

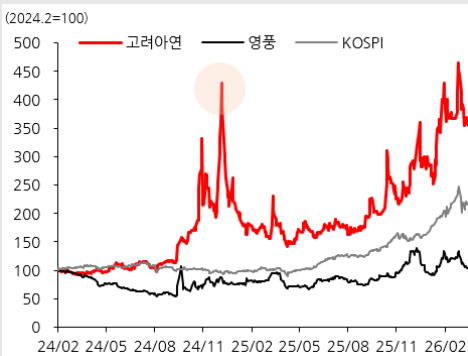


# ESG

## KOSPI 6000 시대 ⑤ : 고려아연과 영풍, 끝나지 않은 싸움

▶ Analyst 박세연 shannon@hanwha.com 02 3772 7406 / RA 김예인 yein.kim@hanwha.com 02 3772 8420

[고려아연의 주가수익률 +255%](24년 2월~현재)



이번 고려아연-영풍 주총에서 전략 광물 공급망의 운전대를 단기 수익에 민감한 사모펀드에 맡길지, 레버리지 부담을 떠안은 기존 경영진에 계속 맡길지에 대한 시장의 선택에 관심이 집중되고 있습니다.

이번 주총은 '영풍 대 고려아연'의 대립 구도보다, 장기 경쟁력과 책임 있는 의사결정을 실질적으로 담보할 수 있는 주체가 어디인지를 따지는 것이 의결권 행사의 기본입니다.

### 경영권 분쟁 2라운드

2년째 이어진 고려아연-영풍-MBK 경영권 분쟁, 2024년 2월 이후 현재까지 주가 약 255% 상승. 3/24 정기주총에서 2라운드 진입, YPC 의결권상호주 규제·정관 변경이 핵심 쟁점.

1라운드는 공개매수·자사주 매입·가처분 공방 속에 최윤범 회장 측이 우세한 구도로 정리됐지만, 크루서블 JV·SMH·상호주 구조 문제는 여전히 남아 있음. 현재는 지분 숫자보다 '어떤 의사결정 원칙으로 이사회를 운영하느냐'가 더 중요

### 국민연금, 캐스팅보트와 표 기준

국민연금은 이번 주총의 캐스팅보트, 스튜어드십 코드와 개정 상법 취지에 맞춰, 이사 수 상한·자사주 정관 근거 신설 등 '지배력 보호용' 정관 변경에는 원칙적 반대 방침 밝힌 상태

국민연금의 영향력은 여전히 크지만, 방향 예측은 더 어려워진 상황. 어느 쪽 안건이 '상법 개정 취지·수탁자 책임 원칙에 부합하느냐'가 이번 주총 관전 포인트

자사주 처리 계획, 독립 사외이사·감사위원 구성이 실제로 어떻게 바뀌는지, 그리고 국민연금과 기관투자자들이 지배구조 훼손 우려가 있는 안건에 어떻게 표를 행사하는지가 중요

## I. 경영권 분쟁, 2 라운드 시작

약 2년간의 분쟁이 3월 24일 주총에서 YPC 의결권·정관 변경을 둘러싼 법리 대결로

고려아연과 영풍·MBK 연합의 경영권 분쟁이 2라운드에 접어들었다.

1라운드는 공개매수·자사주 매입·가처분을 오가며 최윤범 회장 측이 유리한 상황으로 끝났다. 다만 크루서블 JV·SMH·상호주 구조 등은 그대로 2라운드의 쟁점으로 이월돼 있다.

2라운드는 YPC 유한회사를 통한 상호주 규제 우회, 집행임원제·정관 변경·이사 선임 안건을 둘러싼 표 대결이다. 어느 쪽이 이사회 과반과 핵심 위원회를 쥐느냐에 시장의 관심이 쏠려있다.

고려아연은 이사 5인 선임과 감사위원 확대로 현 체제를 지키면서 밸류업·주주환원을 전면에 내세우고 있다.

스튜어드십 코드에 묶인 국민연금과 국내외 기관, 그리고 일반 소액주주 표가 어느 쪽으로 기울지에 따라 결과가 갈릴 수 있다는 관측이 우세하다. 3월 24일 정기주총에 기관투자자의 시선이 집중되는 건 당연하다.

