

고려아연 사례로 살펴본 경영권 분쟁과 기업지배구조에 대한 고찰*

신재은**

최근 국내 기업들의 경영권 분쟁이 지속적으로 증가하고 있으며, 이에 대한 법적·제도적 대응이 중요한 과제로 부각되고 있다. 특히, 고려아연의 경영권 분쟁 사례는 단순한 주주 간 경영권 다툼을 넘어 국내 산업 경쟁력, 금융당국의 규제, 재계 전반의 거버넌스 문제와 맞물려 논란이 확산되고 있다. 본 연구는 고려아연과 영풍·MBK파트너스 간의 경영권 분쟁 사례를 제시하고, 이를 통해 경영권 방어 수단 및 기업지배구조와 관련된 주요 쟁점을 도출한다.

본 연구에서는 먼저 경영권 방어 수단에 대한 선행연구를 제시하고, 경영권 방어 수단의 필요성에 대한 찬반 입장을 제시한다. 반대 측에서는 기업 경영권 시장에서의 인수합병(M&A)이 외부 기업지배구조 메커니즘 중 하나로 기업가치를 제고하는 역할을 할 수 있는데, 방어 수단이 이러한 활동을 억제할 수 있다고 본다. 반면, 찬성 측에서는 국내 기업 환경에서 경영권 공격이 용이한 반면 방어 수단은 부족하다는 점을 지적하며, 방어 장치를 도입함으로써 경영진이 안정적으로 경영과 투자에 집중할 수 있도록 해야 한다고 주장한다. 또한, 본 연구는 기업지배구조 개선을 위한 '기업지배구조 보고서 가이드라인'의 핵심지표를 검토한다. 한국거래소의 기업지배구조보고서 가이드라인에서 제시하는 핵심지표는 경영 투명성 판단지표로 활용되고 있지만, 단순한 핵심지표 준수율로는 기업지배구조의 우수성을 평가하기 어려운 점을 논의한다. 이와 더불어, 고려아연 사례는 집중투표제 도입 여부, 금산분리 규제의 확장 필요성 등 다양한 법적·제도적 논의를 촉발했다. 본 연구는 이러한 쟁점을 소개함으로써, 학계와 실무에 유의미한 시사점을 제공하고, 향후 기업지배구조 개선 및 경영권 보호 제도 정비를 위한 정책적 방향성을 모색하는 데 기여하고자 한다.

주제어: 경영권 분쟁, 경영권 방어 수단, 기업지배구조

1. 서론

본 연구에서는 고려아연과 영풍·MBK파트너스 간의 경영권 분쟁 사례를 바탕으로 기업지배구조와 경영권 방어 수단에 대한 논의를 전개하고자 한다. 국내에서 기업 경영권을 둘러싼 분쟁이 지속적으로 발생하고 있다. 2024년 한 해 동안 상장사의 경영권 분쟁 관련 소송 공시는 87개사 315건으로 집계되었으며, 이는 최근 5년 내 가장 높은 수준을 기록한 수치다(대한상공회의소, 2025). 기존의 경영권 분쟁

은 주로 중견·중소기업에서 발생하는 경우가 많으나, 고려아연은 자산 규모 10조원을 넘기는 대기업이며, 비철금속 산업 등 국가 기간산업을 영위하고 있다는 점에서 더욱 주목받고 있다. 특히, 이번 사례는 단순한 주주 간 경영권 다툼을 넘어 국내 산업 경쟁력, 금융당국의 규제, 재계 전반의 거버넌스 이슈와도 맞물리면서 언론과 금융당국, 재계의 높은 관심을 받고 있다.

경영권을 둘러싼 대립에서 양측은 모두 '주주가치 제고'를 명분으로 내세우고 있다. 고려아연 측은 영풍·MBK파트너스의 공개매수가 기업가치에 부정

논문접수일: 2025. 03. 17. 1차 수정본 접수일: 2025. 03. 27. 게재확정일: 2025. 03. 30.

* 이 논문은 2025년도 한국기술교육대학교 교수 교육연구진흥과제 지원에 의하여 연구되었음.

본 연구의 <Teaching Note> 작성 과정에서는 익명의 심사위원으로부터 유익한 조언을 받았으며, 문구의 수정 및 편집에는 생성형 AI 도구(OpenAI, 2024)를 활용하였습니다.

** 한국기술교육대학교 산업경영학부 조교수(jeshin@koreatech.ac.kr), 제1저자

적인 영향을 미칠 것이라고 주장하며 경영권 방어를 위한 조치로 자사주 매입을 단행했다. 2025년 1월에는 손자회사 SMC를 활용해 순환출자 고리를 형성함으로써 영풍 측의 지분(25.42%)에 대한 의결권을 제한했다. 반면, 영풍·MBK파트너스 측은 고려아연의 자사주 공개매수가 현 경영진의 경영권 방어를 위한 것으로, 회삿돈을 동원해 고가의 자사주를 매입하는 행위가 기업에 재정적 부담을 초래하고 배임에 해당한다고 지적했다. 특히, 영풍 측 의결권 제한의 원인이 된 SMC의 영풍 주식 매수는 개인적 이해관계에 따라 이루어진 것으로, 회사에 손해를 끼쳤다는 점을 강조했다. 고려아연과 영풍·MBK파트너스 간의 경영권 분쟁은 자금력을 동원한 '쩐의 전쟁'을 넘어 소송전으로 확산되며 장기화되고 있다. 이 과정에서 기업 경영의 불확실성이 커지고, 국가 경제적으로 소모적인 상황이 지속되는 만큼, 향후 법적·제도적 개선 방안에 대한 논의가 필요할 것으로 보인다.

경영권 인수 위협은 기관투자자 및 외국인투자자의 적극적인 개입과 맞물려 기업지배구조 개선을 촉진하는 외부적 압력 요소로 작용할 수 있다. 그러나 단순히 경영권 분쟁이 발생하고 경영권이 이전된다고 해서 반드시 기업지배구조가 개선된다고 보기는 어렵다. 오히려, 잦은 경영권 분쟁은 기업의 불확실성을 증대시키고, 경영진이 본업보다 분쟁 대응에 집중하게 만들어 기업 운영의 비효율성을 초래할 위험이 있다. 이는 기업 가치의 하락을 유발할 뿐만 아니라, 장기적으로 투자자 신뢰에도 부정적인 영향을 미칠 수 있다.

국내 기업들은 경영권 방어 수단이 제한적이라는 문제를 안고 있다. 현행 법제도하에서 기업이 활용할 수 있는 주요 경영권 방어 수단은 자사주 매입에

한정되어 있다. 초다수결의제나 황금낙하산과 같은 방어 수단이 정관을 통해 규정될 수 있지만, 법적 리스크로 인해 상장 기업에서는 실질적으로 무력화되고 있는 실정이다. 먼저, 초다수결의제는 주주총회에서 기존 경영진을 해임하는 데 필요한 결의 요건을 일반적인 상법상 기준보다 강화하는 제도로, 상법에서는 정관 변경을 위한 특별결의 요건을 출석 주주의 3분의 2 이상, 발행주식총수의 3분의 1 이상 찬성으로 규정하고 있지만, 초다수결의제는 이보다 더 높은 기준을 요구한다. 그러나 법원은 이 제도가 주주 평등 원칙에 위배된다고 판단하여 원칙적으로 허용할 수 없다는 판결을 내린 바 있다. 황금낙하산은 적대적 M&A로 인해 대표이사 등 경영진이 해임될 경우 고액의 퇴직위로금을 지급하는 제도로 인수기업의 M&A 비용을 높이는 효과가 있다. 하지만, 기업에 과도한 보상금 지급의 의무를 지우고 대주주나 경영자의 사적이익 추구 수단이 될 수 있다는 비난에 직면하기 때문에 도입하기 어려운 상황이다.¹⁾ 결과적으로, 국내 기업들에게 경영권 방어 수단이 매우 제한적이며, 법적 리스크와 사회적 제약으로 인해 추가적인 방어 전략을 활용하기 어려운 구조적 한계를 안고 있다.

이러한 상황에서 차등의결권(Dual-Class Shares)과 포이즌 필(Poison Pill)과 같은 경영권 보호 장치의 도입 필요성이 언론과 산업계에서 제기되고 있다. 대한상공회의소(2025.02)는 '최근 경영권 분쟁 특징과 시사점 연구 보고서'에서 경제계의 제언 중 하나로 선진국 사례를 참조하여 차등의결권(소수주주권) 및 신주인수선택권(포이즌 필)을 도입하도록 하는 것을 포함했다. 차등의결권이란 주식 1주당 복수의 의결권을 부여하는 것으로 지배주주 입장에서 차등의결권 주식을 지니고 있으면 의결권 희석에 대한

1) 머니S(2024, 12월 24일), "적대적 M&A 막기 위해선 '규제·방어 수단 강화' 모두 필요".
<https://www.moneys.co.kr/article/2024122411105289327>

우려 없이 자금을 조달할 수 있다. 포이즌 필은 특정 투자자(인수자)의 지분이 일정 수준을 넘어서면 기존 주주들에게 시장 가격보다 훨씬 낮은 가격에 신주를 매입할 수 있는 권리를 부여하는 제도로 인수자의 지분율을 희석시킬 수 있다. 해외의 경우를 살펴보면 차등의결권은 미국, 일본, 영국, 프랑스 등에서 인정하고 있고, 포이즌 필은 미국과 일본, 프랑스 등에서 인정하고 있다.

본 연구는 경영권 시장 및 경영권 방어 수단에 대한 선행연구를 검토하고, 고려아연의 경영권 분쟁 사례를 소개한 뒤, 해당 사례가 촉발한 기업지배구조의 주요 쟁점을 도출한다. 먼저, 기업의 경영권 방어 수단의 필요성에 대한 논의를 소개한다. 경영권 방어 수단에 대해 반대하는 입장에서는 기업 경영권 시장에서의 인수합병(M&A)이 외부 기업지배구조 메커니즘 중 하나로 기업가치를 제고하는 역할을 할 수 있는데, 방어 수단이 이러한 활동을 억제할 수 있다고 본다. 찬성하는 입장에서는 국내에서 경영권 공격이 용이한 반면 방어는 어려운 구조적 문제가 있으므로, 방어 수단을 도입해서 경영진이 경영과 투자에 집중하도록 해야 한다고 주장한다. 다음으로, 한국거래소에서 제시하는 '기업지배구조 보고서 가이드라인'의 핵심지표를 검토한다. ESG(Environmental, Social, and Governance) 경영의 부상과 국내 주식시장의 저평가 현상이 맞물려 국내 기업의 지배구조 개선 필요성이 꾸준히 제기되고 있다. 그러나 '우수한 지배구조'의 개념과 기준에 대해서는 여전히 명확한 합의가 이루어지지 않았다. 한국거래소는 기업 경영의 투명성을 개선하고 보고서의 비교가능성을 높이기 위해 '기업지배구조 보고서 가이드라인'을 제시하고 있으나, 해당 가이드라인에서 요구하는 핵심지표를 충족하는 것이 곧 우수한 지배구조를 의미하는지는 논의가 필요하다. 예를 들어, 고려아연의 경우 2024년 기준 가이드라인에서 제시하는 핵심지표의 준수율이 80%에 달해 자산 2조 원 이상 기업의

평균 준수율보다 높은 수준을 보였다. 그러나, 기존 경영진의 경영권 보호를 위한 의사결정이 이루어지고, 이사회가 이를 그대로 따르는 상황을 고려할 때, 단순한 준수율만으로 고려아연의 지배구조가 우수하다고 평가하기는 어렵다. 아울러, 고려아연 사례는 집중투표제를 도입해야 하는지에 대한 논의, 현행 금산분리 제도를 금융자본의 산업자본 지배 제한으로 확장해야 한다는 논의 등 다양한 법적·제도적 쟁점을 촉발했다. 본 연구는 이러한 쟁점을 조망함으로써, 학계와 실무에 유의미한 시사점을 제공하고, 나아가 기업지배구조 개선을 위한 정책적 방향성을 모색하는 데 기여할 것으로 기대한다.

