의무공개매수제도 도입을 위한 자본시장법 개정안의 검토 및 대안

2026. 11. 13.

법무법인(유한) 한누리 부설 여의도투자자권익연구소

작성자: 김주영 변호사

구현주 변호사

김동욱 변호사

이성진 변호사

목차

요약 3
1. 의무공개매수제도의 취지 4
가. 이론적 근거 4
나. 주요국의 입법례 4
다. 국내 입법연혁 5
2. 의무공개매수제도 논의의 중요성 6
가. 국내 지배권 이전의 양태 6
나. 지배권 프리미엄과 사적이익 6
3. 정무위안에 대한 검토 7
가. 정무위안의 주요 내용 7
나. 정무위안에 대한 검토 8
1) 비교법적 분석 8
2) 실효성 9
3) 정합성 13
4) 회피가능성 14
5) 부작용 발생 가능성 18
6) 소결 19
4. 정무위안에 대한 대안 제시 20
가. 대안의 요지 20
나. 대안 1: 잔여주식 전부에 대한 매수제의 20
다. 대안 2: 선행매수를 배제하고 25% 이상 취득 자체를 공개매수에 의하도록 하는 방안 21
라. 대안 3: 선행매수를 허용하되 잔여지분의 50% 이상을 공개매수하도록 하는 방안 22
마. 재설계의 시점 23
5. 결론 24

요약

본 보고서는 정무위원회가 2026. 9. 29. 제안한 「자본시장과 금융투자업에 관한 법률 일부개정법률안(대안)」(의안번호 2221615, 이하 "정무위안")의 의무공개매수 조항을 비교법적 위치·실효성·정합성·회피가능성·부작용 발생 가능성의 기준에서 검토하고 대안을 제시한다.

정무위안은 25% 이상을 보유한 최대주주가 되는 자에게 '발행주식총수의 50%+1 주에서 선행매수 직후 보유분을 공제한 수량' 이상의 공개매수를 요구한다. 지배주주 지분의 선행매수를 허용하지만 잔여주식 전부매수(영국·EU 형)와 지배주주를 포함한 전원 안분비례(일본형) 모두 채택하지 않은 형태이다.

검토 결과는 다음과 같다. **(실효성)** 선행매수분이 그대로 공제되므로 지배주주 지분율이 높을수록 일반주주의 매도 기회가 줄어드는 역진 구조이다. 코스피 200 지배주주 평균 지분율 등을 고려하면 보호 효과는 제한적이다. 반면 M&A 위축 우려는 실증연구와 일본·유럽의 경험으로 뒷받침되지 않는다. **(정합성)** 2025 년 개정 상법 제 382 조의 3 의 이사의 주주충실의무 아래 축적되고 있는 '잔여주식 동일가격 매수' 사례와 상충하고, 법정 요건의 충족이 이사회의 거래 협조를 정당화하는 근거로 쓰여 M&A 시 일반주주가 현재 주장할 수 있는 보호가 오히려 약화될 수 있다. **(회피가능성)** 자기주식 소각, 인수자 대상 제 3 자 배정 증자, 지배주주의 사전 지분 조정, 공동보유 합의, 전환사채등의 활용, 가격 이원화·부수계약 등 공개매수 의무를 회피할 수 있는 경로가 다수 존재한다. **(부작용)** 외부 인수자에게는 50%+1 주까지의 자금 부담을 지우면서 기존 지배주주에게는 부족분 매수 또는 전면 면제를 인정하는 비대칭 구조로서 지배권 방어 수단으로 작동할 수 있다.

위 문제들은 모두 '선행매수 허용'과 '보유분 공제 산식'의 결합에서 비롯된다. 이에 본 보고서는 잔여주식 전부에 대한 매수제의(**대안 1**)를 원칙적 대안으로 제시하고, 국회가 50%+1 주 부분매수를 유지하는 경우에는 선행매수를 배제하고 25% 이상 취득 자체를 공개매수에 의하도록 하여 지배주주를 포함한 전원이 안분비례로 매도하는 방안(**대안 2**)을, 지배주주의 전량 매각을 보장할 필요가 있다면 선행매수 후 잔여지분의 50% 이상을 공개매수하도록 하는 방안(**대안 3**)을 제시하였다.

1. 의무공개매수제도의 취지

가. 이론적 근거

의무공개매수제도(mandatory takeover bid rule)는 상장회사의 새로운 지배주주가 되는 인수인으로 하여금 나머지 일반주주에게 지배주주와 같은 조건으로 지분을 매각할 기회를 제안하도록 하는 제도이다. 여기서 '의무'는 매수 제의의 의무이지 매수의 강제가 아니다. 일반주주는 제의에 응할지 여부를 스스로 결정하며, 인수자는 응모된 주식만 매수한다.

제도의 이론적 근거는 평등론과 효율론의 두 축으로 정리할 수 있다. 평등론은 지배권 프리미엄이 회사의 자산에서 비롯되는 것이므로 일반주주에게도 동반매도 기회를 부여하여 프리미엄을 함께 누리게 하여야 한다는 견해다. 또한 지배주주의 변경은 투자의 전제가 바뀌는 사건이므로, 원하지 않는 새 지배주주 아래 남지 않을 권리를 보장할 필요가 있다고 본다.[1]

효율론은 지배권 이전 시 지배주주 지분만 인수할 수 있게 하면 인수자가 일반주주에게 전가하는 손실을 거래 당사자 누구도 부담하지 않을 수 있어 비효율적 M&A 가 조장될 수 있으므로, 의무공개매수가 필요하다는 견해다. 즉, 지배주주 지분만 사고팔 수 있는 상황에서는 인수자가 경영을 더 잘해서가 아니라 사적이익을 더 많이 편취할 수 있다는 이유만으로 지배권이 이전되는 비효율적 거래가 성립할 수 있으나, 모든 주주에게 같은 조건으로 참여하는 평등기회가 주어지면 일반주주를 더 불리하게 만드는 거래가 어렵게 된다.[2]

나. 주요국의 입법례

의무공개매수는 영국이 1972 년 도입한 이래 EU 회원국, 홍콩, 싱가포르, 일본, 캐나다, 호주 등 미국과 우리나라를 제외한 주요 자본시장 대부분이 운영하고 있다. 입법례는 크게 두 계열로 나뉜다. '영국·EU 형'은 지배주주 지분의 선행매수를 허용하는 대신 취득 직후 잔여주식 전부에 대하여 매수제의(전부매수)를 하게 한다. 가령 영국 Takeover Code 는 30% 이상 취득자에게 직전 12 개월간 자신이 지급한 최고가격 이상으로 잔여주식 전부에 대한 매수제의를 요구하고(Rule 9.1·9.5), 영국과 유사하게 홍콩(Codes on Takeovers and Mergers and Share Buy-backs 26.1)과 싱가포르(The

[1] William D. Andrews, "The Stockholder's Right to Equal Opportunity in the Sale of Shares", 78 Harvard Law Review 505(1965) 등 참조.

[2] Lucian A. Bebchuk, "Efficient and Inefficient Sales of Corporate Control", 109 Quarterly Journal of Economics 957(1994) 등 참조. Bebchuk 의 요지는 효율적 이전을 촉진하는 면에서는 시장규칙에 따르는 것이 우월하지만, 비효율적 이전을 방지하는 측면에서는 일반주주가 지배주주와 같은 조건으로 거래에 참여할 권리를 갖는 평등기회규칙이 우월하다는 것이다.

Singapore Code on Take-overs and Mergers 14.1)도 30% 이상 취득 시 공개매수를 거쳐야 하고, 그 공개매수 제의의 대상은 잔여주식 전부일 것을 요구한다.

'일본형'은 부분매수를 허용하는 대신 기준(30%)을 넘는 취득 자체를 공개매수에 의하도록 하여 지배주주 지분의 선행매수를 차단하고, 초과응모 시 지배주주를 포함한 모든 응모주주에게 안분비례를 적용한다(금융상품거래법 제 27 조의 2 제 1 항, 제 27 조의 13 제 5 항). 또한 매수 후 3 분의 2 이상이 되는 경우에는 전부 매수 의무를 두고 있다(금융상품거래법 제 27 조의 13 제 4 항).[3]

한편 의무공개매수 법제가 없는 미국에서도 지배지분을 거래할 때 일반주주의 지분을 매수하지 않고 지배주식만을 인수하는 경우는 매우 드물다.[4]

다. 국내 입법연혁

우리나라는 1997 년 1 월 증권거래법 개정(같은 해 4 월 시행)으로 '25% 이상 취득 시 50%+1 주까지 공개매수'하도록 하는 제도를 도입하였으나, 외환위기 직후인 1998 년 2 월 기업 구조조정 촉진 등을 이유로 1 년 만에 폐지하였다.[5] 주목할 점은 구법이 매수 기준을 50%+1 주로 정하면서도 25% 이상을 취득하려면 원칙적으로 처음부터 공개매수에 의하도록 하여, 25% 이상에 이르는 지배주주 지분의 선행매수 경로를 열어 두지 않았다는 것이다. 이후 제도 재도입의 필요성이 여러 차례 제기되었고, 2022 년 12 월 금융위원회가 재도입 방침을 공식화한 이래 제 22 대 국회에서 발의된 의원안 가운데 9 건이 최근 2026 년 9 월 정무위원회 대안(제안일 2026. 9. 29., 의안번호 2221615, 이하 "정무위안")으로 정리되었다.[6] 다만 정무위안은 10 월 이후 본회의 상정이 보류된 상태이다. 이 정무위안이 본 보고서의 주요 검토 대상이다.

