

투자자 보호를 위한 M&A 제도의 글로벌 정합성 제고방안

2024. 2.

공정시장과

순서

I. 검토배경	1
---------------	---

II. 투자자 보호를 위한

M&A 제도의 글로벌 정합성 제고방안	1
----------------------------	---

1. 합병 의사결정 과정에 대한 공시 강화	2
-------------------------------	---

2. 외부평가제도 개선	4
--------------------	---

3. 합병가액 산정규제 완화	7
-----------------------	---

III. 향후 계획	8
------------------	---

I. 검토 배경

- '23.5월, 「기업 M&A 지원방안」을 발표 → 「투자자 보호를 위한 M&A 제도의 글로벌 정합성 제고」를 세부과제로 포함
 - 공시 강화, 이사회 책임성 제고, 외부평가 강화 등을 통하여 합병 과정에서의 일반주주의 권익을 대폭 제고
 - 아울러, 비계열사간 합병*에 대해서는 대등한 당사자간 계약이라는 특성을 반영해 합병가액 산정 규제를 개선하여 원활한 M&A 지원
- * 계열사간 합병의 경우 대주주 위주의 의사결정 등으로 인하여 일반주주 피해에 대한 우려가 있는 만큼 중장기 검토
- 지원방안 발표 이후 유관기관, 업계, 전문가 등과 자본시장법 시행령, 증발공 규정 개정사항 등 세부 이행방안 마련

II. 투자자 보호를 위한 M&A 제도의 글로벌 정합성 제고방안

요 약

◆ **합병 공시 강화 및 외부평가제도 개선**을 통해 일반주주를 보호하고 비계열사간 **합병가액 산정** 규제를 개선하여 합병 제도의 글로벌 정합성 확보

1 합병에 대한 공시 강화

가. 이사회 의견서 공시 추가
(합병비율의 적정성에 대한 의견 등)
나. 합병의 진행배경 상세 공시
(합병 시점 선정사유 등)

2 외부평가제도 개선

가. 합병가액 산정/평가 업무 분리
나. 합병가액 적정성의 상세 검토 요구
다. 품질관리규정 마련 의무화
라. '계열사간 합병'시 감사(위원회)의 외부평가기관 선정

3 합병가액 산정 규제 개선

가. '비계열사간 합병'은 합병가액 산정방법 자율화
나. '계열사간 합병'은 중장기 검토 (현행 유지)

합병 규제 합리화(글로벌 정합성 제고)를 통한 일반투자자 권익 보호 및 M&A 지원

* 분할, 주식교환·이전, 중요한 영업·자산 양수도에 대하여도 일괄 도입

1. 합병 의사결정 과정에 대한 공시 강화

1 합병 진행 관련 공시 강화

- (현행) 합병 시 주요사항보고서, 증권신고서 등을 공시 중이나, 합병 진행배경은 간략히 기재되어 충분한 정보가 제공되지 않는 상황

* 당사회사 및 관련 전문가간의 접촉, 협상 등 중요한 진행 경과

- (개선) 합병 진행배경이 충분히 공시되도록 공시항목 구체화

- 미국 등 해외사례를 참고하여 추진배경, 합병상대방 선정 이유, 합병 진행시점 결정 이유 등 주요 의사결정 사유* 공시 의무화

* ①합병 추진배경, ②거래상대방 선정이유, ③합병 진행시점 결정이유 등

※ 조치사항 : 공시서식작성기준(제12-1-1조) 개정

※ (참고) 합병 공시 관련 해외사례 : ExxonMobil과 Denbury의 미국 내 합병
DEFM14A(Denbury Inc., '23.9.29. 공시)

Denbury 이사회와 Denbury 경영진은 주주 가치를 높이기 위해 다양한 전략적, 재정적 대안을 정기적으로 평가한다. 이 맥락에서 2021년 초부터 2023년 7월 사이 Denbury는 주로 회사 매각과 관련하여 28개 이상의 당사자와 논의를 열었다. 많은 당사자들이 서로 다른 시점에 다양한 수준의 관심을 표명했지만, ExxonMobil은 현재 시장 가격보다 높은 관심을 표시하고 Denbury 인수 제안서를 제출한 유일한 당사자였다.

