

고려아연 vs 영풍, MBK 경영권분쟁 사례연구

임 수 민*

目 次

I. 서 설	1. 상호주 의결권 제한
II. 고려아연 경영권 분쟁의 개요	2. 자사주 매입 및 신주 발행
1. 사건의 발단	VI. 법적 시사점 및 보완책
2. 임시주주총회의 개최 및 경과	1. 경영권 분쟁 관련 법제도 개선의 필요성
III. 2025. 3. 7. 선고 2025카합20144, 2025카합20155 등 병합사건	2. 사모펀드의 경영권 참여
IV. 2025. 3. 27. 선고 사건번호 2025카합20431 사건	3. 공정거래 및 자본시장 규제의 실효성 의문 및 개선방안
V. 고려아연 사태를 통해 살펴본 경영권방어 전략에 관한 고찰	VII. 맺음말

I. 서 설

비철금속 분야 세계 1위 기업인 고려아연의 경영권을 두고 이를 얻고자 하는 측과 수호하려는 측간에 법적 공방이 격화되고 있다. 사건의 발단은 최대주주인 영풍이 사모펀드 운용사인 MBK 파트너스를 끌어 들여 고려아연 경영권 확보를 위한 공개매수하겠다는 발표가 그 시작이었다.

■ 투고일자 : 2025년 11월 15일, 심사일자 : 2025년 12월 10일, 게재확정일자 : 2025년 12월 15일.

* 부산대학교 법학전문대학원 전문박사과정/ 변호사

지난 75년간 동업자였던 고려아연 최씨 일가와 영풍 장씨 일가는 최초 수산물 수출 회사인 영풍기업사를 공동 창업하였고, 이후 정부의 중화학공업 육성 정책에 따라 경북 봉화군 석포리에 석포제련소를 세워 비철금속 제련업에 뛰어들었고 온산제련소를 추가 설립하면서 비약적으로 발전하였다.

창업 2세대까지는 공동경영체제를 유지해왔으나, 2000년대 들어 최 씨 일가가 영풍의 지분을 팔기 시작했고 반대로 장 씨 일가는 고려아연 지분을 사들이기 시작하면서 양측의 지분 격차가 발생하기 시작했고 결국 장 씨 일가 지분이 늘며 장 씨 일가가 고려아연의 최대주주가 되었다.

반면 고려아연은 현대차그룹¹⁾에 제3자 배정 유상증자와 자사주 맞교환을 비롯해 한화 그룹 계열사, LG화학 등과 자사주를 맞교환하며 우호지분을 늘려왔는데, 영풍 측은 외부 자본을 끌어들이는 지분을 희석하는 고려아연에 대해 불만을 표시하였다. 이에 대해 고려아연은 그간 동업자 관계를 고려해 영풍 측의 석포제련소 폐기물을 떠맡은 부분에 대해, 법적 또는 ESG 리스크가 될 수 있으며 배임이 문제될 수 있다고 판단하면서 이를 거부하였고, 지난 해 6월부터 영풍의 황산취급대행 계약을 종료하였다. 뿐만 아니라 고려아연은 그동안 영풍과 공동으로 진행해왔던 '원료 공동구매 및 공동영업 종료'를 선언했고, 공동 경영을 상징했던 서린상사의 경영권도 가져왔다. 이후 영풍 측도 결단을 내리고 MBK파트너스와 손을 잡고 공개매수에 나서게 되면서 둘은 돌이킬 수 없는 강을 건너게 되었다.²⁾

II. 고려아연 경영권 분쟁의 개요

1. 사건의 발단

영풍 · MBK파트너스 연합과 경영권 분쟁 중인 고려아연은 경영권 분쟁의 방향을 결

-
- 1) 고려아연이 현대차그룹 계열 해외 법인인 HMG Global LLC를 대상으로 2023년 9월 13일 제3자 배정 방식으로 신주를 발행했다. 이를 통해 HMG Global은 약 5,272억원 규모로 신주 104만5,430주를 취득하며, 고려아연 지분 5%를 확보하였다.
 - 2) 안옥희. (2024, 10). 영풍 · 고려아연, 동지에서 원수로... 협업과 분쟁의 75년史. 한경BUSINESS, (1505), 26-29.

정지를 고려아연 임시주주총회 하루 전인 2025년 1월 22일 오후 8시에 상호주 의결권 제한 카드를 사용하였다.

이보다 하루 앞선 1월 21일 서울중앙지방법원은 '임시주주총회에서 집중투표 방식으로 이사를 선임하는 내용의 안건을 상정해서는 안 된다'는 결정을 내리면서 영풍·MBK 파트너스 연합의 손을 들어준 바 있다. 이와 같은 법원의 판단으로 인해 고려아연 최씨 일가 측은 우호지분을 모두 합산하더라도 7% 가량 밀리는 상황에서 집중투표제가 유일한 경영권 방어 수단이었으므로, 사실상 고려아연의 패배로 마무리 될 것으로 거의 예측되었다.

그러나 고려아연은 호주법인 손자회사인 Sun Metals Corporation Pty Ltd(이하 'SMC'라 함)를 끌어들여 순환출자 구조를 만들어냈고, 이를 통해 상호주 의결권 제한이라는 새로운 카드를 꺼내게 된 것이다.

2. 임시주주총회의 개최 및 경과³⁾

가. 임시주주총회 개최 경위

임시주주총회 개최 결정 당시, 주식회사 영풍은 고려아연 주식회사의 주식 5,262,450주 보유함으로써, 발행주식 총수의 약 25.42%를 차지하고 있었다. 공동소송참가인 주식회사 한국기업투자 홀딩스는 고려아연 주식의 1,618,327주 보유함으로써 발행주식 총수의 약 7.82%를, 참가인 엠제이 파트너스는 고려아연 주식 2주 보유하고 있었다.

주주총회결의 효력정지 가처분을 신청한 채권자 주식회사 영풍(이하 '영풍'이라 함)은 신규이사 14인 선임 및 집행임원제도 도입을 위한 정관 개정을 목적으로 하는 임시주주총회 소집을 청구하였고, 고려아연 주식회사(이하 '고려아연'이라 함)의 이사회는 24. 12. 3.에 임시주주총회를 25. 1. 23.자로 개최하기로 결의하였다.

나. 해외법인의 순환출자구조 형성

호주법인 SMC는 25. 1. 22. 영풍정밀 등으로부터 보통주식 합계 190,226주(발행주식

3) 2025. 3. 7. 선고 2025카합20144, 2025카합20155 등 병합 사건 [주주총회결의 효력정지 및 직무집행 정지 가처분 신청] 중 1. 소명사실 부분

금융법연구 제15권 제1호(통권 제20호)

총수의 10.33%)를 취득하게 되었고, 이를 공시하였다. 한편, 고려아연은 호주법인 Sun Metals Holdings Ltd(이하 'SMH'라 함)의 지분 100%를 보유하고 있으며, SMH는 SMC의 지분을 100% 보유하고 있었다.

다. 영풍이 보유한 주식에 대한 의결권 제한

고려아연은 25. 1. 23.자 임시주주 총회에서 '채무자 고려아연 → SMH → SMC → 채권자 영풍 → 채무자 고려아연' 순으로 순환 지분출자 구조가 형성되었다는 이유로 상법 제369조 제3항에 따라 영풍이 보유한 주식(이하 '이 사건 주식'이라 함)에 대한 의결권을 제한하였다.

이에 따라 영풍이 보유한 이 사건 주식의 의결권이 제한된 상태에서 임시주주총회 결의사항은 모두 가결되었고, 고려아연 이사들은 임시주주총회에서 각 사외이사로 선임되었다(이하 '이 사건 임시주주총회 결의'라 함).

Ⅲ. 25. 3. 7. 선고 2025카합20144, 2025카합20155 등 병합 사건⁴⁾ (주주총회결의 효력정지 및 직무집행정지 가처분 신청: 일부 인용)

1. 피보전권리(의결권 행사의 제한)의 존재에 관한 판단

가. 상법 제369조 제3항의 적용범위(주식회사에만 국한되는지 여부)

상법 [시행 2025. 1. 31.] [법률 제20436호, 2024. 9. 20., 일부개정]

제369조(의결권) ①의결권은 1주마다 1개로 한다.

