

M&A시장의 활성화 방안

- 주식교환과 M&A펀드를 중심으로 -

2000. 9

연구위원 김 형 태

연구위원 노 희 진

한국증권연구원

Korea Securities Research Institute

— <著者 註> —

본 연구는 우리나라 M&A시장에 대한 현황분석을 바탕으로 다각적인 차원에서 그 활성화 방안을 모색하는 데에 그 목적이 있습니다. 기업구조 조정의 중요한 수단으로서의 M&A는 시장메카니즘에 입각한 구조조정의 추진, 기업과 경제의 효율성 증대, 주주위주의 경영유도, 그리고 벤처기업의 자금회수수단(exit strategy)으로서 중요한 의미를 갖습니다.

본 연구에서는 M&A시장을 몇 가지 측면 즉 M&A대상측면, M&A수요측면, M&A중개측면, M&A방식 및 평가측면, 그리고 M&A 관련제도 및 환경측면으로 구분하여 그 활성화 방안을 모색하고자 합니다. 특히 M&A방식의 다양화 추진과 관련하여 주식교환(stock swap), CVR(contingent value right), 부채-주식교환(debt-equity swap) 등의 활용방안을 제시하였습니다. 또한 M&A수요기반의 확대와 관련하여 M&A 펀드의 도입방안에 대해서도 의견을 제시했습니다. 보다 구체적인 내용에 관해서는 추가적인 연구가 진행될 예정입니다.

독자 여러분의 많은 지적과 의견을 부탁드립니다.

연락처 수신인 : 김 형 태

e-mail: kimht@ksri.org

Tel: (02)3771-0670,0671

Fax: (02)3771-0678

연락처 수신인 : 노 희 진

e-mail: hjnoh@ksri.org

Tel: (02)3771-0682,0683

Fax: (02)3771-0687

< 목 차 >

I. M&A 활성화의 필요성	1
1. M&A의 유형 분류	1
2. M&A와 기업구조조정	9
3. M&A 활성화의 필요성 및 기대효과	10
II. M&A 시장의 현황 분석	19
1. M&A 대상 측면	19
2. M&A 수요 측면	26
3. M&A 중개 측면	30
4. M&A 방식 및 가치평가 측면	36
5. M&A관련 제도 및 환경 측면	39
III. M&A 방식의 다양화 추진	42
1. 주식교환(stock swap)의 활용	42
2. CVR(contingent value right)의 활용	57
3. 부채-주식교환(debt-equity swap)의 활용	62
4. LBO의 활용가능성 검토	64

IV. M&A펀드와 M&A수요기반 강화	70
1. M&A펀드의 의의와 기대효과	70
2. 기존 유사펀드와의 비교	75
3. 우리나라에 도입예정인 M&A펀드	80
4. M&A펀드 도입시 고려요인	85
V. M&A시장의 활성화 방안	89
1. M&A 관련 인식의 전환	89
2. M&A중개기능의 강화	90
3. M&A수요기반의 확대	91
4. M&A관련 법제도의 개선	92
5. M&A관련 세제의 개선	96
6. 전문경영자시장의 육성	97
<참 고 문 헌>	98

< 표 목 차 >

<표 I-1> M&A 유형의 분류	4
<표 I-2> 구조조정의 차원과 방법	9
<표 II-1> 미국의 M&A 거래 현황	19
<표 II-2> 대규모기업의 기업결합현황	21
<표 II-3> 30대 기업집단 M&A 현황	22
<표 II-4> 국내기업간 기업결합 현황	22
<표 II-5> 벤처기업간 M&A 현황	23
<표 II-6> 기업개선작업 선정 및 진행상황	24
<표 II-7> 금융기관 M&A 현황	25
<표 II-8> 국내 증권사별 M&A 업무현황	31
<표 II-9> 중개기관 유형별 주요업무	33
<표 II-10> 미국의 성공수수료 체계	34
<표 II-11> M&A관련 문제점과 개선방안	41
<표 III-1> 주식교환과 주식이전의 비교	55
<표 III-2> M&A 시장에서 LBO가 차지하는 비중	68
<표 IV-1> M&A펀드와 유사펀드와의 비교	78

<그림 목 차>

<그림 I-1> M&A시장의 활성화 추진방안	18
<그림 II-1> 미국의 M&A 추세	20
<그림 II-2> 미국의 GNP 대비 M&A 거래규모	20
<그림 III-1> 주식교환제도의 구조	49
<그림 III-2> 주식이전제도의 구조	54
<그림 III-3> 고수익채권을 활용한 LBO	66
<그림 III-4> LBO 거래의 추세	67
<그림 IV-1> M&A펀드의 자리매김	79
<그림 V-1> 공개매수절차와 관련사건	95

<要 約>

○ M&A의 의의

- 일반적으로 M&A란 영업시너지나 재무시너지 등의 창출을 통해 기업가치를 증대시키기 위해 수행되는 합병(merger)과 인수(acquisition) 등을 의미함
- 본 연구에서는 특히 비효율적 기업을 대상으로 한 M&A, 즉 경영권획득을 통해 비효율적 경영자를 퇴출시킴으로써 기업가치의 증대를 도모하는 적대적 M&A의 활성화에 초점을 맞추어 논의를 전개하도록 함

○ M&A의 기대효과

- 시장메카니즘에 입각한 예방적 차원의 구조조정 수행 수단
- 기업과 산업의 효율성 및 경쟁력 제고
 - 재벌위주의 경제구조 개선
 - 금융기관의 대형화와 겸업화 추진
 - 벤처산업의 구조조정
- 시장을 통한 기업감시기능 강화와 주주위주의 경영유도

○ M&A시장의 현황분석

- M&A수요측면에서는 전략적 투자자(strategic investor)가 주류를 이루고 있어 재무적 투자자(financial investor) 특히 적대적 M&A 추진주체가 형성되어 있지 못함

- M&A지급방식이 현금위주이고 M&A과정에서 발생하는 주가의 변동성 관리수단 부재
- M&A대상기업에 대한 평가능력 부족과 기업가치평가지 관련법률간의 차이 존재
- 적대적 M&A에 대한 정서적 거부감과 전문경영자시장의 부재

○ 주식교환(stock swap)의 활용

- 현행 상법상 구주-구주교환은 실행상 문제가 없고 신주-신주교환은 사실상 불가능하며 구주-신주교환은 법원의 심사기능 때문에 그 효율적 활용에 어려움 존재
- 구주-신주교환이나 신주-신주교환의 활성화를 저해하는 근본적인 문제가 상법상의 현물출자 관련 규정에 있는 바, 증권거래법이나 벤처기업육성에관한특별조치법 등에 현물출자에 대한 특례를 인정할 필요
 - 증권거래법이나 벤처기업육성에관한특별조치법 등에 주식교환 제도를 도입할 필요
- 주식교환시 주가의 변동위험을 최소화하여 M&A의 성사가능성을 제고하기 위해 일종의 풋옵션인 CVR(contingent value right)의 활용

○ M&A 펀드와 M&A수요기반의 강화

- M&A활성화를 위해 M&A 추진주체로서 사모형 M&A펀드를 도입하는 것은 합리적이거나 증권투자회사 또는 투자신탁회사의 사모펀드를 활용할 경우에는 문제발생 가능성 존재

- 증권투자회사나 투자신탁회사는 유가증권 투자위주의 자산운용업을 영위하는 기관이므로 위험이 높고 투자은행 업무영역에 속하는 M&A에 직·간접적으로 관련될 경우 부실화와 고객에 대한 신뢰상실가능성 존재

- M&A펀드 도입에 앞서 이상과 같은 문제에 대한 철저한 대비책 마련이 필요하고 더 나아가 국제적정합성이라는 측면에서 볼 때 증권투자회사나 투자신탁 이외의 법적 형태를 가진 사모형 M&A펀드를 고려해 볼 필요
- M&A 펀드가 국제적 정합성을 갖고 기업구조조정을 통한 기업가치 상승에 진정으로 기여하기 위해서는 펀드의 만기가 장기(예: 5년)이고 폐쇄형이어야 함

○ 기타 M&A시장의 활성화 방안

- M&A 관련 인식의 전환
- M&A 중개기능의 강화
- M&A 관련 법제도 및 세제의 개선

I. M&A 활성화의 필요성

1. M&A의 유형 분류

가. 유형분류

○ M&A의 의의

- 일반적으로 M&A란 영업시너지나 재무시너지 등의 창출을 통해 기업 가치를 증대시키기 위해 수행되는 합병(merger)과 인수(acquisition) 등을 의미함¹⁾
 - 인수는 자산인수와 주식인수로 구분되는데 자산인수는 상법상 영업양수, 주식인수는 상법상 주식취득에 대응되는 개념임
- 본 연구에서는 특히 비효율적 기업을 대상으로 한 M&A, 즉 경영권 획득을 통해 비효율적 경영자를 퇴출시킴으로써 기업가치의 증대를 도모하는 적대적 M&A의 활성화에 초점을 맞추어 논의를 전개하도록 함
 - 비효율적 기업이란, 비효율적 경영자(inefficient management)의 존재로 인해, 경영진 교체 등의 구조조정이 수행될 경우 기업가치의 추가적 상승이 기대되는 기업을 의미함
 - 비효율적 기업의 특수한 경우가 부실(distressed)기업으로서 부실기업은 아니더라도 비효율적 기업일 가능성 존재

1) M&A는 실무계에서 먼저 사용된 개념으로서 사용자에 따라 개념정의가 다양함

○ M&A와 경영권

- 증권설계의 기본원칙 중의 하나는, 경영권(control right)은 잔여지분청구권자(residual claimant)에게 배분되어야 한다는 것임
 - 정상시에는 주주가 잔여지분청구권자이므로 주주가 경영권을 보유
 - 현재 시점에서 주주는 아니지만 미래에 주주가 될 수 있는 권한 즉 신주인수권의 보유를 통해 경영권획득도 가능함
 - 채무불이행 상태에서는 채권자가 잔여지분청구권자가 되므로 채권자가 경영권을 보유하는 것이 합리적임
- 정상기업의 경우에는 일정수준 이상의 주식매입을 통해서만 경영권획득이 가능하지만 부실기업 등의 경우에는 채권매입과 매입한 채권의 출자전환을 통한 경영권 획득도 가능함

○ 유사개념과의 비교

— 구조조정과의 비교

- 구조조정은 자산차원의 구조조정과 채무차원의 구조조정으로 구분되는데, M&A는 자산의 확대를 추구하는 기업구조조정 방법의 하나로 기업구조조정의 하위개념임

— 기업결합과의 비교

- M&A는 기업조직개편과 관련된 상법상의 개념인데 반해, 기업결합은 경제력집중을 억제하기 위한 ‘독점규제및공정거래에관한법률’상의 개념임
- 기업결합이란 자산총액 또는 매출액의 규모가 일정 수준이상인 기업이 타회사 주식의 취득 또는 소유, 임원겸직, 합병, 영업양수, 새

로운 회사설립에의 참여를 통해 일정한 거래분야에서 경쟁을 실질적으로 제한하게 되는 경우를 의미함

- 기업결합에는 M&A개념에 포함되는 합병, 영업양수, 주식취득 외에 임원겸직 등이 포함되므로 M&A 보다는 광의의 개념이고 그 적용대상이 일정규모 이상인 기업에 한정된다는 차원에서는 M&A 보다 협의의 개념임

○ M&A 유형의 분류²⁾

— 분류기준

- 피인수기업의 인수대상 : 자산 vs 주식 vs 채권
- 인수기업의 지불수단 : 현금형(cash mode) vs 주식형(stock mode)³⁾
- 인수대상 자산의 포괄성 정도: 영업양수도(영업의 일부), 분할합병(특정사업부), 합병(기업전체)

2) 전통적 분류 기준을 적용하여 M&A를 분류하면, 경영권획득 방법에 따라 공개매수, 위임장경쟁, 부채-주식교환(Debt-Equity Swap)등으로, 법적 형식에 따라 합병, 영업양수, 주식취득 등으로, 적대성 여부에 따라 우호적 M&A와 적대적 M&A로, 자금지급방법에 따라 현금매수, 주식교환, LBO등으로, 결합내용에 따라 수평적, 수직적, 다각적M&A 등으로, 매수기업과 피매수기업이 각각 국내기업이나 해외기업이나에 따라 in-in M&A, in-out M&A, out-in M&A 등으로 구분됨

3) 현금형과 주식형 외에 주식과 현금을 동시에 사용하는 현금-주식 혼합형도 지불수단으로 활용되고 있음

<표 I -1> M&A 유형의 분류

피인수기업의 인수대상 인수기업의 지불수단	자산			주식			신주인수권	채권
	영업 양수	분할 합병	합병	개별 계약	주식 시장	공개 매수		
현금	현금-자산 교환형 M&A			현금-주식 교환형 M&A			신주인수권형 M&A	출자전환형 M&A
주식	주식-자산 교환형 M&A			주식-주식 교환형 M&A				

○ 현금-자산 교환형 M&A

— 대상회사가 이사회 등의 회사행위에 의해 자산의 전부 또는 중요한 일부를 매도하고 이에 대한 대가로 인수회사는 현금을 지불하는 경우

- 인수회사의 자산규모는 증가하지 않고 단지 현금 등의 유동자산이 고정자산으로 전환됨

— 유용성

- 주식-자산 교환형에서와 같이 인수기업이 주식을 교부하게 되면 기존주주의 지분율이 감소되는데 현금-자산 교환형에서는 이 같은 문제점이 발생 않음

○ 현금-주식 교환형 M&A

— 인수회사가 대상회사의 각 주주들로부터 주식을 매수하고 현금을 지불하는 거래

— 인수회사가 대상회사 주주들로부터 주식을 매수하는 방법

- 지배주주로부터 개별 계약에 의해 매입
- 주식시장을 통해 매입
- 공개매수

○ 주식-자산 교환형 M&A

— 인수회사가 대상회사 자산의 전부 또는 중요한 일부를 매입하고 그 대가로 인수회사의 주식을 발행해 주는 거래

- 상법상 영업양수도가 이 유형에 속함

— 절차

- 1단계: 대상회사 자산을 인수하고 대상회사에 인수회사의 주식을 교부하여 대상회사는 인수회사의 주식만을 자산으로 보유하는 지주회사가 됨
- 2단계: 대상회사를 해산하여 대상회사가 보유하고 있는 인수회사의 주식을 대상회사 주주들에게 분배

— 유용성

- 인수회사가 미발행수권주식을 충분히 보유하고 있는 경우 합병과 달리 주주총회의 결의가 필요 없고 대상회사의 자산만 매입하므로 부채를 인수할 필요 없음

— 요건

- 존속회사 이사회 결의만 필요하고 미발행수권주식이 충분한 한 주주총회의 결의는 요구되지 않음

- NYSE상장규정에 의하면 인수회사가 대상회사의 자산매입을 위해 발행한 인수회사의 주식수가 기존 발행주식총수의 18.5% 이상인 경우에는 주주총회의 승인이 있어야 상장가능
- 대상회사 자산의 전부 또는 중요한 일부가 양도되므로 이사회와 주주총회의 결의가 요구됨

○ 주식-주식 교환형 M&A: 주식스왑(stock swap)

— 인수회사가 대상회사의 개별적인 주주로부터 대상회사의 주식을 매입하고 그 대가로 인수회사의 주식을 발행하여 대상회사가 인수회사의 자회사가 되는 형태의 거래

- 인수회사와 대상회사 주주와의 거래이기 때문에 대상회사는 그대로 존속하고 그 경영권은 인수회사에 이전됨

— 유용성

- 대상회사 이사회나 주주총회의 결의가 필요 없고 대상회사 개별주주의 독립적 결정에 의해 주식매입 가능
- 공개매수와 같은 적대적M&A의 경우에는 주식-자산교환형에 비해 대상회사 이사회와 협조가 필요 없는 주식-주식교환형의 활용도가 높음

— 요건

- 존속회사 이사회와 결의만 필요하고 미발행수권주식이 충분한 한 주주총회의 결의는 요구되지 않음
- NYSE상장규정에 의하면 인수회사가 대상회사의 주식매입을 위해 발행한 인수회사의 주식수가 기존 발행주식총수의 18.5% 이상인

경우에는 주주총회의 승인이 있어야 상장가능

- 대상회사의 회사행위가 수반되지 않기 때문에 이사회 결의도 요구되지 않음

○ 신주인수권형 M&A

- 회사가 신주를 발행하면서 현재의 주주가 아닌 제3자에게 그 신주를 인수할 권리를 제공함으로써 그 제3자가 회사의 지배주식을 획득하도록 하는 방법
- 우리나라 상법상 원칙적으로 주주의 신주인수권이 인정되지만 정관의 규정으로 이를 배제 또는 제한 가능
 - ‘정관에 다른 정함이 없으면 그가 가진 주식수에 따라 신주를 배정 받을 권리가 있다’고 규정
- 신주발행시 이사회에서 신주인수권의 양도가능함을 정한 때에는 주주가 제3자에게 임의로 양도가능
- 신주발행시 이사회에서 신주인수권의 양도허용을 결의하지 않은 경우에는 제3자에게 양도불가능
 - 이 경우에도 기존주주가 청약을 하지 않은 미인수분에 대해서는 이사회 결의를 통해 제3자에게 재배정 가능함
- 신주인수권의 양도에 의한 경영권인수는 기존 대주주와 이사회 협의 필요로 함
- 상장회사의 신주인수권 양도 방법
 - 소액주주를 실권시키는 방법
 - 정관의 규정으로 주주의 신주인수권을 배제 또는 제한

- 신주인수권의 제3자 배정
- 주주의 신주인수권이 인정되지 않는 경우: 현물출자, 신주인수권부사채, 전환사채, 주식매입청구권 등

○ 출자전환형 M&A

— 부실채권인수 후 출자전환을 통해 경영권을 획득하는 방법

- 회사정리법상 정리계획안 확정을 위해서는 채권자조별 의결을 필요로 하는데(정리채권자 의결권총액의 2/3이상, 정리담보권 의결권총액의 3/4이상 등), 이 이상을 보유하면 출자전환 등 자신이 원하는 정리계획안을 통과시킬 수 있어 사실상의 경영권 획득 가능
- 화의법상 채권자협의회 출석채권자의 과반수 찬성과 총신고채권액의 3/4 이상 동의로 계획안 확정 가능

— 출자전환 기능의 수행기관

- 미국의 경우 출자전환을 통해 경영권을 획득하는 대표적인 예가 벌처펀드(vulture fund)임
- 우리나라의 경우 실제로 출자전환을 수행하는 기관으로는 부실채권 보유 은행, 기업구조조정전문회사(CRC), 기업구조조정투자회사(CRV), 한국자산관리공사(KAMCO) 등이 대표적임
- 기업구조조정기금(CRF)은 기금이 직접 출자전환을 수행하는 것이 아니라 은행 등이 출자전환 한 주식 등을 매각할 때 이를 인수하는 기능을 수행함

2. M&A와 기업구조조정

○ 기업구조조정(corporate restructuring)과 M&A⁴⁾

- 기업구조조정이란 기업의 성장(growth) 또는 생존(survival)을 위하여 기업의 자산구조(asset structure), 재무구조(financial structure), 지배구조(corporate governance) 등을 조정하는 일련의 과정을 의미함
- M&A는 자산의 확대를 추구하는 기업구조조정 방법의 하나로서 M&A는 기업구조조정의 하위개념임
 - 우리나라 증권회사의 경우에는 기업재무구조의 조정, 기업분할, 민영화 등 각종 기업구조조정 업무를 투자은행본부 산하의 M&A부서에서 담당하는 경우가 많아 실질적으로 기업구조조정을 M&A와 유사한 의미로 이해하고 있음

