Print ISSN: 1738-3110 / Online ISSN 2093-7717
http://dx.doi.org/10.15722/jds.13.10.201510.65

Case Study on Decision-Making Process for M&A in Small and Medium Companies

중소기업 M&A 의사결정 과정에 관한 연구

Han-Seok Jung(정한석)*, Jae-Seung Moon(문재승)**

Received: August 24, 2015. Revised: September 16, 2015. Accepted: October 15, 2015.

Abstract

Purpose – A rapidly changing business environment places great demands on small and medium-sized enterprises (SMEs). These SMEs need to find strategic alternatives for continued growth and, ultimately, survival. Thus, mergers and acquisitions (M&A) are deemed an acceptable solution. Research to date has dealt with M&A in major organizations and focused on post merger integration (PMI). Our study focuses on SMEs, as they are relatively new and unknown to the public. Therefore, this study highlights successful M&A and decision making for SMEs through a case study analysis.

Research design, data, and methodology – For this study, we examined an M&A case between company S, which produces cell phone parts, and company P, which produces SSD cases. We reviewed theories and previous studies in M&A literature. We comprehensively examined the decision-making procedure at each M&A stage, describing the situation of the buying company and the selling company from the period of the M&A announcement through deal completion. In addition, we conducted interviews with both companies. The data regarding this case study were collected through interviews with managers of both companies who actively participated in the M&A process. When necessary, we asked them about additional relevant information during the interviews.

Results – The result of the M&A between company S and company P was deemed acceptable with the exception of the long negotiation period. However, company S was not able to prepare for PMI after the acquisition due to a controversy over acquisition values. Moreover, the employees of the newly formed company, especially those who came from company P, complained about the M&A and attempted to leave. Thus, implications for successful M&As of SMEs are as follows: First, the procedural compliance of the M&A is needed. Second, support is needed from the CEO for the working group, rather than excessive intervention during due diligence. Third, the right, talented members of the organization should be part of the process of the M&A. Fourth, the use of various types of outside expert or business consultants is needed. Fifth, the strategic intervention by Human Resource managers is required. Last, sharing M&A information among employees is important as information dissemination will help employees be more receptive to such a change. However, this study has several limitations as a single case study; more varied SME M&A case studies are needed in order to generalize the results of the study.

Conclusions – Most of the research dealing with M&As has focused on major companies and PMI and neglected SMEs. Thus, our study focuses on SMEs and the decision-making procedures for M&A. This study has significantly contributed to the literature in this area and has provided practical information around the implications of sound decision-making during M&As. Specifically, the results of the study contribute to the need for research on M&A among SMEs, which to date has often been neglected as a topic of choice.

Keywords: Small And Medium-Sized Enterprise, Merge & Acquisition, Case Study.

JEL Classifications: D22, M10, M12.

1. 서 론

급변하는 경영환경에 대응하기 위해 많은 기업이 인수합병을 중요한 전략으로 실행하고 있으며, 특히 중소기업 성장을 위한 전략적 대안으로 인수합병이 부각되고 있다. 또한 정부에서는 경제성장의 밑거름을 마련하기 위하여 특히 중소기업의 인수합병을 강조하며 이를 활성화하기 위한 정부기관 태스크포스를 가동하고 제도를 개편하는 등의 대책을 시행 중 이다(Hong et al., 2011). 그러나 인수합병과 관련한 많은 사례연구들이 대기업의 인수합병에

* First Author, Doctoral candidate, Department of Business Consulting, Daejeon University, Korea, Tel: +82-54-470-0870. E-mail: d794279@naver.com.

** Corresponding Author, Assistant Professor, Department of Business Administration, Daejeon University, Korea, Tel:+82-42-280-2332. E-mail: moonjs@dju.kr.

중점을 두고 있으며, 중소기업의 인수합병 사례에 대한 연구는 부족한 상황이다. 대기업 인수합병의 경우 산업계에 미치는 영향과 비용이 막대하기 때문에 관심이 집중되고, 이에 따라 그 과정이나 결과가 많이 알려져 있지만 중소기업의 인수합병은 진행기간이 비교적 짧고 의사결정 과정이 단순한 경우가 많아 외부에 잘 알려지지 않을 뿐만 아니라 연구대상으로서의 가치 또한 낮게 평가되고 있는 실정이다.

일반적으로 인수합병의 성패는 인수합병 후 통합(Post Merger Integration)단계에서 결정된다고 주장된다. 많은 선행연구에서도 기업 간 인수합병의 성공요인은 진행과정 보다 인수 후 통합 과정에 있음을 강조하며 인수 후 통합 과정에 대한 전략적 접근이 인수합병을 성공적으로 이끌 수 있다고 주장한다(Ryoo, 2009; Suh et al., 2014). 또한, 대규모 인수합병에 있어서는 인수합병의 성사 여부를 중요시하고 그 자체를 성공으로 여기는 경향이 있고, 인수합병과 관련된 연구는 주로 인수 후 통합 과정에 대해 많이 다루어지고 있다(Kim et al., 2013; Kwon et al., 2007). 그러나 M&A의 성공여부는 반드시 인수 후 통합과정에 의해서만 결정되지 않으며 인수합병 전략의 부재와 인수제의에 대한 성급하고 빈약한 분석, 인수 후의 지나친 낙관론 등도 주된 실패요인이 될 수 있다. 즉 인수합병 과정 또한 성공여부에 큰 영향을 끼칠 수 있다(Jemison & Sitkin, 1986; Kusewitt, Jr., 1985; Shanley & Correa, 1992).

따라서 본 연구는 인수합병 사례에 있어서 연구가 부족한 중소기업 간의 인수합병에 대해 분석하고자한다. 특히 인수합병 의사결정과정에 초점을 맞추어 성공적인 인수합병을 위한 시사점을 제공하고자 한다. 인수합병은 일반적으로 투자 수준을 넘어서는 회사의 운명을 가를 수 있는 중요한 사항으로 성공적인 인수합병은 미래 성장의 기틀을 마련하는 반면 합리적이지 못한 결정은 위기를 초래한다. 특히 중소기업의 경우에는 재무적인 환경이 넉넉하지 않은 경우가 많기 때문에 불합리한 의사결정으로 인한 경영판단의 착오는 심각한 위기를 초래할 수 있다.

