



ESG

곰의 습격을 방어하려면: 인수 제안을 반대한 이사회 사례 (해외)

▶ Analyst 엄수진 sujineom@hanwha.com 3772 7407

[인수 제안을 반대한 이사회 사례 (해외)]

제안 연도	대상 회사	인수 시도자
2026	Yatra Online	Magna Holdings
2026	GE HealthCare	Potemkin Limited
2025, 2026	Warner Bros. Discovery	Paramount Skydance
2022	Spirit Airlines	JetBlue
2019, 2020	HP	Xerox
2017, 2018	Qualcomm	Broadcom
2017	Unilever	Kraft Heinz
2017	Mattel	Hasbro

외부로부터의 인수 제안을 반대·거부한 뒤 그에 대한 사유를 투명하고 충실하게 설명한 해외 기업 이사회 사례를 분석하였다. 국내에서도 이른바 ‘한국형 베어허그(K-Bear Hug)법’으로 불리는 자본시장법 개정안이 발의된 가운데, 추후 이사회가 인수 제안에 대하여 공식적인 입장을 표명하고 그 사유를 공시하도록 법률 등으로 의무화되었을 때 이 사 및 주주가 참고할 수 있는 지침을 제공하고자 하였다.

한국형 베어허그(K-Bear Hug)법 발의와 주요 선진국 제도

오기형 의원은 지난 3일, ‘한국형 베어허그(K-Bear Hug)법’으로 불리는 자본시장법 개정안을 대표 발의했다. 상장회사가 주주가치에 중대한 영향을 미치는 인수 제안을 받게 되는 경우 이사회가 제안의 접수 내용과 향후 검토 계획을 즉시 공시하도록 하고, 독립적이고 전문적인 절차를 거쳐 공개매수에 대한 의견 표명을 하며, 논의 경과 및 사유 등을 주요사향보고서에 상세히 기재하도록 하는 것이 개정의 주요 내용이다. 미국, 영국, 일본, 싱가포르, 홍콩, 호주 등 주요 선진국에서는 이미 정착된 제도이다.

이사회가 인수 제안에 반대할 때 제시하는 근거

근래 10년 간의 실제 해외 사례를 조사하여 이사회가 외부로부터의 인수 제안을 반대 또는 거부할 때 어떤 논거를 제시하는지를 살펴보았다. 이사회는 접수된 인수 제안에 대하여 인수 대가의 적정성, 인수를 통해 기대할 수 있는 효과, 인수 목적의 타당성, 자금 조달 및 거래 성사 가능성, 거래 조건의 명확성 및 공정성, 대안의 유무 등을 고려하여 찬성 또는 반대 입장을 취할 수 있다. (상세 내용은 [표4] 참고)

인수 제안 가려내기

인수 제안을 받은 회사의 이사회는 해당 제안이 대상 회사의 장기적 가치 제고가 궁극적 목적인 ‘진지한’ 제안인지, 실현 가능성이 있는지 등을 검토해 보고, 기준에 미달한다는 판단이 들면 그에 대한 근거를 제시하며 인수 제안에 반대 의견을 표명할 수 있다.

왜 자꾸 ‘곰(Bear)’을 언급하는 것인가

‘Bear Hug’란? Bear Hug는 직역하면 ‘곰의 포옹’이다. M&A 전략 중 하나로, 인수 시도자가 인수 대상 기업에 사전 예고 없이 현재 시장가치보다 훨씬 높은 가격으로 공개적인 매수 제안을 하고 경영진 및 이사회로 하여금 신속한 의사결정을 내리도록 요구하는 것을 말한다. 마치 곰이 앞발로 사냥감을 강하게 껴안아 꼼짝 못 하게 가두는 것처럼, 거절하기 힘든 매력적인 조건을 제시해 경영진 및 이사회를 직접 압박할 뿐 아니라, 주주들이 경영진 및 이사회에 해당 제안을 수용하라는 압력을 가하는 상황을 이끌어내기 때문에 붙여진 명칭이다. 이 전략은 인수 대상 기업의 경영진 또는 이사회가 전체 주주들의 이익을 위해 해당 제안을 진지하게 검토하도록 하고, 내키지 않더라도 일단은 협상 테이블에 나오도록 만든다.

인수 제안가는 통상 현재 주가에 상당한 경영권 프리미엄을 얹어 제시된다. 주주에 대한 충실의무 하에서는 인수 제안가가 주주들에게 매우 이익이 되는 수준인데 경영진이 나 이사회가 정당한 사유 없이 이를 거절할 경우, 주주들로부터 소송을 당하거나 배임 혐의를 받을 수 있다.

‘문 앞의 야생곰들’과
‘곰의 습격’

지난 9월 8일, 한국형 베어허그(K-Bear Hug)법에 관한 보고서를 발간하면서 제목을 ‘문 앞의 야생곰들’이라고 지었는데, 이는 금융·투자·경영 분야 고전인 「문 앞의 야만인들」로부터 아이디어를 얻은 것이다. 「문 앞의 야만인들」은 1988년 담배·식품 기업 RJR나비스코에 대한 대규모 차입매수(LBO, Leverage Buy-Out) 과정을 월스트리트저널 기자 출신의 저자들이 마치 소설처럼 생생하게 그린 논픽션 명저이다.

제목의 ‘야만인들’은 정크 본드까지 동원해가며 미국 기업을 무자비하게 사들이던 사모펀드 등 외부 자본 세력을 비유한 단어이다*. Bear Hug라는 용어가 인수 대상 기업에 인수 제안을 하는 외부 세력을 곰으로 비유한 데 착안하여, 8일 발간 보고서의 제목에는 ‘야생곰들’이라는 표현을, 본 보고서의 제목에는 ‘곰의 습격’이라는 표현을 썼다.

(*넓은 의미에서는 LBO 과정에서 한 몫 챙기려는 월스트리트의 투자은행들과 탐욕스러운 경영진까지 포함한다.)

인수 제안에 대한 이사회 의 검토 및 의견 표명 의무 관련 법규

한국형 베어허그
(K-Bear Hug)법 추진

더불어민주당 K-자본시장특별위원회 위원장인 오기형 의원은 지난 9월 3일, 이른바 ‘한국형 베어허그(K-Bear Hug)법’으로 불리는 자본시장법 개정안을 대표 발의했다. 상장회사가 주주 가치에 중대한 영향을 미치는 인수 제안을 받게 되는 경우 이사회가 제안의 접수 내용과 향후 검토 계획**을 즉시 공시하도록 하고, 독립적이고 전문적인 절차***를 거쳐 공개매수에 대한 의견 표명****을 하며, 논의 경과 및 사유 등을 주요사 항보고서에 상세히 기재하도록 하는 것이 개정의 주요 내용이다. 동 제도가 도입되면 M&A 과정에서 이사회 의 책임 제고, 정보 공개 강화를 통한 주주 의 합리적인 의사결정 지원, M&A 시장 활성화, 저평가 기업의 기업가치 정상화 등의 효과가 기대된다.

(**예: 공개매수 조건이 전체 주주 의 이익을 증진시키는지, 주주 가치에 미치는 포괄적인 영향이 무엇인지 등을 검토)

(***예: 독립이사로 구성된 특별위원회 구성, 외부전문가 평가 등)

(****찬성, 반대, 중립 등)

현행법 하에서는 상장회사가 M&A 제안을 받아도 ‘구체적으로 확정된 바 없다’와 같이 불투명하게 공시하는 경우가 많아, 일반 소액주주가 제안의 세부 조건은커녕 제안 사실조차 인지하기 어렵다. 심지어 M&A 제안을 직접 접수 받고 제안 조건에 대한 정보도 잘 알고 있는 대주주나 경영진·이사회가 사전적인 주식 거래로 사익을 취하는 것도 가능했다. 그러나 한국형 베어허그법이 도입되면 외부로부터의 인수 제안이 즉시 공개되는 만큼 경영진이나 이사회가 인수 제안을 일방적·자의적으로 거절하는 데 제약이 가해질 뿐 아니라, 일반 소액주주들도 보유하고 있던 주식을 매력적인 가격에 매도할 기회를 얻을 수 있다.

