

국내 최고의 M&A 전문가들이 쉽게 알려주는

# M&A

---

# ESSENCE

2020 최신 개정판

삼일회계법인 M&A지원센터



 중소기업부

 **KVCA**  
한국벤처캐피탈협회  
KOREAN VENTURE CAPITAL ASSOCIATION

 **pwc** 삼일회계법인

 **KIBO** 기술보증기금  
 **KIGIT** 신용보증기금  
KOREA CREDIT GUARANTEE FUND

 **KOVV** (사)벤처기업협회  
KOREA VENTURE BUSINESS ASSOCIATION  
 **KMA** 한국M&A협회  
KOREA M&A ASSOCIATION

 **IBK** 기업은행  
참! 좋은 은행  
**IBK** 기업은행



글로벌 시장에 걸친 무한경쟁 환경에서의 생존전략으로 M&A(기업 인수합병)의 중요성은 날로 부각되고 있으며, 이에 따라 해외 및 국내시장 전반에 걸쳐 다양한 M&A가 성사되고 있습니다.

또한 M&A는 IPO(기업공개)와 더불어 벤처 생태계에서 중요한 키워드로 인식되고 있으며, 우리나라도 M&A 거래금액 및 투자회수가 지속적으로 증가하는 등 M&A에 대한 관심은 해마다 증가하고 있습니다.

물론 M&A를 기업사냥, 가업승계를 위한 수단, 기술탈취 등 부정적인 사회적 인식이 적지 않은 것도 사실입니다만, 그간 대기업의 구조조정 수단으로만 인식되었던 M&A를 중소벤처기업도 중요한 경영수단으로 활용할 필요가 있습니다.

또한 중소벤처기업의 M&A 시장이 활성화되지 못할 경우, 기술·경영 노하우, 인력 등 우수한 기업자원이 더 크게 활용되지 못하게 될 우려가 있습니다.

이에 중소기업 M&A 시장 활성화를 위한 민관의 역할이 중요한 시기가 생각하며, 중소벤처기업부는 이러한 추세에 대응하고자 M&A활성화지원사업 운영기관인 한국벤처캐피탈협회를 비롯하여 삼일회계법인, 기술보증기금, 신용보증기금, (사)벤처기업협회, IBK기업은행, 한국 M&A협회 등 7개 기관과 함께 M&A지원센터를 운영하고, 매도매수기업 매칭, M&A 거래정보망 운영, M&A 상담자문, 인력양성 및 인식개선을 위한 다양한 사업을 실시하고 있습니다.

이번에 발간되는 《M&A 에센스(최신개정판)》는 그동안 대기업 위주로 소개되었던 M&A 지침서에서 벗어나 중소벤처기업 및 비전문가도 쉽게 이해하고 M&A 성공사례 등을 참고하여 업무에 활용할 수 있도록 구성 하였습니다.

특히, M&A를 추진하는 경영진의 전략적 의사결정 시 고려해야 할 사항들과 M&A의 준비 및 실행, 관련 세무 및 법률 규정, 주요 절차 및 계약서, 체크리스트 등 실무에 도움이 되는 내용을 주로 수록하였습니다.

그동안 기획 및 원고 집필을 위해 수고하신 삼일회계법인, 한국벤처캐피탈협회 및 관계자 여러분께 진심으로 감사드리며, 중소벤처기업의 M&A 활성화에 《M&A 에센스(최신 개정판)》가 도움이 되기를 기대합니다.

2020년 8월

중소벤처기업부



모든 생명체는 변화하는 환경에 적응해 나갑니다. 눈이 많이 내리는 북유럽 지역에 서식하는 흰올빼미는 생존에 유리한 흰색에 가까운 회색을 띠다가 점차 눈 덮인 지역이 줄어들자 갈색으로 변하고 있다고 합니다. 이처럼 기후에 따라 동물의 신체 기관이 달라지는 것을 “앨런의 법칙”이라고 합니다. 이렇듯 모든 생명체는 변화하는 환경에 적응하기 위해 지속적으로 크고 작은 변화를 거칩니다.

현재 전 세계 경제 환경은 그 어느 때보다 급격한 변화를 맞고 있습니다. Covid-19로 비대면 접촉이 증가하였고, 저성장 국면에 들어선 세계 경제의 불확실성은 어느 때보다 커졌습니다. 또한, 산업군은 빠르게 변화하여 IT 기업인 네이버와 카카오의 시가총액은 굴지의 대기업들을 제치고 상위 10위권에 진입하였습니다.

이러한 대내외적 불확실성 속에서 대외 의존도가 높은 한국은 더 큰 영향을 받을 것으로 예상됩니다. 최근 10년의 변화는 과거 50년 이상의 변화보다 경제와 산업 그리고 우리의 삶에 더 큰 영향을 미쳤으며 앞으로 미래는 그야말로 변화무쌍한 국면이 전개될 것입니다. 어려운 과제지만 유연한 사고로 변화무쌍한 시대를 잘 헤쳐 나간다면 우리나라의 중소벤처기업들도 시대의 승자가 될 수 있을 것입니다.

이처럼 불확실한 미래를 타개하고 지속적인 성장을 이뤄나갈 수 있는 창의적 방법론 중 하나가 바로 M&A입니다. 미국 실리콘밸리의 아마존, 페이스북, 넷플릭스, 구글, 애플 등은 뛰어난 기술을 보유한 기업들을 인수합병 함으로써 지속적으로 새로운 기술을 습득해 미국 증시를 선도해

나가고 있습니다.

이에 본 책자는 M&A의 전반적인 내용과 절차를 쉽게 이해할 수 있도록 삼일회계법인 최고 M&A 전문가들의 경험과 지식 등을 일목요연하게 정리하여 큰 도움을 드리고자 노력하였습니다.

**‘제1장 사상 초유의 위기, 생존 및 성장전략이 필수이다!’** 편에서는 Covid-19라는 사상 초유의 위기에서 세계 경제의 전망, 산업 환경의 변화, 국내 산업의 부정적인 영향 등을 살펴보았으며, 급변하는 환경에서 기업은 생존을 위하여 사업을 재편하고 신성장동력을 확보해야 하며, 기업의 생존과 성장에 있어 경영자가 중요함을 강조하였습니다.

**‘제2장 성장전략으로서의 M&A 활용’** 편에서는 성장전략으로서 M&A를 선택하는 이유와 M&A의 대안인 기업승계, 기업매도 등을 살펴보고, M&A 성공을 위하여 숙지하여야 할 핵심 요소 및 전략적 의사결정 사항에 대하여 기술하였습니다.

**‘제3장 M&A 절차’** 편에서는 일반적인 M&A의 단계별 진행 절차 및 실행전략에 대해 매수자 및 매도자 각각의 입장에서 이해하기 쉽게 정리하였습니다. 이는 M&A 실무에서 유용하게 참조할 수 있는 내용입니다.

**‘제4장 실사와 기업가치평가’** 편에서는 M&A 과정에서 실무자가 숙지해야 할 실사와 기업가치평가 관련 내용을 다뤘습니다.

**‘제5장 M&A와 법률관계’** 편에서는 M&A 과정에서 필수적으로 고려되어야 할 복잡한 법률관계와 M&A 전 과정에 영향을 끼칠 수 있는 양도소득세, 합병 세무, 세제지원 등을 다뤘습니다.

‘제6장 다양한 M&A 유형’ 편에서는 기본적인 인수 및 합병뿐만 아니라 분할, 자산 및 영업양수도, PEF&Buyout, 회생 M&A, Cross-border M&A, SPAC 상장 및 우회상장의 개념 및 절차, 주요 고려 사항 등에 대한 내용을 수록하였습니다.

‘부록’ 편에서는 M&A 진행 과정에서 참조할 만한 각종 계약서 샘플과 실사를 위한 체크리스트, M&A 절차에 따른 공시 및 고려 사항, 합병 및 분할의 일반적 절차를 정리하였습니다.

본 《M&A 에센스(최신 개정판)》가 중소벤처기업 및 증견기업이 한층 더 성장하고 발전하는 데 많은 도움이 될 수 있기를 기대합니다. M&A를 전략적으로 실행하는 데 어려움이나 궁금한 점이 있으신 경우 연락을 주시면 성실히 답변 드리겠습니다.

2020년 8월  
삼일회계법인 M&A지원센터  
센터장 유상수

본 《M&A 에센스(최신 개정판)》는 각 기업 경영자들의 M&A에 대한 이해를 돕기 위해 참고 목적으로 일반론적인 관점에서 작성되었습니다. 또한, 모든 M&A 절차의 정보 및 설명에 대한 완전성 및 충분성을 보장하지 않습니다. 따라서 각 기업들은 M&A를 진행할 경우 각 거래의 특수성을 충분히 고려하여 의사결정을 하여야 하며, 전문가와의 충분한 사전 협의가 필요함을 알려드립니다.

## 참여하신 분들



### 저자 삼일회계법인 M&A지원센터

전화 02-709-0969 / 02-709-8147

이메일 seunghwan.hong@pwc.com / mina1.kyung@pwc.com

센터장 유상수 대표

부센터장 이도신 파트너 02-709-3321

do-shin.lee@pwc.com

홍승환 전략 채호형 실사 김재훈 평가 홍경재 절차

유흥서 협상 정복석 Tax 홍지윤 Law

### 감수 삼일회계법인 Deal Business 법무지원센터 Market & Communication

### 도움 주신 분들

중소벤처기업부	차정훈 실장	박용순 국장
	김주식 과장	이주창 사무관
	이선미 주무관	
한국벤처캐피탈협회	김형수 전무	김종술 상무
	손필수 팀장	박은란 과장
	이유민 연구원	

# Contents

발간사(중소벤처기업부)	4
머리말(삼일회계법인)	6
참여하신 분들	9

## PART I 전략 관점

---

### 제1장 사상 초유의 위기, 생존 및 성장전략이 필수이다!

---

<b>01 기업이란 무엇인가?</b>	18
1. 기업은 생명체다	18
2. 기업은 생존을 위하여 환경 변화에 적응해야 한다	20
3. 장수기업에서 환경을 극복하는 생존·성공 DNA를 배우자	32
<b>02 기업은 사업을 재편하고 신성장동력을 확보해야 한다</b>	36
1. 신성장동력 확보	37
2. 시련 없는 성장은 없다	39
3. 다양한 성장전략과 사례	41
<b>03 생존과 성장을 위한 경영자의 중요성</b>	47
1. 경영자에게 기업의 생존이 최우선이다	47
2. Covid-19 위기에도 새로운 성장 도약을 모색해야 한다	49

---

## 제2장 성장전략으로서의 M&A 활용

---

<b>01 M&amp;A가 최선의 선택인가?</b>	56
1. M&A를 추진하는 이유는?	56
2. M&A는 무엇인가?	62
<b>02 M&amp;A의 대안도 있다</b>	66
1. 기업승계	67
2. 기업매도	70
3. 다양한 M&A의 대안	71
<b>03 M&amp;A 성공으로 가는 길</b>	79
1. 준비 없는 M&A는 실패로 연결된다	79
2. M&A 핵심 성공 요소	82
3. 성공을 위한 전략적 의사결정	85

## PART II 실행 관점

---

### 제3장 M&A 절차

---

<b>01 개요</b>	94
--------------	----

<b>02 사전 준비</b>	96
1. 시작 전, 나를 먼저 알자	96
2. 언제 해야 하는가?	98
3. 대상을 물색하자	99
4. 어떻게 준비할 것인가?	109
<b>03 M&amp;A 진행</b>	115
1. 거래 탐색	115
2. 실사 및 가치평가	116
3. 거래구조의 결정	118
4. 협상	120
5. 자금조달	124
6. 계약체결 및 거래 종결	127
<b>04 성공의 마무리</b>	133
1. M&A 사후 단계의 중요성	133
2. 통합 계획과 실행	134

---

## 제4장 실사와 기업가치평가

---

<b>01 실사</b>	142
1. 개요	142
2. 절차 및 고려 사항	148
<b>02 기업가치평가</b>	162
1. 일반적 평가방법	162
2. 법률에 의한 평가방법	175

<b>03 M&amp;A와 실사, 기업가치평가, 주식매매계약서</b>	180
1. M&A 절차별 실사 및 기업가치평가	181
2. 주식매매계약서	182
3. 실사, 기업가치평가와 주식매매계약서와의 관계	194

---

## 제5장 M&A와 법률관계

---

<b>01 M&amp;A 관련 법률 규정</b>	198
1. M&A 관련 법률의 특징	198
2. 자본시장과 금융투자업에 관한 법률	200
3. 독점규제 및 공정거래에 관한 법률	206
4. 상법	210
5. 기업 활력 제고를 위한 특별법	212
6. 기타 M&A 관련 법령	215
<b>02 M&amp;A와 세무</b>	221
1. 개요	221
2. 주식 매도의 양도소득세	222
3. 합병 세무	226
4. M&A 세제지원	234
<b>03 M&amp;A 공시규정</b>	243
1. 개요	243
2. 공시 유형	249

---

## 제6장 다양한 M&A 유형

---

<b>01 M&amp;A와 Structuring</b>	254
1. 자산 및 영업양수도	254
2. 합병	259
3. 분할	264
4. 주식교환 및 이전	270
<b>02 PEF&amp;Buyout</b>	273
<b>03 기업구조조정과 회생 M&amp;A</b>	282
<b>04 Cross-border M&amp;A</b>	293
<b>05 SPAC(기업인수목적회사) 상장 및 우회상장</b>	303

---

## 부록

---

<b>01</b> M&A 관련 계약서 예시(국문)	318
<b>02</b> M&A 관련 계약서 예시(영문)	334
<b>03</b> 실사(Due Diligence) 체크리스트	341
<b>04</b> M&A 절차에 따른 공시 및 고려 사항	346
<b>05</b> 합병, 분할의 일반적인 절차	347
<b>06</b> 중소벤처기업 M&A지원센터	350
<b>07</b> 포트폴리오 이론	352
<b>참고 문헌 및 자료</b>	354



**MERGER AND ACQUISITION ESSENCE**

## 제1장

# 사상 초유의 위기, 생존 및 성장전략이 필수이다!

---

01 기업이란 무엇인가?

02 기업은 사업을 재편하고 신성장동력을 확보해야 한다

03 생존과 성장을 위한 경영자의 중요성

# 01 기업이란 무엇인가?

## 기업은 생명체다

“기업이 하는 일”을 영어로 표현하면 “Business”이다. 이에 해당하는 스웨덴의 가장 오래된 말은 “Narings Liv”인데 문자 그대로 “삶의 양식 Nourishment for Life”을 의미한다. 또한 고대 중국어에서는 이를 “生意”라고 표현하였는데 첫 글자는 “살” 또는 “살아간다”로서 “생존”과 “탄생”을 뜻하며, 두 번째 글자는 “의미”이다. 즉, 기업의 정의를 정리해보면, 기업은 살아있는 생명체로서 외부 환경의 변화에 유연하게 대응하며 자신의 정체성 Identity을 지켜나가는 존재라 할 수 있다.

기업은 급변하고 있는 외부 환경에 끊임없이 적응하며 스스로 수명을 연장시키고 새로운 생명을 얻으려 한다. 기업은 살아있는 생명체로 지속적인 성장을 통한 생존 본능이 내재되어 있다. 따라서 과거의 영광에 안주하거나 기존의 영역만 고집하여서는 생존할 수 없고 변화하는 새로운 환경에 맞는 새로운 변신이 필요하다.

‘기업은 생존을 위하여 무엇을 추구하는 것인가?’ 보편적인 대답은 아마도 이윤극대화일 것이다. 물론 이윤극대화가 기업에게 필수적인 요소이긴 하나, 이윤극대화로 기업을 한정하기에는 부족하다.

경영학자 피터 드러커 Peter Drucker는 기업의 궁극적인 목표가 영속성 Going Concern을 확보하는 것이라고 하였다. 다시 말하면, 기업은 영원히 존재해야 한다는 것이다. 그는 많은 기업이 보통 이익이나 주가를 목표로 하지만, 이것은 어디까지나 영속성을 확보하기 위한 수단 또는 영속성 추구에 따른 결과이지 궁극적인 목표는 아닌 것으로 보았다.

그렇다면 ‘기업이 영속성을 확보하기 위해서는 어떻게 해야 하는가?’ 이 질문에 답하기 위해서는 다시 기업에 대한 정의를 살펴보아야 한다. 피터 드러커는 ‘비즈니스’에 대해 다음과 같이 정의하였다.

“비즈니스가 무엇인지를 알기 원한다면 우선 비즈니스의 목적부터 다루지 않으면 안 된다. 비즈니스의 목적은 사업 그 자체와는 별도로 존재해야만 한다. 사실 기업이란 사회의 한 기관이기 때문에 비즈니스의 목적은 사회 속에서 존재해야만 한다. 비즈니스의 목적이 무엇인가에 대해서는 단 하나의 타당한 정의만 존재한다. 즉, ‘고객을 창조하는 것’이다.”

위의 정의에 따르면 기업은 고객에게 가치를 창출함으로써 사회 속에서 생존하게 된다. 다시 말하면 기업은 급변하는 환경 속에서 사람들의 다양한 욕구를 유효 수요로 바꾸어서 고객에게 가치를 제공하고 적응해 나가는 것이다.

고객에게 가치를 창출한다는 의미는 기업이 재화나 서비스를 통하여 효용 있는 어떤 가치를 소비자에게 공급한다는 것이다. 따라서 기업은 급변하는 환경 속에서도 끊임없는 탐색을 통하여 사업 기회를 포착하고 자본, 노동, 설비, 기술 등의 제반 생산 요소들을 결합시킴으로써 가치를 창출하고, 환경에 적응해 가면서 생존해간다.

고객에게 가치를 창출함으로써 사회 환경 속에서 적응하며 생존하는 생명체로 기업을 바라본다면 그 기업을 경영하는 경영자에게도 기업을 경영하는 정신이 필요하다.



기업가가 성공적인 기업가로 성장하기 위해서는 자신감, 능력, 용기를 가지고 스스로 절제하고 통제할 줄 알아야 한다. 또한, 성공적인 기업가는 올바른 태도와 더불어 일정 수준 이상의 비즈니스 지식도 겸비하여야 한다. 스스로의 강점과 약점을 잘 파악하여 강점은 살리고 약점을 보완하도록 끊임없이 노력하며, 어려운 경우 자신을 도와줄 수 있는 능력을 가진 다른 사람을 찾기도 한다. 기업가정신은 소수만이 갖고 있는 매우 특별한 기질이며 우리 경제를 성장하게 만드는 데 필수적이고도 중요한 요소이다.

기업가정신(企業家精神, Entrepreneurship)은 외부 환경 변화에 민감하게 대응하면서 항상 기회를 추구하고, 그 기회를 잡기 위해 혁신적인 사고와 행동을 하고, 그로 인해 시장에 새로운 가치를 창조하는 일련의 활동 과정을 말한다.

기업가정신(企業家精神)은 업(業)을 만드는 창(創), 무(無)에서 유(有)를 만드는, 탄생의 의미를 담고 있는 창업의 정신을 담고 있으며, 기업의 본질인 고객에게 가치 창출을 함으로써 사회적 책임을 다하는 자세 또는 정신으로 기업가의 경영 마인드이자 비전 또는 전략인 것이다. 경제학자인 슈페터(Schumpeter)는 기업가를 “훌륭한 내일을 창조하기 위해 오늘의 안정된 상태를 의도적이고 주체적으로 파괴하는 혁신가(Innovator)이며 창조적 파괴자(Creative Destroyer)”라고 정의하고 있다.

기업가정신은 기업의 지속적인 성장 원동력으로서 기업의 성패를 좌우할 수 있는 매우 중요한 요인이다. 피터 드러커는 세계 경제가 ‘관리 경제’에서 ‘기업가 경제’로 변화하고 있음을 지적하며 기업가정신의 중요성을 강조하고 있다. 또한 《지식의 지배》의 저자 레스터 서로(Lester Thurow)는 부를 창출하는 요소 중 기업가정신을 으뜸으로 꼽았으며, 모험을 즐기고 변화에 신속히 대응하는 기업가정신 없이는 기술 혁신 그 자체가 결코 부를 창출할 수 없다고 주장하였다.

## 기업은 생존을 위하여 환경 변화에 적응해야 한다

앞에서 살펴본 바와 같이 기업의 궁극적 목표는 외부 환경에 끊임없이 적응하며 고객가치 창출을 통해 스스로 수명을 연장시키는 것이다.

하지만 많은 기업들이 외부 환경에 적응하지 못하고 사라지기도 하고, 또 새로운 환경을 기회로 삼아 많이 생겨나기도 한다. 최근에 기업들이 직면하고 있는 외부 환경은 그야말로 변화의 속도가 매우 빠르며, 불확실성이 증폭되고 있다.

급변하는 환경에서 기업들은 과거의 영광을 뒤로한 채 현실에 안주하지 않고 끊임없이 성장을 도모해야 그나마 생존할 수 있다. 일부분을 뜯어 고치고 내부 역량을 강화하는 데 힘썼지만 급변하는 시장에 충분히 적응하지 못하고 실패하는 기업도 허다하다. 최근 환경 변화에 적극적으로 적응하며 기업들이 생존 및 성장해 가는 사례들은 매우 다양하며 혁신적이라 할 수 있다.

환경 변화에 적응하지 못한 사례로 많이 언급되는 기업이 블록버스터이다. 블록버스터는 한동안 비디오 대여 사업을 거의 독점하여 미국 전역에 3,000개 이상의 체인점을 가지고 있었고, 캐나다와 일본 등에 진출해 세계적으로 9,000여 개의 매장을 보유하기도 했었다. 그러나 VOD(Video on Demand)의 발달로 비디오 대여점은 완전히 쇠퇴하였고 현재 대부분의 매장은 문을 닫은 상황이다.

블록버스터의 종말은 동영상 스트리밍 서비스로 변해가는 환경에 적응하지 못한 것이 원인이다. 변해가는 환경에 Internet-first 비즈니스를 추구하는 넷플릭스라는 신생기업이 등장한다. 넷플릭스 초기 사업 모델은 지금과는 조금 달랐는데 사용자가 인터넷에서 온라인으로 영화를 주문하고 우편으로 배달 및 반납하는 방식이었다. 블록버스터가 인터넷의 등장과 고객의 변화에 적응하지 못하고 고객 이탈과 연체료 문제로 고민할 때 넷플릭스는 인터넷 환경의 고객 중심 비즈니스 모델을 더욱 강화하였으며, 구독(Subscription) 방식으로 가입하고 언제든지 영화를 즐길 수 있는 온-디맨드(On-demand) 서비스를 고도화하였다. 넷플릭스의 고객 중심 비즈니스 전략으로 블록버스터의 종말이 가속화되었다.

넷플릭스는 현재도 지속적으로 환경 변화에 적응하고 있다. 넷플릭스는 2009~2015년 7년간 IT 인프라를 데이터 센터에서 클라우드로 옮겼다. 서비스 규모가 커지면서 서비스 전체를 한 덩어리로 개발·관리하는 기존 방식의 한계가 드러났기 때문이다. 클라우드 방식은 기능에 따라 애플리케이션을 조각조각 붙이고 필요에 따라 탈부착할 수 있어서 서비스 개선 시 통째로 뜯어 고칠 필요가 없게 되었다.

코닥Kodak이 몰락한 중요한 원인 중 하나로 많은 전문가들은 핵심 산업이었지만 사양 산업이 된 필름 분야를 포기하지 못한 점을 지적한다. 코닥은 디지털 카메라를 최초로 개발하고도 기존에 주력하던 필름 사업에 대한 믿음 때문에 디지털 카메라의 개발 및 마케팅에 적극적으로 나서지 않았다. 핵심 사업인 필름 분야에 매몰되어 환경 변화의 트렌드를 읽지 못하고 나아가야 할 방향을 제대로 수립하지 못한 것이다.

반면, 경쟁사인 후지Fuji는 필름 사업부문의 대규모 구조조정을 단행하고 80년 가까이 필름을 제작하며 쌓아온 기술과 노하우를 활용하여 연관 산업으로의 사업 다각화를 실행하였다. 후지는 필름을 연구하며 터득한 수많은 화학 물질의 데이터와 기술을 적용하여 의료 기기, 의약품, 화장품부터 광학 렌즈와 액정 패널LCD용 필름에까지 진출한 것이다. 필름 산업이 사양화되는 외부 환경을 재빨리 파악하고 자신들의 핵심역량으로 새로운 고객가치를 창출할 수 있는 신규 사업으로 과감하게 진출함으로써 환경 변화를 기업을 성장시키는 기회로 삼았다.

나이키Nike도 급변하는 환경에 기업이 어떻게 적응해 나가는지 좋은 예를 보여준다. 스포츠 업체인 나이키는 일본의 게임 업체인 닌텐도Nintendo의 성공을 계기로 산업의 경계와 상관없이 누구나 자사의 경쟁자가 될 수 있다는 새로운 사고를 하게 된다. 이에 따라 고객을 단순히 스포츠 용품을 이용하는 사람이 아니라 여가를 활용하는 모든 사람으로 확장하게 된다. 이렇게 고객과 고객의 요구를 재정의한 나이키는 다

수의 혁신적인 제품들을 만들어 내면서 성장한다. 2007년 나이키는 더 강력한 경쟁자인 스마트폰을 만나게 된다. 스마트폰이란 커다란 환경의 변화를 마주하게 된 나이키는 이를 위협이 아니라 기회로 받아들였다. 나이키는 앞서서 스마트폰으로 검색하고 오락 및 SNS를 즐기는 사람들을 스마트폰과 SNS를 적극 활용하여 나이키와 함께 운동하도록 만들고 있다. 디지털의 변화에 적극 대응하여 나이키는 단순한 스포츠 용품 업체가 아닌 디지털 집단으로 성장해 가고 있는 것이다.

### 기업 생존을 위하여 주목해야 할 최근의 환경 변화

기업의 생존에 결정적인 영향을 미치고 있는 외부 환경은 급변하고 있으며, 기업들은 환경 변화에 적극적으로 대응하면서 생존과 성장을 도모하고 있다.

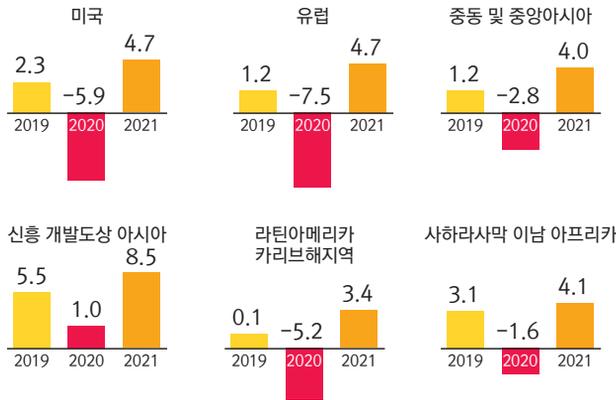
최근 기업 생존을 위해 주목해서 살펴봐야 하는 환경 변화는 Covid-19의 대유행으로 인하여 세계 경제가 1930년대 대공황 이후 최악의 경기 침체를 겪고 있다는 것이다. Covid-19의 대유행으로 세계 경제가 마이너스 성장의 국면에 접어들었으며, 이로 인해 국내 산업에 부정적 영향이 심각해지고 있는 상황이다.

### (1) Covid-19의 대유행으로 세계 경제가 마이너스 성장

2020년 세계 경제성장률 전망



출처: 국제통화기금(IMF)



출처: 국제통화기금(IMF)

국제통화기금IMF이 2020년 4월 14일 세계 경제 전망World Economic Outlook 보고서에 올해 세계 경제가 1930년대 대공황 이후 최악의 경기 침체를 겪을 것으로 예상하며, 2020년 세계 경제성장률을 -3.0%로 전망하였다. 앞서 웰스파코 -2.6%, 도이체방크 -1.7%, UBS -0.6%, 노무라홀딩스 -4% 등 다수의 글로벌 투자은행IB의 세계 경제 전망치에 이어 IMF는 주요 국제기구 중 처음으로 세계 경제 역성장 전망을 공식화했다.

IMF는 이 같은 하향 조정은 현재 상황이 1930년대의 대공황Great Depression에 빗대어 대봉쇄Great Lockdown라는 표현을 사용하면서, 당시보다 더 악화된 상황이라고 설명했다. IMF는 대공황 이후 최악의 경기 침체를 겪을 것으로 예상한다며 IMF가 공식통계를 제공하기 시작한 1980년 이후 가장 낮은 성장률을 보일 것이라고 전망했다. 이전까지는 지난 2009년 글로벌 금융 위기 당시 경제성장률 -0.1%가 가장 낮은 수치였다.

과거 충격과 달리 Covid-19의 대유행에 따른 팬데믹으로 인해 노동 공급이 감소하고 사업장 폐쇄에 따른 글로벌 공급망 충격이 현실화되고 있으며, 소비 위축에 따른 수요 둔화로 대부분의 업종이 생존의 기로에 서있다. 일상생활은 물론 생산·소비 등의 경제 활동 마비로 금융시장 충격과 실업률 상승으로 디폴트 리스크가 고조되고 있다.

IMF는 2020년 2분기에 Covid-19 확산이 잠잠해지고 각국의 봉쇄가 풀리는 긍정적 시나리오를 가정하면, 2021년 세계 경제성장률은 5.8%로 반등할 것으로 봤다. IMF는 2021년 경제 반등 시나리오에도 Covid-19의 대유행으로 말미암은 전 세계 경제적 손실 규모가 내년까지 총 9조 달러(약 1경 966조 원)에 달할 것으로 예상했다. 이는 세계 경제 3·4위인 일본과 독일의 연간 국내총생산GDP을 합친 것보다 큰 수치다.

IMF는 Covid-19 확산이 잠잠해지고 각국의 봉쇄가 풀리는 긍정적 시나리오와 함께 세 가지 부정적인 시나리오도 제시했다. Covid-19와 관련해, 첫째 2020년 하반기까지 바이러스 확산이 지속하거나, 둘째 2021년에 새롭게 확산하거나, 셋째 앞선 두 가지가 겹치는 경우 성장률이 더 떨어질 수 있다는 것이다.

첫째, Covid-19 사태가 2020년 하반기까지 지속하면 세계 경제성장률은 2020년 3%포인트, 2021년 2%포인트 더 떨어질 것으로 예상했다. 둘째, 바이러스가 2021년에 새롭게 확산하여 '2차 발병'이 발생하면 2021년 성장률은 5%포인트 더 떨어질 것으로 내다봤다. 셋째, 2020년 하반기까지 확산하고 2021년에 2차 발병까지 겹치면 성장률은 2020년 3%포인트, 2021년 8%포인트나 내려앉을 것으로 봤다. 2020년(-6%)에 이어 2021년(-2.2%)에도 역성장 국면에서 빠져나올 수 없다는 것이다.

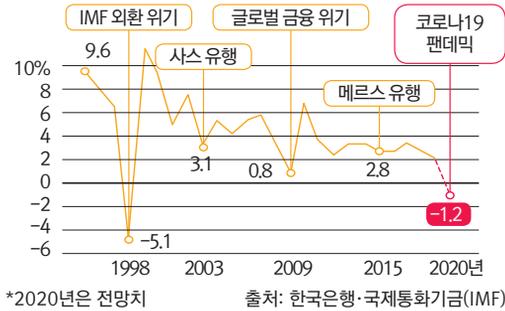
### IMF 세계 경제성장률 전망

2020년 4월 14일 IMF '세계 경제 전망' 발표 기준, 단위: %

구분	2019년	2020년		2021년	
		1월	4월	1월	4월
세계	2.9	3.3	-3.0	3.4	5.8
선진국	1.7	1.6	-6.1	1.6	4.5
미국	2.3	2.0	-5.9	1.7	4.7
유로존	1.2	1.3	-7.5	1.4	4.7
일본	0.7	0.7	-5.2	0.5	3.0
한국	2.0	2.2	-1.2	2.7	3.4
신흥개도국	3.7	4.4	-1.0	4.6	6.6
중국	6.1	6.0	1.2	5.8	9.2
인도	4.2	5.8	1.9	6.5	7.4
러시아	1.3	1.9	-5.5	2.0	3.5
브라질	1.1	2.2	-5.3	2.3	2.9

출처: 2020년 2월 IMF의 'G20 전망' 수치

## 한국 경제성장률 추이



IMF는 2020년 4월 선진국 성장률을 2020년 1월 전망치보다 7.7% 포인트 낮은 -6.1%로 예상했다. 국가별로 살펴보면 미국의 성장률은 -5.9%의 성장률을 보일 것으로 예상되었으며, 미국의 실업률은 2019년 3.7%에서 2020년에는 두 자릿수인 10.4%로 치솟고 2021년에도 9.4%의 높은 수준을 유지할 것으로 전망됐다. 유럽의 성장률은 -7.5%로 예상됐다. 유럽 국가 중 독일은 -7%, 프랑스는 -7.2% 이탈리아 -9.1%, 스페인 -8%, 영국 -6.5% 등 마이너스 성장이 전망됐다.

신흥시장과 개발도상국 역시 -1.0%의 성장률이 예상됐다. 아시아에서 중국과 인도는 각각 1.2%, 1.9%로 플러스 성장을 하지만, 2019년 성장률(중국 6.1%, 인도 4.2%)에 크게 못 미칠 것으로 전망되었고 일본은 -5.2%로 마이너스 성장이 전망됐다. 이 밖에 러시아 -5.5%, 브라질 -5.3%, 멕시코 -6.6%, 사우디아라비아 -2.3%, 남아프리카공화국 -5.8% 등 다른 주요 20개국도 마이너스 성장이 전망됐다.

국제통화기금(IMF)이 2020년 한국의 국내총생산(GDP) 성장률 전망치를 -1.2%로 조정했다. IMF가 한국의 경제성장률을 마이너스(-)로 전망한 것도 글로벌 금융 위기 당시였던 2009년 4월 이후 처음이다. 2021년 한국의 경제성장률은 3.4%로 전망했다.

비록 한국은 Covid-19가 진정 기미를 보이면서 다른 선진국보다 충

격이 비교적 덜할 것으로 전망했지만, 세계 각국의 모든 경제 활동이 멈춰 서며 동반 침체에 빠져있는 한 그 영향을 피할 방법이 없을 것으로 보인다. 고사 위기에 놓인 항공 등 기간 산업과 수출 제조 업체들의 영업 수지가 악화되고 일반 가계와 자영업자들도 실직과 폐업의 기로에 놓일 수 있다는 우려가 큰 상황이다.

## (2) 코로나19로 인한 산업 환경 변화

Covid-19 국면이 장기화되면서 전 세계 석학들은 Covid-19가 단기적 충격을 넘어 정치·경제 전반과 세대에 걸친 격변을 초래할 것이라며 Covid-19 이후의 변화상을 제시하고 있다. 우리나라 산업부에서도 2020년 5월에 포스트 Covid-19에 대하여 5대 변화로 보건 환경, 경제 환경, 기업 경영, 사회가치, 교역 환경 분야로 나누어 제시하고 있다.

### ☑ 보건 환경

보건 환경에서는 바이러스와의 전쟁이 본격화될 것이며 전염병 상시화 가능성에 대비해 국가별로 방역 시스템 보강 및 백신·치료제 개발 경쟁이 시작될 것으로 보고 있다. 빌 게이츠는 “치료제 개발, 백신 개발, 진단 기술, 접촉자 추적 기술, 보건 방역 정책에 이르는 5대 기술 혁신이 바이러스 전쟁 승리의 선결 과제”라고 말하고 있다.

방역 취약성·불투명성으로 인한 글로벌 공급망 불안정 경험이 신흥국의 저임금 매력을 상쇄시킬 것이며 향후 공급망이 로컬 중심으로 변화될 것이다. 미국 호프스트라대 교수인 장 폴 로드리그는 “글로벌 경제는 생필품은 국산화되나 첨단 제품은 글로벌화가 유지되는 모습으로 이중 구조화될 것”이라고 제시하고 있다.

## ☑ 경제 활동

Covid-19를 계기로 온라인을 통한 비대면 활동의 효용성이 확인되면서 경제·산업·교육 등 전반에서 비대면 활동이 크게 증가할 것이다. 비대면 경제의 기반인 반도체, 5G, 통신 장비 등 디지털 인프라에 대한 세계적 투자 및 수요가 확대될 전망이다. 존스홉킨스대학교 교수인 에릭 존스는 “교육·산업·경제 전반에서 비대면 활동이 대세가 될 것”이라고 전망하고 있다.

또한, 전반적 수요 둔화로 인한 실업 증가와 저유가 기조가 장기화될 가능성이 높다. 공급 과잉과 원유 수요 감소가 지속되는 상황에서 에너지 기업의 과감한 혁신이 요구되고 있다. 기후 변화도 대응해야 하는 상황에서 석유 가격 급락으로 수익성이 악화되고 있어 정유·에너지 기업은 재생 에너지 진출 등 포트폴리오 다각화가 가속될 것으로 보인다.

## ☑ 기업 경영

저비용 효율 중심주의에 근거한 기업 경영이 퇴조할 전망이다. 또 다른 팬데믹에 대비해 비상 계획 수립이 일상화되고 추가 비용이 들더라도 여유 재고, 인력 유지 비용을 감수하게 될 것이다. 기업은 발생 가능성은 낮지만 발생 시 충격 강도가 높은 리스크에 대응하기 위하여 외부 환경 변화에 더욱 신경을 써야 하는 상황이다. 미국 컬럼비아대 교수인 에덤 트루트는 “경영자는 고비용 시대를 대비해야 한다”라고 말하고 있다.

또한, 기업 성장에 제약이 높아진 상황이다. 포스트 Covid-19에 비용 부담 증가, 부채 증가로 인한 투자 여력 감소는 기업들로 하여금 보수적인 경영을 하게 할 것이다. 전 영국 중앙은행 총재였던 마크 카니는 “기업가치의 상당 부분은 현금흐름 상실로 파괴될 것”이라고 말하고 있다.

## ☑ 사회가치

개인과 효율보다는 상호 의존하는 사회 속에서 연대Solidarity, 공정

Fairness, 책임Responsibility 등의 가치가 부각될 것이다. 《사피엔스》의 저자 유발 하라리는 “최악의 수는 서로 분열하는 것”이라고 말하고 있다. 팬데믹이 끝나면 기업들은 동 기간 동안 종업원 대우, 협력 업체 관리, 고객 응대 등에서 적절한 행동을 취하였는지 여부로 평가받을 것이다. 또한, 전염병 대응을 이유로 밀착 감시 사회Surveillance State가 도래할 가능성도 있음을 무시할 수 없다.

### ☑ 교역 환경

경제의 지역 블록화로 국가 간 무역 장벽 부활 가능성이 있고, 시장 안정을 위한 정부 역할이 확대되며 신자유주의 퇴조가 가속화될 것이다. 미국의 전 국무장관인 헨리 키신저는 “시대 착오적 성곽 시대 사고가 살아날 가능성이 있다”고 염려하고 있다.

### (3) Covid-19로 인한 국내 산업의 부정적 영향

Covid-19 국면이 장기화될수록 부정적 산업의 정도나 범위도 증가하고 있다. Covid-19의 장기화에 따라 안전한 산업은 많지 않을 것으로 보이나, 특히 항공 운수, 여행/숙박, Off-line 채널 비즈니스(유통, 레저, 공연, 외식 등)는 생존의 기로에 서있다. 글로벌 공급 체인의 중심에 있는 중국의 생산 기지 폐쇄로 자동차, 일부 핸드폰 관련 제조업 등에 대한 우려까지 번졌고, WHO의 팬데믹 선언 후에는 유가, 금리, 상품 가격의 급락 등이 동반되면서 그 영향력은 화학/정유, 철강, 심지어 회복세에 있던 반도체, 휴대폰 등 IT에까지 미치고 있다.

부정적 영향을 받고 있는 산업은 중국 관련 소비 산업(면세점, 화장품 등) → 운송(항공, 해운) → 유통·미디어(오프라인) → 보험 → 자동차 → 철강·금속 → IT(가전, 핸드셋, 반도체) 순이다. 그나마 긍정적 위치에 있는 산업으로 ① 장비 발주 지연으로 중국과의 OLED 기술 격차를

확대 시킬 수 있다고 보이는 디스플레이와 ② 전형적인 온라인 기술의 핵심인 통신, ③ 비대면화의 최대 수혜인 온라인 유통과 ④ 질병에 대한 면역력 증가를 위한 건강 식품 및 제약에 대한 소비가 증가할 수 있다는 점에서 헬스케어 산업 등이다.

### ☑ 운송업

국가 간 여객 이동 통제로 항공 국제선 등 여객 운송은 직접적인 손실이 불가피한 상황이며 국가 간 화물 운송도 가동률 감소, 수요 부진 등 경기 침체 영향으로 손실이 확산되고 있다. 다만, 택배 물동량 증가로 육운 업체의 수요는 증가가 예상된다.

### ☑ 여행/숙박

항공 업계의 타격은 여행/숙박 업계로 이어졌다. 국가 간 이동이 금지된 상태에서 여행/숙박이 치명적인 것은 자명하다. 이미 대형 여행사들 까지도 휘청거릴 정도여서 중·소 규모 여행사들은 줄도산하고 있다. 이에 따라 연관 산업인 호텔 등 숙박업, 렌터카 등 관련 산업의 부정적인 영향이 커지고 있는 상황이다.

### ☑ 유통업

소비 심리 위축으로 생필품과 질병 관련 품목을 제외한 소비재의 수요가 급감하고 있다. 오프라인 트래픽이 감소되고 있는 반면 온라인 거래는 증가하고 있다. 면세점 등은 급격한 감소로 생존의 기로에 서있다. 중국 사스(2002. 12.), 한국 메르스(2015. 5.) 사례 감안 시 소비 지표 영향은 Covid-19가 안정될 때까지는 부정적 영향이 불가피하다.

### ☑ 보험업

병원 내 감염에 대한 우려로 병원 방문 감소로 인해 의료비 청구가 감소되어 단기적으로 손해보험사 장기 위험 손해율은 개선되고 있다. 그러나 중장기적으로 금리 하락으로 인한 보증 부채 부담 증가와 투자 수익률 하락 등 경영 환경 악화, 콜센터 집단 감염에 따른 영업력 악화로 신규 보험 수익 증가는 어려운 상황이다.

### ☑ 화학·정유·에너지

화학 산업은 각국의 전방 생산 수요 급감 및 유가 급락으로 인한 스프레드 악화로 화학 회사들의 이익이 급감하고 있다. 에너지 산업 관련해서는 수요 감소 및 유가 하락으로 신규 탐사 및 개발 활동이 보류되거나 철수되고 있다. 기존 투자 건에 대하여는 손상 이슈가 발생하고 있다. 정유 산업은 사우디아라비아, 러시아, 미국 간의 치킨 게임으로 정유사의 수익성을 나타내는 정제 마진이 마이너스(-)로 돌아섬에 따라 높은 가격에 매입한 원유 재고를 판매할수록 손실 폭이 확대되기도 하였다.

### ☑ 자동차

초기 중국의 생산망 붕괴로 인해 영향을 받았던 자동차는 이제 글로벌 수요의 문제까지 겹치면서 그 피해가 더욱 커지고 있다. 글로벌 자동차 산업의 패러다임이 변화하고 있는 상황에서 Covid-19는 그 속도를 더욱 가속화시킬 것으로 보인다. 이제 내연 기관차 위주의 양적 성장 시대는 저물어가고 전기차 및 자율 주행차로 대변되는 미래 차로의 탈바꿈이 급속도로 진행될 것으로 예상된다. 왜냐하면 Covid-19 사태 진정 이후에도 글로벌 자동차의 수요 둔화는 장기화될 것이기 때문이다.

## ☑ 철강·금속

철강은 주로 공급과잉 업종인데 오히려 Covid-19로 인해 중국 내 생산이 감소하면서 초기에는 공급 과잉 상태가 다소 해소되는 모습을 보였다. 그러나 이 역시 전방산업의 철강 수요 급감이 더 빨리 진행되고 있는 만큼 철강 가격의 반등을 기대하기는 어려울 것으로 보인다.

## ☑ IT

그나마 Covid-19의 영향이 덜했던 IT는 가전, 휴대폰, 디스플레이, 반도체 순으로 피해가 커질 것으로 예상된다. 선진국 수요가 70~80% 이상 차지하는 IT 수요는 실질적으로 2020년 2분기 이후에 감소하게 될 것이다. 그나마 반도체는 서버의 견조한 성장 등으로 Covid-19 사태가 진정될 시 가장 먼저 회복될 산업으로 보이며, 디스플레이는 중국 공장 가동 중단으로 LCD TV 패널 가격 하락세가 다소 주춤했으나 수요 측면(올림픽 연기에 따른 TV 수요 부진 등)의 부정적 영향이 더욱 커지고 있는 상황이다. 그나마 중소형 OLED 및 Foldable에 대한 성장성은 여전히 유효해 보인다. 휴대폰은 2020년 상반기까지 부정적 영향을 피하기는 어려워 보인다. 물론 사태가 더욱 장기화되면 그 이후에도 장담할 수는 없다. 다만 장기화될수록 세트 업체보다 부품 업체의 부정적 영향이 크다는 점을 염두에 두어야 할 것이다.

## 장수기업에서 환경을 극복하는 생존·성공 DNA를 배우자

기업을 외부 환경의 변화에 유연하게 대응하면서 진화 및 성장해 가

는 살아있는 생명체라고 한다면 장수기업에서 생존과 성공전략을 찾아 볼 수 있을 것이다. 장수기업은 일반적으로 장기간(약 100년 이상)에 걸쳐 기업이 유지되며 일자리 창출, 기술의 계승·발전, 사회 공헌을 통하여 경제의 활력과 국가경쟁력 향상에 기여하는 우량 기업을 의미한다.

그러나 시간이 갈수록 기술 발전 속도가 빨라지고 경영 환경이 급변하고 있어 기업이 미래에 대한 불확실성에 대응하지 못하면서 기업의 수명은 점차 짧아지고 있다. 맥킨지 보고서에 따르면 1935년 90년에 달하던 기업의 평균 수명은 1975년에는 30년, 1995년에는 22년으로 줄어들고, 2015년에는 15년 수준까지 떨어진 것으로 나타난다. 2020년에는 평균 수명이 10년 안팎까지 더 단축될 수 있다는 분석도 나온다.

급변하는 경영 환경으로 기업의 평균 수명이 짧아지는 상황에서 장수 기업에는 신생기업 못지않게 역동적으로 활동하고 있는 생존 및 성공전략이 존재할 것이다. 따라서 장수기업들의 공통된 특징을 분석하여 장수기업들의 생존 및 성공전략을 파악해 볼 필요가 있다. 산업 연구원의 '2019년 장수 중소기업의 특성과 장수 요인 분석'에 따르면 장수기업들의 장수 경영 요소로 사업구조조정, 변신·혁신 역량, 투자(재원), 조직문화, 리더십을 제시하고 있다.

기업의 장수는 상당 부분 산업과 관련이 있다. 산업 환경 변화의 폭이 크고 속도가 빠를수록 기업 장수의 가능성은 낮아진다고 볼 수 있다. 장수에 유리한 안정적인 산업 환경에 위치하면 기업 장수의 가능성은 크게 높아질 것이다. 이러한 관점에서 본다면 기업 장수에 유리한 방향으로 기업의 사업구조를 지속적으로 조정(업종 전문화, 다각화, 사업전환 등)해 가는 것이 기업 장수의 첫 번째 조건일 수 있다. 다각화를 통해서 새로운 시장을 개척하든 혹은 기존 시장에서 경쟁 우위를 강화하는 전문화전략을 구사하든 기업 장수에 유리한 시장 환경을 찾아서 경쟁력 지위를 강화하는 것이 첫 번째 조건이다.

기업을 둘러싼 환경은 변화한다. 창업 이후 30년 넘게 환경 변화가 전혀 없을 수는 없다. 따라서 기본적으로 기업 장수는 환경 변화에 대응한 변신의 성공 여부에 좌우된다. 기업의 사업구조조정도 결국은 환경 변화에 적응하기 위한 변신 노력의 일부이다. 산업 기술의 급속한 발전과 소비자의 선호 변화 그리고 경쟁구조의 변화 등에 대응하여 경쟁력을 유지할 수 있는 방향으로 변신해야만 기업의 생존과 장수가 가능하다. 기술 시장 수요, 경쟁구조 등의 변화에 성공적으로 대응하여 변신하지 못한다면 결국 기업은 파산하게 될 것이다. 또한, 환경 변화에 대응한 기업의 변신은 현실적으로 다양한 기술 혁신 및 경영 혁신으로 뒷받침되고 구체화된다.

기업 변신(혁신)을 위한 기술 혁신 및 경영 혁신을 위해서는 일차적으로 투자가 필요하며, 이를 위해서는 투자 재원을 조달해야 한다. 과감한 차입을 통해서라도 적기에 적극적으로 투자하는 것이 필요할 수도 있고, 혹은 보수적이고 안정적인 투자 재원의 관리가 더욱 중요할 수도 있다. 분명한 사실은 기업이 변신하기 위해서는 투자가 필요하며 투자를 위해서는 재원 조달이 필요하다는 것이다.

기업의 변신에는 적절한 투자 이외에도 기업의 변신을 뒷받침하는 조직문화도 중요하다. 동일한 환경 변화 속에서도 어떤 기업은 환경 변화에 기민하게 대응해서 생존하고, 어떤 기업은 기민한 대응에 실패한다. 이를 구분하는 가장 중요한 요인을 조직문화에서 찾을 수 있다. 조직의 구조나 영위하는 사업 등은 바뀔 수 있지만 기업의 철학과 고객에게 제공하는 핵심가치는 변함없이 지속되어야 한다. 핵심가치 공유 및 계승을 통하여 기업이 제공하는 상품 및 서비스가 다른 경쟁자와 차별화되는 정체성을 가질 수 있는 것이다. 구성원들이 기업의 정체성을 인식하고 공유하고 새로운 변화나 새로운 아이디어에 긍정적인 마인드를 가질 때 기업 장수의 가능성이 높아진다 할 것이다.

조직문화를 창출하고 발전시키는 주체로서 리더십이 중요하다. 리더십은 조직문화를 형성-유지-발전시키는 주체이며, 기업의 발전 비전을 제시하고 목표 지향성을 부여하는 주체이기 때문이다. 팬데믹, 퍼펙트 스톰, 블랙스완은 Covid-19의 세계적 확산으로 인해 요즘 매일같이 접하는 용어들이다. Covid-19의 세계적 확산 같은 사상 초유의 위기 상황에서는 구성원들은 지식과 경험이 많고 과거에 성과가 좋았던 리더에게 더욱 의존하게 되는 것이다. 그러나 전례가 없는 위기 상황에서 리더 한 사람의 잘못된 결정은 돌이킬 수 없는 결과를 초래할 수 있다. 따라서 최근 경제학자들은 사상 초유의 위기 상황에서는 집중화된 1인 리더십보다는 분산적 리더십, 공유 리더십이 위기 대응에 적합함을 강조하고 있다.

결국 기업이 장수하려면 장수에 유리한 시장(업종)으로 사업구조를 조정(전문화-다각화-사업 전환 등)하는 것이 중요하고 이를 위해서는 기술·경영 혁신이 필요하며 기술·경영 혁신을 위해서는 투자자금이 필요하고, 투자 이외에도 혁신을 뒷받침하는 조직문화가 중요하며 조직문화를 조성·유지·발전시키는 주체는 최고 경영자 리더십이라는 것이다.



## 02 기업은 사업을 재편하고 신성장동력을 확보해야 한다

기업은 살아있는 생명체로서 외부 환경의 변화에 유연하게 대응하면서 고객에게 가치를 창출하는 자신의 정체성 Identity을 지켜나가야 한다. 또한, 기업가는 외부 환경 변화에 민감하게 대응하면서 항상 기회를 추구하고, 혁신적인 사고와 행동을 통해 시장에 새로운 가치를 창조해야 한다. 장수기업들의 생존과 성공전략에서도 자기 회사의 기본, 즉 자사가 오랫동안 축적한 기본 능력을 축으로 삼아 환경 변화에 끊임없이 적응해 나가야 한다는 것을 배울 수 있었다.

최근의 환경은 세계 경제를 무력하게 만드는 유행병인 Covid-19 바이러스가 글로벌 공급망 붕괴와 사회적 거리 두기에 따른 수요 감소로 경제 활동을 위축시키고 있다. 따라서 기업들은 번덕스럽고, 복잡하며, 불확실하고 모호한 환경의 한가운데서 사업을 하고 있는 것이다. Covid-19라는 한 번도 경험해보지 못한 위기에 세계 경제는 마이너스 성장을 맞이하였다.

마이너스 성장 시대에서 위기 상황에 더 유연하게, 더 빨리 적응하기 위해서는, 첫째 사업을 재편하여 핵심 사업에 집중해야 한다. 핵심 사업으로 사업을 재편하여 기업의 비효율성을 제거하고 비용을 최소화하여 외부의 급변하는 위기 환경에 유연하게 대처할 수 있도록 해야 할 것이다. 둘째는 위기를 기회로 바꿔 줄 새로운 성장동력의 확보가 기업의 생존에 절대절명의 과제가 되었다. Covid-19 바이러스가 창궐하면서 기업과 소비자들은 온라인 플랫폼을 강제적으로 채택하고 있으며, 기업은 품질, 비용, 배송, 서비스 등 모든 측면에서 사업을 재검토하고 있다. 외부 환경의 급변과 기존의 가치사슬의 재정비를 통해 기업 내부와 외부에서 새로운 성장동력을 찾아야만 하는 것이다.

세계적인 위기인 마이너스 성장 시대를 대응하는 기업의 입장에서 핵심 사업으로 사업을 재편하고 신성장동력을 확보해야 하는 것이 기업의 생존 및 성장에 있어서 필수 사항이 된 것이다. 우리 기업들도 Covid-19라는 세계적인 경제 위기를 맞아 그 어느 때보다 사업재편 움직임이 활발하다. 중견·대기업에서는 자발적 또는 비자발적으로 사업부의 매각 작업 등이 진행되고 있으며 새로운 성장동력 확보를 위한 TFT를 구성하여 R&D 투자 및 외부 M&A에 적극 나서고 있다.

중견·중소기업들도 더 늦기 전에 자신들의 역량에 맞는 성장전략의 실행을 통하여 살아남기 위한 고군분투를 시작해야 한다. 기업의 성장동력 확보가 R&D라는 기업 내부 투자뿐만 아니라 외부에서의 전략적 제휴나 인수·합병을 통한 방법도 익숙해져야 할 것이며, 성장하는 과정에서 시련도 잘 극복해 나가야 할 것이다.

## 신성장동력 확보

기업의 성장동력 발굴을 위한 전략은 크게 내부 개발 역량에 의존하는 내적/유기적 성장(Organic Growth) 방식과 전략적 제휴나 인수·합병을 통해 외부 자원을 활용하는 외적/비유기적 성장(Inorganic Growth) 방식으로 나누어 볼 수 있다.

내적/유기적 성장이란 기업 내부에 보유하고 있는 핵심역량을 기반으로 기업의 매출 및 수익성을 확대하는 성장 방안이다. 기존 기업의 정책과 일치하고 기업문화의 동질성을 확보한다는 점에서는 장점이 있으나, 영업 기반 구축에 많은 시간이 소요되고 유능한 인력 및 기술 확보가 곤란하며, 기존 경쟁업체와의 마찰이 존재할 수 있다는 단점이 있다.

외적/비유기적 성장이란 외부의 기술, 마케팅 채널, 인적자원 등 다양한 경영 자원을 M&A 등을 통해 확보해 새로운 비즈니스 분야로 확장하거나 기존 기능을 보강하는 성장 방안이다. 이는 사업 준비 기간이 단축되고 인력, 기술 및 경험의 확보에 용이하며 상품, 브랜드 및 영업망 확보에 유리하다는 장점이 있으나 막대한 인수 자금의 일시 소요, 기업문화의 이질성, 가격 산정 및 절차의 복잡성이라는 단점이 있다.

최근에는 기술의 빠른 진보로 인해 자체적인 R&D 개발만으로는 한계에 직면하게 되면서 외부로부터 기술 등 자산<sup>Asset</sup>을 적극적으로 인수하는 비유기적 성장전략이 활발히 이루어지고 있다. 특히, 글로벌 IT 기업들은 IT 산업의 기술 발전 속도가 가속화됨에 따라 스스로 새로운 아이디어 및 기술을 찾아내는 데 한계에 봉착하였으며, 이에 대한 대안으로 혁신적 기술과 아이디어로 뚝뚝 뭉친 신생 ‘스타트업’ 인수에 적극적으로 나서고 있다.

애플은 최근 가상 현실<sup>VR</sup> 생중계 서비스 기업인 ‘넥스트 VR<sup>Next VR</sup>’을 인수하였다. 넥스트 VR은 스포츠 경기, 콘서트 등 주요 행사를 VR 기술을 이용해 중계 방송하는 서비스를 제공한다. 이 외에도 애플은 날씨 앱 서비스 업체 ‘다크스카이’와 음성 인식 스타트업 ‘보이시스’를 차례로 인수했다.

페이스북 역시 가상 현실 시장 확대에 주력한다. 페이스북은 2014년에 VR 헤드셋 제조기업 ‘오쿨러스’를 인수했으며, 2019년에는 VR 게임사 ‘비트게임즈’를 인수했다. 2020년에는 비전 기술 스타트업 ‘스케이프테크놀로지’와 VR 게임사 ‘산자루게임즈’를 인수했다.

구글은 클라우드 시장점유율 확대를 위해 AI 데이터 수집·분석 등 전방위를 아우르는 기술을 보유한 기업을 인수하고 있다. 클라우드 시장 양대 산맥인 아마존웹서비스, 마이크로소프트와 경쟁하기 위해 경쟁력을 강화하는 모습이다. 구글은 2019년 데이터 마이그레이션 기술을 지

닌 ‘알루미’와 클라우드 저장 업체인 ‘일래스타파일’을 인수했으며 2020년에는 빅 데이터 분석·시각화 솔루션 제공 기업인 ‘루커’를 인수했다.

마이크로소프트MS는 통신 소프트웨어 기업 ‘메타스위치네트워크’를 인수했다. 이 회사는 이동 통신사들이 고객에게 음성·데이터를 전송하는 소프트웨어 기술을 갖췄다.

계약 업계에서도 초대형 M&A가 성사되고 있다. 미국 제약사인 에브비는 보톡스로 잘 알려진 아일랜드 제약사 ‘엘러간’을 인수했다. 엘러간은 피부 미용 전문 기업으로 인수 규모만 약 77조 원에 달하는 초대형 M&A다.

국내에서도 M&A로 신성장동력을 찾으려는 모습들이 포착되고 있다. 최근 모바일 결제 서비스 등의 ‘테크핀’ 사업 강화에 집중하고 있는 카카오페이는 2019년 인슈어테크 플랫폼 스타트업 ‘인바이유’의 지분을 인수했다. 2020년에는 바로투자증권 지분 인수로 대주주 자격에 올라 증권업 분야로 영역을 확장하였다.

국내 최대 모바일 게임 업체 넷마블은 2019년 실물 구독 경제 1위 기업인 코웨이를 인수하며 구독 경제 사업에 뛰어들었다. 코웨이를 품게 된 넷마블은 게임 사업에서 확보한 인공 지능AI·클라우드·빅 데이터 등 정보 기술IT과 코웨이의 운영 노하우를 접목해 스마트 홈 구독 경제 사업을 발전해 나갈 계획이다.

## 시련 없는 성장은 없다

많은 기업들은 환경 변화, 전략상의 실수, 산업의 쇠퇴 등으로 위기를 겪곤 한다. 급변하는 외부 환경과 국내외 기업 간의 경쟁 심화, 경기 침체 등을 극복하지 못하여 어려움에 처한다. 하지만 시련이 꼭 기업에게 치

명적인 것은 아니다. 오히려 기업의 체질을 강하게 하는 가장 좋은 약이 될 수 있다. 따라서 시련을 어떻게 수용하고 극복하느냐가 중요하다.

성장하던 기업이 갑작스레 성장이 둔화되는 현상인 성장통 **Growing Pains** 은 기업의 존망을 위협하고, 시장 경쟁 약화, 나아가서는 창업 유인을 떨어뜨려 산업 생태계 활력을 저하시키는 등의 악순환 구조를 만들고 있다.

기업의 성장 단계별로 나타나는 성장통이 서로 다른 요인들에 의해 나타나게 되며, 이는 기업들의 성장 단계별 성장통 극복을 위한 전략적 대안 수립 등에 영향을 미치게 될 것이다. 중견기업에 초점을 맞춰 중견기업의 성장경로상에서 나타나는 주요 성장통과 이에 따른 극복 방안을 생각해보면 아래와 같이 정리할 수 있다.

초기 중견기업들의 경우 성장 변곡점을 맞이하였을 때 기업 특성상 일반 중견기업들보다도 성장 속도가 더욱 빠른 것이 일반적이므로, 성장하는 속도에 비해 이를 조직적으로 관리하고 경영할 수 있는 내부 조직 시스템이 제대로 구축되지 못할 가능성이 매우 높다. 그에 따라, 이들 기업은 경영 혁신 혹은 경영 합리화라는 전략적 수단을 통해 성장통을 극복하고자 하는 노력을 취할 수 있다.

또한, 성장기 단계에서 성장통을 겪는 기업들의 경우에는 중견기업으로 성장하기 위해 보유해야 할 핵심 기술 확보가 중요한 과제로 대두됨에 따라, 해당 시기에 연구개발 투자 확대 및 기술 혁신 활동을 강화함으로써 이를 극복하고자 하는 모습을 확인할 수 있다.

성숙기, 안정기 단계에서 성장 변곡점을 맞이하는 기업들의 경우에는 어느정도 핵심 기술 기반이 확립된 상태이기 때문에, 기존 제품을 판매하는 시장 내 점유율 확대를 통한 사업 경쟁력 확보가 중요한 과제로 대두된다. 그에 따라, 제품 다각화 및 시장점유율 확대를 위한 해외 시장 경쟁력 확보를 통해 해당 수준의 성장통을 극복하고자 하는 전략적 수단을 취하게 된다.

또한, 재성장을 도모하는 기업의 경우 성장통을 마주하였을 때 이미 안정화 단계에 들어선 기업들로서, 사업 및 제품 포트폴리오의 재구성을 통한 경쟁력 확보가 중요한 사안으로 떠오르게 된다. 따라서 이들 기업들의 경우 선택과 집중 혹은 제품 다각화 등의 전략적 수단을 통해 사업 포트폴리오 구성의 혁신을 이루고자 했음을 이해할 수 있다.

산업 생태계에는 기업들의 생존과 소멸이 활발하게 일어나고 있다. 이 가운데 많은 기업들이 장기적인 성장 둔화가 나타나는 성장통을 겪고 있으며 이는 기업의 생존을 위협하게 된다. 성장통에 빠지지 않거나 이를 극복하기 위해서는 기업 성장을 끊임없이 지속할 수 있도록 성장을 뒷받침하는 내부 인프라 형성이 중요하다. 다만 보다 근원적인 해결책은 자생적이든 비자생적이든 투자, 혁신 등을 통하여 끊임없이 성장 동력을 찾아야 한다는 것이다.

## 다양한 성장전략과 사례

미시간 경영 대학원의 아닐 카르나니 [Aneel Kamani](#) 교수는 기업의 성장을 위한 방법을 크게 다음의 두 가지 기준으로 정리하고 있다.

### ☑ 성장의 방향 [Direction of Growth](#)

현재 산업을 기준으로 성장이 어떤 시장에서 이루어지는가에 따른 분류 기준이다. 기존 시장에서의 점유 확대 [Market Penetration](#), 지역적 시장 확대의 글로벌 진출전략, 가치사슬 [Value Chain](#) 상 사업 중심의 전후방 확대, 기존 사업과 연관된 사업으로의 영역을 확장해가는 시너지전략, 마지막으로 전혀 새로운 사업 영역으로 진출하는 대기업형 확장전략이 있다.

## ☑ 성장의 모드 Mode of Growth

성장방법에 있어서 자립도에 따른 분류기준으로 내부성장Organic/Internal Growth, 전략적 제휴Strategic Alliances, 기업의 인수합병M&A과 같은 방법이 있다.

이상의 두 가지 기준으로 도출할 수 있는 경우의 수의 조합인 5×3 매트릭스는 대부분의 기업 성장전략과 그 사례를 표현할 수 있는 유용한 도구로서 활용이 가능한데, 각각의 사례에는 어떤 것들이 있는지 성장 방향을 위주로 구분하여 살펴해보도록 하자.

성장전략의 5×3 매트릭스별 사례

구분	성장방향(Direction of Growth)					
		기존 시장 확대	글로벌 진출	전후방 시장 확대	유관산업 시너지	대기업형 확장
성장의 모드 (Mode of Growth)	내부 성장	도요타의 렉서스	현대자동차 미국 공장	삼성전자반도체 +디지털 제품	디즈니 +테마파크	인도의 타타 그룹
	전략적 제휴	GM+SAAB	대한항공 스카이팀	Acer+텍사스의 인스트루먼트	영화사 +뮤지컬 회사	태국의 시암 시멘트 그룹
	인수합병	포드+재규어	미탈스틸 (Mittal)	LVMH+DFS	은행+카드 사업	Johnson & Johnson

출처: 미시간 경영 대학원, Karnani

## ☑ 기존 시장 점유 확대전략

기존 시장 내에서 점유율을 높이는 방안으로 도요타 자동차가 차별화된 브랜드 렉서스Lexus로 유럽 자동차 회사들이 독점하던 고급 승용차 시장에서 점유율을 늘린 것이 그 대표적인 예이다. 이에 제너럴 모터스 GM는 스웨덴의 사브SAAB와의 전략적 제휴를 통해, 포드는 영국의 고급 차 브랜드인 재규어 인수를 통해 적극적으로 대응하였다.

이러한 기존 시장 점유 확대전략은 산업 내 새로운 사업 모델을 필요로 하는 경우가 많은데, 차별화된 서비스로 항공여행 시장에서의 점유율 확대와 함께 낮은 운임과 단거리 구간 위주의 잦은 운항 스케줄로 버

스·기차와 같은 육상 교통 수단으로부터 저가 항공 시장을 창출한 사우스웨스트 항공이 이런 경우라고 할 수 있다.

기존 시장 점유 확대전략은 이와 같은 혁신적 사업 모델뿐 아니라 산업 내 통합에 의해서도 이루어지는데, 미국의 월마트가 사업 초기에 유사한 형태의 할인점인 K-Mart와 경쟁한 것이 아니라 작은 규모의 소매 점과의 경쟁을 통해 저렴한 가격으로 다양한 제품을 빠른 속도로 유통시키는 전략으로 중소 규모 유통 업체를 통폐합시킨 경우가 좋은 예라 하겠다. 우리나라 역시 이마트로 대표되는 할인점 모델은 유통 채널의 대형화와 통폐합으로 이어져 슈퍼마켓과 같은 중소 유통 채널의 통합과 퇴출을 초래하였다.

이러한 산업 내에서 더 큰 규모로의 통합을 위한 확장 전략은 금융, 의약품, 자동차 등 많은 산업에서 진행되고 있으며, 성장을 위한 유효한 전략 대안으로 자리 잡고 있다.

### ☑ 글로벌 진출전략

글로벌 진출전략은 기존 시장이 포화된 대부분의 기업들에게 유일한 탈출구와 같이 자주 사용되는 방법이다. 심지어 전기, 가스, 통신과 같은 사회 기반 산업과 지역적 토대가 중요시되는 소매업까지 이러한 전략에서 예외가 아니다.

글로벌 전략에 있어서 많은 기업들은 진출 지역에 따라 두 가지 형태를 보이는데, 첫째로는 주요 선진국 시장인 미국이나 일본, 유럽에 진출하는 경우이다. 진입과 경쟁이 쉽지 않은 이러한 시장에 진출하는 이유로는 비교적 낮은 불확실성과 함께 선진국 시장에서의 경쟁을 통해 앞선 기술과 트렌드를 받아들여 결국 다른 시장까지 적용할 수 있는 경쟁력을 키우기 위한 목적이 있다.

두 번째는 높은 잠재력을 가진 신흥시장으로의 진출로서, 그 이유는

선진국 대비 월등히 높은 성장률과 시장의 크기에서 비롯되는 막대한 성장잠재력에 있다. 이러한 신흥시장의 매력은 진출 기업들로 하여금 새로운 소비자뿐만 아니라 새로운 경쟁자를 맞닥뜨리게 하는데, 이들은 선진국 글로벌 기업뿐 아니라 신흥시장에서 성장하여 세계 시장을 무대로 경쟁하는 기업들을 포함한다. 그 대표적인 예시가 대만의 에이스Acer 컴퓨터, 중국의 하이얼Haier 가전, 그리고 인도에서 시작해 인수합병을 통해 성장, 세계 최대의 회사로 자리 잡은 미탈Mittal 스틸의 전신인 이스파트Ispat과 같은 기업들이다.

이러한 세계 수준의 선진 기업들과 강력한 지역적 기반을 바탕으로 글로벌 경쟁력을 확보해 나아가고 있는 기업들과의 경쟁을 위해서는 두 가지 원칙이 강조된다. 첫째는 기존 시장에서 나아가 새로운 시장을 창출하는 것이고, 둘째는 세계적으로 적용 가능한 역량을 보유, 활용하는 한편 해당 시장의 특성을 감안한 현지화가 병행되어야 한다는 것이다.

### ☑ 전후방 시장 확대

한마디로 기존의 산업과 같은 가치사슬Value Chain 내에서 사업 영역을 확장하는 것으로, 공급자 방향으로 확장하는 후방 확대Backward Integration와 고객 쪽으로 나아가는 전방 확대Forward Integration가 있다. 제조업을 예를 들면 전자는 부품이나 원재료 사업으로 확장하는 것이고, 후자는 유통·판매업으로 영역을 확장하는 경우이다.

이와 같은 두 가지 확대전략 중, 공급자 쪽으로의 후방 확대에 대해서 시장은 대체로 부정적인 평가를 하고 있고, 선진기업의 경우도 대부분 아웃소싱을 통해, 일관된 산업구조 내에서도 후방 산업의 비중을 줄여나가고 있다. 미국의 GM이나 도요타 자동차는 델파이나 덴소 같은 별도의 회사를 통해 부품 제조업을 분리하였고 자신의 역량을 제품 설계와 완제품 생산에 집중하고 있다. 또한, 이러한 후방 산업의 분리와 비

핵심 사업 분야에 대한 아웃소싱은 IBM이나 페덱스FedEx 같은 서비스 전문 기업들에게 새로운 사업 기회를 제공하고 있다.

이와 반대로 전방 통합 움직임Going Downstream은 많은 산업에서 일어나고 있는 현상으로 기업은 소비자가 원하는 것이 무엇인지 구체적으로 파악하고, 이를 제품 개발 및 마케팅에 활용할 수 있다는 장점은 물론, 가치사슬의 마지막 단계인 소비자에 가까울수록 부가가치와 영향력이 커지는 최근의 추세와도 부합한다는 점이다. 월풀Whirlpool이나 삼성전자와 같은 가전 제품 회사에 쏠려있던 시장의 주도권이 미국 최대의 전자 제품 체인점 베스트 바이나 우리나라의 하이마트 같은 판매 채널로 이동한 것이 그 예이고, 또 다른 경우로 가방, 의류, 코냑 등의 고급 상품을 만드는 루이비통 모에 헤네시LVMH 같은 소비재 기업이 면세점 체인인 DFSDuty Free Shoppers를 인수한 것이 또 다른 사례이다.

#### ☑ 유관 산업 시너지전략

은행의 카드사 인수나 영화사의 테마파크 운영처럼 한 사업 분야의 핵심역량을 다른 분야로 이전할 수 있는 경우를 말한다. 이론적으로 예상되는 시너지를 실제로 구현하느냐가 무엇보다 중요한 이 전략이 성공하기 위해서는 두 사업 간에 공통의 핵심 성공 요소가 존재하는지 여부와, 이러한 시너지를 활용하기 위한 손쉬운 방법을 찾아내는 일이 관건이 된다.

많은 항공사들이 ‘여행’과 ‘서비스’라는 핵심역량이 호텔 사업에 공통적으로 적용된다고 보고 진입하였으나, 결국 시너지를 거둘 수 있는 분야는 호텔 사업보다 항공사 간의 마케팅 제휴나 공동 예약 시스템과 같은 것임을 깨닫기까지 많은 시간이 필요하지 않았다.

## ☑ 대기업형 확장 전략

위험분산이라는 명목으로 한 기업이 현 사업과 전혀 관계없는 분야로 진출하는 이 방법은 최근 자본시장에서 가장 많은 비판을 받는 전략이다. 자본시장에서의 포트폴리오를 통해 분산 투자가 가능한 상황에서 한 기업의 비전문 분야로의 확장은 자본시장을 통한 위험분산보다 효과적일 수 없다는 비판이 주류를 이루고 있고, 이에 따라 많은 기업들이 이러한 확장보다는 핵심 사업 분야로의 집중을 꾀하고 있다.

HP, 필립스, 다임러-크라이슬러, 유니레버를 비롯한 많은 기업들이 비주력 사업 분야 매각을 이미 진행하였고 이에 대해 시장은 긍정적인 평가를 내린바 있다. 브라질, 인도 등 일부 개발도상국과 일본, 한국, 태국 등 아시아 지역의 대기업 형태는 아직 존재하고 있으나 이는 대개 해당 국가 자본시장의 비효율성과 정치적 영향 혹은 경영 역량의 부족으로 인한 것으로 전문가들은 바라보고 있으며, 기업들의 핵심 분야로의 집중을 유도하기 위한 압력은 시장에서 계속되고 있다.



## 03 생존과 성장을 위한 경영자의 중요성

‘세상은 Covid-19 이전<sup>BC: Before Corona</sup>과 이후<sup>AC: After Corona</sup>로 나뉠 것이다’라는 말이 생겨났을 정도로 코로나 바이러스 사태는 우리 삶에 많은 영향을 미쳤다. 변화는 국제 관계 에서부터, 국가와 국민의 관계, 추구하는 공간의 개념, 재화의 공급망은 물론 일상 생활에 이르기까지 다양한 분야에서 나타났고, 앞으로도 다양한 변화들이 가속될 것이다.

경영자는 모든 기업에게 있어 기업의 생존과 성장에 중요한 영향을 결정짓는 중요한 존재이다. 예측할 수 없이 빠르게 변화하는 초불확실한 상황은 경영자들에게 살아남기 위한 생존 전략과 새로운 도약을 위한 성장전략을 강요하고 있다. 경영자는 변화를 받아들여야 하고, 충격을 받으면 더욱 강해질 수 있도록 기업을 변화시켜야 한다.

경영자들은 ‘외부 환경 변화가 우리 기업에 어떤 영향을 미치고 있는지’, ‘기업의 성장을 위해서 기존 핵심사업의 역할은 끝난 것인지’, ‘그렇다면 어떻게 기존 사업을 정리해야 할 것인지’, ‘새로운 성장을 위한 기업의 내적 요소는 무엇인지’, ‘성장을 위해서 어느 방향으로 기업을 이끌어야 하는지’에 대한 답을 찾기 위해 깊은 고민을 해야만 한다.

### 경영자에게 기업의 생존이 최우선이다

우리는 미래에 대한 불확실성 속에서 살고 있다. 불확실성에 대한 나름대로의 가정과 판단을 통해 의사결정을 내리고 거기에 대한 책임을 지게 된다. 이번 Covid-19 발병은 기존의 불확실성과는 비교할 수 없을

정도로 기업에게 번덕스럽고, 복잡하며, 불확실하고 모호한 환경을 제공하고 있다. 이에 경영자는 처음 겪어보는 환경 변화를 수용하고 대응하여 기업을 생존시켜야 하는 것이 제일 중요한 과제가 되었다.

경영자는 사업의 성패가 좌우되는 환경일수록 기업 생존의 원천인 고객을 우선으로 고민해야 할 것이다. 사재기에 앞서 재고가 안정적으로 관리되고 있다는 확신을 주고, 품질 및 가격도 적절하게 관리되고 있다는 확신을 고객에게 줄 때 브랜드의 입지가 더욱 강화될 것이다. 또한, 온라인 등 접근성 개선, 고객이 원하는 특정 시간에 배달이 되는 배달 서비스 등 다양한 방안으로 고객에게 한층 더 가까이 다가가야 할 것이다. 아울러 기업이 단순히 좋은 제품과 서비스를 제공하는 데 머물지 않고, 고객과 지역 사회에 어떤 의미를 전달할 것인지 사회적 책임에도 함께해야 할 것이다.

Covid-19 위기에서 살아남기 위해서는 경영자는 고객에게 집중함과 동시에 기업의 위치를 객관적으로 명확히 파악해야 한다. 실적 하락을 가져오는 폭풍 한가운데 기업이 놓여 있는지, 성장을 만들어내는 황재의 한가운데에 있는지 살펴 마케팅 전략을 짜야 하는 것이다. 경영자는 기업이 어떤 ‘정체성’과 ‘핵심역량’을 가지고 있는가? 만약 가지고 있다면 시장이나 고객들은 이것을 매력적이라고 생각하는가? 등 기업이 차별적으로 가지고 있는 것이 무엇인지 정확히 파악해야 한다. 자기가 누구이며, 어떤 일을 하는지 분명히 아는 기업은 일을 경쟁력 있게 할 수 있다. 자기 자신의 중심이 분명하기 때문이다.

또한, 경영자는 Covid-19 위기에서 기업을 유연한 조직으로 변화시켜 위기 상황에 대한 대응력을 높여야 한다. 기업은 비효율성을 제거해 비용을 최소화할 필요가 있고, 현금흐름이 최상의 상태가 될 수 있도록 만들 필요가 있다. 현금화 방안을 우선순위화하여 실행하고 신규 투자 확보 등 자본을 안정적으로 관리하기 위한 적극적인 활동을 전개해

야 할 것이다. 단기 채무를 장기 채무로 전환, 불필요한 사업 정비, 비핵심 자산 처분, 비핵심 기능 아웃소싱, 자금 상환 스케줄 재조정 등을 통해 재무 상태를 개선해야 할 것이다.

## Covid-19 위기에도 새로운 성장 도약을 모색해야 한다

‘위기危機’라는 말의 의미를 살펴보면 위危는 ‘위험’을 의미하지만 기機는 ‘기회’, 즉 변화의 지점이라는 의미가 담겨 있다. 2003년 사스 발병으로 중국은 생산 활동이 일시 중단되는 등 큰 혼란을 겪었지만, 이후 세계 제조업의 중심지로 자리 잡게 됐고 화웨이, 샤오미, 알리바바 등 여러 기업이 대형 사업자로 등장하게 되었다.

