의무공개매수제도

도입 취지, 쟁점, 그리고 입법 시 고려사항

김 우 찬 (2026.6.17.)

의무공개매수제도

Mandatory Bid Rule (MBR)

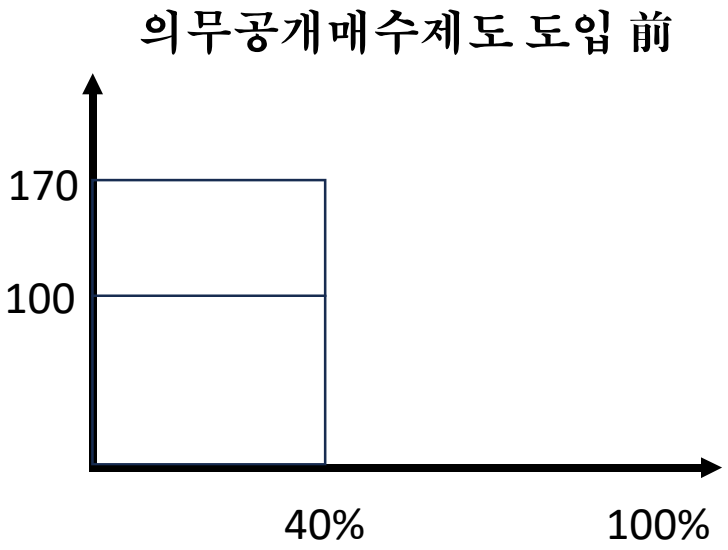
- **공개매수 의무 발동조건**
  - A (특별관계자 C 포함)가 상장회사 B의 주식을 매입해 보유주식 비중이 일정 수준을 상회하고 최대주주가 되는 경우
    - 주식: 의결권 있는 주식 (CB, BW 해당 안됨)
    - 매입 형태: 공개매수(전체주식) 이외의 모든 매입 (전환권 행사, 신주인수권 행사, 상속, 증여 등도 포함)
    - 특별관계자: 특수관계인 + 공동보유자
    - 일정 수준: 도입 국가마다 상이함 (25~50%, 대체로 30%)
- **발동 후 인수자의 의무사항**
  - ① 보유주식 비중 즉각 공시, ② 일정 기간 (예컨대 4주) 이내에 초과 주식을 매도하거나 (stepping down) 일정 가격 이상으로 잔여 주식 전부를 대상으로 공개매수 제의 (mandatory offer)
    - 일정 가격: 과거 일정 기간 (6~12개월) 이내에 이루어진 B주식에 대한 A 또는 C의 매입 가격

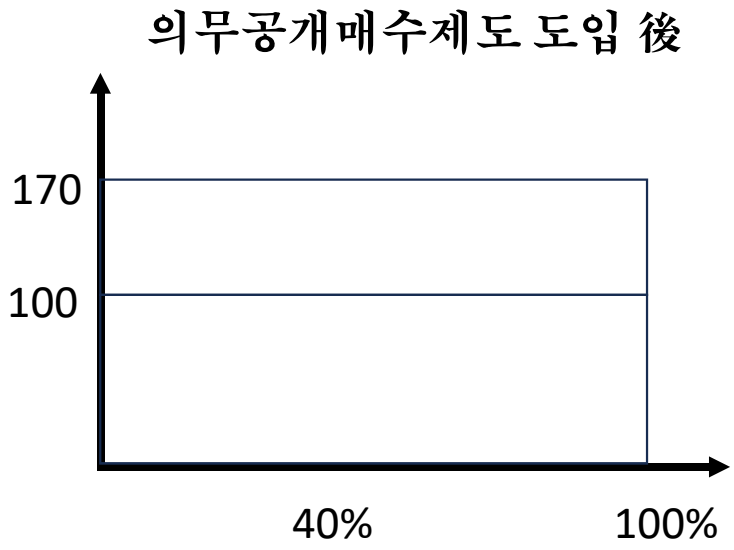
의무공개매수제도의 도입 취지

- **주주 평등 대우** (equal treatment)**의 원칙 구현**
  - 지배주주의 변동이 있을 때 일반주주에게도 동일한 매도 기회 + 동일한 매도 가격
  - 결과적으로 지배권 프리미엄 공유
  - 지배권 변동이 조직재편 (합병, 포괄적 주식교환, 영업의 전부 또는 중요 일부 양수도, 물적분할)에 준함에도 불구하고, 매도 기회 부여하지 않는 문제 시정
  - 차별 사례: KB금융 현대증권 인수, 미래에셋증권 대우증권 인수, IMM 한샘 인수, 어피니티 롯데렌탈 인수시도
- **기타 중요 부대 이익**
  - 높은 지배권 프리미엄 지급한 후 이를 만회하기 위한 일반주주 + 이해관계자 이익 침해 방지
  - 부분 인수 (partial takeover) 줄이고, 전량 인수 (full takeover) 늘려 소유-지배 괴리도 (disparity) 문제, 피라미드 구조를 통한 지배력 확장 문제, 이중상장 (dual listing) 문제를 줄임