본 연구를 위해 국내 중소 휴대폰 부품업체인 S사와 SSD 케이스 제조업체인 P사간의 인수합병 사례를 분석하였다(본 연구에서는 해당기업의 요청에 따라 기업의 실명대신 ‘S사’와 ‘P사’ 등으로 사용하였다). 우리나라 중소기업기본법에 따르면 중소기업은 업종에 따라 다르지만 외형적으로 최대 연 매출액이 1,500억 원을 넘지 않으며 자산총액이 5천억 원 이하인 기업을 지칭한다. S사는 2014년 말 기준으로 종업원 299명, 3년 매출평균이 1,495억 원이며, P사는 2014년 말 기준 종업원 176명, 3년 매출평균 495억 원의 중소기업이다. 또 S사와 P사는 제조방식이나 설비가 매우 유사하여 사업 전략적 관점에서 의사결정 요인이 크게 복잡하지 않을 것이므로 인수합병의 의사결정 과정을 분석하기에 적합하다. 이를 위해 본 연구는 사례연구의 기반이 되는 M&A관련 이론을 살펴보고, 인수합병의 단계별 사건을 서술식으로 구성함으로써 각 단계의 의사결정 과정을 면밀히 고찰 하고자 한다. 이를 통해 본 연구는 그동안 연구가 미흡했던 중소기업 간의 인수합병 의사결정 과정에 초점을 두어 분석함으로써 M&A 연구의 지평을 확장하는데 기여하고자 한다.

한편, 본 연구는 중소 제조업체 간의 인수합병 사례를 다루고 있지만 인수합병의 절차나 진행 과정이 유사하므로 최근 증가하고 있는 중소 유통업체간의 인수합병 의사결정에도 중요한 시사점을 제공해 줄 수 있을 것이며, 궁극적으로 경제성장에 있어 중요한 역할을 담당(Chimucheka, 2013)하는 중소기업의 경쟁력 강화에 이바지 하고자 한다.

2. 선행연구 고찰

2.1. 인수합병(M&A)의 개념과 동기

인수합병은 둘 이상의 기업이 단일회사로 결합 또는 통합하는 행위이며 인수는 한 개인이나 기업이 다른 기업의 자산이나 주식을 취득하여 경영권이나 지배권을 획득하는 행위를 의미한다(Kwak & Kwon, 2001). 협의의 인수합병은 인수와 합병 그 자체만을 이야기 하지만 광의의 인수합병은 경영권에 영향을 미치는 일정지분의 획득이나 기술제휴, 합작투자, 공동마케팅, JV설립뿐만 아니라 재무적 관점의 영업, 자산의 양수도 및 기업의 구조조정까지도 폭넓게 포함한다(Picot, 2002).

인수합병은 일반적으로 효율성의 제고, 시너지 효과, 경제적 동기에 의해 실시된다(Lee, 1997). 경영의 효율성 제고라는 측면에서는 잉여 경영자원을 가진 기업이 그렇지 못한 기업을 인수함으로써 여분의 자원을 효율적으로 활용 할 수 있다. 시너지 효과는 두 기업이 독립적으로 존재할 때 보다 하나가 되었을 때 각각의 합보다 큰 결합이익을 창출한다는 것으로 영업적, 재무적, 보완성과 안전성의 증대 효과로 나뉘어 볼 수 있다. 그리고 경제적 동기는 기업이 내적 성장이 한계에 이르렀을 때 외적성장을 선택한다는 성장극대화 동기, 시장지배력을 증대시켜 경쟁기업을 견제하고 독점이윤을 목적으로 한다는 시장지배력 증대 동기, 기업 소유와 경영이 분리되었을 때 경영자가 자신의 이기적 목표를 추구하는 경영자적 동기로 분류할 수 있다. 인수합병 동기를 경영전략적 관점, 영업적 동기, 재무적 동기로도 구분하는데(Kim et al., 2010), 경영전략적 관점은 사업상의 시너지극대화를 추구하기 위해서, 영업적인 측면에서는 영업활동의 효율성 향상으로 규모의 경제가 실현되기 때문에 인수합병이 진행된다. 그리고 인수합병은 재무적인 위험을 분산하고 자금조달 능력을 확대하는 데에도 기여할 수 있다. 본 연구의 사례의 기업은 내적 성장의 한계를 극복하기 위해 인수합병을 통하여 새로운 사업을 영위하고 안정적인 시장 진입을 추구하려는 동기에 의해 인수합병을 추진하였으므로 성장극대화와 영업적 동기가 인수합병의 배경이라 할 수 있다.

2.2. 인수합병(M&A)의 절차

인수 과정은 크게 대상 물색, 정보수집 등의 행위를 통한 실사(due diligence)와 인수조건을 결정하는 협상과정(negotiation process), 인수회사와 피인수회사를 하나로 만드는 통합과정(integration process) 등 세 단계로 분류할 수 있다(Shimizu, et al., 2004). 인수합병을 성공적으로 이끌기 위해서는 인수합병 초기부터 대상 기업에 관련된 정보를 신속히 파악할 필요가 있으나, HR관점에서 인적자원관리나 노사관계 측면을 소홀히 한 채 주로 재무적 측면이나 생산관리 측면으로만 진행할 경우 실패할 가능성이 높다(Jeong & Son, 2007; Larsson & Finkelstein, 1999). 따라서 HR은 인수합병 전담팀을 꾸리고 팀 구성원들에 대한 인수합병 역량을 향상시킬 수 있는 교육을 실시하여야 한다. 아무리 인수합병 경험이 많고 노하우가 축척 되었다고 하더라도 인수합병 과정에서는 항상 예측하지 못한 상황이 발생할 수 있는데 HR에서는 이러한 문제를 해결해 주는 컨설턴트의 역할도 병행해야 한다(Schuler & Jackson, 2001).

중소기업청에서 제안하는 일반적인 인수합병절차에 따르면, 인수합병의 성공과 실패는 매수자, 매도자간 준비사항과 더불어 세밀한 시뮬레이션을 통해 인수합병의 전 과정을 미리 짚어보는 것이 가장 중요하다. 인수합병 대상 기업이 선정되었을 경우에는 통

상 다음의 절차를 따른다.