경영자는 기업 환경과 관련된 변화가 위기인지 기회인지를 구분해 나가면서, 위험 속에 미래의 기회를 찾아 기업을 새롭게 도약할 수 있도록 해야 하는 것이다. Covid-19 위기로 인한 뉴노멀 시대에 새로운 도약을 위하여 경영자에게 필요한 것은 새로운 신성장동력의 확보, 전략적 제휴 등을 통한 기업가치 최대화, 기업가정신 강화라 할 수 있다.

많은 기업들이 급변하는 기업 환경 속에서 새로운 성장 원동력, 미래 먹거리를 찾지 못해 어려움에 빠진다. Covid-19 위기에 어떻게 기업의 성장동력을 찾아야 하는 것인가? 일반적으로 사람들은 과거의 경험이나 데이터에서 트렌드를 파악하고 이를 통해 미래를 예상한다. 그러나 Covid-19 이전BC: Before Corona과 이후AC: After Corona로 나누어질 만큼 환경 변화가 심할 경우에는 과거와 미래가 연속적으로 이어질 가능성은 매우 낮은 상황이다. 따라서 과거의 렌즈가 아닌 현재 진행되고 있는 환

경 변화의 렌즈로 기업의 사업을 원점에서 살펴봐야 하는 것이다.

Covid-19 이후 포스트 코로나 시대에는 비대면Untact 비즈니스와 온라인 서비스의 가속으로 디지털 경제가 촉진될 것이다. 특히 디지털을 기반으로 온라인 유통, 디지털 콘텐츠 산업, AR·VR을 활용한 스마트 헬스케어 산업, 에듀테크 및 화상 회의 관련 산업이 포스트 코로나 시대에 신산업으로 성장할 것이다. 또한, 탈세계화와 제조업 리쇼어링 Reshoring(해외로 진출한 제조업 등의 본국 회귀)으로 글로벌 가치사슬보다는 자국 가치사슬을 강화하여 안정적인 생태계를 구축하려 할 것이다.

이럴 때일수록 경영자가 자기 기업이 가지고 있는 핵심역량이 무엇인지를 명확하게 이해하고 얼마나 잘 활용할 수 있는지가 더욱 중요하게 작용할 것이다. 경영자는 디지털 환경의 밸류 체인Value Chain에서 기업의 가치가 어느 단계에서 최적화될 수 있는지 분석하고, 자체적으로 강화할 부분은 강화하고 기업가치 최대화를 위해 인수합병을 통하여 강화할 부분을 강화해야 할 것이다. 아울러 전반적인 밸류 체인 및 공급망의 유연성을 갖추는 것도 필요할 것이다.

Covid-19가 많은 것을 좌절시켰지만 생존과 성장을 위하여 국내뿐만 아니라 세계 각국의 기업들이 업종은 물론 적과 아군 구분 없이 합종연횡하며 기업가치를 최대화하기 위한 창조적 도전을 하고 있다. 국내에서는 현대자동차 그룹과 삼성전자가 전기 자동차 배터리 사업 제휴를 모색하고 있는 것이 대표적인 사례이다. 해외에서는 도요타와 파나소닉이 2022년 전고체 배터리를 양산한다는 목표를 가지고 자동차용 배터리 생산을 위해 합작사를 설립하였고, 중국 전기차 메이커 비야디BYD는 미국 포드 모터스에 전기차용 연료 전지를 공급하기로 했다. 테슬라와 파나소닉이 기가팩토리 합작사를 만들고 폭스바겐과 스웨덴 배터리 제조 업체인 노스볼트가 합작 회사를 추진하고 있는 것이 좋은 사례이다.

경영자는 Covid-19 위기 상황에서 기업의 생존과 성장을 위하여는

다양한 파트너들과 연계하고 지역별 특성에 맞는 유연한 전략을 채택해야 할 것이다. 절박해지는 글로벌 경영 환경의 변화 속에 과거의 틀이 아닌 혁신적이고 창조적인 제휴를 통하여 생존과 성장의 길을 모색해야 하는 상황이다. 수익 모델을 찾는 단계에서는 고객 데이터 분석 회사와 파트너십을 통해 수익 가능성을 진단하고 마케팅 회사와 협력하여 홍보가 필요할 것이며 디지털 제조를 위한 기술 회사와 협력하고 플랫폼 업체와 연계한 스마트 서비스 제공도 필요할 것이다.

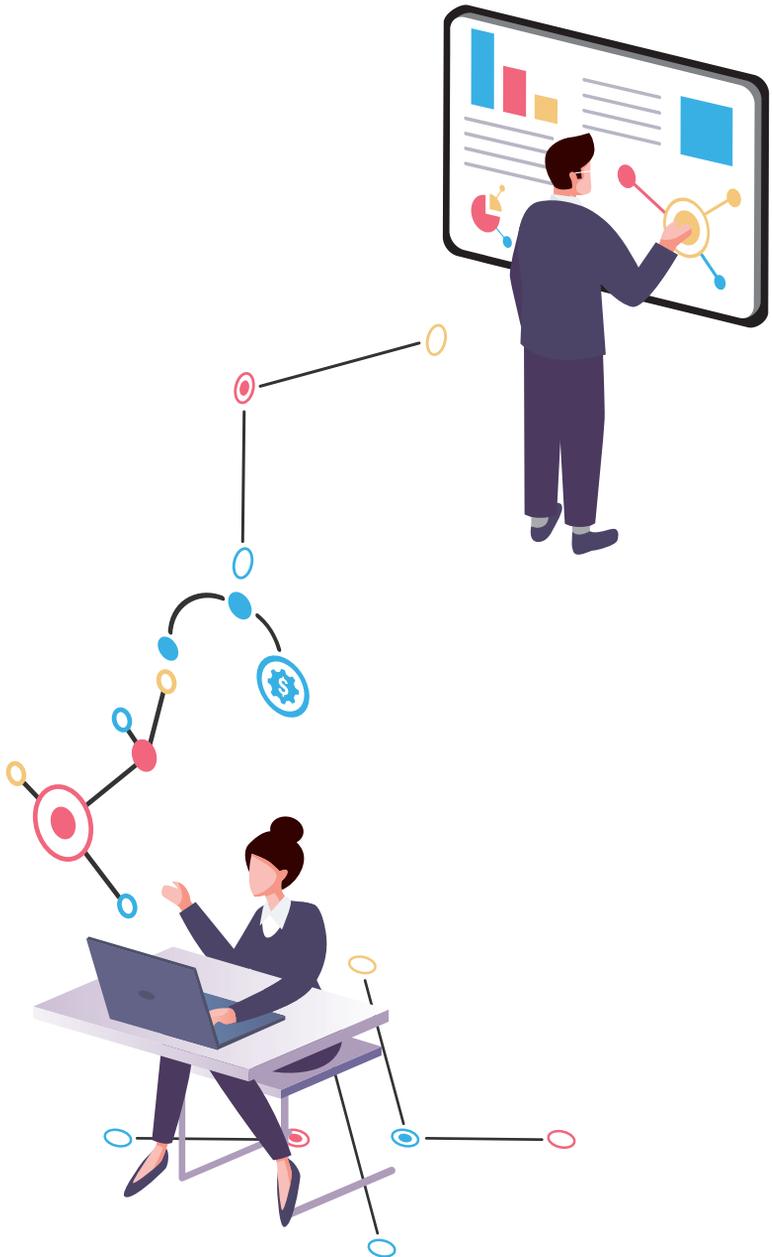
마지막으로 기업가정신 **Entrepreneurship**이 Covid-19 위기를 극복하여 기업을 생존 및 성장시키는 데 꼭 필요한 요소라고 강조하고자 한다. 컨퍼런스 G2020에서 조지워싱턴대 교수 아이만 타라비쉬 교수는 “위기를 기회로 보게 만드는 것이 바로 기업가정신이다. 이 상황을 더 빨리 극복할 수 있는 방법은 무엇인지 고민하고, 이 상황을 어떻게 더 슬기롭게 극복할 수 있을지 다양한 솔루션을 찾아내는 것도 기업가정신이다”라고 말하고 있다.

경영자는 위기가 기업에 어떤 영향을 미치고 있는지 구성원들에게 있는 그대로 알리고, 기업의 목적과 기업이 하고 있는 일들이 위기와 어떤 연계가 있는지, 현재 하고 있는 일들이 위기 속에서 어떤 의미가 있는지 구성원들과 소통하는 것이 중요하다. 현재의 상황과 가고자 하는 기업의 방향을 객관적으로 바라볼 때 위기를 기회로 바라보는 공감대가 형성될 것이다. 집단 지성 만큼 위기 돌파에 중요한 가치는 없다. 조직 구성원 전체가 위기 극복을 위한 아이디어를 내놓고 그 아이디어들이 문제 해결을 위해 집행된다면, 위기 극복의 솔루션이 조직 내에서 선순환 되면서 위기를 극복할 수 있게 되는 것이다.

경영자는 구성원들이 Covid-19 위기 상황에서 혼란스러워하지 않고 기업에 몰입할 수 있도록 하는 것이 매우 중요하며, 이는 바로 경영자가 어떻게 영향력을 발휘할 것인가에 성패가 달려있다.

경영자가 영향력을 효과적으로 발휘할 수 있을지는 직원들에게 ‘어떻게 공감을 얻어낼 것인가’에 달려있다. 경영자는 지속적인 커뮤니케이션을 통해 전체 구성원들에게 기업의 목표와 그에 다가설 수 있는 용기를 부여함과 동시에 그들로부터 많은 정보를 얻거나 지식을 배울 수 있는 기회를 얻어야 한다.

다만 일반적으로 사람들에게 목표와 핵심가치의 단순한 전달만으로는 공감을 이끌어내기가 충분하지 않다. 목표에 대해서 잘 이해시키고, ‘달성할 만한 가치가 있다’는 것을 인지시키는 것이 중요하다. 즉, 충분한 커뮤니케이션을 통해 직원을 변화시키고 조직에 몰입시킬 수 있는 것이다. 몰입을 통해 직원의 개인적인 삶과 조직에서의 일상이 서로 혼재되어 있다는 느낌을 가지게 하며, 조직이 목표로 조직 구성원을 전진시키는 것이다.





**MERGER AND ACQUISITION ESSENCE**

## 제2장

# 성장전략으로서의 M&A 활용

---

01 M&A가 최선의 선택인가?

02 M&A의 대안도 있다

03 M&A 성공으로 가는 길

# 01 M&A가 최선의 선택인가?

## M&A를 추진하는 이유는?

### (1) 글로벌 M&A 시장

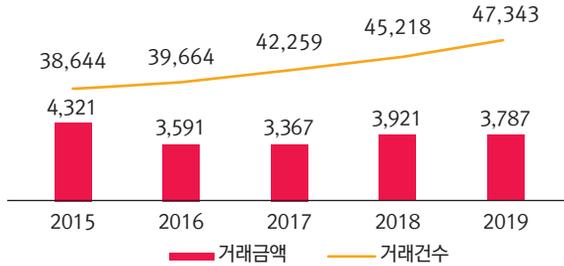
글로벌 M&A 시장규모는 상상을 초월한다. 블룸버그Bloomberg에 따르면 2019년 글로벌 M&A 거래금액은 약 3.8조 달러를 기록하였고, 거래 건수 기준으로는 47,343건으로 역대 최대치를 기록하는 등 글로벌 M&A 시장은 성장하고 있다. 다만, 2020년 상반기는 Covid-19의 영향으로 인한 경기 침체 및 미래 불확실성 증대로 M&A 시장이 다소 침체되었다.

과거 글로벌 M&A 시장이 호황을 보인 것은 저성장 기조가 이어지면서 각국 정부의 경기 부양 정책에 따라 유동성이 풍부해진 가운데 신성장동력 확보 및 기업 효율화 목적의 M&A가 활발히 이루어지고 있기 때문이다. 또한, 역사적인 저금리 시대를 거치면서 M&A 관련 금융 비용 부담이 줄어든 것도 주요 원인이 될 수 있을 것이다.

2020년엔 Covid-19의 영향으로 M&A 시장이 다소 주춤하지만, 향후 4차 산업 혁명과 디지털 컨택트Digital Contact로 대표되는 비대면 경제Untact Economy로의 전환에 대비하기 위하여 M&A를 통한 사업 재편 및 신성장동력, 기술력 확보를 추진하는 기업들이 증가할 것으로 예상되고 있어 향후 M&A 시장은 더욱 활성화될 전망이다.

## 글로벌 M&A 규모

(단위: 십억달러, 건)



출처: Bloomberg

## (2) 국내 M&A 시장

머저마켓(Mergermarket)에 따르면 2019년 국내 M&A 시장규모는 인수 금액 기준 약 600억 달러(약 72조 원), 거래건수 기준으로는 총 456건으로 사상 최대 수준을 기록했다. 특히 사모펀드 관련 M&A 거래가 전년 대비 거래건수 기준 52.9% 증가하여(거래규모 기준 19.7%) 국내 M&A 시장 성장에 가장 큰 동력임을 보여준다.

한편, 2019년 해외 아웃바운드(Out-bound) M&A 거래규모는 약 177억 달러로 약 146억 달러를 기록한 인바운드(In-bound) M&A보다 우세하였다.

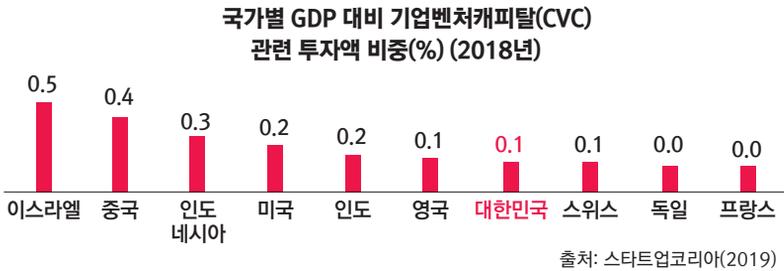
2020년의 M&A 시장은 저금리에 따른 풍부한 유동성과 높은 기업가치평가 등의 영향으로 더욱 활성화될 것으로 예측되었으나, Covid-19 여파에 따른 투자 심리 위축으로 과거에 비해 축소되었다. 다만 향후 Covid-19가 안정세로 돌아선다면 M&A 시장은 더욱 성장할 것으로 예상된다. 국내 경제가 저성장 기조에 들어서면서 주력사업의 성장동력 감소 및 생산성 저하 문제가 지속적으로 악화됨에 따라 이에 대한 해결책으로서의 M&A가 사업·지배 구조 개선 필요성과 맞물려 활발해지기 시작하였기 때문이다. 또한, 신규 투자 대비 M&A에 대한 선호도 상승과 사모펀드에 의한 기업 인수 증가, 창업주들의 은퇴·상속 과정에서 기

업 매물이 증가하는 것도 국내 M&A 시장의 긍정적인 부분이라고 볼 수 있다. 향후 사업 다각화 및 생산성 개선을 위한 국내 기업들의 M&A는 주요 산업 전반으로 확대될 가능성이 높다.

미국 등 M&A가 활성화된 국가에는 창업-성장-회수로 이어지는 선순환 구조가 중견기업, 대기업을 비롯해 벤처 기업 시장에도 구축되어 있어 벤처캐피탈을 통한 많은 투자 및 회수가 이뤄지는 반면, 한국의 M&A 시장은 상대적으로 대기업, 중견기업 위주로 이뤄지는 실정이다. 정부 보도자료에 인용된 내용에 따르면 2016년 기준 미국 벤처투자의 회수 단계에서 M&A가 차지하는 비중은 89%인 데 반해, 한국 벤처투자 회수 단계에서 M&A가 차지하는 비중은 3%에 불과하다. 다만, 이러한 통계는 다른 나라의 자료와 비교 가능성이 다소 떨어지는데, 이는 첫째, 집계 시 모집단이 상이한 점(미국의 경우 회수 중 IPO 및 M&A만을 집계하는데 한국의 경우 IPO, M&A 및 주식, 채권 매각/상환, 프로젝트 등 전체 투입된 금액을 기준으로 산정함), 둘째로 M&A 회수의 기준이 상이한 점(한국의 경우 벤처캐피탈로부터의 응답을 바탕으로 통계가 작성되는 데 비해 미국의 경우 기준이 뚜렷하지 않은 유의미한 지분 매각을 모두 M&A 회수로 봄)에 기인한다. 물론 미국의 M&A 시장이 한국에 비해 발달한 것은 사실이지만, 이러한 통계 작성의 기준도 글로벌 기준으로 통일되어야 할 것이다.

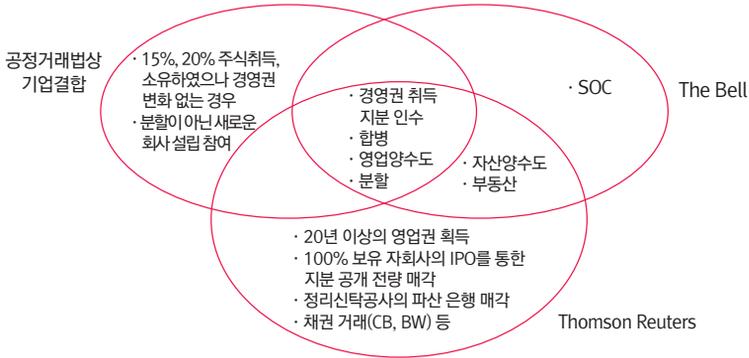
또한 한국 M&A 시장은 기업주도벤처캐피탈(Corporate Venture Capital, CVC)로 인한 투자가 미약한 상황이다. 기업주도벤처캐피탈은 기업 집단 내 설립되는 벤처캐피탈로 스타트업, 벤처 기업에 대한 자금 투자뿐만 아니라 모기업의 인프라 제공을 통해 기업의 성장을 돕는 역할을 한다. 2020년 8월 일반 지주회사가 지분 100%를 보유하는 완전자회사 형태로 CVC를 설립 가능하게 함에 따라 기업 집단 내의 CVC 설립이 가능하게 되었으나, CVC의 부채비율 200% 제한, 펀드 조성 시 외부 자금

40% 제한 등의 규제로 실효성이 다소 떨어질 것이라는 의견이 있다. 반면, M&A 선진국인 미국 등에서선 뛰어난 기술력을 가진 벤처 기업 등이 M&A를 통해 가치를 인정받으며 투입 자본을 회수한다는 인식하에 차등 의결권, 준청산 제도, 우선주의 다양한 권리 부여 등의 M&A를 용이하게 하는 제도가 뒷받침되고 있다. 따라서, 구글, 인텔, 마이크로소프트 등 글로벌 기업을 필두로 다양한 CVC 투자가 이뤄지고 있다. 국내도 삼성벤처투자(삼성전자), 카카오 인베스트먼트(카카오) 등을 통해 투자가 이뤄지고 있지만 그 금액은 미약한 수준이다.



또한, 비상장 중소벤처기업 사이의 M&A 거래의 경우 공시의무가 없기에 민간 금융 정보 회사의 자료 등을 통해 집계되기에 모집단의 완전성이 담보되지 않는다. 또한, 집계 주체별로 집계하는 거래규모의 기준이 상이하거나 “M&A”의 정의를 경영권이 바뀌는 거래로 한정하는 등 기준이 모호한 이유 등으로 통계 수치의 비교 가능성이 떨어지는 상황이다. 실제로 M&A 통계를 발표하는 주요한 기관들 간에도 M&A의 정의에 차이가 존재하는 실정이다. 이러한 이유로 실제 국내 M&A 시장규모는 인용되는 수치보다 다소 클 수 있다. 향후 시스템 구축 및 기준 설정을 통해 정확한 수치를 확인할 수 있는 방안이 마련되어야 할 것이다.

## M&A 통계 출처별 기준 비교

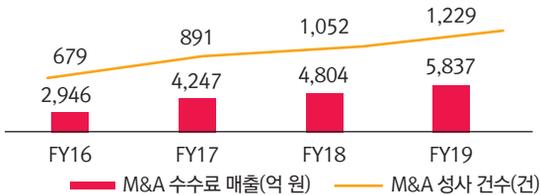


출처: M&A를 통한 벤처투자 생태계 활성화 방안(2019)

### (3) 일본 중소기업 M&A 시장

일본의 M&A 시장은 2019년 기준 아시아 전체 지역의 11.8%를 차지한다(6,408억 달러, 4,195건). 이러한 일본 M&A 시장의 중요한 특징으로 중소기업 M&A 시장이 활발히 안착한 것이 있다. 일본 경제의 저성장 기조 지속 및 이른바 ‘단카이 세대’로 불리는 베이비 부머 세대의 은퇴에 따라 작은 금액으로 기업을 인수하여 운영하는 사례가 증가하였다. 이에 따라 중소기업 M&A 시장이 활발히 운영되고 있고, M&A 중개업을 하는 주요 상장사 4개사 [Nihon M&A Center](#), [M&A Capital Partners](#), [Strike](#), [Yamada Consulting Group](#)의 중소기업 M&A 성사 건수의 합계는 2019 사업연도 기준 1,229건으로 2016 사업연도에 비해 약 2배 성장하였다.

일본 중소기업 M&A 중개 4개사 자료



출처: 각사 IR 자료, 사업연도 기준으로 합산, 환율 ₩1,100원/¥100 적용

이는 빠른 고령화 및 저출산 문제가 대두되고 있는 한국에도 시사점을 준다. 베이비 부머 세대 창업자들의 은퇴가 본격화되고 있으며 향후 한국 중소기업 M&A 시장도 일본의 사례처럼 성장할 수 있을 것으로 기대된다.

#### (4) M&A를 추진하는 이유는?

M&A 시장이 활성화되면서 기업의 생존과 성장전략 수단으로 M&A에 대한 관심은 날로 증대되고 있으며, 향후 M&A 추진을 고려하는 기업들도 지속적으로 증가하고 있다.

기업이 M&A를 활발히 추진하는 이유는 각 기업이 처한 전략, 시대적 환경에 따라 다르게 나타날 수 있다. 또 여러 동기가 복합되어 존재할 수도 있으며 서로 독립적인 것이 아니고 유기적으로 결합되어 나타나기도 한다.

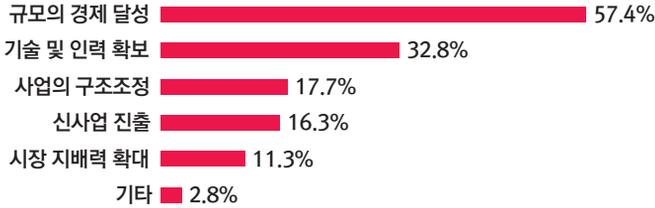
경영학자 조셉 바우어(Joseph L. Bower)는 기업이 M&A를 추진하는 이유를 다음의 5가지로 요약했다.



- 산업 내 공급 과잉 해소(As a Tool to Reduce Industry Capacity)
- 세분된 시장의 통합(Consolidate)
- 상품 또는 시장의 획득(As a means of Gaining Product or Market extension)
- R&D 역량의 확보(Acquiring R&D)
- 새로운 산업으로 진입(Tool to Build a New Industry)

한편, 국내의 중소벤처기업들은 M&A를 통해 가장 추구하는 것으로 규모의 경제 달성 및 기술, 인력 확보 순으로 조사되었다. 이어 사업구조조정, 신사업 진출, 시장 지배력 확대 순으로 나타났다.

### 국내 중소벤처기업 M&A 추진 이유



출처: IBK, 2019년 중소기업금융실태조사 보고서

이와 같이 많은 기업들은 자신의 역량 강화 수단으로 M&A를 선택하고 있다. 하지만 의욕적으로 M&A를 추진하였던 많은 회사가 그 목적을 달성하지 못하고 실패하는 시장이 바로 M&A 시장이기도 하다. 실제로 M&A 시장은 의외로 실패 확률이 높은 시장이다.

이러한 현상들은 M&A가 기업의 성장에 있어 필수적인 경영 전략이기는 하지만 한편으로는 성공보다는 실패 가능성이 큰 게임이라는 것을 나타낸다. 즉, 기업의 성장을 추구하기 위해 무조건 M&A를 신봉하거나 마치 M&A가 황금알을 가져다줄 것이라는 환상을 버려야 한다.

결국, M&A는 유용한 전략 경영 활동의 백미라고 할 수 있지만 그에 반해 실패 가능성도 높아 이를 대체할 수 있는 전략을 함께 검토하는 것이 중요하다.

## M&A는 무엇인가?

성장전략으로서 M&A와 이를 대체할 수 있는 여타 대안들을 비교, 검토하기 위해서는 먼저 M&A가 무엇이고 M&A를 실행하는 데 관계되는 집단에는 누가 있는지 알아볼 필요가 있다.

## (1) M&A의 정의

M&A는 “Merger & Acquisition”의 줄임말로 기업의 합병과 인수를 의미한다. 단어 그대로 해석하면 합병Merger은 복수의 기업이 하나로 합쳐져서 단일한 기업이 되는 것을 의미하고, 인수Acquisition는 특정 기업의 지분을 매입하거나 유상증자 형태로 신주발행에 참여하는 등의 방법으로 경영권 또는 영업권을 획득하는 것을 의미한다.

다만 위의 정의는 다소 좁은 범위의 정의이고, 광의적으로 넓혀보면 합병, 인수를 포함하여 경영권에 영향을 미치는 자산 및 영업양수도, 분할, 주식교환 및 이전, 전략적 제휴, 합작 등의 일체의 행위라고 정의할 수 있다. 넓은 의미의 다양한 M&A 유형들에 대해서는 ‘제6장 다양한 M&A 유형’ 편을 참조하기 바란다.

법률상 M&A의 정의를 살펴보면, 현재 M&A의 정의 또는 거래의 범위를 명시하는 관련 법률은 존재하지 않는다. 다만 “독점규제 및 공정거래에 관한 법률”상 “기업결합”이 M&A와 유사한 개념으로 정의되어 있다. 주식취득, 임원겸임, 합병, 영업양수 및 새로운 회사설립에의 참여가 기업결합에 해당된다.

## (2) M&A는 누가 하는가?

M&A는 일반적인 상품 또는 서비스가 아닌 기업을 거래하는 것이다. 기업은 일정 형태가 갖춰진 자산과는 다르게 법적 실체(법인격)로서 거래를 위한 과정이나 절차가 매우 복잡하기 때문에 M&A 시장에는 다양한 참여자가 존재한다.

M&A 시장의 가장 중요한 참여자는 직접적인 당사자이자 가장 중요한 시장 참여자인 매도자와 매수자이다. 매도자는 매도 기업의 오퍼 또는 주요 주주이다. 매수자는 크게 전략적 투자자Strategic Investor와 재무적 투자자Financial Investor로 구분할 수 있다. 전략적 투자자는 대부분 기

존의 사업을 영위하는 기업으로 본업과의 시너지 효과, 회사의 장기 비전을 위한 M&A를 추구하며 목표 투자 기한이 길거나 영속적이다. 이에 비해 재무적 투자자는 사모펀드, 벤처캐피탈 등으로 구조조정, 운영, 추가 M&A를 통해 기업가치를 극대화하여 재매각함으로써 단기 투자 수익률 추구를 목표로 한다. 보통 재무적 투자자가 M&A를 위해 설립하는 펀드에는 투자 연한이 존재하고 투자자에게 출자금을 돌려줘야 하기 때문에 매각을 통한 투자금 회수는 필수적이다.

구분	전략적 투자자: Strategic Investor	재무적 투자자: Financial Investor
투자 기간	장기~영구적	보통 단기적(3~7년)
목적	· 본업과의 시너지 · 장기 비전을 위한 신사업 동력	단기적인 투자수익 획득
부채 사용 여부	사용하지 않을 수도 있음	거의 대부분의 경우에서 사용됨
매도자 잔류 여부	잔류 가능(보통 6개월~1년 정도)	잔류함(최소 2~3년)
일상 경영 참여 여부	적극적으로 참여하여 회사의 M&A 목적에 맞게 운영	보통 참여하지 않고 이사회에서 영향력 행사

또한 매수자와 매도자를 연결해주는 M&A 자문기관, M&A를 위한 자금조달 등의 서비스를 담당하는 금융기관도 중요한 역할을 담당한다.

M&A 전략의 설계 및 수행을 위한 자문기관으로 회계법인, 법무법인, 투자은행<sup>IB</sup>, 증권 회사 등이 존재한다. 이들은 M&A 진행 과정에서 회계, 법률, 조세, 금융 등 여러 전문적인 문제뿐만 아니라 M&A 당사자들이 자체적으로 해결할 수 없는 복잡한 문제들도 도와준다.

M&A 대상기업의 임직원 등 관계자들도 M&A의 직·간접적인 영향을 받게 되므로 시장 참여자가 되며, 이외 M&A 시장과 간접적인 관계를 맺고 있는 정부 기관, 세무서, 일반 개인들도 시장 참여자로 볼 수 있다.

급변하는 환경 속에서 불확실성이 증가하면서 많은 중소벤처기업이 M&A의 필요성을 느끼고 있으나 아직까지 기업 스스로 M&A에 적극 나서지는 못하는 상황이다. 중소벤처기업은 인수나 매각을 위한 정보력이

부족하여 M&A를 시도조차 하지 못하거나 진행을 하더라도 실패하는 사례가 많기 때문이다.

이러한 애로 사항을 덜어주기 위하여 중소벤처기업부에서는 중소벤처기업 M&A지원센터(한국벤처캐피탈협회, 삼일회계법인, 기술보증기금, 벤처기업협회, 신용보증기금, IBK기업은행, 한국M&A협회)를 설립하여 중소벤처기업의 M&A를 적극 지원하고 있다.

또한, 중소벤처기업 M&A 거래정보망에서는 중개기관 및 M&A 매물 등에 대한 정보를 제공하고 있으며, 이 외에도 중소벤처기업에게 M&A 전문 교육 제공 및 컨설팅 지원 사업을 적극적으로 추진하고 있어 중소벤처기업의 M&A 활성화에 많은 도움이 되고 있다.



## 02 M&A의 대안도 있다

앞에서 살펴본 바와 같이 기업의 성장을 위한 전략적 선택 시 M&A가 모든 것을 한 번에 해결해 줄 수 있다는 생각은 기우이다. 따라서 M&A를 추진하기 전에 다른 대안이 있는지를 충분히 검토하여 각 대안들 중에서 전략적으로 선택할 것을 권한다.

경영학자 로렌스 카프론과 윌 미첼(Lawrence Capron & Will Mitchell)에 따르면 기업 성장을 위한 전략은 내적/유기적 성장, 전략적 제휴 및 M&A로 구분된다. 내적/유기적 성장은 기업이 자신의 내부 역량을 키우는 전략을 뜻하고, 전략적 제휴는 외부 역량을 빌려오는 전략을 의미하며, M&A는 외부 역량을 매수하는 전략이다.

기업이 성장전략을 수립할 때 M&A에 과도하게 의존하지 말고 회사 내부의 자원 보유 정도, 외부 자원의 활용 가능성, 타 업체와의 관계 형성 정도, 인수대상기업과의 통합 가능성 등을 고려하여 각 대안들 사이에서 전략적 균형을 이루어야 한다.

내적/유기적 성장만을 추구하는 기업은 성장이 느려지고, 파트너에게만 의존하는 경우 전략적 자립도가 낮아지며, M&A를 과도하게 추진할 시 조직 통합 문제가 발생하게 되므로 어느 하나에만 의존하여서는 안 된다.

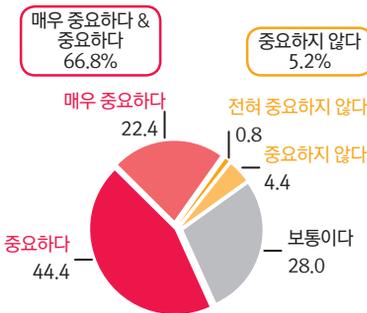
성장 수단을 다변화하는 기업은 M&A에만 의존하여 성장하려는 기업에 비해 5년 이상 사업을 존속하는 비율이 26% 높다는 연구 결과는 M&A 추진에 앞서 기업승계, 기업매각, 신규설립, 합작, 자본재편, IPO 등의 다른 대안을 우선적으로 검토해야 할 필요성을 보여 준다.

## 기업승계

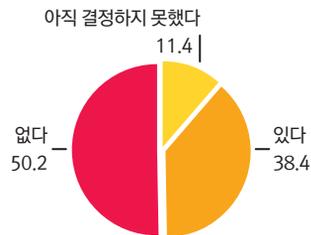
앞에서 살펴본 바와 같이 기업은 지속적으로 성장하기 위해 끊임없이 노력한다. 그러나 지속 가능하며 장수하는 기업과는 달리 그 기업을 운영하는 경영자의 수명에는 한계가 있다. 이러한 한계 때문에 중소·중견 기업이 그 나라 경제의 절반 이상을 차지하는 일본이나 독일 같은 경우에는 2대, 3대에 걸쳐서 기업을 경영하는 일이 빈번하다. 그리고 이렇게 승계가 오랜 시간에 걸쳐 잘 이루어진 기업은 당연하게도 장수하는 경우가 많다.

기업승계란 일반적으로 기업이 동일성을 유지하면서 상속이나 증여의 방법을 통하여 그 기업의 소유권 또는 경영권을 후계자에게 이전하는 것을 의미한다. 중소기업중앙회의 조사에 의하면, 중소기업의 대다수인 66.8%가 기업승계가 중요하다고 생각하나 절반 이상인 50.2%가 기업을 승계했거나 승계할 계획이 없는 것으로 나타났다.

기업승계의 중요성



기업을 승계했거나, 승계할 계획 유무



출처: 중소기업중앙회, 2019 중소기업 기업승계 실태조사

사전 준비 없이 경영자의 갑작스러운 승계가 이루어지는 경우 막대한

상속·증여세 등으로 기업의 존속자체가 위협을 받거나, 후계자의 경영 능력이 부족하여 기업의 성장에 어려움을 겪을 수 있으므로, 성공적인 승계를 위해서는 다음과 같은 사항을 고려해야 한다.

**① 준비하라**

최소 3~5년 이상의 중장기 Plan이 필요하다. Master Plan을 수립하고 주기적으로 Update가 필요하다(조세, 법률, 상황 변화에 대응 필요).

**② 자녀승계만이 답이 아니다**

경영능력을 고려하여 자녀승계를 고집하지 말고, 자녀에게 부를 물려주며, 이를 영속화하는 방안을 고려해 볼 필요가 있다.

**③ 자금출처를 마련하라**

상속증여세액 부담 재원을 미리 준비하게 해주자.

**④ 사전증여를 적극 활용하자**

사전증여 시 자금출처 마련, 향후 상속세 절세 등 효과를 얻을 수 있다.

**⑤ 세무상이나 법률 이슈 검토하고, 전문가와 상의하라**

조세 및 각종 법률 규정이 지속적으로 변화되므로 이에 대한 관심과 주의가 요구된다.

**⑥ 다양한 방안을 준비하라**

기업승계의 Royal Road는 없으므로 여러 대안을 고려하고 활용하자. 신규사업진출이나 기업의 구조변경, 분할·합병 등 다양한 방법을 통해 회사에 맞는 방법을 정해서 추진하자.

일반적으로 기업승계는 다음과 같은 절차로 진행된다.

## (1) 현황 파악

기업이 처한 상황을 정확히 파악하는 것이 무엇보다 중요하다. 다양한 관점에서 기업을 둘러싼 각 상황을 정확하게 인식할 필요가 있으며, 구체적으로는 다음과 같은 상황을 충분히 분석할 필요가 있다.

회사 현황 파악	회사의 수익성, 장래성, 비전 등에 대한 검토 영속 기업화가 가능한가?
본인 및 가족의 현황 파악	언제쯤 퇴임할지? 자녀는 승계에 관심이 있는지와 능력이 있는지? 본인 및 가족의 자산·부채 현황 파악 향후 후계구도 및 승계방안, 이에 따른 부담세액 등 추정
후계자 후보	후계자의 능력, 적성(기존 기업을 이끌어갈 리더십, 추진력, 인내력, 유연성, 의사소통 능력 등)과 나이, 경력, 회사경영에 대한 의욕, 기존 주주들과의 융화력 등 전반적인 사항을 충분히 고려

## (2) 승계유형 결정

경영자는 현황 파악을 통해 소유권을 승계할지에 대한 의사결정을 해야 한다. 배우자, 자녀 등 가족이나 전문경영인에게 승계할지 등 다양한 방안에 대해 검토해야 한다.

- 배우자 승계: 애경이나 영풍제지처럼 배우자가 승계하는 경우
- 자녀 단독 승계: 자녀 1인에게 회사를 전부 승계시켜 주는 경우
- 자녀 분할 승계: 대부분의 그룹사 사례
- 자녀 공동 승계: 형제끼리 경영권을 공동으로 승계
- 전문경영인에 의한 승계: 회사는 전문경영인이 승계하고, 자녀는 지분만 승계 받는 경우, 자녀가 아직 준비가 되지 않아 한시적으로 전문경영인으로 승계하는 경우, 지분은 공익 법인에 출연하고, 회사는 전문경영인에 의해 운영되는 경우(ex. 유한양행 등)
- EXIT(매도) 또는 청산: 자녀가 승계에 관심이 없어 회사를 매도하고 자녀는 재산을 물려받는 경우, 사업의 장래성이 없는 경우

## (3) 후계자 선정

기업승계에서 가장 중요한 요소는 후계자를 누구로 할지 이다. 독일이나 미국의 장수기업의 경우 자녀 간의 분할 승계보다는 자녀 간 공동

으로 기업의 승계가 이루어지고, 전문경영인에 의해 회사가 경영되는 경우도 종종 있다. 후계자의 선정 및 검증과정이 매우 중요하므로, 경영 능력에 대한 검증은 필수적이다.

후계자의 선정 후 일정 기간 교육에 들어가는데, 말단 사원으로 시작해서 창업주로부터 일대일식 혹독한 경영 수업을 받던 과거와는 달리 국내 대학 졸업 후 해외 MBA를 취득하여 다른 기업(외국계 기업, 컨설팅사, 금융기관, 회계법인 등)에서 일정 기간 근무 후 회사에 임원으로 입사하여 경영수업을 받는 것이 일반적이다.

#### (4) 소유권 및 경영권 이전

기업을 승계하는 경우 선대가 지배했던 기업의 지분을 확보해야 하는데 일반적으로 양도, 상속, 증여 등의 방법으로 이전한다. 이때 발생하는 상속·증여세 등의 조세는 경영권을 위협할 정도로 큰 부담이 되므로 조세 부담 최소화를 위하여 장기적인 시각과 전문가의 조언이 필요하다. 또한, 후계자 교육을 통해 경영권을 이전받는데 경영 수업을 받는 동안 이전시기, 주요 이해 관계자에 대한 고려가 필요하다.

## 기업매도

기업을 매도하는 이유는 창업 후 자금을 회수하거나, 더 큰 기업의 전문적이고 체계적인 관리를 받으며 성장할 수 있기 때문이다. 특히 근래에는 경영자 2세가 기존 기업을 승계하지 않고 새로운 사업을 영위하기 위한 목적으로 기업을 매도하기도 한다.

기업을 매도하는 일반적인 절차는 매수하는 절차와 크게 다르지는 않

다. 그러나 가장 큰 차이점은 기업을 매도하는 경우에는 제3자인 전문가를 제대로 활용하는 것이 기업을 인수할 때보다 훨씬 중요하다는 사실이다.

기업을 매도하는 측은 평생을 노력하여 기업을 일궈왔을 뿐 매도하는 경험은 대부분 처음이기 때문에, 기존에 많은 기업을 인수한 경험이 있는 매수자 측에 비해 불리한 위치에 있다. 따라서 충분한 경험과 전문성을 가진 조언자의 지원을 받지 않으면 거래 전반에 걸쳐 불리한 거래조건으로 M&A가 진행이 되거나, 원칙 없는 진행으로 결과적으로 M&A가 무산되게 된다.

또한, 매수자와 달리 매도자의 경우에는 기업을 매도할 계획이나 사실을 대내·외적으로 철저히 함구하는 경우가 많다. 내부적으로 임직원들이 기업의 주인이 바뀐다는 사실을 알게 되면 업무에 집중하지 못하고 동요하게 되는 경우가 빈번하기 때문이다. 따라서 기업을 가장 잘 알고 있는 내부 인력을 M&A에 활용하기 어려우며, 기업을 매도한다는 비밀을 유지하면서 신뢰성 있는 잠재 인수자를 찾는 것은 더욱 어렵다. 기업의 경영진이 전면에 나서서 잠재 인수자를 물색할 경우, 좁은 M&A 업계에 금방 소문이 퍼져 거래가 성사되지 않는 사례를 심심치 않게 볼 수 있다.

기업을 매도하다가 실패하는 경우 그 후유증은 고스란히 매도 측이 떠안게 된다. 그러므로 기업을 매도하기로 결정한 경영자는 그 어느 때보다 전문성과 신뢰성 있는 전문가의 조언을 받아 신중하게 의사결정을 해야 한다.

## 다양한 M&A의 대안

### (1) 신규설립 Green Field Investment

신규설립 Green Field Investment, 그린필드투자는 M&A의 반대 개념으로 기

업이 토지부터 직접 매입하여 공장이나 사업장을 새로 짓는 방식의 투자를 말한다.

이는 비용이 많이 발생하고 제품을 생산하기까지 시간이 오래 걸리는 단점이 있지만, 투자를 받는 국가나 투자유치를 희망하는 지자체 입장에서는 이미 설립된 회사를 사들이는 브라운필드투자(Brown Field Investment), 즉 M&A에 비해 고용 창출 효과가 크다는 장점이 있다.

M&A를 통해 시장 진입 등의 목적을 달성하기 어려운 경우, 예를 들어 전 세계적으로 경쟁자가 전혀 없는 블루 오션에 속한 사업을 하려는 경우에는 특별히 M&A를 위한 대상기업이 없으므로 신규설립이 적합하다.

반면에 M&A는 초기 설립 비용을 들이지 않고 인력 및 생산 라인 등의 확장을 꾀할 수 있을 뿐 아니라 투자 후 조기에 정상 조업이 가능하다는 장점이 있다. 또한, M&A는 시장에 기 투입된 해외 기술, 판매망 확보를 통하여 새로운 사업 기회와 성장동력을 상대적으로 단기간 내에 마련 가능하다.

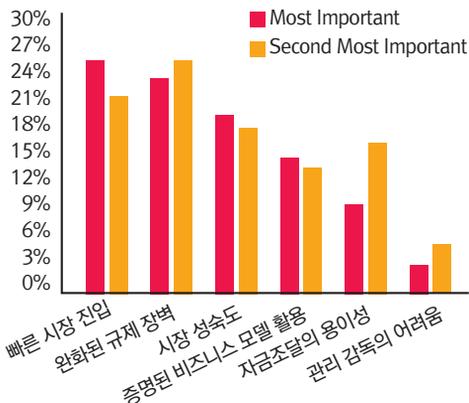
신규설립과 M&A의 장단점을 정리하면 다음과 같다.

구분	신규설립(그린필드)	M&A(인수합병)
장점	<ul style="list-style-type: none"> <li>· 사업 입지 선정 계획의 융통성</li> <li>· 현지인들과 조화가 용이함</li> <li>· 투자 금액 결정의 융통성</li> <li>· 기업통제 용이</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>· 사업 착수까지 시간 단축</li> <li>· 기존 인력, 기술, 경영 노하우 흡수</li> <li>· 상품, 브랜드, 유통망 확보</li> <li>· 시너지 효과 추구</li> </ul>
단점	<ul style="list-style-type: none"> <li>· 브랜드 및 영업 기반 구축에 장기간 소요</li> <li>· 능력 있는 인력 채용 곤란</li> <li>· 투자의 안정성 결여</li> <li>· 기존 업체와의 마찰 야기</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>· 막대한 인수자금 필요</li> <li>· 기존의 부실 문제점 존재</li> <li>· 이질적 문화와 초기 적응 어려움</li> <li>· 인수가격 산정 곤란</li> <li>· 절차의 복잡성</li> </ul>

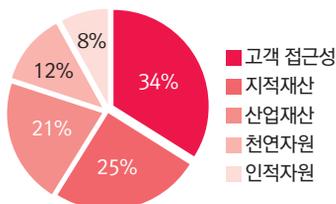
출처: 해외투자진출종합가이드, KOTRA, 2018

전 세계 회사 임원들을 대상으로 신규설립 대신 M&A를 선택한 이유와 동기에 대하여 설문 조사한 결과는 다음과 같다. 이를 개별 기업이 처한 상황과 비교하여 보는 것도 성장전략을 설정하는 데 도움이 될 것이다.

## Green Field 대신 M&A를 선택한 이유



## 해외 M&A의 추진동기 Top Five



출처: Financial Times Group FT Remark

## (2) 합작 Joint Venture

합작 투자는 둘 이상의 당사자가 경제 활동을 공동으로 수행하기 위해 만든 계약 구성체를 의미하며, 중대한 재무 정책과 영업 정책에 관한 의사결정에 당사자 전체가 참여하게 된다.

전체 참여자는 공동으로 소유권을 가지며, 합작 회사의 경영을 분담한다. 자본·기술 등 상대방 기업이 보유하고 있는 강점을 이용할 수도 있고 위험을 분담한다는 점에서 합작은 상호 이익적인 투자방식이다.

합작 투자방식이 선호되는 경우는 첫째, 현지 정부의 제한 때문에 단독투자방식을 이용할 수 없는 경우, 둘째, 원료 및 자원의 입수가 현지진출을 위한 전제 조건인 상황에서 필요로 하는 원료 및 자원을 현지 파트너가 생산하고 있는 경우, 셋째, 집중적인 현지 마케팅 노력이 필요한 경우, 넷째, 해외 사업 운영에 필요한 자본 및 경영능력 부족을 해결하고자 하는 경우, 다섯째, 해외 사업 경험이나 협상력이 부족한 경우 등이다.

기업은 합작 투자방식을 이용함으로써 위험부담의 축소, 규모의 경제 및 경영 합리화 달성, 상호보완적인 기술 및 특허 활용, 경쟁 완화, 현지 정부가 요구하는 투자 또는 무역 장벽 극복 등의 전략적 이점을 활용할

수 있다.

합작은 회사의 해외 진출 시 현지 법인과 공동으로 합작법인을 설립하는 방식으로 이용되는 경우가 많다. 과거 폭스바겐이 상하이자동차와 합작법인을 설립하며 당시 위험이 존재하지만 잠재력이 있는 시장이었던 중국에 진출한 사례가 대표적이다.

### (3) 분리매각 Sell Off

분리매각은 기업의 전체를 매각하는 M&A와 달리 사업부문, 주요자산 등 기업의 일부분을 분리하여 매각하는 방식이다. 기업의 일부 사업 부문에 대한 매각을 통해 기업의 경쟁력을 확보할 수 있다면 일부 사업 부문만을 떼어 내어 매각하는 것도 검토해 볼 수 있을 것이다.

분리매각은 사업의 전문화 및 효율화를 통해 의사결정상의 어려움과 이로 인한 경영관리의 비효율을 제거하고, 각 사업부문의 특수성에 맞게 효율적인 경영관리를 가능하게 한다.

또한, 비주력 사업 및 한계사업을 정리하여 회사 자원 및 인력을 재배치하고 제반 비용을 절감할 수 있으며, 분리매각을 통해 지배구조 개선, 신규 사업에 대한 위험분산, 회계 및 세무상의 이득, 독점규제 우회 등의 효과를 기대할 수 있다.

분리매각의 사례로 물적분할을 통해 CJ 그룹에서 분할된 CJ 헬스케어 가 2018년 한국콜마에 매각된 것을 들 수 있다.

그동안 분리매각이 주로 주변 사업을 정리하는 수단으로 활용되어 왔으나, 향후 기술성과 시장성을 갖춘 신규 유망 사업 분야에 집중하여 성장을 효율적으로 추진하는 수단으로도 활용될 수 있을 것이다.

### (4) 세일 앤 리스백 방식 Sale & Leaseback

세일 앤 리스백 방식은 기업이 소유하고 있는 부동산, 선박, 설비 등

의 자산을 리스 회사나 임대 회사에 매각하고 리스 계약이나 임대 계약을 체결하여 다시 사용하는 형태의 거래이며, 기업이 기존 자산을 이용하여 발생하는 수익의 규모가 리스료나 임대료를 상회하는 경우에 주로 이용된다.

거래가 이뤄지면 매도인은 현금 유동성을 확보할 수 있고 부채 상환을 통한 재무구조 개선에 활용하기도 하며, 계약기간 만료 시 우선매수권을 가질 수도 있다. 반면, 매입자는 임차인 모집의 걱정 없이 안정적인 임대수익을 보장받을 수 있고, 향후 자산가치가 오를 경우에는 시세 차익을 기대할 수도 있다.

세일 앤 리스백 방식의 사례로 2016년 일시적인 유동성 위기를 겪고 있던 코스모화학이 캠코에 회사 사옥을 358억 원에 세일 앤 리스백 방식으로 매각한 건을 들 수 있다. 코스모화학은 2019년 우선매수권을 조 기행사하여 사옥을 재매입 하였다.

## (5) 자산유동화 **Liquidation**

자산유동화는 기업의 미수금, 매출채권, 부동산 등 여러 형태의 자산을 담보로 채권을 발행해 자금을 조달하고 유동성을 확보하는 것을 의미한다.

자산유동화는 자산보유자의 신용과 분리하여 유동화자산 그 자체에서 발생하는 현금흐름을 바탕으로 자금을 조달하는 금융기법으로 자산보유자의 재무구조 개선, 자금조달 비용 절감 및 투자자 확대 등의 장점이 있는 반면 유동화 거래구조가 복잡하고 자산양도와 관련한 법적 리스크가 존재한다는 단점이 있다.

자산유동화의 대표적인 방식은 자산유동화증권 **Asset Backed Securities, ABS** 발행을 통한 매출채권 유동화를 들 수 있다.

## (6) 자본재편 Recapitalization

자본재편은 기업의 자본구조를 변경하는 것을 말한다. 기업의 부채가 출자전환 등에 따라 주식으로 바뀌는 것이 대표적인 사례이다. 출자전환은 자금난에 빠진 기업의 재무구조를 개선하기 위해 채권자인 금융기관이 기업의 빚을 탕감해 주는 대신 그 기업의 주식을 취득하는 방식으로, 금융기관이 보유하고 있는 해당 기업의 채권을 직접 주식으로 전환하는 직접 출자전환 방식과 투자자가 매출채권을 할인 매입한 뒤 이를 기업의 주식으로 전환하는 간접 출자전환 방식이 있다.

출자전환을 하면 손쉽게 기업의 재무구조를 개선할 수 있고, 기업구조조정과 관련된 사회적 비용을 최소화할 수 있으며, 기업의 경상이익을 개선할 수 있는 등 금융기관과 기업이 모두 이익을 얻을 수 있다는 장점이 있다.

그러나 이러한 출자전환의 형태가 장기화되면 기업의 회생 여부에 따라 국제결제은행BIS이 정한 은행의 위험자산대비 자기자본비율이 영향을 받을 수 있고, 또 대주주의 경영권 상실로 인한 경영 부실이 금융기관 부실로 이어질 수 있다는 단점도 가지고 있다.

자본재편의 대표적인 사례로 KG동부제철을 들 수 있다. 채권단 관리절차에 있던 동부제철은 몇 차례의 출자전환을 통한 자본재편을 통해 유동성 위기를 극복한 후 2019년 KG 그룹에 매각되었으며 같은 해에 11년 만에 흑자전환에 성공한다.

## (7) IPO Initial Public Offering: 주식공개상장

IPO는 기업이 최초로 외부투자자에게 주식을 공개, 매도하는 것으로 보통 주식시장에 처음 상장하는 것을 말한다. 즉, 주식회사가 발행한 주식을 일반투자자에게 균일한 조건으로 공모하거나 이미 발행되어 대주주가 소유하고 있는 주식의 일부를 매도해 주식을 분산시키는 것이다.

IPO가 투자 회수 측면의 수단으로만 인식되는 경향이 있다. 하지만 기업의 입장에서 IPO는 주식시장에서 기업의 사업성과 실적을 평가받고 증자 등을 통하여 지속적인 성장을 위한 자금조달을 수월하게 하는 장점이 있다.

특히, 벤처기업의 경우에는 창업 후 수년 내 코스닥시장에 상장하는 것을 목표로 하는 경우가 많은데, 이는 벤처기업의 속성장 초기에 사업 모델을 설계하고 주식시장에서 검증받은 뒤 자금을 조달받아 본격적으로 사업을 전개한다는 의미를 갖고 있다.

IPO를 통해 공모한 주식은 시장성과 유통성이 확보되어야만 일반투자자들의 참여를 이끌어 낼 수 있다. 이러한 환금성을 보장하기 위해 매매거래가 활발하게 이루어지는 기업공개 상장(유가증권시장, 코스닥시장, 코넥스시장)이라는 수단을 이용하게 된다.



### 기업공개 장점

- ① 직접 금융을 통한 대규모 자금조달이 가능하다.
- ② 상장법인은 그 회사에 대한 모든 조사 자료가 공시를 통해 증권 관계 기관의 홍보 매체, 신문, TV 등 매스컴에 의하여 국내외에 전달되므로 기업의 PR 효과와 공신력이 크게 향상된다.
- ③ 경영 합리화 도모 및 생산성 향상을 이룰 수 있다.
- ④ 공개기업에 대한 세제상의 혜택을 얻을 수 있다.
- ⑤ 공개기업에 투자한 벤처캐피탈 등 투자자의 입장에서 설립 초기나 비상장 단계에서 보유한 주식의 시장매매를 통해 투자자금의 회수가 가능해진다.

최근 경기 둔화와 Covid-19에 따른 주가 하락으로 IPO 시장이 다소 주춤하였으나 향후 IPO 시장은 점차 회복될 것으로 예상된다. 기술성장, 이익미실현 등 특례상장제도를 이용한 기업의 IPO가 꾸준히 증가하여 2019년에는 23곳으로 전체 73곳의 신규상장기업 중 31.5%를 차지했다. 또한, 사모펀드PEF가 보유하고 있는 기업의 IPO도 늘어날 전망이다.

며 코스닥시장의 벤처·기술성장기업 진입, 코넥스시장 및 SPAC 활성화 등에 따라 향후 경기가 정상화 궤도에 오른다면 IPO시장은 더욱 성장할 예정이다.

거래소는 향후에도 IPO가 자금조달 외의 지배구조 개편, 기관투자자 자금회수 등 다양한 수단으로 활용될 수 있도록 차별적 시장 활성화 정책기조를 유지할 것으로 예상되고 있다.

위에서 살펴본 바와 같이 성장전략을 고민하고 있는 기업들은 M&A를 추진하기에 앞서 실현 가능한 대안이 있는지를 면밀하게 검토하고 이에 대한 유용성을 최대한 분석해 보아야 한다. 공격적으로 M&A를 추진하다가 실패하는 것보다는 다양한 대안 중에서 현실적으로 가장 적합한 대안을 선택하는 것이 기업의 안정적인 성장을 담보할 수 있다.



## 03 M&A 성공으로 가는 길

### 준비 없는 M&A는 실패로 연결된다

기업의 성장전략에 있어 M&A가 만사형통이며, 무조건 성공할 것이라는 생각은 지극히 위험한 생각이다. 국내외 기업들은 성장 및 경영전략의 한 방법으로 M&A를 많이 선택하고 있지만, 실제로 M&A가 실패하는 경우도 많이 목격된다.

과거 M&A 사례를 살펴봐도 주주가치 증대에 실패한 경우, 경쟁사 대비 매출 성장이 저조한 경우, 비용 시너지 달성에 실패한 경우가 다수 있었음을 알 수 있다.

그렇다면 왜 M&A에 실패하는가?

M&A 실패 사례를 분석해 보면 M&A 추진 단계별로 다양한 실패 원인들이 존재한다.

사전 M&A 단계에서는 대상회사에 대한 정확한 이해 부족, 시너지의 과대평가, 실사 및 가치평가의 미흡 등이 있다. 협상 및 계약체결 단계에서는 과도한 인수가격 지불 및 가격 협상 실패, 비밀 유지 실패, M&A 성사에 대한 과도한 집착 등이 M&A를 실패한 원인이다. 사후 통합 단계에서는 기업문화 및 제도 통합 실패, 사후 통합 전략 수립 미흡 및 통합 작업 부실, 핵심 인력 유지 실패 등이 주요 M&A 실패 요소이다.

M&A를 추진하는 기업 입장에서는 미리 일반적인 M&A 실패 원인을 확인하고, 각 기업 특성에 맞게 사전에 대비할 수 있어 M&A 성공 가능성을 높일 수 있을 것이다.

## (1) 사전 M&A 단계에서의 실패

M&A는 진행 과정에서 예측하지 못한 다양한 변수들이 발생하게 되고, 신속한 의사결정과 다양한 선택의 문제에 직면하게 된다. 따라서 M&A 추진을 결정하기 전에 치밀한 사전계획과 검토가 필요하다.

일례로 2012년 당시 세계 1위 PC 제조사였던 휴렛팩커드HP는 소프트웨어 업체 오토노미Autonomy를 103억 달러(약 12조 원)에 인수하는데, 이는 시장 가격 대비 79%의 프리미엄이 붙은 금액이었다. 하지만 이듬해 회계부정 문제가 불거지며 88억 달러를 감가상각 처리하게 된다. 이러한 문제는 잘못된 대상 선정과 실사 실패 및 시너지의 과대평가에서 기인하였다고 볼 수 있다.

사전 단계에서 M&A에 실패하는 주요 원인으로서는 다음과 같은 항목을 들 수 있다.



### 사전 M&A 단계에서 주요 실패 원인

- 회사에 대한 정확한 이해 부족
- 시너지의 과대평가
- 실사 및 가치평가의 어려움
- 분명치 않거나 허황된 M&A 목적
- 잘못된 대상기업의 선정
- 적절한 자문사 또는 외부 전문가 미선정
- 시장 및 외부 환경의 변화 미고려

회사는 사전 단계에서 M&A에 실패하지 않기 위하여 명확한 M&A 목표를 설정하고, 적절한 인수대상회사를 선정하여야 한다. 그리고 인수대상회사와의 M&A에 따른 시너지 효과와 미래 비전에 대한 객관적인 검토가 필요하다.

## (2) 협상 및 계약체결 단계의 실패

사전 평가를 통해 산정한 가치Value와 실제로 거래된 가격Price은 대부분 일치하지 않는다. 이는 협상을 통해 가격이 결정되기 때문이다. 이렇듯 M&A에서 가장 중요한 부분의 하나가 거래협상 단계이다. 다른 모든 부분이 제대로 준비되고 분석되었다 하더라도 거래가 결렬되면 M&A는 성사될 수 없기 때문이다.

M&A는 협상 및 계약체결 단계에서 주로 다음과 같은 원인들로 인해 실패를 겪게 된다.



### 협상 및 계약체결 단계에서 주요 실패 원인

- 과도한 인수가격 지불 및 가격협상 실패
- 비밀 유지 실패
- M&A 성사에 대한 집착
- 과다 차입을 통한 인수
- 협상 기간 단축 실패
- 사전에 결정된 기준을 미준수
- 협상 컨트롤 타워의 부재

가장 많은 사례로 주로 중소 벤처기업 M&A 시 특정 가격을 고수하다가 협상이 결렬되는 것을 들 수 있다.

## (3) 사후통합 단계에서의 실패

글로벌 컨설팅사 에이티커니A.T. Kearney는 M&A를 경험한 기업 CEO를 대상으로 M&A 과정에서 가장 리스크가 큰 단계가 무엇인지 조사한 적이 있었다. 설문 조사 결과는 사전 M&A 단계가 30%, 협상 및 계약체결 단계가 17%, 사후통합 단계Post Merger Integration가 53%로 나타났다.



## 사후통합 단계에서 주요 실패 원인

- 기업문화 및 제도 통합 실패
- 사후 통합전략 수립 미흡 및 통합작업 부실
- 핵심 인력 유지 실패
- 노사관계 및 임금 협상 실패
- 시너지 활용 미흡 및 비전공유 실패
- 법, 제도에 대한 정보부족 및 과도한 행정비용
- 통합작업에 따른 실적 부진

설문 조사 결과가 시사하는 바와 같이 우리 주변에서는 비록 M&A 계약에 성공했지만 통합과정에서 실패한 사례를 흔히 볼 수 있다. 사후통합 단계에서 실패하는 주된 요인으로는 인수합병기업의 통합 비전 준비 미흡, 통합전략 프로그램 또는 경영진의 노력과 의지 부족 등이 거론된다.

그러나 사후통합 실패의 근본적인 원인은 문화적 차이와 이에 대한 상대방의 배려 부족에서 찾아볼 수 있다. 따라서 사후통합을 하는 경우에는 피인수기업에 대한 문화적 차이를 인정하고 그 가치를 보존시키려는 인수기업의 노력이 중요하다. 이를 위해서는 경영진의 강력한 지원과 관심이 요구된다.

## M&A 핵심 성공 요소

M&A의 실패 확률을 줄이고, M&A를 통해 지속적인 가치를 창출하고 유지하는 것은 중요한 문제이다. 규모나 복잡성, 지역적 특성 등을 특별히 고려하지 않더라도, M&A를 성공으로 이끄는 7가지 핵심 성공 요소는 다음과 같다.

### ☑ 거래는 최대한 빨리 진행하라

M&A 진행이 지연되어 얻어지는 효용은 전혀 없다. 이는 오히려 성장을 정체, 이익 감소 또는 직원 사기와 생산성을 저해할 수 있으며, 새로운 기회를 놓치거나 시장점유율 감소로 이어질 수 있다. 따라서 M&A 이해 관계자의 가치를 극대화하기 위해서는 최대한 빠른 결론을 얻기 위하여 집중하는 것이 중요하다.

### ☑ 통합 전략을 명확히 하라

통합 전략은 매우 구체적으로 설계되어야 하고, 그 전략은 반드시 M&A 거래의 가치를 높이는 방향으로 구사되어야 한다. 먼저 통합 전략이 명확히 정의된 후 제대로 전달되었을 때 우선순위의 파악 및 실행이 용이해진다.

### ☑ 가치를 높일 수 있는 이슈에 집중하라

주주가치 극대화를 위해서는 가치를 높일 수 있는 핵심 이슈가 무엇인지 우선적으로 파악하고, 한정된 자원을 이에 따라 배분하여야 한다.

### ☑ 통합의 “첫날”을 준비하라

통합의 “첫날”부터 어떤 일들을 수행해야 할지 미리 계획하고 구체적으로 준비하는 것은 중요한 일이다. 이를 통해 통합의 기간을 줄일 수 있다.

### ☑ 모든 이해 관계자와 소통하라

M&A 진행 시 고객, 임직원, 투자자, 거래처 등 회사의 모든 이해 관계자와 초기 단계부터 자주 소통하여야 한다. M&A를 진행하는 명확한 이유와 주요 일정을 알리고, 공개할 수 없는 내용이 있을 경우 그들의 이

해를 구해야 한다.

### ☑ 리더십을 확립하라

통합은 최고경영진을 포함한 모든 담당자들의 헌신적인 노력과 많은 자원의 투입이 필요하다. 각자의 역할을 구체적으로 설정하고 책임과 권한을 명확히 확립하는 것이 중요하다.

### ☑ 통합 관리를 사업과 연계하라

큰 규모의 M&A 거래일수록 성공적인 통합은 더욱 힘들어져 자원과 자금의 시기 적절한 활용의 중요성이 커진다.

하지만 M&A의 성공을 보장하는 마법과 같은 공식은 존재하지 않는다. 마케팅이나 R&D 등 다른 비즈니스 프로세스와 마찬가지로 M&A 역시 그 행위 자체만으로는 적절성 여부를 판단할 수 없다. 모든 거래는 거래 당시의 나름대로의 전략적 당위성과 논리를 가지고 실행된다.

경험에 비춰볼 때 대다수의 M&A 성공 사례들은 가치 창출을 중심으로 매우 명확하고 구체적인 전략적 근거가 수립되어 있는 반면, 그렇지 못한 사례들의 경우 전략적 구체성이 결여되어 있는 경우가 많았다.

과거의 성공적인 M&A 사례들로 본 5가지 전략적 당위성의 근거는 다음과 같다.



- 피인수기업의 실적 제고
- 해당 산업 내 과잉 생산 해소
- 제품의 시장 진입 가속화
- 자체 개발 시보다 신속하게 혹은 저가에 역량과 기술을 획득
- 조기에 승자를 발굴해 사업을 육성

M&A를 추진하려는 전략적 당위성의 근거가 이 중 한 가지에도 해당

되지 않는다면 M&A를 통해 가치 창출을 기대하는 것은 어렵다. 경영진은 때로 중소기업체 인수를 통한 시장지배력 강화, 경쟁행위 개선을 위한 덩치 불리기, 대대적 혁신을 위한 합병, 저점매수 등 보다 다양한 전략적 당위성에서 M&A의 근거를 찾기도 한다.

그러나 이러한 전략들이 실제 가치 창출을 가져온 사례는 찾아보기가 매우 어렵다는 점을 기억할 필요가 있으며, 가치를 중시하는 경영진이라면 보다 예리한 시각으로 이를 조망해야 할 것이다. 또한, M&A가 상기의 5가지 근거 중 하나에 해당된다 하더라도 지나치게 높은 금액을 지불해야 한다면 당연히 가치 창출에 성공할 수 없음을 명심해야 한다.

## 성공을 위한 전략적 의사결정

글로벌 컨설팅사 베인앤컴퍼니 [Bain & Company](#)의 《M&A 마스터》에 따르면 추진하려는 M&A가 합리적인 전략적 당위성에 근거하고 있다면, 이제는 M&A와 관련한 엄격한 원칙을 토대로 다음과 같은 전략적 의사결정에 대한 답을 사전에 마련하여야 한다고 제시하고 있다.



- 어디로 가야 할 것인가?
- 어떤 것을 선택해야 할 것인가?
- 어떻게 잘 합칠 것인가?
- 문제가 발생할 경우 어떻게 대처할 것인가?

### (1) 어디로 가야 할 것인가?

M&A로 진출할 곳을 선택할 때에는 먼저 자사 비즈니스에 대한 이해를 기반으로 해야 한다. 이는 M&A의 목표가 자신의 핵심역량 강화에 있

기 때문이다. 이를 위해서는 다음의 여섯 가지 요건을 고려하여야 한다.

#### ☑ 경쟁 기반을 파악하라

M&A에 성공한 기업들은 자신들이 어떻게 수익을 창출하고 있는지 잘 알고 있으며, 이미 입증된 사업들과 높은 시너지를 낼 수 있는 M&A가 되도록 이를 구조화해 나갔다.

#### ☑ 핵심 사업을 합리화하라

각 사업의 경쟁 기반을 정확히 파악하고 자사의 상대적 경쟁력과 핵심역량을 평가한 후에는 자신이 가지고 있는 자원을 어떻게 효율적으로 분배할 것인가를 고민해야 한다. 사업 포트폴리오 강화는 전략적으로 핵심 사업은 남기고, 비핵심 사업을 매각하는 것에서 시작해야 한다.

#### ☑ 잠재적 인수대상을 파악하라

최고의 M&A 전략은 기존의 핵심 사업을 강화하는 것이다. 이는 핵심 사업의 범주 내에서 기업 인수나 인접 사업으로의 확장을 통해 가능하다. 이러한 원칙을 실행하기 위한 구체적인 방법은 적절한 인수대상을 파악하는 것으로부터 시작된다.

#### ☑ 인수대상기업별로 탄탄한 투자 논거를 수립하라

모든 M&A의 절차는 어떻게 기업에 가치를 창출할 것인가에 대한 명제에서 출발해야 한다. 이를 투자 논거라고 한다. 투자 논거는 현 사업의 수익구조에 대한 정확한 이해를 토대로 하여 대상 사업을 포트폴리오에 더했을 때 어떠한 추가 가치가 발생하는지를 명확히 설명하는 과정이다. 더 쉽게 정의하면 “내가 왜 이 회사를 소유해야 하는지에 대한 설명”이다.

### ☑ 인수대상기업과 우호적인 관계를 구축하라

성공적인 M&A를 위해서는 인수대상기업을 우선순위화하고, 우선순위가 높은 기업별로 투자 논거를 수립하며, 우호적인 관계를 구축해야 한다. 이런 전략을 통해 적합한 인수대상기업이 매물로 나오자마자 혹은 매물로 나오기도 전에 협상을 시작할 수 있으며, 이는 인수 성공률을 높이게 된다.

### ☑ M&A 규모와 빈도를 조절하라

M&A에 성공한 기업은 M&A의 평균 규모가 작으며, 끊임없이 M&A를 추진한다. 특히 소규모 M&A에 집중한 기업이 대규모 M&A를 추진한 기업보다 높은 성과를 보였다.

## (2) 어떤 것을 선택할 것인가?

잠재적 인수대상기업을 가시화하였다면 어떤 대상과 계약을 체결하고 어떤 대상을 포기할 것인가라는 선택의 의사결정에 직면하게 된다. 의사결정을 내리기 위해서는 먼저 세 가지 핵심 질문에 대한 답을 구하여야 한다.

### ☑ 투자 논거가 유효한가?

M&A를 추진하는 기업이 설득력 있는 투자 논거를 수립하였다고 가정할 때, 과연 인수대상기업이 투자 논거가 가정하는 목표를 실현할 수 있을 것인가에 대해 판단하여야 한다. 이를 위해서는 인수대상기업에 대한 실사가 매우 중요하다. 실사는 투자 논거를 확인하고 개선하거나 포기할 수 있는 가장 적절한 기회를 제공한다.

### ☑ 인수대상기업의 독자적 가치는 얼마인가?

M&A를 추진하는 기업의 경영진은 주로 인수합병 후의 시너지 효과에 많은 관심을 기울이면서, 정작 인수대상기업 자체의 가치평가 중요성에 대해서는 간과하는 경우가 발생한다. 사실 계약체결 당시 인수를 위해 지불하는 가격의 대부분은 인수한 후의 가치가 아닌 인수대상기업의 현재 가치를 반영하는 것이다.

### ☑ 시너지의 순가치는 얼마나 되는가?

많은 M&A가 실패하는 이유는 M&A의 시너지 효과를 지나치게 낙관적으로 생각하기 때문이다. M&A의 시너지 효과를 측정할 때 최대한 보수적으로 계량화해서 평가하여야 하며, 시너지의 규모와 실현 가능한 시기를 현실적으로 예측해야 한다. 이를 통해 시너지의 순가치를 평가하여 M&A 의사결정 시 반영하여야 한다.

## (3) 어떻게 잘 합칠 것인가?

통합이란, 결국 생산적으로 두 회사를 하나로 합치는 것이다. 대부분의 통합과정에는 공통으로 적용되는 원칙이 있으며, 이러한 원칙들은 어떤 기능을 통합하고 독립적인 사업으로 운영할 것인지 핵심 질문을 수반한다. 이에 대한 해답을 찾기 위해서는 다음의 몇 가지 의사결정 원칙을 따라야 한다.

### ☑ 지배 구조 계획을 사전에 수립하라

인수기업은 M&A 체결을 공식적으로 발표하기 몇 달 전부터 지배 구조에 대한 계획을 세워 실행해 가야 한다. 경영진은 이 과정을 투자 논거는 물론 실사 과정에서 파악된 시너지나 문화적 이슈 등과 긴밀히 연계해야 한다.

### ☑ 중요한 부분만 통합하되 신속히 통합하라

한꺼번에 모든 것을 통합하는 것은 실용적이지 못할 뿐 아니라 효과도 없다. 가장 중요한 부분에 집중하고 신속하게 움직이는 것이 중요하다.

### ☑ 기업문화 통합을 경영진의 최우선 순위로 삼아라

합병 기업의 경영진은 투자 논거에 맞춰 일관성 있게 기업문화를 재정비할 필요가 있다. 기업문화 통합 문제를 해결하기 위해서 조직구조, 보상체계, 의사결정체계의 공유 등 시스템적인 부분의 통합은 필수적이다.

### ☑ 통합이 아닌 본연의 업무에 충실 하라

뛰어난 인수기업이라면 직원들이 본연의 업무에 집중하게 함으로써 앞서 제시한 성공적인 통합의 세 가지 원칙을 더욱 강화할 수 있어야 한다.

#### 성공적인 통합으로 이끄는 요소



출처 : M&A 마스터, 베인앤컴퍼니

#### (4) 문제가 발생할 경우 어떻게 대처할 것인가?

계획대로 착오 없이 진행되는 M&A는 많지 않다. 따라서 예기치 않은 상황이 발생할 경우 조기에 단호한 조치를 취할 준비를 해야 한다. 실제로 M&A가 완료된 후에 조직상의 문제, 회사 운영의 마비, 고객 서비스 문제 등 예상치 못했던 문제들에 부딪히는 경우가 많다.

결국 문제를 인지하고 해결하는 작업이 필요한데, 다양한 피드백을 수렴하고 조기 경보 시스템을 수립하며 상세한 운영 모니터링 체제를 유지할 때 초기 인식 및 대응이 가능해진다.

사후통합과정에서 발생한 문제들이 조기에 해결되지 않고 심화된다면 추가적인 조치들이 필요하다. 예를 들어 통합 법인의 손실이 심화되는 경우 대대적인 운영 개선 및 축소, 유통 전략 개혁, 경쟁방식의 변화 등 핵심 사업을 개선하여 손실을 최소화시키는 전략이 필요하다. 필요할 경우 비핵심사업과 자산을 매각하여 유동성을 확보하여야 한다. 또한, 기존 전략을 재정립하고, 경영진의 교체 및 성과를 기반으로 한 인센티브를 제공하여 손익 개선을 위한 문제점 해결에 주력해야 한다.

하지만 이러한 노력들에도 불구하고 통합 실패, 직원 사기 저하, 핵심 인력의 대량 이탈 등 해결 불가능한 문제들이 계속해서 나타날 경우에는 더 늦기 전에 빠져나오는 것이 최선의 대응책일 수도 있다. 이 경우 통합 법인을 계속 유지해 나간다면 최초 인수한 금액보다 더 큰 손실을 감당해야 할 수도 있기 때문이다.

오히려 과거의 실패는 뒤로 하고 손실 비용을 그대로 받아들이되 매각과 관련한 다양한 대안을 탐색해야 한다. 사업을 분할하여 따로 매각한다거나 분사할 수도 있고, 새로운 제휴나 파트너십을 모색하여 매각 가치를 높일 수도 있을 것이다.





**MERGER AND ACQUISITION ESSENCE**

# 제3장

## M&A 절차

- 
- 01 개요
  - 02 사전 준비
  - 03 M&A 진행
  - 04 성공의 마무리

# 01 개요

M&A 절차는 M&A 대상, 목적, 유형, 당사자인 매도/매수 기업의 성격, 성장 단계, 매도자와 매수자의 관계, 영위하고 있는 주요 사업, 경제 및 산업 여건 등 수많은 요소들에 따라 다양하게 변경될 수 있다.

따라서 M&A를 추진함에 있어 전체적인 프로세스에 대한 이해 및 여러 변수에 대한 철저한 대비는 M&A의 성공과 실패에 직결되어 있다고 할 수 있다. 이런 요소들을 고려한 세밀하고 반복적인 시뮬레이션을 통해 전체 과정을 미리 짚어 보는 것이 효율적이고 성공적으로 M&A를 이끌어갈 수 있는 지름길일 것이다.

여기서는 M&A 진행 과정의 일반적인 절차에 대해 알아본 후 이를 사전 준비, 실행, 사후관리 단계로 구분하고, 단계별로 거쳐야 할 절차와 주의하거나 고려해봐야 할 사항에 대해서 알아보고자 한다.

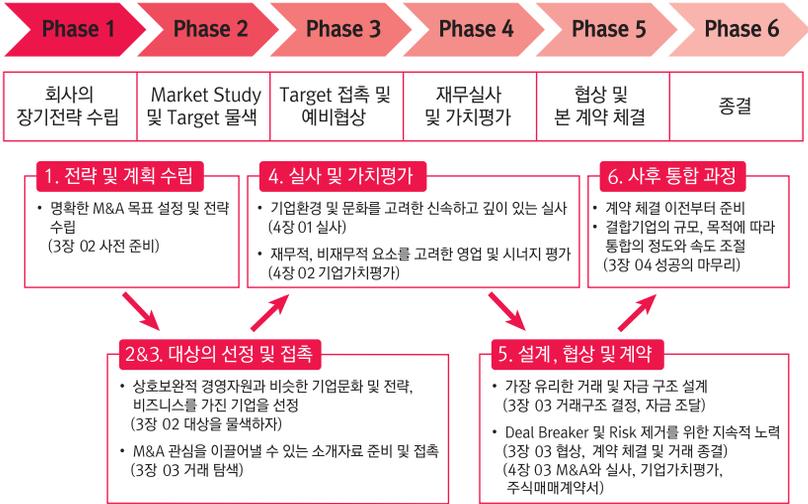
## 일반적인 M&A 절차

M&A의 일반적인 절차를 살펴보면 (1) 전략 및 계획 수립 (2) 대상의 선정 및 접촉 (3) 실사 및 가치평가 (4) 설계 및 협상, 계약 (5) 사후통합 과정이라는 큰 틀로 진행된다.

매수자는 회사의 비전 및 전략에 따라 M&A 목표를 설정하고 이에 따라 M&A 전략을 수립한다. 그 후 시장 조사 및 대상기업 선정을 통해 M&A를 본격적으로 진행하게 되며, 예비협상, 실사, 가치평가, 본협상 등의 절차를 거쳐 본계약을 체결한 후 사후통합과정까지 이르게 된다.

매도자는 M&A를 통한 매각을 결정하게 되면 자문사 선정 및 준비 과정을 거쳐 매각을 위한 마케팅에 들어가게 되며, 매수자와 동일한 절차를 거쳐 본계약을 체결한 후 인수대금을 수령하게 된다.

### 한눈에 보는 M&A 절차



# 02 사전 준비

## 시작 전, 나를 먼저 알자

M&A의 당사자인 매도자와 매수자 입장에서 가장 중요한 요소는 가격이다. 매도자는 기업을 최대한 비싸게 팔려고 하는 반면 매수자는 되도록 싸게 사고 싶어 한다. 이러한 양측의 관점 차이는 거래를 지연시키거나 중단시키는 가장 큰 장애 요인으로 작용한다.