---

[3] 일본 금융상품거래법 제 27 조의 2 제 1 항, 제 27 조의 13 제 5 항(2026. 5. 1. 시행 개정법 기준). 캐나다·호주 등 부분매수 허용국도 대체로 안분비례를 적용한다.

[4] 井上光太郎·池田直史, "株式非公開化取引における株主保護制度の効果に関する国際比較研究", 「第 1 期 JSDA キャピタルマーケットフォーラム研究論文」(일본증권업협회, 2016. 11.), 12 면, 表 4.; 이상훈, "지배권 프리미엄과 의무공개매수 — 주주의 비례적 이익 관점에서 —",「증권법연구」제 23 권 제 2 호(한국증권법학회, 2022), 17 면, 33 면 참조.

[5] 구 증권거래법(법률 제 5254 호, 1997. 1. 13. 개정, 1997. 4. 1. 시행) 제 21 조 제 2 항, 동법 시행령 제 11 조의 2; 폐지 법률 제 5521 호(1998. 2. 24.). 당시 제도는 장내·장외 거래 모두에, 매도당사자의 수를 불문하고 적용되었다.

[6] 금융위원회, 보도자료(2022. 12. 21.) 「주식양수도 방식의 경영권 변경시 일반투자자 보호방안 세미나」; 자본시장과 금융투자업에 관한 법률 일부개정법률안(대안)(정무위원장, 2026. 9., 의안번호 2221615).

2. 의무공개매수제도 논의의 중요성

가. 국내 지배권 이전의 양태

우리나라 상장회사 M&A 는 합병이나 영업양도보다 지배주주의 지분을 장외에서 매수하는 '주식양수도' 방식이 다수이다. 금융위원회에 따르면 2021 년 기업결합 중 주식양수도는 84.3%, 합병은 1.9%에 불과하다. [7] 합병·영업양도에는 주주총회 특별결의와 반대주주의 주식매수청구권(상법 제 374 조의 2, 제 522 조의 3) 같은 보호장치가 마련되어 있는 반면, 주식양수도에는 그에 상응하는 보호장치가 없다.[8]

그 결과 지배권 프리미엄은 지배주주에게 집중되고, 잔존 일반주주가 보유한 주식의 가치는 하락할 수 있다. 가령 티웨이홀딩스(2025 년 2 월)[9], 리파인(2024 년 12 월)[10], 한샘(2021 년 10 월)[11] 등에서 지배주주는 시가를 크게 웃도는 가격에 보유지분을 매각하였고, 일반주주는 매도할 기회를 얻지 못한 채 이후의 주가 하락을 부담하였다. 심지어 2025 년 상법 개정 이후에도 이러한 사례가 있었다. 예를 들어 2025 년 10 월 애경산업 지분 63%를 그 전일 종가의 약 1.9 배의 주당가격으로 태광그룹 컨소시엄에 매각한다는 공시가 있었는데 이후 애경산업 주가는 2026. 11. 초 기준 공시 전일 종가 대비 약 30% 하락하였다.[12]

나. 지배권 프리미엄과 사적이익

위 문제는 지배권 프리미엄이 어떻게 구성되는지 보면 더욱 분명해진다. 인수자가 지배주주에게 지급할 수 있는 지배권 프리미엄은 통상 시너지(기업가치 증가분)와 지배권의 사적이익(회사의 모든 주주들에게 비례적으로 귀속되지 않는 이익)의 합으로 볼 수 있다. 지배주주가 보유 지분 전량을 매각하고 떠날 수 있는 구조에서는 인수 후 회사 가치의 변동이 지배주주와 무관하므로, 일반주주로부터 사적이익을 더 많이 편취하기 위해 프리미엄을 더 높게 제시하는 인수자가 인수경쟁에서 유리해질 수 있다. 특히 우리나라에서는 지배주주가 회사의 자산·사업기회·이익을 자신에게

---

[7] 금융위원회, 위 보도자료.

[8] 송종준, "M&A 에 있어서 부의 부당한 이전의 합리적 통제방안",「서울법학」제 29 권 제 4 호(2022), 220 면.

[9] ㈜티웨이홀딩스,「투자판단 관련 주요경영사항」(2025. 5. 20.); 매일경제,「티웨이홀딩스 7 배 프리미엄 주고 산 대명소노」(2025. 2. 27.).

[10] ㈜리파인,「최대주주변경을수반하는주식양수도계약체결」, 금융감독원 전자공시시스템(DART), 2025. 4. 2.

[11] ㈜한샘,「투자판단 관련 주요경영사항」, 금융감독원 전자공시시스템(DART), 2021. 10. 25.

[12] 애경산업㈜,「투자판단 관련 주요경영사항」, 금융감독원 전자공시시스템(DART), 2025. 10. 21.

이전하는 터널링(tunneling)[13] 문제가 지속되고 있다. 터널링이 심한 시장일수록 지배권 프리미엄은 커지고 일반주주가 겪는 손실도 그만큼 커질 수 있다. 이러한 시장 환경에서는 지배권 거래의 '양'보다 '질', 즉 어떤 인수자가 어떤 조건으로 지배권을 취득하는가가 일반투자자의 이익에 더 큰 영향을 미칠 수 있다.

3. 정무위안[14]에 대한 검토

가. 정무위안의 주요 내용

정무위안의 골자는 다음 표와 같다.[15] 지배권이 이전되는 국면(안 제 133 조의 2 제 1 항 제 1 호)에서는 인수자가 지배주주 지분을 선행매수한 뒤 발행주식총수의 50%+1 주에서 선행매수 직후의 보유주식수를 공제한 수량 이상을 일반주주로부터 의무공개매수하는 구조이다. 안분비례는 선행매수를 제외한 후속 공개매수에만 적용된다. 한편 25% 이상의 최대주주가 추가로 매수하는 지배권 강화 국면에도 발행주식총수의 50%+1 주까지 공개매수 의무가 발동된다(제 2 호). 이하에서는 자본시장 참여자들 사이에서 주된 쟁점이 되고 있는 지배권 이전 국면 (제 133 조의 2 제 1 항 제 1 호)을 중심으로 검토한다.

항목	내용
발동요건 (제 133 조의 2 제 1 항 각호, 제 2 항)	① 본인과 특별관계자가 주식을 '선행매수'한 후 발행주식총수의 25% 이상을 보유한 최대주주가 되는 경우(제 1 호) ② 이미 25% 이상을 보유한 최대주주가 추가로 매수등을 하려는 경우(제 2 호). 전환사채등의 권리행사로 주식을 취득하여 제 1 호·제 2 호에 해당하게 되는 경우도 대상(제 2 항).
의무매수 수량[16] (제 133 조의 2 제 1 항 본문)	발행주식총수의 50%+1 주에서 '이미 보유하고 있는 주식 수'(제 1 호의 경우 선행매수 직후의 보유 주식 수)를 공제한 수 이상.

[13] Simon Johnson, Rafael La Porta, Florencio Lopez-de-Silanes & Andrei Shleifer, "Tunneling", 90(2) American Economic Review(Papers & Proceedings) 22(2000), 22 면.

[14] 정무위원장, 「자본시장과 금융투자업에 관한 법률 일부개정법률안(대안)」(의안번호 제 2221615 호), 정무위 대안가결(2026. 9. 17.), 법사위 수정가결(2026. 9. 28.), 본회의 미상정(2026. 11. 12. 기준), 국민참여입법센터 국회입법현황 참조. 2026. 10. 1. 본회의 상정 예정이었으나 안분비례 등에 대한 이견으로 본회의 미상정[이시은·최형창, 「與, 의무공개매수제 본회의 처리 보류」, 한국경제(2026. 9. 30., 2026. 10. 1. 수정)].

[15] 자본시장과 금융투자업에 관한 법률 일부개정법률안(대안)(정무위원장, 2026. 9., 의안번호 2221615).

[16] 정무위안은 '최소매수주식수'로 표현하고 있다. 본 보고서에서는 특별한 사정이 없는 한 최소매수주식수만큼만 의무매수하는 상황을 전제했다.