1) 태핑(tapping): 잠재 인수자의 매각 대상기업에 대한 관심도 파악 및 투자안내 전달과 함께 인적 접촉을 통해 관심을 끌어내는 단계로서 일상적으로 이야기 하는 사전조사가 해당될 수 있다. 2) 비밀유지협약(NDA, CA): 관심을 가지는 인수자와 기밀유지계약(non disclosure agreement) 또는 비밀유지협약(confidential agreement)을 체결하는 단계로서 해당기업에 대한 노하우 및 사업정보 획득을 위해 NDA를 체결하기도 하며, 거래 진행을 위해서는 NDA 체결 후 추가 정보를 제공할 수밖에 없다. 3) 세부자료 제시: 일반적으로 NDA 체결 이후 기업 운영 전반에 대한 정보를 포함한 자료를 제시하며 잠재 인수자에게 대상 기업의 기본적인 평가를 가능하게 한다. 대외비 성격의 정보가 포함되기도 하며 보통 상당히 상세한 내용으로 작성된다. 4) 매수 희망 제안서 제시: 매수자는 세부자료를 토대로 예비입찰제안서를 매도자에게 제출한다. 통상 이 제안서는 법률적 구속력은 없는 제안이며 매수자가 다수인 경우 매도인은 매수 희망자들 가운데 거래 종결 가능성이 높고, 매수희망가격이 높은 인수자를 선정하여 예비실사에 참여시킨다. 5) 실사(due diligence): 일반적으로 실사는 인수합병에 있어 가장 중요한 부분으로 인식된다. 기업의 인수합병에 수반되는 위험 또는 문제점을 계약서에 명기하기 이전에 재무, 조직, 영업, 법적인 현황 등을 조사하며 그 범위는 잠재 매수자의 요구에 따라 다양하게 나타난다. 실사를 통해 반드시 확인해야 할 기업 현황에는 제품과 관련한 기술가치, 시장 및 고객과 관련한 영업가치, 재무활동에 따른 현금흐름이나 회계시스템에 대한 재무적 가치, 인적자원이나 부서편제와 같은 조직역량 및 리스크 관리방안, 인수합병 후 발생 가능한 제반 문제점 등이 있다. 6) 최종제안서 제시: 실사가 종료되면 잠재 매수인은 최종제안서를 제출하는데 이 최종 제안서는 법률적으로 구속력이 있는 제안으로 최종제안서에 언급된 제안 내용을 매도인이 수용할 경우 매수인은 조건 변경을 요구할 수 없다. 그러나 본 계약 체결 시에는 최종 제안서 내용이 변경 반영될 수도 있는데 이것은 상호 사전 협의가 되었을 경우를 전제한다. 7) 협상 및 체결: 인수합병 협상에 있어서 신속하게 의사결정하는 것이 중요하며 실사 책임자들의 강한 의지와 책임감 있는 자세가 필요하다. 협상이 완료되면 본 계약을 체결하는데 본 계약은 매매와 관련된 조건뿐만 아니라 거래대금 지급시기, 당사자 간의 책임 및 의무, 당사자 간의 진술과 보장, 우발 채무와 관련한 책임, 계약 이행과 관련한 사항 등 상세한 내용이 실리게 되며, 계약서에 실린 이러한 내용은 법률적으로 유효하다.

이러한 인수합병 과정에는 중개기관이 개입하는 경우가 일반적인데, 중개기관은 인수합병이 원활하게 이루어지도록 판매자를 찾고 구매자를 발견하여 구매의사를 촉진시키는 활동과 더불어 거래조건을 정하는 등 인수합병이 원활히 이루어지도록 다양한 활동을 수행하는 외부 전문기관을 말한다. 이들은 효율적인 인수합병을 위하여 고용된 전문적인 M&A 자문사로서로서 매도인 또는 매수인을 대표하여 일련의 M&A과정을 진행하는 법무법인, 회계법인, 증권사, 창투사, 부티크 등이 있다. 일반적으로 인수합병은 당사자가 직접 진행하는 것 보다 중개기관을 통해 진행하는 것이 성공률이 높으며, 중개기관은 인수합병에 있어 다음 세 가지 측면에서 긍정적인 역할을 수행한다. 첫째, 인수합병 기업이 중개기관을 이용할 경우 상대방 탐색시간과 비용이 줄어든다. 둘째, 기업가치 평가와 관련한 위험을 줄일 수 있다. 셋째, 중개기관을 통해 인수합병에 대한 부정적인 시각을 변화시킬 수 있다.

3. 연구방법론

본 연구는 기존의 연구 결과를 바탕으로 한 이론을 토대로 사례연구의 방법을 적용하였다. 중소기업의 인수합병 특히 진행과정에 대한 연구가 미흡하여 실제적인 사례 연구가 먼저 이루어져야 향후 추가적인 연구가 용이하기 때문이다.

본 사례연구와 관련된 데이터는 핵심 담당자와의 인터뷰와 관련 문서를 통해 수집하였으며 핵심 담당자의 인터뷰는 인수합병에 주도적으로 참여한 인수사 및 매각사 관리자를 중심으로 실시되었다. 관련문서는 각 기업에서 제공한 자료로서 핵심담당자들이 제공 가능한 수준에서 수집하였으며 자료로 파악하기 어려운 내용은 전화 인터뷰와 이메일 등을 통해 추가 확인하였다.

본 연구는 인수합병이 발표된 시점부터 인수합병이 종결된 기간 동안의 인수사와 매각사의 상황을 정리였으며, 기존의 연구결과를 바탕으로 인수합병이 진행되는 주요 단계에 따른 각 사의 상황을 분석하고자 하였다. 그리고 수집된 데이터는 가급적 재구성하지 않고 사실적으로 표현하고자 하였으며 각 기업의 기밀사항은 노출하지 않으려 노력하였다.

4. S사의 P사 인수합병 사례

4.1. 인수합병 배경

4.1.1. S사

S사는 휴대폰 프레임, 태블릿PC 프레임, 자동차 부품 등을 다이캐스팅(필요한 주조형상에 완전히 일치하도록 강철로 만든 금형에 용해금속을 주입하여 금형과 똑같은 주물을 얻는 정밀 주조법)으로 생산하는 기업이다. 휴대폰 프레임의 비중이 매출의 90%이상을 차지하고 있으며 타 제품의 개발과 판매도 추진하고 있으나 기여도는 미미한 수준이다. 이 회사는 최근 5년 동안 꾸준한 성장세를 보이고 있으나 매출의 대부분은 휴대폰 프레임이다. 휴대폰 프레임 제조 사업의 경우 휴대폰 완성품 제조사의 1차 협력업체로서 발주사 휴대폰 모델 시리즈의 흥행실적에 따라 매출액이 크게 좌우 된다. 따라서 안정적인 경영성과를 담보할 수 있는 신규 사업 발굴이나 신제품개발에 지속적인 관심이 요구되는 상황이었다.

2014년 3월 P사가 다이캐스팅 제품인 SSD 케이스를 생산해 줄 협력업체를 모색하고 있었는데, S사는 P사 CEO의 제안으로 P사의 SSD 케이스를 수주하여 생산하기 시작했다. 당시 S사는 휴대폰 프레임 제품의 매출부진으로 가동률이 크게 떨어진 상태였으므로 비록 P사 SSD 케이스 생산경험이 없었으나 제품 외형이 비교적 단순해 보이고 생산설비가 P사와 동일하다는 판단에 따라 P사 CEO의 제안을 받아들여 약 3개월 동안 제품을 생산하였다. S사의 입장에서는 휴대폰 프레임 이외 사업의 부진 및 신규 사업 발굴 부진으로 어려움을 겪고 있던 상황이었기 때문에 비록 임가공 형태이기는 하였으나 SSD 케이스 생산은 새로운 사업동력으로 인식되었다.