본 연구는 다음의 순서로 진행된다. 제2장에서는 경영권 방어 관련 선행연구를 조사하고, 제3장에서는 고려아연의 회사 개요와 경영권 분쟁일지를 정리한다. 제4장에서는 해당 사례가 촉발시킨 기업지배구조 관련 논의사항을 검토하고, 제5장에서 결론을 제시한다.

II. 경영권 보호 장치에 대한 선행연구

기업지배구조는 대리인 비용을 방지하고 주주가치 극대화를 위해 경영자에게 행해지는 총체적 감시체제와 동기부여체제를 일컫는다(Shleifer & Vishny, 1997). 기업지배구조 장치로는 기업의 주요 경영사항을 감시하는 이사회, 경영진 등 이사를 선임하는 주주총회, 기업성과와 연계된 경영자 보상제도 등과 같은 내부지배구조와 기관투자자, 외국인투자자와 같이 기업 외부에서 감시하는 역할을 하는 외부지배구조가 있다. 기업 경영권 시장에서의 인수합병(M&A)도 외부 기업지배구조 메커니즘 중 하나로, 경영자가 기업가치를 극대화하지 못하거나 비효율적인 의사결정을 지속할 경우 외부 인수자가 경영권을 확보하여

기업을 재편할 수 있도록 유도하는 역할을 수행한다 (Manne, 1965; Morck et al., 1989 등).²⁾ 경영진은 잠재적인 경영권 위협에 대해 성과 개선 압박을 받게 되며, 이는 장기적으로 기업 운영의 효율성을 높이는 긍정적인 효과를 가져온다. Rossi and Volpin(2004)는 따르면 내부 기업지배구조가 잘 발달되어 있지 않는 국가일수록 경영권 시장이 더 큰 규율효과를 갖는 것으로 보였다.

그러나 M&A 인수자가 단기적인 수익 창출을 최우선 목표로 설정할 경우, 인수 후 사업부 매각이나 인력 감축 등의 구조조정을 단행할 가능성이 있으며, 이는 기업의 장기적인 성장과 지속가능성을 저해하는 요인으로 작용할 수 있다(Stein, 1988). 특히, 우리나라에서 적대적 M&A를 시도하는 외국계 자본은 노사관계나 정부 규제, 엑시트(exit)의 어려움을 고려했을 때 장기적인 경영을 목적으로 하기보다는 단기적인 시세차익을 목적으로 할 가능성이 크다(박상용, 2005). 2003년 헤지펀드 소버린이 SK그룹을 상대로, 2018년 엘리엇이 현대차그룹을 대상으로 경영권 압박을 가한 사례를 비롯해, 외국계 자본의 경영 개입이 증가하면서 국내 기업 보호를 위한 방어수단의 필요성이 지속적으로 제기되고 있다. 최근에는 MBK 파트너스가 홈플러스를 인수한 이후 우량 점포 매각 등으로 부채를 상환한 것이 적절한 경영이었는지, 투자금을 회수하는 엑시트에만 초점을 맞춘 것이 아닌지에 대한 논란이 발생하기도 했다.

경영권 방어 수단은 적대적 M&A로부터 기업의 경영권을 보호하고, 경영진이 안정적으로 경영에 집중할 수 있도록 지원하는 역할을 한다. 대표적인 경영권 방어 수단으로는 국내 상장기업에서 법적으로 허용되지 않은 차등의결권과 포이즌 필이 있으며, 이외에

도 기업이 정관을 통해 채택할 수 있는 초다수결의제, 황금낙하산, 기업이 전환권을 갖는 종류주식 발행 등이 있다. 경영권 방어 수단의 종류는 다음 <표 1>과 같이 정리될 수 있다(남길남, 2020; 이아영 & 강윤식, 2021).

경영권 위협에 대한 방어 장치가 궁극적으로 주주가치에 긍정적인 영향을 미치는지 여부에 대해 학계에서는 두 가지 상반된 견해가 존재한다. 첫 번째는 참호구축가설로, 경영권 방어 수단이 경영자가 자신의 지위를 공고히 하기 위해 방어적 전략을 구축하도록 유도하며, 이는 대리인 문제를 심화시키고 기업가치에 부정적인 영향을 미친다고 주장한다(Easterbrook & Fischel, 1981; John et al., 2008; Gompers et al., 2010). 특히, 경영자는 사적 이익을 추구하는 과정에서 장기 투자를 회피하게 되며, 이는 기업의 성장을 저해하는 요인으로 작용할 수 있다. 두 번째 상반된 견해로 주주이해일치 가설은 경영권 방어 수단이 경영진에게 장기적인 경영 안정성을 제공함으로써 단기 성과에 치중하지 않고 기업가치 극대화를 위한 장기 투자를 촉진할 수 있다고 본다(Bradlely et al., 1983; DeAngelo & Rice, 1983; Berkovitch & Khanna, 1990). 즉, 경영권 방어 수단이 오히려 주주 이익과 경영자의 이해관계를 일치시키는 긍정적인 역할을 수행할 가능성이 있다는 입장이다.

국내 경영학 연구에서는 상장기업에 허용된 경영권 방어 수단(초다수결의제, 황금낙하산, 기업이 전환권을 갖는 종류주식의 발행)이 기업가치에 미치는 영향을 실증 분석하여 두 가설 중 어느 것을 지지하는지 검토해왔다. 이철수와 김현아(2012)는 1999년부터 2009년까지 시차임기제, 초다수결의제, 그리고

2) M&A는 기업 합병(Merger)과 인수(Acquisition)를 결합한 개념이다. 박상용(2005)은 적대적 인수합병에 대해 적대적 인수는 빈번하지만 적대적 합병의 케이스는 드물기 때문에 적대적 M&A의 표현보다 적대적 기업인수(hostile takeover)라는 표현이 보다 정확하다고 지적했다. M&A는 경영 전략적 측면에서 그 동기나 특징이 다양하게 나타날 수 있다. 김상유 외(2024)는 디지털 플랫폼 생태계에서의 M&A 활동을 4가지 유형으로 구분해 제시하고 있다.

〈표 1〉 경영권 방어 수단

경영권 방어수단	내용	국내 상장기업에 허용여부
차등의결권	주식 1주당 복수의 의결권을 부여하는 제도로 지배주주나 경영진이 추가적 자본조달이나 인수기업의 주식매수 확대에 따르는 의결권 희석 우려 없이 안정적으로 경영하는 것을 보장한다.	X
포이즌 필	특정 투자자(인수자)의 지분이 일정 수준을 넘어서면 기존 주주들에게 시장 가격보다 훨씬 낮은 가격에 신주를 매입할 수 있는 권리를 부여하는 제도로 인수기업의 지분을 희석시키는 효과가 있다.	X
초다수결의제	임원해임 요건이나 합병특별결의 요건을 가중함으로써 주주총회에서 경영진 교체나 합병에 필요한 주주 찬성률을 일반적인 상법상 기준보다 강화하는 제도로, 주주총회에서 해당 안건의 통과를 어렵게 만드는 효과가 있다.	O
황금낙하산	적대적 M&A로 인해 대표이사 등 경영진이 해임될 경우 고액의 퇴직위료를 지급하는 제도로, 인수기업의 M&A 비용을 높이는 효과가 있다.	O
기업이 전환권을 갖는 종류주식 발행	적대적 M&A 시도가 있을 때 즉시 보통주로 전환할 수 있는 무의결권 배당우선 전환주식을 대량 발행하면 적대적 M&A에 대항하는 의결권을 늘리는 효과가 있다.	O

황금낙하산 등의 경영권 방어수단을 도입한 226개 기업을 대상으로 분석한 결과, 경영권 방어수단 도입이 기업가치에 부정적인 영향을 주는 것으로 나타나 참호구축가설을 지지했다.³⁾ 정성창과 김영환(2013)은 초다수결의제나 황금낙하산을 도입한 기업일수록 자기주식 취득을 하지 않는 결과를 보이며 참호구축가설을 지지하는 것으로 해석했다. 비교적 최근 연구로 김영환과 송동엽(2021)은 초다수결의제 및 황금낙하산을 경영권 방어 수단의 주요 지표로 설정하고, 경영권 방어 수단이 기업의 경영위험과 기업가치에 미치는 영향을 분석했다. 연구 결과, 경영권 방어 수단이 경영자의 위험 선호도를 낮추는 효과를 보이며 참호구축가설을 지지했으나, 기업가치에는 오히려 긍정적인 영향을 미치는 결과가 도출되어 기존 참호구축가설의 예측과는 상반된 결론을 도출했다. 이아영과 강윤식(2021)은 경영권 방어 수단(초다수

결의제, 황금낙하산, 기업이 전환권을 갖는 종류주 발행)의 존재여부가 자기자본비용에 미치는 영향을 분석했다. 해당 연구는 자본자산가격결정모형(CAPM)에 근거하여 추정된 자기자본비용이 경영권 방어 수단을 보유한 기업에서 상대적으로 높게 나타나는 결과를 보이며, 경영권 방어 장치가 기업의 위험 프리미엄을 증가시키기 때문으로 해석했다.

이상의 연구들은 대체로 경영권 방어 수단이 기업가치에 부정적인 영향을 미친다는 입장을 지지하는 경향을 보인다. 그러나, 대부분의 연구가 초다수결의제 및 황금낙하산의 도입 여부를 중심으로 경영권 방어 수단을 측정하고 있는데, 국내 코스피 및 코스닥 기업에서 해당 제도의 낮은 도입률을 감안할 때, 연구 결과를 전체 상장 기업에 확대 적용하는 데에는 한계가 있을 수 있다.⁴⁾

경영권 분쟁에 대한 실증분석 연구로 배형석과 양

3) 시차임기제는 이사의 임기를 차등적으로 설정하여 이사들이 동시에 교체되는 것을 방지하는 제도이다. 이는 정관 조항으로 규정하지 않더라도, 이사의 임기 만료가 특정 시점에 집중되지 않도록 조정하는 방식으로 활용될 수 있다(남길남, 2020).

4) 2019년 기준(2018년 사업보고서 기준) 코스피 상장사 769개 중 초다수결의제를 도입한 기업은 56개(7.3%), 황금낙하산을 도입한 기업은 30개(3.9%)에 불과하다. 코스닥 기업의 경우에는 상장사 1,280개 중 초다수결의제를 도입한 기업은 226개(17.7%), 황금낙하산을 도입한 기업은 177개(13.8%)로 나타났다(남길남, 2020).

성국(2024)은 경영권 분쟁이 초과수익률에 미치는 영향을 분석했다. 해당 연구는 2014년부터 2023년까지 경영권 분쟁 소송 경험이 있는 코스피 상장기업을 표본으로 추출하여 분석한 결과, 단기적으로는 경영권 확보를 위한 주식 매집에 대한 기대감으로 주가가 일시적으로 상승하지만, 시간이 지남에 따라 기업내 불안정성 증가나 기업 이미지 손상 등으로 주가가 하락하는 현상을 보였다.