[표1] 한국형 베어허그법 찬반 양측 근거

찬성 측	반대 측
· M&A 과정에서 이사회 의 책임(주주에 대한 충실의무 등) 강화 · 일반 소액주주들에게도 M&A 제안 관련 정보가 공유되면서 제안 수락 여부에 대한 결정권 확보 · 모든 주주들이 프리미엄이 더해진 가격에 보유 주식을 매도할 기회를 얻음 · M&A 시장 활성화와 이를 통한 저평가 기업의 가치 부양 · 경영진이 자신의 경영권을 지키기 위해 전체 주주에게 유리한 인수 제안을 거절하는 사례 방지	· 상장회사들이 경영권 위협에 무방비로 노출됨 → 차등의결권주, 포이즌필 등 경영권 방어수단 도입이 선행되어야 함 · 자금 조달 능력 및 진지한 인수 의사가 없는 제안자의 허위 제안으로 시세 교란이 일어날 수 있음 · 상속세 및 증여세 개편이 이루어지지 않는 한 주가 부양 유인이 근본적으로 강해지지 않음

자료: 국회 의안정보시스템, 언론 보도, 한화투자증권 리서치센터

[표1] 오기형 의원 9월 3일 대표 발의 자본시장법 개정안 신·구조문대비표

현행	개정안
제 138 조(공개매수에 관한 의견표명) ① 공개매수신고서가 제출된 주식등의 발행인은 대통령령으로 정하는 방법에 따라 그 공개매수에 관한 의견을 표명할 수 있다. (단서 신설)	제 138 조(공개매수에 관한 의견표명) ① (좌동) 다만, 주주에게 중대한 영향을 미치는 공개매수로서 대통령령으로 정하는 경우에는 이사회가 독립적이고 전문적인 판단 절차를 거쳐 대통령령으로 정하는 방법에 따라 그 공개매수에 관한 의견을 표명해야 한다.
제 161 조(주요사항보고서의 제출) ① 사업보고서 제출대상법인은 다음 각 호의 어느 하나에 해당하는 사실이 발생한 경우에는 그 사실이 발생한 날의 다음 날까지(제 6호의 경우에는 그 사실이 발생한 날부터 3일까지, 제 9호의 경우에는 그 사실이 발생한 다음 날과 납입기일의 1주 전 중 먼저 도래하는 날까지로 한다) 그 내용을 기재한 보고서(이하 “주요사항보고서”라 한다)를 금융위원회에 제출하여야 한다. 이 경우 제 159 조제 6 항 및 제 7 항을 준용한다. (생략) 10. 그 밖에 그 법인의 경영·재산 등에 관하여 중대한 영향을 미치는 사항으로서 대통령령으로 정하는 사실이 발생한 때	제 161 조(주요사항보고서의 제출) ① (좌동) (생략) 10. — 그 법인의 주주·경영·재산 등에 —
제 449 조(과태료) ① 다음 각 호의 어느 하나에 해당하는 자에 대하여는 1억원 이하의 과태료를 부과한다. (신설)	제 449 조(과태료) ① (좌동) 38의2. 제 138 조제 1 항 단서를 위반하여 공개매수에 관한 의견표명을 하지 아니한 자

자료: 국회 의안정보시스템, 한화투자증권 리서치센터

주요 선진국의 관련 제도

미국에서는 증권거래위원회(Securities and Exchange Commission) 규칙에 따라 인수 제안을 받은 회사는 제안을 받은 날로부터 10영업일 이내에, 주주들에게 해당 제안을 수용(혹은 거절)하라는 권고, 또는 중립 입장, 그리고 권고 의견이나 중립 입장에 관한 사유를 공시해야 한다. 만일 인수 제안에 관한 의견이 없으면 '의견을 표명할 수 없다'고 공시할 수 있으나 이 때에도 사유를 밝혀야 한다.

영국의 기업인수합병위원회(The Panel on Takeovers and Mergers)라는 독립적인 규제기관이 제정한 「인수합병 지침」은, 인수 대상 기업의 주주가 인수 제안과 관련해 공평한 대우를 받도록 하고, 인수합병 절차가 합법적·체계적으로 진행될 수 있도록 규범을 제시한다. 동 지침에 따라 인수 대상 기업의 이사회는 인수 제안에 관한 의견과 그 사유를 표명해야 한다. 이에 더해, 해당 인수 제안이 받아들여질 경우 임직원 고용 등 회사 전체에 미치는 영향과 제안자의 경영 전략 등에 관해서도 견해를 제시해야 한다.

지난 2023년 8월, **일본** 경제산업성(Ministry of Economy, Trade and Industry)은 「기업인수 지침」을 발표했다. 동 지침은 이사회가 '진지한(bona fide)' 외부 인수 제안에 대해서는 충실한 검토를 해야한다는 점을 명시했다. 진지한 제안 여부를 판단할 때에는 제안 내용의 구체성과 신뢰성, 인수 목적의 타당성, 인수 이후 경영 전략, 인수 가격을 포함한 거래 조건의 적정성, 인수 제안자의 자금 조달 능력·과거 인수 이력·경영진 역량, 인수 계획의 현실성 등을 고려할 수 있다. 인수 제안이 bona fide하다고 판단되면 이사회는 충분한 비용과 시간을 들여 해당 제안을 검토해야 한다. 결국 인수를 통해 기업가치를 증진시킬 수 있을 때 해당 인수 제안이 적절·타당하다고 할 수 있다.

올해 6월, **싱가포르** 통화청(Monetary Authority of Singapore)은 증권산업위원회(Securities Industry Council)의 자문에 따라 개정된 「인수합병 지침」을 발표하였다. 동 지침의 5조는 인수 대상 기업의 이사회가 주주들의 승인 없이 진지한 인수 제안의 진행을 방해하거나 주주들의 의사결정권을 침해하는 행위를 해서는 안 된다는 내용을 담고 있는데, 해당 조항에 대한 주석 9번 (c)항은 이사회가 인수 제안을 인지한 뒤 가급적 신속히 주주들에게 제안의 세부 내용, 인수 제안에 대한 이사회 의견과 그 의견을 낸 사유 등을 담은 통지문을 발송해야 한다고 명시하였다.

홍콩 증권선물위원회(Securities and Futures Commission)의 「인수합병 및 자사주 매입에 관한 규정」은 인수 제안을 받은 대상 기업의 이사회가 (주주들의 이익을 위해) 해당 제안이 공정하고 합리적인지, 해당 제안을 수용할 지 혹은 표결에 부칠 지 등에 관한 권고안을 작성할 별도의 이사회 내 위원회를 구성해야 한다고 명시하였다. 또한 이 이사회 내 위원회가 권고안을 작성하는 데 도움을 받을 수 있도록 전문성 있는 외부 재무 자문기관을 고용할 것을 권고했다.

호주는 「2001 기업법」에서 인수 대상 기업의 각 이사가 인수 제안을 수용할 지에 대한 권고 의견과 그 의견을 낸 이유를 공시해야 할 의무를 규정했다. 권고 의견을 내지 않을 수도 있지만 이 때에도 이유를 제시해야 한다.