기업인수 시장이 위축된다는 주장

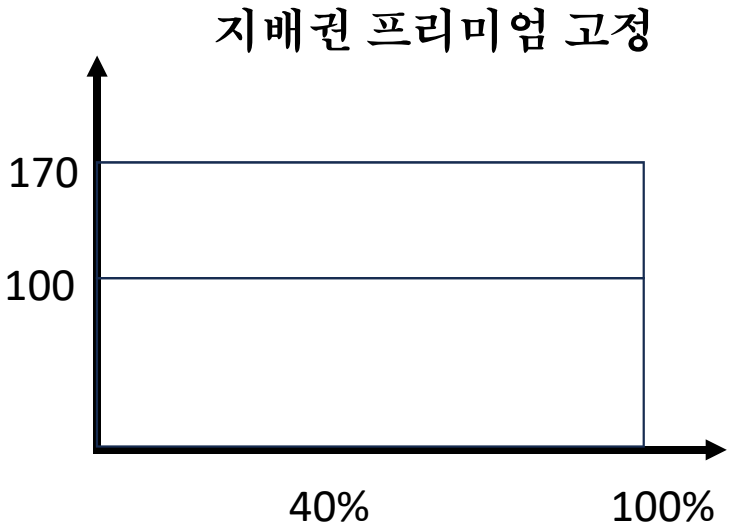
- **인수 비용 증가 → 기업인수 시장 위축**
  - 지배권 프리미엄을 기존 지배주주 뿐만 아니라 일반주주에게도 지급하면 인수비용이 지나치게 높아져 필요한 인수가 불발된다는 주장 있음
  - 2가지 대안: ① 50%+1주에 대한 공개매수 제의 의무 부과, ② 일반주주에게는 시가의 주식매수청구권 부여