경영권 방어 수단 중 차등의결권과 포이즌 필은 국내 상장기업에서 법적으로 허용되지 않기 때문에 해당 제도의 효과를 실증적으로 분석한 국내 연구는 존재하지 않는다. 해외 연구에서는 차등의결권이 기업가치에 미치는 영향에 대해 혼재된 결과를 보인다.⁵⁾ 송치승과 박정미(2022)는 차등의결권 도입과 기업가치 간의 관계를 분석한 31건의 해외 연구를 검토한 결과, 4건의 연구는 기업가치 상승을, 23건의 연구는 기업가치 하락을, 나머지 4건의 연구는 혼재된 결과를 보였다고 정리했다. 차등의결권이 기업 성과를 개선한다고 본 연구들은 차등의결권이 경영진으로 하여금 단기적인 시장 압력에서 벗어나 장기적인 프로젝트를 실행할 수 있도록 하여 기업의 성장과 혁신을 촉진한다고 분석했다. 또한, 차등의결권을 도입한 기업은 상대적으로 M&A를 활발히 진행하며, 연구개발(R&D) 성과가 높고, 기업가치 및 수익성이 향상된다는 결과를 보였다(Jordan et al., 2016; Adhikari et al., 2018; Lel et al., 2021). 반면, 차등의결권이 기업 성과를 저해한다고 본 연구들은 해당 구조가 경영진으로 하여금 사적 이익을 추구하도록 하고, 무분별한 다각화를 초래하여 소수 주주의 이익을 침해하며, 시장에서도 차등의결권 도입 기업의 가치를 할인해 평가한다고 제시했다(Smart et al., 2008; Arugaslan et al., 2010; Gompers

et al., 2010).

포이즌 필이 주주가치 및 기업가치에 미치는 영향에 대해서도 해외 선행연구는 긍정적인 효과와 부정적인 효과를 모두 제시하고 있다. 긍정적 영향에 대한 연구에서는 포이즌 필이 경영자로 하여금 장기적인 계획에 따라 안정적인 경영을 할 수 있도록 보장함으로써, 단기적인 이익을 위해 장기 투자를 희생하는 것을 방지한다고 설명한다(Stein, 1988; Lipton & Rosenblum, 1991; Chemmanur et al. 2011). 이에 비해, 부정적 영향에 대한 연구는 포이즌 필이 외부의 기업인수 위협으로부터 경영진을 보호하기 때문에 경영성과를 하락시키고 부정적인 증가반응을 초래한다는 실증분석 결과를 보였다(Malatesta & Walkling, 1988; Ryngaert, 1988). 포이즌 필 도입에 대한 주가 반응이 이사회에 특성에 따라 차별적으로 나타난다고 제시한 연구도 있다(Brickley et al., 1994).⁶⁾

III. 고려아연의 경영권 분쟁 사례

3.1 고려아연 회사 개요

본 장에서는 고려아연 경영권 분쟁 사례를 제시한다. 먼저, 고려아연 회사 개요를 소개하면, 고려아연은 1974년 설립된 비철금속제련회사로 안티모니와 인듐 등 핵심 광물을 비롯해 반도체용 황산·아연·연·금·은·동 등 필수 산업 소재를 생산하고 있다. 2023년 별도재무제표 기준으로 자산규모는 10조에 달하고, 매출액은 7조2,911억, 당기순이익 5,856억, 영업활동현금흐름 6,043억원을 기록했다. 2023년

5) 송치승과 박정미(2022), 남길남(2019)은 차등의결권이 기업성과에 미치는 영향을 분석한 선행연구를 조사하여 연구별 주요내용을 정리해 제시한다.

6) 임수민(2021)은 포이즌 필 제도의 의의와 실증연구 동향, 상법 개정안의 내용을 정리해 제시한다.

사업보고서에 의하면 주요 매출 품목은 다음 <표 2>와 같다.

고려아연은 장형진 고문을 동일인으로 하는 ‘영풍’ 기업집단의 계열사로, (주)영풍이 최대주주이다.⁷⁾ 고려아연과 (주)영풍의 관계는 1949년 최기호, 장병희 창업주가 공동 창립한 ‘영풍기업’에서 시작되었다. 영풍기업은 무역업으로 출발해 1970년 석포제련소를 준공하며 아연 제련업에 진출했고, 1974년에는 온산제련소를 운영하는 계열사 고려아연을 설립하면서 사업을 확장했다. 이후 장씨 일가는 석포제련소(영풍)와 전자(영풍전자) 부문을, 최씨 일가는 온산제련소(고려아연) 부문을 맡으며 분리 경영을 이어왔다.

다만, 지분 구조 측면에서는 1990~2000년대 최씨 일가가 보유한 영풍·고려아연 지분 일부를 정리하면서 장씨 일가가 영풍 그룹의 지주회사 격인 (주)영풍의 지배권을 장악하게 되었다. 두 일가는 2세 경영 시기까지 큰 충돌 없이 공동 경영을 이어왔으나, 2020년 이후 3세 경영 체제로 접어들면서 갈등이 본격화되었다. 고려아연 측은 영풍이 석포제련소 폐

기물 처리를 온산제련소를 통해서 하고자 했으나, 주주에 대한 배임의 이유로 거절하면서 갈등이 심화되었다고 주장했고, 영풍은 고려아연이 제3자 배정 유상증자 및 자사주 상호 교환 등으로 지분가치를 희석시켜 갈등을 야기했다고 주장했다. 고려아연은 2022년 이후 현대차, 한화, LG화학 등을 대상으로 유상증자를 단행하며 우호적 지분을 확보한 바 있다.⁸⁾

이후 고려아연이 서린상사(KZ트레이딩)의 경영권을 장악하면서 양측의 갈등은 더욱 심화되었다. 서린상사는 최대주주가 고려아연이지만, 경영은 영풍(장씨 일가) 측에서 담당해왔다. 고려아연의 최대주주가 영풍이지만, 경영은 최씨 일가가 하고 있는 것과 반대의 케이스였다고 볼 수 있다. 그러나 2024년 6월, 고려아연이 서린상사 이사회를 장악하며 경영권을 가져왔고, 서린상사 대표를 맡고 있던 영풍 측 3세 장세환 부회장이 자리에서 물러났다.

영업 성과를 보면(<표 3>), 고려아연은 2021년부터 2023년까지 매년(개별 기준) 7,000억~9,000억 원의 영업이익을 창출했다. 반면, 영풍은 2022년

<표 2> 고려아연 주요 매출 품목

품목	용도	매출액	매출액 비율
아연	용융아연도금, Die-Casting합금, 전기아연도금, 신동, 금속화학 등	2조 4,598	33.74%
연	축전기전극, 안료, 땀납, 활자합금, 전선피복용, Bearing합금 등	1조 3,007	17.84%
금	전기도금, 화폐, 전기접점, 장식품, 치과재료 등	7,557	10.36%
은	사진감광재료, 전기도금, 전기접점, 치과재료 등	1조 9,242	26.39%
동	전선, 전지, 냉난방 배관, 전자재료, 동전 등	3,439	4.72%
기타	-	5,068	6.95%
계		7조 2,911억	100%

*출처: 금융감독원 전자공시시스템, 고려아연 사업보고서

7) ‘영풍’ 기업집단의 소유지분도는 공정거래위원회에서 공개하는 기업집단별 소유지분도에서 확인할 수 있다. 우리나라 기업집단에 속한 계열회사들은 법적으로는 독립적으로 존재하지만 복잡한 소유구조에 의해 그룹(또는 총수, 동일인)의 지배를 받는다(김수정 외, 2012)
 8) 헤럴드경제(2024, 9월 26일), “고려아연 ‘장형진 영풍 고문, ‘석포제련소 연 6만톤 산업폐기물 처리하라’며 최고경영진 압박”.
<https://biz.heraldcorp.com/article/3482179>

〈표 3〉 고려아연과 영풍의 영업이익(개별, 단위: 백만)

구분		2023년	2022년	2021년
고려아연	영업이익	707,392	931,364	924,590
	당기순이익(A)	585,595	656,194	753,966
	현금배당금(B)	302,655	397,263	353,484
	배당성향(B/A)	51.68%	60.54%	46.88%
영풍	영업이익	-142,396	-107,770	-72,816
	고려아연으로부터 받은 배당금	155,604	103,736	77,802
	당기순이익	-43,025	-42,929	-13,116

*출처: 금융감독원 전자공시시스템, 각 기업의 사업보고서

〈표 4〉 고려아연 지분구조(2025년 1월 기준)

	주주	지분율	의결권	비고
의결권 있는 주식	(주)영풍	25.42%	28.97%	영풍·MBK 우호지분 40.98%
	MBK와 ㈜영풍 우호지분	15.56%	17.73%	
	고려아연과 우호지분	34.36%	39.15%	(국민연금 지지時) 고려아연 우호지분 38.97%
	국민연금	4.51%	5.14%	
	기타	7.91%		
의결권 없는 주식	자사주	12.24%		

출처: 공시자료 및 시장 추정

1,078억 원, 2023년 1,424억 원의 영업손실을 기록하며 실적 부진을 겪었으나, 고려아연의 최대주주로서 2022년과 2023년 각각 1,037억 원, 1,556억 원의 배당금을 수령하며 영업손실을 상당 부분 보전할 수 있었다. 영풍은 고려아연에 대한 배당 의존도가 높기 때문에 2024년 2월과 2025년 2월 결산배당 산정 시 배당률을 높이도록 요구한 바 있다.

다음 절에서 설명하는 고려아연과 영풍 간의 경영권 분쟁과 경쟁적인 주식 매수 과정을 거친 후, 고려아연의 지분 구조는 〈표 4〉와 같이 재편되었다. 공개매수와 장내 매수를 통해 영풍·MBK 연합이 최종적으로 확보한 고려아연 지분율은 발행주식 기준 40.98%로, 최 회장 및 우호 지분 약 34%보다 6~7% 포인트 높은 수준이다.

3.2 고려아연 경영권 분쟁 일지

본 절에서는 고려아연과 영풍·MBK 간의 경영권 분쟁 일지를 정리하고, 주요 사건을 일자별로 서술한다. 연관된 사항은 하나의 단락으로 묶어 서술했다.

- 24년 9월 12일 MBK파트너스, 영풍과 고려아연 최대주주 계약

2024년 9월 12일, MBK파트너스는 영풍과의 계약을 통해 고려아연의 최대주주로 참여하게 되었다. MBK파트너스는 2005년에 설립된 사모펀드로, 잠재력 있는 기업을 인수한 뒤 기업 가치를 제고하고 이를 재매각하여 수익을 실현하는 바이아웃(Buyout)을 핵심 사업 모델로 삼고 있다. 해당 계약을 통해

〈표 5〉 고려아연 경영권 분쟁 일지

일자		분쟁 일지
2024년	9월 12일	MBK파트너스, 영풍과 고려아연 최대주주 계약
	9월 13일~10월 14일	영풍·MBK, 고려아연 주식 공개매수 (공개매수가: 9월13일 66만, 9월26일 75만, 10월4일 83만)
	10월 4일~10월 23일	고려아연, 자사주 공개매수 (공개매수가: 10월2일 83만, 10월11일 89만)
	10월 30일	고려아연, 유상증자 결정 발표
	11월 6일	금융감독원, 고려아연에 유상증자 정정신고 요구 및 유상증자 공모 효력 정지
	11월 11일	MBK, 장내매수로 고려아연 지분 1.36% 추가 취득 공시
	11월 13일	고려아연, 유상증자 결정 철회
	12월 13일	고려아연, 임시주총 안건 확정. 이사 수 19명 상한 설정, 집중투표제 도입 등
2025년	1월 21일	법원, 집중투표 이사 선임 금지 가처분 인용
	1월 22일	고려아연, 손자회사 SMC 통한 순환출자고리 형성으로 영풍 측 지분 25.42%에 대한 의결권 제한
	1월 23일	고려아연, 임시주주총회 당일 이사수 19명 상한 설정 안건 및 3월 정기주주총회부터 집중투표제 적용 안건 의결
	1월 31일	영풍·MBK, 고려아연 임시주주총회 결의 효력 정지 가처분 신청
	3월 7일	법원, 고려아연 임시주주총회 결의 효력정지 가처분 일부 인용 (집중투표제 도입 안건은 유효)
	3월 12일	고려아연, 썬메탈코퍼레이션(SMC)이 보유한 영풍 지분 10.3%를 호주 자회사이자 주식회사인 썬메탈홀딩스(SMH)에 현물 배당

MBK파트너스는 영풍이 보유한 고려아연 지분 33.13% 중 '절반(16.56%)+1주'를 인수할 수 있는 권리(콜 옵션)를 확보했으며, 영풍과 함께 의결권을 공동으로 행사하기로 했다.

