

# 무자본 인수·합병에 대한 논란과 자본시장에의 시사점

정기만\*

\*한국교통대학교 융합경영학과  
e-mail: kmjeong@ut.ac.kr

## Controversy over Capital-free Mergers and Acquisitions and Implications for the Capital Market

Kiman Jeong\*

Dept. of Convergence Management, Korea National University of Transportation

### 요약

무자본 인수·합병이 큰 논란이 되고 있다. 무자본 인수·합병은 자본이 없거나 부족한 기업이나 사람들이 기존 기업의 자산을 활용하여 사업을 확장하는 새로운 전략으로 주목받고 있다. 이 방식은 자본 투자의 부담을 줄이고, 신속한 시장 진입을 가능하게 하여 많은 이해관계자, 특히 기업을 인수·합병하고자 하는 자들에게 매력적인 대안으로 자리잡고 있다. 그러나 무자본 M&A는 긍정적인 면과 부정적인 면 모두를 가지고 있다. 기업 사냥꾼에게 활용되는 점, 진행되는 과정의 투명성이 떨어지는 점, 이는 시장의 신뢰와 감독기관의 기능을 무력화시킨다는 점이 부정적인 것으로 이로 인하여 자본시장 참여자들 특히, 소액 투자자들의 피해로 이어지는 경우가 종종 있다. 무자본 M&A 그 자체가 불법이 아니어서 작전 세력에 의해 당한 기업에서 문제가 밖으로 드러나기 전까진 알 수 없어서 사전에 중단시키는 것이 사실상 불가능한 구조이기 때문이다. 이러한 문제를 해결하기 위해서는 보다 엄격한 규제와 투명한 거래 관행이 필요하다. 기업들이 윤리적 기준을 준수하며 운영될 수 있도록 하는 것이 중요하다. 공시의 강화나 의무공개매수제도 등의 제도 보완도 시급하다. 무자본 M&A의 긍정적인 측면과 부정적인 측면을 균형 있게 고려해야 할 것이다.

### 1. 서론

무자본 인수·합병(M&A)은 최근 상당한 논란이 되고 있다. 무자본 인수·합병은 자본이 없거나 부족한 기업이나 사람들이 기존 기업의 자산을 활용하여 사업을 확장하는 새로운 전략으로 주목받고 있다. 이 방식은 자본 투자의 부담을 줄이고, 신속한 시장 진입을 가능하게 하여 많은 이해관계자, 특히 기업을 인수·합병하고자 하는 자들에게 매력적인 대안으로 자리잡고 있다. 그러나 무자본 M&A는 진행되는 방식뿐만 아니라 동기부여도 여러 가지 논란을 야기하고 있다. 주식 거래가 이루어지는 경우 필연적으로 자본시장에 영향을 미치기 때문에 이에 대한 논의가 상당한 수준으로 필요함을 시사한다.

무자본 M&A의 주요 논란 중 하나는 윤리적 측면에서 출발한다. 부정적인 시각을 갖는 비판자들은 무자본 M&A가 기존 기업의 자산을 단기적으로 착취하는 방식으로 진행될 수 있다는 점, 기업의 지속 가능성과 직원의 고용 안정성에 부정적인 영향을 미칠 수 있다는 점에 주목하고 있다. 또한, 무자본

M&A가 자본시장에서의 공정한 경쟁을 저해할 수 있다는 가능성에 대해서도 우려한다. 자본을 사용하지 않거나 적은 자본으로 또는 자본 능력이 없는 기업이 기존 기업을 인수함으로써 시장의 경쟁 구조가 왜곡될 수도 있다. 이는 장기적으로 자본시장의 신뢰성을 저하시킬 것이다.

본 논문에서는 무자본 M&A의 개념과 방식, 사례들을 분석하고 그로 인해 발생하는 논란에 대해 검토할 것이다. 자본시장에 미치는 영향도 따져 볼 것이다. 아울러 발전적 대안이 있는지에 대하여 논할 것이다.

### 2. 무자본 인수·합병에 관한 이론적 배경

#### 2.1 무자본 인수·합병의 개념과 방식

무자본 인수·합병(M&A, Merger and Acquisition)은 자본을 거의 또는 전혀 사용하지 않고 기업을 인수하거나 합병하는 방식을 말한다. 여가지 방식으로 전개된다.