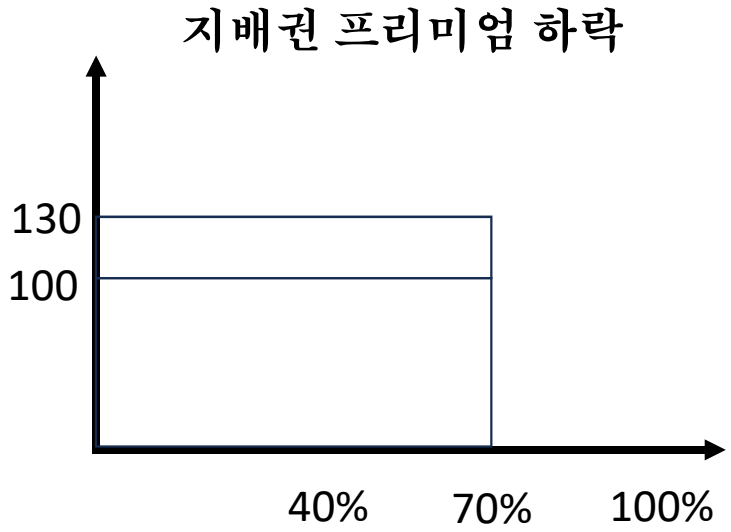


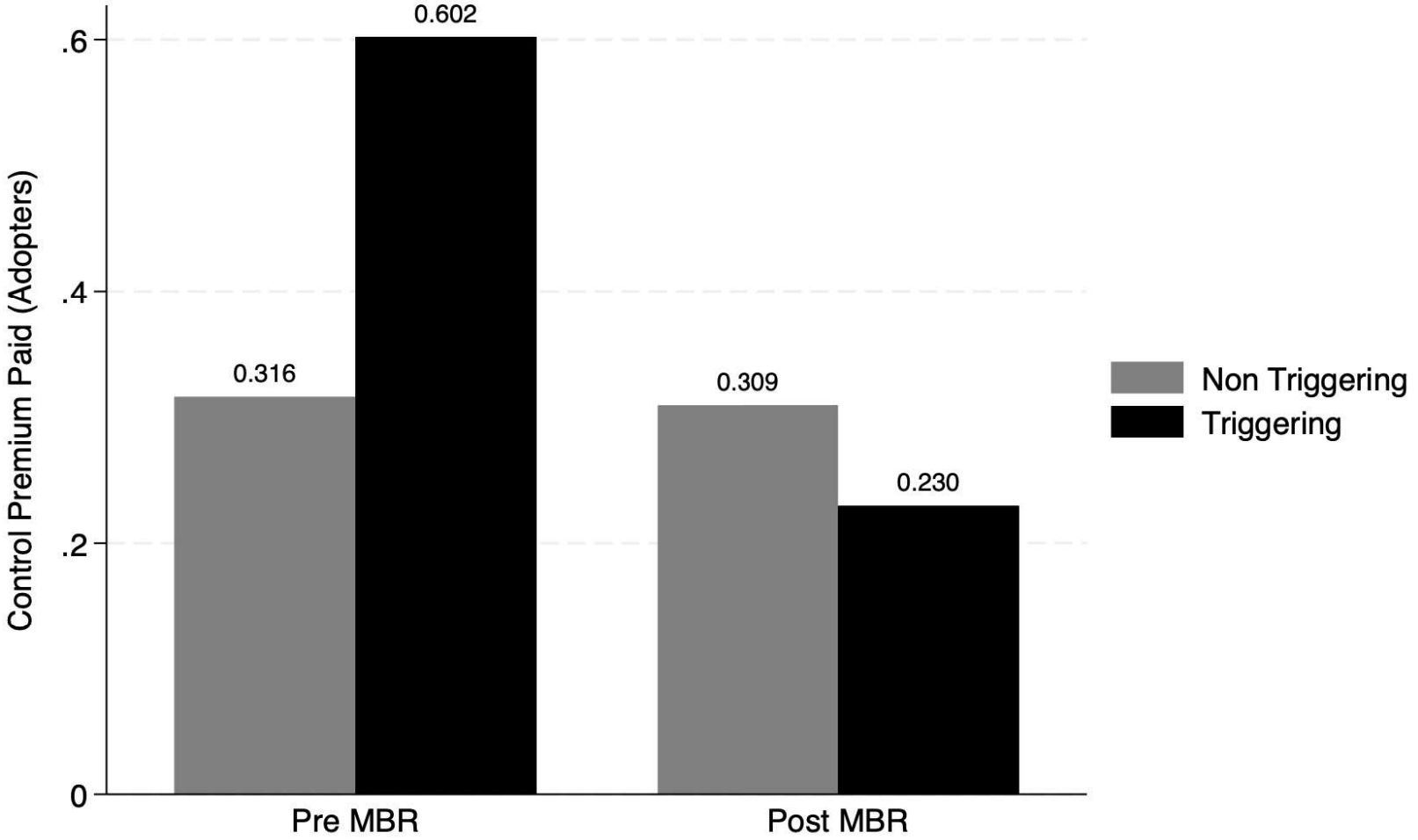


기업인수 시장 위축론의 문제점 ①

- 지배권 프리미엄이 고정되어 있다고 가정한 오류
  - 거래 성사 의지가 있다면 인수자, 기존 지배주주 모두 지배권 프리미엄을 낮출 경제적 유인이 존재
  - 인수자: 프리미엄을 낮추지 못하면 (인수 비용) > (인수 후 보유 주식 가치) 되어 인수 포기할 수밖에 없음
  - 기존 지배주주: 높은 프리미엄 고집하면 인수자 없어 매각 자체를 하지 못함
  - 지배권 프리미엄 하락하면 일반주주의 공개매수 제의 청약 감소 → 인수 비용 추가 하락





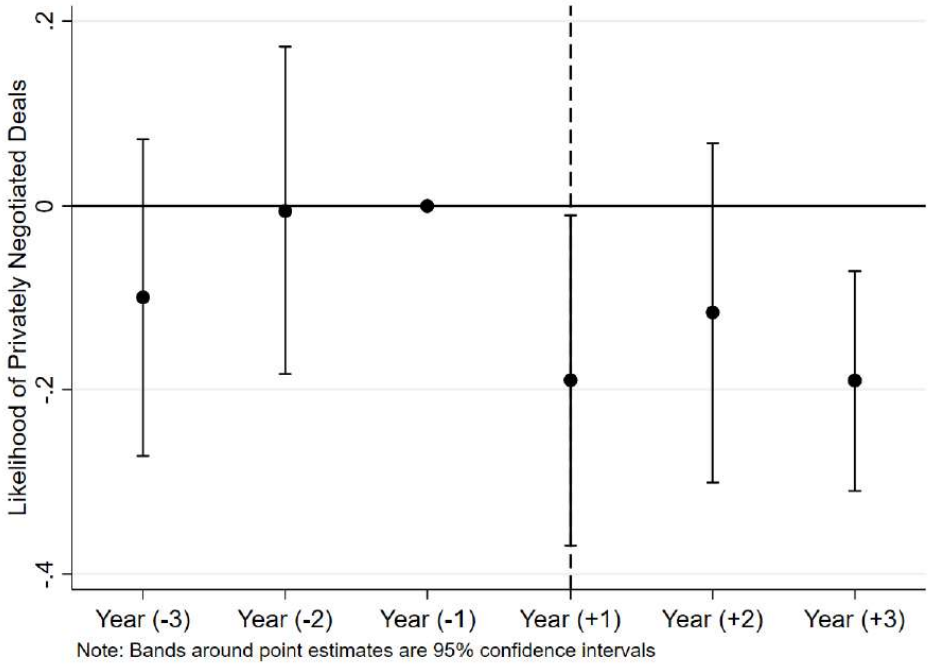


Lee, Yongjoon, Bushik Kim, and Woochan Kim (2025), “Does the Mandatory Bid Rule Discourage Acquisitions above the Threshold?” Asian Review of Financial Research 39(1), pp.125-170