● 9월 13일~10월 14일 영풍·MBK, 고려아연 주식 공개매수

MBK파트너스와 영풍은 9월 13일 공고를 통해 “공개매수를 통해 고려아연 지분을 추가 취득함으로써 경영권을 공고히 하고, 지배구조를 개선하여 주주 가치를 극대화하겠다”고 발표했다. 공개매수기간은 9월13일부터 10월4일까지였으며, 공개매수가는 발표 당시 고려아연의 주가인 55만6000원보다 약 18.7% 높은 수준인 66만원으로 책정되었다. 이에

대해 고려아연은 공개매수에 관한 의견표명서(2024. 09.13.)를 통해 MBK파트너스의 공개매수가 고려아연과 사전 협의 없이 일방적으로 진행되었으며, 이는 기업가치에 부정적인 영향을 미쳐 소수주주를 포함한 이해관계자들의 이익을 심각하게 훼손할 우려가 있다고 주장했다. 이후 영풍·MBK 측은 공개매수가격을 9월 13일 66만 원에서 9월 26일 75만 원, 10월 4일 83만 원으로 상승시켰다.

● 10월 4일~10월 23일, 고려아연&베인캐피탈, 자사주 공개매수

고려아연은 베인캐피탈과 협력하여 맞대응에 나섰으며, 자사주 공개매수를 통해 경영권 방어 전략을 추진했다. 공개매수가는 10월 2일 83만 원, 10월

11일 89만 원으로 상승 조정했다.

• **10월 30일~11월 13일: 유상증자 발표 및 철회**

고려아연은 10월30일 총 2조 5,000억원 규모(보통주 373만 2650주를 주당 67만원에 발행)의 일반공모 유상증자 결정을 발표했다. 이는 10월 23일 89만 원에 자사주 공개매수를 종료한 지 7일 만에 발표된 것으로, 시장에서는 경영권 방어를 위해 대규모 자금이 소요된 상황에서 주주 자금을 동원하여 자금을 충당하려 한다는 비판이 제기되었다. 이에 금융감독원은 증권신고서에 대한 정정 신고를 요구했으며, 유상증자의 효력을 정지시켰다. 결국 고려아연은 11월 13일 유상증자 계획을 철회했다.

• **12월 13일~25년 1월21일: 고려아연의 임시 주총 안건 확정과 영풍·MBK의 집중투표 전제로 한 이사 선임의 안 상정금지 가처분 신청**

12월 13일 고려아연은 임시주주총회에서 이사 수 상한을 19명으로 설정하고, 집중투표제를 도입하는 안건을 확정했고, 이에 대해 영풍·MBK는 집중투표를 전제로 한 이사 선임의 안 상정 금지 가처분을 신청했다. 1월 21일 법원이 집중투표제를 통한 이사 선임을 금지하는 가처분 신청을 일부 인용하면서 고려아연은 집중투표제를 적용해 이사를 선임하지는 못하게 되었다.

• **25년 1월 22일 고려아연, 손자회사 SMC 통한 순환출자고리 형성으로 영풍 측 지분 25.42%에 대한 의결권 제한**

1월 22일 고려아연은 SMC의 영풍 주식 취득으로 영풍의 고려아연 주식 의결권 행사가 제한됨을 밝혔

다. 고려아연의 손자회사인 선메탈코퍼레이션(SMC)은 최윤범 회장 등 최씨 일가 및 고려아연 계열사인 영풍정밀이 보유하고 있는 영풍 지분 일부를 1월 22일 취득하여 순환출자 고리를 형성했다. 영풍정밀로부터는 전일 종가 기준으로, 최씨 일가로부터는 전일 종가 기준 30% 할인된 가격으로 영풍 주식을 인수했는데, SMC가 취득한 영풍 주식은 영풍 전체 발행주식의 10.3%에 해당하는 규모이다. 상법(369조 3항)에서는 회사 또는 모회사·자회사(A회사-SMC)가 다른 회사(B회사-영풍) 발행주식 총수의 10분의 1을 초과하는 주식을 가지고 있는 경우, B회사(영풍)가 가진 A회사 또는 모회사(고려아연)의 주식은 의결권이 없다고 규정하고 있다. 고려아연은 손자회사(지분을 100%를 갖고 있어 상법상 자회사)인 SMC를 통해 영풍 주식을 사들임으로써 순환출자 구조를 만들고, 상호주 의결권 제한 방식으로 영풍의 고려아연 주식 의결권(지분 25.4%)을 제한하는 방법을 사용한 것이다.⁹⁾ 이로써 고려아연 지분 구조는 영풍·MBK파트너스 연합 40.98%(영풍 25%), 고려아연 측은 우호 지분을 포함해 34.36% 수준(국민연금 지분 제외)인데, 영풍의 의결권이 제한됨으로써 고려아연에 유리한 구도가 형성되었다.

• **1월 23일 고려아연 임시 주총당일 이사수 19명 상한 설정 안건 및 3월 정기주주총회부터 집중투표제 적용 안건 의결**

1월 23일 개최된 고려아연 임시주주총회에서는 집중투표제 도입 및 이사 수 19명 상한 설정 안건이 의결되었다. 반면, 영풍과 MBK 측이 상정한 집행임원제, 사외이사 14명 선임 등 안건은 부결됐다. 고려아연은 집중투표제 도입 원안을 의결했으며, 다만, 법원의 21일 결정에 따라 이의 적용은 3월 정기주

9) 아시아경제(2025, 1월 22일), "고려아연, 임시주총 하루 앞두고 영풍 의결권 무력화". <https://view.asiae.co.kr/article/2025012221430353007>

〈표 6〉 1월23일 고려아연 임시 주총 주요안건

	내용	의미
이사수 제한 (주주제안_유미개발(주))	이사회 비대화를 통한 경영활동의 비효율성을 막기 위한 이사 수 상한 설정 관련 정관 변경의 건 (이사 수 최대 19명으로 제한) → 원안대로 승인	이사수를 제한하는 경우 영풍 측에서 이사를 최대 선임해도 과반 차지 불가
집중투표제 도입	집중투표제 도입을 위한 정관 변경의 건 → 원안대로 승인	다수 이사 선임시 1주로 다수표 행사 가능
집행임원제 도입 (주주제안_㈜영풍)	집행임원제도 도입을 위한 정관 변경의 건 → 부결	집행임원 선임해 현 경영진 견제
주요 안건 및 결과 ○ 제1호 의안: 정관 일부 변경의 건 <ul style="list-style-type: none"> 제1-1호 의안: 집중투표제 도입을 위한 정관 변경의 건 → 원안대로 승인 제1-2호 의안: 이사회 비대화를 통한 경영활동의 비효율성을 막기 위한 이사 수상한 설정 관련 정관 변경의 건 → 원안대로 승인 제1-3호 의안: 집행임원제도 도입을 위한 정관 변경의 건 → 부결 ○ 제4호 의안: 이사 수 상한이 19인임을 전제로 한 이사 선임의 건 고려아연 측 7명이사 선임 (제4-1호 내지 제4-7호) 의안 원안대로 승인, 영풍과 MBK 측 14명이사 선임 (제4-8호 내지 제4-21호) 의안 부결		

*출처: 금융감독원 전자공시시스템

주총회부터 가능하게 되었다.¹⁰⁾ 〈표 6〉은 임시주주총회 주요안건 및 그 의미이다.

• 1월 31일-3월 12일 영풍·MBK파트너스, 고려아연 임시주주총회 결의 효력 정지 가처분 신청

영풍·MBK파트너스는 1월31일 고려아연 임시주주총회 결의의 효력을 정지해 달라는 가처분 신청을 법원에 제기했다. 법원은 3월 7일, SMC(유한회사)가 상법상 주식회사가 아니므로 고려아연이 상호주규제를 적용해 영풍의 의결권을 제한한 조치가 부당하다고 판단하며 가처분을 일부 인용했다. 이에 따라,

1월23일 열린 고려아연 임시 주주총회에서 통과된 결의안의 효력이 정지되었다. 다만, 집중투표제 도입 안건은 “의결권이 제한되지 않았다고 해도 찬성률이 69.3%에 달해 상법 434조가 규정하고 있는 특별결의의 요건을 충족할 수 있음이 소명된다”며 유효하다고 판단했다. 영풍은 법원의 가처분 일부 인용 직후, 순환출자 고리를 끊고자 신설 유한회사 YPC를 설립하여 보유중인 고려아연 주식 전부를 현물 출자했으며, 고려아연은 순환출자 고리를 재형성하고자 선메탈코퍼레이션(SMC) 모회사이자 주식회사인 선메탈홀딩스(SMH)에 영풍의 지분을 넘겼다.¹¹⁾

10) 1월21일 법원의 가처분 인용은 집중투표를 전제로 한 이사 선임의 안을 상정하지 못하도록 하는 것으로 집중투표제 자체의 도입을 금지하는 것이 아니다.

11) 조선비즈(2025. 3월 12일), “고려아연 자회사 SMH, 영풍 지분 10.3% 확보… 영풍 의결권 제한”. https://biz.chosun.com/stock/stock_general/2025/03/12/3G3TYNT6VVCNVF5VDXN2CTHG2Q/?utm_source=naver&utm_medium=original&utm_campaign=biz

IV. 해당 사례가 촉발한 논의사항

4.1 경영권 보호 장치(차등의결권, 포이즌 필)

고려이연의 소모적인 자사주 취득을 통한 경영권 방어 노력은 국내 경영권 보호 장치의 필요성에 대한 논의를 촉발했다. 잠재적인 경영권 공격에 대한 불안을 잠식시키고 안정적인 경영을 할 수 있도록 하기 위해 미국, 일본, 영국, 프랑스는 주식의 차등의결권을 인정하고 있고, 미국과 일본, 프랑스는 포이즌 필을 인정하고 있다. 박상용(2005)은 자유민주주의 정치철학에 영향을 받은 미국식 기업지배구조와 사회민주주의 정치철학에 영향을 받은 유럽식 기업지배구조를 구분하며, 우리나라는 미국식 지배구조 장치(사외이사, 감사위원회, 회계 투명성, 집단소송 등)를 다수 도입한 만큼 미국식 모델이 적합하다고 제안한다. 자유민주주의 정치철학에 영향을 받아 적대적 M&A가 자유로이 허용되는 미국에서 차등의결권과 포이즌 필을 인정하고 있는 것은 우리나라에 시사점을 준다.

차등의결권이 허용된 국가에서는 한 주당 복수의 의결권을 부여할 수 있기 때문에 지배력 유지에 대한 우려 없이 주식 발행을 통해 자금을 조달할 수 있다. 실제로, 쿠팡이 한국이 아닌 미국 뉴욕증권거래소(NYSE)에 상장한 배경에도 차등의결권이 중요한 요인으로 지목된다. 2020년 미국 NYSE 상장신고서에서는 김범석 의장에 대해 “쿠팡의 B클래스(의결권이 1주에 29개) 소유주이며 창업주이자 CEO인

김범석은 IPO이후 76.7%의 의결권을 보유할 것”이라고 적시했다. 김범석 의장의 지분 비중이 (2024년 3월 기준) 10%대임에도 의결권 비중이 76%를 넘을 수 있는 것은 차등의결권 구조를 가진 주식을 상장할 수 있기 때문이다. 비슷한 사례로, 알리바바도 2014년 상장 당시 홍콩증권거래소가 차등의결권을 허용하지 않아 미국 NYSE를 상장 시장으로 선택했고, 이후 홍콩증권거래소가 차등의결권을 도입하자 2019년 홍콩에서 2차 상장을 진행했다.