②회사가 가진 자기주식은 의결권이 없다.

③회사, 모회사 및 자회사 또는 자회사가 다른 회사의 발행주식의 총수의 10분의 1을 초과하는 주식을 가지고 있는 경우 그 다른 회사가 가지고 있는 회사 또는 모회사의 주식은 의결권이 없다. <신설 1984. 4. 10.>

4) 2025. 3. 7. 선고 2025카합20144, 2025카합20155 등 병합 사건 [주주총회결의 효력정지 및 직무집행정지 가처분 신청] 중 4. 판단 부분

법원은 '상법 제369조 제3항은 관련 회사가 모두 '주식회사'에 해당하여야지만 적용이 가능하다'고 해석하였다.

그 이유로 ① 위 규정은 의결권이라는 주주의 기본적 권리와 재산권을 제한하는 법률 규정에 해당하므로, 이를 엄격하게 해석하여야 하고, ② 상호주 의결권 제한에 관한 상법 제369조 제3항은 상법 제3편 제4장(주식회사 편)에 속하는 규정이고, 상법 내에 위 규정을 준용하는 규정은 존재하지 않으며, ③ 모회사, 자회사 '개념'을 규정하는 상법 제342조의 2 규정 역시 상법 제3편 제4장(주식회사 편)에 속하는 규정으로, 상법 내 위 규정을 준용하는 규정이 존재하지 않는다는 것이다.

따라서, 명시적 규정이 없음에도 불구하고 해석으로써 재산권인 의결권에 대한 제한의 범위를 확장할 수 없고, 실제 2013. 12.경에 상법 제369조 제3항의 적용 범위를 유한 회사에 확장하는 내용의 법률개정안이 발의되었다가 임기만료도 폐기된 바가 있어서, 현재는 '주식회사로만 한정한다는 내용으로 해석된다'고 판단하였다. 이러한 이유로 재판부는 'SMC를 상법상 주식회사로 보기 어렵다'고 결론을 내렸다.

나. 상호주에 의한 의결권 제한의 적법 여부

법원은 이 사건 주식에 대해 의결권을 제한하는 것은 위법하며 이 사건 임시주주총회 결의 방법은 상법 제376조 제1항5)에 위반하는 하자가 존재한다고 보았다.

구체적으로 살펴보면, 'SMC'[호주 회사법상의 Pty Ltd(Proprietary Limited Company)]는 상법에 따라 설립된 주식회사가 아님이 명백하며, SMC의 법적 성격을 보더라도 주식회사의 성격보다는 유한회사의 성격을 보다 많이 가지고 있다고 판단하였다. 그 근거는 다음과 같다.

① 상법상 주식회사는 주식을 타인에게 양도할 수 있는 것이 원칙이고, 다만 정관으로 정하는 바에 따라 이사회의 승인을 받도록 할 수 있다(상법 제335조 제1항 단서). 하

5) 제376조(결의취소의 소) ①총회의 소집절차 또는 결의방법이 법령 또는 정관에 위반하거나 현저하게 불공정한 때 또는 그 결의의 내용이 정관에 위반한 때에는 주주·이사 또는 감사는 결의의 날로부터 2월내에 결의취소의 소를 제기할 수 있다. <개정 1984. 4. 10., 1995. 12. 29.>

지만 SMC는 주식 양도 등록을 거부할 수 있는 재량권을 가지고 있는 Pty Ltd로써 회사 정관에서도 주식의 양도를 원칙적으로 제한하고 있다. 이는 우리나라 상법상의 주식회사와 큰 차이점이 존재하며 오히려 유한회사의 규정 취지에 더 가깝다. ② 상법상 주식회사는 주주의 수를 제한하는 규정이 존재하지 않으나, Pty Ltd의 경우 비직원 주주의 수가 50명을 초과해서는 아니 된다는 명시적 규정이 존재한다. ③ 상법상 주식회사는 별도의 조직변경 절차 없이 유가증권시장 등에 상장이 가능하나, Pty Ltd의 경우 호주 회사법상 Public Company로 조직 변경을 하여야만 상장이 가능하다. ④ 영풍정밀은 최초 SMC의 법적성격을 '유한회사'로 공시하였다가, 뒤늦게 법적성격을 Pty Ltd로 수정한 사정도 존재한다는 점들을 판단 이유로 실시하였다.

즉, 법원은 주주의 의결권을 제한하고자 하는 자는 그 제한 사유에 대해 먼저 소명책임을 진다고 밝히면서, 채무자 고려아연이 제시하고 있는 SMC의 특징이 상법상 주식회사의 특징들도 일부 보유하고 있기는 하나, 상법상 주식회사와는 명시적으로 다른 특징들(지분양도의 원칙적 제한, 주주의 수 제한, 상장 제한 등)이 존재하므로, 위 'SMC가 상법상 주식회사에 명확히 해당한다고 볼 수 없다'고 결론 내렸다.

2. 보전의 필요성에 관한 판단

[이 사건 주주총회 결의사항]

제1호 의안: 정관 일부 변경의 건

제1-1호 의안: 집중투표제 도입을 위한 정관 변경의 건

제1-2호 의안: 이사회 비대화를 통한 경영활동의 비효율성을 막기 위한 이사 수 상한설정 관련 정관 변경의 건

제1-4호 의안: 발행주식 액면분할 및 액면분할을 위한 정관 변경의 건

제1-6호 의안: 사외이사 이사회 의장 선임을 위한 정관 변경의 건

제1-7호 의안: 배당기준일 변경을 위한 정관 변경의 건

제1-8호 의안: 분기배당 도입을 위한 정관 변경의 건.

끝.

가. 제1-1호 의안의 경우, 이 사건 주식에 대한 의결권이 제한되지 않았다고 하더라도 찬성률이 약 69.3%(의결권이 제한된 상태에서 약 75.2%의 찬성률로 가결됨)에 달하여

상법 제434조 특별결의 요건(출석 주주의 의결권의 2/3이상 찬성)은 충족할 수 있었음이 소명된다고 보아 효력정지 신청을 기각하였다.

나. 제1-2호 의안의 경우, 이 사건 주식에 대한 의결권의 제한이 이루어지지 않았을 경우 부결되었을 것임이 계산상 명백하다고 보아 보전의 필요성을 인정하여 효력정지를 인용하였다.

다. 제 1-4, 6, 7, 8호의 의안의 경우, 채권자들인 영풍 측이 위 의안들에 대해 의결권 행사 권유할 당시 이미 찬성의 의사를 표명하였던 사실이 있으나, 이 사건 주식에 대한 의결권 제한 사실을 안 이후 명확히 반대의 의사를 표시한 점 및 위 의안들에 대해 반대하였을 경우 위 의안들이 역시 부결되었을 것임이 계산상 명백한 점 등을 고려하면 이 부분 신청의 보전의 필요성도 소명된다고 보아 효력정지를 인용하였다.

라. 고려아연 이사들에 대한 직무집행정지

채무자 고려아연 측 이사들에 대한 이사선임의 건 역시 이 사건 주식에 대한 의결권 제한이 이루어지지 않았을 경우 부결되었음이 계산상 명백하고, 위 이사들에 대한 직무집행을 정지하지 아니할 경우 고려아연의 이사들로서 새로운 법률관계를 형성하여 향후 고려아연에 더욱 복잡하고 심각한 법률적 분쟁이 야기될 수 있는 점 등을 고려하여 보전의 필요성을 인정하여 직무집행을 정지하였다.

IV. 25. 3. 27. 선고 2025카합20431 사건 (의결권행사 허용 가처분 신청: 기각)

1. 사실관계의 정리⁶⁾

신청인 채권자 영풍은 2024년 12월 31일 기준 고려아연의 보통주식 약 25.42% (5,262,450주)를 보유하고 있었는데, 앞서 서술한 III.항의 25. 3. 7. 선고 2025카합20144,

6) 2025. 3. 27. 선고 2025카합20431 사건 [의결권행사 허용 가처분 신청] 중 1. 소명사실 부분

2025카합20155 등 병합 사건의 결정 직후인 2025년 3월 7일 현물 출자를 통해 100% 자회사인 유한회사 와이피씨(YPC)를 설립하였다.

