

# 밸류업 등 '파트너' 기대했는데... 투자금 회수 '엑시트' 급급

## 사모펀드 '명암'

M&A 시장 활성화 필수불가결 장기적 가치보다 단기 차익 집중 기업 구원투수 이미지 희미해져

토종 PEF들이 외국계 '먹튀(먹고 튀다)'의 모습을 답습하고 있다. 여기에는 '검은머리' 외국인들도 있다. 기업의 파트너이자 구원투수라는 명성은 희미해진 모양새다. PEF들이 투자 기업의 장기적 가치 제고보다는 고배당, 유상감자 등으로 투자금을 회수하고 단기 차익 실현에 치중하고 있었다.

PEF는 기업을 왜 사들일까. 답은 단순하다. 기업들 잘 포장해 되팔아 이익을 남기는 게 목적이다. 하지만 현실은 우울했다.

PEF의 손에 넘어간 기업들의 밸류업은 'B' 학점 수준이었다. 기업분석연구소 리더스인덱스가 2023년 기준 약 28개 기업의 실적을 분석한 결과, 인수 후 매출액과 당기순이익 상승세에 비해 자기자본이익률(ROE) 증가세는 저조했다. 5대 PEF는 한앤컴퍼니, MBK파트너스, 스티인베스트먼트, IMM프라이빗에쿼티, IMM인베스트먼트 등이다. ROE는 당기순이익을 자기자본으로 나눈 후 100을 곱한 값으로, 기업이 주주로부터 투자받은 자본으로 얼마나 많은 이익을 창출했는지 알려주는 지표다.

이들 PEF가 경영한 기업들의 ROE는 인수 후 1년에서 3년 사이 2년간 평균 1.5%포인트 증가한 것으로 추산됐다.

MBK파트너스의 경우 실적이 부진한 네파와 흠플러스 등의 영향으로 인수 기업들의 첫째 평균 ROE가 7.0%에서 3년 후 4.8%로 2.2%포인트 떨어졌다. MBK파트너스가 경영권을 가져간 기업들의 인수 첫째에서 3년 후 매출액 증가율은 0.9%에 그쳤다.

투자나 고용도 줄었다. 지난해 기업 경영성과 평가사이트 CEO스코어가 국내 대형 사모펀드 8곳이 인수한 기업 중 사업보고서 또는 감사보고서를 제출한 25곳의 인수 1년 전후를 비교한 결과, 인수 1년 후 매출은 22조3019억원으로 인수 1년 전보다 9.6% 감소했다. 투자도 8736억원으로 16.2% 줄었다. 고용은 3만3731명으로 인수 1년 전보다 1.8% 늘어나 사실상 제자리걸음 수준이었다. 반면 영업이익(연결 기준)은 1조6310억원으로 인수 1년 전의 1조2903억원보다 26.4% 증가했다.

### ◆ 사모펀드, 침략자인가 동반자인가

사모펀드는 빌린이자 희생자였다. 시장에서는 MBK를 대표적인 빌린으로 본다. 기업회생절차를 밟고 있는 흠플러스의 최대주주 MBK가 인수한 네파와 모던하우스는 재무 부담 증가로 어려움을 겪고 있다. MBK는 차입매수(LBO) 방식을 활용해 기업을 인수한 후, 인수금융 부담을 피인수 기업에 전가했다는 비판을 받는다.

MBK는 2013년 네파를 9970억원에 인수하면서 4800억원을 인수금융으로 조달했다. 이후 네파의 부채비율은 34%에서 231%로 상승했고, 영업이익은 1182억원에서 140억원으로 급감했



MBK파트너스가 인수한 흠플러스는 신용등급 하락으로 인한 잠재적 자금이슈에 선제적으로 대응하기 위해 기업회생절차에 돌입했다. 지난 4일 서울 시내 한 흠플러스 모습.

다. 모던하우스도 2017년 인수 후 2021년 3400억원 규모의 자본구조조정(리캡)을 단행했으며, 이후 부채 부담이 커지면서 매각도 쉽지 않은 상황이다.

