

## 벤처기업 M&A의 법률적 관계

강 희 주

(변호사, 법무법인 광장)

### 【초 록】

벤처기업은 왕성한 기업가정신을 바탕으로 위험이 큰 첨단기술개발에 과감히 도전하여 새로운 시장을 개척하는 사업, 또는 높은 위험성에도 불구하고 그것의 성공가능성을 보고 이에 과감히 도전하는 기업을 말한다. 이러한 벤처기업의 성공여부는 연구개발과 사업화에 필요한 충분한 자금을 조달할 수 있는가 여부에 의하여 좌우된다고 하여도 과언이 아닐 것이다. 벤처기업에 투자하는 투자자로서는 투자자금을 원활하게 회수할 수 있는가 여부를 먼저 검토하여 보고 투자를 결정하게 될 것이다. 벤처기업에 있어 투자자금의 회수방법(이른바 “EXIT”)은 기업공개(IPO) 혹은 M&A로 대별될 수 있다. 그 동안 우리나라에서는 벤처기업의 투자자금의 회수방법으로서 IPO에 대하여는 많은 관심이 집중되었지만, M&A에 대하여서는 상대적으로 관심이 적었다. 그 이유로는 여러 가지가 있을 수 있지만, M&A에 대한 부정적인 인식과 함께 M&A를 할 만한 M&A의 절차의 간소화, 조세의 유예 내지 감세, M&A자금의 조달의 원활화 등 법률제도적인 측면에서의 미비가 큰 장애이었다고 생각된다. 이 글에서는 벤처기업의 전략적 제휴와 관련하여 근래에 성행하는 (우회적인) 주식교환제도의 실태, 법률적인 가능성, 그리고 제도적인 개선점을 살펴본 다음, 벤처기업육성에 관한 특별조치법에서 마련된 주식교환을 원활하게 하기 위한 여러 가지의 제도적 개선내용을 소개하기로 한다. 그리고 이어서 기업의 합병에 관한 일반적인 내용을 살펴본 다음, 벤처기업육성에 관한 특별조치법에서 인정된 벤처기업간의 합병절차의 간소화에 관한 제도들을 검토하기로 한다. 마지막으로 벤처기업의 M&A를 활성화하기 위하여 마련된 여러 가지 정부 내지 관련 기관들의 조치에 관하여 살펴보고, 그러한 조치들에 대한 평가를 내리도록 하겠다.

주제어: 벤처기업 / 기업가치 / M&A / 전략적 제휴 / 합병 / 분할

### 【차 례】

#### I. 머리말

#### II. M&A에서의 기업가치평가

1. 일반법인의 합병가액
2. 증권거래법상의 합병가액
3. 상속세및증여세법
4. 제도의 평가

#### III. 벤처기업의 전략적 제휴

1. 자산인수
2. 주식인수
3. 인수후 개발
4. 주식교환

#### IV. 기업의 합병

1. 개념

2. 대금의 지급
3. 합병의 절차
4. 간이합병과 소규모합병
5. 인수합병의 제한

#### V. 기업의 분할

#### VI. 주식의 포괄적 교환 및 포괄적 이전

1. 제도의 취지
2. 포괄적 주식교환방식
3. 포괄적 주식의 이전방식
4. 주식매수청구 등

#### VII. 벤처기업의 M&A를 활성화하기 위한 여러 가지의 조치

1. 코스닥등록법인의 M&A 활성화를 위한 조치
2. 벤처기업의 M&A 활성화를 위한 정부의 조치
3. 벤처기업육성에관한특별조치법의 개정방향
4. 독점규제및공정거래에관한법률

## 강 회 주

(변호사, 법무법인 광장)

### I. 머리말

벤처산업은 한국의 IMF 경제위기를 극복하는 데에 큰 기여를 한 것으로 평가를 받고 있다. 또한 일본 등 기존의 선진국과는 물론 중국 등 신흥 공업국가들과 사이의 경쟁이 날이 갈수록 치열해지면서 종래의 산업만으로는 세계시장에서의 입지가 좁아지고 있는 한국으로서는 고도의 기술집약적 산업의 활성화를 통하여 국가의 산업경쟁력을 제고하고 세계시장에서 그 입지를 확고히할 수 있는 중요한 방안의 하나로 벤처산업을 육성하는 데에 많은 노력이 경주되어 왔다. 그러나 전세계적인 IT산업의 침체, 성장성과 수익성을 갖추지 못한 중소벤처기업들의 경영상의 위기 등으로 인하여 전반적인 벤처산업의 성장에는 그 한계가 노출되었다. 이러한 한계를 극복하기 위한 방법의 하나로 M&A의 활성화를 통한 경쟁력의 강화가 적극적으로 모색되고 있다. 즉, 기업의 성장을 위한 시장점유율의 확대와 신규시장 참여시의 마찰을 회피하기 위한 방법의 하나로 M&A가 인식되는 경향, 벤처기업의 창업자들이 기술을 개발한 다음 이를 사업화할 수 있는 큰 기업에 양도하는 성향의 대두, 자금의 대출보다는 직접투자의 유치를 선호하는 경향, 사업모델이 유사한 벤처기업간에 전략적 제휴<sup>1)</sup>를 통하여 기술의 습득과 상호보완적인 효과를 통하여 시너지효과를 높이고 시장점유율을 높여 수익성을 제고하는 경영정책, 위험을 분산하고 자금조달능력을 확대하기 위한 동기 등에 의하여 벤처기업의 M&A에 대한 관심이 어느 때보다도 높아지고 있다. 또한 과거와 달리 기업공개(Initial Public Offering: "IPO")와 마찬가지로 M&A가 투자자금의 회수기능을 하는 점이 부각되면서 더욱 많은 관심이 기울여지고 있다. 이러한 점에서 한국에서의 벤처기업

M&A에 대한 법률적 관계와 그 전망을 살펴보는 것은 의미있는 것이라고 하겠다.

여기에서 “벤처기업”이라는 것은 ‘벤처기업육성에관한특별조치법’에서 정의하고 있는 바와 같이 벤처캐피털이 투자한 기업, 연구개발투자기업, 신기술개발기업뿐만 아니라, 왕성한 기업가정신을 바탕으로 위험이 큰 첨단기술개발에 과감히 도전하여 새로운 시장을 개척하는 사업, 또는 높은 위험성에도 불구하고 그것의 성공가능성을 보고 이에 과감히 도전하는 기업을 포함하는 일반적인 의미로 본다. 그리고 M&A라고 하는 것은 한국의 ‘독점규제및공정거래에관한법률’에서 규정하고 있는 바와 같이 다른 회사의 주식의 취득 또는 소유, 임원겸임, 합병, 영업의 양수, 새로운 회사설립에의 참여 등 “기업결합”을 포함하는 개념으로, 둘 이상의 기업이 통합되어 하나의 기업이 되는 합병(merger), 인수대상기업의 주식이나 자산을 전부 또는 일부 취득함으로써 경영권을 획득하는 인수(acquisition)를 의미하는 개념으로 본다.

## II. M&A에서의 기업가치평가

기업의 인수와 합병 등 M&A에 있어 기업의 가치평가를 어떻게 하는가는 M&A의 성공여부를 좌우하는 가장 중요한 요소 중의 하나로서, 이것은 대상기업이 보유하고 있는 모든 자산들의 미래의 수익창출능력이 얼마인가에 대한 가치의 부여라고 할 수 있다. M&A대상기업의 가치평가는 누가 평가하는가에 따라서 달라질 수 있고,<sup>2)</sup> 기업가치를 평가하는 시점에 따라 평가액이 달라질 수 있으며,<sup>3)</sup> 기업의 매각의 목적에 따라서도 달라질 수 있다.<sup>4)</sup> 벤처기업의 M&A의 경우에는 그 기업이 보유하고 있는 기술가치의 평가 등이 중요한 기업가치평가의 요소가 될 수 있다.<sup>5)</sup> 그러나 이러한 벤처기업의 특징을 반영한 기업가치의 평가 방식에 관한 법규정이 별개로 존재하지 않고, 일반적인 기업의 M&A의 경우와 동일한 법규가 적용된다고 보면 된다.

### 1. 일반법인의 합병가액

일반법인<sup>6)</sup>의 합병에 대하여는 상법상의 합병에 관한 규정이 적용되는데, 상법상으로는 합병계약서에서 합병으로 인하여 소멸하는 회사의 주주에게 발행하는 주식의 배정에 관한 사항을 정하도록 되어 있기 때문에 합병당사회사의 주식가치를 기초로 계산되는 주식교환비율을 정하는 것이 전제되어 있다고 보인다.<sup>7)</sup> 그러나 상법은 기업의 가치평가방법에 관하여 명문의 규정을 두지 않고 있으므로 M&A상황에 있어 기업의 가치는 일반적인 기업회계에 따라 정하여지는 것으로 볼 수 있다. 일반적으로 기업가치는 평가기준일 현재의 자산과 부채를 기준으로 순자산을 산출하여 이를 발행주식 총수로 나누어 산출하는 자산가치평가방식과 수익가치평가방식, 상대가치평가방식 등을 혼합하여 산출된다. 비상장·미등록기업의 경우에는 주식의 평가방법이 따로 규정되어 있지 않기 때문에 실무상으로는 증여의제 등 세법상의 불이익을 당하지 않기 위하여 세법의 규정을 참고로 하여 세법상의 부당한 합병이 되지 않도록 합병대가를 산정하고 있다. 그러나 비상장법인이 증권거래법의 적용을 받는 기업과 합병하는 경우 등에는 증권거래법이 규정하고 있는 방식에 따라야 한다.

### 2. 증권거래법상의 합병가액

주권상장법인(“상장법인”)이나 협회등록법인(“코스닥등록법인”)이 다른 법인과 합병하고자 하는 경우에는 증권거래법<sup>8)</sup>이 정하는 방법에 따라 합병가액을 산정하여야 한다. 상장법인과 코스닥등록법인은 합병계약을 체결하거나 이에 대한 이사회 결의가 있을 때에는 합병비율의 산정방법을 기재한 합병신고서를 금융감독위원회와 거래소 등에 제출하여야 한다. 이 때에 상장법인 혹은 코스닥등록법인과 합병하려는 상대회사 중 합병가액을 주식시세를 기초로 하여 산출하는 경우가 아닌 경우에는 합병비율의 적정성에 대한 외부평가기관의 평

가의견을 첨부하여야 한다.9) 그런데 외부평가기관은 합병비율의 적정성의 평가를 증권거래법의 규정에 따라서 평가하고 있기 때문에 실무적으로는 증권거래법의 규정에 따라 합병비율의 적정성을 평가하고 있다고 보면 된다.

상장법인 혹은 코스닥등록법인 사이의 합병의 경우에는 주식시장에서 형성된 주가를 기준으로 합병가액을 산정한다. 즉, 합병신고서를 제출하기 전날부터 소급한 1개월 평균종가, 1주일 평균종가 및 최근일 종가를 산술평균한 가액과 최근일의 종가 중 낮은 가액을 기준주가로 한다.

상장법인 혹은 코스닥등록법인과 그렇지 아니한 법인간의 합병의 경우 상장법인 등에 대하여는 앞서와 같은 방식으로 합병가액을 산정하되 그 주가가 상장법인 등의 자산가치에 미달하는 경우에는 자산가치로 합병가액을 산정할 수 있고, 비상장·미등록법인에 대하여는 '유가증권의발행및공시등에관한규정시행세칙'에 따라 주식의 자산가치와 수익가치를 산출하고 주식의 본질가치<sup>10)</sup>를 산정하여 이를 합병가액으로 하되 상장법인 또는 코스닥등록법인 중에 당해 비상장법인과 업종과 규모 및 주요 재무비율 등이 유사한 회사가 2개 이상 있는 경우에는 상대가치를 적용할 수 있다.<sup>11)</sup>

### 3. 상속세및증여세법

소득세법에 의한 주식평가와 상속세및증여세법의 주식평가규정이 모두 과세문제와 관련되어 있지만 일반적으로 양도소득금액으로 인한 소득세액은 개별주주의 주식의 보유과정에 따라 큰 차이가 있을 수 있고, 양도소득세는 증여세에 비하여 납부세액이 많지 않기 때문에, 세법에 따라 주식을 평가하여 합병비율을 산정할 때에는 주로 상속세및증여세법을 따른다.<sup>12)</sup> 위 법에 의하면 상장법인 혹은 코스닥등록법인의 주식은 2개월간의 시가의 단순산술평균액을 기준으로 하고, 비상장주식의 1주당 가액은 1주당 최근 3년간의 순손익액의 가중평균액을 재정경제부령이 정하는 자본환원율<sup>13)</sup>로 나눈 순손익가치에 의하여 평가하되 이러한 순손익가치가 당해 법인의 순자산액을 발행주식의 총수로 나눈 순자산가치에 미달하는 경우에는 순자산가치로 평가한다.<sup>14)</sup>

### 4. 제도의 평가

첫째, 상장법인 혹은 등록법인과 비상장 혹은 미등록법인의 합병시에 비상장 혹은 미등록법인의 합병가액을 산정할 때에 그 자산가치가 정(+ )이 되더라도, '유가증권의발행및공시등에관한규정시행세칙'에 따라 주식의 자산가치와 수익가치를 산출하고 주식의 본질가치를 산정하는 등의 방법으로 산정한 결과 합병가액이 부(-)로 되는 경우에는 합병신주가 교부될 수 없는 무증자합병만이 가능하다는 문제가 발생될 수 있다. 반면 상장법인 혹은 등록법인의 경우, 혹은 상속및증여세법의 경우 순자산가치가 높으면 순자산가치를 기준으로 합병가액을 산정할 수 있도록 되어 있다. 따라서, 형평을 고려하여 상장법인 등과 비상장법인 등이 합병하는 경우 경우 순자산가치가 높은 때에는 비상장법인의 합병가액을 순자산가치로 할 수 있는 제도적인 길을 열어 놓는 것이 합리적이라고 생각된다.