[표2] 인수 제안에 대한 이사회 의 검토 및 의견 표명 의무 관련 해외 법규

SEC Rule (미국)
§ 240.14e-2 Position of subject company with respect to a tender offer. (a) <i>Position of subject company.</i> As a means reasonably designed to prevent fraudulent, deceptive or manipulative acts or practices within the meaning of section 14(e) of the Act, the subject company, no later than 10 business days from the date the tender offer is first published or sent or given, shall publish, send or give to security holders a statement disclosing that the subject company: (1) Recommends acceptance or rejection of the bidder's tender offer; (2) Expresses no opinion and is remaining neutral toward the bidder's tender offer; or (3) Is unable to take a position with respect to the bidder's tender offer. Such statement shall also include the reason(s) for the position (including the inability to take a position) disclosed therein.
「The Takeover Code」 by The Panel on Takeovers and Mergers (영국)
25.2 OPINION OF THE OFFEREE BOARD ON THE OFFER, INCLUDING VIEWS ON THE OFFEROR'S PLANS FOR THE COMPANY AND ITS EMPLOYEES The offeree board circular must: (a) set out the opinion of the board on the offer (including any alternative offer) and the board's reasons for forming its opinion and must include its views on: (i) the effects of implementation of the offer on all the company's interests, including, specifically, employment; and (ii) the offeror's strategic plans for the offeree company and their likely repercussions on employment and the locations of the offeree company's places of business, as set out in the offer document pursuant to Rule 24.2; (b) include the substance of the advice given to the board of the offeree company by the independent adviser appointed under Rule 3.1 in relation to the financial terms of the offer (including any alternative offer); and (c) include a recommendation from the board of the offeree company as to the action that shareholders should take in respect of the offer (including any alternative offer).
「Guidelines for Corporate Takeovers」 by METI (일본)
3.1 Upon Receipt of an Acquisition Proposal 3.1.2 Consideration by the Board of Directors The board of directors to which the matter is submitted shall in general give "sincere consideration" to a "bona fide offer." Whether an acquisition proposal corresponds to a "bona fide offer" (an acquisition proposal that is specific, rationale of purpose, and feasible) is one indicator that the board of directors should consider in determining whether it is worth spending the cost and time to give "sincere consideration" to such proposal. These criteria are intended to be used not only at the initial stage of consideration, but also when deciding whether to continue or terminate the consideration at a later stage. For example, by comprehensively considering the factors set forth below, a determination could be made that an acquisition proposal does not constitute a "bona fide offer" if the concreteness, rationale of purpose, or feasibility of the proposal is reasonably doubtful. However, it is important to take care not to arbitrarily interpret the meaning of a "bona fide offer" and simply reject a proposal that may increase corporate value. If there is hesitation over whether an acquisition proposal constitutes a "bona fide offer" or if the outside directors lack expertise in M&A matters, the board of directors should consider obtaining outside advisor's advice based on appropriate management and control of non-public information. (a) Specifics may be reasonably doubtful if: ➢ Acquisition proposal does not specify the details of the purchase price and key transaction terms (b) Rationale of the purpose may be reasonably doubtful if: ➢ Acquisition proposal does not indicate the management strategy after acquiring corporate control ➢ Acquisition proposal is made for the purpose of raising the purchase price of other parties (in situations where there are other competing bidders) ➢ Acquisition proposal is made by competitors for a purpose such as gaining confidential information (c) Feasibility may be reasonably doubtful if: ➢ Acquisition proposal without appropriate financing of the transaction ➢ Acquisition proposal is objectively unlikely to succeed due to the low probability of satisfying the conditions for acquisition, such as regulatory permits and approvals ➢ Acquisition proposal aims to obtain controlling interest in situations where the controlling shareholder is known to have no intent of selling its controlling shares to a third party
「Code on Takeovers and Mergers」 by MAS (싱가포르)
5. FRUSTRATION OF OFFERS BY AN OFFEREE BOARD (생략) NOTES ON RULE 5 (생략) 9. Shareholders' meeting Where shareholder approval is to be sought in general meeting for the taking of a proposed action that falls within this Rule, the board of the offeree company must: (a) obtain competent independent advice as to whether the financial terms of the proposed action are fair and reasonable and the substance of such advice must be made known to its shareholders; (b) consult the Council regarding the date of the general meeting; and (c) send a circular to shareholders containing the following details as soon as practicable after the announcement of the proposed action: (i) full details of the proposed action; (ii) the opinion of the board of the offeree company on the proposed action and the board's reasons for forming its opinion;

- (iii) information about the current status of the offer or possible offer; and
- (iv) any other information necessary to enable shareholders to make an informed decision.

「The Codes on Takeovers and Mergers and Share Buy-backs」 by SFC (홍콩)

2. Independent advice, independent committees and shareholder approval

2.1 Recommendations in relation to an offer

A board which receives an offer, or is approached with a view to an offer being made, must, in the interests of shareholders, establish an independent committee of the board to make a recommendation (i) as to whether the offer is, or is not, fair and reasonable and (ii) as to acceptance or voting. As soon as reasonably practicable, the board must retain a competent independent financial adviser to advise the independent committee in writing in connection with the offer and in particular as to whether the offer is, or is not, fair and reasonable and as to acceptance and voting. The independent committee must approve the appointment of any independent financial adviser before the appointment is made. The independent financial adviser's written advice, including reasons, must be made known to shareholders by including it in the offeree board circular along with the recommendations of the independent committee regarding the offer.

(생략)

「Corporations Act 2001」 (호주)

Chapter 6 — Takeovers

Part 6.5 — The takeover procedure

Division 3 — The target's response

Section 638 — Target's statement content

- (1) A target's statement must include all the information that holders of bid class securities and their professional advisers would reasonably require to make an informed assessment whether to accept the offer under the bid.

(생략)

- (3) A target's statement must contain a statement by each director of the target:

- (a) recommending that offers under the bid be accepted or not accepted, and giving reasons for the recommendation; or
- (b) giving reasons why a recommendation is not made.

자료: 미국 증권거래위원회, 영국 기업인수합병위원회, 일본 경제산업성, 싱가포르 통화청, 홍콩 증권선물위원회, 호주 법무부·재무부, 한화투자증권 리서치센터

[표3] 인수 제안에 관한 미국 기업 이사회 의견 표명 공시 서류(Schedule 14D-9) 예시

UNITED STATES
SECURITIES AND EXCHANGE COMMISSION
Washington, D.C. 20549

SCHEDULE 14D-9

Solicitation/Recommendation Statement
under Section 14(d)(4) of the Securities Exchange Act of 1934

YATRA ONLINE, INC.
(Name of Subject Company)

(생략)

Item 4. The Solicitation or Recommendation

Solicitation/Recommendation

The Board has reviewed the Offer with the assistance of the Company's management and legal and financial advisors and, after careful consideration, the Board has unanimously determined that the Offer is inadequate, undervalues the Company and is not in the best interests of the Company and its shareholders. **Accordingly, the Board unanimously recommends that the Company's shareholders REJECT the Offer and NOT TENDER any Shares pursuant to the Offer.**

(생략)

Reasons for the Recommendation

In reaching the conclusions and making the recommendation described above, the Board consulted with the Company's management and the Company's legal and financial advisors and considered numerous factors, including, but not limited to, the following:

1. The Offer substantially undervalues the Company and would provide a unique benefit to the Offeror at the expense of all shareholders.

After consultation with Wainwright, its financial advisor, the Board believes that the Offer price of \$1.10 per Share does not reflect the intrinsic value of the Company; does not take into account the Company's track record of growth, its market-leading positions in the Indian travel market and its prospects for continued shareholder value creation; and does not reflect a fair premium as compared to valuation metrics of "comparable" publicly-traded companies operating in a similar industry as the Company.