절차·배분·가격 (제 134 조 제 1 항 단서, 제 141 조 제 2, 3 항 등)	선행매수등을 한 날부터 15 일 이내 공고; 초과응모 시 안분비례, 미달 시 전부 매수; 가격은 '해당 주식의 시장가격, 공개매수자의 이전 매수가격 등을 고려하여 대통령령으로 정하는 가액 이상'.
예외 (제 133 조의 2 제 3 항)	부실징후기업·회생절차개시 신청 법인 주식의 매수, 이미 50%+1 주 이상을 보유한 주주의 추가 매수, 시행령으로 정하는 경우.
제재·시행 (제 145 조 제 2 항 등)	의결권 제한, 처분명령, 과징금, 5 년 이하 징역 또는 2 억원 이하 벌금; 공포 후 1 년 시행 등

나. 정무위안에 대한 검토

1) 비교법적 분석

앞서 본 두 계열의 입법례는 각기 다른 방식으로 일반주주의 동등한 매도 기회를 확보한다. 지배주주의 선행 매각을 허용하는 경우에는 잔여주주 전원에게 전부를 매도할 기회를 주고(영국·EU·홍콩·싱가포르), 인수자의 매수 물량에 상한을 두는 경우에는 지배주주도 일반주주와 같은 공개매수 절차에서 같은 비율로 매도하게 한다(일본·캐나다·호주). 1997 년 우리 구법 역시 매수 기준은 50%+1 주였으나 25% 이상의 취득 자체를 공개매수에 의하도록 하여 후자의 방식에 해당했다.[17]

[표 1] 의무공개매수 설계 방식의 비교

구분	① 영국·EU 형 (100% 전부매수)	② 일본형 (안분비례 부분매수)	③ 정무위안 (선행매수 + 50%+1 주)
발동 기준	30% 이상 취득	30% 초과 취득	25% 이상 최대주주 (이전 또는 강화)
지배주주 지분 선행매수	허용	불가	허용
매수 수량	잔여주식 전부 (응모분 전량 매수)	상한을 둔 부분매수 허용 (**2/3 이상 시 전부**)	50%+1 주 - 선행매수 직후 보유분
초과응모 시 배분	해당 없음	지배주주 포함 전원 안분비례	선행매수 후 보유분 제외 안분비례

[17] 구 증권거래법 제 21 조 제 2 항(법률 제 5254 호).

구분	① 영국·EU 형 (100% 전부매수)	② 일본형 (안분비례 부분매수)	③ 정무위안 (선행매수 + 50%+1 주)
가격 규제	12 개월 최고가 이상(영국), 6~12 개월(EU)	균일가격, 공개매수 가격보다 높은 가격의 별도매수 금지	시행령 위임
일반주주 매도 가능 비율*	100%	지배주주와 동일(약 50%)	약 16.7% (지배주주 50% 이상이면 0%)
요약	선행매수 가능 + 전부매수	선행매수 금지 + 안분비례	둘 다 없음

* 지배주주 40%·일반주주 60%인 회사에서 전원 응모, 인수자가 50%+1 주를 취득하는 경우를 가정.

정무위안은 선행매수를 허용하지만 전부매수도, 전원 안분비례도 요구하지 않는 형태이다. 즉 두 계열이 각각 갖춘 핵심 보호장치 양쪽을 모두 채택하지 않았다. 금융위원회는 정무위 심사에서 '극단적인 미국과 극단적인 유럽 사이에서 일본의 부분매수 제도를 많이 참고하였다'고 설명하였으나,[18] 일본 법제의 선행매수 금지와 전원 안분비례는 정무위안에 수용되지 않았다. 최근 아시아기업거버넌스협회(ACGA)도 2026. 11. 7. 국회와 정부에 보낸 의견서에서 영국·홍콩·싱가포르가 모두 잔여주식 전부의 공개매수를 요구함을 확인하면서 '한국에서 다른 접근법이 채택된 이유'를 질의하였다.[19]

2) 실효성

(1) 지분구조에 따른 보호 효과의 정도

일반주주들의 측면에서 정무위안을 통해 어느 정도 보호 효과를 얻을 수 있게 될지 검토한다. 정무위안의 의무매수 수량은 '50%+1 주 - (선행매수 직후) 보유분'이다. 가령 지배주주가 40%를 보유한 회사에서 인수자는 일반주주 60%로부터 10%+1 주만 매수하면 되고, 일반주주가 모두 응모하더라도 각자 보유분의 약 6 분의 1(16.7%)만 매도할 수 있다. 결국 인수자가 매수하는 물량의 80%가 지배주주의 지분이다.

[18] 국회 정무위원회 법안심사제 1 소위원회 회의록, 제 439 회 국회(정기회) 제 1 차(2026. 9. 2.), 28, 33 면 등 참조.

[19] ACGA, "의무공개매수제도 도입 법안에 관한 의견"(대한민국 국회 및 정부 앞 서한), 2026. 11. 7., 2 면.

[표 2] 지배주주 지분율별 일반주주의 매도 가능 비율 (전원 응모 가정)

지배주주 지분율	25%	30%	35%	40%	45%	50% 이상
정무위안(선행매수 허용)	33.3%	28.6%	23.1%	16.7%	9.1%	0%
안분비례 방식(선행매수 배제)	50%	50%	50%	50%	50%	50%

자료: 정무위안 제 133 조의 2 산식에 따른 계산. 매도 가능 비율 = (50%+1 주 − 지배주주 지분율) ÷ (1 − 지배주주 지분율).

이를 국내 시장에 대입하면 정무위안 도입을 통한 보호 효과의 정도를 가늠할 수 있다. 코스피 200 기업 중 지배주주가 있는 186 개사의 평균 지분율은 44.3%로, 이 경우 일반주주가 매도할 수 있는 비율은 10.2%에 그친다. 더욱이 최대주주 및 특수관계인 지분이 50% 이상인 상장사는 전체 2,580 개사 중 756 개사(29.3%)이다. 2015 년 이후 거래금액 3,000 억 원 이상의 주요 상장사 지배권 거래 35 건 중 15 건(42.9%)은 매각 지분이 50% 이상이어서 정무위안의 산식대로라면 의무매수 수량이 0 이 되었을 것이다.[20] 결국 지배주주 지분율이 상대적으로 높은 국내 상장회사의 소유구조를 고려하면, 정무위안에 따른 보호 효과는 제한적이거나 상당수 거래에서 사실상 나타나지 않을 것으로 보인다.

[표 3] 최근 지배권 거래에 정무위안을 대입한 결과

대상회사 (계약 시점)	인수자	먼저 넘어간 지분	일반주주 대상 의무매수 수량
남양유업 (2021)	한앤컴퍼니	52.63%[21]	0 주
일진머티리얼즈 (2022)	롯데케미칼	53.30%[22]	0 주
애경산업 (2025)	태광그룹 컨소시엄	63.13%[23]	0 주
롯데렌탈 (2026)	TPG	61.17%[24]	0 주
케이카 (2026)	KG 스틸	52.50%[25]	0 주

[20] "[길 잃은 의무공개매수] 공청회 패싱에 기습 합의…'100→50%' 후퇴 막전막후", 블로터 2026. 11. 2.; 김형균(차파트너스자산운용 본부장·한국기업거버넌스포럼 부회장), "주주평등과 '좋은' M&A 활성화는 양립 가능하다 — 100% 공개매수 또는 안분비례 방식이 필요한 이유", 삼프로 TV 토론「의무공개매수제도, 주주평등과 M&A 활성화의 균형점을 찾다」토론자료(2026. 11. 3.), 16 면.

[21] 남양유업,「투자판단 관련 주요경영사항」, 금융감독원 전자공시시스템(DART), 2021. 9. 1.

[22] 롯데에너지머티리얼즈,「투자판단 관련 주요경영사항」, 금융감독원 전자공시시스템(DART), 2023. 2. 9.

[23] 애경산업,「투자판단 관련 주요경영사항」, 금융감독원 전자공시시스템(DART), 2026. 3. 25.

[24] 롯데렌탈,「투자판단 관련 주요경영사항」, 금융감독원 전자공시시스템(DART), 2026. 8. 11.

[25] KG 스틸,「주요사항보고서(타법인 주식 및 출자증권 양수결정)」, 금융감독원 전자공시시스템(DART), 2026. 11. 3. (정정 전 72.19%, 정정 후 52.5%).

대상회사 (계약 시점)	인수자	먼저 넘어간 지분	일반주주 대상 의무매수 수량
한샘 (2021)	IMM PE	27.70%[26]	22.3%p + 1 주 (일반주주 배정률 약 31%)

자료: DART/KIND 최대주주 변경 공시; 김형균, 전게 토론자료, 16 면.

