

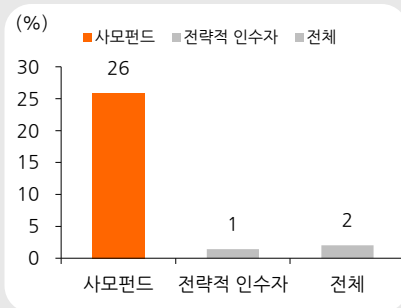


ESG

경영권 프리미엄의 재배분 : ①의무공개매수와 사모펀드

▶ Analyst 박세연 shannon@hanwha.com 02 3772 7406

[주요 차트]



의무공개매수는 PEF의 주당 프리미엄을 높이는 제도가 아니라, 최대주주에게 제시한 가격을 일반주주 대상 공개매수에도 적용해 총 인수자금의 계산식을 바꾸는 제도입니다.

향후 PEF M&A에서는 최대주주 지분의 가격과 함께 추가 공개매수 물량, 자금조달 여력, 지분 확보 가능성이 인수의 성패를 가를 것입니다.

사모펀드가 지급한 공시 프리미엄 중간값 약 26%

제도가 바꾸는 것은 가격이 아니라 매입 물량

의무공개매수는 가격 규제가 아님. 최대주주에게 제시한 값을 일반 주주에게도 제시하라는 요구. 주당 가격은 그대로, 사야 할 주식 수만 증가

사모펀드는 이미 값을 치러온 인수자. 공시 프리미엄이 확인되는 인수 거래의 중간값 26%. 다만 그 값은 최대주주 지분에만 붙었던 값이고, 앞으로는 일반주주 몫까지 확대 적용

셈이 갈리는 지점은 지분을. 최대주주 지분 30%면 과반까지 20%p 추가 매수, 1,000억원 거래가 1,670억원으로, 45%면 부담은 크게 축소. 같은 제도가 거래마다 다른 무게. '최대주주 지분을 얼마에 살 것인가'에서 '과반까지 얼마를 조달하고 실제로 얼마를 확보할 것인가'로 무게 이동

I. 가격과 물량은 다른 문제다

>> 자본배분에서 경영권 거래로

앞선 두 변화 2024년 밸류업 프로그램은 기업이 보유한 자본을 어떻게 배분할 것인가에 질문을 던졌다. 배당과 자기주식 소각이 대표 수단이었다.

2025년 상법 개정은 이사의 충실의무와 이사회 제도를 손봤고, 2026년 개정 상법은 자기주식 취득 후 원칙적으로 1년 안에 소각하도록 했다. 기업 내부의 자본배분과 이사회 책임을 강화하는 변화였다.

의무공개매수는 다른 장면을 겨냥한다. 기업 안에 쌓인 현금이 아니라, 최대주주가 회사를 넘길 때 경영권 프리미엄을 누가 받는가의 문제다. 앞선 제도 변화가 기업 내부의 자본과 이사회 책임을 다뤘다면, 의무공개매수는 경영권 거래에서의 가격 배분을 다룬다.

>> 25%와 50%+1 주

정무위원회를 통과한 개정안의 핵심은 두 숫자다. 인수자가 상장사 지분 25% 이상을 취득해 최대주주가 되는 경우, 기존 보유분을 포함해 발행주식의 50%+1주까지 공개매수를 제안해야 한다. 이는 인수자가 반드시 과반 지분을 확보한다는 뜻은 아니다. 실제 확보 지분은 주주의 응모에 따라 달라진다. 공개매수의 제안 물량과 실제 확보 물량이 어떻게 갈리는지는 후속 보고서에서 사례로 살핀다.

의무공개매수 관련 자본시장법 개정안은 2026년 9월 17일 국회 정무위원회를 통과했으나, 아직 법제사법위원회와 본회의 의결, 공포와 시행 절차가 남아 있다. 이하 분석은 정무위원회 의결안을 전제로 하며, 최종 법률의 적용 대상과 예외, 청약 미달 시 처리 방식에 따라 달라질 수 있다.

무엇을 줄이는 제도인가 의무공개매수는 경영권 이전 과정에서 최대주주와 일반주주 사이의 가격 격차를 줄이려는 장치다. 인수자가 최대주주 지분만 경영권 프리미엄을 붙여 사들이는 거래에서, 일반주주에게도 같은 가격으로 공개매수에 참여할 기회를 부여한다.

다만 물적분할과 중복상장, 합병·분할의 교환비율, 자기주식 처분, 낮은 배당성향처럼 다른 원인에서 발생하는 지배구조 할인까지 해결하는 제도는 아니다. 이번 보고서는 의무공개매수가 PEF의 상장사 인수 자금과 거래 구조를 어떻게 바꾸는지에 한정해 살핀다.

