

September 3, 2026

韩国上市公司合并定价由“市价”转向“公允价值”——企业应做好哪些准备？

2026年8月20日，韩国国会全体会议审议通过了韩国《资本市场和金融投资业法》(以下简称“《资本市场法》”)修正案，主要内容包括调整合并价格的确定标准等。该修正案经移送政府、国务会议审议等程序并公布后，将自公布之日起满三个月施行。

本次修订主要包括：①在合并等组织重组中，不再以特定时点的市价作为定价基准，而是适用综合考虑市价、资产价值和收益价值等因素确定的“公允价值”；②将董事会审查定价合理性及接受外部评估的义务提升至法律层面；③新增关联公司合并中的利益关系披露义务。上述变化将直接影响拟通过关联公司合并、分立等方式调整治理结构的上市公司。本期简报将梳理本次修订的主要内容，并分析拟实施组织重组的企业应关注的实务问题。

I. 主要内容

1. 定价标准调整：由市价转向公允价值

修正案规定，合并、分立(包括分立合并)、重要营业或资产的受让、转让以及全面股份交换或股份转移等组织重组行为(以下简称“合并等交易”)的交易价格，应当按照综合考虑股价、资产价值和收益价值等因素确定的公允价值予以确定(修正案第165条之4第1款)。这一原则不仅适用于关联公司之间的交易，也适用于与非关联公司进行的合并等交易。

其中，资产价值按照净资产除以已发行股份总数计算；收益价值是指运用现金流折现模型(DCF)、股利折现模型(DDM)等方法合理测算的未来收益价值。由此，组织重组的交易定价将不再仅以市场价格为依据，也将反映企业的内在价值。

2. 完善异议股东股份回购价格的确定方法

为贯彻引入公允价值的制度目的，本次修订也调整了异议股东行使股份回购请求权时的回购价格确定方法。股东与公司协商不成时，原规则以市价为基准确定回购价格；修正案则要求董事会按照总统令规定的程序和方法，综合考虑股价、资产价值和收益价值等因素确定回购价格(修正案第165条之5第3款但书)。

这一调整旨在统一合并定价与异议股东股份回购价格的确定标准，弥补异议股东保护方面的制度缺口。股东如不认可董事会确定的回购价格，仍有权请求法院确定回购价格。

3. 董事会审查和外部评估义务法定化，并强化外部评估的独立性

董事会就在合并等交易作出决议时，应当就交易目的、预期效果、定价合理性等出具意见书并予披露(修正案第165条之4第2款)；同时，应当委托外部评估机构对交易价格及交易条件的合理性等进行评估，并披露评估结果(同条第3款)。

本次修订将原规定于韩国《资本市场法施行令》(第176条之5第6款)及相关配套规定中的董事会意见书制度提升至法律层面，并在法律中明确要求披露外部评估结果，从而增强相关制度的规范约束力。

对于关联公司之间的合并等交易，修正案进一步规定，外部评估机构应由监事或审计委员会直接选定(同条第4款)。此前的韩国《资本市场法施行令》仅要求外部评估机构的选定取得监事同意或经审计委员会决议；本次修订则直接变更选定主体，从制度上进一步增强外部评估的独立性。

4. 新增关联公司合并中的利益关系披露义务

关联公司之间进行合并等交易时，还应当披露韩国《公平交易法》项下特殊关系人(包括家属、近亲属、控制公司、关联公司、董事、监事及高级管理人员、实际控制人等)与交易相对方之间的利益关系，例如提供债务保证、设定担保、兼任董事、监事或高级管理人员等(修正案第165条之4第6款)。

这一要求旨在缓解控股股东与普通股东之间的信息不对称。

5. 将相关违法行为纳入韩国金融委员会的监管措施范围

上市公司违反董事会意见书编制及披露义务、外部评估机构选定规则、利益关系披露义务或者回购价格确定规则的，将构成韩国金融委员会采取监管措施的法定事由(修正案第165条之18)。

韩国金融委员会可在说明理由后公告违法事实并责令改正；必要时，还可采取建议解任相关董事、监事或高级管理人员、在一定期限内限制证券发行等措施(修正案第165条之18)。由此，公允价值确定及相关程序义务将获得行政制裁层面的直接保障。