4.1.2. P사

P사는 두 개의 공장을 운영하고 있는데, 1공장에는 프레스 기술을 중심으로 한 반도체용 히트싱크, 자동차용 이차전지 케이스 부품, SSD 케이스를 주로 생산하고 있으며 2공장에는 디스플레이용 파우더, 페이스트 기술을 바탕으로 솔라셀 용 페이스트, 이차전지용 파우더 등을 생산하고 있다. P사는 2013년까지 비교적 안정

적인 환경에서 미래 전략사업에 대한 투자와 기술개발을 지속할 수 있었으나 2014년 들어 주력사업이었던 디스플레이용 파우더 사업이 예상보다 빨리 종료되어 경영부담이 급격히 증가하게 되었다. 주력이었던 디스플레이용 파우더 사업의 조기종료를 예상하지 못한 것은 아니었으나 이를 대체해 줄 미래 전략사업의 더딘 성장이 경영의 압박요인으로 작용하기 시작하였다. 특히 1공장의 프레스기술 관련 사업의 기술개발투자 및 매출부진은 P사의 경영을 어렵게 만든 직접적인 원인이 되었고 2014년에는 1공장의 경영문제가 전사적으로 확대될 정도로 위기에 봉착하게 되었다.

P사의 1공장에서는 반도체용 히트싱크 제품의 사업수명이 몇 년 남지 않았다는 판단에 따라 2012년부터 미래 전략사업으로 이차전지 케이스 부품과 SSD 케이스 제품을 개발하였다. 프레스 기술에 기반을 둔 제품은 비교적 형상이 단순해 보이며 제품의 가공과정이 쉽게 드러나므로 수익을 남기기 어려운 구조인 반면, 초기 제품 개발에는 금형비, 가공비, 설비비 등의 투자가 많은 편이다. 통상적으로 제품 개발단계에서 고객은 충분한 이익을 보장하며 사업 참여를 유도하지만 양산 단계에서는 단가인하가 급속히 진행되어 지속적인 사업진행이 어렵게 되는 경우가 많은 분야이다. 반면 P사의 2공장에서 생산하는 제품의 경우 주로 파우더, 페이스트 형상의 제품으로 여러 가지 원료가 화학적으로 결합되어 성능을 구현하는 제품으로 부가가치가 높고 제조공정이 외부로 노출되지 않는 특징을 가지고 있다. 이에 P사는 경쟁력이 떨어진다고 판단되는 1공장을 물적 분할 후 매각하기로 결정하였다.

4.2. 사전조사

본격적인 인수합병은 S사가 사전조사(tapping)를 위해 2014년 9월 S사의 CEO와 CFO가 K회계법인과 함께 P사를 방문하여 공장 현황 및 사업전망에 대한 설명을 듣는 것에서 시작되었다. S사는 기존 거래관계 및 CEO간의 구두정보교환을 통해 현황을 파악하고 있었기 때문에 인수여부를 결정하기 위한 별도의 사전조사팀을 구성하지 않았고 P사가 제공해 주는 기업정보를 바탕으로 사전조사를 실시했다.

P사에서 사업내용과 기술적 현황을 소개하고, 사업인수로 인해 S사가 얻게 될 이점을 중점적으로 부각하였다. 예를 들면, P사의 SSD 케이스와 이차전지케이스 부품이 안정적 성과를 보장해 줄 수 있다는 점, SSD가 하드디스크를 대체하고 있는 상황인 점, 그리고 이차전지 사업은 성장추세에 있다는 점을 부각하였다. 또한, 1공장과 더불어 프레스 임가공 사업을 하고 있는 P사의 태국법인도 함께 매각 제안하여 S사가 P사를 인수할 경우 태국이라는 해외거점까지 확보할 수 있다는 점을 강조했다. 그리고 P사가 기술뿐만 아니라 조직까지 공장별로 구분되어 있기 때문에 사업인수 시 흔히 발생하는 핵심인력 분배와 관련한 문제가 발생하지 않을 것이고 향후 PMI도 수월하게 진행할 수 있을 것이라는 점도 장점으로 설명했다.

4.3. 중개기관 선정

S사는 인수합병의 중개기관으로 K회계법인을 선정하였는데 K회계법인은 S사와 회계감사 계약을 맺은 업체였으며, 오랜 기간 동안 S사의 회계감사 업무를 전담해왔다. 따라서 S사의 경영진과 기업 내부사항을 잘 파악하고 있었으며 평소 사업과 관련한 자문역할도 수시로 수행하였다. P사는 인수합병 중개기관으로 Q법인을 선정하였는데 Q법인은 인수합병, 기업투자유치, IPO컨설팅을 주로 하는 전문 중개기관이며 P사의 IR을 전담하고 있으며, 인수합병 상담을 위해 P사 경영진과 오랜 기간 접촉한 바가 있어 Q법인 역시 P사 내부 상황을 잘 파악하고 있었다.

S사와 P사 모두 중개기관을 선정함에 있어 기존 거래업체를 선정하였는데, 이는 평소 내부사항을 잘 알고 있다는 점과 CEO와 커뮤니케이션이 원활하다는 장점이 크게 작용하였다. 또한 양사 모두 새로운 중개기관을 선정할 경우 기업현황 파악에 시간이 걸릴 것이라는 점과 과도한 중개기관 수수료가 발생할 수 있다는 우려도 중개기관 선정에 영향을 미쳤다.

K회계법인은 P사 1공장의 기업가치 평가를 위하여 재무상황을 중심으로 기업가치를 평가하기 시작하였으며, P사 재무팀에 관련 자료를 요청했다. Q회계법인은 P사 1공장의 매각을 위해서는 물적 분할이 우선되어야 함을 전제하고 물적 분할과 관련한 컨설팅을 주로 진행하였다.

4.4. 본실사(due diligence)

2014년 9월 사전조사가 끝난 직후 S사와 P사는 본격적인 본실사에 앞서 NDA를 체결하고 10월에 본실사를 마무리하고 12월까지 물적 분할 된 신규회사 법인을 설립하고, 2015년 1월에 대금지급을 마무리하는 일정에 합의했다. P사 1공장 물적 분할이 법적 요건과 주주총회 승인 등의 절차가 필요함에 따라 본실사 이후 약 3개월 이상 기간이 필요하고, 물적 분할 자체가 S사의 인수를 전제로 진행하는 것임에 따라 P사는 S사의 변심 방지책으로 본실사 이후 인수의향을 최종 결정해 줄 것과 본 계약에 준하는 바인딩 MOU를 체결해 줄 것을 요구하였고, S사는 이에 동의하였다.

진행일정에 대한 합의 이후 S사 중개기관인 K회계법인은 P사에 손익분석 및 평가, 그리고 자산부채 실사를 위한 자료를 요청했으며 즉시 실사단을 구성할 것을 알렸다. 그러나 9월 중 방문할 것으로 예정된 S사의 실사는 S사 내부사정으로 연기되기 시작하였으며 CEO와 CFO, K회계법인 대표만 P사를 3회 방문하여 기업현황을 파악하였다. 즉, S사는 본격적인 실사 진행이 아니라 예비조사 성격으로 재무적인 관점의 현황파악에만 집중하였다.