한편, 고려아연은 호주 법인 SMH의 지분 100%를 보유하고 있으며, SMH는 다시 SMC의 지분 전부를 보유하고 있다. 이 구조 하에서 SMC는 2025년 1월 22일 영풍의 주식 10.33%(190226주)를 취득했고, 이후 SMH가 이를 현물배당 받았다.

고려아연은 ‘고려아연 - SMH - 영풍 - 고려아연’ 순으로 순환출자 구조가 형성됐다는 이유로, 상법 제369조 제3항에 따라 영풍의 의결권 행사를 제한할 수 있다고 주장했다. 이에 영풍은 자신들의 의결권 행사를 제한하는 것은 위법이라며 의결권 행사 허용을 구하는 가처분을 신청한 사건이다.

2. 의결권 행사의 허용 여부에 관한 법원의 판단⁷⁾

가. 상법 제369조 제3항 후단 중 ‘다른 회사가 가지고 있는 “회사 또는 모회사”의 주식’의 의미

법원은 상법 제369조의 표제는 ‘의결권’이고, 그 중 제3항은 ‘의결권의 제한’ 요건을 규정하므로, 상법 제369조 제3항을 해석함에 있어서 위 조문의 표제와 그 규정 취지를 충분히 고려해야 할 것임을 전제하면서, 상법 제369조 제3항이 모자회사 관계가 없는 회사 사이의 주식의 상호 소유를 규제하는 주된 목적은 상호주를 통해 출자 없는 자가 의결권 행사를 함으로써 주주총회결의와 회사의 지배구조가 왜곡되는 것을 방지하기 위한 것임을 확인하였다(대법원 2009. 1. 30. 선고 2006다31269 판결 참조).

위 조문의 규정 취지를 고려할 때, ‘다른 회사’(이하 ‘행사회사’라 함)가 가지고 있는 회사 또는 모회사(이하 ‘대상회사’라 함)의 주식 부분을 ‘행사회사가 주주총회일 현재 가지고 있는 대상회사의 주식’으로 해석하는 경우 상법 제369조 제3항의 입법목적이 달성될 수 없는 문제가 발생하게 됨을 설명하였다. 가령 상법 제369조 제3항 후단의 ‘가지고 있는’ 부분을 ‘주주총회일 현재 가지고 있는’으로 해석하게 된다면, 행사회사가 대상회사의 주주총회 기준일 이후 대상회사의 주주총회일 이전에 대상회사 주식을 제3자에

7) 2025. 3. 27. 선고 2025카합20431 사건 [의결권행사 허용 가처분 신청] 중 4. 판단 부분

양도한 경우, 행사회사는 상법 제354조 제1항에 따라 대상회사의 주주총회에서 의결권을 행사할 자로 확정되었음에도 상법 제369조 제3항의 의결권 제한은 받지 않게 되는 문제가 발생한다는 점을 지적하였다. 아울러 대상회사의 주주총회일이 종료된 후 다시 제3자로부터 대상회사 주식을 양수하여 상법 제369조 제3항의 적용을 회피할 수도 있음을 지적하였다.

결국 이와 같은 이유로 상법 제369조 제3항의 입법 목적을 달성하기 위해서는, 상법 제369조 제3항 후단의 요건을 해석할 때 행사회사가 대상회사의 주식을 가지고 있는지 여부는 대상회사의 '주주총회 기준일'을 기준으로 판단하여야 한다고 판시하였다.

한편 상법 제369조 제3항 전단의 '회사, 모회사 및 자회사 또는 자회사가 다른 회사의 발행주식 총수의 10분의 1을 초과하는 주식을 가지고 있는 경우'를 해석함에 있어서는 '대상회사의 주주총회일을 기준으로 상호주 요건 충족 여부를 판단하여야 한다'고 확인하였다(대법원 2009. 1. 30. 선고 2006다31269 판결 참조).

정리하자면 대상회사 및 그 자회사가 행사회사의 지분 10%를 초과하여 가지고 있는지를 판단할 때는 대상회사의 '주주총회일'을 기준으로 하는 반면, 행사회사가 대상회사의 주식을 가지고 있는지를 판단할 때에는 대상회사의 '주주총회 기준일'을 기준으로 하여야 한다는 것이다.

정리하자면, 법원은 '이 사건 정기주주총회 기준일은 2024. 12. 31.이므로 이 사건 주식의 보유자는 채권자 영풍이지, 참가인 유한회사 와이피씨(이하 'YPC'라 함)가 아니며, 상법 제369조 제3항에 따라 의결권 제한 여부를 판단할 때 영풍을 기준으로 판단하여야 한다'고 밝혔다. 결국 영풍은 2025. 3. 7.이 사건 주식을 YPC에 현물출자 하였으므로, 고려아연은 이 사건 주주총회일을 기준으로 이 사건 주식을 가지고 있지 않은 영풍에게 이 사건 주식에 대해 의결권 행사를 허용(제한할 수 없다)해달라는 주장은 이유 없다고 판단하였다.

나. 외국법인 SMH에 대한 상법 제369조 제3항 적용 가능 여부

법원은 상법 제369조 제3항을 해석함에 있어 "자회사"가 외국법에 의하여 설립된 '외

국회사'라고 하더라도 상법 제369조 제3항이 적용될 수 있다'고 해석함이 타당하다고 판단하였다. 즉, 'SMH는 호주법에 따라 설립된 외국법인이기'는 하지만 위 사실만으로 당연히 상법 제369조 제3항의 적용이 배제된다고 할 수는 없다'고 보았다.

그 근거로 (1) 상법 제369조 제3항의 '자회사'가 외국회사인 경우에도 상법 제369조 제3항이 적용될 수 있는지에 관한 명시적 규정이 없으므로, 입법취지 및 규정체계 등을 종합적으로 고려하여 판단하여야 하는데, (2) 법인의 준거법은 원칙적으로 설립 준거법을 기준으로 하고 있으므로, 대상회사의 설립 준거법에 따라 의결권 제한 여부가 결정되어야 함을 밝혔다. (3) 상법 제369조 제3항의 규정은 자회사의 직접적인 법률관계가 변동하거나 의결권이 제한하는 것이 아니며, 자회사의 주주총회에 관한 사항을 규정하는 것도 아니다. 또 자회사가 가지고 있는 행사회사 주식에 미치는 영향은 간접적인 것에 불과하므로, 자회사가 외국회사라고 하여 해당 외국회사의 설립 준거법이 적용된다고 볼 수 없어 대한민국 상법을 적용하는 것이 타당하다. (4) 또 상법 제6장 외국회사 부분에 상법 제369조 제3항을 준용하는 규정이 없다는 점 등을 들었다.

다. SMH의 법적 성질에 비추어 상법 제 369조 제3항 적용할 수 없는지 여부

SMH의 법적 성격에 비추어 보면, 'SMH(호주 회사법상의 Public Ltd)는 상법 제4장에서 규정하고 있는 주식회사의 성격을 가지고 있다'고 봄이 타당하다고 판단하였다.

즉, SMH가 주식회사의 본질적인 대부분의 특징을 보유하고 있음에도 영풍에서는 극히 사소한 제도상의 차이점이 존재한다고 주장하고 있을 뿐이므로, SMH가 주식회사가 아니므로 상법 제369조 제3항을 적용할 수 없다는 영풍의 주장은 이유 없다고 판단하였다.

라. 법원의 결정

고려아연의 '자회사인 SMH는 영풍 주식 190,226주(발행주식 총수의 10.33%), 즉 10% 이상을 가지고 있으므로, 상법 제369조 제3항에 따라 영풍이 이 사건 주식에 대하여 의결권을 행사하는 것을 제한하고자 하는 고려아연의 판단이 위법하다고 볼 수는 없다'고 판단하였다.

