

M&A 관련 법률문제

法務法人 廣 場
LEE & Ko

변호사 이 준 택

본 원고는 (사) 한국 M&A 협회 제 15 기 M&A Dealer 양성과정의 강의용 원고로 작성되었습니다. 본 원고 및 강의내용과 관련하여 의문이 있으시면 (02)772-4371 또는 jtl@leeko.com 으로 문의하여 주시기 바랍니다.

< 차 례 >

I. M&A 의 개요	.....	1
1. M&A 의 개념	.....	1
2. M&A 의 유형	.....	1
가. 결합 형태에 의한 분류		
나. 거래의사에 따른 분류		
3. M&A 방법	.....	3
가. 주식취득(인수)		
나. 합병		
다. 영업양수		
4. M&A 의 동기	.....	5
가. 시장참여시간 단축		
나. 규모의 경제효과		
다. 시장지배력 증대		
라. 신규사업 진출 관련 규제 우회		
마. 연구·개발의 효율성 제고		
바. 위험분산(사업의 다각화)		
사. 조세절감		
아. 저평가된 기업의 활용		
5. M&A 의 일반적 절차	.....	7
가. M&A 전략수립 및 기초조사		
나. 후보기업의 가치산정		
다. 대상기업의 선정.		
라. 교섭개시		
마. 의향서 또는 양해각서의 작성		
바. 정밀실사 실시		

사. 본계약 체결 및 실행	
6. M&A를 위한 기업(영업)의 가치평가 및 실사.....	8
7. M&A 관련 주요 법률	10
8. 기업결합신고 및 심사	10
가. 기업결합신고 대상	
나. 기업결합신고 시기	
다. 기업결합심사	
라. 경쟁제한적 기업결합(M&A)에 대한 시정조치 명령	
II. 경영권 획득을 위한 지분(주식)취득.....	14
1. 방법	14
가. 신주인수 방법	
나. 구주취득 방법	
2. 절차	16
가. 대상회사에 대한 조사 및 주식취득 관련 제한 사항의 확인	
나. 대상회사(최대주주)와의 사전교섭	
다. 이사회의 승인	
라. 주식매매계약 또는 신주인수계약의 체결	
마. 주식매매 또는 신주인수	
바. 상대회사에 대한 통지 등 공시	
사. 대상회사 신규이사 및 대표이사 선임	
3. 관련 참고사항	19
가. 공개매수	
나. 의결권대리행사 권리	
다. 주식등의 대량보유 및 변동보고	
라. LBO(Leveraged Buy Out; 차입매수).	
4. 사례연구(메리츠그룹의 제일화재 M&A 시도 및 한화그룹의 방어).....	28
가. 전개과정	

나. 시사점

III. 합병	31
1. 합병의 의의와 유형	31
가. 의의와 유형	
나. 약식합병	
2. 합병 절차	32
가. 합병대상법인의 등록	
나. 합병비율 평가를 위한 외부평가기관의 지정	
다. 합병 이사회결의	
라. 합병계약서의 작성.	
마. 합병신고서 제출	
바. 합병주주총회 소집을 위한 기준일 및 주주명부폐쇄공고	
사. 주주총회 소집통지. 공고.	
아. 합병계약서 등의 공시. 비치	
자. 합병승인 주주총회	
차. 합병반대주주의 주식매수청구	
카. 채권자이의제출공고 및 구주권제출공고	
타. 합병기일	
파. 합병보고총회	
하. 합병등기	
거. 합병종료보고서 제출	
너. 기업결합(합병)신고서 제출	
더. 5%, 10% 보고	
러. 주식매수대금 지급	
머. 합병신주의 상장	
3. 합병의 효과	39

가. 회사의 소멸과 설립	
나. 권리·의무의 포괄적 승계	
다. 주주의 지위	
라. 이사 및 감사의 임기 변경	
4. 합병의 무효	.....40
5. 관련 참고사항	.....41
가. 존속회사의 증가할 자본과 준비금의 총액	
나. 채무초과회사와의 합병 가부	
다. 합병 비율	
라. 주식매수청구권	
마. 우회상장의 제한	
바. 자기주식의 처리	
IV. 영업양수	.....49
1. 개념	.....49
2. 영업양수도의 절차	.....49
가. 영업양수도 가액의 적정성 평가를 위한 외부평가법인의 지정	
나. 영업양수도 이사회결의	
다. 영업양수도 계약서의 작성	
라. 영업양수도 신고서 제출	
마. 주주총회 소집을 위한 기준일 및 주주명부폐쇄공고	
바. 주주총회 소집통지·공고	
사. 영업양수도승인 주주총회	
아. 영업양수도의 이행(closing).	
자. 반대주주의 주식매수청구	
차. 영업양수도 종료보고서 제출	
카. 기업결합(영업양수)신고서 제출.	

타. 반대주주로부터의 주식매수	
3. 영업양수도의 효과	.....54
가. 영업의 이전(권리의무의 개별승계)	
나. 양도인의 경영금지의무	
다. 상호계속 사용 또는 채무인수 광고시 양수인의 책임	
라. 양수인에 대한 변제의 효력	
4. 관련 참고사항.	.....56
가. 주주총회 특별결의를 요하는 영업양수도의 범위	
나. 영업용 재산의 양수도	
다. 영업양도로 인한 상장폐지	
V. 회사정리.회생절차와 M&A	.....58
1. 정리절차.회생절차에서의 M&A 필요성	.....58
2. 회사정리.회생절차 M&A의 특징	.....59
가. 매도인 중심의 M&A	
나. 정리회사의 회생추구와 그로 인한 제약	
다. 신속한 절차	
라. 도산법절차의 수반	
3. 채무자회생 및 파산에 관한 법률(이하 “통합도산법)의 특징	.....59
가. 관리인제도의 변화	
나. 회생절차의 조기종결	
다. 채권자 협의회 권한의 강화	
4. 정리회사 M&A의 유형	.....61
가. 제3자 배정 신주인수방식	
나. 영업양도방식	
5. 정리회사 M&A 절차	.....63
6. 정리회사 M&A 관련 참고 사항	.....64

- 가. 회사정리(회생)절차 개시신청과 상장폐지
- 나. 정리회사 M&A 추진시 기존 주주의 인수인 선정과정에서의 우선권 여부

VI. 적대적 M&A	.....1	66
1. 의의 및 기능	.....	66
2. 적대적 M&A에 대한 방어행위의 적법성 판단기준.	.....	66
가. 미국의 중간기준(Intermediate standard)		
나. 일본의 주요목적기준		
다. 우리 판례상의 기준		
3. 적대적 M&A의 실행방법	.....	70
가. 공개매수		
나. 시장매집		
다. 의결권대리행사의 권유(위임장 확보)		
4. 적대적 M&A에 대한 방어방법	.....	73
가. 예방적 방어방법		
나. 사후적 방어방법		

I. M&A 의 개요

1. M&A 의 개념

최근 M&A 이란 말은 일상에서 자주 사용되고 있음. M&A 란 Merger & Acquisition 의 약어임. Merger 는 복수의 기업이 하나로 합쳐져서 단일한 기업이 되는 합병을 의미하고, Acquisition 란 다른 기업의 지배권 또는 영업(사업)을 취득하는 행위를 의미함.

통상 기업인수·합병으로 번역되는 M&A 는 법률적으로나 학문적으로나 정립된 용어는 아니고 실무상으로 사용되는 용어임. 상법상 합병, 영업양수도, 지배주식의 취득, 주식교환·이전 등은 M&A 에 포함되는 것으로 이해하고 있지만, 회사분할이 M&A 에 포함되는지 여부에 대해서는 다툼이 있음.

M&A 와 유사한 용어로는 기업구조조정과 기업결합이 있음. 기업구조조정이란 기업이 급변하는 환경에 적절하게 대처함으로써 지속적인 성장을 하기 위하여 그 법적인 구조를 인위적·계획적으로 변경시키는 것을 의미하며, 여기에는 합병, 분할, 영업양수도, 조직변경, 주식교환·이전, 지주회사로의 개편 등이 포함됨. 한편, 독점규제 및 공정거래에 관한 법률(이하 “공정거래법”) 제 7 조에 의하면 기업결합이란 주식의 취득, 임원의 겸임, 합병, 영업의 양수, 새로운 회사 설립에의 참여를 의미함.

이하에서는 논의의 편의상 M&A 를 다른 기업의 경영권(지배권) 또는 영업(전부 또는 일부)을 인수·취득하기 위한 기업결합으로 이해하고, 여기에는 합병, 영업양수, 주식(지분)의 취득이 포함되는 것으로 봄.¹⁾ 한편, 회사분할의 경우 M&A 의 전제로 이루어지는 경우가 많고 특히 분할합병은 합병의 일종으로 볼 수 있다는 점에서 실무상 M&A 의 한 유형으로 취급되는

경우가 많으나, 회사분할은 다른 강의에서 별도의 주제로 다룰 예정이므로 여기에서는 따로 다루지 않기로 함.

2. M&A의 유형

M&A는 결합 형태, 거래의사에 의하여 다음과 같이 분류할 수 있음.²⁾

가. 결합 형태에 의한 분류

경쟁관계 또는 생산과 유통과정에서 인접하는 단계에 있는 기업 간의 M&A 인지 여부에 따라 다음과 같이 분류할 수 있음. 공정거래위원회(이하 “공정위”)는 기업결합의 경쟁제한성을 심사함에 있어 결합 형태별로 별도의 기준을 적용하여 판단하고 있음.

(1) 수평적 M&A(예: SK 텔레콤의 신세기통신 주식취득)

동종의 사업 분야에서 경쟁관계에 있는 기업 간의 M&A를 말함. 이러한 수평적 M&A는 보다 큰 기업규모를 통하여 규모의 경제를 실현시키는 동시에 시장점유율을 높일 수 있으나 독점 등 시장에서의 경쟁제한을 초래할 수 있음.

공정위는 수평적 M&A의 경쟁제한성을 다른 유형의 M&A에 비하여 엄격하게 심사하고 있음.

(2) 수직적 M&A(예: 자동차회사의 부품회사 주식취득)

원재료의 생산에서 상품(용역 포함)의 생산 및 판매에 이르는 생산과 유통과정에 있어서 인접하는 단계에 있는 기업 간의 M&A를 말함. 인접한 단계에 있는 기업 사이에 일어나는 수직적 M&A는 원료조달의 안정성 및 유통망의 확보, 거래비용 감소를 통한 원가절감 효과가 발생할 수 있음.

수직형 M&A 를 통해 당사회사가 경쟁관계에 있는 사업자의 구매선 또는 판매선을 봉쇄하거나 다른 사업자의 진입을 봉쇄할 수 있는 경우에는 경쟁을 실질적으로 제한할 수 있음.

(3) 혼합형(다각적) M&A(예: 맥주회사의 소주회사 주식취득)

수평형 또는 수직형 M&A 이외의 M&A 로서 서로 관련이 없는 업종간의 M&A 를 말하며 사업다각화를 통한 안정성의 확보 및 당사회사의 자금력·원재료 조달능력, 기술력·판매력 등 종합적 사업능력 증대를 목적으로 함.

혼합형 M&A 의 경우 잠재적 경쟁의 저해효과, 경쟁사업자 배제효과, 진입장벽 증대효과 등으로 인하여 관련 시장에서의 경쟁을 간접적으로 제한할 우려가 있음.

나. 거래의사에 따른 분류

M&A 대상기업(피인수기업)의 대주주 또는 경영진이 당해 M&A 에 대하여 동의하는지 여부에 따라 다음과 같이 분류할 수 있음.

(1) 우호적 M&A

M&A 대상기업의 경영진 또는 대주주의 동의하에 진행되어 쌍방의 협상에 의해서 M&A 조건이 결정됨.

(2) 적대적 M&A

M&A 대상기업의 경영진 또는 대주주의 동의 없이 진행되는 M&A 로서 통상 대상기업의 경영진 또는 대주주는 이에 대한 방어를 시도함. 적대적 M&A 를 시도하는 측(공격자)은

M&A 대상기업의 주식(지분)취득을 통하여 경영권을 획득하고자 하며, 이를 위하여 주로 시장매집, 공개매수, 의결권위임 권유의 방안을 활용하고 있음.

적대적 M&A 가 성공하는 경우는 많지 않음(예: 메리츠증권의 제일화재 인수시도). 합병, 영업양도의 경우 그 성격상 대상기업의 경영진 또는 대주주의 동의가 필요하므로 적대적 M&A 가 이루어지기 어려움.

3. M&A 의 방법

M&A 는 통상 다음과 같은 방법으로 수행되며, 필요한 경우 아래 방법들이 결합될 수 있음(예: 주식취득 후 합병).

가. 주식취득(인수)

대상기업의 주식(구주 또는 신주)취득을 통하여 대상기업의 경영권을 획득하는 방법으로 가장 통상적인 M&A 의 방법임. 넓게 보면 주식의 포괄적 교환·이전도 주식취득(인수)에 해당하는 것으로 볼 수 있음.

주식취득의 경우 인수기업과 대상기업 모두 주주총회의 승인 및 채권자·반대주주를 위한 별도의 보호절차가 요구되지 않는다는 점에서 비교적 절차가 간이하다는 장점이 있음. 다만, 대상기업이 상장회사인 경우 주식취득과 관련하여 대량보유보고(5% 보고), 임원, 주요주주 주식소유보고(10%보고)를 하여야 하며, 대상기업의 부외부채 및 우발채무를 M&A 대상에서 제외할 수 없다는 부담이 있음.

한편, 주식취득만으로는 대상기업의 경영권 획득할 수 없으므로 주주총회에서의 이사선임을 통하여 이사회 과반수를 장악하는 것이 필요함.

나. 합병

합병은 복수의 회사 전부 또는 일부가 해산되어 그 재산이 포괄적으로 청산절차 없이 신설 또는 존속회사에 포괄적으로 승계되고, 해산회사의 사원(주주)에게 신설 또는 존속회사의 사원권(주식)을 부여하는 회사법상의 제도임. 간단하게 말하면 합병은 복수의 회사가 합쳐져서 하나의 회사로 되는 것임.

합병의 경우 이해관계자인 당사회사의 주주 및 채권자를 보호하기 위한 절차를 두고 있음. 우선 주주를 보호하기 위하여 주주총회 특별결의에 의한 승인을 얻어야 하며, 반대주주에게는 주식매수청구권이 인정됨. 채권자를 보호하기 위하여 합병에 이의를 제기하는 채권자에 대하여는 당해 채권을 변제하거나 담보를 제공하도록 하고 있음. 합병은 이러한 주주 및 채권자보호절차를 거쳐야 하는 관계로 최소한 2 개월 이상의 기간이 소요됨.

합병은 소멸회사의 권리의무를 포괄 승계하므로 개별 권리·의무를 일일이 이전하여야 하는 절차상의 부담은 없는 반면 소멸회사의 부외부채, 우발채무도 아울러 승계하여야 한다는 부담이 있음.

다. 영업양수

영업양수란 대상기업의 영업의 전부 또는 일부를 양수도 계약에 의하여 그 동일성을 유지하면서 양도인으로부터 이전받는 것을 의미함. 여기서 영업이란 일정한 영리목적을 위하여 조직화된 인적·물적 조직을 의미함. 영업양수는 대상(양도)회사 경영진의 동의 없이 추진하기 어려우므로 적대적 M&A 방안이 되기 어려움. 대상회사의 중요한 자산을 양수하는 경우 그 실질이 영업을 양수하는 경우로 볼 수 있는 경우에는 영업양수와 마찬가지로 볼 수 있음.

양도회사 영업 전부를 양수하거나 양수회사의 영업에 중대한 영향을 미치는 양도회사 영업의 일부를 양수하는 경우에는 양수회사의 주주총회 특별결의에 의한 승인을 얻어야

하며 반대주주에 대하여는 주식매수청구권이 인정됨. 영업양수의 경우에는 합병과는 달리 채권자보호절차를 거칠 필요가 없음.

영업양수의 경우 일반적으로 주주총회결의를 거쳐야 한다는 점에서 최소한 1개월 이상의 시간이 소요되며 양수 대상 영업에 속한 권리와 의무(자산, 계약, 채권, 정부인허가, 근로자)를 개별적으로 이전받아야 하는 절차상의 부담이 있음.

반면, 영업양수의 경우 원칙적으로 양수대상이 되는 권리와 의무를 양도인과 양수인이 합의하여 결정할 수 있으므로 양수인은 향후 문제가 될 수 있는 권리나 의무(부실자산, 부외부채, 양수도 이전의 사유로 발생한 우발채무)를 양수대상에서 제외할 수 있다는 장점이 있음.

4. M&A의 동기

M&A의 가장 중요한 동기는 시너지(Synergy)의 창출이라고 알려져 있음. 그러나 시너지의 창출 이외에 비효율적인 경영진의 교체를 통한 기업가치의 제고, 기업의 구조조정을 통한 생산성 향상과 재무적 효율성의 제고, 조세절감, 독점적 지위의 형성, 신규 사업의 진출, 특히 또는 기술 인력의 확보 등이 M&A의 동기가 될 수 있음. M&A를 추진하는 측의 입장에서 다음과 같은 동기를 가질 수 있음.

가. 시장참여시간 단축

새로운 사업을 영위하기 위하여 신규기업을 설립하는 것보다는 기존기업에 대한 M&A를 통하여 기존 기업을 인수하는 것이 시간·노력·비용을 절감할 수 있는 방안임. 이러한 관점에서 M&A를 시간을 사는 기술이라고 표현되기도 함. 특히 기술개발 속도가 빨라지면서 산업의 Life Cycle이 짧아짐에 따라 신규투자에 의한 시장참여보다는 M&A가 경제적일 수 있음.

나. 규모의 경제효과

동종 사업 간의 M&A로 규모가 대형화되면, 각종 비용의 감소를 가져오는 규모의 경제효과를 누릴 수 있음.

다. 시장지배력 증대

M&A를 통하여 기업규모가 대형화되거나 기업자원 이용의 집중도가 커지면 시장에서의 지배력을 증가할 수 있거나 경쟁자에 비하여 우월한 지위를 얻을 수 있음.

라. 신규사업 진출 관련 규제 우회

일정한 산업분야에서는 M&A 만이 신규 사업으로 진출할 수 있는 유일한 방식임. 금융업과 같이 인허가를 기초로 하는 사업이나 항공운송업과 같이 사용할 수 있는 장비가 제한되어 있는 경우를 예로 들 수 있음. 한편, M&A를 통하여 기존 시장 참여자와의 마찰을 회피할 수 있음.

마. 연구·개발의 효율성 제고

연구·개발에 소요되는 막대한 자금과 시간을 보완하는 방법으로서 이미 이러한 기술개발 능력이 있는 기업 또는 특허권이나 연구개발 인력을 확보한 기업을 M&A하는 것이 효율적임.

바. 위험분산(사업의 다각화)

M&A를 통한 사업다각화가 이루어질 경우 현금흐름이 보다 원활해지고 급격한 환경 변화에 대한 적응력이 제고됨으로써 경영위험을 줄일 수 있음.

사. 조세절감

인수기업의 입장에서는 대상기업과 합병함으로써 대상기업의 이월결손금으로 인한 조세혜택을 누릴 수 있음.

아. 저평가된 기업의 활용

경영자의 능력부족, 조직의 비능률 및 비효율성 때문에 저평가된 기업이 있는 경우, 이러한 기업을 M&A 하여 우수한 경영진을 투입하고 조직을 활성화시킴으로써 대상기업의 영업 및 재무구조를 개선할 수 있음.

5. M&A 의 일반적 절차

일반적인 M&A 절차는 다음과 같음. 다만, M&A의 방법, 대상기업의 경영진 또는 대주주의 동의 여하에 따라 구체적인 절차는 달라질 수 있음.

가. M&A 전략수립 및 기초조사

기업의 경영전략에 따라 M&A 대상 업종을 선택하고, 업종에 속한 대상회사의 List 를 작성하고 인수후보 기업의 영업, 재무, 생산 자료 등을 바탕으로 인수후보기업을 조사함. 이러한 자료를 기초로 하여 유력한 후보기업을 선정하며 M&A 에 장애가 될 수 있는 법률적 요소 및 M&A에 따른 세무효과를 사전에 파악함.

나. 후보기업의 가치산정

후보기업의 평가 단계로서 협상 가능한 M&A 대상 기업에 조건을 제시하기 위하여 다각적인 평가를 실시함. 이 때 평가의 대상은 지배구조, 생산, 영업, 재무, 인력, 기술, 고객관계 등임.

다. 대상기업의 선정

선정된 후보기업들에 대한 개별평가 산정이 끝난 후 추가적인 정보수집 및 M&A 절차 등을 고려하여 대상기업을 최종 확정하고 대상기업의 의향, M&A 관련 제한사항(정부인허가) 등을 고려하여 M&A 방법과 조건 등을 잠정적으로 결정함.

라. 교섭개시

회계, 법률, 세무 등 전문가로 구성된 교섭팀을 구성한 후 대상기업과 접촉하여 예비적인 거래방법 및 조건을 검토함.

마. 의향서(LOI) 또는 양해각서(MOU)의 작성

본 계약 체결을 위한 개략적이고 기본적인 사항 등을 합의하여 의향서 또는 양해각서를 작성함.

바. 정밀실사(Due Diligence) 실시

대상회사의 영업, 재무, 세무, 법률 등에 관한 정밀실사를 실시하여 M&A 대상기업의 가치를 확인하고 위험 요소를 점검함으로써 최종 합의서에 반영할 사항을 발굴함

사. 본계약 체결 및 실행

본 계약 체결 전에 M&A 대상회사의 회계, 세무 문제, 법률상의 문제를 다시 한번 점검. 확인하고, 당해 M&A 가 관련 법규에 위배되는지 여부를 검토하며 M&A 에 따른 위험 요소를 확인하여 본 계약에 반영함.

M&A 계약 이전에 자금조달을 점검하는 것이 필요함. 본 계약체결 후 M&A 가 원활하게 이행될 수 있도록 사전에 T/F 팀을 구성하여 M&A 에 따르는 갈등, 마찰 요인을 미리 해소하거나 줄이는 것이 바람직함.

6. M&A를 위한 기업(영업)의 가치평가 및 실사

M&A 와 관련하여 인수 대상 또는 합병당사 기업 또는 영업의 가치평가가 중요함. 이러한 가치평가를 기초로 하여 합병비율이 산정되거나 주식인수대금 또는 영업양수대금이 결정되며, 이러한 가치평가는 합병 또는 영업 양수도에 반대하는 주주들의 주식매수청구권 가격에도 영향을 미칠 수 있음.

M&A 대상 기업 또는 영업에 대한 객관적인 가치평가의 기준이나 확립된 가치평가 방법은 존재하지 않음. 우호적 M&A 의 경우 매도인·매수인 각자의 입장에서 M&A 대상 기업 또는 영업을 가치를 평가하며 M&A 거래가액은 매도인·매수인 쌍방이 상호 협상을 거쳐 결정됨. 한편, 적대적 M&A 의 경우 공격측이 자체적으로 평가한 기업가치(주식가치)를 토대로 하여 주식을 시장에서 매집하거나 공개매수를 시도함.

실무에서는 상장회사를 대상으로 한 M&A 거래가액은 주가를 기초로 하여 산정한 가격에 일정한 경영권 프리미엄을 합산하여 산정하는 경우가 많음. 한편, 비상장회사의 기업가치는 자산가치 [3\)](#), 수익가치 [4\)](#), 상대가치 [5\)](#)를 종합적으로 고려하여 산정하는 경우가 많음.

우호적인 M&A 의 경우 M&A 대상 기업 또는 영업의 가치를 평가하기 위하여 대상 기업 또는 영업에 대한 실사(Due Diligence)를 실시하는 것이 통상적임. M&A 를 위한 실사란 인수자가 대상 기업 또는 영업에 대하여 자산의 실제 존재 여부, 향후 수익창출 가능성, 부외부채 존재 여부, 환경문제 등 잠재적인 채무의 존재 여부 등을 확인하는 작업을 말함. 실사는 인수여부, 거래가액, 거래조건 등의 협상에 결정적인 역할을 하는 M&A 에 있어 핵심적인 과정중의 하나임. 실사는 회계·법률 측면에서

이루어지는 경우가 많으며 환경문제가 중요한 기업의 경우 전문적인 환경평가기관에 의한 환경실사가 이루어지는 경우도 있음.

M&A 를 위한 실사에 있어서는 주로 ① 회사일반(지배구조/자본구조/주주현황, 자회사 등), ② 정부인허가, ③ 영업현황(시장 및 경쟁자 현황, 시장점유율, 영업조직 등), ④ 재무·회계(재무제표의 정확성 및 감사보고서 검토, 각종 자산 및 부채내역 등), ⑤ 세무, ⑥ 계약, ⑦ 부동산, 고정자산 등 주요자산, ⑧ 특허권 등 지적재산권, ⑨ 보증 및 담보, ⑩ 인사·노무, ⑪ 환경, ⑫ 공정거래, ⑬ 소송 및 분쟁에 관한 사항을 확인·검토함.

7. M&A 관련 주요 법률

M&A 는 주주, 채권자, 근로자, 정부, 소비자 등에 미치는 영향이 적지 않기 때문에 다양한 법률의 규제를 받음. M&A 와 관련하여 주로 적용되는 법률은 ① 상법(회사편), ② 자본시장과 금융투자업에 관한 법률(2009. 2. 4.부터 시행됨. 종전의 증권거래법은 폐지되었음), ③ 공정거래법(기업결합 관련 부분), ④ 세법, ⑤ 노동법(근로기준법, 노동조합 및 노동관계조정법 등 M&A 관련 근로관계의 이전, 경영상 해고 등), ⑥ 채무자회생 및 파산에 관한 법률(소위 통합도산법), ⑦ 기업구조조정촉진법, ⑧ 외국인투자촉진법(외국인투자 관련 부분), ⑨ 외국환거래법(해외투자관련부분), ⑩ 벤처기업육성에 관한 특별조치법(벤처기업 M&A 에 관한 특례부분), ⑪ 금융산업의 구조개선에 관한 법률(금융기관 M&A 에 관한 특례부분 및 금융기관을 통한 기업결합 관련 부분), ⑫ 주식회사의 외부감사에 관한 법률 등임.

8. 기업결합신고 및 심사

공정거래법은 M&A 가 관련 시장에서의 경쟁을 제한할 우려가 있는지 여부를 심사하기 위하여 일정한 M&A 의 경우 기업결합신고를 하도록 하고 있으며 심사결과 경쟁을 제한할 우려가 있는 경우에는 시정명령을 할 수 있음. 시정명령은 당해 M&A 를

금지하거나 일정한 조건(예: 가격인상제한, 설비매각 등)을 붙여 허용하는 것임. 규모가 상당한 기업 사이의 M&A의 경우에는 원칙적으로 기업결합신고 대상이 됨.