2022.7.19. Ammann(ExxonMobil 사장)은 Kendal(Denbury 대표)에게 Woods(ExxonMobil 회장 겸 CEO)와 대화를 나누었으며, Woods는 ExxonMobil이 잠재적 기회에 대한 더 깊은 이해를 위해 추가 실사를 수행해야 한다는 점에 대해 동의하였다고 말하였다.

JP Morgan은 Denbury 이사회와 함께 교환 비율 0.840에 대한 재무분석을 검토하였다. Denbury 이사회는 제안된 교환 비율에 반영된 주당 내재가치가 (i) 비교 가능한 회사 거래 분석보다 높고, (ii) 각 회사가 수행한 할인된 현금흐름 분석보다 높거나 같다는 사실을 길게 논의하였다.

2023.7.12. Kendal은 Ammann에게 Denbury 이사회가 0.840 비율에 동의할 준비가 되어 있으나, 특정 조건에 대한 해결이 필요하다고 말하였다. 그 후 곧 추가로 수정된 합병 계약 초안을 마련하였다.

□ (현행) 합병 관련 이사회 논의내용이 공시되지 않아 지배주주에게 편향된 의사결정을 하더라도 일반주주가 문제 제기하기 곤란

□ (개선) 합병 목적, 합병가액 및 거래조건의 적정성, 합병에 반대하는 경우 그 사유 등¹⁾에 대한 이사회 의견이 포함된 이사회 의견서²⁾의 작성·공시 의무화

- 1) ① 합병의 목적 및 기대효과 ② 합병가액·합병비율 등 거래조건의 적정성, ③ 합병에 반대한 이사 및 반대사유

- 2) 이사회 의견이 공시서류의 다른 부분과 동일할 경우 해당 부분을 명시하고, 이사회가 의견이 없음을 확인하였다는 내용으로 기재 가능

※ 조치사항 : 자본시장법 시행령(제176조의5), 증발공 규정(제2-9조, 제4-5조), 공시서식작성기준 개정

※ (참고) 이사회 의견서 관련 해외 사례

□ (제도) 해외 주요국은 합병의 배경, 경제적 효과, 합병가액 및 합병비율의 적정성 등에 대한 이사회 의견 공시를 요구

구분	내용
미국	· 합병의 배경, 경과, 합병가액 적정성, 합병의 긍정적·부정적 요인 관련 이사회 의견 등을 요구(DEFM* 14A) * 주주총회 이전에 의사결정을 돕기 위해 제공되는 보고서
영국	· 합병의 효과, 합병비율의 법률적·경제적 측면의 검토내용 등이 포함된 이사회 설명보고서 작성 의무화(회사법 §908)
독일	· 이사회가 합병보고서에 합병목적, 합병비율, 합병교부금, 합병계약서에 대한 법적·경제적 설명과 근거를 요구(조직재편법 §8)

□ (사례) ExxonMobil과 Denbury의 미국 내 합병

Denbury 이사회는 2023.7.13. 회의에서 합병계약은 공정하고 Denbury 주주에게 최선의 이익이 되며, Denbury 주주의 합병계약의 승인·채택을 권장한다는 것에 대해 만장일치로 결정하였다.

합병을 결의하는 과정에서 Denbury 이사회는 회사 경영진, 재무·법률 전문기관과 광범위하게 협의하고 아래에 설명된 다양한 요소를 고려하였다.

