition)만큼 신속하고 극적으로 기업가치와 경쟁력 있는 미래를 바꿀 수 있는 수단은 거의 없습니다. 지난 수십 년 동안 많은 기업과 주주들이 대규모 M&A로 의도한 결과를 달성하지는 못했지만, M&A의 편더멘탈을 적용한 인수기업은 여전히 상당한 보상을 얻을 수 있습니다.

저서 <시너지 솔루션(The Synergy Solution): M&A 게임에서 기업이 승리하는 방법>에 의하면, 24년 간 5조 달러 이상의 가치가 있는 1,200개 이상의 주요 거래를 분석한 결과, 인수기업은 인수 발표일과 1년이 지난 시점에

모두 평균 마이너스(-) 수익률을 실현했습니다. 더 중요한 사실은 수익률이 비평균화(de-averaged)되었을 때, 데이터는 인수기업이 긍정적인 시장 반응에서 시작하여 진행된 거래와 부정적인 반응에서 시작하여 초기 투자자의 예측을 확인한 거래 사이의 수익률에서 60% 포인트의 엄청난 차이를 보여줍니다.

즉, 일부 인수는 초기에 기대한 시너지를 뛰어 넘습니다. 그러나 인수가 충분한 시너지 효과를 거두지 못해 전체적으로 수익률을 끌어내리는 경우가 더 일반적입니다. ➡

1. Mark Sirower and Jeffrey Weirens, *The Synergy Solution: How Companies Win the Mergers and Acquisitions Game* (Brighton, MA: Harvard Business Review Press, 2022).  
2. Ibid.



When a major capital investment with such potential to impact growth and value produces such disappointing results overall, it begs an important question. What differentiates the good deals from the bad ones? And what can boards do in their oversight capacity to help improve the likelihood of success for acquirers and their shareholders?

Many answers lie in the fundamental elements of becoming a prepared acquirer and executing sound governance throughout the M&A process, from strategy through integration. The board of directors can significantly affect the likelihood of deal success. In fulfilling its duty of care, the board has an important part to play in helping drive an effective approach to M&A throughout the M&A life cycle, not just when it's time to approve a deal.

## M&A fundamentals and the board

Acquisition success often is a result of management's commitment to developing an identifiable M&A strategy. Execution of such a strategy includes performing diligence that tests the assumptions in the valuation model and builds an early integration road map. It also includes communicating defensible performance promises that underpin the acquisition premium and managing the integration to realize the promised synergies in building a successful combined enterprise.

Boards can hold management accountable for each of these elements. Roles and responsibilities for management should be defined for the entire M&A process so the management team is prepared for the board's scrutiny before and after approval. Boards can set expectations of management regarding M&A strategy, due diligence, announcement day, and integration, and they can leverage some innovative governance tools to help drive more effective discussions when evaluating management's proposals for material transactions.

## Am I a prepared acquirer?

Many companies do not have an M&A strategy with a watch list of their most important deals. They have not determined what they want, so they are reactive rather than proactive buyers.

A successful approach to M&A can be rooted in positioning an organization to become a prepared “always on” acquirer. Companies can have a readiness approach to M&A by developing and monitoring a watch list of their priority deals, examining deals their competitors are doing, and being ready to strike when an opportunity arises that is consistent with the company's larger strategic aspirations and capability needs.

Prepared acquirers have an identifiable M&A strategy that defines what they want to acquire, why, and how they plan to create value. Because they can identify their most important deals, prepared acquirers are generally better positioned than reactors to perform the necessary diligence required for a sensible valuation.

Prepared acquirers do not look at individual deals in isolation. They think about portfolios of assets that the deals on their watch list represent and how those portfolios can be assembled over time to grow the core businesses or create new ones.

Governance is a critical component of being prepared. A formalized approval process with consistent procedures and metrics helps create an understood, repeatable pathway for deals. Executive leadership sets the strategy—with oversight by the board—and aligns with the board on issues such as strategic priorities, risk appetite, implications of competitor moves, and a changing industry landscape.

## Does it make sense?

Diligence is not merely about arriving at a go or no-go decision. It's about testing the investment thesis of the deal—its value-creation logic—and how the value of the deal will be captured.

Proper diligence helps develop or test assumptions and inputs used in the valuation model, particularly the synergy projections. It also provides an early view of the integration road map that shows the size, timing, and cost to achieve major synergy initiatives as well as issues that will require the most attention and need to be managed effectively to realize the expected value of the deal.

The analyses performed during the diligence process are intended to identify financial, commercial, and operational issues as well as critical red flags. Financial diligence establishes a normalized baseline of the target business given past performance; operational diligence examines the cost base of the current business and opportunities for cost reductions; and commercial diligence provides a perspective on growth potential and revenue improvement opportunities. When these insights come together, they can help provide a more complete, three-dimensional picture of the value of the opportunity before the price is paid.

Prepared acquirers perform diligence regularly on their markets to learn over time about the landscape of players, competitive positions, executive talent, market trends, and changing customer demands. This is valuable information that can be incorporated into improving the overall business, including ongoing corporate development and M&A efforts.



성장과 가치에 영향을 미칠 수 있는 잠재력을 가진 대규모 자본 투자가 전반적인 기대치에 미치지 못하는 경우, 다음과 같은 중요한 질문을 던질 수 있습니다. 성공한 M&A와 실패한 M&A를 구분 짓는 요소는 무엇입니까? 그리고 이사회는 인수기업과 주주의 M&A 성공 가능성을 높이기 위해 감독 능력을 어떻게 향상시킬 수 있습니까?

정답은 전략에서 통합에 이르기까지, M&A 과정 전반에 걸쳐 철저한 인수 준비를 하는 것과 건전한 거버넌스를 실행하는 등 기본적인 요소에 있습니다. 이사회는 거래의 성공 가능성에 상당한 영향을 미칠 수 있습니다. 이사회는 주주의 의무를 이행함에 있어 거래 승인 시점 뿐만 아니라 M&A 수명 주기 전반에 걸쳐 M&A에 대한 효과적인 접근 방식을 추진하는 데 중요한 역할을 수행합니다.