II. 사모펀드, 높은 프리미엄을 제시해 온 인수자

>> 높은 프리미엄, 넓어진 적용 범위

공시 프리미엄
중간값 약 26%

의무공개매수가 PEF에 미치는 직접 효과는 주당 프리미엄을 높이는 데 있지 않다. 최대 주주에게 제시한 가격으로 일반주주에게도 공개매수 참여 기회를 제공하면서, 같은 가격을 적용해야 할 주식 수를 늘리는 데 있다. 이에 인수자는 지배주주 지분 인수대금과 추가 공개매수 대금을 함께 마련해야 한다.

2010년 이후 PEF가 인수자로 참여했고 공시 프리미엄이 확인되는 국내 상장사 인수 거래의 중간값은 약 26%였다. 이는 해당 표본에서 PEF가 최대주주 지분을 인수할 때 제시한 가격이 시장가격보다 약 4분의 1가량 높았다는 뜻이다.

과거 이 가격은 주로 최대주주가 매각한 지분 블록에 적용됐다. 의무공개매수가 도입되면 동일한 가격이 일반주주 대상 공개매수 물량에도 적용된다. 주당 가격이 변하지 않아도 총 거래대금은 커질 수 있다.

시장 전체의 공시 프리미엄 중간값은 약 2%다.

(다만 이 표본에는 계열 내 지분 이전과 구조조정 거래가 포함돼 있어, 제3자 경영권 인수의 가격과 직접 비교하기 어렵다. 시장 전체 수치는 PEF 표본이 상대적으로 높은 공시 프리미엄을 보였다는 참고 지표로만 해석한다.)

[표1] 사모펀드는 얼마를 치러 왔나

구분	표본	공시 프리미엄 중간값	의미
한국 전체 상장사 M&A	263 건	약 2%	계열 내 이전과 구조조정 거래가 포함된 전체 표본
- 전략적 인수자	234 건	약 1.4%	계열사 간 지분 이전과 구조조정 거래가 포함
- 사모펀드	26 건	약 26%	실제 경영권 인수에서 지급된 가격

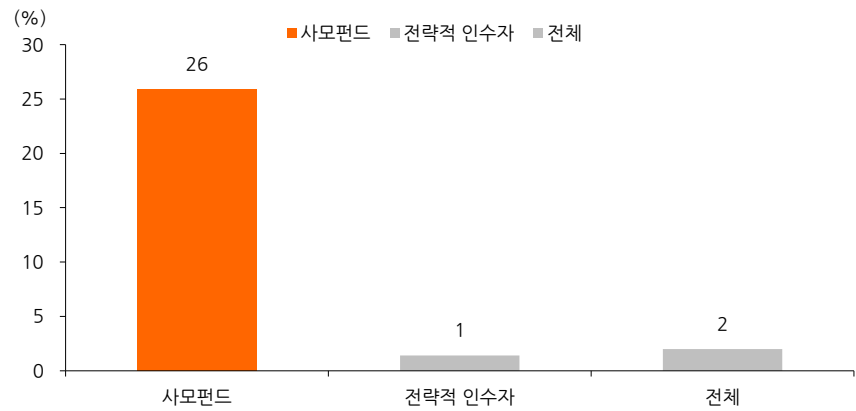
주1: 2010년 1월 이후 인수 대상이 국내 상장사인 거래 852건 중 공시 프리미엄이 기재된 263건만 남겨 중간값을 산출. 이 가운데 인수기업명에 운용사 표지가 있는 거래를 사모펀드로 분류해 65건을 추렸고, 그중 프리미엄이 확인되는 26건이 표의 표본(개인투자자와 인수자 미특정 건은 제외)