또한 정무위안은 지배주주 지분율이 높을수록 의무매수 수량이 줄어들어 일반주주의 보호 정도가 오히려 줄어드는 역진적 구조이다. 먼저 지배권 이전 국면(제 1 호)에서 지배주주 지분율이 높을수록 지배주주가 받는 프리미엄의 총액이 커질 가능성이 높은데도 의무매수 수량은 오히려 줄어든다. 이는 평등론·효율론 어느 관점에서 보더라도 의무공개매수 제도 취지에 부합하지 않는 측면이 있다. 지배권 프리미엄이 회사의 자산에서 비롯되는 것임에도 지배주주 지분율이 높을수록 오히려 일반주주들에게 불평등하게 분배된다는 점에서 평등론에 맞지 않고, 지배주주 지분율이 높을수록 의무공개매수 부담이 줄어 사적 이익의 편취가 오히려 용이해질 수 있으므로 효율론에도 맞지 않다. 또한 지배권 강화 국면(제 2 호)에서도 지배주주 지분율이 이미 높을수록 지배권 강화에 드는 비용이 적게 드는 구조가 된다. 지배주주 지분율이 높을수록 오히려 잔여주식의 권리를 보호할 필요가 높을 수 있다는 점에서 우려되는 부분이다. 가령 소수주주로 잔류하게 되는 상황을 피하기 위해 매수조건에 불만이 있어도 응모할 수밖에 없는 압력(pressure to tender)이 발생할 수 있다.[27]

(2) M&A 위축 효과에 대한 논의

그럼에도 불구하고 정무위안이 '부분매수 + 선행매수' 구조를 채택한 가장 큰 이유는 M&A 가 위축되는 것을 방지하기 위함으로 보인다. 최근 이재명 대통령도 안분비례 방식을 도입할 경우 '경영권을 넘기는 대주주가 보유 지분 전체를 매각하지 못하고 남은 주식을 시장가격으로 처분해야 하는 문제'를, 100% 전량 매수 방식을 도입할 경우 '인수 측의 자금 부담이 지나치게 커져 거래 성사율이 현저히 떨어지는 딜레마'를 지적하였다.[28] 그러나 이러한 우려의 근거는 뚜렷하지 않은 것으로 보인다. 아래에서는 전량 매수가 인수자의 자금 부담을 과도하게 키울 수 있고 안분비례는 지배주주의 매각 유인을 떨어뜨린다는 우려가 실증연구와 주요국의 경험에 의해 뒷받침되는지 살펴본다.

---

[26] 한샘, 「투자판단 관련 주요경영사항」, 금융감독원 전자공시시스템(DART), 2021. 12. 29.

[27] 김순석, "상장회사 M&A 거래에서 주주 보호의 법적 과제 — 의무공개매수 규제를 중심으로 —", 「선진상사법률연구」 통권 제 102 호(법무부, 2023. 4.), 22~23 면.

[28] "이 대통령 '의무공개매수제 적잖은 우려, 합리적 균형점 찾아야'...공론화 시도", 경향신문 2026. 10. 28.

첫째, 실증연구는 M&A 위축 가설을 지지하지 않는다. 의무공개매수를 도입한 37 개국의 1985~2022 년 지배권 거래 618 건을 분석한 논문에 따르면, 제도 도입 후 의무공개매수 발동 기준을 넘는 블록거래에서 지급된 평균 지배권 프리미엄은 60.2%에서 23.0%로 하락하였고, 비도입국과 비교할 때 기준을 넘는 거래가 발생할 확률과 건수는 유의하게 감소하지 않았다.[29] 위와 같이 프리미엄이 낮아진다는 결과는 '전량 매수 시 인수자금이 급증한다'는 주장과도 배치된다. 일반주주에게도 같은 가격을 제시하여야 하면 지배주주에게만 높은 프리미엄을 지급할 유인이 사라지고, 프리미엄이 낮아진 만큼 더 많은 물량을 매수하더라도 총인수비용이 급증하지 않을 수 있기 때문이다.[30]

국회 심사에서도 정무위안에 대한 구체적인 실증 근거가 제시되지는 않은 것으로 보인다. '25%에서 50%+1 주가 되면 M&A 가 얼마나 줄 것이라고 보느냐, 영향평가를 해 보았느냐'는 질의에 금융위원회는 "제도가 없기 때문에 영향평가하기는 어렵다"고 답하였고, 해외 연구에 대하여는 "의무공개매수 도입이 오히려 지배권 프리미엄을 낮추는 효과가 있다"는 지적이 꽤 많고, 한편에서는 "M&A 활성화를 저해한다 하는 유럽 쪽의 반성의 논문들이 있다" 며 상반된 분석이 존재한다고 설명하였다.[31]

둘째, 주요국의 경험도 위축 가설과 부합하지 않는다. 일본은 1990 년 3 분의 1 룰 도입 이래 지배주주 지분의 장외 선행매수를 허용하지 않고 초과응모 시 전원 안분비례를 적용해 왔으나, 일본 기업이 관여한 M&A 건수는 1990 년 약 750 건에서 2025 년 5,115 건으로 약 6.8 배 증가하였고 공개매수도 약 130 건으로 제도 도입 이후 최다를 기록하였다.[32] 전량 매수제의를 채택한 국가에는 우리나라와 같이 소유가 집중된 대륙법계 유럽 국가들도 포함되어 있으나, 이들 국가에서 인수시장 위축을 이유로 제도를 되돌린 사례는 확인되지 않는다.[33]

---

[29] Yongjoon Lee, Bushik Kim & Woochan Kim, "Does the Mandatory Bid Rule Discourage Acquisitions above the Threshold?", 「재무연구」 제 39 권 제 1 호(2026. 2.), 125~170 면(ECGI Finance WP No. 1000/2024). 후속 연구인 Yong Kyu Gam, Woochan Kim & Yongjoon Lee, "How Does the Mandatory Bid Rule Reshape Corporate Acquisition Deals?", ECGI Finance WP No. 1153/2026(2026. 9.)은 도입 후 사적 블록거래 대신 공개매수 방식이 늘어났음을 보였다.

[30] 김우찬, "의무공개매수제도: 도입 취지, 쟁점, 그리고 입법 시 고려사항", 자본시장연구원·한국증권학회 공동심포지엄 「주주가치 제고를 위한 M&A 제도 개선 방향」 발표자료(2026. 6. 17.), 5~6 면 등 참조.

[31] 국회 정무위원회 법안심사제 1 소위원회 회의록, 제 439 회 국회(정기회) 제 1 차(2026. 9. 2.), 제 30~31 면, 43 면.

[32] RECOF DATA(2026. 9.); RIETI DP 06-J-034(2006); TOB Radar. 공개매수 건수는 자사주 공개매수 제외.

[33] 김우찬, 「'주식 전량' 의무공개매수가 합리적 균형점이다」, 한겨레, 2026. 11. 9. (세상읽기).

3) 정합성

다음으로 인수 대상회사 이사의 법적 의무 측면에서 정무위안의 도입이 끼칠 영향을 검토한다. 앞서 말했듯 우리나라의 M&A 유형 중 대부분을 차지하는 주식양수도 방식 등에 따른 지배권 거래는 통상 인수 대상회사 이사회의 협조를 수반한다. 이사회가 인수자에게 협조하면서 인수자의 실사에 회사 내부정보를 제공하는 것, 기존 이사가 사임하고 인수자 추천 이사 선임에 협조하는 것, 이를 위하여 임시주주총회를 소집하는 것, 방어권을 행사하지 않는 것, 공개매수에 찬성 의견을 표명하는 것은 모두 이사로서의 권한을 행사하는 행위이다. 그런데 2025 년 7 월 개정 상법 제 382 조의 3 은 이사가 직무를 수행함에 있어 주주에 대한 충실의무와, 총주주의 이익을 보호하고 전체 주주를 공평하게 대우할 의무를 명문화하였다(이하 "이사의 주주충실의무"). 이에 이사회가 그 권한을 지배주주만 프리미엄을 받는 지배권 거래의 성사를 위하여 사용하는 것은 이사의 주주충실의무와 상충될 수 있게 되었으며 일반주주들도 이를 근거로 이사회를 견제하여 지배권 거래에서 보호를 주장할 수 있게 되었다.

실제로 개정 상법 시행 이후 일반주주에게 같은 가격으로 잔여주식 전량의 매각 기회를 부여하는 사례가 축적되고 있었다. 더존비즈온(EQT 파트너스, 2026. 2.)[34], 에코마케팅(베인캐피탈, 2026. 1.)[35], 가비아·KINX(맥쿼리, 2026. 10.)[36]가 그 예이며, 한편 공개매수에 대한 대상회사 이사회의 의견표명률도 6.8%에서 34.2%로 상승하였다.[37]

그러나 정무위안이 시행되면 인수자가 '50%+1 주 - (선행매수 직후) 보유분'만 매수하여 결과적으로 대부분의 지배권 프리미엄이 지배주주에게 돌아가는 거래라도 법이 정한 의무를 이행한 거래가 된다. 이 경우 법이 정한 요건을 갖추었다는 점이 이사회가 거래에 협조한 것을 정당화하는 근거로 쓰일 수 있고, 그만큼 관련 직무수행 행위에 대하여 주주충실의무 위반을 묻기는 어려워질 수 있다. 유사한 사례로 우리나라 판례는 과거 상장회사 합병에서 법정 산식에 따라 합병비율을 정하면 특별한 사정이 없는 한 현저히 불공정하다고 볼 수 없다[38]고 판시하여 합병비율의 실질적 불공정성을 바탕으로 이사의 책임을 묻거나 일반주주들의 절차적 보호를 주장하는 것이 사실상 어려웠다. 정무위안이 도입되면 이처럼 상법상 이사의 주주충실의무 도입에 따른 일반주주 보호 제고 흐름과 자본시장법상의 개정 흐름이 서로 상충될 위험이 있다. 이 점에서 정무위안을 보완 없이 현재 문언대로 입법하는 경우에는

---

[34] ㈜더존비즈온, 「공개매수신고서」, 금융감독원 전자공시시스템(DART), 2026. 2. 23.

