

# KIS 신용평가 일반론

## - 합병 및 분할과 신용평가(2018)

2018.06

노재웅 연구위원 +02.787.2265  
jwnoh@kisrating.com  
양진수 실장 +02.787.2303  
jinsoo.yang@kisrating.com

### I. KIS의 평가방법론 체계

#### II. KIS Credit Rating System

- [II-1] 신용평가의 의의
- [II-2] 신용평가의 대상과 등급정의
- [II-3] 신용평가의 절차
- [II-4] 신용등급 결정구조

#### III. Framework for fundamental analysis of credit risk

- [III-1] 산업위험의 분석
- [III-2] 영업위험의 분석
- [III-3] 재무위험의 분석
- [III-4] 경영관리위험의 분석
- [III-5] 계열위험의 분석
- [III-6] 현금흐름의 분석
- [III-7] 금융기관의 신용위험 분석
- [III-8] 기타 신용평가대상의 신용위험 분석

#### IV. Various Credit Considerations

- [IV-1] 자체신용도 및 계열지원가능성의 분석
- [IV-2] 유동성위험의 분석
- [IV-3] 부외부채의 분석
- [IV-4] 경기변동과 신용평가

#### [IV-5] 합병 및 분할과 신용평가

- [IV-6] 외화표시채권의 신용평가
- [IV-7] 개별특약과 신용평가
- [IV-8] 단기신용평가
- [IV-9] 부도정의 및 Credit Event시 등급정책

본 평가방법론은 당사가 2006년 7월 발표한 『합병 및 분할과 신용등급』을 수정·보완한 것으로, 신용평가 관점에서 합병 및 분할의 의미는 무엇이고, 또 어떠한 분석을 거쳐 신용평가 과정에 반영하는가를 설명한 것이다. 본 평가방법론은 다른 일반론의 세부 방법론과 함께 KIS 신용평가 일반론을 구성하며, KIS 신용평가 일반론은 당사 평가방법론의 체계 및 신용평가의 근본원리, 그리고 일반적인 신용평가에 공통적으로 적용되는 사항 등을 설명하는 종합적인 방법론이다.

### 평가방법론의 한계

본 평가방법론은 신용등급 도출을 위한 기초적인 정보를 제공하지만 당사의 실제 신용등급에 적용할 경우 다음과 같은 분명한 한계가 존재한다.

- 본 평가방법론은 개별 평가과정에서 일반적으로 고려하는 요소들을 포함하고 있으나, 실제 평가과정에서 고려하는 모든 요소들을 포함하고 있지는 않다. 실제 평가에서는 다른 일반 방법론, Cross-sector 방법론, Sector-specific 방법론, 기타 평가방법론 등에서 설명되어 있는 다양한 평가요소를 함께 고려하게 된다. 또한 본 평가방법론에서 기술된 내용이 모든 평가에 대해 동일하게 적용되지는 아니하며, 개별업체의 특성, 영업환경, 당해 채무의 특성 등을 고려하여 상이하게 적용될 수 있다. 이러한 검토과정에는 당사의 미래에 대한 전망 및 정성적 판단이 중요한 요소로 반영된다.

### 적용대상

본 평가방법론은 일반적인 신용평가에 공통적으로 적용되나, 평가대상 업체 및 채무의 특성에 따라 적용이 제한되거나 개별 적용방법이 상이할 수 있다. 또한 본 평가방법론은 다른 일반 방법론, Cross-sector 방법론, Sector-specific 방법론, 기타 평가방법론 등과 병행하여 적용될 수 있다.

### 주요 변경내용 및 유의사항

본 평가방법론은 공시 시점부터 유효하며, 새로운 평가방법론의 적용으로 인한 당사 보유 신용등급의 변동은 없다.

- 방법론의 체계화를 위한 구성변경
- 환경변화에 따른 일부 내용 및 표현 Update
- Out of date된 일부 내용 삭제

## IV-5. 합병 및 분할과 신용평가

### 1. 개관

회사의 합병 및 분할은 채권 상환주체의 변경 뿐만 아니라 해당 회사들의 포괄적 신용도 변화를 가져오는 중요한 Credit Event라 할 수 있다. 개별 채권의 신용등급이 해당 채권의 원리금 상환능력 및 안정성에 대한 의견이기 때문에 원리금 상환의 원천인 채권 발행자의 신용도가 매우 중요한 고려 요소이다. 따라서 기업의 합병 및 분할로 인한 채권의 원리금 상환주체의 변경 및 신용도 변화는 신용평가에서 매우 중요한 요소이다.

### 2. 합병 및 분할의 개념

#### 가. 합병

합병(Merger, Consolidation)은 2개 이상의 회사가 새로운 회사를 설립하거나, 또는 그 중 한 회사가 다른 회사를 흡수하는 현상을 말한다. 합병은 당사 회사의 소멸여부에 따라 흡수합병과 신설합병으로 나뉘어진다. 흡수합병(Merger)은 당사 회사 중의 하나가 존속되고 다른 하나는 해산하여 존속회사에 흡수되는 경우이고, 신설합병(Consolidation)은 모든 당사 회사가 해산하고, 이와 동시에 새로운 회사가 설립되는 경우이다.

#### 나. 영업양도

기업의 집중이라는 합병과 경제적으로 동일한 목적의 제도로 영업양도가 있다. 영업양도는 주주총회 특별결의가 필요하고 반대주주의 주식매수청구권이 인정되는 점에서 합병과 동일하나, 채무의 이전 등에 있어서는 차이가 있다.

합병의 경우 해산회사의 채무는 당연히 존속회사 또는 신설회사에 이전되므로 상법에서는 회사 채권자를 보호하기 위하여 이의신청을 위한 규정만을 두고 있다. 그러나 영업양도의 경우에는 영업상의 채무에 대하여 별도로 채무인수 절차가 필요하고(민법으로 규정) 당연히 이전되지 않는 대신 별도의 절차가 필요하다.

#### [ 합병과 영업양도의 차이 ]

구분	합병	영업양도
행위의 성질	단체법(회사법)상의 행위	개인법적 거래행위
방식	法定절차	특별한 방식 요하지 않음
재산의 이전	포괄승계	특정승계
주주의 지위	해산회사(피합병회사)의 주주가 존속회사(신설회사)에 수용	불변
사용인의 수용	동의 필요치 않음	동의 필요
회사의 존폐	해산회사의 소멸	양도회사의 존속
채무의 이전	당연이전	채무인수 절차 필요

**다. 기업인수**

기업인수란 경영지배권을 획득하기 위하여 인수대상기업의 주식이나 자산을 취득하는 것을 말하며, 합병과는 다음과 같은 차이가 있다.