## M&A 펀더멘탈과 이사회

성공적인 인수는 식별 가능한 M&A 전략을 개발하려는 경영진의 노력으로 이루어지는 경우가 많습니다. 이러한 전략 실행은 가치평가 모델의 가정을 테스트하고 초기 통합 로드맵을 구축하는 실사 수행이 포함됩니다. 또한, 인수 프리미엄을 뒷받침하는 방어 가능한 성과에 대한 약속을 전달하고 성공적인 결합 기업 구축 시 약속된 시너지 효과를 실현하기 위한 통합 관리도 포함됩니다.

이사회는 이러한 각 요소에 대해 경영진에게 책임을 물을 수 있습니다. 경영진의 역할과 책임은 전체 M&A 과정이 정의되어 경영진이 승인 전후에 이사회에 조사를 받을 수 있도록 준비해야 합니다. 이사회는 M&A 전략, 실사, 공시일 및 통합과 관련하여 경영진에 대한 기대치를 설정할 수 있으며, 주요 거래에 대한 경영진의 제안을 평가할 때, 보다 효과적인 논의를 유도하기 위해 몇 가지 혁신적인 거버넌스 수단을 활용할 수 있습니다.

## 인수할 준비가 되었는지 판단하는 방법

많은 기업들이 가장 중요한 거래에 대한 주의사항을 포함한 M&A 전략을 갖고 있지 않습니다. 이러한 기업들은 원하는 것을 결정하지 않았기 때문에, 능동적이기보다는 수동적인 매수인의 태도를 보입니다.

성공적인 M&A를 위한 접근 방식은 “상시적으로” 준비된 인수자의 상태가 되는 것에 기반을 둘 수 있습니다. 기업은 우선적으로 성사시키고자 하는 거래의 주의사항을 개발 및 모니터링하고, 경쟁업체의 거래를 검토하고, 기업의 전략적 포부 및 요구되는 역량과 일치하는 기회가 발생하는 경우, 공격할 준비를 함으로써 M&A에 대한 접근 방식을 준비할 수 있습니다.

준비된 인수기업은 인수하려는 대상, 그 이유, 가치창출계획을 정의하는 명확한 M&A 전략을 가지고 있습니다. 준비된 기업은 가장 중요한 거래가 무엇인지 식별할 수 있기 때문에 합리적인 가치평가가 요구되는 중요한 실사를 수행하기에 수동적인 반응을 보이는 기업보다 유리합니다.

준비된 인수기업은 각 거래를 개별적으로 보지 않습니다. 예의주시하는 거래가 나타내는 자산 포트폴리오와 이러한 포트폴리오가 핵심 사업을 성장시키거나 새로운 사업을 창출하기 위해 시간이 지남에 따라 어떻게 조합될 수 있는지 구성합니다.

거버넌스는 준비 과정에서 매우 중요한 구성 요소입니다. 일관된 절차와 지표를 갖춘 공식적인 승인과정은 거래에 대한 이해하기 쉽고 반복 가능한 경로를 만드는 데 도움이 됩니다. 경영진은 이사회에 감독 하에 전략을 수립하고 전략적 우선순위, 리스크 선호도, 경쟁업체 움직임의 영향, 산업 환경 변화와 같은 문제에 대해 이사회와 협력합니다.

## 타당성 및 근거 검증

실사는 단순히 거래의 진행 여부를 결정하는 것이 아닙니다. 해당 거래의 투자에 대한 근거(가치창출 논리)와 거래의 가치를 어떻게 포착할 것인지를 검증하는 것입니다.

적절한 실사는 가치평가 모델, 특히 시너지 예측에 사용된 가정과 투입 요소를 개발하거나 테스트하는데 도움이 됩니다. 또한 실사를 통해 시너지 효과에 대한 주요 목표를 달성하는 데 필요한 거래의 규모, 시기, 비용 뿐 아니라 거래의 기대가치를 실현하기 위해 가장 주의를 기울여야 하고 효과적으로 관리해야 하는 문제를 보여주는 통합 로드맵을 초기에 제공합니다.

실사 과정에서 분석하는 요소는 재무적, 영업적, 운영상의 문제 뿐만 아니라 중대한 리스크 신호를 식별하기 위한 것입니다. 재무실사는 과거 성과를 감안할 때 목표 사업의 표준화된 기준선을 설정합니다. 운영실사는 기존 사업의 비용 기반과 비용 절감 기회를 조사합니다. 영업실사는 성장 잠재력 및 수익 개선 기회에 대한 관점을 제시합니다. 이러한 통찰력이 결집되면, 모일 때 대가가 지불되기 전에 기회에 대한 보다 완벽한 3차원 그림을 제공할 수 있습니다.

준비된 인수기업은 시장에서 정기적으로 실사를 수행하여 시간이 지남에 따라 기업 환경, 경쟁적 위치, 경영진의 역량, 시장 동향 및 변화하는 고객의 요구사항에 대해 학습합니다. 이는 지속적인 기업의 발전과 M&A 노력 등 전반적인 사업 개선에 통합할 수 있는 귀중한 정보입니다. ➤



## Will investors have reason to cheer?

Announcement day is an incredibly important moment when the disciplines of strategy, corporate finance, communications, competitor behavior, and human behavior come together. It is an inflection point that can immediately affect the value of the acquirer.

As agents of the shareholders, boards should put themselves in the shoes of investors before announcement when evaluating proposed material transactions. Directors should consider what an ordinary, prudent person in similar circumstances would want to know about this deal. How will it affect the share price and why? What are the timelines for completing the transaction and seeing positive results from it? What questions will various stakeholder groups likely ask?

It's imperative for acquirers to know what they are promising and clearly communicate it to investors, especially when offering a significant premium, because investors will react on the day the deal is announced based on what management tells them. Is management giving investors more reasons to buy versus sell the shares?

Market reactions matter in a way that should be very important to boards and management alike. Negative market reactions immediately reduce the expected growth value in the shares of the acquirer.

To help mitigate the risk of negative reactions, boards can leverage tools to stress test the economics and synergy assumptions behind proposed deals, the messages management is delivering, and the readiness of the management team to quickly begin delivering on the promises that are embedded in the acquisition premium and total price of the deal.