따라서 M&A를 성사시키기 위해서는 당사자 간에 상호 설명 가능한 근거에 의해 뒷받침될 수 있는 가격을 제시하여야 한다. 추가적으로 매수자는 인수 소요 자금의 규모가 감당할 수준인지, 인수 후 경영능력 및 시너지 효과 등에 대해서도 고려하여야 한다.

또한, M&A를 추진하기 위해서는 기업 스스로에 대한 이해가 선행되어야 한다. 지피지기는 백전백승이라고 하듯이 M&A도 하나의 전쟁과 같이 전략을 수립할 때 먼저 객관적이고 구체적인 분석을 통한 자기 자신에 대한 검토가 선행되어야 한다. 이러한 자기 진단과 관련하여 다음과 같은 사항을 반드시 고려하여야 한다.

### 매수자 입장

- 회사가 동원할 수 있는 자금규모, 차입 여력은 어느 정도인가?
- 현재 회사는 어느 사업 영역에서 능력을 발휘하고 있는가?
- 향후 회사가 추구하는 사업방향은 무엇인가?
- 현재 회사와 인수대상기업의 시너지는 어느 정도일 것인가?
- 회사가 시장에 영향력을 미칠 수 있는 능력은 어느 정도인가?

- 새로운 인수대상기업은 누가 운영할 것인가?

## 매도자 입장

- 지금이 최적의 매각시점에 해당하는가?
- 본인이 생각하는 매각가액은 얼마인가?
- 가장 높은 시너지를 발휘하는 최적의 인수군은 누구인가?
- 매각 시 딜 브레이커(Deal Breaker)가 될 만한 법률, 회계, 세무적 문제가 존재하는가?
- 경영자의 입장에서 평생을 바쳐 일궈낸 기업을 떠날 마음의 준비가 되어있는가? 향후의 인생 계획은 무엇인가?

기업은 자신이 속해 있는 산업의 경향 및 전반적인 역동성을 알아야 한다. 그리고 회사 임직원 및 업무 프로세스 등 전반적인 경영 활동에서의 장단점, 해결 방안 등이 분석되어 있어야 하며 경우에 따라서는 이러한 결과에 대하여 외부기관으로부터 자문을 받아야 한다.

이렇게 자신의 장기적 비전 및 전략을 검증하고, 자신은 물론 자신이 처한 환경에 대한 이해가 되어 있어야 기업은 필요한 M&A 목적을 명확하게 설정하고 달성할 수 있다.

## 기업의 비전

기업의 비전이란 기업이 장기적으로 나아가야 할 방향을 뜻한다. 최고경영자는 기업의 조직구성원들에게 미래의 비전을 제시하고 동참을 유도해야 한다. 기업의 설립자 또는 경영진이 설정한 비전은 기업이 존속해야 할 이유와 사회적 가치를 내포하고 있으며, 임직원들의 정신적 가이드라인 역할을 맡는다. 기업의 미래 비전은 다음과 같은 조건을 갖추어야 한다.

- 달성 가능해야 한다.
- 장기적 관점에서 직원들에게 이상향을 제시하여야 한다.
- 회사의 성장이 회사 조직구성원의 성장과 직결되어야 한다.

기업은 위와 같은 조건들을 갖춘 장기적 비전에 따라 M&A 목적을 설정하여야 한다. 만약 M&A의 목적이 기업의 비전과 동일선상에 있지 않다면 그 M&A는 명분을 잃어버릴 수밖에 없다.

## 기업의 현황 분석

기업의 전략은 장기적 비전에 기초해 수립된다. 경영전략은 장기적 비전을 달성하기 위한 단기적 행동방안으로 기업 내·외부에서 끊임없이 변화하는 새로운 상황에 맞추어 기업의 역량을 지속적으로 재계획하는 작업이다. 따라서 M&A도 기업의 전체적인 전략에 맞춰 이뤄져야 한다.

기업이 경영전략을 수립하기 위하여 가장 먼저 해야 할 일은 현재 자신이 경쟁해야 하는 시장을 포함하여 기업의 외부 환경을 분석하는 것이다. 둘째는 자신의 내부 자원이나 상대적 강점을 발견하고, 이들 자원을 외부 환경과 어떻게 결합시킬 것인지를 분석하는 것이다. 이러한 작업은 SWOT 분석 등을 통하여 이루어진다.

## 언제 해야 하는가?

성공적인 인수자들은 M&A 최적의 타이밍인 경기 회복기나 산업 내 M&A 물결이 시작하는 시점에 인수에 나선다. 경기 회복에 앞서 수년간 성장잠재력이 높은 기업에 대한 인수 기회를 식별하고 거래를 체결하기

위해 발 빠르게 움직이는 것이다. 이 시기에 M&A를 추진하는 기업들은 경쟁을 탈해도 된다는 이점도 있다.

최적의 타이밍을 잡으라는 이야기가 당연하게 들릴지 모르지만 불안정한 시기에 남보다 먼저 움직이는 일은 결코 쉽지 않으며, 그렇기 때문에 경쟁기업보다 먼저 준비한 기업만이 기회를 잡을 수 있다.

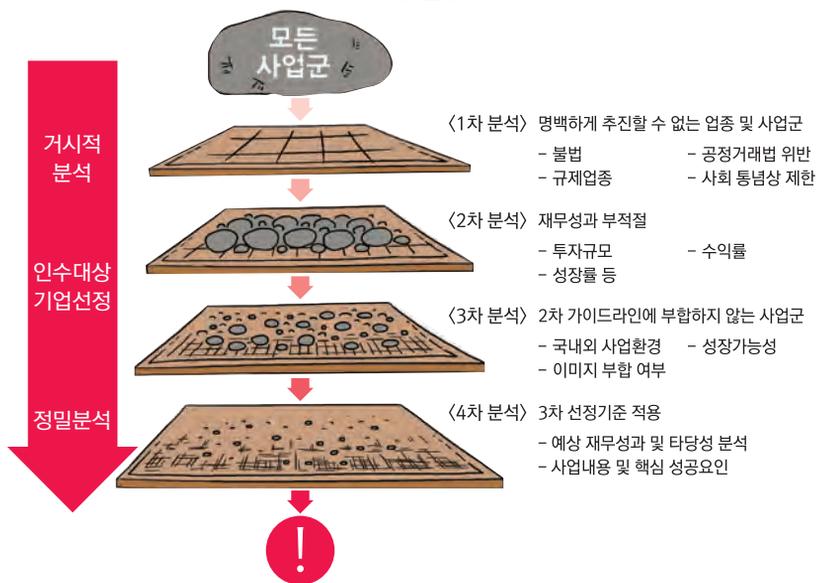
2000년대 SK 그룹은 정유, 이동 통신 사업으로 안정적인 매출과 이익을 올리던 내수 기업이었다. 이러한 안정적인 사업기반에도 불구하고 금융 위기 이후 최악이었던 반도체업에서 2011년 560억 원의 당기순 손실을 내던 하이닉스 반도체를 인수하였고, 2013년 흑자전환 이후 지속적인 매출액 증가 및 영업이익 증가를 달성하고 이후 2018년 매출액 40 조 원, 영업이익 20조 원이라는 기염을 토한다.

반면, 삼성전기는 2012년 당시 세계 2위의 HDDHard Disk Drive 모터 업체인 일본 알파나 테크놀로지를 약 1,500억에 인수하여 HDD 모터 시장점유율을 크게 높였으나, 하드디스크 시장이 SSDSolid State Drive에 잠식당함에 따라 대규모 적자만 남긴 채 2015년 HDD 모터 사업 중단을 결정한다.

## 대상을 물색하자

이제 M&A를 추진하는 기업은 자신의 현황 및 목적에 맞는 산업 및 인수대상기업을 어떻게 찾아낼 것인가에 대한 물음에 직면하게 된다. 보통 M&A 대상 탐색의 과정은 인수 목적 파악, 거시적 분석을 통한 대상산업군 선정, 인수대상기업 선정, 인수대상 정밀 분석으로 이루어진다.

## M&A 대상 선정 절차



### (1) 인수 목적 파악

인수기업의 가장 큰 목적은 “기존 주주 가치 제고”이다. 미국에서는 2018년 투자액 약 150조 원 중 37.3%인 약 56조 원이 M&A를 통해 이뤄졌을 만큼 M&A는 주주가치 증가를 위한 중요한 수단으로 이용되고 있다. 또한, M&A에는 다양한 현실적인 목적이 존재하며, 가장 일반적인 목적들은 다음과 같다.

#### ☑ 사업 시너지(Operating Synergy)

경쟁업체 인수에 따른 시장점유율 증가를 통한 규모의 경제 실현과 하청 업체의 인수에 따른 수직계열화 달성으로 범위의 경제를 실현하는 전략적 확장의 사례를 들 수 있다. 전자의 경우 2015년 대우증권을 인수하며 국내 최대 증권사가 된 미래에셋대우나 해태제과 아이스크림

사업부를 인수한 빙그레의 M&A 사례를 들 수 있고, 후자는 현대자동차 계열사인 현대머티리얼이 자동차용 플라스틱 사업 확대를 위해 만도신 소재를 170억에 인수한 사례가 있다.

#### ☑ 신성장동력 발굴 Diversification

기업이 새로운 사업을 시작할 때 처음부터 시작하는 경우 소요되는 긴 사업 준비 기간의 단축, 기존 사업 노하우 획득 및 기존 시장점유율 확보 등의 장점으로 M&A가 선호된다. 국내 많은 중소기업, 중견기업, 대기업도 신성장동력을 구상한다. 내수 기업이었던 SK 그룹의 반도체 기업 하이닉스 인수, 2019년 세아상역의 태림포장 인수 등을 들 수 있다.

#### ☑ 기술력 인수

새로운 기술을 인수하기 위한 M&A로 소프트뱅크의 영국 반도체 설계 회사 ARM 인수 및 알파고를 만든 ‘딥마인드’를 인수한 구글의 사례가 대표적이다.

#### ☑ 재무적 투자자 Financial Investor

사모펀드, 벤처캐피탈 등이 대표적이며 사업구조 개편 및 효율화, 기업구조조정 등을 통한 실적 개선으로 기업가치를 상승시켜 투자 차익을 목표로 한다.

이외에도 자원 확보, 법률과 규제에 따른 인수 등 다양한 사유의 인수가 존재한다. 기업을 인수하고자 한다면 그 인수 목적을 명확히 정하고 다방면으로 검토하여야 한다.

## (2) 대상산업군 선정

인수 목적을 명확하게 설정하고 사업 계획을 구상하였다면, 매수자는

사업 계획에 부응하는 대상산업을 확정하여야 한다. 자신에 대한 분석을 통해 도출된 결론에 따라 기업의 M&A 목적과 성장전략에 가장 부합하는 산업군을 분류하여 선정하여야 한다.

대상산업군 선정 시 통상적으로 고려되는 요소는 다음과 같다.

- 
- ① **기존 핵심과 연관된 사업 선정:** 단순히 시장 매력에 현혹되지 말고 자사 자원이나 역량을 활용할 수 있는 사업 진출
  - ② **경쟁 우위를 확보할 수 있는 사업 선정:** 경쟁사 대비 적어도 30% 이상의 상당한 경쟁 우위를 확보할 수 있다는 자신감이 있을 때 진출하는 것이 필요
  - ③ **자사의 역량에 견허하고, 역량 있는 파트너 선정 필요:** 신규 사업에 필요한 역량을 가진 파트너사를 잘 선택하고, 그들과 조화하려는 노력이 필요
  - ④ **상상력은 펼쳐되 초점은 좁히는 집중화전략 필요:** 수많은 아이디어를 사업화할 수는 없으며, 소수 사업에 집중하는 것이 필요
  - ⑤ **선정된 사업은 유연한 사고가 필요:** ‘새 술은 새 부대에’와 같이 새로운 사업은 과거의 방식을 고집하지 말고 새로운 경영방식을 적용
  - ⑥ **기업 관점이 아닌 고객 관점에서 사업을 선택:** 신규 사업은 고객들이 진정으로 원하는 새로운 가치를 제공할 수 있는 사업을 선택하는 것이 중요
  - ⑦ **기존 사업과의 전제가 아니라 결과의 시너지를 추구:** 사업 진출 결과 발생할 수 있는 최종적인 결과를 고려한 사업 진출이 필요

대상산업을 선정하였다면 해당 산업의 전체 시장규모는 얼마인지, 향후 매년 어느 정도 성장할 수 있는지, 해당 산업의 시장 지배적 경쟁자는 누구인지, 그 경쟁자의 시장에서의 위치는 견고한지 등에 대한 기초 조사가 이루어져야 할 것이다.

### (3) 인수대상기업 선정

인수대상기업 선정이란 목표 산업군 내에서 M&A에 최고로 적합한 기업을 선정하기 위한 작업을 뜻한다. 인수대상기업 선정의 최우선 기

준은 그 전략에 적합한 기업을 선정하는 것이다. 즉, 시장점유율의 확대가 목적이라면 동종 업계에서 인수대상기업군을 선정하여야 하며, 위험 분산이 목적이라면 현재 영위하는 업종과는 다른 업종에서 인수대상기업군을 선정해야 할 것이다.

M&A의 궁극적 목적이 기업의 경쟁력 강화와 경영의 효율화를 통한 성장이라면 시너지 효과를 극대화하거나 인수 프리미엄을 최소화하여 M&A의 효과를 최대화시켜야 한다. 따라서 인수대상기업군 선정의 두 번째 기준은 시너지 효과를 극대화시킬 수 있는지 여부이다.

인수대상기업을 발굴하는 방법은 정형화된 방법이 없으며 다양한 네트워크를 활용하여야 한다. M&A 중개, 매물 검색이 가능한 사이트의 예시는 다음과 같다.



- [www.smes.go.kr/mna/index.do](http://www.smes.go.kr/mna/index.do) > M&A 거래정보망 > M&A 매물 검색 및 상담 지원센터
- [mna.krx.co.kr](http://mna.krx.co.kr) > KRX 중개망 > M&A 중개 사이트 운영
- [www.pwc.com/kr/ko/services/venture-mna.html](http://www.pwc.com/kr/ko/services/venture-mna.html) > 삼일회계법인 M&A지원센터 > M&A 매물 제공 및 상담 지원센터

일반적으로 인수대상기업에 대해 수집할 주요 정보는 아래와 같다.



- 후보기업의 재무제표
- 회사의 연혁, 공장 위치 등 개요
- 인사 및 노무 현황
- 생산제품, 특허, 기술수준, 연구개발 동향
- 경쟁업체 현황

인수대상기업군의 발굴 및 기초 정보 수집에 많이 사용되는 인터넷 사이트의 예시는 다음과 같으며, 경우에 따라서 기초정보의 입수가 어려

을 경우 직접 해당 후보기업에 접촉하여 비밀 유지협약서에 서명한 후 자료를 입수할 수도 있다.



- 후보기업의 홈페이지
- 전자공시시스템(dart.fss.or.kr, DART)
- 금융감독원(www.fss.or.kr)
- 중소기업현황정보시스템(sminfo.mss.go.kr, 기업 재무정보 조회)
- KISLINE(kisline.com, 산업 및 기업 재무정보 조회, 유료)
- CRETOP(www.cretop.com, 기업 정보 조회)

정보 수집에는 외부 자문사를 활용할 수도 있으며, 매도인 또는 매도인 자문사가 기업 매각, 투자유치 등을 목적으로 작성한 회사 소개서 Teaser Memorandum, TM 또는 Information Memorandum, IM를 이용하기도 한다.

전체 대상 목록에서 인수대상으로 적절하지 않은 기업들을 추려내어 통상 5~6개 정도로 줄여야 하는데, 이때 검토할 몇 가지 주요한 사항은 아래와 같다.

### ☑ 시장성

인수대상기업이 생산하고 있는 제품의 시장성은 어느 정도인가를 분석한다. 대체로 시장성은 시장규모와 성장성 등으로 파악하는데 세분화된 시장에서의 위치까지 파악해야 한다.

### ☑ 경쟁 관계

인수대상기업이 속한 산업의 경쟁 구도 및 대상기업이 갖고 있는 경쟁력은 어느 정도인가를 살펴보아야 한다. 경쟁 관계를 분석하기 위해서 고려해야 하는 요소로는 현재 경쟁업체 현황, 시장 내 경쟁사의 시장 점유율, 시장 진입 및 퇴출 장벽 등이 있다. 고객 인지도, 서비스망 구축

등 부분적으로라도 어느 정도 경쟁력을 갖추고 있다면, 향후 M&A를 통한 성과 획득이 쉬울 것이다.

### ☑ 고객 유지 가능성

인수대상기업의 고객 기반에 대해 분석하는 것도 매우 중요하다. 고객 유지도는 어느 정도인지, 향후 전망은 어떠한지를 분석하고 무엇보다도 M&A 이후 주요 고객의 이탈 발생 가능 여부를 살펴보아야 한다.

### ☑ 기술 역량

두 기업 간의 시너지 효과를 파악하여야 한다. 이를 위해서는 우선 자신과 대상기업의 핵심 기술을 파악하는 것이 필요하다. 양사가 공통적으로 지니고 있는 기술과 상호 보완되는 기술이 무엇인지를 파악하고 고객이 원하는 가치를 구현하는 데 있어서 얼마나 시너지를 발휘할 수 있는가를 분석하여야 한다.

### ☑ 브랜드가치

브랜드가치는 특정 브랜드로부터 얻을 수 있는 현재 및 미래의 잠재된 초과 수익이다. 브랜드가치를 평가하는 이유는 대상기업의 유형 자산뿐만 아니라 브랜드라는 무형의 자산도 기업가치에 반영되기 때문이다.

### ☑ 재무 상태

M&A를 하려는 기업은 대상기업의 부채비율 등 전반적인 재무 상태를 파악하여야 한다. 재무 상태 파악에 있어서는 우선 과거의 손익계산서, 재무상태표 등 재무제표를 살펴보아야 하며 무엇보다도 현금흐름을 파악하는 것이 가장 중요하다. 과거 재무 자료를 분석한 후 두 기업이 결합하였을 경우 직·간접비용을 얼마나 절감할 수 있을 것인지와 수익

측면에서는 얼마나 상승효과를 달성할 수 있을 것인지 등을 분석한다. 이러한 재무 상태에 대한 분석은 인수 가치 결정을 위한 기초 자료로 활용된다.

### ☑ 인수 가치 결정

현재 인수대상기업이 M&A 시장에서 어떻게 평가되고 있는지, 향후 M&A가 성사되었을 때 현 상태보다 얼마나 더 성과를 올릴 수 있는지, 적절한 인수 가치는 얼마인지 등을 판단하여야 한다.

### ☑ 법적 요소

두 기업 간의 M&A를 실시함에 있어 법적 규제는 없는지, 대상기업이 현재 소송 상태에 있거나 기술 협약 등으로 인해 M&A가 불가능하지는 않은지 등을 살펴보아야 한다. 특히 독점 금지법과 관련된 사항에 대한 검토가 중요하다. 국내의 경우도 공정거래위원회의 승인 여부가 M&A에 중요한 영향을 끼친다. 이외 상법, 세법, 회계기준 등의 요소도 고려해야 한다.

### ☑ 기업문화

두 기업 간의 문화적 차이를 고려하는 것은 매우 중요하다. 일반적으로 문화 차이는 거래협상이 끝나고 통합 단계에서 고려하면 될 것이라고 생각하기 쉽다. 그러나 문화 차이가 클 경우 실제 거래 성사 후 통합 단계에서 시간 및 경제적 비용이 많이 소요될 것이므로 대상기업의 선정에서부터 깊이 살펴보아야 한다.

### ☑ 인수규모

M&A에서 가장 경계해야 할 단어는 ‘승자의 저주’이다. 경쟁에서는

이겠지만 과도한 비용을 치러 오히려 위험에 빠지게 된다는 뜻으로, 과도한 현금 투입으로 인한 재정상황 악화 가능성을 고려하여 현재 기업이 감당 가능한 규모인지를 고려하여야 한다. 갈수록 치열해지는 M&A 시장에 따른 인수대상 매물의 감소로 인해 이러한 위험성은 더욱 커졌기에 인수기업의 현금 여력은 어느 정도인지, 인수구조에 따른 기업 재무 상태의 변화는 어떻게 변화할지 등을 고려하여야 한다.

#### **(4) 인수대상 정밀 분석**

인수대상의 정밀 분석은 해당 기업의 전략적 가치를 규명하는 과정이다. 이 과정의 전반적인 프로세스는 다음과 같다.

##### **☑ 개별 기업 분석**

인수대상기업 그 자체의 가치를 평가하는 과정으로 경영 활동, 성장요소를 다각적인 측면에서 철저히 분석하여야 한다. 특히, 기업의 장단점, 시장에서의 위치 등을 파악하여 가치평가에 반영할 수 있어야 한다.

##### **☑ M&A 적합성 분석**

각종 감독 기관의 규제 및 법률적 제약 조건, 기타 여러 조건을 고려해 잠재적 인수대상기업과의 M&A가 적합한지를 알아보는 과정이다. 이때 시장에서의 반응 및 감독 기관의 예상 반응 그리고 인수대상기업의 조직적 문제 등을 고려해야 한다. 특히 우리나라는 대다수 기업에서 노조 활동이 활발하기 때문에 노조와의 마찰도 심각하게 고려되어야 한다. 또 잠재적 인수대상기업의 예상 가격을 비교해 보고 M&A를 계속해서 추진할 것인지 판단할 수 있다.

### ☑ M&A 후 효과 분석

M&A가 실행되었을 때, M&A 이후 통합 법인의 가치가 어떻게 변할 것인지를 평가하는 과정이다. 경영 활동상의 각 측면에서 발생하는 시너지 효과를 따져보고 이런 영향이 기업의 가치에 얼마나 반영되는지를 알아본다. 이전 단계에서 분석한 인수대상기업의 개별가치와 인수기업의 개별가치를 더한 합보다 M&A 이후 기업의 가치가 크다면 일단 긍정적인 거래로 고려할 수 있다.

### ☑ 잠재적 인수 실패 위험 요소 분석

과거 “75%의 M&A는 실패한다”는 말이 있었을 만큼 M&A에 대한 인식이 좋지 못한 시기가 있었다. 물론 M&A에 대한 인식이 부정적이던 시대의 말이지만 실패 가능성이 존재하는 것은 사실이다. 긍정적인 점 외에도 다양한 잠재적 실패 요인들, 기술 패러다임의 변화, 브랜드 이미지 감소, 지나치게 과다한 인수가액의 지불, 시너지 또는 수익 모델의 과대평가, 실사 실패로 인한 부실채무 인수 또는 노조로 인한 조직 통합 실패 등이 존재할 수 있으니 이에 대한 세밀한 검토가 선행되어야 한다.

## (5) 인수자금의 조달, 지급 시기 및 형태 고려

M&A 추진 시 대금의 지급 시기와 지급 형태에 대하여 사전에 고려하여야 한다. 인수자금의 준비에 만전을 기하는 것도 잊지 말아야 한다.

인수대금의 지급 방식 및 시기는 거래 상대방과의 합의에 의해 본계약에 정해진 방법으로 행해지기 때문에 각 거래마다 상이하게 나타난다. 가장 간단하고 일반적인 방법은 거래 종결일에 대금을 지급하는 방법이며 국내에서는 흔히 본계약체결일에 일정 부분을 지불하고 종결일에 잔금을 지급하는 방법이 사용된다.

인수대금의 지급 형태에 대해서도 사전에 반드시 고려해야 한다. 일

반적으로 M&A의 대금은 현금으로 지급한다. 그러나 그 방법도 당사자 간의 합의에 따라 다양하게 나타난다. 인수기업의 주식으로 지급할 수도 있으며 3자 배정 유상증자와 같은 형태로 M&A가 일어나는 경우 매도인은 기존 보유 주식을 시장에서 매각할 수도 있다.

M&A는 각 거래의 유형이 다양하며 인수기업의 재무구조와 자금조달 능력 역시 다양하므로 각 상황에 적합한 자금조달 방식을 선택적으로 사용할 수 있다. 현재의 재무구조가 양호하다면 재무구조에 무리가 가지 않을 정도의 범위에서 자금을 차입하여도 좋지만 그렇지 않을 경우에는 인수를 포기하는 것도 고려하여야 할 것이다.

---

## 어떻게 준비할 것인가?

### (1) 이해 관계자 사전 공감대 형성

M&A는 서로 다른 두 기업의 문화적 융합을 이뤄내야 하는 과정으로 단순히 두 기업의 자원, 지식, 업무 방식 등의 결합만을 의미하는 것이 아니다. M&A 성공을 위해서는 이질적인 두 기업 간의 문화 통합이 중요한데 구성원들 간 사전 공감대가 형성되어 있지 않으면 M&A에 따른 변화가 조직에 효과적으로 흡수되지 않고 파벌 형성이나 갈등의 증대, 사기와 업무 능률의 저하 등을 가져오기 쉽다.

기업이 아무리 훌륭한 통합 전략을 수립하였다 하더라도 핵심 주체 세력이 되어야 할 내부 구성원들이 이를 충분히 이해하고 동참하지 않는다면 M&A의 성공 가능성은 매우 낮다.

이러한 이유에서 내부 구성원들의 M&A에 대한 적극적 참여가 필요하다. 기업이 추진하고자 하는 사항에 대한 정확한 정보를 제공하고 조

직 구성원의 의견을 수렴하여 조직의 변화에 대한 공감을 이끌어 내고 참여시킴으로써 기업 변화의 성공 가능성을 제고하고 기업가치를 극대화시켜야 한다.

## (2) 실무추진팀의 구성

실무추진팀은 기업 내 각 분야의 전문가들로 구성되어야 한다. 기본적으로 재무, 생산, 영업 전문가는 필수적으로 포함되어야 하며 실무추진팀의 팀장은 최고경영자 또는 최고경영자로부터 전권을 위임받은 임원이 되는 것이 바람직하다. 신중한 결정을 위해서는 실무추진팀의 검토 단계부터 최고경영진에 이르기까지 몇 단계를 거치는 것이 나쁜 것은 아니지만, 신속한 의사결정과 비밀 유지를 위해서 최고경영자의 진두지휘 아래 추진되어야 한다.

또한 외부 전문가인 회계법인, 법무법인 및 기타 M&A 자문기관 등은 자신의 전문분야에 대한 의견 제시는 가능하나 산업의 특성을 정확히 파악하는 데에는 한계가 있으므로 종국적인 의사결정은 반드시 기업 내부의 전문가가 내려야 한다.

실무추진팀은 최고경영자의 비합리적 의사결정을 방지하기 위해 노력하여야 하며 회사의 비전 제시, 현황 파악 및 비전 달성 방법의 검토 등 전략수립에서부터 M&A 종결에 이르기까지 일련의 과정을 수행해야 한다.



### (3) 외부 전문가의 영입

M&A를 효과적으로 수행하기 위해서는 매수기업 내부의 실무추진팀에 외부의 전문가들을 영입하는 것도 좋은 방법이다. 이 경우 반드시 고려되어야 할 외부 전문가로는 공인회계사와 같은 회계·세무·재무 전문가, 변호사와 같은 법률 전문가 등을 들 수 있다. 또한 실무추진팀에 인수대상기업이 영위하는 업종의 전문적 지식을 갖춘 엔지니어가 없을 경우에는 동 업종의 전문적 지식을 갖춘 엔지니어와 업종에 따라 환경문제 전문가도 포함될 수 있다.

이러한 외부 전문가에 대해서는 이해 상충(Interest Conflict)의 여부를 충분히 검토한 후 선임하여야 하며, 비밀 유지 의무도 엄격히 준수할 것을 요구하여야 한다. 예를 들어 인수대상기업의 외부감사인인 공인회계사나 자문 변호사는 해당 기업에 대해 많은 정보를 가지고 있으나 공정성을 유지하기 어려울 수도 있으므로 제외시키는 것이 바람직하다.

### (4) 외부 자문사의 선정

M&A는 경우에 따라서 몇 년의 기간이 걸리기도 하는 장기간의 프로젝트로 회사의 내부 조직이 M&A 업무에 전념하는 것은 시간적, 비용적, 전문성 측면에서 효율성이 높지 않을 수 있다. 따라서 대부분의 M&A에서는 회계법인, 법무법인, 금융자문사 등 외부 전문가들이 회사로부터 권한을 위임받아 실질적으로 M&A를 주관하게 되며, 잠재적 투자자 또는 인수대상기업과의 접촉, 거래구조 수립 등 M&A의 전반적인 과정을 진행하게 된다.

외부 자문사는 대체로 다음과 같은 역할을 수행한다.



- 양 당사자 대립과 갈등 조정
- 상대방에 대한 객관적 판단
- 외부 전문가의 매수/매도 정보 데이터베이스 활용
- 비밀 유지를 위해 인수 측 실체를 드러내지 않은 상태에서의 상대 탐색
- 의뢰기업의 전략수립에 대한 자문
- 후보기업군의 리스트 제공
- 목표기업 실사 및 가치평가
- 목표기업 경영진의 능력평가, 노사관계, 인수 후 운영방안 자문
- 위험도 평가
- 경쟁사 현황 및 전략에 대한 정보 제공
- 목표기업과의 협상 시 의향서 발급
- 가격협상
- 가계약, 본계약체결 자문

## (5) 매도자의 전략수립

### 마음의 준비

1세대 중소, 중견기업 창업주는 그 기업이 본인 인생의 목적이자 평생 헌신하여 가꿔온 결과물이기에 기업을 본인과 동일시하는 경우가 많다. 이러한 평생에 걸친 인생 작품을 본인의 손에서 떠나 보내야 할 때의 상실감은 상상을 초월한다. 그렇기에 은퇴 후 본인의 계획이 무엇인지, 앞으로 삶의 목적은 무엇인지에 대한 명확한 방향성을 설정해 놓아야 한다.

### 매각전략 수립 시기

매각전략의 수립은 언제부터 하는 것이 가장 좋을까? 이 질문에 대한 적절한 답변은 “기업 창립 시점부터”일 것이다. 건강 악화, 가업승계 불가 등의 개인사정이 생겨 급하게 매각을 준비하는 경우 평생 일궈온 본인의 기업을 제값을 받지 못하고 처분하는 경우가 부지기수이고, 높은 가격을 부르는 적극적인 인수자가 언제 나타날지는 알 수 없는 일이다.

그렇기에 매각전략은 기업의 운영과 궤를 같이하여 수립되어야 한다.

적절한 매각 기회가 찾아왔을 때 원활한 매각절차의 진행을 위해서는 적절한 운영 및 관리 시스템 구축이 필수불가결하다. 창업자가 나간다면 운영이 원활하지 못하다거나 회계적 수치의 정확성을 담보할 수 없다면 이 기업은 외부에서 보기엔 매력적이지 않거나 기업의 가치를 제대로 인정받지 못할 수 있다. 이를 위해 항상 객관적인 외부의 시각에서 본인의 기업을 바라보고, 높은 가치를 인정받을 수 있도록 준비해야 한다. 필요한 경우 외부 회계, 컨설팅 전문가의 활용도 고려해야 한다. 제품별 수익성 분석, 향후 사업 계획의 수립 및 이에 따른 현금흐름 추정 등이 수반되어야 한다.

## 매수자 물색

매수자 물색은 매각 방식에 따라 구분된다. 매각 방식은 크게 1. 공개 경쟁 입찰 2. 제한적 경쟁 입찰 3. 수의 계약으로 나뉘는데, 수의 계약 거래의 경우 인수대상기업 발굴과 마찬가지로 정형화된 방법은 없으며 다양한 네트워크를 활용하여야 한다. 반면 공개 경쟁 입찰의 경우 주로 매각 주관사를 통해 매각의사를 밝힌 후에 인수의향서를 접수받는 형태로 진행되므로 더욱 다양한 매수자를 물색할 수 있다. 다만 이 경우 경쟁사 등에 매각의사가 노출되므로 정보 유지가 이뤄지지 않는 단점이 존재한다.

## 매각 시점

일반적으로 경영자들은 소위 잘나가는 시점에는 회사를 매각하는 것에 대해서 전혀 고려하지 않는다. 사업이 잘되는 시점에는 오히려 자금 유치 등을 통한 투자 확대로 기업의 덩치를 키우려고 한다.

그러나 아무리 과거 고속 성장해오던 기업이라도 그러한 높은 성장세

를 지속적으로 유지하는 것은 불가능하다. “현 사업은 신기루다. 언제든 버릴 준비를 하라.” 리타 건터 맥그래스 컬럼비아대 비즈니스스쿨 전략 경영 교수의 말이다. 성장을 거듭하다 갑작스러운 성장 둔화에 위기가 찾아오게 되면 교육지책으로 기업을 내놓는 경우가 대부분인데 성장이 꺾인 기업은 관심 대상에서 제외되거나 낮은 가격에 매각되는 경우가 많다. 이처럼 많은 기업들이 사업의 매각 시기와 방법을 잘못 선택하여 값비싼 대가를 치르게 된다. 대표적인 사례로 2011년까지 14년간 휴대폰 시장에서 부동의 1위를 유지하던 노키아가 2007년 아이폰을 출시한 애플에 경쟁우위를 빼앗기면서 시장에서 추락한 것을 들 수 있다. 결국 노키아 휴대폰 사업부는 2013년 마이크로소프트에 매각된다. 매각가액은 약 72억 달러로 2007년 노키아 시가총액이 최고점을 찍었을 당시 금액인 약 1,073억 달러의 15분의 1 수준이었다.

반면에 노련한 경영자는 기업이 성장가도에 있을 때 사업 매각을 통해 핵심 사업에 대한 전략적 집중을 강화할 뿐 아니라 기업가치를 크게 높인다. 대표적인 사례로 전기차 업체 테슬라모터스의 대표이사 엘론 머스크는 미국 대표 전자결제업체 ‘페이팔Paypal’의 전신인 ‘X닷컴’을 창업했고, 회사를 이베이에 매각하여 확보한 자금으로 현재의 테슬라모터를 설립한다. 이처럼 적절한 매각 타이밍의 설정은 가치 창출의 핵심 변수인 것이다.

매도자 입장에서 M&A를 진행함에 있어 추가적으로 기억해야 할 점은 시간을 끌지 말아야 한다는 것이다. 많은 기업주들이 기업 매각 시 자신들의 옵션을 계산하느라 너무 많은 시간을 허비하는 경향이 있다. 시장 상황은 고려치 않은 채, 오직 자신들의 기대치를 만족할 수 있을 때까지 가격을 높이려다가 타이밍을 놓치는 경우가 많다. 아무리 전도유망한 상품 및 기술을 보유한 회사라도 시기적으로 불리한 상황에 놓이게 되면 M&A 거래 가격은 크게 떨어지기 마련이다.

# 03 M&A 진행

## 거래 탐색

M&A 거래 방식은 크게 3가지로 구분된다.

구분	공개 경쟁 입찰	제한적 경쟁 입찰	수의 계약
거래 방식	다양한 전략적, 재무적 투자자	제한된 인수자 접촉	일대일 접촉
비밀 유지	공개적	적정한 수준	높은 수준
장점	· 다수의 매수기업 접촉으로 인한 매도가치 극대화	· 적당한 비밀 유지 · 우량기업에 대한 배타적 권리 확보	· 빠른 거래실행 · 비밀 유지 · 재량권 보유
단점	· 비밀 유지 어려움 · 매각기업이 우수 · 과도한 행정절차	· 매각가치가 제한적으로 인정받을 수 있음	· 제한된 정보로 인수기업이 우수

매각대상회사 규모 및 비밀 유지 필요성 등 전반적인 요소들을 고려하여 매각 방식을 정한 후 M&A를 위한 매수자 접촉을 위한 매각대상회사에 대한 소개 자료를 준비해야 한다. 소개 자료에는 매각대상회사에 대한 사업 개요 및 분석, 재무 자료, 거래 배경, 거래구조에 대한 설명, 그리고 매각대상회사의 장점 등을 중심으로 매수자를 유인할 수 있는 항목을 담는다.

먼저 투자 안내서를 작성하여 잠재적 매수자와 초기 접촉을 한다. M&A 관련 업계에서는 이러한 자료를 매수자의 관심을 초기에 유도하기 위한 것이란 의미에서 티저 메모 Teaser Memorandum 또는 티저로 부르고 있다.

티저 작성에서 중요한 점은 회사의 정체를 밝히지 않으면서 대상회사의 매력적이고 중요한 포인트를 제시해야 한다는 것이다. 매출 및 이익

규모와 성장성, 고객기반, 고객의 재이용 정도, 지적재산 등 회사의 핵심 경쟁력과 장점을 기술하여 잠재 매수자의 관심을 이끌어내야 한다.

잠재 매수자들은 티저의 내용 및 공시자료Public Information, 시장에서의 정보를 토대로 매각대상회사에 대한 기초적인 정보를 분석한 후 인수 또는 투자 의향이 있을 경우 비밀 유지협약NDA: Non Disclosure Agreement/CA: Confidential Agreement에 서명함으로써 다음 단계로 넘어가게 된다.

비밀 유지협약NDA/CA에 서명한 잠재적 매수자는 보다 자세한 회사자료를 포함한 IMInformation Memorandum을 바탕으로 인수의향서LOI: Letter of Intent나 예비입찰제안서Indicative Offer를 제출함으로써, 예비실사Data Room Due Diligence에 참여하게 된다. 물론 인수의향서 또는 예비입찰제안서에 대한 매도자 측의 평가에 의해 제한된 잠재 매수자만이 예비실사에 참여할 수 있다.

## 실사 및 가치평가

### (1) 실사 Due Diligence

M&A 진행 절차에서 실사Due Diligence라 함은 기업의 인수·합병에 따르는 위험 또는 문제점들을 계약서에 서명하기 이전에 파악하는 절차로서 대상기업에 대한 재무, 영업, 법적인 현황 및 활동에 대해 조사하는 과정을 의미한다.

실사는 대상기업의 규모, 거래의 복잡성에 따라 그 기간이나 범위가 달라지며, M&A 당사자인 매도자와 매수자의 협의를 거쳐 실사 기간 및 범위가 정해진다. 통상적으로 본실사 기간 동안 매각대상회사 경영진의

회사소개Presentation 및 인터뷰, 공장 등의 현장 실사가 행해지며, 매수자 측은 대상회사의 사업 및 운영 파악, 인수 후 계획 수립을 위해 회사 내부 인력과 산업분석 전문가를 실사에 참여시킨다.

일반적으로 실사를 통해 파악해야 할 대상기업의 현황은 아래와 같다.

- 회사의 시장, 제품 및 고객 기반
- 사업 계획에 대한 검토
- 과거의 각종 거래내역
- 보유 자산 및 관리 현황
- 영업, 투자, 재무 활동에 따른 현금흐름
- 회계정보시스템에 대한 검토
- 우발채무 및 부외부채
- 위험 관리 방안
- 인수·합병 후 발생 가능한 제반 문제점

당사자 간의 합의에 따라 본실사 과정에서 발견 또는 검토된 자산 가액의 증감, 부채 및 우발사항에 대한 검토 결과는 본계약체결 시 거래가액에 반영된다.

실사에 대한 구체적인 내용은 '제4장 01. 실사' 편을 참조하기 바란다.

## (2) 가치평가 Valuation

가치평가는 M&A 거래 가격을 결정하기 위한 과정으로 M&A 절차상 거래 상호 간에 가장 민감한 부분이다. 가치평가는 가격 협상을 위한 범위를 제시하며 실제 거래 가격 결정은 당사자 간 협상 결과를 따르게 된다. 또한, 규정 및 법규 등에 의하여 거래 가격 산정에 제한이 존재하므로 이에 대한 검토도 포함되어야 한다.

가치평가에는 여러 방법이 있으며, 방법별로 장단점이 존재한다. 일반적인 가치평가방법은 다음과 같으며, 구체적인 내용은 '제4장 02. 기업가치평가' 편을 참조하기 바란다.

- 일반적 평가방법: 시장가치법, 수익가치법, 자산가치법
- 법률에 의한 평가방법: 자본시장법, 상속세 및 증여세법

## 거래구조의 결정

### (1) 거래구조 Deal Structure의 유형

M&A는 일정한 구조로 매번 이루어지는 것이 아니라, M&A 당사자의 고유한 목적 또는 필요에 따라 최적의 거래구조로 변형된다. M&A 거래구조는 결제수단, 법적 형식 등의 차이에 따라 유형이 구분되며, 거래구조 설계 시에는 사전적으로 법률, 세무, 회계 검토도 함께 수행되는 것이 일반적이다.

결제수단에 의한 M&A는 현금매수, 주식교환매수, LBO **Leverage Buy Out** 중 하나의 형태를 취하게 된다.

현금매수는 기업매수의 대가로 현금을 지급하는 방법으로, 거래를 신속하게 종결할 수 있고 절차도 복잡하지 않은 장점이 있으나 막대한 현금유출이 소요되는 단점이 있다.

주식교환매수 방법은 매수자가 보유하고 있거나 새로 발행하는 주식, 전환사채, 신주인수권부사채 등의 유가증권을 기업 인수 대가로 교부하고 피인수기업의 주식을 취득하는 방법이다.

LBO란 매수자가 페이퍼 컴퍼니 **Paper Company**를 설립한 후 정크 본드

Junk Bond를 발행하여 자금을 조달하거나, 금융기관으로부터 자금을 조달하여 기업을 인수한 후 피인수기업의 자산을 매각하거나 동 기업의 이익금으로 차입금을 상환하는 방법이다. 단, 국외에서 활용하는 LBO는 국내법상 이슈가 존재하므로 반드시 법적 검토가 요구된다.

법적 형식에 따른 M&A 유형에는 영업양수도(또는 자산 및 부채양수도), 주식취득, 합병, 주식교환 등이 있으며, 이에 대한 자세한 내용은 ‘제6장 다양한 M&A 유형’편을 참조하기 바란다.

## (2) 거래구조 설계 시 고려 사항

### ☑ 세금

M&A에서는 거래금액뿐만 아니라 추가적인 비용도 중요한 변수이다. 중간사 등에 지불하는 수수료, 자산·부채 이전비용, 법률 및 회계자문 수수료, 실사 비용 등 많은 부대 비용이 발생하는데 여기서 특히 세금 문제를 빼놓을 수 없다.

세금 문제는 M&A 전체 구조를 변경할 만큼 중요한 변수로 작용할 수 있다. 주주 입장에서는 양도소득세, 증여세, 의제배당, 간주취득세 등이 있으며, 회사 입장에서는 합병차익에 대한 법인세, 이월결손금의 승계, 부당행위계산부인, 영업권, 유보사항의 승계 등 고려해야 할 문제가 많다. 때문에 세금에 대한 충분한 고려 없이 M&A를 진행하다가 막대한 손실을 초래할 수 있으므로 반드시 전문가의 조력을 받는 것이 좋다.

### ☑ 법률

M&A에 대한 법적 규제는 국가별로 차이가 있다. M&A는 광범위한 정부 당국의 규제를 받기 때문에 M&A 구조를 결정하기 전 면밀한 법적 검토가 필요하다.

## ☑ 회계처리

M&A 구조 설계 시 각 거래마다 적용될 수 있는 회계처리 기법들을 고려해 보고, 이 중 M&A 가치를 가장 잘 반영할 수 있는 거래구조와 회계처리 방법을 선택해야 한다.

## 협상

### (1) 협상의 의미

M&A 진행 과정에서 협상은 대상기업에 대한 핵심적인 정보수집 및 전략수립 후 거래 상대방과의 교섭을 통한 계약체결을 위한 단계이다. 이러한 협상은 M&A의 전 과정에서 새로운 정보, 추가적인 분석 등에 따라 계속 이루어지며 가격, 거래형태, 제반 법적 문제 및 절차 등이 상호 간에 잘 해결되도록 진행되어야 한다. 협상을 통하여 양 기업은 서로의 의견을 조정하고, 모두에게 유리하고 최적화된 조건으로 의사결정이 진행되도록 노력하여야 한다.

협상이 효과적으로 잘 이루어지지 않으면 사전 조사에 많은 시간과 돈을 투자한 것이 낭비가 될 뿐만 아니라, M&A를 통해 시너지를 창출할 수 있는 좋은 기회를 잃기도 하므로 매우 중요한 단계라 할 수 있다. 효율적인 협상을 위하여 거래 상대방의 정보, 상황, 의사, 심리 등을 잘 파악하여 협상에 임하여야 하며, 이를 통하여 M&A 비용을 절감할 수 있는 기회를 맞을 수도 있다.

### (2) 협상의 기술

M&A에서 협상은 복잡한 양상을 띠며, 경우에 따라서는 장기간 소요

되는 어려운 과정이다. 한 가지 강조할 것은 협상의 본질적인 목적은 거래를 성사시키는 데 있다는 점이다. 협상은 거래의 타결을 목표로 진행하고 거래에 장애가 되는 요인 Deal Breaker의 제거를 위해 계속 노력하여야 한다. 일반적으로 M&A에서 활용 가능한 협상기술은 아래와 같다.

- 협상의 목적은 싸움이나 경쟁이 아닌 거래의 성사이며, 협상 상대방은 적이 아니라 공동의 이익을 찾아야 할 파트너다.
- 협상 과정에서 상대방과의 현저한 입장 차이는 당연한 것으로 받아들여야 한다.
- 협상창구는 단일화되어야 한다. 협상 책임자에게 상당 부문 권한이 위임되어야 하고, 상대방 측 협상 대표 역시 이러한 권한을 가지고 있는지 확인해야 한다.
- 논리적으로 완전한 근거를 마련하기 전까지는 우리 측 안을 제시하지 말아야 한다.
- 제안 내용은 주의 깊게 수용해야 하며, 일단 받아들인 내용에 대해서는 가능한 수정하지 말아야 한다.
- 거래 상대방에 대한 정보가 많을수록 협상의 우위를 점할 수 있다.
- 상대방이 제시하는 수치화된 데이터나, 통계 등 계량화된 정보에 지나치게 이끌려서는 안 된다.
- 우리 측의 요구사항에 대해 상대방 협상팀이 자신들의 최종결정권자로부터 '예'란 대답을 들을 수 있도록 도와줘야 한다.
- 적시에 협상 자체를 철회하는 것도 효율적인 방법일 수 있으나 항상 협상 재개를 위한 명분을 마련해 주어야 한다.

### (3) 가격 협상

#### ☑ 가격 산정 및 협상의 자세

M&A는 최종적으로 매수자가 지불할 수 있는 가격이 매도자가 요구하는 가격보다 높을 때 성사될 수 있다.

일반적으로 매도자는 기업의 순자산 금액에 자신이 생각하고 있는 영업권 및 경영권 프리미엄을 반영하여 매각가격을 산정하는 반면, 매수자는 실사 및 가치평가를 통하여 산정한 자산가치에 기존 사업과의 시너지 효과를 고려하여 인수가격을 결정하게 된다.

#### M&A 가격 결정



양측의 가격은 자신의 주관적인 요소가 반영되어 결정되기 때문에 처음부터 일치하기는 힘들며, 그 차이가 매우 크게 발생할 수도 있다. 매도자의 입장에선 평생을 바쳐 운영해온 기업을 매각하는 것이기에 자신의 회사에 대한 가치를 지나치게 높이 평가하는 경향이 있고, 매수자의 입장에선 시너지 효과를 높게 평가하지 않거나 실사 과정에서 발견한 위험 요소를 반영하여 자산가치를 낮게 산정하기 때문이다.

중요한 점은 거래가 성사되게 하려면 중립적인 관점에서 서로의 가치 평가를 인정해야 한다는 점이다. 양 당사자가 각자의 목소리만 내고 있으면 사실상 거래는 불가능하다는 사실을 인지하고 서로 양보하는 마음가짐으로 협상에 임해야 거래가 성사될 수 있다.

### ☑ 가격의 제시

매도자는 사전에 자신의 매각가격에 대한 최저 금액을 미리 생각하는 것이 좋으며 이를 바탕으로 가격협상에 임해야 한다. 또한, 매도자가 자신이 원하는 가격을 제시할 때는 자신의 기업가치에 대한 분명한 근거를 준비하여야 한다. 예를 들어 거래 가격을 도출한 세부 근거나 유사 M&A 사례의 최근 거래 가격 등이다.

한편, 매수자는 대상기업에 높은 관심이 있는 경우라면 처음부터 매도자가 수용 가능할 만한 합리적인 가격을 보여 주는 것도 좋은 방법이다.

### ☑ 가격의 조정

실사 및 가치평가 기준일에서 거래 종결일 사이에는 일정한 시일이 소요되며, 그 기간이 장기간일 경우 가격에 대한 조정이 필요하게 된다. 이 경우 기준일과 실제 M&A 거래 종결일 간의 순자산가치나 운전자금 차액을 정산하는 방식으로 가격조정을 하게 된다.

반면, 주식양수도 계약체결 전에 특정일의 재무제표를 바탕으로 매매가격을 결정할 후 가격을 조정하지 않는 방식도 근래 주식양수도 거래에서 자주 나타나고 있다. 가격을 확정할 수 있다는 장점이 있어 주로 매도인들이 경쟁 입찰을 통한 주식매각 시 선호하는 방식이다.

또한, 매도 측과 매수 측 사이 대상회사의 잠재력이나 성과에 대해 큰 이견이 있어 가격 합의에 이르는 것이 쉽지 않을 경우 Earn-out 방식을 취하는 경우도 있다. 이는 미래성과를 측정하여 가격에 반영하는 방식으로 거래 종결 이후 일정 기간 동안의 매출, 순이익, EBITDA 등을 바탕으로 잔여가격을 지급하는 방식이다. 그러나 미래성과에 대한 공정성, 조작 가능성을 둘러싸고 분쟁 가능성이 높고 장기간에 걸쳐 진행된다는 단점이 존재한다. 구체적인 내용은 '제4장 03. M&A와 실사, 기업가치 평가, 주식매매계약서' 편을 참조하기 바란다.

## 자금조달

매수자 측은 자금조달능력을 고려한 M&A 전략을 수립해야 한다. M&A 과정에서 대부분의 협상을 마무리하고도 자금조달 문제가 해결되지 않아 거래가 종결되지 못하는 경우가 많으며, 이 경우 M&A 대상 회사에 여러 가지 부작용과 후유증을 가져올 수 있기 때문이다.

M&A는 다양성 및 비정형성을 띠고 있으므로 자금조달(Financing)에 다음과 같은 다양한 기법들이 존재한다.

### ☑ 자기자본에 의한 조달

회사의 영업이익을 활용하거나 유가증권을 발행하는 방법으로 기업 인수에 사용될 자금을 직접 자본 형태로 마련하는 방식이다. 즉, 회사의 이익을 유보시켜 축적한 회사 보유 현금을 활용하거나 자본금 증자를 통한 자본 조달로 인수자금을 마련하는 것이다.

### ☑ 담보부 채무에 의한 조달

매수자의 자산을 담보로 제공하여 금융기관으로부터 대출을 받는 방법이다. 회사가 보유하고 있는 주식이나 투자유가증권, 동산이나 부동산 등을 담보로 기업 인수를 위한 장단기 자금을 조달하는 방식으로서 담보 제공할 자산이 있어야 가능한 방식이다.

한편, 회사에서 담보로 제공할 자산이 없는 경우에는 대표이사를 포함한 회사의 경영진이나 제3자 담보를 활용하여 금융권에서 대출을 받아서 조달할 수도 있다.

### ☑ 비담보부 채무에 의한 조달

매수자의 신용을 담보로 금융기관 등에서 대출을 받는 방법이다. 이

는 금융기관에서 기업의 신용도에 따라 담보 없이 대출해 주는 것으로서 기업의 매출액, 신용도, 주거래 은행과의 거래기간 등을 종합적으로 판단하여 대출 규모를 정하게 된다.

주로 대기업 등 신용도가 우수한 기업에서 일시적으로 자금이 필요할 때 활용하는 방식이며, 대부분의 중소벤처기업의 경우 신용대출을 받을 수 있는 금액이 제한되어 있어 인수금융으로 활용하기에는 한계가 있다.

#### ☑ 후순위 유가증권에 의한 조달

수익률은 매우 높은 반면 신용도가 취약해 정크 본드(일명 그레이펀드)로 불리는 High Yield 펀드(고수익·고위험펀드)를 발행하여 자금을 조달하는 방법이다.

상환 시 선순위에 있는 채무를 모두 상환하고 나서 가장 후순위로 상환하는 것을 전제로 금리를 높게 책정하여 자금을 조달하는 방법으로 후순위채라고도 불리며, 고수익을 추구하는 기관 또는 개인투자자가 선호하는 방식이다.

#### ☑ 단기차입금

계약의 종결을 위하여 임시적으로 초단기자금인 브릿지론이 활용되기도 한다. 제2금융권을 주로 활용하지만 초고금리를 부담해야 하는 사채시장에서 조달하기도 한다. 인수 완료 후 즉시 상환하는 것을 원칙으로 하는 자금조달 방법이다.

#### ☑ 주식에 의한 조달

제3의 투자자 또는 금융기관 등과 공동으로 기업을 인수하는 방식으로 인수할 주식 중 일부를 투자자에게 제공하여 자금을 조달하는 방법이다.

이렇게 인수금융에 참여하는 투자자를 재무적 투자자로서 FI(Financial

Investor라고 하며, 기업 매수자는 전략적 투자자로서 SI(Strategic Investor)라고 한다.

일반적으로 재무적 투자자는 인수한 기업 주식을 장기간 보유하기보다 단순 보유하거나 구조조정, 운영, M&A 등을 통해 기업가치가 오르면 투자한 주식을 처분함으로써 투자수익을 얻는 데 그 목적이 있다.

### ☑ 사채 발행

회사채를 발행하여 자금을 조달하는 방식이다. 하지만 신용등급이 낮은 중소벤처기업은 회사채 발행이 거의 불가능하므로 주로 전환사채, 신주인수권부사채 또는 교환사채의 발행으로 기업 인수에 사용될 자금을 마련한다.

### ☑ Right Offering

매수자가 인수자금이 부족한 경우에 인수대상기업의 기존 주주를 활용하여 자금을 조달하는 방식이다. 매수자는 인수대상기업의 기존 주주들에게 동등한 배분율에 의하여 저가로 인수회사의 유가증권을 매입할 수 있는 권리를 부여함으로써 기업 인수를 위한 자금을 일부 분담시킨다는 특징이 있다.

### ☑ 기존 부채의 인수 또는 승계

인수대상기업의 부채를 인수하거나 승계하여 인수 자금의 부담을 덜 수 있다. 인수 후 상환 의무는 매수자에게 주어지며, 금융기관의 채무자 변경 등 추가적인 절차가 필요하다.

한편, 매수자는 기업 인수 후, 동 기업의 재산을 일부 처분하여 기존 부채의 상환에 활용하기도 한다.

## ☑ 기업매도자에 의한 여신

기업 인수자금을 후불로 지급하거나 분할상환을 조건으로 인수하는 방식이다. 이는 매도자와의 합의를 통해 시차를 두고 인수대금을 지급하는 방식으로 매수자는 인수시점에서의 자금 부담을 다소 완화시킬 수 있다.

위 방법은 우호적인 매도자와 매수자 간 거래에서 상호 간의 합의를 전제로 이루어지는 거래이다. 대부분의 매도자는 기업 매각 후 발생하는, 책임의 소재가 불분명한 다양한 문제들을 회피하기 위하여 매각대금을 즉시 받기를 선호하기 때문이다.

## 계약체결 및 거래 종결

### (1) M&A 계약체결

M&A는 기업의 지배권, 즉 경영권의 거래를 의미한다. 주식매매계약을 통해 대주주 지분에 해당하는 주식을 취득하게 되면 이사회를 장악하여 경영권을 확보하게 된다. 이러한 M&A의 대부분의 절차 및 최종 결과는 결국 계약서에 의해 확정된다. 따라서 계약체결은 M&A 실무에서 매우 중요한 부분이며 M&A의 성패는 계약서의 작성과 이에 따른 계약체결에서 판가름 나게 된다.

기업의 경영권을 확보하거나 매각을 하는 M&A에서 절차에 따라 필요한 계약서를 갖추는 것이 중요하다. M&A의 성공 또는 실패에 대한 책임 소재를 파악할 수 있으며 M&A가 실패한 경우 실패로 인한 막대한 손실을 막을 수 있거나 이를 보전할 수 있는 중요한 단서가 될 수 있기 때문이다.

M&A 진행 과정에서 실무적으로는 먼저 인수의향서<sup>LOI</sup>를 교환하여 계약체결을 위한 사전 절차를 진행하게 된다. 인수의향서는 일반적으로

는 법적 구속력이 없다고 생각하기 쉬우나 인수의향서의 단서조항이나 특약사항 등에 특정한 규정을 명시하여 이를 위반 시에는 법률적 책임을 부담시킬 수 있으므로 이를 유의하여야 한다. 인수의향서 체결 이후에는 거래 당사자 간에 양해각서MOU를 체결하여 본격적인 M&A 절차를 진행하게 된다.

## ☑ 인수의향서LOI 또는 양해각서MOU상의 주요 쟁점

### 가) 구속력의 범위

인수의향서LOI나 양해각서MOU를 체결하는 단계에서 과연 법률적 구속력이 있는 것으로 할 것인지, 법률적 구속력이 있다면 어느 범위까지 있는 것인지에 대해 혼선을 일으키는 경우가 많다.

일반적으로 본계약의 세부적인 조건이 모두 결정되지 않은 상태에서 추가 실사 및 계약 조건의 세부협상을 전제로 양해각서나 인수의향서를 체결한다. 따라서 법률적인 구속력이 부여된다 하더라도 그 의미는 첫째, 양해각서나 인수의향서에 규정된 계약의 주요 조건에 대해서 수정 또는 재론을 요구할 수 없고, 둘째, 계약의 세부조건에 대한 협상을 신의성실의 원칙에 입각하여 진행하며, 셋째, 비밀 유지의무를 준수하고, 넷째, 배타적 교섭의무를 인정하는 취지에 그치는 경우가 많다.

### 나) 보증금의 예치 여부

인수의향서나 양해각서를 체결하면서 계약금액의 5~10%를 보증금으로 예치하는 경우가 있다. 앞서 설명한 바와 같이 양해각서나 인수인향서는 법률적 구속력이 있을 수 있으므로 이 경우 보증금에 대한 계약의 구속력 여부 역시 확인해야 한다. 물론 매수자 측의 귀책사유로 일정 기간 내에 본계약이 체결되지 않으면 계약금과 동일하게 보증금은 몰수된다.

## ☑ 주식매매 계약상의 주요 쟁점

주식매매계약서SPA: Share Purchase Agreement는 주식 거래에서 가장 기본이 되는 계약서이다. M&A의 국경이 없어진 요즘 국가별 구분 없이 작성 방식과 내용이 서로 유사해지고 있는 추세다. 예컨대 진술 및 보장, 선행조건, 계약해제 등은 주식매매 계약에서 필수 조항들이므로 M&A를 수행하는 부서의 임직원들은 주식매매 계약의 구성과 내용, 조항의 의미, 협상 포인트들을 미리 익혀두는 것이 필요하다. 주식매매계약서의 구체적인 내용은 ‘제4장 03. M&A와 실사, 기업가치평가, 주식매매계약서’ 편을 참조하기 바란다.

### 가) 매매대가의 산정 및 지급방법

매매대가의 산정과 관련하여 거래 종료 후 일정 기간의 영업성과나 회계실사 결과 등을 바탕으로 가격을 다시 조정할 것인지의 문제가 발생한다.

이는 거래당사자 간 기업가치 산정에 대한 합의를 어떻게 하느냐에 따라 달라지는데, 일반적으로 매도인은 가격조정을 꺼려하는 입장이다.

또한, 매매대금을 거래 종결 시 전부 다 줄 것인지, 아니면 계약체결 시 계약금을 지불할 것인지, 매매대금의 일부는 거래 종결 후 일정 기간 에스스로 계좌에 예치할 것인지의 문제도 제기된다.

국제거래에서는 매도인의 신용도나 자력에 의심이 있어 진술 및 보장의 손해배상책임에 대한 담보가 필요하다고 판단될 시에는 에스스로 계좌를 설정하여 매매대금의 10~20%를 1~2년 동안 예치하도록 하는 경우도 존재한다.

### 나) 거래 종결의 선결 조건

주식매매 계약 시 매수자는 자금을 조달하는 것에 성공하면 거래를 종결하겠다는 것을 선결 조건으로 요구하는 경우가 간혹 있다. 매도자

의 입장에서는 이를 수용하지 않는 것이 보통이며, 인수자금의 조달이 확실해진 후에 계약을 체결하자고 요구해야 한다.

반면 매수자 측에서는 계약체결 후에도 거래 종결 시점까지 계속 실사 작업을 진행하여 그 결과를 반영해 줄 것을 선행조건으로 요구하는 경우가 종종 있다. 그러나 이는 계약의 해제 또는 가격조정의 빌미를 주게 되는 결과를 초래하므로 매도자 입장에서는 수용하지 않는 것이 바람직하다.

#### 다) 진술 및 보장

일반적으로 M&A 관련 계약에서는 대상회사의 설립과 존속, 대상 주식 또는 자산의 상태, 회사의 재정상태, 법규준수 여부, 인허가의 취득 여부, 근로관계, 지적재산권관계, 중요계약 등에 관한 광범위한 진술 및 보장이 포함되는 경우가 많다. 이는 기업가치 산정의 기본 전제가 되는 사항들이기 때문이다.

다만, 진술 및 보장은 계약체결 시뿐만 아니라 거래 종결 시에도 유효한 것이기 때문에 계약체결 후 거래가 종결되기까지의 기간 동안 위반 사항이 발생할 수 있음에 유의해야 한다.

협상과정에서는 종종 매도자 측에서 진술 및 보장의 내용이 너무 광범위하고, 자신이 책임질 수 없는 내용도 포함되어 있다고 불평하는 경우가 많다. 진술 및 보장은 위험 요소의 분배라는 측면에서 검토되어야 하며, 이미 위반사실이 있는 경우에는 이를 매수자에게 공개하는 조항을 포함해야 한다.

#### 라) 거래 종결 전 확약사항

계약체결 후 거래 종결까지의 기간 동안 매도자는 일상적인 경영 활동 이외에 대상기업의 가치를 중대하게 변동시킬 여지가 있는 행위를 해서는 안 된다. 이러한 관점에서 일정 규모 이상의 신규 투자, 중요한

자산의 배분, 배당금의 지급, 신주의 발행 등 일정한 행위를 하지 못하도록 하는 조항을 삽입하는 경우가 많다.

또한, 당사자 간 각종 인허가 취득 등 거래 종결을 위한 준비 의무를 규정하는 것이 보통이다.

거래 종결 전의 확약사항을 교섭함에 있어 통상 문제가 되는 것은 결과를 보장할 수 없는 사항도 보장 내용에 포함하는 것이다. 거래 종결 전의 확약사항을 위반하는 경우 손해배상 책임을 발생시키므로 그 결과를 보장할 수 없거나 당사자가 컨트롤할 수 없는 사항에 대하여 결과를 보장하는 것은 위험하다.

#### 마) 거래 종결 후 확약사항

통상 거래 종결 후 확약사항으로 경업금지, 대상회사 직원의 유인 금지 등을 규정하는 경우가 많은데, 매도자의 입장에서는 그 범위와 기간에 대하여 신중하게 교섭해야 한다.

#### 바) 손해배상책임

주식매매 계약서에 거래 종결 이후의 진술 보장 또는 확약사항 위반에 대한 손해배상책임 조항을 두는 것이 일반적이는데, 이와 관련하여 통상 책임의 존속기간 및 손해배상책임의 제한 규정이 문제가 된다.

책임의 존속기간에 대한 아무런 규정을 두지 않을 경우, 일반 민법 및 상법상의 소멸시효 기간이 적용되기 때문에 매도자는 거래 종결 이후 최장 10년간 매수자에게 시달릴 수 있다. 따라서 책임존속기간을 거래 종결 후 전체 회계연도에 대한 회계감사를 실행할 수 있는 기간을 감안하여 1년 6개월에서 3년 사이로 규정하는 것이 일반적이다. 다만, 조세 문제나 환경문제에 대해서는 5~10년으로 책임존속기간을 장기로 약정하는 경우도 있다.

손해배상책임의 제한에 대하여는 손해배상의 하한과 상한을 설정하는 것이 일반적이다. 하한을 설정하는 이유는 필연적으로 발생하는 사업상 오차를 인정하여 손해배상 누적액이 일정한 금액에 도달할 때까지는 문제 삼지 않기 위해서다. 하한을 설정하는 방법에는 다시 일정금액을 초과하는 손해액만 청구하는 방법과 일정금액을 초과하면 손해액 전체를 청구하는 방법이 있다.

## **(2) 법률적 절차 실행**

계약이 체결된 후 거래가 종결되기 전에 선행조건들을 이행해야 한다. 관련 법규에 따라 정부의 인허가를 받아야 하는 경우가 많고, 거래 유형에 따라서 주주총회의 결의, 채권자 보호절차, 근로자와의 협의 등이 있을 수 있다.

거래가 종결된 이후에는 매매 관련 서류의 교부, 기존 임원의 사임 및 신규 임원 선임, 각종 등기 및 등록 절차가 이루어진다.

## **(3) 거래 종결**

M&A 과정은 거래가 종결 되어서야 1차적으로 종료된다고 할 수 있다. 거래의 종결이라 함은 보통 매매대금 지급 완료일을 의미하며 본계약서상에 그 정의를 포함한다. 그러나 실제로는 본계약체결 이후 매매대금이 입금되지 않거나 계약을 이행하지 않아 거래가 종결되지 않는 경우도 발생한다.

## **(4) 세무신고**

매수자는 증여세, 과점주주의 취득세 납세 의무에 따른 취득세 등을 신고하여야 하며 매도자의 경우 양도소득세, 증권거래세 등을 신고하여야 한다.

## 04 성공의 마무리

### M&A 사후 단계의 중요성

통계에 따르면 M&A 1년 후 주주가치가 하락한 경우가 50%나 된다고 한다. 이러한 M&A 실패 사유 중 35%만이 '프리딜'(전략수립, 대상선정, 협상)에 있었고, 무려 65%가 '포스트딜'(인수 후 통합과정)에 있다고 한다.

M&A 시 기대했던 시너지 효과는 자칫하면 허상이 될 수 있다. 매수기업과 대상기업이 같은 사업을 영위하고 있는 경우 많은 매수기업들은 M&A를 단순히 비용 절감의 관점에서 보는 경우가 많은데, 오랜 시간 다른 문화, 거래처, 역사를 가지고 있는 두 조직이 융화되지 못한다면 자칫하면 매수자나 대상기업 모두에게 큰 피해가 돌아갈 수 있다.

일례로 1998년 370억 달러 규모의 주식교환을 통해 합병한 독일의 다임러 벤츠와 미국의 크라이슬러는 동종 업계임에도 불구하고 문화적 충돌을 겪었다. 독일 특유의 다소 딱딱하고 수직적인 문화와 고급차라는 자부심을 가진 벤츠 직원들을 자유분방한 분위기의 크라이슬러 직원들은 잘 융화되지 못했고, 이러한 문제를 인식한 경영진이 뒤늦게 PMI 전담팀을 구성하였으나 이미 늦은 상황이었다. 결국 2007년 다임러가 크라이슬러를 매각하며 양사는 갈라서게 된다.

반대로 2006년 신한은행과 조흥은행의 합병은 대표적인 PMI 성공 사례로 꼽힌다. 국내 상업은행 중 가장 오랜 역사를 가지고 있는 조흥은행이 경쟁사인 신한은행에 흡수되는 합병이었던 만큼 직원들의 반발이 거셌다. 이에 따라 양사에서 T/F팀을 구축한 뒤 물리적 통합은 미루고 'One Bank, New Bank' 라는 구호 아래 감성 통합을 선행하였다. 이는

‘너도 나도 아닌 새로운 우리’라는 의미로 신한은행에 의한 일방적인 흡수가 아닌 ‘제3의 조직문화인자’를 만들어야 한다는 것을 강조하였고, 성공적인 PMI 과정을 거쳐 신한은행은 현재 국내 굴지의 상업은행으로 성장하였다.

이처럼 인수자에게 M&A의 종료는 끝이 아닌 시작일 뿐이고, 사후통합과정(Post-merger Integration, PMI)은 M&A 그 자체보다도 더 중요한 과정으로 인식되고 있다.

## 통합 계획과 실행

M&A는 결혼과 유사한 점이 많다. 이질적인 문화, 경제, 사회적 배경을 가진 두 주체가 합쳐진다는 점에서 그렇다. 결혼 후의 계획을 결혼 서류에 날인하기 전 세우듯 통합에 대한 계획은 사전에 세워야 하며, 양쪽 기업의 업종, 문화적 차이 등을 고려하여 개별적으로 수립되고 실행되어야 한다.

### (1) 계획

#### ☑ 계획 수립 시기

통합에 대한 계획을 세우는 작업은 거래 전, 실사 단계부터 시작해야 한다. 실사 기간에 통합 계획을 수립함으로써 인수로 야기될 수 있는 골치 아픈 사안을 예견하고 이를 해결할 수 있는 전략을 미리 세울 수 있다. 이때 수립한 계획을 바탕으로 통합을 우선순위로 삼고 거래 종결 시점까지 체계적으로 추진해나가야 한다.

### ☑ 통합팀 구성

통합 업무는 기존 핵심사업과 분리되어 진행되어야 한다. M&A로 인해 기존 업무가 흔들려서는 안 되기 때문이다. 따라서 통합을 위해 전념할 수 있는 별도의 조직을 가능한 한 일찍 구성하고 통합 계획을 세우는데 전적으로 참여하도록 해야 한다.

### ☑ 통합 범위 결정

PMI의 핵심 질문은 무엇을 통합하고 무엇을 그대로 두어야 하는가이다. 동일 사업을 영위하고 있는 기업 간 합병의 경우 시장지배력 확대 및 비용 절감 등을 통해 ‘규모의 경제(Economy of Scales)’를 실현하고자 하는데, 이러한 경우의 통합 범위는 굉장히 포괄적이다. 반면 이질적인 사업을 영위하고 있는 기업 간의 합병은 다각화를 통한 시너지를 통해 ‘범위의 경제(Economy of Scope)’ 효과를 기대하는데, 이때는 기능이 비슷하거나 중복된 조직만 선택적으로 통합하는 제한적인 통합이 효과적이다.

반면, 사모펀드 등 재무적 투자자의 경우 비슷한 업종의 기업을 보유하고 있는 등의 특수한 경우가 아니라면 조직 형태를 그대로 가져가는 편이다.

### ☑ 매각 기업과의 협의

거래가 종결되기 전 매각대상기업의 임직원들과 통합을 위한 대화의 자리를 마련할 필요가 있다. 인수 후 실행 계획에 대해 투명하게 공개하고 이에 대한 공감을 이끌어내는 것이 중요하다. 여기서 주의할 점은 이미 기업의 주인이 된 것처럼 행동해서는 안 된다는 점이다.

전략을 투명하게 공개하면 인수기업과 피인수기업의 경영진 모두 처음부터 목표를 명확하게 인지하고 인수 초기의 혼란과 마찰의 여지를 줄일 수 있다.

## (2) 실행

### ☑ 비전 전달

인수기업은 M&A의 배경과 비전을 관계자들에게 잘 전달하고 이를 이해시켜야 한다. 이는 일방적인 전달에 국한되어서는 안 되며, 대상기업의 문화와 분위기, 지역적 요소 등을 이해하고 앞으로 인수기업과의 동행이 기대될 수 있도록 접근하여야 한다. 임직원, 고객, 투자자, 기타 이해 관계자들에게도 전략적 근거, 사업의 목적, 통합의 기준과 목표를 잘 이해시켜 나가야 통합을 위한 기초적인 작업이 실행될 수 있다.

### ☑ 문화의 통합

M&A는 조직과 문화의 복합적인 변화가 다분히 수반되기 때문에 인수기업과 피인수기업 간 문화의 차이는 생각보다 훨씬 큰 문제이다.

성공적인 통합을 이끌어내기 위해서는 이러한 문화 차이를 극복하는 것이 중요하며 기업문화의 통합 전략은 합병 후 통합 법인이 지향하는 기업문화로부터 출발해야 한다.

통합 법인의 비전, 전략 및 기업문화에 대한 중요한 메시지를 지속적이고 일관성 있게 전파하여야 하며, 경영진은 새로운 기업문화가 조직의 하부까지 완벽히 전달될 수 있도록 새로운 비전과 전략에 맞춰 평가 지표를 빠른 시일 내에 조정해야 한다.

기업문화를 신속하게 바꾸기 위한 방법으로 통합 법인의 비전이 반영된 새로운 성과 목표를 달성한 직원에게 보상을 주는 체계를 도입하는 것도 고려해 볼만 하다.

### ☑ 고객 유지 및 통합

사후통합과정에서 또 한 가지 고려해야 할 사항은 고객 이탈이다. 과거 M&A 사례로 살펴본 평균적인 고객 이탈률은 5~15% 정도로 나타난

다. 문제는 이탈 고객 중 상당수가 경쟁사에서 공략 대상으로 삼은 고객층이라는 점이다.

사실 대부분의 고객은 상품이나 서비스에 큰 변화가 생기지 않는 이상 M&A 자체에 크게 상관하지 않는다. 오히려 M&A를 통해 상품이나 서비스가 개선되지 않을까 기대하기도 한다.

문제는 피인수기업 직원들의 관심이 M&A로만 쏠리고 불안감이 증폭되어 업무와 고객에 소홀하게 되는 경우다. 이는 결과적으로 서비스 품질 악화로 이어져 고객들이 이탈하게 된다. 고객들은 회사가 인수된 이후의 미래에 대한 두려움 때문에 거래관계를 이탈하는 것이 아니라, 회사가 고객의 니즈를 제대로 충족시키지 못할 경우 떠나게 되는 것이다. 피인수회사의 경쟁사들도 이러한 점을 알기에 이들에게 경쟁사의 M&A는 신규 고객 확보 및 전문 인력 확충의 좋은 기회인 셈이다.

따라서 통합 기간 동안 고객 관리에 각별히 신경을 써야 한다. 특히 대형 거래처와 주요 거래처에 대해서는 인수기업과 피인수기업의 경영진이 차례대로 M&A 사실을 알리고, 통합으로 인한 불이익이 향후에도 없을 것을 강조해야 한다. 직원 통합 과정 또한 조속히 마쳐 회사가 제공하는 제품 및 서비스에 문제가 발생하지 않도록 해야 한다.

### ☑ 직원 유지 및 통합

M&A에서 가장 어려운 작업 중 하나가 피인수기업의 인재를 유지하는 일이다. M&A가 발표되는 순간 인수대상기업의 임직원들이 가장 불안감에 시달리며, 이때가 경쟁사에 인재를 뺏길 수 있는 가장 위험한 시기다. 실제로 대기업 M&A 거래 발생 연도의 평균 퇴직률은 등기임원 60%, 미등기임원 16% 수준이고 거래 3년 후 평균 퇴직률은 등기임원 93%, 미등기임원 67% 수준에 이른다.

인수대상기업의 임직원들이 경쟁사로 적을 옮기게 되면 지적재산권이

유출될 위험이 있고, M&A로 기대했던 효과가 사라지거나 감소할 수도 있다. 특히 이는 서비스 산업 또는 연구개발 산업에서 중요한 사안이다.

따라서 핵심 인재들이 대거 유출하는 사태를 방지하기 위한 대책을 마련하는 것이 중요하다. 피인수기업의 임직원들에게 통합 법인의 비전에 따라 동기부여를 하고 이에 대한 보상 또는 사후관리를 적절히 제공하는 것이 필요하다.

또한, 인수기업과 피인수기업 사이의 권력 배분을 세심하게 조율하는 작업이 동반되어야 한다. 피인수기업의 임직원 역량을 제대로 파악하고 관리자의 역할을 맡길 수 있는 사람을 선발하여 핵심 부서에 적절히 배치하여야 한다. 그리고 양 사의 임직원들이 효율적으로 협업할 수 있도록 공식적인 절차를 마련하여야 한다.

한편, 이 과정에서 핵심 경영진이 이탈할 수도 있으므로 통합 관련 핵심 직책에 대해 중간급 관리자를 후임자로 준비해두는 것도 필요하다.





**MERGER AND ACQUISITION ESSENCE**

## 제4장

# 실사와 기업가치평가

---

01 실사

02 기업가치평가

03 M&A와 실사, 기업가치평가, 주식매매계약서

# 01 실사

## 개요

실사Due Diligence란 지분 또는 자본구조에 있어서의 중대한 변화를 일으킬 수 있는 거래Transaction와 관련하여 대상회사의 재무, 영업, 법률, 환경, 인적자원, IT 활동 등 전반적인 상황에 대해 조사 및 검토하는 업무이다.

중소벤처기업과 같은 경우에는 아이디어 중심의 사업추진으로 유형 자산보다는 기술, 인력 등의 무형자산의 비중이 높으며 신생기업이 많아 과거 실적에 대한 정보가 부실한 경우가 많다. 그렇기 때문에 실사를 통한 정보의 신뢰성 확보 및 위험 요소의 사전 파악이 매우 중요하다.

M&A 시 기업실사는 통상 비밀 유지계약서가 체결되거나 양해각서가 체결된 이후부터 시작하여 본계약체결 전까지 예비실사 또는 본실사를 진행하고, 본계약체결 후 확인실사를 진행하는 형태로 진행된다.

실사과정을 통해 매수자는 인수대상회사가 처한 위험을 확인하여 인수가격에 반영하거나 진술 및 보장 등을 통해서 손해배상을 받을 수 있다. 또한, 실사 때 파악한 정보는 사후통합과정PMI: Post-merger Integration에도 유용하게 활용될 수 있다.

이러한 실사의 중요성에도 불구하고 국내 M&A 시장은 실사에 대한 적절한 보수를 지급하는 것에 대해서 인색한 경향이 있다. 실사를 통해 발견된 사항들이 M&A의 전 과정에서 큰 영향을 미칠 수 있기 때문에 충분하고 목적 적합한 실사가 이루어질 수 있는 환경 조성이 필요하다.

## (1) 실사의 분류

실사는 회사를 둘러싼 다양한 환경과 기업 활동의 전체적인 수행 과정에 대한 이해 과정이기 때문에 다양한 측면에서 실사가 수행된다.

### ☑ 기능별 실사의 분류

실사는 기능별로 재무실사<sup>Financial Due Diligence, FDD</sup>, 세무실사<sup>Tax Due Diligence, TDD</sup>, 사업부문실사<sup>Business Due Diligence, BDD</sup>, 법률실사<sup>Legal Due Diligence, LDD</sup> 등으로 분류할 수 있다. 기능별 실사는 종합적으로, 때로는 필요한 부분에 한하여 수행된다.