- 1) 기업합병은 피합병회사와 합병회사가 하나의 기업으로 변모됨으로써 피합병회사의 독립성이 유지되지 않으며, 피합병회사의 채권·채무가 합병회사에 귀속된다.
- 2) 기업인수는 피인수기업의 입장에서는 경영의 독립성이 유지될 뿐만 아니라, 법적으로도 독립된 주체이며 피인수기업의 채권·채무가 인수회사에 귀속되지 않는다.

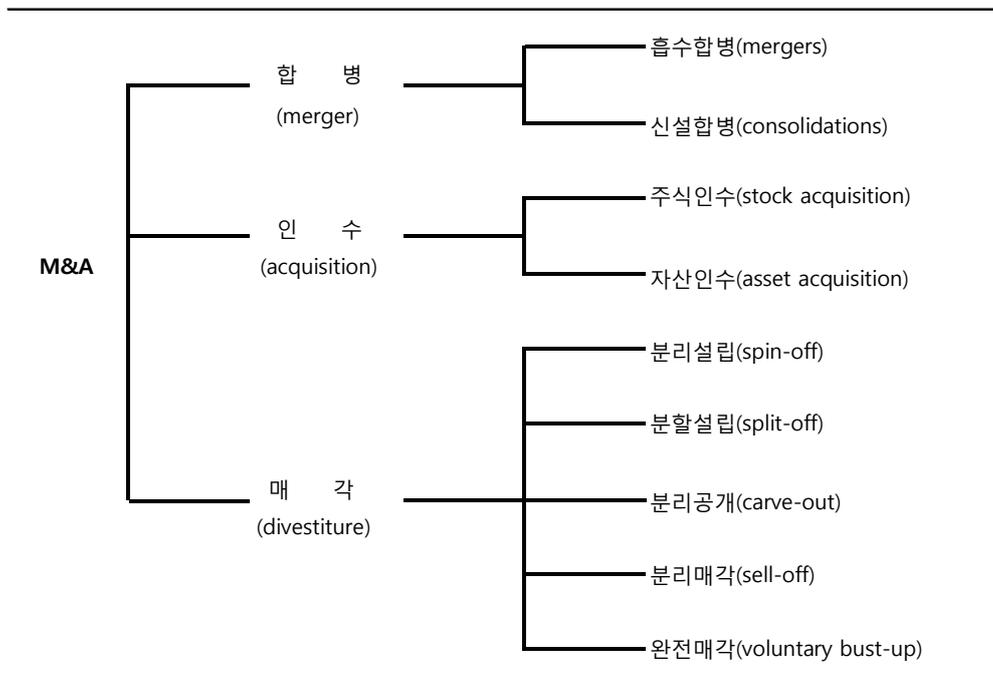
기업인수의 방법에는 자산인수(Asset Acquisition)와 주식인수(Stock Acquisition)가 있으며, 각각 자산 또는 주식을 취득 또는 인수함으로써 경영권을 확보하는 것이다.

**라. M&A**

M&A는 둘 이상의 기업이 통합되어 하나의 기업이 되는 기업합병(Merger)과 인수기업이 인수대상기업의 주식이나 자산을 전부 또는 일부를 매입함으로써 경영권을 획득하는 기업인수(Acquisition)가 결합된 개념이라고 볼 수 있다.

그러나, 보다 넓은 의미의 M&A는 그림에서 보는 바와 같이 사업부문이나 생산시설의 일부 또는 전부를 처분하는 기업매각(Divestiture)까지도 포함하는 개념이라고 할 수 있다. 이와 같이 매각을 M&A에 포함시킨 개념으로 M, A&D라는 용어가 사용되기도 한다.

[ M&A의 형태 ]



마. 분할

회사의 분할(Scission, Division)은 하나의 회사가 둘 이상의 회사로 분리되는 현상으로 합병에 반대되는 제도라고 할 수 있다. 회사분할은 다음과 같이 3가지 유형으로 분류될 수 있다. 분할 또는 분할합병으로 인하여 설립되는 회사 또는 존속하는 회사를 통칭하여 수혜회사라 지칭한다.

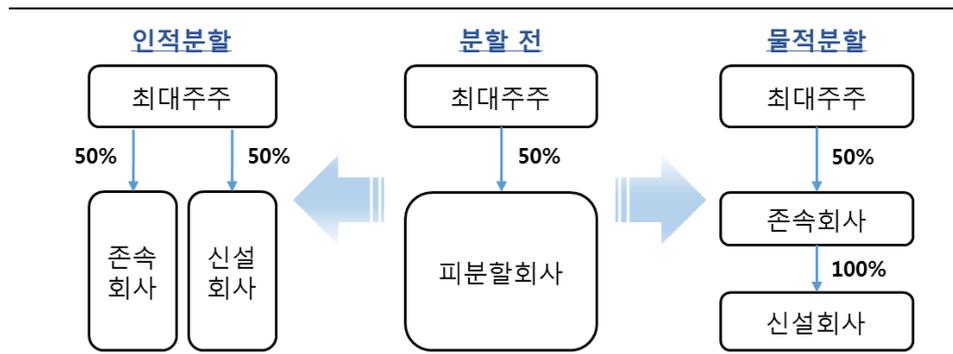
- 1) 피분할회사의 분할 후 소멸 여부에 따라, 분할 후 피분할회사가 소멸하는 완전분할(소멸분할)과 분할 후 피분할회사가 존속하는 불완전분할(존속분할)로 구분된다.
- 2) 회사분할이 합병을 수반하는지의 여부에 따라, 분할부분이 단독으로 회사가 되는 단순분할과 분할된 부분이 다른 기존회사 또는 다른 기존회사의 일부와 합쳐져 하나의 회사로 설립되는 분할합병으로 구분된다.
- 3) 분할 전 회사의 주주가 분할 후 회사의 주주가 되는지의 여부에 따라, 인적분할 및 물적분할로 구분된다.