## Tools for the board

Management often provides boards with a board book that reviews the strategy and valuation of a deal, and directors often ask plenty of questions, but it's still common for value-destructive deals to emerge from this process. Directors may need more information, and better information, about proposed deals to arrive at better decisions.

Boards can consider leveraging some innovative tools to drive more informed discussions and decisions about proposed deals.

These tools can help the board dig into the strategic and financial logic behind deals, evaluate whether the plan for executing them is prudent, and better consider whether they make sense.

Fundamentally, the board should understand how much shareholder value will be at risk and whether the initial plans for post-merger integration are feasible. The board can also provide a check on management's preparation by evaluating whether the synergy mix of cost reductions and revenue increases for a given deal is sensible given the assets that are coming together and assessing how investors are likely to synthesize the information they're presented.

## How much shareholder value is at risk?

The materiality of a deal can be measured by identifying how much shareholder value is at risk (SVAR), which represents the dollar premium amount to be paid for an acquisition divided by the market value of the acquiring company's shares before a deal is announced. The greater the premium paid to sellers for a given deal, the greater the market value of the acquiring company that is at risk if synergies do not materialize. A significant SVAR is not inherently alarming, but it emphasizes the need for boards to understand the sources of synergy that are built into the valuation model and the planned road map to achieve them.

SVAR can also provide an important perspective on how a deal's value might be affected if the method of payment is in cash, stock, or some combination. When stock is being offered, it can become less clear distinguishing the buyer from the seller because the seller's shareholders may end up owning a substantial part of the new company.

Boards of both acquiring and target companies have a fiduciary duty to understand these effects and consider them in the deal decision-making process. Boards of acquirers should understand whether the company's shares are undervalued, fairly valued, or overvalued as well as the risk that the expected synergies needed to pay for the acquisition premium will not be realized. Boards of sellers, when accepting stock, can perform the same analysis because they have a significant interest in the ultimate value of the deal as their shareholders will be joint owners of the enterprise.

## 투자자의 입장에서 생각하기

공시일은 전략, 기업 재무, 커뮤니케이션, 경쟁사의 움직임과 인간의 행동의 원칙이 결합되는 매우 중요한 순간입니다. 이는 인수기업의 가치에 즉각적으로 영향을 미칠 수 있는 변곡점입니다.

주주의 대리인으로서, 이사회는 제안된 중요한 거래를 평가할 때 공시 이전에 투자자의 입장에서 생각해야 합니다. 이사진은 유사한 상황에 있는 객관적으로 통상의 현명한 자(ordinary prudent person)가 해당 거래에 대해 알고 싶어하는 것이 무엇인지 고려해야 합니다. 추가에 어떤 영향을 미치며 그 이유는 무엇인지 평가해야 합니다. 거래가 성사되고 긍정적인 결과에 도달하기 위한 일정을 생각해야 하고, 다양한 이해관계자들이 어떤 질문을 할 지 고려해야 할 것입니다.

인수기업은 자신이 무엇을 약속하는지 알고 투자자에게 명확하게 전달해야 합니다. 이는 특히 상당한 프리미엄을 제공할 때 투자자는 경영진에게 전달 받은 내용에 따라 거래 발표일에 반응할 것이기 때문입니다. 경영진이 투자자들에게 주식을 매도하는 것이 아닌 매수해야 할 근거를 제공하고 있는지도 고려해야 합니다.

시장 반응은 이사회와 경영진 모두에게 매우 중요한 부분입니다. 부정적인 시장 반응은 즉시 인수기업의 기대성장가치를 즉시 감소시킵니다.

부정적인 반응의 리스크를 완화하기 위해 이사회는 도구를 활용하여 제안된 거래의 이면에 있는 경제성과 시너지 효과의 가정을 테스트하고, 경영진이 제공하는 메시지 그리고 인수 프리미엄과 총 가격에 포함된 약속을 신중하게 이행해야 합니다.

## 이사회가 참고할 수단

경영진은 보통 이사회에 거래 전략과 가치평가에 대해 검토한 문서를 제출하고, 이사회는 그에 대한 질문들을 합니다. 이 과정에서 거래의 가치가 파괴되는 상황이 흔히 발생합니다. 이사진은 제안된 거래에 대해 더 나은 의사결정을 내리기 위해 더 많은 양질의 정보를 필요로 할 수 있습니다.

이사회는 제안된 거래에 대해 보다 정보에 입각한 논의와 의사결정에 도달할 수 있도록 혁신적인 수단을 이용하는 방법을 고려할 수 있습니다. 이러한 도

구는 이사회가 거래의 이면에 있는 전략적, 재무적 논리를 분석하고, 실행 계획이 현명한지, 거래가 타당한지 여부를 고려하는 데 도움이 될 수 있습니다.

기본적으로 이사회는 주주가치에 대한 리스크 수준과 인수 후 통합(PMI, Post-merger integration)을 위한 초기 계획의 실현가능성을 파악해야 합니다. 또한 이사회는 함께 제공되는 자산을 고려할 때, 주어진 거래에 대한 비용 절감과 매출 증가의 시너지 조합이 합리적인지 평가하고 투자자가 제시된 정보를 어떻게 종합적으로 다룰지 평가함으로써 경영진의 준비도를 점검할 수 있습니다.

## 주주가치의 리스크 수준 고려

거래의 중요성은 인수 시 지급해야 할 달러 프리미엄 금액을 거래가 발표되길 전, 인수기업 주식 시가로 나눈 ‘주주가치 리스크 수준(SVAR)’을 파악하여 측정할 수 있습니다. 매도인에게 지급하는 프리미엄이 클수록, 시너지 효과가 실현되지 않는 경우 리스크에 처할 수 있는 인수기업의 시장가치가 커집니다. 주주가치 리스크 수준(SVAR)이 본질적으로 놀라운 것은 아니지만, 이는 이사회가 거래에 대한 가치평가 모델과 계획된 로드맵에 내재된 시너지 효과의 근원을 이해해야 할 필요성을 강조합니다.