The Offer price implies an aggregate equity value of approximately \$70.4 million for the entire Company. By comparison, the Company's approximately 62.66% indirect interest in Yatra India alone had a market value of approximately INR 10.6 billion (approximately \$110.9 million) based on the closing price of Yatra India's equity shares on the NSE on August 28, 2026, without giving effect to the Company's net cash or other assets. The Offer deprives shareholders from realizing the value differential.

(생략)

이사회가 인수 제안에 반대할 때 제시하는 근거

이사회는 접수된 인수 제안에 대하여 인수 대가의 적정성, 인수를 통해 기대할 수 있는 효과, 인수 목적의 타당성, 자금 조달 및 거래 성사 가능성, 거래 조건의 명확성 및 공정성, 대안의 유무 등을 고려하여 찬성 또는 반대 입장을 취할 수 있다.

[표4] 이사회가 인수 제안에 반대할 때 제시하는 근거

구분	반대 근거
인수 대가	- 제안된 인수 가격이 대상 회사의 내재가치를 현저히 저평가했거나, 경영권 프리미엄 등을 충분히 반영하고 있지 않음 - 인수 대가의 구성상 현금이 차지하는 비중이 상대적으로 낮고 주식 등이 혼합되어 있음 - 지배주주 지분과 소액주주 지분 간 매입 가격이 다름
인수의 이점	- 인수를 통한 시너지가 제한적이거나 미미함 - 제안자가 주장하는 인수를 통한 시너지가 설득력이 떨어지거나 비현실적으로 낙관적임 - 대상 회사가 영위하는 사업에 대한 인수 제안자의 전문성이나 운영 경험이 부족함 - 현 이사회와 경영진이 인수 제안자보다 대상 회사의 장기적 가치를 제고하는 데 더 적합한 역량과 경험을 갖추고 있음 - 대상 회사가 과거 오랜 기간 독자경영으로 성장성, 수익성, 안정성 면에서 견조한 성과를 달성해 왔음 - 인수 제안자와 대상 회사 간 가치, 비전, 경영철학 등의 괴리가 크고, 조직 문화나 시스템이 매우 이질적이라 통합이 어려움
인수 목적 또는 의도	- 인수 후의 경영 전략, 조직 통합 계획, 자본 배분 계획 등이 구체적으로 마련되어 있지 않음 - 인수 제안자가 과거에 다른 회사를 인수한 뒤 단기간에 대규모 인력 감축이나 공장 폐쇄를 단행했거나, R&D 나 유무형자산에 대한 장기 투자를 축소했거나, 핵심자산 매각 등을 통해 단기 이익만 실현하고 Exit 한 이력이 있음 - 대상 회사가 인수 제안자 입장에서 유력한 경쟁사거나, 양사의 제품 서비스가 강력한 대체재 관계여서, 인수 성사 시 제안자가 압도적인 시장지배적 지위를 확보하게 됨 - 수직적 통합을 통한 비용 절감, 유기적 협력 등을 기대하기 힘들고 단순히 경쟁자 제거, 시장지배력 확대만이 예상되는 결과임
자금 조달 능력	- 인수 제안자가 충분한 현금을 보유하고 있지 않거나 대규모 자금을 차입하기에 부적격함 (예: 낮은 신용등급 등) - 인수 제안자의 자산이나 시가총액이 대상 회사를 인수하기에는 소규모임 - 인수 제안자가 최근 매출액 감소, 수익성 악화 등을 겪고 있음 - 자금 조달 능력을 증빙할 자료(예금잔액증명서, 인수금융확약서, 대출의향서, 출자이행약정 등)가 미비함
조건의 명확성 및 공정성	- 인수 조건이 모호하거나 광범위한 해석의 여지가 있음 - 인수 가격, 자금 조달 방식, 인수 후 사업계획 등의 면에서 대상 회사의 주주보다 인수 제안 회사의 주주들에게 편향적으로 유리함 - 인수가 진행되는 동안 대상 회사에 각종 경영상 제한 조치를 가하는 등 대상 회사에 불리한 조항이 포함됨
거래 성사 가능성	- 반독점 규제, 안보상 위협 등으로 인해 정부나 감독당국의 결함 승인을 받을 가능성이 낮음 - 인수 자금 마련을 위한 차입의 규모가 매우 커서 대출을 해준 금융기관의 의지나 자금 사정에 따라 거래가 도중에 무산될 가능성이 높음
기타	- 공개매수 제안 가격이 시가보다 현저히 낮고 청약을 철회하는 데 제약이 있는 등, 방심한 투자자들을 노리는 'Mini-tender Offer'임^주 - 다른 인수 제안자가 제시한 조건이 더 유리함 - 지분 전량을 인수하는 게 아니라 일부 지분만 인수하는 '부분 인수 제안'으로, 소액주주 권익 침해 여지가 있음

주: GE HealthCare 사례 참고

자료: 한화투자증권 리서치센터

인수 제안을 반대한 이사회 사례 (해외)

근래 10년 간의 실제 해외 사례를 조사하여 이사회가 외부로부터의 인수 제안을 반대 또는 거부할 때 어떤 논거를 제시하는지를 살펴보고, 합리적이고 타당한 인수 제안을 판단하는 기준이 무엇일지 탐구해 보았다.

[표5] 인수 제안을 반대한 이사회 사례 (해외)

제안 연도	대상 회사	인수 시도자
2026	Yatra Online	Magna Holdings
2026	GE HealthCare	Potemkin Limited
2025, 2026	Warner Bros. Discovery	Paramount Skydance
2022	Spirit Airlines	JetBlue
2019, 2020	HP	Xerox
2017, 2018	Qualcomm	Broadcom
2017	Unilever	Kraft Heinz
2017	Mattel	Hasbro

자료: 한화투자증권 리서치센터

▶Yatra Online (2026)

개요 Yatra Online은 기업 출장 관련 서비스 제공을 주력으로 하며, 항공편·버스·기차·호텔·액티비티·택시뿐 아니라 홀리데이 패키지·홈스테이·크루즈 여행 등의 예약을 온라인으로 중개하는 사업을 영위하는 인도 소재 회사이다. 미국 NASDAQ, 인도 NSE* 및 BSE**에 상장되어 있다. (*National Stock Exchange, **Bombay Stock Exchange)

지난 8월 19일, 영국령 버진 아일랜드 소재 비상장 유한회사인 Magna Holdings Ltd.가 사전 협의 없이 Yatra Online의 주식 2천만주(발행주식총수의 약 31%)를 주당 1.10달러에 현금으로 매입하겠다는 인수 제안을 발표했다. Yatra 측은 동 발표 전에 Magna 측으로부터 그 어떤 사전 통보나 연락을 받지 못했고 8월 19일 발표를 통해 처음 인수 제안을 인지했다. Magna는 동 발표 전 Yatra의 주식을 전혀 보유하고 있지 않았다.

9월 1일 기준으로 Yatra 측은 Magna 측에 대하여 유의미한 정보를 얻지 못하였다. Yatra 측은 Magna를 실질적으로 지배하는 사람이 누구인지, 동 인수와 관련해 누가 자금을 지원하는지, Magna가 Yatra의 기존 주주와 특정한 관계가 있는지 등을 알지 못한다.

Yatra Online, Inc.의 이사회는 경영진과 논의하고 법률·재무 전문가로부터 자문을 구하는 등 면밀한 검토를 거친 뒤에 지난 9월 1일, Magna Holdings Ltd.의 부분 인수 제안을 만장일치로 반대한다는 의견을 표명하면서, 역시 만장일치로 주주들에게도 해당 인수 제안에 불참할 것을 권고했다.