둘째, 상장법인의 경우에는 증권거래법 제190조의2, 제191조, 같은 법 시행령 제84조의7, 제84조의9 등에 의하여 합병가액과 주식매수청구가액을 시가를 기준으로 한다는 점을 명시하고 있다. 비상장법인의 경우에는 합병가액과 주식매수청구가액을 대개는 상속세및증여세법에 의하여야 할 것으로 생각된다. 그러나 상장법인과 비상장법인이 합병하는 경우 비상장법인의 합병가액에 대하여는 증권거래법에 규정을 두고 있으나, 주식매수청구가액에 대하여는 아무런 규정을 두고 있지 않다. 만약 이 경우 그 주식매수청구가액을 상속세및증여세법에 의하도록 하는 때에는 시가를 기준으로 하는 합병가액과의 사이에 심한 괴리가 발생할

가능성이 있기 때문에 이러한 경우에는 그 차이를 적절히 조정할 수 있는 규정을 두는 것이 바람직할 것으로 생각된다.15)

셋째, 기업가치에 영향을 미치는 중요한 요인으로 미래현금흐름, 이자율, 주식의 수요와 공급상황, 업종 또는 기업의 인지도, CEO의 능력 및 평판 등 여러 가지 요소가 복합되어 있다. 기업의 합병시에 유가증권 인수업무규정에 의한 기업공개시 가치평가방식을 가장 많이 이용하고 있으나, 추가수익률법,16) EBITDA배율평가방법17) 등을 이용하는 사례도 있다. 특히 인터넷기업의 경우에는 추가매출액비율(price sales ratio), 회원가입자당가치(per subscriber view) 등 인터넷기업의 특성에 따라서 적합한 평가방식을 사용하는 예도 있다.18) 벤처기업의 경우 정보산업을 중심으로 하여 기존의 산업사회에서 적용되는 기업의 가치평가방식으로는 평가하기 어려운 다양한 형태의 무형의 기업의 가치를 가지고 있어 현행의 법률제도로는 가장 적절한 기업의 가치평가를 반영하는 데에 한계가 있기 때문에, 다양한 형태의 기술에 대한 가치평가를 제대로 반영할 수 있는 법률제도적인 시스템을 더욱 강화하여야 할 것으로 생각된다. 예를 들어, 현물출자의 경우와 같이 객관적이고 공정한 기술적 가치평가기관의 평가가격을 기준으로 하여 합병가액을 산정할 수 있는 길을 열어 놓는 것이다.

### III. 벤처기업의 전략적 제휴

기업의 인수는 인수기업이 대상기업의 경영지배권을 획득하기 위하여 대상기업의 주식이나 자산을 취득하는 것을 말하는 것으로, 크게 자산인수(asset acquisition)와 주식인수(stock acquisition)로 분류될 수 있다. 그런데 최근에는 벤처기업을 중심으로 한 합작투자, 상호지분참여, 기업인수 등을 포괄하는 개념으로 전략적 제휴라고 통칭하는 경우가 늘어나고 있다. 더구나 ‘벤처기업육성에관한특별조치법’ 제2조 제7항은 “생산성 향상 및 경쟁력 강화 등을 목적으로 사업의 독립성을 유지하면서 기술·시설·정보·인력 등의 분야에서 벤처기업간 협력관계를 형성하는 것”을 말하는 것으로 정의하고 있고, 또한 제15조는 벤처기업의 “전략적 제휴”(Strategic Alliance)를 위한 주식교환제도를 인정하고 있어, 이 용어는 법률적인 용어로 정착되게 되었다. 일반적으로 전략적 제휴라는 것은 합병단계에 이르지 않은 2개 이상의 기업간에 기업가치를 높이기 위하여 혹은 기술과 아이디어를 공유하기 위하여 혹은 사업의 내용과 서비스의 제공을 강화하기 위하여 맺은 공식적 장기적 결합관계, 혹은 M&A를 제외한 공통업종 경쟁기업과의 협조체제를 의미한다.19)

전략적 제휴의 방식은 단순한 계약에 의한 상호협조관계, 지분참여형태에 의한 상호주식의 소유, 즉 주식스왑, 주식스왑의 한 형태로서의 인수개발(Acquisition & Development) 등을 주로 의미하는 것으로 이해되고 있으나, M&A와 전략적 제휴 사이의 한계가 분명하지는 않은 것으로 보인다. 현재 전략적 제휴는 기업의 합병을 제외한 다른 기업과의 협조체제를 의미한다고 넓게 이해하는 경향이 있다.

#### 1. 자산인수(Asset Acquisition)

##### (1) 개념

자산인수는 대상기업의 인적, 물적 재산을 포괄적으로 승계받지 아니하고 필요한 자산부분만을 선택하여 구매하는 형식을 취하는 것을 말한다. 자산인수의 방법은 대상회사가 과도한 채무, 불리한 근로계약조건, 과도한 불용자산을 보유하고 있는 경우, 혹은 대상회사를 포괄 승계하는 경우 과도한 조세의 부담이나 주주의 동의를 얻기가 어려울 것으로 예상되는 경우 등에 선택하는 경향이 많다. 이러한 거래는 기존의 경영진과의 합의를 통하여 이루어지는 일반의 사법상의 계약이기 때문에 특별한 절차가 법률에 규정되어 있지 않다.

## (2) 영업양도와와의 구별

자산의 인수는 상법에서 인정되고 있는 영업양도제도와 구별될 수 있다. 영업양도는 일정한 영업목적에 위하여 조직되고 유기적 일체로서 기능하는 재산의 전부 또는 중요한 일부를 양도하는 것을 의미한다. 영업의 양도로 인하여 양도인이 가지고 있는 각종의 권리의무관계(근로관계를 포함한다)가 포괄적으로 양수인에게 이전되고, 양도인에게는 경업피지의무가 발생되며, 주주총회의 특별결의(20)를 요한다는 점에서 그렇지 아니한 자산의 인수와 구별된다.

## (3) 실질적 영업양도로 인정되는 경우

그러나 형식상 자산인수 형식을 취하더라도 그 실질에 있어 영업양도로 인정되는 경우가 판례에 의하여 인정되고 있다. 판례는 회사의 영업 그 자체가 아닌 영업용 재산의 처분, 즉 자산인수의 형식을 취하더라도 그로 인하여 회사의 영업의 전부 또는 중요한 일부를 양도하거나 폐지하는 것과 같은 결과를 가져오는 경우에는 영업양도와 마찬가지로 그 처분행위를 함에 있어 주주총회의 특별결의를 요하는 것으로 해석된다. 특히 근로관계의 승계와 관련하여서는 자산인수의 형식을 취하더라도 그 실질에 있어 영업양도로 인정되는 때에는 근로관계의 포괄적인 승계가 인정된다. 본래의 자산인수는 근로관계의 승계를 인정하지 않는 것이지만, 실질적으로 영업양도의 성격을 가지고 있다면 영업양도와 마찬가지로 피인수기업의 기존의 근로관계를 승계할 의무를 부담하고 있다고 해석된다. 예를 들어, 자산인수 계약서에 자산만을 인수하고 근로관계는 인수하지 않는다는 점을 명시하고, 자산인수과정에서 기존회사의 직원들을 모두 퇴사시키고 신규로 인수회사에 입사하게 하는 형식을 취하였더라도, 그 실질에 있어 영업상의 물적 및 인적조직을 그 동일성을 유지하면서 양도받은 경우에는 특별한 사정이 없는 한 근로관계의 승계가 인정된다고 본다.<sup>21)</sup> 그러나 이러한 법리는 해당 근로자의 권익의 보호라는 긍정적인 측면이 있기는 하지만, 자산을 인수한 당사자의 입장에서는 합병시에는 전혀 예상하기 어려운 추가적인 비용부담(특히, 퇴직금, 임금 등 근로관계의 계속을 전제로 한 급부의 부담이 추가로 발생하는 경우가 많다)을 지게 되는 경우가 발생되기 때문에, 자산인수를 이용한 기업의 거래를 억제할 우려가 있다. 따라서, 법령이나 판례에서 기업의 양도 등과 관련된 근로관계의 계속과 단절에 대한 명확한 기준의 제시가 필요하다고 생각된다.

## (4) P&A(Purchase & Acquisition)

이것은 자산인수의 특수한 형태로 자산과 부채를 인수, 매각하되 매도기업(판매기업)의 일부자산과 부채를 분리하여 인수, 매각하는 것을 말한다.

## 2. 주식인수(Stock Acquisition)

### (1) 인수방식

주식의 인수를 통하여 기업의 경영권을 취득하는 방식에는 이미 발행된 구주를 인수하는 방식과 새로 발행되는 신주를 인수하는 방식이 있다.

구주인수방식에는 대주주로부터 양수받는 방법, 시장에서 주식을 매집하는 방법, 상장법인 또는 등록법인의 경우 공개매수를 이용하는 방법, 지주회사 등의 경우 주식을 현물출자받는 방법 등이 있다.

신주인수방식에는 제3자에게 신주인수권을 부여하는 방법, 실권주를 인수하는 방법, 전환사채(CB)나 신주인수권부사채(BW)와 같이 장래에 의결권 있는 주식 등으로 전환될 수 있는 유가증권을 인수하는 방식이 있다.

### (2) 공개매수(Tender Offer)

증권거래법은 상장주권 또는 등록주권 중 의결권 있는 주식, 신주인수권을 표시하는 증서 등을 유가증권시장 혹은 협회중개시장 외에서 매수 등을 하고자 하는 자는 당해 매수 등을 한 후에 본인과 그 특별관계자(증권거래법이 인정하는 일정한 요건에 해당되는 특수관계인 및 공동보유자)가 보유하게 되는 주식 등의 수의 합계가 당해 발행주식 등의 총수의 5% 이상이 되는 경우에는 공개매수하여야 한다고 규정하고 있다.<sup>22)</sup> 또 상장법인 또는 협회등록 법인의 주식 등을 5% 이상 보유하게 된 자는 그날로부터 5일 이내에 그 보유상황을 금감위와 증권거래소 혹은 증권업협회에 보고하여야 하고, 그 보유주식비율이 당해 법인의 주식 등의 총수의 100분의 1의 비율 이상 변동된 경우에는 그 변동이 있는 날로부터 5일 이내에 보고하여야 하는데(증권거래법 제200조의2), 이를 “5% 보고의무” 혹은 “5% Rule”이라고 부른다.<sup>23)</sup> 이것은 당해 주식 등의 매수를 하는 상대방의 수가 주식 등의 매수 등을 하는 날로부터 과거 6개월의 기간 동안 10인 이상인 경우에 적용된다. 다만 주식의 소각을 목적으로 하는 경우, 주식매수청구에 응한 주식의 발행, 특수관계인으로부터의 주식의 매수 등은 공개매수를 요하지 않는다.<sup>24)</sup> 근래에는 위 5% Rule이 기업간의 M&A를 저해하는 것으로 보는 견해가 있다. 그러나 이 5% Rule은 인수대상업체와 그들의 주주들에게 경영권에 대한 위협이 발생할 수 있다는 가능성을 조기에 알려주고, 거기에 대하여 대응을 취할 수 있는 기회를 부여하기 위한 제도이기 때문에, 이러한 제도 자체를 M&A를 저해하는 요인이라고 보는 것은 무리라고 생각된다. 다만, 5% 변동의 보고의 기간 혹은 보고의 내용에 대하여는 개선의 여지가 있다고 생각된다. 즉, 우리나라는 상장법인 혹은 등록법인의 주식 등을 5% 이상 보유하게 된 자에게 그날로부터 5일 이내에 그 보유상황을 금감위와 증권거래소 등에 보고하게 하고 있고, 그 보고일의 전일까지 새로운 변동상황이 발생하면 그러한 변동상황까지 모두 보고하도록 하고 있다(증권거래법 제200조의2). 그러나 이 제도를 처음 만든 미국의 경우 1934년 증권거래법(Security Exchange Act) 제13조(d)에서 5% 이상을 소유하게 된 날로부터 10일 이내에 이러한 사실을 공시하도록 하고 있으나,<sup>25)</sup> 우리나라의 증권거래법과는 달리 신고의무기간 동안의 인수대상기업의 주식매입상황을 신고하지 않고 추가적인 매입이 가능하다.<sup>26)</sup> 그 결과 이론적으로는 인수기업이 인수대상기업의 주식을 5%를 초과하여 인수한 날로부터 10일 동안에 상당한 수량의 주식(예컨대, 51%, 76% 등)을 매입할 수 있는 것이다. 미국과 한국의 5% Rule에 관련된 제도를 비교하여 볼 때 미국에서의 M&A가 한국보다 훨씬 수월할 것으로 보인다. 그러므로 우리나라의 경우 M&A의 활성화를 위하여 위와 같은 5% 보고의무 발생일 후 5일 동안에 발생한 새로운 변동상황을 함께 보고할 의무를 제거하거나 혹은 그러한 보고의무를 그대로 둔 채 보고의무의 기간을 10일로 연장하는 방안 등을 마련하는 것이 M&A의 활성화를 위하여 바람직한 것으로 생각된다.