주주가치 리스크 수준(SVAR)은 인수대금의 지급방법이 현금, 주식 또는 일부 조합인 경우 거래 가치에 미칠 수 있는 영향에 대해 중요한 관점을 제시할 수 있습니다. 주식이 제공되는 경우, 피인수기업의 주주가 새로운 회사의 상당 부분을 소유하게 될 수 있기 때문에 매수인과 매도인을 구분하는 것이 불명확해질 수도 있습니다.

인수기업과 피인수기업의 이사회는 거래의 의사결정 과정에서 이러한 효과를 이해하고 신의성실의무를 다해야 합니다. 인수기업의 이사회는 회사의 주가가 저평가되었는지, 공정하게 평가되었는지, 혹은 고평가되었는지 뿐만 아니라 인수 프리미엄을 지불하는 데 필요한 시너지 효과가 실현되지 않을 경우의 리스크가 있다는 것도 이해해야 합니다. 피인수기업의 이사회 또한 주식을 부여받는 경우 주주가 새로운 회사의 공동소유자가 되고, 궁극적인 거래가치에 상당한 이해관계를 가질 것이기 때문에 마찬가지로 동일한 분석을 수행할 수 있습니다. ➡

What is the plan for post-merger integration?

Integrating business units after a merger is highly complex and can be fraught with pitfalls. Immediately at close, the cost-of-capital clock starts ticking on the price paid in a transaction. Deal value is often lost between announcement and integration as a result of lapses such as poor planning, wasted time, inability to pivot based on changes in the business environment, and a failure to follow through on plans.

The board should hold management accountable for not only presenting a strategically and financially sound deal, but also for doing the necessary groundwork to deliver the intended results. Before a deal is approved by a board, the board can require management to provide a post-merger integration (PMI) board pack that includes five essential components:

- **PMI process calendar.** A schedule of activities and required decisions can provide a view of the phasing of PMI activities and the extent to which management is prepared for the pace, importance, and number of decisions that need to be made while still managing the ongoing businesses.
- **Top-level shaping decisions.** Management should be able to articulate the integration scope and high-level organizational issues such as identifying the CEO of the integrated business, the CEO's direct reports, and the new operating model and organization structure. Some such decisions may be reached in negotiating the deal, and some may need to be deliberately postponed depending on data availability or other factors, which management should be able to anticipate and describe.

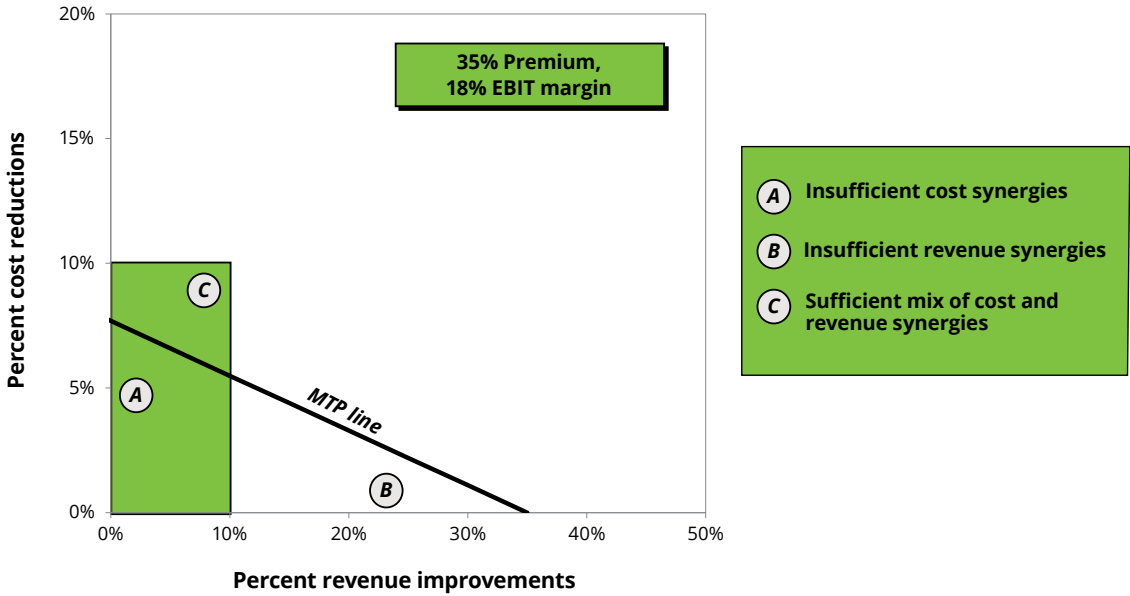
- **Tailored integration approach.** The board should expect management to clearly communicate a tailored approach, setting expectations on both sides for integrating the businesses. The approach should include the scope of the integration, as well as its pace, tone, early integration priorities, and how major decisions will be communicated.
- **Structure, teams, and resources.** Senior management cannot be fully involved in the thousands of large and small decisions that must be made during PMI. A discrete, resourced integration team with clear leadership roles, responsibilities, and reporting structures is essential. The board should understand the structure, key executives within it, and HR support needed to drive integration so that efforts can be launched immediately after the deal is announced.
- **Business plan.** Management should present the board with a credible business plan based on the valuation for the new entity that articulates synergy targets, major initiatives and goals, and upfront costs of integration. The board should understand how management intends to achieve targets, and it should be clear to the board that synergy targets exceed a baseline of what the acquirer and target might have achieved if the deal had not happened.

Perform deeper financial analysis

Short-term earnings accretion is a popular threshold for judging whether to do a deal, but there may be a more insightful way to use financial information to evaluate a transaction, focusing on the premium and the current profitability of the seller. For a deal with a significant SVAR, a simple algebraic equation can identify a “meet the premium” (MTP) line, which represents combinations of cost reductions and revenue increases that could justify a given premium.

Management should be able to describe the percentage cost reduction and percentage revenue improvement for the target that they plan to offer investors on announcement day. That point can be plotted relative to the MTP line as illustrated in figure 1.

Figure 1. The meet-the-premium line and plausibility box



Source: *The Synergy Solution: How Companies Win the Mergers and Acquisitions Game* (Harvard Business Review Press, 2022). Reprinted with permission.