- 재무실사: 대상회사의 재무적, 비재무적 사항이 재무적으로 미치는 영향 등을 파악하는 실사
- 세무실사: 대상회사의 조세 규정 준수 여부, 거래구조상에서 발생하는 조세 위험 등 세무 관련 실사
- 사업부문실사: 대상회사의 산업 및 사업, 고객 및 운영, 인사, 지적재산권 등에 대한 실사로 구체적으로 다루는 분야는 다음과 같다.
  - 산업 및 사업: 대상과 관련된 산업, 시장, 경쟁업체, 거래처, 산업 규제 및 산업성장의 동인에 대한 실사
  - 고객/운영: 구매, 제조에서 판매(고객)까지 회사 운영 전반에 걸친 업무효율성, 영업 활동의 핵심 요소 등 Value 제고를 위한 요소에 대한 실사
  - 인사: 회사의 핵심인력, 급여 및 상여정책, 이사회 및 Governance, 노조 보유 여부 및 관련 이슈 등에 대한 실사
  - R&D/Facilities: 특허 및 지적재산권, 투자 시설과 관련한 사항을 파악하는 실사
- 법률실사: 대상회사의 법률 준수 여부, 소송/약정사항/우발사항과

관련한 사항, 거래구조상에서 발생하는 법규 사항을 파악하는 실사

상기와 같이 실사의 영역이 다양한 만큼 실사 시에는 대상회사를 충분히 이해하기 위해 다양한 분야의 전문가가 함께 업무를 수행하게 되고, 인수회사 측에서도 다양한 Function의 팀원들이 실사에 참여하는 것이 일반적이다.

### 실사의 범위

<p><b>Business Due Diligence [산업 및 사업]</b></p> <ul style="list-style-type: none"> <li>· 타사 대비 경쟁력</li> <li>· 시장규모 및 점유율 Data/ 추정치 분석, 매출 추정 방법</li> <li>· 수주 방식 및 주요 매출처</li> <li>· 산업에 영향을 미치는 Factors</li> <li>· 시장 진입 장벽</li> <li>· 신사업 계획</li> </ul>	<p><b>Business Due Diligence [Customers]</b></p> <ul style="list-style-type: none"> <li>· 주요 거래처 계약 검토</li> <li>· 부문별 주요한 계약 사례</li> <li>· 고객 입장에서 공급자 변경 시에 부담하게 되는 불이익 여부</li> <li>· 신규고객 발굴 가능성</li> <li>· 가격협상 방식</li> </ul>	<p><b>Financial Due Diligence</b></p> <ul style="list-style-type: none"> <li>· 과거 수익 및 원가 측면에서 예산 달성 여부</li> <li>· 매출 품목별 연간 수주 잔고 및 Sales Mix</li> <li>· 수익인식 기준</li> <li>· 연간 투자계획</li> <li>· 필요운전자본</li> <li>· 소요자금 원천</li> <li>· 부외부채 여부</li> <li>· 세무리스크 점검</li> </ul>
<p><b>Business Due Diligence [HR]</b></p> <ul style="list-style-type: none"> <li>· 회사 핵심인사 약력 및 경력</li> <li>· 연간 인건비 변동</li> <li>· 핵심인력 인센티브</li> <li>· 노조 보유 여부 및 관련 이슈</li> <li>· 이사회 및 Governance 구조</li> </ul>	<p><b>Business Due Diligence [R&amp;D &amp; Facilities]</b></p> <ul style="list-style-type: none"> <li>· 특허 및 지적재산권</li> <li>· 향후 R&amp;D 투자 및 매출에 미치는 영향</li> <li>· 자산운용 및 금융리스 간 구분</li> </ul>	<p><b>Legal Due Diligence</b></p> <ul style="list-style-type: none"> <li>· 계류 중 소송 사건</li> <li>· 환경 관련 이슈</li> <li>· 규제환경 및 관련 법률</li> <li>· Key 법률 관련 문서</li> </ul>

### ☑ M&A 단계별 실사의 분류

M&A 단계별 실사의 분류는 예비실사, 정밀실사(본실사), 정산실사로 구분되며 자료의 접근 범위나 수행되는 절차 등에 있어서 차이가 있다.

예비실사는 제한된 정보 및 외부에서 입수 가능한 자료를 바탕으로

대상회사를 분석하는 단계이다. M&A 거래금액의 규모가 큰 경우나, 대상회사의 내부 자료의 신뢰성이 낮은 경우, 인수의향서 LOI 작성 전 대략의 가치평가 내지는 인수가능 여부를 확인하기 위하여 실시한다. 예비실사는 대체로 회사가 제출하는 자료에 대한 질의응답, 설명의 타당성 검토, 비교적 쉽게 확인 가능한 증빙의 대조 등으로 이루어진다.

정밀실사(본실사)는 대상회사로부터 보다 세부적인 자료 등을 제공받아 인수 여부 및 적정 가격을 검토하기 위하여 대상회사를 분석하는 단계이다. 결과에 따라 매수자와 매도자의 이해 관계가 결정될 수 있으므로 양측에서 매우 신중하게 진행하며 실사의 범위 또한 깊고 넓다.

정산실사는 거래종결 시 사후 대금의 정산과 조정을 위해 실시되며, 운전자본, 자기 자본 보장 조항 확인 등의 목적으로 실시된다.

중소벤처기업의 경우 예비실사와 본실사가 동시에 진행되고, 정산실사는 거래 단순화 등으로 생략되는 경우도 존재한다.

구분	예비실사	정밀실사(본실사)	정산실사
수행 단계	· 인수 의향을 표명한 투자자를 대상으로 한 잠재적 인수대상자 선정 이후	· Short-list 선정 이후 또는 우선협상대상자 선정 및 MOU 체결 이후	· 본계약(SPA) 체결 이후 거래 가격 정산목적
참여 대상	· 잠재적 인수대상자	· Short-List 선정자 또는 우선협상대상자	· 인수대상자
업무 범위	· 제한된 범위의 정보 접근 가능 · 제한된 범위의 실적결과를 토대로 한 가치평가 작업 수행 · 예비입찰제안(Indicative Offer)을 위한 제안가격 등의 Guideline 마련	· 영업, 노무, 환경, 기술 등 전 부분에 걸친 정밀실사 수행 · Binding Offer를 위한 제안 가격의 Guideline 마련 · 가격협상 및 계약서상 진술 및 보장과 관련한 주요 사항의 포함 여부에 대한 검토	· 실사(평가)기준일 ~ 거래종결일 까지 발생한 가격변동 사항에 대한 확인 · 계약의 내용에 따라 계약당사자 간의 권리 및 의무의 이행 여부 확인

### ☑ 수행주체별 실사의 분류

실사는 수행주체에 따라 매도자실사 Vendor Due Diligence, VDD, 매수자실사 Buy-side Due Diligence로 구분되며 실사의 목적 등에 차이가 있다.

	매도자실사(VDD)	매수자 실사(Buy-side FDD)
수행주체	매도자	잠재적 투자자
주요이용자	잠재적 투자자	잠재적 투자자
목적	<ul style="list-style-type: none"> <li>· 매도자가 잠재적 투자자를 위해 실시하며 객관성 확보를 위해 외부 전문가가 일반적으로 수행</li> <li>· 인수실사 시 식별될 수 있는 Deal Breaker 조기 발견</li> <li>· 발생 가능한 시너지 및 업사이드의 발견 및 명확화</li> <li>· 잠재적 매수자들에게 필요한 정보를 적시에 제공함으로써 M&amp;A 소요 기간 단축</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>· 대상회사에 대한 이해 목적으로 수행</li> <li>· 잠재적인 투자와 관련한 위험과 기회를 평가</li> <li>· 우발부채 및 가격조정사항의 발견 및 검토</li> </ul>

## (2) 실사의 목적

본계약을 체결하기 전에 대상회사에 대한 적절한 가치를 평가하여 적절한 인수가격을 산정해야 한다. 실사를 통해서 대상회사의 영업전망, 예상수익의 달성 정도, 자산의 실재성, 부외부채의 존재 가능성, 우발채무의 발생위험, 향후 추가될 비용의 산정, 기타 경영진의 경영능력, 노사문제, 정부와 기업과의 관계 등 재무적·비재무적인 문제를 도출할 수 있으며, 이를 기초로 하여 최종적인 인수가격의 결정을 내릴 수 있다.

실사의 결과물을 통해 M&A에 영향을 미칠 수 있는 요소들은 다음과 같다.

### ☑ 거래중단 요소

M&A 거래를 위협하는 중요한 요소로서 인수대상회사의 자료의 신뢰성 부족, 중대한 수익력의 상실, 핵심인력의 중대한 유출, 중대한 우발채무의 존재, M&A 과정에서의 법규 및 계약상의 문제 등

### ☑ 가치평가 요소

기업가치평가의 주요 고려 사항으로서 미래수익 및 원가추정에 필요

한 과거 추세분석, 미래 현금흐름에 영향을 미치는 요소(운전자본의 변동, 고정자산 등 투자지출 포함), 조정 후 매출액 및 조정 후 이익 등

#### ☑ 사후통합 요소

M&A 이후 통합과정에서의 고려 사항으로서 M&A를 통한 시너지 효과, 급여수준의 차이, 전산 시스템의 통합 가능성 등

#### ☑ 계약관련 요소

인수계약 시 고려 사항으로서 우발채무에 대한 위험회피 조항, 관계회사 거래에 대한 장기계약의 필요성, 사후 계약금액 정산에 영향을 줄 수 있는 사항 등

### (3) 실사의 범위

실사의 범위는 실사 항목에 대한 범위, 실사 대상회사에 대한 범위, 실사 대상기간에 대한 범위 등을 포함한다. 실사의 범위는 거래 목적 및 중요성, 위험의 정도 등에 따라 결정된다.

재무실사 측면에서 개별기업의 재무분석 시 수행되는 실사 항목과 관련된 범위는 일반적으로 QoE(Quality of Earnings)에 대한 실사와 운전자본(Working Capital), 순차입금 및 부채성 항목(Net Debt & Debt-like Items), 비영업 자산 및 부채 등을 중심으로 수행된다.

실사 대상회사에 대한 범위는 자회사나 관계회사를 포함할 것인지에 대한 것이며, 실사 대상기간에 대한 범위는 과거 특정기간 또는 미래의 분석기간을 정함과 관련이 있다. 과거 분석기간은 손익의 경우 통상 과거 3~5개년 전후의 기간을 분석 범위로 한다.

그러나, 다음의 표에서 보는 바와 같이 실사는 개별기업의 현재 상황 분석에 한정되지 않고 향후 성장 요소에 대한 분석, M&A 후 효과에 대한 분석, M&A 적합성에 대한 분석 등을 포함 할 수 있다.

개별기업 분석	성장 요소 분석	M&A 후 효과 분석	M&A 적합성 분석
<ul style="list-style-type: none"> <li>· 재무현황 분석</li> <li>· 시장과 경쟁환경</li> <li>· 제품 및 가격경쟁력</li> <li>· Value Chain상에서의 주요 역량</li> <li>· 문화 및 관리의 강점, 약점</li> <li>· 법률, 세무상의 이슈</li> <li>· 시스템 및 인프라 현황</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>· 시장의 성장성</li> <li>· 경쟁구도의 변화 추이 및 전망</li> <li>· 신제품 전략</li> <li>· 기술 및 규제 추이</li> <li>· 시장 및 기업의 위험 요소</li> <li>· 사업 모델의 안전성</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>· 전략적 시너지</li> <li>· 운영 시너지</li> <li>· 재무적 시너지</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>· 법률적 제약 조건</li> <li>· 자금조달 능력</li> <li>· 회사 내부 노조와의 마찰 가능성</li> <li>· 문화 및 조직적 이슈</li> <li>· 타인수희망 업체 현황</li> <li>· 경쟁업체들의 예상 반응</li> </ul>

## 절차 및 고려 사항

### (1) 절차

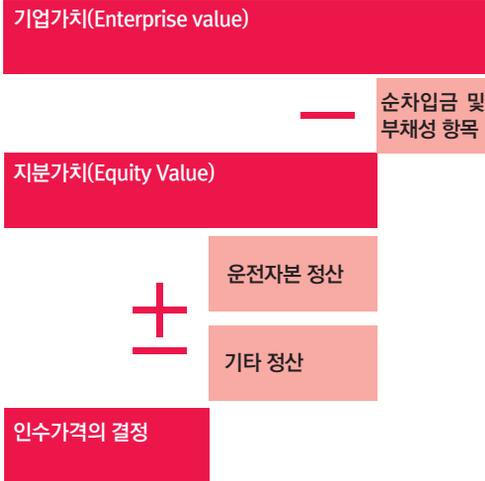
실사는 M&A의 전 과정을 거쳐 가장 중요하고 비용도 많이 드는 과정이므로 본격적인 실사를 효율적으로 수행하기 위해서는 구체적인 전략이 수립되어야 한다. 실사의 일반적인 절차는 다음과 같다.

절차	내용
1. 계약체결	업무에 참여할 전문가 집단과 업무 범위를 확정하고, 이해 상충 여부(Conflict of Interest)를 확인한 후 계약을 체결한다.
2. 예비적 분석	목표기업에 대한 정보를 입수(대상회사의 Information Memorandum, 외부 공시자료, 신용평가기관의 발간물, 대상회사 및 관련 업체의 웹사이트, 신문이나 잡지 등)하여 예비적인 분석을 수행한다.
3. 협상 이슈 파악	인수기업의 기대 시너지 효과, 인수 후의 전략을 이해하여 거래중단 요소 및 협상에 필요한 이슈들을 파악한다.
4. 세부 일정 수립	LOI, MOU 등을 통해 인수 Deal의 합의된 일정을 파악하고 세부적인 일정을 수립한다.
5. 예비적 커뮤니케이션	가치평가방법(Valuation)에 따라 평가이슈(Valuation Issue)가 달라지므로 실사 이전에 평가팀(Valuation Team)과 충분한 의사소통을 수행한다.
6. 자료 요청	Dataroom의 제한적인 접근이 허용된 경우, Dataroom의 자료를 파악하여 추가 자료를 요청한다. 완전한 접근이 허용된 경우, 요청자료리스트를 작성하여 대상 회사에게 전달한다.
7. 세부계획 수립	실사업무 분장 및 세부계획을 수립한다.
8. 사실확인 문서화	사실확인(Fact Finding)을 문서화한다. 실사업무의 특성상 사실확인 과정의 정도는 고객의 요구 수준, M&A의 진행 과정, 대상회사의 협조수준에 따라 결정된다.
9. 인터뷰 수행	제출된 자료를 파악하고 대상회사 경영진과 체계적인 질의를 진행한다.
10. 실사 수행	사업의 위험에 대한 일반적인 이해, 산업에 대한 지식, 수집된 자료의 정도를 평가하고 이들이 어떻게 상호 연관되어 있는지를 분석한다.

## (2) 고려 사항

실사는 인수가격을 결정하는 단계에서 중요한 영향을 미치기 때문에 인수가격의 결정과 실사의 관계를 이해할 필요가 있다. 다음 그림은 전형적인 인수가격 결정요소를 도표화한 것으로서 인수가격 결정의 ‘더 큰 그림’과 더불어 M&A에서 특히 가치에 영향을 미치는 영역을 이해하는데 도움이 된다.

## Valuation



## Due Diligence



기업가치 **Enterprise Value**는 기본적으로 EBITDA에 Multiple을 적용하거나 미래현금흐름의 현재가치를 통해 도출된다. 따라서 기업가치는 이익의 질 **Quality of Earnings, QoE**에 대한 평가에 따라 중요한 영향을 받는다. 이익의 질에 대한 고려 사항은 ‘이익의 질을 평가한다: Quality of Earnings’에 구체적으로 서술되어 있다.

기업가치가 도출된 후 순차입금 및 부채성 항목 **Net Debt & Debt-like Items**을 차감하여 지분가치 **Equity Value**를 산정한다. 차감할 순차입금 및 부채성 항목에 고려되어야 할 사항은 ‘숨겨진 부채를 찾자: Net Debt & Debt Like Items’에 구체적으로 서술되어 있다.

실사(평가) 기준일 현재 산정된 지분가치는 주식매매계약 **Share Purchase Agreement, SPA**에서 일반적으로 기준가격 **Base Price**이라고 표시되며 부채/현금 미포함가격 **Debt-free/Cash-free Price**이다.

기준가격이 결정된 후 주식매매계약의 계약구조에 따라 가격조정 **Purchase Price Adjustment**이 당사자 간 협의될 수 있는데 이는 M&A 과정에서

실사(평가) 기준일과 거래종결일 사이의 재무적 차이가 발생하기 때문이다. 가격조정구조는 일반적으로 Completion Accounts 방식, Locked Box 방식, Earn-out 방식이 존재하며 구체적인 내용은 '03. M&A와 실사, 기업가치평가, 주식매매계약서'에 서술되어 있다. 또한, 가격조정구조상 운전자본과 관련된 정산방식은 '영업 활동의 적정 운전자본을 평가한다: Working Capital'에 구체적으로 서술되어 있다.

주식매매계약 검토는 실사의 중요한 구성 요소이며, 당사자 간 기업 가치와 주주지분가치 간의 조정을 고려하고, 이해 관계별 유리한 접근 방식을 정당화하는 데 필요한 주장 및 반론을 형성하는 데 도움을 준다.

### ☑ 이익의 질을 평가한다: Quality of Earnings

일반적으로 기업가치는 기업의 손익을 바탕으로 한 현금흐름을 기준으로 산출하기 때문에 QoE는 기업가치를 결정하는 핵심적인 분석이다.

QoE를 통해 일시적으로 발생한 항목 또는 반복되지 않는 항목을 식별하고, 수량화 및 조정하여 사업의 정상적인 수익을 도출한다. 정상적인 수익을 기반으로 이익의 성격을 분석하여 가치 창출 요인 및 위험 요소를 분석하여 이익의 질에 대해 평가한다.

이익의 질에 대한 평가는 기업가치평가에 반영되어 인수가격에 영향을 미친다. 또한, M&A 과정에서 Key Deal Issue, Deal-breaker에 대한 사항을 제공함으로써 M&A의 적합성에 대한 의사결정에 영향을 미친다.

#### 가. QoE 분석의 목적

##### a. 경상이익수준 파악 목적의 QoE

비경상적이고 일시적인 손익사항의 조정, 연환산 등을 통해 정상적이고 지속적인 수준의 Adjusted EBITDA를 제시하는 데 초점을 둔다. 회계상 손익이 항상 정상적이고 지속 가능한 손익만을 반영하는 것이 아

니므로 다음과 같은 조정을 통해 지속 가능한 손익으로 조정해 준다.

구분	세부내용
Reported EBITDA	회계 기준에 따른 공시된 재무제표 기준 EBITDA
(+/-) Management Adjustments	대상회사가 제시하는 EBITDA 조정사항으로 추정치의 반영, 비경상적 손실의 배제 등이 조정항목에 포함될 수 있음
(=) 회사제시 수정 EBITDA	회사제시 조정사항이 반영된 EBITDA
(+/-) QoE Adjustments	실사 조정 사항, Normalization 또는 Pro-Forma 조정 사항: 구체적인 고려 사항은 나. a 참조
(=) Adjusted EBITDA	QoE 조정사항이 반영된 분석 기준 EBITDA

### b. 가치 창출 요인, 위험 요소 파악 목적의 QoE

기업의 과거 사업 실적을 기반으로 이익의 성격을 분석하고 이익의 질을 개선할 수 있는 Value Driver가 있는지, 또는 위험 요소를 파악하여 Deal-breaker 요소가 있는지에 대해 초점을 둔다.

예를 들어 마진이 감소하는 상황에서 마진의 감소 요인(판매수량, 판매단가, 원가구조 등)을 파악하여 개선의 여지가 있는지 또는 매출에 직접적인 영향을 미치는 규제 도입이 예상되는 경우 도입 효과에 대한 재무적 분석을 통해 향후 위험 요소가 무엇이 있는지에 따라 대상회사의 평가가 달라질 수 있다.

## 나. QoE 분석 시 고려 사항

### a. QoE 조정

- 비경상적, 일회성 거래: 과거 영업과 관련하여 발생하였으나 향후에는 발생하지 않을 것으로 예상되는 거래(일회성 매출처, 향후 발생하지 않을 수익, 일회성 컨설팅, 구조조정비용 등)
- 영업과 무관한 거래: 고정자산의 매각, 오톨을 위한 개인적 비용 등
- 비현금거래: 주식기준보상, 리스비용, 충당부채 비용 등
- 회계적 오류: 계정분류 오류, 과도하게 적립된 비용, 감사에 의해

### 발견된 조정사항 등

- 회계정책의 변경: 재고자산 평가방법의 변경 등
- 계획과 실적의 평가: 전기에 수립한 당기 회사의 계획과 실적에 대한 차이
- 특수관계자 거래: M&A 이후 기존 특수관계자 거래의 유지, 축소 또는 확대되는 효과 검토
- Stand Alone Cost: 사업부 양수도 형태의 M&A인 경우 독립법인으로서 발생비용 등 검토

### b. 가치 창출, 위험 요소 파악 목적의 QoE 분석

- 매출: 다양한 측면의 매출 분석
  - 제품: 제품 구성별 추세 및 전망, 제품별 성장 동인, 제품별 판매 수량 및 판매가격 분석, 신제품 출시 영향
  - 고객: 기존 고객의 유지/이탈률, 신규고객의 수주 능력, 특정 고객 집중 위험, 고객 구성 변화 추세에 대한 분석
  - 판매 채널: 판매 채널의 안정성, 계약조건 등에 대한 분석
  - 시장: 시장현황, 경쟁사, 시장점유율에 대한 분석
  - 계절성: 매출의 계절성 또는 증감 패턴에 대한 분석
- 원가 및 비용: 원가 및 비용의 성격별 분석
  - 원재료: 가격 및 수율 분석, 공급의 안정성, 주요 거래처 매입의 존도, 매입조건 등의 분석
  - 인력: 인원변동추이, 핵심인력 유지 또는 이탈 가능성 등 보상정책 및 보상수준의 검토
  - 고정비 및 변동비: 원가구조 파악, 변동요인 분석, 공헌이익의 분석 등을 통한 현금흐름 개선 가능성 검토, 주요 자본적 지출 Capex 항목 분석
  - 기타 비용: 구분된 비용의 추세, 비경상적 비용의 내역 및 발생 빈도/크기 등의 검토

- Margin: 이익률, 이익규모의 추이 및 변동 내역 분석
- 비재무적 요소: 규제, 노무, 법률 등 사업에 영향을 미치는 비재무적인 사항에 대한 재무적 분석

## ☑ 숨겨진 부채를 찾자: Net Debt & Debt Like Items

### 가. 분석 목적

실사(평가) 기준일의 지분가치Equity Value는 기업가치Enterprise Value에서 실사(평가) 기준일 또는 거래종결일의 순차입금Net Debt과 부채성 항목Debt-like Items을 가감하여 지분가치를 산정하게 된다. 따라서 순차입금 및 부채성 항목의 금액 산정은 실사에서 매우 중요한 과정이다.

지분가치 산정 시 순차입금과 부채성 항목을 가감하는 이유는 대부분의 입찰이 “현금 및 부채 미포함Cash-free/Debt-free” 기준으로 이루어지기 때문이다. 현금 미포함Cash Free은 매도자 기업의 모든 현금에 대해 “파운드 당 파운드Pound For Pound”로 상환한다는 의미이고, 부채 미포함Debt free은 매도자가 상환해야 할 부채의 금액을 거래가격에서 차감하여 인수한다는 것을 의미한다. 또한, 명시된 모든 부채뿐만 아니라 부채성 항목Debt-like Items도 고려하여야 한다.

### 나. 고려 사항

순차입금 및 부채성 항목은 인수가격을 결정할 때 직접적인 영향을 미치며, 특히 인수자 입장에서 실사 과정을 통해 파악하지 못한 부외부채, 우발부채, 현금유출이 확정된 계약은 인수 후 현금유출을 수반하기 때문에 각별히 주의해야 한다.

- 순차입금 및 부채성 항목 식별 시 고려 사항은 다음과 같다.
  - 주식매매계약서에 기입될 “부채”와 “현금”에 대한 용어 정의 및

범위가 올바르게 정의되었는가?

- 순차입금에 해당되는 모든 부채 및 현금 항목이 누락 없이 계정분류되었는가?
- 거래 당사자 간 식별된 순차입금 항목에 모두 동의하는가?
- 부외부채 항목이 존재하는가?
- 우발부채 또는 현금유출 가능성이 있는 약정이 존재하는가?

b. 순차입금 및 부채성 항목의 예시 내역은 다음과 같다.

- 현금 및 현금성자산 **Cash & Cash Equivalent**: 현금 시재액과 추가적인 수수료 없이 즉시 현금화 가능한 높은 유동성의 금융상품(보통예금, 정기예금 등)으로 만기 3개월 이내의 금융자산을 의미한다.
- 이자부부채 **Interest-bearing Debt**: 이자부부채는 기관 또는 개인에게 정해진 만기와 계약에 따라 차입한 금액으로 은행 차입금, 금융리스 등을 의미한다.
- 부채성 항목 **Debt-like Items**: 부채성 항목은 이자부부채를 제외한 향후 회사가 지급해야 할 의무가 있는 미지급이자, 퇴직급여충당부채 등을 포함한다. 또한, 영업과 관련 없는 항목 **Non-operating Items**으로서 미지급배당금, 소송 패소에 따른 현금 지급의무 등의 부채성 항목과 단기금융자산, 영업과 관련 없는 대여금 등의 자산성 항목을 포함한다.
- 가치 조정 **Value Adjustments**: 사용이 제한된 현금 **Restricted Cash**, 사외적립자산 미납액 등이 고려되어야 한다.
- 부외부채: 기준일 시점에 미래 지급의무가 존재하나 재무제표에서 누락된 금액 등을 의미한다.
- 우발부채/약정: 기준일 시점에는 부채 인식요건을 만족하지 못하여 재무제표에 반영되어 있지 않으나 미래의 시점에 따라 현금 유출

가능성이 존재하는 경우(ex. 소송 패소 시 손해배상, 부여된 스톡옵션에 따른 현금 유출) 및 계약에 따른 미래의 현금유출이 발생할 금액(ex. 운용리스) 등을 의미한다.

## ☑ 영업 활동의 적정 운전자본을 평가한다: Working Capital

### 가. 운전자본 분석 목적

운전자본은 영업 활동을 영위하면서 필수적 투자로 간주되고 있다. 운전자본의 추세, 동인, 계절성 등의 분석을 통해 적정운전자본 규모를 이해하고, 인수 후 최적화된 운전자본 규모를 식별한다. 또한, 경우에 따라 목표운전자본의 규모를 추정함으로써 가격조정에 대한 적절한 가이드를 제공한다.

#### a. 적정운전자본 Normal Working Capital 파악 목적

운전자본 분석은 정상적인 영업 활동을 위해 필요한 운전자본 규모에 따라 기업가치평가 및 인수자 입장에서 필요한 자금조달액에 영향을 미칠 수 있기 때문에 실사에서 매우 중요한 과정이다.

적정운전자본의 파악 목적은 대상회사 내 운전자본의 정의, 운전자본 변동의 주요 동인과 추세, 현금흐름에 미치는 영향 등의 분석을 통해 적정운전자본의 수준을 이해하고, 나아가 향후 운전자본의 잠재적 개선 방안을 제시하기 위함이다.

#### b. 목표운전자본 Target Working Capital 파악 목적

주식매매계약서의 가격조정 Purchase Price Adjustment 구조를 Completion Accounts로 하는 경우 실사(평가) 기준일과 거래종결일 사이의 운전자본 변동은 정산이 필요하며, 이때 거래종결일의 목표운전자본 Target Working Capital을 추정하여 기준점을 삼는다.

거래종결 시 목표운전자본과 거래종결일 현재의 운전자본Closing Working Capital의 차이에 따라 가격정산을 하는 경우 목표운전자본의 설정은 거래가격에 매우 민감한 요소이기 때문에 주의가 필요하다.

## 나. 고려 사항

### a. 적정운전자본Normal Working Capital 검토 시 고려 사항

적정운전자본 검토 시 회계 장부상의 운전자본Reported Working Capital을 기반으로 운전자본의 변동을 가져오는 Key Driver를 파악할 수도 있지만 일시적이고 비정상적인 사건(예: 매출채권 팩토틀링, 공급업체에 대한 대금 지급 연기, 공장 셧다운 등)으로 인해 정확한 분석에 어려움이 따르는 경우가 있다. 이때 운전자본 조정을 통해 조정운전자본을 도출하여 실질적인 추세Underlying Trends를 분석할 수 있다.

### 조정운전자본 도출 산정 예

(단위: 백만원, 일)

구분	X-2년 말	X-1년 말	X년 말
영업운전자본(Trade Working Capital)	70.0	68.2	64.7
기타운전자본(Other Working Capital)	(61.9)	(65.1)	(18.7)
<b>장부상 운전자본(Reported Working Capital)</b>	<b>8.1</b>	<b>3.1</b>	<b>46.0</b>
조정사항(Adjustments)	0.5	4.2	1.8
<b>조정운전자본(Adjusted Working Capital)</b>	<b>8.6</b>	<b>7.3</b>	<b>47.8</b>
재고자산회전일수(DIO)	32.8	34.5	36.2
매출채권회전일수(DSO)	32.4	32.9	33.4
매입채무회전일수(DPO)	38.7	37.2	35.7
현금회수기간(CCC=DIO+DSO-DPO)	26.5	30.2	33.9

조정운전자본 산정 시, 먼저 조정운전자본을 사용하는 것이 분석 목적상 효과적인지 여부를 고려해야 한다. 특정 거래나 계정에 대한 조정은 조정운전자본과 이후 운전자본의 추정치 산정에 영향을 미치며, 원자재의 가격 또는 환율의 변동에 민감한 회사의 경우 변동성이 큰 운전

자본이 산출될 수 있음에 유의해야 한다.

또한, 조정운전자본 산정 시, 재무상태표 계정의 이동 및 추세와 더불어 손익의 추세를 함께 고려하는 것이 중요하다. 예를 들어, 다음과 같이 대상회사의 이익은 지속적으로 성장하고 있으나 이러한 추세가 자산 계정의 추세와 일치하지 않는 경우가 발생할 수 있다.

- 대상회사가 재고자산을 일시적으로 밀어내어 매출로 계상하고 이후 반품을 인식함: 매출의 성장률보다 더 높은 매출채권 성장률 발생
- 대상회사가 고객을 대상으로 상당량의 신용 확대를 통해 확보한 매출채권을 팩토링을 통해 판매하거나 유동화함: 매출액 대비 매출채권의 급격한 감소 초래

상기 예시와 같은 비정상적인 거래는 장부상 운전자본에 가감되는 조정사항에 반영하여 조정운전자본을 산정하여 적정운전자본을 평가한다.

적정운전자본의 검토는 과거의 추세를 이해하는 것뿐만 아니라 미래 특정 시점의 운전자본 규모를 추정하는 것에 대한 기준점이다. 이는 미래 이익의 추정에 따른 운전자본을 추정하는 기업가치평가 및 거래종결 시점의 목표운전자본을 설정하는 데 중요한 영향을 미친다.

#### b. 목표운전자본 Target Working Capital 검토 시 고려 사항

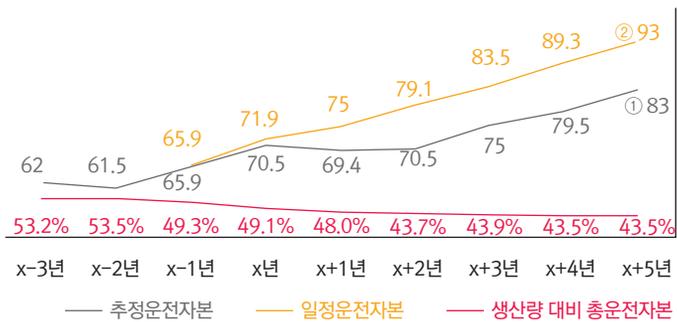
매도자는 목표운전자본이 높게 설정되면 정산 시점의 최종운전자본이 목표운전자본보다 미달하게 될 경우 해당 차이만큼 거래가격에서 차감되기 때문에 일반적으로 목표운전자본의 수준을 낮게 보려는 유인이 존재한다. 반면 인수자 측은 목표운전자본을 높게 설정하려는 유인이 존재한다.

가령 매각 측 경영진이 제시한 향후(X+5년) 목표운전자본을 하기 그래프 ①과 같이 83백만 원을 제시했다고 가정하자. 그러나 인수 측의 실

사 과정에서 (X-1년)의 회전기일이 동일하게 유지된다면 목표운전자본은 ②와 같이 93백만 원이 도출되는 것을 발견했다. 이러한 차이에 대해 실사 과정에서 경영진이 제시한 목표운전자본에 적용된 가정에 대한 면밀한 검토가 필요하며, 이는 정산 시 거래가격에 직접적인 영향을 미치기 때문에 합리적인 추정 기반의 상호 협의가 필요하다.

### 추정 영업 운전자본

(단위: 백만원, %)



목표운전자본은 실사(평가) 기준일 현재의 조정운전자본을 기반으로 거래종결일에 필요한 운전자본을 추정한 수치이다. 과거 회전기일, 향후 매출 규모 등을 활용하여 거래종결일에 필요한 운전자본의 규모를 추정한다.

목표운전자본의 수준을 실무적으로 산정하는 것은 쉽지 않을 수 있다. 목표운전자본의 정의는 거래별로 상이하고, 주식매매계약서상의 범위를 충분히 숙지하여야 하며, 향후 계획된 운전자본 증감, 계절성 및 사업의 특성이 존재하는 경우 향후 필요한 운전자본 규모가 달라질 수 때문이다. 주의해야 할 대표적인 두 가지 경우는 다음과 같다.

- 계절성을 가지는 사업 **Seasonal Business**

목표운전자본 산정 시 계절성 유무가 미치는 영향을 파악하기 위해,

먼저 계절성이 큰 사업을 가진 음료 유통 업체의 목표운전자본을 산정하는 경우를 가정해 보자. 하기 그래프와 같이 대상회사는 X1년 9월 100백만 원의 운전자본을 보유하고 있으며 이후 매월 100백만 원 만큼 증가하여 X2년 8월 1,200백만 원의 운전자본을 보유하고 있다. 이러한 사이클은 매년 반복되어 X2년 9월 다시 직전년도와 같은 100백만 원의 운전자본을 기록하게 된다. 이때 대상회사의 X2년 평균운전자본은 650백만 원이며, 거래종결일은 X3년 8월로 예정되어 있다.

### 계절성을 가지는 사업의 운전자본 산정 예

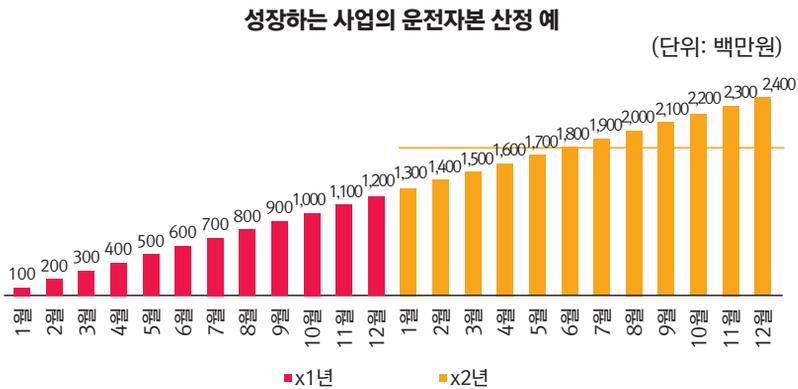
(단위: 백만원)



위와 같은 과거 데이터를 기반으로 X3년 8월의 운전자본 추정을 해보자. 직전년도(X2년) 평균운전자본이 향후에 유지된다는 일반적인 가정 적용 시 목표운전자본은 650백만 원으로 추정할 수 있다. 그러나 실제로 X3년의 운전자본이 이전 연도와 비슷한 계절적 추세를 보인다면 거래종결일 기준 운전자본은 1,200백만 원을 기록할 것으로 예상된다. 이러한 상황에서 직전년도(X2년) 평균운전자본(650백만 원)을 목표운전자본으로 설정하게 되면 거래종결 시 인수자는 목표운전자본보다 초과한 운전자본(550백만 원 = 1,200백만 원 - 650백만 원)만큼 거래가격이 상향조정되어 불리한 처지에 놓이게 된다. 따라서 계절성을 가지는 사업이라면 목표운전자본 설정 시 주의하여야 한다.

· 성장하는 사업 **Growing Business**

다음은 빠르게 성장하는 스타트업의 목표운전자본을 산정하는 경우를 가정해 보자. 하기 그래프와 같이, 대상회사의 운전자본은 X1년 1월 100백만 원을 기록하였으며 이후 지속적으로 증가하여 X2년 12월 2,400백만 원의 운전자본을 기록하였다. X2년의 평균운전자본은 1,850백만 원이며 거래종결일은 X3년 8월로 예정되어 있다.



위와 같은 과거 데이터를 기반으로 X3년 8월의 운전자본 추정을 해 보자. 직전년도(X2년) 평균운전자본이 향후에 유지된다는 일반적인 가정 적용 시 목표운전자본은 1,850백만 원으로 추정할 수 있다. 그러나 실제로 매출 상승세가 과거 데이터와 같이 증가한다면 거래종결일 기준 운전자본은 3,200백만 원을 기록할 것으로 예상된다. 이러한 상황에서 직전년도(X2년) 평균운전자본(1,850백만 원)을 목표운전자본으로 설정하게 되면 거래종결 시 매수자는 목표운전자본보다 초과한 운전자본(1,350백만 원 = 3,200백만 원 - 1,850백만 원)만큼 거래가격이 상향조정되어 불리한 처지에 놓이게 된다. 따라서 성장하는 사업이라면 목표 운전자본 설정 시 주의하여야 한다.

## 02 기업가치평가

기업가치평가(Valuation)는 평가대상인 “기업 또는 기업 소유권에 대한 가치를 산출하는 행위 또는 과정”을 말하는데 기업가치는 기업 전체에 대한 가치이고 기업 소유권에 대한 가치는 기업 전체의 가치에서 부채 가치(Debt Value)를 차감한 지분가치(Equity Value)를 의미한다.

기업가치평가는 다양한 목적으로 이용되는데, 활용 목적에 따른 분류는 다음과 같다.

구분	내용
거래 목적	· 기업 또는 자산부채의 양도나 자본조달 관련 검토 및 협상을 목적으로 수행됨 - 대부분 내부 목적임 · 기존 투자건에 대한 성과측정
재무 보고 목적	· 회계기준에 따른 평가가 필요하여 수행됨 · 사업결합원가배분(PPA), 자산 손상 검토 · 투자지분 공정가치평가 · 주식기준보상, 내재파생상품 평가
법규 및 세무	· 증권거래법에 따른 합병비용 외부평가의견서, 자산 또는 영업양수도 외부평가의견서 제출목적 기업가치평가 · 상속 및 증여세법에 따른 주식가치평가, 영업권평가

### 일반적 평가방법

기업의 양수도, 기업에 대한 직접투자, 기업에 대한 대출 등의 의사 결정에 가장 중요한 기준이 되는 것은 대상회사에 대한 가치평가금액이다. 기업은 이윤극대화를 목표로 자본과 인력을 적절히 활용하여 끊임 없이 변화하고 성장하는 계속기업의 특성을 가지고 있다. 그러므로 기

업의 가치는 현재 보유하고 있는 자산들의 미래수익창출능력의 평가액이라 할 수 있다.

**미래수익창출능력의 주요 요소**

구분	내부 환경 요소	외부 환경 요소
양적요인 (계량적 요소)	<ul style="list-style-type: none"> <li>·기업의 재무상황(B/S)</li> <li>·기업의 영업실적(P/L)</li> <li>·기업의 재무분석지표</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>·경제성장률</li> <li>·동종업의 시장성장률</li> <li>·이자율</li> </ul>
질적요인 (비계량적 요소)	<ul style="list-style-type: none"> <li>·경영자의 경영능력</li> <li>·축적된 기술력</li> <li>·입지(Location)</li> <li>·노사관계(노동조합)</li> <li>·영업망, 브랜드</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>·시장개방 정책</li> <li>·정부의 산업지원 정책</li> <li>·경쟁사의 동향</li> <li>·기술발전 추이</li> </ul>

평가의 개념은 평가의 대상에 가치를 부여하는 행위로 평가대상의 인식방법과 평가자의 주관에 따라 큰 영향을 받으므로 어떠한 기업의 가치도 객관적으로 산출하기는 어려우며 현실적인 제약 조건도 존재한다. 따라서 기업가치평가의 목적은 이론적으로 타당한 방법을 이용하여 이해 관계자가 납득할 수 있는 공정한 가치를 산출하는 것이다.

일반적으로 시장가치법, 수익가치법, 자산가치법 등의 이론적인 방법을 통해 기업가치를 산출한다.

### (1) 시장가치법

시장가치는 기업의 재무상황과 미래 수익창출 가능성을 기초로 시장 원리를 통해 형성되는 기업의 가치이다. 시장가치의 형성은 이론적으로 자산가치와 수익가치 등 기업의 본질가치가 기준이 되어야 하지만 주식 시장 전체의 상황에 따라 영향을 받는다.

가장 대표적인 방법인 시장가치법은 비상장기업의 시장가치를 동일한 업종에 속하고 규모가 비슷한 상장기업의 주가를 이용하여 상대적인

시가(상대가치)를 산정하는 방법이다.

상대가치는 비교 가능한 상장 유사기업이 존재하지 않거나 기업의 규모에 차이가 클 경우, 또는 주당영업이익과 순이익의 차이가 클 경우에는 그 실효성이 낮다. 또한 논리적으로 미래의 추정이익을 사용하여야 하나, 모든 유사회사 영업이익 추정의 실무적인 어려움으로 통상 과거 실적을 사용하여 계산하는 한계점이 존재한다.

시장가치법은 일반적으로 다음과 같은 절차로 수행된다.

### ☑ **비교기준회사** Comparable Company 선정

영위하는 산업의 유사성, 목표시장, 사업형태, 사업구조, 재무위험의 유사성, 회사규모, 과거 재무자료의 비교 가능성 등을 고려하여 비교기준회사를 선정한다.

### ☑ **각종 적용배율** Multiples 계산

비교기준회사가 선정되면 가치평가를 위한 각종 적용배율을 계산한다. 일반적으로 사용되는 비율들의 특징은 다음과 같다.

<b>EBITDA Multiple</b>	<b>시가총액+이자부부채 EBITDA</b>	<b>PER</b>	<b>Price 또는 시가총액 EPS 또는 NI</b>
	<ul style="list-style-type: none"><li>·기업가치와 영업 활동을 통해 얻은 이익과의 관계로, 기업의 현금창출 능력을 나타냄</li><li>·PER와 함께 대표적 평가지표</li><li>·비율이 낮을수록 영업 활동으로부터 창출하는 현금흐름에 비해 기업가치 저평가</li></ul>		<ul style="list-style-type: none"><li>·이익 1원당 주시가치를 나타냄</li><li>·가격과 순이익을 연결시키는 대표적 수치로 위험, 성장률 등 기업 특성의 대용치로서 사용 가능</li><li>·업종 전체가 과대/과소평가되어 있는 경우, 측정 지표로서 불안정함</li><li>·EPS가 0보다 작을 경우 사용 불가능</li></ul>

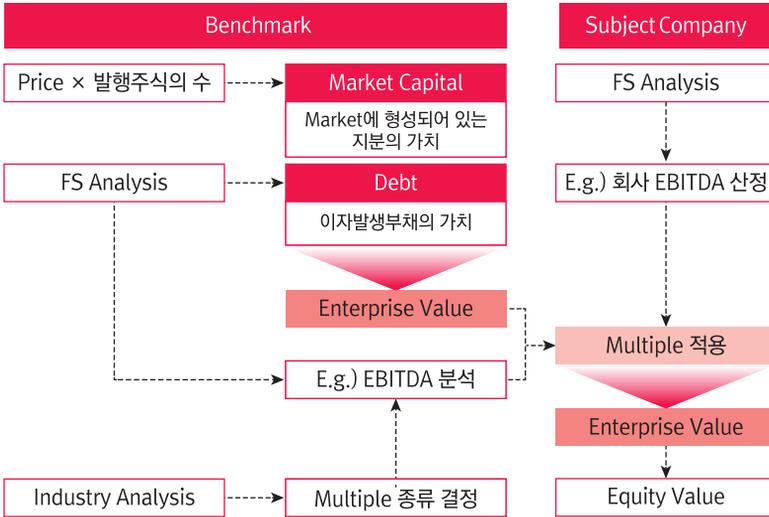
PBR	시가총액 순자산가액	PSR	시가총액 Sales
	<ul style="list-style-type: none"> <li>·장부가치는 상대적으로 안정된 지표로서 시장 가치와 비교 가능</li> <li>·순이익이 (-)로 PER를 사용할 수 없는 경우에도 사용 가능</li> <li>·기업 간에 회계원칙이 일치한다면, 과소/과대 평가된 주식을 찾기 위한 평가지표로 유용함</li> </ul>		<ul style="list-style-type: none"> <li>·경기변화에 따른 기업의 성장성을 적절히 반영할 수 있는 수치</li> <li>·PER나 PBR과는 달리 (-)가 되어도 사용 가능</li> <li>·변동성이 심하지 않아 가치평가 적용에 신뢰성이 높음</li> <li>·기업이 비용을 통제할 수 없는 경우 사용이 어려움</li> </ul>

### ☑ 평가대상회사에 실제 적용할 배율 결정

기업의 가치 측정의 기준이 되는 재무적 지표를 결정해야 한다. 산업의 특성에 따라 가치 창출동인이 다르기 때문에 비교 대상회사의 재무 지표 분석을 통해 산업에 가장 적합한 가치 창출동인을 선정하고, 실제 적용할 배율을 결정한다. 예를 들어 일반 제조업의 경우 EBITDA Multiple을 적용하고, 은행업의 경우 PBR을 적용한다.

### ☑ 평가대상회사에 배율 적용 및 가치평가결론 도출

실제 적용할 배율을 결정한 뒤 평가대상회사에 적용되는 재무적 지표를 분석한다. 분석된 결과에 유사기업의 Market Multiple을 적용하여 대상회사의 기업가치와 주가치를 산출한다.



한편, 미국과 같이 M&A가 빈번히 일어나는 상황에서는 기업거래시장이 하나의 시장으로 존재하며, 기업도 하나의 상품처럼 기업가치에 대한 일종의 시장승수 **Market Multiple**가 형성되어 있다. 예를 들면, 유통 회사의 경우에는 연 매출액이 곧 기업의 매도가격으로 통용된다거나, 케이블 TV 회사는 가입 가구 수에 일정한 배율을 적용한 금액이 그 회사의 가치로 인정되기도 한다.

## (2) 수익가치법

미래의 수익이라는 것은 궁극적으로 향후 기대되는 현금수입을 말하는 것으로 미래 수익창출능력은 향후 영업을 통해 기대되는 순현금흐름 **Net Cash Flow**이라 할 수 있으며, 미래의 순현금흐름을 일정한 할인율로 할인한 현재가치가 미래의 영업을 고려한 기업가치가 된다.

$$\text{Present Value} = \sum_{t=0}^n \frac{E(CF)_t}{(1+k)^t}$$

수익가치법에서 가장 보편적으로 사용하는 방법은 현금흐름할인법 Discounted Cash Flow Method이다. 현금흐름할인법은 미래 순현금흐름(FCF: Free Cash Flow)의 기대치를 해당 흐름이 갖고 있는 위험 수준을 반영하는 자본비용으로 할인하여 기업의 가치를 평가한다. DCF 방법은 전략적 차원의 M&A 거래 및 Joint Venture 시 매우 광범위하게 국제적으로 사용되는 방법으로서 평가의 유의성과 협상력을 확보하기 위하여 모델의 신뢰성이 중요하다.

### ☑ 현금흐름 Cash Flow

일반적으로 거시경제변수 및 수요산업 그리고 원가에 대한 체계적 분석을 바탕으로 향후 5년간 또는 10년간의 현금흐름을 추정하며, 이때 발생하는 실무적인 이슈는 다음과 같다.

#### 가) 회사가 제시한 현금흐름의 신뢰성을 어떻게 파악하는가?

- 회사와 현금흐름의 산출과정 및 산출목적 등에 대해 논의한다.
- 시장과 대상회사의 특수한 요소를 고려한다.
- 회사의 예상이 논리에 맞지 않는 경우, 회사가 적용한 가정에 대한 대응 논리를 파악한다.

#### 나) Valuation 결과의 조정이 필요한 경우

- 할인율에서 조정: 주관적이고 간단하나 어떻게 조정할지 적용이 어렵다.
- 현금흐름에서 조정: 회사와 논의를 통하여 시장/경제 현황 Data 등을 활용하고, 변동 가능한 범위 또는 민감도 분석을 고려한다.

#### 다) 어떤 현금흐름을 사용하는가?

- 분석대상 현금흐름은 Valuation Approach에 따라 다르며 현금흐름할인법을 활용한 주주지분가치는 2가지 방법으로 산정이 가능하다.

→ 기업잉여현금흐름 Free Cash Flow to Firm, FCFF 할인법

: 기업가치 산정 - 부채 가치

→ 주주잉여현금흐름 Free Cash Flow to Equity, FCFE 할인법

: 직접 주주지분 가치 산정

- 방법의 선택은 편리성, 자본구조와 Valuation의 중요성, 평가대상의 특성에 따라 좌우된다.

### 기업잉여현금흐름 FCFF 할인법을 통한 현금흐름 산정 예

(단위: 백만원)

비고	X1	X2	X3	X4	X5
수익	1,000	1,150	1,300	1,400	1,500
영업비용	650	756	845	910	975
법인세	70	79	91	98	105
법인세차감후영업이익(NOPLAT)	280	316	364	392	420
(+) 상각비(D&A)	100	100	100	100	100
(-) 자본적지출(CAPEX)	100	100	100	100	100
(-) 순운전자본 변동( $\Delta$ NWC)	50	50	50	50	50
기업잉여현금흐름(FCFF)	230	266	314	342	370
현재가치 계수	0.9535	0.8668	0.7880	0.7164	0.6512
할인후 기업잉여현금흐름	219	230	247	245	241
기업잉여현금흐름 합계					1,183

### 주주잉여현금흐름 FCFE 할인법을 통한 현금흐름 산정 예

(단위: 백만원)

비고	X1	X2	X3	X4	X5
영업이익(EBIT)	1,200	1,200	1,200	1,200	1,200
이자비용	200	250	250	140	140
법인세비용	200	190	190	212	212
당기순이익(NI)	800	760	760	848	848
(+) 상각비(D&A)	100	100	100	100	100
(-) 자본적지출(CAPEX)	100	100	100	100	100
(-) 순운전자본 변동( $\Delta$ NWC)	50	50	50	50	50
(+) 신규차입	-	300	-	-	-
(-) 차입금 상환	-	-	-	500	-
주주잉여현금흐름(FCFE)	750	1,010	710	298	798
현재가치 계수	0.9449	0.8437	0.7533	0.6726	0.6005
할인후 주주잉여현금흐름	709	852	535	201	479
주주잉여현금흐름 합계					2,776

## ☑ 자본비용 Cost of Capital

자본비용을 산출할 때에는 기대수익과 기회비용, 변동가능성에 따른 위험을 고려해야 한다. 일반적으로 기업자본을 형성하는 각 자본의 비용을 자본구성비율에 따라 가중평균한 값인 가중평균자본비용을 사용한다.

WACC = $K_d(1-t)(B/V) + K_e(E/V)$	
Kd: 타인자본비용	B: 부채의 가치
Ke: 자기자본비용	E: 자기자본의 가치
t: 법인세율	V: 기업의 가치

자기자본비용은 투자위험과 기대수익률 사이의 관계를 수학적으로 설명하는 자본자산 가격결정모형 CAPM: Capital Asset Pricing Model을 활용하여 구한다. CAPM에 의하여 산출되는 주식의 기대수익률은 자본시장의 균형 상태에서 투자자가 그 주식에 대하여 요구하는 필수수익률이 되며, 이는 곧 보통주로 자금을 조달하는 경우의 자기자본비용이 된다.

$K_e = R_f + (E(R_m) - R_f) \times \beta_i + SSP$	
Ke: 자기자본비용	E(Rm): 시장의 기대수익률
Rf: 무위험자산의 수익률	$\beta_i$ : 보통주의 $\beta$ 위험
SSP: 소규모기업 자본비용(Small Stock Premium)	

이와 같이 자본비용을 산출하는 데 다양한 가정과 데이터가 필요하기 때문에 각 항목에 따라 실무적으로 다양한 이슈가 발생할 수 있다.

### 가) 무위험이자율 Risk-free Rate

- 일반적으로 변동가능성 Volatility을 위험으로 정의하기 때문에 미래 수익률의 변동가능성, 지급불이행 위험 등이 없는 국가 발행 채권이 대응으로 이용된다.
- 채권의 만기는 3년에서 10년으로 다양하므로 현금흐름의 예측기간

과 일치시키거나, 적용 국가별로 다르게 적용한다.

#### 나) 보통주의 위험(Equity Beta)

- 보통주의 Beta를 직접 계산하기는 어려우므로 다양한 회사 Bloomberg, Capital IQ 등에서 제공하는 데이터를 사용한다.
- 일반적으로 Raw Beta의 경우 변동성이 발생하여 이를 방지하기 위한 조정베타가 사용된다.

#### 다) 시장포트폴리오의 기대수익률 $R_m$ , 위험프리미엄(MRP)과 소규모기업 자본비용(Small Stock Premium)

- 시장포트폴리오의 기대수익률과 위험프리미엄은 일반적으로 Bloomberg에서 제공하는 데이터를 사용한다.
- 시장위험프리미엄은 시장포트폴리오에 대한 기대수익률과 무위험이자율 간의 차이로 정의된다.



- 소규모기업 자본비용 **Small Stock Premium**은 기업규모에 따라 개별 주식의 수익률이 차이가 난다는 실증적 연구를 바탕으로 추가적으로 가산하기도 하며, 실무적으로 Duff & Phelps Size Premium을 이용한다.

### ☑ **잔존가치** Terminal Value

잔존가치란 현금흐름 추정기간 이후의 기업가치를 말한다. 잔존가치는 전체 기업가치에서 중요한 비중을 차지하며 산정 방법에 따라 큰 차이를 보인다. 그렇기 때문에 현금흐름의 추정기간을 결정하는 것이 가장 중요하다. 현금흐름 추정기간은 주로 사업의 성숙성, 경기순환, 특정한 이슈, 경영진에 의한 미래 예측 등을 고려하여 결정한다. 가장 중요한 것은 사업이 안정적인 상태에 도달하는 때를 파악하는 것이다.

안정적인 상태란 사업이 장기적으로 정상적인 성장 추세에 도달한 상태를 말하며 일반적으로 적용하는 성장률은 물가상승률, 실질 경제성장률, 산업별 요소와 예상치를 고려하여 정한다. 이러한 상태에서는 현금흐름의 모든 요소 간에 일정한 관계를 가정할 수 있다.

잔존가치의 평가와 관련된 실무적인 이슈는 다음과 같다.

#### 가) 잔존가치 산정방법의 결정

- Gordon Growth Model:  $CF_t \times (1+g)$ 와  $CF_{t+1}$ 과 항상 일치하는 것은 아니며,  $g$ 는 영구적 성장을 나타내므로 적절한 수준이어야 한다. 또한 할인율  $k$ 은 현금흐름에 일관성 있게 적용되어야 한다.

$$\frac{CF_t \times (1+g)}{(k-g)} = \frac{CF_{t+1}}{(k-g)}$$

- Multi-stage Calculations: Gordon Growth Model의 변형으로 추정기간 종료시점이 안정적인 상태가 아닌 경우에 사용되며, 안정적

인 상태에 도달할 때까지 다수의 성장률을 적용한다. 하지만 각각의 성장률 가정에 따라 다른 현금흐름에 대한 가정이 필요하다.

- Terminal Multiples: EBIT, EBITDA, P/E, Cash Flow에 대한 Multiple을 잔존가치를 산출하는데 적용한다. 적용하기 쉽고 빠르게 산출할 수 있으나, Multiple Data가 현재 시점 자료이기 때문에 잔존 가치 산출시점과 불일치하는 문제점이 있다.

#### 나) 영구 성장률

- 경제성장률, 산업성장률 등 다양한 실제 성장률과 경쟁상황, 신기술, 수요의 변화 등을 고려할 필요가 있다.
- 일반적으로 ‘회사성장률 < 산업성장률 < 경제성장률’의 순서이다.

#### 다) 현금흐름

- 장기안정상태의 현금흐름을 구하기 위해 과거의 추이, 산업/경쟁자의 평균, 경쟁의 정도, 브랜드 가치 등 회사의 특정 요소 등을 고려한다.
- 현금흐름 발생시기의 왜곡이 있는지를 파악하기 위해 과거 월별/분기별 현금흐름을 분석해야 한다.

#### 라) 운전자본

- 운전자본에 대한 투자는 사업규모의 증가에 비례하는 것으로 가정하고 있으므로 매출액이 좋은 기준이 될 수 있다.
- 단순히 영구성장률 만큼 운전자본 투자가 증가하는 것으로 가정하는 것은 정확하지 않을 수 있다.
- 운전자본의 변동이 잔존가치의 산정시점에도 중대한 영향을 미칠 수 있으므로 구성항목을 세밀하게 검토해야 한다.

### 마) 자본적 지출

- 가정한 영구 성장률을 뒷받침할 수 있는 수준의 자본적 지출을 고려하여야 한다.
- 자산의 내용연수, 자산의 집중 활용 여부 등에 대해 고려해야 하며, 높은 성장률을 가정할수록 많은 신규 투자가 필요하다.

### 바) 법인세 효과

- 대상회사의 장기 유효 법인세율을 적용해야 하며, 세무조정사항 등으로 법정세율과 차이가 발생할 수 있다.
- 감가상각비의 법인세 효과만큼 현금흐름에 영향을 미친다.
- 결손금이 추정기간을 초과하여 영향을 미치는 경우에는 추정기간을 확장하여 현금흐름에 반영해야 한다.

#### 결손금 공제의 현재가치 효과 예시

(단위: 백만원)

		X2	X3	X4	X5	X6
영업이익		100	200	250	300	350
이월결손금 계산내역	발생액	기사용분	잔액			
X0년 발생분	200	- 200	(100)	(100)	-	-
X1년 발생분	250	- 250	(100)	(150)	-	-
이월결손금 공제대상 금액	450	- 450	100	200	150	-
현재가치 계수		0.9535	0.8668	0.7880	0.7164	0.6512
이월결손금 공제의 현재가치		95	173	118		
이월결손금(Net Operating Losses) 합계						387

### (3) 자산가치법

자산가치에 의한 평가는 재무제표상 기업이 보유하고 있는 총자산가액에서 총부채가액을 차감한 순자산가액으로 지분가치를 평가하는 방법으로 이해하기 쉽고 상대적으로 간편하여 실무적으로 널리 사용한다.

기업의 가치는 재무제표상의 각 자산 부채항목을 어떤 기준에 의해, 어떻게 평가할 것인가에 따라 변동이 가능하다. 하지만 기업이라는 실체가 미래의 수익 또는 현금흐름창출을 목적으로 존재한다는 점에서 미래 수익창출능력을 반영하지 못한다는 단점이 있다.

#### ☑ 장부가치평가법

장부가치에 의한 평가는 재무제표상 기업이 보유하고 있는 총자산가액에서 총부채가액을 차감한 순자산가액으로 지분가치를 평가하는 방법이다.

#### ☑ 시장가치환산법

일반적으로 인정된 기업회계기준에 따른 재무제표상의 자산과 부채를 계정과목별로 분류하여 이를 공정가치로 재평가한 뒤 순자산가액을 산출해내는 것을 말한다.

#### ☑ 청산가치법

평가대상회사가 갖고 있는 자산을 사외에 유출하여 처분할 때 실현가능가치에서 부채로 지급될 금액을 차감한 금액을 기준으로 지분가치를 평가하는 방법이다.

#### (4) 기업가치평가방법의 비교

구분	장점	단점	비고
시장 가치법	· 평가방법이 용이 · 시장상황의 변동을 평가에 반영	· 평가시점과 계약시점의 평가액이 다름 · 동종 업계 상장회사가 없을 경우 평가가 어려움	· 상장사 업계 평균 대비 분석 시 많이 사용
수익 가치법	· 미래수익가치 반영 · 이론적으로 우수	· 미래추정의 불확실 · 추정의 신뢰성 문제 (많은 가정의 사용)	· 안정적 상장기업 평가에 적정함
자산 가치법	· 신뢰성 높음 · 보수적인 평가방법	· 미래수익가치를 반영 하지 못함	· 순자산가치/청산가치 계산에 적합 · 벤처기업 평가는 부적절

## 법률에 의한 평가방법

### (1) 자본시장법에 의한 기업가치평가

자본시장법은 주권상장법인의 합병·분할합병, 주식의 포괄적교환·이전에 대해서 적용되는 법정 산정방법을 규정하였다.

#### ☑ 주권상장법인

$$\text{기준시가} = (\text{1개월간 평균 증가} + \text{1주일간 평균 증가} + \text{최근일 증가}) / 3$$

주권상장법인은 기준시가를 기준으로 30%(계열회사의 경우 10%)의 범위에서 차·가감하여 합병가액을 산정하되, 기준시가에 따른 가격을 산정할 수 없는 경우 본질가치법으로 산정한다. 기준시가의 기산일은 합병을 위한 이사회 결의일과 체결한 날 중 앞서는 날의 전일로 한다. 각 기간별 평균 증가는 달력 기준으로 기간 중 영업일의 증가를 거래량으로 가중산술평균하여 산정한다.

주권상장법인과 주권비상장법인 간 합병에는 원칙적으로 기준시가

를 사용하며, 기준시가가 자산가치에 미달하는 경우에는 자산가치로 할 수 있다.

### ☑ 주권비상장법인

$$\text{본질가치} = (\text{자산가치} \times 1 + \text{수익가치} \times 1.5) / 2.5$$

주권비상장법인은 자산가치와 수익가치를 1:1.5로 가중평균한 본질 가치법에 따라 합병가액을 산정한다. 이 경우 주권비상장법인과 유사한 업종을 영위하는 주권상장법인의 가치(상대가치)를 산출하여 비교·공시한다.

#### 가) 자산가치

$$\text{자산가치} = \text{순자산} / \text{발행주식총수}$$

- 자산가치: 평가기준일 현재의 발행회사의 주당 순자산가액
- 순자산: 직전 사업연도말의 재무상태표의 자본총계에서 실질가치가 없는 무형자산 및 회수 가능성이 없는 채권을 차감하고 자기주식은 가산하는 등 가감사유를 반영하여 산정
- 발행주식총수: 평가기준일 현재의 총발행주식수

#### 나) 수익가치

- 현금흐름할인모형, 배당할인모형 등 미래의 수익가치 산정에 관하여 일반적으로 공정하고 타당한 것으로 인정되는 모형을 적용하여 합리적으로 산정한다.

#### 다) 상대가치

- 상대가치는 한국거래소 업종분류에 따른 소분류 업종이 동일한 주권상장법인의 비교가치를 평균한 가액의 30% 이상을 할인한

가액으로 한다.

## (2) 상속세 및 증여세법상 비상장주식의 평가

상속세 및 증여세법에 의한 비상장주식은 주권상장법인 또는 코스닥 상장법인이 아닌 법인의 주식 및 출자지분을 말한다. 비상장주식은 상속개시일 또는 증여일 현재 비상장주식의 시가에 의해 평가하되, 시가 산정이 어려운 경우 다음과 같은 보충적 평가방법을 적용한다.

### ①과 ② 중 큰 금액

- ①  $\text{주식가치} = (\text{1주당 순손익가치} \times 3 + \text{1주당 순자산가치} \times 2) / 5$
- ②  $\text{순자산가치의 80\%}^*$

\* '17. 4. 1.~'18. 3. 31.: 순자산가치의 70%, '18. 4. 1.~: 80%

일반적인 보충적 평가의 경우 비상장주식의 가치를 순손익가치와 순자산가치를 6:4의 비중(단, 부동산과다법인인 경우 4:6)으로 평가한다. 한편 과세당국은 순손익가치가 낮은 법인의 주식이 과소평가되는 점을 보완하기 위해 2017년 4월 1일 이후 상속·증여분부터는 순자산가치의 80%를 주식가치의 하한으로 설정하였다.

또한 청산 중인 법인, 사업개시 후 3년 미만 법인, 부동산(또는 주식)이 자산의 80% 이상인 법인 등 일정한 요건을 갖춘 경우에는 순자산가치로만 평가한다.

### 가) 순손익가치

**1주당 최근 3년간 순손익의 가중평균액 / 10%**

- 순손익: 각 사업연도소득금액에 세법상 규정하는 차·가감항목을 반영
- 1주당 순손익액: 연도별 순손익액을 각 사업연도 말 총발행주식 수

또는 환산주식 수로 나눔

- 1주당 순손익액을 최근 연도부터 3:2:1의 비중으로 가중평균함

## 나) 순자산가치

### 당해 법인의 순자산가액 / 평가기준일 현재의 발행주식총수

- 자산가액은 재무제표상 자산가액에 상증세법상 영업권, 선급비용 등의 항목을 차·가감하여 산정함
- 부채가액은 재무제표상 부채가액에 평가기준일까지의 법인세액, 퇴직급여추계액, 충당금 등의 항목을 차·가감하여 산정함

#### - 최대주주 할증평가

최대주주가 보유한 유가증권의 평가시 상증세법 등의 평가방법에 의해 평가한 1주당 가액에 평가액의 20%를 가산하여 평가한다. 다만, 중소기업 주식 및 평가기준일 이전 3개 사업연도 연속 결손금을 보유한 기업의 주식에 대해서는 할증하여 평가하지 아니한다.

## (3) 비상장주식에 대한 공정가치평가 관련 가이드라인

한국채택국제회계기준(K-IFRS) 적용 기업의 경우 2018년 시행된 기준 중 1103호 “금융상품”에서 비상장회사 주식은 원칙적으로 공정가치평가를 하도록 되어 있어 소규모 비상장회사의 주식을 보유한 경우 평가에 대한 경영 부담이나 감사인과의 조율 과정에서 어려움을 겪는 경우가 많았다. 이에 따라 금융감독원은 비상장주식 평가에 대한 가이드라인을 제시하였다.

## 비상장주식 평가 기준

- K-IFRS 1109호 적용대상 지분상품과 해당 지분상품에 대한 모든

계약, 상법상 종류주식에 대한 투자(전환상환우선주)를 포함

비고	내용
원칙	공정가치평가
예외	<p>1과 2를 모두 충족하는 경우 원가로 측정 가능</p> <p>1. 공정가치로 측정해야 하는 경우가 아닌 때(a) 또는 피투자기업으로부터 공정가치 측정을 위한 충분한 정보를 얻을 수 없는 경우(b)</p> <p>* 공정가치로 측정해야 하는 경우(원가가 공정가치를 나타내지 않는 경우)</p> <p>① 예산, 계획, 주요 일정과 비교해 볼 때 피투자자의 성과에 유의적인 변동이 있는 경우</p> <p>② 피투자자가 이를 제품의 기술적 수준에 대한 예상이 변동한 경우</p> <p>③ 피투자자의 지분이나 제품 또는 잠재 제품에 대한 시장에 유의적인 변동이 있는 경우</p> <p>④ 국제 경제나 피투자자의 경제적 영업 환경에 유의적인 변동이 있는 경우</p> <p>⑤ 비교 가능한 기업의 성과나 전반적인 시장에 내재된 가치평가에 유의적인 변동이 있는 경우</p> <p>⑥ 피투자자에게 부정, 상업분쟁, 소송, 경영진이나 전략의 변화와 같은 내부 문제가 있는 경우</p> <p>⑦ 피투자지분과 관련하여 제3자 간 지분상품의 이전이나 (새로운 주식의 발행과 같은) 피투자자가 외부와의 거래에 따른 증거가 있는 경우</p> <p>⑧ ①~⑦의 상황 외의 성과와 영업에 중요한 변동이 있는 경우</p> <p>2. 과거 또는 당기에 가치변동에 대한 명확한 증거(피투자기업의 유의적인 재무적 어려움, 채무불이행이나 연체 같은 계약위반, 파산 등)가 없는 경우</p>

상기의 예외 조건이 충족될 경우 다음 중 하나에 해당하면 원가가 공정가치의 적절한 추정치가 될 수 있다.

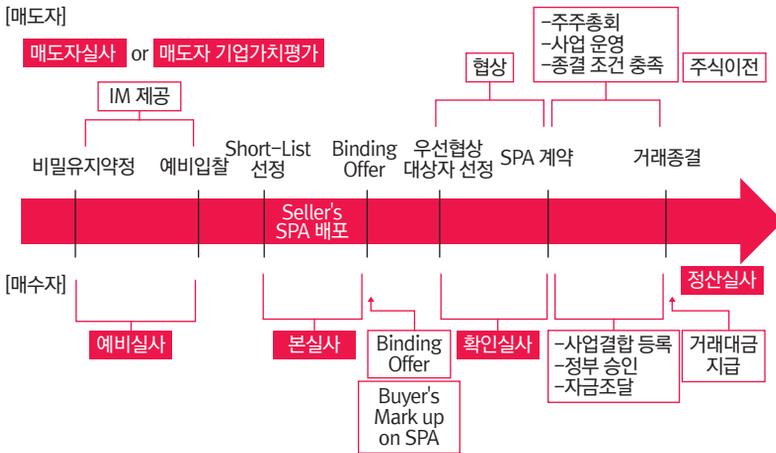
- 피투자기업의 직전 사업연도 말 자산총액이 120억 원 미만인 경우
- 피투자기업이 설립된 지 5년이 경과하지 않은 경우
- 투자기업이 비상장주식을 취득한 시점부터 2년이 경과하지 않은 경우

다만, 정상적인 투자가 아닌 무자본 M&A를 통한 기존 주주와의 사전 공모로 인한 주식의 취득 등의 방법으로 제3자 등으로부터 비상장주식을 취득 시 원가를 공정가치로 사용할 수 없다.

# 03 M&A와 실사, 기업가치평가, 주식매매계약서

앞서 살펴본 실사 및 기업가치평가는 M&A의 최종 과정인 거래가격 산정과 주식매매계약서(Share Purchase Agreement, SPA) 작성 과정에도 큰 영향을 미친다. 주식매매계약서 작성 시에는 인수구조 및 가격정산구조의 정의, 진술과 보장, 손해배상 등과 관련된 내용이 상세하게 기입된다. 실사 및 기업가치평가를 통해 산출 또는 발견된 사항들은 M&A의 전 과정에 걸쳐 이용된다.

실사와 기업가치평가, 주식매매계약서 작성을 포함하는 M&A 절차는 다음과 같으며, 이번 절에서는 M&A 절차의 전반적인 과정 및 주식매매계약서의 주요 검토내역을 살펴보도록 하겠다.



## M&A 절차별 실사 및 기업가치평가

### (1) 사전 절차: 매도자실사 Vendor DD

주로 M&A 초기 단계에서 수행되는 매도자실사는 잠재적 매수자들을 위한 필요사항들을 선제적으로 파악할 수 있다. 매도자실사는 대상회사의 정보에 제한 없이 접근이 가능하고, 다수의 잠재적 매수자에게 노출되기 때문에 객관적, 중립적으로 작성될 필요가 있다. 또한, 매각대상회사의 기업가치평가를 통해 매각제안가격의 적정성을 검토한다.

### (2) Indicative Offer: 예비실사

매도자는 잠재적 인수자를 물색한 후 매각대상회사에 어느 정도 관심이 있을 것으로 판단된 잠재적 인수자에 대해 비밀유지약정 Confidentiality Agreement, CA 또는 Non-disclosure Agreement, NDA 체결 후 구체적인 대상회사의 정보가 담긴 투자제안서 Information Memorandum, IM 및 Vendor DD 보고서를 제공한다. 이를 기반으로 잠재적 인수자는 사전 검토를 위한 실사 및 기업가치평가를 실시하며 예비입찰제안 Indicative Offer을 하게 된다.

### (3) Short-list 선정 및 Binding Offer: 본실사 Buy-side DD

Short-list에 선정되면 본실사 Buy-side DD를 실행한다. 인수자의 필요도, 목적에 따라 재무실사, 영업실사, 세무실사, 법률실사 등 다양한 종류의 실사가 실시된다. 본실사에서 확인된 사항을 기업가치평가에 반영하여 평가 모델을 고도화한다. 본실사 및 기업가치평가를 기반으로 잠재적 인수자는 법적 구속력이 있는 제안 Binding Offer을 하게 된다.

#### (4) Preferred Bidder 및 Signing SPA: 확인실사 Confirmatory DD

우선협상대상자 Preferred Bidder에 선정되면 확인실사를 수행한다. 확인실사는 본실사의 연장선으로서 본실사에서 쟁점이 존재하였거나 추가적으로 정밀 확인이 필요한 사항 등 가격조정에 초점을 맞춘 실사를 수행하게 되며 추가 조정사항이 반영된 기업가치를 기준으로 주식매매계약서의 기준가격을 협의하게 된다. 또한 가격조정 구조에 따라 정산실사를 수행할 수 있으며 정산실사 범위 및 주식매매계약서 검토를 수행하게 된다.

#### (5) Closing: 정산실사 및 확정된 거래대금의 지급

주식매매계약서상 기준가격 설정 후 가격조정 Purchase Price Adjustment 구조에 따라 거래종결일의 최종 거래가격에 대한 조정이 발생할 수 있다. 가령 Completion Accounts의 정산 방식으로 협의된 경우 목표운전자본과 실제운전자본과의 차이에 따라 가격 정산이 이루어질 수 있고, Earn-out의 정산방식이라면 이연대가가 거래가격에서 조정될 수 있다. 또한, 기타 M&A상 협의사항에 의해 가격조정이 발생할 수 있으며 이에 따른 정산금액이 정확하게 기입되어 있는지에 대한 정산실사를 수행할 수 있다.

## 주식매매계약서

주식매매계약서 Share Purchase Agreement, SPA는 주식에 대한 거래조건이 명시된 대상회사 인수자와 매도자가 서명한 법적 계약서를 말한다. 주식매매계약서는 소유권 이전 설정 및 가격을 결정하며 매도자와 인수

자 간의 위험 및 보호 수단을 설정하고 당사자를 법적으로 구속하는 효과를 지닌다.

주식매매계약서의 초안은 Short-list 선정 시 매도자가 매수자에게 배포하며 이후 본실사, 가격조정 및 기타 협상에 따라 당사자 간 주식매매계약서의 내용을 수정하는 마크업 Mark-up 과정을 거친다.

주식매매계약서는 M&A의 다양한 사례별로 각각 다른 협상 결과를 반영하지만 일반적으로 다음과 같은 주요항목으로 구성된다.

조항	주요 내용
(1) 정의(Definition)	주식매매계약서에서 주요하게 사용되는 용어에 대한 정의
(2) 판매되는 품목에 대한 설명 (Description of what's being sold)	거래대상 주식, 가격, 종결 시 거래 당사자의 준비 자료, 가격조정구조 등 명시
(3) 진술과 보장(Representations and Warranties)	매도자의 정보가 완전히 제공되었다는 조건 명시 및 매수자의 체결권한 등 명시
(4) 약속사항(Covenants)	매도자와 매수자의 거래종결일 전후 준수하여야 할 사항 명시
(5) 선결 조건(Conditions to Closing)	거래종결일 전에 매도자와 매수자가 충족해야 하는 조건 명시
(6) 해제(Termination)	거래종결일 이전까지 계약을 해제할 수 있는 조건 명시
(7) 손해배상책임(Remedies)	거래종결일 이후 손해가 발생한 부분에 대한 손해배상 청구 조건 명시

## (1) 정의 Definition

주식매매계약서 내 주요 용어에 대한 정의를 설명하는 조항이다. 동 조항에서는 대상회사에 적용되는 회계기준, 가격정산구조에 따른 목표운전자본, 중대한 부정적 영향 Material Adverse Effect, MAE 또는 Material Adverse Change, MAC 등 당사자 간 이해 관계에 따라 달리 해석할 수 있는 부분에 대해 서로 협의하여 정의된다.

중대한 부정적 영향은 사업의 수익, 생산 능력 또는 가치에 장기적이고 중대한 감소를 초래할 수 있는 사건 또는 조건을 설명하는 사유이며 대상회사가 실사(평가)기준일과 거래종결일 사이에 심각한 부정적 변경이 발생하는 경우 인수자가 거래를 해제할 수 있는 조건이다. 중대한

사유의 기준은 일반적으로 거래가격 또는 순자산 등의 10%~20% 사이의 부정적인 경제적 영향으로 정의한다.

실사 과정에서 회계 기준, 목표운전자본, 기타 회계/재무 관련 정의가 실사결과와 일관성 있게 적절히 기술되어 있는지 확인할 필요가 있다.

## (2) 판매되는 품목에 대한 설명 *Description of What's Being Sold*

거래대상 주식, 거래가격(기준가격, Base Price), 거래종결 장소 및 거래종결 시 매도자와 매수자가 준비해야 할 자료, 최종 거래가격 결정을 위한 가격조정구조에 대해 명시하는 조항이다.

거래대상 주식의 범위 및 금액을 거래구조에 따라 명확히 기술하며 거래종결일시(예: 선결 조건 모두 충족 후 [XX]영업일 이후) 및 장소를 명시한다. 또한 거래종결일까지 매도자의 경우 주권교부, 이사, 감사 사임서 및 인감증명서 교부, 기타 선결 조건이 이행되었음을 증명하는 서명 등을 준비해야 하며 매수자의 경우 매매대금지급, 기타 선결 조건이 이행되었음을 증명하는 서면을 준비해야 함을 명시한다.

명시된 거래가격에 대해 거래종결일까지의 재무변동, 기타 계약 조건 등에 따른 가격조정 *Purchase Price Adjustment* 프로세스에 대해서도 기술한다. 가격조정구조는 Completion Accounts, Locked Box, Earn-out 방식이 있으며 구조별 구체적인 설명 및 고려 사항은 다음과 같다.