반대 사유 Yatra Online의 이사회가 Magna Holdings의 인수 제안을 반대하는 근거는 ① Magna Holdings가 제안한 인수 가격이 Yatra Online의 가치를 매우 저평가하고 있으며 경영권 또는 막대한 영향력을 확보하는 데 대한 프리미엄을 포함하고 있지 않다는 점, ② Magna Holdings가 인수 후의 경영 전략, 운영 계획, 자본 배분 계획 등을 명확히 제시하지 않았다는 점, ③ Magna Holdings가 2024년 8월에 설립된 신생회사이고 실체가 있는 사업을 영위한 이력이 없다는 점, ④ Magna Holdings가 자신의 재무제표 및 자금 조달 능력을 증빙할 자료 등을 제출하지 않았다는 점, ⑤ Yatra Online의 지분 전량을 매입하는 것이 아니라 발행주식총수의 25%~31% 수준의 지분을 부분 인수하는 것이어서 소액주주들이 공개매수에 응하더라도 보유 주식을 전부 처분하지 못할 수 있다는 점, ⑥ Magna Holdings가 주식을 대거 매입하면 유통되는 주식 수와 Yatra의 주식을 보유한 주주들의 수가 급감하여 상장 유지 기준을 충족하지 못하게 될 수도 있다는 점, ⑦ Magna Holdings가 제시한 조건들이 포괄적으로 작성되어 제안자가 자의적으로 판단할 여지가 넓고 이 때문에 인수 절차의 불확실성과 리스크가 높다는 점 등이다.

참고로, 인수 시도자가 지분 전량을 인수하는 게 아니라 지분의 일부만 인수할 경우 공개매수에 응한 수량이 인수자가 제안한 수량을 초과하게 되면 각 주주는 안분 비례에 따라 보유한 주식을 부분적으로만 매도할 수 있다. 이 때문에 부분 인수 제안(Partial Tender Offer)은 주주로 하여금 부적절하거나 불리한 조건의 공개매수에 원치 않아도 참여하도록 강압하는 면이 있고, (전량을 처분하지 못하는 바람에) 공개매수가 종료된 후 종전보다 유동성 및 가치가 더 저하된 주식을 보유하게 될 리스크를 안긴다.

▶GE HealthCare (2026)

개요 GE HealthCare는 올해 1월과 3월 각각 Potemkin Limited로부터 소규모 공개매수 제안 (Mini-tender offer)을 받았다. Potemkin 측이 제시한 가격은 시가보다 30% 이상 '낮은' 가격이었다. GE HealthCare는 동 인수 제안에 대해 반대 의사를 표명하고 주주들에게 Potemkin의 매수 제안에 참여하지 말 것을 권고했다.

GE HealthCare는 주주들에게 Potemkin의 제안과 관련해 주식 중개인(증권사) 또는 금융 전문가와 신중하게 상의할 것을 촉구하는 한편, 이미 공개매수에 응한 주주들은 위탁기관에 청약서를 제출한 날로부터 14일 이내에 청약을 철회할 수 있다는 점을 알렸다.

반대 사유 GE HealthCare는 Potemkin 측의 제안가가 현 시가보다 현저히 낮은 가격일 뿐 아니라, Potemkin이 제시한 조건에 따르면 주식 매각 대금을 지급받는 데 상당히 오랜 시일이 걸릴 수 있고, 청약 철회를 할 수 있는 권리에도 제약이 있다는 점을 반대 사유로 들었다.

Potemkin Limited는 GE HealthCare에 이어 올해 4월에는 시가보다 현저히 낮은 가격으로 Prudential Financial과 P&G의 주식을 (소량만) 매입하겠다고 제안하기도 했다. 소규모 공개매수는 대상 회사 지분의 5% 미만을 취득함으로써 미국 증권거래위원회 (SEC)가 요구하는 공시 또는 절차상 의무를 피하는 것을 목적으로 한다. 소규모 공개매수는 (미국 증권 관련 법규에 따라 더 엄격한 규제가 적용되는) 대규모 공개매수에 비해 투자자 권리를 충분히 보호하지 못한다.

SEC는 일찌감치 2008년에, 방심한 투자자들을 노리는 '시가보다 낮은 가격의 Mini-tender Offer'를 조심해야 한다는 글을 게시한 바 있다. 공개매수는 대체로 시가에 프리미엄을 얹은 가격에 진행되므로 일부 투자자들은 현 시가와 공개매수 제안가를 제대로 비교하지 않는 등 충분한 검토 없이 이러한 '저가 소규모 공개매수'에 성급하게 응하는 실수를 할 수 있다.

[표6] GE HealthCare 가 Potemkin Ltd.로부터 제안받은 Mini-tender 조건

	1월 제안	3월 제안
매수 주식 종류	보통주	보통주
매수 수량	100,000주	100,000주
제안 가격	주당 54.20달러	주당 45.80달러
지급 수단	현금	현금
공개매수 개시 추정일 전일 종가	83.09달러	70.25달러

자료: GE HealthCare, 한화투자증권 리서치센터

▶ Warner Bros. Discovery (2025, 2026)

개요 Warner Bros. Discovery(이하 ‘WBD’)의 이사회는 2026년 1월, Paramount Skydance(이하 ‘PSKY’)의 적대적 인수 제안*이 WBD와 주주들의 최선의 이익에 부합하지 않고 Netflix와의 인수합병 계약**에 비해 조건이 더 불리하며 거래 성료 가능성이 불확실하다는 이유로, 만장일치로 PSKY의 제안이 부적절하다고 결론을 내렸으며 주주들에게도 PSKY의 매수 제안을 거절할 것을 권고했다.

(*최초 발표일: 2025년 12월 8일)

(**계약 발표일: 2025년 12월 5일)

그러나 PSKY는 이후에 더 유리한 조건으로 수정된 제안을 제출했고, 2월에 WBD는 Netflix에게 (더 높은 가격으로) 카운터 오퍼를 제시할 것인지 답변을 달라고 요구했다. Netflix는 이 소식을 들은 지 2시간도 채 지나지 않아 WBD 인수전에서 물러나겠다는 입장을 밝혔다. Netflix 측은 (PSKY의 새로운 제안 가격보다) 더 높은 가격에 WBD를 사는 것은 “더 이상 재무적으로 매력적인” 거래가 아니며, “(WBD는) 적절한 가격에 가지면 좋은 것이었지 어떠한 가격에라도 반드시 가져야 하는 것은 아니었다”***라고 덧붙였다.

(***‘nice to have’ at the right price, not a ‘must have’ at any price)

반대 사유 WBD 이사회가 1월에 PSKY의 인수 제안을 반대했던 근거는 [표7]에 정리하였다. WBD 이사회는 PSKY의 제안 내용 자체의 한계점도 지적했지만, 앞서 진행 중이었던 Netflix와의 인수합병 계약 조건과 비교하면서 반대 사유를 구체적으로 설명했다는 점이 특기할 만하다.