[ 회사분할의 유형 ]

구분	피분할회사 소멸 여부	분할 방법	수혜회사주식 교부대상	미국의 유형
완전분할(소멸분할)	소멸	인적분할	피분할회사의 주주	Split-up
불완전분할(존속분할)	존속	인적분할	피분할회사의 주주	Split-off
		물적분할	피분할회사	Spin-off

인적분할과 물적분할 비교

[ 인적분할과 물적분할 사례 ]



인적분할은 분할 후에 신설되는 회사 또는 출자를 받는 기존회사의 주식이 피분할회사의 주주에게 배정되는 형태의 회사분할을 의미하는 반면, 물적분할은 피분할회사 자신이 직접적으로 분할 후에 신설되는 회사 또는 출자를 받는 기존회사의 주식을 모두 취득하는 경우(자회사 설립)이다. 결국 인적분할에 따르면 수평적 계열관계가 형성되고, 물적분할에 의하면 수직적 계열회사가 발생하게 된다는 차이가 있다.

한편, 물적분할의 경우 분할회사의 주식 소유주체로서의 피분할회사가 반드시 존속하여야 하므로 불완전분

할의 경우에만 가능하다. 따라서 물적분할은 영업양도와 유사하나, 그 대가가 주식이고 분할재산의 승계가 법률상 당연한 포괄승계라는 점, 그리고 분할재산을 승계받는 회사는 기존회사 이외에 신설회사일 수 있다는 점에서 영업양도와 차이가 있다.

#### 바. 기타 유사 개념

회사의 분할 이외에 분리공개(Carve-out), 분리매각(Sell-off), 완전매각(Voluntary Burst-up) 등 광의의 M&A에 포함되는 다양한 사업분리 형태가 있다. 우선 분리공개는 일반 투자자를 대상으로 기업이 소유하고 있는 일부 사업부를 매각하여 자본을 조달하는 형태를 말하며, 분리매각은 기업의 사업부를 다른 기업에게 직접 매각하는 것을 의미한다. 한편, 자발적 분리정리라고도 하는 완전매각이란 자산 및 사업부를 정리하고 독립된 법인으로의 존속을 포기하는 것을 의미한다.

### 3. 채권자 보호 절차 및 채무의 부담

#### 가. 합병에 따른 채권자 보호 절차 및 채무의 부담

복수의 회사가 합병을 하게 되면 회사의 재산상태와 경영활동의 내용이 크게 달라지게 되므로 채권자의 이해관계에 중대한 영향을 미치게 된다. 예를 들어 재산상태가 크게 다른 회사간 합병의 경우에는 재산상태가 양호한 회사의 채권자가 합병으로 인하여 손해를 보게 될 위험이 있으므로 합병의 성립조건으로 채권자보호 절차를 법으로 정하고 있다.

채권자보호절차에 따르면 채권자는 합병에 이의가 있으면 일정기간 내에 이의를 제기할 수 있다. 이 경우 회사는 합병에 대해 이의를 제출한 채권자에게 채권을 변제 또는 상당한 담보를 제공하거나, 이를 목적으로 하여 채권규모에 상당한 재산을 신탁회사에 신탁하여야 한다.

한편, 합병의 효력은 변경등기나 설립등기 등 합병등기에 의하여 효력이 생긴다. 합병등기에 의한 합병의 효과로는 당사 회사의 전부 또는 일부가 소멸하고 새로운 회사가 성립되며, 존속회사의 정관은 변경된다. 그리고 무엇보다도 소멸회사의 권리 및 의무는 존속회사(흡수합병의 경우)나 신설회사(신설합병의 경우)에 포괄적으로 이전하게 된다. 따라서 합병으로 인해 피합병된 회사의 모든 채무는 합병회사에 이전되며, 동 채무의 변제 의무도 합병회사에 있다고 할 수 있다.

이 경우 권리 및 의무의 이전을 위한 특별한 행위는 필요 없고, 또 특약으로써 그 일부의 승계를 제외할 수 없다는 점이 영업양도와도 다르다고 할 수 있다. 이와 같은 법률적 관계를 고려할 때 회사채, 기업어음 등 피흡수합병 회사 발행 채권의 상환의무는 합병회사가 부담하게 된다고 할 수 있다.

#### 나. 분할에 따른 채권자 보호 절차 및 채무의 부담

##### 채권자보호절차 - 이의제출권 및 연대책임

회사 분할의 경우 상법이 정한 채권자보호절차는 크게 채권자의 이의제출권, 피분할회사 및 수혜회사의 연대책임이 있다.

채권자의 이의제출권은 합병에서의 원칙을 준용하고 있다. 즉, 채권자가 분할에 대해 이의가 있을 경우 회사는 채권을 변제 또는 상당한 담보를 채권자에게 제공하거나, 채권규모에 상당한 재산을 신탁하여야 한다.

한편, 연대책임의 경우 상법에서는 분할계획서나 분할합병계약서에 개별책임의 약정이 없는 한 분할 및 분할합병으로 인하여 설립되는 회사 또는 잔존하는 회사가 분할 및 분할합병 전 피분할회사의 채무에 관하여 연대하여 변제할 책임이 있다고 규정하고 있다. 이 규정의 취지는 분할로 인하여 피분할회사의 채권자들의 지위가 손상되는 것을 방지하는 단순한 채권자보호수단의 기능뿐만 아니라, 피분할회사의 자의적인 재산배분을 사전에 어느 정도 억제하는 역할도 하는 것이라고 할 수 있다.

분할 시 피분할회사 및 수혜회사가 부담하는 연대책임과 채권자의 이의제출권에 대해 단순분할과 분할합병의 경우로 나누어 보면, 단순분할의 경우 피분할회사가 분할로 인하여 해산하면서 여러 개의 수혜회사를 설립하는 경우에는 수혜회사들이 연대하여 책임을 부담하고, 피분할회사가 존속하면서 분할된 영업부문으로 수혜회사를 설립하는 경우에는 피분할회사와 수혜회사가 각각 분할 전 피분할회사의 채무에 대하여 연대책임을 지도록 되어 있다. 이러한 단순분할의 경우에는 피분할회사의 채권자 지위에는 변동이 없으므로, 채권자는 이에 대하여 이의제출권을 행사하지 못한다.