<표 1-2 > 구조조정의 차원과 방법

자산차원			재무차원			
자산확대	자산축소	자산 교환	부채차원	주식차원	부채+ 주식	증권설계
M&A 합작투자 영업 양·수도	분리매각 분리설립 분리공개	사업 교환	부채탕감 부채회수 증권화 장·단기 부채 교환	유상증자 전환사채	대출금 출자전환 청구권 교환	재무적 곤경하의 증권설계

4) 기업구조조정과 구조조정기구에 관한 보다 자세한 설명은 다음을 참조바람.
 김형태·박용서, “한국의 구조조정관련기구: 그 기능과 연계성,” 연구보고서 98-08 한국증권연구원, 1998. 10

3. M&A 활성화의 필요성 및 기대효과

가. M&A 활성화의 필요성

○ M&A 활성화의 필요성

- M&A는 비효율적으로 사용되고 있는 자원의 효율적 분배를 통해 경제시스템의 효율성을 증대시킨다는 장점이 존재하는 반면, 부수적인 사회적 비용이 수반됨
- 따라서 M&A 활성화라는 정책방안을 추진함에 있어서는 그 필요성과 추진여건에 대한 체계적 검토가 선행되어야 함
 - M&A 활성화로 인한 기대효과와 기대비용에 대한 분석 필요

○ M&A 필요성 결정 요인

- 검토요인
 - 비효율적 기업이 충분히 많은가?
 - 비효율성을 개선할 다른 메카니즘이 존재하는가? 존재한다면 효율적으로 작동하는가?
 - 기대효과가 기대비용보다 큰가? 기대비용을 감소시킬 수 있는 정책적 방안도 모색하고 있는가?
- M&A가 활성화된 외국의 예를 보면 기업과 산업의 구조조정이 요구되는 시점에서 M&A가 활성화됨
 - 경기호황기에는 매입자가 많고 경기침체기에는 매각자가 많음

○ 미국의 M&A 예

- 미국의 예를 보면 1970년대는 세계시장에서 일본에게 패하여 구조조정을 수행하고 있는 기업들간에 M&A가 활성화되었음
- 1990년대 들어와서는 벤처기업의 자금회수전략(exit strategy)의 일환으로 M&A가 활성화됨
- 최근에는 정보통신 등 첨단산업분야에서 세계시장에서의 경쟁력 확보를 위한 M&A와 금융기관간의 대형화 추진과정에서 M&A가 활성화 됨

○ 우리나라 경제의 구조조정 필요성

- 예방적 구조조정의 추진 필요성
 - 기업부실화 이후의 구조조정은 많은 사회적 비용을 수반하므로 부실화 이전에 비효율적 경영을 개선할 필요
- 재벌 등 대규모기업 중심의 경제구조 개편 필요성
 - 급변하는 기술과 치열한 국제적 경쟁환경하에서 지나치게 재벌에 의존하는 경제구조는 위험이 수반하므로 이를 환경적응력이 뛰어난 벤처중심으로 개편할 필요
- 벤처기업의 구조조정 필요성
 - 벤처투자에 대한 원활한 자금회수 수단을 제공하고 벤처기업에게는 합리적 퇴출 수단을 제공하여 벤처산업의 구조조정 유도
- 경영권세습에 따른 비효율적 경영진의 퇴출 필요성 증대
 - 창업주에 의해 경영권을 세습 받은 2세 경영주의 경우에는 그 경영능력을 검증 받지 못한 경우가 대부분이므로 시장의 힘에 의한 검증 및 퇴출장치 필요

○ M&A활성화의 필요성 판단

- 미국의 예와 우리나라 경제의 구조조정 필요성 분석을 바탕으로 볼 때, M&A의 활성화가 필요한 시점이라고 판단됨

나. M&A 활성화의 기대효과

1) 구조조정의 활성화 차원

○ 시장메카니즘(market mechanism)에 의한 구조조정 수행 수단

- M&A는 시장의 원리에 입각하여 구조조정을 추진하는 대표적 수단중의 하나임
- 기술혁신 등 급변하는 경영환경하에서 기업은 지속적인 구조조정을 통해 새로운 환경에 적응해야 함
- 기업구조조정은 지배구조, 재무구조, 자산구조의 차원에서 수행되는 바, 정부의 주도가 아닌 시장메카니즘에 의한 구조조정의 필요성 증대

○ 예방적 차원의 구조조정 수단

- M&A는, 심각한 부실화가 진행되기 이전에 수행되는 사전적(ex-ante) 또는 예방적 구조조정 수단으로서의 의미 보유
- 기존의 구조조정은 주로 부실기업이나 부실가능기업을 대상으로 한 사후적인 구조조정(ex-post restructuring)이었고 구조조정기구들도 그 투자대상이 부실기업에 국한됨

- 앞으로의 구조조정은 예방적 차원에서 미리 비효율적 경영과 경영자를 교체하는 구조조정(ex-ante restructuring)에 초점이 맞추어져야 하며, 이를 통해 사후적 구조조정으로 인한 엄청난 사회적 비용을 줄일 수 있음
- 따라서 기업이 부실화되기 이전에 미리 부실화를 유발할 가능성이 있는 비효율적 요소를 제거하기 위한 M&A가 요구되고 특히 이를 지원하기 위한 M&A펀드의 활성화가 필요함

○ 기업, 산업 그리고 경제시스템의 효율성 및 경쟁력 제고

- 벤처기업의 경우에는 M&A를 통하여 지속적인 성장과 경쟁력 제고를 추진할 수 있고 또한 벤처 투자자금의 회수수단으로 M&A 활용가능함
- 재벌 등 대규모 기업입장에서는 범세계적 경쟁에 대응한 경쟁력 강화 수단으로 M&A가 중요한 의미를 가짐
 - 또한 다른 차원에서 보면 지나친 재벌위주의 산업구조는 경제시스템의 위험을 증대시키므로 이를 개선할 필요가 있음
- 금융기관의 입장에서는 외국의 선진금융기관과 경쟁하기 위하여 겸업화와 대형화가 요구되는 바, 각 분야에서 전문적인 능력을 보유한 금융기관간에 상호보완적인 M&A가 활성화될 것으로 기대됨

2) 기업지배구조 개선과 전문경영자 육성 차원

○ 시장을 통한 기업감시 기능의 강화

- 비효율적인 경영자를 교체하기 위한 M&A가 보다 활성화됨으로써 주주와 시장을 의식한 기업경영의 유인 증대

- 기관투자자의 경영감시 기능의 강화
 - 대주주나 소유주의 이익만을 대변하고 이를 통해 경영권을 보장받는 비효율적 경영자의 교체가능성 증대
- 특히 대규모 기업을 대상으로 M&A를 수행하는 경우에는 대규모 자금의 체계적 조달메카니즘의 구비여부가 M&A의 성패를 결정하는 가장 중요한 요인이 되는 바, 이를 위한 M&A펀드의 필요성 증대

○ 전문경영자 시장의 활성화

- M&A펀드가 경영권을 획득했을 경우 인수한 기업을 효율적으로 경영할 전문경영인의 영입이 필수적으로 요구됨
- 이 과정에서 능력 있는 경영자에 대한 수요가 증대될 것이고 기존의 경영자들도 자신의 시장가치를 증대시키기 위해 대주주위주의 경영을 탈피할 유인 존재
- 능력있는 경영자가 대주주의 자의적 판단에 의해 축출당할 경우, 이 경영자는 M&A펀드의 스카웃 대상이 되어 자신의 능력을 펼칠 수 있는 시장이 마련됨
 - 후방추론(Backward Induction)의 논리에 의해, 기존의 경영자들도 대주주위주의 경영에서 탈피하여 주주가치 증대를 위한 경영을 통해 시장에서 자신의 명성을 구축할 유인이 증대함
- 자원의 최적배분이란 측면에서 볼 때, 능력 있는 전문경영자의 경영권 획득 기회가 증대됨으로써 기업경영의 효율성과 기업가치의 증대가능성이 증대됨

3) 기업가치의 증대와 주식시장 활성화 차원

○ M&A시장의 활성화를 통한 기업가치 증대

- 비효율적인 경영자를 시장의 힘에 의해 교체할 수 있는 기반이 마련됨으로써 기업가치의 상승 가능성 증대
- 대규모 자금을 보유하고 있지 않은 경우라도 기업가치를 증대시킬 수 있는 경영능력만 있으면 M&A펀드로부터 자금을 조달하여 M&A 수행가능

○ 물론 M&A관련 정책의 주목적이 주식시장 부양에 놓여지는 것은 바람직하지 않으나 M&A시장이 활성화 될 경우 파생적 현상으로 과도하게 저평가된 주식의 주가상승 가능성이 증대될 것으로 예상됨

- 단기적인 정보효과에 의한 주가상승이 아닌 내재적인 기업가치 상승에 근거한 주가상승이 구현될 수 있는 정책적 기반조성이 요구됨
 - PER이나 PBR이 과도하게 낮은 기업은 대표적인 M&A 대상기업이 될 수 있음
- M&A의 활성화는 침체된 국내 증권시장에 활력을 제공하는 계기가 될 수 있을 것으로 예상됨

4) 금융산업의 선진화 차원

○ 금융기관의 투자은행 기능 강화

- 미국 등 선진국 투자은행의 예를 볼 때 M&A업무는 투자은행의 핵심

업무 중의 하나인 바, M&A펀드를 통한 M&A의 활성화는 우리나라 증권사들의 M&A업무능력을 증대시키는 활력소가 될 수 있음

— 우리나라증권사들이 위탁매매위주 업무에서 탈피하여 투자은행업무를 강화할 수 있는 기반이 될 수 있음

- 사이버증권사의 등장으로 인해 증권사의 위탁매매수수료 수입이 급감할 것으로 예상되는 현 시점에서 증권사의 업무영역을 확대하는 수단으로 활용 가능

- 증권사의 입장에서는, 펀드의 설정주체로서 또는 펀드와의 전략적 제휴를 통한 실질적 M&A수행을 통해 M&A펀드를 활용 가능

○ 금융기관의 대형화와 겸업화 추진

— 동일업종 내에서의 합병을 통해 금융기관의 대형화 추진 가능

— 증권, 은행, 보험 등 다른 업종간에 지주회사의 형태로 합병을 추진하고 이를 통해 겸업화 수행 가능

- 우리나라의 경우는 독일 등과 같이 본체 내에서의 겸영 보다 지주회사형태로의 겸업이 바람직하다고 판단됨

5) 벤처산업의 구조조정 차원

○ 벤처기업 M&A의 활성화 필요성

— KOSDAQ외의 벤처투자에 대한 회수시장의 구축 필요

- 벤처기업의 창업은 지속적으로 증대하고 있으나 코스닥시장의 선별기능은 강화되고 있는 추세임
- 현재 코스닥시장은 등록까지 장기간이 소요되고 시장의 변동성이 크기 때문에 벤처기업의 안정적인 자금조달원으로서 한계 존재
- 미국의 실리콘벨리의 경우와 같이 IPO외에 M&A를 통한 투자자금 회수메카니즘의 활성화가 필요함

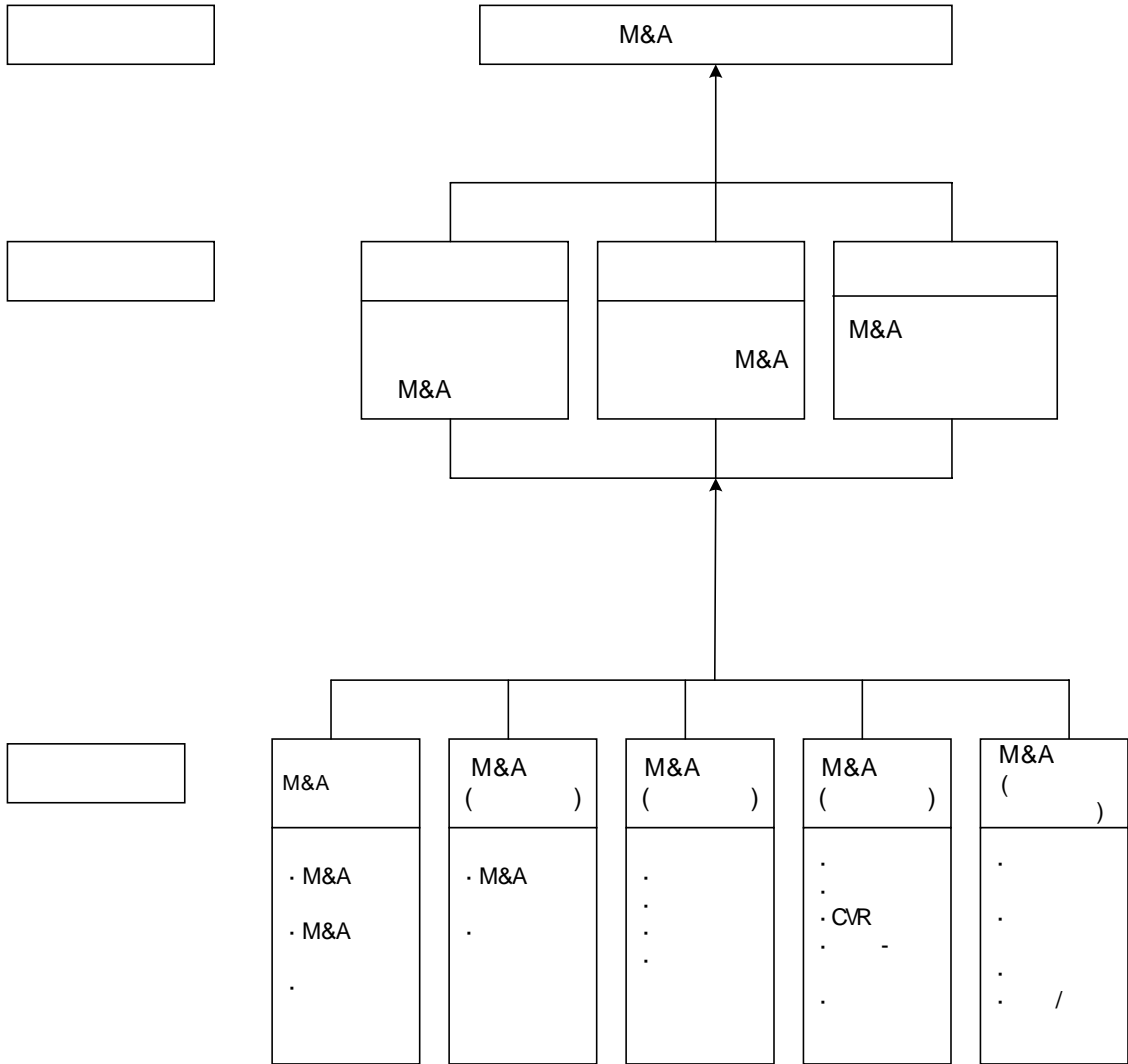
— 벤처기업의 원활한 시장퇴출 도모

- 벤처기업은 고위험-고수익적인 특성을 보유하고 있고 사업성공율이 낮기 때문에 M&A시장을 통한 퇴출경로의 원활화가 필요함
- 특히 체계적인 수익모델 없이 마구잡이로 설립된 인터넷업종을 중심으로 M&A를 통한 대폭적인 구조조정이 필요한 시점임

— M&A를 통한 성장과 경쟁력 강화

- 정보기술산업 등과 같이 기술속도가 빠르고 경쟁이 치열한 첨단산업분야에 있어서는 단일기업이 모든 분야의 기술을 겸비하는 것이 사실상 불가능하므로 M&A를 통해 성장과 경쟁력강화를 추구하는 것이 합리적임
- CISCO같은 기업은 M&A를 정상적인 기업성장전략의 하나로 인식하여 1년에 평균 10개 정도의 기업을 M&A하고 있음
- 우리나라의 경우에도 벤처기업간의 M&A 뿐만 아니라 대기업과 기술력을 보유한 벤처기업간의 M&A를 활성화할 필요

<그림 1-1> M&A시장의 활성화 추진방안



II. M&A 시장의 현황 분석

1. M&A 대상측면: 공급측면

가. 미국의 M&A시장의 현황

○ 미국의 M&A 거래 현황

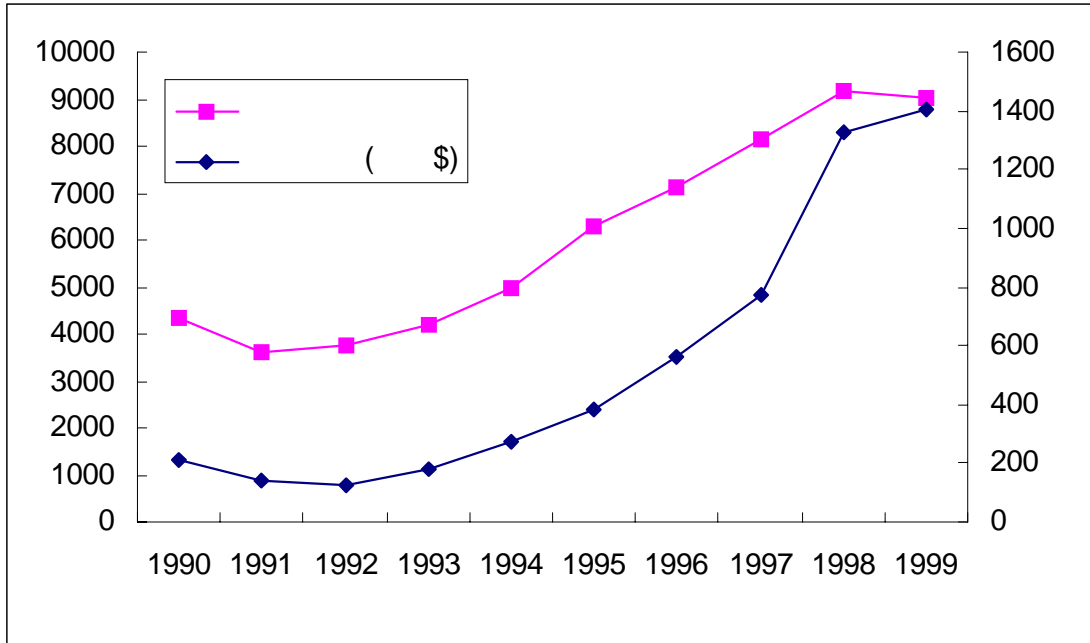
- 미국의 M&A거래추세를 보면 1992년과 1993년을 전환점으로 하여 지속적인 상승세를 보이다 1999년에 다소 하락하였음
- 1999년 M&A 거래규모는 1조 4천억 달러 정도로 GNP의 15.2%를 차지함