P사는 합의된 일정으로 물적 분할을 진행하고 있음을 S사에게 통보하고 S사의 본실사 진행여부와 관계없이 일정대로 바인딩 MOU를 시행해 줄 것을 요구했고, 양사는 2014년 10월 바인딩 MOU를 체결했다. P사와 S사간 체결된 바인딩 MOU는 S사가 사전 조사한 재무현황을 근거로 거래금액과 계약금이 확정되어 있으며 정당한 이유 없이 계약을 해지하지 않는다는 조건이 명시되었으나 정당한 이유에 대한 구체적인 사항은 명기되지 않았다. MOU체결 즉시 S사는 계약금을 P사에게 송부하였다.

이로서 본실사 없이 S사와 P사의 실질적인 인수합병 계약이 체결된 것이다. S사는 영업 전략적인 관점에서 P사의 사업아이템이 중요하다고 판단해 통상적으로 이루어지는 기술평가를 생략했다. 또한, 기술을 유지하기 위한 핵심 기술인력 파악, 부서별 기능과 역할 등 조직 관점에서의 영향도 파악하지 않았으며 P사 실무진의 의견을 근거로 문제가 없을 것으로 판단했다.

2014년 10월 체결한 바인딩 MOU가 인수합병 대금과 계약금을 규정하고 있었기 때문에 P사는 바인딩 MOU를 실질적인 계약으로 인식했다. 이에 따라 P사는 계획된 일정대로 진행하기 위해 대응팀을 구성해 줄 것을 S사에 요구했다. 그러나 S사는 실질적인 계약이 이루어진 만큼 S사 내부적인 이슈를 먼저 해결하고 P사 기술이전에 나선다는 입장이었으므로 실질적인 기술이전과 관련한 대응팀은 본실사 직전인 2014년 12월에서야 구성했다. S사 대응팀은 관련 부서에서 선발된 10여명으로 꾸려졌으며 약 일주일 동안 기술인수를 위한 조사를 진행 했다. 즉, 10월에 진행 되었어야

할 본 실사가 12월에서야 진행된 것이다.

또한 S사와 P사 모두 중개기관을 선정하였으나 거래자산 가치 산정과 같은 재무적 관점의 자료 확보에 집중하였으며 기술평가, 영업, 핵심인력, 리스크 요인 파악 등의 관점에서는 특별한 조언이나 역할이 없었다. 결국 본실사 없이 실시한 바인딩MOU, 재무적 관점에 한정된 중개기관의 역할은 최종 거래대금 지급을 앞둔 시점에서 발생한 양사 분쟁 발생의 단초가 되었다.

4.5. 협상 및 체결

4.5.1. 협상관련 이슈

양사는 바인딩MOU에 최종금액을 명시하였으므로 최종제안서제출 절차는 생략되고 바로 최종협상에 돌입하였다. 그러나 이 단계에서 각 사의 입장 차이로 인해 합의점을 도출하지 못한 채 협상이 약 3개월 동안 지속되었다. S사와 P사가 최종 협상단계에서 합의에 이르지 못하고 이견을 보인 구체적인 내용은 다음과 같았다.

1) 기술가치평가

기술가치평가란 특정기술의 유, 무형의 경제적 가치를 평가하는 것이다. P사는 SSD 케이스의 개발과 설계를 직접 진행하고 있는 반면 제조공정은 협력업체에 위임하는 임가공 형식으로 제품을 만들고 있었다. S사는 오랜 기간 다이캐스팅을 생산한 경험에 비추어 제품의 완성도에 기여하는 가치는 개발이나 설계보다 제조공정에 있다고 주장하면서 P사의 개발 및 설계능력이 과대평가 되었다고 주장하였다. 이에 대해 P사는 SSD가 고객사에서 국내 최초로 개발되고 있으며 국내 대기업뿐만 아니라 해외 대기업에도 납품하고 있으므로 S사가 P사의 개발, 설계능력을 평가절하 하는 것은 가격을 낮추기 위한 구실 만들기에 지나지 않는다고 주장하였다.

이차전지케이스 부품의 경우에도 국내 대기업 고객사에게 납품하고 있으며 기존 소결(sintering)로 제작하는 제품을 프레스기법으로 변환하여 생산원가를 크게 낮추었다는 점에서 P사는 기술 경쟁력이 우수하다고 판단한 반면 S사는 최종 종합 양품율이 기종에 따라 차이가 크다는 점을 들어 제조기술력이 고평가되었다고 주장하였다. 즉 P사는 SSD 케이스와 이차전지부품 케이스가 모두 신규 사업으로서 아직 시장형성 초기단계이기 때문에 현 수준까지의 개발과 시장참입 자체가 높게 평가되어야 하며, 제조공정에서의 양품율은 시간이 지남에 따라 안정화 될 것이라 주장한 반면, S사는 제조공정에서 양품율이 떨어지는 것은 개발 및 설계 기술력이 낮아서 발생된다는 입장이었다.

"똑같은 설비로 휴대폰케이스 부품을 생산하고 있는데 이렇게 오랜 동안 양품율이 올라오지 않는 것은 제대로 설계되지 않았거나 공정관리 능력이 부족해서이다."(S사 제조 관리자)

2) 영업전략적 관점 사업가치

P사 1공장 사업의 주요고객사는 삼성전자, 삼성SDI, SK하이닉스, 중국 Micron 등이며, 태국공장의 주요고객사는 발레오, 한라, Sharp, Hitachi 등의 대기업이 대부분을 차지한다. P사는 이러한 대기업 중심의 고객 네트워크를 구축하고 있는 것은 향후 신제품 개발 시 참입이 쉬울 뿐만 아니라 고객사에서 신제품 개발 시 발생되는 부품제작과 관련되는 사업을 수주하는데 장점을 가지고 있음을 주장했다. 그 근거로 P사 이차전지케이스 부품의 신제품이 고객사에 납품되자 고객사에서 중국 공장에 동반 진출 할 것을 제안해왔던 사례를 들었다. 즉 P사의 주장은 S사에서 개발, 생산하고 있는 사업아이템들을 이러한 대형 거래선과 연결할 수 있으므로 영업전략적 가치가 매우 높다는 것이다.

그러나, S사의 주장은 달랐다. P사의 주요고객선이 대기업으로 구성된 것은 충분한 강점이 될 수 있으나 각 사업아이템별 수주량이 손익분기점을 초과할 만큼 충분하지 않다는 입장이었다. 또 국내 P사가 S사로 합병된 이후 변경된 상호로 업체등록 하는 것은 신규로 업체등록 하는 것과 다를 것이 없다고 주장했다. 이는 대기업의 경우 인수합병 등으로 상호가 변경될 경우 생산능력의 안정성을 검증하기 위해 신규참입에 준하는 심사를 거치고 있기 때문이다. 또한, 대기업과의 해외시장 동반진출은 이익의 보증수표가 아님을 주장했다.