고려아연과의 잡음도 끊임없다. 이달 말 주주총회에서 영풍·MBK파트너스 연합과 최윤범 고려아연 회장이 경영권을 둘러싸고 재격돌을 예고하고 있다.

빌린 취급 받는 데는 다 이유가 있다. '단기 엑시트'를 위해 무리한 구조조정과 자산 매각 등에 치중한 탓이다. 김대중세종대학교 경영학부교수는 "사모펀드는 재무적 투자자이기 때문에 이익을 남기는 것을 목표로 하는데 기업에 자금을 지원하거나 시장에 유동성을 공급하는 측면에서는 장점이 된다"면서도 "기업을 육성하거나 성장시키기보다는 빠른 매각을 통해 이익을 남기려고 하고, 단기적 목표를 이루려 하는 성향을 가지고 있다"고 짚었다.

반면, PEF가 기업의 지배구조를 개선하고 주주 가치를 높이는 긍정적인 역할을 한 사례도 있다.

### MBK, 흠플러스 기업회생 등 논란 한앤컴퍼니, 기업 오너리스크 해소 IMM컨소시엄, 산업 구조조정 지원

한앤컴퍼니가 남양유업을 인수한 것이 대표적이다. 한앤컴퍼니는 창업주 리스크로 신뢰를 잃은 남양유업을 2023년 1월 인수한 후, ▲자사주 매입·소각 ▲경영 투명성 확보 ▲주주환원 정책 강화 등을 추진했다. 그 결과 남양유업은 순손실 662억원에서 순이익 7324만원으로 흑자 전환했고, 주가도 27.71% 상승했다.

KT&G도 2006년 행동주의 투자자 칼 아이칸의 압박을 받은 후 주주환원 정책을 강화했다. 최근 KT&G는 4년간 2조4000억원 규모의 배당과 1조3000억원 규모의 자사주 매입 계획을 발표하며, 발행 주식의 20%를 소각하고 ROE 목표도 10%에서 15%로 상향 조정했다.

PEF는 M&A 시장에서 중요한 자금 공급원 역할도 한다. SK그룹은 주요 M&A 거래에 사모펀드를 활용해 재무 리스크를 줄였고, IMM컨소시엄은 태영그룹이 보유한 국내 1위 폐기물 처리업체 에코비트를 인수하며 산업 구조조정을 지원했다.

MBK가 피해자 흉내를 했던 것도 이

런 이유가 바닥에 깔려 있다.

김광일 MBK 부회장은 지난 14일 서울 강서구 흠플러스 본사에서 열린 기자간담회에서 이른바 '먹튀' 논란과 관련해 "채권자가 우선되는 회생 절차에서는 주주가 가장 큰 희생을 당한



한앤컴퍼니가 인수한 남양유업은 오너리스크를 해소하는 등 흑자전환에 성공하며 주가가 대폭 상승했다. 남양유업 본사 전경 /뉴시스

다"며 "MBK는 흠플러스에 3조1000억원을 투자했다. MBK 유불리의 문제는 아니다"라고 했다. 이어 MBK가 2015년 흠플러스를 인수한 이후 1조 원 안팎의 운용 보수를 받았다는 의혹에 대해 "3조2000억 원 중 블라인드 펀

드(3호 펀드)로 들어간 부분은 5000억 원 남짓"이라며 "나머지는 공동 투자라 관리 보수가 없고, 최근 몇 년간 3호 펀드에서도 보수를 받은 게 없다"고 해명했다.

/허정윤 기자 zelkova@metroseoul.co.kr

교보생명 이웃사랑 이야기 '황제펭귄' 편

## 생명보험은 서로의 손을 잡아주는 따뜻한 사랑입니다

매서운 추위를 이겨내기 위해  
서로를 떠안고 위치를 바꿔가며 체온을 유지하는  
황제펭귄의 허들링처럼

생명보험은 언제 찾아올지 모르는 어려움을  
이웃과 함께 이겨내는,  
따뜻한 이웃사랑입니다



**KYOBOS** 교보생명