<표 II-1> 미국의 M&A 거래 현황

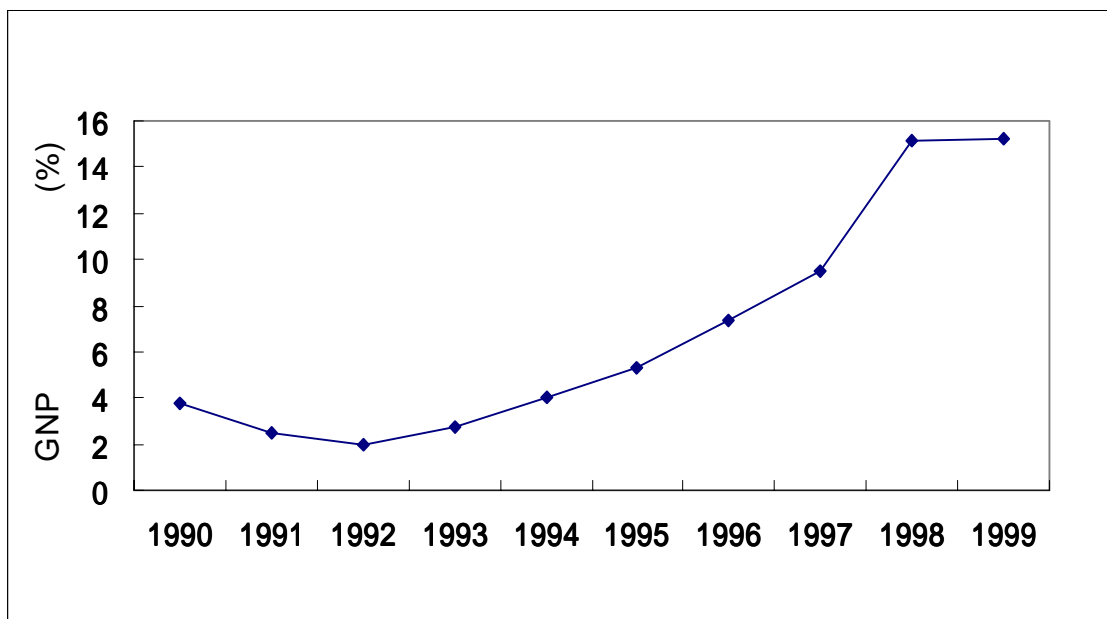
연도	거래수	거래량변화율(%)	거래규모(십억달러)	거래규모변화율(%)
1990	4,324	13.0	207.5	-35.9
1991	3,605	-16.6	141.2	-31.8
1992	3,762	4.3	124.9	-11.6
1993	4,171	10.9	178.2	42.7
1994	5,000	19.9	276.9	55.4
1995	6,306	26.2	384.8	39.0
1996	7,127	13.0	560.2	45.6
1997	8,156	14.4	768.9	37.3
1998	9,149	12.2	1,323.3	72.1
1999	9,034	-1.3	1,404.0	-6.1

자료 : "Mergers & Acquisitions," The Dealmaker's Journal, 1999-2000 각호

<그림 II-1> 미국의 M&A 추세



<그림 II-2> 미국의 GNP 대비 M&A 거래규모



나. 우리나라 기업결합 및 M&A 현황

○ 대규모기업의 기업결합 현황⁵⁾

- 2000년 상반기 30대 기업집단의 기업결합건수는 144건으로 99년 상반기 74건에 비해 크게 증가하였으며, 전체 기업결합에서 차지하는 비중도 29.2%에서 38.3%로 증가하였음

<표 II-2> 대규모기업의 기업결합현황

(단위:건)

연도	전체	30대	1~5대	6~30대
99	557	168	78	90
99년상반기	253	74	34	40
2000년상반기	376	144	81	63

자료: 공정거래위원회 보도자료(2000.8.19)

- 2000년 상반기 대규모기업의 기업결합은 376건이며 이중 1~5대 기업집단은 81건(21.5%), 30대 기업집단은 144건(38.3%)을 차지하고 있음

○ 대규모기업의 M&A 현황

- 대규모기업의 M&A는 우호적인 M&A가 대부분이고 적대적 M&A를 거의 없는 실정임
- 대규모기업에 대한 적대적 M&A가 어려운 이유중의 하나는 공식적·비공식적 방법을 통해 이미 다수의 지분을 확보해 놓고 있기 때문임

5) 자산총액 또는 매출액의 규모가 1,000억원 이상인 회사를 의미함

<표 II-3> 30대 기업집단 M&A 현황

(2000상반기, 단위:건)

주식취득	합병	계
21	8	29

자료: 공정거래위원회 보도자료

주 : 공정거래위원회는 2000.4.15. 2000년도 대규모기업집단을 새로이 지정 하였음(신규지정 7개사, 제외 7개사)

<표 II-4> 국내기업간 기업결합 현황

(단위 : 건)

	구 분	90	91	92	93	94	95	96	97	98	99	계
계열별	계열기업간	57	58	69	74	74	52	137	123	196	188	1,028
	비계열기업간	100	96	80	49	121	273	256	295	290	369	1,929
유형별	수평	41	43	39	36	40	58	75	78	172	150	732
	수직	20	45	38	34	24	43	70	80	107	75	536
	혼합	96	66	72	53	131	224	248	260	207	332	1,689
수단별	주식취득	52	37	34	29	77	142	159	130	92	146	898
	임원겸임	5	5	2	2	2	4	16	27	32	42	137
	합병	38	50	62	55	48	48	63	75	151	145	735
	영업양수	6	7	12	13	13	10	25	23	81	111	301
	회사신설	56	55	39	24	55	121	130	163	130	113	886
업종별	제조업	93	99	97	89	97	139	160	144	257	101	1,276
	건설업	7	10	13	11	26	20	37	25	19	16	184
	도소매업	19	20	12	11	35	29	37	56	61	36	316
	음식숙박업	7	1	9	-	1	4	6	3	4	6	41
	운수창고업	14	9	5	5	8	19	12	37	17	2	128
	기타	17	15	13	7	28	118	146	153	128	92	717
	연도별총계	157	154	149	123	195	325	393	418	486	557	2,957

자료 : 공정거래백서, 1999.

○ 벤처기업

- 벤처기업 M&A가 아직 활발하지 않으나 인터넷 업종중심으로 업무협약, Joint Venture 등 전략적 제휴가 활성화되는 추세임
 - 이러한 전략적 제휴는 시장선점, 사업다각화, 네트워크 가치의 극대화가 주목적임

<표 II-5> 벤처기업간 M&A 현황

구 분	주 요 내 용
인터넷 업체간 결합	라이코스코리아와 아이팝콘 코리아의 제휴 다음커뮤니케이션이 미래와 사람등과 합작으로 머니 OK 설립
인터넷 업체와 방송업체간 결합	KBS와 한국통신 공동으로 『크레지오』(인터넷 방송국) 설립 SBS와 하나로통신과의 제휴
통신망사업체와 콘텐츠 업체간 결합	두르넷이 PC통신업체인 나우콤 인수 데이콤이 하이마트 등 15개 인터넷 쇼핑몰과 제휴
인터넷 업체와 오프라인 업체간 결합	현대백화점이 검색서비스 업체인 까치네 인수 삼성전자와 야후코리아의 제휴

자료: 벤처기업 M&A의 활성화 방안, 산업자원부, 2000. 9

- 최근 코스닥 시장의 침체로 수익구조가 취약한 벤처기업이 자금조달이 어려워짐에 따라 이들 기업을 M&A 하려는 시장의 움직임이 활발함
 - 유망 벤처기업이 자금난을 겪고 있는 신생 벤처기업을 인수함
 - 전통 제조기업이 IT 벤처기업을 인수해 사업모델 변신을 추구함

○ 구조조정 대상기업

- 2000.8.17 현재 자산실사중인 새한계열 2개사를 포함하여 64개사가 기

업개선작업을 추진중임

- 98.7월 고품계열을 시작으로 104개사(주채무계열 61개사, 중견대기업 43개사)가 기업개선작업 대상으로 선정되었으나, 이중 40개사가 탈락, 조기종료, 합병 등으로 제외되었음

— 구조조정 대상기업중 M&A를 통한 구조조정기업은 총 15개사로서, 탈락, 조기종료를 포함하여 구조조정을 완료한 기업중에서 37.5%의 비중을 차지함

<표 II-6> 기업개선작업 선정 및 진행상황

(2000.8.17 현재, 단위:개)

	선정 (A)	체 외				현 재	
		탈락	조기종료	합병	계(B)	(A-B)	MOU 체결
주채무계열	61	5	9	12	26	35	33
중견대기업	43	3	8	3	14	29	29
계	104	8	17	15	40	64	62

자료 : 금융감독원 보도자료(2000.8.23)

○ 금융기관

- 금융기관의 M&A는 은행-은행간 M&A, 은행-비은행간 M&A, 비은행-비은행간 M&A로 구분 가능
- <표 II-7>은 금융기관간 M&A실적을 나타내는데 대규모 M&A는 주로 부실은행 인수를 위한 M&A 임
- 앞으로의 금융기관간 M&A는, 금융지주회사를 통한 은행간 M&A와 종금사 구조조정을 위한 은행이나 증권사와의 M&A가 주류를 이룰 것으로 예상됨

<표 II-7> 금융기관 M&A 현황

구분	대상금융기관	날짜	형태	내용
은행간 M&A	상업-한일	98.12.31	흡수 합병	· 존속회사:한국상업은행(한빛은행으로 개명) · 상업:한일=1:0.9693 · 자본금변동(억원) : 10,000→18,045
	국민-장기신용	98.12.31	흡수 합병	· 존속회사:국민은행 · 국민:장기신용=1:0.5245 · 자본금변동(억원) : 9,327→11,815
	조흥-강원	99.7.16	흡수 합병	· 존속회사:조흥은행 · 조흥:강원=1:9.5870 · 자본금변동(억원) : 25,311→27,271
	하나-한미	00.6.27	전략적 제휴	IT공동개발및운용, 인터넷뱅킹 등에서 전략적 제휴를 맺음
은행- 비은행 금융기 관간 M&A	외환은-한외종금	99.1.1	흡수 합병	· 외환:한외종금=1:2.78571
	한빛은-한일중부 상호신용금고	99.8.1	흡수 합병	· 한빛:한일중부=1:0 · 합병유형:한빛은행-소규모합병, 한일중부-간이합병
	국민은-대구국민 신용금고 등 3개금고	99.8.22	흡수 합병	· 국민은행:(대구·전남·부산국민상호신용금고)=1:0 · 합병유형:국민은행-소규모합병, 3개금고-간이합병
	주택은-주은영동 상호신용금고	99.9.6	흡수 합병	· 주택은:주은영동=1:0 · 합병유형:주택은-소규모합병, 주은영동-간이합병
	주택은-주은상호 신용금고	99.12.20	흡수 합병	· 주택은:주은=1:0 · 합병유형:주택은-소규모합병, 주은-간이합병
비은행- 비은행 금융 기관간 M&A	제일상호신용금고 -신영상호신용금고	98.12.19	흡수 합병	· 존속회사:제일상호신용금고 · 제일:신영=1:0
	한국산업리스 -한국기술금융	99.3.2	흡수 합병	· 존속회사:한국산업리스 · 산업리스:기술금융=1:3.5945

자료 : 금융감독원 보도자료

2. M&A 수요 측면

가. 전략적 투자자 중심의 M&A

○ 전략적 투자자(strategic investor)와 재무적 투자자(financial investor)

— 기존의 국내 M&A 주체는 전략적 투자자(strategic investor)가 주류를 이루고 있고, M&A 시장형성에 중추적 역할을 할 수 있는 재무적 투자자(financial investor)는 제대로 형성되어있지 못함

- 전략적 투자자는 경영 전략적인 차원에서 M&A를 추구하기 때문에 그 수요기반이 관련산업에 속한 기업으로 국한됨
- 재무적 투자자는 기업이 속한 산업에 관계없이 기업가치상승을 통한 이익향유를 목적으로 하므로 그 수요기반이 넓음
- 재무적 투자자의 대표적 예는 M&A펀드, Buyout펀드, 벌처펀드, 기관투자자, 개인 등임

○ 특정 목적하의 재무적 투자자

— 일부 특정목적의 재무적 투자자는 존재하나 그 투자대상이 특정 목적에 한정되어 있어 M&A시장의 활성화에 큰 도움이 되지 못하고 있음

- 산업발전법상 기업구조조정전문회사는 부실기업에 특화
- 중소기업창업지원법상 창업투자회사는 창업자 즉 설립후 7년이내의 기업, 벤처기업육성에관한특별조치법에 의한 벤처기업, 창업투자조합의 결성 및 업무집행, 해외기술의 알선보급 및 이를 촉진하

기 위한 해외투자에 투자가능

- 여신전문금융업법상 신기술사업금융업자는 신기술사업금융지원에 관한법률에 의한 신기술사업자에 대한 투자, 용자, 경영 및 기술지도, 투자조합의 설립 및 자금운용 등을 수행

— 개인 투자자들은 자금조달 또는 Execution 능력의 한계로 M&A 투자에 애로가 많으며, 간접투자 또한 그 수단이 지극히 제한되어 있음

나. 적대적 M&A 추진주체(vehicle)의 부족

○ 적대적 M&A의 Vehicle 부족

- 개별투자자가 직접 적대적 M&A를 수행하기에는 위험이 너무 높기 때문에 이들로부터 자금을 모집하여 M&A를 수행하는 주체가 필요함
- 펀드형태의 투자수단도 법규정상 여러 가지 제약조건이 많아 진정한 의미의 M&A 투자목적 펀드는 존재하지 않는 실정임

○ 투신사와 증권투자회사 M&A펀드운용의 제약요인

- 동일종목투자한도와 동일회사투자한도
- 의결권행사의 제한

다. M&A 재원조성과 M&A펀드 현황

○ 추진 주체와 추진 현황

— M&A활성화를 위한 자금조성과 M&A펀드의 설정은 재경부, 산자부, 금감원 각각에 의해 3원화 되어 개별적으로 추진되고 있음

- 재경부의 M&A펀드
- 산자부의 중소·벤처기업 M&A펀드
- 금감원의 주식형 사모펀드

○ M&A 펀드(재경부)

— 기업인수형 M&A펀드(take-over type M&A fund)

- 직접 경영권을 획득하고 기업구조조정을 통해 기업가치를 증대시키는 펀드를 의미함

— 자금지원형 M&A펀드(financial-type M&A fund)

- M&A를 수행하는 주체에게 자금을 공급해 주는 역할만을 수행하는 펀드를 의미함

○ 중소·벤처기업 M&A펀드(산자부, 중소기업청)

— 산업발전법상 기업구조조정전문회사가 결성하는 기업구조조정조합의 형태를 띤 중소·벤처기업 M&A투자재원이 2000.8까지 2,555억원(7개 조합) 규모로 결성이 완료됨

— 2000.9 이후 결성이 예정된 기업구조조정조합의 특성

- 투자재원을 사전에 물색한 후 사모방식으로 100-200억원 규모로 조합을 결성
- 투자대상기업이 자동차부품제조업(IUI), 제약 및 의료기기제조업(한

국의료구조조정), 생명공학 및 정보통신업(KC네트웍) 등에 특화된 펀드가 다수 등장할 예정

— 올해 안에 재정자금 240억원을 기업구조조정조합에 출자하여 중소벤처기업 M&A펀드를 조성할 계획

○ 주식형 사모펀드(금감원)

— 동일종목 투자제한조항이 현행 10%에서 신탁재산의 50%까지 확대되며 수익자수가 100명 미만인 펀드

— 기타의 법적 제한조항은 공모펀드와 동일하게 적용됨

- 대량주식 보유 및 변동 보고의무
- 위탁회사의 계열회사 유가증권 투자제한
- 의결권행사제한
- 펀드를 통한 자사주 취득 제한

— 계열회사간 자금교차지원을 방지하기 위해 수익자의 계열회사 등이 발행한 유가증권 취득을 위탁회사 계열사가 발행한 유가증권에 대한 투자제한과 동일하게 적용

— 주식형 사모펀드의 취급규모를 각 투신사별 전월말 주식형 및 혼합형 펀드 수탁고의 10% 이내로 제한

— 주식형사모펀드의 문제점

- 투자대상이 상장 및 KOSDAQ등록기업에 한정됨
- 의결권이 제한됨 - 10%이상의 보유분에 대해 의결권행사 불가
- 환매가 가능하므로 M&A목적의 장기적인 투자에 한계

3. M&A 중개 측면

가. 중개기관과 중개기능의 활성화

○ M&A 중개기관 현황

- M&A업무를 주요업무로 하는 중개기관
 - 현재 국내 M&A시장에서 활동하고 있는 중개기관으로는 외국계 투자은행, 국내 증권사, M&A부띠끄 등이 있음
- M&A업무를 부수업무로 하는 중개기관
 - 벤처캐피탈, 기업구조조정전문회사, 시중은행 및 산업은행, 종금사, 법률법인, 회계법인, 컨설팅회사 등이 있음
- 증권사와 M&A부띠끄는 M&A대상기업의 탐색과 선정 등 사전적(ex-ante)인 업무를 포함하여 자금조달 등 총괄적인 자문업무를 수행하는데 반해, 법률법인이나 회계법인의 경우에는 선정된 대상회사를 대상으로 사후적(ex-post)으로 법률상의 문제나 세제상의 문제를 자문하는 역할 수행

○ 중개위주의 M&A 업무

- 국내 증권사들은 증권사 부수업무로서 재경부장관의 허가를 받아 M&A업무를 수행하고 있음
- 선진 투자은행들은 중개(brokerage) 외에 기업인수(underwriting) 기능까지 수행하나 우리나라 증권사의 M&A 업무는 중개업무에 국한됨
- IMF이후 국내 증권사들의 M&A업무가 위축되었는데 최근에 와서 기업구조조정과 관련된 M&A업무와 벤처기업을 대상으로 한 M&A업무를 중심으로 그 활성화가 모색되고 있음

<표 II-8> 국내 증권사별 M&A 업무현황(2000. 8 현재)

	담당부서	설립일	인원	최근 실적	특징 및 향후 계획
현대	M&A본부내 M&A팀	2000. 4	10	-한국전력공사, 지역 난방공사의 안양, 부천 발전소 매각 자문(2000. 8)	-외자유치, 국내외 벤처 기업간 M&A 주력
LG	벤처사업부내 M&A팀	1990.9	6	-한국제분의 동아제 분 인수(2000.3) -텔슨전자의 신홍신 용금고 인수(2000. 3)	-벤처기업 M&A, 비상 장주식, 제약업종, 워크 아웃 주력
대우	IB사업부내 M&A팀	1990.2	6	-한국전기초자 일본 아사히 글라스 매 각(99.11)	-향후 기업 구조조정, 벤처 투자 등 주력 -벤처기업 투자를 통한 벤처기업간 M&A 추진
삼성	IB사업부내 M&A팀	1993.1	9	-오버넷 외자유치 (2000. 3)	-공기업 민영화 주력
대신	특수금융팀	2000. 8	9	-조흥증권 M&A (2000. 1)	-외자 유치 및 국내 자 금조달 총괄 -단순 M&A에서 벗어나 M&A 이후의 자금조달 까지 포함
굿모닝	기업금융본부내 M&A부	1990.9	13	-한국통신진흥 금융 렌탈사업부 분사 (2000.4) -하나로 통신 지분 매각(99.12)	-향후 해외투자 유치, 공기업 민영화, 벤처기 업 M&A 주력
SK	기업금융2팀내 M&A팀	1994.8	4	-캐네디안 컴패니아 대몬팜과의 전략적 제휴(1999.4)	- 재무적곤경하의 기업, 화의나 법정관리 기업에 대한 M&A업무
교보	기업금융부				- 벤처기업과 제3시장기 업을 대상으로한 M&A
메리츠	M&A Task Force	2000.1	3	-오버넷 외자유치 (2000.3)	-구조조정기업에 대한 M&A, 벤처기업의 M&A

주 : 각 증권사별로 문의하여 작성하였음

○ M&A 전문 투자은행의 부재

— M&A는 투자은행의 핵심적 업무중의 하나로서 투자은행을 지향하는 증권사들이 그 기능확대를 도모하고 있으나 선진 투자은행과 비교할 때 평가능력, 자본력을 바탕으로 한 인수능력, 각 상황에 적합한 자금 조달방안의 설계능력 등이 부족한 형편임

- 미국 10대 투자은행의 자본총액은 평균 267억 달러에 이르고 자본총액의 규모가 가장 큰 Merrill Lynch의 경우 703억 달러임
- 국내 10대 투자은행의 자본총액은 달러로 환산시 평균 약 4.7억 달러로 미국 투자은행의 1.77%에 불과하고 총자산을 기준으로 규모를 비교할 경우 0.93%에 불과함

— M&A관련 데이터 베이스 구축 미비

- 산업별, 규모별, 매입자별 또는 매각자별 등 각종 특성별 데이터 베이스가 구축되어 있지 못해 후보기업 선정작업이 체계적이지 못함

— M&A나 기업구조조정업무에 특화된 투자은행이 존재하지 않음

- IMF 이후 기업구조조정시장이라는 새로운 자본시장이 구축되었으나 현재까지는 외국계 투자은행에 의해 주도되고 있고 국내 금융기관들의 참여실적은 미비함