**[ 분할방법별 채권자에 대한 보호수단 ]**

보호수단		단순분할	분할합병
분할 당사 회사의 연대책임	개별책임의 약정 無	○	○
	개별책임의 약정 有	X	X
피분할회사 채권자의 이의제출권	개별책임의 약정 無	X	○
	개별책임의 약정 有	○	○
승계회사 채권자의 이의제출권		-	○

그러나, 전술한 바와 같이 피분할회사의 분할승인총회의 결의로 여러 개의 수혜회사들이 피분할회사의 채무 중에서 출자한 재산에 대한 채무만을 부담할 것을 정할 수 있어, 항상 모든 채무를 연대하여 부담하는 것은 아니다. 예를 들어 피분할회사가 반도채부문은 계속 영위하면서 가전부문은 수혜회사에 이전하는 경우 가전부문에 속하는 채무만을 수혜회사가 부담할 수 있는데, 이는 연대책임의 원칙에 대한 예외로서 ‘채무의 분리’를 인정하는 것이다. 이 경우 피분할회사는 분할출자 후에 존속하면서 분할에 의하여 신설된 수혜회사가 부담하지 아니하는 반도채부문에 대한 채무만을 개별적으로 부담한다. 따라서 피분할회사와 수혜회사는 각각의 반도채부문 및 가전부문에 대한 채무만을 개별적으로 부담하며, 또한 ‘채무의 분리’라는 예외가 인정됨에 따라 채권자 보호를 위해 채권자는 이의제출권을 가진다고 할 수 있다.

피분할회사의 영업부문이 분할되어 제조부문은 피분할회사에 존속하면서 건설부문은 기존의 수혜회사와 합병하는 분할합병의 경우에도 원칙적으로 피분할회사와 수혜회사가 분할합병 전의 피분할회사 채무에 대하여 연대책임을 부담한다. 다만, 분할합병의 경우 단순분할과 달리 분할의 당사 회사가 연대책임을 부담하는 경우에도 피분할회사 및 기존의 수혜회사의 채권자는 이의를 제출할 수 있다. 왜냐하면 분할합병의 경우에는 단순분할의 경우와 달리 분할부문이 상대방회사와 결합되므로, 피분할회사의 채권자는 상대방회사의 경영상태나 채무구조에 따라서 분할합병 전보다 불리한 지위에 놓이게 될 수 있기 때문이다.

한편, 건설부문이 분할합병되는 위의 예에서 피분할회사의 분할합병에 관한 승인결의에서 출자를 받는 수혜회사(상대방회사)가 피분할회사의 채무 중에서 출자한 건설부문에 관한 채무만을 부담할 것을 내용으로 정하는 경우에는 연대책임의 원칙에 예외로서 ‘채무의 분리’를 약정할 수 있다. 이 경우 피분할회사는 수혜회사가 부담하지 아니하는 제조부문의 채무만을 부담하게 되며, 피분할회사의 채권자는 이에 대하여 당연히 이의를 제출할 수 있다.

#### 연대책임의 주체

회사분할에 있어 연대책임을 부담하는 자는 기존의 피분할회사와 신설 및 분할합병된 모든 수혜회사이다. 따라서 수혜회사로서는 자신에게 승계된 채무 이외에 피분할회사의 분할 전 채무에 대하여 일종의 ‘채무없는 책임’을 지는 셈이다. 문제는 피분할회사가 존속하는 경우에 수혜회사에게 승계된 채무에 대해서도 피분할회사 자신이 연대책임을 지느냐의 것이다. 이에 대해서는 피분할회사가 수혜회사에 승계된 채무에 대해서도 연대책임을 진다는 것은 피분할회사에게 너무 가혹하기 때문에 자신에게 잔존한 채무에 대해서만 주채무자로서의 단독 책임을 져야 된다는 견해도 있으나, 상법의 입법취지와 선의의 채권자의 기대이익에 대한 보호라는 법률정책적 차원에서 고려할 때, 피분할회사가 분할 후 존속하는 경우에는 수혜회사와 함께 연대책임을 지는 연대책임의 주체에 포함되는 것으로 해석하는 것이 타당하다고 할 수 있다.

#### 연대책임의 대상

연대책임의 대상이 되는 피분할회사의 채무에 대해서는 상법상 별다른 제한이 없다고 해석되며, 발생원인을 묻지 아니하고 성립되어 반드시 금융채무에 한정되는 것도 아니다. 따라서 연대책임의 대상에는 불법행위로 인한 손해배상책임은 물론, 부당이익반환의무 내지 국가에 대한 납세의무도 포함된다. 또한 분할 당시에 채무가 변제기에 이르렀는지의 여부도 상관이 없으며, 주채무이든 보증채무이든 어음상의 채무이든 이를 묻지 않는다. 또한 채권자가 이의를 제기함으로써 부담하게 되는 피분할회사의 변제의무와 담보제공의무 등에 대해서도 이것이 분할 후에 피분할회사의 채무로 남아 있는 한 연대책임의 대상이 된다. 따라서 신용평가의 주 대상이 되는 회사채 및 기업어음도 당연히 연대책임의 대상이 된다고 할 수 있다.

### 4. 합병 및 분할 절차에 따른 Credit Event

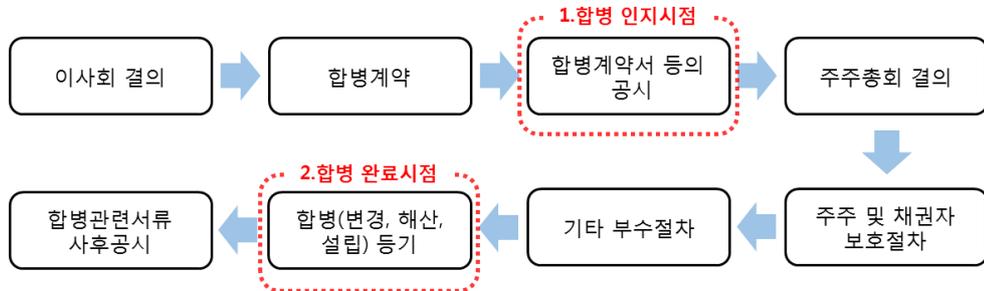
#### 가. 합병 절차에 따른 Credit Event

상법에서 정한 주식회사의 합병 또는 분할의 절차는 대체로 비슷한 과정을 보이고 있다. 우선 합병을 위해서는 합병 당사 회사간에 합병형태, 방식, 비율, 일정 등에 관한 사전협약이 필요하다. 또한, 합병과 같은 근본적인 조직변경은 주주들의 권한으로 보는 것이 원칙이지만, 최근 경영인의 지위가 강화되어 주주의 권한은 이사회가 사전에 협의해서 마련한 합병안을 승인하는 것으로 변화되고 있다. 상법상 이사회 결의는 정관에서 그 비율을 달리 정할 수도 있으나, 보통 이사 과반수의 출석과 출석이사 과반수로 이루어진다.