주주가치 극대화를 위해 전략적 프로세스를 거쳐서 선정한 최선의 대안 : ExxonMobil은 Denbury 인수를 위해 서면 제안을 제출한 유일한 당사자였으며, 다른 이해관계자들도 Denbury를 인수할 수 있다고 밝혔으나 Denbury 최근 주가에 근접하거나 그보다 높은 제안을 하지는 않았다. ExxonMobil이 Denbury 주주에게 지급할 대가는 현재 Denbury 증가에 약 2%의 프리미엄에 해당하며 2023.7.12. 발표 전날 기준 10일 평균 증가에 약 17% 프리미엄이 적용된다. Denbury 이사회는 재무 자문가 및 Denbury 경영진과의 논의·분석을 통해 다른 어떤 당사자도 Denbury를 인수하기 위해 더 높은 가격을 지불할 준비가 되어 있지 않다는 결론을 내렸다.

합병 후 ExxonMobil의 이점 : ExxonMobil은 Denbury를 인수하여 최고 수준의 시가총액 및 글로벌 입지를 누리고, CCUS 사업의 자금을 조달하고 리더십을 확립할 수 있을 것으로 믿는다.

재무 전문가로부터 공정성 의견 수렴 : Denbury 이사회는 세 재정 자문사 - JP Morgan, TPH, PJT Partners –로부터 받은 의견을 고려하였다. JP Morgan의 의견은 2023.7.13. Denbury 이사회에 제출되었고, 의견에 명시된 요소, 가정, 자격, 제한사항 등을 고려할 때 동 합병 거래에서 Denbury 보통주 보유자에게 지급될 합병 대가는 재무적 관점에서 공정하였다.

다양한 위험과 기타 잠재적인 부정적 요소의 고려 : 통합 실패 가능성, Denbury와 ExxonMobil의 운영을 통합하는 데 따르는 잠재적 과제, 합병으로 인해 예상되는 기타 혜택이 실현되지 않거나 실현되는 데 예상보다 오랜 시간이 걸릴 수 있다.

2. 외부평가제도 개선

1 외부평가기관의 행위규율 마련

- ☐ (현행) 외부평가의 객관성·신뢰성 담보를 위한 행위규율이 미비해 이해상충* 및 소극적 의견 제시 등이 우려

* (예) 평가기관이 산정한 합병가액에 대해 해당 기관이 스스로 적정성을 평가하고 의뢰인의 이해관계를 고려한 외부평가 의견 제시

- ☐ (개선) 모든 외부평가에 있어 ①합병가액 산정·평가의 동시수행을 금지하고, ②적정성 의견 내실화 및 ③품질관리규정 마련 의무화를 통해 외부평가 개선

- ① 특정 합병가액을 권고하거나 산정방법을 제시하는 등 합병가액 산정과정에 참여한 기관을 외부평가기관으로 선정 금지

- 이를 통하여 이사회의 합병가액 산정에 대한 책임의식을 강화하여 합병가액을 공정한 가액으로 산정하도록 유도

- ② 적정성의 정의를 ‘기업의 실제적 가치를 평가한 결과’로 명확히 하고, 법상가액 준수여부에 대한 단순 검증이 아닌 기업가치로서 합병가액의 적정성을 평가하도록 평가보고서 예시 개편

* (대법원 2007다64136 판결) 합병가액 등의 합병비율을 정하는 것은 합병계약의 가장 중요한 내용이고, 그 합병비율은 합병할 각 회사의 재산 상태와 그에 따른 주식의 실제적 가치에 비추어 공정하게 정함이 원칙이며.. (이하 생략)

- ③ 외부평가기관이 품질관리규정을 마련하도록 의무화하고,

- 평가업무 수행 후 평가자 및 품질관리검토자가 해당 기준 준수 여부를 검토하고 준수여부를 평가의견서에 포함하도록 규정

※ 조치사항 : 자본시장법 시행령(§176의5), 증발공 규정(§5-14, §5-14의4), 공시 서식작성기준(12-2-1, 12-2-2) 개정, 외부평가 업무수행기준, 품질 관리규정(한공회 모범규준) 제정