쟁점은 YPC 지분의 의결권 인정 범위, 상호주 규제 적용, 위임장 모집 절차의 적법성으로 압축된다. 작년 의결권 제한 가처분에서 법원이 순환출자 구조를 이유로 영풍 측 의결권 제한을 사실상 용인한 전례가 있는 만큼, 이번 YPC 구조에 대한 판단은 다른 분쟁 기업에도 영향을 줄 수 있다.

지분율만 보면 양측은 팽팽하다. 최윤범 회장 측과 영풍·MBK 연합 모두 약 40% 안팎의 우호 지분을 쥐고 있는 것으로 시장을 추정하고 있다.

이사회와 정관 변경 안건도 변수다. 집행임원제나 주요 정관 변경은 특별결의 안건이기 때문에 실제로는 다수 안건이 부결되고 이사·감사위원 선임 같은 보통결의 안건에서 이사회 구성이 갈릴 것이라는 전망도 우세하다. 어느 쪽이 이사회를 장악하더라도 74억 달러 미국 제련소 투자와 2년 치 누적 법무·금융 비용, 자사주 거래 이후 악화된 재무구조는 신규 이사회에 과제다. 이사 후보자의 출신보다 독립 사외 이사 비중과 감사위원회 구성이 이전 대비 실질적으로 달라지는지가 거버넌스 측면에서 더 중요하다.

표 대결의 결과는 분쟁 프리미엄 유지 여부와 자본정책 방향에 직결된다.

## II. 분쟁, 어떻게 진화했나

고려아연-영풍·MBK 분쟁은 단순한 경영권 싸움이 아니다. 상법 개정, 상호주 규제, 유한회사 우회, 의결권 자문사 개입까지—지금 이 주총장에서 벌어지는 일들은 앞으로 우리나라 기업 지배구조 분쟁의 교과서가 될 가능성이 크다.

### 1) 방어 전술 : 자사주·백기사에서 3자 배정 합작법인으로

과거 우리나라 기업들은 자사주·상호주를 활용해 우호지분을 쌓는 방식에 의존하는 경우가 많았다. 최근 자사주 의무소각을 포함한 상법 개정 논의와 주주환원 압력이 겹치면서 기존 방식만으로는 경영권을 방어하기 어려운 환경이 됐다.

- 고려아연**    고려아연은 미국 테네시주 통합 제련소 투자와 미 정부 기관이 참여하는 합작법인 설립을 명분으로, 신주 약 10%를 크루서블 JV(Crucible JV LLC)에 제3자 배정하는 유상증자 구조를 선택했다. 목적은 핵심광물 공급망 확보와 북미 시장 진출이며, 미국 상무부 CHIPS Act 보조금 약 2억 1,000만 달러가 프로젝트 법인에 직접 투입돼 고려아연의 자본 부담을 줄이는 구조이다.
- 영풍·MBK**    영풍·MBK 측은 이 거래를 경영상 목적이라기 보다는 지분 희석을 통한 경영권 방어 장치로 보고 신주발행금지 가처분을 신청했다. 서울중앙지법은 2025년 12월 미국 테네시 제련소 건설과 자금조달이라는 경영상 필요성을 인정해 가처분을 기각했고, 이후 12월 26일 대금 납입, 12월 29일 등기, 2026년 1월 9일 신주 상장까지 절차가 순서대로 마무리됐다. 크루서블 JV는 3월 24일 정기주총에서 10% 지분으로 의결권을 행사한다.
- 크루서블 JV방어 구도에서는 1라운드 고려아연의 판정승으로 볼 수 있다. 그러나 YPC 의결권 다툼이 진행 중인 만큼, 분쟁 전체의 결론으로 해석해서는 안된다.
- 이 구조가 선례로 남을 경우, 전략적 투자라는 명분을 씌운 제3자 배정이 새로운 방어 수단으로 일반화될 수 있다. 자사주 소각 압력이 높아진 환경에서 기업들이 이 경로를 택할 유인은 충분하기 때문이다.
- 미국 정부 합작 구조를 활용한 이 거래가 법원 검증을 통과한 첫 사례라는 점에서, 시장의 지속적인 모니터링이 필요하다.