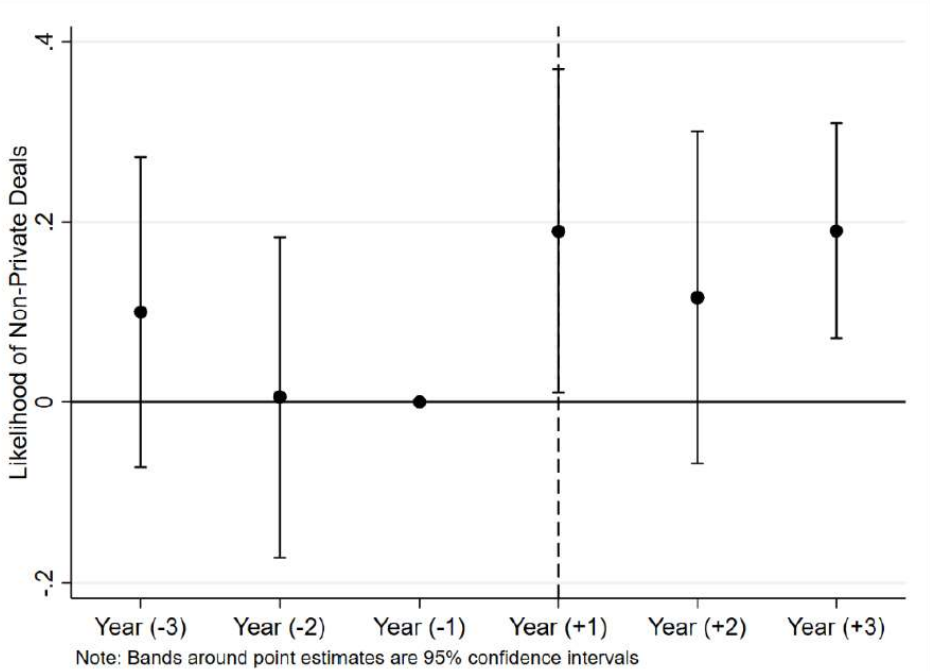
기업인수 시장 위축론의 문제점 ②

- 사적 협상 거래(privately negotiated deal, private deal)를 통한 두 단계 인수만 존재한다고 가정한 오류
- UK+EU 경험
  - (지배주주 지분 인수 → 일반 주주에 대한 의무공개매수) 형태의 두 단계 인수 거의 없음
  - 지배주주와 일반주주 모두에 대한 자발적 전량 공개매수 (voluntary full takeover) 제의가 일반적
  - 주주 평등대우의 원칙에 어긋나지 않기 때문에 의무공개매수 제도의 예외로 인정됨
- 인수비용에 대한 시사점
  - Voluntary full takeover가 일반적이라는 것은 인수자 입장에서 이것이 두 단계 인수보다 더 경제적이라는 의미
  - 지분 인수에 필요한 프리미엄을 추가적으로 낮출 수 있는 대체경로가 존재한다는 의미
  - 이러한 대체 경로의 존재는 두 단계인수에서 지배주주가 지배권 프리미엄을 낮추도록 하는 압박수단으로도 작용