※ (참고) 외부평가 의견서 개정안 및 품질관리규정(표준예시) 주요내용

① 외부평가 의견서

- (현행) 법상 산정방법 준수여부에 대한 단순 검증의견 제시

본 평가인은 합병당사회사가 제시한 합병비율이 자본시장법 시행령 제176조의5 등에서 규정하고 있는 합병가액 산정방법에 따라 산정되었는지에 대하여 검토하였습니다. 합병법인이 피합병법인을 합병함에 있어서 합병비율의 기준이 되는 합병당사회사의 주당평가액은 각각 ○○원, □□원으로 산정되었습니다. 따라서 합병법인과 피합병법인간 합병비율 1:1.xx은 적정한 것으로 판단됩니다. 본 평가인의 평가결과 이러한 합병비율은 중요성의 관점에서 자본시장법 시행령 제176조의5 등에서 규정하고 있는 합병가액 산정방법에 위배되어 산정되었다는 점이 발견되지 아니하였습니다.

- (개정) 기업가치에 근거한 합병가액 적정성 의견 제시

평가자가 평가대상 회사나 자산의 상황이나 업종의 특성, 거래의 특성 등을 종합적으로 고려하여 이익기준 평가접근법, 자산기준/원가기준 평가접근법, 시장기준 평가접근법 중 하나 이상의 적합한 가치평가 방법을 적용하여 평가한 기업·자산가치의 결과의 범위 내에서 회사가 제시한 합병가액 등이 포함되는 경우, 그러한 합병가액 등은 ‘적정’하다고 평가합니다.

본 평가인의 평가 결과 합병법인이 피합병법인을 합병함에 있어서 합병비율의 기준이 되는 주당평가액은 합병법인 ○○~◇◇원(주당 액면가액 □원), 피합병법인 △△~▽▽원(주당 액면가액 ◎원)의 범위로 평가되었으며 이에 따른 합병비율은 X.XX~Y.YY로 평가되었습니다. 합병 당사회사 간 합병한 합병비율 Z.ZZ는 동 합병비율 내에 있으며 따라서 합병 당사회사 간 합병한 합병비율 Z.ZZ는 적정한 것으로 판단됩니다.

② 품질관리규정(표준예시) 주요내용

제4조(법상 외부평가업무 관련 품질관리시스템의 운영책임) ① 법인의 법상 외부평가업무 관련 품질관리시스템 구축과 운영에 대한 궁극적인 책임은 대표이사에게 있다.

② 대표이사는 법상 외부평가업무 관련 품질관리시스템 운영책임자(이하 "품질관리책임자"라 한다)를 지정하여야 한다.

제5조(품질관리책임자의 역할) ① 품질관리책임자는 업무팀 구성원과 품질관리검토자가 법규와 전문직 기준이 정하는 윤리적 요구사항을 준수하고 윤리 문제를 해결할 수 있도록 지침을 제공하고, 그 이행여부를 상시 감시하여야 한다.

제31조(품질관리검토자) ① 품질관리책임자는 관련 법규와 전문직 기준 및 자격요건에 따라 개별업무에 대한 품질관리검토자를 지정하여야 한다.

② 업무품질관리검토자는 업무팀의 구성원이 될 수 없고 직·간접적으로 자기 자신의 업무를 검토하거나 업무팀의 업무수행에 관한 의사결정을 할 수 없다.

제10조(수임 관련 정보의 평가) ② 업무수행책임자는 다음 각 호를 모두 충족할 수 있는 경우에만 법상 외부평가업무를 수임하여야 한다.

1. 업무수행을 위한 적격성과 업무를 수행할 수 있는 시간과 자원 등 역량을 가지고 있음
2. 법인과 업무팀 구성원은 공정 강령을 포함한 관련 윤리적 요구사항을 준수할 수 있음
3. 평가대상 회사의 성실성을 검토한 결과, 성실성이 결여되었다고 결론을 내리게 할 것 같은 정보를 가지고 있지 아니함

제14조(법상 외부평가업무 수임평가서) ① 업무수행책임자가 법상 외부평가업무계약을 체결하고자 하는 경우에는 수임관련 정보를 평가하기 위하여 법상 외부평가업무 수임평가서를 작성하여야 한다.