II. “公允价值”制度下的主要影响及企业应对

1. 新旧标准如何衔接?——董事会决议时点至关重要

修正案将自公布之日起满三个月施行(附则第1条)。其中,关于合并等交易定价的第165条之4以及关于股份回购价格的第165条之5第3款的修订规定,适用于修正案施行后董事会就合并等交易作出决议的情形(附则第2条、第3条);在施行日前已完成董事会决议的交易,仍适用原有规则。

因此,计划于年内推进关联公司合并或分立的上市公司,应在公布日期确定后据此测算施行日期,并以董事会决议日期为界,判断交易是适用原有的基准市价规则,还是应按照修正案履行公允价值确定、外部评估等程序。在施行日前夕作出董事会决议,可能引发规避新规的质疑及股东反对,因此还需综合审视交易的商业理由与整体时间安排是否相互匹配。

2. 董事会应如何构建公允价值的论证基础和决策程序?

在原有制度下,按照韩国《资本市场法施行令》规定的公式确定合并价格,通常即可在相当程度上排除合法性争议;修正案施行后,董事会如何权衡市价、资产价值和收益价值并据此确定公允价值,其判断依据和过程本身都可能成为争议焦点。

董事会意见书和外部评估报告均属于披露文件,普通股东可据此判断合并是否合理,并结合自2025年7月22日起施行的修订后韩国《商法》关于董事对公司及股东负有忠实义务的规定(第382条之3),将相关文件用于寻求权利救济。因此,企业应当预见到,这些文件日后可能成为追究董事责任的依据。

对于拟推进关联公司合并的公司,其董事会应在会议记录和意见书中具体说明评估方法的选择依据、交易相对方的选定过程、预期的积极与消极影响,以及持反对意见董事的理由。尤其对于关联公司之间的合并等交易,监事或审计委员会将直接负责选定外部评估机构,因此公司应在修正案施行前,在审计委员会规程中明确评估机构候选人的审查标准、选定程序和独立性核查事项。相关程序一旦违反,可能触发韩国金融委员会的责令改正、建议解任相关董事、监事或高级管理人员、限制证券发行等措施(修正案第165条之18);程序瑕疵所带来的实际成本因此将明显上升。

在设计上述程序时,可参考韩国法务部于2026年2月25日发布的《企业重组中董事行为规范指南》,将其中关于特别委员会的设立和运行、独立外部专家审查以及向股东充分提供信息等要求,作为构建公允价值论证体系的参考标准。

虽然国会审议期间曾讨论就不公允的合并价格另行规定损害赔偿责任，但因担忧抑制企业重组，该条款最终未纳入修正案。不过，股东等利害关系人仍可能依据韩国《商法》追究董事责任，或通过提起合并无效之诉等方式对交易提出争议。

与现行制度下股东可能以合并时市场股价被低估为由提出异议类似，如果公允价值明显低于市场股价，股东仍可能对定价提出质疑。因此，合并各方董事会除履行外部评估、信息披露等法定程序外，还应准备具体、充分且具有说服力的材料，向股东说明合并定价的合理性。韩国最高法院此前就合并比例确定所确立的严格审查标准(如韩国最高法院2008年1月10日宣判的2007民终字64136号判决)，在公允价值制度下将如何适用和发展；同时，在修订后韩国《商法》第382条之3要求董事“保护全体股东的利益，并公平对待全体股东”的背景下，法院将如何认定董事在公允价值确定方面的责任，均值得密切关注并提前做好应对。

3. 企业应如何预测并应对股份回购价格及权利行使规模？

随着股份回购价格的确定方法同步引入公允价值理念，预计未来不仅合并定价，向异议股东支付的回购价格也将引发更多估值争议。股东如不认可董事会确定的回购价格，可请求法院予以确定。韩国最高法院认为，市场股价如受到合并交易影响，应排除该影响后确定公允价格。因此，缺乏充分估值依据的回购价格可能在司法程序中被调高。

因此，董事会确定回购价格时，应确保其估值依据与合并定价的依据相互一致。如依据不充分，不仅可能引发异议股东申请法院确定回购价格，也可能衍生董事违反忠实义务的问题。

对于预计股份回购请求权行使规模较大的交易，回购价格水平将直接影响资金需求。公司应当自交易结构设计阶段起，针对预计行使规模和回购价格区间设置多个情景进行测算，并同步制定回购资金筹措方案。

原有制度下，回购价格依据法定公式预先确定，预测相对容易。修正案施行后，资产价值和收益价值也将纳入考量，回购价格可能与市价产生较大偏离；在股价被低估时，回购价格还可能高于市价，从而提高异议股东的行权意愿，加大行权规模预测的不确定性。为应对这一风险，可在合并协议中约定，股份回购请求权的行使规模超过一定限额时，交易各方有权解除协议或调整交易条件，并将该限额与不同回购价格情景相联动。