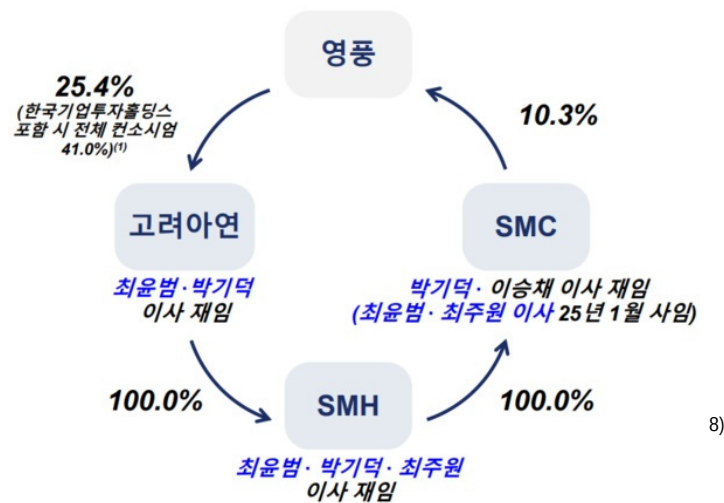
즉, 정기주주총회에서 이 사건 주식에 대한 의결권의 행사 허용을 구하는 영풍의 가처분 신청은 그 피보전권리가 소멸되지 않는다고 판단하여 기각 결정하였다.

V. 고려아연 사태를 통해 살펴본 경영권방어 전략에 관한 고찰

1. 상호주 의결권 제한

상법 제369조(의결권)

③ 회사, 모회사 및 자회사 또는 자회사가 다른 회사의 발행주식의 총수의 10분의 1을 초과하는 주식을 가지고 있는 경우 그 다른 회사가 가지고 있는 회사 또는 모회사의 주식은 의결권이 없다



상호주 의결권 제한을 하려면, 우선 두 회사가 서로 상대방의 주식을 보유함으로써 사실상 자기주식과 유사한 지배구조가 형성되어야 하는데, 위 표에서 확인할 수 있듯이 고려아연이 지배하는 자회사가 영풍의 주식을 10% 이상 보유함으로써 순환출자 구조가 발생한 것을 확인할 수 있다.

8) 그림: [상호주 구조-고려아연과 영풍 간의 순환출자 구조의 형성]

이를 위해 '10분의 1 초과'를 판단하는 시점이 중요한데, 그 시점에 따라 결과가 달라질 수 있다. 따라서 이 사건은 '10분의 1 초과'를 판단하는 시점이 사건의 결과를 가르는 핵심 쟁점이 되었다.

가. 의결권 제한의 판단 시점

(1) 판례의 입장

초기 판례의 경향은 '의결권 행사 시점'을 기준으로 하였는데, 당시 대법원은 상호주 구조에서 의결권 제한 여부를 판단할 때, 실제 의결권이 행사되는 시점을 기준으로 삼는 경향이 있었다. 즉, 주주총회 당일에 상호주 관계가 성립되어 있으면 의결권을 제한하고, 그렇지 않으면 제한하지 않는 방식인데, 이는 의결권의 행사와 직접 연관된 실체적 시점을 중시한 해석이다.

한편 대법원은 2009. 1. 30. 선고 2006다31269 판결에서 '기준일'(주주명부 폐쇄일)을 상호주 판단의 기준 시점으로 삼아야 한다고 판시함으로써, 종전 해석과 다른 중요한 전환점을 맞이하였다. 즉 대법원은 상호주에 해당되어 의결권이 제한되는 주식인지 여부는 기준일 현재를 기준으로 판단해야 한다고 하면서, 절차적 안정성과 주주 권리 보호를 위한 명확한 기준을 제시했다. 이후 하급심과 대법원 판례는 위 2009년 판결의 입장을 따르며, 의결권 제한 여부는 '기준일'을 기준으로 판단하는 것이 원칙이라는 입장을 강화해 왔고, 이는 기업지배구조와 주주총회 운영의 예측 가능성과 안정성을 높이기 위한 방향으로 해석할 수 있다.

즉 우리나라 판례의 입장은 ① 실질적 의결권 행사 시점 기준 → ② 기준일 중심 해석(2009년 판례) → ③ 기준일 기준 해석의 정착으로 변화해왔다. 이러한 변화는 단순한 법해석 차원을 넘어, 기업 운영과 주주의 권리 보장, 나아가 회사법의 체계적 안정성에 미치는 함의를 담고 있다.

(2) 상호주 판단의 기준시점에 관한 비판적 견해

고려아연과 영풍 간에 벌어진 일련의 가처분 사건들은 상호주 의결권 제한 규정이 대기업⁹⁾ 상장사 경영권 방어 및 공격에 동원된 첫 사례이다. 우선 이는 적대적 인수합

병 일반에서 방어회사가 공격회사의 주식을 취득함으로써 공격회사의 시도를 저지하는 방법 일체를 의미하는 ‘팩맨(Pac-Man)’의 일종일 수 있으나, 팩맨 그 자체는 아니므로 용어를 구분하여 사용할 필요가 있다¹⁰⁾.

상호주 판단의 기준시점 내지 상호주에 따른 의결권 제한의 효력 시기를 판단하는 시점으로는 크게 ① 주주총회 기준일 내지 주주명부폐쇄일 ② 주주총회일 로 2가지 입장이 존재한다.

앞서 살펴본 바와 같이, 현재 우리나라 판례는 2009년도 대법원 판례 이후 상호주의 의결권 제한의 판단시기를 ‘주주총회 기준일’로 보고 있다. 하지만 주주총회 기준일 혹은 주주명부 폐쇄일을 기준으로 상호주 여부를 판단하는 것도 일견 설득력이 있으나, 여기에도 마찬가지로 몇 가지 문제점이 발생한다.

첫째, 모회사와 관계가 없는 회사 사이의 주식의 상호 소유를 규제하는 주된 목적은 상호주를 통해 출자 없는 자가 의결권 행사를 함으로써 주주총회 결의와 회사의 지배구조가 왜곡되는 것을 방지하기 위한 것으로 회사 지배구조의 왜곡화를 방지하는 것이 그 통설적 취지이다. 그런데 주주총회 기준일을 그 판단시점으로 보는 경우, 상호주를 보유하고 ‘의결권 품앗이’를 해주려는 비모회사와 관계의 두 회사는 취득시기를 조정하고 주주총회 기준일을 각자 달리 정함으로써 상호주 규제를 회피할 우려가 있다. 둘째, 상법 제354조의 주주총회 기준일은 회사가 주주 또는 질권자로서 권리 행사할 자를 정하기 위한 임의적 제도인 반면, 상호주 보유에 의한 의결권 제한은 강행적 규제이다. 임의적 규제와 강행적 규제를 연결 지어 해석하면 어색한 결과가 초래된다. 이러한 이유로 오히려 주주총회 기준일이 아닌 주주총회일을 기준으로 상호주의 의결권 제한 시기를 정해야 한다는 비판적 의견도 존재한다.¹¹⁾

9) 「독점규제 및 공정거래에 관한 법률」상 공시대상 기업집단

10) 박진재. (2025). 상호주를 통한 경영권 방어 - 전략의 유효성, 코리아 디스카운트 해소 가능성을 중심으로 -. 상사법연구, 43(4), 169-192. 10.21188/CLR.43.4.4, 170면 참조.

11) 박진재. (2025). 상호주를 통한 경영권 방어 - 전략의 유효성, 코리아 디스카운트 해소 가능성을 중심으로 -. 상사법연구, 43(4), 169-192. 10.21188/CLR.43.4.4, 172-173면 참조.

나. 상호주 의결권 제한 관련 기타 법리에 관한 고찰

상호주 의결권 제한의 법리가 고려아연 사안에서 적용되는 것에 관하여 대표적으로 아래 3가지 반발이 존재한다.