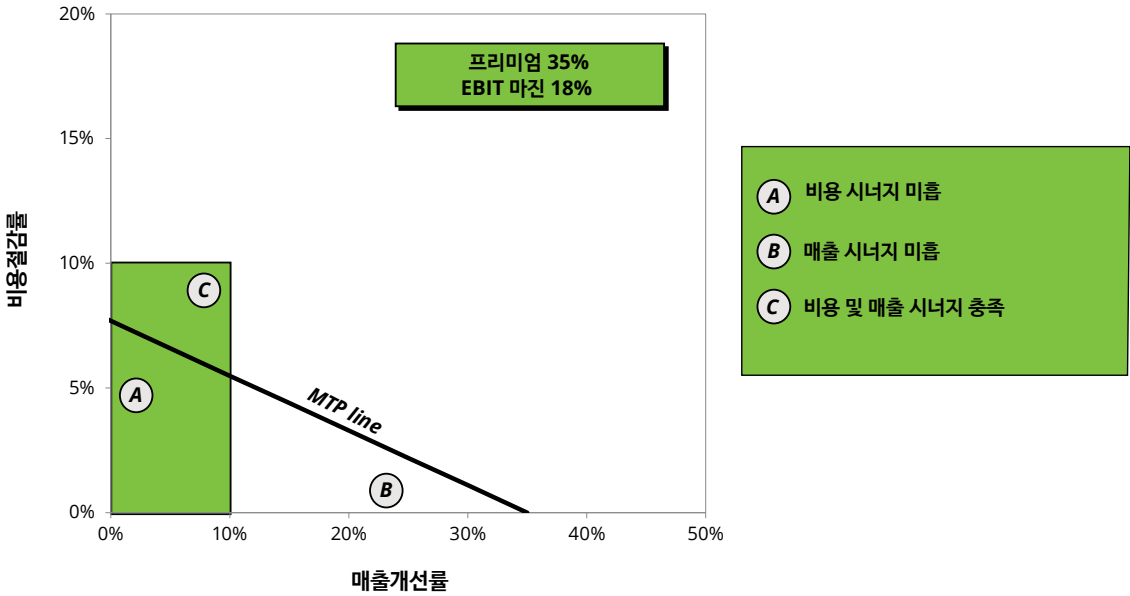
인수 후 통합(PMI, Post-merger integration) 계획

합병 이후 사업부를 통합하는 작업은 매우 복잡하며 함정이 많을 수 있습니다. 자본비용은 인수대금 지급을 기점으로 즉시 감소하기 시작합니다. 일반적으로 계획 부실, 시간 낭비, 사업환경의 변화에 의한 주요 결정 불가, 계획 이행 실패 등의 실수로 인해 공시일과 통합 과정 사이에서 거래 가치가 상실되는 경우가 많습니다.

이사회는 경영진이 책임감을 가지고 전략적, 재무적으로 건전한 거래를 제시할 뿐만 아니라 의도한 결과를 제공하는 데 필요한 기초 작업을 수행하도록 해야 합니다. 이사회는 거래를 승인하기 이전에 인수 후 통합과정(PMI, Post-merger integration)에 대해 다음과 같은 5가지 필수 구성요소가 포함된 정보를 제시하도록 요구할 수 있습니다.

- **인수 후 통합 일정 구축.** 활동 일정과 필요한 의사결정을 통해 인수 후 통합의 단계적 관점과 진행중인 사업을 계속 관리하면서 내려야 하는 의사결정의 속도, 중요성, 빈도에 대해 경영진이 준비되어 있는 정도를 파악할 수 있습니다.
- **최상위 의사결정 형성.** 통합 사업의 CEO, CEO 직속 보고, 새로운 운영 모델 및 조직 구조 식별과 같은 통합 범위와 상위수준의 조직 문제를 명확하게 설명할 수 있어야 합니다. 그러한 결정 중 일부는 거래 협상에서 도출할 수 있고 일부는 경영진이 예상하고 설명할 수 있어야 하는 데이터 가용성 또는 기타 요인에 따라 의도적으로 연기해야 할 수도 있습니다.

그림 1. 프리미엄을 충족하는 라인(meet-the-premium line)과 타당성 상자(plausibility box)



출처: *The Synergy Solution: How Companies Win the Mergers and Acquisitions Game* (Harvard Business Review Press, 2022). Reprinted with permission.

- **맞춤형 통합 접근 방식.** 이사회는 경영진이 사업 통합에 대한 양측의 기대치를 설정하여 맞춤형 접근 방식을 명확하게 전달할 것으로 기대해야 합니다. 이러한 접근 방식에는 통합의 범위, 속도, 어조, 초기 통합 우선순위 및 주요 의사결정 사항이 전달되는 방식이 포함되어야 합니다.
- **체계, 팀 및 자원.** 최고경영진이 인수 후 통합 기간 동안 내려야 하는 크고 작은 의사결정의 모든 방면에 관여할 수는 없습니다. 자원이 풍부하고 경영진의 명확한 역할, 책임 및 보고체계를 견비한 개별적인 조직을 필수적으로 구성해야 합니다. 이사회는 공시 이후 통합 작업이 즉시 시행될 수 있도록 체계, 핵심 경영진, 통합을 추진하는 데 필요한 인력을 파악해야 합니다.
- **사업 계획.** 경영진은 새로운 기업의 가치평가에 기초하여 목표 시너지 효과, 주요 계획과 목표, 초기 통합 비용을 명확히 하는 신뢰성 있는 사업계획을 이사회에 제시해야 합니다. 이사회는 경영진이 목표를 달성하려는 의도를 이해해야 하며, 목표 시너지 효과가 거래가 발생하지 않았다면 달성했을 수 있는 기준선을 초과한다는 점을 이사회에 분명히 전달해야 합니다.

심층적인 재무분석 수행

단기 수익 증가는 거래 진행여부를 판단하는 데 널리 사용되는 기준이지만, 피인수기업의 프리미엄과 현재 수익성에 초점을 맞춰 재무정보를 사용하여 거래를 평가하는 보다 통찰력 있는 방법도 있을 수 있습니다. 주주가치의 리스크 수준(SVAR)이 높은 거래의 경우, 간단한 방정식을 이용하여 “프리미엄을 충족”하는 라인(MTP(meet the premium) line)을 도출할 수 있습니다. 이 라인은 주어진 프리미엄을 정당화할 수 있는 비용절감 및 매출증대의 조합을 나타냅니다.