기업결합신고는 원칙적으로 M&A가 완료된 후에는 하는 것이지만 자산총액 또는 매출액 규모가 2조원 이상(계열회사의 자산총액 또는 매출액을 포함, 이하 같음)인 대규모회사의 경우에는 M&A를 완료하기 이전에 기업결합신고를 하여야 하고 기업결합신고 심사가 완료될 때까지 M&A를 이행(완료)할 수 없으므로 M&A 절차 진행에 부담 또는 장애가 되는 경우가 있음.

가. 기업결합신고 대상

자산총액 또는 매출액 규모가 2,000 억 원 이상(단, 아래 (iii)의 경우에는 2조원 이상)인 회사(이하 “신고회사”) 또는 그 특수관계인이 자산총액 또는 매출액의 규모 200 억 원 이상(M&A 이전은 물론 이후에도 당해 회사의 계열회사인 회사의 자산총액 또는 매출액을 포함. 단, 영업양수인 경우에는 당해 회사의 자산총액 또는 매출액에 한함)인 회사(이하 “상대회사”)에 대하여 다음과 같은 M&A를 하는 경우에는 공정위에 기업결합신고를 하여야 함(공정거래법 제 12조 제 1항 전단 참조).

- (i) 상대회사 발행 주식총수의 20% 이상을 소유하는 경우 (단, 상대회사가 상장회사인 경우 15% 이상),
- (ii) 위 (i) 신고 후 추가적인 주식취득으로 상대회사의 최다출자자가 되는 경우,
- (iii) 계열회사가 아닌 상대회사의 임원을 겸임하는 경우,
- (iv) 상대회사와 합병하거나 상대회사 영업의 전부 또는 주요한 일부의 양수,
- (v) 상대회사와 합작하여 신규 설립하는 회사의 최다출자자가 되는 경우

한편, 상대회사의 규모에 해당하는 회사가 신고회사의 규모에 해당하는 회사를 상대로 하여 위 기업결합을 하는 경우에도 기업결합신고를 하여야 함(공정거래법 제 12조 제 1항 후단 참조).

나. 기업결합신고 시기

기업결합신고는 원칙적으로 M&A 가 이행된 날로부터 30 일 이내에 하여야 하는 사후신고이나, 대규모회사가 M&A 의 당사자인 경우에는 M&A 관련 계약(주식취득계약, 영업양수도 계약, 합병계약)체결일 등 [6](#)으로부터 30 일 이내에 기업결합 신고를 하고 위 신고 이후 공정위의 기업결합심사가 완료될 때까지 M&A 이행행위(주식의 교부 또는 주식대금의 지급, 영업양수도의 이행, 합병등기 등)를 할 수 없음. 공정위는 이러한 사전신고에 대하여 신고 후 30 일 이내에 심사를 완료하여야 하나 필요한 경우 신고 후 120 일까지로 심사기간을 연장할 수 있음(공정거래법 제 12 조 제 6 항, 제 7 항 참조).

M&A 를 추진하는 자는 위 신고기간 이전이라도 미리 당해 M&A 가 경쟁을 실질적으로 제한하는 행위에 해당하는지 여부에 대하여 공정거래위원회에 심사를 요청할 수 있음(공정거래법 제 12 조 제 8 항 참조).

다. 기업결합심사

공정위 실무는 기업결합심사를 함께 있어 당해 기업결합의 경쟁제한성이 없는 것으로 추정되는 간이심사대상과 당해 기업결합의 경쟁제한성을 엄격하게 심사하는 일반심사대상으로 구분하고 있음.

(1) 간이심사대상 기업결합

공정위는 기업결합 후 일정한 거래분야의 시장집중도 또는 당사회사의 시장점유율이 다음 기준에 해당하는 경우에는 원칙적으로 경쟁제한성이 없는 것으로 보아 간이심사대상으로 하고 있으며 간이심사대상인 경우에는 신고 후 15 일 이내에 심사결과를 통보하고 있음.

(가) 수평형 기업결합

- ① 허핀달-허쉬만 지수(일정한 거래분야에서 각 경쟁사업자의 시장점유율의 제곱의 합을 말한다. 이하 HHI 라 함)가 1,200 에 미달하는 경우
- ② HHI 가 1,200 이상이고 2,500 미만이면서 HHI 증가분이 250 미만인 경우
- ③ HHI 가 2,500 이상이고 HHI 증가분이 150 미만인 경우

(나) 수직형 또는 혼합형 기업결합으로서 다음 요건의 1에 해당할 경우

- ① 당사회사가 관여하고 있는 일정한 거래분야에서 HHI 가 2,500 미만이고 당사회사의 시장점유율이 25/100 미만인 경우
- ② 일정한 거래분야에서 당사회사가 각각 4 위 이하 사업자인 경우

(2) 일반심사대상 기업결합

공정위는 간이심사대상에 해당하지 않는 일반심사대상 기업결합에 대하여 기업결합 유형별로 다음과 같은 기준에 의하여 경쟁제한성을 심사하고 있음.⁷⁾

(가) 수평형 기업결합

수평형 기업결합이 경쟁을 실질적으로 제한하는지 여부에 대해서는 기업결합 전후의 시장집중상황, 결합당사회사 단독의 경쟁제한 가능성, 경쟁사업자간의 공동행위 가능성, 해외경쟁의 도입수준 및 국제적 경쟁상황, 신규진입의 가능성, 유사품 및 인접시장의 존재여부 등을 종합적으로 고려하여 심사함.

(나) 수직형 기업결합

수직형 기업결합이 경쟁을 실질적으로 제한하는지 여부에 대해서는 시장의 봉쇄효과, 경쟁사업자간 공동행위 가능성 등을 종합적으로 고려하여 심사한다.

(다) 혼합형 기업결합

혼합형 기업결합이 경쟁을 실질적으로 제한하는지 여부는 잠재적 경쟁의 저해효과, 경쟁사업자 배제효과, 진입장벽 증대효과 등을 종합적으로 고려하여 심사함.

라. 경쟁제한적 기업결합(M&A)에 대한 시정조치 명령

공정위는 경쟁제한적 기업결합에 대하여 당해 행위의 중지, 주식의 전부 또는 일부의 처분, 임원의 사임, 영업의 양도, 기타 기업결합에 따른 경쟁제한의 폐해를 방지할 수 있는 영업방식 또는 영업범위의 제한(시장점유율 제한, 가격상승율의 제한, 일부 설비의 매각 등) 등의 시정조치를 명할 수 있음(공정거래법 제 16 조 제 1 항 참조).⁸⁾

한편, 공정위는 이미 완료된 합병, 회사설립이 경쟁제한성이 있다고 판단하는 경우에는 당해 회사의 합병 또는 설립무효의 소를 제기할 수 있음(공정거래법 제 16 조 제 2 항 참조).

II. 경영권 획득을 위한 지분(주식)취득

1. 방법

지분(주식)취득을 통하여 대상회사의 경영권을 획득하기 위해서는 발행회사가 발행한 의결권 있는 지분(주식 또는 신주인수권부사채, 전환사채 등 주식관련 사채)의 상당 부분을 취득하는 것이 필요함. 이를 위한 방법으로는 크게 보아 대상회사의 신주를 인수하는 방법과 대상회사의 구주를 기준 주주로부터 취득하는 방법이 있음. 구주를 취득하는 방법으로는 (i) 시장에서 매집하는 방법, (ii) 기존 주주와 개별협상을 통하여 취득하는 방법, (iii) 공개매수, (iv) 주식의

교환·이전의 방법이 있음. 신주인수의 경우 대상회사 경영진의 동의가 필요하다는 점에서 우호적인 인수방법이나, 구주취득의 경우 우호적일 수도 있고 적대적일 수도 있음.

경영권 획득을 위한 주식취득의 경우 위 방법들을 혼합하는 경우(예: 기존 주주와 개별협상 및 신주인수 또는 시장에서 일정 지분 매입 후 공개매수)도 있음.

가. 신주인수 방법

주식회사의 경우 신주발행은 이사회의 권한임. 대상 회사 정관상 이사회가 경영상 필요로 제 3 자에게 신주를 발행할 수 있도록 허용하고 있는 경우 이사회는 M&A 를 추진하는 자에게 신주를 발행할 수 있음. 신주인수방법에 의하여 경영권을 취득하고자 하는 경우 통상 회사와 신주를 인수하고자 하는 자 사이에 신주인수계약이 체결되고 있음. 경우에 따라서는 신주 대신 주식 관련 사채(신주인수권부사채 또는 전환사채)를 인수하는 경우도 있음.

신주취득방법은 신주취득의 대가로 출자하는 목적물에 따라 현금출자와 현물출자로 구분될 수 있음. 현물출자의 경우 법원의 인가를 거쳐야 하는 절차상 부담이 있음.⁹⁾

상장회사의 경우 신주를 발행하기 위해서는 증권신고서(종전 증권거래법상 유가증권신고서)를 제출하여야 함. 다만, 신주를 인수하는 자의 주식이 보호 예수되는 경우에는 증권신고서 제출이 필요 없음.

나. 구주취득 방법

(1) 시장매집

대상회사의 경영권을 취득하기 위하여 시장에서 대상회사의 주식을 매집하는 방법임. 적대적 M&A 를 시도하는 자가 공개매수를 하기 이전에 일정 지분을 확보하기 위하여 시장매집을 하는 경우도 있음. 시장매집의 경우 대상회사의 주가를 급등시킨다는 점에서 인수비용이 크게 증가할 수 있으며 매집한 지분이 5% 이상이 되는 경우에는 대량보유보고(5% 보고)를 하여야

하는 관계로 시장매집사실이 외부에 공개됨. 만일 적대적 M&A 목적으로 시장매집을 통하여 5% 이상 지분을 취득하고 이에 대한 5% 보고를 하는 경우 대상회사의 대주주 또는 경영진은 적대적 M&A 시도를 인식하고 이에 대한 방어방법을 모색하게 됨.

이러한 점에서 시장매집의 방법으로 일부 지분을 취득할 수 있지만 대상회사 경영권을 획득할 수 있는 정도의 지분을 취득하는 것은 현실적으로 어려움.

(2) 개별협상에 의한 주식취득

대상회사의 경영권을 취득하기 위하여 개별협상에 의하여 대상회사의 기존 주주로부터 주식을 취득하는 방법임. 기존 최대주주로부터 주식을 취득하는 경우에는 통상 바로 경영권 획득에 필요한 지분을 취득할 수 있음. 반면, 기존 최대주주가 아닌 주주들로부터 개별협상에 의하여 주식을 취득하는 경우 경영권 획득에 한계가 있어 공개매수 또는 시장매집 등의 주식취득방법이 함께 사용되기도 함.

개별협상에 의한 주식취득의 경우 기존 주주와 주식매매계약이 체결하는 경우가 많으며 이 경우 경영권 프리미엄 등을 감안하여 시가보다 높은 가격으로 주식매매가 이루어지고 있음.

(3) 공개매수에 의한 주식취득

대상회사의 경영권을 취득하기 위하여 M&A 를 시도하는 자가 대상 회사의 주주들로부터 개별적 협상 없이 자신이 제시한 가격(통상 시가보다 상당히 높은 가격) 및 조건으로 대상 회사 주식을 매수하는 방법임. 공개매수는 적대적 M&A 의 대표적인 방법이기는 하나 우호적인 M&A 의 경우에도 사용되기도 함. 공개매수는 그 신고, 공고, 기간, 철회, 조건변경 등과 관련하여 엄격한 법적 규제를 받음. 이에 관해서는 아래 3 항에서 별도로 살펴보도록 하겠음.

(4) 주식교환·이전

주식교환은 예컨대 주식회사 A가 다른 주식회사 B의 주주들이 가지고 있는 B 주식을 자신이 취득하고 그 대가로 자신의 주식을 B의 주주에게 배정함으로써 B의 발행주식총수를 소유하여 완전모회사로 되고 B는 A의 완전자회사로 되는 상법상의 제도임(상법 제 360 조의 2).

주식이전은 현존하는 주식회사 B가 완전모회사 A를 새로이 설립하면서 동시에 자신의 주주들이 가지고 있는 B 주식을 A에게 이전시키고 그 대가로 A의 주식을 배정함으로써 A의 완전자회사로 되는 상법상의 제도임(상법 제 360 조의 15 참조).

이러한 주식교환·이전은 상법상의 소정의 절차(주주총회 특별결의, 반대주주의 주식매수청구권 등)를 거치는 한 반대주주들에게도 효력이 있어 강제적 성격을 가지고 있음. 따라서 주식교환·이전은 완전자회사로 되는 회사의 주주입장에서 보면 강제적인 주식양도라 할 수 있음. 이러한 점에서 당사자 간의 임의적인 주식교환과는 큰 차이가 있음.

위와 같은 상법상 주식교환·이전은 현존하는 주식회사가 경쟁력 강화 등 기업구조조정 차원에서 자주회사 체제로 재편하려고 하는 경우에 그 의미가 큼. 주식이전은 금융지주회사를 설립하는 방식으로 널리 사용되고 있으며, 주식교환은 금융지주회사가 자회사를 완전자회사로 만드는 방식으로 흔히 사용되고 있음.

2. 절차

가. 대상회사에 대한 조사 및 주식취득 관련 제한 사항의 확인

대상회사에 대한 각종 정보를 입수하여 대상회사의 가치 등을 평가하여 인수 필요성을 검토할 필요가 있음. 아울러 대상회사의 주식취득과 관련한 법적 제한 여부(예: 금융회사의 대주주 승인, 방송사의 주식 소유제한, 기간통신사업자의 주식취득 등에 관한 공익성 심사 등)를 사전에 파악하는 것이 필요함.

나. 대상회사(최대주주)와의 사전교섭

우호적인 주식인수의 경우 대상회사 또는 대상회사의 최대주주와 인수가격 및 조건에 대하여 사전 교섭하는 것이 필요함. 적대적 인수의 경우에는 시장에서 매집하거나 일부 주주와 개별협상을 거쳐 매수하는 것이 필요함.

다. 이사회의 승인

인수하고자 하는 회사의 경우 대상회사의 경영권을 취득하기 위한 주식인수의 방법, 조건, 규모, 가격 등과 관련하여 이사회의 사전 승인을 얻을 필요가 있음. 상장회사의 경우 취득하고자 하는 대상회사의 주식이 자기자본의 5%(자산총액이 2 조원 이상인 대규모회사의 경우 2.5%)이상인 경우에는 주요경영사항으로 공시하는 것이 필요함(유가증권시장공시규정 제 7 조, 코스닥시장공시규정 제 6 조 참조).

라. 주식매매계약 또는 신주인수계약의 체결

우호적 인수의 경우 대상회사 또는 대상회사의 주주와 신주인수계약 또는 주식매매계약을 체결할 필요가 있음. 위 계약에는 인수하는 주식의 규모, 가격, 조건에 관한 사항, 주식 및 회사에 관한 진술·보증사항 [10\)](#), 현 임원의 사임 및 신규 임원의 선임 등에 관한 사항이 포함됨. 세부내용은 첨부된 신주인수계약을 참고하기 바람.

한편, 상장회사의 의결권 있는 주식총수의 5%이상을 취득하는 계약을 체결할 경우에는 계약체결일로부터 5 영업일 이내에 증권거래법 제 200 조의 2(자동법 제 147 조)에 따라 금융위원회와 증권선물거래소(이하 “거래소”)에 보유상황과 보유목적 등을 보고(이하 “대량보유보고” 또는 “5%보고”)하는 것이 필요함. 대량보유보고에 관하여는 아래에서 별도로 살펴보기로 함.

마. 주식매매 또는 신주인수

우호적인 주식취득의 경우 위와 같은 계약의 내용에 따라 구주를 매수하거나 신주를 인수함. 신주를 인수하기 위해서는 대상회사 이사회의 신주발행결의가 필요함. 한편, 적대적 인수의 경우에는 시장에서 대상주식을 매집하거나 일부 주주와 개별협상을 거쳐 주식을 매수하거나 공개매수를 개시하는 것이 필요함.

공개매수를 실시하고자하는 경우 공개매수공고 및 공개매수신고를 하여야 함. 이에 관하여는 아래에서 별도로 살펴보기로 함.

바. 상대회사에 대한 통지 등 공시

위와 같은 주식매수 또는 신주인수를 통하여 대상 회사의 발행주식총수의 10 분의 1 을 초과하여 취득한 때에는 그 다른 회사에 대하여 지체 없이 이를 통지하여야 함(상법 제 342 조의 3).

한편, 위 라.에 따른 대량보유보고 없이 상장회사의 의결권 있는 주식총수의 5% 이상을 보유하게 된 자는 그 날로부터 5 영업일 이내에 그 보유상황 및 보유목적 등을 금융위원회, 거래소에 보고하여야 하고 해당 상장회사에 보고서 사본을 송부하여야 함(자통법 제 148 조). 위 보고를 하지 않는 경우 취득한 주식에 대한 의결권을 행사하는 것이 제한됨. 대량보유보고(5% 보고)는 적대적 M&A 에 있어 매우 중요한 기능을 하고 있으므로 아래에서 따로 살펴보기로 함.

한편, 상장회사의 의결권 있는 주식총수의 10% 이상을 소유한 주요주주가 된 경우 주요주주가 된 날로부터 5 영업일이내에 그 주식소유상황을 증권선물위원회와 거래소에 보고(소위 10% 보고)하여야 함(자통법 제 173 조 참조).

사. 대상회사 신규이사 및 대표이사 선임

대상회사의 의결권있는 주식총수의 상당량을 취득하는 것 자체만으로 대상회사의 경영권을 획득할 수 없음. 경영권을 획득하기 위해서는 인수자에게 우호적인 이사들이 대상회사 이사회 과반수가 되도록 하는 것이 필요함. 이를 위해서는 대상회사 기존 이사들의 사임 및 주주총회를 통한 신규이사들의 선임이 필요하며 신규이사들로 하여금 이사회에서 우호적인 이사를 대표이사로 선임하도록 할 필요가 있음. 상장회사의 경우 대표이사를 변경하는 경우 거래소에 신고하는 것이 필요함(유가증권시장 상장규정 제 55 조, 코스닥시장공시규정 제 6 조 참조).

3. 관련 참고사항

가. 공개매수

(1) 공개매수의 의의

공개매수란 기업지배권의 획득 또는 유지. 강화를 목적으로 상장법인이 발행한 의결권 있는 주식 등(주권, 신주인수권증서, 전환사채권, 신주인수권부사채권, 교환사채권)을 유가증권시장 및 협회증개시장 밖에서 불특정다수인으로부터 매수하는 행위임. 공개매수는 자통법이 정한 절차. 방법에 따라 이루어져야 함.

(2) 공개매수신고제도

공개매수절차의 투명화를 통한 경영권 경쟁의 공정성을 확보하고 무분별한 M&A 를 방지하여 기업지배권의 안정을 도모하며, 적절한 공시를 통하여 투자자를 보호하기 위하여 공개매수의 조건과 내용을 신고하고 공고하도록 하고 있음.

□공개매수신고의 대상

누구든지 장외(거래소를 통하여 이루어지는 시간외 매매 포함)에서 6 월간 10 인 이상의 자로부터 주식 등을 취득한 후, 본인과 특별관계자가 보유(소유에 준하는 보유 포함)하게 되는

주식 등을 합산한 보유비율이 발행주식 등의 5%이상이 되는 경우(보유주식등의 비율이 5%이상인 자가 추가 취득하는 경우 포함)에는 공개매수의 절차와 방법에 따라 취득하여야 함.

□공개매수의 예외

소각을 목적으로 하는 주식 등의 매수, 주식매수청구에 응한 주식의 매수, 특수관계인으로부터의 주식등의 매수, 신주인수권.전환청구권.교환청구권 행사에 의한 주식등의 매수, 전자정보처리장치 등을 이용한 유가증권의 매매중개방법에 의한 주식 매수, 다른 주주의 권리침해가 없는 것으로 금융위가 정하는 매수 [11\)](#)의 경우에는 공개매수의무가 면제됨(증권거래법 시행령 제 11 조 참조, 자동법 시행령 제 143 조 참조).

LG 카드 주식매수의 경우 당초 금융기관들(10 개 이상이었음)이 보유한 주식만을 장외에서 매수하는 것을 전제로 매각절차를 추진하였으나 위와 같은 공개매수의 예외에 해당하지 않음으로써 LG 카드의 모든 주주를 상대로 하여 공개매수하는 것이 불가피하여 산업은행은 매각을 위한 최종입찰단계에서 매각절차를 중단한 바 있음.

□공개매수의 절차

①공개매수사무취급자 선정

공개매수자는 자신을 대리하여 매수할 주식등의 보관, 매수자금 지급 등의 공개매수 관련 사무를 취급하는 자인 공개매수사무취급자를 선정할 수 있음.

②공개매수의 공고

공개매수의 목적, 공개매수기간.가격 등의 사항을 2 이상의 일간신문에 공고하여야 함

③공개매수신고서의 제출

공개매수의 공고 당일에 금융위와 거래소에 제출하여야 함

④공개매수설명서 작성.비치

공개매수 공고일에 공개매수설명서를 작성하여 금융위, 거래소, 공개매수사무취급자의 본.지점에 비치

⑤ 공개매수의 개시

공개매수 공고일로부터 20 일 이상 60 일 이내의 기간을 설정하여 공개매수하여야 함

⑥ 공개매수통지서 송부

공개매수기간 종료 후 매수상황, 결제의 방법 등을 기재한 통지서를 응모자에게 송부함.

⑦ 공개매수대금 지급

공개매수기간 종료하는 날의 다음날 이후 지체없이 매수하고 공개매수사무취급자를 통해 응모자에게 공개매수대금을 지급

⑧ 공개매수종료보고서 제출

공개매수 종료 후 지체 없이 그 결과를 기재한 공개매수결과보고서를 작성하여 금융위와 거래소에 제출하여야 함.

(3) 공개매수 위반시 조치 또는 제재

◦ 공개매수 위반주식의 의결권 제한

공개매수 신고의무에 위반하여 매수한 주식등(그 권리행사로 취득한 주식 포함)은 매수한 날부터 처분전일까지 의결권이 제한됨(자동법 제 145 조 참조)

◦ 금융위의 제재(조치)

공개매수 위반 주식의 처분명령, 20 억 원 범위 내에서의 과징금 부과 가능(자동법 제 145 조, 제 429 조 참조).

공개매수신고서 등 기재 불비시 정정신고서 제출명령, 공개매수신고서 등에 허위기재가 있거나 중요사항의 누락이 있는 경우 과징금의 부과, 공개매수의 정지 또는 유가증권 발행제한 등의 조치 가능(자동법 제 146 조 참조).

◦ 손해배상책임

공개매수신고서 등에 허위기재, 중요사항 기재누락으로 주주에게 손해를 끼친 경우 신고자등은 그 손해에 대하여 배상책임을 짐(자동법 제 142 조 참조).

◦ 형사처벌

공개매수신고. 공고 의무 등을 위반하거나
공개매수신고서. 정정신고서. 공개매수공고. 정정공고시 중요한 사항에 관한 누락 또는 허위
기재시에는 5년 이하의 징역 또는 2억 원 이하의 벌금에 처함(자동법 제444조 참조).

공개매수의무 등의 위반시에는 3년 이하의 징역 또는 1억 원 이하의 벌금에 처함.(자동법 제445조 참조)

(4) 공개매수시 유의사항

- 공개매수가격은 규일하여야 함(자동법 제 141 조 제 2 항)
 - 공개매수시 공개매수의 목적, 매수기간 및 매수가격 등을 2 개 이상의 일간신문에 먼저 공고한 후 공고당일 공개매수신고서를 제출하여야 함.
 - 공개매수자 및 그 특별관계자, 공개매수사무취급자는 공개매수기간 중에는 공개매수이외의 방법으로 동일 주식 등의 매수를 할 수 없음.
 - 공개매수기간의 단축, 대가의 변경, 공개매수대금 지급기간의 연장 등 응모주주에게 불리하게 매수조건을 변경할 수 없음. 다만, 대항공개매수가 있거나 공개매수대금을 인상하는 경우에는 기간 등의 조건변경이 가능함.
 - 공개매수에 응모한 주주는 공개매수기간 중에는 언제든지 응모취소 가능
 - 공개매수자는 공개매수 공고일 이후에는 대항공개매수가 있거나, 공개매수자의 사망 등 예외적인 경우를 제외하고는 공개매수를 철회할 수 없음.
 - 공개매수신고서가 제출된 주식 등의 발행인은 공개매수에 관하여 광고. 서신 기타 문서에 의하여 의견을 표명할 수 있으며, 이 경우 그 내용을 기재한 문서를 금융위와 거래소에 제출하여야 함.

나. 의결권대리행사 권리

의결권대리행사 권유는 공개매수와 함께 적대적 M&A 시 가장 많이 활용되고 있는 수단임.

경영권 획득을 목적으로 주식을 취득하였으나 취득한 주식이 의결권있는 발행주식총수의 과반수에 미달하는 경우 경영권 확보를 위해서는 새로운 이사 선임을 주주총회의 의안으로 제안하면서 다른 주주들로부터 의결권을 위임받아 주주총회에서 우호적인 이사들을 선임하는 것이 필요함.

반면, 경영권 획득시도에 대하여 방어하려는 대상 회사의 대주주 또는 경영진 역시 방어를 위하여 다른 주주들로부터 의결권을 위임받는 것이 필요함. 적대적 M&A의 경우 공격과 방어 측 모두 주주들로부터 위임장을 받기 위한 대결(Proxy Fight)을 하는 경우가 많음.

자동법은 주주에게 의결권대리행사에 필요한 정보가 정확하게 제공되도록 함으로써 합리적이고 효과적으로 의결권 대리행사를 할 수 있도록 권유절차를 제한하고, 권유문서의 기재사항 및 표시방법 등을 정하며, 권유사실을 공시하도록 하는 의결권대리행사 권유제도를 규정하고 있음.

(1) 적용대상

누구든지 상장법인 주식의 의결권 행사를 자기 또는 제 3 자에게 대리하도록 권유하는 자는 자동법상의 의결권대리행사권유제도에 따라 의결권대리행사를 권유하여야 함. 다만, (i) 발행회사 및 그 임원(특별관계자 포함)외의 자가 10 명 미만의 자에게 의결권대리행사를 권유하는 경우와 (ii) 신탁 기타 법률관계에 의하여 타인의 명의로 주식을 소유하는 자가 그 타인에 대하여 의결권 대리행사를 권유하는 경우 등에는 예외가 인정됨(자동법 시행령 제 161 조 참조).

(2) 절차 및 방법

(가) 위임장 용지·참고서류의 사전제출

위임장 용지와 참고서류를 피권유자에게 제공하는 날 5 영업일전 [12](#)까지 의결권대리행사의 권유를 위한 참고서류 및 위임장용지 사본을 금감위와 거래소에 제출

(나) 위임장 용지·참고서류 기재방법

- 위임장 용지 : 주주총회의 목적사항 각 항목에 대하여 피권유자가 찬부를 명기할 수 있도록 기재
- 참고서류 : 회사의 영업개황에 관한 자료와 주주총회의 목적사항별로 그 세부내용을 기재하여야 함.¹³⁾

(다) 위임장 용지. 참고서류의 송부.비치

권유자는 권유와 동시 또는 그 이전에 위임장 용지. 참고서류를 피권유자에게 송부하고 일정한 장소(상장법인의 본.지점, 명의개서대행회사, 금융위)에 비치. 공시하여야 함

(라) 의결권 대리행사의 방법

피권유자로부터 회수한 위임장에 따라 의결권을 대리행사하며, 의결권 행사는 피권유자가 위임장에 명기한 찬부의사에 따라 행사하여야 함

(3) 위반시 조치

◦정정명령 : 금융위는 위임장용지 및 참고서류의 허위기재, 기재누락 등의 경우 정정명령을 할 수 있음(자통법 제 156 조 참조).