① 상호주 의결권을 제한하는 상법 제369조 제3항에 따른 '자회사'에 외국회사는 포함되지 않기에, 만일 외국회사를 통해 다른 회사의 지분 10%를 초과하여 갖게 된다면 그 다른 회사의 모회사에 대한 의결권은 제한되지 말아야 한다. ② 그 다른 회사의 지분이 10%를 초과하여 취득한 주체가 유한회사라면 그 유한회사는 상법 제369조 제3항의 적용을 받지 아니하여 그 다른 회사의 모회사에 대한 의결권은 제한될 수 없다. ③ 이러한 상호주 의결권 제한에 따라 고려아연 최대주주 영풍의 의결권을 부정하여 결과적으로 2대주주에 불과한 고려아연 최윤범 회장 일가에게 회사에 대한 지배권을 부여하는 것은 부당하다는 것이다.

①과 ②의 내용은 영풍-MBK 연합 측에서 가처분 소송에서 지적한 내용들¹²⁾이며, ③은 상호주에 관한 기존 연구들에서 도출되었던 비판이다. ②의 경우 고려아연 측은 SMC가 주식회사라고 재반박한 바 있고, 외국(호주)에서 설립된 회사가 대한민국 상법이 정한 유한회사나 유한 책임회사 설립요건을 모두 충족하는 것을 상정하기는 어려우므로 고려아연 측 재반박에 수긍하게 된다. ①의 경우 위 내용을 주장하는 측은 외국회사에의 준용에 관한 상법 618조¹³⁾가 동법 제369조 제3항을 준용하지 않음을 근거로 들고 있다. 그러나 상법 제618조가 준용한다는 모든 규정은 대한민국에서 외국회사가 주권 또는 채권을 발행하거나 그 주식의 이전, 입질 및 사채의 이전을 행함에 있어서 대한민국의 상법에 따라 이루어지도록 하기 위해 준용되어야만 하는 조항들이다. 만일 이러한 준용이 없다면 대한민국에서 발행되는 외국회사의 채권에 대해 낮은 외국법을 적용하여야 하고 참가자들은 불측의 손해를 입을 수 있기에 이러한 부당함을 해소하기 위한 최소한의 준용이 규정된 것이다. 반명 상법 제369조 제3항은 대한민국에서 외국회사의

12) 서울경제, 2025. 1. 23.자 <http://www.sedaily.com/NewsView/2GNSZSI9H9>

13) 제618조(준용규정) ① 제335조, 제335조의2부터 제335조의7까지, 제336조부터 제338조까지, 제340조제1항, 제355조, 제356조, 제356조의2, 제478조제1항, 제479조 및 제480조의 규정은 대한민국에서의 외국회사의 주권 또는 채권의 발행과 그 주식의 이전이나 입질 또는 사채의 이전에 준용한다. <개정 2014. 5. 20.>

주권 또는 채권을 발행하거나 그 주식의 이전, 입질 및 사채의 이전과는 무관하며 관련성이 전혀 없다. ③을 살펴보면, 상법 제342조의 2 각호의 예외사유¹⁴⁾로 모회사 주식을 10% 이상 취득하게 된다면, 모회사의 자회사 주식에 대한 의결권 행사가 정지된다는 결론에 이르게 되는데, 이는 최대주주인 모회사의 의결권을 부정하여 결과적으로 2대 주주에게 회사에 대한 지배권을 부여하는 부당한 결과에 이르게 되고, 완전 모회사인 경우에는 자회사의 의결권을 행사할 주주가 존재하지 않는 이상한 결과를 야기하게 된다는 것이다. 그러나 자회사가 소유하는 모회사 주식은, 그것이 모회사 총주식의 10%를 초과할지라도, 상법 제369조 제3항에 의해 이미 의결권이 제한되었기에 자회사가 모회사 주식을 10%초과하여 가지고 있는 경우에 해당하지 않는다고 본다면 이상한 점들은 해결된다.¹⁵⁾

다. 경영권 방어수단으로서 상호주 의결권 제한의 전략적 효과

1) 일회적 전략으로서의 효과성

이번 고려아연의 상호주 의결권 제한 전략은 2025. 1. 23. 주주총회에서는 일시적으로 효과가 있었을지 몰라도, 영풍이 당사 보유 고려아연 주식을 물적 분할하여 신설법인을 설립한 뒤 해당 법인을 통해 주주총회 기준일 전 의결권을 보유하여 행사하였다면 그 효력을 잃었을 것이다. 즉 이번 전략은 일회성 전략에 그칠 수 있다.

다만 경영권 분쟁 상황에서 주식 취득을 통해 상호주 관계를 창출하여 상대의 의결권을 제한하여 경영권 방어를 하는 전략이 일회성일지라도 유의미한 경영권 방어 수단이라고 할 수 있는지가 논의해 볼 필요가 있다.¹⁶⁾

14) ex. 제2호- 회사의 권리실행을 위하여(담보권 실행 등)

제 342 조의2 (자회사에 의한 모회사 주식의 취득)

① 다른 회사의 발행주식의 총수의 100분의 50을 초과하는 주식을 가진 회사(이하 “**母會社**”라 한다)의 주식은 다음의 경우를 제외하고는 그 다른 회사(이하 “**子會社**”라 한다)가 이를 취득할 수 없다. <개정 2001.7.24>

1. 주식의 포괄적 교환, 주식의 포괄적 이전, 회사의 합병 또는 다른 회사의 영업전부의 양수로 인한 때

2. 회사의 권리를 실행함에 있어 그 목적을 달성하기 위하여 필요한 때

15) 김지평, ‘주권발행 전 주식양도와 상호주 보유 규제, 「인권과 정의」 통권 400호(대한변호사협회, 2009), 위의 논문, 178면 재인용

16) 박진재. (2025). 위의 논문, 180-181면 참조.

2) 주주총회 결의사항별 효과

① 특별결의사항

상호주 의결권 제한을 통해 상대방 의결권을 제한하는 경우 특별결의사항도 가결시킬 수 있는 확률은 상승한다. 특별결의사항은 대표적으로 '정관 변경'이 있는데, 2025. 1. 23. 고려아연은 차기 주주총회부터 집중투표제를 도입하기 위해 집중투표제를 배제하는 정관 조항을 삭제하고, 이사 수의 상한을 19명으로 설정하는 정관 개정을 시도하였다. 이 중 영풍 측의 가처분 신청이 기각되어 효력이 인정된 집중투표제의 경우, 집중투표를 통해 최대주주가 가지는 힘을 약화시킬 수 있다. 또 이사 수 상한제가 통과되는 경우, 우호적 이사들의 선임 후 기존 이사들의 해임 없이는 추가적인 이사 선임을 불가능하게 하여 새로운 이사 선임의 문을 닫아버릴 수 있는 효과가 발생하게 된다. 또 기존 이사회에서 공격자 측에 동조하는 이사가 발생하는 경우 특별결의로 해임할 수도 있다. 이외에도 공격자 측에 반하는 영업양도, 회사 합병 분할 등을 통해 공격자가 회사 지배권 획득 후 달성하고자 하는 목표를 조기에 좌절시킬 수도 있을 것이다. 기타 이사의 임기를 3년 범위 내 길게 설정할 수도 있다.

위와 같이 단 한 번의 주주총회라 하더라도 특별결의사항을 통화시킴으로서 경영권을 방어하는 측에서 공격자의 목표치를 조기에 좌절시키거나 향후 경영권 확보를 어렵게 만들 수 있게 된다.

② 보통결의사항

정관에서 달리 정하고 있지 않는 한 신규 이사 선임은 보통결의사항에 해당한다. 즉 의결권을 제한당한 측이 차기 주주총회에 의결권을 회복한 경우 확실히 우위를 점할 수 있는 영역이 신규 이사 선임과 같은 보통결의사항이다.

그러나 이미 특별결의에 의해 이사 수 상한제 또는 임기가 장기화된 경우 공격자 측은 '경영권 없는 소수 지분'으로 2~3년간 자본이 회사 지분에 ' 묶이게' 될 확률¹⁷⁾이 커지게 된다.