먼저 자산인수 방식은 기존 기업의 자산을 인수하는

방식으로, 인수자는 자본을 직접 투자하지 않고도 기업의 자산을 활용할 수 있다. 인수자는 기존 기업의 부채나 자산을 활용하여 사업체를 인수하는 것이다. 지분교환 방식은 인수자가 기존 기업의 주식을 일정 비율로 교환하여 인수하는 방식으로, 인수자는 자신의 현금을 투입하지 않고도 기업의 지분을 확보할 수 있게 된다. 합작투자 방식은 두 개 이상의 기업이 자본을 투자하지 않고도 공동으로 새로운 사업을 시작하거나 기존 사업을 확장하는 방식을 말한다. 자산 매각 후 재인수 방식은 기존 기업이 자산을 매각한 후 인수자가 그 자산을 다시 인수하는 방식으로 인수자는 자산을 상대적으로 저렴한 가격에 구입하는 경우가 일반적이다.

## 2.2 법적 규제

무자본 인수·합병 자체가 갖는 법적 특징 중에 가장 중요한 것 중의 하나는 불법이 아니라는 점이다. 통상 적용되는 법적 규제는 다음과 같은 것들이 있다.

먼저 상법에서의 규제로, 상법은 주식의 양도 및 인수에 관한 기본적인 규제를 한다. 여기에는 주주총회에서의 승인 절차와 주식의 이전 내용도 포함되어 있다. 공정거래법에서는 독점 금지 및 경쟁 제한에 대한 규제를 가한다. 시장 점유율이 과도하거나 특정 규모 이상의 인수·합병은 공정거래위원회의 사전 승인을 받아야 한다. 공정한 경쟁 환경을 유지하기 위한 조치이다. 상장 기업의 경우에는 자본시장법에 따라 인수·합병에 대한 공시 의무가 있다. 투자자에게 영향을 미치는 중요한 정보를 제공하기 때문이다. 증권거래법에 의해 인수·합병 과정에서 주식 거래와 관련된 규제도 적용된다. 세법에서는 인수·합병 과정에서 발생할 수 있는 세금 문제를 규제한다. 자산 이전 시나 주식 양도에 따라 세금 부과가 이루어질 수 있다. 노동법에 따라 인수·합병 후 직원의 고용 상태와 관련한 규제가 적용될 수 있다. 인수·합병으로 인해 해고되거나 고용 조건이 변경될 경우가 있기 때문이다. 인수·합병 과정에서 지적재산권의 이전 및 보호에 관한 규제가 적용될 수도 있다. 그 외에 통신 분야와 같이 국가가 정책적으로 관리하는 특정 산업에서는 추가적인 규제가 있을 수 있다.

## 3. 무자본 인수·합병의 사례와 현황

무자본 인수·합병은 다양한 방식으로 진행되어 왔다. 통계로 제대로 잡히지 않는 경우도 많다. 여기에서는 미디어에 다양한 모습으로 노출된 사례를 참고하여 살펴보자.

1993년 모 연예인에 의해 설립된 한 속옷회사가 있다. 이 회사는 회사 자체 브랜드인 보디가드와 제임스딘을 연이어 성공시키면서 2000년대엔 연 매출 1,000억 원 대까지 오르면서 국내 속옷 시장에서 3대 회사로 성장했다. 2019년에는 이 회사를 대상으로 한 무자본 인수·합병이 일어났다. L씨가 사모펀드에서 주로 조달한 150억 원을 활용하여 이 회사의 경영권을 잡은 것이다. 이후 회사 상황은 크게 바뀌었다. 속옷 사업과 직접적인 관련이 없는 마스크 업체나 화장품 업체, 연예기획사 등으로 회사 자금 수백억 원이 투입되었는데 이들 금액 중 상당 액수는 회수하지 못했다. 결국 L씨는 수백억 원 규모의 회사 자금을 빼돌린 횡령과 배임 혐의로 검찰에 구속됐다. 2021년 3월엔 당시의 경영진의 횡령, 배임과 감사의견 거절 등이 발행하면서 주식시장에서의 주권 매매거래가 정지됐다. 2019년 주당 4,000원대였던 주가가 당시 1,000원 초반대까지 떨어졌다. 소액주주들은 큰 피해를 입었다. 이후 이 회사는 다른 기업에 인수되었다.