3) 내부 조직역량

P사는 1공장의 사업 아이템 대부분이 자체 기술개발을 통해 실현되었으며 이러한 기술의 원천은 우수한 인적자원에서 비롯되었다는 입장이었으나, S사는 인력의 50%이상을 감축할 필요가 있다고 주장했다. S사의 주장은 적자상태를 흑자로 만들기 위한 재무적 관점의 시뮬레이션 결과를 기반으로 한 것이었다. 그러나 S사 내부에서도 의견에 차이가 있었는데, 영업 및 제조부서에서는 우수한 인적자원이 많이 있으므로 최대한 인력을 유지해야 한다고 주장한 반면 재무부서에는 손익이나 생산성에 비추어 인건비가 과도하다며 무조건적인 인력감축을 주장하였다.

이에 P사는 인수합병 협상과정에서의 구조조정 주장은 협상을 파기하고자하는 의도라며 강력히 반발 하였으며 협상파기의 책임은 S사에 있음을 선언하고 계약금도 일절 반환하지 않을 것을 선언하였다. P사는 인수합병 과정에서의 구조조정은 인수합병 시 겪는 종업원들의 심리적인 상태를 고려하지 않은 것으로서 비록 인수합병이 성사되더라도 인수 후 통합과정에서 문제가 될 수 있다는 우려를 표했다. 또한, 신제품개발 초기에는 생산 물량이 극소량이므로 일정 수량에 이르기 전 까지는 유사한 공정을 가지고 있는 업체에 생산을 위탁할 수밖에 없지만, 어느 정도 개발이 완료되면 제조공정을 내부로 돌려 생산성을 높여야 하며 이때 기술이 체화된 인력의 역할이 매우 중요하다는 점을 강조하였다.

"물적 분할 후 인수되는 인력에 대해 고용안정을 약속하고 M&A의 필요성을 설득해 왔는데 M&A협상 과정에서 인력을 감축하라는 것은 M&A진행은 둘째 하고라도 당장 노사문제를 발생시킬 수 있는 건으로 도저히 받아들이기 힘든 조건이었다. 협상을 중단하자는 이야기로 해석되었다."(P사 인사 관리자)

결국 S사는 P사의 강력한 태도에 한발 물러나는 태도를 취했으나 인력감축에 대한 기본적인 입장 변화는 없었다. S사 대비 약 30% 높은 P사의 인건비 구조가 S사 CFO에게는 큰 부담이 되었던 것이다.

4.5.2. 중개기관의 역할

S사의 중개기관인 K회계법인은 실사 과정에 대표자 1명만 참여하였으나 실질적으로는 S사의 CEO, CFO 및 실사단이 조사한 내용을 모두 파악할 수 있는 상황이었으므로, S사가 실사한 내용을 바탕으로 K회계법인 내 전문 인력들이 인수합병에 필요한 내용을 분석하고 의견을 제시할 수 있었다. 그러나 K회계법인은 회계감사 등 재무부문에 전문성을 가지고 있었으므로 P사 아이템의 기술가치나 영업전략적 관점에서는 의견을 제시하지는 못하였다. S사의 입장에서는 요구한 수준으로 인수가격 인하를 이끌어낸 K

회계법인이 충실한 역할을 수행한 것으로 간주될 수 있을 것이나, 재무 관점 이외의 다른 분야의 가치에 대해서는 의견을 제시하지 못한 아쉬움이 남는다. K회계법인은 본실사가 지연되고 있는 상황에서 바인딩 MOU를 체결하고 이에 대해 아무런 경고를 보내지 못한 것은 역할에 한계가 있었음을 보여준다.

P사가 선정한 중개기관인 Q법인의 경우 P사 1공장이 인수합병 가능한 상태, 즉 물적 분할이 가능한 요건을 갖추는데 역량을 집중하였으며, S사의 조사요청에 대해서는 P사 실무진이 직접 대응하였다. 따라서 K회계법인과 마찬가지로 Q법인도 기술가치나 영업전략적 관점에서 역할수행에는 어려움이 있었다고 할 수 있다.

결과적으로 발생된 이슈와 관련한 협상은 중개기관을 제외한 채 S사와 P사간 경영진과 실무진에 의해 진행되었다.

4.5.3. 협상결과

2014년 9월 시작되어 12월 마무리하기로 한 S사와 P사의 인수합병은 당초 일정을 훨씬 넘긴 2015년 3월이 되어서야 마무리되었는데, 이는 이슈사항과 관련한 양 사 경영진과 실무진간의 내부 이견과 인수가격 적정선에 대한 논란이 끊임없이 제기 되었기 때문이다. S사 실무진은 본실사 결과를 바탕으로 사전조사 시 P사가 설명한 내용과 달리 SSD 케이스와 이차전지케이스 부품의 매출과 종합 양품율이 미달 한 것을 사유로 경영진에게 인수반대 의사를 표명한 반면, S사 경영진은 S사 자체적인 신규사업 진출이 만족할 만한 성과를 내지 못하는 상황인 만큼 인수합병을 통한 사업 아이템 다각화가 필수적임을 주장하였다. 결국 S사 경영진은 인수가격을 낮추어 인수하기로 결정하고, P사에 대해 바인딩MOU 시 체결된 인수대금의 10% 인하를 요구하였다. S사의 가격인하 요청에 대해 P사는 정당한 사유 없음을 근거로 인하 불가 입장을 고수하였으나, 이미 1공장의 물적 분할이 이루어진 만큼 협상이 파기될 경우 후유증이 더 커질 것이라는 판단에 따라 S사의 요구를 수용하였다.

4.6. 인수합병 성과

S사와 P사간의 인수합병이 마무리 된지 얼마 지나지 않은 시점이기 때문에 M&A의 성공과 실패를 논하기 어렵다. 그러나 인수합병의 과정과 직후 조직 내부적인 상황을 기준으로 M&A가 조직에 미친 영향을 살펴보면, 외형적으로는 S사와 P사의 협상기간이 길어진 것을 제외하고는 M&A가 무난히 진행되었다고 판단할 수 있지만 협상과정에서의 인수가치 논란은 양사 조직 구성원들에게 성공적인 합병이 될 수 있을지에 대한 우려를 불러일으켰다. 또한 본실사의 지연과 협상이슈들로 인해 S사는 인수 후 통합을 제대로 준비하지 못하였으며 이로 인하여 인수 직후부터 S사의 경영진과 합병된 P사 인력 간의 의견 충돌이 수시로 발생하였다. 그 결과 중요 영업담당 임원, 현장 간부, 엔지니어, 지원부문 인력들이 인수합병 후 퇴사하기 시작하였으며 매출액 신장도 거의 이루어지지 못하고 있는 등 조직 운영상의 문제점이 나타나고 있다.

5. 연구결과 토론 및 시사점

5.1. 연구결과 및 시사점

본 연구는 국내 소재 중소기업 간의 M&A 사례를 통해 인수합병 의사결정 과정을 분석하고 시사점을 도출하고자 하였다. 사례분석을 바탕으로 한 결론 및 시사점은 다음과 같다.