③ 소결

결국 단 하나의 주주총회에서이지만 공격자 측의 의결권을 제한할 수 있게 된다면, 적어도 2~3년 간은 경영권을 방어할 수 있으며, 그 기간 동안 공격자 측은 기회비용의 증가로 공격을 철회할 확률이 높아진다. 따라서 상호주 의결권 제한을 통한 경영권 방

17) 공격자 측이 FI(Financial Investor, 재무적 투자자)일 경우 시간에 따른 자본 기회비용을 증시할 것이기에 더더욱 그러하다.

어 전략은 일회성 전략이라 하더라도 그 효력은 상당하다고 할 것이다.¹⁸⁾

2. 자사주 매입 및 신주 발행

가. 법적 한계 및 문제점

1) 자사주 보유의 투명성 부족

자사주 취득 및 보유는 법적으로 허용되지만, 경영권 유지 목적으로 이를 활용할 경우 공정한 기업지배구조를 해칠 수 있고, 자사주 취득 목적이 명확히 공시되지 않거나, 소각하지 않고 계속 보유되면 의결권 우회적 확보 수단으로 악용될 가능성이 있다.

2) 소액주주 보호 침해

자사주 보유로 인해 주가 부양의 효과는 일시적일 뿐, 소각되지 않으면 실질적으로 소액주주에게 이익 환원이 안 된다. 또 자사주가 경영권 방어에만 쓰일 경우, 이는 지배주주의 사익 추구 수단이 되며 소수주주의 권리를 침해하게 된다.

3) 법적 규제 미비

자사주 활용에 대한 의결권 제한, 보유 기한 제한, 공시 강화 등의 장치가 미흡한 상태이다.

4) 자사주는 경영권 방어 수단으로 사용하는 것 자체가 불법은 아니지만, 공정성과 소액주주 보호 측면에서 매우 부정적인 영향을 초래하므로, 제도적 보완이 반드시 필요하다. 소각 의무화나 활용 목적 공시 강화, 보유 기한 제한 등의 법적 규제가 마련되어야 할 것이다.

나. 고려아연의 신주발행(유상증자)

1) 경영권 방어의 목적에 대한 판단 부재

고려아연은 2024. 10. 2. 경영권방어를 위하여 대규모의 자기공개매수를 결정하였다.

18) 박진재. (2025). 위의 논문, 181-183면 참조.

이에 영풍, MBK 연합은 이를 금지하는 내용의 가처분을 신청하였고, 법원은 이를 기각하였다. 그런데 그 근거로 법원은 “경영권방어를 위해서 이루어진’ 거래이기 때문에 금지되어야 하는지에 대해서는 판단하지 않고, 오로지 상법 및 자본시장법 절차 및 제한을 준수한 이상 자기공개매수의 목적에 경영권방어가 포함되어 있다고 하더라도 위법하다고 단정할 수 없다”고 판단하였다. 즉 법원은 ‘기술적 절차나 제한으로만 판단’을 한 것이다.

경영권방어의 허용 여부를 ‘경영상 목적’이라는 문구에 과도하게 의존한 결과 우리나라에 아직 경영권방어의 법리가 정립되지 못하였다는 점은 최근 고려아연 경영권 분쟁에서도 분명하게 드러나고 있다. 고려아연이 분명하게 경영권방어 목적을 가지고 다양한 방어수단을 사용하였음에도 불구하고, 법원에서 배당가능이익이나, 집중투표제, 상호주, 공정거래법 위반 등과 같은 기술적인 해석이 이루어지는 동안 고려아연은 일반주주와의 이해관계, 즉 어느 쪽이 더 고려아연의 주주가치 및 기업 가치를 높일 수 있는지에 대한 논의는 주변부로 흘러가 버렸다.¹⁹⁾

2) 현대엘리베이터-KCC 사건(2003)의 유상증자 건과의 비교

이 사건은 현대엘리베이터의 최대주주인 정몽구 회장이 KCC와의 지배구조 문제를 해결하기 위해 유상증자를 시행하는 과정에서 발생한 사건으로, KCC는 현대엘리베이터의 경영권 방어와 관련하여 유상증자의 목적과 정당성을 문제 삼았다. 이 사건의 쟁점은 ‘유상증자의 목적이 정당한지’ 여부가 핵심 쟁점이었는데, KCC 측은 유상증자가 현대엘리베이터의 경영권 방어를 위한 수단으로만 사용될 경우, 공정한 주주평등 원칙에 위반될 수 있다고 주장하였다. 이에 대해 법원은 정당한 자금 조달이 아닌 경영권 방어를 위한 유상증자에 대해 부정적인 입장을 보였으며, 공정한 주주권 보호의 원칙이 중요시되어야 함을 확인하였다.²⁰⁾

즉, 법원은 유상증자의 목적이 경영권 방어라는 단순한 이유로 이루어지는 경우 소액

19) 송옥렬, 2025, 한국상사법학회 동계학술대회, 주주권 강화와 주주간 분쟁에 관한 상사법의 쟁점 [경영권방어를 위한 제3자배정 신주발행 再論], 24면 참조.

20) 박재완, 「유상증자에 대한 법적 고찰 - 현대엘리베이터 사건을 중심으로」, 『상사법연구』 제22권 제3호, 2004, 155-180면.

주주 보호와 주주의 이익을 침해할 수 있다고 판단하면서, 자금조달 목적이 아닌 주주 평등원칙을 위반한 경영권 방어 수단으로의 유상증자는 정당한 이유가 없다는 결론 내렸다.²¹⁾

3) 고려아연의 유상증자 건에 대한 비판

2024년 10월 30일, 고려아연은 약 2조 5,000억 원 규모의 일반공모 유상증자를 전격 발표하였는데, 이 발표는 자사주 공개매수(2024. 10. 4.부터 2024. 10. 23.까지 경영권 방어를 위해 전량 소각을 조건으로 진행함)가 종료된 지 불과 일주일 만에 이루어졌다. 공모가는 당시 주가의 절반 수준인 67만 원으로 책정되었으며, 이로 인해 주가가 하한가로 급락하여 큰 충격을 주었다. 당시 고려아연은 유상증자의 목적을 “국민기업으로 도약하기 위한 결정”이라고 밝혔지만, 이는 경영권 분쟁 상대방인 MBK파트너스·영풍 연합에 맞서 지분을 우위를 점하기 위한 전략으로 해석되었다. 고려아연은 유상증자를 통해 자금을 조달하려는 목적으로 신주를 발행하였다고 주장하나, 이와 관련하여 신주 발행 목적이 정당한 사업 목적이 아닌 경영권 방어나 주주의 이익 보호라는 이유로 문제점이 지적되었다.

고려아연은 자사주 공개매수를 위해 제출했던 신고서에서 ‘공개매수 이후 재무구조에 변경을 가져오는 계획을 수립하지 않고 있다’고 밝혔지만 유상증자 주관사인 미래에셋증권은 지난해 10월 14일부터 유상증자를 위한 실사를 진행한 것이 드러났다. 허위거래 및 부정거래 가능성에 따라 금융감독원은 지난해 11월 6일 정정신고를 요구했고, 고려아연은 일주일 뒤인 13일 유상증자 방침을 철회한 바 있다. 금감원은 불공정거래 혐의를 포착하고 지난 1월 7일 고려아연 경영진 등을 자본시장법 위반 혐의로 검찰에 이첩했고 압수수색 등 유상증자 과정에 대해 수사 중에 있다.

당시 고려아연의 유상증자 목적이 자금조달이 아닌 경영권 방어를 위한 목적이었다면, 이는 현대엘리베이터 vs KCC 사건에서의 판례와 유사하게 소액주주의 권리 침해 및 주주평등 원칙의 위반으로 인정되었을 것이다.