(A) Likelihood of Privately Negotiated Deals



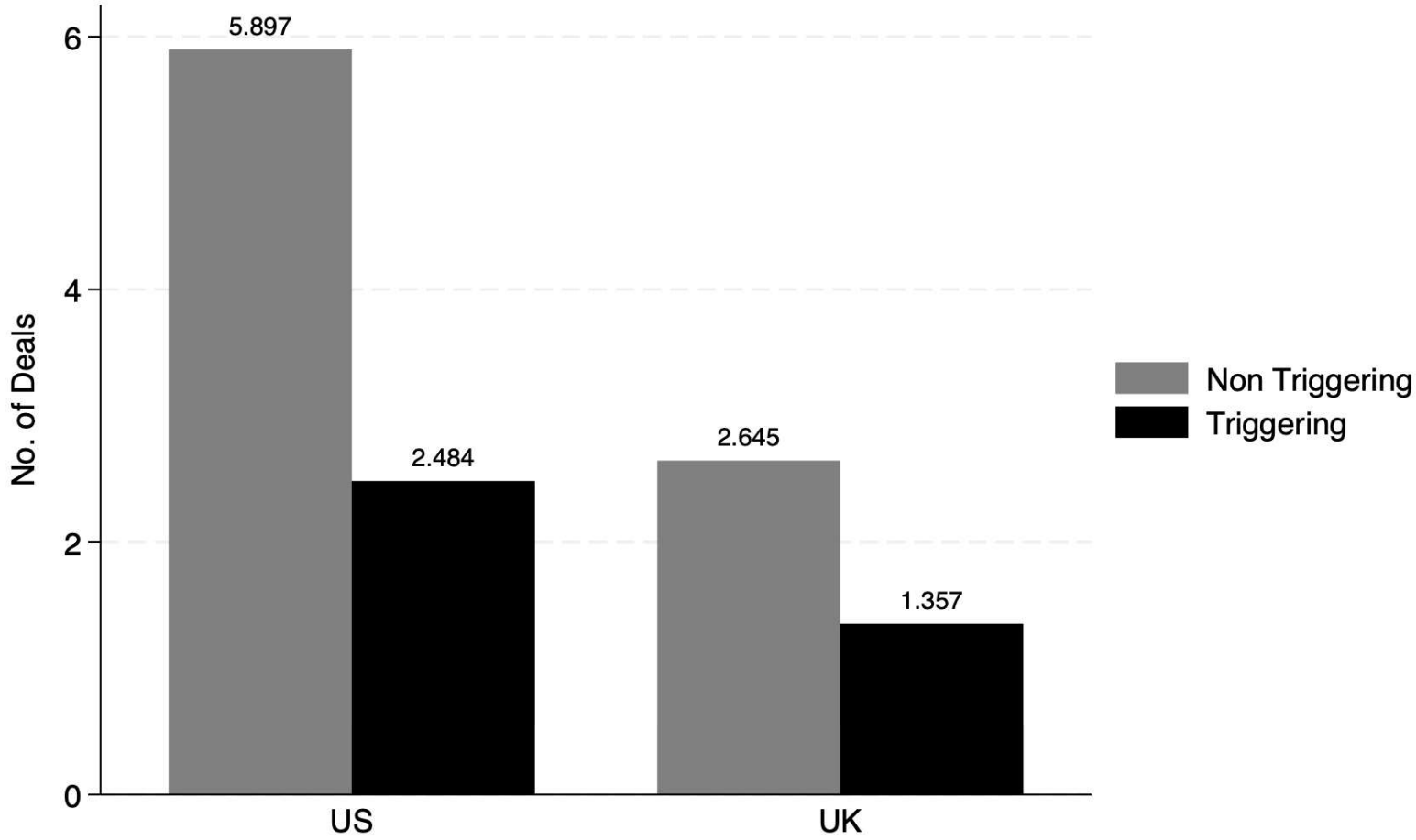
(B) Likelihood of Public Deals



Gam, Yong Kyu, Woochan Kim, Yongjoon Lee (2026), “Does the Mandatory Bid Rule Ensure Equal Treatment of Shareholders in Acquisitions? Evidence from Deal Structure and Pricing” Working Paper

기업인수 시장 위축론의 문제점 ③

- 의무공개매수 발동 지분율 이상의 지배권 거래가 위축된다는 증거 없음
- 사적 협상 거래 (Private Deal)
  - Post-deal ownership의 평균값은 의무공개매수제도가 도입되어도 2.8%p만 소폭 감소
  - Pr(Post-deal ownership > Threshold)은 의무공개매수 제도 도입으로 감소하지 않음
  - 의무공개매수제 있는 영국이 없는 미국보다 발동 지분율 이상 거래 건수가 상대적으로 더 많음
  - Source: Lee, Yongjoon, Bushik Kim, and Woochan Kim (2025), “Does the Mandatory Bid Rule Discourage Acquisitions above the Threshold?”
- 사적 협상 거래 (Private Deal) + 공개매수 거래 (Public Deal)
  - 의무공개매수제도 도입 이후 전량 인수, 과반 지분 인수 증가 (중복상장 문제 줄임)
  - Source: Gam, Yong Kyu, Woochan Kim, Yongjoon Lee (2026), “Does the Mandatory Bid Rule Ensure Equal Treatment of Shareholders in Acquisitions? Evidence from Deal Structure and Pricing” Working Paper

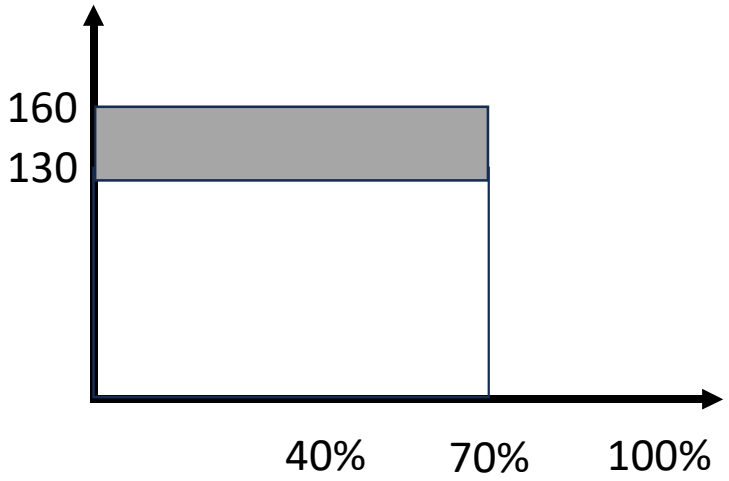


Lee, Yongjoon, Bushik Kim, and Woochan Kim (2025), “Does the Mandatory Bid Rule Discourage Acquisitions above the Threshold?” Asian Review of Financial Research 39(1), pp.125-170