## 2) 공격 전술 : 지분 매집에서 YPC 유한회사 우회로

상호주 의결권 제한에  
대한 법적 대응

영풍·MBK 연합은 2024년 9월 공개매수를 시작으로 장내 매수를 병행하며 고려아연 지분을 40% 안팎까지 끌어올렸다.

고려아연이 반격에 나선 건 호주 자회사 SMH를 통해서였다. SMH가 영풍 지분을 10% 넘게 사들이자, 고려아연은 상법 제369조 제3항을 꺼내 들었다.

이 조항은 A회사가 B회사 지분을 10% 넘게 가지면, B회사가 보유한 A회사 주식의 의결권을 제한할 수 있다는 것이다. 두 회사가 서로 주식을 들고 의결권을 주고받으면 실제로는 존재하지 않는 표가 만들어지기 때문에, 이를 막기 위한 조항이다. 고려아연은 이 조항 하나로 영풍이 수십 년간 보유해 온 의결권을 상당 부분 무력화했다.

영풍 입장에서 꺼낸 해법이 유한회사 YPC다. 영풍은 2025년 3월 7일, 자신이 보유하던 고려아연 주식 전량을 현물출자해 100% 자회사인 'YPC Limited'를 설립했다. 상호주 규제 조항이 '주식회사'를 전제로 만들어진 만큼, 유한회사는 적용 대상이 아니라는 논리다.

쟁점은 두 가지다. 하나는 당장의 표 계산이다. YPC의 의결권이 인정되면 그동안 묶여 있던 영풍·MBK 연합의 표가 살아나고, 주총 판도가 달라질 수 있다. 반대로 법원이 제동을 걸면 연합의 표는 다시 제한된다.

다른 하나는 이번 판결이 미치는 파장이다. 유한회사를 새로 세워 상호주 규제를 피해 가는 방식이 법원을 통과하면, 향후 유사한 구조는 다른 기업에서도 얼마든지 쓸 수 있다. 법원이 어떤 판단을 내리느냐에 따라 상호주 규제가 실제로 작동하는 규정인지 아닌지가 결정된다.

### 3) 영풍 vs. 영풍정밀, 이들은 왜

고려아연 분쟁이 외부의 시선을 끄는 사이, 영풍 그룹 안에서 별도의 전선이 열렸다. 영풍정밀이 상위 회사인 영풍을 상대로 행동주의 캠페인을 벌이고 있는 것이다.

2025년 3월 시작된 이 캠페인은 1년을 넘기며 위임장 대결로 이어지고 있다.

요구 내용은 자사주 매입과 자본 환원이다. 영풍의 PBR 0.26배, ROE -5.35%라는 수치는 이 요구가 단순한 압박이 아님을 보여준다. 계열사가 지배 구조상 상위에 있는 회사를 향해 주주환원을 공개적으로 요구하는 장면 자체가 이례적이다.

배경을 읽는 방법은 하나다. 영풍·MBK 연합이 고려아연 경영권 확보에 자원을 집중하면서, 영풍 자체의 주주가치는 뒷전으로 밀렸다. 그 공백을 파고든 것이 이 캠페인이다. 고려아연 분쟁의 외연이 넓어질수록, 영풍 그룹 전체의 지배구조 리스크도 함께 노출되고 있다.