○ M&A 부띠끄의 양성화

— 현재 활동중인 M&A 부띠끄들은 전문인력, 자본금 등 설립요건 차원에서 아무런 규제를 받지 않고 있어서 그 설립과 활동이 자유로운 반면, 역으로 시장의 신뢰를 바탕으로 적극적인 M&A업무를 수행하는데 한계 존재

— 가칭 ‘M&A전문회사법’을 도입하여 M&A부띠끄를 제도권 금융기관으로 편입할 필요

○ M&A중개기관간 역할 분담의 명확화

- 투자은행을 지향하는 대형증권사 입장에서는 대규모 M&A를 중개 또는 인수하는 역할을 수행
 - 특히 증권사는 M&A전체를 총괄하고 업무를 다른 자문기관에게 적절히 분담시키는 역할을 수행
- 자금력은 부족하지만 순발력이 뛰어난 M&A부띠끄는 소규모 M&A중개나 대규모 거래를 투자은행에 소개하는 등 상호보완적인 관계의 설정이 필요함

<표 II-9> 중개기관 유형별 주요업무

	증권사	M&A 부띠끄	은행	컨설팅 회사	회계 법인	법률 법인
1. 매수분야 및 목적의 수립				◎		
2. 매수업체 회사의 기초조사	○	△		○		
3. 매수대상회사의 가치 산정	◎		△	△	○	
4. 매수기업의 중개 및 알선	○	◎	△	△		△
5. 매수대상기업의 결정						
• 매수방법 및 조건	◎	△		△		△
• 금융조달 전략	◎	△	○			
6. 매수교섭 개시						
• 교섭의 전권 대리인 설정	○	△	○			
• 법률문제						◎
7. 매수계약 체결 및 실행						
• 회계문제	△		△		◎	△
• 세제문제	△		△		○	△
• 금융조달	○		◎			

◎ : 핵심 기능

○ : 적극적 기능 수행

△ : 어느 정도 기능 수행

나. 중개수수료구조의 개선

○ M&A중개수수료의 구분

- M&A중개수수료는 탐색수수료(finder fee), 의뢰수수료(retainer fee), 성공수수료(success fee)등으로 구분됨
- 현행 M&A중개수수료는 M&A중개기관이나 자문기관에게 충분한 인센티브를 제공하지 못함
 - 미국의 경우

<표 II-10> 미국의 성공수수료 체계

소규모 M&A(리만방식)		대규모 M&A	
거래액	요율(%)	거래액	요율(%)
100만\$ 이하	5	1,000만\$ 이하	3
200만\$ 이하	4	1,000만\$~1억\$	2
300만\$ 이하	3	1억\$ 이상	개별협상
500만\$ 이하	2		
500만\$ 이상	1		

— 국내 현황⁶⁾

- 미국과 마찬가지로 M&A수수료는 탐색수수료, 의뢰수수료, 성공수수료 등으로 구분되는데 성공수수료는 매각금액이나 투자금액을

6) M&A업무를 수행하는 증권사들과 M&A부띠끄에 대한 개별적 인터뷰를 통해 입수한 자료임

기준으로 결정됨(100억원 이하: 3-5%, 500억원 이하:2-3%, 500억원 이상:2%)

- 현실적으로 M&A중개기관에 대해 성공수수료 이외의 수수료는 지불하려하지 않으려는 경향이 존재함

○ 수수료구조(fee structure)의 개선 필요

— 의뢰수수료의 단계별 부과와 성공수수료 활성화

— 소요시간을 기준으로 한 수수료 부과기준 책정 필요

— M&A협회의 구성을 통한 수수료의 원칙수립

- 소요시간당수수료, 단계별성공수수료, M&A Deal의 성공수수료 등에 대한 상·하한선 설정 등

4. M&A 방식 및 가치평가 측면

○ M&A방식이 단순

— 현금위주의 M&A 수단

- 현금에 의한 M&A 거래 결제는 매수측이 자금조달능력에 따라 M&A거래의 성사가 결정되므로 M&A 활성화의 제약요소로 작용하고 있음
- 한편, M&A를 위한 과도한 현금유출은 매수측의 재무구조를 악화시켜 M&A의 성과 자체를 위협하는 요인으로 작용하게 됨

— 주식교환(stock swap) 활용에 제약요인 존재⁷⁾

- 현행 상법은 현물출자에 대하여 법원에 의한 검증절차를 거치도록 규정하고 있어 구주-신주 교환활성화에 장애요인으로 작용
- 신주-신주교환은 신주가 현물출자대상으로 인정되지 않아 특례가 인정되지 않는 이상 활용이 불가능 함

○ M&A과정에서 주가의 변동성 관리 수단 부재

— 벤처기업 등과 같이 주가의 변동이 큰 기업이 M&A대상일 경우에는 가치계산에 어려움 존재

— M&A지불수단으로 사용되는 주식의 가격변동성이 클 경우에는 대상회사나 대상회사 주주의 입장에서 주가하락으로 인한 위험에 노출되는데 이 같은 위험을 축소할 수 있는 증권설계 능력 부재

7) 주식교환(stock swap)에 대한 자세한 내용은 제3장에서 상세히 논의함

- 인수하거나 교환한 주식의 가격하락위험에 대한 회피는 M&A의 성사가능성을 감소시킴

○ M&A대상기업에 대한 합리적 평가수단 부족

— 합병가액 산정시 자의성 개입 가능성 존재

- M&A대상기업이 주권상장법인 경우의 합병가액 결정은, 거래가격 평균이 자산가치에 미달하는 경우 자산가치로 할 수 있다고 규정하여 자의성 개입 여지
- M&A대상기업이 비상장법인 경우의 합병가액 결정은, 자산가치와 수익가치를 1 : 1.5의 비율로 가중평균한 가액과 상대가치를 산술 평균 한 가액으로 하도록 되어 있는 바, 상대가치를 포함시키지 않아도 되는 ‘상대가치를 산출할 수 없는 경우’에 대한 규정이 불명확하여 상대가치 포함여부 결정에 자의성 개입 가능성 존재

— 벤처기업 등에 적합한 평가모형 부재

- 일반기업과 달리 벤처기업의 가치는 미래의 성장성에 크게 의존하고 미래의 불확실성이 크므로 기존의 평가모형과는 다른 평가패러다임이 필요함

— 새로이 개발되는 다양한 평가방법을 증권거래법이나 금감위규정으로 규정하는 데에는 한계가 존재함

- 최대한 다양한 평가방법을 인정하되 외부평가기관 등을 통해 객관성을 검증받도록 하며 그 외부평가기관에 대한 감독을 강화하는 것이 합리적임

○ M&A관련 기업가치 평가시에 관련 법률간에 차이 존재

- 증권거래법과 세법상 기업가치평가방식에 차이가 존재하여 합병비율 산정과 세액추정에 혼란 발생
 - 합병당사자간에 서로에게 유리한 방식으로 기업가치를 산정하여 합병이 무산되는 가장 중요한 요인으로 작용함
- 세법상 기업가치 평가방식은 상속세 및 증여세법에 의한 유가증권 평가방식을 준용
 - 상장주식과 협회등록주식
 - 비상장·비등록주식
- 증권거래법상 기업가치평가방식
 - 상장-상장회사간의 M&A
 - 상장-비상장회사간의 M&A
- 개선방안
 - 증권거래법상 가치평가방식은 상장법인이 합병계획서를 금융감독원에 제출할 때 준수해야할 방식이고 세법상 방식보다는 합리적이고 현실을 보다 잘 반영한다고 판단되므로 세법상의 평가방법을 개정하여 양자를 일치시키는 것이 바람직하다고 판단됨

5. M&A 관련 제도 및 환경 측면

○ 적대적 M&A에 대한 정서적 거부감

- 경영권 매각을 원하는 창업주들도 기업의 매각은 경영실패라는 인식과 경쟁업계 또는 관련업계에는 매각을 꺼려하는 자존심이 존재
 - 기업매각은 경영의 실패가 아닌 다른 차원의 경영성공이라는 인식의 전환 필요
- 적대적 M&A는 경영권을 탈취하는 비도덕적 행위라는 유교적 인식이 M&A수행에 심리적 부담으로 작용함
 - M&A는 정상적인 경영전략 또는 성장전략의 일환이라는 인식 제고 필요함
 - 예를 들어 미국의 CISCO와 같은 회사는 1년에 평균적으로 10정도의 타기업을 M&A함
- 수단과 방법을 가리지 않고 행해지는 방어측의 무모한 방어행태
 - 비합리적 방어로 기존주주에게 손실을 초래하고 관계그룹이 피해를 입는 경우 발생

○ 중개기관의 기능미비

- M&A업무는 투자은행의 핵심업무임에도 불구하고 증권사들의 M&A 중개실적 미비
- 증권사, M&A부띠끄 등 M&A 중개기관의 기능분화와 상호보완관계 미약

○ 전문경영자시장의 부재

- M&A의 본질적 가치가 비효율적 경영자를 교체하여 기업의 가치를 증대시키는데 있는 바, 인수한 기업의 가치를 증대시키기 위해서는 경영능력을 구비한 전문경영자가 요구됨
- M&A의 활성화를 위한 전제조건인 하나로 전문경영자와 전문경영자시장이 필요한 반면, 역으로 M&A가 활성화되면 전문경영자의 수요가 증대되어 전문경영자시장이 활성화될 수 있음

○ 상장기업위주의 M&A 제도

- M&A 시장은 상장기업 뿐만 아니라 비상장 비등록법인을 대상으로 한 시장도 무시할 수 없는 큰 시장임에도 불구하고 이 시장을 대상으로 한 제도적 장치가 부족한 상황임
- 비상장, 비등록기업의 경우 창업 대주주들이 기업을 매각하려 해도 매수기반이 제한(주로 전략적 투자자에 한정)되어 있어 시장이 활성화되어 있지 못함

○ M&A관련 세제 및 회계상의 문제점

- M&A와 관련된 세제상 부담요인으로는 소멸법인의 청산소득에 대한 과세문제, 피합병법인의 이월결손금승계부인문제, 의제배당소득에 대한 과세문제, 합병차익에 대한 과세이연문제, 취득자산에 대한 취득세, 등록세 부과문제, 피합병법인의 세무조정사항 승계불허문제, 합병시 증여의제문제, 비상장비등록 주식교환시 과도한 증권거래세 문제 등이 존재

<표 II-11> M&A관련 문제점과 개선방안8)

분석측면	문제점	개선방안
M&A 중개측면	<ul style="list-style-type: none"> · M&A 중개기관간 역할분담 미비 · M&A 전문 투자은행 부재 · M&A 부띠끄의 역할 미약 · 수수료 구조상의 문제점 	<ul style="list-style-type: none"> · 투자은행과 M&A부띠끄간의 상호보완 관계 설정 · 평가능력, 자본력, 증권설계 능력 등 증권사의 투자은행 업무 강화 · 가칭 ‘M&A전문회사법’을 통해 제도권 기관으로 편입 · M&A협회의 구성을 통한 수수료 원칙 수립
M&A 수요측면	<ul style="list-style-type: none"> · 전략적 투자가 중심의 M&A · 적대적 M&A 추진주체의 부족 	<ul style="list-style-type: none"> · 재무적 투자자의 육성 · M&A펀드의 도입
M&A 방식 및 수단측면	<ul style="list-style-type: none"> · 현금위주의 M&A · 주가변동성 관리수단 부재 	<ul style="list-style-type: none"> · 주식교환(stock swap)의 활성화 · 주가변동위험을 감소시키기 위한 CVR(contingent value right)의 활용 · 부채-주식교환의 활용
M&A 대상기업 평가측면	<ul style="list-style-type: none"> · 대상기업에 대한 합리적 평가 수단 부재 · 합병가액산정시 자의성 개입여지 · 기업가치산정에 관한 관련법률간 차이 존재 	<ul style="list-style-type: none"> · 벤처기업 등에 적합한 평가 모형의 개발 · 합병가액산정시 자의성 개입여지 최소화 · 증권거래법과 세법간 가치 평가방식의 통일
M&A 제도 및 환경측면	<ul style="list-style-type: none"> · M&A에 대한 정서적 거부감 · 전문경영자시장 부재 · 상장기업위주의 M&A제도 · 세제 및 회계상의 문제점 	<ul style="list-style-type: none"> · 기업, 주주, 정책당국의 M&A에 대한 인식 전환 · 전문경영자시장의 육성 · M&A관련 법제도 및 세제의 개선

8) M&A관련 문제점들에 대한 구체적 개선방안에 대해서는 다음 장부터 상세히 논의 될 것인 바, 제3장에서는 M&A 방식의 다양화 추진, 제4장에서는 M&A펀드와 수요기반 강화 그리고 제5장에서는 기타 문제점들에 대한 개선방안이 제시될 것임

III. M&A 방식의 다양화 추진

1. 주식교환(stock swap)의 활용

가. M&A 지불방식과 주식교환

○ M&A 지불방식의 분류

- M&A 지불방식은 크게 현금교환형(cash mode) M&A, 주식교환형(stock mode) M&A, 그리고 양자의 혼합형으로 구분됨
- 주식교환형(stock mode) M&A는, M&A대상회사나 M&A대상회사의 주주들에게 M&A를 추진하는 매수회사의 주식이 교부되는 방식의 M&A를 의미함.
 - 주식교환형 M&A는, 삼각합병(triangular M&A), 주식-주식교환(stock for stock) M&A, 주식-자산교환(stock for asset) M&A 등으로 구분됨.
 - 주식교환형 M&A 중에서 주식-주식교환(stock for stock) M&A를 주식스왑(stock swap)이라고도 함.

○ 주식교환의 유형 분류

- M&A 지불수단으로서의 주식교환
 - 주식스왑(stock swap)

— 모자회사 관계의 설정을 위한 주식교환

- 주식교환(share exchange)
- 주식이전(share transfer)

○ 주식교환형M&A와 현금교환형M&A의 비교

— 현금교환형M&A의 경우에는 매수회사 주주의 기존 지분비율에 변화가 없지만 주식교환형의 경우에는 지분비율이 감소함

— 양자중 어떠한 방법이 효율적인 M&A방식인가는 일률적으로 결론을 내리기 힘들고 각각의 상황에 따라 달라짐

- 매수회사의 주식이 고평가 되어있는 경우, 벤처기업과 같이 M&A를 위한 현금이 부족한 경우에는 주식교환형M&A의 유용성이 높음

— 주식교환형중에서 주식-자산교환형M&A의 경우에는 대상기업 이사회 의 승인이 필요하나 주식-주식교환형M&A의 경우에는 개별주주로부터 주식을 매수하므로 대상기업 이사회 의 승인이 필요 없기 때문에 적대적 M&A에 보다 적합함

나. 주식스왑(stock swap)

1) 주식교환의 유형과 실행가능성

○ 주식교환의 유형

— 구주와 구주의 교환

- 민법상 교환계약으로서 실행에 문제 없음

— 신주와 신주의 교환

- 상법상 신주는 현물출자의 대상이 아님
- 각각의 M&A 당해기업이 신주를 발행하고 이를 제3자 배정방식 등을 통해 각각의 상대방 기업에 이전할 수 있으나 이는 진정한 의미의 주식교환이 아님
- 왜냐하면 이 거래는 결과적으로는 주식이 교환되지만 실질적으로는 신주-현금 교환거래와 현금-신주교환거래를 복합적으로 결합한 거래임(즉 현금이 매개체로 포함됨)

— 구주와 신주의 교환

- 현행 상법상 구주를 현물출자 대상으로 하여 신주를 발행할 경우 구주에 대해 공인감정사의 평가 및 법원의 심사를 받도록 규정하여 시간 소요
- 향후 법원의 심사가 강화될 경우 교환비율 설정에 융통성이 상실되어 M&A 성사 가능성이 감소될 가능성

○ 구주-신주 교환 또는 신주-신주 교환의 가능성

— 상법은 현물출자에 관하여 엄격한 검증절차를 거치도록 규정하고 있음

- 정관에 명시 필요
- 법원이 선임한 검사인의 검사보고서 또는 공인된 감정인에 의한 검사보고서를 작성하여 법원에 보고하여야 함
- 법원은 감정결과가 적합한지를 심사하여 적정한 평가가 아니라고

판단할 경우 이를 변경가능(상법 제299조의2, 제300조, 제422조)

- 법인설립시에는 발기인총회에서 선임된 이사가, 증자에 의한 신주발행시에는 이사가 감사인 또는 감정인을 선임하여 출자될 주식의 가치를 평가하게 한 후 이에 관한 보고서를 관할법원에 신고하면 됨
- 법원은 평가의 적정성을 판단하여 적정하다면 서면을 발행. 서면을 가지고 등기를 하면 현물출자가 완성됨

○ 주식교환시 발생 가능한 문제점

- 부당하게 부와 경영권을 이전방법으로 사용될 가능성 존재
- 자본충실의 원칙에 위배

2) 현행 상법규정상의 문제점

○ M&A 당해 기업들간의 자율적인 교환비율을 관철시키기 곤란함

- 주식교환을 통해 전략적 제휴나 M&A를 수행하는 경우에는 시장이 객관적으로 평가하기 힘든 주관적 요소가 평가과정에 포함됨
 - 감사인이나 감정인에 의한 평가방법에는 포함되지 않는 주관적인 요인들이 가치평가에 포함됨
- 실질적으로 주식교환을 실행하기 위해서는 M&A 당해 기업간의 교환비율과 감사인 또는 감정인에 의한 교환비율이 일치해야 한다는 문제가 존재함
 - 만일 양자가 일치하지 않을 경우에는 어려운 협상과정을 거쳐 결

정된 교환비율이 감정인의 평가나 법원의 심사과정에서 크게 변경되어 주식교환에 의한 M&A가 실패할 가능성이 커짐

○ 절차상 상당한 시간이 소요됨

- 현물출자절차는 최소한 수 주일이 소요되므로 그 동안 주가가 급변할 경우 교환합의가 파기될 가능성

3) 현행 세법규정상의 문제점

○ 관련규정

- ‘독점규제및공정거래에관한법률’상의 기업간 주식교환에 대한 과세특례(조세특례제한법제46조)
 - 교환대상법인과 교환양수법인
 - 교환양도기업 과 교환양수기업
- 벤처기업의 주식교환에 대한 양도소득세 감면(조세특례제한법제46조의2)
- 기업분할로 신설되는 신설법인의 주식교환에 대한 과세특례(조세특례제한법제47조)

○ 세법상 문제점

- 특례로 인정되는 경우 외에는, 주식교환으로 인한 양도차익이 과세대상이 됨
 - 세법상 과세를 위한 주식평가방법(상속증여세법시행령 제53조-제57조)이 현물출자시의 평가방법(검사인 또는 감정인의 평가방법)과 상이할 경우에 발생

4) 주식교환관련 규정상 문제의 해결방안

○ 문제의 핵심

- 주식교환관련 문제의 핵심은 현물출자에 관한 상법규정에 있으므로 상법상의 규정에 대한 특례 인정 필요

○ 법원의 심사권이나 변경권을 제한하는 방법

- 공신력 있는 기관을 지정하여 이들이 감정하는 경우 법원의 심사없이 등기가능 하도록 하는 방법
- 극단적으로 현물출자대상인 주식에 대한 평가를 당사자간의 합의에 의하도록 하는 방법을 생각할 수 있으나 너무 급진적 방법임