주2: 전략적 인수자에는 사업 목적 인수뿐 아니라 계열사 간 지분 이전과 구조조정 거래가 포함

자료: Bloomberg, 한화투자증권 리서치센터

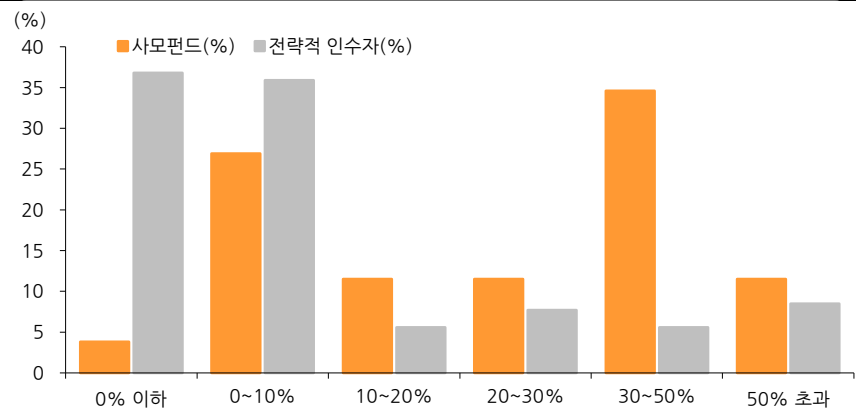
[그림1] 누가 사느냐에 따라 값이 달랐다

2010년 이후 인수 대상이
국내 상장사인 거래 852건
가운데 공시 프리미엄이
확인되는 263건.
인수기업명으로 유형을 분류



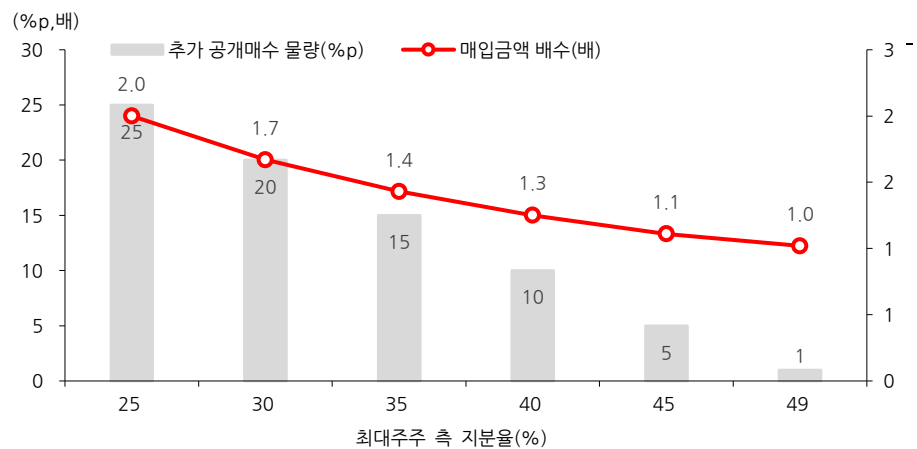
자료: Bloomberg, 한화투자증권 리서치센터

[그림2] 사모펀드 거래는 30% 넘는 구간에 몰려 있고, 전략적 인수 거래는 10% 이하



자료: Bloomberg, 한화투자증권 리서치센터

의무공개매수가 바뀌는
것은 가격이 아니라 물량



자료: 한화투자증권 리서치센터

>> 같은 가격, 더 많은 지분

1,000억이 1,670억으로

인수자가 기존 지분이 없고, 최대주주 측이 30% 지분 전량을 제3자에게 넘긴다고 가정해 보자. 인수자는 과반 지분에 도달하기 위해 일반주주 지분 약 20%포인트를 추가로 공개매수해야 한다. 같은 주당 가격을 적용하면 1,000억원이던 거래는 약 1,670억원으로 커질 수 있다.

반대로 실제 매도 대상 지분이 45%라면 추가 매수 물량이 작아 부담도 줄어든다. 의무 공개매수는 모든 PEF 거래에 동일하게 작용하는 제도가 아니다. 실제로 이전되는 최대주주 측 지분과 인수자의 거래 전 보유지분에 따라 비용이 크게 달라진다.

추가 공개매수로 취득한 주식은 인수자 또는 인수목적회사에 귀속된다. 인수금융 한도와 공동투자 구조는 최대주주 지분 인수대금과 일반주주 대상 공개매수 대금을 합산해 검토해야 한다.

펀드 운용의 문제

한 건에 투입되는 자기자본과 인수금융이 늘면, 같은 펀드 규모에서 동시에 집행할 수 있는 거래 수가 줄어들 수 있다. 다만 공동투자 유치, 인수금융 조건, 기존 포트폴리오 회수 속도에 따라 결과는 달라진다.

인수금융과 공동투자자 모집은 PEF 거래의 주요 종결 조건이 될 수 있다. 의무공개매수로 조달해야 할 금액이 늘면, 자금조달 여력이 낮은 거래의 성사 가능성도 떨어질 수 있다.

다만 현재 자료만으로 제도 도입이 PEF 거래의 무산율을 높인다고 말할 수는 없다. 거래 무산에는 기업결합심사, 가격 재협상, 실사 결과, 매도인 철회, 시장 급변 등 여러 요인이 함께 작용한다. 제도 효과는 시행 이후 거래 표본이 쌓여야 검증할 수 있다.