이사회 결의 후 당사 회사는 합병계약을 체결하여 합병조건, 존속회사, 또는 신설회사의 정관의 내용, 기타 합병에 필요한 사항을 정한다. 합병계약이 체결되면 내용을 공시하고, 이후 각 당사 회사의 합병결의가 있어야 한다. 주식회사의 경우 합병결의는 주주총회의 특별결의를 요하고 있으며, 따라서 회사의 합병은 합병계약의 체결과 합병결의가 있을 경우에 비로소 성립된다고 할 수 있다.

합병결의 후 상법에서 정한 주주 및 채권자보호절차를 거치고, 창립총회 또는 보고총회 소집 등 기타 합병의 절차 후 합병등기를 함으로써 합병이 완료된다고 할 수 있다. 합병의 주요 절차는 아래 그림과 같다.

[ 주요 합병 절차 ]



이상과 같은 합병 과정을 통해 볼 때, 합병과 관련한 주요 Credit Event는 크게 두 시기로 구분할 수 있다. 먼저 이사회 결의가 있거나, 합병 계약 또는 주총에서의 합병결의가 이루어진 시점 중 당사가 가장 먼저 합병사실을 인지한 시점이어야 할 것이며, 또 하나는 합병이 완료되는 합병등기 시일 것이다.

이와 같은 Credit Event에 따른 평가과정은 일반적으로 첫번째 시기에 Credit Issue Review를 거쳐 Watchlist 등록, No Action 등(이하 “CIR 등”)의 신용평가절차를 수행할 수 있으며, 이후 합병등기가 이루어진 시점에는 수시평가 등의 신용평가절차를 수행할 수 있다.

나. 분할 절차에 따른 Credit Event

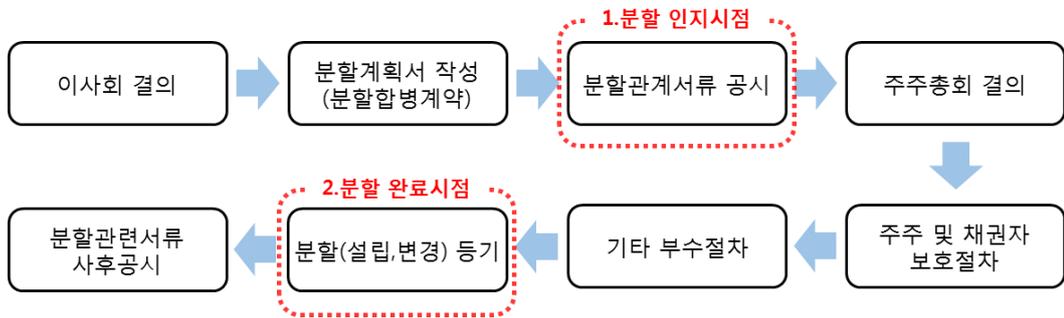
회사분할의 경우도 합병의 경우와 비슷한 과정을 보이고 있다. 회사분할을 위해서는 회사 내부에서 회사분할을 위한 의사결정을 거쳐야 한다. 명문화된 규정은 없으나, 회사분할은 당연히 이사회 결의를 요한다. 이사회 결의에서 분할계획서나 분할합병계약서의 내용을 결정해야 하며, 상장법인의 경우 별도의 공시절차를 거쳐야 한다.

단순분할의 경우 해당회사는 분할계획서를 작성하며, 분할합병의 경우에는 당사 회사간에 분할합병계약서를 작성하고 분할합병계약을 체결한다. 회사의 분할 또한 주주 및 채권자에게 중요한 영향을 미치는 사안이므로 주주총회의 특별결의를 통해 분할이 결정되며, 이후 합병의 경우와 동일하게 주주 및 채권자 보호절차와 기타 절차를 거쳐 분할등기가 이루어지면 회사분할이 완료된다고 할 수 있다.

따라서 회사분할과 관련된 주요 Credit Event도 합병과 동일하게 크게 이사회 결의, 분할계획서 작성 또는 분할합병계약, 이와 관련된 공시 시점 중에서 회사 분할을 가장 먼저 인지한 시점과 분할등기가 이루어진 시점이라 할 수 있다. 회사분할의 절차는 합병의 절차와 크게 차이가 나지 않는다.

이사회 결의, 분할 계약, 공시 또는 주총 결의가 이루어진 시점 등에 CIR 등의 절차가 수행될 수 있으며, 분할계획서 및 분할계약서의 내용 및 향후 전망 등을 감안하여 분할등기가 이루어진 시점에 Watchlist에 등록된 경우는 Watchlist 등록 해제 등의 절차를 거쳐 새로운 등급을 부여하는 것이 일반적이다. 여기서 새로운 등급이 부여될 때에는 분할로 인해 채권의 상환주체가 변경된 기존의 등급은 취소된다.

[ 주요 분할 절차 ]



5. 합병 및 분할 대상의 신용등급 부여 절차

가. 합병 대상의 신용등급 부여 절차

합병에 따른 신용평가 과정은 합병의 유형과 당사자에 따라 다소 다를 수 있다. 우선 흡수합병의 경우 합병 계약, 관련 공시 및 결의가 있을 경우 합병회사 또는 해산회사 채권의 신용등급은 CIR 등의 대상이 되며, 합병이 완료된 시점에 수시평가를 통해 해산회사(피합병회사) 채권의 신용등급을 취소하는 동시에 해당채권의 새로운 등급이 합병회사의 회차에 따라 새롭게 부여된다. 이는 흡수합병의 주체인 존속회사(합병회사)가 피합병회사인 해산회사의 자산 및 부채를 모두 승계하기 때문이다. 신설합병의 경우도 해산회사들의 채권에 부여된 등급을 취소하고 신설회사의 새로운 회차에 따라 신용등급이 부여된다. 이는 비록 발행회사는 해산되었으나 채권의 원리금 상환은 신설합병회사의 책임이기 때문이다.