### ☑ **Completion Accounts**

순부채 및 운전자본 금액에 대한 조정 등이 실사(평가) 기준일이 아닌 거래종결일 기준으로 이루어지는 방식이다. 실사(평가) 기준일 시점에 거래종결 시점의 정확한 재무제표 금액을 알 수 없음에 따라 주식매매 계약서에 거래종결일 재무제표에 대해 상세히 정의하고, 거래종결일 재무제표와 실사(평가) 기준일 재무제표상 순부채 및 운전자본 금액 간의

차이 등을 조정하는 방식이다.



- 주식매매계약서에서 명확히 정의해야 하는 사항은 아래와 같다.
  - Completion Accounts를 적용하기 위한 거래종결일 재무제표 준비 주체
  - 적용될 회계정책
  - 현금 및 현금성자산, 차입금, 운전자본에 대한 정의 및 거래종결일 재무제표에서 동 계정 잔액 또는 순자산가액이 산출되는 방식
  - 준비된 거래종결일 재무제표, 거래종결일 재무제표에 대한 상대방의 검토 기간 및 방식
  - 거래종결일 재무제표에 대한 합의가 이루어지지 못할 경우의 절차
  - 가격조정이 이루어진 경우의 조정 거래대금 지급기일 및 미지급시의 범칙금 등
  - 조정 거래대금에 대한 이자 지급 여부
- Completion Accounts 적용 시 주의사항은 아래와 같다.
  - 주식매매계약서에서 정의한 거래종결일 재무제표상 회계정책은 대상회사가 사용한 기존의 회계정책과 다를 수 있다.
  - 거래종결일 재무제표상 계정 잔액은 매수자의 인수시점 재무제표

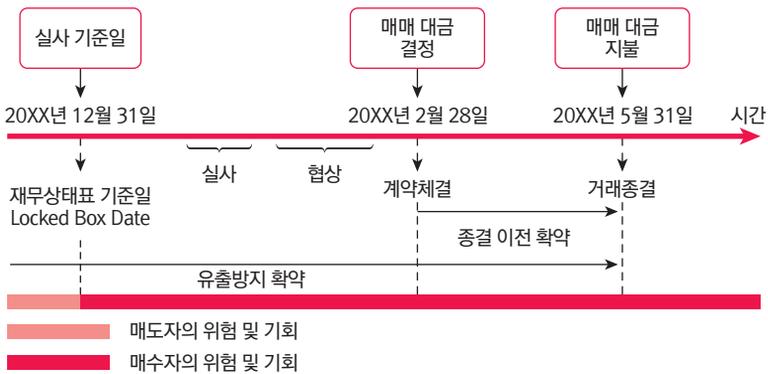
상 기초잔액과 일치하지 않는다.

- 매수자는 비교목적으로 자신의 회계정책에 따라 별도의 가격정산 작업을 수행해야 될 수 있다.
- 거래종결일 재무제표 작성을 위한 회계정책의 계층 구조는 일반적으로 다음과 같다.

- 1순위: 양 당사자 간 합의된 특정 회계정책
- 2순위: 법정 또는 관리 계정과 일관성 있는 회계정책
- 3순위: 일반적으로 인정된 회계원칙GAAP

### 📌 Locked Box

Locked Box는 Locked Box Date[실사(평가) 기준일 또는 최근 재무제표 기준일] 시점의 금액을 기준으로 기업가치 및 지분가치를 산정해 실사(평가) 기준일과 거래종결일 사이에 발생한 가치변화에 대한 추가적인 정산 없이 고정된 금액을 지급하는 방식이다. Locked Box는 가격의 확실성을 바탕으로 주로 매도자가 경쟁 입찰을 통한 주식매각 시에 선호된다.



Locked Box는 Locked Box Date에 대상회사의 가치변화 위험이 모두 매수자에게 이전된다는 특징이 있다. 그러나 Locked Box Date부터 거래종결일까지 법적 소유권과 경영권은 여전히 매도자에게 귀속되어 있으므로, 매도자는 배당, 상여, 부당 거래 등 통상적이지 않은 거래를 통해 대상회사의 경제적 효익의 유출을 초래할 수 있다. 따라서 이러한 상황을 방지하기 위해 주식매매계약서에 매도자에게 허용되는 경제적 효익의 유출 **Permitted Leakage**과 허용될 수 없는 경제적 효익의 유출 **Unpermitted Leakage**을 상세하게 규정해야 한다.

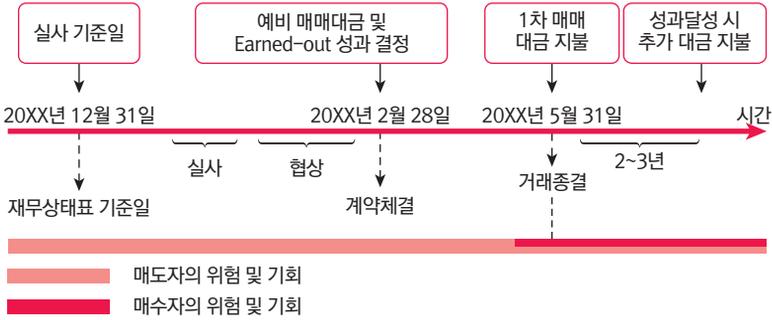
Locked box는 거래종결 이후 가격조정이 존재하지 않고 가치 산정 방법이 복잡하지 않다는 장점이 있는 반면, 실사(평가)기준일과 거래종결일 사이 영업 실적 악화 등 비정상적인 상황에 대비하기 위한 안전 장치가 미흡하고 분할법인의 매각 건과 같이 확정 재무제표가 존재하지 않은 상황에서는 적용하기 어렵다는 점이 주요 단점으로 꼽힌다.

### Earned-out

Earned-out 방식은 대상회사가 거래종결일 이후 정해진 기간 내에 일정한 성과 또는 조건을 충족하는 경우 추가 대금을 지급하는 방식이다. 성과는 EBITDA, 영업이익, 당기순이익, 영업현금흐름, 매출 등으로 측정되는 재무적 요소가 채택되는 것이 일반적이며, 신규 고객 수, 특정 소송 승소 및 신제품에 대한 인허가 획득 등의 비재무적 요소가 채택되는 경우 또한 존재한다.

Earned-out은 비상장사이거나, 신규 사업 또는 첨단기술이 기업의 핵심자산인 기업 간 인수합병과 같이 향후 시장규모에 대한 예측이 어렵거나 매도자와 매수자 사이에 대상회사의 잠재력 또는 성과에 대해 이견이 발생하여 가격 합의에 이르는 것이 쉽지 않을 경우 주로 채택되는 방식이다.

일반적인 Earned-out 기간은 2~3년으로 거래종결 후에도 대상회사의 실적 및 운영을 지속적으로 감시해야 하는 번거로움이 있으며, 성과 측정 방식이나 공정성, 성과 조작 가능성을 둘러싼 분쟁이 발생할 가능성이 높다는 단점이 있다.



### ☑ 비교

실무적으로 M&A 시 Completion Accounts, Locked Box 및 Earned-out 방식이 많이 사용되며, 세 방법의 대상 및 장단점은 아래와 같다.

방법	Completion Accounts	Locked Box	Earned-out
설명	거래종결일 재무제표와 실사(평가) 기준일 시점 재무제표 상 순부채, 운전자본 금액의 차이를 조정하는 방식	과거 재무제표를 기반으로 실사(평가) 기준일과 거래종결일 사이 발생한 가치변화에 대해 고정된 금액을 지급하는 방식	거래종결일 이후 정해진 기간 내에 대상회사가 일정한 조건을 충족하는 경우 추가 대금을 지급하는 방식
장점	매도자가 거래가격을 조정할 수 있는 위험을 방지할 수 있음. Locked Box와 달리 추가적인 가격정산에 대한 기회가 존재함.	거래종결일 재무제표가 필요하지 않으며, 거래종결일 이후 별도의 가격조정이 필요하지 않음.	매도자와 매수자 간 이견이 발생하여 가격 합의에 이르는 것이 쉽지 않을 경우에도 사용이 가능함.
단점	가격정산, 거래종결일 재무제표 준비 등으로 인해 추가적인 시간 및 비용이 발생함.	매도자에 의한 경제적 효익 유출 및 영업실적 악화 등에 대한 안전 장치가 미흡함. 가격정산 매커니즘을 활용하지 못하고 보증에 대한 의존도가 높음.	거래종결 후에도 대상회사의 실적을 지속적으로 감시해야 하는 번거로움이 존재함. 성과 측정 방식, 공정성 등 분쟁 발생 가능성이 존재함.

### ☑️ 주식매매계약서상 가격조정의 정산 조항

가격조정구조를 Completion Accounts로 협의한 경우 거래종결일에 거래가격이 상향 또는 하향되며 가장 일반적인 조정 유형은 순부채 및 운전자본 조정이다. 순부채와 운전자본 조정은 최종 거래가격에 도달하도록 주식매매계약서에 산식으로 표기되며 예시는 다음과 같다.

#### 가격조정구조 Purchase Price Adjustment Mechanism

구분	금액
최초 기업가치(Initial Enterprise Value)	X
(-) [조정 사항 1]	(X)
(-) [조정 사항 2]	(X)
<b>부채/현금 미포함가격(= 기준가격)</b>	<b>X</b>
(+) 현금	X
(-) 순차입금 및 부채성 항목	(X)
<b>순부채 조정(Net Debt Adjustment)</b>	<b>X/(X)</b>
(+) 확정운전자본이 목표운전자본보다 큰 경우	X
(-) 확정운전자본이 목표운전자본보다 작은 경우	(X)
<b>운전자본 조정(Working Capital Adjustment)</b>	<b>X/(X)</b>
(-) 이연 대가(Deferred Consideration)	(X)
(+/-) 기타 조정(Others)	X/(X)
<b>최종 거래가격(Purchase Price)</b>	<b>X</b>

주식매매계약서상 가격조정의 산식은 일반적으로 기준가격 Base Price 에서 시작한다. 기준가격은 실사(평가) 기준일 현재의 조정사항을 반영한 후의 기업가치평가를 기반으로 매도자와 매수자간의 협의한 금액을 기입한다. 기준가격 설정에 대한 설명은 '01. 실사'의 '이익의 질을 평가한다: Quality of Earnings'와 '02. 기업가치평가'에 구체적으로 서술되어 있다.

순부채 조정을 통해 인수자는 기업에 남아있는 순현금에 대해 지불하

고, 매도자는 인수자에게 순부채를 보상한다. 이로 인해 가격이 각각 상향 또는 하향 조정된다. 순부채 조정에 대한 설명은 '01. 실사'의 '숨겨진 부채를 찾자: Net Debt and Debt-like Items'에 구체적으로 서술되어 있다.

운전자본 조정은 거래종결 시점 확정운전자본과 목표운전자본의 차이를 나타내는 조정으로서 목표운전자본의 수준은 주식매매계약서상 구체적으로 정의된다. 운전자본 조정은 거래종결 시점 대상회사의 운전자본이 필요한 정상 수준보다 낮은 경우 인수자를 보상하기 위해 작동된다. 목표운전자본에 대한 설명은 '01. 실사'의 '영업 활동의 적정운전자본을 평가한다: Working Capital'에 구체적으로 서술되어 있다.

순부채와 운전자본 조정은 거래종결 이전, 매도자가 운전자본을 회수하지 못하도록 인수자를 보호하기 위해 함께 사용되기도 한다. 예를 들어 거래종결시점에 운전자본 조정이 없는 경우(순부채 조정만 존재) 매도자는 모든 채권을 회수하고 모든 채무를 상환하지 않음으로써 현금이 증가하게 될 수 있다(인수자는 순부채 조정을 통해 지불). 이 경우 인수자는 회수할 채권이 없고, 채무자에게 지불해야 할 상당한 현금 유출을 부담해야 한다.

### (3) 진술과 보장 Representations and Warranties

인수한 회사의 사업이 인수자가 생각한 것보다 가치가 낮은 것으로 판명될 경우 매도자에 대한 계약상 권리를 갖기 위해 인수자는 일반적으로 매도자가 주식매매계약서상 사업에 대한 진술 및 보장을 제공하도록 요구할 수 있다. 진술과 보장의 목적은 발견되지 않은 부채 또는 거래종결일 시점 대상회사의 가치의 감소를 초래하는 기타 사항으로부터 인수자를 보호하는 것이다.

진술 및 보장을 받는 또 다른 주요 이유는 매도자 및 경영진으로부터 인수에 영향을 줄 수 있는 모든 문제에 대한 공개Disclosure를 요구하는

것이다. 공개한 내용이 담긴 공개목록(Disclosure Schedule)은 매도자로부터 인수자에게 발송되어 주식매매계약서의 법적 문서의 일부를 구성하게 되며 이는 종종 길고 상세하다.

경우에 따라 공개목록을 검토하고 업무 중에 알거나 알지 못하는 것을 확인하기 위해 공개목록 검토가 실사의 범위에 포함되기도 한다. 이때 공개목록의 초안에는 Dataroom에서 인수실사 자문사에게 공개된 모든 문서 등 포괄적인 문구가 종종 포함되는데 이를 제대로 검토하지 않을 경우 매도자의 책임이 매수자에게 전가될 위험이 있기 때문에 주의 기울여 검토하여야 한다.

진술과 보장 조항에는 일반적으로 대상회사의 설립과 존속, 대상 주식 또는 자산의 상태, 회사의 재정상태, 법규준수 여부, 인허가의 취득 여부, 근로관계, 지적재산권관계, 중요계약 등에 대한 광범위한 진술 및 보장이 포함되는 경우가 많다.

진술 및 보장의 범위에 대해 매도자는 기간(일반적으로 2~3년, 세금 관련 이슈의 경우 종종 6~7년)을 제한하고, 제공된 진술 및 보장의 수준을 구체화함으로써 손해배상의 범위를 제한할 수 있다.

한편, 매도자가 사모펀드인 경우 주식의 소유 및 판매 권리를 보장하는 기본 사항을 제외하고는 어떠한 진술 및 보장도 하지 않는다. 사모펀드는 거래종결 후 투자로부터 완전히 손을 떼고 자신의 투자자에게 자금을 반환하기 때문이다. 따라서 매수자는 사모펀드로부터 인수할 때 더 철저한 실사를 수행해야 하는 경우가 있다. 위반사항이 발견될 경우 거래종결 이전에 해결해야 하며, 이에 따라 가격 인하가 필요하거나 매수자가 보장 보험을 받는 것을 고려할 수 있다.

진술과 보장 조항은 매도자뿐만 아니라 매수자의 진술과 보장도 포함한다. 일반적으로 매수자의 법인격, 주식인수 계약의 체결권한, 제3자 동의(정부인허가 등)이 포함된다. 특히 인수를 위한 인수금융(Debt Financing

을 사용할 경우 파이낸싱 능력 및 실현 가능성에 대한 진술과 보장이 필요하다. 다만, 매수자의 진술과 보장은 매도자의 진술과 보장 대비 중요성은 다소 떨어진다.

#### (4) **확약** Covenants

확약은 거래종결일 전후로 매도자와 매수자가 지켜야 할 사항을 명시한 조항이다. 일반적인 경영 활동 이외에 대상회사의 가치를 중대하게 변경할 수 있는 행위, 매수자의 사전 동의 없이는 수행할 수 없는 행위 등에 대해 명시한다. 확약 조항에 삽입되는 예시 사항은 다음과 같다.

- 통상적인 사업과정을 유지하도록 최선의 노력을 다할 것
- 선결 조건 성취에 대하여 최선의 노력을 다할 것
- 지적재산권의 제반 권리를 이전할 것
- 거래종결일자로 대상회사의 등기임원이 사임할 것
- 진술 및 보장의 위반 발견 시 매수자에 대해 통지할 것
- 거래종결일 현재 재직하고 있는 근로자의 고용을 보장할 것
- 거래종결일 이후 [X]년 동안 겸업하지 아니할 것
- 기타 대상회사 특성에 맞게 확약이 요구되는 사항

#### (5) **선결 조건** Conditions to Closing

선결 조건은 거래종결일까지 매도자와 매수자의 거래종결을 위한 조건을 명시한 조항이다. 동 조항에 명시된 선결 조건이 거래종결일까지 이행되지 않으면 이행 시점까지 거래를 종결하지 않거나 해제 Termination할 수 있는 조항이다.

각 당사자별 의무이행의 선결 조건 예시를 살펴보면 매도자의 경우 매도자 진술 및 보장이 정확할 것, 정부인허가가 필요한 거래일 경우 이행

하였을 것, 매수자가 거래종결 전 선결의무를 이행하였을 것 등이 있다.

매수자의 경우 매수자 및 회사에 대한 진술 및 보장이 정확할 것, 매도자가 거래종결 전 이사교체, 계약 상대방의 동의 등 선결의무를 이행하였을 것, 중대한 부정적 영향에 해당하지 않을 것 등과 같은 조건이 명시된다.

## (6) 해제 Termination

해제 조항은 거래종결일 전에 거래를 해제할 수 있는 선결 조건 불이행 등의 해제조건을 나열한 조항이다. 거래종결 전까지만 유효한 조항으로서 거래종결 이후에는 손해배상만 가능하다.

## (7) 손해배상 Remedies

손해배상 조항은 거래종결일 이후에 중대한 손실, 계약 위반 등이 발생하는 경우 이를 청구할 수 있는 조건, 범위, 기간 등을 명시한다.

진술 및 보장을 위반하고 확약 등 계약상 의무를 위반한 경우 손해배상의무가 발생하는 반면 선결 조건 불성취의 경우 확약 위반이 아닌 단순 조건 불성취이므로 손해배상 대상은 아니다.

매도자는 손해배상의 조건, 범위, 기간, 금액을 제한함으로써 향후 노출된 위험을 감소시키려는 유인이 존재한다. 가령 공개목록을 제시함으로써 제공된 진술 및 보장의 예외 항목 제시, “회사가 아는 범위 안에서 *To the Knowledge of Company*”와 같은 문구 삽입으로 손해배상 범위를 제한한다. 또한, 손해발생 금액이 일정금액 이하인 경우 청구를 제기할 수 없음을 명시함으로써 매도자의 위험 노출을 제한한다. 반면 매수자는 손해배상 금액의 상한을 전체 인수가격에 이르도록 요구하는 협상을 시작하는 경향이 있지만 일반적으로 이보다 하향 협상된다.

최근 사모펀드PE 관련 M&A가 증가함에 따라 손해배상을 보험회사 *Insurance Company*를 통해 받는 것이 종종 선호된다. 이는 주식매매계약

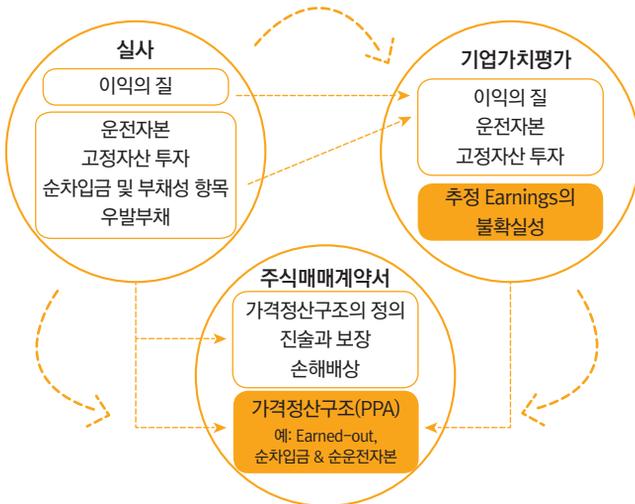
서상 손해배상에 대한 자세한 언급이 없는 대신 보험을 통해 보장받는 범위에 대한 이해가 요구된다.

매수자의 입장에서는 매도자와의 손해배상 조항 협상이 인수 이후 위험노출의 측면에 있어서 중요하다. 경우에 따라서 손해배상의 범위를 좁히면서 가격조정을 통해 이익을 보는 것도 고려할 수 있다.

## 실사, 기업가치평가와 주식매매계약서와의 관계

실사, 기업가치평가 업무는 M&A 과정에서 상호 연계하여 진행되고, 업무 수행 시 발견된 내역, 가격조정사항 등은 주식매매계약서에 반영되기 때문에 서로 긴밀한 상관관계가 있다. 앞서 살펴본 실사, 기업가치평가, 주식매매계약서의 상관관계를 도표화한 내역은 다음과 같다.

실사, 기업가치평가, 주식매매계약서의 상관관계



주) PPA는 가격정산구조를 의미함(Purchase Price Adjustment)

실사에서 이익 Earning에 대한 분석, 운전자본, 고정자산 투자, 순차입금 및 부채성 항목에 대한 분석, 우발부채의 발견내역은 기업가치평가에 반영되어 거래가격에 영향을 미친다.

또한, 운전자본, 순차입금 및 부채성 항목에 대한 분석, 우발부채의 발견내역은 주식매매계약서상 “판매되는 품목에 대한 설명” 조항에서 가격조정구조를 설정하고 최종거래가격을 결정하는 데 영향을 미친다. “진술과 보장” 조항에서 제시하는 공개목록 및 “손해배상” 조항을 협의하는 데 있어서도 실사 시 수행한 전반적인 검토내역은 중요한 역할을 한다.

기업가치평가는 주식매매계약서상 기준가격 책정의 기반이 되며 Earning의 추정이 불확실한 경우 Earn-out 정산 방식을 통해 주식매매계약서상 가격조정구조에 영향을 미칠 수 있다.

이처럼 주식 거래에서 가장 기본이 되는 주식매매계약서는 실사와 기업가치평가 사이에 긴밀한 상관관계가 존재한다. 주식매매계약서의 주요 구성과 내용, 실사와 기업가치평가와의 관계를 이해함으로써 중요한 협상 포인트를 준비할 수 있고, 거래조건의 협상에서 유리한 고지를 점하는 데 도움이 된다.





**MERGER AND ACQUISITION ESSENCE**

## 제5장

# M&A와 법률관계

---

01 M&A 관련 법률 규정

02 M&A와 세무

03 M&A 공시규정

# 01 M&A 관련 법률 규정

기업회계기준상 M&A는 기업의 지배권 또는 경영권의 변동을 수반하는 각종 거래의 형태로, 어느 한 회사가 다른 회사의 순자산 및 영업 활동을 지배하거나 통합함으로써 별도의 독립된 둘 이상의 회사가 하나의 경제적 실체가 되는 것을 정의하고 있다.

일반적으로 기업의 경영권 행사는 대표이사 또는 이사회 결의에 의하여 이루어지는데 상법에서는 주주총회 결의를 통해 이사를 선임 또는 해임하도록 규정하고 있으므로 M&A를 통해 경영권을 확보한다는 것은 인수할 기업의 대주주가 되어 주주로서의 권한을 행사하는 지위가 선행된다는 것을 의미한다.

## M&A 관련 법률의 특징

우리나라 M&A 관련 법률의 주요 특징을 요약하면 다음과 같다.

### M&A 관련 통합법규의 부재

우리나라는 M&A에 대한 간섭을 최소화하기 위해 별도로 규율하는 법률을 입법화하지 않았다. 기본적으로 상법에 M&A 관련 절차를 규정하고 있으며 자본시장법, 공정거래법, 각종 세법 및 기타 특별법에서는 특칙이나 특수한 사항만을 규정하고 있다.

### 공정한 게임과 기회균등 보장 중시

M&A가 국내 주식시장에 미치는 영향을 고려하여 공시제도를 적극적

으로 활용하고 내부거래를 엄격히 제한하였다. 특히 경영권 방어와 관련하여 의사결정을 단계적으로 거칠 수 있는 제도를 두어 경영권을 일방적으로 탈취당하지 않도록 하였다.

## 실무부서의 시행규칙 등으로 위임

우리나라의 M&A 관련 법률은 개별법에 산발적으로 기본적인 내용이 규정되어 있고, 실무상 구체적인 지침은 각 부처나 산하기관 실무부서의 시행규칙이나 고시에 위임해둔 경우가 대부분이다.

## 회사 정관의 규제 기능

상법은 M&A와 관련하여 형식적인 절차 등 기본적인 원칙만을 천명하며, 구체적인 내용들은 대부분 정관에 위임할 수 있도록 하여 기업의 자율성을 보장하였다. 그럼에도 불구하고 M&A에서 상법이 중요한 이유는 법정 절차의 사소한 하자라도 이를 준수하지 아니할 경우 M&A 자체가 무효가 될 수 있기 때문이다. 따라서 M&A를 할 때는 상법의 내용과 절차를 준수하여야 한다. 상법상 다양한 M&A의 유형들은 ‘제6장 다양한 M&A 유형’을 참고하면 된다.

## M&A 관련 법률 체계

### 상법

**합병:** 합병의 개념, 효과, 무효, 합병계약서, 간이합병, 소규모합병, 삼각합병, 채권자보호절차, 합병 등기, 물적회사와 인적회사 간 합병

**분할:** 분할 및 분할합병 개념, 분할계획서 및 분할합병계약서, 분할에 의한 회사 설립, 분할 효과, 공시, 물적분할 등

**영업양수도:** 영업양도인의 경업금지, 양도인 및 양수인의 책임, 양수도 규정(주주총회 특별결의) 등

**포괄적 주식교환 및 이전:** 완전모회사 설립, 자본금 증가의 한도액 제한, 계약서 작성 및 주주총회 승인, 반대주주 주식매수청구권, 주식교환, 공시, 등기, 효력발생시기 등

**주주권 및 자금조달 관련 제도:** 의결권의 행사 및 제한, 자회사에 의한 모회사 주식취득의 제한(특히 포괄적 주식교환 및 이전의 경우), 주식매수선택권, 주식매수청구권, 소수주주권 제도, 주주제안권, 집중투표, 소수주식의 강제매수, 자기주식의 취득 및 처분, 결손보전 외 자본감소절차, 특수사채의 발행 및 사채발행 제한의 폐지, 현물출자의 용이화(주금납입 상계 허용), 종류주식의 발행 등

## 자본시장과 금융투자업에 관한 법률

**공개매수제도:** 공개매수 조건 및 방법, 적용대상, 공고 및 신고서, 의견표명, 결과보고서, 배상책임 등  
**의결권대리행사:** 의결권 대리행사 권유, 의견표명, 위임장 용지 등 공시, 조사 및 조치 등  
**대량보유사항보고 및 불공정거래 금지:** 주식 등의 대량보유 등의 보고 및 공시, 위반 주식 등 의결권 행사 제한, 시세조종 행위 금지 및 배상, 내부자의 단기매매차익 반환, 임원 등의 특정증권 소유사항 보고, 미공개중요정보 이용행위 금지 등  
**각종 특례규정(상장회사):** 자기주식취득 특례, 합병 등의 특례, 주식매수청구권의 특례 등  
**주식취득 제한:** 공공적 법인의 주식취득 제한 및 의결권 행사 금지

## 독점규제 및 공정거래에 관한 법률

**기업결합:** 기업결합의 제한 및 신고의무  
**상호출자 및 주식소유:** 상호출자의 금지, 주식소유현황 등의 신고, 상호출자제한기업집단 등의 지정 등  
**기타:** 계열회사에 대한 채무보증, 금융회사 또는 보험회사의 의결권 제한, 지주회사 등의 행위제한, 채무보증제한기업집단의 지주회사 설립제한, 특수관계인 또는 특수관계법인 간의 불공정거래행위에 대한 과징금 부과 등

## 세법

**국제기본법:** 합병으로 인한 납세의무의 승계, 연대납세의무, 제2차 납세의무 등  
**지방세법 등:** 납세의무의 승계, 취득세 납세 의무(예: 간주취득), 증권거래세 과세 등  
**법인세법:** 합병·분할·현물출자 관련 과세 및 특례, 교환자산 양도차익의 손금산입, 외국법인의 양도소득세 신고납부 특례, 이월결손금 등  
**조세특례제한법:** 자산의 포괄적 양도, 주식의 포괄적교환, 벤처기업 합병 및 기타 사항에 대한 각 과세특례 등

## 기타 법률

**외국인투자촉진법:** 신주취득에 의한 외국인투자, 기존주식취득에 의한 외국인 투자, 합병 등에 의한 주식 등의 취득, 주식 등의 양도 등  
**은행법:** 동일인의 주식보유한도, 한도초과주식 의결권 제한, 비금융주력자 주식보유제한, 다른 회사에 대한 출자제한 등  
**채무자회생 및 파산에 관한 법률:** 회생회사 M&A 실무준칙, 합병 및 분할 규정, 회생절차상 M&A 흐름(관계인집회, 의결권 제한 등) 등  
**기타:** 공기업의 경영구조개선 및 민영화에 관한 법률(공기업의 정관에 의한 주식취득 제한), 전기통신사업법(기간통신사업자 발행주식취득제한) 이외 다수 특별법에서 주식취득제한 관련 규정을 두고 있음

# 자본시장과 금융투자업에 관한 법률

M&A에서 자본시장과 금융투자업에 관한 법률(이하 “자본시장법”)

의 역할은 기본적으로 투자자, 소수주주의 보호와 특례를 규정하기 위한 것이다. 따라서 M&A에 대한 의사결정권자는 투자자를 보호하기 위한 절차를 준수하여야 한다는 점에 유의하여야 한다. 여기서는 상법에 우선하는 다양한 특례, 불공정거래의 규제에 대한 내용 및 2017년 이후 개정사항을 다룬다. 기업의 인수·합병과 관련된 다양한 공시제도는 ‘03. M&A 공시규정’을 참고하면 된다.

### **(1) 실권주 임의처리의 제한**

개정 전 자본시장법이나 상법에는 실권주 처리에 대한 명시적 규정이 없었으므로 관행적으로 회사들은 이사회 결의로 실권주를 처리하면서 제3자 배정방식을 활용하였다. 하지만 자본시장법에서는 주권상장법인의 신주발행 시 실권주가 발생한 경우에는 원칙적으로 실권주의 발행을 철회하고, 실권주 해당 금액을 다시 조달하고자 하는 경우에는 원칙적으로 새로운 신주발행절차를 거치도록 규정하였다(제165조의6).

### **(2) 조건부자본증권의 발행**

주권상장법인이 발행할 수 있는 사채로서 상법에서 규정하는 사채들과 다른 종류인 조건부자본증권을 도입하였다(제165조의11). 조건부자본증권은 전환형과 상각형이 있으며 각각의 정의는 다음과 같다.

- 전환형 조건부자본증권: 사채의 발행 당시 객관적이고 합리적인 기준에 따라 미리 정하는 사유가 발생하는 경우 주식으로 전환되는 조건이 붙은 사채
- 상각형 조건부자본증권: 사채의 발행 당시 객관적이고 합리적인 기준에 따라 미리 정하는 사유가 발생하는 경우 그 사채의 상환과 이자 지급 의무가 감면된다는 조건이 붙은 사채

조건부자본증권의 내용, 발행사항 및 유통 등의 방법, 조건의 세부내용 등 필요한 사항은 시행령으로 정하고 있다.

### (3) 시장질서 교란 행위 금지

불공정거래란 자본시장법에서 요구하는 각종 의무를 이행하지 않고 주식을 거래하거나 거래 상대방을 속여 부당한 이득을 취하는 일체의 증권거래 행위로서 자본시장법은 내부자 거래(제172조 내지 제175조), 시세조종 행위(제176조 및 제177조), 부정거래 행위(제178조), 시장질서 교란 행위(제178조의2)에 대하여 규정하고 있다.

#### ☑ 내부자거래(단기매매차익거래)

단기매매차익거래란 회사의 임직원 또는 주요주주가 주권, 전환사채권, 신주인수권부사채권 등 주식관련사채와 신주인수권증서, 이익참가부사채권 및 주권상장법인의 비상장 사채권주식 등을 매수(매도)한 후 6개월 이내에 재매도(매수)하여 이익을 얻는 거래로 차익이 발생하는 경우 그 매매차익을 회사에 반환할 책임이 있다.

#### ☑ 시세조종 행위

시세조종 행위란 주식 등의 가격을 인위적으로 변동시켜 주식시장의 가격결정과 수급질서를 방해하는 일체의 행위로서, 자본시장법 제176조는 시세조종 방법에 따라 행위의 양태를 예시하여 금지하고 있다. 그 종류는 위장거래, 허위표시, 불법 안정조작/시장조성 등에 의한 시세조종 등이다. 만일 이를 위반하여 행위하는 경우에는 민사상 손해배상책임 및 형사책임을 부담한다.

### ☑ 부정거래 행위

금융투자상품의 매매, 그 밖의 거래와 관련하여 부정한 수단, 계획 또는 기교를 사용하는 행위를 하거나 중요 사항에 관하여 거짓의 기재 또는 표시를 하는 등의 방법으로 금전, 그 밖의 재산상의 이익을 얻고자 하는 행위 등은 금지되며, 금융투자상품을 매매하거나, 그 밖의 거래를 할 목적이거나 그 시세의 변동을 도모하기 위해 풍문을 유포하거나, 위계, 폭행, 협박 등을 사용하는 것도 부정거래 행위에 해당한다. 만일 이를 위반하여 행위하는 경우에는 민사상 손해배상책임 및 형사책임을 부담한다.

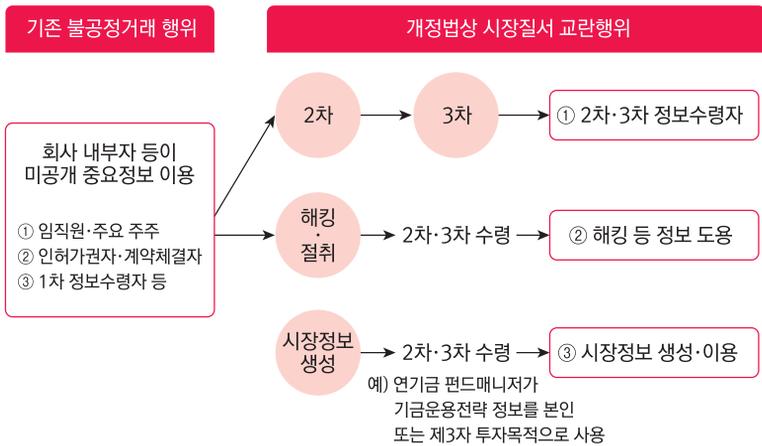
### ☑ 시장질서 교란 행위

자본시장법은 회사 내부자 등이 M&A 등 미공개 중요정보를 이용하여 시세에 부당한 영향을 주는 시장질서 교란 행위를 금지하는 조항을 신설 및 개정하였다. 특히 투자자 보호 및 건전한 시장질서를 정립하기 위하여, 기존의 규제 대상인 1차 정보 수령자 이외에도 2차 이상의 다차 정보수령자의 미공개정보 이용, 외부정보 이용, 해킹 등 부정한 방법으로 지득한 정보이용 등 교란 행위의 범위를 확대하였다. 만일 이를 위반하여 행위하는 경우 5억 원 이하의 과징금을 부과할 수 있으며, 위반 행위와 관련된 거래로 얻은 이익 등의 1.5배가 5억 원을 넘는 경우에는 그 금액 이하의 과징금을 부과할 수 있다(제429조의2).

## (4) 벌칙

미공개정보 이용 행위, 시세조종 행위, 부정거래 행위와 같은 불공정거래 행위에 대한 벌금 부과수준을 위반 행위로 얻은 이익 또는 회피한 손실액의 1배 이상 3배 이하에서 2배 이상 5배 이하로 상향되었다(제443조). 또한 불공정거래 행위에 대한 손해배상 시효를 행위를

안 날부터 1년에서 2년간, 또는 행위가 있었던 날부터 3년간에서 5년간으로 연장되었으며, 불공정거래 행위로 얻은 이익 또는 회피한 손실액이 5억 원 이상인 경우에, (i) 이익 또는 회피한 손실액이 50억 원 이상인 경우에는 무기 또는 5년 이상의 징역, (ii) 이익 또는 회피한 손실액이 5억 원 이상 50억 원 미만인 경우에는 3년 이상의 유기징역형을 가중하도록 하였다(제175조 제2항, 제177조 제2항, 제179조 제2항 및 제443조).



### (5) 합병가액 등 외부평가기관의 평가기능 강화

주권상장법인이 합병, 중요한 영업 또는 자산의 양수 및 양도, 주식의 포괄적교환 또는 포괄적이전, 분할 또는 분할합병을 하고자 하는 경우 대통령령으로 정하는 요건 및 방법 등의 기준에 따라야 하고, 외부평가기관으로부터 합병 등의 가액 등에 관한 평가를 받아야 한다는 점을 명시하였다(제165조의4).

비상장법인의 경우 합병가액은 자산가치와 수익가치를 가중산술평균한 가액으로 하되, 금융위원회가 정하여 고시하는 방법에 따라 산정

한 유사한 업종을 영위하는 법인의 가치(상대가치)를 비교하여 공시하도록 하였다.

## (6) 새로운 자금조달 방법 - 크라우드 펀딩 Crowd Funding

크라우드 펀딩은 창의적 아이디어나 사업 계획을 가진 기업가 등이 중개업체의 온라인 포털에서 집단 지성을 활용하여 다수의 소액투자자로부터 자금을 조달하는 것으로 정의할 수 있으며 최근 급속도로 발전하고 있는 자금조달의 한 형태이다. 이에 따라 개정자본시장법은 온라인소액투자중개업자 등에 관한 특례를 신설, ‘크라우드 펀딩(증권형)’ 법제화를 통하여 창업기업의 원활한 자금조달과 투자자 보호를 위한 기반을 마련하였다.

크라우드 펀딩으로 자금을 조달할 수 있는 기업은 비상장중소기업으로서, 창업 후 7년 이내이거나, 프로젝트성 사업을 수행(기존사업과 독립 회계)하는 자이며, 벤처기업, 이노비즈기업은 창업 후 7년 이상 경과해도 자금조달이 가능하다. 특히 신생·창업기업의 원활한 자금조달을 지원하기 위하여 증권신고서 제출을 면제하고, 소액 공모 대비 제출 서류를 간소화하였다.

크라우드 펀딩의 투자자들은 일반투자자, 소득요건 구비 투자자(금융소득종합과세 투자자 등), 일정 요건을 갖춘 전문투자자 등(전문엔젤, 벤처캐피탈 등)이다. 자본시장법은 투자자 1인당 투자한도 제한, 창업기업의 연간 자금모집한도 제한, 발행인 및 대주주의 지분 매각제한 등의 규정을 두어 투자자를 보호하고 있다. 또한 벤처기업 또는 창업 3년 이내의 기술성 우수기업에 투자하는 경우에는 소득공제를 적용하여 크라우드 펀딩의 활성화를 위해 노력하고 있다.

한편 기업 및 투자자를 연결하는 온라인소액투자중개업자는 자본금, 인적·물적 요건 등의 일정 요건을 갖추어 온라인소액투자중개업자로

금융위원회에 등록하여야 하며 기존 투자중개업자 대비 진입요건을 완화하였다.

## (7) 상법 특례

주권상장법인의 제3자 배정 시 금융위원회에 제출한 주요사항보고서가 금융위원회와 거래소에 납입기일의 1주 전까지 공시된 경우에 한하여 「상법」 제418조 제4항의 주주에 대한 통지·공고의무를 면제하도록 하였다(제165조의9).

또한 기업 의사결정기구의 성별 대표성을 확보하기 위하여 최근 사업연도 말 현재 자산총액이 2조 원 이상인 주권상장법인의 경우 이사회의 이사 전원이 특정 성별의 이사로 구성되지 않게 노력하라는 내용의 조항이 신설되었다(제165조의20).

## 독점규제 및 공정거래에 관한 법률

독점규제 및 공정거래에 관한 법률(이하 “공정거래법”)상 M&A와 관련하여 크게 이슈가 되는 부분은 지주회사와 기업결합의 제한 등이 대표적이다. 기본적으로 독점에 의한 불공정거래 행위를 제한하고자 하는 것이므로 법이 제한하는 행위를 할 때는 감독기구인 공정거래위원회에 신고하거나 승인 또는 허가를 받아야 한다.

## (1) 기업결합의 신고<sup>1)</sup>

공정거래법에 의하면 자산총액 또는 매출액이 3,000억 원 이상인 회사가 자산총액 또는 매출액이 300억 원 이상인 회사에 대하여 기업결합을 하는 경우 등에는 합병등기일로부터 30일 이내에 신고하고, 자산 또는 매출액이 2조 원 이상인 회사가 합병당사회사에 포함된 경우에는 합병계약을 체결한 날로부터 30일 이내에 사전 신고를 하도록 했다.

심사는 일정한 거래분야, 즉 관련시장에서 경쟁을 실질적으로 제한하는 행위가 무엇인지를 판단하는 것인데, 기업결합이 일정한 경우에 해당되는 때에는 경쟁제한성이 있는 것으로 추정하도록 하였다.

## (2) 경제력 집중의 억제

### ☑ 지주회사의 행위제한

지주회사의 경우 자회사 발행주식의 일정비율 이상을 소유(상장사 30%, 비상장사 50%)해야 하며, 부채비율을 200% 이하로 규제하였다. 또한 금융·비금융사의 동시 소유를 금지하며, 비계열사의 주식취득을 5% 이하로 제한하였다(제8조의2).

---

#### 1) 공정거래법 제7조 (기업결합의 제한)

① 누구든지 직접 또는 대통령령이 정하는 특수한 관계에 있는 자(이하 "특수관계인"이라 한다)를 통하여 다음 각호의 1에 해당하는 행위(이하 "기업결합"이라 한다)로서 일정한 거래분야에서 경쟁을 실질적으로 제한하는 행위를 하여서는 아니된다. 다만, 자산총액 또는 매출액의 규모(계열회사의 자산총액 또는 매출액을 합산한 규모를 말한다)가 대통령령이 정하는 규모에 해당하는 회사(이하 "대규모회사"라 한다) 외의 자가 제2호에 해당하는 행위를 하는 경우에는 그러하지 아니하다. [개정 96·12·30, 99·2·5 법5813, 2007.8.3] [시행일 2007.11.4]

1. 다른 회사의 주식의 취득 또는 소유
2. 임원 또는 종업원(계속하여 회사의 업무에 종사하는 자로서 임원외의 자를 말한다. 이하 같다)에 의한 다른 회사의 임원지위의 겸임(이하 "임원겸임"이라 한다)
3. 다른 회사와의 합병
4. 다른 회사의 영업의 전부 또는 주요 부분의 양수·임차 또는 경영의 수임이나 다른 회사의 영업용 고정자산의 전부 또는 주요 부분의 양수(이하 "영업양수"라 한다)
5. 새로운 회사설립에의 참여. 다만, 다음 각목의 1에 해당하는 경우는 제외한다.  
가. 특수관계인(대통령령이 정하는 자를 제외한다) 외의 자는 참여하지 아니하는 경우  
나. 「상법」 제530조의2(회사의 분할·분할합병)제1항의 규정에 의하여 분할에 의한 회사설립에 참여하는 경우

### ☑ 채무보증제한기업집단의 지주회사 설립제한

채무보증제한기업집단이 지주회사를 설립하려면 지주회사와 자회사·다른 국내계열회사의 채무보증을 해소하고, 자회사 상호 간, 자회사와 다른 국내 계열회사 간의 채무보증을 해결해야 한다(제8조의3).

### ☑ 대기업집단의 규제 차등화

자산총액 5조 원 이상의 기업집단을 공시대상기업집단<sup>1)</sup>으로 지정하고, 이 중 자산총액 등을 고려하여 추가적인 규제가 필요한 기업집단을 상호출자제한기업집단 및 채무보증제한기업집단(이하 “상호출자제한기업집단 등”)으로 지정하도록 하여, 상호출자제한기업집단 등에는 공정거래법에 따른 모든 경제력 집중 억제책을 적용하고(제9조), 공시대상기업집단에 공시·신고의무 및 사익편취 규제 등을 적용하여 전항의 상호출자제한기업집단과 함께 자산 규모별 대기업집단 규제를 차등화하였다(제14조).

### ☑ 신규 순환출자의 금지

2014년 기존의 순환출자가 아닌 신규 순환출자(기존 순환출자 고리를 강화하는 추가출자 포함)가 원칙적으로 금지되었다. 단, 합병·분할, 주식의 포괄적교환·이전, 영업전부의 양수 과정에서 형성되는 신규 순환출자의 경우 등과 같은 회사의 사업구조개편, 기업의 정당한 권리 행사, 기업구조조정 등과 같은 정상적인 기업 활동에 대해서는 예외적으로 일정 기간 동안 신규 순환출자를 허용하였으며 이때는 6개월 이내에 순환출자 상태를 해소하여야 한다(제9조의2).

1) 2019년 일부 개정된 중소기업기본법은 중소기업자의 범위에서 공정거래법에 따른 공시대상기업집단에 속하는 회사 또는 공시대상기업집단의 소속회사로 편입·통지된 것으로 보는 회사를 제외하였다(제2조).

### (3) 위반 시 처벌규정

공정거래법은 기업결합의 제한, 지주회사 등의 행위제한, 순환출자 금지 등의 법 위반 행위에 대하여 시정조치를 할 수 있고(제16조 제1항), 동시에 기업결합의 제한, 순환출자 금지에 대한 위반 행위로 취득 또는 소유한 주식의 취득가액의 10%, 지주회사 등의 행위제한을 위반한 경우 위반 양태에 따라 법에서 정해진 특정 금액의 10%를 초과하지 아니하는 범위 안에서 과징금을 부과할 수 있다고 규정하고 있다(제17조 제1항, 제4항).

또한 동법은 상기 위반 행위를 한 자에 대하여 3년 이하의 징역 또는 2억 원 이하의 벌금에 처한다는 규정을 두고(제66조 제1항 제3호, 제4호, 제5호), 지주회사 등의 행위제한에 관한 보고의무를 위반한 자에 대하여는 1억 원 이하의 벌금(제68조 제2호), 기업결합의 신고의무를 위반한 자에 대하여는 1억 원 이하의 과태료(제69조의2 제1항 제2호)에 처하는 규정을 두고 있다.

특히 공정거래법은 분할일·분할합병일 이전의 위반한 행위에 대한 과징금 납부 의무가 분할·분할합병으로 설립되는 새로운 회사 또는 분할되는 회사의 일부가 합병된 다른 회사(존속회사)에 승계됨을 명시하고, 채무자 회생 및 파산에 관한 법률 제215조에 따라 회생절차에서 신회사를 설립하는 경우에도 설립되는 새로운 회사에게 과징금을 부과할 수 있게 하였다(제55조의3 제3항, 제4항).

### (4) 금산분리 관련

금융자본의 산업자본 지배 또는 산업자본의 금융자본 지배를 막기 위한 이 법의 금산분리 규제 취지와는 무관하게 일반지주회사에 대한 과잉규제로 작용하며 규제의 실질적인 내용에는 변화가 없음에도 규제 대상이 변동되어 법적 안정성이 저해되는 측면이 있으므로, 금융업 또는 보

협업의 범위를 한국표준산업분류에 따르도록 하되, 일반지주회사는 금융업 또는 보험업을 영위하는 회사에서 제외하였다(제2조 제10호 단서).

## 상법

M&A에서 상법이 중요한 이유는 주로 상법상의 절차의 하자로 인하여 법적인 문제가 발생하면 그 효력이 원천무효가 될 가능성 때문이다. 따라서 M&A를 할 때는 상법의 내용과 절차를 준수하여야 한다. M&A 시 많이 사용되는 중요 절차는 다음과 같다.

### (1) 주주총회 특별결의 사항

상법은 주식의 분할(제329조의2), 주식매수선택권의 부여(제340조의2), 주식의 포괄적교환·이전의 승인(제360조의3, 제360조의16), 영업양수도(제374조), 이사의 해임(제385조), 정관변경(제434조), 자본금 감소의 결의(제438조), 전환사채·신주인수권부사채의 제3자 발행(제513조, 제516조의2), 해산 및 계속의 결의(제518조), 합병 및 분할·분할합병의 승인결의(제522조, 제530조의3) 등에 대하여 출석한 주주의 의결권의 3분의 2 이상의 수와 발행주식총수의 3분의 1 이상의 수로써 결의할 수 있도록 하고 있다.

### (2) 반대주주의 주식매수청구권

포괄적교환·이전, 영업양수도, 합병 및 분할합병에 대한 이사회 결의가 있는 때에 그 결의에 반대하는 주주는 주주총회 전에, 또는 각 결의사항의 공고 또는 통지를 한 날부터 2주 내에 회사에 대하여 서면으

로 그 결의에 반대하는 의사를 통지한 경우 그 총회의 결의일 또는 공고·통지기간이 경과한 날부터 20일 이내에 주식의 종류와 수를 기재한 서면으로 회사에 대하여 자기가 소유하고 있는 주식의 매수를 청구할 수 있다(제360조의5, 제360조의22, 제374조의2, 제522조의3, 제530조의11).

나아가 2015년 개정된 상법은 주식매수청구권을 행사할 수 있는 반대주주의 범위에 의결권이 없거나 제한되는 주주를 포함하여, 종래 상법상 명문 규정이 없어 M&A 절차 진행 시 인정 여부에 논란이 있었던 ‘무의결권 주식 주주의 주식매수청구권’의 근거를 명확히 마련하였다(2015년 12월 1일 개정, 2016년 3월 2일부터 시행).

### **(3) 채권자 보호절차**

회사는 합병, 분할합병에 관한 주주총회의 승인결의가 있는 날부터 2주 내에 채권자에 대하여 이의가 있으면 1월 이상의 기간 내에 이를 제출할 것을 공고하고 알고 있는 채권자에 대하여는 각각 이를 최고하여야 한다(제527조의5, 제530조의9).

### **(4) 분할·분할합병에 있어서의 연대책임**

분할 또는 분할합병으로 인하여 설립되는 회사 또는 존속하는 회사는 분할로 인하여 설립되는 회사(분할합병의 경우 분할합병에 따른 출자를 받는 존립 중의 회사)가 주주총회의 특별결의로 그 출자 재산에 관한 채무만 부담하도록 정하지 않는 한, 분할 또는 분할합병 전의 회사 채무에 관하여 연대하여 변제할 책임이 있다(제530조의9).

## 기업 활력 제고를 위한 특별법

2016년 초 국회 본회의를 통과한 기업 활력 제고를 위한 특별법(이하 “원샷법”)은 산업과 기업의 경쟁력 회복 및 제고 측면에서 기업의 신산업 진출 등 원활한 사업재편 활동을 뒷받침하고, 사업재편에 수반되는 연구개발, 설비투자 등 기업의 혁신 활동을 지원하는 것을 그 목적 및 배경으로 하였다.

### 원샷법의 특징

원샷법은 39개조 총 6장으로 구성되고 시행부터 3년의 기간이 정해져 있는 한시법이라는 것이 특징이다. 2020년 9월 기준 원샷법의 유효기간은 2024년 8월 12일로 연장되었다(부칙 제2조). 주요 내용은 사업재편지원제도와 기업애로해소제도로 나뉘는데, 사업재편지원제도는 정상기업의 과잉공급 완화나 해소를 통해 생산성을 향상시키는 것을, 기업애로해소제도는 기업의 애로 사항을 사전에 확인하고 그 해결을 위하여 각종 규제 절차를 완화, 조력하는 것을 주된 내용으로 한다.

### 원샷법 적용대상

동법의 적용대상은 과잉공급을 해소하기 위해 사업재편을 하는 국내 기업인데, 사업재편이란 기업이 사업의 생산성을 상당 정도 향상시키는 것을 목적으로 하는 활동으로서 사업의 구조를 변경하는 행위 및 사업의 분야나 방식을 변경하여 사업의 혁신을 추구하는 행위를 의미한다(제2조).

### 원샷법 신청절차(제9조 내지 제14조)

사업재편계획을 추진하는 기업이 원샷법에 따른 지원을 받고자 하는

경우, 먼저 사업재편계획 추진기업은 사업재편의 필요성, 과잉공급 상황의 입증, 사업재편의 추진 내용, 사업재편에 필요한 자금의 규모와 조달방법, 사업재편에 따른 고용 관련계획 등에 관한 사항을 포함한 사업재편계획을 주무부처의 장에게 제출하여야 한다. 이때 과잉공급 업종 여부의 판단에 관하여는 매출액영업이익률, 가동률, 재고율, 가격/비용 변화율 등이 고려된다(실시지침 제4조).

이렇게 사업재편계획이 승인되면, 원샷법 적용 대상기업은 상법, 자본시장법상의 절차 및 공정거래법상 규제가 일정 부분 완화되고, 세제 및 자금을 지원받을 수 있는 특례를 적용받게 된다.

## 원샷법 특례

### ☑ 상법, 자본시장법상 절차 완화

소규모 분할·합병, 간이합병, 주식의 교환 등에 적용되며(제15조 내지 제21조), 예컨대 간이합병 시 주주총회를 이사회 승인으로 갈음하려면 상법상 합병 후 존속하는 회사는 합병으로 소멸하는 회사의 발행주식 총수의 90% 이상을 소유하여야 하나, 원샷법에 따르면 동 요건은 발행주식 총수의 80%로 완화된다(제17조). 또한 상법상 채권자보호절차 및 주식매수청구기간과 관련한 이의제출기간이 각 10일씩 단축되었다(제19조, 제20조).

### ☑ 공정거래법에 대한 규제 관련 특례

지주회사(공정거래법 제8조의2 제2항 제1호 내지 제3호), 자회사(공정거래법 제8조의2 제3항 제1호, 제2호), 상호출자제한기업집단(공정거래법 제9조 제2항 및 제9조의2 제3항 제1호), 채무보증제한기업집단(공정거래법 제10조의2 및 제14조 제3항 제3호) 등의 규제에 관한 특례로 지주회사, 자회사, 채무보증제한기업집단에 대한 공정거래법상 규제

의 적용은 3년 동안 유예하고, 상호출자제한기업집단에 대하여는 상호출자, 순환출자로 인하여 취득한 주식의 의무처분기한을 상법상 6개월에서 1년으로 완화하는 등에 해당한다(제22조 내지 제28조).

#### ☑ 기업결합 관련 특례

주무부처의 장이 원샷법에 따른 기업결합을 보다 원활히 하기 위하여 효율성 증대효과가 있다고 판단하는 경우 공정거래위원회에 의견을 제출할 수 있다(제10조 제7항). 이때 주무부처의 장은 생산, 판매, 물류 비용 절감 및 연구개발 등 생산과정에서 효율성이 증대될 것으로 기대되는 경우 또는 고용 증대 및 지방경제 발전에 기여하는 등 국민경제적 효율성이 증대될 것으로 기대되는 경우 “효율성 증대효과”가 있는 것으로 보아 의견을 제출할 수 있다(실시지침 제9조).

#### ☑ 기타 특례

사업재편계획 추진기업을 위하여 사업재편계획을 이행하는 경우 자산양도차익 분할익금산입, 채무 인수·변제 금액 손금산입, 무상으로 받은 자산가액의 분할익금산입, 채무면제이익 분할익금산입, 주식 등 양도차익 과세이연 및 합병 후 중복자산 양도차익 분할익금산입 등의 과세특례를 신설하고(원샷법 제29조, 조세특례제한법 제121조의26 내지 제121조의31), 그 외에 연구개발비 등의 금전적 지원뿐만 아니라 사업혁신을 위한 인력 양성, 경영·회계 등의 자문까지 지원할 수 있음을 예정하고 있다(원샷법 제30조 내지 제33조).

## 기타 M&A 관련 법령

### (1) 기업구조조정 촉진법

2018년 10월 16일에 제정, 시행된 기업구조조정 촉진법은 부실징후 기업의 기업개선이 신속하고 원활하게 추진될 수 있도록 필요한 사항을 규정함으로써 상시적 기업구조조정을 촉진하고 금융시장의 안정과 국민경제의 발전에 이바지하는 것을 목적으로 한다(제1조).

이 법은 부실징후기업의 구조조정 절차로서 신용위험의 평가 및 그 결과의 통보 등(제4조, 제5조, 제6조), 부실징후기업에 대한 점검(제7조), 금융채권자협의회에 의한 공동관리절차(제8조 내지 제11조), 기업개선계획의 작성 등(제13조)에 대하여 규정하였다.

한편, 금융채권자협의회는 협의회 소집 및 운영을 주관하며, 협의회가 의결한 사항에 관하여 협의회를 대표하게 된다(제22조). 협의회는 원칙적으로 협의회 총금융채권액 중 4분의 3 이상의 금융채권액을 보유한 금융채권자의 찬성으로 의결하되, 단일 금융채권자가 보유한 금융채권액이 협의회 총금융채권액의 4분의 3 이상인 경우에는 해당 금융채권자를 포함하여 협의회를 구성하는 총 금융채권자 수의 5분의 2 이상의 찬성으로 의결한다(제24조). 공동관리절차의 개시 등에 대하여 협의회 의결이 있는 경우 그 의결에 반대한 금융채권자(이하 “반대채권자”)는 협의회 의결일부터 7일 이내에 주채권은행에 대하여 채권의 종류와 수를 기재한 서면으로 자기의 금융채권 전부를 매수할 수 있도록 청구할 수 있다(제27조).

또한, 기업구조조정 촉진을 위한 특례로 채권금융기관이 이 법에 따른 기업구조조정을 위하여 채권을 출자전환하거나 협의회 의결에 따라 채무조정을 하는 경우에는 (i) 은행법 제37조 및 제38조 제1호, (ii) 보험업법 제106조·제108조 및 제109조, (iii) 자본시장과 금융투자업에 관

한 법률 제81조 제1항 제1호 가목부터 다목까지 및 제344조, (iv) 금융산업의 구조개선에 관한 법률 제24조, (v) 금융지주회사법 제19조 등의 규정을 적용하지 아니하는 등의 특례가 있다(제33조 등).

금융위원회는 채권금융기관이 신용위험을 평가하지 않는 등의 행위를 한 때에는 일정한 기간을 정하여 그 시정을 요구할 수 있고(제35조), 주채권은행이 공동관리절차의 개시 등에 대하여 협의회의 소집을 통보하는 때에는 채권매수청구권의 내용 및 행사 방법을 알려야 하는데, 이를 하지 아니한 경우 등에 대하여 2천만 원 이하의 과태료를 부과한다(제36조).

## (2) 인터넷전문은행 설립 및 운영에 관한 특례법

인터넷전문은행 설립 및 운영에 관한 특례법(이하 “인터넷전문은행법”)은 인터넷전문은행이 도입될 경우 빅 데이터 분석을 통해 중금리 대출을 활성화하여 서민·소상공인 등에 대한 금리단층을 해소하고, 은행 간 경쟁촉진을 통해 금융소비자의 편의성을 제고하는 등의 목적으로 제정되었다. 이 법에서 인터넷전문은행이라 함은, 은행업을 주로 전자금융거래의 방법으로 영위하는 은행을 가리키는데, 주요 구성요건은 다음과 같다(제2조). 법정 최저자본금은 250억 원(제4조)이고, 기존 부실금융기관에 대한 관련 책임이 없어야 하며, 주주구성계획이 은행법상 소유규제(은행법 제15조 등)에 적합하여야 한다. 다만, 비금융주력자의 경우 은행법 제16조의2에도 불구하고 인터넷전문은행의 의결권 있는 발행주식 총수의 100분의 34 이내에서 주식을 보유할 수 있다(제5조). 이와 같은 비금융주력자의 경우 은행법 제15조(동일인의 주식보유한도 등)이 적용되는데, 은행법 제15조 제3항 본문에 따른 한도를 초과하여 인터넷전문은행의 주식을 보유할 수 있는 비금융주력자의 자격 및 주식보유와 관련한 승인 요건은 별도로 정해져 있다.

대출대상으로, 인터넷전문은행은 중소기업을 제외한 기업에 대해 대출을 할 수 없다(제6조). 또한, 인터넷전문은행은 동일차주에 대하여 자기자본의 100분의 20, 동일한 개인이나 법인 각각에 대하여 자기자본의 100분의 15를 각각 초과하는 신용공여를 할 수 없도록 하되, 인터넷전문은행이 추가로 신용공여를 하지 아니하였음에도 자기자본의 변동, 동일차주 구성의 변동 등으로 인하여 신용공여 한도를 초과하게 되는 경우에는 그러하지 아니하다(제7조). 한편, 인터넷전문은행은 그 대주주에게 신용공여를 할 수 없는데, 기업 간 합병 또는 영업의 양수, 동일인 구성의 변동 등에 따라 대주주 아닌 자에 대한 신용공여가 대주주에 대한 신용공여로 되는 경우 등에는 그러하지 아니하다(제8조). 나아가 인터넷전문은행은 그 대주주가 발행한 지분증권을 취득할 수 없는 것이 원칙인데, 담보권의 실행 등 권리 행사에 필요한 경우 및 그 밖에 불가피한 경우에는 그러하지 아니하다(제9조). 그리고 인터넷전문은행의 대주주는 그 인터넷전문은행의 이익에 반하여 부당한 영향력을 행사할 수 없다(제10조).

### **(3) 근로기준법: 근로시간 단축**

2018년 7월 1일 시행된 개정 근로기준법은 휴일을 포함한 7일을 1주일로 하여 법정근로시간 한도를 52시간으로 규정하였다(제2조 제1항 제7호). 만일 근로자가 주 52시간을 초과하여 근무하게 되는 경우, 사용자는 형사처벌(2년 이하의 징역 또는 1천만 원 이하의 벌금)을 받을 수 있다.

### **(4) 상가건물 임대차보호법: 임차인의 계약갱신요구권**

2018년 개정법은 임차인의 안정적인 영업을 보호하기 위하여 상가건물 임차인이 계약갱신요구권을 행사할 수 있는 기간을 10년 까지로 확

대하였다(제10조 제2항). 동법은 시행 후 최초로 체결되거나 갱신되는 임대차부터 적용된다(부칙 제2조). 단, 동년 9월경 법무부는 이와 관련하여 추가적인 설명자료를 배포하였는데, 이에 의하면, 기존 임대차 계약의 경우라도, (i) 개정 전 법률에 따라 임차인이 계약갱신요구권을 행사할 수 있는 경우, 임차인이 계약갱신을 요구하여 계약을 갱신함으로써 개정 법률의 적용을 받게 되고, 결국 최초 임대차기간을 포함하여 10년의 기간 동안 임대기간을 보장받게 되지만, (ii) 개정 전 법률에 따라 임차인이 계약갱신요구권을 행사할 수 없게 되는 경우(체결된 전체 임대차기간이 최초 임대차기간을 포함하여 5년이 넘는 경우 등), 임대인과 임차인의 합의로 계약갱신을 하지 않는 한 개정 법률의 적용을 받지 않게 된다고 하였다.

## (5) 회생절차에서의 M&A: 회생회사 M&A 준칙

서울회생법원은 2017년 5월 12일 종전 서울중앙지방법원 파산부에서 시행하던 실무준칙을 토대로 최근의 법령 개정 및 실무 변화를 반영함으로써 서울회생법원 실무준칙을 새로이 제정하였고, 제241호 회생절차에서의 M&A에서 미국 도산법상의 조건부 공개매각<sup>Stalking Horse</sup> 방식의 M&A를 도입하여 기재하였다. 조건부 공개매각이란 미리 인수희망자를 물색하여 수의계약에 의해 최저인수가액을 정한 후 공개경쟁 입찰을 진행함으로써 최고가 입찰가액으로 인수희망자에게 우선매수권을 부여하는 방식이다(실무준칙 제241호 제6절 제34조). 상기 실무준칙에 의하면, M&A 공고가 있기 전 인수희망자가 있는 경우, 인수희망자는 채무자 회사의 관리인과 조건부인수계약을 체결할 수 있고, 조건부인수계약이 체결되면 관리인이 법원의 허가를 얻어야만 공개입찰을 다시 진행할 수 있다(제34조). 법원의 허가를 얻어 공개입찰이 개시되는 경우 공고 전 인수희망자에게 해약보상금<sup>Break-up Fee</sup>을 지급하게

나 인수자선정절차에서 다시 인수제안서를 제출할 수 있도록 기회를 부여하여야 한다(제34조 및 제35조). 이에 따라 인수희망자들은 조건부인수계약의 해약보상금 규정 등을 통해 보호받을 수 있게 되었으며, 채무자 회사의 채권자들은 인수희망자가 제시한 조건을 반영하여 현실성 있는 회생계획안을 마련하여 진행할 수 있게 되었다.

2020년 개정 준칙의 경우, 조사위원의 조사 결과 청산가치가 계속 기업가치를 상회하는 것으로 산정된 경우, 관리인이 채무자에 대하여 M&A가 이루어질 경우, 계속기업가치가 청산가치를 초과할 가능성이 높다고 판단하는 경우에 한정되지 않고, 관리인이 바로 법원의 허가를 받아 인가 전 M&A 절차를 진행할 수 있게 되었다(개정 실무준칙 제241호 제6절 제26조).

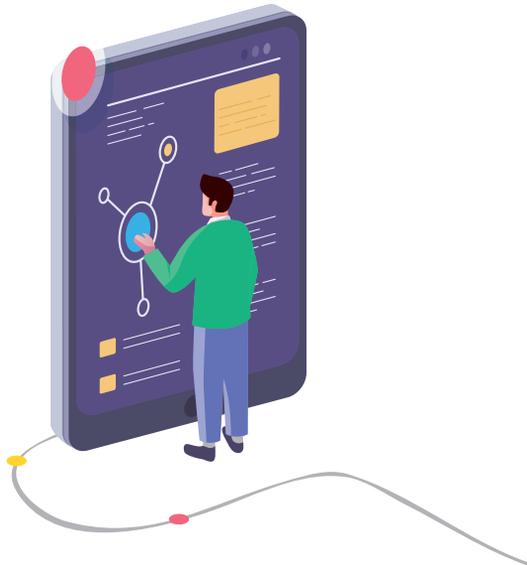
## **(6) 보험업법: 자산운용의 비율 개정 등**

2020년 11월경 시행 예정인 개정법에서는, 보험회사가 외국환거래법에 따른 외국환이나 외국부동산의 소유 시(외화표시 보험에 대하여 지급보험금과 같은 외화로 보유하는 자산의 경우에는 금융위원회가 정하는 바에 따라 책임준비금을 한도로 자산운용비율의 산정 대상에 포함하지 아니한다), 일반계정에 속하는 자산은 총자산의 100분의 50, 특별계정에 속하는 자산은 각 특별 계정 자산의 100분의 50의 각 비율을 초과하여 자산을 운용할 수 없다(제106조).

또한, 2021년 3월경 시행 예정인 개정법에서는 보험회사의 불공정한 대출의 금지 등 규정(제110조의2)이 삭제되었고, 2020년 8월경 시행 예정인 개정법에서는 보험회사와 신용공여 계약을 체결한 자는 재산 증가나 신용등급 또는 개인신용평점 상승 등 신용상태 개선이 나타났다고 인정되는 경우, 보험회사에 금리인하를 요구할 수 있는 것으로 하여, 종전에 신용평가등급 상승에서 신용등급 또는 개인신용평점 상승으

로 개정되었다(제110조의3). 2020년 11월 시행 예정인 개정법에 의하면, 이러한 신용공여 계약을 체결하려는 자에게 금리인하 요구를 할 수 있음을 알리지 않은 보험회사에는 2천만 원 이하의 과태료를 부과하게 된다(제209조). 이러한 과태료 부과 조항은 2021년 3월경 시행 예정인 개정법에서 더욱 구체적으로 규정되는데, 이에 의하면 보험회사의 발기인·설립위원·이사·감사·검사인·청산인 또는 지배인 등이 보험회사가 다른 업무 등을 겸영한 경우, 자본감소의 절차를 밟은 경우, 상기 금리인하 요구 조항을 위반하는 경우 등 44가지에 대하여 2천만원 이하의 과태료를 부과하게 된다(제209조).

한편, 2020년 8월 시행 예정인 개정법에서는 보험회사가 소유할 수 있는 자회사의 범위에 신용정보의 이용 및 보호에 관한 법률에 따른 채권추심업이 추가되었다(제115조).



# 02 M&A와 세무

## 개요

M&A 과정에 있어 세무 문제는 매우 중요하다. 특히 세무적 지식이 낮은 중소벤처기업의 경우 해당 기업의 가치만 고려해 M&A 거래금액에 대한 협상에만 집중하기도 하나 예상치 못한 세금으로 M&A 자체의 실효성이 낮아질 수도 있음을 알아야 한다.

실무상 M&A 과정에서 사용되는 방안은 합병, 인적분할, 물적분할, 현물출자, 주식의 포괄적교환, 영업 및 자산양수도 등이 있으며, 세법에는 이러한 과정에서 발생할 수 있는 다양한 세무적 이슈에 대한 규정이 존재한다.

세목	주요 내용
법인세법	· 구조조정 관련 주요 규정 존재(합병, 인적 및 물적분할, 현물출자) · 과세특례(적격요건), 양도차손의 계산, 부당행위계산부인, 자산및부채의 취득가액(승계가액), 각종 세무조정사항, 세액공제(이월결손금) 승계
조세특례제한법	· 특수한 구조조정에 대한 과세특례(포괄적 주식교환/사업양수도 등)
지방세특례제한법	· 지방세, 증권거래세 면제 근거 등
법인세법/소득세법	· 의제배당
지방세법	· 취득세(중과세 포함), 간주취득세, 등록면허세(중과세 포함)
부가가치세법	· 포괄적 사업양수도 판단, 폐업신고 등
증권거래세법	· 증권거래세
상속세 및 증여세법	· 시가 판단 기준, 일감 몰아 주기, 각종 증여 의제 관련 근거

한편, M&A 관련 조세정책에 대해서 과세당국은 ‘기업구조조정의 원활한 지원’에서 조세평등원칙에 입각한 ‘조세특례의 엄격한 해석’으로 엄격한 법 집행이 이뤄지고 있다. 또한 과세당국은 기존 유권해석 등에 대한 전면적 재검토 등을 통하여 엄격한 과세 행정을 진행하고 있어 기

업 및 자문사의 관심이 급증하는 추세이다. 이에 따라 M&A 과정에서 발생하는 세무 리스크에 대한 ‘신중한 접근’이 필요하다.

## 주식 매도의 양도소득세

주주가 출자 또는 주식을 매입하여 이를 회수하는 방법은 배당금 수령 및 합병 또는 무상증자를 통한 주식 수령 등이 있으나, 궁극적으로는 주식을 양도하면서 실현된다. 주식의 매도에 따른 양도소득세 과세 체계 및 계산방법 등은 아래와 같다.

### (1) 주식의 양도소득세 과세대상

개인주주가 주식을 양도하는 경우에는 양도소득세 및 증권거래세가 부담된다. 증권거래세는 비상장주식 및 장외거래의 경우 양도가액의 0.45%, 상장주식 장내거래의 경우 양도가액의 0.25%로 양도소득세 계산 시 필요 경비로 차감된다. 다만 상장주식 장내거래의 증권거래세는 2021년 0.23%, 2023년 0.15%로 인하될 예정이다.

양도소득세는 다른 종합소득과 합산되지 않고 별도로 과세되며, 주식의 매각차익으로 인한 양도소득에도 동일하게 적용된다.

법인주주가 주식을 양도하는 경우에 발생하는 양도차익 또는 양도차손은 법인세 과세 표준을 구성하는 익금 또는 손금으로 산입된다.

### 과세대상

#### ☑ 상장법인

상장법인의 주식은 대주주의 양도가 아닌 경우 양도소득세 과세대상이

아니다. 상장법인의 주식을 대주주가 양도 시 과세대상이며, 대주주란 유가증권시장 기준 지분비율(특수관계자를 포함하여 판단함)이 1% 이상(코스닥 2%, 코넥스 4% 이상)이며 시가총액이 10억 원 이상(2020년 4월 1일 이후 양도분부터 적용, 2021년 4월 1일부터 3억 원)인 주주를 의미한다. 다만 대주주가 아닌 소액주주더라도 유가증권시장, 코스닥시장 또는 코넥스시장을 통하지 않는 장외거래의 경우 모두 양도소득세를 부담한다.

구분	장내거래	장외거래
대주주	과세	과세
대주주 이외	비과세	과세

다만, 2020년 7월에 발표된 세법개정안에 따라 2023년부터 개인의 상장주식 양도차익도 과세대상에 포함될 예정이다. 주식 양도소득 공제 금액인 5,000만 원이 적용되며, 20%(과세 표준 3억 원 초과 시 25%)의 양도소득세율 및 양도소득세의 10%인 주민세가 적용될 예정이다.

### ☑ 비상장법인

비상장법인 주식 매도는 대주주 여부에 관계없이 모두 양도소득세 과세대상이다.

### ☑ 기타

부동산 과다 법인 주식 및 골프장 등 부동산이 80% 이상인 법인의 주식(이하 '특정주식 등'이라 함) 등의 매각은 양도소득세 기본세율을 적용하는 것이나, 앞서 언급한 특정주식 중 해당 법인의 자산총액 중 비사업용토지의 가액이 차지하는 비율이 100분의 50 이상인 법인의 주식은 양도소득 기본세율에 10%를 가산한 세율이 적용된다.

## (2) 양도소득세 세율 및 고려대상

### 양도소득세율

주식의 양도 시 아래의 양도소득세율 및 양도소득세의 10%인 주민세를 부담하여야 한다.

구분	대상	세율	
중소기업	대주주	20%(과표 3억 초과분 25%)	
	대주주 외	10%	
중소기업 이외	대주주	1년 미만 보유분	30%
		1년 이상 보유분	20%(과표 3억 초과분 25%)
	대주주 외	20%	
해외주식	중소기업	10%	
	그 밖의 주식	20%	

중소기업은 양도일 현재 중소기업기본법에 의한 중소기업을 말한다.

### 기타 고려 사항

#### 부당행위계산부인

세법에서는 자산의 매각 및 매수 시 법에 따른 특수관계인에게 고가 또는 저가로 매각 또는 매수하는 경우에 시가와 매각 또는 매수가의 차이 만큼에 대해 양도세를 과세하는 부당행위계산부인 규정이 존재한다. 이는 주식 또는 경영권의 매각에도 동일하게 적용되어 세법상 특수관계에 해당하는 자에게 주식 또는 경영권을 매각 또는 매수할 시 각별히 주의가 요구된다.

#### 가) 요건

특수관계인과의 거래로 인하여 당해 소득에 대한 조세의 부담을 부당하게 감소시킨 것으로 인정되는 경우 적용한다(소득세법 101조 1항).

### 나) 조세부담의 부당한 감소

고가매입 또는 저가양도로 조세부담을 부당하게 감소시킨 것으로 시가와 거래가액의 차액이 3억 원 이상이거나, 시가의 5%에 상당하는 금액 이상인 경우에 한한다.

### 다) 특수관계인의 범위

‘국세기본법 시행령’ 제1조의2 제1항, 제2항과 제3항 제1호에 따른 특수관계인으로서 하기 요건 등에 해당한다.

내용	요건
친족관계	· 6촌 이내의 혈족 · 4촌 이내의 인척 · 배우자 및 친생자로서 다른 사람에게 친양자 입양된 자 및 그 배우자, 직계 비속
경제적 연관관계	· 임원과 그 밖의 사용인 · 본인의 금전이나 그 밖의 재산으로 생계를 유지하는 자 및 생계를 함께하는 친족
경영지배 관계	· 개인 또는 법인으로 직접 또는 그와 친족관계 또는 경제적 연관관계에 있는 자를 통해 법인의 경영에 대하여 지배적인 영향력을 행사하고 있는 경우 · 그 개인 및 법인 · 법인의 경우 ‘독점규제 및 공정거래에 관한 법률’에 따른 기업집단에 속하는 법인인 경우 그 기업집단에 속하는 다른 계열회사 및 그 임원

### 라) 효과

부당행위계산부인 요건 충족 시 저가매도의 경우 시가와 매각가액의 차액만큼을 양도차익으로 보고 양도가액에 가산되며 개인이 특수관계에 있는 법인에게 주식을 저가로 매도하는 경우에는 법인에게도 익금산입이 발생한다.

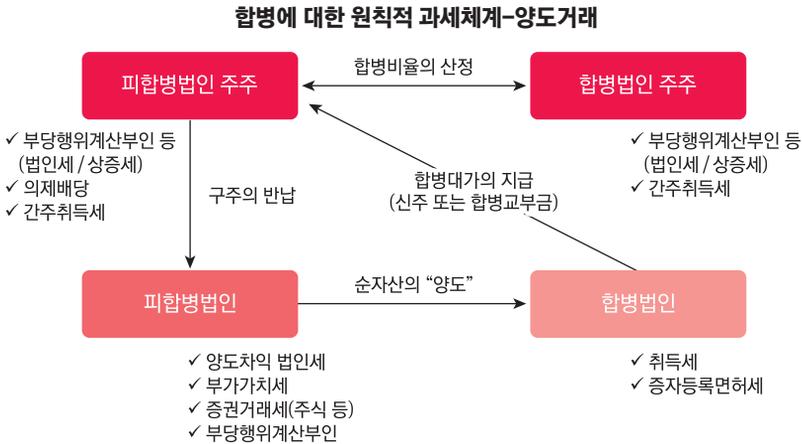
### ☑ 증여세 과세

자산을 시가보다 낮은 가액으로 양도하거나 시가보다 높은 가액으로 양수하는 경우 상대방에게 시가와 이전 대가와의 차액만큼 이익을 분여

하는 효과가 발생한다. 이러한 경우 “저가양수 또는 고가양도에 따른 이익의 증여” 규정에 따라 증여세가 과세된다.

## 합병 세무

### (1) 합병 과세체계



법인세법상 합병은 피합병법인이 모든 순자산을 합병법인에게 양도하고 합병법인으로부터 주식 등의 합병대가를 받아 즉시 피합병법인 주주에게 교부한 후 그 법적실체를 소멸시키는 절차이다. 일반적인 과세체계하에서 피합병법인은 양도손익에 대한 법인세, 합병법인은 합병매수차손익에 대한 법인세, 피합병법인의 주주는 합병대가에 의한 의제배당(법인세, 소득세), 합병비율에 따른 이익분여(증여세) 등의 과세 문제가 발생한다.

하지만 합병에 대한 일반적인 과세체계에도 불구하고, 경제적 동일성이 유지되는 일정한 합병(적격합병)인 경우, 합병 시점에 과세이연 또는 면제

등으로 인하여 세부담이 크게 감소할 수 있다. 한편, 부당행위계산부인, 증여세 등의 개별적인 이슈는 적격합병요건과 별도로 판단하여야 한다.