경영진은 공시 당일 투자자에게 제시할 예정인 비용절감율과 매출개선율에 대해 설명할 수 있어야 합니다. 이 부분은 그림 1의 프리미엄을 충족하는 직선(MTP line)을 기준으로 표시할 수 있습니다. ➤





Deals representing a point that falls below the line represent those to be avoided or further scrutinized. For deals that fall above the line, the evaluation includes further consideration for setting reasonable thresholds for cost reductions and revenue improvements, based on industry benchmarks or the acquirer’s experience, which can lead to a view of whether synergy targets may be plausible. This represents the “plausibility box” in figure 1.

The MTP line enables deals to be scrutinized in operating terms that are familiar to most corporate managers and investors. This deeper analysis can help boards understand the extent to which operating challenges associated with a deal are being contemplated by management.

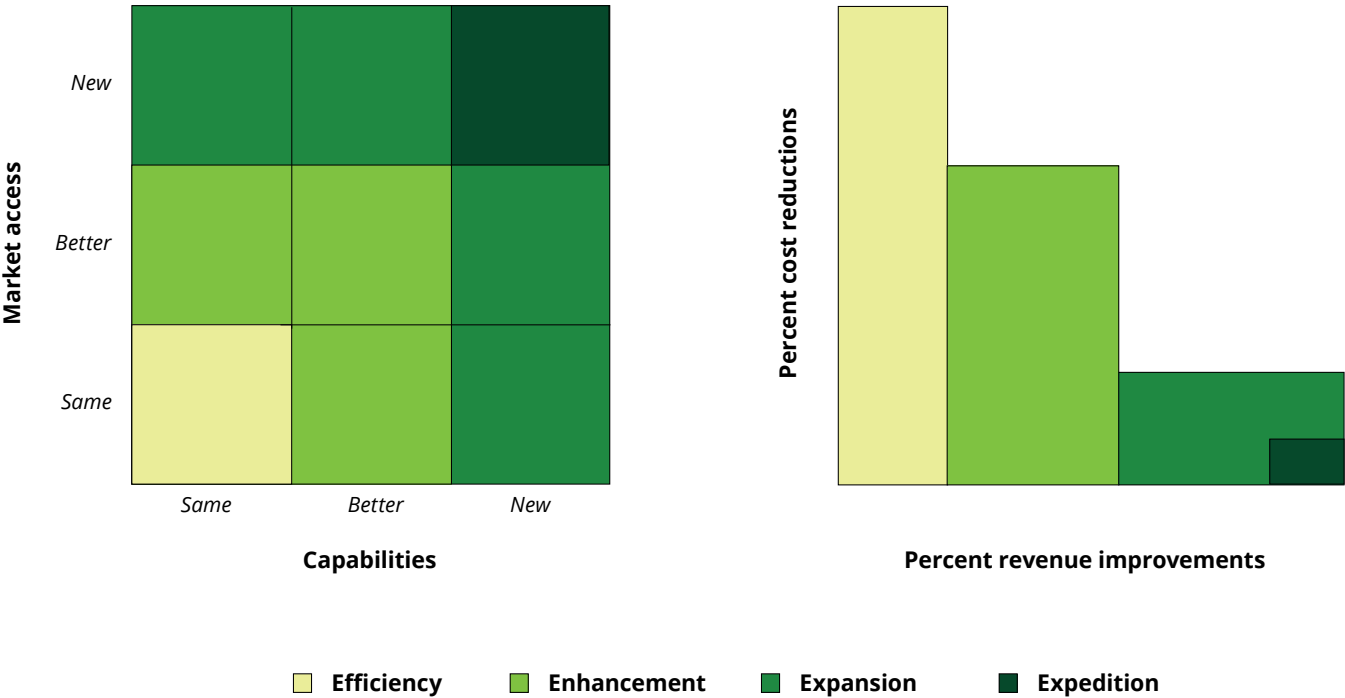
A matrix for measuring capabilities and market access

Another tool for boards is an analysis to consider whether the proposed combination of cost and revenue synergies makes operating sense. A proposed deal can be evaluated in terms of:

- The parts of the businesses that offer the same capabilities (product design, operations, supply chain, etc.) and the same means of accessing the market (sales force, third-party relationships, brand, etc.)
- Where one company has a clear advantage over the other and is simply better
- The parts of the businesses that bring together new or non-overlapping capabilities or market access

Figure 2 illustrates a three-by-three matrix that can help boards understand how the elements of a deal fall into different combinations of categories—and likely synergy mix—depending on the strategy for creating value and the assets that are being combined.

Figure 2. A matrix for measuring capabilities, market access, and synergy mix



Source: The Synergy Solution: How Companies Win the Mergers and Acquisitions Game (Harvard Business Review Press, 2022). Reprinted with permission.



직선 아래를 밑도는 거래는 피하거나 다소 면밀한 조사를 수행할 필요가 있습니다. 직선 위에 위치하는 거래는 산업 벤치마크 또는 인수기업의 경험을 기반으로 원가절감 및 매출개선에 대한 합리적인 임계값을 설정하기 위해 추가적으로 고려해야 합니다. 이를 통해 목표 시너지효과가 타당 한지에 대한 관점으로 이어질 수 있습니다. 이는 그림 1의 "타당성 상자 (plausibility box)"를 나타냅니다.

프리미엄을 충족하는 직선(MTP line)을 사용하면 대부분의 기업 관리자와 투자자에게 익숙한 운영 용어로 거래를 면밀히 검토할 수 있습니다. 이러한 심층적인 분석을 통해 이사회는 경영진이 거래와 관련된 운영적 인 문제를 어느 정도로 고려하고 있는지 이해할 수 있습니다.