금융감독원 전자공시시스템(DART)에 따르면 2024년 5월 기준으로 상장폐지 절차에 착수한 총 71개 기업 중 25개사는 무자본 M&A 사례이다. 무자본 M&A 이후 기업들의 평균 생존 기간은 2년 2개월에 불과했다. 특히나 무자본 M&A 이후 거래정지된 25개사 중 18곳에서 최대주주나 전현직 임원들의 횡령·배임과 같은 자본시장법 위반 혐의가 드러나기도 했다. 금융감독원이 2023년에 신규사업을 가장한 불공정거래를 집중 점검한 결과 검찰에 알리거나 넘긴 7건 중 3건은 무자본 M&A 세력의 경영권 인수 과정 및 인수 직후에 불공정거래 행위가 발생한 것으로 나타났다. 금융당국도 조사 중인 13건 중 7건도 불공정거래 행위 직전 최대주주가 변경된 것으로 나타난 만큼 무자본 M&A 세력의 연루 가능성을 집중 조사 중인 상황이다.

무자본 M&A 기업으로 추정되는 상황은 최대주주의 실체가 불분명한 경우, 기존 업종과 관련 없는 신규사업에 진출하는 경우, 사모 전환사채(CB) 등을 자주 발행하는 기업, 자금조달 후 대여금, 선금금 등의 규모가 대폭 증가한 경우 등이다.

무자본 인수·합병(M&A)은 자본시장에 현실적으

로 다양한 영향을 미친다. 그 영향에는 긍정적인 것과 부정적인 것이 상황에 따라 혼재되어 나타난다. 무자본 인수·합병의 자본시장에 미치는 영향을 몇 가지 보면 우선 무자본 M&A는 인수할 회사의 자산을 담보로 하여 자금을 조달하는 방식이기 때문에 자본시장에서의 자금 흐름을 변화시킬 수 있다. 대표적으로 기업들이 자산을 담보로 대출을 받는 경우가 많아질 수 있는데, 자산 담보 대출이 증가하면 기업의 신용 위험에 영향을 미친다. 무자본 M&A로 인하여 투자자들이 피해를 입을 수 있으며, 이는 자본시장 전체에 대한 신뢰도를 저하시킬 수 있다. 자산을 담보로 한 인수·합병은 관련 기업의 실제 가치를 왜곡할 수 있으며, 재무제표의 신뢰성을 낮추고 투자자들이 기업가치 평가하는 데도 어려움을 준다. 긍정적인 면의 하나로 자본이 부족한 소규모 기업들도 무자본 M&A를 통해 시장에 진입할 수 있어서 경쟁이 촉진된다. 그러나 대기업들이 무자본 M&A를 통해 소규모 기업들을 인수하게 되면 시장의 집중도가 높아지는 문제점도 발생한다.

#### 4. 무자본 인수·합병의 문제점과 대책

무자본 인수·합병은 여러 문제를 가지고 있다. 무엇보다 기업 사냥꾼에게 활용되는 사례가 많다는 점이다. 이들은 장기적인 기업가치나 주주의 부, 직원의 복지에는 관심이 없으며 단기적인 이익을 추구한다. 진행되는 과정의 투명성이 떨어지는 경우가 많은데, 이는 시장의 신뢰와 감독기관의 기능을 무력화시킨다. 이로 인하여 소액 투자자들의 피해로 이어지는 경우가 종종 있다.

자본시장 관점에서 보면, 앞서 본 사례와 같이 무자본 M&A가 기업 사냥꾼과 주가 조작꾼의 작전 수단으로 악용되면서 소액 개인투자자들에게 피해를 입히는 사례는 계속되고 있다는 점이다. 무자본 M&A 그 자체가 불법이 아니어서 작전 세력에 의해 당한 기업에서 문제가 밖으로 드러나기 전까진 알 수 없어서 사전에 중단시키는 것이 사실상 불가능한 구조이기 때문이다.

이에 대한 해결방안은 쉽지 않다. 가장 근본적인 원인은 문제가 발견되기 전까지는 합법적인 모습으로 보이기 때문이다. 기업들이 M&A를 하는 과정에서 무자본 M&A는 원활한 진행을 위한 유틸리티 역할을 하는 것으로 평가되는 부분도 있다. 해결책 중의

하나는 공시 기준의 강화로 투명성을 높이는 것이다. 시장 투자자를 포함한 이해관계자들에게 자세한 많은 정보를 제공하여 그들이 정확한 투자 판단을 내릴 수 있도록 해야 한다. 의무공개매수제도와 같은 도입도 고려할 만하다. 인수자가 상장사 주식을 25% 이상 보유하게 될 때 취득 지분을 포함해 주식 총수의 50%+1주 이상을 공개 매수하면 불확실성이 상당 부분 해소될 수 있다. 논의가 중단된 본 제도의 적극적 실행이 논의되어야 한다.