○ 검사인 선임권한과 심사권한을 제3기관에 이전하는 방법

- 법원이 아닌 재경부, 금감위, 산자부 등의 제3기관이 관련기업들간의 주식교환과 관련된 검사인 선임이나 감정결과에 대한 심사권한을 행

사하는 방법

- 관련부처나 기관간의 이해관계 대립가능성

— 기업구조조정투자회사(CRV)의 예

○ 법원이 대법원 예규 등을 통해 현실적 기준을 마련하는 방법

— 현행법상 주식의 현물출자를 금지하는 규정은 없음

— 법원이 주식교환과 관련된 관계부처와의 협의를 통해 현실적인 기준을 마련하는 방법

○ 주식교환의 활성화 방안

— 상법상 특례인정상 고려사항

- 적격자에 의한 평가와 평가기관에 대한 감독
- 주식교환의 한도 설정

— 주식교환을 활성화하기 위해서는 상법상 보통명사로서의 주식교환이 아닌 고유명사로서의 주식교환제도 도입 필요

- 금융지주회사법(안)에 주식교환제도 도입 예정

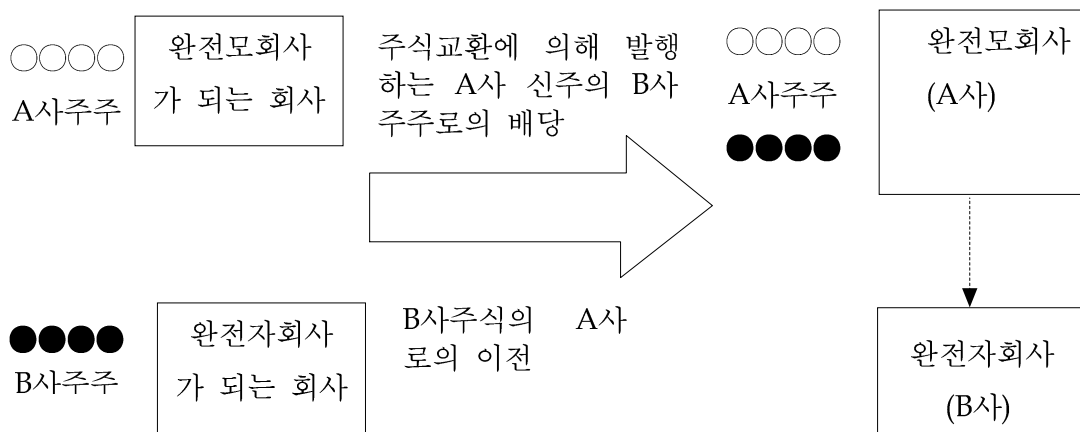
— 특히 주식교환은 벤처기업간의 M&A에 유용성이 크므로 ‘벤처기업육성에 관한 특별조치법’에 일정요건을 충족하면 주식교환이 가능하도록 간이절차의 도입 필요

다. 주식교환(share exchange) 제도⁹⁾

○ 주식교환의 의의

- 주식교환이란, 기존에 존재하는 복수의 기업들이 상호간에 완전모자회사 관계를 창설하기 위해 도입된 제도임
 - 완전자회사의 주주가 보유한 주식을 주식교환일에 완전모회사로 이전하고 완전자회사의 주주는 완전모회사가 발행하는 신주를 배정 받아 완전모회사의 주주가 되는 기업결합방식을 의미함(구주-신주 교환형)
- 즉, 매수회사가 피매수회사의 회사행위를 통해 피매수회사의 전주식을 취득하는 것을 의미함

<그림 III-1> 주식교환제도의 구조



9) 일본의 주식교환제도와 주식이전제도는 「持株會社と M&A 법무전략, 1999」을 요약정리 하였음

- 주식교환과정에서는 주주의 권리를 보호하기 위한 절차가 필요함
 - 일본 상법의 경우 주식교환절차에 대해 다음과 같이 규정하고 있음 (일본상법 353조)
 - 주식교환계약서의 작성
 - 완전모회사가 발행하는 신주에 관한 사항, 완전모회사의 자본증가 한도액 및 자본준비금에 관한 사항 등을 기재한 주식교환계약서를 작성해야 함
 - 주식교환계약서의 사전공시
 - 승인결의를 행하는 주주총회일 2주일 전부터 주식교환일 후 6개월 후까지 주식교환계약서를 공시하여야 함
 - 주식교환계약서의 주주총회에 의한 승인
 - 주식교환은 완전자회사 및 완전모회사 주주의 지위를 변경시키기 때문에 이에 관한 내용을 정하는 주식교환계약서는 주주총회의 특별결의에 의한 승인을 받아야 함
 - 주주의 주식매입청구권 부여
 - 주식교환에 반대하는 주주는 주식매입청구권을 행사할 수 있도록 인정함
 - 완전모회사가 규모가 작은 회사와 주식교환을 행할 경우 상기의 절차를 따르지 않고 간소화된 주식교환절차를 따름
 - 완전모회사가 되는 회사가 주식교환시 발행하는 신주의 총수가 그 회사의 발행주식 총수의 20분의 1을 넘지 않고, 완전자회사의 주주에게 지불하는 주식교환교부금의 액수가 최종 대차대조표상 순자산액의 50분의 1을 넘지 않을 때에는 주주총회의 특별결의 없이 주식교환을 할 수 있음

○ 완전모회사의 자본증가 한도

— 주식교환에 의한 완전모회사의 자본증가는, 주식교환일 현재 완전자회사의 순자산액에 그 회사 발행주식 총수에서 완전모회사로 이전하는 주식이 차지하는 비율을 곱한 액수로부터 완전자회사가 되는 회사의 주주에게 지불되는 금액 등을 공제한 액수를 한도로 함

- $\text{완전자회사순자산액} \times \frac{\text{모회사에 이전되는 주식수}}{\text{발행주식총수}} - \text{자회사주주에게 지불되는금액}$

— 이 한도액이 실제로 증가한 자본액을 넘을 때는 그 초과액은 자본준비금으로서 적립해야 함

○ 미국법하에서의 주식교환에 관한 규정

— 주식교환제도는 삼각합병¹⁰⁾의 경우에 발생하는 문제점 즉 paper company를 설립해야 한다는 단점을 보완한 형태로, 대상회사의 회사행위를 통하여 매수회사가 대상회사의 전주식을 취득할 수 있도록 1970년대 도입되었음

— 주식교환은 삼각합병과 달리 모든 주회사법에서 규정이 존재하는 것은 아니지만, 미국법률가협회(American Bar Association)에 의한 1976년 개정모범사업회사법(Revised Model Business Corporation Act)에 채택되고 있고 이 외에 현재는 약 40주의 주회사법에서 주식교환에 관한 규정을 두고 있음

10) 지주회사 설립방식의 중 하나로 사업회사를 100%자회사로 지주회사 산하에 둘 수 있고 대규모 자금조달이 필요없다는 이점을 보유하고 있음. 정삼각합병과 역삼각합병 방식이 있는데 전자는 사업회사의 권리의무를 포괄승계한 회사가 존속회사로서 지주회사 산하에 두기 위해 자산을 장부가 대로 계속 유지할 수 있고, 후자는 사업회사의 법인격의 불변으로 인허가 등의 지위를 유지할 수 있음.

- 단, 수많은 기업이 설립준거법으로 하고 있는 델라웨어주법은 주식교환에 대한 규정을 두고 있지 않음
- 또한 세제상 비과세의 조직변경이 되는 요건이 삼각합병보다도 엄격함

○ 주식교환을 이용한 M&A의 예

- 국제통신사업에 진출하는 일본전신전화(NTT)는 주식교환제도를 이용하여 국제디지털통신(IDC)를 완전자회사화할 계획임
- 이미 양자 회사는 1998년 1월에 IDC가 NTT에 업무제휴를 제의하여 같은 해 6월에 IDC와 NTT의 자회사인 NTT국제통신과 업무제휴 한 상태임
- 그러나, IDC의 주식 17.7%을 보유하고 있는 영국의 케이블·앤드·와이어리스(C&W)가 이러한 NTT에 의한 IDC매수계획에 대항할 움직임을 보임으로서 국제적인 기업매수전의 양상을 띠고 있음
- 1999년 3월 15일, IDC는 임시이사회를 열어 도요타자동차와 伊藤忠상사 등 주주 141사에 대하여 지분을 NTT로 매각하도록 제안할 것을 결정함
- 이에 C&W는 IDC의 이사회 결정에 따르지 않고 주요 주주가 IDC주를 매각하는 경우, 그 외 기존 주주가 우선적으로 매입할 수 있다는 주주간 기본협정에 의해 다른 주주로부터 주식을 매입해 계속하여 대항할 자세를 확실히 함

라. 주식이전(share transfer) 제도

○ 주식이전의 의의

- 주식교환제도는 기존에 존재하는 복수회사 사이에서 완전모자회사 관계를 창설하는 제도인 반면, 주식이전은 회사가 단독 또는 공동으로 완전모회사를 새로이 설립하는 제도임
- 주식이전에 의해 완전자회사의 주주가 보유한 주식은 주식이전에 따라 새로이 설립되는 완전모회사로 이전하고 완전자회사의 주주는 완전모회사가 발행하는 주식을 배정 받아 완전모회사의 주주가 됨

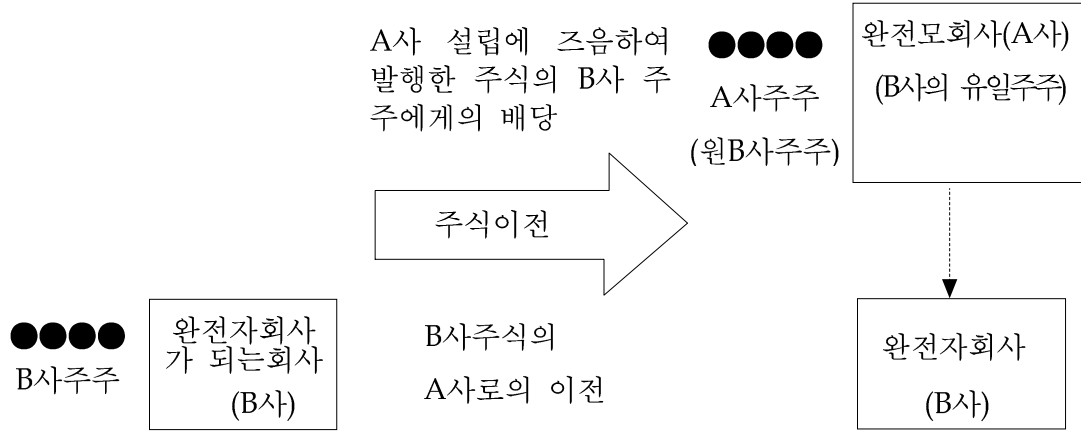
○ 주식이전 절차와 주식교환 절차의 유사점

- 주주총회 특별결의에 의한 승인, 주식이전 의안요령 등의 사전개시, 반대주주에 대한 주식매입청구권 부여, 주식이전에 관한 서면 사후개시 등
- 설립된 완전모회사의 자본액의 한도액, 주식이전무효의 소송 등에 관해서도 주식교환의 경우와 동일함

○ 주식이전 절차와 주식교환 절차의 차이점

- 주식교환의 효력은 주식교환계약서에 기재된 주식교환일에 발생하는 반면 주식이전의 효력은 설립되는 완전모회사에 관한 등기가 완료된 때에 발생함

<그림 III-2> 주식이전제도의 구조



<표 III-1> 주식교환과 주식이전의 비교

	주식교환	주식이전
의의	<p>자회사가 되는 회사(B사)의 주주가 갖는 B사 주식을 완전모회사가 되는 회사(A사)로 이전하고 한편, B사 주주에게 A사 신주를 배당함으로써 B사가 A사의 완전자회사가 되는 제도</p>	<p>완전자회사가 되는 회사(B사)의 주주가 갖는 B사 주식을 새로 설립한 완전모회사(A사)로 이전하고 한편, B사 주주에게 A사 주식을 배당함으로써 A사가 완전모회사가 되고 B사가 완전자회사가 되는 제도</p>
절차	<ol style="list-style-type: none"> 1. 주식교환계약서의 사전개시 2. 주식교환계약서의 주주총회의 특별결의에 의한 승인 3. 반대주주에게 주식매입청구권의 부여 4. 주식교환에 관한 서면의 사후개시 5. 주식교환무효의 소송 	주식교환에 준함
완전모자관계 창설후 주주보호 등	<ol style="list-style-type: none"> 1. 모회사주주의 자회사 주주총회 의사록 열람권 2. 모회사감사의 자회사조사권 3. 모회사주주의 검사 선임청구권 	주식교환에 준함

마. 금융지주회사법(안)상의 주식교환제도

- 금융지주회사법(안)에 도입예정이고 상법에는 도입되어 있지 않음
 - 일반기업간의 기업결합이 아닌 금융지주회사 설립과 관련해서만 주식교환제도가 인정됨

- 주식교환
 - 금융지주회사는 주식교환에 의해 다른 회사의 발행주식총수를 소유하는 완전지주회사가 될 수 있음(금융지주회사법(안) 제20조1항)
 - 주식교환에 의하여 회사의 주주는 당해 회사의 발행주식총수를 금융지주회사에 이전하고 금융지주회사가 발행하는 신주를 배정받음으로써 당해 금융지주회사의 주주가 됨
 - 완전지주회사가 되는 회사는 신주발행에 갈음하여 자기주식을 완전자회사가 되는 주주에게 이전할 수 있음

- 간이주식교환
 - 완전지주회사가 되는 회사가 주식교환을 위하여 발행하는 신주의 총수가 완전지주회사 발행주식총수의 5%를 초과하지 않는 경우 당해 완전지주회사가 되는 회사에서는 주주총회의 승인을 요하지 않음
 - 완전자회사가 되는 주주에게 지급할 금액이 최근 사업년도말 대차대조표상 순자산액의 2%를 초과하거나 주식교환에 반대하는 주식이 완전지주회사 발행주식총수의 20%를 초과하는 경우는 간이주식교환이 불가함

○ 주식이전

- 금융기관은 주식이전에 의하여 당해 금융기관의 발행주식총수를 소유하는 완전지주회사를 설립할 수 있음
 - 주식이전에 의하여 금융기관의 주주는 당해 금융기관의 발행주식총수를 새로이 설립하는 금융지주회사에 이전하고 당해 금융지주회사가 발행하는 신주를 배정받음으로써 당해 금융지주회사의 주주가 됨

2. CVR(contingent value right)의 활용

○ 의의

- 주식교환방식으로 M&A를 추진할 경우, 법률적 제약 등으로 인해, 인수대상기업(target company)의 주주들은 M&A 대가로 받은 인수기업의 주식을 즉시 매각하지 못하고 일정기간 보유해야 하는 경우 발생
- CVR이란 인수자가 인수대상기업의 주주들에게 제공하는 인수기업주식에 대한 일종의 풋옵션을 의미
 - 교환된 주식의 가격이 일정기간 동안 일정수준이하로 하락하는 것을 방지하는 역할

○ 유용성

- 주식교환 과정에서 M&A당사자가 보유하는 주식의 가치변동으로 인한 위험을 제한하여 주식교환의 활용도 증대

- CVR이 첨가된 주식을 보유하면 주가의 폭락가능성 때문에 주식 교환을 꺼리는 문제점을 해결가능
- 주식교환방식의 M&A에서는 보유기간 동안 주가가 하락할 위험이 존재하기 때문에 인수대상기업은 주식교환방식에 대해 높은 프리미엄을 요구하는데 CVR을 통해 이를 감소시킬 수 있음
 - 벤처기업 주식 등과 같이 주가의 변동성이 큰 경우나 정보불균형이 큰 경우에도 M&A거래의 성사가능성을 증대시킬 수 있음
- 인수대상기업이나 합병으로 설립되는 새로운 회사에 대해 매우 낙관적인 기대를 갖고 있는 인수기업이 주로 발행
 - 미국의 경우 별개의 증권으로 시장에서 거래되기도 하는데 1년이나 그 이하의 만기를 갖는 것이 일반적임
 - 우리나라의 경우에는 CVR이 증권거래법상 유가증권의 범위에 포함되지 않기 때문에 합병계약서 등에서 하나의 조항으로 포함시켜 활용하는 것이 바람직함

○ Viacom과 Paramount Communications간의 M&A

- Viacom과 QVC는 Paramount를 인수하기 위해 치열한 경쟁을 벌임
 - Paramount사는 Viacom의 합병제의를 거절하고 QVC 홈쇼핑네트워크와 \$100억의 합병을 추진 중이었음
- Viacom은 합병을 성사시키기 위한 혁신적 전략으로 새로운 형태의 증권인 CVR을 발행하기로 결정함
 - 더 이상의 현금, 주식, 워런트를 제공하는 것은 과도한 비용을 유출시키기 때문에 활용이 불가능하다고 판단

- CVR은, 교환된 Viacom 주식이 합병후 3년 이내에 특정 가격수준에 도달하지 못할 경우 Viacom이 최초에 계약에서 설정한 가격을 보장해 주는 구조로 설계됨
 - 주식이 목표가격 이상으로 상승할 경우 Viacom은 아무런 비용을 부담하지 않아도 되지만 최악의 경우 \$10억의 추가적인 비용을 부담해야 함
- Viacom은 CVR의 발행과 함께 Paramount 주식의 50.1%를 획득하기 위해 1주당 \$104에서 \$107로 현금지불의 비중도 높임
- 이에 반해 QVC는 현금과 주식에만 집착함으로써 Paramount사가 처음에 제시한 \$100억 이상의 가치는 없다고 판단하여 더 이상 가격을 제시하지 못함
 - 결국 Viacom이 Paramount와의 합병건에서 승리함

○ Lipo와 Elan간의 M&A

- 2000년 5월 발표한 Liposome Company(LIPO)와 Elan Corporatuon ADR(Elan)과의 합병조건
- LIPO의 보통주 한 개가 Elan주식 0.385개와 Elan주식에 대한 CVR 1개로 교환됨
- CVR보유자들은, Elan의 자회사인 Evacet이 매각되느냐 또는 EU에서 의약품제조 및 판매허가를 취득하게 되느냐에 따라 많게는 \$98백만에서 적게는 \$0까지 현금지급을 받을 자격이 부여됨
- Elan의 자회사인 Evacet은 1998.11에 Metastatic Breast Cancer를 치유하는 새로운 의약품을 개발함

- CVRs보유자는 LIPO주식 1주당 최고 \$2.16을 지급받을 수 있음
- LIPO 옵션의 조정메카니즘
 - LIPO 옵션계약은 Elan ADS 38개, CVRs 100개, Elan ADS 0.5개 상당의 현금으로 교환됨
 - LIPO 옵션의 프리미엄은 100을 곱하여 계산됨
- 가격책정의 예
 - Elan ADS 0.5개 상당의 현금이 \$20.00, CVR이 \$1.19이고 Elan 주식 1개의 가격이 \$40.00이라면, LPU 1개의 가격은 다음과 같음

$$\text{LPU} = 0.38(\$40.00) + \$20.00/100 + \$1.19/100 = \$15.5$$
 - LPU Call 계약을 통해 실제가치 \$1,550.00(=\$15.5×100)와 행사가격 \$1,500(=\$15×100) 사이의 차이로 \$50.00을 얻을 수 있음

○ Publicis와 Saatchi & Saatchi간의 M&A(국제간 M&A의 예)

- Publicis와 Saatchi & Saatchi는 2000년 6월 다음과 같은 조건으로 합병에 합의함
 - Saatchi & Saatchi 주식 100개당 Publicis의 신주 1.64개 교부 (Saatchi & Saatchi 1주는 500pence로 평가함)
 - Saatchi & Saatchi주주는 Publicis 신주1개에 대해 Publicis CVR 1개를 교부받음
 - 주가변동위험과 환율위험을 회피하기 위한 조정메카니즘의 활용
- 조정메카니즘(adjustment mechanism)
 - CVR이 주가변동위험을 회피하기 위한 수단인데 반해 조정메카니

즘은 주가변동위험과 환율변동으로 인한 위험을 회피하기 위한 수단임

- 양자는 합병조건을 어느 정도 사전적으로 확정하여 Saatchi & Saatchi 주주가 받을 보상을 일정하게 유지함으로써 합병의 성사가 가능성을 증대시키는 기능을 수행함