[표7] 1월 당시 WBD 이사회의 PSKY 인수 제안 반대 사유

구분	상세 내용
PSKY의 제안을 받아들임으로써 얻을 수 있는 가치가 제한적임	· (기체결된) Netflix와의 인수합병 계약에 따라 WBD 주주들은 (WBD 주식 한 주당) 23.25달러의 현금과 4.50달러에 상당하는 Netflix 보통주를 지급받을 예정임. Netflix 보통주는 추가적인 가치를 창출할 잠재성이 있음 · PSKY의 제안을 수용하면 Netflix와의 계약을 파기해야 하는데 이 경우 Netflix에 28억 달러의 위약금을 지불해야 함. 또한 PSKY의 제안에는 (중전에 계획됐던) 리파이낸싱을 위한 부채 교환을 PSKY의 동의 없이는 진행하지 못하도록 하는 조건이 있는데, 이에 따라 15억 달러의 수수료와 약 3억 5천만 달러에 이르는 추가 이자비용이 발생할 수 있음. 이에 WBD가 부담해야 할 총 비용은 약 47억 달러(주당 1.79달러)에 달할 것으로 예상됨
PSKY가 거래를 성료시킬 수 있을 지 불확실함	· PSKY의 시가총액은 140억 달러인데 WBD를 인수하는 데에는 약 947억 달러가 필요함. PSKY는 이 자금 조달을 위해 500억 달러 이상의 추가 부채를 차입할 계획임 · PSKY는 '투기(Junk)' 신용등급을 받았으며 잉여현금흐름도 마이너스를 기록하고 있음 · 반면, Netflix의 시가총액은 4천억 달러에 달하며 신용등급도 A/A3로 우량함. 2026년 예상 잉여현금흐름은 120억 달러 이상으로 추정됨
PSKY가 인수를 성공시키지 못할 경우 WBD 주주들이 입게 될 손실이 큼	· PSKY의 제안에 따르면 인수 절차가 진행되는 동안 PSKY가 WBD에 각종 경영상 제한 조치를 부과하는 조건이 있는데, 여기에는 예전부터 계획됐던 Discovery Global과 Warner Bros. 간 분할을 금지하는 것까지 포함됨. 이러한 조치들은 WBD의 재무 여건이나 시장 내 경쟁력을 훼손할 수 있을 뿐 아니라 핵심 인력 유지, 사업 간 전문성 강화 및 (사업부문 간) 위험 분리 등을 어렵게 만들 수 있음 · PSKY의 인수가 최종 무산될 경우 WBD가 받게 될 위약금은 11억 달러인데 이는 전체 거래 지분 가치의 1.4%에 불과하며 인수 절차가 진행되는 동안 WBD가 입을 수 있는 사업상의 손실을 충분히 보상하지 못함 · 반면 Netflix와의 인수합병 계약을 추진하는 과정에서는 Discovery Global과 Warner Bros. 간 분할이 금지되지 않으며, 만일 정부 규제 등 때문에 Netflix와의 인수합병이 마무리되지 못하더라도 WBD는 58억 달러의 위약금을 받음
Netflix와의 인수합병 계약과 비교했을 때 WBD 주주들에게 더 득이 될 것이 없음	· WBD의 이사회, 경영진, 자문기관 등은 수 개월에 걸친 논의를 통해 PSKY에게 제안을 개선할 방향성과 요구사항을 명확하게 전달함. 그럼에도 불구하고 PSKY 측의 제안에는 이전에 지적된 결함들이 수정 또는 개선되지 않았고 WBD의 주주를 위한 최선의 조건을 담고 있지 않음

자료: Warner Bros. Discovery, 한화투자증권 리서치센터

▶ Spirit Airlines (2022)

개요 항공사 Frontier는 2022년 2월, 초저가 항공사 Spirit Airlines의 주식을 주당 약 21.66달러에 매입하겠다는 제안을 했다. JetBlue는 이에 맞서 4월에 Spirit 인수 가격으로 주당 33달러를 제시하는 한편 만일 반독점 규제 때문에 거래가 파기될 경우 2억 달러의 위약금(주당 1.8달러)을 지불하겠다는 조건도 나중에 추가했다. JetBlue와 Frontier 모두 Spirit과의 합병을 통해 미국 항공 여객 시장의 80% 가량을 차지하는 Big 4 항공사들에 맞서 경쟁력을 강화할 수 있다는 점을 내세웠다. 그러나 5월에 Spirit 이사회는 JetBlue의 주당 33달러 인수 제안을 거부했다.

Spirit의 이사회 의장은 JetBlue에 보낸 서신에서 인수 제안을 반대하는 이유로 거래가 무산될 위험이 높고 JetBlue의 제안 내용이 실현 가능성이 희박하다는 점을 언급했다. Spirit 측은 2021년 9월에 미국 법무부가 반독점 규제와 관련해 JetBlue와 American Airlines의 '동북 동맹(Northeast Alliance)'을 해체하라며 JetBlue에 소송을 제기했다는 점에 우려를 표했다. Spirit 측은 JetBlue와 American Airlines 간 동맹이 유지되는 한 Spirit과 JetBlue의 합병이 정부의 승인을 받을 가능성이 낮다고 보았다. 이에 더해, 대형·고가 항공사가 저가 항공사를 인수합병함에 따라 미국 시장에서 저렴한 항공편 및 여객 서비스의 공급이 절반 가까이 감소하는 것을 법무부와 법원이 가만히 두고 보지는 않을 것이라는 의견을 덧붙였다.

2024년 1월, 매사추세츠 지방법원은 Spirit과 JetBlue 간 합병이 반경쟁적 행태나 상황으로부터 미국 시장과 소비자를 보호하겠다는 반독점법의 취지를 중대하게 훼손한다는 이유로 해당 거래를 중단할 것을 명했다. 법무부는, 만일 JetBlue가 주요 경쟁사인 Spirit을 인수하게 되면 항공권 가격이 오르고 승객들의 선택의 폭이 좁아지게 될 것이라는 점을 강조했다. 결국 2024년 3월, JetBlue는 38억 달러 규모의 Spirit Airlines 인수를 포기한다고 공표했다.

참고로, Spirit Airlines는 2026년 5월, 미국 정부와의 구제 금융 협상이 결렬되면서 파산했다.

반대 사유 동종업계 경쟁사 간 합병은 시장 내 독과점 심화와 이에 따른 경쟁 제한 우려로 인해 정부가 승인하지 않는 경우가 많다. 특정 업종에서 대형 기업에 시장지배력이 집중되면 제품이나 서비스의 가격이 과도하게 인상되거나 소비자가 선택할 수 있는 대체재의 폭이 축소되는 결과를 초래할 수 있다.

Spirit의 이사회는 JetBlue의 인수 제안이 독점 금지 규제 때문에 정부와 법원의 문턱을 통과하지 못할 것이라는 점을 미리 예견하고 해당 인수 제안을 반대했다.

▶HP (2019, 2020)

개요 Xerox의 CEO는 2019년 11월에 HP 이사회에 HP를 인수하겠다는 제안을 보냈다. 거래 규모는 약 335억 달러로, 주당 22달러(현금 17달러와 Xerox 주식 0.137주)의 인수 가격을 내걸었다. 이 가격은 당시 HP 주가에 약 20%의 프리미엄을 더한 가격이었다. Xerox 측은 제안의 이유로 생산시설 확대, 공급망·유통망의 결합, R&D 기능 등 사내 부서의 통합을 통한 ‘비용 절감’을 강조했다.

HP 이사회는 동 제안을 받은 날로부터 12일 후에 해당 인수 제안이 HP의 가치를 저평가했고 HP 주주들의 최선의 이익에 부합하지 않는다는 이유로 Xerox의 제안을 만장일치로 반대한다는 입장을 표명했다. HP 이사회는 현 이사회가 HP의 장기적 가치를 제고하는 데 적합한 전략과 역량을 보유하고 있다는 점을 피력했다. 또한 현 이사회와 경영진이 자기주식 매입, 가치창출형 M&A 추진 등을 통해 주주가치를 향상시킬 계획이 있음을 밝혔다. 아울러, Xerox가 (인수 제안 시점 기준) 최근 매출액이 감소하였다는 점과 인수합병을 통해 실현 가능한 시너지에 대해서는 엄격하고 철저한 분석이 필요하다고 덧붙였다.