주체	비적격합병(일반)	적격합병
피합병법인	<ul style="list-style-type: none"> <li>· 양도차익에 대한 법인세 과세</li> <li>· 주식 양도에 따른 증권거래세 과세</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>· 양도차익 없음</li> <li>· 증권거래세 비과세</li> </ul>
합병법인	<ul style="list-style-type: none"> <li>· 합병매수차손익에 대한 손금(익금) 산입</li> <li>· 시가 승계</li> <li>· 취득세 과세물건에 대한 취득세</li> <li>· 신주발행에 따른 증자등록세(자본금의 0.48%, 중과세(3배) 검토 필요)</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>· 합병매수차손익 미인식</li> <li>· 장부가 승계(과세이연 효과)</li> <li>· 취득세 50% 감면(감면 부분에 따른 농특세도 면제)</li> <li>· 자산조정계정 계상</li> <li>· 신주발행에 따른 증자등록세</li> </ul>
피합병법인의 주주	<ul style="list-style-type: none"> <li>· 의제배당 과세</li> <li>· 과점주주취득세(요건 성립 시)(서울세제-5847, 2013.05.13.)</li> </ul>	

## (2) 합병의 단계별 세무 이슈

### ☑ 합병 이전 단계의 세무 이슈

합병 이전 단계에서의 가장 큰 세무적 이슈는 적격합병 해당 여부 및 합병비율의 적정성이다. 공정하지 않은 합병비율을 적용할 경우 주주 및 합병당사법인 간 부당행위계산부인이 적용되어 세부담이 증가할 가능성이 존재하므로, 이에 대한 사전 검토가 필요하다.

구분	내용
원칙	· 합병당사법인의 시가 기준으로 산정한 합병비율을 적용해야 함
구체적 적용례	<ul style="list-style-type: none"> <li>· 합병 일방 또는 양사가 상장사일 경우 → 자동법에 따른 합병비율 인정</li> <li>· 비상장사 간 합병일 경우 → 세법상 시가에 따른 합병비율 인정 → 특수관계자 간에는 통상 상중세법상 보충적 평가에 따라 산정</li> </ul>
세무상 리스크	<ul style="list-style-type: none"> <li>· 주주 간 부당행위계산부인(법인세법 시행령 제88조 제1항 8호)</li> <li>· 피합병법인의 양도손익 감소에 따른 부당행위계산부인(법인세법 시행령 제88조 제1항 3호의2)</li> <li>· 불공정합병에 따른 증여세(상중세법 제38조)</li> <li>· 적격합병 요건 불충족(법인-695, 2011.09.21.)</li> </ul>
추가 고려 사항	<ul style="list-style-type: none"> <li>· 상중세법에 따른 합병비율을 적용할 경우 모든 리스크는 제거되는가?</li> <li>→ 세법상 시가적용이 상법, 형법상 리스크를 제거하는 것은 아님</li> </ul>

## ☑ 합병 단계의 세무 이슈

합병 단계에서는 과세이연 및 조세감면을 위한 적격합병의 요건을 검토하는 것이 가장 중요하다. 사실상 경영주체 및 사업의 동일성이 유지되는 경우, 양도거래에도 불구하고 이익실현이 발생했다고 보기 어렵기 때문에 아래 요건을 검토해야 한다.

요건	내용
사업의 목적	· 합병등기일 현재 1년 이상 사업을 계속하던 내국법인 간의 합병일 것
지분의 연속성 (주식교부비용 요건)	· 합병대가의 총합계액(시가) 중 주식 등의 가액(시가)이 80% 이상일 것 · 합병법인이 합병등기일 전 2년 내에 취득한 합병포합주식이 있는 경우에는 다음의 금액을 금전으로 교부한 것으로 봄 - 합병법인이 지배주주인 경우: 합병등기일 전 2년 이내에 취득한 합병포합주식에 대하여 교부한 합병교부주식의 가액 - 합병법인이 지배주주가 아닌 경우: 합병등기일 전 2년 이내에 취득한 합병포합주식이 피합병법인의 발행주식총수의 20%를 초과하는 경우, 그 초과하는 합병포합주식에 대하여 교부한 합병교부주식의 가액
지분의 연속성 (주식배정요건)	· 피합병법인의 지배주주 등에게 다음 산식에 따른 가액 이상을 각각 배정할 것: 주주 등이 지급받은 합병교부주식 등의 총합계액 × 일정 지배주주 등의 지분율
지분의 연속성 (주식보유요건)	· 주요 지배주주 등이 합병등기일이 속하는 사업연도 종료일까지 그 주식을 계속 보유할 것 · 피합병법인 지배주주 등이 합병으로 교부받은 주식의 1/2 이상을 처분한 경우 지분의 연속성 요건 미충족 · 단, '부득이한 사유' 시에는 요건 미비에도 요건 충족한 것으로 봄
사업의 계속성	· 합병등기일이 속하는 사업연도 종료일까지 승계사업 영위할 것 · 승계사업의 폐지: 승계한 고정자산의 1/2 이상을 처분하거나 미사용 · 단, '부득이한 사유' 시에는 요건 미비에도 요건 충족한 것으로 봄
고용승계요건	· 합병등기일 1개월 전 당시 피합병법인에 종사하는 법 소정의 근로자 중 합병법인이 승계한 근로자의 비율이 80% 이상일 것 · 합병등기일이 속하는 사업연도의 종료일까지 그 비율을 유지하여야 함

위와 같은 적격합병의 요건에도 불구하고 다음의 경우에는 합병 전과 합병 후의 실질이 동일하다고 보아 적격합병 요건을 갖춘 합병으로 간주한다.

- 내국법인이 100%를 소유하고 있는 완전자회사를 합병하는 경우
- 동일한 내국법인이 100% 소유하고 있는 2개의 완전자회사 간의 합병인 경우

이러한 합병은 적격합병 요건과 사후관리 요건을 충족하지 않아도 과세특례를 적용받을 수 있기에, 적격합병의 요건을 사전 검토하였으나, 적격합병 요건의 충족이 어려울 경우에는 100% 자회사로 만들어 합병하는 방안을 대안으로 고려 가능하다.

‘부득이한 사유’는 기업구조조정에 상당한 융통성을 부여한다는 점에서 매우 중요하며 분할 등에서도 동일한 규정이 적용되므로 M&A 거래 구조에 활용 가능성이 매우 높다.

구분	요건
지분의 연속성	<ul style="list-style-type: none"> <li>· 주요 지배주주 등이 다음의 사유로 합병교부주식을 처분하는 경우               <ul style="list-style-type: none"> <li>- 합병으로 교부받은 전체 주식 등의 1/2 미만을 처분</li> <li>- 지배주주 간 처분은 처분한 것으로 보지 아니함</li> <li>- 합병 외 취득분 보유 시 당해 주식부터 처분한 것으로 봄</li> </ul> </li> <li>· 주요 지배주주의 사망, 파산에 따른 처분</li> <li>· 적격합병, 적격분할, 적격물적분할, 적격현물출자 등에 따른 처분</li> <li>· 회생절차에 따른 법원의 허가에 의한 처분</li> <li>· 기타 법령상 의무를 이행하기 위한 처분</li> <li>· 특목법 제38조 등에 따라 주식의 현물출자, 교환, 이전하고 과세를 이연받으면서 주식을 처분하는 경우</li> <li>· 기업개선계획의 이행을 위한 약정 등에 따라 주식을 처분하는 경우</li> </ul>
사업의 계속 영위	<ul style="list-style-type: none"> <li>· 합병법인 등이 다음의 사유로 승계받은 자산을 처분하는 경우-파산에 따른 처분               <ul style="list-style-type: none"> <li>- 적격합병, 적격분할, 적격물적분할, 적격현물출자 등에 따른 처분</li> <li>- 회생절차에 따른 법원의 허가에 의한 처분</li> <li>- 기업개선계획의 이행을 위한 약정 등에 따라 승계받은 자산을 처분하는 경우</li> </ul> </li> </ul>
고용의 승계	<ul style="list-style-type: none"> <li>· 회생계획을 이행 중인 경우</li> <li>· 파산함에 따라 근로자의 비율을 유지하지 못한 경우</li> <li>· 적격합병, 적격분할, 적격물적분할, 적격현물출자에 따라 근로자의 비율을 유지하지 못한 경우</li> <li>· 합병등기일 1개월 전 당시 피합병법인에 종사하는 내국인 근로자가 5명 미만인 경우</li> </ul>

위와 같이 합병 단계에서는 다양한 세무 이슈에 대한 선제적 검토가 이루어져야 한다. 사례를 통하여 검토한 적격합병요건은 다음과 같다.

요건	사례
사업의 목적	· 주식만 보유하고 직원도 없는 SPC는 사업의 목적 요건을 충족하는가? → 사실상 사업을 영위하고 있지 아니한 법인으로 판단할 가능성이 존재함
지분의 연속성 (주식교부비율 요건)	· 세법상 공정한 비율 산정 시 100주를 교부하여야 하나, 불공정합병비율 적용 으로 75주를 발행하여 전액 교부하는 경우는? → 유권해석상 ‘공정한 비율 적용 시 교부하여야 할 주식’은 80%로 판단하므 로, 25주 상당분은 합병교부금 포기로 간주하여 적격요건에 해당하지 않음
지분의 연속성 (주식배정요건)	· 지분비율대로 배정했으나, 단주 발생으로 인하여 지배주주의 지분율이 기존 지분율보다 하락한 경우는? → 상법에 따라 단주처리하여 단주처리대금과 주식배정 외 다른 지급대가가 없는 경우에는 적격요건을 충족함
지분의 연속성 (주식보유요건)	· 피합병법인 지배주주가 2인 이상인 경우, 어느 지배주주 일방만 50% 이상 처분하는 경우? → 지배주주가 2인 이상인 경우 각각의 지배주주 모두를 기준으로 판단함

### ☑ 합병 이후 단계의 세무 이슈

합병 이후의 사후관리요건은 적격합병 철회의 의미보다, 적격합병의 유지를 위한 요건으로 중요한 의미가 있다.

요건	내용
사후관리 요건	· 적격합병요건 충족으로 과세이연 받은 후, 합병등기일이 속하는 사업연도의 다음 사업연도 개시일로부터 2년 이내에 다음의 사유 발생 시 과세특례 중단(단, 부득 이한 사유의 경우 제외) → 사업을 폐지하는 경우 → 지배주주 등이 합병법인으로부터 받은 주식 등을 처분하는 경우 → 각 사업연도 종료일 현재 합병법인에 종사하는 근로자의 수가 합병등기일 1개월 전 당시 피합병법인과 합병법인에 각각 종사하는 근로자의 수 합 의 80%미만으로 하락하는 경우
사후관리 요건 위배 효과	· 자산조정계정 잔액 총 합계액(0보다 큰 경우): 일시익금산입 · 승계받은 이월결손금 중 기공제 금액: 전액 일시익금산입 · 합병매수차손의 일시 익금(손금) 산입 후, 합병등기일로부터 5년 이내 균등 손금 (익금) 산입

### (3) 합병에 따른 세무처리

#### ☑ 피합병법인

피합병법인은 사업연도 개시일부터 합병등기일까지의 의제 사업연도에 대해서 법인세를 신고·납부해야 한다. 일반적으로 합병으로 해산하는 경우 자산을 합병법인에 양도한 것으로 보아 양도손익을 의제사업연도의 각 사업연도 소득에 반영한다. 하지만 적격합병의 요건을 충족하는 경우 양도손익을 '0'으로 할 수 있다.

구분	비적격합병(일반)	적격합병
양도손익	합병법인으로부터 받은 양도가액 - 합병등기일 현재 피합병법인의 순자산장부가액	
양도가액	<p>가 + 나 + 다</p> <p>가. 합병법인이 피합병법인의 주주 등에게 지급한 주식 등의 가액</p> <p>나. 금전 기타 재산가액의 합계액</p> <p>다. 납부한 피합병법인의 법인세 및 지방세등</p>	<p>· 양도가액을 합병등기일 현재 순자산 장부가액으로 할 수 있음</p> <p>· 양도손익 = '0'</p>
과세이연 효과	· 적격합병요건 충족 시 피합병법인 단계에서 양도손익에 대하여 과세하지 아니하고, 합병법인에서 과세(자산조정계정의 설정)	

부가가치세법상 피합병법인은 과세기간 개시일로부터 합병등기일까지를 과세기간으로 보아 부가가치세를 신고하고, 법인 합병신고서에 사업자등록증을 첨부하여 폐업한 사실을 신고해야 한다. 또한 적격합병의 경우 주식양도에 대한 증권거래세가 면제된다.

#### ☑ 합병법인

합병법인은 원칙적으로 피합병법인 자산의 합병등기일 현재의 시가로 자산·부채를 취득한다. 하지만 적격요건을 갖춘 경우 피합병법인 자산의 순자산장부가액을 취득가액으로 할 수 있다. 이때 양도받은 자산·부채를 합병등기일 현재의 시가로 계상하되, 시가와 장부가액만큼의 차이를 자산조정계정으로 계상하여 과세를 이연한다.

구분	비적격합병(일반)	적격합병
자산승계가액	· 합병등기일 현재 시가	· 장부가액(과세이연분 실현)
자산조정계정 설정	· 해당 사항 없음	· 양도받은 자산/부채를 시가로 계상하되, 시가와 장부가액의 차이금액을 자산조정계정으로 계상하고 익금(손금) 계상
자산조정계정 추인	· 해당 사항 없음	· 상각 또는 처분 시에 추인
합병매수차손의 (영업권 또는 부의 영업권)	· 합병등기일로부터 5년간 월할 손금/익금산입 · 합병매수차손의 경우 자산성이 있는 경우에 한하여 손금 가능	· 해당 사항 없음
유보/이월세액 공제	· 미승계(단, 대손충당금, 퇴직급여충당금 관련 유보 승계)	· 승계(합병법인 사업부문 세액에 대한 공제 가능)
이월결손금	· 미승계	· 승계(단, 승계받은 사업부에서만 공제)
승계자산 처분손실	· 해당 사항 없음	· 합병등기일로부터 5년 이내 발생한 승계자산의 처분손실: 승계받은 사업에서 발생한 소득금액의 범위에서 손금 산입

### ☑ 합병법인 및 피합병법인 주주

피합병법인의 주주는 의제배당 소득에 대한 법인세(법인주주) 또는 소득세(개인주주)의 납세의무가 있다. 적격합병 시에는 합병대가에 포함된 합병교부주식의 가액은 종전주식의 장부가액으로 평가한다. 따라서 적격합병의 경우에는 합병대가 중 합병교부금(현금부분)만 의제배당으로 과세된다.

구분	비적격합병(일반)	적격합병
의제배당	· 의제배당 = 피합병법인의 주주가 취득하는 합병대가 - 피합병법인의 주식 취득가액 · 합병대가 = 합병교부주식의 가액 + 금전 기타 재산가액의 합계액	
합병교부주식의 가액	취득당시 시가	종전의 장부가액
합병신주 취득원가	종전주식의 장부가액 + 의제배당액 + 불공정자본거래로 인하여 특수관계자로부터 부여받은 이익 - 합병대가 중 금전 및 기타 재산가액의 합계액	

한편, 합병법인의 주주는 피합병법인의 주주와 특수관계에 있는 경우 또는 합병비율을 시가에 의하지 아니할 경우엔 불공정한 합병비율로 인한 이익분여로 인하여 부당행위계산 부인이 적용될 수 있다.

### ☑ 피합병법인과 합병법인의 과세이연 효과

구분	양도가액 > 시가(개별자산)	시가(개별자산) > 양도가액
비적격합병	<p style="text-align: center;"><b>합병양도차익(①)</b></p> <p style="text-align: center;">합병매수차손(②)</p> <ul style="list-style-type: none"> <li>•피합병법인: 합병양도차익 익금</li> <li>•합병법인: 합병매수차손 손금</li> </ul>	<p style="text-align: center;"><b>합병양도차익(①) 합병매수차익(②)</b></p> <ul style="list-style-type: none"> <li>•피합병법인: 합병양도차익 익금</li> <li>•합병법인: 합병매수차익 익금</li> </ul>
적격합병	<p style="text-align: center;"><b>자산조정계정(①-②)</b></p> <ul style="list-style-type: none"> <li>•피합병법인: 과세 없음</li> <li>•합병법인: 자산조정계정 계상</li> </ul>	<p style="text-align: center;"><b>자산조정계정(①+②)</b></p> <ul style="list-style-type: none"> <li>•피합병법인: 과세 없음</li> <li>•합병법인: 자산조정계정 계상</li> </ul>

위 그림과 같이 일반적인 비적격합병의 경우 피합병법인의 양도차익은 합병 시점에 과세가 되며 합병법인의 합병매수차익은 5년간 익금에 산입하여 과세가 된다. 하지만 적격합병의 경우 자산조정계정의 계상을 통하여 피합병법인의 양도차익은 없으며, 합병법인 또한 자산조정계정을 자산의 사용 시점부터 분할하여 익금산입하여 과세가 이연되는 효과가 있다.

## M&A 세제지원

M&A 활성화를 위한 다양한 세제지원 제도가 존재한다. 법령별로 이를 요약하면 아래와 같다.

개요	법령
법인 세법	<ul style="list-style-type: none"> <li>· 적격합병, 적격분할 등으로 인한 주주 등 과세이연</li> <li>· 주식의 포괄적교환, 이전에 대한 과세특례</li> </ul>
조특법	<ul style="list-style-type: none"> <li>· 벤처기업의 전략적 제휴를 위한 주식교환 등에 대한 과세특례(제46조의2)</li> <li>· 주식매각 후 벤처기업 등 재투자에 대한 과세특례(제46조의8)</li> <li>· 기술 혁신형 합병에 대한 세액공제(제12조의3)</li> <li>· 기술 혁신형 주식취득에 대한 세액공제(제12조의4)</li> <li>· 중소기업 간 통합에 대한 양도소득세의 이월과세 등(제31조)</li> <li>· 법인전환에 대한 양도소득세 이월과세(제32조)</li> <li>· 내국법인의 소재·부품·장비전문기업에의 출자·인수에 대한 과세특례(제13조의3)</li> <li>· 벤처기업에 산업재산권 현물출자 이익의 과세이연(제16조의5)</li> </ul>

### (1) 벤처기업의 전략적 제휴를 위한 벤처기업 주식교환 등에 대한 과세특례(조특법 제46조의2)

#### 1) 조세특례의 내용

벤처기업(주권상장법인 제외)의 주주가 보유한 해당 기업의 주식을 일정 요건을 갖춰 2021년 12월 31일 이전에 주식회사인 법인(이하 “제휴법인”)이 보유한 자기주식 또는 제휴법인의 주주의 주식과 교환하거나 제휴법인에 현물출자하고 그 제휴법인으로부터 출자금액에 상당하는 주식을 새로 받음으로써 발생하는 양도차익에 대해서는 그 주주가 주식교환 또는 현물출자로 취득한 제휴법인의 주식을 처분할 때까지 양도소득세의 과세를 이연받을 수 있다.

## 2) 조세특례의 요건

내용	상세요건
벤처기업	매출액 대비 연구·인력개발비 투자 비중이 5% 이상인 중소기업
벤처기업의 주주	법인의 발행주식 총수의 100분의 10 이상 보유 주주
제휴법인의 주주	발행주식 총수의 100분의 10 이상 보유
요건	<ol style="list-style-type: none"> <li>1. 벤처기업 등과 제휴법인 간의 전략적 제휴계획을 추진하고 그 계획에 따라 주식 교환이 이뤄질 것</li> <li>2. 벤처기업 등의 주주 1인과 특수관계인이 제휴법인의 최대주주와 특수관계에 있지 않을 것</li> <li>3. 벤처기업 등의 주주가 주식교환 등으로 인하여 취득한 주식과 제휴법인 또는 제휴 법인의 주주가 주식교환 등으로 취득한 주식을 각각 1년 이상 보유하도록 하는 계약을 벤처기업 등과 제휴법인 간에 체결할 것</li> </ol>

### (2) 주식매각 후 벤처기업 등 재투자에 대한 과세특례(제46조의8)

#### 1) 조세특례의 내용

벤처기업 또는 벤처기업이었던 기업이 벤처기업에 해당하지 아니하게 된 이후 7년 이내 기업(“매각대상기업”)의 주주로서 2021년 12월 31일 이전에 그가 보유한 매각대상기업의 주식 중 일정비율 이상을 특수관계인 외의 자에게 양도하고 그 양도대금 중 100분의 50 이상을 요건을 갖추어 출자 또는 투자(“재투자”)를 한 경우에는 매각대상기업의 주식의 매각으로 발생하는 양도차익에 대해서는 재투자로 취득한 주식 또는 출자지분을 처분할 때까지 양도소득세 과세를 이연받을 수 있다.

## 2) 조세특례의 요건

내용	상세요건
매각대상기업의 주주	매각대상기업의 창업주 또는 발기인으로서 매각대상기업의 주주인 자
일정비율	매각대상기업의 주주 본인이 보유한 주식의 100분의 30
요건	<ol style="list-style-type: none"> <li>1. 주식을 양도한 날부터 대통령령으로 정하는 기간(주식 양도소득에 대한 소득 세법 예정신고 기간의 종료일부터 1년) 내에 다음 각 목의 어느 하나에 해당하는 재투자자를 할 것               <ol style="list-style-type: none"> <li>가. 중소기업창업투자조합, 한국벤처투자조합, 신기술사업투자조합 또는 전문투자조합에 출자하는 경우</li> <li>나. 벤처기업투자신탁의 수익증권에 투자하는 경우</li> <li>다. 「벤처기업육성에 관한 특별조치법」 제13조에 따른 조합에 출자한 금액을 벤처기업 또는 이에 준하는 창업 후 3년 이내 중소기업으로서 벤처기업 등에 투자하는 경우</li> </ol> </li> <li>2. 매각대상기업의 주주 1인과 특수관계인이 벤처기업 등의 최대주주와 특수관계에 있지 않을 것</li> <li>3. 재투자로 취득한 주식 또는 출자지분을 3년 이상 보유할 것</li> </ol>

## (3) 기술 혁신형 합병에 대한 세액공제(제12조의3)

### 1) 조세특례의 내용

내국법인이 2021년 12월 31일까지 일정한 기술 혁신형 중소기업을 다음 각 호의 요건을 모두 갖추어 합병하는 경우 합병법인이 피합병법인에게 지급한 양도가액 중 일정한 기술가치 금액의 100분의 10에 상당하는 금액을 해당 사업연도의 법인세에서 공제한다.

## 2) 조세특례의 요건

내용	상세요건
기술 혁신형 중소기업	<ol style="list-style-type: none"> <li>1. 합병등기일까지 '벤처기업육성에 관한 특별조치법'에 따라 벤처기업으로 확인받은 기업</li> <li>2. '중소기업 기술 혁신 촉진법' 제15조 및 시행령 13조에 따라 기술 혁신형 중소기업으로 선정된 기업</li> <li>3. 합병등기일이 속하는 사업연도의 직전 사업연도의 연구·인력개발비가 매출액의 100분의 5 이상인 중소기업 등</li> <li>4. 합병등기일까지 법령에 따른 인증을 받은 경우</li> </ol>
기술가치 금액	<p>다음 중 합병법인이 선택한 금액</p> <ol style="list-style-type: none"> <li>1. 법령에 따른 기관이 합병등기일 전후 3개월 이내에 합병법인이 보유한 특허권, 실용신안권 및 기획재정부령으로 정하는 기술비법 또는 기술을 평가한 금액의 합계액. 그 합계액은 양도가액에서 합병등기일 현재의 피합병법인의 순자산시가를 뺀 금액(음수인 경우에는 0으로 본다)을 한도로 한다</li> <li>2. 합병법인이 피합병법인에 지급한 양도가액에서 합병등기일 현재의 피합병법인의 순자산시가의 100분의 130을 뺀 금액</li> </ol>
요건	<ol style="list-style-type: none"> <li>1. 합병등기일 현재 1년 이상 사업을 계속하던 내국법인 간의 합병일 것</li> <li>2. 양도가액이 합병등기일 현재의 피합병법인의 순자산시가의 100분의 130 이상일 것</li> <li>3. 피합병법인의 주주 또는 출자자가 합병등기일로부터 합병등기일이 속하는 사업연도의 종료일까지 합병법인의 지배주주 등에 해당하지 아니할 것</li> <li>4. 합병법인이 합병등기일이 속하는 사업연도의 종료일까지 피합병법인으로부터 승계받은 사업을 계속할 것</li> </ol>

## 3) 사후관리요건

법인세를 공제받은 내국법인이 합병등기일이 속하는 사업연도의 다음 사업연도의 개시일부터 2년 이내에 다음 각 호의 어느 하나에 해당하는 사유가 발생하는 경우 공제받은 세액에 이자 상당액을 가산하여 법인세로 납부하여야 한다.

1. 피합병법인의 주주 등이 합병법인의 지배주주 등에 해당하는 경우
2. 합병법인이 피합병법인으로부터 승계받은 사업을 폐지하는 경우 (부득이한 사유가 있는 경우 제외)

## (4) 기술 혁신형 주식취득에 대한 세액공제(제12조의4)

### 1) 조세특례의 내용

내국법인이 2021년 12월 31일까지 기술 혁신형 중소기업의 주식 또는 출자지분을 요건을 모두 갖추어 취득(특수관계인으로부터 취득한 경우는 제외함)하는 경우 매입가액 중 기술가치 금액의 10%에 상당하는 금액을 해당 사업연도의 법인세에서 공제한다.

### 2) 조세특례의 요건

내용	상세요건
기술 혁신형 중소기업	기술 혁신형 합병의 내용과 동일함(다만 합병등기일→주식취득일)
기술가치 금액	기술 혁신형 합병과 산식이 동일하나, 동 금액에 취득일 현재의 지분비율을 곱하여 산출함
요건	<ol style="list-style-type: none"> <li>1. 인수법인이 피인수법인의 주식 등을 최초 취득한 날 현재 1년 이상 사업을 계속하던 내국법인 간의 취득일 것</li> <li>2. 인수법인이 취득일에 취득한 주식 등이 취득일 현재 피인수법인의 발행주식총수 또는 출자총액의 50%(인수법인이 피인수법인의 최대출자자로서 피인수법인의 경영권을 실질적으로 지배하는 경우는 30%)를 초과하고, 인수법인이 해당 주식 등을 취득일이 속하는 사업연도의 종료일까지 보유할 것</li> <li>3. 인수법인이 취득일에 취득한 주식 등의 매입가액이 다음 계산식에 따른 금액 이상일 것 <div style="border: 1px solid black; padding: 5px; margin: 5px 0;"> <math display="block">\text{피인수법인의 순자산시가}^1 \times 130\% \times \text{취득일에 취득한 주식 등의 지분비율}^*</math> </div> <p><sup>1)</sup> 취득일 현재를 기준으로 함(“당초지분비율”).</p> </li> <li>4. 피인수법인의 특정지배주주 등이 해당 주식 등을 양도한 날부터 그날이 속하는 사업연도의 종료일까지 인수법인 또는 피인수법인의 지배주주 등에 해당하지 아니할 것</li> <li>5. 피인수법인이 취득일이 속하는 사업연도의 종료일까지 종전에 영위하던 사업을 계속할 것(부득이한 사유가 있는 경우 제외)</li> </ol>

### 3) 사후관리

법인세를 공제받은 내국법인이 취득일이 속하는 사업연도의 다음 사업연도의 개시일부터 2년 내에 다음의 어느 하나에 해당하는 사유가 발생하는 경우에는 공제받은 세액에 이자 상당액을 가산하여 법인세로 납부하여야 한다.

- ① 피인수법인의 특정지배주주 등이 인수법인 또는 피인수법인의 지배주주 등에 해당하는 경우
- ② 피인수법인이 종전에 영위하던 사업을 폐지하는 경우(부득이한 사유가 있는 경우 제외)
- ③ 현재지분비율이 당초지분비율보다 낮아지는 경우. 다만, 법령에 규정된 사유로 지분비율이 낮아지는 경우는 제외

## (5) 중소기업 간 통합에 대한 양도소득세의 이월과세 등(조특법 31조)

### 1) 조세특례의 내용

중소기업 간의 통합으로 인하여 소멸되는 중소기업이 통합에 의하여 새로이 설립된 법인 또는 통합 후 존속하는 법인에게 사업용 고정자산을 양도함으로써 발생하는 소득에 대하여는 이월과세제도를 적용받을 수 있다. 이월과세를 개인이 사업에 사용되는 사업용고정자산 등을 법인에게 현물출자 등을 통하여 양도할 때 이를 양도하는 개인에게는 양도소득세를 과세하지 아니하고, 대신 이를 양수한 법인이 양도하는 경우에 양도소득세를 법인세로 납부하는 것을 말한다.

### 2) 조세특례의 요건

내용	상세요건
중소기업 간의 통합	사업장별로 그 사업에 관한 주된 자산을 모두 승계하여 사업의 동일성이 유지되는 것으로 다음 각 호의 요건을 갖춘 경우를 말한다. ① 통합으로 인하여 소멸하는 사업장의 중소기업자는 통합 후 존속하는 법인 또는 통합으로 인하여 설립되는 법인의 주주 또는 출자자일 것 ② 통합으로 인하여 소멸하는 사업장의 중소기업자가 당해 통합으로 인하여 취득하는 주식 또는 지분의 가액은 통합으로 인하여 소멸하는 사업장의 순자산가액 이상일 것. 그러나 설립 후 1년이 경과되지 아니한 법인이 과점 주주인 개인의 사업을 승계하는 것은 통합으로 보지 아니한다.
절차	양도소득세 이월과세를 적용받기 위하여는 내국인은 과세 표준 신고 시 통합 법인과 함께 이월과세적용신청서를 제출하여야 한다.

## (6) 법인전환에 대한 양도소득세 이월과세(조특법 32조)

### 1) 조세특례의 내용

개인이 당해 사업에 사용되는 사업용고정자산 등을 법인에게 현물출자 등을 통하여 양도하는 경우 이를 양도하는 개인에 대하여는 양도소득세에 대한 소득세를 과세하지 아니하고, 그 대신 이를 양수한 법인이 당해 사업용고정자산 등을 양도하는 경우 개인이 종전사업용고정자산 등을 동 법인에게 양도한 날이 속하는 과세기간에 다른 양도자산이 없다고 보아 계산한 양도소득산출세액 상당액을 법인세로 납부하는 것을 말한다.

### 2) 조세특례의 요건

내용	상세요건
적용대상자	개인기업이 법인으로 전환함으로써 발생하는 양도소득세의 이월과세대상자는 소득세법 제1조에서 규정하고 있는 거주자이며, 또한 전환되는 법인은 소비성 서비스업을 영위하는 법인을 제외한 모든 법인이 그 대상이다.
법인전환의 유형	법인전환의 유형 가. 사업용고정자산의 현물출자에 의한 법인전환 거주자가 사업장별로 당해 사업에 사용한 사업용고정자산을 새로이 설립되는 법인에 현물출자하여 법인으로 전환하는 경우. 다만 동일사업장을 분할하여 그중 일부만을 법인으로 전환하는 경우에는 본 조의 적용대상에서 제외함. 나. 사업 양도·양수의 방법에 의한 법인전환 해당 사업을 영위하던 자가 발기인이 되어 법령에 따른 금액 이상을 출자하여 법인을 설립하고, 그 법인설립일부터 3개월 이내에 해당 법인에게 사업에 관한 모든 권리와 의무를 포괄적으로 양도하는 것을 말함.
절차	양도소득세 이월과세를 적용받기 위하여는 내국인은 과세 표준 신고 시 통합법인과 함께 이월과세적용신청서를 제출하여야 한다.

## (7) 내국법인의 소재·부품·장비 전문기업에의 출자·인수에 대한 과세특례(제13조의3)

### 1) 조세특례의 내용

내국법인이 2022년 12월 31일까지 소재·부품·장비 관련 중소기업·중견기업의 주식 또는 출자지분을 요건을 갖추어 공동으로 취득하는 경우 주식 등의 취득가액의 100분의 5에 상당하는 금액을 내국법인의 해

당 사업연도의 법인세에서 공제한다.

## 2) 조세특례의 요건

내용	상세요건
요건	1. 투자대상기업의 소재·부품·장비 관련 연구개발·인력개발·시설투자를 통하여 투자기업의 제품 생산에 도움을 받기 위한 목적일 것 2. 투자대상기업이 유상증자하는 경우로서 증자대금을 납입하는 방법으로 주식 등을 취득할 것 3. 투자기업 간, 투자기업과 투자대상기업의 관계가 특수관계인이 아닐 것(공동투자자로 특수관계인이 된 경우는 제외)

## 3) 사후관리

법인세를 공제받은 후에 다음 어느 하나에 해당하는 사유가 발생하는 경우에는 그 사유가 발생한 날이 속하는 사업연도의 과세 표준에 세액 공제액 상당액 및 이자상당가산액을 더하여 법인세로 납부하여야 한다.

- ① 투자기업이 주식 등을 취득한 후 5년 이내에 투자대상기업의 지배 주주 등에 해당하는 경우
- ② 투자대상기업이 유상증자일로부터 3년이 되는 날까지 속하는 사업연도 종료일까지 투자기업이 납입한 증자대금의 100분의 80에 상당하는 금액 이상을 소재·부품·장비 관련 연구·인력개발에 지출하지 않는 경우
- ③ 투자기업이 주식 등을 취득한 후 4년 이내에 해당 주식 등을 처분하는 경우(먼저 취득한 주식 등이 먼저 처분되는 것으로 본다)

## (8) 벤처기업에 산업재산권 현물출자 이익의 과세이연(제16조의5)

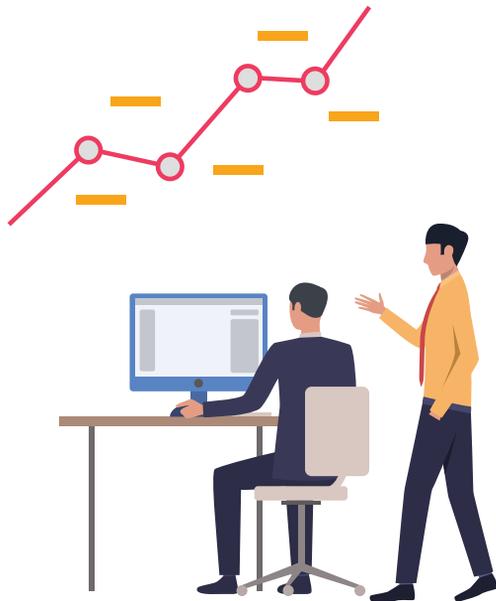
### 1) 조세특례의 내용

특허권, 실용신안권, 디자인권, 상표권 또는 그 밖의 산업재산권(이하 “산업재산권”)을 보유한 거주자가 벤처기업 등에 산업재산권을 2020

년 12월 31일 이전에 출자(거주자가 해당 벤처기업 등의 특수관계인인 경우는 제외)하고 해당 벤처기업 등의 주식을 받은 경우에 그 현물출자에 따른 이익을 거주자가 해당 주식을 양도할 때 양도소득세로 납부할 것을 대통령령으로 정하는 바에 따라 신청하면 해당 주식의 취득 시에 소득세를 과세하지 아니할 수 있다.

## 2) 매각 시의 양도소득세 과세

거주자가 산업재산권의 출자로 인하여 받은 벤처기업 등의 주식을 양도하여 발생하는 양도소득에 대해서는 양도소득세를 과세하며, 이 경우에 주식의 취득가액은 출자한 산업재산권의 취득가액으로 하고, 산업재산권의 취득가액의 계산은 산업재산권의 취득에 실제 소요된 비용으로서 대통령령으로 정하는 바에 따라 계산한 금액으로 한다.



## 03 M&A 공시규정

M&A는 기업경영에 중대한 영향을 미치기 때문에 기업의 주가에 큰 영향을 미친다. 이에 정부는 투자자 보호를 위해 관계 법령과 규정이 정하는 바에 따라 주요사항에 대해서 신속·정확하게 투자자에게 공개할 것을 요구하고 있다. 따라서 본 절에서는 주권상장법인의 M&A에 있어 적용되는 공시규정에 대해 알아보고자 한다.

### 개요

#### (1) 공시의 원칙

바람직한 공시제도의 수행을 위해서는 다음의 기본적인 요건들이 필요하다.

- 
- ① 신속성: 사유발생 즉시 신속하게 공시
  - ② 정확성: 사실에 부합하는 정보
  - ③ 용이성: 쉽게 이해할 수 있는 간결, 명확한 내용
  - ④ 공정성: 모든 투자자에게 공정하게 전달

#### (2) 기업공시제도의 법적 근거

자본시장법의 역할은 기본적으로 투자자와 경영권 보호를 위한 것이다. 특히 투자자 보호 및 공정한 M&A를 보장하기 위한 공정 공시제도 형태로 구성되어 있으며 주식 등의 대량보유상황보고 5% Rule, 공개매수 제도, 의결권대리행사권유제도, 자기 주식취득 제도, 합병·자산양수도·

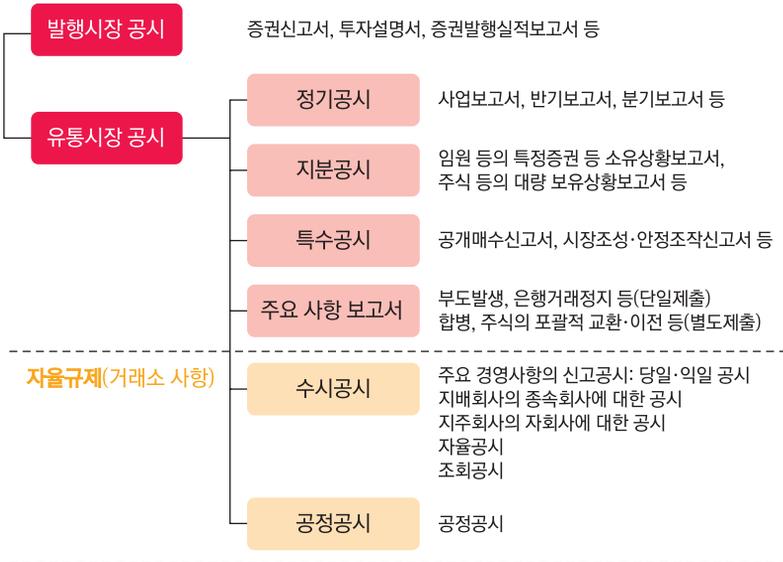
분할 등에 대한 공시제도로 구성되어 있다. 뿐만 아니라 증권유통시장 내의 실무를 담당하는 금융위원회 및 한국거래소의 규정에 의거하여 공시제도를 운영하고 있다.

### M&A 관련 공시규정

구분	내용
자본시장과금융투자업에관한법률 제159~161조, 제391조	· 공시의무 법적 근거 · 주요사항보고서 제출의무 · 공시의무사항에 관한 거래소 공시규정 마련 및 운영 근거
증권의발행및공시등에관한규정 (금융위원회)	· 발행시장 중심의 공시내용을 규정 · 유통시장 공시내용도 포함
공시규정(한국거래소)	· 유통시장에서의 공시의무 규정

### (3) 기업공시제도의 분류 및 주요공시사항

#### 공적규제(금융위 사항)



## 1) 발행시장 공시

### 가. 증권신고서 제도

· 증권을 모집 또는 매출하고자 하는 발행인이 그 모집·매출의 내용 및 당해 법인의 내용을 일반투자자들에게 공시하고 투자자들은 그 공시 내용을 투자 판단자료로 활용하여 응모할 수 있도록 하기 위한 공시제도로, 발행인이 증권신고서를 금융위원회에 제출하여 수리되지 아니하면 증권의 모집 또는 매출을 할 수 없다.



#### 증권신고서 제출 여부 판단 기준

[공모 여부] 모집·매출 또는 전매기준(간주모집)에 해당하고  
[금액] 모집가액 또는 매출가액 각각의 합계가 1년 동안 10억 원 이상인  
경우 증권신고서 제출대상이 됨

· 증권신고서 기재사항은 ‘제1부 모집 또는 매출에 관한 사항’과 ‘제2부 발행인에 관한 사항’으로 나누어서 기재하도록 규정하고 있음

#### 증권신고서 기재내용

구분	기재내용
제1부: 모집 또는 매출에 관한 사항	<ul style="list-style-type: none"><li>· 모집 또는 매출에 관한 일반사항</li><li>· 증권의 권리내용</li><li>· 증권의 취득에 따른 투자위험 요소</li><li>· 증권의 기초자산에 관한 사항</li><li>· 인수인의 의견</li><li>· 자금의 사용목적</li><li>· 그 밖의 투자자 보호를 위해 필요한 사항</li></ul>
제2부: 발행인에 관한 사항	<ul style="list-style-type: none"><li>· 회사의 개요</li><li>· 사업의 내용</li><li>· 재무에 관한 사항</li><li>· 감사인의 감사의견</li><li>· 이사회 등 회사의 기관 및 계열회사에 관한 사항</li><li>· 주주에 관한 사항</li><li>· 임원 및 직원 등에 관한 사항</li><li>· 이해 관계자와의 거래내용</li><li>· 그 밖의 투자자 보호를 위해 필요한 사항</li></ul>

## 나. 투자설명서 제도

- 증권의 청약을 권유하고자 하는 경우 투자자들에게 기업의 내용 및 증권의 발행 요령을 알림으로써 투자자들이 올바른 투자판단을 할 수 있게 하는 투자권유문서



### · 예비투자설명서

신고서가 수리된 후 그 효력이 발생되기 전에 증권의 청약을 권유하기 위하여 신고서의 효력이 발생되지 아니한 사실을 부기한 청약권유문서

### · 투자설명서

신고서 효력발생 후 모집·매출의 조건이 확정된 경우 청약의 권유 및 승낙을 위하여 이용하는 청약권유문서

### · 간이투자설명서

신고서가 수리된 후 발행인이 신문·잡지 등을 이용한 광고, 안내문, 홍보전단 또는 전자전달매체를 통하여 청약을 권유하는 경우 투자설명서에 기재하여야 할 사항 중 그 일부를 생략하거나 중요한 사항만을 발췌하여 기재 또는 표시한 청약권유문서

- 투자설명서 공시: 증권신고의 효력이 발생하는 날(일괄신고추가서류를 제출하여야 하는 경우에는 그 일괄신고추가서류를 제출하는 날)에 금융위에 제출하여야 하며, 이를 총리령으로 정하는 장소에 비치하고 일반인이 열람할 수 있도록 하여야 함

## 2) 유통시장 공시

### 가. 정기공시

투자자에게 기업내용과 함께 일정 기간의 영업성과 및 재무 상태를 정기적으로 공시하는 것으로, 사업보고서, 분·반기보고서로 구성된다.

#### 정기공시 대상법인

대상법인	제출면제사유
증권을 상장한 법인	상장폐지요건에 해당하는 발행인으로서 귀책사유 없이 사업보고서 제출이 불가능하다고 금융위원회의 확인을 받은 경우
증권을 모집·매출한 법인(상장폐지법인 포함)	공모한 증권별 소유자 수가 25인 미만인 경우로서 금융위가 인정한 경우(다만, 25인 미만으로 감소된 날이 속하는 사업연도의 사업보고서는 제출)
증권별 소유자수가 500인 이상인 외 부감사 대상 법인	각각의 증권마다 소유자 수가 모두 300인 미만인 경우(다만, 300인 미만으로 감소된 날이 속하는 사업연도의 사업보고서는 제출)

· 파산한 법인  
· 해산사유가 발생한 법인

### 나. 주요사항보고서

법인의 경영, 재산 등에 중대한 영향을 미치는 사항이 발생한 경우에 그 사실을 공시토록 함으로써 분기마다 제출되는 정기보고서를 보완하는 공시제도로, 제출대상은 사업보고서 제출대상법인과 동일하다.

## 주요사항보고서 제출사유 및 첨부서류

제출사유	첨부서류
어음 또는 수표의 부도, 은행 당좌거래의 정지 또는 금지	부도 확인서, 당좌거래정지 확인서 등 증명서류
영업 활동의 전부 또는 중요한 일부의 정지	이사회 의사록, 영업정지 처분 명령서 등 증명서류
채무자 회생 및 파산에 관한 법률에 따른 회생절차개시의 신청	법원에 제출한 회생절차개시신청서 등 증명서류
해산사유 발생	이사회 의사록, 파산결정문 등
자본증가 또는 감소, 조건부자본증권의 발행에 따른 부채의 증가에 관한 이사회 결의(*)	이사회 의사록 등 증명서류
주채권은행으로부터 「기업구조조정 촉진법」 제4조 제4항 각 호의 어느 하나에 해당하는 관리절차가 개시되거나 같은 법 제12조에 따라 공동관리절차가 중단된 때	주채권은행의 결정서·계약서·합의서 등 증빙서류
증권에 관한 중대한 소송 제기	소장 부분 등 법원송달서류 등
해외증권시장 상장 또는 상장폐지 결정, 매매거래정지 조치 등	외국 정부 등에 제출하였거나 통지받은 서류와 한글 요약본
CB, BW, EB의 발행결정(**)	이사회 의사록 등 증빙서류
조건부자본증권이 주식으로 전환되는 사유가 발생하거나 그 조건부자본증권의 상환과 이자 지급 의무가 감면되는 사유가 발생하였을 때	해당 사실을 증명할 수 있는 서류
자기주식취득(신탁계약체결) 또는 처분(신탁계약 해지)의 결의	이사회 의사록 등 증명서류
· 합병, 주식교환·이전, 분할, 분할합병 등의 결정 · 중요한 영업 또는 자산의 양수도 결정	이사회 의사록 등 증명서류, 계약서(계획서), 외부평가기관의 평가의견서(외부평가의무 존재 시)(***)
중요한 자산양수·양도를 권리 행사의 내용으로 하는 풋백옵션 등의 계약체결	해당사실을 증명할 수 있는 서류

(\*) 예외: 증권신고서를 제출하는 경우, 주식매수선택권 행사에 따른 자본의 변동은 면제

(\*\*) 예외: 증권신고서를 제출하는 경우 면제

(\*\*\*) 주권상장법인의 경우 외부평가의무가 발생할 수 있음에 유의

#### (4) 공시의무 위반 시 제재

구분	내용
민사·형벌·행정제재	<ul style="list-style-type: none"> <li>· 사업보고서 허위 기재 등의 경우 손해배상책임</li> <li>· 과징금 부과</li> <li>· 징역 또는 벌금형</li> <li>· 금융위 조치: 유가증권의 발행제한, 임원의 해임권고, 수사기관에 통보 등</li> </ul>
거래소의 조치	<ul style="list-style-type: none"> <li>· 불성실공시법인 지정·공표, 매매거래정지(1일)</li> <li>· 공시위반 제재금 부과</li> <li>· 개선계획서 제출요구</li> <li>· 일정 기간 해당 시 관리종목지정 또는 상장적격성 실질심사</li> </ul>

## 공시 유형

### (1) 기업의 인수 관련 공시제도

#### 1) 공개매수신고서제도

공개매수(Tender Offer; Take-over Bid) 시 공개매수신고서 제출의무가 부과된다. 공개매수를 하고자 하는 자는 공개매수신고서 제출에 앞서 공개매수에 관한 사항을 공고하여야 하고, 공개매수 공고일에 금융위원회와 거래소에 공개매수신고서를 제출하여야 한다. 공개매수자는 공개매수신고서를 제출한 경우에는 지체 없이 그 사본을 공개매수할 주식 등의 발행인에게 송부하여야 한다.

#### 2) 주식 등의 대량보유상황보고제도(5% 보고)

발행주식 등의 총수의 5% 이상을 보유하게 되는 경우와 보유지분의 변동 또는 보유목적의 변경 등 주식 등의 보유상황을 공시하도록 함으로써 시장의 투명성을 높이기 위한 제도로써, 일반적으로 5% Rule 또는 5% 보고제도라고 한다.

보고의무가 발생하는 경우는 보고사유별로 신규보고, 변동보고, 변경보고로 구분된다. 먼저, 신규보고는 새로이 5% 이상 보유하게 되는 경우를 말하고, 변동보고는 5% 이상 보유한 자의 지분이 1% 이상 변동되는 경우를 말하며, 마지막으로 변경보고는 보유목적의 변경, 보유주식 등에 대한 신탁·담보계약 또는 그 밖의 주요계약 내용의 변경, 보유형태의 변경이 있는 경우 하게 되는 보고를 말한다. 여기서 보유형태의 변경이란 소유와 소유 외의 보유 간에 변경이 있는 경우만을 의미한다.

보고의무자는 그 보유 상황, 목적(발행인의 경영권에 영향을 주기 위한 목적 여부), 보유 주식 등에 관한 주요계약내용 등에 관한 사항을 보고하여야 한다.

### 3) 의결권 대리행사 권유제도

주주총회에서 의결권을 확보하고자 하는 회사 또는 제3자가 자기에게 의결권 대리행사를 위임하도록 권유하는 경우 권유대상자에게 정확하고 충분한 정보가 제공되도록 하는 제도이다.

최근에는 상법상 의사정족수에 대한 규제가 완화됨에 따라 원활한 주주총회의 성립 목적보다는 기업경영권 경쟁을 위한 수단(Proxy Contest)으로 활용되고 있다.

## (2) 합병 등 공시제도

일반적으로 합병 등이란 합병, 분할·분할합병, 중요한 영업·자산의 양수도 및 주식의 포괄적교환·이전 등을 포함하는 개념으로 사용되며, 아래와 같은 공시의무가 있다.

### 합병 등에 따른 공시제도

구분	제출대상법인	제출사유 및 기한
주요사항보고서	사업보고서 제출대상법인	합병·분할·분할합병, 주식의 포괄적교환·이전은 그 사실이 발생한 날로부터 3일 이내에, 중요한 영업 또는 자산을 양수하거나 양도할 것을 결의한 때에는 그 익일까지
합병 등 종료보고서	주권상장법인	합병·분할·분할합병의 등기를 한 때 지체없이
		등기 등 사실상 영업·자산양수도를 종료한 때 지체없이
		주식교환을 한 때 지체없이
		주식이전에 따른 등기를 한 때 지체없이

한편, 합병 등에 따른 신주발행 및 주식의 교부가 공모(모집·매출)에 해당하는 경우 별도로 증권신고서 및 증권발행실적보고서를 제출해야 하며, 이때 합병 등 종료보고서의 제출은 불필요하다.





**MERGER AND ACQUISITION ESSENCE**

## 제6장

# 다양한 M&A 유형

---

01 M&A와 Structuring

02 PEF&Buyout

03 기업구조조정과 회생 M&A

04 Cross-border M&A

05 SPAC(기업인수목적회사) 상장 및 우회상장

M&A는 일반적으로 회사의 주식을 현금으로 취득하는 것을 의미한다. 넓은 의미로 확대할 경우 취득의 대상이 회사이거나 자산 또는 영업을 의미하기도 하며, 합병, 분할이라는 수단 등을 통해 그 목적을 실현하기도 한다.

주체별 성격에 따라 PEF&Buyout, 구조조정 M&A, Cross-border 등을 뜻하기도 하며, 상장관점에서 SPAC 상장, 우회상장, 기술성장기업 상장특례 및 코넥스상장을 포함한다.

구분	분류
거래구조	주식양수도, 자산/영업양수도, 합병, 분할, 분할합병, 주식 포괄적교환/이전
인수주체 · 대상	PEF&Buyout, 정상기업/회생기업, 국내/해외기업
상장	SPAC 상장, 우회상장, 기술성장기업 상장특례 및 코넥스상장

# 01 M&A와 Structuring

## 자산 및 영업양수도

자산양수도는 유가증권 또는 부동산과 같은 개별적인 자산의 소유권이 변경되는 거래이며, 영업양수도는 독립된 특정사업부문의 자산·부채, 권리·의무, 인력·조직 등 사업부문의 일체를 동일성을 유지하면서 포괄적으로 이전하는 거래이다.

경상적인 양수도는 회사의 일상적 거래로 법률상 특별한 제한 없이 이사회 결의 등 내부 규정 및 절차에 따라 이루어지나, 중요한 양수도의 경우 법적 절차 등이 요구되므로 면밀한 검토가 요구된다.

## (1) 중요한 양수도

중요한 자산양수도는 자본시장법상 양수·양도하려는 자산액(장부가액과 거래금액 중 큰 금액)이 최근 사업연도 말 자산총액의 10% 이상인 경우이다.

중요한 영업양수도는 자본시장법 및 공정거래법상 다음과 같이 정의한다.

- 양수도 영업부문의 자산액(장부가액과 거래금액 중 큰 금액)이 최근 사업연도 말 자산총액의 10% 이상인 경우
- 양수도 영업부문의 매출액이 최근 사업연도 말 매출액의 10% 이상인 경우
- 영업의 양수로 인수할 부채액이 최근 사업연도 말 부채총액의 10% 이상인 경우
- 대상 부문이 독립된 사업단위로 영위되거나 양수됨으로써 양도회사 매출의 상당한 감소를 초래하는 경우로서 양수금액이 양도회사의 직전연도 말 자산총액의 10% 이상이거나 50억 원 이상인 경우(부채인수 시)
- 영업전부의 양수

구분	중요한 자산양수도	중요한 영업양수도
주총 승인	불필요	주총 특별결의
주식매수청구	불인정	인정
주요사항보고	제출	제출
외부평가	필요	필요
종료보고	금융위 제출	금융위 제출

중요한 영업양수도의 경우 상법상 주주총회 특별결의 및 주식매수청구권을 부여하고 있으나, 자산양수도의 경우 특별한 이행규정을 두고 있지 않다.

연결재무제표 작성대상법인인 경우 연결재무제표상 금액을 적용하고 연결 재무제표 작성대상법인이 아닌 경우 개별재무제표상 자산총액을 적용한다.

## (2) 절차 및 특징

비상장법인의 중요한 자산양수도는 상법상 이행규정이 없고 자본시장법을 준수할 필요가 없으므로, 자산양수도 가액의 평가, 이사회결의, 계약체결, 기준일 설정, 대금 결제 등의 절차에 의하여 거래가 종결된다.

비상장법인의 중요한 영업양수도는 상법상 규정된 주주총회 절차, 주식매수청구권 절차 등 법정절차를 준수하여야 하나 자본의 변동을 수반하지 않으므로 등기절차가 불필요하다. 또한 독립된 사업부문의 자산과 부채 등을 이전하는 대가로 금전 등을 수취하게 되어 실질적인 순자산이 변동되지 않으므로 채권자 보호절차도 불필요하다.

상장법인은 자본시장법상 중요한 자산 또는 영업양수도의 경우 비상장법인의 절차에 법정공시 및 신고, 외부평가기관의 평가, 주요사항보고서 및 종료보고서 제출 절차가 추가된다.



Phase 1. 사전 준비	Phase 2. 주주총회	Phase 3. 매수청구권 행사
<ul style="list-style-type: none"> <li>•대상사업부문 확정</li> <li>•외부평가기관 평가 계약</li> <li>•관련법률, 회계, 조세문제 검토</li> <li>•절차 및 일정 확정</li> <li>•외부평가기관 평가 원료</li> <li>•계약서 등 관련서류 작성</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>•이사회결의 및 계약체결</li> <li>•주총소집 이사회결의 (주총소집은 이사회결의사항)</li> <li>•주주명부 폐쇄 및 기준일 공고 (주주명부확정 기준일 2주 전 공고)</li> <li>•주주명부확정 기준일</li> <li>•주총소집 공고 및 통지 (주식매수청구권 내용과 행사방법 명기)</li> <li>•반대 의사 접수마감 (주총소집 통지일~주총 전일)</li> <li>•주주총회 개최</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>•매수청구권행사 시작 (매수청구 주총일로부터 시작)</li> <li>•주식매수청구권 행사원료 (주총일로부터 20일 이내)</li> <li>•계약이행 (대상자산 등에 대한 소유권 변경 등 권리이전절차 이행)</li> <li>•영업양수도 기준일 (실질적인 영업양수도 효력 발생일)</li> <li>•대금지급 (기준일 이후 계약서상 지급하기로 한 날 지급)</li> <li>•주식매수청구권 대금지급 (매수청구권 청구일로부터 2개월 이내)</li> </ul>

자산 및 영업양수도의 경우 개별적인 자산의 매각을 준용한 세무검토가 이루어진 후 포괄적인 승계에 따른 세무검토도 요구된다.

구분	사업양수인	사업양도인	
법인세법	양수도가격	시가대비 고가양수 시 부당행위계산부인 규정 적용 <sup>1)</sup>	시가대비 저가양도시 부당행위계산부인 규정 적용 <sup>1)</sup>
	자산양도차익	-	법인세 과세
	감가상각	중고자산 내용연수를 50% 범위 내 신고 가능	-
부가세법	과세대상 여부	-	포괄적 사업양수도일 경우 면제
	사업등록 변경	정정	정정
증권거래세	-	- <sup>2)</sup>	
취득세	취득세 과세물건에 대해 납세의무 발생	-	

상장법인의 영업 또는 자산양수도 금액의 산정방법은 합병과 달리 법제화되어 있지 않고 외부평가기관의 평가의견서를 주요사항보고서에 첨부하도록 규정하고 있다. 그러나 금융감독원은 거래가격 및 자산 평가 시 부실평가로 인한 상장법인의 재무구조 악화 및 일반주주의 피해를 방지하기 위해 외부평가업무 가이드라인을 제정하였다.

### (3) 제한규정

상법상 영업양도인은 10년간 동일한 특별시·광역시·시·군에서 동종 업종을 영위하지 못하며, 영업양수인은 상호를 계속 사용하는 경우 영업으로 인한 제3자에 대한 채무에 대하여 2년간 변제할 책임이 있다.

자본시장법상 거래자가 상장법인인 경우 다음의 규정을 준수하여야 한다.

1) 고가양수, 고가양도의 기준은 시가와 거래금액의 차액이 3억 원 이상이거나, 시가의 5%에 상당하는 금액

2) 유가증권의 양도가 이루어지는 경우 증권거래세 납부의무가 있음

구분	내용
주요사항보고서 제출	사업보고서 제출대상법인이 중요한 영업 또는 자산양수도를 결의한 경우 주요사항보고서를 금융위원회에 제출
외부평가기관 평가의무	중요한 영업 또는 자산양수도시 가액의 적정성에 대하여 외부평가기관의 평가의견서 제출
합병 등 종료보고서 제출	중요한 영업 또는 자산양수도 관련 주요사항보고서를 제출한 경우 영업 또는 자산양수도를 사실상 종료한 때 금융위에 합병 등 종료보고서 제출
우회상장 제한규정	우회상장으로 인한 경영권 변경 시 지배매각 제한, 우회상장요건 위반 시 상장폐지
주된 영업부문 양도 시 상장폐지	상장법인이 영업양도에 의하여 주된 영업이 매각되는 경우 주된 영업 활동의 정지사유가 적용되어 상장이 폐지됨

#### (4) 간이 영업양수도에 관한 규정

상법은 영업의 전부 또는 중요한 일부의 양도, 영업 전부의 임대 등 상법 제374조 제1항 각호에 정한 행위를 함에 있어, 회사 총주주의 동의가 있거나 회사의 발행주식 총수의 90% 이상을 해당 행위의 상대방이 소유하고 있는 경우에는 그 승인을 위한 주주총회를 이사회 의 승인으로 갈음할 수 있다고 규정한다.

#### (5) 고려요소

영업양수도는 Carve-out 재무제표를 기준으로 거래가 이루어지기 때문에, 기준일 이후 재무제표에 대한 정산이 필요하다. 거래기준일과 거래종결일 사이에 자산부채 변동에 따른 정산프로세스를 수행하며, 일반적으로 Working Capital 또는 순자산 기준으로 정산을 수행한다.

최근 절차의 간편성과 세금 측면에서 물적분할 후 지분양수도 방식 대신 영업양수도를 통해 M&A를 실행하는 사례가 늘고 있으며, 그 차이는 다음과 같다.

	영업양수도	물적분할 후 지분매각
이행절차	<ul style="list-style-type: none"> <li>- 자본시장법상 중요하지 않은 영업양수도의 경우 주요사항 공시 생략 가능</li> <li>- 상법상 중요하지 않은 영업양수도의 경우 주총 특별결의, 주식매수청구권 절차 생략 가능</li> <li>- 상법상 중요성 여부는 법무 검토 필요</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>- 물적분할 기간 외 지분양도시 추가기간 소요 예상</li> <li>- 물적분할/지분 매각 각각 절차 진행 필요하며, 채권자 보호절차 필요(매각 목적)</li> <li>- 주요사항 공시 필요</li> <li>- 주총특별결의 필요</li> <li>- 거래종결 시 지분 매각-현금수취 구조로 영업양수도 대비 간편하게 매각 종료 가능</li> </ul>
세무	<ul style="list-style-type: none"> <li>- 양수자가 취득세 납부</li> <li>- 영업양수자 간주취득세 발생하지 않음</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>- 분할신설법인 취득세 납부</li> <li>- 지분 매수자 간주취득세 발생</li> </ul>

## 합병

합병은 2개 이상의 회사가 계약에 의해서 청산 절차를 거치지 않고 하나의 회사로 합쳐지는 것을 의미한다. 상법상 간소화 정도에 따른 일반합병, 소규모합병, 간이합병과 대금지급방식에 따른 삼각합병으로 구분된다.

구분	세부내용
일반합병	주주총회 특별결의를 거치며 반대주주의 주식매수청구권을 인정하는 일반적인 합병
소규모합병	존속회사의 주주총회 같은 복잡한 절차 및 주식매수청구권으로 인한 자금 부담이 없어 신속하고 자유로운 의사결정이 가능한 방법
간이합병	소멸회사의 이사회 승인만으로 합병이 가능한 방법
삼각합병	존속회사가 소멸회사를 흡수합병하는 경우, 소멸회사의 주주에게 합병대가로 존속회사가 아닌 모회사의 신주를 교부할 수 있는 방법

### (1) 일반합병

#### 1) 주요 절차 및 일정

비상장법인 간의 합병은 상법이 정한 절차에 따라 합병승인 이사회결의, 합병계약체결, 합병당사회사의 주주총회결의, 주식매수청구권 행

사, 주주 및 채권자 보호절차, 합병기일, 합병등기 등을 거쳐 진행된다. 상장법인과의 합병은 비상장법인 간 합병 절차에서 외부평가기관의 합병비율평가, 주요사항보고서 제출, 상장법인의 공시 및 신고, 합병신주의 상장 절차 등이 추가된다.

특히, 실무 진행 시 상장사가 합병대상법인에 포함된 경우에는 주주 총회 승인, 주식매수청구권 등을 고려하여 합병을 진행해야 하므로 동 사항의 사전 검토가 반드시 요구된다.



Phase 1. 사전 준비      Phase 2. 합병승인 주주총회      Phase 3. 합병등기

- 합병관련 법률, 회계, 조세문제 검토
- 합병비율 결정
- 합병절차 및 일정 확정
- 합병계약서 등 작성
- 합병이사회결의 및 합병계약 체결 (이사회 승인 후 당사회사 대표이사가 합병계약 체결)
- 주총소집 이사회결의
- 주주명부 폐쇄 및 기준일 공고 (명부확정 기준일 2주 전 공고)
- 주주명부확정 기준일
- 합병주주총회 소집공고 및 통지 (주총 2주 전에 공고 및 통지)
- 합병계약서, 합병재무제표 등 비치 공시(주총 2주 전~합병일부터 6개월)
- 합병반대의사 서면통지 접수마감 (주총소집통지일~주총전일)
- 반대주주 주식매수 청구 시작 (주총일로부터 20일 내 청구)
- 채권자 이의제출 공고 및 최고 (주총일로부터 20일 내 청구)
- 주식의 병합 및 구주권 제출 공고 (주총일로부터 20일 내 청구)
- 주식매수청구권 행사 만료 (주총일로부터 20일 이내)
- 채권자 이의제출기간 만료 (공고 기간 1월 이상)
- 구주권 제출기간 만료 (공고 기간 1월 이상)
- 합병기일
- 합병보고주주총회 같은 이사회결의 (합병보고주주총회 대체)
- 이사회결의의 공고(정관상 공고 신문 또는 전자적 방법 게재)
- 합병등기(본점: 공고일로부터 2주 내, 지점: 공고일로부터 3주 내)

## 2) 주요 고려 사항

### ☑ 합병가액 산정

비상장법인 간 합병은 조세문제 등을 고려하여 세무상 평가방법 등을 준용하여 평가한다. 반면 상장법인과외의 합병은 법제화된 평가방법에 의거 합병비율의 적정성에 대하여 외부평가기관의 평가를 받아야 한다.

구분		산정방법
상장법인 간 합병		합병이사회 결의일과 합병계약체결일 중 앞선 날의 전일을 기산일로 한 1개월 거래량 가중평균 증가, 1주일 가중평균 증가 및 최근일 증가를 산술 평균한 가액(기준시가)을 기준으로 30% <sup>1)</sup> (계열사 간 합병은 10%) 범위 내에서 할인 또는 할증한 가액
상장법인과 비상장법인 간 합병	상장	상장법인 간 합병 준용 <sup>2)</sup>
	비상장	자산가치(0.4)와 수익가치(0.6) <sup>3)</sup> 를 가중산술평균한 가액(본질가치), 상대가치 가액을 비교하여 공시

### ☑ 주식매수청구권

합병의 경우 실무적으로 가장 문제가 되는 것이 주식매수청구권으로 이로 인해 합병이 중도에 포기되는 경우이다. 따라서 주주의 주식매수청구권이 발생하지 않도록 대비(합리적인 합병비율 산정)하거나, 청구권 행사주주 및 소요자금을 예측하여 매수 가능한 수준을 사전에 결정하여야 한다.

1) 기준시가 대비 10% 초과하여 할인/할증 시에는 외부평가 필요

2) 단, 산출한 가액이 자산가치에 미달하는 경우 자산가치로 할 수 있다.

3) 현금흐름할인모형, 배당할인모형 및 이익할인모형 등 미래수익가치 산정에 관하여 일반적으로 공정하고 타당한 것으로 인식되는 모형을 적용하여 산정

구분	세부내용
대상	주주총회결의일 전일까지 서면으로 이사회결의에 반대사를 통지하고 주주명부 폐쇄 기준일 현재 주주명부에 등재된 주주
기간	매수청구기간 종료일로부터 1개월(상장)/2개월(비상장) 이내 매수
가격 결정 방법	<ul style="list-style-type: none"> <li>· 주주와 법인 간 협의로 결정</li> <li>· 협의가 이루어지지 아닐 경우, <ul style="list-style-type: none"> <li>- 상장주식은 통상 이사회결의일 전일부터 과거 2개월, 1개월, 1주간 산술평균 가격 적용</li> <li>- 비상장주식은 합병가액, 순자산가액 및 상증법상 가액 등 다양한 방식 적용</li> </ul> </li> </ul>

### ☑ 비상장법인 및 우회상장 요건

상장법인과 비상장법인 간의 합병 시 직전 사업연도 재무제표 기준으로 비상장법인이 자산, 자본금, 매출액 중 두 가지 이상 클 경우 비상장 대법인 요건을 충족하여야 하며, 경영권이 변동될 경우에는 우회상장 요건을 충족하여야 한다.

비상장법인은 일정한 상장요건을 충족하여야 합병이 가능하도록 규정하고 있고 합병으로 비상장법인의 최대주주 등이 보유하는 상장주식에 대하여 일정 기간 매각을 제한하고 있다.

### ☑ 세무상 적격합병

비적격합병 시 세무비용이 발생하므로 지분의 연속성, 사업의 계속성 등 사전 및 사후관리 요건을 반드시 검토하여야 한다.

## (2) 소규모/간이/삼각합병

### 소규모합병

소규모합병으로 인하여 발행하는 신주의 총수가 합병 후 존속하는 회사의 발행주식 총수의 100분의 10을 초과하지 아니한 때에는 주주에게 통지 또는 공고 후, 존속하는 회사의 주주총회 승인 없이 이사회 승인으로 합병이 가능하다.

단, 합병으로 인하여 소멸하는 회사의 주주에게 지급할 금액을 정하

였을 경우, 그 금액이 존속하는 회사의 최종 재무상태표상 순자산액의 100분의 5를 초과하는 때에는 제외한다.

소규모합병은 주주총회 승인이 생략되므로 절차가 간단하고, 주식매수청구권이 인정되지 않으므로 자금 부담 없이 합병할 수 있는 것이 특징이다.

### 간이합병

소멸하는 회사의 전체 주주가 동의하거나 발행주식 총수의 100분의 90 이상을 합병 후 존속하는 회사가 소유하는 경우, 소멸하는 회사는 주주에게 통지 또는 공고한 후, 주주총회의 승인 없이 이사회 승인만으로 합병이 가능하다.

간이합병은 절차가 간단하나, 반대주주가 발생할 수 있으므로 주식매수청구권이 인정된다.

### 삼각합병

삼각합병은 존속회사가 소멸회사를 흡수합병하는 경우, 합병대가로 소멸회사의 주주에게 존속회사의 주식이나 모회사의 신주를 교부할 수 있는 방법이다.

소멸회사의 부채는 합병 후 존속회사인 자회사가 승계하므로 모회사는 한정적 책임을 지며, 주주총회 및 주식매수청구권 등 상법상 의무는 회피할 수 있다.

합병당사회사의 주주총회 및 주식매수청구권 절차는 다음과 같다.

구분	주주총회	주식매수청구권
모회사	없음	없음
자회사(존속)	특별결의 필요 (소규모의 경우 면제)	있음 (소규모의 경우 면제)
대상회사(소멸)	특별결의 필요 (간이의 경우 면제)	있음 (전체 주주가 동의하는 간이의 경우 면제)

## 분할

회사가 독립된 사업부문의 자산과 부채를 포함한 권리와 의무를 포괄적으로 이전하여 1개 이상의 회사를 설립함으로써 1개 회사가 2개 이상의 회사로 나누어지는 것을 분할이라 한다.

거래의 실질과 형태에 따라 단순분할과 분할합병으로 구분되며, 단순분할은 분할신설회사의 주식 소유주체에 따라 인적분할과 물적분할로 구분된다.

구분	세부내용
단순 분할	인적 분할: 존속회사의 기존 주주들이 지분율대로 신설법인의 주식을 나누어 가지며, 주주구성성이 변하지 않는 수평적 분할
분할	물적 분할: 분리 신설된 회사의 주식을 모회사가 전부 소유하여, 기존 회사가 분할되는 사업부를 자회사 형태로 보유하는 수직적 분할
분할합병	분할회사의 독립된 사업부문이 분할되면서 다른 회사에 흡수되거나 다른 회사의 독립된 사업부문과 결합하여 새로운 회사를 설립하는 형태

### (1) 단순분할(인적 및 물적)

#### 1) 인적분할과 물적분할의 비교

구분	인적분할	물적분할
분할신설 회사 주주	분할회사 주주	분할회사
자산이전	장부가액	공정가액
자산평가	불필요	필요
자본감소	감자절차 발생	감자절차 없음
구주권제출	필요	불필요
배당	감자차손에 따라 배당가능이익 변동	영향을 받지 않음
재상장	지분분산절차 불필요	재상장 불가 (지분분산 등 요건 충족 시 신규상장 가능)
주식매수 청구	상장법인의 경우 신설법인이 재상장 불가 시 필요	불필요
등기형태	분할회사-자본변경등기 분할신설회사-설립등기	분할회사-분할등기 분할신설회사-설립등기

## 2) 주요 절차

비상장법인의 인적분할은 상법이 정한 절차에 따라 분할 이사회결의, 분할회사의 주주총회결의, 채권자 보호절차, 분할기일, 분할등기 등을 거쳐 진행된다. 물적분할은 인적분할 절차에 이전되는 부분의 자산·부채 평가절차가 추가되고, 구주권 제출 절차는 생략된다. 상장법인의 경우에는 분할신고서 제출, 법정공시 및 신고, 분할종료보고서 제출, 분할회사 변경상장, 분할신설회사의 재상장 절차 등이 추가된다.

한편 회사가 분할되는 회사의 채무 중 출자한 재산에 관한 채무만을 부담할 경우 채권자보호절차가 반드시 요구된다. 또한 인적분할 시 상장은 변경상장 및 재상장이 이루어져야 하므로 해당 요건의 검토가 반드시 필요하다.



Phase 1. 사전 준비	Phase 2. 분할승인 주주총회	Phase 3. 분할등기
<ul style="list-style-type: none"> <li>•분할대상 사업부문 (자산 및 부채 등) 확정</li> <li>•법률, 회계, 조세문제 검토</li> <li>•분할일정 및 절차, 분할계획서 확정</li> <li>•분할회사의 정관변경사항 확정</li> <li>•분할신설회사 정관, 임원 등 확정</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>•분할이사회결의 (이사회에서 분할계획서 승인)</li> <li>•주총소집 이사회결의 (주총소집을 위한 이사회결의)</li> <li>•주주명부 폐쇄 및 기준일 공고 (주주명부확정 기준일 2주 전 공고)</li> <li>•주주명부확정 기준일 (주총을 위한 권리주주 확정일)</li> <li>•주총소집 공고 및 통지 (분할계획의 요령 기재)</li> <li>•분할대차대조표 등 공시 (주총 2주 전~분할등기 후 6개월)</li> <li>•분할승인 주주총회 개최 (주총특별결의)</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>•채권자 이익제출 공고 및 최고 (주총일로부터 2주 이내 공고)</li> <li>•주식 병합 및 구주권 제출 공고 (주총일로부터 2주 이내 공고)</li> <li>•채권자 이익제출기간 종료 (공고기간 1개월 이상)</li> <li>•주식병합 및 구주권 제출기간 종료 (공고기간 1개월 이상)</li> <li>•분할기일</li> <li>•분할보고주주총회 같은 이사회결의 (이사회결의로 분할보고주총 대체)</li> <li>•이사회결의 공고 (분할보고총회 및 창립총회는 이사회결의에 의한 공고로 갈음함)</li> <li>•분할등기 (본점: 공고일로부터 2주 내, 지점: 공고일로부터 3주 내)</li> </ul>

### 3) 주요 고려 사항

#### ☑ 분할대상 자산·부채 확정(분할비율 결정)

분할 재무상태표는 아래의 절차에 따라 작성된다.

구분	세부내용
분할기준일 재무상태표 추정	사업 및 투자계획 등 반영
직접 귀속 및 공통 자산·부채 배부	분할 Tax 적격 요건 충족 증자계획 및 경영효율성 고려
현금 및 차입금 배부	재무구조 및 자금수지 등 고려
분할 재무상태표 확정	신설법인 자본금 결정

분할 사업부문 관련 자산·부채는 포괄적으로 신설법인에 승계하고  
공통 자산·부채는 신설법인의 계속기업가능성 및 귀속(Tax 적격분할  
요건, 자금수지계획 등)에 따라 배부하여야 한다.

분할비율은 회사 전체 자산·부채 중 분할대상 사업부문에 귀속된 자  
산·부채가 차지하는 비율로, 신설법인에 귀속될 자본금과 주식 수를 결  
정하는 기준이 된다. 순자산 기준과 기업가치 기준이 있으며, 일반적으  
로 순자산 기준으로 자본금과 주식 수를 결정한다.

#### ☑ 분할 Tax 검토

##### 가) 분할 주체별 세무 이슈

분할과 관련하여 발생 가능한 세액은 다음과 같으며, 적격분할 요건  
을 충족할 경우 법인등기 관련 자본등록세(지방교육세 포함)를 제외한  
대부분의 세액이 이연 또는 면제된다.

구분	세부내용	적격분할 요건	
		총족	미충족
존속	순자산양도손익 법인세	과세이연	과세
	부가가치세	면제	과세 <sup>1)</sup>
	증권거래세	면제	과세
신설	분할매수차손익	과세이연	과세 <sup>2)</sup>
	유보사항의 승계	승계	일부 승계 <sup>3)</sup>
	취득세	75% 면제	과세
	등록면허세	과세	과세
주주	의제배당 법인세 및 소득세	미발생 <sup>4)</sup>	과세

## 나) 적격분할 요건

법인세법에서 규정하고 있는 적격분할 요건은 다음과 같으며, 실행 시 각 요건을 세심하게 검토하여야 한다.

구분	세부요건	세부사항
사업 목적 분할	사업영위기간	분할등기일 현재 5년 이상 계속하여 사업을 영위할 것
	독립된 사업부	분리하여 사업이 가능한 독립된 사업부문을 분할할 것
	포괄적 승계	분할하는 사업부문의 자산·부채가 포괄적으로 승계될 것
	단독출자	분할법인만의 출자에 의해 분할할 것
지분의 연속성	주식교부 비율	분할법인 등의 주주가 분할신설법인 등으로부터 받은 분할대가 전액이 주식일 것
	주식배정	그 주식을 분할법인 등의 주주가 소유하던 주식의 비율에 따라 배정할 것
	주식보유	분할법인의 일정 지배주주 등이 분할 등기일이 속하는 사업연도 종료일까지 그 주식을 보유할 것
사업 계속성	사업영 위기간	분할신설법인이 분할등기일이 속하는 사업연도의 종료일까지 사업을 계속 영위할 것
고용 연속성	고용유지비 율 및 기간	분할등기일 1개월 전 당시 분할하는 사업부문에 종사하는 분할승계대상근 로자 중 분할신설법인 등이 승계한 근로자의 비율이 80% 이상이고, 분할 등기일이 속하는 사업연도의 종료일까지 그 비율을 유지할 것

1) 사업의 포괄적 양도요건 충족 시 면제

2) 5년간 균등월할환입

3) 퇴직급여충당금, 대손충당금

4) 신주를 시가와 취득가로 평가하여 일반적으로 발생하지 않음

### 다) 사후관리 요건

과세혜택을 받은 분할신설법인은 분할등기일이 속하는 사업연도의 다음 사업연도 개시일부터 2년(고용유지비율의 경우 3년)간 사후관리 요건을 충족하여야 하므로, 반드시 관리하여야 한다.

구분	세부내용
승계받은 사업폐지	분할신설법인 등이 분할법인 등으로부터 승계한 자산가액(유형자산, 무형자산 및 투자자산의 가액)의 50% 이상을 처분하거나 사업에 사용하지 아니한 경우
주식 처분	분할법인 등의 주요 지배주주 등이 교부받은 분할신설법인 등 주식을 2분의 1 이상을 처분한 경우
고용유지비율 하락	분할신설법인 등에 종사하는 근로자 수가 분할등기일 1개월 전 당시 분할하는 사업부문에 종사하는 근로자 수의 80% 미만으로 하락한 경우

### ☑ 상법법인 인적분할 시 재상장요건 충족

상장법인 인적분할 시 재상장이 되지 않을 경우 상장주권의 일부분이 유동성을 상실하여 소액주주가 피해를 보게 되므로, 해당 요건을 충분히 검토하여야 한다.