우리나라 상법은 1주당 1개의 의결권을 원칙으로 규정하고 있어, 차등의결권은 기본적으로 허용되지 않는다. 그동안 차등의결권 도입에 대한 논의는 지속적으로 이루어졌으나, 경영진의 과도한 경영권 보호와 사익 추구가 소수주주의 이익을 침해할 수 있다는 우려로 인해 제한적인 범위의 비상장 벤처기업을 제외하고는 도입이 허용되지 않고 있다.

차등의결권 도입을 반대하는 측은 이 제도가 주주 평등의 원칙(1주 1의결권 원칙)에 위배되며, 실적이 저조한 경영진이 교체될 위험에서 벗어나게 함으로써 기업가치 극대화보다는 사적 이익을 추구할 유인을 제공한다고 주장한다. 또한, 우리나라의 경우 미국과 달리 기관투자자의 비중이 낮고, 집단소송과 같은 투자자 보호 제도가 미비하기 때문에 차등의결권을 도입한 기업에서 발생할 수 있는 불공정 행위로부터 소수주주를 효과적으로 보호하기 어렵다는 점도 반대 논거로 제시된다(남길남, 2019).

반면, 차등의결권 도입을 찬성하는 측은 이 제도가 기업의 핵심 기술이나 경영 노하우를 보유한 창업자가 외부의 경영권 공격으로부터 자유롭게 안정적으

〈표 7〉 국가별 상장기업의 차등의결권, 포이즌 필 도입 가능 여부

	한국	미국	일본	영국	프랑스
차등의결권	X*	O	O	O	O
포이즌 필	X	O	O	X	O

*벤처기업 육성에 관한 특별조치법 시행령에 의해 일정요건을 갖춘 비상장 벤처기업은 도입가능

로 기업을 운영할 수 있도록 하며, 혁신 기업의 기업 공개(IPO)를 촉진하는 역할을 한다고 본다. 남길남(2019)의 연구에 따르면, 미국에서 차등의결권을 가진 기업이 전체 IPO에서 차지하는 비율은 1980년부터 2018년까지 평균 8.5%였으나, 2014년부터 2018년까지의 비율은 16.7%로 증가했다. 특히, 테크 기업의 경우 IPO 기업 중 차등의결권을 도입한 비율이 26.7%에 달하여, 혁신 기업에게 차등의결권이 중요한 요소로 작용함을 확인할 수 있다.

국내에서는 2023년 11월, '벤처기업 육성에 관한 특별조치법 시행령' 일부 개정안이 시행되면서 비상장 벤처기업의 창업주에 한해 1주당 최대 10개의 복수(차등)의결권이 허용되었다.¹²⁾ 그러나 해당 제도의 적용 대상이 제한적이고 차등의결권 주식의 존속 기한이 설정되어 있어 실효성이 충분하지 않다는 지적이 제기되고 있다. 이에 따라, 차등의결권 제도의 적용 범위 확대와 활용성 제고를 위한 논의는 지속될 것으로 전망된다.

포이즌 필은 국내에서 2011년 상법 개정을 통해 도입이 추진되었으나, 기업에 대한 특혜라는 반대 여론에 밀려 무산되었다. 1997년 외환위기 이후 외국 자본에 의한 M&A 위협이 증가하면서 2009년 11월, 법무부는 적대적 M&A 방어 수단을 포함한 상법 일부 개정안에 대한 공청회를 개최했다. 주요 내용은 포이즌 필 도입을 위한 '신주인수선택권' 규정의 신설이었다. 당시 공청회에서는 적대적 M&A 공격이 용이한 반면 방어를 어려운 구조적 문제, 즉 공수(攻守) 불균형이 존재한다는 점이 도입 배경으로 제시되었다. 우리나라의 경우 경영권 공격 방법에 대해서는 특별한 제한이 없지만, 방어수단으로 이용될 수 있는 제도(차등의결권, 황금주, 포이즌 필 등)에

서는 그 다양성이 떨어진다는 것이다.¹³⁾ 또한, 적대적 M&A 방어 수단으로 활용되는 자사주 취득의 재원을 설비 투자 및 기술 개발 등 생산적 투자로 유도해야 한다는 점도 도입 배경에 포함되었다. 경영권 방어 수단 중 포이즌 필은 차등의결권 제도나 황금주에 비해 기업지배구조에 미치는 영향이 상대적으로 적은 온건한 방안으로 평가된다(김택주, 2010). 그러나 반대하는 측에서는 포이즌 필이 소유·지배 구조를 고착화시키고, 경영자 교체를 어렵게 만든다는 점에서 바람직하지 않다는 의견을 제시했다(송종준, 2009). 미국에서 2020년초 코로나 사태로 주가가 급락하면서 행동주의 투자자에게 대응하기 위한 포이즌 필 도입이 증가하는 상황에서 국내에서도 포이즌 필 도입 요구가 강해질 가능성이 있다(임수민, 2021).

4.2 기업지배구조보고서 핵심지표

국내에서는 2017년 3월, 상장기업에 대해 지배구조 핵심원칙 준수 여부를 공개하고, 준수하지 못할 경우 그 사유를 설명(CoE: Comply or Explain)하도록 하는 형태의 기업지배구조 보고서 제도를 자율 공시 형태로 도입했다. 그러나 제도 초기 기업의 참여율이 저조하고 공시 품질이 미흡함에 따라 2019년부터 자산규모 2조 이상의 코스피 상장기업에 대해 기업지배구조 공시를 의무화했고, 이후 2022년에는 자산 1조 원 이상, 2024년에는 자산 5천억 원 이상 코스피 상장사를 대상으로 공시 의무를 확대했다. 2026년부터는 전체 코스피 상장사로 공시 의무가 확대될 예정이다.

한국거래소에서 제·개정하고 있는 「기업지배구조 보고서 가이드라인」에서는 G20/OECD 기업지배구

12) 벤처기업육성에 관한 특별법 시행령 제11조의8(소수주주권주식의 발행)에 의해 창업 이후 누적 투자 유치액 100억원 이상, 마지막에 받은 투자 50억원 이상인 비상장 벤처기업은 소수주주권 주식(의결권의 수는 1주마다 1개 초과 10개 이하의 범위에서 정함)을 발행할 수 있다. 소수주주권 주식의 존속기한은 최대 10년이며, 회사가 상장될 경우에는 최대 3년으로 축소된다.

13) 2009년 11월 개최되었던 "적대적 M&A 방어수단도입을 위한 상법개정공청회"의 내용은 권종호(2009)에 정리되어 있다.

준수율⁹⁾: %

핵심 지표	(공시대상기간) 준수여부	(직전 공시대상기간) 준수여부	비고
주주총회 4주 전에 소집공고 실시 ¹⁰⁾			
전자투표 실시 ¹⁰⁾			
주주총회의 집중일 이외 개최 ¹⁰⁾			
현금배당 관련 예측가능성 제공 ¹¹⁾			
배당정책 및 배당실시 계획을 연 1회 이상 주주에게 통지 ¹¹⁾			
최고경영자 승계정책 마련 및 운영			
위험관리 등 내부통제정책 마련 및 운영			
사외이사가 이사회 의장인지 여부			
집중투표제 채택			
기업가치 훼손 또는 주주권의 침해에 책임이 있는 자의 임원 선임을 방지하기 위한 정책 수립 여부			
이사회 구성원 모두 단일성(性)이 아님			
독립적인 내부감사부서 (내부감사업무 지원 조직)의 설치			
내부감사기구에 회계 또는 재무 전문가 존재 여부			
내부감사기구가 분기별 1회 이상 경영진 참석 없이 외부감사인과 회의 개최 ¹¹⁾			
경영 관련 중요정보에 내부감사기구가 접근할 수 있는 절차 마련 여부			

〈그림 1〉 기업지배구조 보고서 가이드라인(한국거래소, 2025.02)

조 원칙을 바탕으로 주주 보호, 이사회 운영, 감사기구 역할 등에 대한 10가지 주요 원칙을 설정하고 있으며, 이를 다시 15개의 핵심지표로 구체화하여 공시하도록 하고 있다. 2025년 2월 기준, 기업지배구조보고서에서 공시해야 하는 15개의 핵심지표는 〈그림 1〉과 같다.¹⁴⁾

기업지배구조보고서 공시제도는 기업이 경영 투명성을 개선하도록 유도하기 위해 도입되었으나, 해당 제도가 우수한 지배구조의 여부나 경영 투명성을 판단하는 데 실질적인 도움을 주는 데는 한계가 있다. 금융위원회는 보도자료(2023.10.13.)를 통해 자산

2조 원 이상 기업의 핵심지표 준수율 평균이 전년 63.5%에서 66.7%로 상승한 것을 들어 해당 공시 제도가 ‘기업의 경영 투명성 제고에 기여했다’고 평가했으나, 이를 적절한 결론이라고 보기는 어렵다.

MBK는 고려아연 경영권 인수의 목적으로 주주가치 제고 및 지배구조 개선을 들고 있다. 다만, 기업지배구조보고서에서 보고되는 지배구조 핵심지표 준수율을 기준으로 판단하면, 고려아연의 지배구조가 미흡하다고 보기는 어렵다. ‘고려아연 기업지배구조 보고서공시(2024.05.30.)’에 따르면 2024년 고려아연은 지배구조 핵심지표 15개 항목 가운데 12개

14) 핵심지표의 경우, 개정 과정에서 ‘6년 초과 장기 재직 사외이사 부존재’와 ‘내부감사기구에 대한 연 1회 이상 교육 제공’ 항목이 삭제되었고, 대신 ‘현금배당 관련 예측 가능성 제고’와 ‘이사회 구성원 모두가 단일 성(性)이 아님’ 항목이 신설되었다. 또한, 일부 항목의 문구도 변경되었는데, ‘내부통제정책 마련 및 운영’이 ‘위험관리 등 내부통제정책 마련 및 운영’으로, ‘이사회 의장과 대표이사 분리’가 ‘사외이사가 이사회 의장인지 여부’로 수정되었다.

5. 지배구조핵심지표 준수 현황

핵심지표	(공시대상기간)준수여부	(직전 공시대상기간)준수여부	비고
주주총회 4주 전에 소집공고 실시	O	해당없음	23.02.16 소집공고(23.03.17 제49회 정기주총) 24.02.19 소집공고(24.03.19 제50회 정기주총)
전자투표 실시	O	해당없음	20.03.20 제46회 정기주총부터 실시
주주총회의 집중일 이외 개최	O	해당없음	제49회, 제50회 정기주총 모두 주총분산자율준수프로그램 참여(주주총회의 집중일 이외 개최)
현금 배당관련 예측가능성 제공	X	해당없음	-
배당정책 및 배당실시 계획을 연 1회 이상 주주에게 통지	O	해당없음	2023년 2월 향후 3년간 배당성향 30% 이상 유지 및 연1회 중간배당 계획 공시, 2023년 12월 향후 10년간 총 4조원 이상을 배당 및 자사주 취득/소각하는 주주환원정책 발표
최고경영자 승계정책 마련 및 운영	O	해당없음	체계적인 최고경영자 후보자 육성 및 발굴을 위한 최고경영자 승계정책 규정을 마련하여 운영
위험관리 등 내부통제정책 마련 및 운영	O	해당없음	감사팀, 준법경영팀, 내부회계관리팀 등 위험관리 전담 조직 설치 및 운영하며 재무적/비재무적리스크를 체계적으로 관리
사외이사가 이사회 의장인지 여부	X	해당없음	-
집중투표제 채택	X	해당없음	-
기업가치 훼손 또는 주주권의 침해에 책임이 있는 자의 임원 선임을 방지하기 위한 정책 수립 여부	O	해당없음	회사 자체 윤리규정 및 인사규정을 통해서 기업가치 및 주주권의 훼손 책임이 있는 자의 임원 선임 방지할 수 있는 내부 프로세스 구축
이사회 구성원 모두 단일성(性)이 아님	O	해당없음	이사회 구성원 13명 중 2명의 사외이사는 여성(김보영, 황덕남)
독립적인 내부감사부서 (내부감사업무 지원 조직)의 설치	O	해당없음	감사위원회를 설치하여 감사팀, 준법경영팀, 내부회계관리팀 등 독립적인 내부감사 지원조직 운영
내부감사기구에 회계 또는 재무 전문가 존재 여부	O	해당없음	감사위원회 구성원 3명 중 2명은 회계전문가(성용락, 서대원)
내부감사기구가 분기별 1회 이상 경영진 참석 없이 외부감사인과 회의 개최	O	해당없음	분기별 1회 이상 감사위원회가 외부감사인과 대면회의 개최
경영 관련 중요정보에 내부감사기구가 접근할 수 있는 절차 마련 여부	O	해당없음	감사위원회 규정에 감사위원회의 회사 내 경영정보에 접근 권한 명시

<그림 2> 고려아연 기업지배구조보고서공시(2024.05.30.)