[35] ㈜에코마케팅, 「공개매수신고서」, 금융감독원 전자공시시스템(DART), 2026. 1. 2.

[36] 본 보고서 작성일(2026. 11. 13.) 기준으로 주요주주들과의 합의에 따라 공개매수를 예정하고 있는 상황이다.

[37] 각 DART 공개매수신고서 및 언론보도, 김형균, 전게 토론자료.

[38] 대법원 2008. 1. 10. 선고 2007 다 64136 판결 등.

일반주주가 주주충실의무를 근거로 현재 주장할 수 있는 보호가 오히려 약화될 수 있고, 그 한도에서는 입법이 이루어지지 않은 경우보다 일반주주에게 불리한 결과가 될 우려가 있다.

ACGA 역시 정무위안이 '이사의 전체 주주 보호·공평대우 의무'를 비롯한 한국의 최근 자본시장 개혁 원칙들과 조화되기 어렵다고 보았다. 즉 금융위원장이 2026. 9. 17. 전체회의에서 정무위안을 '주주평등 가치를 실현'하는 수단으로 설명하였는데, 법안의 내용을 보면 기존 지배주주는 지분 전량을 매각할 수 있는 반면 다른 주주들은 보유 지분의 일부만을 매각할 수 있게 되어 국내외 투자자들이 이 법안의 목적이 무엇인지, 소수주주 보호를 진전시켜 온 한국의 다른 입법 개혁과 일관되는 것인지 혼란을 느끼고 있다고 평가하였다.[39]

4) 회피가능성

한편 정무위안 조문 문언 자체를 분석해보면, 우호적 지배권 이전 국면에서 인수자가 지배주주의 협조를 받아 공개매수의무를 회피할 수 있는 경로가 다수 발견된다.

① 자기주식 소각에 의한 지분율 조정

지배주주 40%, 자기주식 10%, 일반주주 50%의 지분구성을 가진 회사를 예로 든다. 회사가 보유한 자기주식을 소각하고 10%를 넘는 수량을 추가 취득·소각하면 지배주주 지분율은 50%를 넘게 되고, 이 상태에서 인수자가 지배주주 지분 전량을 매수하면 의무매수 수량은 0 이 된다.

정무위안은 발행주식총수의 산정에서 자기주식을 제외하지 않았고 산정 시점도 정하지 않았다(상법 제 344 조의 3 제 1 항에 따른 의결권이 없거나 제한되는 종류주식만을 제외하였다). 자기주식의 소각은 지배주주의 '매수등'이 아니므로 소각으로 인해 지배주주의 지분율이 상승하더라도 제 2 호 역시 발동하지 않는다. 더욱이 2026 년 3 월 시행된 개정 상법은 자기주식의 소각을 원칙적으로 의무화하였으므로(상법 제 341 조의 4), 이러한 지분율 상승은 회피 의도가 없더라도 발생한다. 반면 영국은 자기주식 취득으로 지분율이 상승하면 그 증가분을 원칙적으로 Rule 9 상의 취득으로 취급하고 있다(Rule 37.1).[40]

② 인수자 대상 제 3 자 배정 유상증자

[39] ACGA, 전게 서한, 2026. 11. 7, 1~2 면.

[40] The Takeover Code, Rule 37.1.

회사가 인수자에게 제 3 자 배정 방식으로 신주를 발행하여 인수자가 25%에 근접하거나 최대주주가 되지는 않는 지분을 확보한 뒤 지배주주 지분을 장외에서 매수하여 합산 50%+1 주 이상을 만드는 경로도 가능하다. 예를 들어 발행주식 100 주 회사에서 인수자가 신주 30 주를 인수한 후 장외에서 지배주주 36 주를 매수하면 66/130(약 50.8%)이 되어 의무매수 수량은 사실상 0 이 된다. 일반주주는 지분 희석과 동시에 의무공개매수의 대상에서도 제외될 수 있다.

자본시장법 제 133 조 제 2 항의 '매수등'에 신주발행에 의한 주식 인수가 포함되는지도 불명확하다. 실무상 해석[41]대로 신주 인수가 공개매수에서의 매수등에 해당하지 않는다고 보면 신주 인수 단계에서 제 133 조의 2 제 1 항 제 1 호가 애초에 적용되지 않고, 신주 인수 후 최대주주가 되지 않도록 지분을 설정한 뒤 지배주주 지분을 취득하는 방식으로 지배주주 지분 취득 단계에서 동항 제 2 호의 발동도 피할 수 있다. 반면 영국은 신주 인수로 30% 이상이 되면 공개매수의무가 발생하며, 일본은 2026 년 시행 개정법으로 신주 취득 합의분을 소유비율에 가산한다.[42]

③ 기존 지배주주의 사전 지분 조정

48%를 보유한 지배주주가 1 주를 추가 취득하는 상황을 가정하면, 제 2 호가 발동하지만 의무 수량은 2%+1 주에 불과하다. 지배주주가 부족분만 공개매수하여 50%+1 주를 채운 뒤 인수자에게 전량을 장외 매각하여도 일반주주 몫은 0 이다. 앞서 실효성 항목에서 검토하였듯 지배주주의 지분율이 과반에 가까울수록 오히려 공개매수에 드는 비용이 줄어드는 구조이다. 반면 영국은 30~50% 보유자가 1 주라도 추가 취득하면 잔여주식 전부에 대한 제안 의무가 발생한다(Rule 9.1(b)).

④ 공동보유 합의를 통한 면제

지배주주 40%, 우호주주 8%, 기관투자자 3%로 구성된 회사를 가정하자. 인수자가 이들과 의결권 공동행사 합의를 체결하여 공동보유자로 편입하면 합계가 50%+1 주 이상이 되어 안 제 133 조의 2 제 3 항 제 3 호의 면제를 주장할 수 있다. 공동보유자는 자본시장법령상 의결권을 공동으로 행사하는 행위 등을 할 것을 합의하는 자로서(자본시장법 시행령 제 141 조 제 2 항 각 호) 합의 사항을 서면으로 증빙할 필요가 없고 구두 합의만으로도 공동보유 관계를 표명할 수 있다. 따라서 지배주주와 인수자는

41 임재연, 자본시장법, 박영사(2026), 623 면 등.

42 The Takeover Code, Rule 9.1; Notes on Dispensations from Rule 9, Note 1; Appendix 1; 일본 금융상품거래법 제 27 조의 2 제 1 항 제 1 호 및 동법 시행령 제 7 조 제 2 항 제 6 호, 내각부령 제 2 조의 7 제 3 호(2026. 5. 1. 시행).

일부 우호주주를 포섭하여 자본시장법상 대량보유상황보고 공시 의무(동법 제 147 조) 외에는 특별한 법률상 부담 없이 공동보유 합의를 통해 공개매수 의무를 회피할 수 있게 된다.

프랑스의 사례[43]처럼 공동보유 합의 즉시 원칙적으로 전부공개매수 의무가 발생하는 입법례도 있다. 그러나 정무위안처럼 과반에 이르는 과정에서 전부 매수제의를 거치지 않고도 공동보유 합의에 따른 합산만으로 공개매수 의무를 면하게 하는 사례는 찾아보기 어렵다.

⑤ 전환사채등을 통한 취득

정무위안은 제 133 조의 2 제 1 항의 발동 요건과 보유 지분의 산정을 모두 '주식'을 기준으로 하고, 전환사채·신주인수권부사채 등(이하 '전환사채등')은 그에 부여된 권리를 행사하여 주식을 취득하는 경우에 비로소 선행매수 또는 제 1 항 제 2 호의 매수등으로 보며 의무매수 수량을 계산함에 있어 그 권리행사 직후의 보유 주식 수를 공제한다(제 2 항). 그 결과 전환사채등의 취득 자체는 '주식의 매수등'이 아니어서 의무공개매수를 발동시키지 않고, 그 보유분은 25% 요건과 최대주주인지 여부의 판정에서도 제외된다. 이는 여러 측면에서 제도상의 공백으로 작용할 수 있다.

첫째, 대상회사가 인수자에게 제 3 자 배정 방식으로 전환사채등을 발행하는 경우이다. 발행 시점에는 주식의 취득이 없으므로 '매수등'에 해당하지 않는다. 예를 들어 발행주식 100 주(지배주주 40 주, 일반주주 60 주)인 회사를 가정하면, 먼저 회사가 인수자에게 25 주로 전환 가능한 전환사채를 발행하고 인수자가 먼저 전환권을 행사하면, 그 취득은 제 133 조의 2 제 2 항에 따라 매수등으로 의제되나 인수자의 지분율은 20%(25 주/125 주)이고 최대주주도 아니어서 공개매수 의무가 발동하지 않는다. 이후 인수자가 지배주주 40 주 전량을 장외 매수(선행매수)하면 제 1 항 제 1 호에 해당하나 선행매수 직후 보유 주식 65 주(52%)가 125 주의 50%+1 주를 넘어 의무공개매수 수량은 0 이 된다.