— 조정메카니즘은 Publicis 주식의 시가와 Euro/GBP간 환율이 변할 경우에 Saatchi & Saatchi 주주가 받을 보상을 일정하게 유지하기 위한 의도로 설립됨

- 조정메카니즘 하에서, Saatchi & Saatchi주식을 500p로 동일하게 하기 위하여 Publicis 신주 1.64개는 조정기준가격(adjustment reference price)과 조정기준환율(reference rate)을 근거로 최소 1.38(주가가 595p로 19%상승한 경우)에서 최고 1.83(주가가 459p로 10%하락한 경우)으로 조정됨¹¹⁾

— CVR보유자는 기준일 이후 60일 이내에 조정기준가격이 CVR 기준가격을 초과하는 부분에 대해 EURO로 지급받는 자격을 부여받음

- 이때 조정기준가격이 EURO 432보다 낮을 경우 EURO 432로 간주 (Pence의 평가절하로 인한 손실 제한)되고, EURO 570과 같거나 높을 경우 EURO 570(Pence의 평가절상으로 인한 이익 제한)으로 간주됨

11) 조정기준기간(adjustment reference period)은 공청회일 전날부터 10일전까지의 기간을 의미하고 조정기준가격(adjustment reference price)은 기준기간 동안 Publicis주식 종가의 가중평균가격으로서 일종의 시가를 의미하며 유로기준환율(Euro reference rate)은 기준기간 동안의 EURO와 GBP간의 평균환율을 의미함

3. 부채-주식교환(debt-equity swap)의 활용¹²⁾

○ 의의

- 부채-주식교환이란 보유하고 있는 대출금이나 회사채를 주식으로 교환하는 재무계약을 의미함
 - 실무계에서는 주로 출자전환이라고 불리움
- 주로 기업구조조정 과정에서 부채비율을 낮추는 수단으로 활용되는데 부채를 주식으로 교환해 주는 주체의 입장에서는 주식보유를 통해 경영권 획득 가능

○ 채권투자와 부채-주식교환을 통한 경영권 획득

- 먼저 채권에 투자하고 부채-주식교환을 통해 경영권을 획득하는 방법
 - 벌처펀드의 대표적 경영권 획득 방법
- 워크아웃 대상기업에 대한 M&A수단
 - 총채권액의 3/4이상의 동의가 있어야 계획안 확정
 - 기업구조조정투자회사(CRV)에서 활용가능
- 회사정리법상이나 화의법상의 기업에 대한 M&A수단
 - 회사정리법상 정리채권자 의결권총액의 2/3, 정리담보권 의결권총액의 3/4, 주주 의결권총액의 1/2 이상의 동의 필요

12) 부채-주식교환에 관한 구체적 논의는 다음을 참조바람

김형태, “대출금출자전환(Debt-Equity Swap)의 활성화 방안,” Issue Paper 98-07, 한국증권연구원, 1998. 7

- 화의법상 채권자협의회 출석채권자의 1/2이상, 총신고채권액의 3/4 이상 동의 필요
- 기업구조조정전문회사(CRC)에서 활용 가능

○ 벌처펀드의 부채-주식교환을 통한 M&A 활성화 방안¹³⁾

- 은행이 출자전환한 주식을 어떻게 사후적으로 매각할 것인가에 집착하지 말고 부실채권을 먼저 벌처펀드에 판매하고 구조조정전문가인 벌처펀드의 필요에 의해 대출채권을 출자전환토록 하는 것이 보다 합리적인 방안이라고 판단됨
- 기업구조조정전문회사를 통한 M&A를 활성화하기 위해서는 채권을 매입한 구조조정전문회사가 기업회생안 의결과정에서 의결권을 행사할 수 있어야 함
 - 대법원 예규에 의하면, 채권자와 채무자간에 양도금지에 대한 특약이 없는 한 채권양도가 가능하다고 규정하고 있어 금융기관의 기업구조조정전문회사에 대한 대출금판매(loan sale)가 가능함
 - 금융기관이 부실채권을 기업구조조정전문회사에게 판매할 경우, 해지권, 취소권 등 채권자지위의 양도에는 채무자인 기업의 동의를 필요로 하지만 의결권을 포함한 귀속주체변경으로서의 채권양도에는 문제가 없음
 - 따라서 기업구조조정전문회사는 부실채권매입과 이의 출자전환을 통해 경영권획득이 가능함

13) 벌처펀드의 투자전략에 관한 구체적 분석은 다음을 참조바람.

김형태·박용서, “벌처펀드의 투자전략 분석,” 연구보고서 98-08, 한국증권연구원, 1998.10

○ 출자전환 활용가능 기관

- 기업구조조정전문회사, 기업구조조정투자회사, KAMCO, 기업구조조정 기금(출자전환된 주식인수)

4. LBO의 활용가능성 검토

○ LBO의 의의

- LBO(Leveraged buy-out)란, 기업의 인수·합병을 추진하는 주체가 자기자본은 약간만 투입하고 매수대상기업의 자산이나 인수후의 기대이익을 담보로 대규모 자금을 차입하여 기업을 매수하는 M&A의 한 방식을 의미함
- 즉 LBO는 과도한 차입금을 이용하고 피인수기업의 담보여력을 활용하는 인수·합병이라고 해석할 수 있음
 - 기업을 매수한 후에는 매수한 기업의 자산을 매각하거나 기업공개 등의 방법을 통해 차입금을 상환함

○ MBO와 EBO

- LBO중에서 기업인수의 주체가 피인수기업의 경영진인 경우를 특히 MBO(management Buy-out)라 함
 - M&A펀드중 지원형 M&A펀드로 하여금 MBO자금을 지원해줄 수 있도록 허용하는 것은 그 유용성이 클 것으로 판단됨
- 종업원지주제도(ESOP)를 통해 적립한 기금과 외부차입금을 통해 종업원들이 기업인수의 주체가 되는 경우를 EBO(employee Buy-out)라 함

○ LBO 진행절차

— 단계1 : 명목회사(paper or shell company) 설립

- LBO 추진 주체들이 목표기업 인수를 위한 명목상의 회사를 설립 하는데 일반적으로 투자자들은 목표회사의 경영진, 종업원들인 operational sponsor와 외부 자본 부담자인 financial sponsor로 구성됨

— 단계2 : 자금조달

- 인수주체는 LBO거래성사를 전제하여 명목회사 명의로 금융기관에서 차입하거나 고수익채권을 발행함. 전형적인 자금조달 형태는 자기자금 10%, 은행차입 50~60%, 고수익채권이나 전환사채 등 mezzanine finance로 나머지 30~40%를 조달함

— 단계3 : 합병

- 대금 지급 후 소유권이 이전되면 인수주체는 신규회사인 명목회사와 목표기업을 합병하여 새로운 회사를 발족함
- 목표기업이 상장회사인 경우 비공개기업화(going private)하는 것이 일반적임
- 새로운 기업은 외부의 전문경영인이 영입되어 관리되는데 이들에게는 효율적 기업경영을 위한 인센티브제공 차원에서 막대한 스톡 옵션이 부여되는 것이 일반적임

○ LBO의 자금조달 수단

— LBO Loan

- 기업매수자가 매수대상기업의 자산을 담보로 은행 등 금융기관으로부터 자금을 차입하여 기업을 매수하고 기업매수 후 피매수기업

의 자산을 매각하여 차입금을 상환함

- 높은 위험부담 때문에 대형은행 등을 중심으로 신디케이트가 구성되어 자금지원이 이루어지는 것이 일반적임

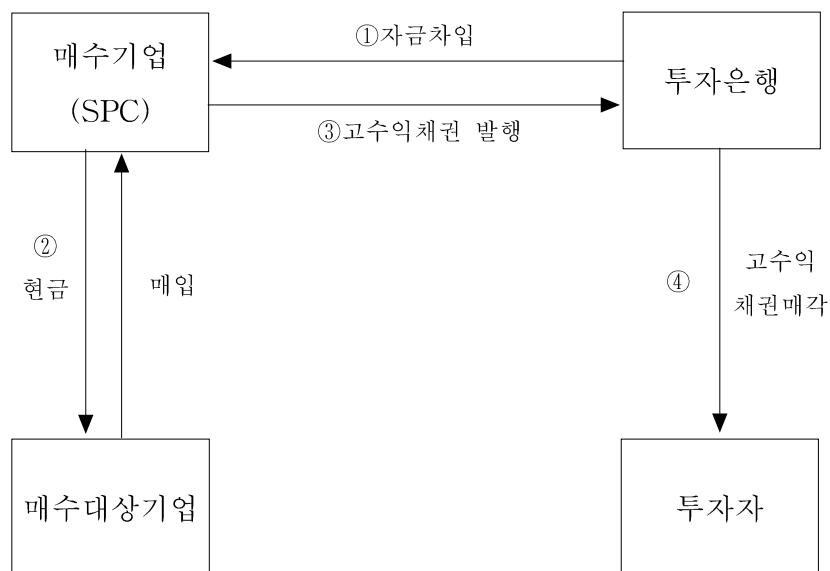
— LBO Fund

- 투자은행(investment bank)이 직접 LBO자금조달을 위한 펀드를 설정하고 투자자(대형은행, 생보사, 연기금 등의 기관투자자)들로부터 자금을 모집하여 매수대상기업의 주식을 매입함으로써 경영권을 획득하는 방법

— Junk Bond

- 기업매수자가 투자은행으로부터 bridge loan 형식으로 자금을 차입하여 매수대상 기업을 매수하고 일정기간 후 정크본드를 발행하여 투자은행에 인수시킴으로써 차입금을 상환하는 방법

<그림 III-3> 고수익채권을 활용한 LBO



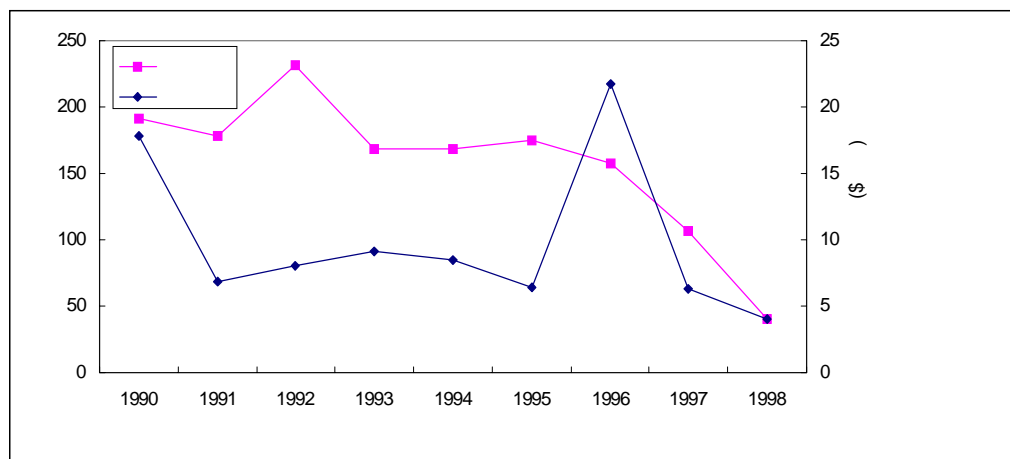
○ LBO 대상기업의 조건

- 최적자본구조에 비해 부채를 덜 사용하고 있는 회사
- 부채사용으로 인한 비용을 감당할 수 있게 충분한 현금흐름이 창출되는 회사
- 현금흐름의 변동성이 크지 않은 회사
- 현금흐름이 시장상황에 따라 민감하게 변화하지 않는 업종에 속한 회사

○ LBO 주채기업의 조건

- 신용도나 명성 등이 우수하여 재무적 곤경에 쉽게 빠지지 않는 기업
- 부채비용을 줄일 수 있는 회사
- 현금흐름이 예상과 다를 때 채권자들과 부채구조조정을 수행할 수 있는 협상력을 보유한 회사

<그림 III-4> LBO 거래의 추세



자료: "Mergers & Acquisitions" The Dealmaker's Journal, Vo.33, No.3 1998.

<표 III-2> M&A 시장에서 LBO가 차지하는 비중

(단위 : %)

년도	거래수비중	거래규모비중
1990	4.4	8.4
1991	4.9	4.6
1992	6.1	6.1
1993	4.0	4.7
1994	3.4	2.8
1995	2.8	1.5
1996	2.2	3.3
1997	1.4	0.8
1998	1.2	1.0

자료: "Mergers & Acquisitions" The Dealmaker's Journal,
Vo.33, No.3 1998.

○ 우리나라에의 활용가능성

- LBO Loan을 활용하기 위해서는 은행으로부터의 차입이 필요한 데,
우리나라 은행들은 기업인수목적의 대출을 하지 않고 있음
 - M&A펀드에 일정범위 내에서 대출기능을 부여하여 미국에서 은행
이 수행하는 LBO기능을 수행하도록 허용
- LBO과정에서 인수대상기업이 높은 부채비율을 유지할 수 있어야 하
는데 부채를 사용하는데 법률적 제약이 존재함
 - 상법상 순자산액의 4배까지 회사채 사용가능
 - 구조조정전문회사나 구조조정투자회사의 회사채 사용한도는 각각
순자산의 10배, 20배로 상법에 대한 특례가 인정됨

— LBO에서는 인수자가 자신의 지분비율을 크게 증대시킬 수 있어야 하는데, 이를 위한 금융기법의 사용에 제약이 존재

- LBO에서는 차입한 자금을 통해 자사주를 매입하여 인수자의 지분을 높이는 절차가 필요한데, 현행 상법상, 증권거래법상, 금감위규정상 자사주 매입·매각의 한도와 그 시기에 제약이 존재함
- 고수익채권(정크본드)시장은 LBO의 활성화를 위한 중요한 인프라의 하나인데, 우리나라의 경우 고수익채권시장이 도입초기 단계이어서 LBO시에 큰 기능을 수행할 수 있을지 미지수임
- 부채규모가 일정 수준이상이면 이자비용의 손금처리 곤란

— 우리나라의 경우에도 M&A펀드 도입시 M&A펀드로 하여금 레버리지를 일으킬 수 있도록 허용하는 것이 국제적 정합성 있는 구조임

- 정부에서 M&A펀드의 레버리지 사용을 금지하는 이유는 M&A펀드가 증권투자회사나 투자신탁이라는 법률적 형태를 갖고 있기 때문임
- 유한책임회사(limited partnership)형태의 사모M&A펀드를 허용하면 증권투자회사법이나 증권투자신탁업법의 적용을 받지 않게 되므로 M&A펀드의 레버리지 사용을 허용할 수 있음

IV. M&A펀드와 M&A수요기반 강화

1. M&A펀드의 의의와 기대효과

가. M&A펀드의 의의와 특성

○ M&A펀드의 유형 분류

— M&A펀드는 펀드자체가 M&A 투자의 주체가 되는 주체형 M&A펀드와 M&A추진 주체에게 자금을 지원하는 역할만을 수행하는 지원형 M&A펀드로 구분됨

- 주체형 M&A펀드는 직접 경영권을 획득하고 경영진을 파견하여 구조조정을 수행하는 M&A펀드(경영권획득형 M&A펀드)와 단순히 M&A가능성이 높은 기업들을 대상으로 시세차익을 목적으로 포트폴리오 투자하는 M&A펀드(시세차익형 M&A펀드)로 구분 가능

— 이상과 같은 M&A펀드의 유형분류는 M&A펀드 도입에 관한 정책적 방안을 모색하는데 중요한 의미를 지님

○ 경영권획득형 M&A펀드의 의의

— 주체형 M&A펀드 중 경영권획득형 M&A펀드는, 펀드 스스로가 M&A의 주체가 되어 주식을 매집하고 기존의 비효율적 경영진을 교체한 후 기업을 구조조정하여 주가를 상승시킴으로써 그 이익을 향유

하는 펀드를 의미함

- 비효율적 기업이란, 비효율적 경영(Inefficient Management) 때문에 경영진의 교체 등을 통해 기업가치의 추가적 상승이 기대되는 기업을 의미함
- 비효율적(Inefficient) 기업은 부실(Distressed)기업과는 다른 개념으로 부실기업은 아니더라도 비효율적 기업일 가능성 존재

○ 경영권 획득형 M&A펀드의 예

— 범세계적 M&A펀드(Global M&A Fund)

- Keppel Insurance는 정보통신분야의 범세계적 경쟁과 M&A추세에 착안하여 M&A와 구조조정의 가능성이 높으며 합병시 시너지효과가 높은 기업들에 집중투자하는 M&A 펀드를 설정함
- 최소투자금액은 \$5,000 이고 장기적 투자자를 대상으로 판매

— 일본에서 활동중인 경영권 획득형 M&A펀드의 예

- Cerberus Group은 미국의 대표적인 M&A펀드로서 법정관리 중인 Nagasakiya를 인수하여 구조조정하고 있으며 올해 말까지 미국과 유럽의 기관투자자들로부터 200billion엔 정도의 투자자금을 조달할 계획임
- 일본의 장기신용은행을 인수한 Ripplewood Holdings는 Marriott International Corp와 함께 400billion엔 정도의 호텔등에 대한 M&A펀드를 운용중이며 110billion엔의 중화학기업 M&A펀드를 추진 중임
- Carlyle Group도 일본, 미국, 유럽 등의 기관투자자를 대상으로 일

본기업을 인수하기 위한 M&A펀드를 설정할 계획이라고 발표

- 노무라증권과 니코증권도 외국투자자와 함께 M&A펀드를 설정할 계획임

— 일본에서 M&A펀드가 급증하고 있는 이유는 대기업의 구조조정과정에서 매각되거나 분리되는 기업이 많고 미국기업에 비해 주가가 과소평가되어 있다고 판단되기 때문임

○ 시세차익형 M&A펀드

— 주체형 M&A펀드 중 시세차익형 M&A펀드는, 단순히 M&A과정에서 발생하는 시세차익을 획득하기 위해, M&A가능성이 높은 기업들의 포오프폴리오 투자하는 M&A펀드를 의미함

- 기업구조조정이 수반되지 않는 단순한 포오프폴리오 투자목적의 v 펀드는 진정한 의미의 M&A펀드라 할 수 없음

○ 지원형 M&A 펀드

— M&A과정에서 자금을 필요로 하는 기업인수자에게 대출, 채권인수 등의 형태로 자금을 지원하는 펀드를 의미함

- 지원형 M&A펀드의 대표적인 경우가 LBO펀드임

○ M&A펀드의 특성

— M&A펀드는 경영권획득을 목적으로 투자함

- M&A는 투자은행(investment bank)의 영역에 속하는 업무이지 자

산운용(asset management)의 영역에 속하는 업무가 아님

- 뮤추얼펀드나 증권투자신탁은 경영권획득 목적이 아닌 포트폴리오 투자를 목적으로 투자하는 펀드임

— M&A펀드는 부실기업은 아니지만 비효율적인 기업을 투자대상으로 함

- 별처펀드인 기업구조조정전문회사도 경영권획득을 목적으로 투자를 수행하지만 그 대상이 부실기업에 국한된다는 점에서 M&A펀드와 구별됨

— M&A 펀드는 사모펀드(private equity fund)의 형태로 모집되고 운영되는 것이 국제적 정합성 있는 구조임

- M&A 펀드는 고위험-고수익 투자의 성격이 강하고 투자대상 선정과 운용에 있어 기존의 유가증권 투자펀드와는 크게 상이하므로 사모펀드의 형태를 갖는 것이 바람직 함

○ 비효율적 기업의 정의 문제

— 비효율적 기업에 대한 정의는 인수자의 능력에 따라 달라질 수 있음

- 대부분의 사람들에 의해 효율적이라고 간주되는 기업이라도 그 기업을 보다 효율적으로 만들 수 있는 능력을 갖춘 사람 또는 기업의 입장에서는 비효율적인 기업임