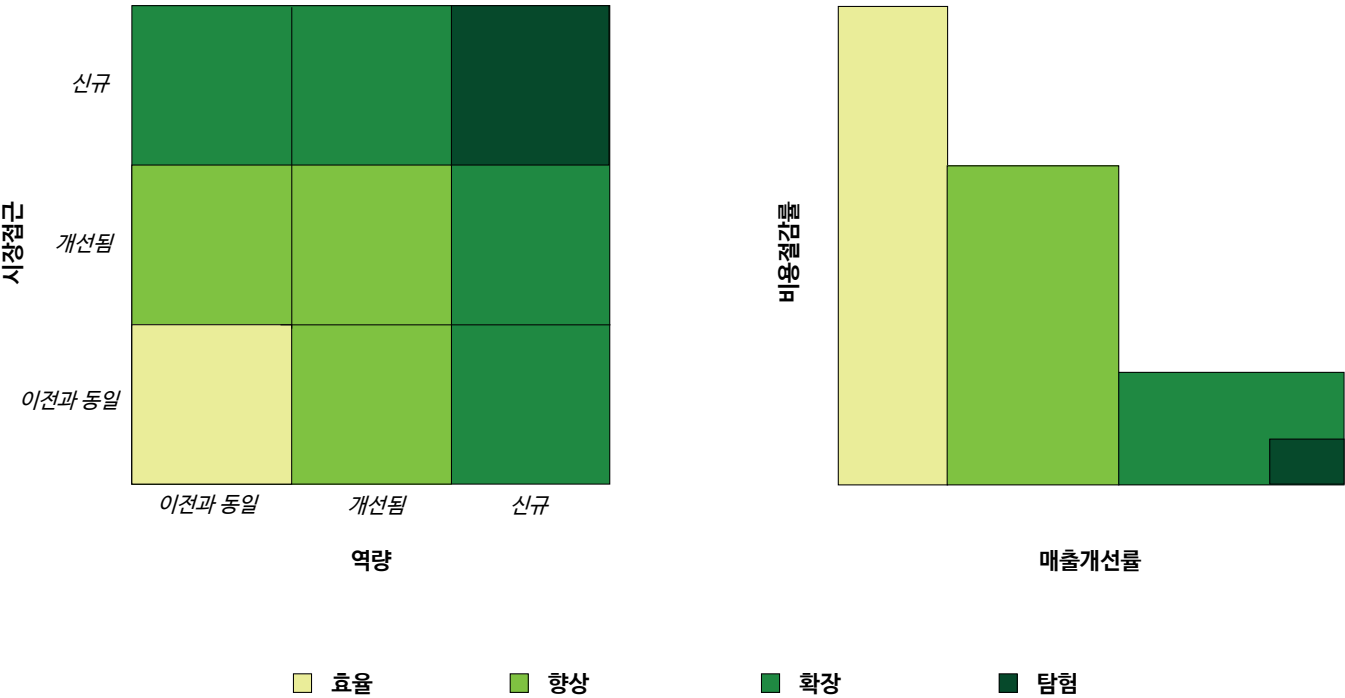
역량 및 시장 접근성을 측정하기 위한 지표

이사회가 활용할 수 있는 또 다른 수단은 제안된 비용 및 매출에 대한 시너지 효과의 조합이 운영적인 측면에서 타당한지 여부를 고려하는 분석입니다. 제안된 거래는 다음의 측면에서 평가할 수 있습니다.

- 동일한 기능(제품 설계, 운영, 공급망 등)과 동일한 시장 접근법(영업력, 제3자 관계, 브랜드 등)을 제공하는 사업부문
- 한 기업이 다른 회사보다 분명한 이점이 있고 더 나은 경우
- 새롭거나 중복되지 않는 기능 또는 시장접근을 통합하는 사업부문

그림 2(PDF 참조)는 가치창출전략과 통합되는 자산에 따라 거래의 요소가 어떻게 다양한 범주의 조합(또는 시너지 효과)으로 분류되는지 이해하는데 도움이 되는 3x3 행렬을 보여줍니다. ➡

그림 2. 역량, 시장 접근성 및 시너지 조합을 측정하기 위한 지표



출처: The Synergy Solution: How Companies Win the Mergers and Acquisitions Game (Harvard Business Review Press, 2022). Reprinted with permission.

The matrix provides a visual representation for deals that should yield mainly cost benefits because of the potential scale (efficiency), deals that can yield both revenue and cost synergies (enhancement), and deals that are expected to break new ground in market access, capabilities, or both (expansion, expedition), yielding mainly revenue synergies.

Significant deals should be expected to involve some combination of the nine spaces in the matrix, with the result forming the basis for a sensible mix of cost and revenue synergy expectations and a deconstruction of total synergies into their components of value. This analysis yields not only a useful check for boards but also important information for management to convey to investors to help them understand the economics of the deal, which can enhance the market reaction when the deal is announced.

Conclusion

Mergers and acquisitions offer one way that shareholder value can be increased. By exercising their responsibilities and providing advice and perspective, boards can help increase shareholder value, reduce tension within the organization, and ultimately improve the odds of success in M&A efforts.

M&A can and should produce enduring value for companies, their stakeholders, and the economy as a whole. A process rooted in strategy and governance can help bring M&A visions to reality. It's important for boards to establish a culture wherein successful M&A execution is not just a project. It's a change of state or a transformation that affects how companies approach acquisitions, improving their chances of success.



Questions for the board to consider asking:

- 1. Is there evidence this deal emerged from a clear strategic process?
- 2. How is the deal consistent with the company's long-term objectives for customers, markets, and products or technologies?
- 3. Why is the deal better than alternative investments or other deals?
- 4. What are the standalone growth expectations of the acquirer and target?
- 5. Where will performance gains—synergies—emerge as a result of this merger?
- 6. Are the projected synergies in line with the premium being paid?
- 7. Which competitors are likely to be affected by the deal?
- 8. How will those and other competitors likely respond?
- 9. What are the operational milestones in a 12-to-18-month integration plan?
- 10. What additional investments or one-time costs will be required to support the plan?
- 11. Who are the key executives responsible for implementing the plan?
- 12. Which pieces of either company are good candidates for sell-off or spin-off?

이 행렬은 잠재적인 규모(효율성(efficiency))로 주로 비용 측면에서 이익을 창출해야 하는 거래, 매출과 비용 시너지 효과를 모두 얻을 수 있는 거래(향상(enhancement)), 시장접근 기능(또는 양측 모두)에서 새로운 지평을 열 것으로 예상되는 거래(확장(expansion), 탐험(expedition))에 대한 시각적인 이미지를 제공하며, 주로 매출 시너지 효과를 냅니다.