둘째, 지배주주가 보유한 전환사채등을 인수자가 양수하는 경우이다. 이 역시 '주식'의 매수등이 아니므로 정무위안에 따른 공개매수 의무가 발동하지 않는다. 정무위안 제 141 조 제 3 항은 의무공개매수 가격을 "해당 주식의 시장가격, 공개매수자의 이전 매수가격 등을 고려하여 대통령령으로 정하는 가액 이상"으로 정하도록 하는데 전환사채등의 양수대금은 이전 매수가격에 포섭되지 않는 것으로 해석될 가능성이 있다.

셋째, 경과규정의 문제이다. 부칙 제 3 조는 공포 전에 취득한 전환사채등의 권리 행사로 주식을 취득하는 경우에 개정규정을 적용하지 아니하도록 하였다. 따라서 공포 전에 취득한 전환사채등은

[43] 프랑스「Code monétaire et financier」(통화금융법) 제 L.433-3 조.

시행 후 전환하더라도 제 133 조의 2 제 2 항의 적용을 받지 않는다. 나아가 그렇게 취득한 주식은 이후 '이미 보유하고 있는 주식'으로서 최소매수주식수 산정에서 공제되므로, 공포 전 취득분은 발동을 피하는 동시에 의무매수 수량까지 줄이는 수단이 된다.

반면 일본은 매수인이 보유한 신주예약권부사채 등을 '주권등'에 포함시켜 전환사채를 통한 기준 우회를 차단하고, 영국은 전환·행사로 30%를 넘는 시점에 공개매수의무가 발동하지만 잔여주식 전부에 대해 매수해야 하므로 단계적 취득으로 의무매수 수량을 줄일 수 없다.[44]

⑥ 가격 이원화·부수계약 등

정무위안은 의무공개매수 가격을 "이전 매수가격 등을 고려하여 대통령령으로 정하는 가액 이상"으로만 규정하고 있어 (안 제 141 조 제 3 항) 선행매수가 이하로 가격이 형성되는 경우도 배제할 수 없다. 추후 시행령이 선행매수가를 하한으로 규정하더라도 경업금지 대가·자문료·earn-out·지배주주 보유 자산의 고가 매입 등을 통한 지배권 프리미엄 우회 지급 루트가 '매수가격'에 포함되지 않을 수 있다.

한편 영국(Rule 9.5, 16.1)과 홍콩(Rule 25, 26.3) 모두 일정 기간의 선행매수가 이상으로 공개매수의 대가를 지불하게 할 뿐 아니라, 일부 주주에게만 유리한 special deal 을 Takeover Panel 혹은 Executive(집행국)의 동의 없이는 할 수 없도록 한다. 또한 홍콩(Practice Note 17)은 특별거래에 해당하는 경우 Executive 의 허용 여부를 심사함에 있어 별도 이익이 계량화되어 가격에 산입되었는지를 그 기준으로 두고 있다.[45]

[표 4] 회피경로 요약

경로	내용	정무위안의 공백	비교 입법례
① 자기주식 소각	분모 축소로 지배주주 지분율 상승	자기주식 미제외, 소각을 통한 지분상승 불포함 등	영국 Takeover R.37.1
② 제 3 자 배정 증자	신주 인수 + 장외 매수로 합산 50%+1 주 이상	'매수등'에 신주 인수 포함 여부 불명 등	영국 R.9.1 등, 일본 금상법 제 27 조의 2 제 1 항 제 1 호
③ 사전 지분 조정	소규모 공개매수로 과반 확보 후 전량 매각	과반에 가까울수록 공개매수 부담이 줄어드는 구조	영국 R.9.1(b)

44 일본 금융상품거래법 제 27 조의 2 제 1 항, The Takeover Code Rule 9.1(a) Note 10.

45 The Takeover Code, Rule 16.1, Rule 9.5, Note 8 on Rule 9.1; 홍콩 Code on Takeovers and Mergers Rule 25.

경로	내용	정무위안의 공백	비교 입법례
④ 공동보유 합의	합산 50% 초과로 제 3 항 제 3 호 면제	공동보유 합의를 통한 면제 요건 충족	프랑스 통금법 제 L.433-3 등
⑤ 전환사채등 취득	전환사채등의 발행 또는 양수	발동요건의 산정을 주식 기준으로 함	일본 금상법 제 27 조의 2 제 1 항, 영국 R.9.1(a) 등.
⑥ 가격·부수계약 등	가격 이원화, 지배주주 보유자산 고가 매입 등	가격 하한의 시행령 위임, 지배권 프리미엄 우회 지급 방법의 매수가격 포함 여부 미정	영국 R.9.5, 16.1, 홍콩 R.25, 26.3 등

정무위 심사에서도 위와 같은 회피 경로들은 자세히 논의되지 않은 것으로 보인다. 정부는 '루프홀(loophole)은 이미 공개매수 조항으로 금지되어 있을 것'이라고 답하였으나,[46] 현행 공개매수 규정은 선행매수와 공제 산식을 전제로 설계된 것이 아니어서 위 새로운 루프홀들을 규율하기에 충분하지 않을 것이다. ICGN 도 의무공개매수 요건을 회피하도록 설계된 거래를 방지하기 위한 안전장치를 요구하였다.[47]

5) 부작용 발생 가능성

또 다른 쟁점은 적대적 인수 시도 국면에서 정무위안의 의무공개매수 발동요건 제 1 호와 제 2 호의 관계이다. 정무위안의 경우 공개매수 의무가 적대적 인수자와 기존의 지배주주에게 비대칭적으로 작동하며 오히려 지배권 방어 장치로 작동할 가능성이 있다. 외부에서 지배주주에게 도전하려는 인수자는 25% 이상을 취득하여 최대주주가 되는 순간 50%+1 주까지 공개매수할 자금을 마련하여야 한다. 반면 기존 지배주주는 ⑴ 제 2 호의 의무 수량이 부족분에 그쳐 과반에 가까울수록 의무가 가벼워지고, ⑵ 50%+1 주 이상 보유자는 완전히 면제되며(제 133 조의 2 제 3 항 제 3 호), ⑶ 자기주식 취득·소각 등으로 지분율을 높이는 것은 '매수등'이 아니어서 공개매수 의무가 발동되지 않을 수도 있다. 이러한 구조에서는 기존 지배주주가 50%+1 주를 미리 확보해 둘 유인이 커지고, 그 경우 위 3.나.2)에서 본 바와 같이 지배권이 이전되더라도 의무매수 수량이 0 이 되어 일반주주를 상대로 한 공개매수는 이루어지지 않게 된다.

---

[46] 국회 정무위원회 법안심사제 1 소위원회 회의록, 제 439 회 국회(정기회) 제 1 차(2026. 9. 2.), 60 면.

[47] ICGN, 「Proposed Mandatory Tender Offer Regime under the Financial Investment Services and Capital Markets Act」(2026. 11. 9.), 4 면(권고 3, 영문), 8 면(권고 3, 국문).

의무공개매수 제도가 지배권 방어 수단으로도 활용될 수 있다는 점은 정부에서도 일정 부분 인지하고 있는 것으로 보인다. 금융위원회 부위원장은 정무위 심사에서 "주주충실의무도 도입돼 있고 특히 자사주 소각이 도입됐기 때문에 방어장치가 전무하다. 그렇기 때문에 일정 부분 이 제도를 도입함으로써 M&A 를 방어할 수 있는 기회도 주고 또 M&A 를 어느 정도 공정하게 할 수 있는 기회를 주는 균형점"이라고 설명하였고,[48] 제 2 차 소위에서도 "누가 몰래 지분을 사려고 하면 인수자금을 50%+1 주 이상만큼 늘려 버리는 것이므로 지배권을 막아 주는 효과도 있다. 양면이 다 있어 어느 관점을 보느냐에 따라 다르다는 것이 솔직한 입장"이라고 하였다.[49]

그러나 지배권 변동의 국면에서 일반주주들도 지배권 프리미엄을 분배받고 매각 기회를 얻을 수 있도록 하는 입법 추진 배경을 고려하면, 위와 같은 비대칭적 공개매수 부담 구조가 오히려 저평가 기업을 대상으로 한 공개매수 등 효율적인 M&A 의 시도를 어렵게 하여 당초의 입법 목적에 반하는 결과가 될 수 있다.

요컨대 정무위안은 외부 도전자에게는 진입장벽으로, 기존 지배주주에게는 지배권 고착 수단으로 작동할 수 있어, 지배권 시장에서의 자정 작용을 약화시키는 부작용이 우려된다. 외부 인수자가 지는 부담의 크기 자체가 아니라, 지배권 경쟁에서 기존 지배주주만 그 부담을 덜거나 면한다는 비대칭 측면에서도 문제가 있다.