— 비효율성의 판단을 시장에 맡길 것인가 법으로 규정할 것인가의 문제는 우리나라 자본시장의 효율성과 투명성 정도에 의존함

- 부실기업 등을 투자대상으로 하는 구조조정관련펀드의 경우에는 투자대상을 객관적으로 규정하기 용이하고 신속한 구조조정의 필요성 때문에 투자대상을 법률로 규정하였음

- 그러나 M&A펀드의 경우에는 비효율적 기업에 대한 객관적 정의가 어렵고 펀드의 능력에 따라 비효율성 판단여부가 달라질 수 있다는 특성이 존재하기 때문에 펀드의 투자대상에 대해 법률적 제약을 가하는 것은 바람직하지 않다고 판단됨
- M&A펀드의 Prospectus에서 투자대상을 구체적으로 규정하여 투자여부의 결정을 투자자의 판단에 맡기는 것이 바람직함

나. M&A 펀드의 기대효과

○ 적대적 M&A의 활성화

- 적대적 M&A 추진수단이 부족한 상황에서 적대적 M&A의 활성화에 기여할 수 있으리라 판단됨

○ 시장메카니즘을 통한 구조의 활성화

- 외국의 예를 보면 M&A 펀드는 단순한 M&A 차원을 넘어 기업구조조정과 관련된 제반기능을 수행함으로써 기업가치 상승에 공헌

○ 경영자에 대한 상시적 감시기능 수행

- M&A 펀드가 존재한다는 사실 자체가 경영자로 하여금 항상 주주를 위한 경영을 할 수 있도록 유도하는 기능 수행

2. 기존 유사펀드와의 비교

○ 구조조정증권투자회사(CRF)

- 근거법: 증권투자회사법
- 법률적 형태(자금조달방법) : 증권투자회사(뮤추얼펀드)
- 투자대상 : 자산의 50%이상을 독점규제 및 공정거래에 관한 법률에 의한 대규모집단에 속하지 않는 기업이 발행한 유가증권에 투자
 - 발행시장에서 취득한 주식, 회사채, 금융기관이 출자전환을 통해 보유하고 있는 유가증권
- 특성 : 재무구조조정펀드
- 특례: 투자한도 적용배제, 세제지원 등

○ 기업구조조정전문회사(CRC)

- 근거법: 산업발전법
- 법률적 형태(자금조달방법) : 투자조합
 - CRC는 다른 투자자들과 조합을 결성하여 자금을 조달 할 수 있는데 CRC는 조합총출자금액의 10% 이상을 출자해야 함
- 투자대상 : 화의, 법정관리 대상기업 등의 부실기업, 성업공사 및 금융기관이 보유한 부실채권 매입, 기업간 인수·합병 중개
- 업무: 구조조정대상기업의 인수, 경영정상화, 매각
 - 주식취득을 통해 해당기업의 경영권 획득

- CRC가 기인수한 자회사를 통해 다른 구조조정대상기업을 합병 또는 영업양수(CRC가 직접 해당기업과 합병은 불가능)

— 특성 : 한국판 벌처펀드

— 특례: 자기자본의 10배까지 회사채발행 가능, 공정거래법상 지주회사에 대한 규제사항 중 부채비율 규제(100%)의 적용을 배제

○ 기업구조조정투자회사(CRV)

— 근거법: 기업구조조정투자회사법

— 법률적 형태(자금조달방법) : 별도의 자산관리회사를 갖는 뮤추얼펀드 형태의 Paper Company

— 투자대상 : 워크아웃기업이 발행한 유가증권, 대출채권, 자금대여 및 지급보증, 경영정상화를 위한 업무

— 특성 : 금융기관의 부실자산을 분리하여 건전성을 제고하고 워크아웃기업에 대한 전문성 있는 경영관리 수행

— 특례: 자기자본의 20배까지 회사채(ABS)발행가능, 공정거래법상 지주회사에 대한 규제사항 중 부채비율 규제(100%)와 자회사지분을 규제(50%이상)의 적용을 배제

○ 벤처캐피탈

— 근거법: 창업투자회사(중소기업창업지원법), 신기술사업금융회사(여신전문금융업법)

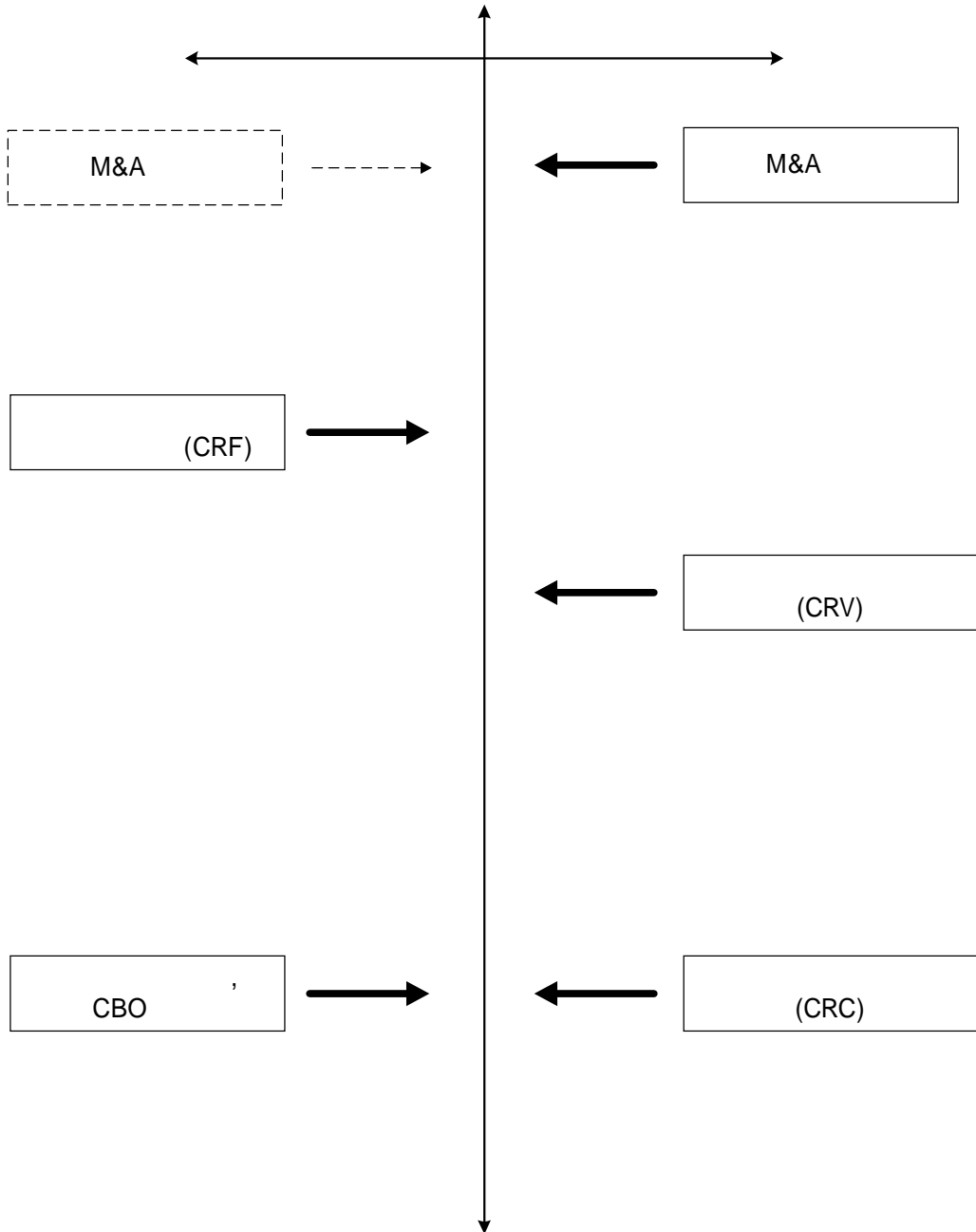
— 법률적 형태 : 상법상 주식회사이고 투자조합 설립가능

- 투자대상: 창투사는 창업자와 벤처기업육성에 관한 특별조치법에 의한 벤처기업, 신기술사업금융회사는 신기술사업금융지원법에 의한 신기술사업자
- 특성 : 벤처기업과 중소기업에 대한 투자에 특화
- 특례 : 독점규제 및 공정거래에 관한 법률상 중소기업창업투자회사나 신기술사업금융업자가 주식을 소유하는 행위는 이를 지배 목적으로 보지 않음

<표 IV-1> M&A펀드와 유사펀드와의 비교

	기업구조조정 증권투자회사(CRF)	기업구조조정 전문회사(CRC)	기업구조조정 투자회사(CRV)	M&A펀드
근거법	증권투자회사법	산업발전법	기업구조조정 투자회사법	증권투자회사법, 증권투자신탁업법
법률적 형태 (자금조달 방법)	증권투자회사 (뮤추얼펀드)	상법상 주식회사 (다른 투자자들과 조합을 결성해 자금조달가능)	별도의 자산관리회 사를 갖는 뮤추얼 펀드형태의 Paper Company	경영권인수형 M&A 펀드는 증권투자회 사법상의 사모펀드, 자금지원형 M&A펀 드는 증권투자회사 법과 증권투자신탁 업법상 공모펀드
투자대상 및 업무	자산의 50%이상을 대규모집단에 속하 지 않는 기업이 발 행한 유가증권에 투 자	화의, 법정관리 대 상기업 등의 부실 기업, 성업공사 및 금융기관이 보유한 부실채권 매입, 기 업간 인수·합병 중개	워크아웃기업이 발 행한 유가증권과 대출채권 매매, 자 금대여 및 지급보 증, 경영정상화를 위한 업무	경영권인수형M&A 펀드는 직접 기업인 수 등의 M&A업무 수행, 자금지원형 M&A펀드는 M&A 주채 및 대상기업에 자금지원
특성	채무구조조정펀드	벌처펀드	<ul style="list-style-type: none"> 금융기관의 부실 자산을 분리하여 건전성을 제고 워크아웃 기업에 대한 전문성 있는 경영관리 수행 	비효율적 기업을 인 수하여 구조조정함 으로써 기업가치를 증대시키는 일종의 구조조정펀드
특례	<ul style="list-style-type: none"> 투자한도(동일종 목에 대해 10%이 상 소유불가)적용 배제 다른 증권투자회 사가 발행한 주식 도 취득가능 세제지원 등 	<ul style="list-style-type: none"> 자기자본의 10배 까지 회사채발행 가능 공정거래법상 지 주회사에 대한 규 제사항 중 부채비 율 규제(100%)적 용배제 세제지원 등 	<ul style="list-style-type: none"> 자기자본의 20배 까지 회사채발행 가능 공정거래법상 지 주회사에 대한 규 제사항 중 부채비 율규제(100%)적용 배제 자회사지분율규제 (50%이상)의 적용 배제 세제지원 등 	<ul style="list-style-type: none"> 경영권 획득 형 M&A펀드의 경우 에는 Shadow Voting등 의결권 제한 규정 배제 자금지원형 M&A 공모펀드의 경우 에는 동일종목 투 자한도를 30%수 준으로 확대

<그림 IV-1> M&A펀드의 자리매김



3. 우리나라에 도입예정인 M&A펀드

가. M&A펀드의 설립허용 방안

1) 경영권인수형 M&A펀드

- 경영권인수형 M&A펀드는 사모 증권투자회사 형태로 허용
 - 증권투자회사법상 사모펀드의 경우에는 동일종목이나 동일회사 투자 제한은 없으나 의결권제한 규정을 적용받음
 - 경영권획득형 M&A펀드에서는 경영권의 획득이 전제되어야 하는 바, 의결권행사제한 즉 shadow voting 관련규정의 개정이 필요함

- 경영권인수형 M&A펀드의 운용방안
 - M&A 전용펀드를 설립하여 금감원에 등록
 - 투자자들이 직접 자금을 모집하여 펀드를 설립하거나 M&A전문기관의 주도로 소수의 투자자로부터 자금을 모집하여 펀드설립 가능
 - M&A대상기업에 대한 의결권 행사는 투자자가 주주총회에서 선임하는 이사회에서 결정하도록 함
 - 의결권을 자산운용사 등 제3자에게 위임하지 못하도록 제한
 - 의결권행사 이외의 자산운용 및 관리는 사모펀드가 직접할 수도 있고 전문기관에 위탁도 가능함

○ shadow voting의 적용을 배제하는 방안

— 투자신탁업법상 사모형 M&A펀드의 경우

- 투신사가 의결권을 행사하는 경우에 shadow voting이 적용되므로 법개정을 통해 M&A펀드에는 shadow voting 적용을 배제
- shadow voting은 투신사가 의결권을 행사할 경우에만 적용되므로 M&A펀드에 대하여는 예외적으로 투자자가 수탁회사를 통해 직접 의결권을 행사하도록 하여 해결 가능

— 증권투자회사법상 사모형 M&A펀드의 경우

- 증권투자회사의 경우에는 증권투자회사 또는 자산운용회사가 의결권을 행사하는 경우 모두 shadow voting을 하도록 되어 있는 바, M&A 펀드에 대해서는 그 적용을 배제하거나 투자자에게 직접 의결권을 부여하여 해결 가능

2) 자금지원형 M&A펀드

○ 지원형 M&A 펀드는 증권투자회사나 증권투자신탁회사의 공모펀드 형태로 허용

— 불특정다수의 일반투자자를 대상으로 설정되는 공모펀드는 주식 인수 등을 통해 직접 M&A에 참여하지는 않고 M&A 주체 및 대상기업등이 발행하는 채권·어음 등을 인수하는 방식으로 간접적으로 M&A를 지원

- 자금의 대부분은 M&A 주체 및 대상기업 등이 발행하는 유가증권에 투자하고 나머지는 일반펀드와 동일하게 운용

- M&A주체인 사모 M&A전용펀드가 발행하는 CBO(자산담보부증권)도 매입 가능
- 투신사나 자산운용사는 금감원의 상품승인을 받거나 증권투자회사를 설립하여 금감위에 등록

○ 지원형 M&A펀드를 위한 제도개선 사항

- M&A주체나 대상기업이 발행하는 유가증권에 대해서는 동일종목 투자한도를 30%수준으로 확대할 예정
- M&A를 통해 직접 경영권을 획득하는 것이 아니기 때문에 의결권제한의 문제는 발생 않음

나. M&A 펀드관련 문제점

○ 증권투자회사나 증권투자신탁회사에게 M&A 펀드 허용

- M&A펀드를 사모(private equity fund)의 형태로 설립하는 것은 국제적 정합성이 있는 방식이지만 투신사나 증권투자회사의 펀드형태를 갖는 것은 문제 발생 소지가 존재함
 - 투신사나 증권투자회사는 유가증권 투자목적의 자산운용업을 영위하는 주체이지 M&A와 같은 투자은행업을 수행하는 주체가 아님
 - 본질적으로 M&A는 고위험-고수익 투자대상이므로, 비록 사모의 형태를 갖는다 해도, 투자실패시 자산운용업 전반에 대한 신뢰상실로 이어질 가능성 존재
- 우리나라 투신권의 사모펀드는 공모펀드와 유사하게 일반투자자들로

부터 자금을 모집하는 공모적 성격의 사모펀드임

- 모집대상 투자자의 수만 상이할 뿐 최소투자한도가 존재하지 않고 판매경로도 공모의 경우와 동일함
- 미국 등에서도 같이 기관투자자나 부유계층의 개인투자자로부터 자금을 모집하는 유한책임회사(limited partnership) 형태의 사모와는 그 성격이 상이함

○ M&A 펀드의 구조조정 수행능력 문제

— 경영권획득형 M&A펀드의 핵심은 경영진 교체와 기업구조조정에 있는데 공모형태 형태의 M&A펀드에서는 자산운용사나 투자신탁회사가 단순한 유가증권투자의 차원을 넘어서 기업경영과 구조조정 기능을 수행하기 힘들다고 판단됨

- 단기적으로는 실질적인 구조조정기능을 수행할 수 있는 외부전문 기관과의 제휴가 필요하다고 판단됨
- KAMCO와 계약을 체결하고 기업구조조정업무를 수행하는 Deutsche Bank와 같은 자산관리회사(asset management company) 들은, 투자대상기업이 M&A펀드와 다르기는 하지만 자산운용의 개념 속에 기업경영과 구조조정의 개념이 포함된 자산운용사업

○ 경영권인수형 M&A펀드의 설정시점과 관련된 문제

— 구체적인 M&A대상기업 선정 이전에 펀드를 설정하는 경우

- 비효율적 경영자에 대한 경고효과라는 장점은 있으나 M&A거래는 증권거래와 달리 지속적으로 발생하는 것이 아니기 때문에 M&A건수가 존재하지 않는 정상시의 자금운영방식에 대한 규정이 필요함

- 경영권인수형 보다 M&A펀드에 적합함
- 구체적인 M&A대상기업 선정 이후에 펀드 설정
 - 성격상 당연히 M&A전용펀드가 되기 때문에 다른 투자대상에 대한 규정이 필요 없고 M&A에만 집중적으로 투자가 가능
 - 대표적인 예가 LBO 펀드임
- 정부안에는 펀드설정시점에 대해 언급이 없음

○ 투자대상기업의 제한여부

- M&A펀드의 경우에는 투자대상기업에 대해 아무런 법률적 제약을 가하지 않고 펀드의 prospectus에서 투자대상기업을 규정하는 것이 바람직함
 - 효율적 기업에 대한 무분별한 M&A시도로 기업경영이 위축될 가능성이 있으나 효율적 기업에 대한 M&A시도는 매입가격 이상으로의 주가상승이 힘들기 때문에 시장의 원리에 의해 배제될 것임
 - 부실기업과는 달리 비효율적 기업은 객관적으로 규정하기 곤란함
- 재벌계열사 M&A펀드에 대해서는 자기계열사에 대한 투자를 제한해야 함

○ 투자대상 유가증권

- M&A펀드의 목적상, 공개매수 적용대상 유가증권(증권거래법시행령 제10조)을 M&A펀드의 투자대상 유가증권으로 지정하는 것이 합리적임
 - 주권, 신주인수권을 표시하는 증서, 전환사채권, 신주인수권부사채권, 교환사채권

4. M&A펀드 도입시 고려요인

가. M&A펀드의 설립형태

- 증권투자회사나 증권투자신탁 형태의 M&A펀드의 합리성 재검토
 - 앞에서도 언급한 바와 같이 M&A펀드를 사모의 형태로 설립하는 것은 국제적 정합성이 있는 방식이지만 투신사나 증권투자회사의 펀드 형태를 갖는 것은 문제 발생 소지가 존재하므로 이에 대한 철저한 대비책이 마련되어야 함

- 국제적 정합성 있는 사모 M&A펀드의 설립가능성 검토
 - 유가증권투자를 전문으로 하는 증권투자회사나 증권투자신탁 형태가 아닌 다른 법적형태의 사모M&A펀드를 활성화 하는 것이 바람직함
 - 미국의 경우 유한책임회사(limited partnership)형태의 사모펀드가 M&A펀드 뿐만 아니라 벌처펀드나 헤지펀드 등을 구성하는 일반적인 형태의 사모펀드임
 - 산업발전법상 기업구조조정전문회사의 경우에서와 같이 투자조합 형태의 사모펀드도 우리나라에서 설립가능 한 사모펀드 형태의 하나라고 판단됨

나. 투자자 보호의 강화

○ M&A펀드에 대한 투자자의 제한

— 미국의 경우 M&A 펀드와 같은 사모펀드는 기관투자자나 부유한 개인투자자를 투자대상자로 함

- 최소한의 투자규모는 \$500,000에서 \$5,000,000 정도임

— M&A펀드의 성격을 고려할 때, 일반소액투자자로부터 자금을 모집하는 것은 바람직하지 않고 기관투자자나 일정수준 이상의 부를 보유한 개인투자자를 대상으로 하는 것이 국제적 정합성 있는 구조임