결국 합병의 경우 CIR 등의 실시는 이사회 결의, 합병 계약, 공시 또는 주총 결의 등 당사가 합병사실을 인지한 직후에 수행되며, 수시평가를 통한 등급 취소 및 조정은 합병등기(변경등기 또는 설립등기)를 함으로써 합병의 효력이 법적으로 발생하는 시점에 일반적으로 이루어진다.

[ 합병과 신용평가과정(예시) ]

구분	흡수합병		신설합병		
	합병기업	해산기업	합병기업	해산기업A	해산기업B
CIR 등의 대상	○	○	-	○	○
기존등급 취소	X	○	-	○	○
신규등급 부여	○	X	○	X	X

주) Watchlist 등록 및 수시평가 대상은 해당회사의 채권임.

한편, 기업인수의 경우도 인수기업 및 피인수기업의 채권에 대해 CIR 등의 신용평가절차가 수행될 수 있으며 합병과 동일하게 각 당사 회사의 채권에 대해 수시평가가 이루어지나, 합병과 달리 인수기업 및 피인수기업의 실체가 존속되므로 인수기업 및 피인수기업 채권의 신용등급을 취소하지 않는 것이 일반적이다.

**나. 분할 대상의 신용등급 부여 절차**

회사분할은 합병의 경우처럼 당사 회사의 채무가 당연히 포괄승계되는 것이 아니라, 개별책임의 약정이 없는 것을 전제로 분할 당사 회사들이 분할된 채무에 대해 연대책임을 지는 것이 일반적이다. 따라서 분할 후 채무상환의 주체가 변경되었다 할 지라도 당사 회사들의 채무변제 책임은 지속된다고 할 수 있다.

회사가 분할하여 그의 전 재산이 둘 이상의 회사에 현물 출자되어 포괄승계되고, 분할 전 회사는 청산절차 없이 소멸되는 소멸분할(완전분할)의 경우는 합병의 경우와 동일한 신용평가가 진행된다. 즉 피분할회사가 분할 후 해산되므로 피합병기업의 경우처럼 이 회사 채권의 신용등급은 취소되며, 피분할회사의 채무는 수혜회사에게 이전되므로 수시평가를 통해 피분할회사의 해당채권 신용등급을 적절히 조정한다.

분할 후 피분할 회사가 존속하게 되는 존속분할(불완전분할)의 경우는 단순분할과 분할합병으로 나누어 살펴 볼 수 있다. 우선 단순분할은 피분할회사의 한 사업부문이 분할되어 단독으로 새로운 회사가 설립되는 경우로서 피분할회사의 분할 후 잔존 또는 이전 채권은 회사의 공식적인 분할계획을 인지한 시점에 신용도에 미치는 영향을 잠정적으로 판단하기 위해 CIR 등을 진행하고 관련 신용등급을 Watchlist에 등록할 지 여부를 결정한다. 일반적으로 개별책임 약정이 없는 단순분할의 경우 분할 전 기존 채무에 대하여 각 회사가 연대책임을 진다. 이 경우 당사는 경제적 통합실체 관점에서 각 회사의 신용도, 현금흐름 및 재무구조를 통합하고 실질의 변화여부를 분석하여 신용등급을 부여하고 있다. 구체적으로는 회사의 계획 및 향후 전망 등을 감안하여 분할이 법적 효력을 발휘하는 분할등기가 이루어진 시점에 수시평가를 통해 존속법인 혹은 기존 채권의 등급을 변경·확정하는 것이 일반적이다.

한편, 피분할회사의 채권이 신설(수혜)법인으로 이전된 경우에는 피분할회사의 해당 채권 신용등급을 취소하고 신설법인 혹은 이관된 채권에 대하여 새로운 등급을 부여하고 있다. 이관된 채권에 새로운 등급이 부여될 때에는 상환주체가 변경된 기존의 채권 등급은 취소된다.

다만, 기업어음, 전자단기사채, Issuer Rating과 같이 개별 채권이 아닌 기업에 부여되는 등급의 경우 분할로 인한 채무의 이관 및 연대보증 여부와 상관없이 신용등급은 존속법인에 계속 잔존하며 해당 회사의 신용도를 따른다. 같은 이유로 신설법인이나 채무가 이관된 신설회사의 경우 기업어음 등이 이관되더라도 등급이 자동적으로 부여되지는 않으며, 해당 회사가 별도의 신규평가를 요청할 때 신설법인의 신용도에 따른 등급이 부여된다.

**[ 단순분할과 신용평가과정(예시) ]**

구분	피분할회사			분할(신설)회사	
	회사채 등급		기업어음, Issuer Rating 등	회사채 등급 인수 채권	기업어음, Issuer Rating 등
	잔존 채권	이관 채권			
CIR 등의 대상	○	○	○	-	-
기존등급 취소	X	○	X	-	-
신규등급 부여	○	-	○	○	○(요청시)

분할합병은 분할된 사업부문이 제3의 회사와 또는 여타 제3회사의 사업부문과 결합되어 새로운 회사(분할합병회사)로 설립되는 경우이다. 우선 분할사업부문이 기존의 여타 제3의 회사와 합병하는 경우 피분할회사와 분할합병회사의 유효등급 모두 CIR 등의 대상이 되며, 분할합병등기 시점에 수시평가를 시행한다. 또한, 피

분할회사에서 분할합병회사로 이관된 채권은 기존 등급을 취소하고 분할합병회사의 새로운 회차로 등급이 부여된다.

#### [ 분할합병과 신용평가과정 1(예시) ]

구분	피분할회사			분할합병회사		
	회사채 등급		기업어음, Issuer Rating 등	회사채 등급		기업어음, Issuer Rating 등
	잔존 채권	이관 채권		기존 채권	인수 채권	
CIR 등의 대상	○	○	○	○	-	○
기존등급 취소	X	○	X	X	-	X
신규등급 부여	○	-	○	○	○	○

분할 후 기존회사의 사업부문과 결합되어 새로운 회사(분할합병회사)로 설립되는 경우 피분할회사의 채권에 대한 CIR 등, 수시평가 등은 단순분할의 경우와 동일하다. 분할합병회사는 기존에 등급이 없으므로 CIR 등의 대상이 될 수 없고 분할합병 후 인수채권에 대해 새로운 회차로 수시평가를 통해 신규등급이 부여된다.