6) 소결

이상의 검토를 종합하면, 위에서 비판적으로 검토한 문제들은 정무위안의 두 가지 설계 요소가 결합한 데서 비롯된 것이다. 하나는 지배주주 지분의 선행매수를 허용한 것이고, 다른 하나는 의무매수 수량을 '50%+1 주에서 (선행매수 직후의) 보유분을 공제'하는 산식으로 정한 것이다. 선행매수분이 그대로 공제되므로 지배주주 지분율이 높을수록 일반주주의 몫이 줄어드는 역진 구조가 생기고, 공제 대상 보유분을 미리 늘려 두기만 하면 의무 수량이 사라지므로 자기주식 소각·신주 인수·사전 지분 조정·전환사채등과 같은 회피경로가 열린다. 기존 지배주주에게는 과반에 모자라는 수량만 매수하게 하고 과반 보유자는 의무에서 제외하는 것도 같은 산식의 결과이며, 이 때문에 외부 인수자와 기존 지배주주의 부담이 달라진다. 정무위안이 비교법상 두 계열 어디에도 속하지 않고 이사의 주주충실의무와 충돌할 소지가 생기는 것 역시, 지배주주는 보유 지분 전부를 매도하고 일반주주는

[48] 국회 정무위원회 법안심사제 1 소위원회 회의록, 제 439 회 국회(정기회) 제 1 차(2026. 9. 2.), 31 면.

[49] 국회 정무위원회 법안심사제 1 소위원회 회의록, 제 439 회 국회(정기회) 제 2 차(2026. 9. 15.), 21 면.

일부만 매도하는 결과가 이 두 요소에서 나오기 때문이다. 따라서 대안은 선행매수를 그대로 둘 것인지, 공제 산식을 어떻게 바꿀 것인지에 따라 달리 제시할 수 있다.

4. 정무위안에 대한 대안 제시

가. 대안의 요지

본 보고서는 지금까지 살펴본 정무위안의 위 문제점들을 바탕으로 세 가지 대안을 제시한다. 세 대안은 앞서 본 두 가지 설계 요소 중 무엇을 고치는가에 따라 구분된다. 먼저 대안 1 은 잔여주식 전부에 대한 매수제의(100%)이다. 이는 의무공개매수제도의 취지에 가장 충실한 형태이다. 만약 정책적 판단에 따라 부분매수(50%+1 주)를 유지한다면, 이를 전제로 하면서도 주주 간 차별을 줄이는 방안으로 대안 2 와 대안 3 을 제시한다. 두 안의 분기점은 '선행매수를 인정할 것인가'에 대한 판단이다. 선행매수를 인정할 필요가 없다면 부분매수와 안분비례매수를 결합한 대안 2 를, 선행매수도 인정해야 한다면 일반주주 보유분의 50%까지 매수기회를 제공하는 대안 3 을 제시한다.

나. 대안 1: 잔여주식 전부에 대한 매수제의

지배권을 취득한 자에게 잔여주식 전부에 대하여 지배주주와 같은 가격으로 매수제의를 하도록 하는 방안이다. 영국·EU·홍콩·싱가포르가 채택한 방식이자 제 22 대 국회에 발의된 의원안 대다수가 택한 방식[50]이며, ACGA 와 ICGN 이 제 1 권고로 제시한 방안이다.[51] 모든 주주가 보유주식 전부를 지배주주와 같은 조건으로 매도할 수 있으므로 가격과 기회 양면에서 동등대우가 완전하게 구현되고, 선행매수를 허용하더라도 주주 간 차별이 발생하지 않으며, 지배주주 지분율에 따른 역진 구조나 회피가능성 문제가 생기지 않는다. 부분매수에 수반되는 잔여 주주들의 매도 압력도 제거된다. 3.나.4)에서 본 회피경로 가운데 자기주식 소각, 신주 인수, 사전 지분 조정, 전환사채등의 활용은 모두 '50%+1 주를 채우면 의무공개매수 대상 수량이 사라진다'는 산식에 기대고 있으므로, 공제 산식이 없어지면 그 실익도 사라진다. 기존 최대주주의 추가 취득(제 2 호)에도 같은 기준이 적용되므로 3.나.5)에서 본 외부 인수자와 기존 지배주주 사이의 부담 차이도 줄어든다. 나아가 전량 매수제의가 일반화되면 그 권리가 주가에 선반영되어 일반주주 보유주식의 가치가 상승하고, 상장 자회사가 줄어 중복상장 비중이

[50] 국회, 「자본시장과 금융투자업에 관한 법률 일부개정법률안」, 천준호 의원 대표발의안(의안번호 2208007), 강훈식 의원 대표발의안(의안번호 2200692), 김남근·신장식·한창민 의원 공동대표발의안(의안번호 2206908), 이정문 의원 대표발의안(의안번호 2208104), 김현정 의원 대표발의안(의안번호 2212501), 이인영 의원 대표발의안(의안번호 2214418), 박홍배 의원 대표발의안(의안번호 2220643) 참조.

[51] ICGN, 전게 서한, 2~3 면(권고 1, 영문), 7 면(권고 1, 국문), ACGA, 전게 서한, 2026. 11. 7, 3 면(수정 권고 제 1 항).

낮아지며, 소유와 지배의 괴리가 좁혀져 사익편취 유인과 피라미드 출자를 통한 지배력 확장이 억제되는 효과도 기대할 수 있다.[52]

조문상으로는 안 제 133 조의 2 의 의무매수 수량을 '본인과 특별관계자가 보유하지 아니한 주식 전부' 등으로 간략히 구성할 수 있고, 선행매수 공제 산식과 안분비례 조항 등은 불필요해진다.

이 방안에 대한 반론은 인수자금 부담과 거래 성사율 저하 등이다. 그러나 위 3.나.2)에서 본 바와 같이 전부매수를 요구하는 국가에서 M&A 가 체계적으로 위축되었다는 실증은 확인되지 않았다. 이에 본 보고서는 대안 1 을 원칙적 대안으로 제시하되 국회의 정책적 판단에 따라 부분매수(50%+1 주) 형태를 유지하는 경우의 대안 2·대안 3 을 함께 제시한다.

다. 대안 2: 선행매수를 배제하고 25% 이상 취득 자체를 공개매수에 의하도록 하는 방안

25% 이상을 보유한 최대주주가 되는 취득은 원칙적으로 공개매수에 의하도록 하고, 지배주주를 포함한 모든 주주가 같은 공개매수 절차에 같은 가격으로 응모하게 하는 방안이다. 이는 1997 년 우리 구법과 일본 금융상품거래법이 취한 사전규제 방식이며, 자산운용업계가 제안한 '비례적 공개매수'의 방식이다.[53] 또한 ICGN 이 50%+1 주 체계를 유지하는 경우의 대안으로 '지배주주를 포함한 모든 주주를 처음부터 동일한 비례 배분 절차에 포함하고, 사전 협상 거래로 취득한 주식에 우선적 대우를 부여하지 않을 것'을 권고한 것과 같은 맥락이다.[54]

조문은 다음과 같은 방향으로 구성할 수 있다. 안 제 133 조의 2 제 1 항 본문을 "주권상장법인의 의결권 있는 주식[55]의 매수등을 하여 본인과 특별관계자가 발행주식총수의 25% 이상을 보유한 최대주주가 되려는 자는 그 매수등을 공개매수의 방법으로 하여야 하며, 그 공개매수의 매수예정주식수는 발행주식총수의 50%에 1 주를 더한 수에서 본인과 특별관계자가 이미 보유하고 있는 주식의 수를 공제한 수 이상이어야 한다"는 취지로 수정하고, '선행매수' 개념과 '선행매수 직후의 보유 주식 수' 공제 관련 문언을 삭제한다. 제 1 항 제 2 호(기존 25% 이상 최대주주의 추가 취득)도

---

52 김우찬, 전게 칼럼.

53 자산운용사 공동 기자회견(2026. 9. 30.), “18 개 국내외 자산운용사 '의무공개매수, 이대로면 주주평등 깨진다'”, 뉴스톱 2026. 9. 30.

54 ICGN, 전게 서한, 3 면(권고 2, 영문), 7 면(권고 2, 국문).

55 전환사채의 취득을 통한 회피가능성을 배제하기 위해서 ‘주식등’으로 규율하는 방안도 가능하다.

같은 방식으로 공개매수를 요구하되, 정무위 심사에서 지적된 '방어용 소량 취득' 문제는 일본과 같이 소량 증가분 등 좁은 예외를 시행령에 두어 해결한다.

대안 2 가 적용되는 경우 지배주주 40%, 일반주주 60%로 지분 구성된 회사에서 지배권 이전 거래가 이루어진다면 지배주주는 약 20%, 일반주주는 약 30%의 지분을 매각할 수 있고, 인수자의 전체 매수 물량은 정무위안과 동일할 것이다. 즉 대안 2 는 인수자금 부담을 늘리지 않으면서 위 3.나.2)에서 본 역진 구조를 해소한다. 지배주주 지분율이 50% 이상인 회사에서도 일반주주는 지배주주와 같은 비율로 매도할 수 있고, 취득 자체가 공개매수로 이루어지므로 공제 대상 보유분을 미리 늘려 두는 방식의 회피도 실익이 줄어든다. 다만 지배주주가 보유 지분 전부를 한 번에 매각하지 못한다는 점은 이 방안에 대한 반론으로 제기될 수 있다. 50%+1 주는 매수예정수량의 하한이므로 지배주주가 전량 매각을 원한다면 인수자와의 협상으로 매수예정수량을 늘리는 길은 열려 있으나, 이를 제도적으로 보장하여야 한다고 본다면 대안 3 이 선택지가 된다.