### (3) 공 시

상장법인이나 코스닥등록법인이 일정한 비율 이상의 자본금을 다른 법인에 출자하는 경우에는 금융감독위원회와 증권거래소 등에 신고하여야 한다.<sup>27)</sup> 상장법인의 대주주의 변동상황과 최대주주의 소유주식수의 변동상황도 금융감독위원회 등에 신고하여야 한다. 공개매수를 하는 경우에는 증권거래법에 따라서 공개매수를 공고하고, 금융감독위원회에 일정한 요건을 기재한 공개매수신고서를 제출하여야 하며, 공개매수의 가격이 균일하여야 하는 등 증권거래법이 규정하는 절차를 따라야 한다.

## 3. 인수후 개발(Acquisition and Development)

### (1) 개 념

통상 M&A가 공장설비의 확보나 시장지배력의 강화를 위하여 부실기업이나 완성된 회사를 주로 인수합병하는 것과는 달리 미국의 캘리포니아의 실리콘벨리에 있는 Cisco System은 시장을 리더하기 위하여 독자적으로 연구개발(Research and Development)하는 것보다 우수인력과 핵심기술을 가지고 있는 신생(start-up)기업을 인수하여 독립적으로 운영하는 방법으로 사업의 영역을 확장하였다. 이후에 이러한 기업의 인수방식이 인수후 개발(A&D)방식이라고 불리고 있다. 그러나 한국에서는 주로 사양업종 또는 저성장형 코스닥등록법인을 성장가능성이 있는 장외기업과 결합하여 기업가치를 높이는 M&A방식으로 이해되고 있다.<sup>28)</sup>

## (2) 현 황

한국에서의 A&D는 투자자본을 조속히 회수하여 투자이익을 실현하기 위하여 부도상태에 처하거나 혹은 성장이 정지된 상장법인이나 코스닥등록법인을 인수하여 지배권을 확보한 다음 장외의 성장성 있는 다른 유망기업을 인수하여 그 사업내용을 새롭게 개발하여 회사의 주가치를 향상시키는 측면을 중심으로 이를 이해하는 경향이 있다. 자력으로 단시간 내에 상장 또는 협회등록을 하기 어려운 회사가 간접적으로 상장 혹은 등록되는 효과를 얻게 되는 측면에서 이러한 방식을 우회등록(Back door Listing)이라고 부르기도 한다.

2000. 3. 외국계 투자회사인 리타워스트래티지스가 송풍기 제조업체인 파워테크를 인수하여 리타워테크놀로지사로 상호를 변경한 다음 2000. 11.까지 비즈니스솔루션과 소프트웨어와 관련된 12개의 기업을 제3자 배정방식의 유상증자<sup>29)</sup>를 통하여 인수하였는데, 이것을 우리나라에서의 A&D에 의한 기업인수방식의 대표적인 사례로 보는 경향이 있다.<sup>30)</sup> 이 외에도 비슷한 시기에 몇 개의 기업들이 A&D를 표방하면서 유사한 방식으로 성장성과 수익성에 한계를 가진 기업들을 인수한 뒤 이들 기업을 변환시킨 뒤 이를 기반으로 새로운 비즈니스 모델을 구축하려는 시도를 하였다.<sup>31)</sup>

## (3) 우회등록(Back Door listing)에 대한 규제

### 1) 우회등록

우회등록은 비상장 혹은 비등록 기업이 상장법인 혹은 코스닥등록법인의 주식을 인수하여 그 상장기업 혹은 등록기업을 합병함으로써 실질적으로 상장 또는 등록되는 효과를 얻는 것을 말한다. 이 방식은 재무구조 등이 비교적 탄탄한 상장법인보다는 주로 코스닥등록기업을 대상으로 하여 행하여지는 경우가 많다. 우회등록을 하는 이유는 코스닥시장에 등록되는 경우 각종의 세제상의 혜택,<sup>32)</sup> 시장을 통한 손쉬운 자금의 조달, 기업의 성가의 제고 등의 이점이 있기 때문이다.

### 2) 최근의 동향

2003. 9. 장외기업에 의하여 코스닥등록기업의 최대주주가 변경된 사례가 12건에 이르는 등 다시 A&D방식에 의한 코스닥등록기업의 M&A가 성황을 이룰 가능성이 엿보이고 있다. 최근에도 코스닥등록기업인 로토토가 장외기업인 네띠앙의 영업 전부를 양수하고 그 양수의 대가로서 로토토는 네띠앙의 최대주주에 대하여 유상증자를 실시하여 실질적으로는 네띠앙이 로토토를 인수하여 우회적으로 등록한 것과 같은 결과가 되는 등 유사한 사례가 증가되고 있다. 이것은 코스닥등록을 위하여 자기자본이익률(ROE)이 10%를 넘어야 하고 2년 연속 정상손실을 내는 기업은 퇴출되는 등 그 진입요건이 까다로워지고 M&A의 활성화를 위하여 합병요건을 완화하였기 때문에 이러한 추세는 계속될 것으로 예상된다.<sup>33)</sup> 또한 2003 년도에는 코스닥등록기업들이 한계기업의 자금조달을 위한 수단 혹은 사채발행을 위한 담보용으로 제3자 배정방식의 유상증자를 실시하는 사례가 증가하고 있어 이를 통한 우회적인

M&A의 가능성이 증대되고 있다.

### 3) 우회등록의 폐해방지

상장법인 등이 비상장법인의 주식을 고가에 매입하는 경우에는 상장법인 등의 부실화와 그에 따른 투자자의 피해가 발생할 수 있고, 유동성이 없는 비상장법인의 주식이 상장법인의 주식과 교환되는 결과가 되어 정상적으로 상장을 할 수 없는 회사가 우회적으로 상장 또는 등록되는 부정적인 효과가 나타날 수 있다. 금융감독위원회는 우회등록으로 인한 폐해를 규제하기 위하여 이를 제한할 수 있는 조치들을 취하였다.<sup>34)</sup>

① 이 경우 유가증권신고서 및 수시공시서식에서 주식의 매수금액 또는 출자금액과 그 산정 근거 등 관련정보를 충분히 공시하도록 하였다.

② 신규상장 또는 코스닥등록시 적용되는 최대주주 등의 주식의무보유제도를 상장법인 또는 코스닥등록법인과 합병되는 피합병법인의 최대주주 등에게도 적용하여 합병 후 보유주식을 최대주주는 등록일로부터 2년간, 벤처금융의 투자기간이 2년 미만인 경우 등록일로부터 1월간 보유하도록 하는 등의 조치를 취하였다.

## 4. 주식교환

### (1) 개념

현재 우리나라에서는 “전략적 제휴”를 위하여 가장 효과적인 방식으로 많은 현금이 소요되지 않는 주식교환(Stock Swap)이 이용되고 있다. 주식교환은 기업을 인수할 때 기업이 보유하는 주식의 일부를 다른 회사의 주식과 맞교환하는 것을 말하는 것으로서, 주로 M&A의 과정에서 인수기업이 자사주식을 대가로 인수대상기업의 주식을 취득하는 의미로 많이 쓰이고 있다.

### (2) 주식교환의 방식<sup>35)</sup>

#### 1) 구주를 교환하는 방식

A회사와 B회사가 이미 발행되어 있는 자기의 주식을 서로 교환하는 것이다. 이러한 방식의 주식교환은 현행법상 아무런 문제가 없으므로 당사자간의 합의로 자유롭게 행할 수 있다. 다만 주식교환에 참여한 양당사자 기업의 주주 모두가 양도소득세를 부담하기 때문에 주주들에게 큰 부담으로 작용하여 주식교환에 의한 M&A의 활성화에 걸림돌이 되고 있다.<sup>36)</sup>

#### 2) 인수회사가 신주를 발행하는 방식

M&A를 원하는 기업인 A사와 B사 중에서 상대적으로 우량한 A사가 신주를 발행하고, B사는 A사의 신주를 인수하며, 그 인수대가를 지급함에 있어서 현금대신에 B사의 구주로 납입하는 현물출자방식이다. 상법상 현물출자의 목적이 될 수 있는 것은 대차대조표의 자산에 기재할 수 있는 것이면 무엇이든 가능하지만 현물출자재산의 과대평가로 자본의 충실을 해할 위험을 방지하기 위하여 상법은 원칙적으로 법원이 선임한 검사인에 의하여 엄격한 조사를 받도록 규정하고 있다.<sup>37)</sup> 이러한 현물출자에 관한 법률적 과정을 엄격하게 실행할 경우 많은 시간이 소요되어 주식교환비율에 대한 합의 이후 주가 변동으로 인하여 주식교환이 무산될 가능성이 높고, 공인된 감정인이라고 할지라도 비등록법인의 주식가치를 정확히 평가하기가 매우 어렵기 때문에 현실적으로 주식교환이 원활히 이루어지기 어렵다.<sup>38)</sup>

#### 3) 쌍방회사가 신주를 발행하는 방식

A회사와 B회사가 신주를 제3자 우선배정방식으로 발행하여 상호인수시키는 방식이다. 이 경우 주식을 현물로 출자하는 방식을 취하게 된다. 그러나 이러한 현물출자의 경우 상법상으로 법원의 감독 등을 받게 되고, 대주주가 소유주식을 주식교환의 목적으로 현물출자할 경우 제3자 배정으로 받는 신주에 대한 이익에 대하여 증여세를 물게 되며, 현물출자로 인

한 자본이득에 대하여 양도소득세 및 증권거래세가 부과되는 등의 불리한 점이 있다. 다만 벤처기업에 대하여는 벤처기업육성에 관한 특별조치법에서 주식교환을 인정하고 있으며, 여기에 관하여는 뒤에서 따로 본다.

#### 4) 우회적 방식

위와 같은 여러 가지의 단점을 회피하기 위하여 다음과 같이 상호 제3자배정 유상증자를 통한 방식을 취할 수도 있다.<sup>39)</sup>

① B기업의 대주주가 보유한 B회사의 주식을 A회사에 매각하고 받은 대금으로 B기업의 대주주가 A기업의 제3자 배정 유상증자에 참여하도록 하는 방식으로서, A기업은 B기업의 주식을 매수한 자금을 거의 회수할 수 있기 때문에 많은 현금 없이도 기업을 인수할 수 있다.

② A기업과 B기업 중 한 기업이 먼저 제3자 배정방식으로 신주를 발행하고 일방이 신주인수대금을 타방에게 지급하면 타방은 이 대금을 이용하여 다시 상대방의 제3자 배정 유상증자에 참여하는 방식이다. 이 경우에도 현금 없이 기업을 인수할 수 있는 장점이 있다.

#### (3) 주식교환의 이점과 평가

주식교환을 통하여 회사를 인수하는 경우 그 인수대가로 현금대신에 주식을 교부하므로 큰 자금 없이 사업영역을 확장할 수 있고, 회사의 지배권을 유지하면서 새로운 사업의 파트너를 만들 수 있으며, 투자유치의 수단으로 이용될 수 있다. 그러나 현재 우리나라에서 진행되고 있는 우회적인 주식교환의 방식은 실질적으로는 법원이 선임한 검사인의 검사 등 감독을 받아야 하는 주식의 현물출자에 해당하지만, 이를 우회적인 방법으로 회피하는 작용을 하고 있다. 이것은 현물출자시의 자본의 충실을 기하기 위한 제도의 목적을 퇴색시키고 투자자의 보호를 위하여도 바람직하지 않은 현상이라고 보인다. 이러한 제도를 법제화하여 거래계의 필요성에 부응하도록 하는 한편, 그 절차를 법정하여 그로 인한 부작용을 최소화하도록 하는 방안이 필요하다고 생각된다.