	Shares Acquired		Post-Acquisition Total Shares		Full Ownership		Majority Share	
	(1)	(2)	(3)	(4)	(5)	(6)	(7)	(8)
Adopt × PostMBR	4.338	5.085**	10.567*	3.977*	0.150**	0.082***	0.138**	0.062**
	(1.59)	(2.22)	(1.93)	(1.81)	(2.42)	(3.61)	(2.36)	(2.10)
Firm Size (Target)		-0.359		-0.177		0.010*		-0.011
		(-0.59)		(-0.38)		(1.76)		(-1.63)
Leverage (Target)		-0.387		-0.797		-0.013		-0.013
		(-0.19)		(-0.52)		(-0.76)		(-0.53)
Profitability (Target)		1.073		0.767		0.006		0.014
		(0.94)		(0.95)		(0.67)		(1.14)
Firm Size (Acquirer)		0.324		0.453		-0.000		0.010
		(0.55)		(0.96)		(-0.15)		(1.60)
Leverage (Acquirer)		-6.271*		-2.729		-0.047		-0.021
		(-1.89)		(-1.15)		(-1.64)		(-0.61)
Profitability (Acquirer)		7.926**		5.845**		0.073**		0.072*
		(2.21)		(2.29)		(2.17)		(1.95)
Toehold		-0.031		0.776***		0.008***		0.009***
		(-0.54)		(19.38)		(9.22)		(15.98)
Cross-Border-Acquisition		-2.958		-4.046***		-0.078***		-0.050*
		(-1.47)		(-2.71)		(-3.87)		(-2.00)
Attitude		15.834***		13.131***		0.131***		0.210***
		(6.04)		(5.57)		(4.92)		(7.42)
Diversify		-4.215***		-4.084***		-0.032**		-0.043***
		(-2.85)		(-3.42)		(-2.49)		(-3.10)
Observations	4024	4024	4024	4024	4024	4024	4024	4024
R^2	0.238	0.276	0.315	0.662	0.255	0.525	0.308	0.563
Year-Month FE	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes
Country FE	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes
Industry FE	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes

기업인수 시장 위축론의 문제점 ④

- 중요한 것은 지분 (지분 인수비용)이 아니라 (지분 인수비용 < 인수한 지분 가치)
  - 비록 지배권 프리미엄이 낮아져도 매입 주식의 수량이 증가하기 때문에 전체 인수비용은 당연히 증가
  - 하지만 (주당 인수비용) < (인수한 주당 지분가치)이면 매입해야 하는 주식의 수량은 문제되지 않음
  - 인수 금융이 발달하지 않은 90년대에는 문제일 수 있으나 지금은 아님
  - 아래 그림에서 희색부분만 큼 이득 (1주당 인수비용 = 130, 인수 후 1주당 주식가치 = 160)