◦행정조치 : 금융위는 의결권 대리행사 권리와 관련하여 위임장. 참고서류의 허위기재, 중요사항의 누락 또는 법령. 규정. 명령에 위반한 자에 대하여 임원해임권고, 경고 등의 조치를 할 수 있음(자통법 제 158 조 제 2 항, 자통법 시행령 제 166 조 참조)

◦형사처벌 : 법령의 절차에 의하지 아니하고 의결권 대리행사의 권리를 하는 자는 3 년이하의 징역 또는 1 억 원 이하의 벌금에 처해질 수 있음(자통법 제 445 조 참조).

다. 주식등의 대량보유 및 변동보고

(1) 주식 등의 대량보유 및 변동보고제도(5% Rule)

상장법인의 주식 등 ¹⁴⁾을 본인과 그 특별관계자(특수관계인 및 공동보유자)가 합하여 5%이상 ¹⁵⁾ 대량으로 보유(소유에 준하는 보유 포함)하게 되거나, 그 후 보유비율이 1%이상 변동된 경우 그 보유상황 및 변동내용을 5 영업일 이내에 보고하도록 함으로써, 유통시장에서의 주식 등의 대량취득. 처분에 관한 정보를 신속하게 공시하여 시장의 투명성을

제고하고, 불공정거래 감시 장치로서의 역할을 수행하도록 하여 투자자를 보호하고, 경영권 안정화를 도모하는 제도임(자통법 제 147 조 참조).

대량보유보고를 한 자는 그 보유목적이나 그 보유 주식 등에 관한 주요 계약내용, 보유형태(소유와 소유 이외의 보유 간에 변경이 있는 경우에 한함)의 변경이 있는 경우에는 5 영업일 이내에 금융위와 거래소에 보고하여야 함(자통법 147 조 제 4 항).

(2) 소유에 준하는 보유의 의미

주식 등을 직접 소유하지 않더라도 다음의 경우에는 소유에 준하는 보유로서 소유와 동일하게 보고하여야 함(자통법 시행령 제 142 조 참조).

- ① 누구의 명의로든지 자기의 계산으로 주식 등을 소유하는 경우,
- ② 법률의 규정 또는 매매 기타 계약에 의하여 주식 등의 인도청구권을 갖는 경우,
- ③ 법률의 규정 또는 금전의 신탁계약. 담보계약 기타 계약에 의하여 당해 주식 등의 취득 또는 처분 권한이나 의결권(의결권행사 지시권한 포함)을 갖는 경우,
- ④ 법률의 규정 또는 금전의 신탁계약. 담보계약. 투자일임계약, 그 밖의 계약에 의하여 해당 주식 등의 취득 또는 처분권한을 갖는 경우
- ⑤ 주식 등의 매매의 일방예약을 하고 당해 매매를 완결한 권리를 취득하는 경우로서 당해 권리행사에 의하여 매수인으로서의 지위를 갖는 경우,
- ⑥ 주식 등을 기초자산으로 하는 자통법 제 5 조 제 1 항 제 2 호의 계약상의 권리를 갖는 경우로서 그 권리의 행사에 의하여 매수인으로서의 지위를 갖는 경우(그 권리의 행사에 의하여 매수인으로서의 지위를 갖는 것에 한한다)
- ⑦ 주식매수선택권을 부여받은 경우

(3) 보고의무 면제

다음의 경우 보유비율이 변동되어도 변동보고의무가 면제됨(자통법 시행령 제 153 조 제 5 항 참조).

- ① 주주가 가진 주식수에 따라 배정하는 신주발행시에 그 배정된 주식만을 취득하는 경우

- ② 주주가 가진 주식수에 따라 배정받는 신주인수권에 의하여 발행된 신주인수권증서를 취득하는 것만으로 보유 주식등의 수가 증가하는 경우
- ③ 자기주식의 취득 또는 처분으로 보유주식의 비율이 변동하는 경우
- ④ 자본감소로 보유 주식 등의 비율이 변동된 경우
- ⑤ 신주인수권을 표시하는 증서. 신주인수권부사채권. 전환사채권 또는 교환사채권에 부여된 권리행사로 발행 또는 교환되는 주식의 발행가격 또는 교환가격 조정만으로 보유주식 등의 수가 증가하는 경우

(4) 보고의 방법

5%이상 보유시 또는 1%이상 변동시 보고의무자는 5 영업일 이내에 대량보유보고서 또는 대량보유변동보고서를 금융위와 거래소에 제출하여야 함. 다만, 보유목적이 경영참가가 아닌 경우와 전문투자자의 경우 그 보유 또는 변동이 있었던 달의 다음달 10 일까지 보고할 수 있음(자통법 시행령 제 154 조 제 3 항, 제 4 항 참조). 위와 같이 대량보유 또는 대량보유변동보고를 한 자는 주식 등의 발행인에게 보고서 사본을 송부하여야 함(자통법 제 148 조 참조).

본인과 그 특별관계자가 함께 보고하는 경우 보유 주식등의 수가 가장 많은 자를 대표자로 선정하여 연명으로 보고할 수 있음.

보고시에는 그 목적이 경영권에 영향을 주기 위한 목적인지 여부를 기재하여야 하며, 보유목적을 발행인의 경영권에 영향을 주기 위한 것으로 보고하는 자는 그 보고사유발생일부터 보고일 이후 5 일(소위 냉각기간) 까지 당해 발행인의 주식 등을 추가로 취득하거나 보유주식 등에 대한 의결권을 행사할 수 없음(자통법 제 150 조 제 2 항 참조).

(5) 위반시 조치 또는 제재

◦의결권행사 제한

고의로 위반시 5% 초과부분중 위반부분에 대하여 매수 등을 한 날부터 보고 또는 정정보고를 한 후 6 월간 의결권을 행사할 수 없음. 다만, 착오로 지연 보고한 경우 매수등을 한 날부터

보고 또는 정정보고일까지 의결권을 행사할 수 없음(자동법 150 조, 자동법 시행령 제 158 조 참조).

◦ 금융위의 조치

금융위는 위반 주식등에 대하여 처분을 명할 수 있으며, 보고서의 허위기재, 중요사항 기재누락 기타 법령 위반시 임원해임권고, 위법내용의 공표요구 등의 조치를 할 수 있음(자동법 제 150 조, 제 151 조, 자동법 시행령 제 159 조 참조).

◦ 형사처벌

금융위의 위반주식등에 대한 처분명령 위반자는 2년 이하의 징역 또는 3천만 원 이하의 벌금에 처하며(자동법 제 446 조 참조), 보고의무 위반자는 3년 이하의 징역 또는 1억 원 이하의 벌금에 처함(자동법 제 445 조 참조).

(6) 유의사항

- 주식 등을 직접 소유하지 않더라도 계약 등에 의하여 주식 등의 취득 또는 처분권한이나 의결권(의결권행사 지시권한 포함)을 갖는 경우 등 “소유에 준하는 보유”에 해당되는 경우에도 대량보유 및 변동보고의무가 있음.
- 주식등의 대량보유 및 변동보고시 본인의 보유주식에다 6촌 이내의 부계혈족 등 친인척과 30%이상 출자법인 등 “특수관계인”(1,000주 미만 보유자 등 제외)과 본인과 합의 또는 계약 등에 의하여 공동으로 주식등을 취득·처분하거나 의결권을 공동으로 행사하기로 합의한 “공동보유자”的 보유주식을 합산하여 보고하여야 함.

라. LBO(Leveraged Buy Out; 차입매수)

LBO 라 함은 인수시 그 재원으로 인수자의 고유자금보다는 주로 차입금을 사용하면서 동시에 대상회사의 재산이 직·간접적으로 당해 차입금의 담보 역할을 하며, M&A 후에는 대상회사의 이익, 현금의 흐름 등으로써 상환이 이루어지는 이른바 대상회사의 자산 또는 현금흐름을 지렛대로 하여 대상회사를 인수 형태를 의미함.

예를 들어 A 사가 B 사의 최고경영자 또는 대주주와 협상하여 LBO 를 통하여 B 사(보다 정확하게는 B 회사의 지배주식)를 인수하기로 합의하였다고 가정할 경우 다음과 같이 LBO 를 통한 B 사에 대한 M&A 를 진행할 수 있음.

- ① A 사는 C 라는 특수목적회사(SPV)를 설립하고 B 사 인수자금의 10%를 C 에 출자
- ② C 사는 B 사 인수자금의 50%를 은행으로부터 차입하고 B 사 자산을 담보로 제공.
- ③ C 사는 B 사 인수자금의 40% 정도를 이자율이 높은 후순위채권을 발행하여 조달
- ④ C 사는 위와 같이 조달한 자금으로 B 사 주식을 매수하여 B 사 100%주주가 됨.
- ⑤ C 사와 B 사가 합병함. 합병법인의 경영진은 구조조정 및 자산매각을 통하여 부채 상환

위와 같은 합병 절차를 거치지 않고 C 사가 차입금으로 B 사를 인수하면서 B 사의 자산을 담보로 제공하는 방식도 LBO 에 해당함.

이러한 LBO 가 우리 법률상 허용되는지, 특히 피인수회사의 자산을 대가없이 담보로 제공하도록 한다는 점에서 업무상 배임에 해당하는지가 논란이 되었음. 이와 관련하여 대법원은 다음과 같이 판시한 바 있음.

“기업인수에 필요한 자금을 마련하기 위해 그 인수자가 금융기관으로부터 대출을 받고 나중에 피인수회사의 자산을 담보로 제공하는 방식{이른바 LBO(Leveraged Buyout) 방식}을 사용하는 경우, 피인수회사로서는 주채무가 변제되지 아니할 경우에는 담보로 제공되는 자산을 잃게 되는 위험을 부담하게 되므로 인수자만을 위한 담보제공이 무제한 허용된다고 볼 수 없고, 인수자가 피인수회사의 위와 같은 담보제공으로 인한 위험 부담에 상응하는 대가를 지급하는 등의 반대급부를 제공하는 경우에 한해 허용될 수 있다. 만일 인수자가 피인수회사에 아무런 반대급부를 제공하지 않고 임의로 피인수회사의 재산을 담보로 제공하게 하였다면, 인수자 또는 제 3 자에게 담보 가치에 상응한 재산상 이익을 취득하게 하고 피인수회사에게 그 재산상 손해를 가하였다고 봄이 상당하다. 부도로 인해 회사정리절차가 진행 중인 주식회사의 경우에도 그 회사의 주주나 채권자들의 잠재적 이익은 여전히

보호돼야 하므로, 피인수회사가 회사정리절차를 밟고 있는 기업이라고 하더라도 위와 같은 결론에는 아무런 영향이 없다"(대법원 2006.11.9. 선고 2004 도 7027 판결 참조).

위 판결은 인수회사의 차입금에 대한 담보로 피인수회사의 자산을 제공한 사안에 대한 것임. 위 판결이 인수회사의 차입금에 대한 담보로 인수회사가 취득한 피인수회사의 주식을 담보로 제공한 후 인수회사가 피인수회사를 합병하고 합병회사의 현금흐름으로 인수회사의 차입금을 변제하는 사안에 대하여도 마찬가지로 적용될 수 있는지 여부에 관해서는 다양한 의견이 존재함.

한편, 검찰은 위 판결의 취지에 따라 최근 동양그룹의 한일합섬 인수를 위한 LBO 와 관련하여 업무상 배임에 해당할 가능성이 있는 것으로 판단하고 기소하였으나 최근 제 1 심 법원은 무죄판결을 한 바 있음. 위와 같은 판결의 취지 및 검찰의 태도에 비추어 볼 때 LBO 를 통한 M&A 는 신중하게 진행될 필요가 있음.

4. 사례연구(메리츠 그룹의 제일화재 M&A 시도 및 한화그룹의 방어)

가. 전개과정

(1) 손해보험시장의 현황 및 제일화재에 대한 M&A 필요성

손해보험시장의 경우 삼성화재가 시장점유율을 약 30% 내외로 1 위 사업자이며, 2 위권(2~4 위)인 현대해상, 동부화재, LIG 손보가 각각 15% 내외의 시장점유율을 가지고 있으며, 메리츠화재가 약 8%로 5 위, 제일화재가 약 3.5%로 6 위의 시장점유율을 가지고 있음. 메리츠화재가 제일화재를 M&A 하는 경우에는 2 위권으로 도약할 수 있음. 메리츠 화재는 이러한 점을 감안하여 제일화재에 대한 M&A 를 추진하기로 결정하였음.

(2) 메리츠화재의 제일화재에 대한 적대적 M&A 시도

메리츠화재는 제일화재 주가에 영향을 미칠 않을 정도의 소량씩 은밀하게 매수한 후 보유하게 된 제일화재의 지분이 5%에 육박하여 5% 보고를 하여야 하는 시점에서 공개매수계획을 발표하고 바로 공개매수를 실시함으로써 제일화재 경영권을 획득하는 전략을 추진함.

메리츠화재 및 그 계열사는 위와 같은 전략 하에 2007년 8월 말부터 2008년 4월 초순경까지 장내에서 매주 2만주 내외의 제일화재 주식을 취득하였으며, 2008. 4. 16. 제일화재 지분 약 5%를 취득한 시점에서 제일화재 대주주(한화 그룹 회장의 특수관계인)의 지분 약 20.68%를 주당 약 15,000 원 [\(16\)](#)에 인수하겠다는 계획을 발표함. 위 계획발표 직후 계열회사 등을 동원하여 추가로 약 5% 내외의 주식을 취득하여 그 지분을 약 10% 내외로 증가시킴.

메리츠화재는 제일화재 대주주로부터 지분취득이 용이하지 않을 수 있다는 점을 고려하여 제일화재 주식에 대한 공개매수를 하기로 하고 금융감독기관을 접촉한 것으로 보임. 금융감독기관은 보험회사 주식에 대한 공개매수를 하기 위해서는 사전에 보험회사 대주주 승인을 얻어야 하므로 대주주 승인을 얻을 때까지는 공개매수가 불가함을 통보하였다고 알려져 있음.

메리츠화재는 공개매수가 불가한 상태에서는 시장매집을 하는 경우 주가급등으로 인하여 인수비용이 높아진다는 점을 감안하여 시장매집을 포기하고 제일화재 대주주의 회신을 기다림.

(3) 제일화재 대주주의 방어

제일화재의 대주주는 위 발표 후 약 7일 동안 한화그룹을 백기사로 동원하여 한화그룹 계열사들로 하여금 0.99%씩을 취득하게 함으로써 본인 및 특수관계인의 지분을 약 30%로 증가시킴. 한화그룹 계열사들이 0.99%씩 취득한 이유는 보험업법상 최대주주의 특수관계인이 1% 이상 취득하는 경우에는 금융위의 대주주승인을 받아야 하기 때문이었음. 그 이후에도 한화손보 등의 한화계열 금융사 등이 추가적으로 제일화재 주식을 취득하여 2008. 4. 28. 경

제일화재 대주주 및 그 특수관계인이 보유한 제일화재 지분은 약 35%로 증가됨. 제일화재 대주주는 한화건설에게 보유한 제일화재 주식 전부에 대한 의결권을 위임함.

(4) 메리츠화재의 추가 인수제의

제일화재의 백기사 동원으로 메리츠화재의 적대적 M&A 시도는 실현되기 어렵다는 전망에도 불구하고 메리츠화재는 2008. 4. 28. 제일화재 대주주가 당초 보유하던 지분 약 21%에 대해서는 주당 3 만원에, 그후 위 대주주가 추가적으로 취득한 지분 및 그 특수관계인이 취득한 지분에 대해서는 주당 2 만원을 인수하겠다는 제안을 함.

(5) 제일화재 대주주 및 그 특별관계인의 추가적인 주식취득

위 제안에도 불구하고 제일화재 대주주는 한화계열사 및 그 공동보유자인 한화개발금융, 화인파트너스 등을 통하여 5 월 말부터 6 월 중순 사이에 제일화재 주식을 추가적으로 취득하여 제일화재의 대주주 및 그 특별관계인의 보유지분은 약 47.18%에 육박하고, 주가는 약 2 만 원 정도까지 상승하였음. 제일화재 대주주측이 거의 50%에 육박하는 지분을 취득함으로써 메리츠화재의 적대적 M&A 는 사실상 불가능해짐. 한편, 제일화재는 2008. 6.1.자로 한화의 계열회사로 편입됨.

(6) 메리츠화재의 제일화재 경영권 인수 포기

메리츠화재는 한화그룹이 제일화재 발행주식총수 중 47.18%의 지분에 관한 의결권을 이미 확보한 상황에서 제일화재 경영권 인수에 필요한 지분을 취득하기는 사실상 불가능하게 되었다는 점을 고려하여 2008. 6. 24. 제일화재 경영권 인수포기를 공식 선언함.

나. 시사점

(1) 제일화재 대주주의 방어에 대한 대책미흡

제일화재의 대주주와 한화그룹의 특수관계를 고려할 때 메리츠화재가 제일화재에 대한 적대적 M&A 를 시도할 경우 한화그룹이 백기사로서 방어행위에 적극 개입할 가능성이 높다는 점을 예측할 수 있었음에도 이에 대한 대비책이 미흡하였음.

(2) 공개매수의 실기

보험회사 대주주가 되기 위한 공개매수를 위해서는 보험업법상 대주주 승인이 필요하다는 점을 미리 파악하고 공개매수 추진에 앞서 미리 승인을 얻은 후 공개매수를 전격 실시하였다면 한화그룹이 개입할 여지를 차단할 가능성이 높았음. 공개매수의 타이밍을 놓침으로써 적대적 M&A 에 실패한 것으로 볼 소지가 있음.

대상회사에 대한 주식취득을 통한 경영권획득을 위해서는 사전에 주식취득에 따르는 각종 제한 및 절차를 철저하게 검토할 필요가 있다는 점을 보여주는 사례임.

III. 합병

1. 합병의 의의와 유형

가. 의의와 유형

합병이란 2 개 이상의 회사가 계약에 의하여 하나의 회사로 합하는 것을 말함. 합병에는 모든 회사가 소멸하고 그 권리의무가 새로이 설립된 회사로 포괄적으로 이전되는 신설합병(consolidation)과 하나의 회사가 소멸하고 그 권리의무가 존속하는 회사에 포괄적으로 이전되는 흡수합병(merger)의 두 가지가 있음. 신설합병의 경우에는 각종의 명의를 변경해야 하는 등 불편이 많이 따르기 때문에 실제로는 거의 흡수합병만이 행해지고 있음.

나. 약식합병

1998년 상법 개정에 따라 일정한 요건을 충족하는 경우에는 주주총회 대신 이사회의 결의만으로 합병승인이 이루어질 수 있도록 하는 등 간략한 절차에 의한 약식합병이 이루어질 수 있음. 약식합병에는 간이합병과 소규모합병이 존재함.

(1) 간이합병

흡수합병의 경우에 소멸하는 (i) 회사의 총주주의 동의가 있거나 (ii) 그 회사의 발행주식총수의 90/100 이상을 존속회사가 소유하는 경우에는 소멸회사의 주주총회의 승인은 이사회의 승인으로 갈음할 수 있음(상법 제 527 조의 2 제 1 항 참조). 이는 모회사가 자회사의 주식 전부를 소유하거나 그 주식의 90/100 이상을 소유하는 경우에 소멸회사의 주주총회에서 승인결의를 한다 하여도 그 결과는 자명한 것이므로 복잡한 주주총회의 절차를 생략할 수 있게 한 것임.

간이합병의 경우에 소멸회사는 총주주의 동의가 있는 경우가 아닌 한 합병계약서를 작성한 날로부터 2 주간 내에 공고하거나 주주에게 통지하여야 함(상법 제 527 조의 2 제 2 항 참조). 주주는 공고 또는 통지한 날로부터 2 주간 내에 회사에 대하여 합병반대의 의사를 통지하고, 그 2 주간이 경과한 날로부터 20 일 내에 자기가 소유하는 주식의 매수를 청구할 수 있음(상법 제 522 조의 3 제 2 항 참조).

(2) 소규모합병

흡수합병의 경우에 소멸회사의 규모가 존속회사에 비하여 소규모인 경우에 존속회사의 주주총회의 승인을 생략하고, 이사회의 승인만으로 합병을 할 수 있도록 한 것을 소규모합병이라고 함(상법 제 527 조의 3 제 1 항 참조). 소멸회사의 규모가 적은 경우에는 존속회사에 미치는 영향이 크지 않으므로, 존속회사는 주주총회에 갈음하여 이사회의 승인만으로 흡수할 수 있도록 한 것이며 존속회사 주주의 주식매수청구권을 인정하지 않음.

소규모합병에 해당하기 위해서는 (i) 존속회사가 합병을 함에 있어서 발행하는 신주의 총수가 그 회사 발행주식총수의 5/100 을 초과하지 아니하고, (ii) 소멸회사의 주주에게 지급할 금액은 존속회사 순자산액의 2/100 을 초과하지 아니하여야 함. 다만, 존속회사가 소규모합병을 한다는 공고 또는 통지를 한 날로부터 2 주간 내에 회사에 대하여 서면으로 발행주식총수의 20/100 이상에 해당하는 주식을 소유한 주주가 합병반대의 의사를 통지한 때에는 소규모합병을 할 수 없음(상법 제 527 조의 3 제 4 항 참조). 이 경우에는 통상의 절차에 따라 합병을 하여야 함.

한편, 소규모합병의 경우에도 소멸회사의 주주총회의 승인은 필요함. 다만, 소멸회사의 입장에서 간이합병에 해당하는 경우에는 주주총회의 승인이 필요 없음.

2. 합병 절차

아래는 합병 당사회사 중 하나가 상장법인이며 간이.소규모합병에 해당하지 않는 것을 전제로 합병대상 법인에 대한 실사 등 합병준비절차를 제외한 일반적인 합병절차를 요약한 것임.¹⁷⁾ 통상 상장법인 합병의 경우 합병준비부터 합병신주의 상장까지에는 약 5~6 개월 내외의 시간이 소요됨.

가. 합병대상법인의 등록

종전 증권거래법에 의하면 비상장법인이 상장법인과 합병하고자 하는 경우에 합병 주주총회의 승인은 비상장법인이 증권거래법 제 3 조에 의한 유가증권발행인 등록을 한 날로부터 2 월이 경과한 후에 하지 아니하면 효력이 없어 비상장법인이 상장법인과 합병하고자 하는 경우에는 늦어도 합병승인을 위한 주주총회일로부터 2 월 전에 유가증권발행인 등록을 하는 것이 필요하였음(증권거래법 제 190 조 참조). 그런데, 자통법은 유가증권발행인 등록제도를

폐지함에 따라 비상장법인이 상장법인과 합병하고자 하는 경우라도 유가증권발행인 등록은 필요 없게 되었음.

나. 합병비율 평가를 위한 외부평가기관의 지정

(i) 상장법인이 비상장법인과 합병하여 상장법인이 되는 경우 및 (ii) 상장법인간 합병의 경우로서 시장에서의 거래가격을 기준으로 합병가액을 산정하지 아니하는 경우에는 합병비율의 적정성에 관한 외부평가기관의 평가를 받아야 하며(자동법 시행령 제 176 조의 5 참조), 금융위와 거래소에 제출하여야 하는 합병의 증권신고서에 외부평가기관의 의견서를 제출하여야 함(증권의 발행 및 공시에 관한 규정 제 2-9 조 참조).

이러한 점을 감안할 때 합병비율의 적정성에 관한 외부평가기관의 평가를 받아야 하는 경우라면 합병에 관한 이사회 결의에 앞서 외부평가기관을 지정하는 것이 필요하며 외부평가에 일정한 시간이 소요된다는 점을 감안할 때 합병계약체결일 또는 합병에 관한 이사회결의일 전에 외부평가기관을 지정하는 것이 바람직함.

다. 합병 이사회결의

합병당사회사의 대표기관에 의하여 합병조건·방식 등 합병에 필요한 사항이 합의되어야 하는데, 주식회사의 경우 대표이사 사이에 합의가 이루어지기 이전에 각 당사회사의 이사회결의가 필요함. 사업보고서를 제출하여야 하는 법인의 경우 합병에 관한 이사회결의가 있는 경우 주요사항보고서를 제출하여야 함(자동법 제 161 조, 자동법 시행령 제 171 조 참조).

통상 합병을 위한 이사회에서 합병계약서의 체결을 승인함과 아울러 합병주주총회의 기준일을 설정하는 경우가 많음.

합병에 관한 이사회결의가 있는 때에는 그 결의에 반대하는 주주는 주주총회 전에 회사에 대하여 반대의사를 통지할 수 있으며, 반대의사를 통지한 주주는 총회 결의일로부터 20 일

이내에 자신이 소유한 주식의 매수를 청구할 수 있음(상법 제 522 조의 3 참조). 반대주주의 주식매수청구권에 관하여는 별도로 설명하기로 함.

라. 합병계약서의 작성

합병당사회사는 주주총회 합병 결의 이전에 합병의 조건, 기일, 존속회사 정관변경의 내용 등에 관하여 합병계약을 체결하는데, 합병계약서 기재사항은 상법상 반드시 기재하여야 하는 필요적 기재사항과 합병당사회사의 합의에 의하여 기재할 수 있는 임의적 기재사항이 있음(상법 제 523 조 참조). 흡수합병시 합병계약서에 기재되어야 하는 사항은 다음과 같으며 합병계약서 내용에 관한 구체적인 사항은 첨부된 합병계약서를 참고하기 바람.

- ① 존속하는 회사가 합병으로 인하여 그 발행할 주식의 총수를 증가하는 때에는 그 증가할 주식의 총수, 종류와 수
- ② 존속하는 회사의 증가할 자본과 준비금의 총액
- ③ 존속하는 회사가 합병당시에 발행하는 신주의 총수, 종류와 수 및 합병으로 인하여 소멸하는 회사의 주주에 대한 신주의 배정에 관한 사항
- ④ 존속하는 회사가 합병으로 인하여 소멸하는 회사의 주주에게 지급할 금액을 정한 때에는 그 규정(합병교부금)¹⁸⁾
- ⑤ 각 회사에서 합병의 승인결의를 할 사원 또는 주주의 총회의 기일
- ⑥ 합병을 할 날(합병기일)¹⁹⁾
- ⑦ 존속하는 회사가 합병으로 인하여 정관을 변경하기로 정한 때에는 그 규정
- ⑧ 각 회사가 합병으로 인하여 이익의 배당 또는 제 462 조의 3 제 1 항의 규정에 의하여 금전으로 이익배당을 할 때에는 그 한도액
- ⑨ 합병으로 인하여 존속하는 회사에 취임할 이사와 감사 또는 감사위원회의 위원을 정한 때에는 그 성명 및 주민등록번호

위 합병계약서 기재사항 중 ③은 합병비율에 관한 것으로서 합병 당사회사 주주의 이해관계에 큰 영향을 미치므로 이에 관해서는 아래에서 별도로 설명하겠음.