#### (4) 벤처기업의 주식교환제도

1) 주식교환제도의 활성화를 위하여 주식을 현물출자하여 주식교환을 하는 경우 법원에 의한 검사인의 선임과 감독 등 법원의 통제장치를 완화할 필요성이 있고, 비상장 미등록 주식의 주식교환시에 양도소득세의 면제, 증권거래세를<sup>40)</sup> 인하하는 등의 조치의 필요성이 제기되고 있다. 또한 제3자 배정 유상증자의 경우에 주식의 증가로 인하여 주가가 하락하는 경우 기존의 주주에게 막대한 손해를 줄 여지가 있으므로 이때 주식매수청구권을 인정하여야 할 필요성도 강조되고 있다.

2) 정부는 이러한 현실적인 필요성에 따라서 벤처기업에 대하여 주식교환을 쉽게할 수 있는 제도적 장치를 마련하였다. 이러한 제도적인 장치들은 현실적인 자금이 풍족하지 아니한 벤처기업에 있어서의 M&A를 통한 전략적 제휴를 활성화시킬 수 있는 적절한 방안으로 생각된다.

벤처기업육성에 관한 특별조치법 제15조 이하에서는 비상장·미등록 주식회사인 벤처기업이 다른 벤처기업과 전략적 제휴를 할 때에는 정관이 정하는 바에 따라 발행주식 총수의 20% 범위 이내에서 자기주식을 취득하여 다른 벤처기업의 주식과 교환하도록 하였으며, 그 취득금액은 상법 제462조 제1항의 규정에 의한 이익배당이 가능한 한도 내에서 가능하도록 하였다. 다만 이러한 주식교환에 의한 주식은 취득일로부터 1년간 이를 처분하지 못하게 하였다. 이 제도는 벤처기업간 전략적 제휴를 활성화하기 위해서는 기업간의 주식교환을 통한 교류확대가 효율적이지만 현행 제도상 주식교환은 상법 제341조의 자기주식의 취득금지, 자본충실의 원칙 등으로 인하여 곤란한 점이 있었으므로 이에 대한 특례규정을 둔 것이다.

이때의 주식교환계약서에는 전략적 제휴의 내용, 자기주식의 취득방법, 취득가격 및 취득시기에 관한 사항, 교환주식의 가액총액, 평가 종류 및 수량에 관한 사항 등을 기재하여야 하고, 주주총회의 특별결의에 의한 승인을 받아야 한다.

또한, 전략적 제휴를 반대하는 주주에게는 주식매수청구권을 인정함으로써 주식교환을 원활하게 할 수 있게 하였다.41) 주식매수의 청구를 받은 벤처기업은 그 청구를 받은 날로부터 2월 이내에 그 주식을 매수하여야 하고, 6개월 이내에 이를 처분하여야 한다.

3) 상법과 독점규제및공정거래에관한법률은 주식의 포괄적 교환을 통하여 지주회사와 자회사의 관계로 되는 것을 인정함으로써 주식교환을 일정한 범위 내에서 촉진할 수 있는 근거를 두고 있다. 특히 독점규제및공정거래에관한법률 제8조의2는 벤처기업의 경우에는 지주회사가 자회사 발행주식 총수의 20% 이상을 소유하면 되는 것으로 인정하여 일반기업의 경우에 50% 이상, 상장법인이나 코스닥등록법인의 경우에는 30% 이상을 요구하는 것보다 그 요건을 대폭 완화하였다.

4) 세법은 지주회사에 대하여 일정한 조세특례를 인정하고 있다. 즉, 독점규제및공정거래에관한법률에 의한 지주회사에 대하여는 자회사로부터 받는 배당금수입에 대하여 이중과세를 조정하는 제도를 법인세법에 두고 있다. 그리고 일반지주회사 및 금융지주회사의 설립을 지원하기 위하여 현물출자 또는 주식교환 등에 대한 양도소득세 또는 법인세의 과세를 지주회사 주식의 처분시까지 이연할 수 있는 근거규정을 조세특례제한법에 두고 있으며, 이 규정은 벤처지주회사의 경우에도 마찬가지로 적용된다.42)

#### IV. 기업의 합병(Merger)

##### 1. 개념

기업의 합병은 2개 이상의 회사가 상법의 특별규정에 의하여 청산절차를 거치지 않고 합쳐서 그 중 한 회사가 다른 회사를 흡수(“흡수합병”)하거나 신회사를 설립(“신설합병”)함으로써 1개 이상의 회사의 소멸과 권리의무의 포괄적 이전을 생기게 하는 회사법상의 법률요건을 의미한다.

우리나라의 경우 신설합병은 해산회사가 영위하여야 하는 인가·허가사항이 신설회사에 승계되지 않고, 합병회사의 주주 전원에게 신설회사의 주식을 발행하여야 하며, 해산하는 회사가 상장회사인 경우에도 신설회사는 그 지위를 승계하지 못하는 등의 단점이 있어 주로 흡수합병이 많이 이용되고 있다.

##### 2. 대금의 지급

합병거래의 대금을 현금으로 지급방법, 전환사채나 신주인수권부사채 등 회사채나 기타 채무증서를 지급하는 방법, 주식을 지급하는 방법 등이 가능하다. 최근에는 기업어음(CP)를 발행하여 그 대금을 지급하는 형태도 대두될 것으로 예상되고 있다.43)

##### 3. 합병의 절차

###### (1) 합병절차

합병을 위하여는 이사회결의,44) 합병계약서의 작성,45) 합병계약서류 등의 공시,46) 유가증권발행인의 등록,47) 합병승인결의,48) 주식매수청구절차,49) 채권자보호절차 등의 엄격한 법정절차를 경유하여야만 한다.

###### (2) 벤처기업간 합병절차 간소화

기업공개를 통한 성장모델의 한계로 투자자들의 자본회수의 방법의 대안이 되는 M&A에 대한 수요가 크지만 기업가치 평가기준의 미흡, 기업간의 불신 외에 법률적 복잡성이 그 원인으로 작용하여 실행되는 사례가 적었다. 상법상 요구되는 합병절차에 관한 규정들은 주주총

회의 소집통지기간, 채권자의 이의제출기간, 합병계약서의 공시기간 등을 그대로 준수하는 경우 합병절차가 신속하게 진행될 수 없는 단점이 있었다. 그래서 비상장·미등록 주식회사인 벤처기업이 다른 벤처기업과 합병결의를 할 때에는 주주총회의 소집통지의 기간과 채권자의 이의제출기간, 그리고 합병계약서 등의 공시기간을 상법의 요건보다 단축하여 벤처기업간의 합병을 간소화하여 신속하고 자율적인 합병절차가 진행될 수 있도록 하였다. 즉, 채권자의 이의제출기간을 1개월에서 10일로 단축하고, 합병결의를 위한 주주총회소집 통지기간을 주주총회 회일 2주간 전에서 7일 전으로 단축하고, 합병계약서 공시기간을 상법과 달리 합병승인을 위한 주주총회 회일 7일 전부터 합병을 한 날 이후 1월이 경과하는 날까지로 할 수 있다.<sup>50)</sup> 이러한 합병절차의 간소화는 벤처기업의 M&A의 활성화를 위하여 바람직한 조치라고 생각된다.

#### 4. 간이합병과 소규모합병

상법은 일정한 경우에 앞서와 같은 엄격한 합병절차 대신에 간편한 합병절차를 취할 수 있도록 하였다. 간이합병은 특수관계에 있는 계열회사간의 합병이 대부분인 한국의 현실을 감안한 것이고, 소규모합병제도는 합병 후 존속하는 법인의 합병절차의 간편화를 위한 것이다. 흡수합병에 있어 존속회사가 소규모합병의 요건을 갖추고 있고, 소멸회사가 간이합병의 요건을 갖추고 있다면 합병당사회사가 모두 주주총회의 승인을 얻지 아니하는 합병도 가능하다.

##### (1) 간이합병

흡수합병의 경우 합병으로 인하여 소멸하는 회사의 총주주의 동의를 있거나 또는 그 발행회사의 발행주식 총수의 90% 이상을 합병 후 존속하는 회사가 소유하고 있는 경우에는 소멸회사의 주주총회의 승인은 이사회의 승인으로 갈음할 수 있다.

##### (2) 소규모합병

흡수합병의 경우 합병 후 존속하는 회사가 합병으로 인하여 발행하는 신주가 그 회사의 발행주식 총수의 5%를 초과하지 아니한 때에는 그 존속하는 회사의 주주총회의 승인은 이사회의 승인으로 갈음할 수 있다. 다만 합병으로 인하여 소멸하는 회사의 주주에게 지급할 금액을 정한 경우에 그 금액이 존속하는 회사의 최종 대차대조표상으로 현존하는 순자산액의 2%를 초과하는 때에는 정식합병절차에 의하도록 하고 있다.

#### 5. 인수합병의 제한

##### (1) 자기주식취득 등

상법은 회사가 다른 회사의 주식을 10% 이상 취득할 때에는 다른 회사에 이를 통지하도록 하고, 모회사<sup>51)</sup>간에는 모회사의 주식은 일정한 경우를 제외하고는 자회사가 취득하는 것을 금지하고 있다. 또한 회사, 모회사 및 자회사 또는 자회사가 다른 회사의 발행주식 총수의 10%를 초과하는 주식을 가지고 있는 경우 그 다른 회사가 가지고 있는 회사 또는 모회사의 주식은 의결권이 없다.

##### (2) 합병의 회사형태의 제한

상법은 합병을 하는 회사의 일방 또는 쌍방이 주식회사 또는 유한회사인 때에는 합병 후 존속하는 회사 또는 합병으로 인하여 설립되는 회사는 주식회사 또는 유한회사이어야 하고, 유한회사가 주식회사와 합병하여 합병 후 존속하는 회사 또는 합병으로 인하여 설립되는 회사가 주식회사인 때에는 법원의 인가를 얻어야 한다.

##### (3) 독점규제및공정거래에관한법률의 기업결합의 제한<sup>52)</sup>

자산 또는 매출액이 1,000억원 이상인 기업의 결합으로 인하여 1개 기업의 시장점유율이

50% 이상이며 시장점유율이 제2위인 회사와의 시장점유율의 차이가 25% 이상인 때에는 일정한 거래분야에서 경쟁을 실질적으로 제한하는 것으로 추정하여 기업결합에 대한 공정거래위원회의 심사를 거쳐 규제를 받아야 한다.

기업결합 당사회사 중 1 이상의 회사가 대규모회사인 경우(53)에는 일정 규모 이상의 주식 취득을 하는 경우에는 합병계약체결일, 영업양수계약체결일, 회사신설의 참여에 대한 주주총회 등의 결의가 있는 날부터 30일 이내에 공정거래위원회에 신고하여야 하며, 신고 후 30일이 경과할 때까지는 합병등기나 영업양수계약의 이행행위 등을 하여서는 아니된다. 대규모회사 이외의 기업결합으로서 자산총액 또는 매출액이 1,000억원을 넘는 경우에는 사후 신고대상 기업결합이 되며, 이에 해당되는 때에는 기업결합일로부터 30일 이내에 공정거래위원회에 신고하여야 한다.

(4) 상장법인 또는 코스닥등록법인에 대한 증권거래법상의 합병관련 규정

1) 상장법인 또는 협회등록법인이 아닌 법인이 상장법인 또는 코스닥등록법인과 합병하고자 하는 경우 주주총회의 합병승인결의는 당해 법인이 증권거래법의 규정에 의하여 금융감독위원회에 유가증권발행인의 등록을 한 날로부터 2월이 경과한 후에 하지 아니하면 그 효력이 없다.

2) 상장법인 또는 코스닥등록법인이 다른 법인과 합병, 분할, 분할합병 또는 중요한 영업양도(양수)를 하는 경우에는 금융감독위원회와 증권거래소 또는 증권업협회에 일정한 합병요건, 절차 등 합병기준에 따라 합병관련사항을 신고하여야 한다.

3) 상장법인 또는 협회등록법인이 다른 법인과 합병하고자 하는 경우에는 증권거래법에서 정하고 있는 일정한 방법에 의하여 산정한 합병가액에 의하여야 한다. 그리고 주권상장법인 또는 협회등록법인과 합병하려고 하는 비상장법인은 합병가액산정방법과 법인의 외형상 요건에 있어 증권거래법과 유가증권협회등록규정 등이 정하는 일정한 요건(54)을 충족하여야 한다.

(5) 회사정리법은 정리계획에서 회사가 다른 회사와 합병 혹은 분할할 것 등을 정한 때에는 계획의 규정에 의하여 합병·분할 등을 할 수 있고, 이 경우에는 반대주주의 주식매수청구권이 인정되지 않으며, 상법상의 채권자보호절차 등은 이를 적용하지 않도록 하고 있다.