② 업무수행책임자는 작성한 '자본시장법에 따른 외부평가업무 수임평가서(이하 "법상 외부평가업무 수임평가서"라 한다)'에 대하여 품질관리책임자의 승인을 받아야 한다. 다만, 품질관리책임자가 작성한 '법상 외부평가업무 수임평가서'는 대표이사의 승인을 받아야 한다.

제30조(품질관리검토업무의 수행) ③ 품질관리검토자는 다음의 업무를 수행한다.

1. 업무수행책임자와 유의적 사항에 대한 토의
2. 법상 외부평가 대상정보 및 의견서 초안의 검토
3. 업무팀이 내린 유의적인 판단 및 도달된 결론과 관련된 업무문서를 선정하여 검토
4. 의견서를 작성할 때 도달된 결론에 대한 평가 및 의견서 초안이 적절한지 여부에 대한 고려

④ 업무수행책임자는 의견서 발행 이전에 품질관리검토에서 제기된 문제를 해결하여야 한다. 이 경우, 품질관리검토자의 검토의견에 대한 업무수행책임자의 결론, 조치내역 등을 문서화하여야 한다.

제31조(평가의견서의 발행) ① 업무수행책임자는 업무품질관리검토 내용과 해결사항을 문서화하여야 하며, 업무품질관리검토자가 이에 대하여 확인하고 서명한 문서 사본을 품질관리책임자에게 제출하여야 한다.

② 품질관리책임자는 평가의견서의 최종적인 발행 이전에 업무품질관리검토가 종료되었음을 확인한 후 평가의견서가 발행되도록 관리하여야 한다.

- ☐ (현행) 계열사간 합병시에도 자유롭게 외부평가기관을 선임할 수 있어 지배주주 이해에 치우친 외부평가가 이루어질 우려
- ☐ (개선방안) 계열사간 합병은 특수성을 고려해 외부평가기관 선임시 지배주주로부터 독립성*을 갖춘 감사(위원회) 동의(의결) 의무화

* 상법은 상장회사 감사·감사위원 선임시 개별주주 의결권 범위를 3%로 제한

- 다만, 외부평가기관 선임 사실이 합병결정보다 먼저 공시될 경우 불공정거래 등에 악용될 소지가 있으므로 선임 사실은 합병결정 공시 이후 공시하도록 할 공시서식 개정

※ 조치사항 : 자본시장법 시행령(§176의5) 개정, 공시서식작성기준(7-2-1) 개정

※ (참고) 해외 주요국의 외부평가제도

- ☐ 해외 주요국은 이사회 산정한 합병가액에 대하여 독립적인 제3자(외부평가기관)가 합병가액의 적정성을 평가

구분	내용
미국	· 재무적 관점에서 합병가액의 타당성에 대해 외부평가기관의 의견을 받는 것이 관행(이사회는 선관주의 의무 입증 방편)
일본	· 이사회와 독립된 특별위원회가 거래조건의 타당성을 검토하고 외부평가기관으로부터 공정성 의견을 수령하도록 권고(경제산업청 지침)
영국	· 법상 독립된 전문가로부터 합병가액의 적정성에 대한 평가를 받을 의무(회사법 §909)
독일	· 법원이 선임한 합병검사인이 합병가액 적정성을 평가(조직재편법 §12)

3. 합병가액 산정 규제 완화

- ☐ (현행) 예측가능성 등을 위하여 합병가액 산정방법을 구체적으로 규율하여 기업 간 자율적 교섭에 따른 기업구조재편을 저해

① 상장법인 : 시가(기준주가) 원칙

- (기준주가) 최근 1개월간 평균종가, 최근 1주일간 평균종가, 최근일 종가의 산술평균
- (기산일) 이사회 결의일과 합병 계약일 중 앞선 날의 전일
- (할인·할증) 계열사간 합병시 ±10%, 비계열사간 합병시 ±30% 내 할인·할증 가능