한편, 실무상 합병계약서에 위와 같은 필요적 기재사항 이외에 합병 당사자가 상호 합의하여 합병과 관련하여 필요한 사항(예: 합병해제사유, 당사회사의 선관주의의무, 합병조건의 변경, 소멸회사 종업원의 승계, 임원의 퇴직위로금 등)을 임의적 기재사항으로 기재하는 경우가 적지 않음.

마. 합병관련 증권신고서 제출

다른 법인과 합병하여 주식을 신규 발행하는 경우 증권신고서를 제출하여야 함(자동법 시행령 제 129 조 참조) 금융위에 제출하여야 함. 합병으로 인한 주식 발행과 관련한 증권신고서의 기재사항 및 그 첨부서류에 관하여는 증권의 발행 및 공시에 관한 규정 제 2-9 조를 참고하기 바람.

바. 합병주주총회 소집을 위한 기준일 및 주주명부폐쇄공고

회사는 합병승인을 위한 주주총회에서 의결권을 행사할 주주를 정하기 위하여 일정한 기간을 정하여 주주명부의 기재변경을 정지하거나 일정한 날에 주주명부에 기재된 주주를 그 권리를 행사할 자로 볼 수 있음. 회사가 위와 같은 기간 또는 날을 정한 때에는 그 기간 또는 날의 2 주간 전에 이를 공고하여야 함(상법 354 조 참조).

사. 주주총회 소집통지.공고

회사는 합병승인을 위한 주주총회일 2 주간 전에 각 주주에게 주주총회의 소집을 통지하거나 공고하여야 함. 이러한 주주총회 소집통지 또는 공고를 하는 경우에는 합병계약의 요령, 반대주주의 주식매수청구권에 관한 사항을 기재하는 것이 필요함(상법 제 363, 374 조, 제 552 조 참조).

아. 합병계약서 등의 공시.비치

이사는 합병승인을 위한 주주총회 회일의 2 주전부터 합병을 한 날 이후 6 월이 경과하는 날까지 합병계약서, 합병 당사회사의 재무제표, 합병신주 배정에 관한 사항 등을 본점에 비치하여야 함(상법 제 522 조의 2).

한편, 상장법인은 합병에 관한 참고사항(합병의 목적. 경위, 합병계약서의 주요 요지 등)을 주주총회 소집의 통지. 공고 시에 통지. 공고하거나 회사의 인터넷 홈페이지에 게재하고 본점 등에 비치하여야 함(상법 제 524 조의 4 참조).

자. 합병승인 주주총회

회사가 합병을 함에 있어서는 주주총회로부터 특별결의(출석 주주의 의결권의 2/3 이상의 수와 의결권 있는 주식총수의 1/3 이상의 수의 찬성) 방법에 의하여 합병계약서 승인을 얻어야 함(상법 제 522 조 제 1 항, 제 3 항, 434 조 참조). 상장회사의 경우 주주총회에서 합병승인을 결의한 경우 즉시 이를 공시하여야 함(유가증권시장 공시규정 제 7 조, 코스닥시장공시규정 제 6 조 참조).

차. 합병반대주주의 주식매수청구

주주총회 전에 합병에 반대하는 의사를 서면으로 표시한 주주는 주주총회일로부터 20 일 이내에 회사에 자기가 소유하는 주식의 매수를 청구할 수 있음(상법 제 522 조의 3, 자동법 제 165 조의 5 참조). 유의할 점은 자동법은 상장법인 주주의 경우 합병에 관한 이사회결의 이전에 취득하거나 위 이사회결의가 공시된 날의 다음 날까지 2 해당 주식의 취득이 체결된 경우에만 주식매수청구권을 행사할 수 있도록 규정함으로써 주식매수청구권을 행사할 수 있는 주주의 범위를 제한하고 있음(자동법 제 165 조의 5, 자동법 시행령 제 176 조의 7).

카. 채권자이의제출공고 및 구주권제출공고

회사는 합병결의가 있는 날로부터 2 주 내에 회사채권자에 대하여 합병에 이의가 있으면 1 월 이상의 기간 내에 이의를 제출할 것을 공고하고 알고 있는 채권자에 대하여는 이를 따로 따로 이를 최고하여야 하며, 회사는 이의를 제출한 채권자에 대하여 변제 또는 상당한 담보를 제공하거나 이를 목적으로 하여 상당한 재산을 신탁회사에 신탁하여야 함(상법 제 522 조의 5, 제 232 조 참조).

소멸하는 회사는 그 주주에게 1 월 이상의 기간을 정하여 그 기간 내에 소멸하는 회사의 주권을 제출할 것을 공고하고 주주와 질권자에 대하여는 각별로 통지하여야 함(상법 제 530 조, 제 440 조 참조). [20\)](#)

타. 합병기일

합병은 합병등기로써 효력이 발생하며, 합병 당사회사는 합병등기 이전에 내부적.실체적으로 합체됨. 이처럼 소멸회사의 재산.장부 또는 기타 모든 영업과 권리의무가 존속회사에 인도되어 당사회사가 실질적으로 합쳐지는 날로서 당사회사 사이에 합의된 날이 합병기일임.

통상 합병기일은 회계의 편의상 월말로 하거나 월초로 하는 경우가 많음. 합병실무는 합병기일을 채권자이의제출기간 및 구주권 제출기간의 만료일 다음날로 하는 경우가 많음.

파. 합병보고총회

흡수합병의 경우 존속회사의 대표이사는 채권자보호절차 종료후, 주식의 병합이 있을 때에는 그 효력이 생긴 후, 병합에 적당하지 아니한 주식이 있을 때에는 상법 제 443 조에 의한 처분을 한 후 지체 없이 주주총회를 소집하고 합병에 관한 사항을 보고하여야 함(상법 제 526 조 제 1 항). 이러한 합병보고총회에는 합병신주를 인수하는 소멸회사의 주주도 참석할 수 있음(상법 제 526 조 제 2 항 참조).

그런데, 이사회는 공고로써 합병보고총회를 갈음할 수 있으므로(상법 제 526 조 제 3 항), 합병실무상으로는 합병보고총회를 소집하지 아니하고 그 대신 합병보고 이사회를 거쳐 합병공고를 하는 경우가 대부분임.

하. 합병등기

회사의 합병은 등기에 의하여 효력이 발생함(상법 제 530 조 제 2 항, 제 234 조 참조). 주식회사에 있어서는 흡수합병의 경우 합병보고총회의 종료일(이사회의 공고로 보고총회를 갈음하는 때에는 공고일)로부터 본점 소재지에서는 2 주간 내, 지점소재지에서는 3 주간 내에 변경등기(준속회사의 경우) 또는 해산등기(소멸회사의 경우)를 하여야 함(상법 제 528 조 제 1 항 참조). 만일 합병으로 인하여 전환사채 또는 신주인수권부사채를 승계한 때에는 합병등기와 동시에 사채의 등기를 하여야 함(상법 제 528 조 제 2 항 참조).

거. 합병종료보고서 제출

합병에 관한 증권신고서를 제출한 법인은 발행실적에 관한 보고서 또는 합병 종료보고서를 금융위에 제출하여야 함(자통법 제 128 조, 증권의 발행 및 공시에 관한 규정 제 2-19 조, 제 5-16 조 참조).

너. 기업결합(합병)신고서 제출

합병이 기업결합신고 요건에 해당하는 경우에는 합병등기 후 30 일 이내에 공정위에 기업결합신고를 하여야 함. 다만, 자산총액 또는 매출액(계열회사의 자산총액 또는 매출액포함)이 2 조원 이상인 회사가 합병의 당사회사인 경우에는 합병계약일로부터 30 일 이내에 기업결합신고를 하여야 하고, 위 기업결합에 대한 공정위의 심사가 완료될 때(최장 신고일로부터 120 일)까지 합병등기를 할 수 없음을 유의할 필요가 있음. 기업결합신고에 관한 세부사항은 앞의 I. 8.을 참고하기 바람.

더. 5%, 10% 보고

합병으로 인하여 본인 및 그 특별관계자가 새로이 상장회사의 주식을 5% 이상 보유하거나 기존 5% 이상 소유한 자의 지분이 1% 이상 증가한 자는 합병을 한 날로부터 5 영업일 이내에 5% 보고를 하여야 하며, 임원, 주요주주(10% 이상 보유한 주주)의 경우 합병으로 인하여 소유주식수에 변동이 있는 경우 합병등기일로부터 5 영업일 이내에 10% 보고(임원·주요주주의 주식소유상황보고)를 하여야 함. 다만, 합병으로 인하여 상장회사의 주요주주가 되는 자는 합병신주의 상장일로부터 5 영업일 이내에 10%보고를 하여야 함

러. 주식매수대금 지급

상장회사의 경우 반대주주의 주식매수청구기간이 종료하는 날로부터 1 월 이내에 당해 주식을 매수하여야 함(자통법 제 165 조의 5 참조). 한편, 비상장회사의 경우 반대주주로부터 주식매수청구를 받은 날로부터 2 월 이내에 그 주식을 매수하여야 함(상법 제 530 조, 제 374 조의 2 참조).

머. 합병신주의 상장

상장회사의 경우 합병으로 발행하는 신주가 거래소를 통하여 거래될 수 있도록 합병신주를 상장하는 것이 필요함.

3. 합병의 효과

합병등기에 의하여 합병의 효력이 생기면 다음과 같은 효과가 발생함.

가. 회사의 소멸과 설립

흡수합병의 경우 당사회사의 일부가 소멸하고, 신설합병의 경우에는 모든 당사회사가 소멸하고 신회사가 설립됨. 상법은 합병을 회사의 해산사유로 규정하고 있지만, 이는 고유한 의미의 해산이 아니라 형식적인 것에 불과하며 회사는 합병에 의하여 청산절차를 거치지 않고 당연히 소멸함.

나. 권리.의무의 포괄적 승계

존속회사 또는 신설회사는 소멸회사의 모든 권리.의무를 포괄적으로 승계함. 승계되는 권리.의무에는 원칙적으로 공법상의 권리.의무도 포함됨.²¹⁾ 포괄적인 승계이므로 개개의 재산에 대하여 이전하는 행위를 따로 할 필요는 없고 별도의 채무인수절차도 필요하지 않음. 다만, 승계한 권리를 처분하기 위해서는 등기.등록 등 공시방법을 갖추어야 할 경우가 있으며, 권리의 종류에 따라서는 제 3 자에게 대항요건을 갖추어야 할 경우가 있음(예: 선박소유권, 기명사채, 기명주식 등).

다. 주주의 지위

합병에 의하여 소멸회사의 주주는 단주로 인하여 그 자격이 상실되지 않는 한 원칙적으로 존속회사 또는 신설회사의 주주가 됨. 다만, 합병에 반대하는 자는 주식매수청구권을 행사함으로써 존속회사 또는 신설회사의 주주가 되지 않을 수 있음. 존속회사 또는 신설회사는 소멸회사의 주주에게 합병신주의 주권을 교부하여야 함.

라. 이사 및 감사의 임기 변경

합병 후 존속하는 회사의 이사 및 감사로서 합병 전에 취임하는 자는 합병계약서에 다른 정함이 있는 경우를 제외하고는 합병 후 최초로 도래하는 결산기의 정기주주총회가 종료하는 때에 퇴임함(상법 제 527 조의 4 제 1 항 참조). 위 규정의 취지는 합병계약서에 달리 정함이 없는 경우에는 존속회사의 이사와 감사의 임기를 본래의 그것보다 단축하는 것을 목적으로

하고 있는 만큼, 본래의 임기가 합병후 최초 결산기의 정기총회 종료일보다 먼저 도래하는 때에는 본래의 임기만료일에 그 지위를 상실하는 것으로 새겨야 함.

만일, 존속회사의 임기를 본래 임기대로 유지하고자 할 경우에는 합병계약서에 존속회사의 기준 이사의 임기는 합병에도 불구하고 종전 임기를 적용한다는 조항을 삽입할 필요가 있음.

4. 합병의 무효

합병이 법정의 요건을 결하거나 그 절차에 하자가 있는 경우에는 그 합병의 효력이 문제됨. 합병은 복잡한 절차를 필요로 하는 단체법상의 행위이므로 그 무효여부를 민법상의 일반원칙에 맡긴다면 법률관계의 안정을 위태롭게 할 수 있으므로 상법은 제소권자와 제소기간, 제소방법을 제한하여 합병무효를 주장할 수 있게 하고 있음.

합병무효의 주장은 소만으로 할 수 있음. 합병무효의 소는 주주.이사.감사.청산인.파산관재인 또는 합병을 승인하지 않는 채권자에 한하여 [22\)](#) 합병등기가 있는 날로부터 6 월 내에 제기하여야 함.

일반적으로 (i) 합병에 관한 제한규정을 위반한 때, (ii) 합병계약서의 법정요건의 흡결 또는 전혀 합병계약서를 작성하지 아니한 때, (iii) 합병결의의 무효나 취소의 원인이 있은 때, (iv) 채권자보호에 관한 절차를 이행하지 아니한 때, (iv) 주식매수청구권에 관한 규정을 위반할 때, (v) 합병비율이 현저하게 불공정한 경우 [23\)](#), (vi) 파산한 회사가 존립중의 회사에 흡수합병된 때의 경우 합병무효원인이 될 수 있는 것으로 보고 있음.

합병무효의 소의 피고는 존속회사 또는 신설회사임. 합병무효의 소는 합병의 효력을 소멸시키는 형성의 소로서 판결이 확정된 때로부터 효력이 발생하며 존속회사 또는 신설회사는 장래에 향하여 합병전의 당사회사로 분할되며, 합병으로 소멸한 회사는 부활하고, 신설회사는 소멸함.[24\)](#)

5. 관련 참고사항

가. 존속회사의 증가할 자본과 준비금의 총액

존속회사의 증가할 자본액이 소멸회사의 순자산에 의하여 제한되는지 여부가 문제됨. 환연하면 합병신주의 액면총액과 합병교부금의 합계액이 소멸회사의 순자산액을 한도로 하느냐가 문제됨.

우리 법은 이에 대하여 명시적인 태도를 표명하지 않고 있으나, 유력한 학설은 존속회사의 자본증가액은 소멸회사의 순자산에 의하여 제한된다고 보는 것이 타당하다는 입장이었음.[\(25\)](#)

최근 대법원은 “상법 제 523 조 제 2 호가 흡수합병계약서의 절대적 기재사항으로 ‘존속하는 회사의 증가할 자본’을 규정한 것은 원칙적으로 자본충실을 도모하기 위하여 존속회사의 증가할 자본액(즉, 소멸회사의 주주들에게 배정·교부할 합병신주의 액면총액)이 소멸회사의 순자산가액 범위 내로 제한되어야 한다는 취지라고 볼 여지가 있기는 하나, 합병당사자의 전부 또는 일방이 주권상장법인인 경우 그 합병가액 및 **합병비율**의 산정에 있어서는 증권거래법과 그 시행령 등이 특별법으로서 일반법인 상법에 우선하여 적용되고, 증권거래법 시행령 제 84 조의 7 소정의 합병가액 산정기준에 의하면 주권상장법인은 합병가액을 최근 유가증권시장에서의 거래가격을 기준으로 재정경제부령이 정하는 방법에 따라 산정한 가격에 의하므로 경우에 따라 주당 자산가치를 상회하는 가격이 합병가액으로 산정될 수 있고, 주권비상장법인도 합병가액을 자산가치·수익가치 및 상대가치를 종합하여 산정한 가격에 의하는 이상 역시 주당 자산가치를 상회하는 가격이 합병가액으로 산정될 수 있으므로, 결국 소멸회사가 주권상장법인이든 주권비상장법인이든 어느 경우나 존속회사가 발행할 합병신주의 액면총액이 소멸회사의 순자산가액을 초과할 수 있게 된다. 따라서 증권거래법 및 그 시행령이 적용되는 흡수합병의 경우에는 존속회사의 증가할 자본액이 반드시 소멸회사의 순자산가액의 범위 내로 제한된다고 할 수 없다”고 판시하고 있음(대법원 2008. 1.10. 선고 2007 다 64136 판결).

위와 같은 판례에 비추어 볼 때 증권거래법(자동법)에 따라 합병비율이 산정되는 상장회사간 또는 상장회사와 비상장회사 사이의 합병의 경우에는 존속회사의 증가할 자본금액이 소멸회사의 순자산 범위 내로 제한된다고 보기 어려움. 다만, 위 판례가 증권거래법(자동법)에 따라 합병비율이 산정되지 아니하는 비상장회사간의 합병에 그대로 적용된다고 보기에는 무리가 있음.

나. 채무초과회사와의 합병 가부

등기 선례 6-674(2001. 10. 31.)는 “채무초과회사를 해산회사로 하는 합병은 자본충실의 원칙 그리고 합병의 공정성을 유지하여 존속회사의 주주와 채권자를 보호해야 하는 점 및 합병차익을 전제로 한 상법규정을 종합하여 보면 인정하기 어렵다”고 규정하고 있음. 이론상으로는 다소 논란의 여지가 있을 수 있지만 등기실무 상으로는 채무초과회사를 해산회사(소멸회사)로 하는 흡수합병은 허용되지 않음.

그런데, 위와 반대의 경우인 채무초과회사를 존속회사로 하는 흡수합병의 허용 여부에 관한 뚜렷한 판례 또는 등기예규를 찾기 어려운 실정임. 다만, 이와 관련하여 허용된다는 견해, 허용되지 않는다는 견해, 예외적으로 허용될 수 있다는 견해가 대립하고 있음.

채무초과회사를 존속회사로 하는 흡수합병의 경우 소멸회사의 주주에 대하여 실질적 지분의 일부 폐기(소각)를 강제한다는 문제가 있으며 주식매수청구권을 행사하지 않고 합병 후의 법률관계에 그대로 잔류하기를 원하지만 채무초과회사와의 합병에는 반대하는 소멸회사의 주주들에게는 주식매수청구권이 충분한 보호방법이 되기 어렵다는 점에서 채무초과회사를

존속회사로 하는 흡수합병이 일반적으로 협용된다는 적극설을 그대로 받아들이기는 어려움.

한편, 채무초과회사를 존속회사로 하는 흡수합병이라고 하더라도 이로 인하여 손해를 입을 수 있는 해산회사의 주주, 채권자들이 모두 동의하거나 이의를 제기하지 않는 경우에는 이를 금지할 이유가 없다는 점에서 소극설도 한계를 가지고 있다고 생각되며 소멸회사의 주주, 채권자들이 모두 보호되는 것을 전제로 하여 채무초과회사를 존속회사로 하는 흡수합병의 예외를 인정하고 있는 한정적 적극설이 상대적으로 설득력을 가지고 있다고 보이나, 이에 관한 뚜렷한 판례나 등기예규가 없다는 점에서 채무초과회사를 존속회사로 하는 흡수합병의 경우 신중하게 추진할 필요가 있음. [26\)](#)

다. 합병비율

(1) 합병비율의 산정

합병시 합병비율은 합병조건 중 가장 중요한 사항임. 합병비율은 법률의 규정 또는 당사회사간의 협의에 의해서 결정되기는 하지만, 주주의 입장에서 볼 때 그것은 당사회사의 객관적 기업가치 내지 1 주식의 내재가치에 상응하는 공정한 것이어야 함. 상법은 합병비율을 합병계약서의 절대적 기재사항으로 하여 주주총회에서 주주들에 의한 사전통제를 거치도록 하고 있으나, 합병비율의 산정에 관하여 아무런 규정을 두고 있지 않음. 결국 상법이 적용되는 비상장회사 사이의 합병의 경우 합병비율은 당사회사들이 기업가치를 고려하여 협의하여 정할 필요가 있음.

한편, 자동법은 상장회사간 또는 상장회사와 비상장회사의 합병에 있어서의 합병비율은 다음과 같은 방식에 의하여 산정하도록 하고 있음(자동법 시행령 제176조의 5 참조).

상장회사간의 합병의 경우에는 합병 당사회사의 기준가격(합병가액)에 의하여 합병비율을 산정하도록 하고 있으며, 여기서 기준가격이란 합병을 위한 이사회결의일과 합병계약을 체결한 날 중 앞서는 날의 전일을 기산일로 하여 1 개월 평균종가.1 주일 평균종가.최근일 종가의 산술평균가액과 최근일 종가 중 낮은 가액으로 함.

한편, 상장회사와 비상장회사 사이의 합병의 경우 상장법인의 합병가액은 위에서 본 기준가액으로 하고, 비상장법인의 합병가액은 자산가치와 수익가치의 가중산술평균가액(자산가치를 1, 수익가치를 1.5로 하여 가중산술평균함)과 상대가치의 산술평균가액(단, 상대가치를 산정할 수 없는 경우에는 자산가치와 수익가치를 가중산술평균한 가액)으로 산정하여 합병비율을 산정하도록 하고 있음.

(2) 불공정한 합병비율

합병비율이 현저하게 불공정한 경우 합병무효 사유가 되는지 여부에 관하여 다툼이 있음. 최근 대법원은 합병비율이 현저하게 불공정한 경우에는 합병무효사유가 되나 증권거래법에 따라 합병비율을 산정한 경우에는 합병비율이 현저하게 불공한 것으로 볼 수 없다고 판시하였음(대법원 2008. 1.10. 선고 2007 다 64136 판결 참조).²⁷⁾

이러한 판례의 취지에 볼 때 상장회사가 당사자인 합병의 경우 증권거래법에 따라 정한 바에 따라 합병비율을 산정하면 현저하게 불공정한 합병비율에 해당하지 않는 것으로 보임.

라. 주식매수청구권

(1) 의의

주식매수청구권이란 경영진과 지배주주들이 주주의 이익에 중대한 영향을 미치는 일정한 사항을 결의하거나 합병이나 영업양도 등 회사의 근본적인 변경을 추진하는 경우 이에 반대하는 소수주주들이 자산의 주식을 회사에 매도하고 회사로부터 탈퇴할 수 있는 권리를 말함.

주식매수청구권은 회사조직과 활동에 중대한 변화가 초래될 수 있는 의사결정에서 자신의 뜻을 포기할 수밖에 없는 소수자들이 회사구성원에서 탈퇴하는 방법으로 인정되어 온 것으로서 지배주주의 횡포로부터 소수주주를 보호하기 위한 제도임. 따라서 이 제도는 기본적으로는 소수자보호의 법리에서 비롯된 것이지만, 한편으로는 회사나 지배주주의 입장에서 보면 합병이나 영업양도 등에 반대하는 주주를 용이하게 배제할 수 있는 이점도 있어 지배주주와 소수주주의 이해관계를 조정하는 기능도 가짐.

이러한 주식매수청구권은 특히 합병에 있어서 상당히 중요한 역할을 하는데 합병조건에 불만이 있어 합병승인결의에 반대하는 주주로 하여금 합병 후의 법률관계로부터 탈퇴할 수 있는 기회를 마련해 줄 뿐만 아니라, 주식매수청구권이 존재한다는 것 자체만으로도 불공정하게 추진될 우려가 있는 합병을 사전에 어느 정도 억제하는 기능을 있다고 할 수 있음.

(2) 절차

합병에 관하여 이사회 의 결의가 있는 때에는 그 결의에 반대하는 주주는 주주총회 전에(간이 합병시에는 간이 합병 사실의 공고 또는 통지한 날부터 2 주간내) 서면으로 당해 법인에게 그 결의에 반대한다는 의사를 통지한 경우에는, 주주총회 결의일(간이 합병시는 간이 합병 사실의 공고 또는 통지를 한 날부터 2 주간이 경과한 날)로부터 20 일내에 그 소유주식을 매수할 것을 서면으로 당해 법인에게 청구할 수 있음(상법 제 522 조의 3 제 1 항).

상장법인은 매수의 청구기간이 종료하는 날부터 1 월 이내에, 비상장법인은 매수청구를 받은 날로부터 2 월 이내에 그 주식을 매수하여야 함(자통법 제 165 조의 5 참조).

(3) 가격

비상장법인의 경우 회사가 반대주주로부터 주식매수청구를 받은 날로부터 30일 이내에 주주와 회사 간의 협의에 의하여 매수가격을 결정하되, 협의가 이루어지지 아니한 경우에는 회사 또는 주식매수청구를 한 주주는 법원에 대하여 매수가액의 결정을 청구할 수 있음(상법 제 2374 조의 2)

한편, 상장법인의 경우 주주와 회사 간의 협의에 의해 매수가격을 결정하되, 협의가 이루어지지 아니하는 경우에는 이사회의 결의일 이전에 거래소에서 거래된 당해 주식의 거래가격을 대통령령이 정하는 방법에 따라 산정된 금액 [28\)](#)을 매수가격으로 하되, 당해 법인이나 매수를 청구한 주주가 그 매수가격에 반대하는 경우에는 법원에 그 매수가격을 조정할 수 있다고 규정하고 있음. 결국 상장법인의 경우 ① 협의 → ② 자동법이 정한 가격 → ③ 법원의 결정의 단계에 의하여 매수가격을 정하게 됨.[29\)](#)

(4) 주식매수청구권 행사의 효과

회사는 주식매수청구권을 받은 날로부터 일정한 기간(상장법인의 경우 매수청구기간 종료일로부터 1월 이내, 비상장법인의 경우 매수청구를 받은 날로부터 2월 이내)에 당해 주식을 정해진 가격으로 매수하여야 함.

주식매수청구권은 형성권이므로 행사와 동시에 매매계약체결의 효과가 발생하며 위 기간은 매수대금의 지급기한으로 보아야 함. 회사가 위 기한까지 매수대금을 지급하지 않는 경우 주주는 상법 제 401 조 제 1 항에 기하여 이사를 상대로 손해배상청구를 할 수 있음.

반대주주가 주식매수청구를 하면 회사의 승낙과 관계없이 회사가 이를 매수하여야 하지만, 주주가 매수청구를 한 때에 주주의 자격이 당연히 소멸되는

것은 아니고 회사가 대금을 지급하는 때에 주주의 지위가 소멸하고 주식의 이전도 이루어진다고 해석됨.

주식매수청구권의 대상인 거래가 주주총회 결의 후 무효·취소 또는 해제된 경우에도 주식매수청구권이 인정되는가가 문제됨. 주식매수청구권이 상법상 특별한 요건과 절차에 의하여 인정된 특수상거래인 이상 사유의 계약해제 등을 이유로 이미 성립한 주식매수청구권이 무효로 되지 않는다고 보아야 함.³⁰⁾

마. 우회상장의 제한

상장요건을 갖추지 못한 비상장법인이 상장법인과 합병, 포괄적 주식교환 등을 통하여 우회적으로 상장하는 것을 우회상장(Back door listing)이라고 함.