#### [ 분할합병과 신용평가과정 2(예시) ]

구분	피분할회사		분할합병회사(신설)
	잔존 채권	이관 채권	인수 채권
CIR 등 대상	○	○	-
기존등급 취소	X	○	-
신규등급 부여	○	-	○

한편, 기업매각 또는 처분은 인수나 합병과는 반대로 사업부문이나 부채청산 등을 위하여 기업을 분할한 다음 매각하여 기업구조를 재편하는 작업을 말한다. 분리공개(Carve-out), 분리매각(Sell-off), 완전매각(Voluntary bust-up)과 같은 기업매각 또는 처분의 경우는 사안의 중요성에 따라 CIR, Watchlist 등록 또는 수시평가 등 적절한 신용평가 절차를 수행하며, 매각 규모가 중요하지 않는 경우에는 별도의 신용평가 절차가 수행되지 않을 수 있다.

#### 다. 등급의 취소 - 신규등급 부여

합병 및 분할로 인한 평가과정 중 하나는 등급의 취소와 함께 신규등급을 부여하는 것이다. 합병 및 분할로 설립된 회사 또는 존속회사는 상법에 따라 설립등기 또는 변경등기를 함으로써 그 효력이 발생함에 따라 등기 시점에 해산기업 또는 (피)분할기업에 신규등급이 부여된다.

다만, 분석기간의 부족, 평가자료의 미비 등 현실적인 이유로 인해 새로운 등급이 합병 또는 분할등기 시점에 결정되지 않을 경우에는 비록 합병 또는 분할(소멸분할)로 인해 당사 회사 중 어느 회사가 소멸되었다 할지라도 새로운 등급이 부여되지 전까지는 등급을 취소하지 않는다. 이는 등급의 취소와 동시에 새로운 등급이 부여되지 않을 경우 소멸기업의 해당채권에 일시적으로 등급이 존재하지 않게 됨에 따라 투자자를 비롯한 시장참여자의 혼란을 유발할 수 있기 때문이다.

한편, 등급취소의 대상 채권은 합병 및 분할로 인해 상환주체가 바뀌는 경우와 상환주체가 동일하더라도 회차의 변경이 있는 경우 모두 해당된다. 합병의 경우 회사채 회차는 합병회사는 유지되는 것이 일반적이고, 피합병회사는 합병회사의 회차로 변경된다. 특히 피합병회사 채권의 경우 상환주체가 변경될 뿐만 아니라 회차도 변경된다고 할 수 있다.

분할의 경우 분할회사로 인도된 채권의 상환주체의 변경뿐만 아니라 회차도 변경된다. 따라서 분할회사로 인도된 채권의 등급은 당연히 취소되어 새로운 등급이 부여된다. 반면 피분할회사에 잔존하는 채권의 경우에는 상환주체는 존속되지만, 회차가 변경되는 경우가 있으며, 이러한 경우에도 투자자의 혼란을 막기 위해서는 피분할회사의 회사채 등급을 취소한다.

## 6. 합병 및 분할 기업의 신용도 평가

### 가. 합병 기업의 신용도 평가

피합병회사(해산기업)의 채무는 합병회사에 포괄승계되기 때문에 합병 후 합병기업의 포괄적 신용도에 따라 등급이 변경될 수 있다. 합병으로 인해 특정 채권의 상환주체가 해산기업에서 합병기업 또는 신설기업으로 이전되면서 개별 채권의 상환원천인 현금창출능력이 합병 전 해산기업과 합병 후 합병회사 또는 신설회사간에 차이가 날 수 있기 때문이다. 특히 합병을 통한 시너지효과가 큰 경우가 대표적인 예가 될 수 있으며, 이 경우 합병 완료 후 수시평가를 통해 기존의 등급이 변화될 수 있다.

### 나. 분할 기업의 신용도 평가

#### 단순 인적분할

일반적으로 경제적 통합실체 관점 상의 연대보증채권에 대한 채무상환능력과 분할후 분할회사의 채무상환능력의 변화, 연대보증 채무의 규모 등에 따른 개별 분할기업의 신용위험 변화를 분석하고 적절한 기준을 적용하여 신용등급을 결정하게 된다.

이에 따라 단순한 형태의 인적분할과 같이 분할 이후에도 경제적 통합실체 관점에서 원리금 상환능력의 실질적 변화가 크지 않은 경우에는 분할 당사 회사들이 연대책임을 제공하는 채권의 상환능력에 큰 변화가 없는 것이 일반적이다. 이 경우 분할 전후의 관련 채권의 신용등급은 동일하게 유지될 수 있다.

반면 피분할회사의 채무상환능력 대비 분할 후 연대보증을 제공하는 각 분할회사들의 채무상환능력에 현저한 변화가 발생하였거나 시간이 지남에 따라 채무상환능력이 변화했다고 판단되는 경우에는 관련 연대보증채의 신용등급이 분할 전후로 동일하지 않을 수 있다.

#### 분할합병

분할합병의 경우에는 이관되는 채무의 새로운 상환주체가 제3의 회사 또는 제3의 회사의 사업부문과 결합하는 새로운 회사가 되므로 합병의 경우와 마찬가지로 신용도에 변화가 있을 수 있다. 비록 이관되는 채무에 대해 피분할회사의 연대책임이 있다고 할 지라도 새롭게 설립되는 회사의 원리금 상환능력은 기존의 피

분할회사의 상환능력보다 우위 또는 열위에 있을 수 있기 때문이다. 예를 들어 분할 후 우량기업과 합병하는 경우가 이에 해당된다고 할 수 있다.

한편, 합병의 경우 합병 후 새롭게 발행된 채권에 대한 등급조정이 있을 경우 기존 채권의 등급도 같이 조정되는 것이 일반적이다. 반면, 분할의 경우 분할 후 새롭게 발행되는 채권은 분할대상채권 등급과 차이가 날 수 있다. 이는 분할 전 분할대상채권은 분할당사 회사들의 연대책임 의무가 있는 반면, 분할 후 신규 발행되는 채권은 그렇지 않기 때문이다. 물론 분할대상채권도 분할당사 회사들의 영업 및 재무상황의 변화에 등급의 변화가 있을 수 있으나, 이는 하나의 분할회사 신용도의 변화가 아니라 분할당사 회사들(경제적 통합 실체 관점)의 포괄적 신용도 변화에 따른 것이다.