(6) 증권투자회사는 주주를 보호하고 건전한 자산운용을 위하여 일정한 비율의 주식소유의 제한 등 법률에 의한 제한을 받고 있고 의결권의 행사방법도 규정에 따라야 한다.(55)

## V. 기업의 분할

1개의 회사가 2개 이상의 회사로 나누어져 분할 전 회사(피분할회사)의 권리의무가 분할 후 회사에 승계(56)되고, 분할 전의 회사의 사원이 분할 후 회사의 사원이 되는 회사법상의 법률요건을 회사의 분할이라 한다.

회사는 분할에 의하여 1개 또는 수개의 회사를 설립하거나(단순분할) 또는 1개 또는 수개의 존립중의 회사와 합병(분할합병)할 수 있다. 단순분할과 분할합병은 겸할 수 있다. 단순분할은 분할 전 회사가 소멸하는 완전분할과 분할된 부분이 다른 회사에 합병되는 흡수분할 합병이 가능하다.

분할계획서 또는 분할합병계약서의 작성, 분할결의, 분할대차대조표 등의 비치 공시, 채권자의 이의절차 등이 합병의 경우와 마찬가지로 적용된다. 분할 또는 분할합병과 관련하여 분할되는 회사가 분할에 의하여 회사를 설립하는 경우에는 설립되는 회사가 분할되는 회사의 채무 중에서 출자재산에 대한 채무만을 부담하는 것으로 정한 경우에는 채권자보호절차가

필요할 것이다. 한편, 분할합병의 경우에는 주식매수청구권을 인정되지만, 단순분할의 경우에는 주식매수청구권이 인정되지 않는다.<sup>57)</sup> 또한 분할로 설립되는 회사를 분할하는 회사의 출자만으로 설립하고 분할하는 회사의 주주에게 그 회사의 주식의 소유비율에 따라서 설립되는 회사의 주식을 발행하는 경우에는 변태설립사항에 대한 감사인의 조사, 보고에 관한 규정은 적용되지 않는다(상법 제530조의4). 그러므로 희망하는 주주에게만 주식을 배정하는 불비례적인 인적분할의 경우나 분할로 인한 신설회사가 분할회사의 출자 외에 다른 출자에 의하여 설립되는 경우에는 감사인의 조사, 보고가 필요할 것이다.

## VI. 주식의 포괄적 교환 및 포괄적 이전

### 1. 제도의 취지

독점규제및공정거래에관한법률이 지주회사의 설립 또는 전환을 허용함에 따라서 상법상 지주회사의 설립에 관한 제도를 보완하여 지주회사의 설립을 용이하게 하기 위하여 주식의 포괄적 교환 및 이전을 인정하였다. 주식의 포괄적 교환과 이전에 관한 규정은 회사간에 주식 전부를 받거나 주는 방식으로 완전한 모회사 또는 자회사가 될 수 있는 제도로서 완전모회사의 설립을 전제로 한 것이다. 이는 원활한 기업의 재편을 위하여 회사분할에 따른 영업부문의 분할, 이전을 용이하게 하는 수단으로서의 기능도 가진다. 주식의 포괄적 교환 또는 이전 제도는 현행 제도들의 절차상 비용상 한계를 극복하면서 기본적으로 기업의 물적 조직은 그대로 둔 채 인적 조직만 이전시키기 위한 것으로서 완전모자회사관계인 순수지주회사의 설립에 대한 상법상 제도적 지원책이 마련된 것으로 볼 수 있다. 특히 벤처기업의 경우에는 지주회사의 요건으로서 자회사의 발행주식 총수의 20% 이상<sup>58)</sup>을 소유하면 되는 것으로 그 요건을 완화하여 아래와 같은 제도를 통하여 지주회사화하기 쉽도록 하였다.

### 2. 포괄적 주식교환방식

이것은 회사가 신주를 발행하여 다른 회사의 주주가 가진 주식 전부와 교환하도록 함으로써 그 다른 회사의 모회사가 되는 방식으로, 특정회사가 완전모회사로 전환되면서 다른 회사의 여타 주주들은 그 주식을 모두 완전모회사에 넘기고 완전모회사는 신주를 발행하여 교부한다. 이를 위하여 회사는 주식교환계약을 작성하여 주주총회의 특별결의에 의한 승인을 얻어야 하고, 주식교환계약서 등을 공시하여야 한다. 완전모회사가 되는 회사의 자본은 주식교환의 날에 완전자회사가 되는 회사에 현존하는 순자산액을 기준으로 일정한 금액 이상을 초과하여 증가시킬 수 없다(상법 제360조의7 참조). 만일 완전자회사가 자본잠식의 상태에 있는 경우에는 논리적으로 순자산액의 증가가 있을 수 없으므로, 포괄적 주식교환방식을 이용할 수 있을 것인가에 대하여는 논란이 있을 수 있다. 완전자회사의 주식을 소각한 다음 증자를 실시하는 등의 방법으로 완전자회사의 자본을 정(+의 상태로 만들어 놓은 다음에 주식교환(신주발행방식 혹은 구주교부방식)을 실시하는 것이 자본충실의 원칙에 적합할 것으로 생각된다. 또한, 완전자회사가 주식교환 이전에 전환사채를 발행한 경우에는 주식교환 후 전환사채권자가 전환권을 행사하여 완전자회사가 신주를 발행하여야 한다면 완전모회사관계가 파괴될 우려가 있다.<sup>59)</sup> 여기에 대하여는 전환사채발행계약서에 주식교환의 사유가 발생할 때에는 전환사채의 전환청구기간의 조기종료조항을 두는 방법을 고려하여 볼 수 있고, 그렇지 않다면 전환권의 조기행사 등의 방법으로 주식교환 이전에 그러한 문제를 해결하도록 하여야 할 것이다.

### 3. 포괄적 주식의 이전방식

이것은 회사가 별도의 완전모회사를 설립하여 주주가 가진 그 회사의 주식 전부를 새로 설립하는 완전모회사에 이전함으로써 완전자회사가 되도록 하는 것이다. 여러 다른 회사의 주

주들은 완전모회사의 주주로 이전되면서 완전모회사의 신주를 교부받는다. 이를 위하여 회사는 일정한 사항을 기재한 주식이전계획서를 작성하여 주주총회의 특별결의에 의한 승인을 얻어야 하고, 주식이전계약서 등을 공시하여야 한다.

#### 4. 주식매수청구 등

주식의 포괄적 교환이나 포괄적 이전 이후에도 기존회사는 그대로 존속하게 되고 채권자의 보호절차는 필요하지 않다. 주식의 포괄적 교환이나 포괄적 이전에 관한 주주총회의 승인결의에 반대하는 주주는 주주총회 전 회사에 대하여 서면으로 그 결의에 반대하는 의사를 통지하고, 그 총회의 결의일로부터 20일 이내에 회사에 대하여 서면으로 주식의 매수를 청구할 수 있다.

### VII. 벤처기업의 M&A를 활성화하기 위한 여러 가지의 조치

우리나라에서는 1986년 ‘중소기업창업지원법’이 제정된 후 창업투자회사들의 설립이 활성화되면서 벤처기업에 대한 개념이 생겨나게 되었고, 1997년 ‘벤처기업육성에관한특별조치법’이 입법된 후 1999년과 2000년 사이에 벤처기업 붐이 일어났다. 그러나 2000년 무렵부터 전세계적인 IT산업의 침체로 인하여 한국의 벤처산업도 그 영향을 받아 비즈니스 모델이 약하고 성장성과 수익성을 갖추지 못한 중소 벤처기업들이 경영상의 위기에 처하게 되었다. 한국은행의 자료에 의하면 2002년도 말의 우리나라의 기업들이 보유하는 현금은 57.4조원(60)으로서 사상유례가 없이 증가되어 있는데, 이것은 대기업들이 적절한 투자대상을 찾지 못하여 과다한 현금을 보유하고 있는 것으로 분석되고 있다. 그러나 벤처기업에는 필요한 자금이 부족한 실정이다. 현재 자산 5조원 이상의 기업집단은 출자총액이 100분의 25를 초과하면 다른 국내기업의 주식을 취득 또는 보유할 수 없도록 규제되고 있어 이러한 대기업의 자금이 벤처기업에 충분히 투자될 수 있도록 완화되어야 할 것이다.<sup>61)</sup> 또한 대기업의 독자적인 연구개발 조직에 의하여 새로운 기술이나 제품을 개발하는 데에 한계가 있기 때문에 핵심기술을 가진 벤처기업을 M&A하는 것은 하나의 대안이 될 수 있다. 한편, 벤처기업의 M&A는 시장점유율의 강화라는 측면보다는 연구개발기능의 외주라는 측면이 강하기 때문에 일반적인 기업의 M&A와는 다른 차원에서 바라볼 수 있다. 이러한 여러 가지 사정을 바탕으로 벤처기업의 M&A를 활성화할 필요성이 대두되었고, 다행히 정부는 여러 가지 제도의 개선을 통하여 벤처기업의 M&A를 활성화할 수 있는 전향적인 조치를 취하여 오고 있다. 이러한 제도들이 어떻게 현실과 접목될지는 앞으로 지켜보아야 하겠지만, 벤처기업의 M&A를 활성화하는 데에는 환영할 만한 조치들이라고 생각된다. 이하에서는 결어에 갈음하여 이러한 최근의 M&A의 활성화를 위한 조치를 살펴보도록 하겠다.

#### 1. 코스닥등록법인의 M&A 활성화를 위한 조치

최근에 코스닥위원회는 유가증권협회등록규정을 개정하여 협회등록법인의 등록요건을 강화하는 반면 M&A를 활성화하는 방안을 마련하였다.<sup>62)</sup>

##### (1) 등록요건의 강화

###### 1) 일반기업의 경우

2004. 1.부터 일반기업의 코스닥시장 등록을 위한 자본금 요건이 기존의 5억원 이상에서 10억원 이상으로 상향되고, 감사의견도 “적정” 또는 “한정”에서 “적정”으로 그 요건을 변경하게 되었다. 또한 수익성지표인 자기자본이익률(ROE) 기준을 도입하여 최근사업연도말을 기준으로 10%를 넘어야 한다고 그 요건을 정하였다.<sup>63)</sup> 이러한 기준의 상향은 코스닥등록을 원하는 기업들에게 그 경영성과를 더욱 강화하는 방향으로 움직이게 될 것으로 생각된다. 특히, 감사의견을 “적정”을 요구하는 것은 주식회사의 외부감사인의 책임을 강화하는 방

안과 맞물려 투자자 보호를 위하여는 바람직한 것으로 보인다.

## 2) 벤처기업의 경우

2004. 1.부터 벤처기업의 코스닥시장 등록을 위한 감사의견에 관한 요건이 “적정” 또는 “한정”에서 “적정”을 요구하는 것으로 변경되고, 자본금 5억원 이상, 경상이익의 시현, 최근사업연도말 자기자본이익률(ROE) 5% 이상인 요건을 충족하여야 한다.

### (2) M&A의 활성화를 위한 조치

위와 같이 코스닥등록법인의 등록요건을 강화하는 한편 투자자금의 회수방법으로서의 M&A를 활성화할 수 있는 제도들을 마련하여 2003. 9. 8.부터 시행하고 있다.<sup>64)</sup>

1) 코스닥등록법인과 비공개기업의 합병시 비공개기업의 최대주주 및 특수관계인, 5% 이상 주주의 지분변동 제한기간이 현행의 1년에서 6개월로 단축되었다.<sup>65)</sup> 이 조치는 대규모 투자자의 투자자금의 회수기간을 단축시켜 현금의 흐름을 원활하게 하여 주어 투자를 촉진하는 효과가 기대된다.

2) 합병 및 신규등록 때 최대주주의 특수관계인과 5% 이상 주주에 대하여는 발행주식 총수의 0.1%(1,000주 한도) 변동을 허용하였다.<sup>66)</sup>

3) M&A의 활성화를 위하여 사전경고기능을 강화하여 경손실을 기록하거나 시가총액이 50억원 미만인 경우 관리종목으로 지정되고 그 상태가 2회 연속되는 경우 등록이 취소된다. 일정기간<sup>67)</sup> 액면가액이 30% 미만의 관리종목 지정 및 등록취소의 기준도 40% 미만으로 상향조정되었다.

4) 비공개기업이 코스닥등록기업과 합병 등을 하기 이전에 다른 비공개법인과 합병한 경우에는 당해 비공개기업과 코스닥등록기업과의 합병으로 발행되는 신주가 합병으로 만들어진 회사주식 총수의 5% 미만인 소규모합병에 대하여는 비공개기업의 최대주주 등에 대한 지분변동제한요건과 결산재무제표 확정요건을 심사대상에서 제외하였다.<sup>68)</sup>

5) 소규모합병을 실시한 기업이 3년 이내에 다시 분할해 등록할 때에도 합병없이 분할만 해 등록하는 기업과 마찬가지로 자본금, 자본잠식, 부채비율, 감사의견 등만 심사하고 최대주주 등의 지분변동제한, 경상이익 등은 검토하지 않는다.