재상장이 되지 않을 경우 실무에서는 감독기관의 권고 또는 자율에 의하여 분할회사 또는 분할회사의 대주주가 공개매수 등을 통하여 분할 신설법인의 주식을 매입함으로써 소액주주를 보호하여 왔다. 이와 같은 취지로 상장법인의 인적분할 시 신설법인이 비상장법인이 되는 경우(재상장 예비심사에서 미승인 결정이 난 이후에도 인적분할을 진행하는 경우 포함)에 한해 주식매수청구권 제도를 강제화하고 있다.

또한 상장법인의 인적분할로 설립된 분할신설법인의 재상장과 관련하여 유가증권상장법인의 경우에는 상장주선인을 반드시 선임할 필요는 없으나, 코스닥상장법인의 경우 상장주선인을 반드시 선임하고 상장주선인을 통하여 재상장 신청을 해야 한다.

## ☑ 물적분할

사업 경쟁력 제고 및 시장으로부터 적정가치 실현하기 위해 최근 물적분할을 활용하는 사례가 증가하고 있다. M&A 또는 JV 설립 시 물적분할을 고려하는 것도 필요하다.

### (2) 분할합병

분할합병은 분할에 의하여 1개 또는 수 개의 존립 중인 회사와 합병하는 것이며 분할회사 측면에서는 기업분할이지만, 분할합병의 상대방 측면에서는 합병이므로, 단순분할의 내용과 합병의 내용을 참고하기 바란다.

분할합병은 분할과 합병의 성질을 포함하는 것으로 합병과 비교하면 다음과 같은 차이가 존재한다.

구분	분할합병	합병
대상	주식회사만 가능	모두 가능
사업부문 승계	일부 사업부문 승계 가능	회사 전체(모든 사업부문) 승계
대가의 수취자	분할회사의 주주(인적) 또는 분할회사(물적)	피합병회사의 주주
자산·부채 승계	특정사업부문에 속한 자산·부채만 승계 가능	회사의 모든 자산·부채 승계
합병 또는 분할 합병회사의 책임	분할회사의 분할 전 채무 및 부외부채에 대하여 연대책임 및 개별책임 가능	피합병회사의 모든 채무 및 부외부채에 대하여 책임 부담
대상회사의 소멸	분할회사는 존속 또는 소멸 가능	피합병회사는 무조건 소멸
주총	특별결의, 소규모 및 간의의 경우 이사회 있음	

### (3) 삼각분할합병

삼각합병은 분할합병에 따라 분할회사의 주주에게 모회사 주식을 지급하는 방식이다. 다만 이를 위하여 분할승계회사가 분할합병 후에도 모회사의 주식을 계속 보유하는 경우에는 분할합병의 효력이 발생하는 날부터 6개월 이내에 그 주식을 처분하도록 하였다.

## 주식교환 및 이전

### (1) 주식의 포괄적교환

존립 중인 회사(A)에 다른 회사(B)의 주주가 가지는 B 주식을 모두 주식교환에 의하여 이전하고, B사의 주주는 그 대가로 A사의 신주를 배정받으므로써, A사가 B사의 100% 완전모회사가 되는 것을 말한다.

주식의 포괄적교환의 일반적인 절차는 아래와 같다.



[주식교환비용의 적정성에 대한 외부평가기관과 평가계약체결 → 주식교환이사회 결의 → 주식교환계약서 작성 → 주식교환, 이전 신고서 제출 → 주주명부폐쇄, 기준일 공고(기준일 2주 전) → 주주총회소집통지 및 공고(주총 2주 전) → 주식교환승인 주주총회(특별결의) → 주식교환(주총 승인 후 1월 이상 경과)]

주식매수청구권행사는 반대의사표시를 이사회 결의부터 주주총회 이전까지 서면으로 해야 하며, 주주총회일로부터 20일 이내에 서면으로 주식매수청구를 해야 한다. 회사는 주식매수청구기간 종료일로부터 1월 이내에 반대의사표시를 한 주주의 주식을 매수하여야 한다. 한편 채권자 보호절차와 등기는 필요 없다.

소규모 주식교환(상법 제360조의10): 이사회 결의만으로 승인 가능한 소규모 주식교환의 범위는 주식교환의 대가로 신주를 발행하거나 또는 자기주식을 이전하는 때에는 '발행주식 총수의 100분의 10 이하인 경우'로 하고, 주식 이외의 재산을 교부하는 때에는 '순자산액의 100분의 5 이하인 경우'로 구분된다.

간이주식교환(상법 제360조의9): 완전자회사가 되는 회사(B)의 총 주주의 동의 또는 완전모회사(A)가 되는 회사가 B사의 발행주식 총수의

90% 이상 소유하는 경우 B사의 주주총회 승인을 이사회 승인으로 같은 하는 간소화된 주식교환(간이합병과 유사함)을 말한다.

## (2) 주식의 포괄적이전

존립 중인 회사(A)는 A사 주주가 소유하는 주식을 포괄적이전에 의하여 완전모회사(B)를 설립하고 A사의 주주는 B사가 발행하는 신주를 배정받음으로써 B사는 A사의 발행주식 총수를 100% 소유하는 완전모회사가 되고 A사는 B사의 완전자회사가 되는 것을 주식의 포괄적이전이라 한다.

주식이전과 주식교환의 차이점은 다음과 같다.

구분	주식이전	주식교환
완전모회사 형태	신규로 설립될 회사	기 설립된 회사
간이 또는 소규모 제도	불인정	인정
교부주식내용	신주만 가능	신주 또는 구주(자기주식) 가능
효력발생시기	완전모회사 설립등기 시 효력발생	등기와 무관하게 교환기일에 효력발생
등기	완전모회사 설립등기	완전모회사 자본변경등기

## (3) 주식의 포괄적교환 및 이전의 제한규정

상법 및 공정거래법상 제한 규정은 다음과 같다.

구분	내용
완전모회사 자본증가 한도	부실한 자회사를 인수함으로써 모회사 자산의 질이 악화되는 것을 방지하기 위하여 완전모회사 자본금은 완전자회사 순자산에서 완전자회사 주주에게 지급할 금액과 신주발행에 갈음하여 자사주를 지급하는 경우 주식의 장부가액을 뺀 금액을 초과하여 증가시킬 수 없음
상호주 보유 제한	주식교환 전 완전자회사가 완전모회사의 주식을 보유할 경우 주식교환 후에는 상호주식을 보유한 결과가 되므로, 완전자회사가 보유한 완전모회사 주식은 취득일로부터 6개월 이내에 처분하여야 함
공정거래법 신고의무	기업결합에 해당될 경우 자산 또는 매출액 3천억 이상은 사후신고를, 자산 또는 매출액 2조 원 이상은 사전신고를 하여야 하며, 또한 지주회사에 해당될 경우에는 지주회사 설립 및 전환신고를 하여야 함

상장법인이 포함된 경우 자본시장법 및 감독규정에 의한 제한은 다음과 같다.

구분	내용
주요 신고사항	주요사항보고서, 증권신고서 등 제출
주요 신고사항에 대한 벌칙	손해배상책임, 금융위의 조사 및 조치, 형사적 책임
교환비율 외부기관 평가	상장법인과 비상장법인 간 주식교환 시 주식교환비율에 대한 외부기관의 평가
우회상장 제한규정	우회상장 기준 위반 시 상장폐지, 우회상장 시 비상장법인 최대주주 등의 교환 신주 매각 제한

#### (4) 삼각주식교환제도

상법은 포괄적 주식교환으로 인하여 완전자회사가 되는 회사의 주주에게 완전모회사가 되는 회사의 모회사 주식을 지급할 수 있도록 규정을 신설하고, 다만 삼각합병, 삼각분할합병과 같이 그 지급을 위하여 모회사 주식을 보유하는 회사가 주식교환 후에도 계속 보유하는 경우에는 주식교환의 효력이 발생하는 날부터 6개월 이내에 그 주식을 처분하여야 한다고 규정하였다.



# 02 PEF & Buyout

## 개념 및 구조

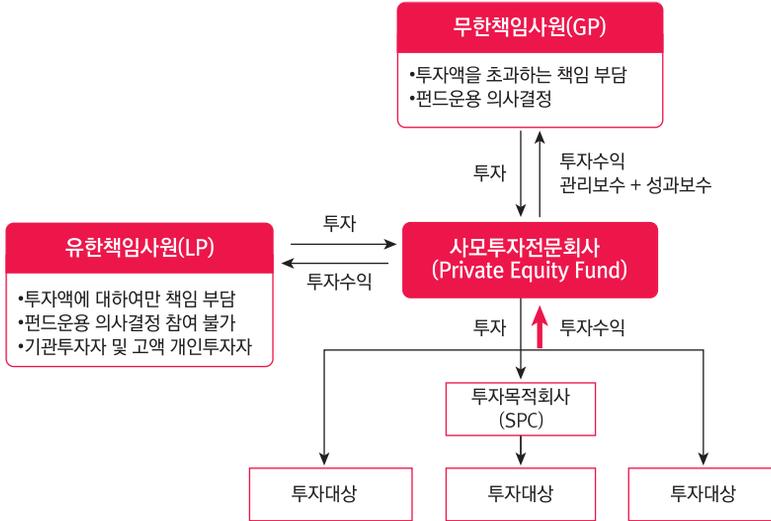
사모투자펀드(PEF: Private Equity Fund)는 사모의 방식으로 자금을 모집하여 지분 투자를 하는 집합투자기구를 통칭한다. 비상장지분은 PEF가 실제로 매매하는 금융자산으로 주식 또는 주식과 유사한 성격을 가진 채권으로 구분되고, 투자대상기업을 선정하여 투자자의 자금을 사적으로 모아서 경영권을 포함한 최대지분 획득을 위해 투자하게 된다.

### ☑ 기본구조

소수의 전문투자자로부터 자금을 모집하기에 공모펀드에 적용되었던 투자자 보호 장치의 규제를 적용받지 않으며, 수익배분이나 비용분담 등에 대해서도 비공개를 허용하므로 자율성을 최대한 확보한다는 장점이 있다.

PEF는 상법에 따른 합자회사로 설립된다. 상법상 합자회사는 출자가액을 한도로 변제책임을 지지만 회사의 업무집행에 참여할 수 없는 유한책임사원(Limited Partner: LP)과 회사의 업무를 집행할 권리와 의무가 있는 무한책임사원(General Partner: GP)으로 구성된다. 따라서 PEF에서 일반투자자는 유한책임사원의 지위를 갖게 되고, 회사재산의 운용은 업무집행권이 있는 무한책임사원이 담당하게 된다.

## 사모투자전문회사 기본 운용구조



### ☑ 자금조달 유형에 따른 분류

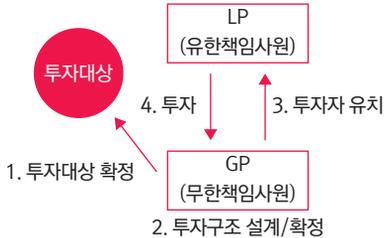
자금 모집의 형태에 있어 투자할 만한 프로젝트를 발굴할 때마다 투자자를 신규로 모집하는 형식으로 운영하는 프로젝트 펀드와 향후 어떤 프로젝트에 투자할지 정해지지 않았지만 일단 투자자 모집과 투자 금액부터 확정해 놓은 블라인드 펀드가 있다.

초기에는 프로젝트 펀드가 다수를 차지하였으나, 트랙레코드 **Track Record**가 축적되고 평판이 올라가면서 블라인드 펀드가 증가되는 추세이다. 아울러 신규 진입 GP(무한책임사원) 및 프로젝트 펀드에 특화하는 GP 등의 등장으로 시장 내 계층화가 진행 중인 것으로 파악된다.

## 프로젝트 펀드와 블라인드 펀드 구조 비교

### Project Fund - 프로젝트펀드

- 투자대상 先 확정, 後 펀드 조성
- 펀드 자금 모집 용이



### Blind Fund - 블라인드펀드

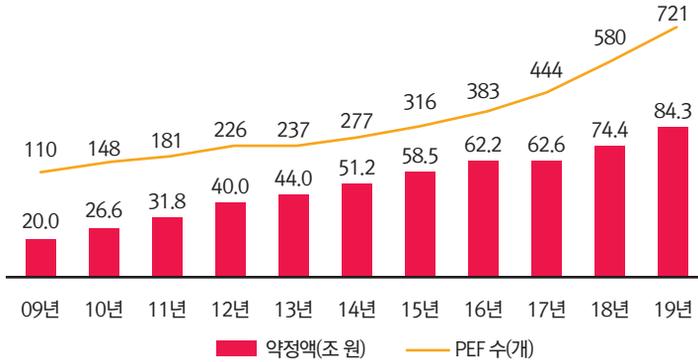
- 투자대상 미확정, 펀드 자금 조성
- 높은 운용 자율성



## 발전과정 및 현황

국내 PEF 산업은 2004년 간접투자자산운용업법(간투법) 제정 이후 준비기를 거쳐 2008년 점차 도약을 시작하였으며 2012년부터는 본격적인 성장 추세를 보이기 시작하였다. 준비기에서는 처음 시행된 제도에 적응하는 한편, 외국 PEF들이 운용 현황을 벤치마킹하며 서서히 투자를 집행하였다. 도약기에는 기존의 자금운용 방법에 한계를 느낀 국민연금 등 주요 기관투자자들의 참여가 증가하기 시작했다. 현재 성장기에는 투자유치 및 투자유치 실행 실적보다는 투자회수 실적이 점차 중요시되면서 운용사 간의 실력에 대한 평가가 차별화되고 있다. 또한, 기존 PEF들 간에 인수 경쟁이 본격화되면서 각자의 전문 영역별로 집중 투자 대상을 선정하는 경향이 발생하기 시작하였으며, PEF들이 대기업 등 전략적 투자자와 대등하게 적극적으로 대형 M&A를 시행하는 경향이 본격적으로 나타나고 있다.

### 국내 PEF 추이(약정액&PEF 수)



출처: 금융감독원

### 주요 PEF 운용사 현황(2019년 6월 기준)

GP명	출자약정액(억 원)	운용 펀드 수
MBK파트너스	97,078	17
한앤컴퍼니	70,671	14
한국산업은행	62,792	13
IMM프라이빗에쿼티	48,871	19
연합자산관리	30,608	19
IMM인베스트먼트	26,533	20
큐캐피탈파트너스	24,730	7
스틱인베스트먼트	19,463	8
VIG파트너스	15,261	7
이큐파트너스	13,090	5
중소기업은행	12,920	11
제이케이엘파트너스	12,762	6

출처: 금융감독원

국내 PEF는 2013년 약정액 44.0조 원, 등록 PEF 237개에서 2019년 약정액 84.3조 원, 등록 PEF 721개로 성장했다. 2018년에 이어 2019년에도 PEF 산업은 펀드 수, 누적 약정액이 증가하며 지속 성장 중이다. 2014년부터 2017년까지 매년 9조 원을 상회하는 신규 자금이 모집되어 왔으며, 특히 2018년에는 PEF 제도 도입 이후 가장 많은 자금인

16.4조 원이 유입되었다. 2019년에는 마땅한 투자처를 찾지 못한 자금들이 PEF로 몰리는 반면 대기업 등 전략적 투자자<sup>SI</sup>들은 대내외 경영의 불확실성 때문에 투자를 망설이면서 주요 M&A에서 PEF의 활약이 두드러졌다.

2019년 PEF 주요 인수기업

기업	매각자	인수PEF	거래가(원)
롯데카드	롯데그룹	MBK	1조4000억
린데코리아	독일 린데	IMM PE	1조3000억
지오영	앵커에쿼티	블랙스톤	1조1000억
코오롱PI	코오롱, SKC	글랜우드PE	6,080억
서브원	LG그룹	어피니니에쿼티파트너스	6,021억
에큐온캐피탈	JC플라워	베어링PEF	6,000억
롯데손해보험	롯데그룹	JKL파트너스	4,000억

Covid-19가 어느 정도 마무리된 이후 기업구조조정과 기존 PEF가 투자한 기업들을 다른 PEF가 다시 되사가는 세컨더리 투자도 활발해질 것으로 기대된다. 또한 PEF자금이 아직 중견·중소기업 Deal Market으로 유입은 제한적이나, 최근 가업승계 이슈 등으로 강소 기업에 투자 확대 될 것으로 예상된다.

## 투자안 회수

PEF는 자금모집 Fund Raising, 투자대상기업에 대한 투자 Investment, 기업가치 제고 Value-addition, 회수 Exit 단계로 운용된다.

## ☑ 자금모집 Fund Raising

자금모집은 PEF 설립 시부터 모든 투자자금을 일시불로 출자하는 것 보다는 업무집행사원의 출자이행 요구에 따라 필요자금을 필요시 마다 출자하는 방식으로 이루어지는 것이 일반적이다.

일반적인 투자자금의 구성방식은 LBO펀드의 예를 들면 40~60%의 비중을 선순위 대출로 조달하며, 10~40% 비중을 중순위 자금조달은 메자닌 Mezzanine 투자를 전문으로 하는 증권사, 보험사, 기타 펀드 등의 금융기관들로부터 조달한다. 나머지 10~30% 비중의 후순위 자금조달은 무한책임사원 GP 및 유한책임사원 LP들이 PEF에 출자하고 이 PEF가 SPC의 후순위 Equity를 취득하는 방식으로 이루어진다.

## ☑ 투자대상기업에 대한 투자 Investment

PEF는 합리적인 투자를 지속하는 사업이기 때문에 외부 변수에 대해 최대한 통제할 수 있고, 해당 PEF가 투자경험을 보유한 지역과 업종을 선택하는 것이 우선적이다.

투자규모가 클수록 선호하는 경향이 있다. 이는 1천억 원의 투자를 실행하여 2천억 원으로 2배를 키우는 것은 어렵지만, 1조 원을 1.3조 원으로 30% 키우는 것은 상대적으로 수월하기 때문이며, 고정비 및 제반비용도 절감되는 효과가 있기 때문이다.

투자대상과 규모가 결정되면 실사 및 가치평가를 거쳐 투자의사결정에 이르게 된다.

실사는 일반적으로 향후 5개년간의 재무제표를 추정하며, 이때 작성된 재무제표는 인수 후 성과평가 측정의 중요한 기준이 된다. 실사 시 지분가치 변동사항을 세부적으로 분석하고 통제 가능한 범위인지 판단한다. 통상 인수금액의 2% 정도로 전문가비용(컨설팅, 자문 등)으로 지출하며, 인수규모가 작을 경우 5~10%에 이르기도 한다.

또한, 최종 인수계약체결 직전 가장 최근 월의 재무제표 기반으로 기 추정 재무제표의 타당성을 최종 점검한다. 이때 재무제표 수치와 크게 다를 경우 인수 포기를 하기도 한다.

또한, 가치평가 시는 현금흐름할인법DCF보다는 EBITDA를 기초로 동 종기업의 적정 거래배수를 적용한 가치평가를 중요시한다. 이는 DCF는 가치평가 과정에서 수많은 가정과 변수가 내재되어 있고, 평가자의 재량과 판단에 따라 좌우되기 때문이다.

### ☑ 기업가치 제고 Value-addition

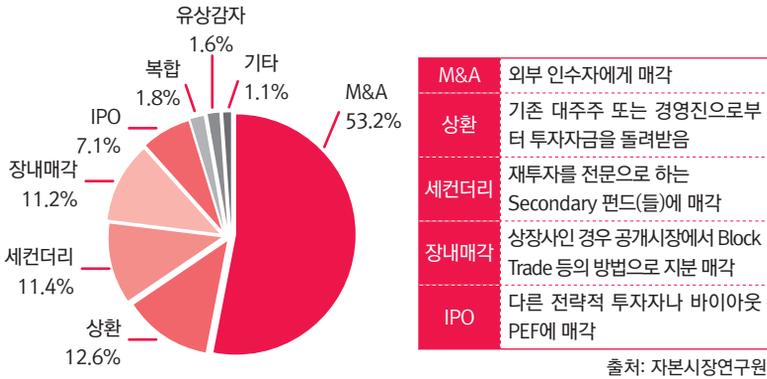
인수에 성공하면 본격적으로 기업가치 제고 단계를 시작한다. 기업가치 제고 주요 전략은 아래와 같다.

구분	세부사항
매출성장	- 사업전략의 재점검 및 수립 - 바이아웃에 이은 추가 인수 - 시장통합적 인수전략
경영효율성 증가	- 비용 절감 및 이익률 개선, 자본지출 삭감 - 경영 비효율성 제거, 경영진 통제 및 모니터링, 경영진에 대한 자문
레버리지	- 재무적 엔지니어링 - 레버리지를 사용한 절세 효과
시장평가배수 증가	- 시장가치평가의 변화 - 대상기업, 시장 및 딜메이킹 능력 - 개별자산 매각

### ☑ 회수 Exit

자본시장연구원의 조사 결과에 따르면 국내에서 주로 이루어지는 투자회수 방식은 M&A, 상환, 세컨더리 매각, 장내매각, IPO, 유상감자 등이 있다.

## 국내 PEF 회수유형



Buy-out PEF는 투자자금의 조기 회수를 위해 외부 차입금을 재원으로 기존 주식을 유상감자하고 배당을 실시하기도 하는 자본재구성 **Recapitalization**을 추진한다.

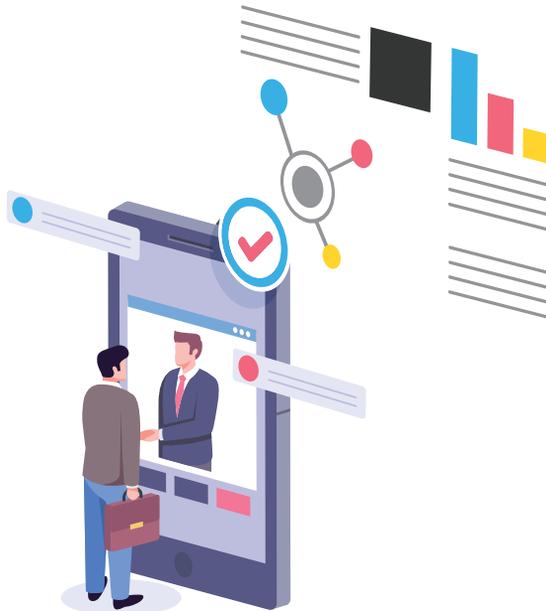
## 투자 및 회수의 주요 사례

### (1) VIG파트너스의 삼양옵틱스 사례

VIG파트너스는 2013년 삼양옵틱스 지분 100%를 680억 원에 인수하였다. 인수 이후 과감한 연구개발 R&D과 제조 시스템 투자를 통해 전 세계에 단 4개밖에 없는 디지털 카메라용 교환렌즈 전문 제조 업체로 성장하게 된다. 2017년 코스닥시장에 상장해 당시 이미 투자원금을 회수하였고, 2019년 경영권지분 59.5%를 LK파트너스에 거래대금 1,020억 원에 매각하였다. VIG파트너스는 삼양옵틱스 투자로 원금의 3.5배(IRR 41.6%)를 벌어들인다.

## (2) JKL파트너스의 테이팩스 사례

JKL파트너스는 2010년 공업용 테이프전문업체 테이팩스를 390억 원에 인수(보통주 약 83%)하였다. 투자 후 기존 기술을 활용한 신제품 개발, 적극적인 생산 시설 및 R&D 투자, 임직원 인센티브 도입을 통해 기업가치를 제고하였으며, 회사는 '09년 매출 692억 원, 영업이익 62억에서 '12년 매출 1,021억 원, 영업이익 133억 원으로 급성장하였다. JKL은 2013년 한솔그룹에 매각하여 970억 원 회수 및 IRR 약 40%를 달성하였다.



# 03 기업구조조정과 회생 M&A

## 기업구조조정의 개념 및 종류

기업구조조정은 기업 또는 이해 관계자가 경제 및 산업 여건의 변화에 대응하여 기업의 조직변경, 사업조정, 경영 합리화 등을 통하여 기업의 경쟁력을 향상시키기 위하여 행하는 모든 노력을 총칭한다. 기업구조조정은 사회 경제적 자원의 효율적 배분을 촉진하고 경제시스템의 안정화 달성에 기여한다.

적용되고 있는 주요 기업구조조정의 종류는 다음과 같다.

구분	주요 구조조정	내용
사적	(협약) 채권은행협회의 회 운영협약에 의한 워크아웃	채권금융기관 주도 구조조정 회생법 및 기업구조조정촉진법의 타율적 구조조정 외에 채권자와 채무자 간 자율적인 합의를 기초로 각종 채무구조조정을 수행하는 방식
	(기구) 자본시장기구에 의한 구조조정	법원 및 채권금융기관 주도의 수동적, 사후적 구조조정의 한계를 보완하기 위해 민간자금인 자본시장을 활용한 시장 친화적이고 자율적인 방식
공적	(구축법) 구축법에 의한 워크아웃	법원의 감독 밖에서 기업구조조정촉진법하 채권금융기관이 주도하여 채무자와의 합의를 기초로 채무구조조정을 수행하는 방식
	(회생법) 회생절차	법원 주도 구조조정, 재무적 어려움으로 인하여 파탄에 직면한 채무자에 대해 이해 관계인이 법률관계를 조정하여 채무자 또는 그 사업의 효율적인 회생을 도모

워크아웃과 회생절차의 구조조정은 주체와 적용범위에 따라 차이가 존재한다.

구분	워크아웃	회생절차
근거법률	기업구조조정촉진법	채무회생및파산에관한법률
주체	채권자 주도	법원주도(전국 지방법원)
채무조정 적용범위	협약대상 채권(주로 금융기관), 상거래채권 및 해외채권 제외	모든 채권(상거래채권 및 해외채권 포함)
가결요건	협약 대상 총 채권액의 3/4	담보채권자의 3/4 무담보채권자는 2/3, 주주는 1/2
경영권 보장 여부	원칙적으로 변동 없으나, 부실 책임이 있는 경우 등에는 채권단이 경영진의 교체를 요구 가능	원칙적으로 변동이 없으나, 부실 책임 있는 경우 등에는 법원이 제3자로 관리인을 선임
사후관리	계획수행 담당자는 경영진 주관은행이 감시권 행사	계획수행 담당자는 관리인 법원이 감독권 행사

## 회생절차에 대한 이해

회생절차는 재정적 어려움으로 파탄에 직면한 채무자에 대하여 채권자, 주주, 지분권자 등 이해 관계인이 법률관계를 조정함으로써 채무자는 그 사업의 효율적인 회생을 도모하는 재건형 도산절차이다.

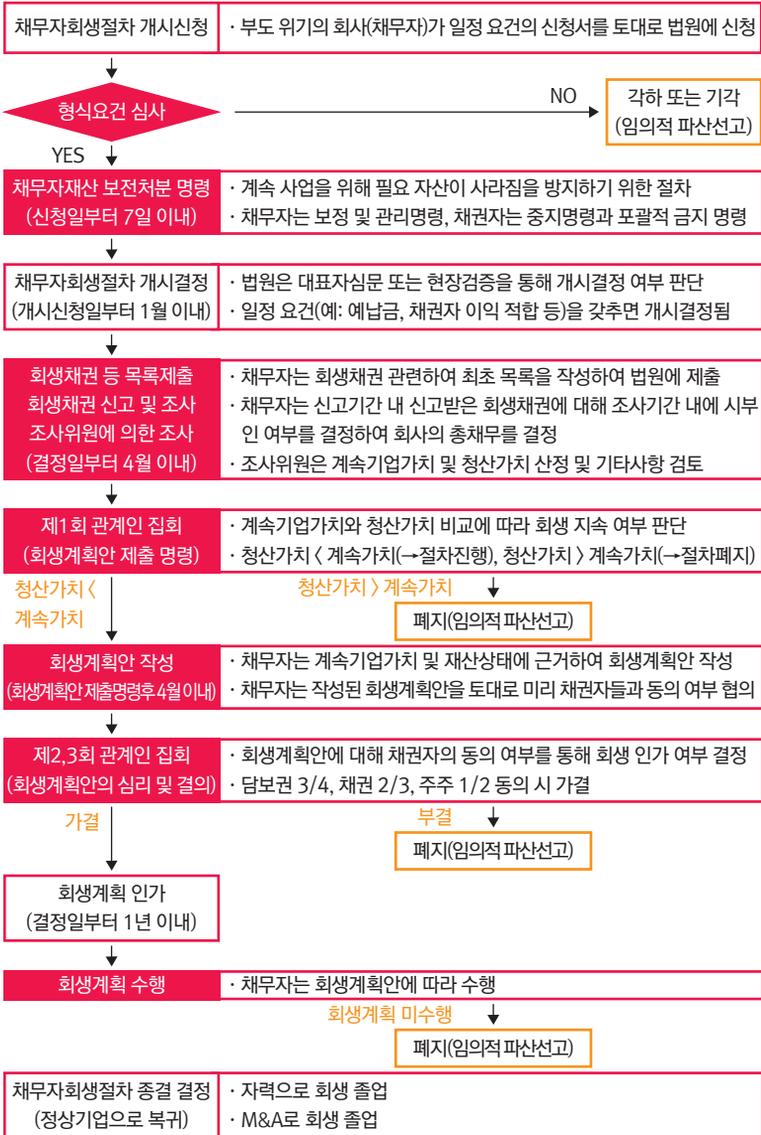
회생절차 실무상 경제성 판단, 채권자/주주 권리 행사 제한/금지, 실제 법상 권리의 우선순위 존중, 지배구조의 변경, 개별채권자의 청산가치 보장, 계속기업가치와 청산가치의 차액분배를 고려하여 진행하여야 한다.

구분	세부내용
경제성 판단	<ul style="list-style-type: none"> <li>· 계속기업가치 &gt; 청산가치: 회생절차 진행</li> <li>· 계속기업가치 &lt; 청산가치: 회생절차 폐지, 청산절차 진행</li> </ul>
채권자, 주주 권리 행사 제한/금지	<ul style="list-style-type: none"> <li>· 일반 채권자, 주주 및 지분권자뿐만 아니라 담보권자의 권리 행사를 상당히 제한하거나 금지</li> <li>· 개별 채권자의 가압류, 가처분, 강제집행, 담보권 실행 및 주주/지분권자의 조직 법적, 사단 법적 활동을 제한·금지</li> </ul>
실체법상 권리의 우선순위 존중	<ul style="list-style-type: none"> <li>· 담보채권자, 무담보권자, 주주/지분권자 순서</li> <li>· 공정 형평의 원칙</li> </ul>
지배구조의 변경	<ul style="list-style-type: none"> <li>· 권리의 우선순위상 후순위인 주주/지분권자는 채권감축을 이상의 자본 감소</li> <li>· 채권자는 채권의 면제 대신 채무자의 주식으로 변제받기를 원하는 경향</li> <li>· 부실의 정도가 심한 채무자회사의 지배권을 구주주로부터 신주주에게로 이전 가능</li> </ul>
개별채권자의 청산가치 보장	<ul style="list-style-type: none"> <li>· 회생계획의 입안 시 채권자에게 파산절차에 따른 청산 시 배당액 이상을 분배하여야 한다는 원칙(청산 시 배당액보다 재건을 통한 분배가 더 높다는 회생절차의 정당성 부여)</li> </ul>
계속기업가치와 청산가치의 차액 분배	<ul style="list-style-type: none"> <li>· 일반적으로 관리인이 입안하는 회생계획안에 대하여 동의 여부의 결정권한을 가지고 있는 채권단이 협의를 통해 계속기업가치와 청산가치 사이의 범위 내에서 변제를 등이 결정</li> </ul>

법령에 의하면 최대 1년에서 1.5년까지 회생사건 진행이 가능하지만, 일반적인 경우 개시신청 이후 약 8~10개월이면 인가결정 또는 폐지가 결정된다.



## 회생절차 흐름



## 회생 M&A

기업이 꾸준한 성장을 하고 있음에도 불구하고 과도한 투자 또는 일시적인 금융경색 등에 따라 흑자부도의 위기에 몰리는 경우도 있다. 이와 같이 예상치 못한 경영 환경의 변화에 따라 일시적인 재정적 어려움으로 인하여 도산 또는 파산에 직면한 법인에 대하여 사업을 계속할 때의 가치(계속기업가치)가 사업을 청산할 때의 가치(청산가치)보다 크다고 인정되는 때에 법원의 감독 아래 채권자, 주주, 지분권자 등 이해 관계인의 법률관계를 조정하여 사업을 회생시키는 제도이다.

회생절차를 신청한 채무자의 경우엔 회생계획 인가 전이라도 영업 또는 사업의 일부 또는 전부를 양도하거나, 회생계획에 의한 영업양도에 의하여 신속하게 사업을 재건하는 방안을 모색함이 바람직할 수 있다.

신청 전이라도 채무자의 사업을 경영할 인수자를 찾아 채무 등에 대한 조정을 마친 후 회생절차에 의해서 채무의 확정 및 면책 등의 효과를 얻는 방식으로 사업을 양도하는 것이 필요한 경우도 있을 수 있다.

또한, 현재 영업이익이 발생하고 장래의 수익발생 전망도 밝아 계획에 따른 채무의 변제 및 일정액의 투자가 가능하다고 하더라도 새로운 기술개발 및 시설확충에 필요한 대규모 자금의 조달이 필요한 기업이라면 경쟁에 낙오하지 않기 위해 M&A 추진이 필요하다.

### (1) 일반적인 M&A와 회생 M&A의 차이

구분	일반적 M&A	회생 M&A
목적	지배권 양도	조기 회생절차 종결
인수방식	소유주식 이전	유상증자 및 회생채권 등 변제
절차	다양	법원 관리하 준칙에 따라 엄격한 절차 수행
효력	당사자 계약 이행	좌동, 회생계획안 가결 및 법원의 인가
법적규정	상법	상법상 주총 및 이사회결의, 채권자보호 절차도 요구되지 아니함

## (2) 회생 M&A 유형

회생절차에서의 M&A는 회생계획의 인가 전후를 불문하고 회생계획에 의한 채무 감면과 면책의 효과를 발생시키는 절차에 따라 회사의 경영권 내지 지배권을 이전시키는 것을 의미하며, M&A 이해 관계자의 요구에 의하여 추진시기별 개시 전, 개시 후, 방식별 제3자 배정 신주인수 방식, 개별자산 매각, 영업양도 방식으로 구분한다.

구분	방안	특징
추진 시기별	인가 전 M&A	<ul style="list-style-type: none"> <li>채무자가 채권단의 동의를 받아낼 만한 독자생존 방식의 회생계획의 수립이 곤란할 경우 회생절차 신청 이전 또는 회생절차 신청 이후 회생계획 인가 이전에 M&amp;A를 진행</li> <li>M&amp;A에 의한 일시변제를 내용으로 하는 회생계획안을 관계인집회에 상정하여 결의</li> <li>회생절차개시신청 이전에 M&amp;A를 준비하여 회생절차를 신청하는 경우 사전계획안에 의한 M&amp;A라고 함</li> </ul>
	인가 후 M&A	<ul style="list-style-type: none"> <li>회생계획 인가 이후의 회생계획안의 정상적인 이행이 불가능할 경우 관리인에 의해 추진되는 일반적인 M&amp;A로 통상 6개월 소요</li> <li>잠재인수자의 인수대금을 재원으로 한 일시변제를 내용으로 하는 변경회생계획안의 가결로 회생절차 종료</li> </ul>
M&A 방식별	제3자 배정 신주인수방식	<ul style="list-style-type: none"> <li>자본잠식 상태의 기존 주주를 감자한 이후, 잠재인수자에게 제3자 배정 유상증자를 통해 지배주주가 되도록 하고, 유상증자 대금으로 회생채무를 일시 변제</li> <li>회생회사 M&amp;A시 법원이 가장 일반적으로 선호하는 방식</li> </ul>
	자산 매각	<ul style="list-style-type: none"> <li>핵심적인 유형자산(상가, 건물, 필수사업장 등) 및 무형자산의 매각을 통한 채권 상환 등을 하는 방식</li> <li>부동산 등의 개별자산을 매각하는 것은 법원의 허가에 의해 추진 가능하며 담보가 설정된 자산의 경우 매각대금은 담보권자에 대한 우선 변제로 사용됨</li> <li>핵심 유형자산에 대한 매수 니즈에 적합하고 우발부채가 이전되지 않는 방식</li> </ul>
	영업 양수도 방식	<ul style="list-style-type: none"> <li>손실사업부문으로 인해 제3자 배정에 의한 M&amp;A 인수금액이 하락할 가능성이 있거나 이월결손이 없는 상태에서 대규모 채무면제이익에 의한 조세 부담이 발생하는 경우 가능한 방식</li> <li>유상증자에 비해 자산이전 절차 복잡하고 양도세/취등록세 부담 큼</li> </ul>

인가 전 M&A는 회생절차 개시와 동시에 M&A를 추진함으로써 매각 준비 시간을 단축할 수 있고 인수자를 사전에 발굴하여 인수대금에 의한 채무의 일시변제로 회생절차의 조기 종결이 가능하다.

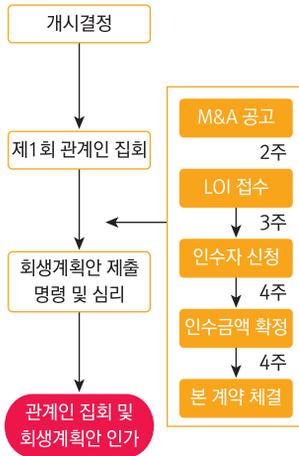
## 회생 M&A - 인가 전 M&A

### 배경

- 회사의 상황(수익력 회복 곤란, 공익채무 과다, 자금 고갈 등) 고려할 때 채권단의 동의를 받아낼 만한 독자생존방식의 회생계획 수립이 곤란한 것으로 예상될 경우
- 효과적인 매각을 위해서는 사전마케팅 활동을 통해 능력 있는 잠재인수자의 존재를 확인하는 것이 선결조건임

### 특징

- 신속한 M&A 추진으로 수주활동 등 영업적인 측면에서의 기업가치 하락을 방지하고 일반적인 회생 M&A보다 신속하게 종결될 수 있음
- 조사위원의 조사결과 청산가치가 계속기업가치보다 높은 경우에도 청산가치보다 큰 인수대금을 제시하는 인수자가 있을 경우에 추진 명분이 있음
- 채무미확정 등 우발채무 존재 가능



인가 후 M&A는 M&A의 일반적인 사례로 채무자가 독자생존 방식의 회생계획 인가 이후 통상적인 M&A를 추진하여 변경회생계획안을 통해 회생절차를 종결하는 방안이다.

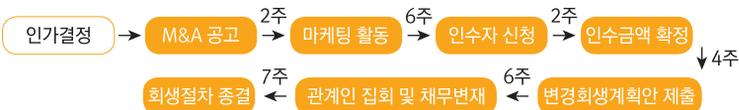
## 회생 M&A - 인가 후 M&A

### 배경

- 독자생존 방식의 회생계획을 인가받은 후 M&A 추진
- 일반적으로 인가 후 변경회생계획의 이행가능성이 현저히 하락할 경우 관리인에 의해 추진됨

### 특징

- 일반적으로 회생계획안 인가로 미신고 채무의 실권을 통한 우발채무 제거, 회생채무의 대폭적인 권리변경(탕감, 출자전환 등)이 발생하므로 채무자 정상화에 유리
- 공익채무, 미확정 보증채무의 현실화 평가, 진행중인 현상에 대한 타절여부 결정으로 인가결정이 지연되기 쉽기 때문에 안정적인 M&A 추진을 위해서는 회생계획안이 인가된 후에 추진하는 것이 바람직함



제3자 배정 신주인수 방식은 인수대금에 의한 회생채무의 일시변제로 인수 후 회사의 재무구조가 건전해지며, 기존 주주에 대한 추가 감자로 인수자의 지분율도 90% 이상 확보 가능하다.

### 신주인수방식(제3자 배정방식) 매각 구조(예시)

M&A 이전				M&A 이후			
BS (단위: 억원)				BS (단위: 억원)			
자산		부채		자산		부채	
유동자산	100	회생채무	320	유동자산	100	회생채무	-
비유동자산	200	공익채무	30	비유동자산	200	회사채	125
<b>자산총계</b>	<b>300</b>	<b>부채총계</b>	<b>350</b>	<b>자산총계</b>	<b>300</b>	<b>공익채무</b>	<b>30</b>
		자본				<b>부채총계</b>	<b>155</b>
		자본금	50			자본	
		결손금	(100)			자본금	130
		<b>자본총계</b>	<b>(50)</b>			감자차익	45
						결손금	(30)
						<b>자본총계</b>	<b>145</b>
M&A 가정		금액(억원)					
인수대금			250	채무면제이익 (=회생채무 320-인수대금 250)			
유상증자	50%		125	감자차익 (=50억원 10대 1감자)			
회사채	50%		125	인수자 지분율 (=125/130)			
주주 감자비용		1:10		96.2%			

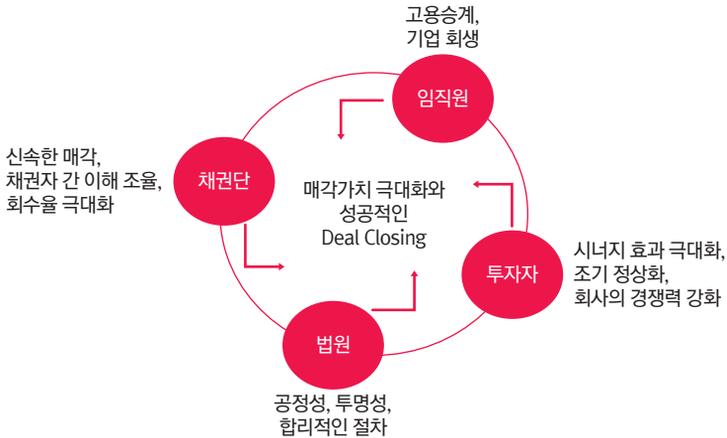
- 인수대금은 유상증자와 회사채의 형태로 투입(회사채는 향후 담보차입금으로 차환 가능)
- 회생채무에 비해 인수대금 규모가 적을 경우 부족한 부분은 탕감 또는 출자전환됨(채무면제이익은 결손 보전처리됨)
- 또한, 기존 주주는 대폭적으로 감자되며 일부 회생채무에서 출자전환되는 부분만이 소수지분으로 들어 오게 되어 대부분의 경우 인수자는 90% 이상의 지분을 확보하게 됨
- 인수자는 인수시점의 자산 전체와 공익채무(회생인가 이후의 정상적인 영업채무 등)만을 승계하게 되며, 감자차익과 채무면제이익 등으로 인해 자본구조가 매우 건전해진 회사를 인수할 수 있음

회생절차에서 매각방법은 공개경쟁입찰 방식이 널리 사용된다. 공개 경쟁유도를 통해 매각대금의 극대화가 가능하며, 공정성 및 투명성을 확보하고 신문공고를 통하여 널리 알림으로써 인수의향자 확보를 위한 시간 단축이 가능하기 때문이다.

### (3) 회생 M&A 고려 사항

이해 관계자(채권단, 투자자, 임직원, 법원)의 니즈를 충족할 수 있는 최적의 거래구조를 마련하여 매각가치를 극대화하고 매수자의 시너지

효과를 극대화하여 M&A 후 장기적인 발전을 도모할 수 있는 방안이 무엇보다도 중요하다.



- 최적 투자자 유치: 회사의 중장기 발전/성장이 가능한 역량 있는 투자자 유치
- 매각가격 극대화: 매각가격의 극대화를 통한 채권자 및 주주이익 극대화 추진
- 절차의 공정성: 입찰 진행 및 우선협상 대상자 선정시 공정하고 투명한 기준 마련 및 이에 따른 객관적인 평가로서 절차의 투명성 및 공정성 확보
- 절차의 신속성: 신속한 매각으로 회사에 대한 부정적 영향 최소화
- 회사의 안정성: 회사의 중장기 발전전략의 연속성, 재무구조 개선 등 영업 및 재무안정성 확보, 안정적인 지분율 확보 제시
- 이해 관계 조정: 채권자, 주주, 법원, 투자자 등 다양한 이해 관계자의 의견조정
- 고용의 안정성: 임직원의 고용안정을 통한 발전도모

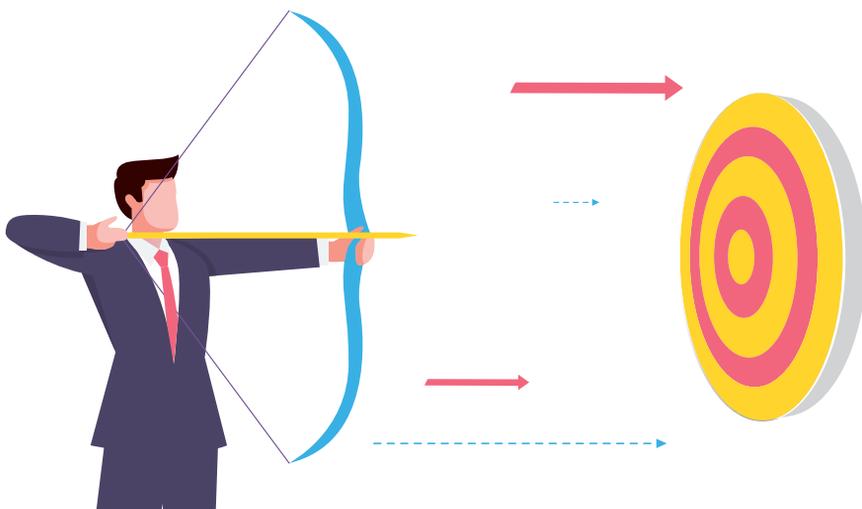
이를 위해 고려하여야 할 사항은 다음과 같다.

구분	주요 고려 사항
일반적 규정	<ul style="list-style-type: none"> <li>· 우선협상대상자로 선정되어 MOU 체결 시 일반적으로 이행보증금을 요구함. 정밀실사 후 조정 가능한 폭이 3~10% 미만으로 요구됨</li> <li>· 인수금액에서 자본(유상증자 금액)이 차지하는 비율이 50% 이상 요구됨</li> </ul>
적정 투자자의 선정	<ul style="list-style-type: none"> <li>· 인수 희망자는 크게 전략적 투자자와 재무적 투자자로 구분됨. 상장이거나 영업이익이 높을 경우 과다한 투자자들이 참여하여 M&amp;A 과정을 복잡하게 하는 경우가 있음</li> </ul>
적정 자본구조의 구성	<ul style="list-style-type: none"> <li>· 일반적인 법정관리회사의 자본구조는 높은 부채비율, 기타 우발채무 등의 요인에 의해 자본잠식 상태인 경우가 다수이며, 기존 대주주 등에 의해 실행된 감자로 인해 자본금액이 매우 적으며, 회생채권의 출자전환으로 채권자 지분이 높거나 출자전환예정채무 잔액이 상당한 수준임</li> <li>· 따라서 정상회사 부채비율 수준과 이자보상배율, 연체 가능성이 없는 원리금 상환 스케줄 등을 고려하여 자본구조를 재구성하여야 함</li> </ul>
채권단과의 협상	<ul style="list-style-type: none"> <li>· 법원이 전반적인 M&amp;A 절차를 주도하여 진행하기는 하지만 회생계획안 가결을 위한 채권단 동의가 M&amp;A의 절대적인 요인이 됨(회생절차 개시 당시 변제조건에 비해 불리하지 않은 조건인 경우 동의 절차 불필요)</li> <li>· 담보권자의 경우에는 3/4 이상의 동의, 회생채권자의 경우 2/3 이상의 동의가 필요함. 주주 의결권이 있는 경우 1/2 이상의 동의가 필요함</li> </ul>
추진시기 (조기 종결)	<ul style="list-style-type: none"> <li>· 회생계획에 따른 소유구조의 변경: 기존 주식의 감자와 채권에 대한 출자전환에 따라 소유구조의 변경</li> <li>· 종결 후 출자전환에 따라 주주가 된 채권자들의 자율적인 M&amp;A: 회생에 성공한 채무자 발행주식의 매각 방식으로 채권자의 만족 극대화</li> </ul>
채권자협의회 참여 확대	<ul style="list-style-type: none"> <li>· 인가 후 채무자에 대한 실사청구권(법 제259조)</li> <li>· M&amp;A에 대한 의견제출(규칙 제49조): 법원이 M&amp;A에 대한 채권자의 의사를 파악, 반영하는 경향</li> </ul>
청산가치가 계속기업가치를 초과하는 경우	<ul style="list-style-type: none"> <li>· 회생절차 전반에 걸쳐 경제성 판단을 하여야 함</li> <li>· 채무자 청산가치가 계속기업가치보다 큰 것이 명백하다면 실무상 회생절차를 폐지하여 왔음</li> </ul>

#### (4) 회생 M&A에 인정되는 다양한 특례

채무자 회생 및 파산에 관한 법률(이하 “통합도산법”)은 회생계획에서 다음과 같은 행위를 정한 경우에는 다양한 절차적 특례를 두고 있다. 예컨대, 영업양수도의 경우 반대주주의 주식매수청구권의 절차가 적용되지 않고, 주식의 포괄적교환·이전의 경우에도 상법상 주식교환·이전계약서 등의 공시, 반대주주의 주식매수청구권, 교환·이전무효의 소 등의 규정의 적용이 배제된다. 합병의 경우에는 상법상 합병계약서 등의 공시, 반대주주의 주식매수청구권, 채권자보호절차, 합병무

효의 소 등의 규정들이 적용되지 않는다. 그 밖에 분할·분할합병의 경우 상법상 분할대차대조표 등의 공시, 반대주주의 주식매수청구권 등의 규정이 적용되지 않는다.



# 04 Cross-border M&A

## Cross-border(국경 간) M&A 현황 및 추세

### (1) Cross-border M&A 현황 및 추세

머저마켓(Mergermarket)에 따르면 2019년 Cross-border M&A 거래금액은 전년 대비 6.2% 감소한 1조 3천억 달러로, Global M&A에서 차지하는 비중은 38%에 달하는 것으로 나타났다.

미국은 2019년 전 세계 M&A의 47.2%로 세계 M&A 시장에서 가장 큰 비중을 차지하며, Out-bound M&A도 3,353억 달러로 가장 큰 비중을 차지하였다. 다만, 2019년 하반기에는 다소 주춤한 기세를 보여주었고, Covid-19로 인한 추가 둔화가 예상된다.

유럽의 경우 경기 둔화 및 무역전쟁의 영향 등으로 M&A 전체 규모는 감소하였으나, Out-bound M&A의 경우 전년도(2018년) 대비 28.3% 증가한 2,721억 달러를 기록하였다.

중국의 Out-bound M&A 규모는 2016년 정점을 기록하였으나 미국과 중국의 무역전쟁 여파로 크게 감소하여 2019년 중국, 홍콩 기반의 미국으로의 Out-bound M&A는 57억 달러(31건)에 그친다. 이는 2011년 이후 가장 낮은 수치로, 향후 무역전쟁 여파에 따라 그 귀추가 주목된다.

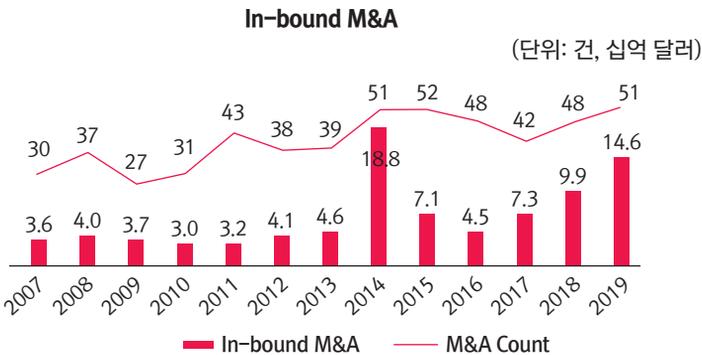
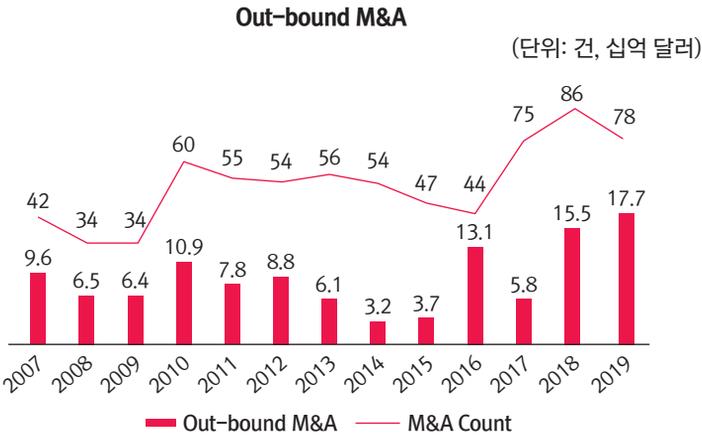
반면 일본의 2019년 Out-bound M&A는 988억 달러(334개)로 2012년 이후 아시아권에서 가장 큰 비중을 차지한 해였다. 이는 저성장 시대를 극복하기 위한 성장동력 중 하나로 일본 기업들이 적극적으로 해외 진출을 선택하고 있음에 기인한다.

2020년 상반기는 Covid-19로 인해 전 세계적으로 투자가 둔화되었

으며, 향후 귀추가 주목된다.

## (2) 국내 Cross-border 현황 및 추세

2019년 한국의 Cross-border M&A 규모는 Out-bound M&A는 177억 달러로 금액 기준 사상 최대를 기록하였고, In-bound M&A는 146억 달러로 역대 두 번째로 높은 수준을 기록하여 강한 성장세를 보이고 있다.



출처: Mergermarket

국내 Cross-border 시장은 대기업이 주도하고 있으며, 정부 정책에 따라 소재부품장비업종의 Cross-border M&A에 대한 관심이 증가하고 있다.

**Out-bound M&A 인수가 활발한 대기업(2013년~2019년)**

인수자	총거래규모(USD Bn)	거래 수
삼성그룹	13.5	63
CJ그룹	5.8	31
SK그룹	2.9	21
LG그룹	2.7	21
현대차그룹	1.7	18

출산율 저하에 따른 인구 감소 추세와 이에 따른 경제 규모의 축소에 따른 거시 경제의 불안, 성장 등을 통한 기업 목표 달성의 전략적 접근 방안으로 Out-bound M&A 유용성 인식, 성장 견인을 위해 국경을 넘어 새로운 시장, 제품, 역량, 혁신에 대한 관심 및 접근, 금리 인하 및 통화 확장 정책을 통한 조달 비용 감소 등 우호적 금융 환경은 국내 Cross-border의 성장을 견인하였다.

**(3) 한국 Cross-border 주요 사례**

최근 한국 기업과 관련된 Cross-border M&A 중 Out-bound M&A는 대기업 그룹에 의하여 견인 중이며, In-bound M&A는 해외 대기업 및 사모펀드에 의해 주도되고 있다. 다만, Covid-19 이후 위축된 수요의 회복시키는 면밀히 살펴볼 필요가 있다.

### Out-bound M&A 사례

Buyer	Target	세부내역
KCC컨소시엄	MPM홀딩스	2018년 KCC, 원익, SJL파트너스 컨소시엄은 세계 3위 실리콘 제조 업체 모멘티브를 약 30억 USD에 인수
SK하이닉스	TOSHIBA	2018년 SK하이닉스를 포함한 Bain Capital 컨소시엄이 약 106.4억 USD 규모에 도시바 반도체 인수
넷마블	KABAM	2017년 8억 USD에 미국 MMORPG 전문게임 개발사 Kabam 인수
롯데제과	Havmor Ice Cream	2017년 인도 서북부 유명 아이스크림 업체 Havmor 100% 지분을 약 1.5억 USD에 인수
CJ 제일제당	Selecta	2017년 STIC Investment와 컨소시엄을 통해 브라질 식품소재 업체 Sementes Selecta 지분 90%를 약 3.2억 USD에 인수
삼성전자	Harman	2016년 86.3억 USD에 커넥티드 카 및 오디오 분야 전문기업 Harman International Industries 인수
CJ CGV	MARS Entertainment Group	2016년 터키 최대 영화 사업자 MARS Entertainment Group 6.8억 USD에 인수
CJ 대한통운	Rokin Logistics	2016년 STIC Investment와 더불어 3.9억 USD에 중국 Rokin Logistics 인수
삼성전자	LoopPay	2015년 2.5억 USD에 미국 모바일 결제업체 LoopPay 인수

### In-bound M&A 사례

Buyer	Target	세부내역
에스티로더 (미국)	해브앤비	에스티로더는 2015년 2대 주주 투자 이후 2019년 잔여지분을 추가 인수(기업가치 약 2조 원)
앤티파이낸셜 (중국)	카카오페이	2017년 알리페이 모회사인 앤티파이낸셜이 카카오페이에 2,300억 원 규모 투자
유니레버 (영국/네덜란드)	카버코리아	2017년 약 3조 565억 규모에 골드만삭스가 보유한 카버코리아 지분을 인수
KKR (미국)	LS오토모티브	2017년 LS엔트론과 KKR이 각각 53%, 47%의 의결권을 보유한 합작사를 설립하여 LS오토모티브를 공동 경영 결정
HP (미국)	에스프린팅솔루션	2016년 삼성전자로부터 분할설립된 에스프린팅솔루션을 2017년 HP가 약 1조 1,544억 원에 100% 지분 인수
GE Industrial Solutions	두산건설 HRSG부문	2016년 약 3,000억 원에 두산건설 HRSG 사업부문 인수
안방보험	동양생명	2015년 중국 안방보험이 1조 1,000억 원에 지분 인수

## Cross-border M&A 주요 고려 사항

### 인수대상회사 및 국가에 대한 이해

Cross-border M&A 시, 인수자는 잠재적인 인수대상회사가 당면한 정치적인 상황에 대한 폭넓은 이해를 선행해야 한다. 이러한 분석은 인수대상회사가 해당국가에서 외국기업의 투자가 제한되는 민감한 산업에 종사하거나 공기업이라는 단편적인 분석 이외에도, 직원, 노동조합, 고객, 공급 업체, 지역 사회 및 기타 이해 관계자와의 관계 등 다방면적으로 인수대상회사의 상황을 고려하는 것이 필수적이다.

또한, 자국의 이익을 해치거나 국가에서 지정한 전략적인 산업, 또는 Tax, 노동조합, 인권문제에 대해서는 정부의 입장이 반영되어 해외투자자에 대한 승인이 거부될 수 있으므로 인수 전 상당한 주의를 필요로 한다. 일례로 2014년 미국소재 제약회사 AbbVie가 영국소재 Irish 회사인 Shire를 550억 달러에 인수의사를 표명하였으나, 당시 Obama 정부는 해당 거래가 미국 내 세금을 회피하기 위한 목적을 갖고 추진하므로 “비애국적”이라며 강력히 비판하였고, AbbVie는 부인하였으나, 결국 인수 포기하였고 페널티로 Shire에 16.5억 달러를 지급하였다. 따라서 Cross-border M&A 진행에 앞서, 해당 Local 정부가 해외투자자를 보는 관점, 규제 등에 대한 명확한 조사가 이루어져야 한다.

### 해당 국가의 M&A 관련 법률 및 규제

인수 기간 및 인수 후 통합 단계에 걸쳐 필요한 모든 법률을 적시에 준수하는 것은 상당히 어려운 작업이다. 예를 들면, 미국의 비상장회사 Private Deal의 거래에 있어 해외 부패 방지법 Foreign Corrupt Practices Act 과 같은 법률은 인수 전후의 공시뿐만 아니라 컴플라이언스 의무를 야기할 수 있으므로 주의해야 한다. 상장회사의 경우에는 비상장회사의

거래 시 주의해야 하는 공시나 컴플라이언스 의무 이외에도, SEC 규칙, 사베인-옥슬리법, 증권시장법 등의 다양한 법률을 준수해야 하므로 인수자는 이러한 법규들이 거래에 미치는 영향 등을 전반적으로 검토해야 한다.

게다가 많은 국가에서는 회사의 경영권이 이전되는 거래에 대하여 소액주주의 권익을 보호하기 위한 제도인 강제적인 공개매수제도 **Mandatory Tender Offer Rule**가 있다. 이는 회사의 대주주가 소액주주가 원하지 않는 주주로 교체될 경우, 매수자가 소액주주에게 본인들이 소유한 주식을 공개적으로 일정금액 이상으로 매각할 권한을 부여하는 제도로 매수자의 입장에서 볼 때 인수금액이 계획보다 커지는 등 큰 부담으로 작용할 수 있으므로 주의해야 한다.

이외에도 독점규제 및 공정거래법에 대한 법률에 대한 준수 역시 까다로운 부분이 많이 있으며, 특히 인수대상회사의 사업이 여러 나라에서 이루어지는 경우 해당국가별 법률에 따른 절차 및 컴플라이언스가 필요할 수 있으므로 해당국가의 법률자문사의 자문이 필수적이다.

아울러 외국직접투자 규제기관의 주요 산업에 대해서는 사전 규제 파악 및 대응이 필요하다.

주요 산업	세부사항
천연자원	국가적으로 중요한 천연자원에 대한 접근 여부 토지, 원유, 매장가스, 광산, 우라늄 등
안보 및 항공	전통적인 국가 핵심 안보 관련 자산 및 기타 국가 안보 관련 자산 - 군수품, 군수 장비 생산 시설 등
정보 및 통신	국가의 정치적 및 군사적 기능과 역사 관련 분야 - 미디어, 통신, IT장비
기타 민감 업종	국가 차원 전략과 이해 관계에 근거 - 인프라, 연구개발, 테크놀로지, 에너지, 수도 등

## 해당국가의 노동 및 고용 문제

Cross-border M&A에서 노동 및 고용 문제는 해당 국가에 적용되는

법률 또는 관습과 관행의 차이에 따라 상당히 복잡할 수 있다. 일부 선진 국가들은 직원들에 대한 고용보장 및 해임 조건에 대하여 상당히 까다로운 법률을 적용하고 있으며, 또한 초과 근무, 퇴직금, 휴가에 대한 많은 사항들에 대하여 규정을 제시하고 있다. 프랑스에는 비정규직 제도가 없어 고용주와 근로자는 항상 서면 계약을 통해 고용과 근로의 관계가 성립되며, 정당한 이유 없이 직원을 해고할 수 없다. 또한, 독일의 경우 노동조합의 단체협약은 직원들의 고용환경, 임금수준, 퇴직조건 등에 정하는 데에 있어 큰 역할을 한다. 따라서 이러한 사항들에 대한 명확한 이해가 없을 경우, 인수 후 잠재적인 우발부채를 유발할 수 있으며 이로 인해 발생된 많은 갈등 요소들은 성공적인 Cross-border M&A에 나쁜 영향을 미치게 된다.

### 조세 및 회계 고려 사항

조세 문제는 M&A의 구조 **M&A Structure**에 중대한 영향을 미친다. 예를 들면 해외 인수자가 미국에 있는 회사를 인수할 때 배당에 대한 원천징수 등을 고려해야 하며, 조세 부담을 최소화하기 위해 유리한 조세 조약이 체결되어 있는 국가에 주재하는 자회사를 통하여 인수하는 구조를 고려할 수 있다. 또한 회사를 인수하기 위해서 설립하는 회사의 자본과 부채의 비율(과소자본세제)은 법인세를 절세할 수 있는 손금의 규모를 결정하므로 세무의 관점에서 상당히 중요한 포인트이다.

또한, 국가들마다 서로 다른 회계 규칙을 적용할 수 있으므로, 해당국가와 자국에서 사용하는 회계 기준의 차이를 이해하고 그 차이에 대한 재무적 영향을 미리 파악해야 혼란을 최소화할 수 있다.

Cross-border M&A의 경우 Local Deal에 비해 언어, 관리 방식 차이 등으로 인하여 검토 기간이 상대적으로 소요되고, 실사 범위가 다양하여 비용 부담이 크다. 대부분 자료가 현지 언어로 된 경우가 많고, 자료

제공에 제한이 있어 리스크가 상대적으로 높아 시간투입을 효율적으로 하여야 한다.

## 투자구조

투자구조 및 방식 역시 Cross-border M&A 시 중요하게 고려해야 하는 사안이다. 해당 회사를 100% 인수해야 좋은지, 경영권을 획득하기에 필요한 지분만을 인수할지, 소액투자를 한 후 전략적인 파트너십을 맺는 것이 유리한 지, 상장회사의 경우라면, 소수지분을 모두 인수한 후 상장폐지 후 성장을 도모할지 등 여러 방식의 투자 구조 및 방식에 대하여 고민해야 한다. 또한, 인수자금이 충분하지 않거나 일정부분 리스크를 분담하기를 원할 경우, 다른 파트너와 공동으로 인수하는 방안도 고려할 수 있을 것이다.

## 중국기업 M&A

### (1) 중국기업 인수시 고려 사항

중국기업의 특수성을 고려하여 M&A 이슈 파악 및 지분 투자 후 안정적인 운영을 위하여 다음 항목들에 대한 충분한 검토가 필요하다.

#### 사회보장보험 과소 납부 이슈

중국은 사회보험법에 따라 지방 정부마다 종업원에 대한 사회보장보험 납부 기준을 규정하고 있으나, 해당 기준과는 상이한 방식으로 비용을 과소 계상 납부하는 경우가 존재한다. 사회보장보험 과소납부금액에 대한 제척기간의 제한은 없으며, 관련 체납금을 고려할 경우 리스크는

중요할 수 있다.

### 경제보상금 지급 이슈

중국 신노동법에 따르면 과거 직원의 비자발적 퇴직이 존재하는 경우 규정된 산정방식에 따라 경제보상금이 지급되어야 한다. 따라서 과거 회사에 구조조정이 존재하였거나, 가까운 시일 내 구조조정이 계획되어 있다면, 관련 구조조정에 따른 경제보상금이 적정하게(혹은 계상)되었는지 확인해야 한다. 비자발적 퇴직이 존재하는 경우 적정수준의 경제보상금이 지급되지 않았다면 향후 잠재적인 현금유출의 리스크가 존재할 수 있다.

### 적정 인허가 취득 여부

방산증은 취득 부동산에 대한 점유권 및 사용권을 보유하기 위한 증서로서 정부당국에 신고하지 않아 방산증의 취득이 이루어지지 않은 경우 상기 건축물에 대한 적정 소유권을 확보할 수 없다. 또한, 최근 환경보호 및 소방안전 관련 규제를 적극적으로 도입하고 있어 법규를 준수했는지 확인해야 한다.

### 지분매매계약체결 후 인허가 절차

공상국 등기(영업집조 수령) 후 법적지분 이전 절차 완료 및 세무국 신고완료(세무등기증 수령) 후 정상영업이 가능하다.

## (2) 중국 진출 한국기업의 리쇼어링(Reshoring) 시 고려 사항

최근 중국 투자환경과 영업환경의 변화가 급속하게 진행되고 있으며, 이에 따라 수년 전부터 과거에 진출한 한국기업들뿐만 아니라 많은 해외기업들이 중국에서 철수하는 상황이다. 외국기업이 중국에서 철수하

는 이유는 크게 3가지로 설명할 수 있다. 첫째, 전통 제조업 중심의 노동 집약적 산업분야에서 높아진 생산원가에 따른 기업의 수익성 악화, 둘째, 의류, 유통, 일반소비재, 금융업 등의 분야에서 현지 기업의 약진에 따른 외국 기업의 경쟁력 악화, 셋째, 진출한 기업의 전략적 변화 등이 원인으로 나타나고 있다. 예를 들면, 최근 까르푸는 중국 법인의 지분 80%를 중국 최대 가전 유통업체인 쑤닝닷컴(Suning.com)에 매각한다고 발표하였으며, 아마존 역시 중국 내수시장에서 철수할 계획을 밝혔다. 아사히 그룹은 2017년 칭다오 맥주 지분 19.99%를 포선그룹(Fosun Group)에 매각하였으며, 이 밖에 국내기업의 경우는 롯데와 이마트의 중국 철수, 삼성전자의 천진공장 철수 등 그 추세가 가속화되고 있다.

이러한 상황에도 불구하고 자본과 경험이 부족한 대다수의 한국 중소기업들은 선뜻 철수에 대한 결정을 내리지 못하고 있다. 중국이라는 국가 특성상 일반 M&A와는 근본적으로 차이가 발생한다. 주요한 이슈로는 중국 내 진성매수자 발굴의 어려움, 오랜 기간의 영업 활동과 다수의 관계회사 간의 내부거래로 세무 이슈가 존재, 토지 등 자산에 대한 공정 가치 산정의 어려움, 직원에 대한 구조조정 및 보상에 대한 문제, 복잡한 각종 정부 인허가 프로세스, 개별 기업 상황에 맞는 매각구조 설정의 어려움 등이 있다.

이 밖에도 오랜 기간 영업 활동으로 인한 세무 문제, 중국 현지직원에 대한 처우 문제, 대기업 협력사의 경우 매수자의 선택 및 영업에 대한 안정성에 대한 중요성, 만일의 사태에 대비하여 자본을 안전하게 회수할 수 있도록 하는 계약서상의 안전 장치, 필요 시 차입거래의 선택, 모든 상황을 고려한 회사에 맞는 딜 구조의 선택, 외환당국이 지양하는 딜 구조 및 매수자에 대한 사항 등 많은 문제가 도사리고 있으며, 딜 진행 시 반드시 경험 많은 전문가를 통해 진행하는 것을 고려하여야 한다.

# 05 SPAC(기업인수목적회사) 상장 및 우회상장

## SPAC(기업인수목적회사) 상장

SPAC(기업인수목적회사)은 다른 회사와 합병하는 것을 유일한 사업 목적으로 하는 명목회사로서, 2008년 금융 위기 이후 금융침체기 속에서, 우량 중소기업의 신속한 자금조달 등을 위하여 2009년 국내 주식시장에 도입되었다.

### (1) 개념

SPAC은 법인설립, IPO(상장), M&A라는 3단계 사이클을 통해 그 목적을 달성하게 된다.

설립단계에서는 소수의 발기인에 의해 SPAC 법인설립 작업이 이루어진다. SPAC은 주식회사이므로 주식회사의 설립절차를 따르며, 발기인은 설립 당시에 발행되는 주식을 인수한다.

다음으로 SPAC은 설립 후 상장을 위하여 IPO를 실시하는데, 이때 가장 중요한 특징 중의 하나가 공모자금의 별도 예치이다. SPAC은 일반주주에게 투자원금 수준의 금액을 보장해주기 위하여 공모자금의 90% 이상을 금융기관에 예치하여 인출을 제한하고 있다.

IPO가 완료되면 SPAC은 그 발행 주권을 거래소에 상장하게 된다. 상장을 위해서는 거래소가 요구하는 상장요건을 충족해야 하며, 일반적으로 M&A 외에 다른 사업목적은 가지고 있지 않은 SPAC의 특성을 반영하여 상장특례를 인정하고 있다.

SPAC의 경영진은 상장 후 M&A를 하기 위해 대상기업을 탐색한다. 대상기업의 가치는 의무예치금액의 80% 이상이 되어야 하고, 발기인과 이해 관계가 있는 회사는 대상기업이 될 수 없다.

대상기업이 결정되면 합병상장예비심사청구서를 거래소에 제출하여 비상장법인에 대한 상장적격성 심사를 받아야 한다. 거래소의 합병상장 심사 승인을 받은 경우 M&A를 최종적으로 결정하기 위한 주주총회가 개최되는데, 이때 발기인은 의결권 행사가 제한되므로 전적으로 일반주주의 의사에 따라 M&A에 대한 결정이 내려진다.

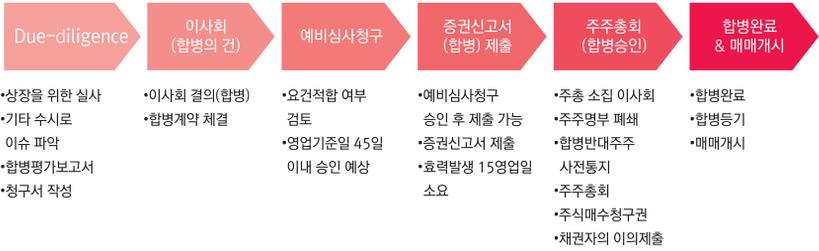
주주총회에서 M&A를 승인하면 대상기업은 상장기업의 지위를 얻게 된다. 한편 SPAC이 존속기한 내에 M&A를 완료하지 못하는 경우에는 의무예치금액을 일반주주에게 반환하는 등 청산절차가 진행된다.

### SPAC과 IPO 비교

	SPAC과의 합병	IPO
상장방식	Private(합병)	Public(공모)
가치평가	미래가치평가(DCF, 본질가치)	유사회사와 비교평가(PER, EV/EBITDA), 바이오기업 등 특수 사례 제외 시 과거 실적 기준
장점	- 사업 계획, 미래가치 반영 - 사전적인 가격 확정(공모 불확실성 감소)	다수(기관, 일반) IR
단점	- SPAC 합병 주주총회 - 합병 제반 절차	- 과거 실적 기반한 평가 - 기관 수요 예측을 통한 가격 결정 - 주식시장 침체 시 가치평가 불리함
공통	상장 사전 준비(내부통제시스템, 내부회계관리제도 구축 등), K-IFRS 기준, 상장 전 지정감사	

## (2) 절차 및 요건

SPAC과 합병을 추진하려는 비상장법인은 아래와 같은 절차를 거쳐 거래소에 상장(등록)을 하게 된다. 비상장법인의 합병을 위한 이사회결의 이후 합병완료시점까지는 평균 5개월 정도가 소요된다.



비상장법인이 SPAC과 합병하기 위해서는 직상장의 경우처럼 비상장법인이 일정한 심사요건을 충족해야 하며, 거래소는 예비심사청구과정을 통하여 비상장법인의 상장 적격성을 심사한다. 거래소는 경영성과, 감사의견 및 최대주주 변경 제한 등 형식적 요건 심사 외에 기업경영의 계속성, 지배구조 및 경영의 투명성 등을 중심으로 신규상장 심사기준을 준용하여 질적 요건을 심사하게 된다.

코스닥에 SPAC과 합병상장하고자 하는 비상장법인의 형식적 심사요건 및 질적 심사요건은 아래와 같다.

### ☑ 형식적 심사요건(KOSDAQ 기준)

구분	형식적 심사 요건
경영성과 요건 (①, ② 중 택1)	① 세전이익 20억 원 이상 (벤처 10억 원) ② 세전이익이 있을 것 & 매출액 100억 원 이상(벤처 매출 50억) 기술특례/사업 모델은 면제
기업규모 및 자본 상태 요건	면제(기술특례/사업 모델은 상장예비심사청구일 현재 자기자본 10억 원 이상)
합병대상법인 규모	대상법인 총자산 또는 합병가액이 예치자금의 80% 이상
감사의견	최근 연도 적정(K-IFRS 기준)
지정감사	해당 사업연도 또는 다음 사업연도에 상장회사가 되려는 회사는 증선위(금융감독원)에 감사인 지정 신청
최대주주 등 보호 예수기간	합병신주상장일로부터 6월간(기술특례/사업 모델은 합병신주상장일로부터 1년간)
기타	정관 등에 주식양도제한 금지

## ☑ 질적 심사요건

다음 각 목의 사항을 종합적으로 고려하여 당해 법인의 주권을 상장하는 것이 공익과 투자자 보호목적상 부적합한 사유가 없다고 인정되는지 요건을 충족하여야 한다.

- 영업, 재무상황, 기술력 및 성장성, 그 밖에 경영 환경 등에 비추어 기업의 계속성이 인정될 것
- 기업지배구조, 내부통제제도, 공시체계, 이해 관계자와의 거래, 상장 전 주식거래 등에 비추어 경영투명성 및 경영안정성이 인정될 것
- 그 밖에 투자자 보호 및 코스닥시장의 건전한 발전을 저해하지 않는다고 인정될 것

기업의 계속성	경영의 투명성 및 안정성	투자자 보호
<p><b>영업의 계속성</b></p> <ul style="list-style-type: none"> <li>• 지속적 수익 창출/신규사업 진출</li> <li>• 영업안정성과 연구개발 노력</li> </ul> <p><b>재무안정성</b></p> <ul style="list-style-type: none"> <li>• 안정적 재무상태 유지</li> <li>• 파생금융상품의 보유</li> <li>• 관계회사에 대한 지급보증 및 담보제공이 있는 경우</li> <li>• 최근 당좌거래은행의 변경 여부</li> </ul> <p><b>기타 경영환경</b></p> <ul style="list-style-type: none"> <li>• 영업활동, 핵심기술, 지배구조 등과 관련한 분쟁 또는 소송이 존재하는지 여부</li> <li>• 공모자금 사용계획 및 장단기 재무전략을 수립하고 있는지 여부</li> </ul>	<p><b>기업의 지배구조</b></p> <ul style="list-style-type: none"> <li>• 최대주주의 도덕성</li> <li>• 경영진</li> <li>• 사외이사</li> <li>• 상근감사 및 감사위원회</li> </ul> <p><b>내부통제시스템</b></p> <ul style="list-style-type: none"> <li>• 내부회계관리제도 및 내부통제시스템</li> <li>• 특수관계인과의 거래</li> </ul> <p><b>회계처리 투명성</b></p> <ul style="list-style-type: none"> <li>• 회계시스템 구축</li> <li>• 회계처리기준 및 외부감사인</li> <li>• 회계감리 및 세무조사</li> </ul>	<p><b>공시투명성</b></p> <ul style="list-style-type: none"> <li>• 결산수행 인력 및 조직구축</li> <li>• 공시전달 조직 마련</li> <li>• 불성실공시법인 지정 사례 여부</li> </ul> <p><b>소액주주보호</b></p> <ul style="list-style-type: none"> <li>• 최대주주 지분과다</li> <li>• 소액주주의 권리행사</li> <li>• 최대주주 등의 보호예수</li> </ul> <p><b>대표주관회사의 전문성</b></p> <p>유동성 및 증권시장의 건전성</p>

### (3) 현황 및 주요 특징

SPAC은 도입 직후 2년간 19개의 SPAC이 신규로 상장하며 시장의 관심을 모았으나, 2012년에는 신규상장이 한 건도 없는 등 제도 도입 초기에는 다소 부진하였다. 그러나 2013년 말 선데이토즈의 SPAC 합병

사례 등으로 관심이 증가하여 최근에는 매년 20개사 이상의 SPAC이 꾸준히 신규상장하고 있다.

2010년부터 상장한 SPAC 174개사 중 합병에 성공한 SPAC은 총 79개사(2019년 말 기준)로 합병 성공률은 45.4%이다. 약 1.9조 원의 공모자금을 조달하여 1개사당 평균 약 110억 자금이 조달되었다. 초기 공모 규모가 평균 약 200억 원을 상회하는 등 대형규모가 SPAC 상장되었으나, 이후 지속적으로 규모가 감소하여 최근에는 80억 원 내외의 중소형 SPAC이 가장 많다.