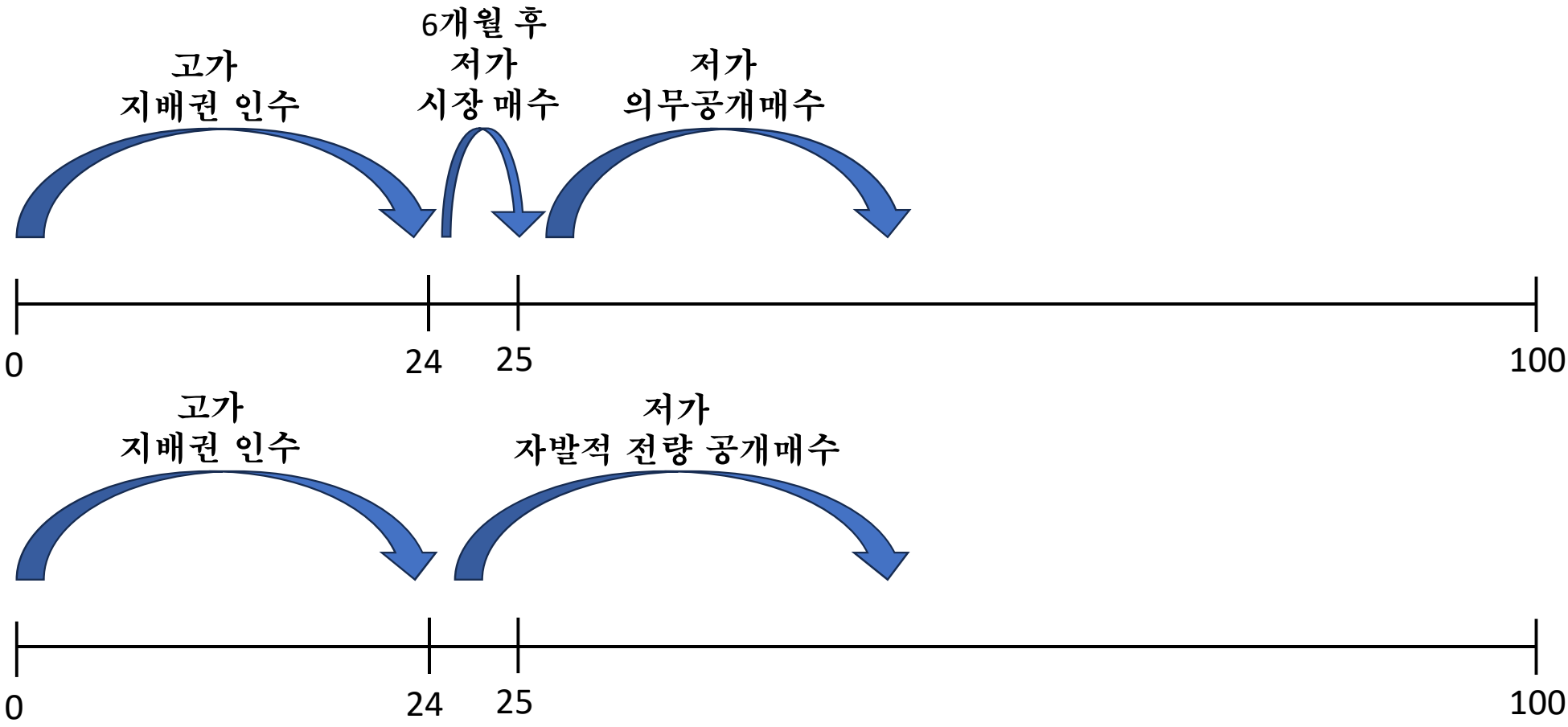
기업인수 시장 위축론의 문제점 ⑤

- **일반주주에게 동일한 프리미엄을 자발적으로 제시한 국내 인수 사례가 증가**
  - 2023, MBK+유니슨캐피탈의 오스템임플란트 인수 (지배주주, 일반주주 모두에게 19만원 제시)
  - 2023, 한앤컴퍼니의 루트로닉 인수 (지배주주, 일반주주 모두에게 36,700원 제시)
  - 2024, 아키메드의 제이시스메디칼 인수 (지배주주, 일반주주 모두에게 13,000원 제시)
  - 2025, VIG파트너스의 비올 인수 (지배주주, 일반주주 모두에게 12,500원 제시)
  - 2025, 한앤컴퍼니의 SK디앤디 인수 (지배주주, 일반주주 모두에게 12,750원 제시)
  - 2026, 베인캐피탈의 에코마케팅 인수 (지배주주, 일반주주 모두에게 16,000원 제시)
  - 2026, EQT파트너스의 더존비즈온 인수 (지배주주, 일반주주 모두에게 12만원 제시)

50% + 1 공개매수 제의 방안의 문제점

- **주주 평등 대우의 원칙이 부분적으로만 구현됨**
  - 기존 지배주주로부터 40%의 지분을 인수한 후 일반주주를 대상으로 10%를 공개매수 제의
  - 일반주주는 6개 주식 중 1개 주식만 프리미엄을 받고 매각할 수 있음 (일반주주 16.7%만 평등한 대우를 받음)
- **지배권 프리미엄을 낮추려는 유인이 크게 약화됨**
  - 기준 지배주주로부터 40%의 지분을 인수하면서 70%의 프리미엄을 지급한 인수자는 50%의 지분을 인수하면서 56% (= 0.4 x 0.7 / 0.5)의 프리미엄만 지급해도 인수비용이 증가하지 않음
- **기타 부대 이익 없음**
  - 높은 지배권 프리미엄 지급한 후 이를 만회하기 위한 일반주주 + 이해관계자 이익 침해를 방치 (예, 하림은 156% 프리미엄 지급하고 대상으로 부터 팜스코 인수한 후 올품을 부당지원해 공정위로부터 과징금 부과 받음)
  - 소유-지배 괴리도 (disparity) 문제, 피라미드 구조를 통한 지배력 확장 문제, 이중상장 (dual listing) 문제 방치