Xerox는 이듬해 2월에 주당 24달러(현금 18.40달러와 0.149 Xerox 주식)로 인수 가격을 높여 다시 HP 인수에 도전했다. 그러나 2020년 3월, HP 이사회는 독립적인 금융·법률 전문가로부터 자문을 받은 후 Xerox의 인수 제안에 만장일치로 반대한다는 입장을 밝힘에 더불어 HP 주주들에게 Xerox의 제안에 응하지 말 것을 권고했다.

반대 사유 2020년 3월에 HP 이사회가 Xerox의 인수 제안을 거절하고 주주들에게 Xerox에 주식을 팔지 않도록 권고하면서 내세운 사유들은 아래 [표8]에 상세히 정리하였다.

[표8] HP 이사회인 인수 제안 반대 사유

- Xerox의 제안은 HP 주주들에게 새로운 가치를 제공하는 것이 없으며 Xerox의 주주들에게 더 유리함
- Xerox는 인수 자금 마련을 위해 HP의 자산 등을 이용할 계획임
- Xerox의 제안은 HP의 자산가치는 물론 전략적·재무적 가치 창출 잠재성을 반영하지 못하고 HP를 상당히 저평가함
- HP는 기업 운영 및 재무적 측면에서 줄곧 견조하고 일관적인 성과를 증명해 옴
- HP의 이사회는 HP의 독자적인 경영 계획으로 탁월한 가치 창출이 가능하다는 확신을 가지고 있음
- HP의 탄탄한 재무 구조와 재무적 유연성은 가치 창출을 위한 다양한 수단을 제공함
- Xerox 측은 비현실적으로 낙관적인 시너지를 전제하고 있는데, Xerox의 제안에 따르면 인수를 완료하기 위해서는 과도한 부채에 의존해야 하며, 결과적으로 HP 주주의 가치를 Xerox 주주에게로 이전하고 HP의 기업가치를 훼손할 것으로 예상됨
- Xerox 측이 추정한 인수에 따른 시너지(비용 절감 등)가 현실적으로 달성 가능한 수준을 넘어서며
- Xerox가 지급하는 인수 대금에는 (현금뿐 아니라) Xerox의 주식 등이 포함되어 있는데 이 주식의 가치는 불확실성이 크고 (하락) 리스크가 있음
- Xerox는 HP가 영위하는 주요 사업(컴퓨터 관련 제품 및 솔루션, 홈 프린팅, 3D 및 디지털 제조 등)을 운영한 경험이 없음
- Xerox의 매출은 지속적인 하락세를 나타내고 있으며, 최근 Fuji-Xerox 합작법인의 지분을 매각한 행보는 Xerox의 경쟁력과 시장 내 입지에 대한 우려를 야기함
- Xerox는 장기적 가치 창출 기회나 가능성을 희생하여 비용을 절감해 온 것으로 보여지며, R&D에 대한 투자에도 소홀하였음
- Xerox가 내건 인수 조건들의 방대한 양이나 복잡한 내용들이 불확실성과 리스크를 더하고 있음

- Xerox는 HP의 2020년 정기주주총회에 이사회 전체 후보를 상정하는 등 조급하게 인수 절차를 추진하고 있는데, 이는 Xerox의 본업 쇠퇴를 HP 인수로 만회하려는 의도를 방증함
- Goldman Sachs와 Guggenheim Securities에게 자문을 구한 결과, Xerox가 제시한 인수 가격이 Xerox 측을 제외한 나머지 HP 주주들에게 재무적 관점에서 불충분하다는 의견을 받음

자료: HP, 한화투자증권 리서치센터

▶ Qualcomm (2017, 2018)

개요 2017년 11월과 2018년 2월 두 차례에 걸쳐 Broadcom은 Qualcomm를 인수하겠다는 제안을 했다. 인수 규모는 1,170억 달러에 달했다. Qualcomm 이사회는 해당 인수 제안에 대해 만장일치로 반대 의견을 표명했다. Broadcom은 당시 Qualcomm의 이사회를 Broadcom 측 사람들로 교체하려는 시도도 했다.

2018년 3월, 미국 외국인투자심의회(Committee on Foreign Investment in the United States, CFIUS)는 싱가포르에 본사를 두고 있는 Broadcom의 Qualcomm 인수가 안보에 위협적이라는 우려를 표하였고, 이에 트럼프 대통령이 행정명령을 통해 해당 인수합병을 공식적으로 금지했다.

반대 사유 Qualcomm 이사회가 내세운 반대 사유는 Broadcom이 제안한 인수 가격이 반도체 및 통신 산업에서의 Qualcomm의 위상과 미래 성장성을 제대로 반영하지 못한 저평가된 가격이었다는 점, 현 이사회와 경영진이 Broadcom보다 주주가치를 더 유의미하게 제고할 수 있다는 확신, 해당 거래가 규제를 충족하지 못하거나 위반할 가능성이 높고 거래가 도중에 파기될 경우 (재무나 평판 등에서의) 손실이 막대하다는 점 등이었다.

미국 외국인투자심의회(CFIUS)는 외국인이 미국 기업에 투자하거나 인수합병을 시도할 때 이러한 거래가 국가 안보에 미치는 영향을 심사하는 재무부 산하 기관이다. 심사 결과 국가 안보에 위협이 된다고 판단되면 거래를 조건부로 승인하거나 거래를 금지 또는 중단할 권한을 보유하고 있다. CFIUS는 ① 만일 Broadcom이 Qualcomm을 인수하게 되면 인수 자금 목적으로 차입한 부채를 갚기 위해 합병 이후 R&D 투자를 감축하게 될 것이고 이는 5G 기술 분야에서의 Qualcomm의 선도적 지위를 취약하게 만들어 Huawei와 같은 중국 기업들이 수혜를 입게 될 것이라는 점, ② Qualcomm이 국방부 등 미국 정부기관에 IT 및 사이버 기술과 서비스를 제공하는 업체라는 점, ③ Broadcom이 과거에 다른 회사를 인수한 후 실제로 R&D 투자를 삭감했던 전례가 있다는 점 등을 들어 해당 거래가 미국 안보에 위협이 될 수 있다고 판단했다.

▶Unilever (2017)

개요 Kraft Heinz는 2017년 2월 16일 목요일에 Unilever를 약 1,430억 달러에 인수하겠다는 제안을 했고, Unilever는 양사 간 결합이 재무적으로나 전략적으로나 아무런 실익이 없다며 익일인 17일 금요일에 동 제안을 바로 거절했다. Kraft Heinz가 제시한 인수 가격은 Unilever 주식 1주당 50달러 수준으로, 이는 Unilever의 당시 주가에 약 18%의 프리미엄을 더한 금액이었다.

Kraft 측은 Unilever를 우호적으로(friendly) 인수하려는 의도였다고 밝혔으나 양사 간부들 간 논의 결과 Unilever가 이를 받아들일 의향이 전혀 없어, 만일 Kraft가 굳이 Unilever를 손에 넣고자 한다면 천문학적인 금액이 필요한 적대적 인수합병의 길을 택하는 수밖에 없었다. Kraft는 인수 제안 발표 후 불과 55시간 만에 해당 안을 철회했다.

당시 Kraft Heinz의 주요주주는 워런 버핏(버크셔 해서웨이)과 브라질의 사모펀드 3G Capital이었는데, 3G는 구조조정 등을 통해 사정없이 비용을 절감하는 것으로 악명 높았다. 반면, Unilever는 순이익을 다소 희생하더라도 사회적 책임 및 환경 분야에서 올바른 행동을 실천하는 것을 중시하는 회사였다.