## 2. 벤처기업의 M&A 활성화를 위한 정부의 조치

정부는 미공개 벤처기업에도 상법<sup>69)</sup>이 일반적으로 적용됨에 따라, 벤처의 특성(기술력·성장성)이 반영되기 곤란하고, 현물출자(주식)에 의한 합병절차가 상법 제422조에 정한 대로 법원이 선임한 감사인의 검사를 받아야 하는 등으로 인하여 까다롭고,<sup>70)</sup> 다양한 주식교환·인수방식을 일일이 법제화하기에는 한계가 있다는 점, 그 동안 코스닥시장은 증권거래소보다 엄격한 합병요건을 유지하고, 사모M&A펀드, 구조조정회사 등의 운용 및 투자대상을 지나치게 제한적으로 운영하였다는 점, 우리나라의 M&A 중개기관의 능력 부족, 기술가치 평가모델이 부재하는 점 등이 벤처기업의 M&A의 활성화를 저해하는 요인이었다고 분석하고 이에 대한 대책을 마련하였다.<sup>71)</sup>

(1) 증권투자회사법은 기업인수투자증권회사(이른바 사모M&A펀드)를 인정하고 이 회사에 대하여는 다수의 투자자를 상대로 한 통상의 증권투자회사와는 달리 동일 종목 또는 동일 회사에 대한 투자제한규정이 적용되지 않으며,<sup>72)</sup> 의결권에 대한 제한규정도 적용되지 않는다. 이 제도가 시행된 이래 사모M&A펀드를 이용한 코스닥기업의 M&A는 증가하는 추세에 있다.<sup>73)</sup> 이러한 사모M&A펀드를 이용한 M&A를 더욱 활성화하기 위하여 건전한 구조조정 회사에 대하여는 사모 M&A펀드의 운영기회가 부여되고, 구조조정회사의 투자대상으로 현행 화의·법정관리기업에서 부실채권으로 확대하기로 하였다. 실제로 미국의 경우에는 수많

은 사모펀드(Private Equity Fund)들이 중심이 되어 벤처투자, 개도국의 기업에의 투자(74) 등을 활발하게 진행하고 있으며, 이러한 사모펀드들은 다른 기관투자자가 운용하는 펀드들에 비하여 훨씬 수익성이 높으며, 또한 이러한 펀드들의 투자자금은 시장상황의 변동에 따른 기업의 유연한 대처를 가능하게 해주는 밑바탕이 되고 있다고 한다. 우리나라의 경우에도 M&A를 기업의 경영권의 탈취라는 부정적인 인식을 벗어나 투자자금의 회수(이른바 “Exit”)라는 긍정적인 측면을 바라보는 시각의 전환과 함께 건전한 투자자금들을 끌어들이 수 있는 투자유인을 제도적으로 마련하여야 할 필요성이 있다고 생각된다. 특히 적절한 투자처를 찾지 못하는 이른바 전문투자자(credited investor)들을 위하여 제도적으로 투자판단에 필요한 여러 가지 요소(75)들에 대한 예측가능성을 높여 M&A펀드로 자금을 유인할 수 있는 대책이 추가적으로 마련되어야 할 것으로 보인다.

(2) 창업투자회사도 기존 투자기업의 회생이 필요할 경우는 일시적 경영지배 목적을 위한 투자(50% 이상)를 허용하기로 하였다.(76) 이것은 벤처캐피털은 벤처기업에 대한 투자지분 및 정보를 보유하고 있어 M&A에 대한 주도적 역할이 가능하다는 점에 주목한 것이다. 참고로 미국의 경우를 살펴보면 벤처캐피털은 투자기업 중 10%는 나스닥을 통해, 75%는 M&A를 통해 투자자금을 회수하고 있는 실정이다. 다만, 고의·편법 등의 부작용을 없애기 위해 중소기업청에의 사전신고 의무화 및 전문경영인 선임을 유도하고, 주식취득 후 일정 기간(6개월) 매각을 금지하고, 일정 기간(3년) 경과 후에는 매각을 의무화하기로 하였다.

(3) 또한 구조조정회사, 기술거래소 등을 통해 1,000억원 규모의 M&A펀드도 신설키로 하고, 창업투자회사의 유동성 증대를 위해 설치된 Secondary Fund에도 M&A기능을 부여키로 하였다.

(4) 벤처기업 M&A의 중개 및 평가기능의 개선: 현재 M&A 중개기관은 증권사, 기술거래소, 소규모 M&A중개업체 등으로 다양하나, 그 역할과 기능에 한계가 있다. 즉, 증권사들은 소규모 M&A를 기피하고, 기술거래소는 전문성은 있으나 정보수집의 한계로 실적이 미미하다는 점, 소규모 M&A중개업체들은 그 영세성과 비전문성으로 인해 신뢰 확보에 한계가 있다는 점, M&A 중개기관들의 기술(기업) 가치평가 기법 및 능력도 대체로 미약하고, 미공개 벤처기업은 적정한 시장가치가 없어 주로 이해관계자간의 협상 등으로 결정된다는 점 등이다.

그래서 벤처 M&A 전문중개기관의 육성 및 기능을 제고하기 위하여 일정 요건(전문인력, 자본금 등)을 갖춘 M&A 중개기관에 대해 M&A 중개비용의 일부를 지원하고,(77) 기술거래소·증권사 등 M&A 전문중개기관 사이의 「M&A 정보 Pool」을 구성·운영하기로 하였다. 또한, 적합한 기업가치 평가방식의 개발 및 인력을 양성하기 위하여 기술거래소 등을 통해 비상장·미등록기업에 적합한 정형화·구조화된 기업가치 평가모델을 개발·보급하고, 기술거래소·기술신보 등을 통해 M&A 교육프로그램을 개발하고 교육과정을 설치하기로 하였다. 이러한 구상은 그대로 실천될 수 있다면 M&A를 활성화하기 위하여 필요한 여러 가지의 기본적인 시스템을 구축한다는 측면에서 매우 바람직한 것으로 보인다.

(5) 벤처기업육성에관한특별조치법을 개정하여 벤처기업의 M&A를 활성화할 수 있도록 하는 제도를 마련하기로 하였다.

### 3. 벤처기업육성에관한특별조치법의 개정방향

벤처기업의 M&A를 활성화하기 위하여 정부는 벤처기업육성에관한특별조치법을 다음과 같이 개정하기로 그 방향을 잡았다.

(1) 벤처기업이 보유한 자기주식을 교환하여 전략적 제휴 등을 할 수 있는 대상기업의 범

위를 현행 벤처기업에서 다른 법인 또는 그 다른 법인의 주요주주로 확대하였다. 이러한 조치는 전략적 제휴의 대상을 확대하여 더욱 원활한 전략적 제휴를 가능하게 하는 효과가 있을 것으로 보인다. 즉, 우수한 벤처기업의 경영에 참가를 원하는 일반법인, 상장법인 혹은 코스닥등록법인에게 간편한 주식교환을 통한 전략적 제휴의 길을 열어 주어 활발한 전략적 제휴를 가능하게 할 것으로 기대된다.

(2) 벤처기업과 다른 기업간 인수·합병이 원활히 이루어질 수 있도록 현행 주주총회 전후로 이원화되어 있는 합병반대주주의 주식매수청구권 행사절차를 주주총회 이전으로 단일화하였다. 상법 제522조의3은 합병반대주주에 대하여 합병승인결의를 하는 총회 전에 서면으로 그 결의에 반대하는 의사를 통지하고 그 총회의 회일로부터 20일 이내에 서면으로 회사에 대하여 주식의 매수를 청구할 수 있게 하고 있다.<sup>78)</sup> 그러나 이러한 주식매수절차는 합병에 소요되는 기간을 길어지게 하기 때문에 신속한 절차의 진행을 위하여 그 기간을 단축하는 것은 적절하다고 보인다.

(3) 벤처기업이 다른 기업과의 전략적 제휴 등을 위하여 주식교환을 통해 다른 법인으로부터 교부받은 주식을 현물로 출자할 경우 대통령령이 정하는 평가기관<sup>79)</sup>이 그 주식을 평가한 때에는 그 평가내용을 상법상 법원이 선임한 감사인의 감정과 같음할 수 있도록 하였다. 이것은 구주의 현물출자에 대한 법원에 의한 검사제도를 회피하기 위하여 현금을 동원하여 편법으로 주식을 교환하는 관행<sup>80)</sup>을 배제하고 벤처기업의 전략적 제휴를 활성화하기 위하여 마련된 것이다. 벤처기업은 그 자산의 구성상 지적재산권 등 무형자산이 주종을 이루는 경우가 많기 때문에 기업가치 곧 기술가치의 평가를 위하여서는 상당한 전문적인 지식과 노하우를 가진 평가기관이 그 기업의 가치를 평가하는 것이 적절하다는 측면과, 현물출자시 법원의 감사인 선임 등으로 인한 비용, 절차의 지연 등으로 인하여 불편을 피하기 위하여 신주의 제3자 배정을 이용한 우회적 주식교환의 폐해를 방지하고 정상적인 절차를 이용하게 함으로써 건전한 투자환경을 조성한다는 점에서 바람직한 개정으로 생각된다.

(4) 주식회사인 벤처기업이 전략적 제휴를 위하여 정관이 정하는 바에 따라 주식회사인 다른 법인(“제휴법인”) 또는 그 다른 법인의 주요주주의 주식과 교환할 수 있다. 이 경우 제휴법인은 벤처기업이 주식교환을 위하여 발행하는 신주의 배정을 받음으로써 당해 벤처법인의 주주가 된다. 이 경우 벤처기업은 전략적 제휴 혹은 인수, 합병의 내용 등을 기재한 주식교환계약서를 작성하여 주주총회의 승인을 얻어야 하는데, 다만 교환되는 주식이 발행주식 총수의 50% 미만인 때에는 이사회 결의로 같음할 수 있다. 이것은 그 동안 우회적인 방법으로 행하여지던 주식교환제도를 증면으로 인정하여 거래계의 관행을 현실화시키면서, 동시에 일정한 경우에는 주주총회의 승인 대신에 이사회 승인으로 이를 대체할 수 있도록 하여 그 절차를 신속하게 진행할 수 있도록 한 것으로서 바람직한 개정방향으로 생각된다.

(5) 벤처기업이 영업의 전부 또는 일부를 다른 회사에 양도하는 경우, 그 양도가액이 소규모<sup>81)</sup>일 경우에는 영업을 양수하는 회사의 주주총회의 승인을 이사회 승인으로 같음한다.

(6) 벤처기업이 전략적 제휴를 위하여 다른 법인과 합병하거나, 다른 법인 또는 그 다른 법인의 주주와 주식을 교환하는 경우에는 조세에 관한 법률 등이 정하는 바에 따라 소득세 등을 감면할 수 있다. 이것은 소득세법 등에 주식교환시에 발생하는 양도소득세 과세를 교환주식을 처분할 때까지 과세를 이연하고,<sup>82)</sup> 합병과 관련하여 피합병법인의 이월결손금 승계요건을 대폭 완화<sup>83)</sup>하여 벤처기업의 결손금이 모두 합병법인이 승계할 수 있도록 하며, 대상기업의 규모도 합병법인의 1/10 이상에서 1/20 이상으로 확대하는 방안 등을 실현하기 위한 조치라고 보여 진다. 이러한 정책은 벤처기업의 M&A에 수반되는 조세부담을 덜어주

어 M&A를 촉진하는 효과가 있을 것으로 보인다.

#### 4. 독점규제및공정거래에관한법률

(1) 독점규제및공정거래에관한법률은 자산 5조원 이상 기업집단의 계열사가 다른 회사에 투자할 때에는 순자산의 25%를 넘지 못하도록 제한하고 있다. 그러나 공기업의 인수, 구조조정관련, 신산업관련, 중소기업, 외국인투자기업 등에 투자하는 경우에는 그 예외를 인정하고 있다.