21) KBS, 2003.12.12. 보도, <https://news.kbs.co.kr/news/view.do?ncd=1094988>- 「법원, 현대엘리베이터 유상증자 제동」

다. 경영권 방어 목적에 대한 판단이 이루어진 최근 판례 소개

최근 2025년 12월 15일 고려아연 이사회는 미국에 약 11조원을 투입해 비철금속 통합제련소를 짓기로 결정하고, 재원마련을 위해 제3자 배정 유상증자를 결의한 바 있다. 미국정부와 미국 내 합작법인이 위 제련소 건립에 참가하여 상당한 금액을 투자하기로 하였고, 고려아연은 자금조달을 위해 제3자 배정(배정대상자는 미국 내 전략 투자자가 출자한 합작법인인 '크루서블 JV'임) 유상증자를 결정하였다.

고려아연의 미국 테네시주 제련소 건설을 위한 대규모 제3자 배정 유상증자 결정에 대해 영풍과 MBK는 이번 증자가 경영권 방어를 위한 조치라 주장하면서 법원에 신주 발행금지 가처분을 신청했지만, 재판부는 미국 제련소 건립을 위한 유상증자는 경영상 필요성이 인정된다는 이유로 이를 기각하였다. 더불어 영풍 측은 발행가액이 법정 하한선(기준 주가 대비 최대 10% 할인)을 미달해 자본시장법을 위반했을 가능성이 있다는 주장도 하였으나 이를 받아들이지 않았고, 고려아연의 유상증자 등기는 최종 완료되었다.

즉 법원은 그간 판단을 회피하던 목적의 정당성 부분에 대해 이번 사건에서 명시적으로 판단을 하였는데, 영풍 측의 항변하던 고려아연의 이번 유상증자가 경영권 방어를 목적이라는 주장을 인정하지 않았고 고려아연의 이번 유상증자는 미 정부가 먼저 요청했다고 보이는 점을 감안할 때 '신주 발행의 목적이 경영권 방어에 있다고 단정할 수 없으며, 경영상 목적을 달성하고자 하는 불가피한 선택으로 그에 따라 영풍, MBK의 신주인수권이 제한되는 것은 고려아연 회사와 전체 주주의 이익을 위해 부득이하다고 볼 여지가 크다'고 판시한 바 있다(서울중앙지방법원 2025카합22020 신주발행금지 가처분 신청).

VI. 법적 시사점 및 보완책

1. 경영권 분쟁 및 법제도 개선의 필요성

경영권 분쟁에서 자사주, 손자회사, 특수관계인을 통한 우회적 지분 확보가 활용되면

서 상호주 및 순환출자에 대한 법적 규제 강화의 필요성이 제기되고 있다. 특히 손자회사(SMC 등)를 통한 주식 보유가 상법상 '자회사'에 해당하지 않는다는 해석은 의결권 제한 규정의 실효성을 약화시킨다. 이는 경영권 방어 수단으로 상호·순환출자가 편법적으로 활용될 수 있는 구조적 허점을 남긴다. 현재 규제는 형식적 요건에 치우쳐 있어, 실질적 지배관계나 출자구조를 반영하지 못하는 한계가 있다. 경영권 분쟁에서 공정성과 투명성을 확보하기 위해서는, 상호·순환출자에 대한 실질 판단 기준 마련이 필요하다. 또한, 외국법인이나 특수목적회사(SPC)를 이용한 우회적 지분 보유에 대한 명확한 규제도입이 요구된다. 공정거래법과 상법의 해석이 일관되지 않아 법적 불확실성을 높이고 있으며, 시장 질서를 교란할 수 있는 수단으로 악용될 가능성도 있다. 따라서 상호주 및 순환출자 규제를 실질 기준 중심으로 정비하고, 사각지대를 최소화하는 입법 보완이 시급하다. 나아가, 자본시장 내 소수주주 보호 및 기업 지배구조의 건전성 확보 차원에서의 규제 정비가 중요하다.

외국회사나 유한회사에 상법상 상호주 규정이 적용되는지와 같은 기술적 쟁점을 중심으로 논의가 이루어지고 있으나, 실제 상호주가 유효하게 성립한다고 하더라도 그것을 고려아연에서 경영권방어 목적으로 사용할 수 있는지는 별개의 문제이다. 경영권방어의 법리가 만들어질 수 있는 상황이지만, 목적에 관하여 아무 규정도 없는 상호주에서 법원이 경영권방어의 목적을 감안하여 의결권 유무의 판단으로 나아갈 수 있을지는 여전히 비판적이다.²²⁾

2. 사모펀드의 경영권 참여 제한

MBK파트너스의 홈플러스 인수 이후, 대규모 부동산 매각과 구조조정을 통한 단기 수익 추구가 장기적인 기업 가치 하락으로 이어졌다는 비판이 제기되었다. 실제로 홈플러스는 영업력 약화, 점포 축소, 조직 불안정 등으로 소비자 신뢰와 시장 점유율을 잃었다. 이는 사모펀드가 기업 경영에 참여할 경우, 재무적 이익만을 우선시하고 산업 경쟁력이나 고용 안정성은 외면할 수 있다는 우려를 현실화한 사례다. 이러한 경영 실패는 사모펀드의 단기 투자 구조와 경영 전문성 부족이라는 구조적 문제를 드러낸다.

22) 송옥렬, 2025, 한국상사법학회 동계학술대회, 주주권 강화와 주주간 분쟁에 관한 상사법의 쟁점 [경영권방어를 위한 제3자배정 신주발행 再論], 24-25면 참조.

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 있는 경우, 기업의 장기적 성장보다 비용 절감을 최우선 과제로 삼아 핵심자산의 매각, 구조조정, 인력 감축 등의 방식을 활용할 가능성이 크며, 이는 기업뿐만 아니라 국가 경제에도 불안 요소로 작용할 수 있다. 즉 특정 산업 분야에서 전문성을 바탕으로 경쟁력을 강화하여 기업 가치를 높이는 것이 아니라, 다양한 산업의 기업들을 차입매수(LBO)한 뒤 인력 구조조정과 핵심 자산 매각 등을 통해 단기 수익을 실현한다는 점에서 비판받는 것이다.²³⁾

고려아연 사태에서도 MBK가 영풍과 손잡고 지배구조 개편에 개입하려는 시도가 유사한 우려를 낳고 있다. MBK의 의결권 행사나 경영 간섭이 산업 특성과 무관한 자본 중심적 결정으로 이어질 경우, 고려아연의 안정성과 지속가능성을 해칠 수 있다. 또한 가족경영 체제의 내부적 갈등을 외부 사모펀드가 레버리지 수단으로 활용할 가능성도 지적된다. 사모펀드의 경영권 참여에 대한 법적·제도적 견제 장치 부재는 이러한 사태를 반복하게 만들 수 있다. 따라서 기업의 장기 성장과 이해관계자 보호를 위해 사모펀드의 경영권 관여에 대한 명확한 규율과 공시 의무 강화가 요구된다.²⁴⁾

3. 공정거래 및 자본시장 법규제의 실효성 의문 및 개선방안

MBK의 홈플러스 사례와 고려아연 사태는 사모펀드의 경영권 개입과 관련해 현행 공정거래법 및 자본시장법의 규제 실효성에 의문을 제기한다. 사모펀드는 지분율이 낮더라도 계약이나 내부 영향력을 통해 실질적 지배를 행사할 수 있으나, 현행 법체계는 이를 충분히 포착하지 못한다.

자본시장법상 지분 보유 공시제도는 형식적 기준에 머무르고 있으며, 사모펀드의 경영 간섭 목적이나 내부 계약에 대한 정보는 공개되지 않는다. 이러한 규제 공백은 기업의 장기 성장보다는 단기 수익을 추구하는 구조를 조장하며, 내부통제 약화 및 지배구조 왜곡으로 이어질 우려가 있다. 따라서 실질 지배력 기준을 도입하고, 사모펀드의 투

23) 신재은, 2025. 고려아연 사례로 살펴본 경영권 분쟁과 기업지배구조에 대한 고찰, 75면 참조.

24) 안옥희, (2025, 4). 알고 보니 숨은 우군?...홈플러스 나비효과로 경영권 지킨 고려아연 최윤범. 한경BUSINESS, (1532), 50-51.