증권거래법은 상장법인과 비상장법인 합병시 비상장법인이 자산, 부채, 자본 중 2 가지 이상이 상장법인보다 큰 경우에 한하여 비상장법인이 일정한 상장요건을 충족하여야 합병이 가능할 수 있도록 규정하였음(자통법 시행령 제 176 조의 5 제 3 항 참조). 그 이외에는 비상장법인과 상장법인의 합병과 관련한 별도의 규제를 하지 않았음.

위와 같은 규제의 미비로 상장요건에 미달하는 기업들이 상장법인과의 합병 등을 통하여 사전심사 없이 상장되는 문제가 발생하자 금융감독기관은 2006년경부터 우회상장에 대한 규제를 강화하게 되었음.

유가증권시장상장규정 및 코스닥시장상장규정은 우회상장을 규제하기 위하여 상장법인이 비상장법인과 합병, 포괄적 주식교환을 하고 이로 인하여 최대주주 변경등 ³¹⁾이 있는 경우 당해 비상장법인이 상장요건을 갖추지 못하면 당해 상장법인의 상장을 폐지할 수 있도록 하고 있음(유가증권시장상장규정 제 80 조 제 15 호, 코스닥시장상장규정 제 38 조 제 1 항 제 17 호 가목 참조).

한편, 상장법인이 비상장법인과 합병을 하는 경우 비상장법인의 주식을 보유하고 있는 최대주주 등은 합병기일로부터 일정기간(유가증권시장: 6 월, 코스닥시장: 2 년) 합병신주를 계속 보유하여야 함(코스닥시장상장규정 제 22 조 제 1 항 제 1 호, 유가증권시장상장규정 제 46 조 제 2 항, 제 10 조 제 3 호 참조).

위와 같은 우회상장 규제 및 최대주주의 일정기간 보호의무로 인하여 우회상장이 현실적으로 어렵게 되었음.

바. 자기주식의 처리

회사는 원칙적으로 자기주식을 취득하지 못함. 다만, 주식을 소각하기 위하여 회사의 합병 또는 영업양수로 인한 경우 등 예외적인 경우에 한하여 자기주식을 취득할 수 있음(상법 제 341 조 참조). 예외적으로 취득한 자기주식의 경우 상당한 시기에 처분하는 것이 필요함(상법 제 342 조 참조).

존속회사가 소멸회사의 주식을 가지고 있거나 소멸회사가 자기주식 또는 존속회사의 주식을 가지고 있는 경우 합병과정에서 다음과 같은 자기주식이 문제될 수 있음.

(가) 소멸회사가 자기주식을 가지고 있는 경우

흡수합병시 소멸회사가 자기주식을 가지고 있는 경우 소멸회사의 자기주식이 합병에 의하여 당연히 소멸하여 존속회사는 합병신주를 배정하지 못한다는 견해와 배정하여도 무방하다는 견해가 대립하고 있음. 합병실무상으로는 이 경우에도 합병신주를 배정함으로써 존속회사의 자기주식으로 되는 경우가 적지 않음.

(나) 소멸회사가 존속회사의 주식을 가지고 있는 경우

소멸회사가 존속회사의 주식을 가지고 있는 경우에는 당해 존속회사의 주식은 합병에 의하여 존속회사에 포괄승계됨. 필요한 경우 위 주식을 소멸회사의 주주들에게 합병신주로 교부하는 것도 가능함.

(다) 존속회사가 소멸회사의 주식을 가지고 있는 경우

존속회사가 소멸회사의 주식을 가지고 있는 경우 존속회사에 대하여 합병신주를 배정할 수 있는가에 대하여 견해가 대립하고 있음. 합병실무상으로는 위 (가)와 같이 존속회사에 대하여 합병신주를 배정하는 사례가 적지 않음.

IV. 영업양수

1. 개념

영업양수란 영업을 그 동일성을 유지하면서 양도인으로부터 이전받는 행위를 의미함. 이러한 영업양수를 상대방 측에서 보면 영업양도임. 여기서 영업이란 일정한 영업목적에 의하여 조직화된 유기적 일체로서의 기능적 재산을 의미하며 양도인이 수행하는 영업전부가 아닌 영업 일부의 양수도의 경우에도 해당 영업부문의 인적·물적 조직이 동일성을 유지한 채 일체로서 이전되는 것이 필요함(대법원 1997. 4. 25. 선고 96 누 19314 판결 참조).

위와 같은 영업양수도는 양수도 대상 영업에 속하는 개별적인 권리와 의무의 특정 승계를 초래하는 계약으로 그 법적 성격은 일종의 채권계약임.

영업전부의 양수도 또는 중요한 영업일부의 양수도의 경우 양도인과 양수인 회사의 주주총회 특별결의를 통한 승인을 얻어야 한다는 점, 이에 반대하는 주주들은 주식매수청구권을 행사할 수 있다는 점, 사업보고서를 제출하는 법인의 경우 주요사항보고서를 제출하여야 한다는 점은

합병과 유사하나, 채권자보호절차를 거칠 필요가 없다는 점, 양수도대상 영업을 이전하기 위해서는 영업에 속한 개별 권리와 의무를 일일이 이전하여야 한다는 점은 합병과 구별됨.

2. 영업양수도의 절차

아래는 양수인이 자신의 영업에 중대한 영향을 미치는 상장회사의 영업 일부를 양수한다는 점을 전제로 양수도 대상 영업에 대한 실사 등 영업양수도를 위한 준비절차를 제외한 일반적인 영업양수도 절차를 요약한 것임. 통상 상장법인과 영업양수도를 하는 경우 영업양수도 준비부터 영업양수도의 이행까지에는 약 2 개월 내외의 시간이 소요되며 반대주주의 주식매수절차가 완료되기 위해서는 추가적으로 약 1~2 개월이 소요됨.

가. 영업양수도 가액의 적정성 평가를 위한 외부평가법인의 지정

상장법인이 중요한 영업양수도 [32\)를](#) 하는 경우 양수도 가격의 적정성에 관한 외부평가기관의 평가를 받아야 함(자동법 제 176 조의 6 제 3 항 참조). 한편, 영업양수도로 인하여 증권을 모집하거나 매출하는 경우에는 증권신고서를 제출하여야 하는데, 증권신고서를 제출하는 경우 외부평가기관의 의견서를 첨부하여야 함(증권의 발행 및 공시에 관한 규정 제 2-10 조 참조).

이러한 점을 감안할 때 상장법인의 경우 중요한 영업양수도에 관한 이사회 결의에 앞서 외부평가기관을 지정하는 것이 필요하며 외부평가에 일정한 시간이 소요된다는 점을 감안할 때 영업양수도에 관한 이사회결의일 이전에 외부평가기관을 지정하는 것이 바람직함.

나. 영업양수도 이사회결의

양수도 당사회사의 대표기관에 의하여 영업양수도의 조건 .방식 등 영업양수도에 필요한 사항이 합의되어야 하는데, 주식회사의 경우 대표이사 사이에 합의가 이루어지기 이전에 각 당사회사의 이사회결의가 필요함.

사업보고서를 제출하여야 하는 법인의 경우 영업양수도에 관한 이사회결의가 있는 경우 주요사항으로 금융위에 보고하는 것이 필요함(자통법 161 조, 자통법 시행령 제 171 조 참조). 만일 중요한 영업양수도에 해당하지 아니하여 주주총회를 거칠 필요가 없는 영업양수도의 경우 이사회결의만으로 영업양수도 계약의 효력이 발생할 수 있음. 통상 영업양수도를 위한 이사회에서는 영업양수도 계약체결을 승인함과 아울러 영업양수도 승인을 위한 주주총회의 기준일을 설정하는 경우가 많음.

영업양수도에 관한 이사회결의가 있는 때에는 그 결의에 반대하는 주주는 주주총회 전에 회사에 대하여 반대의사를 통지할 수 있으며, 반대의사를 통지한 주주는 총회 결의일로부터 20 일 이내에 자신이 소유한 주식의 매수를 청구할 수 있음(상법 제 374 조의 2 참조). 반대주주의 주식매수청구권에 관하여는 앞의 III. 5.라를 참고하기 바람.

다. 영업양수도 계약서의 작성

상법은 영업양수도 계약의 방식 또는 기재사항에 관하여 아무런 규정을 두고 있지 아니하므로 당사자 간에 합의만으로 영업양수도 계약이 성립할 수 있지만 보통은 서면에 의한 영업양수도 계약이 체결됨.

통상적으로 영업양수도 계약서에는 ① 목적, ② 양수도 대상 영업의 범위, ③ 양수도대금, ④ 양도인의 확약, ⑤ 양수도 이행을 위한 선결조건, ⑥ 양수도대금의 확정 및 정산, ⑦ 영업양수도의 이행, ⑧ 진술 및 보증, ⑨ 양수도이행일 이후의 협력의무, ⑩ 손해배상 및 면책, ⑪ 계약의 해제 및 그 효과, ⑫ 기타사항 등이 기재됨. 영업양수도 계약에 관한 세부사항에 관하여는 첨부된 영업양수도 계약을 참고하기 바람.

라. 영업양수도 관련 주요사항보고서 등의 제출

사업보고서를 제출하는 법인이 중요한 영업의 양수도와 관련하여 영업양수도계약서를 체결하거나 이사회에서 영업양수도를 결의한 때에는 그 사실 발생 다음날까지 금융위에

주요사항보고서를 제출하여야 함(자통법 제 161 조, 자통법 시행령 제 171 조 참조). 한편, 영업양수도와 관련하여 증권을 모집하거나 매출하는 경우에는 영업양수도 관련 증권신고서를 제출하여야 함(증권의 발행 및 공시에 관한 규정 제 2-10 조 참조). 그런데, 영업양수도와 관련하여 증권을 모집. 매출하는 경우는 거의 없을 것으로 예상되는바, 증권신고서를 제출하여야 하는 경우는 드물 것으로 예상됨.

마. 주주총회 소집을 위한 기준일 및 주주명부폐쇄공고

회사는 영업양수도 승인을 위한 주주총회에서 의결권을 행사할 주주를 정하기 위하여 일정한 기간을 정하여 주주명부의 기재변경을 정지하거나 일정한 날에 주주명부에 기재된 주주를 그 권리를 행사할 자로 볼 수 있음. 회사가 위와 같은 기간 또는 날을 정한 때에는 그 기간 또는 날의 2주간 전에 이를 공고하여야 함(상법 제 354 조 참조).

바. 주주총회 소집통지. 공고

회사는 영업양수도 승인을 위한 주주총회일 2 주간 전에 각 주주에게 주주총회의 소집을 통지하거나 공고하여야 함. 이러한 주주총회 소집통지 또는 공고를 하는 경우에는 영업양수도의 개요, 반대주주의 주식매수청구권에 관한 사항을 기재하는 것이 필요함(자통법 제 165 조의 5 참조).

사. 영업양수도승인 주주총회

회사가 영업의 전부 또는 중요한 일부를 양도하거나 다른 회사의 영업전부 또는 회사의 영업에 중대한 영향을 미치는 다른 회사의 영업일부를 양수하는 경우에는 주주총회 특별결의에 의한 승인을 얻어야 함(상법 제 374 조 참조).

상장회사의 경우 주주총회에서 영업양수도 승인을 결의한 경우 즉시 이를 공시하여야 함(유가증권시장공시규정 제7조, 코스닥시장공시규정 제6조 참조).

아. 영업양수도의 이행(closing)

합병승인 주주총회가 종료된 후 영업양수도 이행을 하여야 함. 양도인은 영업을 양수인에게 이전하고 양수인은 양도인에게 그 대가로 대금을 지급하여야 함. 양도인은 영업에 속한 권리와 의무를 일일이 양수인에게 이전하여야 하는 관계로 영업양수도의 원활한 이행을 위해서는 사전에 철저한 준비가 필요함.

특히, 부동산 등 이전 시 등기나 등록을 요하는 자산의 이전을 위해서는 이전 등기 또는 등록에 필요한 서류를 교부하는 것이 필요하며, 권리 또는 의무의 이전을 제3자에게 대행하기 위하여 통지, 승낙, 증서의 교부를 요하는 경우(예: 채권, 채무, 증권 등)에는 채무자에 대한 통지, 계약상대방으로부터의 동의, 주권 또는 사채권의 교부 등의 절차를 밟아야 함.

자. 반대주주의 주식매수청구

주주총회 전에 영업양수도에 반대하는 의사를 서면으로 표시한 주주는 주주총회일로부터 20일 이내에 회사에 자기가 소유하는 주식의 매수를 청구할 수 있음(자통법 제165조의5 참조).

유의할 점은 자통법은 상장법인 주주의 경우 영업양수도에 관한 이사회결의 이전에 취득하거나 위 이사회결의가 공시된 후 24시간 까지 매수주문을 한 경우에만 주식매수청구권을 행사할 수 있도록 규정함으로써 주식매수청구권을 행사할 수 있는 주주의 범위를 제한하고 있음(자통법 제165조의5, 자통법 시행령 제176조의7).

차. 영업양수도 종료보고서 제출

영업양수도와 관련한 증권을 모집 또는 매출하기 위하여 증권신고서를 제출한 경우 그 발행실적에 관한 보고서 또는 영업양수도 종료보고서를 제출하여야 함(자통법 제 128 조, 증권의 발행 및 공시에 관한 규정 제 2-19 조, 제 5-16 조 참조).

카. 기업결합(영업양수)신고서 제출

자산총액 또는 매출액(계열회사 자산총액 또는 매출액 포함. 이하 같음)이 2 천억 원 이상 회사 또는 그 특수관계인이 자산총액 또는 매출액이 200 억 원 이상인 회사로부터 영업양수를 하고 당해 영업양수금액이 양도회사 직전사업연도 종료일 현재 대차대조표상 자산총액의 10% 이상이거나 50 억 원 이상인 경우 [33\)](#)에는 영업양수도 대금의 지불을 완료한 날(계약체결일로부터 90 일을 경과하여 양수도대금의 지불을 완료한 경우에는 당해 90 일이 경과한 날)로부터 30 일 이내에 공정위에 기업결합신고를 하여야 함. 한편, 자산총액 또는 매출액이 200 억 원 이상인 회사가 자산총액 또는 매출액이 2,000 억 원 이상인 회사로부터 영업양수를 하고 그 영업양수도대금이 위에 해당하는 경우에도 마찬가지로 기업결합신고를 하여야 함.¹

자산총액 또는 매출액(계열회사의 자산총액 또는 매출액포함)이 2 조원 이상인 회사 또는 그 특수관계인이 다른 회사의 영업을 양수하는 경우에는 영업양수도계약일로부터 30 일 이내에 기업결합신고를 하여야 하고, 위 기업결합에 대한 공정위의 심사가 완료될 때(최장 신고일로부터 120 일)까지 영업양수도 이행행위를 할 수 없음을 유의할 필요가 있음. 기업결합신고에 관한 세부사항은 앞의 I. 8.을 참고하기 바람.

타. 반대주주로부터의 주식매수

상장회사의 경우 반대주주의 주식매수청구기간이 종료하는 날로부터 1 월 이내에 당해 주식을 매수하여야 함(자통법 제 165 조의 5 참조). 한편, 비상장회사의 경우 반대주주로부터

주식매수청구를 받은 날로부터 2월 이내에 그 주식을 매수하여야 함(상법 제 530 조, 제 374 조의 2 참조).

3. 영업양수도의 효과

가. 영업의 이전(권리의무의 개별승계)

영업양도가 이루어지면 개개의 영업용 재산을 비롯하여 유기적으로 결합된 기능적 일체로서의 영업에 대한 권리자가 양도인에서 양수인으로 이전됨. 다만, 구체적으로 이전되는 영업의 범위는 당사자의 합의로 조정할 수 있음.

양도인은 영업양도계약의 이행행위로서 영업에 속한 개개의 적극재산, 소극재산 및 재산적 가치가 있는 사실관계를 각별로 이전하여야 함. 즉, 영업을 구성하는 재산에 특유한 이전절차를 개별적으로 밟아야 함. 양수도 계약상 영업을 위하여 필요한 정부인허가. 등록. 신고가 이전대상에 포함되어 있다고 할지라도 법령상 정부인허가 등의 이전이 허용되지 않거나 이전을 위해서는 일정한 요건이 필요한 경우가 많으므로 사전에 관련 정부기관에 확인할 필요가 있음.

영업의 양수도와 관련하여 영업에 속한 근로자와의 근로관계도 승계되느냐가 특히 문제됨. 판례는 영업이 포괄적으로 양도되면 양도인과 근로자 간에 체결된 근로계약도 양수인에게 승계되는 것으로 보고 있음(대법원 1991. 8. 9. 선고 91다15225 판결 참조).

영업양수도의 경우 당사자 합의에 의하여 영업에 속한 자산의 일부를 이전대상에서 제외하는 것이 가능한데, 영업에 속한 근로자 일부를 승계대상에서 제외하는 것이 가능한지가 문제됨. 이에 대하여 판례는 “영업양수도 당사자 사이에서 근로자 일부를 승계대상에서 제외하기로 하는 특약이 있는 경우에는 그에 따라 근로관계의 승계가 이루어지지 아니할 수 있으나, 그 특약은 실질적으로 해고와 다름이 없으므로 정당한 이유가 있어야 유효하며, 영업양도 그

자체만을 사유로 삼아 근로자를 해고하는 것은 정당한 이유가 있는 경우에 해당한다고 볼 수 없다"고 판시하고 있음(대법원 1995. 9. 29. 선고 94 다 52425 판결, 대법원 2002. 3. 29. 선고 2000 두 8455 판결 참조).

나. 양도인의 경업금지의무

양도인은 다른 약정이 없는 한 10년간 동일한 특별시.광역시.시.군과 인접한 특별시.광역시.시.군에서 동종 영업을 하지 못함. 만일, 당사자 간에 경업금지의무를 약정한 때에는 동일한 특별시.광역시.시.군과 인접한 특별시.광역시.시.군에서 20년을 넘지 아니하는 범위 내에서 그 효력이 있음(상법 제 41 조 2 항 참조).

판례는 양도인이 제 3 자를 내세워 하는 것까지 경업금지의무가 적용되는 것을 보고 있음(대법원 1996. 12. 23. 선고 96 다 37985 판결 참조)

영업양수도 실무상으로는 위와 같은 상법상의 규정과는 별개로 영업양수도계약에 경업금지의 지역범위를 전국으로 하고, 그 기간을 5년内外로 하는 경업금지조항을 포함시키는 경우가 적지 않음.

다. 상호계속 사용 또는 채무인수 광고시 양수인의 책임

영업양수인이 양도인의 상호를 계속 사용하는 경우에는 양도인의 영업으로 인한 제 3 자의 채권에 대하여 양수인도 변제할 책임이 있음. 이러한 책임은 양수인이 양도후 지체 없이 양도인의 채무에 대하여 책임이 없음을 등기하거나 양도인과 양수인이 지체 없이 제 3 자에 대하여 그 뜻을 통지한 경우에는 그러하지 아니함(상법 제 42 조 참조). 한편, 양수인이 양도인의 영업으로 인한 채무를 인수할 것을 광고한 때에는 양수인도 변제할 책임을 짐(상법 제 44 조 참조).

위와 같이 양수인이 책임을 부담하는 경우 양도인의 제 3 자에 대한 채무는 영업양도 또는 광고 후 2년이 경과하면 소멸함(상법 제 45 조 참조).

라. 양수인에 대한 변제의 효력

양수인이 양도인의 상호를 계속 사용하는 경우 양도인의 영업으로 인한 채권에 대하여 채무자가 선의이며 중대한 과실 없이 양수인에게 변제한 때에는 그 효력이 있음(상법 제 43 조 참조).

4. 관련 참고사항

가. 주주총회 특별결의를 요하는 영업양수도의 범위

앞에서 살펴본 바와 같이 회사가 (i) 그 영업의 전부 또는 중요한 일부를 양도하거나, (ii) 다른 회사의 영업 전부를 양수하거나, 또는 (iii) 회사의 영업에 중대한 영향을 미치는 다른 회사의 영업 일부를 양수하는 때에는 상법 제 374 조에 따라 주주총회 특별결의에 의한 승인을 얻어야 하며 이에 반대하는 주주에 대하여 주식매수청구권이 인정됨(상법 제 374 조, 제 374 조의 2 참조). 이러한 주주총회 승인이 필요한 영업양수도의 경우 주주총회 승인을 받지 못하는 경우 영업양수도의 효력은 발생할 수 없음.

여기서 영업의 전부양도 또는 영업전부의 양수는 비교적 명확하나 (i) 영업의 중요한 일부의 양도 또는 (ii) 회사의 영업에 중대한 영향을 미치는 다른 회사의 영업일부의 양수에 해당하는지 여부는 명확하지 않음. 상법은 중요한 영업일부의 양도 또는 양수에 관한 뚜렷한 판단기준을 두고 있지 않으며 판례 역시 이에 관한 명확한 기준을 제시하지 않고 있음.

영업양수도 실무상으로는 자동법 시행령 제 176 조의 6 제 1 항의 기준에 따라 양도 또는 양수하고자 하는 영업의 자산, 매출, 부채가 당해 회사의 직전 사업연도말 현재 자산, 매출,

부채의 10% 이상인 경우에는 주주총회 특별결의 및 반대주주의 주식매수청구권이 인정되는 중요한 영업 일부의 양도 또는 양수에 해당하는 것으로 보고 있음.

한편, 벤처기업이 영업의 전부 또는 일부를 비상장법인에게 양도하는 경우 당해 비상장법인은 상법 제 374 조에도 불구하고 그 양수가액이 당해 비상장법인의 최종 대차대조표 상 순자산가액의 10%를 초과하지 아니할 경우 주주총회의 승인을 이사회의 승인으로 갈음할 수 있고 반대주주에 대한 주식매수청구권을 인정하지 않을 수 있음(벤처기업육성에 관한 특별조치법 제 15 조의 8 참조).

나. 영업용 재산의 양수도

영업양도와 그 영업을 구성하는 개개의 영업용 재산, 즉 자산의 양도는 다름. 따라서 단순한 영업용 재산의 양수도의 경우에는 영업양수도에 해당하지 않아 상법 제 374 조에 의한 주주총회 결의가 필요 없으며 이사회 결의만으로 가능한 것으로 이해되고 있음.

그런데, 영업용 재산이라고 할지라도 경우에 따라서는 그 재산적 가치가 엄청나게 커서 회사의 전 재산중에서 차지하는 비중이 절반 이상이거나 또는 당해 영업용 재산이 없으면 해당 영업의 수행이 불가능한 때가 있을 수 있음(예; 특정약품을 생산하는 제약회사가 이에 필수 불가결한 특허). 이러한 경우 당해 재산의 양도를 단순한 자산의 양도로 보아 주주총회 승인이 필요 없다고 볼 것인지 아니면 실질적인 측면에서 보아 영업의 일부 양도에 준하여 상법 제 374 조를 유추 적용할 것인가가 문제됨.

이와 관련하여 판례는 영업 자체가 아닌 영업용 재산이 양도된 경우라도 그것이 영업을 폐지하거나 중단할 정도의 중요성을 가지는 재산이라면 영업양도와 마찬가지로 주주총회의 특별결의가 필요한 것으로 보고 있음(대법원 1997. 4. 8. 선고 96다54249 판결 참조).³⁴⁾

다. 영업양도로 인한 상장폐지

거래소는 코스닥상장법인의 주된 영업이 정지된 경우 코스닥시장 상장적격성 실질심사위원회의 심사를 거쳐 당해 코스닥상장법인을 상장을 폐지할 수 있음(코스닥시장상장규정 제 38 조 제 1 항 제 1 호 참조).

V. 회사정리.회생절차와 M&A³⁵⁾

우리나라 회사정리.회생실무의 두드러진 점 중 하나가 M&A 의 적극적인 활용임. 실무상 정리계획.회생계획을 인가받은 대부분의 회사는 자의 또는 타인에 의하여 M&A 를 적극적으로 추진하는데, 그 동안의 회사정리(회생)실무는 최초의 정리(회생)계획입안단계부터 M&A 에 지장을 초래할 만한 요소들을 제거하는 것을 주요 검토사항 중의 하나로 여길 정도로 M&A 를 회사정리절차에서 필수적인 것으로 파악하였고, 정리계획 인가 후에도 관리인이 사업을 수행함에 있어서도 M&A 를 염두에 두도록 감독하여 왔으며, 그 결과가 M&A 가 도산기업의 회생방안으로 자리 잡아 왔음.

이하에서는 정리절차에서의 M&A 필요성과 특징, 정리회사 M&A 의 유형, 정리회사 M&A 절차의 개관, M&A 관련 정리절차상 문제점을 간략하게 살펴보기로 함.

1. 정리절차.회생절차에서의 M&A 필요성

정리절차를 한마디로 정의하면 재정적 어려움으로 인하여 과탄에 직면한 채무자를 둘러싼 채권자.주주 등 여러 이해관계의 조정을 거쳐 채무자 사업의 효율적인 회생을 도모하는 것을 목적으로 하는 집단적 채무조정절차임. 이러한 정리절차는 집단적 채무조정 절차의 하나로 자산과 수익을 채권자들에게 공정하게 배분하는 기능을 기본으로 함. 다만 청산적 도산절차인

파산절차가 채무자의 해체와 사업의 중단을 전제로 한 반면 정리절차는 채무자의 사업계속을 전제로 하며 그 수익금으로 채무변제를 하면서 채무자 자신의 회생을 도모한다는 점에서 차이가 있음. 즉 회사정리·회생절차는 사업의 계속과 이를 통한 채권 만족의 극대화라는 두 가지 목표를 동시에 추구하는 특징이 있는 도산절차임.

회사정리실무는 채권의 만족과 채무자의 회생이라는 목적 하에 회사의 회생을 위해서는 회사를 운영할 책임 있는 경영주체의 확보가 반드시 필요하다고 보아 M&A 를 추진하여 왔으며, M&A 를 수반하지 않고 정리계획의 수행을 완료하고 정리절차를 종결한 회사는 찾기 어려움.

2. 회사정리·회생절차 M&A 의 특징

가. 매도인 중심의 M&A

정리절차 내에서 진행되는 M&A 는 채무자의 회생과 채권만족에 필요한 사항을 매수자(인수인)에게 수용하도록 강제하는 매도인 중심의 M&A 로 법원의 감독 하에 절차가 진행됨. 인수인은 매도인이 제시한 계약조건을 변경하는 것은 매우 어려움.

나. 정리회사의 회생추구와 그로 인한 제약

정리회사 M&A 는 채무변제 재원의 조달과 책임 있는 경영주체의 확보를 통한 회생을 목적으로 함. 정리회사의 회생이라는 목적을 달성하기 위하여 유상증자 참여의 우대, 경영능력의 요구, 인수 주식의 보호예수 강제, 법령상의 제약요소의 사전 제거 요구 등 여러 측면에서 인수인에게 제약을 가하고 있음.