라. 대안 3: 선행매수를 허용하되 잔여지분의 50% 이상을 공개매수하도록 하는 방안

지배주주가 전량을 매각하고 떠날 수 있도록 하기 위해 선행매수를 허용한다면, 의무매수 수량의 기준을 '발행주식총수의 50%+1 주'에서 '선행매수 후 잔여지분의 50% 이상'으로 변경하는 방안이 있다. 김순석 교수는 부분매수 제도를 채택하더라도 소수주주의 실질적 매도 기회를 보장하여야 한다는 전제에서, 가령 30% 이상 취득 시 나머지 70% 주식의 2 분의 1 인 35%를 추가로 공개매수하도록 하여 소수주주의 매도 기회를 최소한 2 분의 1 로 보장할 것을 제안한 바 있다.[56] 본 보고서의 대안 3 은 그 주장을 참조한 것이다.

이 방식의 장점은 일반주주의 매도 가능 비율이 지배주주 지분율과 무관하게 항상 50% 이상으로 고정된다는 점이다. 가령 지배주주가 40%를 먼저 매도하면 인수자는 잔여 60%의 절반인 30%를, 55%를 먼저 매도하면 잔여 45%의 절반인 22.5%를 공개매수한다. 정무위안의 역진 구조 문제가 해소되고 지배주주 지분이 과반인 회사에서도 공개매수가 이루어진다. 정무위안보다 인수자의 매수 물량은 늘어나지만 전량 매수보다는 적고 과반 지배권이 확실히 확보된다.

---

[56] 김순석, 전게 논문, 35~36 면.

[표 5] 정무위안과 대안의 비교 (지배주주 40%·일반주주 60%, 전원 응모 가정)

구분	정무위안	대안 1 (100% 전부매수)	대안 2 (선행매수 배제·안분비례)	대안 3 (선행매수 후 잔여지분의 50%)
지배주주 선행매수	허용	허용(차별 없음)	불가(공개매수로만 취득)	허용
인수자 공개매수 수량	10%+1 주	잔여주식 전부(60%)	50%+1 주	30%
인수자 최종 지분	50%+1 주	최대 100%	50%+1 주	70%
지배주주 매각 비율	100%	100%	약 50%	100%
일반주주 매각 비율	16.7%	100%	약 50%	50%
지배주주 50% 이상 회사	공개매수 없음	일반주주 100% 매각	일반주주 약 50% 매각	일반주주 50% 매각
인수자금(정무위안 대비)	-	증가(최대)	동일	증가(전량보다 적음)
비교 입법례	없음	영국·EU·홍콩·싱가포르	일본·1997 한국	김순석(2023) 제안

마. 재설계의 시점

위 세 대안은 어느 것이나 안 제 133 조의 2 의 산식 또는 선행매수 구조를 고치는 것이므로 법률 조문의 수정을 필요로 한다. 따라서 재설계의 시점은 본회의 의결 전이어야 한다. '우선 시행 후 보완'이 현실적 대안이 되기 어려운 이유는 다음과 같다.

첫째, 정무위안은 50%+1 주와 선행매수 공제 산식을 모두 법률에 직접 규정하였다. 금융위원회는 제 1 차 소위에서 '50%+1 주를 하한으로 시행령에 위임해 주면 운영 과정에서 탄력적으로 늘릴 수 있다'고 요청하였으나, 위원들은 이를 받아들이지 않았다. 최은석 의원은 '정권에 따라 75%·100%로 자의적으로 바뀌면 M&A 예측가능성이 떨어진다'며 법률 명시를, 김형연 의원은 '국민 기본권에 영향을 미치는 사항을 기준 없이 대통령령에 위임하는 것은 포괄위임금지원칙 위반'이라며 백지위임 삭제를

주장하였고 정부가 이를 수용하였다.[57] 그 결과 비율이나 산식의 변경에는 법률 개정이 필요하며, 시행령 보완으로 대응하겠다는 정부의 입장[58]은 적어도 매수 수량과 공제 산식에 관하여는 이행 수단을 갖지 못한다.

둘째, 개정안이 연내 공포되더라도 시행은 2027 년 말 이후이고 평가할 만큼 사례가 축적되려면 다시 수년이 필요하며, 그 사이 종결된 거래는 되돌릴 수 없다. 사후 보완이 얼마나 더디게 이루어지는지는 최근의 예에서도 확인된다. 계열사 간 합병가액 규제는 2024 년 시행령 개정에서 제외되었다가 두산밥캣 사례 이후인 2026 년 8 월에야 법 개정으로 공정가액 기준이 도입되었다.[59]

셋째, 선행매수 구조가 법률에 규정되면 이후의 지배권 거래는 그 예외에 맞추어 설계되고 법정 최소치가 시장의 기준점으로 고착되어 후속 개정의 정치적 비용이 커진다.

5. 결론

본 보고서는 정무위안을 비교법적 분석·실효성·정합성·회피가능성·부작용 발생 가능성의 다섯 기준에서 검토하였다. 그 결과는 다음과 같이 요약된다. 첫째, 정무위안은 지배주주 지분의 선행매수를 허용하면서 전부매수도 전원 안분비례도 요구하지 않는 형태인데 이는 주요국에서는 유사 사례를 찾기 어렵다. 둘째, 정무위안의 산식은 지배주주 지분율이 높을수록 일반주주의 보호가 줄어드는 역진 구조로서 국내 상장회사의 상당수에서 보호 효과가 미미하거나 발생하지 않을 것으로 예상된다. 셋째, 정무위안은 개정 상법 제 382 조의 3 의 이사의 주주충실의무에 따른 주주 보호 흐름과 상충되는 측면이 있고, 보완 없이 입법되면 일반주주가 주주충실의무를 근거로 현재 주장할 수 있는 보호가 오히려 약화될 수 있다. 넷째, 우호적 지배권 이전 거래 국면에서 인수자가 이용할 수 있는 다수의 회피경로가 존재한다. 다섯째, 적대적 지배권 경쟁 국면에서 외부 도전자에게 엄격하고 기존 지배주주에게 관대한 비대칭 구조로 인하여 오히려 지배권 방어 수단으로 활용될 가능성이 있다.

따라서 잔여주식 전부에 대한 매수제의(대안 1)를 원칙으로 하되, 국회가 50%+1 주 체계를 유지하는 경우에는 선행매수를 허용하지 않고 지배주주를 포함한 안분비례를 적용하는 방향(대안 2)으로, 그것이 어렵다면 선행매수 후 잔여지분의 50% 이상을 공개매수하도록 하는 방향(대안 3)을 대안으로

---

[57] 국회사무처, 「제 439 회 국회(정기회) 정무위원회회의록(법안심사제 1 소위원회)」 제 1 호(2026. 9. 2.), 27 면, 38 면 및 40 면.

[58] 금융위원회, 「금융위원회는 일반주주 보호를 위한 제도개선을 흔들림 없이, 확고하게 추진하고 있습니다」, 보도설명자료(2026. 3. 20.).

[59] 금융위원회, 「M&A 제도개선을 위한 자본시장법 시행령 개정안 국무회의 통과」, 보도자료(2024. 11. 19.); 금융위원회, 「합병가액 산정방식을 개정하여 합병의 공정성을 제고하고, 주가 누르기 유인도 전면 차단하겠습니다」, 보도자료(2026. 8. 20.).

제시하였다. 위 4.마.에서 본 바와 같이 비율과 산식이 법률에 직접 규정되어 시행 후 보완이 어려우므로 재설계는 본회의 의결 전에 이루어질 필요가 있다. 절차적으로 선행매수 조항을 삭제하거나 산식을 변경하는 대안을 채택한다면 본회의 수정동의안으로 처리하기에는 적합하지 않을 수 있으므로, 향후 본회의 의결로 안건을 정무위원회에 다시 회부하고 이해관계자 의견수렴 절차를 거쳐 재입법하는 것이 바람직하다. 28 년 만에 재도입되는 제도가 일반주주들에게 미칠 수 있는 영향이 작지 않다는 점을 고려하면 입법의 속도보다는 충실한 논의가 우선시될 필요가 있다.

— 끝 —

[유의사항] 본 보고서는 법무법인(유한) 한누리 부설 여의도투자자권익연구소가 의무공개매수제도에 관한 입법 논의에 참고가 되도록 작성한 정책검토 자료로서, 특정 사안에 대한 법률자문이나 법적 효력을 갖는 의견서가 아닙니다. 보고서의 내용은 작성일 현재 공개된 법령, 의안, 국회 회의록, 공시자료 및 문헌에 기초한 것으로, 이후의 입법 경과나 사실관계의 변동은 반영되어 있지 않을 수 있으며, 인용된 자료의 해석에는 연구소의 판단이 포함되어 있습니다. 본 보고서의 내용을 근거로 한 의사결정에 대하여 법무법인(유한) 한누리와 연구소는 책임을 지지 않습니다. 본 보고서를 인용하는 경우 출처를 명시하여 주시기 바랍니다.