S사와 P사간의 인수합병은 올바른 의사결정을 위한 충분한 준비와 조사가 부족한 상황에서 진행되었다. 인수합병이 시작되었음에도 불구하고 회사 내부적인 상황으로 인해 인수팀을 제대로 구성하지 못하고 절차를 제대로 준수하지 못했기 때문에 협상과정에서 많은 갈등이 발생했다. 특히 S사는 내부 경영상황을 이유로 본실사와 같은 중요한 인수합병 절차가 뒤로 미루어졌다. 이 과정에서 본실사 없이 P사가 요구하는 대로 바인딩 MOU를 체결하는 등 혼란이 야기되었고, 그 결과로 바인딩 MOU 체결 이후 드러난 문제들이 이슈화되면서 협상이 파기 직전 상황까지 몰리는 어려움을 겪었다. 또 두 회사 모두 중개기관을 활용하였으나, 중개기관의 제한된 역할로 인해 올바른 의사결정에 영향을 미치기에는 한계가 있었다는 지적이 있었다. 본 사례를 통하여 다음과 같은 시사점을 도출 할 수 있다.

첫째, 합리적 의사결정을 위해서는 인수합병 절차의 준수가 필요하다. 매수, 매도기업의 이해관계가 다르기 때문에 인수합병 과정에서는 예상하지 못한 다양한 문제들이 제기될 수도 있고 반대로 드러나야 할 문제들이 숨겨질 수도 있다. 따라서 이러한 문제들을 놓치지 않기 위해서는 인수합병에 나서는 기업은 최대한 절차를 준수하며 점검해야 할 사항을 꼼꼼히 짚어야 한다. 인수합병 절차 수행을 위해 별도의 태스크포스 팀을 구성하여 회사 및 관련 산업에 대해 이해하고 추진방안과 일정을 검토하는 것이 중요하나 본 사례에서는 인수합병이 시작되었음에도 불구하고 회사 내부적인 상황 때문에 인수팀을 제대로 구성하지 못하고 일정을 준수하지 못했기 때문에 협상과정에서 많은 갈등이 발생하였다.

둘째, 최고경영자 역할의 중요성이다. 최고 경영자는 실사단의 의견이 충분히 수렴되고 의견이 공유될 수 있도록 장려해야 한다. 이를 위해 최고경영자는 가급적 인수합병 실사진행 과정에 직접 개입하지 않도록 할 필요가 있다. 중소기업의 경우 최고경영자의 의사결정 비중이 거의 절대적이라 할 수 있는데 이러한 경영자의 직접적인 실사 개입은 실무 조사자들의 객관적인 판단을 저해할 수 있다. M&A는 회사의 운명을 가를 수 있는 중요한 사안이기 때문에 CEO의 적극 개입이 필수적이다. 그러나 CEO의 지나친 개입으로 인해 실사와 같은 중요한 단계가 소홀히 다루어질 우려가 있고 실무진의 의견이 무시될 소지가 있다. 최고경영자는 가급적 인수합병 실사진행 과정에 직접 개입하기보다 실무진이 충분히 검토할 수 있도록 역할과 책임을 부여하고 이를 근거로 과감히 실행할 필요가 있다.

셋째, 인수합병에 적합한 실무인력을 활용할 필요가 있다. 경영자는 전략적 필요에 의해 인수합병을 결정하지만 구성원의 입장에서는 인수기업이든 피인수기업이든 통상 불안감을 가지게 된다. 인수기업의 경우 인수이후 늘어나는 업무와 조직의 통합에 따른 지위변경에 대해 막연한 불안감을 가질 것이고, 피인수 기업 구성원의 경우 통합 이후 조직변화와 신분변화에 대한 현실적인 불안감을 느낄 수밖에 없다. 따라서 인수합병에 참여하는 구성원의 경우 본인의 지위에 영향을 받지 않는 쪽으로 의사결정을 하게 되며 실사 시에 나타나는 문제를 확대 해석하여 부정적인 의견을 내 놓아 합리적인 의사결정을 저해 할 수 있다. S사의 경우 선발된 핵심 인력이 실사에 참여 한 것이 아니라 각 부문의 관리자가 실사에 참여하였다. 다양한 관점에서 의견을 수렴할 수 있다는 장점은 있었으나 인력 적정성에 대해 영업, 제조, 재무부서에서 주장하는 의견이 크게 달라 의사결정에 어려움을 겪을 수밖에 없었다. 통합 이후의 부문별 실적을 우려한 관리자들의 의중이 반영되었으므로 영업과 제조부서에서는 통합 과정에서 인력의 추가확보를 주장한 반면 재무부서의 입장에서는 인건비상승을 우려하여 인원 감축을 주장하였던 것이다.

넷째, 다양한 중개기관의 활용이 합리적 의사결정에 도움을 준다. 중소기업의 M&A에서 주로 비용문제 때문에 단일 중개기관만을 이용하는 경우가 많은데, 이 경우 중개기관의 역할이 해당 중개기관이 가지고 있는 전문 영역에 국한될 수밖에 없어 다양한 관점을 고려하지 못할 가능성이 있다. S사의 중개기관인 K회계법인은 S사의 외부감사기관으로 오랫동안 관계를 유지하면서 경영자문을 해 왔으나 재무분석에 기초한 제한적인 의견을 제시 할 수밖에 없었으며, P사 중개기관인 Q법인도 물적 분할에 집중 할 수밖에 없었다. 즉 합리적인 의사결정을 위해서는 다양한 관점의 의견이 필요하므로 전문 영역이 다른 중개기관을 활용하는 것이 필요하다. 한편, 중소기업 인수합병 시의 합리적인 의사결정을 유도하기 위해 중개기관은 우선 최고경영자의 성향을 먼저 파악하도록 할 필요가 있다. 중소기업의 경우 아무리 합리적인 의사결정 절차를 갖추었다고 하더라도 최고경영자의 특성에 따라 의사결정이 좌우되기 쉽다. 그러므로 중개기관은 최고경영자의 성향을 우선 파악하여 중개목적에 맞는 계획과 사전 전략을 세우는 것이 중요할 것이다.

다섯째, 인수합병 과정에서 HR부문의 철저한 준비와 전략이 필요하다. 그렇지 않으면 자칫 재무적 관점에만 집중하여 인력, 조직, 기업문화와 같은 HR관련 이슈들이 소홀히 다루어질 수 있다. 인수합병에 있어 HR부문에 요구되는 역할은 다음과 같다. 첫째, 인수합병 단계별로 사전에 계획되고 준비된 역할을 수행할 핵심인력을 선발 배치하여야 한다. 둘째, 인수합병은 제한된 시간과 정보를 가지고 비교적 빠른 시간에 판단해야하는 사안이 많으므로 실사 참여 각 부문의 정보가 정확히 공유될 수 있는 체계를 구축해 두어야 한다. 셋째, 대상기업의 핵심인력 유지에 대한 전략을 수립하여야 한다. 중소기업의 경우 조직적인 시스템 보다는 구성원 개인의 역량에 따라 성과가 크게 좌우되므로 핵심인력의 중요성은 더욱 강조된다. 마지막으로 인수합병이 종료되기 이전에 인수 후 통합을 준비해야 한다. 조직의 규모가 크지 않은 중소기업의 경우 자칫 PMI에 대한 준비는 생략하고 협상의 성공여부 그 자체에만 집중할 과오를 범할 수 있다. PMI에 대한 철저한 준비를 통해 협상 성공 후 실패로 귀결되지 않도록 유의하여야 한다. 특히 피 인수기업 인력이 이탈하기 시작하는 시점은 본실사 직후부터라는 전제를 가지고 통합작업을 시작할 필요가 있다.