중요한 거래는 행렬 내 9개 공간이 일부 조합되어 있어야 하며, 그 결과, 비용 및 매출 시너지 기대치의 합리적 혼합을 위한 기초를 형성하고 전체 시너지 효과를 가치 구성요소로 분해할 수 있습니다. 이러한 분석은 이사회에게 유용한 확인사항일 뿐만 아니라 경영진이 투자자에게 거래의 경제성을 이해하는 데 도움이 되는 중요한 정보를 제공하기 때문에, 거래가 발표될 때 시장 반응을 긍정적인 측면으로 향상시킬 수 있습니다.

결언

M&A는 주주가치 증대를 위한 한가지 방법을 제공합니다. 이사회는 책임을 다하고 조언과 관점을 제시함으로써 주가 가치를 높이고 조직 내 긴장을 완화시키며, 궁극적으로 M&A의 성공 가능성을 향상시킬 수 있습니다.

M&A는 기업, 이해관계자 및 경제 전반에 지속적인 가치를 창출할 수 있고, 또 그렇게 해야 합니다. 전략 및 거버넌스에 기반을 둔 프로세스는 M&A 비전을 실현하는 데 도움이 될 수 있습니다. 성공적인 M&A 실행이 단순히 프로젝트가 아니라는 문화를 이사회가 구축하는 것이 중요합니다. 기업이 인수에 접근하는 방식에 영향을 미치고 성공 가능성을 높이는 것은 상태의 변화 또는 전환입니다. ➡



이사회가 고려할 질문들:

- 1. 이 거래가 명확한 전략적 프로세스에서 나왔다는 증거가 있습니까?
- 2. 해당 거래가 고객, 시장, 제품 및 기술에 대한 기업의 장기 목표와 어떻게 일치합니까?
- 3. 해당 거래가 대체 투자나 다른 거래보다 더 나은 이유는 무엇입니까?
- 4. 인수기업과 피인수기업의 개별 성장 기대치는 무엇입니까?
- 5. 해당 합병의 결과로 어느 부문에서의 실적 향상(시너지 효과)이 예상됩니까?
- 6. 예상되는 시너지 효과가 지급한 프리미엄과 일치합니까?
- 7. 어떤 경쟁사가 해당 거래의 영향을 받을 것 같습니까?
- 8. 그러한 경쟁사 및 기타 경쟁사로부터 어떠한 반응이 예상됩니까?
- 9. 12~18개월의 통합 계획에 대한 운영 이정표는 무엇입니까?
- 10. 계획을 지원하기 위해 어떤 추가적인 투자 및 일회성 비용이 필요합니까?
- 11. 계획 실행의 책임이 있는 핵심 경영진은 누구입니까?
- 12. 두 회사 중 매각 또는 분할에 적합한 쪽은 어디입니까?





저자



**Mark Sirower**  
**Principal**  
US Leader of M&A Strategy and  
Commercial Diligence  
Deloitte Consulting LLP  
msirower@deloitte.com



**Jeffery Weirens**  
**Principal**  
Global Financial Advisory Business Leader  
Deloitte Global  
jweirens@deloitte.com



**Carey Oven**  
**National Managing Partner**  
Center for Board Effectiveness  
Deloitte & Touche LLP  
coven@deloitte.com

문의



**Maureen Bujno**  
**Managing Director and  
Audit & Assurance Governance Leader**  
Center for Board Effectiveness  
Deloitte & Touche LLP  
mbujno@deloitte.com



**Audrey Hitchings**  
**Managing Director**  
Executive Networking  
Deloitte Services LP  
ahitchings@deloitte.com



**Krista Parsons**  
**Managing Director and  
Audit Committee Program Leader**  
Center for Board Effectiveness  
Deloitte & Touche LLP  
kparsons@deloitte.com



**Caroline Schoenecker**  
**Experience Director**  
Center for Board Effectiveness  
Deloitte LLP  
cschoenecker@deloitte.com



**Bob Lamm**  
**Independent Senior Advisor**  
Center for Board Effectiveness  
Deloitte LLP  
rlamm@deloitte.com

기업지배기구발전센터 Contact



**김한석 센터장**  
**Partner / Audit & Assurance,  
Center for Corporate Governance Leader**



**정 현 파트너**  
**Partner / Audit & Assurance**



**김학범 파트너**  
**Partner / Risk Advisory**



**오정훈 파트너**  
**Partner / Audit & Assurance**



**황현지 Consultant**  
**Consultant / Center for Corporate Governance**

Tel: +82 2 6138 6815  
E-mail: hyunjihwang@deloitte.com

**About this publication**  
This publication contains general information only and Deloitte is not, by means of this publication, rendering accounting, business, financial, investment, legal, tax, or other professional advice or services. This publication is not a substitute for such professional advice or services, nor should it be used as a basis for any decision or action that may affect your business. Before making any decision or taking any action that may affect your business, you should consult a qualified professional adviser. Deloitte shall not be responsible for any loss sustained by any person who relies on this publication.

**About the Center for Board Effectiveness**  
Deloitte's Center for Board Effectiveness helps directors deliver value to the organizations they serve through a portfolio of high quality, innovative experiences throughout their tenure as board members. Whether an individual is aspiring to board participation or has extensive board experience, the Center's programs enable them to contribute effectively and provide focus in the areas of governance and audit, strategy, risk, innovation, compensation, and succession.

**About Deloitte**  
Deloitte refers to one or more of Deloitte Touche Tohmatsu Limited, a UK private company limited by guarantee ("DTTL"), its network of member firms, and their related entities. DTTL and each of its member firms are legally separate and independent entities. DTTL (also referred to as "Deloitte Global") does not provide services to clients. In the United States, Deloitte refers to one or more of the US member firms of DTTL, their related entities that operate using the "Deloitte" name in the United States and their respective affiliates. Certain services may not be available to attest clients under the rules and regulations of public accounting. Please see [www.deloitte.com/about](http://www.deloitte.com/about) to learn more.

Copyright © 2022 Deloitte Development LLC. All rights reserved.