② 비상장법인 : 본질가치 원칙

- (산정방식) 자산가치와 수익가치(미래수익흐름을 현재가치화)를 1:1.5로 가중평균

□ (개선방안) 비계열사간 합병*의 경우 대등한 당사자간 거래라는 특성 등을 감안하여 합병가액 산정방법 규제 개선

* 상장+상장, 상장+비상장, 코넥스+코넥스 모두 자율화
(코넥스+비상장에 대해서는 현재도 합병가액 산정방법이 자율화)

- 자본시장법상 합병가액 산정방법을 의무화하지 않고, 당사자간 협의에 의해 합병가액을 정할 수 있도록 허용
- 이 경우, 합병가액의 공정성을 확보하기 위해 비계열사간 합병시 제3자 외부평가를 의무화
- 계열사간 합병의 경우 대주주 위주의 의사결정 등으로 인하여 일반주주 피해에 대한 우려가 있는 만큼 현행 유지

※ 조치사항 : 자본시장법 시행령(§176의5), 증발공 규정(제2-9조, 4-5조) 개정

※ (참고) 합병규제 관련 해외사례

□ 미국, 일본, 유럽 등은 합병가액에 대한 직접규제를 하지 않고, 외부평가와 공시 등을 통해 합병추진 및 합병가액의 타당성을 확보

구분	미국	일본	유럽
합병가액 규제	자율	자율	자율
외부평가 의무	자율(관행)	(관행)	(관행)
공시제도	이사회 검토의견 등	재무법률전문가 의견 등	이사회 설명보고서 등

Ⅲ. 향후 계획

□ 2월 중순(잠정)부터 자본시장법 시행령 등에 대한 입법예고 진행 → 규개위 심사, 증선위·금융위 의결 등을 거쳐 3분기 중 개정 완료

□ (합병절차) 회사는 합병계약 체결에 대한 이사회 결의 후 주요 사항보고서와 증권신고서를 제출하고,

○ 금감원 증권신고서 심사 후 주주총회 특별결의를 거쳐 합병 완료

□ (합병가액) 주권상장법인 합병시 합병가액 산정 방법을 규율중

○ (상장 - 상장) 기준주가*에 따라 산정하되, 일정 범위(일반 $\pm 30\%$, 계열사간 $\pm 10\%$) 내에서 기준주가 조정 가능

* 이사회 결의일 전 1개월, 1주일, 직전일의 증가를 거래량으로 가중평균한 후 산술평균

○ (상장 - 비상장) 주권상장법인은 '기준주가'(일반 $\pm 30\%$, 계열사간 $\pm 10\%$), 비상장법인은 '본질가치*'로 산정

* 자산가치와 수익가치를 각각 1과 1.5로 가중평균하여 산정

※ (참고) 합병가액 규제 미적용

□ ①코넥스시장 상장법인과 비상장법인의 합병 및 ②스팩과 비상장법인의 합병*은 합병가액 규제 미적용

* 스택의 발기인인 투자매매업자의 보호예수 등 요건 충족시 규제 미적용

□ (외부평가의무) 합병가액의 적정성에 대해 회계법인 등 외부평가기관*의 평가를 받아 이를 공시

* 회계법인, 신용평가회사, 금융투자업자가 수행할 수 있으며, 평가기관이 ①합병 당사회사와 특수관계에 있거나 ②고유업무 관련하여 조치를 받은 경우 수행 불가

○ (상장 - 상장) 원칙적으로 외부평가의무 미적용하나,

- ①합병가액이 기준주가의 $\pm 10\%$ 초과, ②기준주가 산정 불능 사유로 본질가치 평가, ③합병 후 비상장법인 전환 시에는 적용

○ (상장 - 비상장) 원칙적으로 외부평가의무 적용하나, 100% 자회사와 무증자 합병 시에는 외부평가의무 미적용