합병대상 업종은 코스닥 주요 업종과 유사하게 다양한 업종(제조 34%, IT 32%, 바이오 14% 등)들이 상장되었으며, 시기별로는 2010~2011년 자동차, 2012년 소프트웨어, 2014~2015년 화장품으로 당시 호황인 업종들이 합병되었다.

### ☑ SPAC 상장의 특징

특징	상세내역
안정성	공모자금의 90% 이상을 별도 예치하고 3년 내 합병에 실패할 경우 반환예치금은 인출/담보제공 금지
높은 환금과 유동성	상장 후 장내 매도 가능 합병 반대 시 주식매수청구권 행사 가능
일반투자자 M&A 투자기회 제공	개인도 SPAC 주식취득으로 M&A 투자 참여 가능, 주주총회에서 일반주주가 합병을 결정(공모 전 주주는 의결권 행사 제한)
우량기업 대규모 자금조달 가능	우량기업과의 합병을 통해 상장과 유상증자를 동시에 하는 효과

### ☑ SPAC 상장의 고려 사항

구분	고려 사항
가치평가	합병비용 산정 시 비상장법인의 다양한 평가방법 적용이 가능하여, 시장상황의 영향을 적게 받아 회사의 본질적 가치로 평가 받을 수 있음
주주총회 결의	합병법인과 피합병법인의 주주총회 결의가 요구되어, 주주총회의 부결 가능성 존재

\* 직상장은 기관투자자들 대상으로 수요 예측 및 공모과정을 거쳐 진행됨. SPAC은 이미 공모를 마치고 확정된 자금을 보유하고 있어 공모에 대한 리스크 없음.

## 우회상장

우회상장(Back-door Listing)이란 비상장기업이 상장기업을 합병, 주식의 포괄적교환, 영업양수도 등을 통하여 신규상장 절차 및 심사를 거치지 않고 상장법인으로 등록되는 것을 의미한다.

우회상장은 재무구조가 우량하고 성장잠재력이 높은 비상장법인이 성장성이 제한되거나 재무 또는 사업의 어려움에 직면한 상장법인을 인수하여 구조조정을 통한 기업가치 상승, 합병 등을 통한 시너지 효과 창출, 상장절차와 기간단축, 자본시장에서의 원활한 자본조달을 그 목적으로 한다.

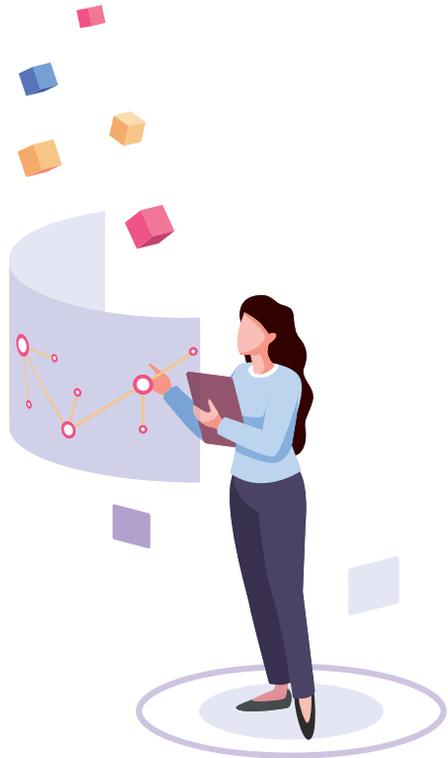
우회상장의 유형은 크게 합병, 분할합병, 주식의 포괄적교환, 영업양수도 등으로 구분된다.

유형	상세내용
합병	상장법인과 비상장법인 간의 합병으로 비상장법인이 상장법인에 흡수합병되고 비상장법인의 주주는 상장법인의 주주로 전환되는 형태
분할합병	비상장법인의 사업부문을 상장법인에 분할합병
주식의 포괄적교환	상장법인과 비상장법인 간 주식교환으로 비상장법인은 상장법인의 자회사가 되고 비상장법인의 주주는 상장법인의 주주로 전환되는 형태
영업양수도	상장법인이 비상장법인의 영업부문을 양수하고 영업양수 전후로 일정 기간 이내에 비상장법인 또는 그 최대주주 등을 대상으로 제3자 배정 증자 등을 하는 형태
자산양수도	상장법인이 비상장법인의 최대주주 등으로부터 비상장법인의 주식을 취득하여 자회사로 편입하고 주식취득 전후로 일정 기간 내에 비상장법인 최대주주 등을 대상으로 제3자 배정 증자 등을 하는 형태
현물출자	상장법인이 비상장법인의 최대주주 등을 대상으로 제3자 배정으로 주식을 발행하고 신주발행에 대한 납입이 비상장법인 주식으로 이루어지는 형태

2008년 5월 오알캠과의 합병을 통하여 코스닥에 우회상장한 셀트리온(바이오 시밀러)은 2020년 7월 현재 시가총액이 40조 원에 이른다. 당시 시가총액 100억 원 정도에 불과했던 오알캠에 현재 코스닥시장을

대표하는 기업 중 하나인 셀트리온이 새로운 생명력을 불어넣은 경우이다. 이를 통하여 기존 오알켄의 최대주주는 높은 가격으로 지분을 양도하였고, 셀트리온의 기존 주주들은 우회상장을 통하여 상장시장에서 보 유주식을 매각할 수 있게 되었다.

또한 카카오는 상장회사인 다음커뮤니케이션과의 합병을 통해 우회 상장하여, 카카오의 투자자는 투자자금을 원활히 회수하게 되고, 다음 신성장동력 확보를 위한 기반을 마련하게 되었다.



# [참고] 기술성장기업상장특례와 코넥스상장

## 기술성장기업상장특례

기술성장기업 상장특례는 기술력과 성장성이 뛰어난 벤처기업이 적자를 내더라도 상장할 수 있도록 한 제도이다.

기술력은 있지만 이익을 내지 못하고 있는 기업의 자금조달을 원활하게 해주기 위해 도입한 제도로 중소기업이 특례상장을 신청할 경우 전문평가기관 중 2개 기관에서 기술평가를 하게 되며, 복수기관 평가 결과가 A등급 & BBB등급 이상일 경우 기술성장기업으로 상장예비심사청구 자격을 부여한다. 기술성장기업 상장특례 대상기업은 일반·벤처기업 대비 수익성, 매출액, 시장평가 외형요건이 일부 면제 또는 완화된다.

### ☑ 기술상장 절차



구분	일반기업(벤처 포함)		기술성장기업	
	수익성·매출액 기준	시장평가·성장성 기준	기술평가특례	성장성 추천
경영성과 및 시장 평가 등 (택일)	1. 법인세차감전계속사업 이익 20억 원[벤처: 10 억 원] & 시총 90억 원 2. 법인세차감전계속사업 이익 20억 원[벤처: 10 억 원] & 자기자본 30 억 원[벤처: 15억 원] 3. 법인세차감전계속사 업이익 있을 것 & 시총 200억 원 & 매출액 100 억 원[벤처: 50억 원] 4. 법인세차감전계속사업 이익 50억 원	1. 시총 500억 & 매출 30 억 & 최근 2사업연도 평균 매출증가율 20% 이상 2. 시총 300억 & 매출액 100억 원 이상[벤처: 50 억 원] 3. 시총 500억 원 & PBR 200% 4. 시총 1,000억 원 5. 자기자본 250억 원	1. 자기자본 10억 원 2. 시가총액 90억 원  전문평가기 관의 기술 등 에 대한 평가 를 받고 평가 결과가 A 등 급 & BBB 등 급 이상일 것	상장주선인 이 성장성을 평가하여 추 천한 중소기업 업일 것
최대주주 등 지분의 매각제한	상장 후 6월		상장 후 1년	

### ☑ 기술평가제도

기술성장기업의 기술성·시장성에 대하여 공인된 외부전문평가기관의 검증을 통해 상장특례 해당 여부가 판단된다.

구분(대분류)	평가 항목(중분류)	주요 평가 사항
기술성	기술의 완성도	· 기술의 완성도 · 기술의 자립도 및 확장성 · 기술의 모방 난이도
	기술의 경쟁우위도	· 주력기술의 차별성 · 주력기술제품의 수명 · 기술개발 및 수상(인증) 실적 · 지식재산보유현황 · 연구개발 활성화 수준 · 연구개발 투자비중, 규모 및 적정성
	기술인력의 수준	· 기술경영 경험수준 · 기술경영 지식수준 · 기술경영 관리 능력 · 주요 경영진의 전문성 · 주요 경영진의 사업 몰입도 · 최고기술경영자의 전문성 · 기술인력의 전문성
	기술제품의 상용화 경쟁력	· 기술제품의 생산역량 · 기술제품 상용화를 위한 자본조달능력 · 기술제품 판매처의 다양성 · 기술제품 판매처의 안정성 · 기술제품을 통한 부가가치 창출능력
	시장성	기술제품의 시장규모 및 성장잠재력
기술제품의 경쟁력		· 기술제품의 시장지위 · 경쟁제품 대비 비교우위성

## 코넥스상장

코넥스(KONEX, Korea New Exchange)는 자본시장을 통한 초기 중소기업 지원을 강화하여 창조경제 생태계 기반을 조성하기 위해 새로이 개설된 중소기업 전용 신시장을 말한다.

현재 중소기업의 자금조달 현황을 살펴보면 대부분 은행대출에 편중

되어 있고, 직접금융(주식발행)을 통한 자금조달은 매우 낮은 수준이다. 이로 인해 중소기업 등 비상장기업의 부채비율이 높아지고, 이자비용 부담도 상장기업에 비해 과중한 실정이며 은행의 대출정책 변화 등에 따라 기업의 존립이 위협받을 수 있는 가능성도 있는 상황임에 따라 중소기업의 자본시장을 촉진하기 위하여 개설되었다.

### ☑ 코넥스상장요건

코넥스시장은 아직 실적이 가시화되지 않은 성장 초기 중소벤처기업의 원활한 상장을 돕기 위해 매출액·순이익 등 재무요건을 적용하고 있지 않다.

#### 코넥스시장 외형요건

구분	내용
주권의 양도제한	주식의 양도제한이 없을 것 *다만, 법령 또는 정관에 의해 제한되는 경우로서 그 제한이 코넥스시장에서의 매매거래를 저해하지 않는다고 인정되는 경우는 예외
감사의견	최근 사업연도 감사의견이 적정일 것
지정자문인	지정자문인 1사와 선임계약을 체결할 것
중소기업 여부	중소기업기본법 제2조에 따른 중소기업에 해당될 것
액면가액	100원, 200원, 500원, 1,000원, 2,500원, 5,000원 중 하나일 것

### ☑ 코넥스 혜택

정부와 거래소는 코넥스 상장법인의 상장유지부담을 경감하고 코넥스 상장법인에 투자하는 투자자를 위해 세제지원을 하는 등 코넥스시장의 성공적인 안착을 위하여 지원하고 있다.

구분	세부내용
공시 관련	공시대상항목을 대폭 감소하고, 지정자문인으로 하여금 공시 대리 및 기업의 정보 생성 등을 담당하게 함으로써 상장유지비용을 절감 - 증권신고서 제출의무 완화, 분·반기보고서 제출의무 면제
회계 관련	증권선물위원회의 감사인 지정 및 한국채택국제회계기준(K-IFRS)의 의무적용 면제
지배구조 관련	사외이사 및 상근감사 선임의무가 면제되어 지배구조 관련 부담 완화
투자촉진	원활한 합병 등을 지원하기 위하여 코넥스시장 상장기업과 비상장기업 간에 합병을 하는 경우 상장기업에 적용되는 합병 등의 특례규정(합병가액 산정기준 및 외부평가기관 평가의무) 및 거래소의 우회상장 규제를 적용받지 않음
기타	보호예수의무 완화 및 수수료 면제 코스닥시장 이전상장 용이





**MERGER AND ACQUISITION ESSENCE**

# 부록

- 
- 01 M&A 관련 계약서 예시(국문)
  - 02 M&A 관련 계약서 예시(영문)
  - 03 실사(Due Diligence) 체크리스트
  - 04 M&A 절차에 따른 공시 및 고려 사항
  - 05 합병, 분할의 일반적인 절차
  - 06 중소벤처기업 M&A지원센터
  - 07 포트폴리오 이론
  - 참고 문헌 및 자료

# 01 M&A 관련 계약서 예시(국문)

## 인수의향서(LOI: Letter of Intent)

### 인수의향서(LOI)

\_\_\_\_\_ (이하 '갑'이라 한다)은 \_\_\_\_\_ (이하 '을'이라 한다)를 인수하기 위한 의향을 명시하기 위해 본 '인수의향서'(이하 '의향서'라 한다.)를 작성한다.

#### 1. 거래에 관한 내용

'갑'은 '을'의 사업을 인수하기 위해 '을'에게 본 '의향서'를 제출한다.

'갑'은 '을'의 사업전반에 대한 전반적이고 세부적인 실사를 진행하고 그 결과를 토대로 '을'의 사업부문에 대한 인수가격, 거래조건, 이행절차 등을 협의하고 충분한 논의와 협상을 거친 뒤 본계약을 체결한다.

'갑'은 '을'에게 세부실사에 필요한 문서 및 자료 등을 요청할 수 있으며 '을'은 '갑'의 요청에 따라 성심껏 정보제공에 협조해야 한다.

#### 2. 비밀 유지 사항

'갑'은 '을'로부터 제공받는 문서 및 자료 등을 인수업무에 한정해 활용하고 제 3자 및 외부에 유출하지 않아야 하며 본 '의향서'에 명시된 정보보호 및 비밀 유지 의무를 성실이 이행해야 한다.

년 월 일

'갑': (인)

'을': (인)

## 인수의향서 LOI 작성 요령

‘인수의향서’는 본격적인 M&A 거래에 들어가기에 앞서 당사자 간에 거래의향을 확인하는 문서로서 향후 진행되는 거래절차에 대해 간략하게 명시한다. ‘인수의향서’도 정해진 형식이나 표준화된 양식은 없으며 계약당사자 간의 협상과 합의에 의해 내용이 달라질 수 있음을 명심해야 한다.

### 1. 거래에 관한 내용

인수대상기업 또는 사업부문의 실사항목과 실사범위 및 실사 기간 등을 세부적으로 명시할 수 있다. 그러나 ‘인수의향서’에 실사의 세부사항과 세부일정을 기재한다 해도 그대로 실사가 진행되기는 현실적으로 어려우므로 실사에 대한 개략적인 사항만을 간략히 기재하도록 한다.

최종적인 인수가격 및 거래조건 등은 실사가 마무리 되어야 결정될 수 있는 사안들이므로 ‘인수의향서’에서는 세부적인 가격이나 조건 등을 명시하지 말고 실사가 종료된 이후에 가격과 거래조건 등에 대해 협상을 진행하기로 한다는 내용을 기재하면 된다.

이후 쌍방이 인수가격 및 거래조건과 이행절차 등을 합의하고 최종적으로 ‘본계약서’를 체결하기로 한다는 사항도 명시한다. 이어 ‘갑’은 ‘을’에게 필요한 자료 및 문서의 충분한 제공을 요청하고 ‘을’은 ‘갑’에게 실사에 필요한 정보를 성실히 제공해야 한다는 내용을 기재한다.

### 2. 비밀 유지 사항

‘갑’의 비밀 유지 및 정보보호 의무 등에 대해 명시하고 외부로 정보를 유출하지 않겠다는 사항을 기재한다. 본 거래와 관련하여 제공된 자료 및 정보 등은 당사자 간의 M&A 거래에 한정해 사용해야 하며 다른 목적으로 정보를 활용하거나 유출하는 것을 금지한다는 내용이다.

# 양해각서(MOU: Memorandum of Understanding)

## 양해각서(MOU)

\_\_\_\_\_ (이하 '을'이라 한다)의 대주주인 \_\_\_\_\_ (이하 '대주주'라 한다)은 \_\_\_\_\_ (이하 '갑'이라 한다)에게 '을'의 '대주주' 지분을 양도하는 제반 사항을 합의한 뒤 다음과 같이 '양해각서'를 체결한다.

### 제1조 (거래대상)

본 '양해각서'에서 명시하는 거래대상은 '을'의 '대주주'가 보유한 '을'의 의결권 있는 기명식 보통주 XXX주(액면가 XXX원)이다.

### 제2조 (거래구조)

'갑'은 '을'의 '대주주'가 보유한 상기 주식 전량을 일괄 인수하기로 합의하고 향후 '본계약' 체결 시 계약금을 '을'의 '대주주'에게 우선 지급하기로 한다. 이후 '을'의 주주총회에서 동 주식매각 안건을 승인하고 '갑'이 추천하는 이사가 선임되면 '갑'은 잔금을 일괄 지급하기로 한다.

### 제3조 (거래대금)

'갑'은 '을'의 '대주주'가 보유한 상기 주식 전량을 XXX원에 인수하기로 하되 계약금 XXX원을 '본계약' 체결 시 선지급하고 잔금 XXX원은 '을'의 주주총회 이후에 지급하기로 한다.

다만, '갑'은 실사를 통해 상기 합의한 금액의 10% 이내에서 인수가격을 조정할 수 있다.

### 제4조 (실사)

'갑'은 '을'의 중요한 영업 및 재산상태에 대해 세부 실사를 진행하기로 하며 실사 기간은 '양해각서' 체결일로부터 2주간으로 정한다.

실사 결과 최초 합의한 거래대금에 이상이 없으면 '갑'과 '을'은 '투자약정서'를 체결하기로 한다.

### 제5조 (신의성실의무)

본 '양해각서'에 명시된 거래의 원활한 이행을 위해 '을'과 '대주주' 및 '갑'은 신의성실의 원칙에 입각해 상호 성실히 협조하기로 한다.

### 제6조 (비밀 유지)

'을'과 '대주주' 및 '갑'은 본 '양해각서'에 명시된 내용 및 동 거래와 관련된 사항을 외부에 누설해서는 아니 되며 제반 사항에 대한 비밀 유지 의무를 성실히 이행해야 한다.

다만, 법률적인 요구 및 거래 당사자가 동의하는 경우는 예외로 한다.

### 제7조 (분쟁관할법원)

본 '양해각서'에 명시된 사항과 관련하여 분쟁이 발생할 경우 관할법원은 XX 지방법원 합의부로 한다.

위와 같은 내용을 증명하기 위해 '갑'과 '을'은 본 '양해각서'를 2통 작성하고 기명날인한 뒤 각각 1통씩 보관하기로 한다.

년    월    일

'갑' 주 소: (인)  
회 사 명: (인)  
직 위: (인)  
주민번호: (인)  
성 명: (인)

'을' 주 소: (인)  
회 사 명: (인)  
직 위: (인)  
주민번호: (인)  
성 명: (인)

## 양해각서 MOU 작성 요령

M&A 거래의 대상이 되는 주식을 양수도하는 사항에 대해 계약당사자가 상호 합의하고 ‘본계약’ 이전에 작성하는 문서가 ‘양해각서’이다. ‘양해각서’도 정해진 형식이나 표준화된 양식은 없으며 계약당사자 간의 협상과 합의에 의해 내용이 달라질 수 있음을 명심해야 한다.

‘양해각서’는 ‘인수의향서’보다 조금 더 구체적인 사항들을 명시하고 향후 진행되는 거래절차의 지침으로 삼기 위한 문서이다. ‘양해각서’에는 우선 ‘을’ 및 ‘대주주’가 보유한 지분을 ‘갑’이 인수한다는 내용과 합의에 따라 양해각서를 체결한다는 사항을 간략히 기재한다.

### 제1조 (거래대상)

본 조에서는 ‘을’의 ‘대주주’와 ‘갑’이 양수도할 대상 주식의 종류와 수(주당액면가) 등을 간략히 명시함으로써 M&A 거래의 구속력을 높이게 된다. 대상 주식 또는 물건의 명칭과 거래수량 및 가격은 거래쌍방이 거래 초기단계에 합의한 내용을 토대로 기재한다.

### 제2조 (거래구조)

본 조에서는 보다 세부적인 거래절차에 대해 명시하며 ‘갑’이 상기 주식을 인수한다는 사항을 기재하고 기본적인 거래구조 및 거래절차 등을 간략히 기재한다.

우선, 거래대상 주식 등의 특성(기명식 보통주, 우선주, 신주 등)과 거래수량을 기재하고 거래주체(최대주주, 기타주주 등)와 거래방식(구주 인수, 신주인수 등)을 간략히 명시한다. 다음으로 ‘본계약서’를 체결함과 동시에 계약금을 주식매각대상회사 또는 대상회사의 대주주에게 지급한다는 사항을 명시한다.

### 제3조 (거래대금)

본 조에서는 앞서 제1조에서 명시했던 거래대상 주식 등의 구체적인 명칭이나 특성, 거래수량, 거래가격 등을 우선 기재한다. 이어 거래가격의 10% 수준의 금액을 계약금으로 명시하고 ‘본계약서’ 체결 시 해당 계약금을 지급한다는 사항을 명시한다.

최종적으로 실사를 토대로 합의에 의해 거래금액이 최종 확정되면 앞서 지급했던 계약금을 제외한 잔금을 지급하기로 한다는 내용도 기재한다. 다만, 명시된 거래금액 및 계약금과 잔금은 향후 실사 및 협상에 따라 금액이 변동될 수 있으므로 일정 비율로 인수가격을 조정할 수 있다는 단서조항을 다는 것도 필요하다.

### 제4조 (실사)

본 조에서는 ‘갑’이 ‘을’의 기업에 대해 실사를 진행한다는 사실 및 실사 기간, 세부절차 등을 명시하고 실사 후 이상이 없으면 일정 기간 이내에 투자약정서를 체결한다는 내용도 기재할 수 있다.

향후 실사 결과가 최초에 합의한 사항이나 거래금액과 차이가 발생할 경우 거래금액을 조정한다는 사항을 명시할 수 있으며 실사 결과에 문제가 없을 경우에는 거래쌍방이 ‘투자약정서’를 체결함으로써 실사 결과 및 거래금액에 합의한다는 내용도 기재한다.

### 제5조 (신의성실의무) 및 제6조 (비밀 유지)

본 조에서는 ‘을’과 ‘대주주’ 및 ‘갑’이 준수해야 할 신의성실 의무사항과 비밀 유지 의무사항을 간략히 기재한다. ‘비밀유지약정서’ 또는 ‘인수의향서’에서 언급했던 정보제공 의무, 비밀 유지 의무, 기타 협조사항 등을 다시 한 번 언급함으로써 거래쌍방이 책임감 있고 성실하게 거래에 임하도록 하자는 취지의 내용을 기재하면 된다.

## 제7조 (분쟁관할법원)

‘양해각서’에 기재된 사항과 관련해 ‘갑’과 ‘을’ 사이에 분쟁이 발생할 경우 분쟁을 관할할 지방법원의 명칭을 기재한다. ‘양해각서’에 기재된 사항들을 위반함으로써 거래 상대방에게 재산상 또는 절차상의 손해를 끼칠 경우에는 책임을 져야 한다는 사항을 명시한다.

## 주식매매계약서(SPA, Share Purchase Agreement)

### 주식매매계약서(SPA)

‘\_\_\_\_\_’(이하 ‘갑’이라 한다)과 ‘\_\_\_\_\_’(이하 ‘을’이라 한다)는 ‘을’의 발행주식을 ‘갑’에게 양도하는 주식양수도 거래에 합의한 뒤 다음과 같이 ‘주식매매계약서’(이하 ‘계약서’라 한다)를 체결한다.

#### 제1조 (거래형태 및 양도대상)

1. 거래형태: ‘을’은 자사가 발행한 주식을 ‘갑’에게 양도하고 ‘갑’은 ‘을’의 경영권을 인수한다.
2. 양도대상: ‘을’의 대주주가 보유한 의결권 있는 기명식 보통주 \_\_\_\_\_주(액면가 \_\_\_\_\_원) 전량을 양도한다.

#### 제2조 (대금지급)

1. 양도대금: 양도대상 주식의 액면가는 1주당 \_\_\_\_\_원으로서 양도주식의 수량이 \_\_\_\_\_주 이므로 주식양수도 대금은 총 \_\_\_\_\_원으로 정한다.
2. 대금지급: ‘갑’은 ‘을’ 주권의 인도 및 명의개서가 이루어지는 날 이전까지 위에 명시한 양도대금 전액을 ‘을’에게 지급하기로 한다.

### 제3조 (경영권 이전)

‘갑’으로부터 주식양도대금을 지급받고 주권의 인도 및 명의개서가 이루어지는 즉시 ‘을’은 ‘갑’ 또는 ‘갑’이 지정하는 자를 이사로 선임하고 경영권을 행사할 수 있도록 협조해야 한다.

### 제4조 (협조의무)

‘을’은 본 ‘계약서’에 명시된 주식양수도 거래의 원활한 이행을 위해 신의성실의 원칙에 입각해 협조해야 하며 회사의 영업에 중대한 영향을 끼칠 수 있는 조직변경 행위(증자, 감자, 합병, 영업양수도 등), 각종 규정(정관, 규정, 규칙 등) 변경, 제3자와의 거래행위 등을 해서는 아니 된다.

### 제5조 (보증사항)

‘갑’이 ‘을’의 주식을 양수함으로써 ‘갑’은 해당 주식과 관련된 권리를 행사할 수 있음을 보증한다.

‘을’은 본 ‘계약서’에 명시된 주식 이외에 어떠한 종류의 유가증권 또는 금융증권(전환사채, 신주인수권부사채, 교환사채 등)을 발행하지 않고 있으며 ‘을’이 보유한 유형자산(토지, 건물, 기계장치, 재고자산 등) 및 무형자산(영업권, 상표권, 특허권 등)은 적법하게 등기절차를 거쳤으며 ‘갑’이 인식할 수 없는 질권이 나 담보권이 설정되어 있지 않음을 보증한다.

또한, ‘을’은 법적인 소송이나 분쟁에 연관되어 있지 않음을 확인하고 기존에 부과된 국세 및 지방세 등을 완납하였음을 보증한다.

### 제6조 (손해배상)

향후 ‘갑’이 ‘을’의 주권을 양수하고 경영권을 행사한 뒤 본 ‘계약서’에 명시되지 않은 부외부채 또는 우발채무나 각종 세금이나 과징금 납부의무가 발생할 경우 ‘갑’은 이 사실을 ‘을’에게 즉시 통지해야 하며 ‘을’은 이와 같은 통지를 받을 경우 이로 인해 발생할 손해에 대해 ‘갑’에게 배상하여야 한다.

손해배상 청구 및 배상의 유효기간은 주권의 인도 및 명의개서가 이루어진 날로부터 3년으로 한다.

### 제7조 (비밀 유지)

‘갑’과 ‘을’은 본 ‘계약서’에 명시된 내용 및 동 거래와 관련된 사항을 외부에 누

설해서는 아니 되며 제반 사항에 대한 비밀 유지 의무를 성실히 이행해야 한다.  
다만, 법률적인 요구 및 거래당사자가 동의하는 경우는 예외로 한다.

### 제8조 (기타사항)

본 '계약서'에 명시되지 않은 특약사항 및 실무사항은 '갑'과 '을'이 상호 협의하여 진행한다.

### 제9조 (분쟁관할법원)

본 '계약서'에 명시된 사항과 관련하여 분쟁이 발생할 경우 관할법원은 인천지방법원 합의부로 한다.

위와 같은 내용을 증명하기 위해 '갑'과 '을'은 본 '계약서'를 2통 작성하고 기명 날인한 뒤 각각 1통씩 보관하기로 한다.

년    월    일

'갑' 주 소: (인)

회 사 명: (인)

주민번호: (인)

'을' 주 소: (인)

회 사 명: (인)

주민번호: (인)

## 주식매매계약서 SPA 작성 요령

M&A 거래의 대상이 되는 주권(경영권) 등을 양수도하는 거래를 진행할 때 양수도 방법 및 가격, 절차 등을 상호 협의하고 작성하는 문서가 '주식매매계약서'다. '주식매매계약서'도 정해진 형식이나 표준화된 양식은 없으며 계약당사자 간의 협상과 합의에 의해 내용이 달라질 수 있음을 명심해야 한다.

'주식매매계약서'에는 우선 '갑'과 '을'이 주식양수도 거래에 합의했

다는 사항과 ‘주식매매계약서’를 체결한다는 사항을 기재한다.

### 제1조 (거래형태 및 양도대상)

양수도의 대상이 되는 주식의 종류와 수량 및 금액을 명시한다.

‘갑’이 ‘을’의 의결권 있는 보통주식 등의 전량 또는 일정지분 이상을 양수한다는 사항을 기재하고 주식양수도와 더불어 ‘을’의 경영권이 ‘갑’으로 이전된다는 사실도 명시한다.

일반적으로 의결권 있는 보통주가 많이 거래되지만 우선주 또는 주식과 사채의 성격이 결합된 금융증권(전환사채, 신주인수권부사채, 교환사채, 전환상환우선주 등)도 함께 거래되는 경우도 발생할 수 있으므로 그럴 경우 별도로 기재할 수 있다.

### 제2조 (대금지급)

양도대상 주식의 액면가와 양도수량을 기재하고 총 거래금액을 기재한다.

또한, 주식양수도 대금지급 일자와 금액 및 지급방법을 명시한다.

대금지급 일자 등은 보다 세부적인 날짜를 기재할 수 있으나 향후에 발생할 수 있는 불가피한 상황으로 인해 대금지급 기일이 지연될 수 있다는 단서조항을 병기하는 것도 좋다.

대금지급 방법을 기재할 경우 현금 또는 주식이나 현물 등에 따라 내용이 달라질 수 있으며 입금계좌, 입금방식 등의 세부사항을 기재할 수 있다.

또한, 위에 제시한 양식에서는 주식전량을 인수하는 단순한 내용을 기재했지만 일부 지분을 인수하는 경우 보다 세부적인 사항을 명시해야 한다.

### 제3조 (경영권 이전)

매각대상 주식의 양수도와 더불어 ‘갑’ 또는 ‘갑’이 추천하는 자를 이사로 선임함으로써 ‘갑’이 ‘을’의 경영권을 이전 받는다는 내용을 기재한다.

주식인수를 통해 양수인은 본인에게 우호적인 자를 대상회사의 이사에 선임하고 이사회를 통해 실질적으로 대상회사의 경영권을 행사할 수 있으므로 해당 사항을 계약서상에 명시할 필요가 있다.

위에 제시한 양식에는 대상회사 발행주식의 100%를 양수도하는 상황을 가정했지만 양수도 대상 주식의 비율이 100% 이하일 경우(예를 들어, 51%)에는 ‘주식매매계약서’상에 명시하지 않은 기타주식의 의결권을 양수인이 행사할 수 있다는 사항 등을 별도로 기재할 수도 있다.

#### 제4조 (협조의무)

주식양수도 거래가 원활히 이뤄지도록 ‘을’이 ‘갑’에게 성심껏 협조해야 한다는 사항을 표기한다.

특히, 주권의 양도 및 명의개서에 따라 회사의 경영권이 이전되는 거래인 만큼 주식양수도 계약 직후 및 거래 당시에는 회사의 영업에 중대한 영향을 끼칠 수 있는 행위를 해서는 안된다는 의무사항을 명시하도록 한다.

예를 들어, 대상회사의 지분구조에 중대한 영향을 미칠 수 있는 자본금의 증가, 자본금의 감소, 별도의 합병, 중요한 영업양수도, 분할 등의 행위.

대상회사의 조직 및 운영에 중대한 영향을 미칠 수 있는 정관의 변경, 규정의 변경, 규칙의 변경 등의 행위.

기타 양수인이 인식하지 못하는 제3자와의 거래로 인해 양수인에게 손해를 끼칠 수 있는 경우 등의 양도인의 의무사항을 계약서에 명시하는 것이 양수인의 입장에서 보다 유리하다.

#### 제5조 (보증사항)

주식을 양도하는 ‘을’의 보증사항을 기재한다.

‘을’이 보증해야 하는 항목은 다음과 같다.

- ‘갑’이 ‘을’의 주식을 양수함으로써 경영권과 관련된 권리를 행사할 수 있다는 사실
- ‘을’은 주식매매계약서에 명시된 주식 이외에 어떠한 형태의 유가증권이나 금융증권 등을 발행하지 않았다는 사실
- ‘을’이 보유하고 있는 유형자산 및 무형자산은 적법한 절차를 거쳐 소유권 또는 이전등기를 완료하였으며 해당자산에 대해 질권 또는 담보권이 설정되어 있지 않다는 사실
- ‘을’이 거래관계 또는 기업 운영상에서 발생할 수 있는 각종 분쟁 및 소송으로부터 자유롭다는 사실 및 향후에도 법적 분쟁의 소지가 없다는 사실
- ‘을’은 주식양수도 거래일 이전에 부과되었거나 부과될 예정인 국세 및 지방세와 각종 과태료 및 과징금 등을 완납하였거나 완납할 예정이라는 사실

또한, 거래 당사자 간의 협의에 따라 보다 세부적이고 폭넓은 사항에 대해 양도자의 보증의무 사항을 명시할 수 있다.

자산양수도는 개별자산을 일일이 확정하고 이전함으로써 우발채무나 부외부채의 문제가 발생할 가능성이 낮다.

반면, 주식양수도의 경우는 단순히 지분증권 등이 이전됨으로써 부외부채 및 우발채무가 발생할 가능성이 높은 편이다.

따라서, ‘주식매매계약서’상에 관련 보증조항을 세부적이며 명시적으로 기재하는 것이 바람직하다.

## 제6조 (손해배상)

주식양수도 거래가 종료된 이후에 발생할 가능성이 있는 우발채무, 부외부채, 과세 등으로 인해 양수자인 ‘갑’이 손해를 입었을 경우 또는

손해배상이 예상되는 경우 ‘갑’은 이를 즉시 ‘을’에게 알리고 ‘을’이 해당 손해를 배상하도록 한다는 내용을 기재한다.

또한, 손해배상 청구가 유효한 기간을 명시함으로써 해당 기간 이내에 손해배상과 관련된 문제가 발생할 경우에 책임소재를 분명히 할 수 있다.

손해배상 청구 및 배상 유효기간은 당사자 간 협의에 의해 정할 수 있다.

### 제7조 (비밀 유지)

‘갑’ 및 ‘을’이 ‘주식매매계약서’에 명시된 내용 및 관련 정보를 외부에 유출해서는 안 되며 정보 관리에도 소홀해서는 안 된다는 사항을 기재하고 비밀 유지 의무를 성실하게 이행해야 한다는 내용을 기재한다.

더불어, 관할법원이나 금융당국으로부터 자료 제출의 요구가 있을 경우나 당사자가 합의한 경우에 한하여 관련 정보를 외부에 제공할 수 있다는 단서조항도 기재할 수 있다

### 제8조 (기타사항)

‘주식매매계약서’에 명시된 사항 이외의 내용은 거래 당사자가 협의하에 진행할 수 있다는 사항을 별도로 명시한다.

이에 따라 향후 발생할 문제에 대해 유연하게 대처할 수 있도록 하자는 취지이다.

### 제9조 (분쟁관할법원)

‘주식매매계약서’에 기재된 사항과 관련해 소송 또는 분쟁이 발생할 경우 분쟁을 관할할 지방법원의 명칭을 기재한다.

‘주식매매계약서’에 기재된 사항들을 위반함으로써 거래당사자 간에 분쟁이 발생할 경우에는 해당 소송 및 분쟁을 관할하는 법원을 명시하여 소송 및 분쟁 절차가 원활히 이루어지도록 한다.

## 합병계약서(Merger Contract)

### 합 병 계 약 서

‘\_\_\_\_\_’(이하 ‘갑’이라 한다)이 ‘\_\_\_\_\_’(이하 ‘을’이라 한다)를 흡수합병하기로 상호 합의하고 다음과 같이 ‘합병계약서’(이하 ‘계약서’라 한다)를 체결한다.

#### 제1조 (거래형태)

‘을’은 자사가 보유한 권리 및 의무 일체를 ‘갑’에게 일괄 양도하고 이를 통해 ‘갑’은 ‘을’을 흡수합병하기로 한다.

‘갑’은 존속법인으로 남고 ‘을’은 해산절차를 거쳐 소멸한다.

#### 제2조 (거래구조)

1. 신주발행: ‘갑’은 합병 기일에 합병 신주(기명식 보통주(액면가 5,000원)) 1,000,000주를 발행하여 ‘을’의 주주가 보유한 주식 지분에 비례해 전량 교부하기로 한다.
2. 자본구성: ‘갑’은 합병 신주발행을 통해 자본금을 증가시키고 ‘을’의 재무 상태에 따라 합병준비금을 정한다.
3. 승인절차: ‘갑’은 동 합병거래를 승인하는 주주총회를 개최하고 주주보호절차 및 채권자보호절차를 진행하여야 한다.
4. 절차간소화: 다만, 간이합병 또는 소규모합병 등의 절차간소화 요건에 부합할 경우 주주총회의 승인은 이사회결의로 갈음할 수 있다.

#### 제3조 (합병기일)

합병 기일은 \_\_\_\_년 \_\_월 \_\_일로 정하되 합병절차의 진행상황에 따라 ‘갑’과 ‘을’이 합의하여 합병 기일을 변경할 수 있다.

#### 제4조 (합병계약의 효력 및 변경사항)

1. 계약의 효력: 동 합병거래는 본 ‘계약서’를 작성하고 기명날인한 시점부터 효력을 가진다.

다만, 주주총회 또는 이사회 및 주무 부처로부터 합병과 관련된 승인을 얻지 못할 경우에는 본 '계약서'는 효력을 잃는다.

2. 변경사항: 불가항력적인 사유로 인해 거래당사자 및 거래상황 등에 중대한 변동이 발생 할 경우 '갑'과 '을'은 합의하에 본 '계약서'의 내용 및 거래조건을 변경 또는 해지할 수 있다.

### 제5조 (선관주의 의무)

'갑'과 '을'은 동 '계약서'에 명시된 합병거래에 관련된 사항에 대해 선량한 관리자의 주의의무를 다하여 영업을 운영하고 재산을 관리해야 한다.

위와 같은 내용을 증명하기 위해 '갑'과 '을'은 본 '계약서'를 2통 작성하고 기명 날인한 뒤 각각 1통씩 보관하기로 한다.

년    월    일

'갑' 주 소: (인)

회 사 명: (인)

성 명: (인)

'을' 주 소: (인)

회 사 명: (인)

성 명: (인)

## 합병계약서 작성 요령

합병거래를 진행할 때 합병의 방법 및 절차 등을 상호 협의하고 작성하는 문서가 '합병계약서'이다. '합병계약서'도 정해진 형식이나 표준화된 양식은 없으며 계약당사자 간의 협상과 합의에 의해 내용이 달라질 수 있음을 명심해야 한다.

'합병계약서'에는 우선 '갑'과 '을'이 합병거래를 진행함에 있어 합의에 따라 본 '합병계약서'를 체결한다는 내용을 간략히 기재한다.

### 제1조 (거래형태)

‘갑’과 ‘을’이 진행하는 합병거래의 형태를 명시한다.

참고로, 합병의 거래형태는 흡수합병과 신설합병 등으로 나뉜다.

### 제2조 (거래구조)

‘갑’이 발행하여 교부하는 합병 신주의 종류와 수를 명시하고 합병승인절차를 간략히 기술한다.

또한, 간이합병 및 소규모합병 등 절차간소화 규정에 부합되는 조건의 경우 관련 조건 및 승인절차를 별도로 기재한다.

### 제3조 (합병기일)

합병기일이 되는 세부적인 날짜를 기재하되 ‘갑’과 ‘을’이 상호 합의 하에 날짜를 변경할 수 있다는 사항을 명시한다.

### 제4조 (합병계약의 효력 및 변경사항)

‘합병계약서’ 작성 직후부터 합병계약의 효력이 발생한다는 사실과 외부변수로 인해 발생할 수 있는 조건 변경사항 및 효력 상실의 조건 등을 간략히 기재한다.

### 제5조 (선관주의 의무)

‘갑’과 ‘을’이 각각 합병의 대상이 되는 자사의 운영을 위해 선량한 관리자의 주의의무를 다해야 한다는 사항을 명시한다.

# 02 M&A 관련 계약서 예시(영문)

## Letter of Intent(LOI, 인수의향서)

### Letter of Intent

[ABC. Inc.] (the “Buyer”) is pleased to submit the proposal to acquire all of the outstanding shares and other equity interests in [the Target] (“Company”).

The Buyer will work with the Company to ensure that its continuing due diligence effort causes minimal disruption to the Company’s ongoing business operations. The Buyer desires to negotiate and sign the Definitive Agreement and to close the acquisition, as soon as reasonably possible. It is understood that the Buyer must complete its preferred stock financing before it is able to close.

Due Diligence: Company and the Buyer shall each provide the other and its prospective investors with access to its books and records and shall cause its directors, officers, employees, accountants and other agents and representatives to cooperate with them in connection with the due diligence process.

or

Rights to Inspect. At all times prior to the Closing, the Company shall provide Purchaser and its representatives with such information, material, instruments documents and agreements, and/or access to the Company’s assets and such books and records of the Company, as Purchaser shall reasonably request in connection with its evaluation of the Company’s assets, the Company and the Company’s business.

Indicative Valuation; Based on the information from the Information Memorandum dated XX/XX/201X, our indicative valuation of the Company on an enterprise value basis is KRW XXX billion. This proposed valuation implies 201X(e) EV/EBITDA multiple of XXx, assuming 201X(e) EBITDA of KRW XXX billion. This valuation is based on conventional valuation methodologies and reflects a premium for the Company's unique organizational attributes and strong growth prospects.

Confidentiality of Information; Each of the parties agree to keep all information acquired as a result of these examinations, to the extent that such information is not in or shall not otherwise come into the public domain, confidential and will not disclose it to any person or use it for any other purpose than as required by law in order to enforce or exercise its rights hereunder. In the event that the contemplated Transaction does not close, each party will return to the other party all confidential information and material relating to it.

---

## **Memorandum of Understanding (MOU, 양해각서)**

### **Memorandum of Understanding**

In the event this MOU is terminated or becomes ineffective prior to execution of the Definitive Agreement, the Company may undertake negotiations with any other party other than the Preferred Bidder, and the Preferred Bidder may not raise any objection thereto.

Purpose; This MOU is intended to determine the rights and obligations of the Company and the Preferred Bidder in this Transaction and to establish the standards for negotiating the terms and conditions of the Definitive Agreement, including but not limited to the assessment and determination of the purchase price. Both parties agree to execute the Definitive Agreement in accordance with the provisions and procedures provided herein.

Purchase Price; The Purchase Price for the Preferred Bidder's acquisition of the Company shall be KRW □□□.

Due Diligence; The Preferred Bidder may conduct due diligence including but not limited to legal and accounting due diligence on the Company for □□ weeks from the effective date of this MOU.

In conducting the due diligence, the Preferred Bidder shall submit, in writing, the scope and schedule of the due diligence to the Company in advance, and the Company shall, upon request by the Preferred Bidder or a person designated by the Preferred Bidder, cooperate with any request for the provision of materials related to the Company's business operations, assets, liabilities and other matters, to the extent the ordinary business activities of the Company are not disturbed. However, the Preferred Bidder shall obtain the prior consent of the Company or its Advisors in order to copy data furnished in the due diligence site or carry them out of the site.

Confidentiality; The Preferred Bidder shall use information obtained in connection with the execution and performance of this MOU (including information obtained from the due diligence) solely to determine whether to enter into the Definitive Agreement and shall not use such information for any other purpose. Without obtaining the prior written consent of the Company, the Preferred Bidder shall not cause any

matters involving the execution process, contents and performance of this MOU and any confidential information of the Company acquired in connection with this Transaction to be known to any third party other than its advisors; provided, however, that this shall not apply in cases where disclosure of such information is required by the relevant laws and supervisory authorities, or by the court in the course of a trial. In such case, the Preferred Bidder shall notify such to the Company in writing and shall consult the Company with respect to the content of the document required to be disclosed and whether such disclosure should be made.

## Share Purchase Agreement (SPA, 주식매매계약서)

### Share Purchase Agreement

THIS SHARE PURCHASE AGREEMENT (this “Agreement”), is made as of the [ ] day of [ ], 202[ ] by and among [ ], a XXXXX (the “Company”), the investors listed on Exhibit A attached to this Agreement (each a “Purchaser” and together the “Purchasers”) [and the persons listed as “Founders” on the signature pages to this Agreement (each a “Founder” and together the “Founders”)]

Sale and Issuance of Stock: Subject to the terms and conditions of this Agreement, each Purchaser agrees to purchase at the Closing and the Company agrees to sell and issue to each Purchaser at the Closing that number of shares of Stock, \$ [ ] par value per share (the “Stock”), set

forth opposite each Purchaser's name on Exhibit A, at a purchase price of \$[ ] per share. The shares of Stock issued to the Purchasers pursuant to this Agreement (including any shares issued at the Initial Closing and any [Milestone Shares or] Additional Shares, as defined below) shall be referred to in this Agreement as the "Shares."

Closing; The initial purchase and sale of the Shares shall take place remotely via the exchange of documents and signatures, at [ ] [ ]m., on [\_\_\_\_\_, 202\_], or at such other time and place as the Company and the Purchasers mutually agree upon, orally or in writing (which time and place are designated as the "Initial Closing"). In the event there is more than one closing, the term "Closing" shall apply to each such closing unless otherwise specified.

Delivery; At each Closing, the Company shall deliver to each Purchaser a certificate representing the Shares being purchased by such Purchaser at such Closing against payment of the purchase price therefor by check payable to the Company, by wire transfer to a bank account designated by the Company, by cancellation or conversion of indebtedness of the Company to Purchaser[including interest], or by any combination of such methods.

Valid Issuance of Shares; The Shares, when issued, sold and delivered in accordance with the terms and for the consideration set forth in this Agreement, will be validly issued, fully paid and nonassessable and free of restrictions on transfer other than restrictions on transfer under the Transaction Agreements, applicable state and federal securities laws and liens or encumbrances created by or imposed by a Purchaser.

Agreements; Except for the Transaction Agreements, there are no agreements, understandings, instruments, contracts or proposed

transactions to which the Company is a party or by which it is bound that involve obligations (contingent or otherwise) of, or payments to, the Company in excess of [\_\_\_\_\_].

**Certain Transactions; Property.** The property and assets that the Company owns are free and clear of all mortgages, deeds of trust, liens, loans and encumbrances, except for statutory liens for the payment of current taxes that are not yet delinquent and encumbrances and liens that arise in the ordinary course of business and do not materially impair the Company's ownership or use of such property or assets. With respect to the property and assets it leases, the Company is in compliance with such leases and, to its knowledge, holds a valid leasehold interest free of any liens, claims or encumbrances other than those of the lessors of such property or assets. The Company does not own any real property.

**Financial Statements.** The Financial Statements have been prepared in accordance with generally accepted accounting principles ("GAAP") applied on a consistent basis throughout the periods indicated[, except that the unaudited Financial Statements may not contain all footnotes required by GAAP]. The Financial Statements fairly present in all material respects the financial condition and operating results of the Company as of the dates, and for the periods, indicated therein, subject in the case of the unaudited Financial Statements to normal year-end audit adjustments.

**Employee Matters:** The Company is not delinquent in payments to any of its employees, consultants, or independent contractors for any wages, salaries, commissions, bonuses, or other direct compensation for any service performed for it to the date hereof or amounts required to be reimbursed to such employees, consultants or independent contractors.

Tax Returns and Payments; There are no federal, state, county, local or foreign taxes due and payable by the Company which have not been timely paid. There are no accrued and unpaid federal, state, county, local or foreign taxes of the Company which are due, whether or not assessed or disputed. There have been no examinations or audits of any tax returns or reports by any applicable federal, state, local or foreign governmental agency. The Company has duly and timely filed all federal, state, county, local and foreign tax returns required to have been filed by it and there are in effect no waivers of applicable statutes of limitations with respect to taxes for any year.

Employee Agreements; Each current and former employee, consultant and officer of the Company has executed an agreement with the Company regarding confidentiality and proprietary information substantially in the form or forms delivered to the counsel for the Purchasers (the “Confidential Information Agreements”).

# 03 실사(Due Diligence) 체크리스트

## (1) 일반사항

분류	요청자료
일반 사항	법인등기부등본, 사업자등록증, 정관, 사규
산업 현황	회사가 속한 산업 현황 및 전망 (시장규모 변화 및 전망, 주요 동향, 시장점유율)
	경쟁자 현황(경쟁자 대비 회사의 강점 및 약점 분석, 경쟁전략)
주주, 이사회 등 지배 구조	주주명부, 주주 간 협약, 스톡옵션 부여내역 등
	상환청구권, 주주별 차등권리 등에 관한 사항
	배당정책 및 배당의 제약 등에 관한 사항
	주식(우선주 포함) 및 사채 등(CB, BW 포함) 발행내역, 관련 계약서
	이사회 및 주주총회 의사록 결의사항
	주주, 임직원, 피투자회사, 계열사 등 특수관계자 현황
	계열사/피투자회사/자회사의 회사 및 사업에 대한 설명 및 소개자료
	타사에 부여된 위임장 중 사업/자산에 영향을 미칠 수 있는 사항
	과거 M&A 등 거래 내역 및 관련 계약서 등

## (2) 기본재무정보

분류	요청자료
재무 일반	재무제표, 감사보고서, 예산서 (월별/분기별, 현금흐름표, 제조원가명세서 포함)
	결산명세서, 계정별 원장, 합계잔액시산표(Soft Copy)
	세무조정계산서
	실사대상기간 동안 발생한 주요 Event (대규모 투자, 대규모 공급계약, 유형자산 취득, Claim 등)
	비경상적/일시적 손익발생내역
	결산 시 결산분개/회계처리 사항 및 감사인 제시 수정사항
	외부감사인이 발행한 경영자 건의서한
	회사 내부 KPI 분석자료

### (3) 영업 관련

분류	요청자료
영업, 판매, 매출	제품군별, 거래처별, 프로젝트별, 월별 매출 내역
	현재 매출중인 제품/상품/프로젝트 및 수주 현황
	향후 매출계획으로 연구/개발/협상/계약 중인 제품/상품/프로젝트 현황
	주요 매출처와의 주요 계약 조건(기간, 채권회수기준 등)
	매출과 관련된 회계정책
	(채널별 매출인식, 세금계산서 발행, 단가정산 등)
	매출환입/에누리/할인 내역 및 리베이트/할인/반품 및 보증 정책
	특수관계자와 관련된 사업별 매출내역, 가격정책, 기타 조건 세부내역
	매출액과 부가세 공급가액의 차이조정 내역
	매출 및 이익에 영향을 미치는 Key Driver
매출채권	외화매출 관련 통화별 외화매출 금액
	매출과 관련된 직접비 발생 내역
	거래처별 매출채권 내역, 담보설정, 최근 양도 내역
	대손정책 및 과거 상각/제각 및 대손충당금 계산내역
	매출채권에 대한 연령분석 자료와 장기 미회수 매출채권 내역
	받들어음 할인 내역 및 최근 결산일 현재 할인 후 만기미도래 어음 내역
거래처별 여신한도 및 Payment-term 등 회수 정책	
(과거 정책변경이 있는 경우 변경내역 포함)	

#### (4) 제조 관련

분류	요청자료
제조, 생산, 매입	생산흐름도(생산 Lot 단위, 주문 주기/원재료, 부재료 이동/QC 절차/외주처별 생산품목 등)
	당기총제조원가, 제품제조원가, 매출원가명세서 (각 제품군별 재료비, 노무비, 경비 분류)
	주요 매입처별 현황, 계약조건 및 관련 계약서 (업체명, 거래개시일시, 품목, 거래조건 등)
	매입채무, 미지급금 현황(주요 매입처별 지급기일 포함, 지급기일 변동내역 및 향후 변동 예정내역)
	매입처별/품목별 매입금액(수량/단가 표시, 월별 세부내역)
	매입처에 따른 지불기일/지급절차
	재고자산 수불부, 원자재 수불부
	제조원가 배부 근거 및 부서별(제조 및 관리) 경비 및 노무비 배부 명세서
	회사 내부 원가분석 자료(브랜드별, 제품라인별, 채널별, 제품군별, 기획연도별, 시즌별 등)
	외화 매입금액의 경우 해당 항목별/통화별 매입금액
재고자산	타처 보관(타사 물류창고 또는 대리점 위탁 등) 재고자산 내역 (사유, 제3자의 확인서 사본, 보관장소별 보험내역)
	재고자산 평가내역(기간별 연령분석, 진부화 및 장기체화재고 현황)
	재고자산감모손실 인식내역(재고자산 폐기내역, 반품재고 현황)
	최근 재고조사 세부내역 및 관련 회계반영 내역(폐기, 감모, 평가)

## (5) 인사·조직

분류	요청자료
인사, 조직	조직도(부서/팀별, 직급별 인원수, 계약직/정규직 종업원 수 및 파견 직원 명시)
	급여/상여/퇴직급여 지급규정 및 복리후생 제도
	연간 총인건비, 임직원 수 및 평균 인건비, 평균급여인상률
	인건비 성격별 구분(급여, 상여, 퇴직급여, 복리후생비 등) 및 기능별 구분(제조, 판매, 연구개발 등)
	실사 기간 동안의 인원변동 현황(입사, 퇴사, 부서이동 등 부서별, 직급별 구분)
	평균근속연수 및 급여대장(부서별, 직급별)
	퇴직금 지급/정산 내역, 퇴직급여충당부채 설정내역
	퇴직보험 관련 보험계리보고서, 사외적립자산 내역
	경영진 및 핵심인력 프로필(업계경력, 근속연수, 담당업무, 주요 업무경력 등)
	고용계약, 연봉계약, 노동조합 계약에 관한 사항
노사협의회 또는 노동조합 설립 및 운영 관련 자료	

## (6) 유·무형자산

분류	요청자료
유형 · 무형 자산	유·무형자산 명세서(계정별 유·무형자산 취득원가, 감가상각누계액 증감내역(취득, 처분, 대체), 상각비 계산내역)
	토지/건물 등기부등본, 감정평가보고서
	임차자산 및 임대차계약 목록, 주요 임대차 계약서 및 약정사항
	보험가입자산 및 관련 보험료, 부모기간 내역
	건설 중인 자산 관련 완성 일정 및 예상 추가투입금액
	자본적지출/증설 및 유지/보수에 대한 정책 및 관련 과거 지출 내역
	향후 유·무형자산 투자계획
R&D	지적재산권 현황, 개발 중인 제품/프로젝트 현황
	R&D부서 조직도 및 주요 R&D 인력 프로필
	국고보조금 수령 및 사용 내역

## (7) 현금 및 차입금

분류	요청자료
현금 및 현금성자산	각 은행 계좌별 성격, 계좌번호, 현금잔액
	사용제한된 예·적금의 종류 및 성격
	해당 기간 동안의 유가증권, 장/단기투자자산 세부내역 및 평가내역 외환 및 환리스크 관리 정책
차입금	장·단기차입금 및 사채 현황(이자율, 통화, 차입금, 만기, 보증 및 담보 등 세부내역, 관련 계약서 사본, 상환 스케줄)
	채무불이행 이력 및 내역
	사채 등 관련 평가내역 및 회계처리 내역

## (8) 우발부채

분류	요청자료
우발부채	자금조달계약, 금융서비스 계약, 계류 중인 소송, 주요 거래처와의 분쟁, 보증제공 내역
	자문번호사, 법무법인 등의 자문 수수료 내역
	회사와 제3자 및 특수관계자와의 거래 및 보증 내역 정리
	회사와 관련된 또는 향후 관련이 있을 모든 소송, 중재, 사법 및 행정 조사 및 기타 유사한 절차에 대한 리스트와 관련 서류
	클레임 레터, 불만, 답변 등의 분쟁과 관련된 서류파일 및 이에 대한 법적 의견
	회사와 관련된 법원의 판결 및 법원 또는 정부 기관의 지시사항
	법률위반 또는 법률준수 요청레터와 공정거래법, 노동, 해외 투자, 세금 또는 기타 규정과 관련된 정보공개요청 및 조사요청 사항

# 04 M&A 절차에 따른 공시 및 고려 사항

절차	내용	공시 및 고려 사항
인수의향	<ul style="list-style-type: none"> <li>· 인수의향 표명</li> <li>· 인수조건, 인수방법 검토, 매도자 대응전략 검토</li> <li>· Deal Structure 및 일정논의</li> </ul>	-
MOU체결	<ul style="list-style-type: none"> <li>· MOU 내용 검토 및 확정</li> <li>· 인수대상, 배타적 협상권 부여, 협상기간 및 상제실사 기간, 실사범위, 이행보증금, 사전 가격제시, 가격조정범위, 실사기준 등</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>· 자문사 선정(회계법인, 법무법인 등)</li> <li>· 공시의무 없음</li> </ul>
상제실사	<ul style="list-style-type: none"> <li>· 회계, 세무, 법률, 영업에 대한 실사</li> <li>· 실사결과에 따른 주요이슈 파악 및 인수금액 결정</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>· 회사 TFT와 자문사가 실사 수행</li> </ul>
계약체결	<ul style="list-style-type: none"> <li>· 인수가격조정, 대금지급방법, 우발채무 관련 진술보장기간 및 Escrow Account 등의 계약서 내용확정 후 체결</li> <li>· 이사회 승인</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>· 법무법인 작성</li> <li>· 금감원 공시</li> <li>· 공정위 기업결합심사 신청</li> </ul>
자산양수도가액 평가보고서(자산, 매출 10% 초과)	<ul style="list-style-type: none"> <li>· 자본시장법 제161조 및 시행령 제171조에 의한 중요한 영업 또는 자산의 양수도 결정의 경우 증명서류, 계약서(계획서) 및 외부기관의 평가 의견서를 첨부하여야 함(외부평가의무 존재 시)</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>· 평가법인 선정/계약체결</li> <li>· 평가보고서 공시</li> </ul>
공정위 심사	<ul style="list-style-type: none"> <li>· 공정위의 기업결합 승인</li> </ul>	
잔금지급 및 Closing	<ul style="list-style-type: none"> <li>· 공정위의 기업결합 승인 시 잔금지급하고 인수 완료함</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>· 매수자: 주식 대량보유상황보고서 공시</li> <li>· 회사: 최대주주 변경공시</li> </ul>
인수단 파견, 이사회 교체	<ul style="list-style-type: none"> <li>· 향후 운영을 위하여 인수단 파견</li> <li>· 주주총회소집요구 및 이사회 선임</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>· 금감원 공시: 주주총회 개최공시</li> </ul>

# 05 합병, 분할의 일반적인 절차

## 합병의 일반적인 절차

절차	일정	설명	관련 규정
사전 준비 절차	-	<ul style="list-style-type: none"> <li>· 법률, 회계, 조세문제검토</li> <li>· 합병비율 결정</li> <li>· 합병절차 및 일정 확정</li> <li>· 합병계약서 등 작성</li> </ul>	-
합병이사회결의 및 합병계약체결	D-32	이사회 승인 후 당사회사 대표 이사가 합병계약체결	-
주총소집 이사회결의		주총소집을 위한 이사회결의	상법 제362조
주주명부 폐쇄 및 기준일 공고	D-31	명부확정 기준일 2주 전 공고	상법 제354조
주주명부확정 기준일	D-16	주총을 위한 권리주주확정일	상법 제354조
합병주주총회 소집공고 및 통지		주총 2주 전에 공고 및 통지	상법 제363조
합병계약서, 합병재무제표 등 비치 공시	D-15	주총 2주 전~합병일부터 6개월	상법 제522조의2
합병반대의사 서면 통지 접수마감	D-1	주총소집통지일~주총 전일	상법 제522조의3
합병승인 주주총회 개최		주총 특별결의	상법 제522조
반대주주 주식매수청구 시작	D	주총일로부터 20일 내 청구	상법 제522조의3
채권자 이의제출 공고 및 최고		주총일로부터 2주 이내 공고	상법 제527조의5
주식의 병합 및 구주권 제출 공고	D+1	주총일로부터 2주 이내 공고(피 합병회사만 해당)	상법 제440조
주식매수청구권 행사 만료	D+20	주총일로부터 20일 이내	상법 제522조의3
채권자 이의제출기간 만료			상법 제522조의5
구주권 제출기간 만료	D+32	공고기간 1월 이상	상법 제440조
합병기일	D+33	실질적인 합병일	-

절차	일정	설명	관련규정
합병보고주주총회 같은 이사회결의	D+34	합병보고주주총회 대체	상법 제526조
이사회 결의 공고	D+35	정관상 공고 신문 또는 전자적 방법(홈페이지) 게재	상법 제526조
합병등기	D+36	· 본점: 공고일로부터 2주 내 · 지점: 공고일로부터 2주 내	상법 제528조 상업등기법 제94조 및 제101조
주식매수청구대금 지급	D+60	주식매수청구를 받은 날부터 2월 내에 주식 매수	상법 제 374조의2
기업결합신고(해당 시)	D+66	합병등기일로부터 30일 이내 공정위 신고	공정거래법 제12조

\* 상장법인의 경우 외부평가기관의 합병비율평가, 주요사항보고서 제출, 상장법인의 공시 및 신고절차, 합병신주의 상장절차 등이 추가됨



## 분할의 일반적인 절차

절차	일정	설명	관련 규정
사전 준비 절차	-	-분할대상 사업부문(자산 및 부채 등) 확정 -법률, 회계, 조세문제검토 -분할일정및절차, 분할계획서확정 -분할회사의정관변경사항확정 -분할신설회사정관, 임원등확정	-
분할이사회결의 주총소집 이사회결의	D-32	이사회에서 분할계획서 승인 주총소집을 위한 이사회결의	- 상법 제362조
주주명부 폐쇄 및 기준일 공고	D-31	주주명부확정 기준일 2주 전 공고	상법 제354조
주주명부확정 기준일	D-16	주총을 위한 권리주주 확정일	상법 제354조
주총소집 공고 및 통지	D-15	분할계획의 요령 기재	상법 제363조, 제530조의34
분할대차대조표 등 공시	D	주총 2주 전 ~ 분할등기 후 6개월	상법 제530조의7
분할승인 주주총회 개최	D	주총특별결의	상법 제530조의3
채권자 이의제출 공고 및 최고	D+1	주총일로부터 2주 이내 공고	상법 제530조의11
주식 병합 및 구주권 제출 공고			
채권자 이의제출기간 종료	D+32	공고기간 1개월 이상	
주식병합 및 구주권 제출기간 종료	D+32		
분할일일	D+33	실질적인 분할일	-
분할보고주주총회 같은 이사회결의	D+34	이사회결의로 분할보고주총 대체	상법 제530조의11, 제289조
이사회결의 공고	D+35	분할보고총회 및 창립총회는 이사회결의에 의한 공고로 같음	동법시행령 제6조
분할등기	D+36	-분점: 공고일로부터 2주 내 -지점: 공고일로부터 3주 내	상법 제530조의11 상업등기법 제70조-제72조 상업등기규칙 제150조, 제151조

\*비상장법인 간 분할로 상장법인은 분할신고서 제출 절차, 법정 공시 및 신고절차, 분할종료보고서 제출 절차, 분할회사 변경상장절차, 분할신설회사의 재상장절차가 추가로 요구된다.

# 06 중소기업 M&A지원센터

## 개요

### 목적

중소벤처기업의 인수합병을 효율적으로 지원하기 위하여 중소기업부 장관이 지정한 중소기업지원 관련 기관 또는 단체

\* 한국벤처캐피탈협회, 삼일회계법인, 기술보증기금, 벤처기업협회, 신용보증기금, IBK기업은행, 한국M&A협회 등 총 7개사

### 관련 법령

벤처기업육성에관한특별조치법 제15조의13(중소벤처기업 인수합병 지원센터의 지정)

## 주요 업무

- 중소기업의 M&A 계획의 수립 지원에 관한 사항
- 중소기업의 M&A를 위한 기업정보의 수집·제공 및 컨설팅 지원에 관한 사항
- 중소기업의 기업가치평가모델의 개발 및 보급에 관한 사항
- 중소기업의 M&A에 필요한 자금의 연계지원에 관한 사항
- 중소기업의 M&A 전문가 양성 및 교육에 관한 사항
- 그 밖에 중소기업의 M&A 촉진을 위하여 중소기업부 장관이

## 정하는 사항\*

\* M&A 거래정보망 구축·운영, 제도개선과제 발굴, 유관기관 네트워크 구축 및 해외 정보수집·제공 등 M&A 촉진을 위해 필요한 사항

## 연락처 및 주소

기관명(홈페이지)	전화번호	주소
한국벤처캐피탈협회 (www.kvca.or.kr)	02-2156-2132 02-2156-2124	(우)06595 서울특별시 서초구 서초대로 45길 16 VR빌딩 2층
삼일회계법인 (www.pwc.com/kr/ko)	02-709-3321 02-709-0969	(우)04386 서울특별시 용산구 한강대로 100 아모레퍼시픽빌딩 19층
기술보증기금 (www.kibo.or.kr)	051-606-7394-6	(우)48400 부산광역시 남구 문현 금융로 33 기술보증기금 8층
(사)벤처기업협회 (www.venture.or.kr)	02-6331-7002 02-6331-7003	(우)08389 서울특별시 구로구 디지털로30길 28 마리오타워 8층
신용보증기금 (www.kodit.co.kr)	02-710-4651~4	(우)04213 서울특별시 마포구 마포대로 122, 프론트원 10층
IBK기업은행 (www.ibk.co.kr)	02-6322-5016	(우)04538 서울특별시 중구 을지로 82 IBK파이낸스타워 15층
한국M&A협회 (www.mna.or.kr)	02-559-0943	(우)06210 서울특별시 강남구 테헤란로 306 14층 한국M&A협회

※ 자세한 지원센터 소개는 M&A 거래정보망(<https://www.smes.go.kr/mna/>) → ‘지원센터 소개’ 참고

# 07 포트폴리오 이론

## 가정

평균-분산기준의 가정, 동질적 미래예측, 자산수익률의 정규분포성, 위험회피형 투자자, 완전시장

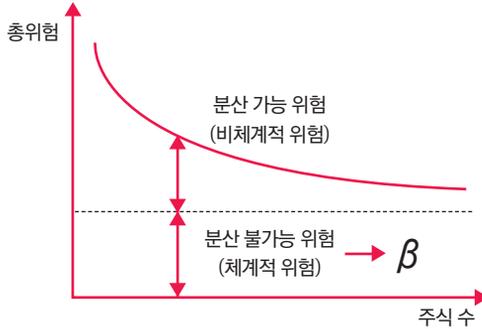
투자자들이 포트폴리오 이론에 따라 행동할 때 개별자산의 위험 중 제거되지 않고 시장포트폴리오에 남아 있는 위험은 체계적 위험뿐이므로 개별자산의 위험은 체계적 위험으로 측정됨

- ① 체계적 위험 **Systematic Risk** 혹은 시장위험: 증권시장 전체가 영향을 받아 변동하게 되는 위험으로, 시장상태가 변화하여 위험자산의 시장가격 또는 투자수익률이 변동하는 시장위험을 말함(베타로 정의)
- ② 비체계적 위험 **Non-systematic Risk** 혹은 고유위험: 개별기업만 직접적으로 관련되어 증권의 가격이 변동하는 위험으로, 증권시장 전체의 변동과 관계없이 기업의 고유요인에 기인하는 개별위험을 말함

### 포트폴리오의 위험분산 효과

$$\begin{aligned} \text{var}(R_p) &= \sum_{i=1}^n w_i^2 \sigma_i^2 + \sum_{i=1}^n \sum_{j=1}^n w_i w_j \sigma_{ij} \\ &= \sum_{i=1}^n \left(\frac{1}{n}\right)^2 \sigma_i^2 + \sum_{i=1}^n \sum_{j=1}^n \left(\frac{1}{n}\right) \left(\frac{1}{n}\right) \sigma_{ij} \\ &= \left(\frac{1}{n}\right)^2 \sum_{i=1}^n \sigma_i^2 + \left(\frac{1}{n^2}\right) \sum_{i=1}^n \sum_{j=1}^n \sigma_{ij} \end{aligned}$$

### 체계적 위험과 비체계적 위험

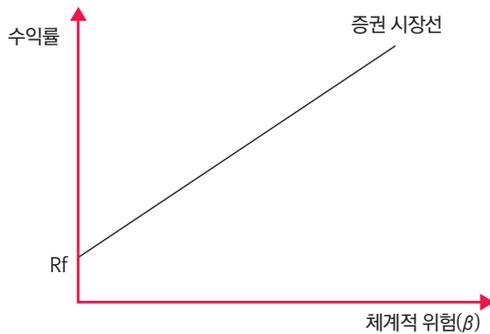


따라서 개별자산의 체계적 위험이 크면 이에 따라 투자자들이 요구하는 기대수익률이 커지게 됨. 이러한 관계를 설명하는 것이 증권 시장선 SML: Security Market Line이며, 시장균형 하에서 개별주식의 기대수익률은 체계적 위험과 선형관계에 있음

### 자본자산가격결정모형: CAPM

$$E(R_p) = R_f + [E(R_m) - R_f] \cdot \beta_p$$

### 증권 시장선: SML



## [참고 문헌 및 자료]

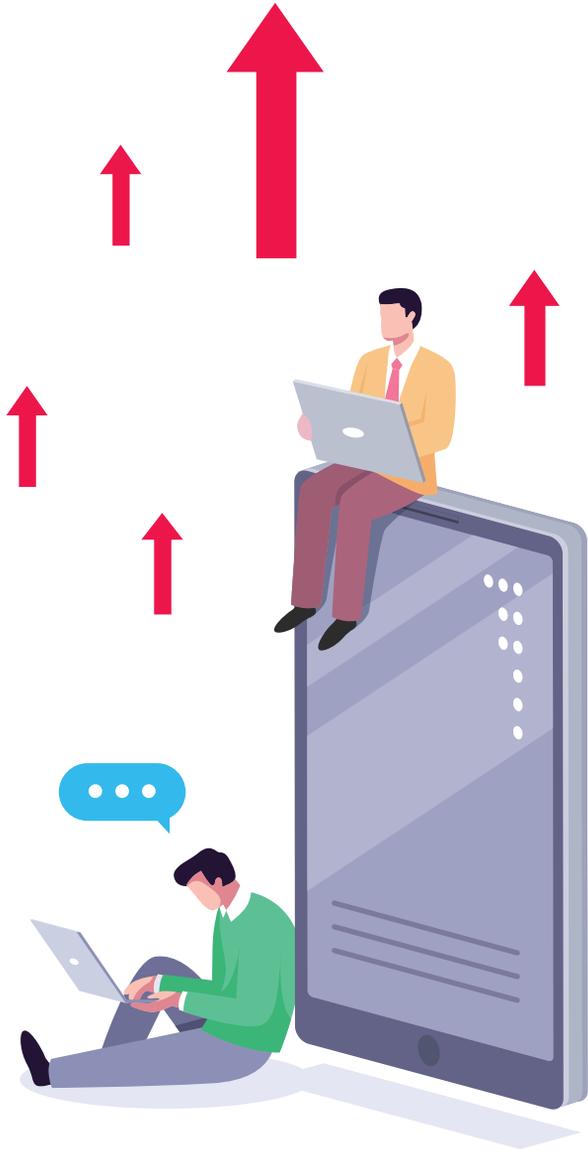
1. 코로나 이후의 세계, 제이슨 생커, 2020
2. 코로나 투자전쟁, 정채진 외, 2020
3. 포스트 코로나 - 우리는 무엇을 준비할 것인가, 임승규 외, 2020
4. 2019년 IPO시장 분석 및 투자자 유의사항, 금융감독원, 2020
5. 비상장주식에 대한 공정가치평가 관련 가이드라인, 금융감독원, 2020
6. 양도소득세, 증여세 실무 가이드, 한국공인회계사회 조세연구본부, 2020
7. 양도소득세·증여세 실무 가이드, 한국공인회계사회, 2020
8. M&A와 자본거래의 세무, 박정우 외, 2019
9. 기업가치평가와 재무실사, 삼일인포마인, 2019
10. 한국 경제를 만든 M&A Deal, The Bell, 2019
11. 기업금융과 M&A, 삼일인포마인, 2019
12. 중소기업 가업승계 실태조사, 중소기업중앙회, 2019
13. 중소기업금융실태조사보고서, IBK, 2019
14. M&A를 통한 벤처투자 생태계 활성화 방안, 나수미, 2019
15. 블리즈 스케일링, 리드 호프먼 외, 2018
16. 유가증권시장 상장·공시 실무사례, 한국거래소, 2018
17. 사모투자펀드 PEF와 M&A, 윤승환, 차일규, 2017
18. Fact Set, 미래에셋대우 리서치센터, 2016
19. M&A IE, 인베스트조선, 2016

20. 성공하는 M&A는 무엇이 다른가, LG Business Insight, 2016
21. M&A 실전 교과서, 김근수, 2015
22. M&A 최후의 승자는 누구인가, 김택수, 2015
23. The Real Deal, 김정호 외(삼일인포마인), 2015
24. 기업가치평가이론, 한국공인회계사회, 2015
25. 끝벌과 게릴라, 게리헤멀(이동현 옮김, 세종서적), 현대경제연구원, 2015
26. 미래 변화 이슈 및 심층분석 및 대응방안 연구, KISTEP, 2014
27. 사례로 본 M&A 성공과 실패의 교훈, 파이낸셜뉴스, 2014
28. 상장기업에 대한 규제실무, 법무법인 화우, 2014
29. 장하는 기업의 비밀, 로렌스 카프론 외 1명(이진원 옮김, 21세기 북스), 2014
30. 최근 일본의 대외 M&A 동향, 한국무역협회 도쿄지부, 2014
31. 해외 M&A 현황 및 발전과제, 한국경제연구원, 2014
32. M&A 시장 활성화 방안, 한국금융연구원, 2013
33. 기업 장수 비결은 변신과 질적 성장, 포스코경영연구소, 2013
34. M&A에 대한 6가지 미신을 깨뜨려라, DongaBusinessReview, 2012
35. 다시 주목 받는 M&A의 성공과 실패 사례, 한국경제매거진, 2012
36. 살아있는 기업, 100년의 기업, 아리 드 호이스(정우석 옮김, 김앤김 북스), 2012
37. 해외 장수기업의 현황과 시사점 연구, 중소기업청, 2012
38. BCG M&A 연구소, ChosunBiz.com, 2011

39. 우회상장 결정요인에 관한 실증연구: 코스닥 시장을 중심으로,  
유상수, 2011
40. 한국기업의 신성장전략, 삼성경제연구소, 2010
41. M&A마스터, 데이비드 하딩 외(청림출판), 2009
42. M&A커뮤니케이션, 김용수(FKI미디어), 2009
43. 나쁜 기업 판다고? 당신이면 사겠나?, DongaBusinessReview, 2008
44. 실전 M&A특강, 한국M&A협회, 2008
45. 한국 기업의 생존보고서, 한국경제연구원, 2008
46. 벤처기업 M&A 매뉴얼, 중소기업청, 2007
47. 장수기업의 조건-노사관계를 중심으로, 삼성경제연구소, 2007
48. 블루오션 M&A전략, 박상호, 2006
49. M&A전략과 실전사례, 윤중훈 외(매일경제), 2005
50. M&A게임의 법칙, 마크 L. 서로워(보스톤컨설팅그룹), 2003
51. KRX 상장심사 가이드북, 한국거래소
52. M&A 성공을 위한 5가지 조건, LG경제연구소
53. M&A 성공의 조건, 송치승
54. M&A 핸드북, 김창일
55. M&A과정에서 핵심 성공실패요인, 박원우
56. M&A의 성공과 실패, 현대경제연구소
57. M&A형 투자유치 현황과 대응전략, 대한무역투자진흥공사
58. 경영 인수 합병의 성공포인트, LG경제연구소

59. 국내 M&A 시장의 고성장과 재무자문 시장의 불균형, 자본시장연구원
60. 국내 M&A의 경제적 성과 분석, 산업 연구원
61. 국내 벤처기업 M&A 시장의 부진과 원인, 자본시장연구원
62. 기업 인수합병의 단계적 전략, 유병호
63. 기업경쟁력강화를 위한 사업재편제도 개선 방안, 한국경제연구원
64. 기업회생 이론과 실무, 삼일회계법인
65. 대체투자, 현대증권
66. 세계 M&A와 비교를 통해 본 국내 M&A의 특징, 현대경제연구원
67. 신성장전략 M&A의 성공요인, 삼성경제연구소
68. 우수 중소기업의 M&A이후 통합(PMI) 실패사례를 통한 기업의 전략적 접근, 서응교, 이승창
69. 인수합병(M&A) 활성화를 통한 성장잠재력 강화 전략, 산업 연구원
70. 잘되는 회사 평범한 회사 곧 망할 회사, 이성용(매일경제신문사)
71. 적대적 M&A 실전사례를 통한 공격과 방어 전략, 매일경제신문사
72. 중소기업 M&A 전략, 신용보증기금
73. 중소벤처기업 M&A 현황 및 개선과제, 중소기업중앙회
74. 투자자의 미래를 바꾸는 1% Pearl, 유상수
75. 한중일 국경간 M&A 특징과 시사점, 현대경제연구원
76. 회사분할과 M&A, 한국디지털기업정보
77. Creating value beyond the deal, PwC, 2019
78. Global and regional M&A, MergerMarket, 2019

79. Global M&A Market review, Bloomberg, 2015~2019
80. FDD Deal Guide, PwC, 2018
81. MONTHLY M&A INSIDER, MergerMarket, 2017
82. Post-Acquisition Integration Handbook, Baker & McKenzie, 2017
83. Capital Markets Watch, PwC, 2016
84. Paying Taxes, PwC, 2016
85. Getting ahead of the next wave Using M&A to find and retain top talent, PwC, 2015
86. M&A 2015 mid year review, PwC, 2015
87. Integration survey report PwC, 2014
88. lock or not to lock, PwC, 2013
89. Build Borrow Or Buy, Lawrence Capron & Will Mitchell
90. The five types of successful acquisition, McKinsey & Company
91. Why Mergers Fail, McKinsey&Company



국내 최고의 M&A 전문가들이 쉽게 알려주는

# M&A ESSENCE

2020 최신 개정판

발행월: 2020년 8월

발행처: 중소벤처기업부, 한국벤처캐피탈협회

저자 및 제작: 삼일회계법인 M&A지원센터

(02-709-0969 / 02-709-8147)

감수: 삼일회계법인 Deal Business 법무지원센터

Market & Communication