다. 신속한 절차

정리회사 M&A 는 공고 후에 매우 신속하게 진행됨. 관리인은 입찰 전에 입찰 참가자들에게 입찰서 마감 후 진행되는 일정, 즉 우선협상대상자 선정 후 양해각서 체결 시한, 인수대금

조정을 위한 상세실사 허용시한, 인수대금 조정협상 시한, 투자계약체결 시한 등을 정해 놓고 있고, 인수인의 필요에 의하여 이를 연장할 경우에는 법원의 허가를 받도록 함과 동시에 그 시한 연장마저 일정한 제한을 가하는 것이 보통임.

라. 도산법절차의 수반

정리회사 M&A 는 대부분 정리계획의 변경절차라는 도산법 특유의 절차를 거치게 됨. 따라서 M&A 에 고유한 사항 이외에도 정리절차 내부에서의 법적인 사항, 특히 정리계획 변경 시 요구되는 사항과 정리절차의 종결 가능성에 대한 면밀한 사전검토가 필요함.

3. 채무자회생 및 파산에 관한 법률(이하 “통합도산법)의 특징

가. 관리인 [36\)](#) 제도의 변화

종전 회사정리실무에서는 법원이 직권으로 제 3 자를 관리인으로 선임하여 왔고, 극히 예외적인 경우에만 기존 경영자를 관리인으로 선임하여 왔음. 그러나 통합도산법의 회생절차는 신청 당시의 기존 경영자를 관리인으로 선임하도록 하는 기준 경영자 관리인제도를 원칙으로 하고 있고, 다만 기존 경영자의 채무자 재산의 은닉, 유용 기타 중대한 책임이 있는 행위로 말미암아 채무자가 재정적으로 파탄에 직면하게 된 경우 기타 채무자의 회생을 위하여 필요한 경우에만 예외적으로 제 3 자 관리인을 선임할 수 있는 것으로 규정함(통합도산법 제 74 조 참조).

나. 회생절차의 조기종결 [37\)](#)

과거 회사정리실무에서는 원 정리계획에 따라 10 년의 계획기간 이전에 조기종결을 하여 왔으나 자산이 부채를 안정적으로 초과하고 정리채무의 주요 부분이 변제되며 그 밖에 정리계획의 수행이 확실하다고 전망되는 경우에 한하여 조기종결을 하여 왔고, 이를 실현하기 위한 구체적인 방안이 정리회사 M&A 이었음. 즉, M&A 후 정리채무의 주요 부분의 변제를

완료하고, 잔존 채무의 변제 재원을 확보하였거나 향후 안정적으로 확보할 수 있을 것으로 예상되는 경우 조기종결을 하여 왔음.

그러나 회생실무는 그 이외에도 관계인 집회에서 가결된 회생계획의 수행에 특별한 지장이 없는 한 회생계획에 따른 변제에 착수한 직후부터 조기 종결을 적극 검토하는 것으로 방침을 변경함. 이러한 방침대로라면 회생계획에 따른 변제에 착수한 뒤 일정기간 동안 채무변제를 해오고 있어 장차 회생계획에 따른 채무변제의 수행 가능성에 의심되는 특별한 사정이 없는 한, 채무의 주요 부분에 대한 변제가 완료되지 아니하거나 자산이 부채에 다소 미달하더라도 종전과 달리 적극적으로 종결을 하게 됨. 채무자 회사에 대하여 채무 변제에 착수한 이후 채무변제의 완료 이전에 회생절차를 종결할 수 있으므로 향후 회생절차 내에서 종전과 같은 M&A 시행되지 않을 가능성이 상당함.

다. 채권자 협의회 [38\)](#) 권한의 강화

통합도산법이 기존 경영자 관리인제도를 원칙으로 채택한 것에 대응하여 기존 경영자의 사업수행 등을 감시·감독할 권한을 대폭 강화하여 그 권한을 채권자협의회에 부여하고 있음. 통합도산법상 채권자협의회는 기존 경영자 관리인의 선임에 관한 의견을 제시할 수 있고 선임된 관리인의 해임신청권이 있으며, 인가 후 채무자의 사업 수행 실적의 미진 등을 이유로 채무자를 실사할 수 있는 권한 등 구 회사정리실무에서는 존재하지 아니하였던 권한을 부여받고 있음(통합도산법 제 21 조 참조).

관리인이 영업 또는 사업의 양도 등에 관하여 매각주간사, 채무자의 재산 및 영업 상태를 실사할 법인 또는 우선협상대상자 등을 선정할 때 미리 채권자협의회의 의견을 물어야 함(통합도산법규칙 제 49 조 참조).

4. 정리회사 M&A의 유형

정리절차에서 활용되는 M&A의 유형으로는 크게 (i) 제 3 자 배정 신주인수방식, (ii) 영업양수도방식, (iii) 자산양수도방식이 이용되고 있는데, 거의 대부분이 위 (i)의 유형에

해당하는 것이고, 부분적으로는 위 (ii), (iii)의 유형이 활용되고 있는 실정임. 다만, 회사에 따라서 여러 개의 사업부문을 가지고 있으나 그 사정이 각각 달라 어느 하나의 M&A 방식에만 의하면 M&A 목적을 달성하기 어려운 경우에는 위 (i)의 방식과 위 (ii), (iii)의 방식을 혼용하기도 하며, M&A 를 원활하게 진행하기 위하여 필요한 경우에는 회사분할절차 등이 수반되기도 함.

가. 제3자 배정 신주인수방식

제 3 자에게 유상증자를 통하여 정리회사의 신주를 배정·발행하는 방식으로서 정리회사 M&A 유형 중 가장 널리 활용되고 있는 방식임. 제 3 자 배정 신주인수방식은 정리회사를 직접 경영할 의사와 능력이 있는 제 3 자에게 신주를 배정·발행하여 지배주주가 되도록 하고 그가 납입한 유상증자대금으로 정리채무를 일시에 변제함으로써 개선된 재무구조를 바탕으로 하여 정리회사가 회사정리절차에서 조기에 벗어나는 것을 가능하게 함. 회사정리절차에서는 기존 주식의 감자를 시행할 경우 주주총회 특별결의나 채권자보호절차를 거칠 필요가 없고(통합도산법 제 264 조)³⁹⁾, 정리회사의 부채가 자산을 초과하는 경우 주주는 관계인 집회에서 의결권이 인정되지 않으므로 일반 M&A 에 비하여 지배구조 변경이 신속하고 경제적으로 이루어질 수 있는 이점이 있음.

물론 인수희망자는 일반 M&A 와 같이 증권시장에서 정리회사의 주식을 매집하거나 주주들과의 개별 접촉을 통하여 정리회사 주식을 매입하여 대주주가 될 수 있으나, 정리계획 변경의 변경절차를 수반하는 것이 보통인 정리회사 M&A 에 있어서 장차 채권전액이 변제되지 아니하는 한 주주의 권리가 감축될 수밖에 없으므로 정리회사 주식의 매집에는 특별한 고려가 있어야 함. 아울러 이러한 주식매수방식은 주식의 귀속주체가 변동될 뿐 정리회사의 재무구조개선 또는 정리채무의 변제에 도움이 되지 않기 때문에 정리회사 M&A 방식으로는 적합하지 않음.

나. 영업양수도방식

(1) 회생계획 인가 후 영업양도

정리회사의 영업 전부 또는 일부에 관하여 이를 해체하지 않고 조직화된 총체, 즉 인적·물적 조직을 그 동일성을 유지하면서 일체로서 제 3 자에게 이전하는 방식임. 회사정리절차에 의한 영업양도는 주주총회 특별결의를 거칠 필요가 없고, 반대주주의 주식매수청구권도 인정되기 않기 때문에 상법상의 영업양수도에 비하여 편리함
(통합도산법 제 260 조, 제 261 조 참조).

(2) 회생계획 인가 전의 영업양도

정리절차 내에서 영업양도를 하고자 할 경우에는 정리계획에 정함이 있어야 하므로 정리계획 인가전 영업양도가 허용되는지에 관하여 논란이 있었음. 통합도산법은 회생계획인가 전 영업양도에 관한 규정(제 62 조)을 신설하여 이를 해결함. 통합도산법이 인가 전 영업양도를 명문화한 것은 개시신청 전 부도 등의 여파로 인한 신용도의 급격한 하락, 기존 거래관계의 단절, 회사조직의 와해 등으로 정상적인 회생절차의 진행에 큰 어려움을 겪게 되는 경우가 있고 그 영향이 중대한 경우에는 채무자의 기업가치가 하락하여 청산가치를 밑도는 결과에 이를 수 있는데, 이러한 경우 상당한 시일이 경과된 뒤에 회생계획에 따라 영업을 양도하는 것과 비교하여 보다 유리한 가격 및 조건으로 영업을 양도할 수 있는 경우라면 회생계획 인가 전에 영업양도가 더 효율적일 수 있기 때문임.

관리인은 회생계획 인가 전이라도 채무자의 회생을 필요한 경우 법원의 허가를 얻어 채무자의 영업 또는 사업의 전부 또는 중요한 일부를 양도할 수 있음(통합도산법 제 62 조 제 1 항). 여기서 채무자의 회생을 위하여 필요한 경우란, 채무자의 회생절차 개시신청에 의한 신용훼손으로 인하여 영업이 급격하게 악화되고 회생계획의 인가를 기다려서는 영업의 가치가 크게 하락하기 때문에 이를 방지하기 위하여 조기에 영업을 양도할 필요가 있는 경우를 말함

법원이 회생계획 인가 전 영업 양도에 대한 허가를 하는 때에는 관리위원회, 채권자 협의회, 채무자 근로자 과반수로 조직된 노동조합의 의견을 들어야 하며, 양도대가의 사용방법을 정하여야 함(통합도산법 제 62 조제 2 항, 제 3 항 참조).

아직 회생계획이 인가되기 이전임에도 불구하고 부채가 자산을 초과하는 주식회사의 경우에는 주주총회결의를 거치지 아니하고 법원은 관리인의 신청에 의한 결정으로 주주총회의 결의를 갈음할 수 있고, 이 경우에 주주매수청구절차를 거칠 필요가 없음(통합도산법 제 62 조 제 4 항 참조).

5. 정리회사 M&A 절차

정리회사 M&A 절차 진행방식은 사안에 따라 차이가 있지만 대체로 다음과 같은 단계로 진행됨. 회사정리(회생)절차 종결까지 최소한 6 개월 이상의 기간이 소요됨.

- ① M&A 추진결정
- ② M&A 주간사의 선정
- ③ M&A 주간사의 자체실사 및 M&A 전략의 수립
- ④ M&A 공고
- ⑤ 인수의향서의 접수, 기업소개서의 배포, 인수희망업체의 예비실사
- ⑥ 우선협상대상자 선정기준의 작성
- ⑦ 인수제안서의 접수
- ⑧ 우선협상대상자의 선정 및 통지
- ⑨ 양해각서의 체결(인수대금의 5% 납입)
- ⑩ 우선협상대상자의 정밀실사 및 인수대금의 조정
- ⑪ 본 계약의 체결(인수대금의 5% 추가납입)

⑫ 후속절차: 회생계획 변경안 작성→ 인수대금의 예치 → 관계인 집회 → 회생계획변경의 인가→ 감자. 유상증자 등 절차이행→ 정리(회생)채무변제, 회생담보권 말소등기촉탁 → 인수기획단파견, 임원진개편 → 회사정리절차(회생절차) 종결

6. 정리회사 M&A 관련 참고 사항

가. 회사정리(회생)절차 개시신청과 상장폐지

회사정리절차 개시신청을 상장폐지사유로 규정한 유가증권시장상장규정의 효력이 다투어졌다.

이와 관련하여 대법원은 “회사정리절차의 개시신청을 하였다는 이유만으로 그 기업의 구체적인 재무상태나 회생 가능성 등을 전혀 심사하지 아니한 채 곧바로 상장폐지 결정을 하도록 한 구 유가증권상장규정(2003. 1. 1. 시행)의 상장폐지규정은, 그 규정으로 달성하려는 ‘부실기업의 조기퇴출과 이를 통한 주식시장의 거래안정 및 투자자 보호’라는 목적과 위 조항에 따라 상장폐지될 경우 그 상장법인과 기존 주주들이 상실할 이익을 비교할 때 비례의 원칙에 현저히 어긋나고, 또한 구 기업구조조정 촉진법(실효)에 따른 공동관리절차를 선택한 기업에 비하여 차별하는 것에 합리적인 근거를 발견할 수 없어 형평의 원칙에도 어긋나 정의관념에 반한다. 아울러 위 상장폐지규정은 회사정리절차를 선택할 경우에 과도한 불이익을 가하여 구 회사정리법(2005. 3. 31. 법률 제 7428 호 채무자 회생 및 파산에 관한 법률 부칙 제 2 조로 폐지)에 기한 회생의 기회를 현저하게 제한하고 회사정리절차를 통하여 조기에 부실을 종료할 기회를 박탈함으로써 사실상 구 회사정리법상 보장된 회사정리절차를 밟을 권리의 현저히 제약하는 것이어서, 부실이 심화되기 전에 조기에 회사를 정상화하도록 하려는

구 회사정리법의 입법 목적과 취지에 반한다. 따라서 위 상장폐지규정은 무효이다"라고 판시하였음(대법원 2007. 11. 15. 선고 2007다1753 판결 참조).

거래소는 위 판결의 취지에 따라 유가증권시장상장규정 및 코스닥시장상장규정을 개정하여 회생절차개시신청이 있는 경우를 관리종목으로 지정하되, (i) 법원의 회생절차개시신청 기각, 회생절차개시결정 취소, 회생계획 불인가 및 회생절차폐지의 결정 등이 있는 때 또는 (ii) 회생절차개시결정일로부터 일정한 기간마다 거래소가 심사한 결과 기업의 계속성 등 상장법인으로서의 적격성이 인정되지 않는 경우에 상장폐지가 되도록 하였음(유가증권시장상장규정 제 80 조 제 1 항 제 9 호, 코스닥시장상장규정 제 38 조 제 1 항 제 6 호 참조).

나. 정리회사 M&A 추진시 기존 주주의 인수인 선정과정에서의 우선권 여부

정리회사의 주식을 수차례에 걸쳐 공개매수함으로써 정리회사 지분의 약 40%를 보유한 신청인들은 정리회사의 관리인이 제 3 자 유상증자 방침을 공표한 후 M&A 를 위한 매각 주간사를 선정·공표하는 등 제 3 자 유상증자를 위한 절차를 개시하자, 법원에 정리회사의 제 3 자 배정 유상증자 추진을 중지시켜 달라는 신청을 하였음. 위 신청에 대하여 법원은 다음과 같이 결정함.

"우리나라의 회사정리 실무상 주주의 권리는 선순위 권리자인 채권자의 양보와 희생 하에 인정되는 것인데, 이러한 선순위 권리자의 양보는 회사갱생이라는 공동목표를 달성하기 위한 것이므로, 정리계획 수행 과정에서 회사의 자산이 부채를 초과하는 등의 사정변경이 발생하였다 하더라도 정리회사 주주의 권리는 여전히 정리계획에 정한 사항의 제약을 받는다고 봄이 상당하다. 또한, 정리절차개시 후 주식을 취득한 주주의 경우 주식의 취득가격은 정리계획에 관한 모든 정보를 반영하고 있다고 볼 수 있는데, 이러한 과정을 통하여 새롭게 출현한 대주주에게 다른 특별한 사정 없이 단순히 주주의 기득권

보호라는 이유만으로 회사의 지배권을 확보할 수 있게 해 준다면 이는 일반적으로 대주주에게 주식 취득 당시 예상치 않았던 이익을 안겨 주는 결과가 되어 부당하다.

위와 같은 회사정리법의 규정, 회사정리절차의 목적, 정리회사 주주의 정리절차 안에서의 권리 등에 비추어 볼 때, 비록 정리회사의 자산이 부채를 초과하고 있다 할지라도 정리회사의 주주인 신청인들에게 신주인수권이 인정된다고는 할 수 없다. 신청인들이 그 주장과 같이 정리회사에 대한 지배권을 확보하려는 의사를 외부에 표시하였고, 이후 지배권 확보 목적으로 주식을 취득하였다 할지라도, 그러한 사정을 내세워 원칙적으로 정리회사의 주주에게 인정되지 않는 신주인수권이 신청인들에게는 인정된다고 볼 근거도 없다. 결국, 정리회사의 주주인 신청인들에게는 신주인수권이 인정되지 않는다"(대전지방법원 2007. 4. 13.자 2007 카합 327 결정 참조).

위 결정은 회사정리법은 물론 통합도산법상으로도 신주의 제 3 자 배정에 관한 별도의 근거규정이 있고, 그 규정상 기존 주주의 우선적 지위는 인정되지 않다는 점을 감안하여 기존 주주의 인수인 선정과정에서의 우선권 주장을 배척한 것으로 보임.

VI. 적대적 M&A

1. 의의 및 기능

M&A 대상기업의 경영진 또는 대주주의 동의 없이 진행되는 적대적 M&A 는 순기능 및 역기능을 아울러 가지고 있는 것으로 평가됨.

적대적 M&A 의 순기능으로는 ① 비효율적인 경영진을 축출함으로써 회사의 경영효율을 높이고, ② 경영에 참여하지 못하는 소액주주를 보호하고 이들에게 주식의 시장가격을 초과하는 프리미엄을 제공하며, ③ 국가 경제적으로 기업경영의 투명성과 기업건전성을

높임으로써 국제경쟁력을 높일 수 있고, ④ 외국자본의 유입과 투자를 쉽게 함으로써 투자확대와 고용창출의 효과를 기대할 수 있다는 점을 들 수 있음.

한편, 적대적 인수·합병의 역기능으로는, ① 적대적 인수·합병 대상 기업의 선정은 경영진의 취약성 여부보다는 낮은 주가 등 경영외적인 요인에 의하여 결정되므로 적대적 인수·합병이 비효율적인 경영진에게 별다른 영향을 주지 못하며, ② 인수·합병이 활발해지는 경우 경영진은 회사의 장기적인 발전보다는 단기적인 성과에 의존하게 되고, 현금 보유비율이 높은 회사는 적대적 인수·합병의 표적이 될 가능성이 많으므로 인수·합병은 경영진에게 회사의 현금을 보유하기보다 지출을 하게 될 유인을 제공하며, ③ 적대적 인수·합병으로 말미암아 인수회사는 인수자금을 조달하는 과정에서 부채가 증가하게 되어 기업의 불황대처능력과 대외경쟁력이 오히려 악화되고, ④ 대상회사는 막대한 방어비용을 투입하게 되어 오히려 경쟁력약화가 나타나고 심지어는 회사의 존립 자체가 위태롭게 되며, ⑤ 적대적 인수·합병 위협으로 차익을 챙기려는 그린메일(Green Mail)이 발생할 수 있고, 건전한 해외자본보다는 단기성 투기자본이 유입됨으로써 막대한 국부가 유출될 가능성이 크다는 점이 지적되고 있음.

2. 적대적 M&A에 대한 방어행위의 적법성 판단기준 [40](#)

적대적 M&A 가 이루어지면 대상회사의 대주주나 경영진은 자신의 지위가 훼손될 것이기 때문에 적대적 M&A에 대하여 적극적인 방어행위에 나설 것임. 이러한 방어행위는 회사 또는 주주이익에 반하여 이루어질 가능성이 적지 않지만 회사 또는 주주이익을 위해서 이루어질 가능성도 배제하기 어려움. 따라서 적대적 M&A에 대한 방어(경영권 방어)행위를 일률적으로 금지할 것이 아니라 회사 및 주주에게 이익이 될 가능성이 높은 방어행위는 선별적으로 허용하는 것이 바람직함.

회사 및 주주의 이익이 아닌 경영진 자신의 이익 또는 대주주의 이익을 위하여 방어행위를 하는 경우에는 이사의 선관주의의무(상법 제 382 조 제 2 항, 민법 제 681 조), 또는 충실의무(상법 제 382 조의 3)에 반하게 됨.

각국의 적대적 M&A에 대한 방어행위에 대한 적법성 판단기준(특히, 이사의 충실험무위반 판단기준)을 간략하게 살펴보면 다음과 같음.

가. 미국의 중간기준(Intermediate standard).

적대적 M&A 시도가 있는 경우 대상회사의 경영진이 취하는 여러 방어조치에 대한 적법성 판단은 1980년대 이후 미국 회사법의 최대과제임.

이 문제는 경영판단원칙(business judgment rule)⁴¹⁾을 적용하여 법원이 사법심사를 자제함으로써 경영진의 행동에 보다 넓은 범위의 자유를 보장해 줄 것인지 아니면, 이사의 자기거래에 적용되는 엄격한 원칙을 적용하여 이사들에게 공정성에 대한 입증책임을 지울 것인지, 그 두 극단적인 입장간의 타협점을 찾는 문제라고 요약할 수 있음. 전자의 기준을 적용하면 모든 방어행위가 용납될 것이고, 후자의 기준을 적용한다면 대부분의 방어조치가 금지될 가능성성이 높음.

1980년대 미국 델라웨어(Delaware)주 법원은 이 두 기준 사이에서 균형 잡힌 판단기준을 마련하기 위하여 노력하여 왔는데, 그 결과 만들어진 일련의 판단원칙을 중간기준이라고 함.⁴²⁾

(1) Unocal 기준

중간기준은 델라웨어 주 대법원이 1985년 Unocal 사건과 Moran 사건 등을 통하여 도입한 것인데, 이에 의하면 방어조치가 적법하다고 판단되기 위해서는 회사의 사업방향 기조와 효율적인 운영에 대한 ‘합리적인 위협’이 존재하여야 하고, 방어조치는 이러한 위협에 비추어 합리적인(reasonable in relation to a threat) 정도의 대응이어야 함. 이러한 두 가지 요건을 충족하는 방어조치는 적법한 것으로 보아 보호를 받음. 이를 흔히 비례성(proportionality)의 원칙이라고 부르는데, 적대적 기업인수에 대한 방어조치의 적법성 판단에 적용되는 기본원칙임.

(2) Revlon 기준

위 Unocal 기준과 구분하여 이해할 것이 Revlon 기준임. 이를 또 다른 사법심사의 기준으로 이해하는 경우도 있으나, 미국에서 적대적 M&A에 관한 적법성 판단기준은 Unocal 기준 하나 뿐이며, Revlon 기준은 보다 제한적인 상황에서 인정되는 기준임.

1986년 Revlon 사건을 통하여 발전된 이 기준은 근본적으로 이사가 더 이상 자신의 지위를 보전할 수 없을 경우(이사와 회사의 주주 사이에 이익충돌이 존재하지 않음), 이사는 주주의 이익을 극대화할 수 있는 인수자에게 회사를 매각하여야 한다는 원칙임. 위 원칙에 의하면 이사들은 회사가 기업인수의 대상이 되고 현실적으로 경영권방어가 어려운 상황이라면 주주들의 이익을 극대화하기 위하여 회사를 경매에 붙이듯이 최고의 가격으로 매각하여야 할 의무를 짐. Revlon 기준은 우호적인 M&A에 관한 거래를 하는 경우의 의무라고 볼 수 있음. Revlon 기준에 의하면 이사는 어떤 인수희망자를 위하여 다른 인수희망자를 배제할 정도의 조치(예: 높은 위약금 등)를 취해서는 아니 됨.

나. 일본의 주요목적기준

일본에서는 우리나라와 달리 주주에게 신주인수권이 주어지지 않았기 때문에 적대적 M&A에 대한 방어책으로서 주로 제3자 배정증자가 이용되는 경우가 많았음. 그런데 이러한 신주발행이 ‘현저히 불공정한 방법에 의한 주식발행’에 해당하면 주주가 그 발행의 유지를 청구할 수 있으며, 특히 회사가 신주발행의 합리적 이유가 없는 경우에는 위 ‘현저히 불공정한 방법에 의한 주식발행’이 되어 다른 주주가 그 유지를 청구할 수 있음.

문제는 적대적 M&A에 대한 방어목적이 이러한 합리적인 이유에 포함되는지 여부임. 과거 일본의 판례는 신주발행이 자본조달을 위한 것이라는 점에 주목하여 경영권방어를 위하여 신주를 발행하는 경우, 회사의 자금조달의 필요가 있는 등 신주발행의 합리적 이유가 있는 한 경영권방어가 설사 부수적인 목적으로도 별 상관이 없다고 판단하였음.

그러나 그 반대해석으로서, 우호지분을 증대시키기 위한 목적과 같이 단순히 현 경영진의 지위를 유지하는 것이 신주발행의 주요목적인 경우에는 불공정한 발행이 됨.

회사에는 항상 자금수요가 있음을 고려한다면, 적대적 M&A 를 방어하는 경영진으로서는 적당한 합리적인 이유를 어렵지 않게 만들어 낼 수 있으므로 경영권방어를 위한 신주발행이 가능하게 됨. 따라서 일본의 주요목적기준은 실제로 경영판단원칙에 근접한 것으로 볼 수 있음.

다. 우리 판례상의 기준

적대적 M&A 상황에서 대상회사의 경영진이 가장 손쉽게 채택할 수 있는 방어방법은 제 3 자 배정방식으로 우호적 주주 또는 제 3 자에게 신주를 발행하는 것임. 그런데, 우리 상법은 정관에 정하는 바에 따라 회사의 경영상 목적을 달성하기 위하여 필요한 경우에는 제 3 자 배정방식으로 신주를 발행할 수 있도록 하고 있음(상법 제 418 조 제 2 항 참조).

아직 우리 판례상 적대적 M&A 방어를 위한 제 3 자 배정방식에 의한 신주발행의 적법성에 관한 정립된 기준은 없는 것으로 보임.

법원은 “경영권 분쟁상황에서 경영권을 방어하기 위하여 기존 주주를 완전하게 배제한 채 제 3 자인 우호세력에게 집중적으로 신주를 배정하기 위한 하나의 방편으로 전환사채를 발행한 것이라면, 이는 전환사채제도를 남용하여 전환사채라는 형식으로 사실상 신주를 발행한 것으로 보아야 하며, 그렇다면 그러한 전환사채의 발행은 주주의 신주인수권을 실질적으로 침해한 위법이 있어 신주발행을 그와 같은 방식으로 행한 것은 무효로 보아야 한다”고 판시하여(서울고법 1997. 5. 13. 선고 97 라 36 결정), 일본의 주요목적기준과

유사한 기준에 따라 경영권 방어 행위의 적법성을 판단한 바 있음. 법원의 주류적 판례 입장은 위와 같은 주요목적기준에 입각한 것으로 보임.