여섯째, 구성원에 대해 향후 진행 될 인수합병의 과정에 대한 사전 설명이나 교육이 진행되어야 한다. 통상 인수합병에 대한 정보보안을 이유로 협상타결 직전에 사실을 공개함으로써 철저한 준비과정이 자칫 생략될 수 있다. 구성원의 심리적 불안을 최소화하고 합병에 협조적일 수 있도록 정확한 정보제공과 정서관리가 필요하다.

본 연구는 인수합병 과정에 대해 집중적으로 살펴보았다. 중소제조업체간 사례를 중심으로 연구하였으나 인수합병의 절차나 과정은 업종과 산업이 달라도 본 연구의 시사점이 유의하게 하게 활용될 수 있을 것이다. 따라서 최근 글로벌 경쟁의 심화로 인수합병이 활발하게 진행되고 있는 유통산업에 있어서도 본 연구의 결과는 유용하게 적용될 수 있을 것이다.

5.2. 연구의 한계 및 향후 연구방향

본 연구는 제조업 부문의 중소기업 간 인수합병 사례를 통해 인수합병 시 합리적 의사결정을 위한 실무적 시사점을 제공하였다는 데 의의를 지닌다. 특히 연구가 미흡한 중소기업 간의 인수합병 과정을 상세히 조망하고 분석하여 향후 인수합병 의사결정 과정에 중요한 시사점을 제공하였다. 그러나 이러한 의미에도 불구하고 다음과 같은 연구의 한계가 있어 향후 이를 극복하고 연구결과를 확장할 수 있는 후속 연구가 필요할 것이다.

첫째, 두 기업의 사례를 가지고만 일반적인 현상으로 주장하기에는 한계가 있다. 기업의 환경과 업종에 따라 특성이 다양하게 나타날 수 있기 때문이다. 중소기업 의사결정 시 합리적인 의사결정을 위한 시사점을 도출하였으나 조직이 제대로 구성되어있지 않은 소규모 중소기업에는 본 사례를 적용하기에는 한계가 있다. 실사단을 구성하고 각 부문별 역할을 분리하기 힘들 것이기 때문이다. 따라서 향후 보다 폭넓은 연구를 위해서는 중소기업 인수합병과 관련한 많은 사례가 수집되어야 할 것이다. 다양한 사례 연구가 중소기업 인수합병의 특징을 보다 일반화 할 수 있으며 이를 통해 중소기업 인수합병 성공요인을 발굴, 축척 할 수 있을 것이다.

둘째, 연구대상의 적정성에 대한 논란이 있을 수 있다. 본 연구는 중소기업 간의 의사결정과정을 다루고 있으나, 비교적 최근의 사례를 들고 있으므로 인수합병의 성패를 판단하기에는 무리가 있을 수 있다. 비록 본 연구에서는 인수합병 과정의 지연, 피인수기업 핵심인력의 동요와 이탈, 몰입의 감소 등을 근거로 사례로 제시한 인수합병 의사결정 과정이 비효과적이라 가정하고 있지만, 인수합병 성공여부를 판단하는 데는 PMI를 포함한 다양한 관점이 필요하다. 특히 인수합병의 최종 결과를 경영성과 관점에서 판단하기 위해서는 시간이 필요할 것이기 때문이다. 따라서 향후 추가적인 관찰을 통해 인수 후 통합과정과 경영성과를 통합적으로 연구하는 것도 의미 있을 것이다.

References

Chimucheka, T. (2013). Obstacles to accessing finance by small business operations in the Buffalo city metropolitan municipality. *East Asian Journal of Business Management,* 3(2), 23-29.

Jemison, D. B., & Sitkin, S. B. (1986). Corporate acquisitions: A process perspective. *Academy of Management Review,* 11(1), 145-163.

Jeong, Yeon-Ang, & Son, Il-sang (2007). An exploratory study on the determinants of organizational commitment in M&A. *Korean Journal of Business Administration,* 20(3), 1011-1039.

Kim, Gyu-Bae, Kim, Byoung-Jai, & Yoon, Jun-Young (2013). A study on the post merger integration of marketing perspectives: Focused on the M&A cases of retail Industry. *Journal of Marketing Studies,* 21(2), 73-94.

Kim, Wol-Soo, Ban, Sung-Sik, & Park, Jong-Hae (2010). A study on M&A and Managerial performance of corporations listed in KOSDAQ. *Journal of the Korean Entrepreneurship Society,* 5(2), 101-120.

Kusewitt Jr., J. B. (1985). An exploratory study of strategic acquisition factors relating to performance. *Strategic Management Journal,* 6, 151-160.

Kwak, Ro-Sung, & Kwon, Ho-Geun (2001). The determinants of M&A negotiation outcomes. *International Journal of Negotiation,* 7(2), 131-155.

Kwon, In-Su, Kim, Min-Kyung, & Lee, Ji-Man (2007). A study on employees' perception on integration practices during and after M&A and their organization citizenship

behavior. *Journal of Organization and Management,* 31(3), 103-131

Larsson, R., & Finkelstein, S. (1999). Integrating strategic, organizational, and human resource perspectives on mergers and acquisitions: A case survey of synergy realization. *Organization Science,* 10(1), 1-26.

Lee, Hee-Soo (1997). A study on M&A theory and trends. *Accounting Information Review,* 3, 133-161.

Picot, G. (2002). *Handbook of international mergers and acquisitions: Preparation, implementation, and integration.* New York, NY: Palgrave Macmillan.

Ryoo, Joo-Han (2009). An explorative study on the success of post merger integration and the role of integration speed. *Journal of Korean Corporation Management Review,* 28, 263-286.

Schuler, R., & Jackson, S. (2001). HR issues and activities in mergers and acquisitions. *European Management Journal,* 19(3), 239-253.

Shanley, M. T., & Correa, M. E. (1992). Agreement between top management teams and expectation for post acquisition performance. *Strategic Management Journal,* 13, 245-267.

Shimizu, K,, Hitt, M. A., Vaidyanath, D., & Pisano, V. (2004). Theoretical foundations of cross-border mergers and acquisitions: A review of current research and recommendations for the future. *Journal of International Management,* 10(3), 307-353.

Suh, Eung-Kyo, Lee, Seung-Chang, & Koo, Jae-Sung (2014). The strategic M&A approach based on the leading SME(Small-Medium Enterprise)'s PMI(Post-Merger Integration) failure case. *Journal of Strategic Management,* 17(1), 51-69.