자 목적 및 경영 관여 계획에 대한 공시의무를 강화할 필요가 있다. 공정거래법상 특수 관계인 및 동일인 범위 역시 확대되어야 하며, 기업 내부의 이사회 권한 강화와 이해상충 방지 장치도 마련되어야 한다. 특히 단기적인 자산 매각 등 기업 가치 훼손 가능성에 대한 제한 규정도 도입되어야 한다. 사모펀드의 책임 있는 투자와 자본시장 질서 유지를 위해 제도 개선이 시급해 보인다.

VII. 맺음말

2025년 1월 23일 고려아연 임시주주총회에서 고려아연이 현재 최대주주인 영풍의 의결권을 상호주 구조를 통해 제한한 것은 상법을 준수한 것으로 판단되었다. 공정거래법상 문제가 없는 것으로 판명된다면 이는 고려아연 자회사가 영풍 지분을 10% 초과하여 취득함으로써 상호주 관계를 형성하였고, 상법 제369조 제3항의 의결권 제한에 따라 영풍의 의결권을 제한 한 것으로 기념비적 경영권 방어에 성공사례로 남게 될 것이다.²⁵⁾

경영권 방어 전략으로 일시적으로 이를 막은 것에 불과할 뿐 이들의 경영권 분쟁은 계속되고 있다. 다만 향후 고려아연의 상호주 의결권 제한 전략은 다른 방법으로 영풍이 해결할 것임은 분명하며 경영권 방어를 위해 여러 가능한 수단들이 동원될 것이 예상된다.

2000년대 초반 경영권 방어에 관한 논의는 몇몇 경영권 분쟁 사례로 학계와 실무의 관심을 끌면서 활발히 이루어 졌고, 당시 신주인수선택권이라는 미국식 포이즌필의 도입을 위한 입법안까지 만들어질 정도로 상당한 수확이 있었다. 그러나 그 이후 경영권 방어 수단에 대한 논의는 제자리를 맴돌면서 별다른 수확이 없었다.²⁶⁾

결국 경영권 방어의 전략으로 사용된 이번 상호주 전략이 일회성에 불과하지만 그 효과가 충분히 있는 만큼 학계의 연구가 활발히 되어 경영권 방어 전략으로 적절히 사용될 수 있도록 선제적 논의가 이루어질 필요가 있다.

25) 박진재, (2025). 위의 논문, 187면 참조.

26) 송옥렬, 위의 논문, 29면 참조

참 고 문 헌

논문

- 박진재. (2025). 상호주를 통한 경영권 방어 - 전략의 유효성, 코리아 디스카운트 해소 가능성을 중심으로 -. 상사법연구
- 송옥렬, 2025, 한국상사법학회 동계학술대회, 주주권 강화와 주주간 분쟁에 관한 상사법의 쟁점 [경영권방어를 위한 제3자배정 신주발행 再論]
- _____, 서울대학교 금융법센터 2005.07 BFL 12권 '적대적 M&A에 대한 경영권 방어 ; 포이즌필의 도입(導入) 가능성(可能性) -일본(日本)에서의 논의(論議)를 중심(中心)으로.'
- 김흥기. (2009). 「상호주 판단의 기준시점 및 기준일 제도와 상호연관성」. 『동북아법연구』
- 정다운. (2023). 「삼각합병제도의 도입과 그 법적 쟁점에 관한 연구」. 『아주법학』
- 임수민. (2021). 포이즌 필에 대한 再논의. 기업법연구
- 한국법제연구원, 『자본시장 투자자 보호를 위한 법제 연구』, 한국법제연구원, 2023
- 신재은, 2025. 고려아연 사례로 살펴본 경영권 분쟁과 기업지배구조에 대한 고찰

간행물

- 강서구. (2025, 1). 고려아연-영풍 보고서 1편 고려아연 경영할 능력 누구에게 있는가 : 아무도 말하지 않는 자질론. 더스쿠프
- _____. (2025, 3). 고려아연 경영권 분쟁 설명서 : 꿈수에 잔피까지 누구를 위한 머리싸움인가. 더스쿠프
- _____. (2025, 4). 고려아연 경영권 분쟁 설명서 3편 유한회사, 의결권 제한... 경영권 싸움 속 꿈수와 전략들. 더스쿠프
- 안옥희. (2024, 10). 영풍 · 고려아연, 동지에서 원수로... 협업과 분쟁의 75년史. 한경 BUSINESS
- _____. (2025, 2). 집중투표에 순환출자까지... '재벌 팀킬' 카드 다 나온 고려아연 임시주총. 한경BUSINESS
- _____. (2025, 4). 알고 보니 숨은 우군?...홈플러스 나비효과로 경영권 지킨 고려아연

최윤범. 한경BUSINESS

한국기업거버넌스포럼, 「자사주, 지배주주가 갖는 ‘덤’...경영권 방어수단으로 ‘악용’」,
베타뉴스, 2024.2.21.

장서우. (2025, 3). 법알못 판례 읽기 주총 앞 MBK 손 들어준 법원... 고려아연 경영권
분쟁 어디로 : ‘꿈수’ 순환출자 카드에 위법 판단, 집중투표제는 유지...표 대결
‘안갯속’. 한경BUSINESS

<국문초록>

2025년 1월 23일 고려아연은 임시주주총회 직전 최대주주인 영풍의 의결권을 상호주 의결권 제한 법리에 따라 의결권을 행사할 수 없다고 알렸다.

이러한 상호주 의결권 제한으로 인해 영풍은 법원에 수 개의 가처분 사건을 신청하였으며, 일부 인용 및 기각이라는 상반된 결정이 나왔다.

법원의 주된 판단의 쟁점 법리는 상호주 의결권 제한(상법 369조 제3항)을 적용하기 위한 적용 범위에 외국회사가 포함되는지, 또 주식회사여야 하는지 등이 주요 논점이었다. 더불어 의결권 제한의 판단 시기와 관련하여 주주총회일 또는 주주총회 기준일로 정하여야 하는지가 문제되었다.

이러한 쟁점만 보더라도, 법원은 단순히 기술적 절차적 부분에 관한 것만으로 결정을 내릴 뿐 근본적인 차원으로 경영권 방어 목적에 대한 정당성에 대한 판단은 여전히 도외시되고 있다.

결국 상호주 의결권 제한을 통한 경영권 방어 전략이 경영권 방어의 목적적 정당성을 가지는지, 일회적 전략이라 하더라도 적대적 세력으로부터 경영권을 방어하기 위한 충분한 전략이 될 수 있을지 여부 등을 근원적으로 논의할 필요가 있으며, 이를 위한 학계의 연구가 선제적으로 이루어질 필요가 있어 보인다.

주제어 : 상호주, 상호주의 의결권 제한, 상법 제369조 제3항, 신주발행, 경영권방어, 고려아연, 영풍

<Abstract>

**A Case Study on Korea Zinc's Defense of Management Control:
The Dispute over Control among Korea Zinc, Young Poong, and MBK
Partners**

Im, Su min

On January 23, 2025, just before an extraordinary shareholders' meeting, Korea Zinc announced that its largest shareholder, Young Poong, could not exercise its voting rights due to the legal principle restricting voting rights of cross-shareholdings.

As a result of this restriction, Young Poong filed several injunctions with the court, which led to mixed rulings—some were accepted while others were dismissed.

The central legal issue considered by the court was whether the restriction on voting rights of cross-shareholdings under Article 369(3) of the Korean Commercial Act could apply to foreign companies and whether the entity must be a stock company. Another key issue was determining the relevant date for assessing the restriction on voting rights—whether it should be the date of the shareholders' meeting or the record date.

Despite these legal debates, the court has focused solely on procedural and technical aspects, failing to address the legitimacy of defending management control as a fundamental purpose.

This case raises essential questions about whether the restriction on voting rights of cross-shareholdings can serve as a legitimate strategy for defending management control, even if applied only once, and whether such a strategy is sufficient to counter hostile forces. Academic research should take the lead in addressing these fundamental issues.

Keywords : cross-shareholding, restriction on voting rights of cross-shareholding, Article 369(3) of the Commercial Act, issuance of new shares, defense of management control, Korea Zinc, Young Poong