한편, KCC 의 현대엘리베이터에 대한 적대적 M&A 와 관련하여 하급심 법원은 "신주발행의 주요목적이 기존 지배주주의 대상회사에 대한 지배권 및 현 이사회의 경영권 방어에 있고, 회사의 경영을 위한 기동성 있는 자금조달의 필요성 및 이를 위한 적합성을 인정하기 어려운 경우라도 적대적으로 기업취득을 시도하는 자신의 성격과 기업취득의도, 기존 지배주주 및 현 경영진의 경영전략, 대상회사의 기업문화 및 종래의 대상회사의 사업내용이 사회경제적으로 차지하는 중요성과 기업취득으로 인한 종래의 사업의 지속전망 등에 비추어 기존 지배주주의 지배권 또는 현 경영진의 경영권이 유지되는 것이 대상회사와 일반 주주에게 이익이 되거나 특별한 사회적 필요가 있다고 인정되고, 이러한 신주발행행위가 그 결의 당시의 객관적 사정에 의하여 뒷받침되고, 그 결의에 이르기까지의 과정에 대상회사의 경영진 분쟁당사자인 기존 지배주주가 아닌 일반 주주의 의견과 중립적인 전문가의 조언을 듣는 절차를 거치는 등 합리성이 있는 경우라면 회사의 경영상 목적을 달성하기 위하여 필요한 경우에 해당한다고 보아 허용되어야 할 것이다"이라고 판시함으로써 회사와 일반 주주의 이익이 객관적으로 입증되는 경우에는 경영권보호도 회사의 경영상 목적에 포함될 수 있는 것으로 판시하였음(수원지방법원 여주지원 2003. 12. 12. 선고 2003 카합 369 판결 참조).

현재 적대적 M&A 방어행위의 적법성 판단기준이 정립되지 아니한 점을 감안할 때 경영권분쟁이 발생한 상황에서 우호적인 제 3 자에게 신주를 발행하는 것은 상당한 법률적 위험이 있는 것으로 보임.

3. 적대적 M&A 의 실행방법

가. 공개매수

(1) 의의

공개매수란 적대적 인수·합병의 속성상 가장 흔히 쓰이는 수단으로서, “일정기간 불특정 다수인에 대하여 특정 가격으로 주식 등의 매수의 청약을 하거나 매도의 청약을 권유하여 유가증권시장 및 코스닥시장 밖에서 당해 주식 등을 매수하는 것”을 말함. 이에 관한 세부사항은 앞의 II. 3. 가를 참고하기 바람.

(2) 사례

□ KCC 의 현대엘리베이터 주식 공개매수

2004. 2. KCC 는 현대엘리베이터에 대하여 전체 주식 약 713 만주 중 8%인 57 만주에 대하여 주당 7 만원으로 공개매수를 추진하였고, 이에 대하여 89 만주가 청약하여 공개매수에 성공한 바 있음. 그러나 KCC 가 위 공개매수 이전 시장에서 매집한 주식에 대하여 금융감독위원회가 5% 공시의무 위반을 이유로 의결권 제한 및 강제매각을 명령함으로써, KCC 의 M&A 시도는 실패함.

□ 아랜드그룹의 세이브존 I&C 주식 공개매수

2004. 12. 아랜드그룹은 세이브존 I&C 에 대하여 전체주식 821 만주의 45%인 370 만주에 미달하면 한 주도 매수하지 않는다는 조건 하에 공개매수를 진행하였음. 이 공개매수가격은 공고일 전일 종가 대비 30% 할증한 금액이었는데, 엄격한 공개매수 조건(공개매수에 응한 주식이 370 만주에 미달하면 한 주도 매수하지 않음) 및 유통물량이 공개매수 주식수에 미달한다는 사실이 알려져 청약 주식수가 120 여 만주에 그침으로써, 결국 공개매수는 실패함.

나. 시장매집

(1) 의의

공개매수가 공개적으로 단기간에 특정 주식을 장외에서 매수하는 제도인 반면, 시장매집은 장내시장인 주식시장을 통해 목표 주식을 비공개적으로 원하는 지분율까지 지속적으로 매수하는 것을 말함. 이러한 시장매집은 적대적 인수·합병을 목적으로 음성적으로 이루어지는 경우 경영권에 대한 불공정한 침탈의 수단이 될 수 있음. 세계 각국은 이러한 시장매집에 따른 주식의 보유 상황을 신속하게 공시하도록 함으로써 M&A의 공정성을 제고하기 위하여 주식의 대량보유보고 제도(소위 5% Rule)를 두고 있음. 주식의 대량보유보고 제도에 관한 세부사항은 앞의 II. 3. 다.를 참고하기 바랍니다.

(2) 사례

5% Rule의 위력이 극적으로 드러난 사건은 KCC의 현대엘리베이터에 대한 적대적 M&A 시도임. KCC는 정상영 명예회장이 BNP 파리바투신운용 사모펀드를 통해 현대엘리베이터 주식 중 12.82%를, 계열회사인 고려시리카가 2개의 별도 뮤추얼펀드를 통해 각각 4.95%, 2.05%를, KCC가 뮤추얼펀드를 통해 0.82%를 각각 매수하였는데, 금융감독위원회는 2004. 2. 위 20.64%에 대하여 증권거래법상 5%룰을 위반한 것으로 보아 처분명령을 내림. 한편, 법원은 2004. 3. KCC가 2003. 11. 7. 장내매수한 42만주와 이에 따른 무상증자분 12만주 등 54만주(7.53%)에 대하여 위 취득분을 공시할 때 투자목적 등을 협의로 기재하였다는 이유로 의결권행사금지 가처분 결정을 내림으로써, KCC는 2004. 3. 정기주주총회에서 현대엘리베이터 경영진 교체에 실패하였음.

다. 의결권대리행사의 권유(위임장 확보)

(1) 의의

경영권을 확보하기 위해서는 반드시 적대적 인수·합병을 시도하는 자가 임원선임에 필요한 지분을 모두 취득할 필요는 없고, 주주총회에서 다수의 소액투자자들 또는 몇몇 주요 주주의 협조가 가능하다면 막대한 자금을 동원하여 공개매수나 시장매집을 통해 주식을 매수하지 않고도 경영권의 확보가 가능함. 이를 위하여 주주총회에서 영향력을 발휘할 수 있는 최소한의 지분만 확보한 후 다수의 주주로부터 주주총회에서 의결권을 행사할 수 있는 위임장을 확보함으로써 대상회사의 경영권을 취득할 수 있음.

의결권대리행사의 권유는 대상기업의 경영권 장악을 목적으로 시장매집이나 공개매수와 결합하여 이루어지기도 하고, 지배권 확보에는 이르지 못하더라도 소액주주들이 자기측 이사를 이사회에 진출시키거나 현 경영진의 경영방침에 반대하는 데 이용하기도 함. 의결권대리행사 권유에 관한 사항은 앞의 II. 3. 나를 참고하기 바람.

(2) 사례

2005년의 경우 SK 와 크레스트 시큐리티즈 리미티드 사이에, 넥스콘테크놀로지와 삼양감속기 사이에, 세이브존 I&C 와 이랜드월드 사이에 각 경영권 확보와 관련하여 적대적 M&A 를 시도한 측과 대상회사 측이 모두 위임장 확보를 위한 경쟁이 벌인 바 있으나, 모두 대상 회사 측이 제시한 의안이 가결되어 경영권을 방어한 바 있음.

4. 적대적 M&A 에 대한 방어방법

적대적 M&A 에 대한 방어방법은 매우 다양함. 적대적 M&A 방어방법을 크게 나누면 장래의 발생 가능한 적대적 인수·합병에 대비하여 구체적인 발표가 있기 전에 적대적 인수·합병의 대상이 될 가능성을 사전에 저지하거나 감소시킬 목적으로 예방적으로 취하는 행위인 예방적 방어방법과 실제로 외부로부터 적대적 인수·합병의 위협에 당면했을 때 그 적대적 인수·합병의 성공을 저지하기 위하여 취하는 사후적 방어행위로 구분할 수 있음.

가. 예방적 방어방법

적대적 M&A 시도를 사전에 봉쇄하기 위해서는 회사의 경영권을 행사하는 주주의 지분율을 높이거나 우호주주를 확보함으로써 의결권 있는 발행주식총수의 50% 이상을 실질적으로 확보하는 것이 가장 효과적인 방법임. 자금상의 이유 등으로 지분율을 높이는 것이 곤란한 경우 다음과 같은 예방적 방어방법을 고려할 수 있음.

(1) 자기주식의 취득

회사가 자기주식을 취득하는 경우 자기주식 자체에는 의결권이 없지만, 적대적 M&A 가 있는 경우 자기주식을 우호세력에게 처분하여 그 의결권을 활용할 수 있고, 적대적 M&A 시도가 있을 때 대상회사가 새로이 자기주식을 취득하는 경우 유통되는 주식물량이 감소하고 주가상승을 가져오는 동시에, 대상회사가 보유한 현금을 자기주식 취득에 사용함으로써 공격자의 인수매력을 감소시킬 수 있음.

자기주식 취득은 실질적으로 상장법인에 한하여 가능하며, 취득할 수 있는 한도도 이익배당가능금액에 한정되는 등 취득요건 및 절차가 까다로움. 이에 관한 세부사항은 자동법 제 165 조의 2를 참고하기 바람.

(2) 주식의 상호보유

제휴관계에 있는 회사 사이에 상대방 회사 지분 10% 미만을 상호 보유함으로써 [43\)](#) 각사 경영진이 각기 상대방의 주주총회에서 현 경영진에 유리하게 의결권을 행사한다면 상호 경영권의 안정을 도모할 수 있음.

(3) 우리사주조합 보유 지분의 확대

우리사주제도는 근로자로 하여금 우리사주조합을 통하여 당해 회사의 주식을 취득·보유하게 하는 제도로 근로자복지기본법에 근거하고 있음. 통상 우리사주조합원들이 인수한 주식의 의결권은 조합의 대표에 의하여 일괄 행사되는 것이 일반적 관행이고, 그 경우 외부의

공격자보다는 현 경영진에게 우호적으로 행사되는 경우가 많아 우리사주 조합지분의 증가는 적대적 M&A에 대한 방어수단이 될 수 있음. 그리고 근로자복지기본법 제 37 조 제 5 항은 우리사주조합은 규약에 의하여 조합원이 자사주를 인출하는 경우 우리사주조합·우리사주조합원 순으로 우선하여 매입하도록 할 수 있도록 하고 있어 우리사주 조합지분의 증가는 공개매수에 응할 수 있는 주식의 수를 감소시키는 효과도 있음.

1990년대 적대적 M&A의 대상이 되었던 기아자동차의 경영진은 우리사주조합과 유사한 경영발전위원회를 조직, 회사의 자금을 지원하여 이 단체의 자사 주식 지분율을 높여 왔음. 이에 대하여 대법원은 “종업원지주제도 하에서 회사의 경영자가 종업원의 자사주 매입을 돋기 위하여 회사자금을 지원하는 것 자체를 들어 회사에 대한 임무위배행위라고 할 수는 없을 것이다. 경영자의 자금지원의 주된 목적이 종업원의 재산형성을 통한 복리증진보다는 안정주주를 확보함으로써 경영자의 회사에 대한 경영권을 계속 유지하고자 하는 데 있다면, 그 자금지원은 경영자의 이익을 위하여 회사재산을 사용하는 것이 되어 회사의 이익에 반하므로 회사에 대한 관계에서 임무위배행위가 된다”고 하여 경영진의 업무상 배임죄를 인정한 바 있음(대법원 1999. 6. 25. 선고 99 도 1141 판결).

(4) 주식양도제한

상법 제 335 조는 정관에 주식을 양도하는 경우 이사회의 승인을 얻도록 규정할 수 있도록 하고, 이 경우 이사회의 승인을 얻지 아니한 주식의 양도는 회사에 대하여 효력이 없는 것으로 하고 있음. 따라서 주식양도제한 규정은 주주가 현 경영진에게 적대적인 제 3 자에게 주식을 양도하는 것을 봉쇄할 수 있는 강력한 경영권 보호장치가 될 수 있음.

그러나 주식의 자유로운 유통을 전제로 하는 상장회사의 경우에는 주식양도를 제한할 수 없다는 점에서 주식양도제한을 적대적 M&A 방어방법으로 사용하기 어려움.

(5) 주주총회 결의요건 강화(Super Majority)

적대적 인수·합병이 이루어지게 되면 보통 주주총회결의에 따른 기존 이사의 해임과 신규 이사의 선임, 정관변경, 영업양도나 합병 등이 뒤따르게 되므로 미리 정관을 변경하여 주주총회 결의요건을 강화하는 방법임. 이 경우 공격자는 대상회사의 발행주식총수의 대부분을 취득하지 못하는 이상 회사의 경영권 변동 등을 가져올 수 없게 됨.⁴⁴⁾

상법상 그와 같은 정관규정이 허용되는가와 관련하여, 과반수 출석에 2/3 이상의 찬성까지만 가능하고, 그 이상의 특별다수결 요건을 정하는 것은 허용되지 않는다는 견해도 있으나, 상법 제 368 조 제 1 항은 “총회의 결의는 이 법 또는 정관에 다른 정함이 있는 경우를 제외하고는” 출석주주 의결권의 과반수와 발행주식총수의 1/4 로써 하여야 한다고 규정하여 보통결의에 대하여 그 상한을 정하고 있지 않는 이상 특별결의에 대하여도 마찬가지로 보아야 한다는 점, 폐쇄회사에서 소수파 주주의 거부권을 인정하여 줄 필요도 있다는 점에서, 가중의 한도에는 제한이 없다는 견해가 다수설임.

(6) 이사의 수 제한

상법은 이사의 수를 3인 이상으로 할 것을 요구하고 있음. 그러나 이사의 수를 ‘3인 이상 5인 이하’와 같이 정관에서 그 상한을 정하여 두는 것도 방어 전략의 하나가 될 수 있음. 정관에 규정된 이사의 정원이 모두 채워져 있는 경우, 기업 매수자로서는 기존에 선임된 이사를 해임하기 위해서는 정관 규정을 개정하기 위해서는 특별결의 요건을 충족하는 주식을 보유하지 않으면 이사회를 장악할 수 없게 됨.

(7) 이사 교차 임기제(Staggered Board)

교차 임기제는 이사들의 임기를 조정하여 이사들의 임기가 일시에 만료되지 않도록 함으로써 적대적 M&A 를 시도하는 자가 대상회사 의결권있는 주식의 과반수를 취득하였다 하더라도

이사 전부를 일시에 교체할 수 없도록 하는 제도를 말함. 이는 주주총회 특별결의가 요구되는 등 임기 중인 이사의 해임이 용이하지 않다는 점에 착안한 것임.⁴⁵⁾

(8) 이사의 자격제한

정관에 이사의 자격을 ‘주주’, 또는 ‘당해 회사에 3년 이상 근무한 자’ 등으로 제한하여 놓는 것을 말하는데, 이러한 규정을 두는 경우 적대적 M&A를 시도하는 자가 대상회사의 다수 주식을 취득하여도 그러한 자격을 가진 자를 확보하지 못하면 현 이사를 마음대로 개임하거나 해임할 수 없게 되어 회사의 지배권을 즉시 취득하지 못하게 됨.

상법상 위와 같은 정관규정이 허용되는가와 관련하여 견해의 대립이 있음. 상법 제 387 조는 정관으로 이사의 자격을 주주로 제한할 수 있음을 규정하고 있는데, 위 규정을 근거로 정관으로 이사의 자격을 제한하는 것은 그 내용이 사회질서에 반하지 않는 한 가능하므로 국적 등에 의한 자격 제한도 가능하다는 견해가 있는가 하면, 상법 제 387 조의 자격주 규정은 주식회사의 근본이념인 소유와 경영의 분리원칙에 대한 예외를 특별히 허용하고 있는 것으로 보아야 하므로, 주주 이외의 다른 국적이나 신분으로 이사의 자격을 제한하는 것은 위법하다는 견해도 존재하므로, 실제 위 규정을 도입함에 있어서는 신중을 요함.

(9) 황금낙하산(Golden Parachute)

황금낙하산이란 대상회사의 지배권에 변동이 생겨 임원들이 비자발적으로 퇴직하게 되는 경우 그 임원에게 매우 고액의 퇴직금 또는 과다한 주식매수선택권을 제공하기로 하는 방법임. 이는 본래 회사의 인수매력도를 저하시킬 목적으로 도입된 제도이나, 최근에는 기존의 경영진은 고액의 퇴직금을 받을 수 있기 때문에 오로지 자신의 경영권 유지만을 목적으로 무리한 방어행위를 하는 것을 자제하게 하는 장치로서도 의미가 있다고 평가됨. 다만, 대규모 회사의 경우에는 황금낙하산 비용이 차지하는 비중이 미약할 것이므로 방어효과가 미미하다는 한계가 있음.

(10) 독약계획(Poison Pill Plan)

독약계획(Poison Pill Plan)이란 적대적 인수·합병에 대비하여 주주들에게 제 3 자의 공개매수 신청이 있거나 제 3 자가 대상 회사의 발행주식총수의 일정 비율 이상을 취득하였을 때 주주들이 낮은 가격으로 대상 회사 또는 매수 희망자의 주식을 추가로 매수하거나 자신의 보유 주식을 고가에 매도 또는 상환을 받을 권리를 행사할 수 있도록 하는 방어수단을 말함. 독약계획에 따라 주주들이 권리를 행사하게 되면 인수자로서는 더 많은 주식을 취득하여야 하거나 매수희망자의 경영권에 변동이 초래될 수 있는 등 공격자에게 매우 괴로운 독약이 될 수 있음. 현재 우리법상으로는 위와 같은 Poison Pill 이 허용되지 않는다는 점을 감안하여 Poison Pill 을 도입하는 방향으로 법을 개정하여야 한다는 주장이 제기되고 있음.

(11) 투자자 관리(IR)

일반적으로 적대적 인수·합병의 목표가 되는 기업은 기업의 내재가치에 비하여 주가가 낮게 형성되어 있는 기업이나, 경영자나 종업원, 거래금융기관 등의 우호 지분이 적고, 내분이 있거나 전환사채 등 주식관련 사채에 의한 잠재적 갈등이 있어 주식을 쉽게 매집할 수 있는 기업인 경우가 많음. 따라서 기업들이 회사의 경영환경이나 경영실적 등에 대하여 적극적으로 주주 및 투자가, 채권자 등에게 홍보함으로써 이들과의 신뢰관계를 돈독히 하는 한편, 회사의 내재가치가 주가에 충실히 반영되어 높은 주가를 형성할 수 있다면 회사가 적대적 인수·합병의 표적이 되는 것 자체를 예방할 수 있음.

나. 사후적 방어방법

(1) 백기사(White Knight)

적대적 인수·합병에 대하여 회사가 자금력의 열세로 지배권을 상실할 가능성이 있을 때 현 경영진에 우호적인 제 3 자(백기사; White Knight)를 물색, 자기 회사의 지배권을 획득할 수 있는 정도의 주식을 취득하게 함으로써 최초 공격자의 매수 기도를 무산시키는 방법임. 한편,

우호적인 제 3 자가 대상회사의 경영권을 취득할 의사가 없어 대상회사의 경영진이 그대로 경영권을 유지하도록 하는 경우 제 3 자를 백지주(White Squire)라고 부르기도 함. 백기사나 백지주를 확보하기 위하여 제 3 자 배정의 신주발행, 또는 주식으로 전환되거나 신주를 인수할 수 있는 권리가 붙은 사채를 발행하여 주는 방식이 이용되기도 함

메리츠화재가 제일화재에 대한 적대적 M&A 를 시도하자 제일화재 대주주가 한화그룹을 백기사로 동원하여 적대적 M&A 를 성공적으로 방어한 바 있음.

(2) 신주 또는 주식관련사채의 발행

적대적 M&A 의 위협이 있거나 실제로 개시된 경우 신주 또는 전환사채·신주인수권부사채 등 주식관련사채를 발행하여 회사의 최대주주 또는 우호적인 제 3 자에게 배정함으로써 경영권의 안정을 확보하는 방법은 매수희망자의 지분을 감소시키고 기업인수에 필요한 자금을 증가시키는 동시에 회사로서는 우호지분이 증가하는 것은 물론, 회사에 자본금이 유입되어 그만큼 기업방어에 사용가능한 자금도 늘어나게 되므로, 적대적 M&A 에 대한 가장 강력한 방어수단이 될 수 있음.

현대엘리베이터는 KCC 와의 경영권 분쟁상황에서 국민주 공모 명목으로 1,000 만주의 유상증자를 추진한 바 있음. 이와 관련하여 KCC 가 신청한 신주발행금지가처분 사건에서 수원지방법원 여주지원은 경영권 방어 자체가 회사와 일반 주주에게 이익이 되는 경우 예외적으로 주주의 신주인수권을 배제한 신주 발행이 허용되는 것이나, 현대엘리베이터의 신주 발행 계획은 경영권 분쟁상황에서 회사 경영을 위한 자금조달 필요에 의한 것이 아니라 기존 대주주 및 현 이사회의 경영권 방어목적으로 이루어진 것이라는 소명이 충분히 인정된다는 이유로 가치분을 인용한 바 있음(앞의 2.다에서 언급된 여주지원 결정 참조).

위와 같이 적대적 M&A 가 예상되거나 진행 중일 때 현 경영진들이 신주 등을 발행한 경우 기존주주나 회사의 이익을 희생시켜 자기들의 지위를 유지할 목적으로 발행된 것으로 주주의

신주인수권을 침해하는 현저히 불공정한 방법에 의한 발행에 해당하여 그 효력이 문제될 수 있다는 점을 유의할 필요가 있음. 이에 관하여는 앞의 2.다항을 참고하기 바람.

(3) 자기주식의 처분

자기주식의 처분은 적대적 M&A 시도가 있는 경우 대상회사가 보유하고 있는 자기주식을 우호적인 주주에게 매각함으로써 의결권이 제한된 자기주식의 의결권을 부활시키는 한편 우호지분을 늘리는 방어방법임.

2003년 주식회사 SK 와 소버린의 지분 경쟁 당시 SK 는 자기주식 10.41% 중 9.67%를 계열회사의 채권은행 등 우호주주들에게 매각하였는데, 서울지방법원은 이와 관련한 소버린의 의결권행사금지 가처분 신청에 대하여 ‘SK 가 자사주를 처분함으로써 소버린의 지분이 희석된다해도 그 이유만으로 자사주처분결의를 무효로 볼 수 없다고 하면서 자사주를 처분하기로 하는 SK 이사회 결의는 소버린 경영권 인수시도에 직면하여 그를 방어하기 위한 이사들의 경영판단으로서 적법하다고 판시하였다. 서울지방법원에 의하면 자사주의 처분행위가 경영권 방어를 목적으로 한 것이기는 하지만 회사나 주주들의 이익에 반하는 등 적법한 방어행위의 범주를 벗어난 것으로 볼 수 없고, 이 건의 경우 자사주 취득 경위, 목적, 절차 등에 비추어 볼 때 그 것이 기존 경영진이나 대주주의 지배권 유지를 위한 것은 아니었기 때문에 자사주 처분행위를 위법한 행위로 볼 수 없다고 하였음.

반면, 경영권 분쟁과정에서 대립통상 주식회사의 최대주주가 회사로부터 자사주를 매수하여 지분비율을 34.11%에서 47.49%로 늘린 데 대하여 2 대주주 등이 낸 의결권행사금지 가처분 사건에서 2006. 3. 24. 서울서부지방법원은 ‘다른 주주들에게 자기주식을 매수할 기회를 전혀 주지 않은 채 특정 주주에게 이를 일방적으로 매도하는 것은 주주평등의 원칙에 반한다’는 이유로 신청인의 주장을 받아들인 바 있음.

한편, 최근 서울중앙지방법원 제 50 민사부는 머니투데이 경영권분쟁과 관련한 의결권 행사금지가처분 신청사건과 관련하여 “자기주식의 처분이 현 경영진의 경영권 유지만을 목적으로 한 것이고, 아무런 합리적인 경영상 필요 없이 회사와 다른 주주들의 이익에 반하여 악의적으로 이루어진 것이라는 점이 소명된다면, 이사의 선관주의의무 및 충실의무 위반이나 대표권 남용의 법리에 따라 위법하다고 볼 여지가 없지는 아니하다고 할 것이다”라는 결정을 한 바 있음(2008 카합 462 결정 참조).

자기주식 처분의 적법성에 관한 판단기준이 정립되어 있다고 보기 어려우나, 신주발행과 달리 주주들에게 우선적인 인수권이 인정되지 않는 자기주식의 경우 아무런 합리적인 경영상 필요 없이 회사와 다른 주주들의 이익에 반하여 악의적으로 이루어졌다는 특별한 사정이 없는 한 적법한 것으로 인정하는 위 서울중앙지방법원의 결정이 타당한 것으로 보임.

(4) 대항공개매수

적대적 M&A 방법으로 공개매수가 실시되는 경우 이에 대항하여 대상회사 자체 또는 대상회사의 대주주 등이 실시하는 공개매수를 대항 공개매수라고 함. 방어자의 대항공개매수가격이 공격자의 공개매수가격보다 높은 경우 주주들이 공격자의 공개매수에 응할 가능성이 작아질 수밖에 없으므로 공격자의 공개매수시도를 좌절시킬 수 있음.

대항공개매수가 실시되는 경우 공격자는 공개매수를 철회할 수 있으며, 필요한 경우 공개매수기간을 연장하고 공개매수가격을 높일 수 있음.

효진이 1996. 12. 항도종금의 경영권을 확보하고자 1 주당 31,000 원으로 공개매수를 시도함(공개매수기간: 1996. 12.5~1996. 12. 24.). 항도종금의 경영권을 가지고 있던 부산지역 섬용업체인 서릉 등이 경영권방어목적으로 1 주당 32.000 원에 대항공개매수에 나섬(대항공개매수기간: 1996. 12.19~1997. 1. 7.)

효진은 다시 1 주당 37,000 원으로 가격을 높여 2 차 공개매수를 시도함(2 차 공개매수기간: 1997. 1. 15.~1997. 2. 3.). 효진의 2 차 공개매수는 1 차 공개매수의 조건변경 차원이 아니었고, 1 차 공개매수를 마친 후 2 차 공개매수를 시도한 것임. 결국 양측이 모두 압도적으로 회사를 지배할 만한 지분을 확보하는 데에는 실패한 채로 상황이 종결됨.

한편, 2006. 6 월부터 7 월 사이에 보아스파트너스와 씨에프에이지-에프에스기업구조조정조합이 경쟁적으로 정리회사인 충남방적의 주식에 대한 공개매수를 실시하였음. 공개매수를 경쟁적으로 실시하면서 공개매수가격을 인상하고 공개매수기간을 연장하였음. 양 회사 및 그 특수관계인들이 정리회사 충남방적 주식의 약 40%를 취득함.

그런데, 정리회사의 관리인은 위와 같은 공개매수에도 불구하고 제 3 자 배정방식으로 유상증자를 추진함. 공개매수를 실시한 위 회사들은 유상증자를 중단시키기 위하여 기업매각결정절차속행중지가처분을 신청하였으나 기각됨. 이에 관한 세부사항은 앞의 V. 6. 나. 결정문을 참고하기 바람.

(5) 역공개매수(Pac Man)

적대적 M&A 의 대상이 된 회사가 공격자인 회사의 경영권을 획득하기 위하여 그 회사 주식에 대하여 공개매수를 하는 방법임.