항목을 통과해 준수율 80%를 기록했다(<그림 2>). 나아가, 고려아연이 준수하지 못한 3개 항목 중 사외이사가 이사회 의장인지 여부와 집중투표제 채택 여부에 대해서는 보고서 작성 이후 추진이 이루어지고 있는 상황이다.¹⁵⁾ 2023년 기준 기업지배구조보고

서를 제출한 기업의 핵심지표 준수율 평균이 62.3% (자산2조원 이상 68.5%, 2조원 미만 51.3%)임을 고려하면 고려아연의 핵심지표 준수율(80%)은 높은 수준이며, 2023년 기준 준수율 53.3%를 보고한 (주)영풍에 비해서도 높다.¹⁶⁾

15) 고려아연은 2025.1.24. 임시주총에서 집중투표제 도입을 승인했고, 2025.02.05. 이사회에서 사외이사의 이사회 의장 선임의 안을 의결했다.

16) 연도별 기업지배구조보고서 제출현황은 다음과 같다(한국거래소, 2023.12.07.).

구분	자율공시		의무공시				
			자산총액(연결 기준) 2조원 이상		1조원 이상		
	'17년	'18년	'19년	'20년	'21년	'22년	'23년
일반상장사	31	55	161	171	175	304	327

그러나, 고려아연은 회사 자금을 활용하여 높은 가격에 자사주를 매입하고, 이후 유상증자를 추진하려 했다는 점에서 우수한 지배구조를 지니고 있다고 평가하기 어렵다. 일반적으로, 자사주 매입이 주주가치 제고에 기여하는 경우는 주가가 저평가된 시점에 자사주를 매입한 후 이를 소각하는 방식으로 이루어진다. 고려아연은 주가가 높은 시점에서 부채를 동원해 자사주를 매입했으며, 이후 차입금 상환을 위해 공개매수 가격(89만 원)보다 낮은 가격(67만 원)으로 유상증자를 추진하려 했다는 점에서 주주가치 제고와는 반대 방향의 행동을 취했다. 만약 해당 유상증자가 실제로 진행되었다면, 기업이 높은 가격에 주식을 매입한 후 낮은 가격에 발행하는 결과를 초래해 기업이나 주주 이익을 침해하는 결과를 가져왔을 것이다.

기업지배구조보고서가 채택한 Comply or Explain (CoE) 방식은 각 기업이 개별 상황에 맞는 지배구조를 선택할 수 있도록 재량권을 부여하는 방식으로, 그 실효성에 대해 논란이 존재한다(김우진 외, 2023). 김여진 외(2020)는 기업지배구조보고서가 기업과 투자자 간 정보 비대칭을 완화하는 역할을 했다고 평가한 반면, 두서영과 윤성수(2023)는 핵심지표를 준수하지 않은 기업들이 이에 대한 설명을 형식적으로 서술하는 데 그치고 있다고 지적했다. 또한, 김우진 외(2023)는 기업지배구조보고서의 4개 핵심지표에 대한 준수 여부 및 설명 충실도를 전수 조사한 결과, 배당정책과 같이 기업의 지배권과 직접적인 관련이 없는 항목에서는 비교적 충실한 설명이 이루어졌으나, 이사회 의장과 대표이사의 분리 여부, 독립적인 내부감사부서 설치 여부 등 경영권과 밀접하게 관련된 항목에서는 설명의 충실도가 현저히 낮은 것으로 나타났다.

기업지배구조보고서가 단순한 형식적 공시에 그치지 않고, 실제 기업지배구조의 건전성을 반영하며 경

영 투명성 제고에 기여할 수 있도록 하기 위해서는 Comply or Explain(CoE) 방식의 실효성과 핵심지표에 포함된 문항의 적절성을 지속적으로 검토하고 개선해 나가는 과정이 필요하다.

4.3 집중투표제

고려아연 경영권 분쟁 진행과정에서 논란이 된 사항 중 하나는 기업지배구조 보고서의 핵심지표에도 포함되어 있는 집중투표제의 도입여부이다. 2023년 기준 핵심지표 15개 항목의 평균 준수율은 62.3%이었으나, 이 중 '집중투표제 채택'에 대한 준수율은 가장 낮은 3.7%를 보여 산업계에서 집중투표제 도입을 꺼리는 것을 확인할 수 있다(한국거래소, 2023. 12.07.). 집중투표제는 주주가 선임할 이사 수만큼 의결권을 부여받아 특정 후보에게 집중적으로 행사할 수 있도록 하는 제도로, 예를 들어, 1주를 보유한 주주는 5명의 이사를 선출할 경우 총 5표(1주 × 5명)의 의결권을 행사할 수 있다. 특정 이사 후보 한 명에게 몰아서 의결권을 행사할 수 있으므로 단순투표 방식보다 소수주주에게 유리한 제도로 평가된다.

고려아연이 주주제안으로 집중투표제 도입을 추진하자, 영풍·MBK 측은 오히려 해당 제도가 고려아연의 현 지분 구조상 소수주주의 권리를 침해할 수 있다며 반대했다. 일반적으로 집중투표제는 소수주주의 권익 보호를 위한 제도로 알려져 있어, 경영진이 이를 도입하는 것을 꺼리는 것이 일반적이다. 그러나 고려아연의 경우, 영풍·MBK 측이 지분 구조상 대주주에 해당하므로 현 경영진이 이를 도입하려 하고, 경영권을 견제하는 측에서 반대하는 이례적인 상황이 발생한 것이다. 당시 국내외 주요 의결권 자문기관들은 집중투표제 도입에 대해 찬반으로 의견이 나뉘며 엇갈린 입장을 보였다.¹⁷⁾ 찬성하는 측은 집중

17) 한국경제(2025. 2월 4일), "고려아연, 거버넌스 논란...만신장이 경영권 분쟁 항방은".
<https://www.hankyung.com/article/202501221501i>

투표제가 경영 투명성을 강화하는 역할을 할 것이라고 주장한 반면, 반대하는 측은 현 경영진이 지지하는 후보를 선임하는 수단으로 활용될 가능성이 있다고 우려했다.

집중투표제에 대한 엇갈린 시각은 고려아연 사례에 국한되지 않으며, 학계에서도 해당 제도의 도입을 둘러싸고 찬반 의견이 분분하다. 집중투표제 찬성 측에서는 우리나라의 대주주가 상호출자 등을 활용하여 선진국보다 강한 지배력을 행사하는 점을 감안할 때, 집중투표제가 소수주주의 권리를 보호하고 대주주의 권한을 견제하는 효과적인 수단이 될 수 있다고 주장한다(강명헌, 1999). 반면, 반대 측에서는 기업의 지속적인 성장과 발전을 위해서는 장기적인 안목에서의 안정적 경영이 필요하나, 소수주주 측 이사가 선임되어 대주주가 더 이상 완전한 경영권을 보유할 수 없게 되면 이사회 운영이 비효율적이고 불안정해질 수 있다고 우려한다. 특히, 소수주주가 기업의 장기적 성장보다는 단기적인 주가 상승이나 배당 확대만을 추구할 경우, 이사회가 기업 발전을 저해할 위험이 있다(고윤성 & 신현한, 2006; 이종훈, 2023).¹⁸⁾

집중투표제 도입 여부는 기업지배구조보고서의 핵심지표 중 하나로 포함되어 있어, 기업의 지배구조 핵심지표 준수율에 영향을 미치며 나아가 경영 투명성의 척도로 활용되고 있다. 그러나, 경영권 보호 수단이 부족한 국내 환경에서 집중투표제 도입이 반드시 기업가치 제고로 이어진다고 단정할 수는 없다. 오히려, 이 제도가 기업의 장기적 성장과 혁신에 부정적인 영향을 미칠 가능성을 고려하고, 집중투표제의 도입이 모든 기업에 보편적으로 적합한 제도인지에 대한 면밀한 검토가 필요하다.

4.4 금산분리 및 사모펀드에 대한 제재

금산분리(금융자본과 산업자본 분리)는 산업자본이 금융사를 소유하는 것을 제한하는 규제로, 1995년 은행법에 은산분리(은행자본과 산업자본 분리)가 규정되면서 도입됐다. 다만, 기존에는 산업자본의 금융자본 지배를 막는 것에 초점을 두었다면 고려아연 사례를 기점으로 금융자본(특히 사모펀드)의 산업 부문 투자나 기업 경영권 확보가 가져올 부작용에 대한 우려가 대두되었다. 금융당국에서는 목표 투자기간이 5-10년으로 짧은 금융자본이 20-30년의 장기 투자를 진행해야 할 산업자본을 지배하게 됐을 때 중장기적인 관점에서의 주주가치 훼손이 있을 수 있음을 언급했다.¹⁹⁾

사모펀드의 기업 인수 및 경영 효율화 전략은 경영진에게 기업가치 극대화를 위한 압박을 가함으로써 기업의 경영 개선을 촉진하고, 자원 배분의 효율성을 높이는 긍정적인 역할을 할 수 있다. 그러나 사모펀드의 주된 목적이 단기 차익 실현에 있을 경우, 기업의 장기적 성장보다는 비용 절감을 최우선 과제로 삼아 핵심자산 매각, 구조조정, 인력 감축 등의 방식을 활용할 가능성이 크며, 이는 기업뿐만 아니라 국가 경제에도 불안 요소로 작용할 수 있다. MBK파트너스는 ING생명과 코웨이를 인수한 후 2013년 재매각하는 과정에서 각각 약 2조 원, 1조 원의 차익을 실현하며 성과를 거둔 바 있다. 그러나 특정 산업 분야에서의 전문성을 바탕으로 경쟁력을 강화하여 기업 가치를 높이는 방법이 아니라, 다양한 산업의 기업들을 차입매수(LBO)한 뒤 인력 구조조정과 핵심 자산 매각 등을 통해 단기 수익을 실현하고 있다는 점에서 비판을 받고 있다. 차입매수(LBO, Leveraged

18) 한국경제인협회는 2024년 11월, 집중투표제와 감사위원 분리 선출이 도입될 경우 30대 상장기업 중 8곳의 이사회가 외국계 자본에 넘어갈 수 있다고 우려를 표명하기도 했다.

19) 이코노미스트(2025, 2월 11일), "고려아연이 쏘아올린 新금산분리 논쟁...사모펀드에 던진 화두는".