### 유의사항

한국신용평가 주식회사 (“당사”)가 공시하는 신용등급은 발행사/기관, 신용공여, 채무 및 이에 준하는 증권의 장래의 상대적인 신용위험에 대한 당사의 현재 견해를 뜻하며, 당사가 발표하는 신용등급 및 평가의견 등 리서치 자료(“간행물”)는 발행사/기관, 신용공여, 채무 및 이에 준하는 증권의 장래의 상대적인 신용위험에 대한 당사의 현재 견해를 포함할 수 있습니다. 당사는 신용위험이란 만기 도래하는 계약상의 채무(financial obligations)를 발행사/기관이 불이행할 수 있는 위험 및 부도시 예상되는 금융손실이라고 정의하고 있습니다. 신용등급은 유동성 위험, 시장가치 위험 또는 가격변동성 등 기타 다른 위험을 다루고 있지 않습니다. 신용등급과 당사 간행물에 포함된 당사의 견해는 현재 또는 과거 사실에 대한 서술이 아닙니다. 또한 간행물에는 계량모델에 근거한 신용위험의 추정치와 관련 의견 또는 키스채권평가 주식회사에서 발행한 견해를 포함할 수 있습니다.

신용등급 및 간행물은 투자자문이나 금융자문에 해당하지 아니하고 그러한 조언을 제공하지도 않으며, 특정 증권을 매수, 매도 또는 보유하라고 권유하는 것도 아닙니다. 또한 당사가 제공하는 신용등급이나 간행물은 해당 정보의 사용자나 그 관계자들에 의해서 행해지는 투자결정에 있어서 어떤 증권을 매매하거나 보유하라는 권고 또는 권유나 사실의 서술이 아니라 당사 고유의 평가기준에 입각한 당사의 의견으로서만 해석되고 또 해석되어야만 하며, 특정 투자자를 위하여 투자의 적격성에 대해 의견을 주는 것이 아닙니다. 당사는 각 투자자가 매수, 매도 또는 보유를 고려중인 증권 각각에 대해 적절한 주의를 기울여 자체적으로 연구, 평가할 것이라고 기대하고, 그러한 이해를 전제로 하여 신용등급을 공시하고 간행물을 발표합니다.

당사의 신용등급과 간행물은 개인 투자자들이 이용하는 것을 전제로 하고 있지 않습니다. 그렇기 때문에 개인투자자들이 당사의 신용등급과 간행물을 이용하여 투자의사결정을 하는 것은 적절하지 않을 수 있습니다. 만약 의문이 있는 경우에는 반드시 채무 전문가 혹은 다른 전문가에게 자문을 구하시기 바랍니다.

당사는 발행사/기관으로부터 제출자료에 거짓이 없고 중요사항이 누락되어 있지 않으며, 중대한 오해를 불러일으키는 내용이 들어 있지 않다는 확인을 수령하고 있으며, 본 보고서는 발행사/기관이 제출한 자료와 함께 당사가 객관적으로 정확하고 신뢰할 수 있다고 판단한 자료원에 근거하고 있습니다. 당사는 발행사/기관 및 이들 대리인이 정확하고 완전한 정보를 적시에 제공한다는 전제하에 신용평가업무를 수행하고 있습니다. 그러나 감사기관이 아니므로 신용평가와 간행물을 준비하는 과정에서 이용하는 정보에 대해 별도의 실사나 감사를 실시하고 있지 않으며, 발행사/기관으로부터 제공받은 정보 또는 신용평가 과정에서 생성되는 정보에 있어서 인간 또는 기계에 의한, 기타 그 외의 다른 요인에 의한 실수의 가능성 때문에 해당 정보를 특정한 목적을 위해 사용하는데 대하여 명시적으로 혹은 묵시적으로도 어떠한 증명이나 서명, 보증 또는 단언을 할 수 없으며, “있는 그대로” 제공됩니다. 또한 본 보고서의 정보들은 신용등급 부여에 필요한 주요한 판단 근거로서 제시된 것이고 발행사/대상 유가증권에 대한 모든 정보가 나열된 것은 아님을 밝힙니다. 따라서 당해 신용등급이나 기타 의견 또는 정보에 관하여 그 정확성, 완전성, 적시성, 상업성 또는 특정목적에 적합하지 여부를 당사가 명시적 혹은 묵시적으로 보증하거나 약속하지는 않습니다.

법률상 허용된 범위 내에서, 당사 및 그의 이사, 임직원, 대리인, 대표자, 라이선서 및 공급자는 여기 포함된 정보, 동 정보의 사용이나 사용불가능으로 인하여, 또는 그와 관련되어 발생한 어떠한 간접, 특별, 결과적 또는 부수적 손해(현재 혹은 장래의 손실 당사가 부여한 특정 신용등급의 대상이 아닌 관련 금융상품에서 발생하는 손실 또는 손해를 포함하되 이에 한정되지 아니함)에 대하여, 사전에 그 같은 손실 또는 손해 가능성에 대해 고지 받았다 하더라도, 어느 개인 또는 단체에게도 책임을 지지 않습니다.

법률상 허용된 범위 내에서, 당사 및 그의 이사, 임직원, 대리인, 대표자, 라이선서 및 공급자는 자신들의 과실(단, 고의 또는 기타 법률상 배제될 수 없는 종류의 책임은 제외함) 또는 자신들의 통제 범위 내에 또는 밖에 있는 사유 등에 의하여, 여기 포함된 정보, 동 정보의 사용 또는 사용불가능으로 인하여 또는 그와 관련되어, 어느 개인 또는 단체에게 발생한 어떠한 직접 손실이나 손해 또는 보상으로 인한 손실이나 손해에 대해서도 책임을 지지 않습니다.

여기 있는 모든 정보는 저작권법 등 법의 보호를 받으며, 당사의 사전 서면 동의 없이는 누구도, 이 정보를 전체 또는 부분적으로, 어떤 형태나 방식 또는 수단으로든, 복제 또는 재생산, 배포장, 전송, 전달, 유포, 재배포 또는 재판매, 또는 그러한 목적으로 사용하기 위해 저장할 수 없습니다.