이와 관련하여 상법 제 369 조 제 3 항은 회사, 모회사 및 자회사 또는 자회사가 다른 회사의 발행주식의 총수의 10 분의 1 을 초과하는 주식을 가지고 있는 경우 그 다른 회사가 가지고 있는 회사 또는 모회사의 주식은 의결권이 없다고 규정하고 있음. 즉, 어느 회사(참가회사)가 다른 회사(피참가회사)의 발행주식총수의 10 분의 1 을 초과하여 소유하고 있는 때 피참가회사가 가진 참가회사 주식은 의결권이 없고, 서로가 10 분의 1 을 초과하여 주식을 소유하고 있으면 양 회사가 모두 의결권을 행사할 수 없게 됨. 따라서 인수 희망자가 회사이고 인수대상 회사의 일정 지분을 취득하는 경우 인수대상 회사는 상대방 지분의 10% 이상을

취득함으로써 인수희망 회사가 보유하고 있는 회사 지분에서 의결권을 박탈할 수 있으므로, 상당한 방어수단이 될 수 있음.

1997년 주식회사 중원이 레이디가구 주식회사의 경영권 매수를 선언하고 주식매수를 시작하여 10.97%를 취득하자, 레이디가구는 이에 대항하여 중원의 주식을 10%를 초과하여 취득한 사례, 2004년 유가증권상장법인인 주식회사 동성화학이 코스닥 상장법인인 에스텍 주식회사의 지분 18.89%을 확보한 상태에서 200 만주(18.33%)에 대한 공개매수에 나서자, 에스텍이 동성화학 지분 38만 3,430 주(발행주식총수의 10.1%)를 취득하여 경영권 방어에 성공한 사례가 있음.

(6) 롤업(Lock-up)

롤업이란 인수대상 회사가 우호적인 제3자에게 회사의 주식이나 자산을 적대적 인수·합병을 시도하는 회사보다 유리하거나 최소한 같은 가격에 우선적으로 매수하게 하거나 매수할 수 있는 권리를 부여하는 방어방법을 말함.

롤업은 대상회사의 중요자산을 매수하게 하거나 매수할 수 있는 권리를 부여하는 방식(Assets Lock-up)과 대상회사의 주식 또는 주식매수선택권을 부여하는 방식(Stock Lock-up)으로 나눌 수 있는데, 인수 희망자는 경영권을 취득하더라도 중요한 재산을 제3자에게 빼앗기게 되고, 이를 매수하기 위해서는 너무 많은 대가를 치르게 되므로 인수를 포기할 가능성이 많음.

특히 대상 회사의 가장 가치 있는 자산이나 사업부분을 시장가격 이하의 조건으로 매수할 권리를 부여하는 것을 가리켜 왕관의 보석(Crown jewel)이라고 함. 이때 제3자가 경영권 취득에 실패하는 경우에 대비하여 그 손해를 배상하여 주기로 약정(agreement for liquidated damages)을 하는 경우도 있음.

록업의 유효성에 관하여 대다수 미국법원은 록업이 적대적 인수·합병을 위한 경쟁자가 존재하지 않을 때보다 유리한 거래조건을 얻기 위하여, 즉 경쟁을 유도하기 위한 경우에는 허용되지만, 경쟁 자체를 무산시키기 위한 것일 때에는 허용되지 않는다는 입장을 취하고 있음.

먼저 왕관의 보석에 관하여는, 우리나라에서도 이사들은 주주총회의 특별결의를 요하지 않는 범위 내에서는 회사의 중요한 영업용 재산을 제 3 자에게 양도할 수 있으나, 대법원은 영업양도에 해당하지 않는 경우에도 그 영업용 재산을 양도함으로써 실질적으로 영업의 양도 또는 폐지의 결과를 가져오는 때에는 주주총회의 특별결의를 요한다고 판시하고 있으므로, 특정한 영업용 재산을 양도함에 있어서는 주주총회의 특별결의를 요하는 것인지 구체적으로 검토를 할 필요가 있으며, 한편 당해 영업양도가 오로지 경영권 방어를 목적으로 하거나 현저히 저가에 매각하는 경우에는 이사에게 손해배상책임이나 업무상 배임의 형사책임이 문제될 수 있을 것임.

제 3 자에 대하여 신주를 발행하는 것과 자기주식을 처분하는 것과 관련해서는 앞의 나항과 다항을 참고하기 바람.

제 3 자에 대하여 경영권취득에 실패하였을 경우에 손해배상을 약정하는 것이 허용되는가는 그것이 이사의 선관주의의무에 위반되느냐 여부에 달려 있는데, 이러한 약정은 일반적으로 이사의 주의의무에 위반된다고 판단될 가능성이 높으므로, 방어수단으로서는 적절하지 않은 것으로 보임.

(7) 우호적인 여론 형성

적대적 인수·합병의 위협에 직면했을 때 대상 회사의 경영진이 기자회견, 보도자료의 배포 등을 통하여 적극적으로 주주 및 사회구성원들에게 인수 시도의 부당성을 설득하는 방법으로 반인수 캠페인, 또는 여론화 전략이라고도 함. 우리나라의 경우 전통적으로 적대적

인수·합병에 관하여 부정적인 인식이 많으므로 유리한 여론형성이 상대적으로 용이하며, 특히 대기업이나 외국기업의 중소기업의 인수의 경우에는 특히 유용한 방어수단이 될 수 있을 것임.

적대적 M&A 과정에서 치열한 공방이 이루어지는 경우 반인수 캠페인이 공익적 목적이 아닌 비방의 목적으로 타인의 명예를 훼손하는 것으로 인정되는 정도에 이른 때에는 형법상 명예훼손죄가 문제될 수 있다는 점을 유의할 필요가 있음.

삼성그룹이 1993년 10월 계열사의 시장매집을 통하여 기아자동차의 주식을 9.73%까지 보유하기에 이르자, 기아자동차는 ‘재벌그룹이 자금력을 이용하여 전문경영인이 경영하는 건실한 기업을 탈취하려 한다’는 여론을 형성하는데 성공하였고, 이에 삼성 측은 같은 달 20일경부터 주식을 매각하기 시작하여 기아자동차의 경영진은 경영권을 유지할 수 있었음.

[첨부 1] M&A 유형에 따른 주식매수청구권, 채권자 이의절차 비교

[첨부 2] 신주인수계약서

[첨부 3] 합병계약서

[첨부 4] 영업양수도계약서

M&A 유형에 따른 주식매수청구권, 채권자 이의절차 비교

M & A 유 형	반대주주의 주식매수청구권	채권자 이의절차	비 고
영업양수도 (상법 제374조)	있 음 (상법 제374조의 2)	없 음	
자본감소 (상법 제438조)	없 음	있 음 (상법 제439조제2항, 제232조)	
합 병 (상법 제522조)	있 음 (상법 제522조의 3)	있 음 (상법 제527조의 5 제1항)	

간 이 합 병 (상법 제 527 조의 2)	있 음 (상법 522 조의 3) * 다만 소멸회사의 총주주 동의로 간이합병하는 경우에는 소멸회사의 주주에게는 인정되지 않음	있 음 (상법 제 527 조의 5 제 2 항)	소멸회사의 주주총회는 이사회 결의로 갈음할 수 있음 (상법 제 527 조의 2 제 1 항)
소 규 모 합 병 (상법 제 527 조의 3)	존속회사: 불인정(상법 제 527 조의 3 제 5 항) 소멸회사: 인정(다만, 소멸회사의 총 주주 동의로 간이합병하는 경우에는 인정되지 아니함)	있 음 (상법 제 527 조의 5 제 2 항)	존속회사의 주주총회는 이사회 결의로 갈음할 수 있음(상법 제 527 조의 3 제 1 항)
분 할 (상법 제 530 조의 2)	없 음	없 음	연대책임 부담 단, 채권자 이의절차를 거친 경우 연대책임 배제가능(상법 제 530 조의 9 제 4 항, 제 527 조의 5)
분 할 합 병 (상법 제 530 조의 2)	있 음 (상법 제 530 조의 11 제 2 항, 제 522 조의 3)	있 음 (상법 제 530 조의 11 제 2 항, 제 527 조의 5)	연대책임 부담 단, 승인 주총결의시 연대책임 배제가능(상법 제 530 조의 9 제 3 항 참조)
주식의 포괄적 교환/이전 (상법 제 360 조의 12, 15)	있 음 (상법 제 360 조의 5, 제 360 조의 22)	없 음	소규모 주식교환의 경우 완전모회사로 되는 회사: 반대주주 주식매수청구권 불인정(상법 제 360 조의 10 제 7 항)

* 소규모/간이분할합병의 경우에는 소규모합병, 간이합병을 준용(상법 제 5309 조의 11 제 2 항,

제 527 조의 2, 제 527 조의 3 참조).

-
- 1) 기업결합 중 새로운 회사 설립에의 참여는 넓게 보아 주식의 취득에 해당하는 것으로 볼 수 있어 별도의 M&A 유형으로 보기 곤란하고, 임원겸임은 독자적인 기업결합이라기 보다는 다른 기업결합에 수반되거나 파생되는 결과라는 점에서 별도의 기업결합으로 보기 어려운 점이 있으므로 새로운 회사설립에의 참여 및 임원겸임은 M&A의 범위에서 제외되는 것으로 이해하기로 함.
 - 2) 결합형태, 거래의사 이외에 교섭방법(개별교섭, 공개매수), 대가의 지급수단(현금, 주식 등 현물), 주체(국내 M&A, 국제 M&A)에 따라 M&A를 분류할 수도 있음.
 - 3) 자산가치 평가방법은 기업이 현재 보유하고 있는 순자산의 가치를 평가하는 방법임. 비교적 단순하고 객관적이라는 장점을 가지고 있으나 수익창출능력을 반영하지 못하는 단점이 있음.
 - 4) 수익가치 평가방법은 기업의 현재 재무 상황보다는 기업이 보유한 유·무형의 자산으로 미래에 얼마만큼의 수익(또는 현금흐름)을 창출할 수 있는가라는 관점에서 미래의 수익창출능력으로 기업가치를 평가하는 방법으로서, 현금흐름 할인(Discounted Cash Flow : DCF)법으로 주로 평가함. 현금흐름 할인법(이하 "DCF 법"이라 함)은 이론적으로 가장 우수한 방법이나, 기업가치를 결정하는 세 가지 요소(미래순현금흐름, 할인율, 계속기업가치)의 결정시 주관성이 개입될 여지가 적지 않음.
 - 5) 자산가치와 수익가치가 평가대상 기업의 고유한 재무상황 및 미래 수익 창출 능력으로만 기업가치를 평가하는 가치 개념이라면, 시장가치는 이런 기업의 재무상황과 미래 수익창출 가능성을 기초로 시장메커니즘을 통해 형성되는 기업의 가치를 말함. 상장기업의 경우 증권시장에서 형성된 주가가 주식발행기업의 시장가치가 되며, 비상장기업의 시장가치는 객관적인 시장가치는 존재하지 않으나 동일한 업종에 속하고 규모가 비슷한 상장기업의 주가를 이용하여 상대적인 시가(상대가치)를 산정해 볼 수 있음.
 - 6) 공정거래법 시행령 제 18 조 제 8 항 참조.
 - 7) 기업결합심사기준에 대한 세부사항은 공정위의 기업결합심사기준(2007.12.20 공정거래위원회고시 제 2007-12 호)을 참고하기 바람.
 - 8) 공정위의 경쟁제한적 기업결합에 대한 시정조치에 관한 세부사항에 관하여는 공정위 기업결합시정조치 부과지침을 참고하기 바람.

9) 기업구조조정을 위한 금융기관의 대상회사에 대한 대출금 채권을 출자의 목적물로 하는 소위 출자전환(debt-equity swap)의 경우 현물출자의 특례가 인정되어 법원의 인가를 거칠 필요가 없음(등기예규 제 960 호, 1999. 1. 25.).

10) 일반적으로 주식의 양수도나 영업의 양수도, 합병을 위한 계약에서 큰 비중을 차지하는 부분이 진술과 보증(Representations & Warranties) 조항임. 진술과 보증 조항은 계약서의 각 조항이 원용하는 별첨 목록(Schedule 또는 Exhibit)에 기재된 사항을 중심으로 하여 회사에 관한 정보가 정확하고 중요한 부분에 있어서 누락이 없으며, 회사에 별첨 목록에 기재된 것을 제외하고는 중대한 법률위반사항이 없다는 점을 매수인(인수인)에게 보증하는 것임. 통상적으로 매도인은 진술·보증사항을 적게 하려고 하는 반면 매수인(인수인)은 진술·보증사항을 많게 하려고 함.

M&A 협상에 있어 진술과 보증 조항은 가치평가의 기초가 되는 정보와 자료의 진실성을 담보하는 역할을 함. 가치평가를 위한 기업실사(Due Diligence)는 진술과 보증조항의 내용을 결정하기 위한 것이라 해도 과언이 아님. 우리나라 법에서는 이러한 문제를 보통 민법상의 담보책임으로 해결함. 그런데, 담보책임은 당사자들의 추상적인 법률관계를 정할 수 있겠지만, 구체적으로 특정사항이 책임의 원인이 되는지에 대하여는 불명확함. M&A 거래관행은 계약서에서 당사자가 중요하게 생각하는 사항에 대하여 모두 진술과 보증에 포함시키고 있는 방향으로 가고 있음.

이러한 진술과 보증조항과 불가분의 관계를 가지는 갖는 조항이 손해배상 또는 면책(Indemnification)조항임. 진술과 보증조항에 대한 위반이 발생하면 매도인 혹은 매수인에게 손해배상책임을 지게 되는데 손해배상 또는 면책조항은 그 규모와 범위, 손해배상청구절차, 손해배상청구기간에 관한 사항을 규정함. 이러한 손해배상과 면책조항은 매도인의 자력을 전제로 하기 때문에 매도인이 거래 후 무자력이 되는 경우에 대비하여 위하여 매매대금의 일부에 대하여 Escrow 또는 질권을 설정하도록 하거나 일정기간 까지 지급을 유예하기도 함(김화진·송옥렬, 기업인수합병, 121쪽 내지 125쪽 참조).

11) 이에 관한 세부사항에 관하여는 유가증권의 발행 및 공시에 관한 규정 제 122 조(증권의 발행 및 공시에 관한 규정 제 3-1 조)를 참조하기 바람.

12) 참고서류 및 위임장용지 송부예정일이 2009년 2월 20일이라면, 전일인 2월 19일을 기산일로 하여 5 영업일이 되는 2월 13일 오전 0시에 기간이 만료되므로 2월 12일까지 참고서류 및 위임장용지 사본을 금융위에 제출하여야 함

13) 참고서류의 작성방법 및 기재사항에 관하여는 유가증권의 발행 및 공시에 관한 규정 제 137 조(증권의 발행 및 공시에 관한 규정 제 3-15 조)참조.

14) 주권, 신주인수권증서, 전환사채권, 신주인수권부사채권, 교환사채권을 의미함.

15) 보유비율은 본인 및 특별관계자(특수관계인, 공동보유자)가 보유하는 주식 등의 수를 당해 법인이 발행한 주식등의 총수로 나누어 산출함.

- 16) 당시 시가는 9,000 원 내지 10,000 원이었음.
- 17) 벤처기업 육성에 관한 특별조치법 제 15 조의 3, 금융산업의 구조개선에 관한 법률 제 5 조는 합병절차를 간소화하는 규정(채권자이의제출, 주주총회소집, 합병계약서 공시 등의 특례)을 두고 있음.
- 18) 존속회사가 소멸회사의 주주에게 지급할 금액이 합병교부금임. 합병교부금은 합병비율의 단수조정, 합병기일 이후에 소멸하는 회사의 결산기가 도래하는 경우의 이익배당 등의 경우에 지급함. 합병교부금은 원래 합병비율의 단수조정을 위한 것인데, 단수조정과 관계없이 소멸회사의 주주에게 합병신주를 배정하지 않고 그 대신 합병교부금만을 지급할 수 있는지, 즉 cash out merger 가 허용될 수 있는지에 관하여는 논란이 있지만, 이는 실질적으로 출자의 환급에 해당하므로 우리 상법상으로는 허용되지 않음.
- 19) 합병의 효력은 합병등기에 의하여 발생하므로 여기서 합병을 할 날(합병기일)이란 합병의 효력발생일을 의미하는 것이 아니라 소멸회사의 재산이 존속회사에 인도되고, 소멸회사의 주주에게 신주가 배정되는 등 실질적으로 당사회사가 합체되는 시기를 의미함. 일반적으로 합병신주의 배정일이 합병을 할 날이지만 반드시 같을 필요는 없음.
- 20) 다만, 합병비율이 1:1인 경우에는 주식병합을 위한 주권제출절차가 불필요하다는 견해가 존재함. 이 경우 소멸회사의 주권을 존속회사의 주권과 동일하게 통용시키는 것이 허용되어야 할 것임(권기법, 기업구조조정법, 제 262, 263 면 참조).
- 21) 다만 성질상 이전을 허용하지 아니하는 것은 포괄승계에서 제외 됨(대법원 1980. 3. 25. 선고 77 누 265 판결 참조).
- 22) 다만, 합병이 공정거래법에 위반하여 이루어진 때에는 공정위가 합병무효의 소를 제기할 수 있음.
- 23) 대법원 2008. 1.10. 선고 2007 다 64136 판결 참조.
- 24) 합병 당시 당사회사의 재산과 부채는 각각 본래의 회사로 복귀함. 합병후 존속회사 또는 신설회사가 취득한 재산은 당사회사의 공유로 되고, 채무는 당사회사의 연대채무로 됨. 이 경우 그 부담부분 또는 지분은 각 회사의 협의에 의하여 정하고, 협의가 이루어지지 않을 경우 법원이 그 청구에 의하여 합병 당시 각 회사의 재산상태 기타 사정을 참작하여 정함(임재연, 증권거래법, 제 726 면 참조).

25) 권기범, 전계서, 104~106 면 참조. 그 논거로 (i) 자본충실의 요청, (ii) 합병이 소멸회사 재산의 포괄적인 승계를 가져오지만 단순한 계산상의 수액인 자본을 그대로 승계하지 않는다는 점, (iii) 소멸회사의 이익준비금 기타 법정준비금을 합병차익의 한도 내에서 존속회사가 이를 승계하도록 하고 있는 상법 제 459 조 제 2 항의 규정, (iv) 소멸회사로부터 존속회사에 이전되는 순자산액과 이에 부여되는 존속회사의 주식의 전체가지 사이에 등가성이 유지되지 아니하면 존속회사의 주주가 합병에 의하여 부당하게 재산적 피해를 입게 된다는 점, (v) 합병에 준하는 조직법상의 행위인 주식교환·주식이전의 경우에 상법이 이를 명시하고 있다는 점을 들고 있음.

26) 등기실무상으로는 채무초과회사를 존속회사로 하는 흡수합병의 등기가 이루어진 사례도 있는 것으로 알려져 있음.

27) 위 판례는 불공정한 합병비율이 합병무효사유인지 여부와 관련하여 “합병비율을 정하는 것은 합병계약의 가장 중요한 내용이고, 그 합병비율은 합병할 각 회사의 재산 상태와 그에 따른 주식의 실체적 가치에 비추어 공정하게 정함이 원칙이며, 만일 그 비율이 합병할 각 회사의 일방에게 불리하게 정해진 경우에는 그 회사의 주주가 합병 전 회사의 재산에 대하여 가지고 있던 지분비율을 합병 후에 유지할 수 없게 됨으로써 실질적으로 주식의 일부를 상실케 되는 결과를 초래하므로, 현저하게 불공정한 합병비율을 정한 합병계약은 사법관계를 지배하는 신의성실의 원칙이나 공평의 원칙 등에 비추어 무효이고, 따라서 합병비율이 현저하게 불공정한 경우 합병할 각 회사의 주주 등은 상법 제 529 조에 의하여 소로써 합병의 무효를 구할 수 있다.”고 판시함.

아울러, 위 판례는 증권거래법에 의한 합병비율산정의 경우에도 현저하게 불공정한 합병비율이 되는지 여부와 관련하여 “흡수합병시 존속회사가 발행하는 합병신주를 소멸회사의 주주에게 배정·교부함에 있어서 적용할 합병비율은 자산가치 이외에 시장가치, 수익가치, 상대가치 등의 다양한 요소를 고려하여 결정되어야 하는 만큼 엄밀한 객관적 정확성에 기하여 유일한 수치로 확정할 수 없고, 그 제반 요소의 고려가 합리적인 범위 내에서 이루어졌다면 결정된 합병비율이 현저하게 부당하다고 할 수 없으므로, 합병당사자 회사의 전부 또는 일부가 주권상장법인인 경우 증권거래법과 그 시행령 등 관련 법령이 정한 요건과 방법 및 절차 등에 기하여 합병가액을 산정하고 그에 따라 합병비율을 정하였다면 그 합병가액 산정이 허위자료에 의한 것이라거나 터무니없는 예상 수치에 근거한 것이라는 등의 특별한 사정이 없는 한, 그 합병비율이 현저하게 불공정하여 합병계약이 무효로 된다고 볼 수 없다”고 판시하였음.

28) 이사회결의일 전일부터 과거 2 월간 거래량가중평균가격, 과거 1 월간 거래량가중평균가격 및 과거 1 주일간 거래량가중평균가격의 산술평균가격을 의미함(자통법 시행령 제 176 조의 7 참조).

29) 금융산업의 구조개선에 관한 법률에 의한 매수가격결정에 관하여는 위 법 제 12 조 제 8 항, 제 9 항을 참고하기 바람.

30) 임재연, 전계서, 764~765 면 참조.

31) 유가증권시장상장규정 시행세칙 제 26 조의 2, 코스닥시장상장규정시행세칙 제 19 조 제 1 항 참조.

- 32) (i) 양수도 하고자 하는 영업부문의 자산액이 최근 사업연말 현재 자산총액의 10% 이상인 양수도,
(ii) 양수도하고자 하는 영업부문의 매출액이 최근 사업연도말 현재 매출액의 10% 이상인 양수도
(iii) 영업의 양수로 인하여 인수할 부채액이 최근 사업연도말 부채총액의 10%인 이상인 양수, (iv)
영업전부의 양수, (v) 양수도하고자 하는 자산액이 최근 사업연도말 자산총액의 10% 이상인
양수도를 의미함(자동차법 제 165 조의 4 제 2 호, 자동차법 시행령 제 176 조의 6 제 1 항 참조).
- 33) 영업양수금액에는 양수목적물인 영업부문에 대한 양수대금 이외에 관련 부채의 인수시 그
부채금액을 포함함
- 34) 근로계약의 승계와 관련하여 자산양수도와 영업양수도의 구별기준에 관해서는 대법원 2001. 7.27.
선고 99 두 2680 판결 및 대법원 2002. 3.29. 선고 2000 두 8455 판결 참조).
- 35) 홍성준, 회사정리·회생절차와 M&A, BFL 제 20 호(2006. 11.)를 요약·정리하였음.
- 36) 회사정리(회생)절차 개시결정이 있은 때에는 정리회사(채무자)의 업무수행과 재산의 관리 및
처분을 하는 권한은 관리인에게 전속함(통합도산법 제 56 조 참조). 다만, 관리인은 재산의 처분
등에 관한 행위를 하고자 하는 경우에는 법원의 허가를 받아야 함(통합도산법 제 61 조 참조).
- 37) 회생계획에 따른 변제가 시작되면 법원은 관리인, 회생채권자 또는 회생담보권자의 신청에
의하거나 직권으로 회생절차 종결의 결정을 함(통합도산법 제 283 조 참조).
- 38) 채권자협의회의 구성과 기능에 관하여는 통합도산법 제 20 조, 제 21 조를 참고하기 바람.
- 39) 회사정리(회생)절차상 M&A 특례에 관하여는 통합도산법 제 260 조 내지 275 조 참조.
- 40) 김화진·송옥렬, 기업인수합병, 383 내지 403 면 참조.
- 41) 경영판단의 원칙이란 이사가 그 권한의 범위 내에서 회사의 이익을 위하여 신중하고 합리적인
판단을 내리고 이에 의거하여 행동을 한 경우 그 행위가 회사의 최선의 이익을 위한 행위라고
추정되고, 그 결과가 회사에 손해를 초래하게 되더라도 이사에게 법적인 책임을 묻지 않는다는
미국법상의 원칙임. 다만, 이사의 자기거래와 같이 이사와 회사 간의 이익충돌의 염려가 큰
상황에서는 위와 같은 경영판단의 원칙이 적용되지 않고 오히려 이사가 자신의 행위가
공정하였음을 입증하여야 함.

42) 역사적으로 보면 순수하게 경영판단원칙을 적용함으로써 경영진의 방어조치에 자유를 인정하려는 미국 판례는 적음. 오히려 Cheff v. Mathes 판결에서 경영판단의 원칙에 앞서 문제가 된 방어조치의 일차적인 목적이 무엇인지를 심사하여야 한다는 원칙을 제시하였음. 경영진이 단순히 자신의 지위를 보전하기 위해서가 아니라 적대적인 세력이 계획하고 있는 회사의 운영방향 등에 비추어 적대세력의 회사인수가 기준의 회사 운영방향에 심각한 변동을 초래함으로써 주주들의 손해로 직결되리라는 판단에 의해 방어조치를 취하였다면 경영판단원칙의 적용을 받아 적법하다는 것이 동 판결의 취지임. 그러나 이 판결은 적대적 인수시도의 대상이 된 회사의 경영진이 합리적인 조사연구를 거쳐 인수시도 세력과의 회사운영 측면에서의 방향충돌을 발견하기만 하면 적절한 방어조치를 취하는데 아무런 법률적 장애도 없다는 의미를 함축하고 있어서 곧 비판의 대상이 됨. 흔히 “주요목적기준”이라고 하는 위 Cheff 기준은 이러한 이유에서 거의 논의되지 않고 있음.

43) 10% 이상을 보유하게 되는 경우 상법 제 396 조 제 3 항에 의한 상호소유주식의 의결권 제한이 문제될 수 있음.

44) 예컨대, 우리 상법에서 이사 선임에는 주주총회의 보통결의(출석주주의 의결권의 과반수와 발행주식총수의 1/4 이상의 다수, 상법 제 368 조 제 1 항, 제 382 조 제 1 항, 제 385 조 제 1 항)가, 이사의 해임, 정관변경, 영업양도나 합병의 경우에는 주주총회의 특별결의(출석주주의 의결권의 2/3 이상의 수와 발행주식 총수의 1/3 이상의 수, 상법 제 434 조, 제 374 조 제 1 항, 제 522 조 제 3 항)가 필요하므로 정관의 정함으로 더 높은 결의요건을 부과하여 이를 어렵게 하는 것이 유력한 방어행위가 될 수 있음..

45) 다만 임기가 보장되어 있다 하더라도 소수주주 측 이사나 잔존 이사들이 새로운 대주주 아래에서 어느 정도 저항할 수 있을지는 의문이고, 인수의 속도를 느리게 할 뿐 근본적 봉쇄책이 될 수 없다는 점에서 교차 임기제는 예방책으로서 한계를 지니고 있음. 그러나 교차 임기제를 채택한 회사의 이사회를 장악하기 위해서는 특별결의 요건에 해당하는 의결권을 확보하거나, 보통결의 요건 이상의 주식을 수년간 보유하고 있어야 하는데, 이는 현실적으로 기업 매수자 측에 부담이 될 수밖에 없음.