#### 5. 결론

무자본 인수·합병은 자본이 없거나 부족한 기업이나 사람들이 기존 기업의 자산이나 운영을 활용하여 사업을 확장하는 새로운 전략으로 주목받고 있다. 한편으로는 무자본 M&A가 자본시장에서 공정한 경쟁을 저해할 수 있다는 가능성에 대해서도 우려한다. 자본을 사용하지 않거나 적은 자본으로 또는 자본 능력이 없는 기업이 기존 기업을 인수함으로써 시장의 경쟁 구조가 왜곡될 수도 있다. 이는 장기적으로 자본시장의 신뢰성을 저하시킬 것이다. 본 논문에서는 무자본 M&A의 개념과 방식, 사례들을 분석하고 그로 인해 발생하는 논란에 대해 검토하였고, 자본시장에 미치는 영향 및 발전적 대안이 있는지에 대하여 살펴보았다.

무자본 인수·합병은 긍정적인 면과 부정적인 면 모두를 가지고 있다. 기업 사냥꾼에게 활용되는 점, 진행되는 과정의 투명성이 떨어지는 점, 이는 시장의 신뢰와 감독기관의 기능을 무력화시킨다는 점이 부정적인 것으로 이로 인하여 자본시장 참여자들 특히, 소액 투자자들의 피해로 이어지는 경우가 종종 있다. 무자본 M&A 그 자체가 불법이 아니어서 작전 세력에 의해 당한 기업에서 문제가 밖으로 드러나기 전까진 알 수 없어서 사전에 중단시키는 것이 사실상 불가능한 구조이기 때문이다.

이러한 문제를 해결하기 위해서는 보다 엄격한 규제와 투명한 거래 관행이 필요하다. 기업들이 M&A를 하는 과정에서 무자본 M&A는 원활한 진행을 위한 유틸리티 역할을 하는 것으로 평가되는 부분도 고려되어야 한다. 기업들이 윤리적 기준을 준수하며 운영될 수 있도록 하는 것이 중요하다. 공시의 강화나 의무공개매수제도 등의 제도 보완도 시급하다. 무자본 M&A의 긍정적인 측면과 부정적인 측면을 균형 있게 고려해야 할 것이다.

## 참고문헌

- [1] 김성수. "무자본 M&A 근절을 위한 공시제도 개선 방안-대주의 보고의무 신설." 금융법연구 20.1 (2023): 115-152.
- [2] 朴宰平. "적극적인 상법상 가장납입죄 적용의 필요성-무자본 M&A 과정에서의 가장납입 사례를 중심으로." 법조 70.5 (2021): 100-131.
- [3] 송수진. "[기획보도 부문] 제 177 회< 시사기획 창' 코스닥 개미귀신 2-무한환생 CEO 들'> KBS 송수진, 안용습 기자." 방송기자 74 (2023): 54-54.
- [4] 신병동. "무자본 M&A 의 문제점과 대책." 법학연구 20.1 (2009): 159-188.
- [5] 최병철, 박주형. "자금 순환적 무자본 M&A 의 회계적 검토: 사례분석을 중심으로." 회계저널 29.3 (2020): 301-340.
- [6] 최병철, 변정윤, 문두철. "무자본 M&A 규제의 필요성에 대한 연구: 상장폐지 사례를 중심으로." 회계저널 27.2 (2018): 151-184.
- [7] 홍대운. "신주인수권부사채 가장납입과 업무상배임죄의 성립-대법원 2022. 6. 30. 선고 2022 도 3784 판결을 중심으로." 강원법학 68 (2022): 221-258.
- [8] Gang, Won. "비공개기업의 상장사 인수와 신규상장의 비교연구." 한국벤처창업학회: 학술대회논문집 (2006): 161-195.
- [9] 금융감독원, <https://www.fss.or.kr/fss/main/main.do?menuNo=200000>
- [10] <https://news.nate.com/view/20240616n02523>