4. 关联公司合并应如何应对更严格的信息披露要求？

关联公司之间进行合并时，将须披露特殊关系人与交易相对方之间提供债务保证、设定担保、兼任董事、监事或高级管理人员等事项。因此，属于公示对象企业集团的上市公司，

其法务和信息披露部门应在配套规定最终确定前，建立可持续汇总各关联公司债务保证、担保设定及人员兼任情况的数据管理体系，并同步核对相关信息与韩国《公平交易法》项下企业集团披露资料的一致性。

违反利益关系披露义务已被纳入韩国金融委员会可采取监管措施的情形(修正案第165条之18)。因此，遗漏披露或披露不充分，可能导致违法事实被公告、被责令改正、相关管理人员被建议解任，或在一定期限内被限制发行证券。如果后续配套规定进一步将利益关系披露明确为合并相关证券申报书或重大事项报告书的必备内容，虚假记载或遗漏记载还可能超出韩国金融委员会的一般监管措施范围，进一步引发证券申报文件虚假陈述所导致的损害赔偿、惩罚性罚款等发行信息披露责任。披露遗漏一旦事后暴露，也可能被普通股东用作质疑合并程序公平性或主张董事违反忠实义务的依据。因此，利益关系披露是否完整，将直接影响交易的法律稳定性。

相当一部分应披露信息并非由公司掌握，而掌握在特殊关系人个人手中。公司因而应提前建立向特殊关系人征集信息、要求其配合的程序，并确认处理相关个人信息的合法依据。韩国《公平交易法》项下的企业集团现状披露、大规模内部交易披露及向公平交易委员会提交的指定资料，如与《资本市场法》项下的披露内容不一致，该不一致本身就可能成为监管机关启动调查或实施制裁的线索。因此，较为稳妥的做法是以同一数据源统筹管理《资本市场法》和《公平交易法》项下的披露信息。

5. 在施行令等配套规定制定过程中应关注哪些事项？

市价、资产价值和收益价值的具体权重，外部评估机构的资质和评估程序，以及董事会意见书的具体记载事项等，均有待通过韩国《资本市场法施行令》及韩国《证券的发行及公告等相关规定》的修订予以细化。韩国金融委员会计划在修正案施行前完成相关配套规定的制定、修订工作。因此，正在筹备组织重组的企业，可考虑在配套规定公开征求意见期间，就估值方法应保留的灵活性提出意见，例如如何反映不同行业特点、是否允许企业合理选择收益价值估值模型等。

此外，国会审议期间曾讨论但最终未纳入委员会替代案的内容包括：①就不公允定价规定公司、董事及监事承担连带损害赔偿责任，并实行举证责任倒置；②公允价值低于净资产价值时，以净资产价值作为公允价值；③要求取得无利害关系股东批准，即引入“少数股东多数决”(majority of minority)机制。虽然上述安排未被纳入本次修正案，企业仍应关注其日后是否可能再次进入立法议程，或相关内容是否可能在配套规定中有所体现。

III. BKL 可提供的支持

本次修订后，上市公司实施合并等组织重组时，**更有必要完善决策和留痕机制**，确保日后发生争议时，能够充分、合理地说明**公允价值的确定依据及董事会的决策过程**。

BKL 凭借在资本市场领域丰富的法律咨询及争议解决经验，**围绕公允价值确定、外部评估、董事会决策等交易阶段的核心问题，结合估值争议、合并无效及董事责任等潜在诉讼风险，为客户提供综合法律服务**。如就合并、分立、股份交换等组织重组或本次《资本市场法》修订需要法律支持，或有任何疑问，敬请随时联系以下专业人员。

相关成员

金相哲

律师

T 82.2.3404.6582

E sangcheol.kim@bkl.co.kr

池涌泉

资深外国律师(中国)

T 82.2.3404.0245

E yongquan.chi@bkl.co.kr

金玉

资深外国律师(中国)

T 86.10.6461.3657

E yu.jin@bkl.co.kr

法务法人(有限)太平洋谨此声明：本简报所载内容及观点仅供一般参考之用，既不代表法务法人(有限)太平洋的正式立场，亦不构成针对任何具体事项的法律意见。如有相关咨询，敬请通过上述联系方式垂询。