<https://economist.co.kr/article/view/ecn202502040059>

Buyout)란, 인수자가 인수 대상 기업의 자산이나 수익을 담보로 대출을 받아 인수자금으로 활용하고, 그 상환 부담을 피인수기업에 전가하는 방식의 인수 구조를 말한다. MBK가 훔플러스의 주요 점포를 매각한 것도 인수 과정에서 발생한 과도한 차입금으로 인한 이자비용 부담을 해소하기 위한 조치였다. 현재 MBK 파트너스가 투자해 지분을 보유하고 있는 국내 기업은 20여 개에 이르며, 업종도 유통, 케이블TV, 스포츠의류, 금융, 골프장 등 10여 개 분야에 걸쳐 다양하다.²⁰⁾

최근 각국에서는 대형 금융자본, 특히 해외자본이 국가 기간산업이나 첨단산업을 인수하는 것을 제한하기 위한 조치를 강화하고 있다. 일본 정부는 2019년 '외환·대외무역법(FEFTA)'을 개정하여 금속 채광 등 국가 안보와 연관된 산업을 영위하는 기업의 지분을 외국 자본이 1% 이상 취득할 경우 정부 승인을 받도록 했다. 호주의 경우, 중국계 자본인 오스트로이드 코퍼레이션이 호주 리튬 광산업체 알리타리소스 지분을 인수하는 것에 대해 금지하는 명령을 내리며, 자국의 핵심 산업 보호 조치를 시행한 바 있다.²¹⁾ 고려아연에 대한 MBK의 인수 시도와 관련하여, 미국 연방 의원들은 MBK가 경영권을 확보할 경우 고려아연이 보유한 핵심 광물의 제련·양산 기술이 중국 자본에 유출될 가능성을 우려하며, 이는 미국의 공급망에도 위협이 될 수 있다고 경고했다.²²⁾ 이러한 해외 사례와 고려아연 사태에 대한 우려는 단순한 금산분리 논의를 넘어, 해외 금융자본이 국가 기간산업이나 전략적 산업에 대한 인수 시도를 하는 경우, 이에 대한 제재 방안을 마련할 필요성이 커지

고 있음을 시사한다.

V. 결론

최근 미국과 중국을 비롯한 주요 국가들은 제조업 경쟁력 강화와 전략자원 확보, 기술 혁신 위한 정책을 적극적으로 추진하고 있으며, 특히 핵심 광물 공급망에 대한 통제력을 강화하고 있다. 이러한 국제적 환경에서 고려아연의 경영권 분쟁은 단순한 기업 경영권 갈등을 넘어 국가적으로도 전략적 자원의 안정적 운영과 관련된 중요한 사안으로 부각된다. 또한, 이번 사례는 자산 규모 10조 원이 넘는 대기업조차 경영권 분쟁에 휘말릴 수 있음을 보여주었으며, 이는 상대적으로 규모가 작은 코스피·코스닥 상장사들에게도 경영권 방어에 대한 우려를 확산시키고 있다.²³⁾ 실제로 국내 상장사들의 경영권 분쟁은 증가하는 추세이며, 특히 중견·중소기업의 경우 상대적으로 적은 자본으로도 경영권 공격이 가능하고, 방어에 필요한 자금 및 인력이 부족하여 더욱 취약한 상황에 놓여 있다.

본 연구에서는 경영권 방어 수단에 대한 논쟁을 소개하는 것과 더불어, 우수한 기업지배구조의 기준과 지표에 대한 정립의 필요성, 집중투표제의 도입이 기업지배구조의 개선으로 볼 수 있는지의 여부, 금융자본이 산업자본을 소유하는 것에 대한 제재의 필요성 등 앞으로 학계와 산업계, 금융당국에서 지속적인 논의가 필요한 사항을 기술했다. 다만, 본 논

20) 조선일보(2025, 3월 7일), "MBK, 돈 빌려 기업 인수... 투자 대신 빚 갚느라 실적 추락".
https://www.chosun.com/economy/industry-company/2025/03/07/NT77BRCNQ5BI5BRRUHNUCUVVDQ/?utm_source=naver&utm_medium=referral&utm_campaign=naver-news

21) 헤럴드경제(2025, 1월 21일), "'사모 천국' 美도 국가전략산업을 지킨다...빚장 거는 선진국들 [무소불위 사모펀드③]".
<https://biz.heraldcorp.com/article/10403369?ref=naver>

22) 뉴스1(2025, 3월 5일), "美 정치권, MBK 고려아연 '적대적 M&A' 우려 잇따라 제기".
<https://www.news1.kr/industry/general-industry/5709705>

23) 재벌과 외국인투자자 간의 경영권 분쟁을 다룬 사례논문으로 연강홍(1998)은 1996년~1997년의 쥘미도파 사례를 다룬다.

문은 이러한 이슈에 대한 향후 논의에 포문을 열기 위한 목적으로 작성되었으며, 어느 한 쪽의 주장을 강하게 대변하지는 않았다. 기업지배구조는 주주가 치 제고를 위한 수단이며, 그 자체가 목적이 아니다 (Lipton & Rosenblum, 1991). 기업지배구조를 개선한다는 명목으로 진행되는 사모펀드의 국내 기업에 대한 경영권 위협이 주주가치, 기업 경쟁력, 나아가 국가 경쟁력을 오히려 훼손하지는 않을지에 대한 고민과 함께 본 논문에서 제기한 사항에 대한 지속적인 논의가 필요하다.

REFERENCES

- Adhikari, H. P., Nguyen, T. T., & Sutton, N. K. (2018), "The power of control: The acquisition decisions of newly public dual-class firms," *Review of Quantitative Finance and Accounting*, 51, 113-138.
- Arugaslan, O., Cook, D. O., & Kieschnick, R. (2010), "On the decision to go public with dual class stock," *Journal of Corporate Finance*, 16 (2), 170-181.
- Berkovitch, E., & Khanna, N.(1990), "How target shareholders benefit from value-reducing defensive strategies in takeovers," *Journal of Finance*, 45(1), 137-156.
- Bradley, M., Desai, A., & Kim, E. H.(1983), "The rationale behind interfirm tender offers: Information or synergy?," *Journal of Financial Economics*, 11(1-4), 183-204.
- Brickley, J. A., Coles, J. L., & Terry, R. L.(1994), "Outside directors and the adoption of poison pills," *Journal of Financial Economics*, 35 (3), 371-390.
- Chemmanur, T. J., Paeglis, I., & Simonyan, K. (2011), "Management quality and antitakeover provisions," *The Journal of Law and Economics*, 54(3), 651-692.
- DeAngelo, H., & Rice, E. M.(1983), "Antitakeover charter amendments and stockholder wealth," *Journal of Financial Economics*, 11(1-4), 329-336.
- Easterbrook, F. H., & Fischel, D. R.(1981), "The proper role of a target's management in responding to a tender offer," *Harvard Law Review*, 94(6), 1161-1200.
- Gompers, P. A., Ishii, J., & Metrick, A.(2010), "Extreme governance: An analysis of dual-class firms in the United States," *Review of Financial Studies*, 23(3), 1051-1088.
- John, K., Lang, L. H., & Netter, J.(2008), "The voluntary adoption of corporate governance mechanisms," *Journal of Law, Economics, & Organization*, 24(2), 427-445.
- Jordan, B. D., Kim, S., & Liu, M. H.(2016), "Growth opportunities, short-term market pressure, and dual-class share structure," *Journal of Corporate Finance*, 41, 304-328.
- Lel, U., Netter, J. M., Poulsen, A. B., & Qin, Z. (2021), "Dual class shares and firm valuation: Evidence from SEC Rule 19c-4." European Corporate Governance Institute-Finance Working Paper, (807).
- Lipton, M., & Rosenblum, S. A.(1991), "A new system of corporate governance: The quinquennial election of directors," *The University of Chicago Law Review*, 58(1), 187-253.
- Malatesta, P. H., & Walkling, R. A.(1988), "Poison pill securities: Stockholder wealth, profitability, and ownership structure," *Journal of Financial Economics*, 20, 347-376.
- Manne, H.(1965), "Mergers and the market for corporate control," *Journal of Political Economy*, 73(2), 110-120.

- Morck, R., Shleifer, A., & Vishny, R. W. (1989), "Alternative mechanisms for corporate control," *American Economic Review*, 79, 842-852.
- OpenAI(2024), ChatGPT (version 4o) [Large language model]. <https://chat.openai.com>
- O'Reilly, C., Chatman, A., & Caldwell, D. F. (1991), "People and organizational culture: Profile comparison approach to assessing person-organization fit," *Academy of Management Journal*, 34, 487-516.
- Rossi, S., & Volpin, P. F. (2004), "Cross-country determinants of mergers and acquisitions," *Journal of Financial Economics*, 74(2), 277-304.
- Ryngaert, M. (1988), "The effect of poison pill securities on shareholder wealth," *Journal of Financial Economics*, 20, 377-417.
- Shleifer, A., & Vishny, R. (1997), "A survey of corporate governance," *Journal of Finance*, 52, 737-783.
- Smart, S. B., Thirumalai, R. S., & Zutter, C. J. (2008), "What's in a vote? The short-and long-run impact of dual-class equity on IPO firm values," *Journal of Accounting and Economics*, 45(1), 94-115.
- Stein, J. C. (1988), "Takeover threats and managerial myopia," *Journal of Political Economy*, 96 (1), 61-80.
- 금융위원회(2023, October 13), 기업지배구조보고서 가이드라인 개정 [보도자료].
- 김영환, 송동엽(2021), "경영권 방어수단, 경영위험, 기업 가치에 관한 연구," *재무관리연구*, 38(2), 167-188.
- 김여진, 안성희, 황문호(2020), "기업지배구조 보고서의 자발적 공시와 기업가치," *세무와회계저널*, 21, 127-156.
- 김상유, 김미리, 박수현, 하병천, 김길선(2024), "디지털 플랫폼 생태계 내에서의 M&A 활동 유형 분류에 관한 연구," *Korea Business Review*, 28(1), 65-97.
- 김수정, 박종훈, 김창수(2012), "기업집단의 최고경영자 활용 및 퇴출에 관한 연구: 재벌집단과 비재벌집단 간 비교," *경영학연구*, 41(3), 483-510.
- 김우진, 이민형, 김유경(2023), "Comply or Explain 원칙 재검토: 기업지배구조 보고서상 핵심지표 준수 여부 신뢰도와 설명 충실도 검증," *법경제학연구*, 20(3), 305-332.
- 김택주(2010), "상법 개정안상 포이즌 필의 검토," *상사법연*, 29(2), 29-78.
- 남길남(2019), "차등의결권 논쟁의 주요 흐름과 시사점," *자본시장연구원 Issue Report*, 19-07.
- 남길남(2020), "상장기업의 경영권보호 정관조항 채택 현황과 시사점," *자본시장연구원 Issue Report*, 20-10.
- 대한상공회의소(2025.02), 최근 경영권 분쟁 특징과 시사점 [연구보고서].
- 두서영, 윤성수(2023), "준수 또는 설명 방식에 따른 기업 지배구조 핵심지표 미준수 사유의 설명과 기업가치 관계," *회계정보연구*, 41(3), 51-81.
- 박상용(2005), "기업지배구조의 정치경제학: 적대적 기업 인수와 종업원 경영참여를 중심으로," *경영학연구*, 34(2), 569-602.
- 배형석, 양성국(2024), "경영권 분쟁이 기업가치에 미치는 영향에 관한 연구," *금융공학연구*, 23(3), 171-186.
- 송종준(2009), "포이즌 필의 도입과 경영권 방어의 적법기준: 2008년 상법개정초안을 중심으로," *저스티스*,

국내참고문헌

- 고윤성, 신현한(2006), "집중투표제 도입 기업의 특성과 기업가치에 관한 연구," *기업가정신과 벤처연구*, 9 (2), 113-149.
- 권중호(2009), "적대적 M&A 방어수단의 도입 필요성: 2008년 경영권방어법제 개선위원회의 입법초안을 중심으로," *상사판례연구*, 22(4), 257-288.