(2) 독점거래및공정거래에관한법률은 벤처기업의 활성화를 위하여 벤처기업을 자회사로 두는 벤처지주회사에 대하여는 자회사 발행주식 총수의 20% 이상 소유하도록 하여, 일반의 지주회사는 자회사 발행주식 총수의 50% 이상을, 증권거래법의 규정에 의한 주권상장법인 또는 협회등록법인이 지주회사인 때에는 자회사 발행주식 총수의 30% 이상을 소유하여야하도록 하는 요건을 완화하고 있다. 지주회사는 순수지주회사와 자회사 또는 손자회사로 구성된 다각화방식으로서, 공정거래및독점거래에관한법률에서는 지주회사는 구체적 사업을 하는 것이 아니라 주식(지분)을 소유함으로써 자회사의 사업활동을 지배 또는 관리하는 것만을 목적으로 하는 회사로서 자본총액이 일정 규모 이상의 회사(84)를 의미한다. 이러한 지주회사는 사업부분별로 권한을 이양하여 경영의 전문화, 책임의 명확화, 평가의 정확화, 유연한 경영을 할 수 있고, 자회사의 독립성을 강화함으로써 본사의 기능을 축소, 효율화하고 비용을 절감할 수 있다는 점, 자신의 고유사업 이외에 여러 사업부문을 자회사로 거느리며 총괄하여 왔던 기업이 순수지주회사를 설립하고 전문부문을 회사로 하여 기존의 사업부문을 처분하거나 다른 기업을 인수하는 사업구조조정으로서의 기업조직의 재구조화를 기민하고 유연하게 추진할 수 있게 되었다. 지주회사는 지분의 구조가 순수지주회사와 자회사 사이에만 존재하여 자회사 사이에는 상호자본 및 경영상의 의존관계가 존재하지 않으므로 자회사의 경영의 위험이 다른 자회사에 전가되는 사태를 방지할 수 있다는 점에서 기존의 기업이 투자의 위험이 높은 벤처사업에 진출하여 대담한 사업활동을 전개할 수 있게 하여 주는 장치가 될 수 있다. 이러한 면에서 벤처지주회사제도는 벤처산업의 M&A를 활성화하는 방안의 하나라고 파악할 수 있다.

#### 쥬 참고문헌

권기범, 『주식회사법(4-1)』.

권재열, “벤처기업 M&A수단으로서의 주식교환에 관한 법적 검토,” 법률신문, 제2932호 (2000. 11. 23).

금융감독위원회 보도자료, “우회상장·등록 등에 대한 공시강화방안”(2001. 6. 22).

김건식, 송옥렬, 『미국의 증권규제』 (홍문사, 2001).

김동환·홍성도, 『벤처기업 M&A』 (무역경영사, 2001).

김정수, 『현대증권법원론』 (박영사, 2002).

문일호, 2003. 11. 22.자 증권법학회 토론회자료.

윤종훈 외, 『M&A를 알아야 경영할 수 있다』 (매일경제신문사, 2003).

임재연, 『증권거래법』 (박영사, 2002).

한국은행, “2002년 자금순환동향.”

한만수 변호사, “지주회사의 과세문제에 관한 고찰,” 2003. 10. 15. 한국세법학회 추계학술대회(주제: 기업구조조정세계의 합리적 개선방향) 토론회자료.

기타 각종 인터넷상의 기사.

Hazen, Securities regulation, 3rd ed.(1996).  
Matthews Asian Funds, "Asian Insight"(Feb. 2002).  
Richard W. Jennings, Securities Regulation, 8th ed.(1998).  
Stephen A. Lind, Fundamentals of Corporate Taxation, 14th ed.(1997).

The Korean Journal of Securities Law, Vol. 4, No. 2, 2003

Legal Principles on M&A in Venture Capitals

Kang, Hee Jee

#### ABSTRACT

Strong entrepreneurial mentality is the driving force behind Venture Capitals. Venture Capital business is to engage in the development of new technology, which requires much determination as the pursuit of such an undertaking is extremely risky in nature. Successfully developing a new technology enables Venture Capitals to conduct business in an entirely new market and it is this possibility that makes Venture Capitals to engage in such high-risk activities. The success of a Venture Capital largely depends on the availability of the funds necessary for conducting Research & Development and for converting the results from R&D into a business product.

Before investing in a Venture Capital fund, investors need to evaluate the feasibility of the exit measures so that they can successfully recover their investments from the Venture Capital fund. In general, exit from the Venture Capital takes place in the form of an Initial Public Offering or M&A. In Korea, much focus has been made on IPO as a form of recovering the funds from the Venture Capital, while the possibility of conducting M&A has not been much considered. Although there are various reasons why M&A has not been given much consideration, the primary deterring factors have been the negative implications of M&A and insufficiency in the legal system with respect to the simplification of the M&A process, the taxes and raising funds for the purposes of conducting M&A.

This article will discuss on the exchange of shares in the Venture Capital business which has recently become prevalent and the legal aspect relating thereto. Also, the analysis of the systemic measures intended to improve the exchange of shares in the Venture Capital as provided in The Special Act on Promotion of Venture Capitals will be presented. Then, there will be a general discussion on M&A, followed by how the

current legislative provisions have simplified the M&A process within the Venture Capital business. The Government and the relevant authorities have introduced measures that are aimed at promoting M&A. This article will conclude by a survey and a critical analysis of such measures.

- 1) “전략적 제휴”는 생산성 향상 및 경쟁력 강화 등을 목적으로 사업의 독립성을 유지하면서 기술·시설·정보·인력 등의 분야에서 벤처기업간의 협력관계를 형성하는 것을 말한다고 벤처기업육성에관한특별조치법에 정의되어 있다.
- 2) 예를 들어, 매도자의 입장인가 매수인의 입장인가.
- 3) 예를 들어, 해당 사업의 경기, 성장산업인지 여부 등.
- 4) 예를 들어, 기술개발자금의 마련, 경영권의 양도, 단순한 지분의 양도 등.
- 5) 급변하는 IT벤처기업의 경우 1년 매출액보다 마지막 분기 매출액을 4배수한 수치를 기준으로 하는 LQA방식 등을 사용하고, 회원수나 기존의 펀딩유치 배수, 코스닥등록기업과의 상대가치를 비교하는 등의 특색이 있는 평가방법이 이용되고 있다.
- 6) 비상장법인이나 코스닥미등록기업을 말한다.
- 7) 상법 제522조의2 제2호 참조.
- 8) 증권거래법 제190조의2 참조.
- 9) 유가증권의발행및공시등에관한규정 제79조 제2항 제5호 참조.
- 10) 본질가치=(자산가치+수익가치×1.5)/2.5  
자산가치=순자산/발행주식의 총수  
수익가치=주당추정이익/자본환원율.
- 11) 합병가액의 산정방법에 관하여는 유가증권의발행및공시등에관한규정시행세칙 제5조 내지 제9조 참조.
- 12) 세법상 법인의 합병의 본질과 관련하여 인격승계설과 현물출자설이 대립되고 있다. 인격승계설의 입장에서는 합병회사의 자본증가액이 피합병법인의 순자산을 초과할 수도 있어 대차대조표상 채무초과상태에 있는 회사를 피합병회사로 하는 합병도 가능하다고 보는 반면, 현물출자설의 입장에서는 합병회사의 자본증가액은 피합병회사의 순자산액을 초과할 수 없으므로 채무초과상태에 있는 피합병회사를 합병할 수 없는 것으로 파악하게 된다.
- 13) 현재는 10%.
- 14) 상속세및증여세법 제63조 참조.
- 15) 이 점에 관하여는 문일호 변호사의 2003. 11. 22.자 증권법학회 토론자료 2면 참조.
- 16) 주당순이익×유사상장기업 PER×할인율.
- 17) 영업이익+감가상각비+무형자산상각.
- 18) 김동환·홍성도, 『벤처기업 M&A』 (무역경영사, 2001), 253면 이하.
- 19) 상계서, 477면 이하 참조.
- 20) 출석한 주주의 의결권의 3분의 2 이상의 수와 발행주식 총수의 3분의 1 이상의 수로써 하는 결의.
- 21) 대법원 2003. 5. 30 선고, 2002다23826 판결 등 참조. 특히 이 판결은 영업양도가 이루어졌는가의 여부는 단지 어떠한 영업재산이 어느 정도로 이전되었는가에 의하여 결정되어

야 하는 것이 아니고 거기에 종래의 영업조직이 유지되어 그 조직이 전부 또는 중요한 일부로서 기능할 수 있는가에 의하여 결정되어야 하므로 영업재산의 일부를 유보한 채 영업시설을 양도했어도 그 양도한 부분만으로도 종래의 조직이 유지되어 있다고 사회관념상 인정되면 그것을 영업의 양도라고 볼 것이지만, 반면 영업재산의 전부를 양도했어도 그 조직을 해체하여 양도했다면 영업의 양도로 볼 수 없다고 판시하여 그 실질적인 판단기준을 제시하고 있다.

22) 증권거래법 제21조 이하 참조.

23) 김정수, 『현대증권법원론』 (박영사, 2002), 440면 이하 참조.

24) 증권거래법시행령 제10조 이하 참조.

25) Richard W. Jennings, Securities Regulation, 8th ed.(1998), p. 770.

26) 김정수, 전게서, 442면 이하 참조; 김건식·송옥렬, 『미국의 증권규제』 (홍문사, 2001), 267면 이하 참조.

27) 매수자측: 상장법인의 주식을 5% 이상 보유하게 된 자는 그날로부터 5일 이내에 금감위 등에 이를 보고하여야 한다. 또한 상장법인의 경우 자본금의 10% 이상의 타법인출자에 대한 결정이 있는 경우 혹은 당해 상장법인 또는 자본금의 10% 이상을 출자하고 있는 비상장법인이 신규 또는 기설립법인의 발행주식 총수의 20% 이상으로서 그 금액이 10억원 이상에 해당하는 주식의 취득의 경우 이를 금감위 등에 신고하여야 하고, 코스닥등록법인의 경우 자기자본의 30% 이상 타법인출자의 경우 금감위 등에 신고하여야 한다.

매도자측: 상장법인의 주식을 5% 이상 보유하고 있는 주주로서 1% 이상 매각한 자는 그날로부터 5일 이내에 금감위 등에 보고하여야 한다. 상장법인과 코스닥등록법인의 타법인출자지분을 처분한 경우에도 이를 취득한 경우와 마찬가지로 판시한다.

28) 윤중훈 외, 『M&A를 알아야 경영할 수 있다』 (매일경제신문사, 2003), 221면 이하 등 참조.

29) 상법 제418조는 주식회사의 정관의 정하는 바에 따라 신기술의 도입, 회사의 재무구조의 개선 등 회사의 경영에 필요한 경우에 한하여 제3자에게 신주를 배정할 수 있음을 규정하고 있다.

30) 위 회사는 이로 인하여 2000. 1. 31. 경영권 양도계약 당시의 주가와 비교하여 2000. 12. 26.의 주가는 90배 정도 상승되었다. 그러나 2001. 4. 이 회사의 대표가 주가조작혐의로 검찰에 구속되면서 주가가 하락하기 시작하여 결국에는 거래가 정지될 정도에까지 이르게 되었다.

31) Cisco System의 A&D의 성공은 비전을 공유할 수 있는 기업들을 인수하였고, 신속하고 일관성 있는 통합과 통합 후의 관리를 하였으며, 조직을 분할하여 권한을 위임함으로써 창업가정신을 계속하여 유지할 수 있도록 하였다는 데에 있다. 그러나 한국의 이른바 A&D는 기업의 인수 후 통합관리와 통합된 비전의 제시에 실패하고, 단지 A&D의 표방을 통하여 자금조달, 인수, 상장에 대한 청사진으로 투자자들을 현혹시켜 주가를 단기적으로 상승시키는 부작용을 가져왔다고 평가될 수 있다.

32) 양도소득세 비과세, 배당소득분리과세, 적정유보 초과소득에 대한 법인세 비과세, 증권거래세 탄력세율 적용, 상속 및 증여재산 평가시 코스닥시장 시세 인정, 주식매입선택권의 행사이익 비과세, 사업손실준비금의 손금산입제도 등의 혜택을 입을 수 있다.

33) 최근의 코스닥등록기업의 M&A의 활성화를 위한 조치 등에 관하여는 뒤의 VII.에서 자세히 본다.