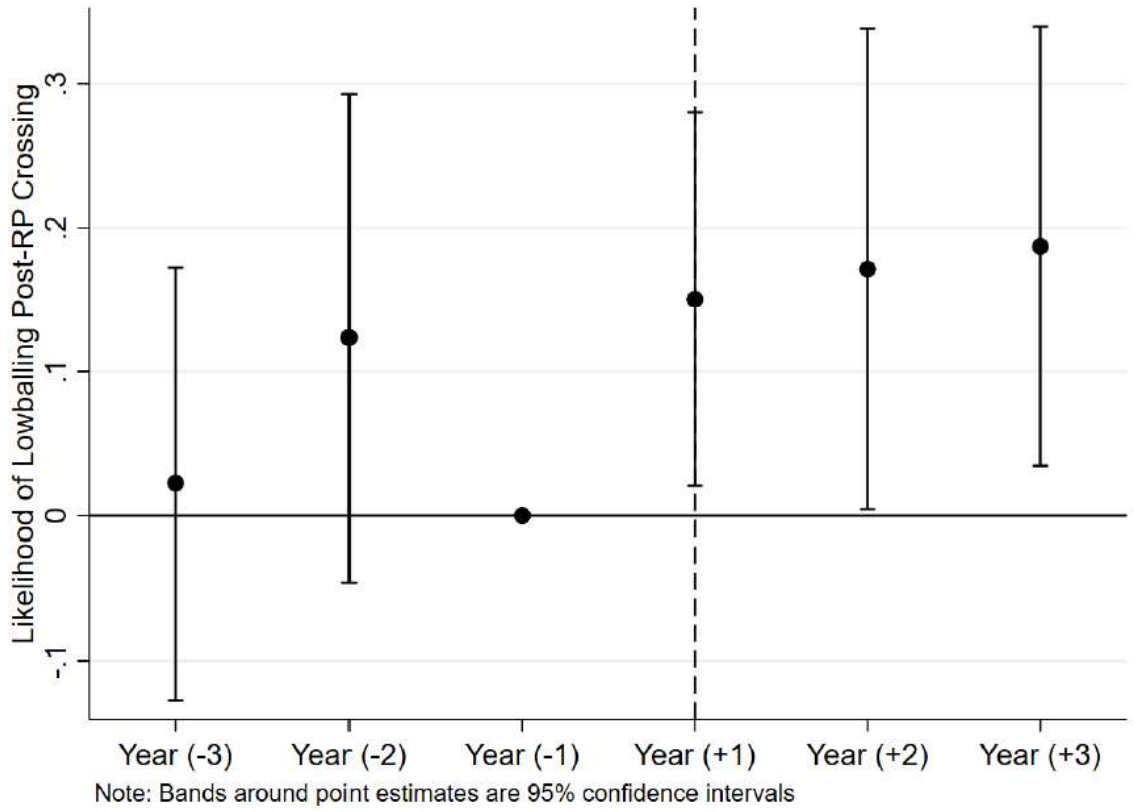
저가 차등 매수 (Lowballing)



입법 시 고려사항 (Lowballing 관련)

- 충분히 긴 의무공개매수가격 산정기간 (reference period) 설정
  - 과거 6개월이 아니라 과거 12개월로 설정해 첫번째 lowballing 전략 억제
- 인수 수락 조건 (acceptance condition) 부과 (영국)
  - 공개매수 제의로 발행주식 50% 이상의 주식을 매수 못할 경우 공개매수를 무효화 시킴으로써 두 가지 lowballing 전략 억제

(C) Likelihood of Lowballing Post-RP Crossing



Gam, Yong Kyu, Woochan Kim, Yongjoon Lee (2026), “Does the Mandatory Bid Rule Ensure Equal Treatment of Shareholders in Acquisitions? Evidence from Deal Structure and Pricing” Working Paper

입법 시 고려 사항 (기타)

- **합리적인 의무공개매수 발동지분율**
  - 25%가 적절 (30%는 우리나라 현실에서 너무 높음)
- **보유주식 비중 계산 방법**
  - ① 자사주 포함된 발행주식총수 대비: 실질적인 지배권 반영하지 못함. 자사주 소각만으로 발동되는 문제
  - ② 자사주 제외한 발행주식총수 대비: 자사주 매입 및 처분만으로 발동 여부가 결정되는 문제
  - 실질을 반영해 ②번으로 하고, 자사주 매입만으로 발동되지는 않도록 함. 다만, 이후 추가 매입하면 발동되는 것으로 함
- **과거 12개월 동안 매입 사실이 없는 경우**
  - 과거 일정기간 (예: 20 거래일) 동안의 거래량 가중 평균 가격 이상
- **의무공개매수 방법**
  - 주식교환이 아닌 현금 매수만 인정

입법 시 고려 사항 (기타)

- **의무공개매수 예외 인정 사유**
  - 최대주주 변경이 없는 경우
  - 본인과 특별관계자가 의결권 없는 주식을 제외한 발행주식총수의 100분의 50 이상을 보유하면서 추가로 매수등을 통해 주식을 보유하게 되는 경우
  - 주주총회에서 본인 및 특별관계자, 최대주주 및 특별관계자를 제외한 나머지 주주만으로 결의한 경우 (shareholder whitewash procedure) – 유상증자를 통한 자기자본 조달 조건 부가 여부

- **추가 매수**
  - 본인과 특별관계자가 보유하는 주식의 합계가 해당 회사의 주식의 100분의 25 이상이고, 최대주주인 자가 그 주식의 매수 등을 하는 경우에도 공개매수 의무 발생