- 8, 161-190.
- 송치승, 박정미(2022), “차등의결권 주식은 기업가치를 제고하는가?,” **재무관리연구**, 39(3), 161-191.
- 연강흠(1998), “적대적 기업인수와 경영권 방어전략: 쥘미도파의 경영권분쟁 사례연구,” **Korea Business Review**, 2(3), 133-152.
- 이아영, 강윤식(2021), “경영권방어수단의 존재가 자기자본비용에 미치는 영향,” **관리회계연구**, 21(3), 121-145.
- 이종훈(2023), “집중투표제에 관한 연구: 미국에서의 찬반론을 중심으로,” **법학논총**, 47(1), 141-174.
- 이철수, 김현아(2012), “경영권 방어수단 도입이 기업가치에 미치는 영향,” **경영교육연구**, 27(1), 53-81.
- 임수민(2021), “포이즌 필에 대한 재논의,” **기업법연구**, 35(1), 155-197.
- 정성창, 김영환(2013), “경영권 방어수단이 자기주식 취득에 미치는 영향,” **경영학연구**, 42(3), 767-803.
- 한국거래소(2025.02), 기업지배구조 보고서 가이드라인.
- 한국거래소(2023.12.07.), '23년 기업지배구조보고서 공시 점검 및 분석 결과 발표 [보도자료].

Corporate Control Disputes and Corporate Governance: A Case Study of Korea Zinc*

Jae Eun Shin**

Abstract

This study examines the Korea Zinc and Youngpoong-MBK Partners management dispute and identifies key issues related to corporate governance and corporate defense mechanisms. This study first reviews previous research on management protection measures and presents both perspectives on the necessity of defense mechanisms. The opposing viewpoint argues that mergers and acquisitions (M&A) function as an external corporate governance mechanism that can enhance corporate value, and thus, management defense mechanisms may hinder these activities. On the other hand, proponents highlight the vulnerability of South Korean companies to hostile takeovers due to the relative ease of attacks and the lack of sufficient defense measures. They argue that implementing protective measures can enable management to focus on stable operations and long-term investments. Additionally, this study examines the key indicators outlined in the “Corporate Governance Guidelines” for improving governance structures. The Korea Exchange’s guidelines aim to enhance corporate governance and serve as a transparency benchmark; however, simply meeting key indicator compliance rates does not necessarily equate to strong corporate governance. Furthermore, the Korea Zinc case has triggered various legal and institutional discussions, including the potential adoption of cumulative voting and the expansion of financial-industrial separation regulations.

By discussing these issues, this study seeks to provide meaningful insights for academia and industry practitioners while contributing to the development of policy directions for improving corporate governance structures and strengthening management protection systems in the future.

Key Words: Corporate control dispute, corporate defense strategies, corporate governance

* This paper was supported by the Education and Research Promotion Program of KOREATECH in 2025.

** Assistant Professor, School of Industrial Management, KOREATECH, First Author

〈Teaching Note〉

고려아연 사례로 살펴본 경영권 분쟁과 기업지배구조에 대한 고찰

개요(Synopsis)

이 사례는 국내 비철금속 분야의 핵심 기업인 고려아연이 영풍·MBK파트너스연합으로부터 경영권 공격을 받으면서 발생한 복잡한 분쟁 상황을 다룬다. 영풍의 관계회사로서 안정적 운영을 이어오던 고려아연은 최대주주(영풍)와 사모펀드(MBK파트너스)가 공동으로 추진한 지분 매입과 공개매수 과정에서 경영권 방어를 위해 자사주 취득, 유상증자 시도, 순환출자 고리 형성 등 다양한 전략을 구사하게 된다. 고려아연이 경영권 방어를 위해 회사 자금과 차입금을 활용하여 자사주를 취득하는 과정이 적절했는지, 영풍·MBK파트너스연합의 경영권 위협이 지배구조 개선의 결과를 가져올 수 있을지, 사모펀드가 기업을 인수하는 것에 대해 기업의 장기 성장이나 국가 경쟁력 제고 관점에서 제재의 필요성은 없는지에 대하여 비판적 시각으로 바라보고, 토론 소재로 활용할 수 있을 것으로 기대한다.

방어 장치 메커니즘과 그 장단점을 이해한다.

2. 기업지배구조의 평가와 한계점

- ‘기업지배구조 보고서 가이드라인’의 핵심지표를 찾아보고, 핵심지표의 준수율이 높을수록 기업 경영의 투명성이 높은 것으로 해석해도 되는지에 대해 논의한다.

3. 단기성과 vs. 장기적 가치 창출

- 사모펀드 등 금융자본이 이끄는 경영권 위협이 주주가치와 기업의 지속가능성, 국가 경쟁력에 어떠한 영향을 미치는지 토론한다.

4. 법·제도적 쟁점 및 정책 시사점

- 적대적 M&A를 둘러싼 국내 상법(차등의결권, 포이즌필, 금산분리 등)과 해외 주요국 규제정책 비교를 통해 향후 입법·제도 개선 방향을 모색한다.

학습 목표(Learning Objectives)

1. 경영권 방어 수단에 대한 이해

- 자사주 매입, 차등의결권, 포이즌 필, 초다수결 의제 등 국내외 국가에서 활용되는 주요 경영권

타겟 독자 및 강의(Target Audience & Courses)

- 학부 상급과목: 기업지배구조론, 기업지배구조

의 이론과 실제

- MBA 과정 및 경영대학원: 기업지배구조 세 미나

사례 질문(Case Questions)

1. 경영권 방어 전략의 적절성: 고려아연이 취한 방어 수단(자사주 공개매수, 순환출자고리 형성 등)은 적절했는가?
2. 기업지배구조 보고서 핵심 지표와 실질적 투명성: 고려아연의 지배구조 핵심 지표에서 높은 준수율을 보였지만, 실제의사결정 과정을 볼 때 진정한 투명성·견제 기능이 작동했다고 볼 수 있는가?
3. 소수주주 보호 vs. 대주주 권한 견제: 집중투표제 도입은 소수주주 권익 보호에 도움이 되므로 기업으로 하여금 도입하도록 장려(또는 의무화)하는 것이 옳은가?
4. 금산분리 및 사모펀드 역할: 금융자본(사모펀드)이 기간산업을 지배하는 것에 대해 시장에 맡기는 것이 바람직한가?

사례 답변(Suggested Answers)

1. 경영권 방어 전략의 적절성

자사주 취득과 순환출자 고리 형성은 의결권을 확보함으로써 이사회에서 경영권을 보호하는 결정을 내리는데 효과적이었다. 하지만, 자사주 매입 가격보다

낮은 가격으로 유상증자를 진행했다면, 높은 가격에 자사주를 매입하고 낮은 가격에 주식을 발행하는 결과를 초래하여 기업의 재무구조를 왜곡하고, 기업가치나 주주가치 훼손으로 이어졌을 것이다. 또한, 순환출자고리 형성을 통한 의결권 제한은 법적으로 가능한지 여부에 논란을 초래하여 시장의 불안정성을 키우고, 투자자의 신뢰에 부정적인 영향을 주었다.

2. 기업지배구조 보고서 핵심 지표와 실질적 투명성

고려아연의 지배구조보고서 가이드라인 핵심지표 준수율을 보면, 다른 상장기업에 비해 높은 준수율을 보여 '우수한 지배구조'를 갖춘 것처럼 보인다. 하지만 자사주 매입가격보다 낮은 가격으로의 유상증자를 추진하려 했다는 점에서 경영진을 견제하는 이 사회의 기능이 제대로 작동했는지에 대한 의문이 제기된다. Comply and Explain(CoE) 원칙에 의해 작성되는 기업지배구조보고서가 기업의 실질적 경영 투명성을 대변할 수 있는지, 그리고 핵심지표 문항은 적절하게 선정되었는지에 대한 검토가 필요하다.

3. 소수주주 보호 vs. 대주주 권한 견제

집중투표제는 소수주주의 권익 보호를 위한 제도로 지배구조 개선의 수단으로 알려져 있다. 그러나 고려아연의 경우, 영풍·MBK 측이 지분 구조상 대주주에 해당하므로 현 경영진이 이를 도입하려 하고, '지배구조 개선'을 내세우는 영풍·MBK는 이에 반대하는 상황이 발생했다. 집중투표제는 소수주주의 권리를 보호하고 대주주의 권한을 견제하는 효과적인 수단이 될 수 있지만, 소수주주 측 이사가 선임되어 대주주가 더 이상 완전한 경영권을 보유할 수 없게 되면 이사회 운영이 비효율적이고 불안정해질 수 있다. 현재 정치권에서 집중투표제 의무화의 목소리가 제기되고 있으나, 현재도 경영권 보호 수단이

부족한 국내 현실에서 집중투표제는 오히려 경영진이 장기적인 안목에서 안정적으로 경영하는데 추가적 방해요소가 될 여지가 있다.

4. 금산분리 및 사모펀드 역할

금융자본(사모펀드)의 주된 목적이 단기 차익 실현에 있을 경우, 기업의 장기적 성장보다는 비용 절감을 최우선 과제로 삼아 핵심자산 매각, 구조조정, 인력 감축 등의 방식을 활용할 가능성이 크며, 이는 궁극적으로 주주가치 훼손으로 이어진다. 특히, 경영권 공격 대상이 국가기간산업인 경우, (해외)사모펀드의 경영권 인수는 기술, 공급망의 유출과 국가 경쟁력 훼손으로 이어질 수 있다. 국가 핵심 산업에 대한 해외 자본 규제 필요성에 대한 검토가 필요하다.

사례 분석 및 주요 개념(Case Analyses & Key Concepts)

1. 정량적 분석

- 주가 추이 및 거래량 변화: 고려아연의 자사주 공개매수와 영풍·MBK의 공개매수 진행기간 동안 주가 변동 추이와 거래량 흐름을 차트를 통해 확인.
- 재무 지표의 변화: 자사주 매입 재원에 따른 부채비율 상승 및 이자비용 가중에 따른 당기순이익과 영업현금흐름의 추이 확인.

2. 주요 이론적 개념

- 대리인이론(Agency theory) vs. 외부 지배구조 매커니즘(Takeover Mechanism): 적대적

M&A가 경영자의 대리인 문제를 해결하는 '외부 지배구조 매커니즘' 역할을 할 수 있지만, 방어 수단이 과도하면 경영진의 자기보호(참호구축, entrenchment)로 귀결될 수 있음.

- 참호구축가설 vs. 주주이해일치가설: 경영권 방어 수단이 대리인 문제를 심화시켜 기업가치에 부정적인 영향을 미친다는 입장과 경영권 방어 수단이 경영진으로 하여금 단기 성과에 치중하지 않고 기업가치 극대화를 위한 장기 투자를 촉진할 수 있다는 상반된 견해가 존재.
- Comply or Explain(CoE): 기업지배구조의 투명성 개선을 위해 도입된 '기업지배구조 보고서'에서는 핵심지표 준수 여부를 표기하고, 미준수 항목에 대해서는 사유를 설명하도록 함. 하지만, 핵심지표 준수율이 높은 기업(형식적으로 우수한 지배구조)이 경영 투명성이 높은 기업(실질적으로 우수한 지배구조)으로 볼 수 있을지에 대해서는 의문이 존재.
- 금산분리: 기존 금산분리(금융자본과 산업자본 분리)가 산업자본의 금융자본 지배를 막는 것에 초점을 두었다면, 최근에는 금융자본(특히 사모펀드)의 산업 부문 투자나 기업 경영권 확보가 가져올 부작용에 대한 우려가 대두.