- 34) 2001. 6. 22.자 금융감독위원회 보도자료, “우회상장·등록등에 대한 공시강화방안.”
- 35) 권재열, “벤처기업 M&A수단으로서의 주식교환에 관한 법적 검토,” 법률신문, 제2932호(2000. 11. 23) 참조.
- 36) 미국의 연방세법 §368(a)(1)(B)는 과세되지 아니하는 주식의 취득/교환을 인정하고 있고, 이 형태는 보통 “기본적 B형 구조조정”(Basic Type B Reorganization)이라고 부르고 있다. 다만, 비과세의 효과를 향유하기 위하여는 다음의 요건이 구비되어야 한다. 첫째로, 인수회사(Purchasing Corporation)는 인수대상회사(Target Corporation)의 주주로부터 주식을 취득하는 즉시 인수대상회사의 지배권을 보유하여야 하고, 인수회사는 의결권이 인정되는 모든 종류의 주식의 총수의 최소한 80% 이상을 소유하고 있어야 하고, 또 다른 종류의 주식의 총수의 최소한 80% 이상을 소유하고 있어야 한다는 조건이 충족되어야 한다. 둘째로는, 인수대상회사의 주주들은 인수대상회사의 주식과 인수회사의 의결권 있는 주식의 전부 또는 일부, 혹은 인수회사의 모회사의 의결권 있는 주식의 전부 또는 일부와 교환하여야 한다는 조건이 충족되어야 한다. 여기에도 다른 구조조정거래와 마찬가지로 “사업의 계속”과 “사업목적의 기준”은 그대로 적용된다. 자세한 내용은 Stephen A. Lind, *Fundamentals of Corporate Taxation*, 14th ed.(1997), p. 440.
- 37) 상법 제422조는 현물출자의 경우 법원이 선임한 검사인의 선임을 법원에 청구할 수 있고, 공인된 감정인의 검사로 이에 갈음할 수 있다고 정하는 등 현물출자의 검사에 관하여 규정하고 있다.
- 38) 현물출자에 관하여 공인된 감정인의 감정으로 검사인의 조사에 갈음할 수 있다. 이 경우 법원으로서 그 감정인의 감정의 정확성을 담보하기 위하여 공인된 감정인의 감정에 대하여 또 다른 공인된 감정인의 감정을 요구하는 경우도 있을 것으로 보인다. 어쨌든 이러한 과정은 관계기업들의 현물출자의 이용을 부담스럽게 하는 측면이 있다고 생각된다.
- 39) 여기에 기재된 방법 이외에 현실적으로는 A기업이 B기업으로부터 B기업의 영업자산을 양수하고, B기업은 영업의 양도대금으로 A기업의 제3자 배정 유상증자에 참여하여 그 경영권을 확보하는 방법도 있다.
- 40) 증권거래세는 주권상장법인의 주식의 경우 0.15%, 코스닥등록법인의 주식의 경우 0.30%, 일반법인의 주식의 경우 0.50%이다.
- 41) 주식교환계약서를 승인하는 주주총회의 승인결의 이전에 그 벤처기업에 주식교환을 반대하는 의사를 통지한 주주는 주주총회 승인 결의일로부터 10일 이내에 자기가 보유한 주식의 매수를 서면으로 청구할 수 있다.
- 42) 조례특례제한법 제38조의2; 동법 시행령 제35조의2 등 참조. 그러나 이러한 특례규정은 상법상의 주식의 포괄적 교환이나 주식의 포괄적 이전에는 적용되지 않는다. 이 관계에 대하여는 한만수, “지주회사의 과세문제에 관한 고찰,” 2003. 10. 15. 한국세법학회 추계학술대회(주제: 기업구조조정세제의 합리적 개선방향) 토론자료 참조.
- 43) 이것은 CP의 발행은 기업의 공시대상이 아니고 신용평가기관으로부터 투기등급인 B등급 이상만 인정되어도 발행이 가능하기 때문이다.
- 44) 합병당사회사의 대표기관에 의하여 합병조건, 합병방식 등 합병에 필요한 사항이 합의되어야 하며, 각 당사회사의 이사회는 합병에 대한 결의가 있어야 한다. 그리고 상장법인의 경우에는 증권거래법 제186조 제1항에 따라서 합병과 관련된 사항을 공시하여야 한다.
- 45) ① (흡수)합병계약서에는 존속회사의 수권 주식수, ② 존속회사의 증가할 자본금과 준비금의 총액, ③ 합병비율 및 합병신주의 배정에 관한 사항, ④ 합병교부금, ⑤ 합병승인총

회의 기일, ⑥ 합병을 할 날, ⑦ 존속회사의 정관변경사항, ⑧ 이익배당한도액, ⑨ 이사 및 감사 또는 감사위원 등.

46) 이사는 합병승인결의를 위한 주주총회의 2주간 전부터 합병을 한 날 이후 6월이 경과하는 날까지 합병계약서, 합병으로 인하여 소멸하는 회사의 주주에게 발행하는 주식의 배정에 관하여 그 이유를 기재한 서면, 각 회사의 최종의 대차대조표와 손익계산서 등을 공시하여야 한다.

47) 상장법인이나 코스닥등록법인이 아닌 법인이 이러한 법인과 합병하고자 하는 경우에는 금융감독위원회에 유가증권발행인으로 등록하여야 하고, 합병에 관한 주주총회의 승인결의는 위 등록일로부터 2개월이 경과한 후에 하여야 한다.

48) 출석한 주주의 의결권의 2/3 이상의 수와 발행주식 총수의 1/3 이상의 수로써 하는 특별결의를 말한다.

49) 증권거래법 제191조 제3항 참조.

50) 벤처기업육성에관한특별조치법 제15조의3 참조.

51) 다른 회사의 발행주식 총수의 50%를 초과하여 보유하는 회사를 모회사라고 하고 다른 회사를 자회사라고 한다.

52) 독점규제및공정거래에관한법률 제10조 등 참조.

53) 즉, 자산총액 또는 매출액이 2조원 이상인 회사.

54) 합병비율의 적정성에 대한 외부평가기관의 평가 등.

55) 다만 기업인수증권투자회사(이른바 사모M&A펀드)에 대하여는 동일회사에 대하여 경영지배권을 행사할 수 있도록 하기 위하여 동일종목 또는 동일회사에 대한 투자제한규정이 적용되지 않고, 의결권의 제한에 관한 규정이 적용되지 않는다. 그러나 기업인수증권투자회사가 다른 회사를 계열회사로 편입할 목적으로 주식을 취득하는 경우에는 당해 주식을 취득한 날로부터 6월 안에는 이를 처분할 수 없다.

56) 권기범, 『주석회사법(4-1)』, 220면 이하 참조. 그러나 회사분할시의 사원권을 대가로 한 재산의 승계에 관하여는 포괄승계로 보아야 하는가 특정승계로 보아야 하는가에 대하여는 다툼의 여지가 있다.

57) 상장법인이 단순한 인적분할을 하면서 분할법인이 비상장법인이 되는 경우에는 주주가 이를 증권시장에서 매각하기가 용이하지 않고, 주식매수청구권도 보장되지 않으므로, 주주의 이익에 반하는 결과가 될 수 있다. 이러한 경우에는 회사가 이러한 주주의 주식을 공개매수하는 등의 방법을 이용하여 주주의 이익을 보호할 수 있을 것이다.

58) 일반기업의 경우에는 자회사발행주식 총수의 50% 이상, 상장법인 혹은 등록법인의 경우에는 자회사발행주식 총수의 30% 이상을 소유하여야 한다(독점규제및공정거래에관한법률 제8조의2 제2호).

59) 문일호 변호사의 2003. 11. 22.자 증권법학회 토론자료 5면 이하 참조.

60) 한국은행, “2002년 자금순환동향” 참조.

61) 외국기업은 대기업과 같은 제한을 받지 않고 있다. 그렇지만, 외국인의 벤처기업에 대한 투자만으로는 한국의 벤처기업을 활성화하기는 대단히 어려운 것이 현재의 실정이다.

62) 코스닥위원회, “M&A활성화를 위한 코스닥시장제도 개선,” 2003. 7. 22.자 보도자료 참조.

63) 다만 자기자본 100억원 이상 및 자산총계 500억원 이상 일반기업의 경우는 제외.

64) 다만 (3)의 경우에는 관리종목지정기준은 2004. 1.부터, 등록취소기준은 2004. 7.부터

시행할 예정이다.

65) 신규등록의 경우에는 현행 지분변동금지요건(1년)을 그대로 유지.

66) 최대주주에 대하여는 종전의 지분변동금지를 그대로 유지한다.

67) 관리종목 지정 후 60일간 10일 연속 또는 20일 이상 동 상태 지속시.

68) 자본상태, 경영성과, 부채비율, 자본금의 증가 등의 요건은 그대로 유지된다.

69) 공개법인은 증권거래법을 적용한다.

70) 상법 제422조에 의하면 공인된 감정인의 감정으로 감사인의 감사에 갈음할 수 있다고 정하고 있어, 법원이 선임한 감사인에 의한 감사의 경우보다 신속하게 처리될 수 있는 가능성을 열어 두었다. 그러나 실무상으로는 반드시 그러하지 않은 것으로 보인다. 예를 들어, 법원은 현물출자에 대한 감정보고서와 거기에 더하여 그 감정보고서가 적정하다는 내용의 또 다른 감정보고서를 제출하게 하여 감정인의 감정결과의 정확성을 기하는 경우도 있다고 한다.

71) 중소기업청, “벤처기업특별조치법개정안입법예고,” 2003. 7. 31.자 보도자료 등 참조.

72) 그 결과 동일 회사에 대한 경영권을 행사할 수 있는 정도까지의 주식을 취득할 수 있는 가능성이 열려 있다.

73) 현재까지는 대주주의 경영권을 장외에서 우호적으로 인수하는 형태의 M&A가 주종을 이루고 있다. 예를 들어, LG투자증권의 사모M&A펀드가 코스닥기업인 동우의 경영진과 손잡고 최대주주의 지분을 취득하여 MBO형식으로 경영권을 확보한 사례 등.

74) 예를 들어, 미국의 San Francisco에 기반을 둔 “Matthews International Funds”는 “Matthews Korea Fund”, “Matthews China Fund”, “Matthews Japan Fund”, “Matthews Asian Technology Fund”, “Matthews Pacific Tiger Fund”, “Matthews Asian Technology Fund”, “Matthews Asian Growth and Income Fund” 등으로 이루어져 있고, 각 펀드의 특징에 맞추어 당해 시장에 투자를 하고 있다. 위 펀드의 자료에 의하면 “Matthews Asian Growth and Income Fund”의 투자구성비율을 보면 Equity가 49%, CB가 39%, Preferred Stock이 10%, Cash가 2%로 되어 있다. 이러한 종류의 펀드들은 한국에 투자할 때에 주로 대형우량업체와 정보통신계통에 투자하고 있으나, 위 펀드가 발간한 2002년도의 자료에 의하면 한국의 전체 산업분야에서 (특히 금융산업부문에서) 더 많은 M&A가 이루어지길 기대하고 있다고 서술하고 있어, 외국인 투자자에게는 기업의 M&A가 훌륭한 투자의 대상이 되고 있음을 알 수 있다. Matthews Asian Funds, “Asian Insight,” Feb. 2002.

75) 투자판단에 필요한 요소는 여러 가지가 있을 수 있다. 그 중에서도 펀드를 운용하는 운용자에 대한 신뢰, 자금이 적법한 용도로 투자되어 금융감독기관, 국세청, 수사기관 등에 의하여 투자자들에 관한 개인정보가 공개될 우려가 없을 것, 투자자금의 회수의 편이성, 투자처의 적절성, 조세상의 혜택, 펀드의 운용에 대한 적절한 통제 가능성, 펀드의 전문성 등이 중요한 요소가 될 것으로 생각된다.

76) 다만, 상호출자제한기업집단 소속 벤처캐피털은 대상에서 제외되었다.

77) M&A는 성공률은 낮은 반면, 대상기업의 검색 및 중개에 많은 시간과 인력이 필요(성공률: 5% 미만).

78) 증권거래법 제191조의 경우에도 같다.

79) 예를 들어, 기술거래소 등.

80) 양사간 합의한 주식가치를 법원의 감사인이 다르게 판정할 경우, 주식교환이 실패할 가능성이 크므로 일시 현금동원을 통해 주식교환을 하는 관행을 말한다.

81) 영업을 양수하는 회사의 순자산가액의 100분의 10 이하.

82) 주식교환시의 각종의 조세에 관한 특례는 각종 세법의 구체적인 개정에 의하여 달성될 수 있을 것이다. 미국의 경우에는 연방세법에서 주식교환 등을 통한 구조조정에 관하여 규정하고 있다. 예를 들어, §338은 세금이 부과되는 구조조정(Taxable Reorganization)을 규정하고, §368에서는 세금이 부과되지 않는 구조조정(Tax Free Reorganization)을 규정하고 있다.

83) 합병시 이월결손금의 승계에 관하여 규정한 법인세법 제45조 제1항에 의하면, 장부가액 합병, 1년 이상 사업영위, 합병법인의 교부주식이 총 주식의 10% 이상일 것, 합병법인이 법인세법 제113조 제3항의 규정에 의하여 자산·부채 및 손익을 피합병법인으로부터 승계받은 사업에 속하는 것과 기타의 사업에 속하는 것을 각각 별개의 회계로 구분경리할 것 등의 요건을 갖춘 합병으로서 합병법인이 피합병법인의 자산을 장부가액으로 승계하는 경우 합병등기일 현재 피합병법인의 법인세법 제13조 제1호 규정에 의한 결손금은 합병법인의 결손금으로 보아 그 승계받은 사업에서 발생한 소득금액의 범위 안에서 합병법인의 각 사업연도의 과세표준 계산에 있어서 이를 공제할 수 있도록 하고 있다.

84) 합병직전 사업연도 종료일 현재의 대차대조표상의 자산총액이 100억원 이상인 회사.