Ⅲ. 주체별로 달라지는 계산

분명한 변화는 인수자의 계산 순서다. 과거에는 최대주주 지분을 얼마에 살지 정한 뒤 공개매수 여부와 범위를 검토했다면, 의무공개매수 도입 후에는 일반주주 대상 공개매수 물량까지 포함한 총 거래대금을 처음부터 산정해야 한다.

다만 PEF와 전략적 인수자 가운데 누가 더 큰 부담을 질지는 아직 알 수 없다. 전략적 인수자는 내부 현금과 사업상 시너지로 인수비용을 감당할 여지가 있지만, 기업결합심사와 산업 규제를 함께 받을 수 있다. PEF는 인수금융과 공동투자에 의존할 수 있으나, 거래 구조 설계에는 상대적으로 유연할 수 있다. 인수자 유형별 부담은 제도 시행 뒤 거래 표본으로 검증해야 한다.

[표2] 제도는 누구에게 어떻게 작동하나

주체	달라지는 점
매도 최대주주	일반주주에게도 최대주주 지분 거래와 같은 가격으로 매도 기회를 제공해야 한다
일반주주	최대주주와 같은 가격으로 공개매수에 참여할 기회가 생긴다. 다만 전량 매도가 보장되는 것은 아니다
사모펀드	최대주주 지분 인수대금에 더해 일반주주 대상 공개매수 재원을 마련해야 한다. 인수금융과 공동투자에 의존하는 거래일수록 조달 여건의 영향이 커질 수 있다
전략적 인수자	내부 현금과 사업상 시너지로 인수비용을 감당할 여지가 있을 수 있다. (다만 PEF보다 부담이 작다고 단정할 수는 없음)
주선자문	공개매수 물량, 자금조달, 청약 결과, 지배력 확보 가능성을 함께 설계해야 한다. 건당 자문 범위와 자금조달 구조가 확대될 가능성이 있다

주: 의무공개매수제도 도입을 위한 「자본시장과 금융투자업에 관한 법률」 개정안은 2026년 9월 17일 국회 정무위원회에서 대안으로 의결된 단계이며, 법제사법위원회 심사, 국회 본회의 의결, 정부 이송 및 공포 절차를 거쳐야 함. 따라서 적용대상 거래, 적용 제외 사유, 취득 주식 수 산정 기준, 공개매수 가격 및 방법, 청약 미달·초과 시 매수 방식, 경과조치 및 시행시기는 최종 법률과 하위규정의 내용에 따라 달라질 수 있음

자료: 한화투자증권 리서치센터

IV. 사모펀드, 덜 사는가보다 어떻게 사는가

의무공개매수가 PEF에 미치는 직접 효과는 프리미엄 인상이 아니라 총 인수자금의 확대다. 실제로 이전되는 최대주주 측 지분이 적을수록, 인수자는 과반 지배력에 도달하기 위해 일반주주에게 더 많은 주식을 공개매수해야 한다. 같은 가격이라면 총 인수자금도 늘어난다.

PEF가 상장사를 덜 사게 될지는 아직 알 수 없다. 다만 투자심의회 계산식은 바뀐다. 최대주주 지분을 얼마에 살 것인가에서, 과반 지분까지 도달하기 위해 얼마를 조달해야 하고 실제로 얼마를 확보할 수 있는가로 중심이 이동한다.

시장참여자는 PEF의 인수 가능성을 볼 때 매각 가격만 보지 말아야 한다. 최대주주가 실제로 매각할 지분, 추가 공개매수 물량, 인수자의 현금과 차입 여력, 거래 무산 시 기업의 독립가치를 함께 점검해야 한다.

[Compliance Notice]

(공표일: 2026년 9월 21일)

이 자료는 조사분석 담당자 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭 없이 작성됐음을 확인합니다. 당사는 이 자료에서 다룬 종목과 관련해 공표일 현재 관련 법규상 알려야 할 재산적 이해관계가 없습니다. 당사는 이 자료를 기관투자자 또는 제3자에게 사전에 제공한 사실이 없습니다. (박세연)

저희 회사는 공표일 현재 이 자료에서 다룬 종목의 발행주식을 1% 이상 보유하고 있지 않습니다.

이 자료는 투자자의 증권투자를 돕기 위해 당사 고객에 한하여 배포되는 자료로서 저작권이 당사에 있으며 불법 복제 및 배포를 금합니다. 이 자료에 수록된 내용은 당사 리서치센터가 신뢰할 만한 자료나 정보출처로부터 얻은 것이지만, 당사는 그 정확성이나 완전성을 보장할 수 없습니다. 따라서 이 자료는 어떠한 경우에도 고객의 증권투자 결과와 관련된 법적 책임소재에 대한 증빙으로 사용될 수 없습니다.