반대 사유 Unilever 측은 Kraft가 제안한 인수 가격이 Unilever의 내재가치를 저평가했다고 보았다. 이에 더해 브라질의 3G Capital의 지배 하에 있는 Kraft의 경우 공격적·단기지향적인 비용 절감, 제로베이스 예산 편성*, 거침없는 이익률 확대 등을 추구하는 반면, Unilever는 지속가능경영, 이해관계자 권익, 사회적 책임을 우선하는 조직 문화가 자리 잡고 있었기에, Unilever는 양사 간 통합이 기존의 경영철학과 사업모델을 훼손할 것이라 판단했다.

(*전년도 예산을 토대로 일부 조정만 가하는 방식이 아닌, 매년 개별 자출 항목을 전면적으로 재검토하여 삭감 여부 등을 결정하는 방식)

한편, 영국 정치권과 노동조합도 영국의 유서 깊은 대표 기업이 해외 기업의 손에 넘어간다는 점과 인수합병 후 대규모 인력 감원 등을 우려하며 Kraft의 인수 제안에 반대했다. Kraft가 Unilever 인수를 제안한 2017년의 바로 전 해인 2016년에, 테레사 메이 장관은 영국 기업들을 노리는 해외 자본의 약탈적인 인수 시도를 막고자 ‘적절한 전략’을 시행하겠다는 계획에 더불어, 특히 인수자가 영국에 공장과 일자리를 유지하지 않거나 신설·창출하지 않으면 더욱 엄격히 감독하겠다고 공언하기도 했다.

▶Mattel (2017)

개요 Mattel은 바비(Barbie) 인형 제조업체이다. 2017년 11월, Mattel의 경쟁사인 완구 제조 업체 Hasbro*는 Mattel을 인수하겠다는 제안을 했고 Mattel의 이사회가 이를 거절했다. Hasbro가 제시한 인수 가격이 정확히 얼마인지는 알려지지 않았다.

(*트랜스포머, 파워레인저, 플레이도(Play-Doh), 모노폴리, 던전 앤 드래곤, G.I. Joe(지아이조), Nerf 등의 IP와 스타워즈, 마블 등에 대한 완구 제조 라이선스 보유)

1996년에는 역으로 Mattel이 Hasbro에게 인수 제안을 했던 역사가 있다. 그 해 1월, Mattel은 경쟁사 Hasbro를 52억 달러에 인수하겠다는 제안을 했고 Hasbro가 이를 거절했다. 두 회사는 그 전 해 4월부터 인수합병에 대해 논의해 온 것으로 알려졌다. 당시 Mattel은 양사 인수합병의 시너지로 효율성 제고, 글로벌 마케팅 역량 강화 등을 꼽았으며, 통합 첫 해에 최소 1억 달러의 비용 절감도 기대할 수 있을 것이라 주장했다.

반대 사유 2017년 제안과 관련하여, Mattel 측은 Hasbro의 제안이 Mattel의 기업가치를 저평가했다는 점과 반독점 규제에 따라 감독당국이 두 회사의 결합을 승인하지 않을 리스크를 충분히 고려하지 않았다는 점을 반대 사유로 언급했다. 당시 두 회사의 합산 연 매출액은 약 100억 달러에 달했는데 그나마 비교 대상이 될 수 있는 LEGO도 2017년 상반기 매출액이 약 24억 달러(단순 연 환산 시 50억 달러 미만)에 불과했다.

그러나 일각에서는 Mattel은 주로 여아向 브랜드를 보유하고 있고 Hasbro는 주로 남아向 브랜드를 보유하고 있기 때문에 양사는 경쟁 관계라기보다는 보완 관계라는 점, 중국 등 해외에 있는 생산 시설 공유 및 잉여 시설 통합을 통한 비용 절감이 가능하다는 점 등을 들어, 해당 인수합병이 타당하다고 보는 의견도 있었다.

진지하고 실현 가능성 높은 인수 제안 가려내기

한국형 베어허그법의 초석 다지기 오기형 의원이 9월 3일에 발의한 자본시장법 개정안에는 이사회가 독립적이고 전문적인 판단 절차를 거쳐 의견을 표명해야 하는 ‘주주에게 중대한 영향을 미치는 공개매수’를 판단하는 기준이 구체화되지 않았다. 추후 시행령 개정안으로 이 판단 기준을 공개할 것으로 예상되는데, 기준의 초안을 마련할 때 본 보고서에서 살펴본 해외 이사회의 반대 사유들을 참고할 수 있을 것이다.

대상 회사의 장기적 가치 제고가 궁극적 목적인, ‘진지한’ 제안인가 정리해고나 핵심자산 매각을 통해 단기 시세 차익을 얻고 떠나는 것이 목적인 약탈적 인수 제안인지, 피인수기업 본업 경쟁력 강화를 통해 기업가치를 장기적으로 극대화하고자 하는 ‘진지한’ 인수 제안인지를 판단하기 위해서는, 두 회사의 사업 간 수직적 통합 가능성 · 경영 자원 공유 · 효율성 제고 효과가 있는지, 인수 제안자가 대상 회사의 미래 성장성 및 경영권 프리미엄을 반영한 적절한 인수 가격을 제시하고 있는지, 인수 후의 사업 방향성이 뚜렷하고 구체적인 운영 계획이 있는지, 인수자의 과거 인수 사례를 보았을 때 장기간 피인수기업을 진지하게 운영해 왔는지 등을 점검해 볼 수 있다.

실현 가능성이 있는가 인수 제안을 받은 대상 회사의 이사회는 인수자가 인수 자금을 조달할 능력이 있는지를 반드시 확인해야 한다. 인수하려는 의지는 강하지만 자금 조달 능력·능력이 충분치 않은 인수자가 있을 수 있다. 이 경우 차입매수(LBO)를 추진할 가능성이 높는데, LBO에 대해서는 보수적인 잣대를 적용해야 한다. 인수자에게 자금을 빌려주는 금융기관 등에게 지나치게 의존하게 되고, 인수기업(인수자)뿐 아니라 피인수기업의 경영성과나 재무상태, 그리고 업황, 자금 조달 환경 등이 변하면 예상치 못한 차질이 빚어질 수 있다.

한편, 동종업계 내 상위 경쟁사 간 인수합병의 경우 일정한 거래 분야에서의 경쟁이 제한됨에 따라 제품 및 서비스의 가격 인상, 선택지 축소, 품질 저하 등을 야기할 수 있어, 공정거래위원회 등 감독당국이 결합을 승인하지 않을 위험이 있다. 인수 절차가 개시되면 양측이 모두 만족하는 거래 조건을 도출하기 위한 복잡한 분석과 수 차례에 걸친 협상이 진행될 수밖에 없고, 여기에는 상당한 인적·시간적·재무적 자원이 투입되게 마련이다. 열정적으로 인수 거래를 추진하는 와중에 외부 요인으로 거래가 무산되어 버리면 인수 시도자와 대상 회사 모두 쓰라린 손실을 입게 된다. 본격적으로 인수 절차에 착수하기 전에 인수 제안자와 대상 회사의 규모, 시장 점유율, 해당 산업에 고유한 규제 환경 등을 면밀히 검토해, 법규 위반(또는 미충족)이나 감독당국 승인 거부로 인해 거래가 결렬될 리스크를 차단해야 한다.

[Compliance Notice]

(공표일: 2026년 09월 17일)

이 자료는 조사분석 담당자가 객관적 사실에 근거해 작성하였으며, 타인의 부당한 압력이나 간섭없이 본인의 의견을 정확하게 반영했습니다. 본인은 이 자료에서 다른 종목과 관련해 공표일 현재 관련 법규상 알려야 할 재산적 이해관계가 없습니다. 본인은 이 자료를 기관투자자 또는 제3자에게 사전에 제공한 사실이 없습니다. (임수진)

저희 회사는 공표일 현재 이 자료에서 다른 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.