- 최소한의 투자규모를 사전에 규정하여 기관투자자나 부유한 개인투자자 중심으로 투자자를 모집하도록 유도할 필요

○ 일반투자자에 대하여 M&A펀드의 판매가 허용될 경우 투자설명서 등을 통해 M&A펀드의 고위험-고수익적 특성을 투자자들에게 충분히 인식 시켜야 함

— M&A펀드의 위험요인에 대한 구체적으로 설명하는 조항을 의무적으로 포함시키도록 유도

○ Greenmail을 목적으로 하는 M&A에 대한 대비책 마련

— 경영권을 획득하려는 인수기업이나 경영권을 방어하려는 인수대상기업에게 프리미엄을 받고 되팔 목적으로 주식을 매집하는 greenmail은 기업가치의 증대 없이 사회적 비용만을 증대시키므로 이에 대한 방지책 마련 필요

- 주식매집후 단기간의 주가상승으로 인한 자본이익을 향유하려는 M&A를 방지하기 위해, 주식매입 후 일정 기간동안 매각을 금지시킬 필요
 - 이 같은 단기투자목적의 M&A펀드가 통제되지 않으면 기업가치의 증가와는 관계없는 작전과 조작에 근거한 M&A가 기승을 부릴 것이고 이 과정에서 일반투자자들의 희생과 손실이 예상된다
 - M&A 펀드에 대한 대표소송이나 집단소송의 허용 검토

다. 공정한 M&A게임의 룰 설정

- 공개매수시 5% 규칙 등을 철저히 준수할 필요
 - 주식등을 유가증권시장 및 협회중개시장 외에서 6개월 이내에 10명 이상으로부터 매수 등을 한 결과, 본인과 특별관계자가 보유한 주식수가 총수의 5% 이상되는 경우에는 공개매수로 보고(증권거래법21조) 공개매수신고서의 제출의무(증권거래법 제21조의2) 등을 부과함
 - M&A펀드가 투자한 경우에는 부당하고 조작적인 투자행위를 배제하고 인수대상기업의 대응전략 선택의 폭을 확대하고 시간적 여유를 제공하는 방안도 검토 필요
 - M&A펀드의 허용과 함께 다각적 차원에서 공개매수절차의 단축하여 공개매수를 용이하게 하려는 제도개선을 고려하고 있는 만큼 5% 규칙은 더욱 철저히 준수되어야 함
- M&A펀드 투자대상기업의 방어전략 수립을 위한 지원방안 검토
 - M&A펀드의 투자가 활성화될 경우 각 기업들이 M&A공격대상이 될 가능성이 증대되는 바, 효율적인 기업이 비효율적 기업에 의해 공격대

상이 되는 문제점을 해결하기 위해 M&A펀드의 활성화 지원과 함께 M&A대상기업의 방어책 마련도 지원하는 것이 균형적인 정책방향이 라고 판단됨

라. M&A펀드를 통한 계열사 확장 방지

- 사모형 M&A펀드의 경우, 의결권행사를 투신사나 자산운용사 등 제3자에 게 위탁하지 않고 투자자가 직접 행사하도록 하여야 함
 - 제3자의 M&A펀드를 통한 계열사 확장 방지 가능

- 공정거래법의 적용을 통한 계열사 확장 금지 가능
 - 대규모기업집단이 M&A펀드에 출자하여 기업을 인수한 경우, 동일인이 30%이상 출자한 회사 또는 사실상 지배하는 회사를 통한 기업인수도 동일인의 계열사로 간주하는 법규정을 적용하여 통제 가능

- 대규모기업집단이 M&A펀드에 투자한 후 이 펀드를 통해 특정회사를 펀드에 편입할 경우 이를 5년내 매각 의무화
 - 기업구조조정전문회사(CRC)나 기업구조조정투자회사(CRV)의 경우에도 경영권인수기업의 5년내 매각을 의무화 함

V. M&A시장의 활성화 방안

1. M&A 관련 인식의 전환

○ M&A와 관련된 기업의 입장

- 인수기업의 입장에서는 M&A는 정상적인 경영전략 또는 성장전략의 일환이라는 인식 제고가 필요함
- 피인수기업이나 매각기업의 경영자 입장에서는 기업의 경영권 이전이 경영의 실패가 아닌 또 다른 차원의 경영성공이라는 인식의 전환이 필요함

○ M&A대상기업 주주의 입장

- 기업을 보다 효율적으로 운영할 수 있는 경영자에게 경영권이 이전되는 것이 주주의 입장에서도 유익하다는 인식 필요
- 공개매수가 활성화되면 소수주주들도 그 중요성이 증대되어 기존 경영자도 소수주주들을 무시하지 못하게 됨

○ M&A관련 정책수립자 입장

- 정부의 역할은 시장메카니즘이 효율적으로 작동하도록 즉 비효율적 경영자는 경영권을 상실하고 효율적 경영자는 계속 경영권을 유지하는 것이 균형이 되도록 관련제도를 정비하는 것임
 - 실질적인 M&A의 활성화는 시장의 원리에 따라 주도되는 것이 바람직함

- 공격자나 방어기업 어느 쪽에도 치우치지 않는 균형된 자세를 견지해야 함. 기본원칙은 기존 경영자든 새로운 경영자든 가장 경영을 잘 할 수 있는 경영자가 경영권을 유지 또는 획득할 수 있도록 유도하는 것임
 - 지나치게 공격자위주의 정책을 추진할 경우 효율적인 경영자가 경영권을 상실할 위험 존재
 - 지나치게 방어자위주의 정책을 추진할 경우 비효율적인 경영자가 계속 경영권을 유지할 위험 존재

○ M&A중개기관 입장

- M&A협회의 설립과 올바른 M&A 관행의 정립을 위한 M&A윤리강령의 제정도 고려해 볼만함

2. M&A중개기능의 강화

○ 투자은행의 M&A 기능강화

- M&A 중개를 담당하는 핵심적인 기관은 투자은행인 바, 우리나라 증권사 등도 기업에 대한 평가능력, 자금조달의 구조설계 능력, 성사가능성을 높일 수 있는 합병계약의 설계능력, 자본력을 바탕으로 한 인수능력 등을 강하해야 함
- M&A업무를 체계적으로 수행하기 위해서는 산업별, 규모별, 매입자별, 매각자별 등 각종 특성별로 M&A 관련 데이터 베이스가 구축되어야 함

- M&A를 비롯한 기업구조조정 능력은 한 국가경제의 경쟁력을 결정하는 중요한 인프라인 바, 정책적으로 M&A와 기업구조조정업무에 특화된 투자은행을 육성할 필요가 있다고 판단됨

○ M&A부띠끄의 양성화

- 투자은행과의 역할 분담
 - 자금력은 부족하지만 순발력이 뛰어난 M&A부띠끄는 소규모 M&A중개나 대규모 거래를 투자은행에 소개하는 등 상호보완적인 관계의 설정이 필요함
- 가칭 ‘M&A 전문회사법’을 도입하여 제도권 금융기관으로 도입할 필요

○ 중개수수료 구조의 개선

- 의뢰수수료의 단계별 부과와 성공수수료 활성화
- M&A협회의 구성을 통한 수수료 원칙수립

3. M&A수요기반의 확대

○ M&A펀드에 관한 인식 재정립

- M&A펀드의 핵심은 경영권획득을 통한 기업가치 제고이지 단기적 주가부양이 아님
- M&A 펀드의 성격상 만기는 최소 5년 이상인 것이 합리적이므로 장기적 기관투자자 중심으로 투자가 활성화되는 것이 합리적임

- 재경부가 추진중인 M&A 펀드중 지원형 M&A펀드는 MBO활성화에 적용가능성이 높다고 판단됨
- 모집형태가 사모라 하더라도 펀드자금의 100%를 하나의 기업에 투자하도록 허용하는 것은 바람직하지 않음

4. M&A관련 법제도의 개선

가. 주식교환의 활성화를 위한 제도개선

○ 주식스왑의 활성화

- 현행 상법상 구주-구주 교환에는 문제가 없고 구주-신주 교환과 신주-신주 교환을 실행함에 있어 문제 발생
- 구주-신주교환의 활성화 방안
 - 증권거래법이나 벤처기업육성에관한특별조치법 등에 주식교환제도를 도입하여 현물출자에 대한 특례를 인정하는 방법
 - 현행 증권거래법상 주권법인이 주권비상장법인과 합병하고자하는 경우 합병비율의 적정성에 대해 외부평가기관의 평가를 받도록 되어 있는 바, 유사한 논리를 적용하여 상장기업이나 등록기업의 경우 공신력 있는 기관을 지정하여 이들이 감정하는 경우법원의 심사 없이 등기가능 하도록 하는 방법
 - 대법원 예규를 통해 현실적 기준을 마련하는 방법
- 신주-신주교환의 활성화 방안
 - 신주는 현물출자의 대상이 될 수 없으므로 증권거래법 등에 특례를 규정하여 동시교환을 인정하는 방법

나. 공개매수시 투자자 보호를 위한 제도개선

○ 공개매수시 소액주주보호의 강화

- 전략적투자자의 경우에는 경영권을 획득할 수 있는 최소한의 지분확보를 원하므로 현행규정을 유지
- M&A펀드 등 재무적 투자자의 경우에는 투자자보호 차원에서 1/3이상 취득시 100% 공개매수 의무화

○ 공개매수신고서에 포함될 내용의 강화

- 주주가 공개매수에 응할지를 판단하는 유일한 판단자료이자 책임추궁의 근거가 되므로 이에 대한 규율을 강화할 필요

○ 가공의 공개매수 금지

- 공개매수자와의 특별관계인 뿐만 아니라 당해 공개매수에 대해 진정한 매수의도가 없는 자는 동일대상을 목적으로 한 공개매수가 금지되어야 함
- 공개매수의 과열로 인한 증권시장의 혼란을 방지하기 위해 경쟁매수자간의 매수가격차이에 대한 한도의 설정문제 검토

○ 공개매수자의 철회권에 대한 제한 강화

- M&A펀드등 공개매수자의 자의적인 공개매수를 금지하고 시장에서 부당한 이익을 목적으로 M&A가 남용되는 것을 방지하기 위해 공개매수철회권을 강화할 필요

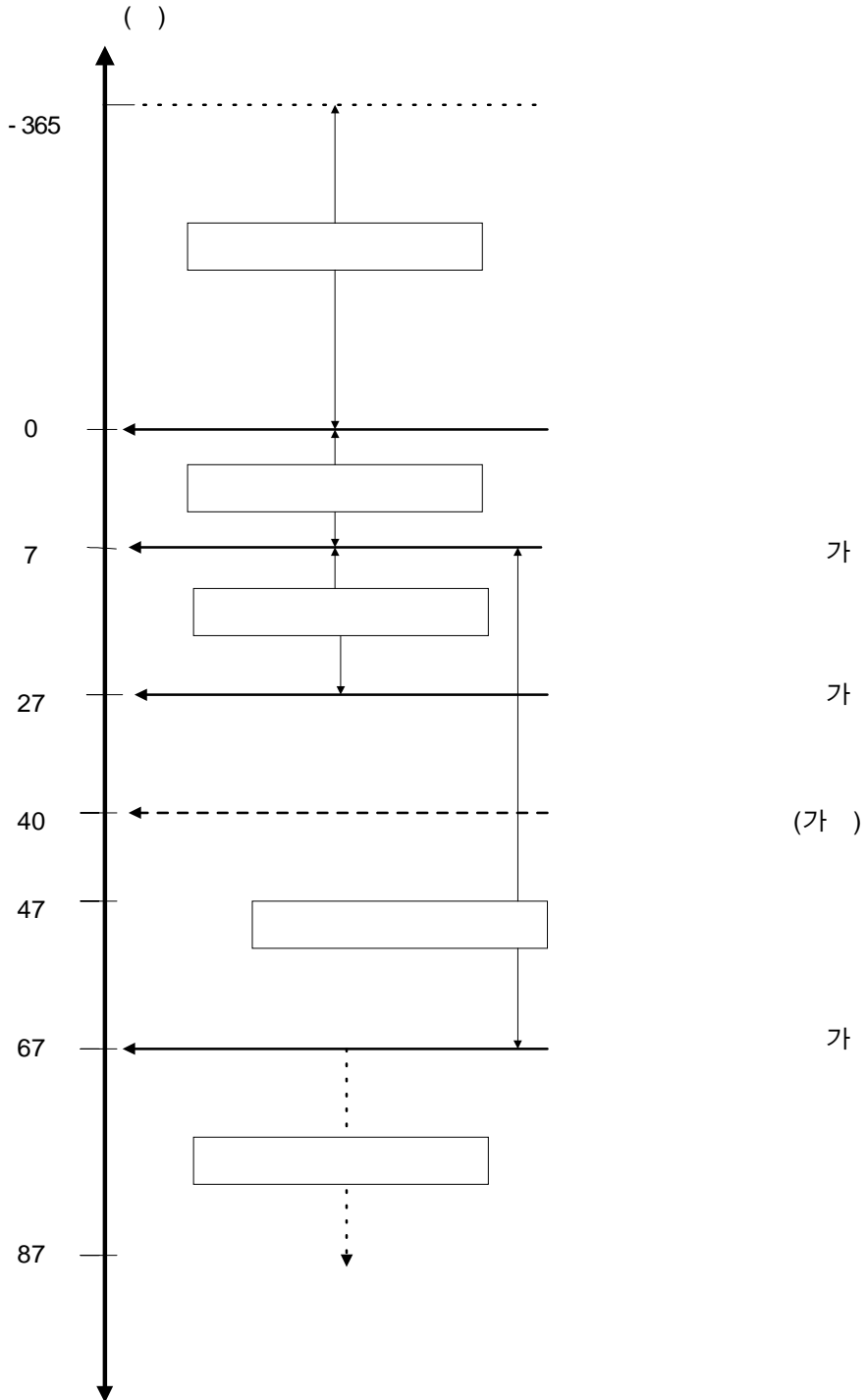
다. M&A 활성화를 위한 제도 개선

- 공개매수 절차의 개선을 통한 공개매수의 실효성 제고(증권거래법)
 - 공개매수 사전신고제를 사후신고제로 전환
 - 금감위에 대한 사전신고는 적대적 M&A시도에 대한 정보를 유출시켜 효율적 M&A 추진을 어렵게 함
 - 공개매수신고서 제출 후 대기기간의 단축
 - 반복공개매수 제한기간의 단축

- 의결권대리행사 권유제도의 활성화
 - 이사회에 대주주와 독립적인 이사가 존재한다면 이들이 주도하는 의결권대리행사 권유가 외부인에 의한 효율적이고 성공할 가능성이 높음
 - 집중투표제도를 활성화하여 과반수 이하라도 일정수준 이상의 지분을 보유한 주주가 이에 상응하는 이사를 선임할 수 있도록 유도
 - 상법에 도입되었으나 대부분의 기업이 정관으로 배제하고 있음

- M&A관련법간 규정의 일관성 및 통합성 확보
 - 장기적인 관점에서 가칭 “기업구조조정통합법안”을 마련하여 M&A를 비롯한 기업구조조정 관련법안들의 통합화 추진

<그림 V-1> 공개매수절차와 관련사건



5. M&A 관련 세제의 개선

○ 주식교환시 양도소득세 과세 완화

- 주식교환시 특히 신주-구주 교환시 발생하는 양도차익에 대한 양도소득세 과세를 완화하여 주식교환을 활성화할 필요
 - 현행 조세특례제한법에서는 벤처기업간의 구주-구주 교환에 대해 양도세를 감면하고 있으나 실질적으로 구주-구주 교환의 사례가 거의 없기 때문에 그 효과가 미미함
- 상속세법 및 증여세법상의 주식평가기준을 증권거래법상 평가방법과 일치하도록 개정할 필요

○ 피합병법인 이월결손금승계 원칙의 설정과 허용

- 이월결손금승계의 악용소지를 배제하기 위해 미국 등과 같이 비과세 요건을 설정하고 이를 만족하는 경우 이월결손금승계를 허용
- 미국의 경우 소유지분의 계속성, 사업실체의 계속성, 진실한 사업목적 등을 비과세 요건 판단기준으로 삼고 있음

○ 청산소득에 대한 과세와 피합병법인의 주주에 대한 의제배당 과세의 완화

- 합병시 발생하는 청산소득과 의제배당소득에 대해 조세특례규정을 적용하여 비과세 또는 과세를 완화할 필요

6. 전문경영자시장의 육성

○ 전문경영자시장 육성의 필요성

- 기업인수형 M&A펀드의 성공여부는 인수한 기업을 얼마나 효율적으로 경영하고 구조조정 하느냐에 달려 있으므로 이 같은 역할을 수행할 전문경영자가 필요함
- 전문경영자시장의 육성은 M&A활성화를 위한 중요한 인프라의 하나임

○ 전문경영자 시장의 육성을 통한 주주위주의 경영실현

- 전문경영자시장이 활성화되면 능력 있는 경영자에 대한 수요가 증대될 것이고 기존의 경영자들도 자신의 시장가치를 증대시키기 위해 대주주위주의 경영을 탈피할 유인 존재
 - 능력있는 경영자가 대주주의 자의적 판단에 의해 축출당할 경우, 이 경영자는 M&A펀드의 스카웃 대상이 되어 자신의 능력을 펼칠 수 있는 시장이 마련됨
 - 기존의 경영자들도 대주주위주의 경영에서 탈피하여 주주가치 증대를 위한 경영을 통해 시장에서 자신의 명성을 구축할 유인이 증대함
- 자원의 최적배분이란 측면에서 볼 때, 능력 있는 전문경영자의 경영권 획득 기회가 증대됨으로써 기업경영의 효율성과 기업가치의 증대가능성이 증대됨

<참 고 문 헌>

공정거래위원회, 공정거래백서, 1999.

금융감독원 보도자료, “주식형 사모펀드 표준약관 확정,” 2000.7.20

김영한 외 6인, “국내기업의 인수,” 조세통람사, 1993

김정국 · 이용무, “기업구조조정 원활화를 위한 M&A세제개선방안,” Issue Paper 98-08, 한국증권연구원, 1998.6

김형태, “대출금출자전환(Debt-Equity Swap)의 활성화 방안,” Issue Paper 98-07, 한국증권연구원, 1998.7

김형태, “투자은행의 증권설계와 금융상품 설계,” 연구보고서 99-04, 한국증권연구원, 1999.10

김형태 · 노희진, “M&A펀드의 도입방안,” Working Paper, 한국증권연구원, 2000.7

김형태 · 박용서, “고수익채권(정크본드)에 관한 연구,” 연구보고서 98-05, 한국증권연구원, 1999.7

김형태 · 박용서, “벌처펀드(Vulture Fund)의 투자전략 분석”, 연구보고서 98-05, 한국증권연구원, 1998.6

김형태 · 박용서, “한국의 구조조정 관련기구: 그 기능과 연계성” 연구보고서 98-08, 한국증권연구원 1998.10

노희진, “기업합병과 매수: 이론과 실제,” 한국금융연수원, 1991

중소기업청 보도자료, “중소벤처기업 M&A 재원조성의 확대 추세,” 2000.9.8

持株會社と M&A 법무전략, 金融職人シリーズ, 1999.

C.P.Maquieira, W.L.Megginson, L.Nail, “Wealth creation versus wealth redistributions in pure stock-for-stock mergers,” Journal of financial economics vol.48, 1998, pp3-33

G.Andrade, E.Stafford, “Investigation the economic role of mergers,” Harvard business school, August 1999

S.F.Reed, A.R.Lajoux, “The art of M&A : A merger acquisition buyout guide,” Irwin, 1995

<http://www.thecarlylegroup.com/>

<http://www.keppelinsurance.com/>