[표1] 고려아연-영풍 경영권 분쟁 Timeline

일자	고려아연 측	영풍 측
1949	장병화-최기호 창업주 영풍기획사 공동창업	
1974	장병화-최기호 창업주 고려아연 공동설립	
1995	2 세 경영 시작	
2022.08	고려아연, Hanwha H2 Energy USA Corp.에 유상증자	
2022.12	고려아연 3 세 경영 - 최윤범 회장 취임	
2023.08	고려아연, HMG Global LLC(현대차 그룹 해외 계열사)에 유상증자	
2024.03	고려아연과 영풍, 배당 관련 이견 등으로 주주총회 표 대결	영풍, 배당-거버넌스 이견 표출
2024.04	고려아연, 영풍과 원료 공동구매, 영업종료 선언	
2024.06	서린상사 임시주총서 고려아연이 경영권 확보	
2024.07	고려아연, 강남 영풍빌딩 본사서 종로로 이전	
2024.09.13		영풍-MBK 연합, 고려아연 공개 매수 선언(주당 66 만원) 영풍-MBK 연합, 고려아연 최윤범 회장 관련 의혹 제기
2024.09.26		영풍-MBK 연합, 공개매수 가격 상향 (주당 75 만원)
2024.10.02	고려아연, 자사주 매입 등 대항 공개매수 발표 (주당 83 만원)	영풍, 고려아연 이사진 배임 혐의로 형사 고소
2024.10.04		영풍-MBK 연합, 공개매수 가격 상향 (주당 83 만원)
2024.10.11	고려아연, 자사주 등 공개매수 가격 상향 (주당 89 만원)	
2024.10.14		영풍-MBK 연합 공개매수 종료
2024.10.21	법원, '고려아연 자사주 공개매수 절차 중지' 가처분 신청 기각	영풍-MBK 신청
2024.10.23	고려아연, 자사주 등 공개매수 종료	
2024.10.28		영풍-MBK 연합, 이사 14명 선임 위한 임시 주총 소집 요구
2024.10.30	고려아연, 2 조 5 천억원 규모 일반공모 유상증자 발표	
2024.11.13	고려아연, 일반공모 유상증자 결정 철회	
2024.12.03	고려아연, 집중투표제 도입 등 임시주총 안건 상정	
2024.12.19		MBK, 고려아연 주식 1.13% 추가 취득
2024.12.30		영풍, 법원에 집중투표제 안건 상정 금지 가처분 신청
2025.01.23	고려아연 임시 주총, 순환출자로 영풍 측 의결권 제한	순환출자 활용, 영풍 의결권 제한
2025.01.31	영풍-MBK 연합, 주총 효력정지 가처분 제기	
2025.03.07	법원, 상호주 규제 무효 및 집중 투표제 유효 판결	영풍 측에 일부 유리한 판단
2025.12.15	고려아연, 미국 테네시 제련소 프로젝트 투자 및 유상증자 결정	
2025.12.16		영풍-MBK 연합, 신주발행 금지 가처분 신청
2025.12.24	법원, 영풍-MBK의 신주발행 금지 가처분 신청 기각(크루서블 JV 유증)	
2026.02.12		영풍-MBK 연합, 정기주총 앞두고 주주제안 제출 (액면분할, 집행임원제 도입, 이사회 개편 등)
2026.03.24	고려아연 정기 주주총회 개최 예정	

자료: 한화투자증권 리서치센터

## IV. 경영권 방어의 대가, 남아있는 부담

### ① 수익률은 화려하지만, 캠페인은 여전히 진행 중

경영권 분쟁 이벤트는 시장 참여자 대부분에게 수익을 안겨 주었다.

2024년 2월 영풍·MBK 연합이 지분 매집 캠페인을 시작한 이후 현재까지 누적 255.34%를 기록했다.

영풍·MBK 연합이 캠페인을 시작할 당시 영풍은 고려아연 지분 25.15%를 보유하고 있었고, 계열사와 장씨 일가 등을 포함한 우호 지분은 약 34.49% 수준으로 추산된다. 같은 시기 고려아연 주가는 대략 45만~47만 원대에서 거래됐다.

이후 2024년 9~10월 영풍·MBK 연합의 공개매수와 고려아연 측 자사주 공개매수가 맞붙으면서 주가는 40만 원 후반대에서 최대 100만 원에 근접하는 구간까지 급등했다.

2024년 10월 공개매수 종료 시점 기준 MBK·영풍 연합의 의결권 지분은 약 38%로 추정되며, 이 가운데 영풍 일가계열이 직접 보유한 지분은 2025년 말 기준 약 32.9% 수준으로 파악된다.

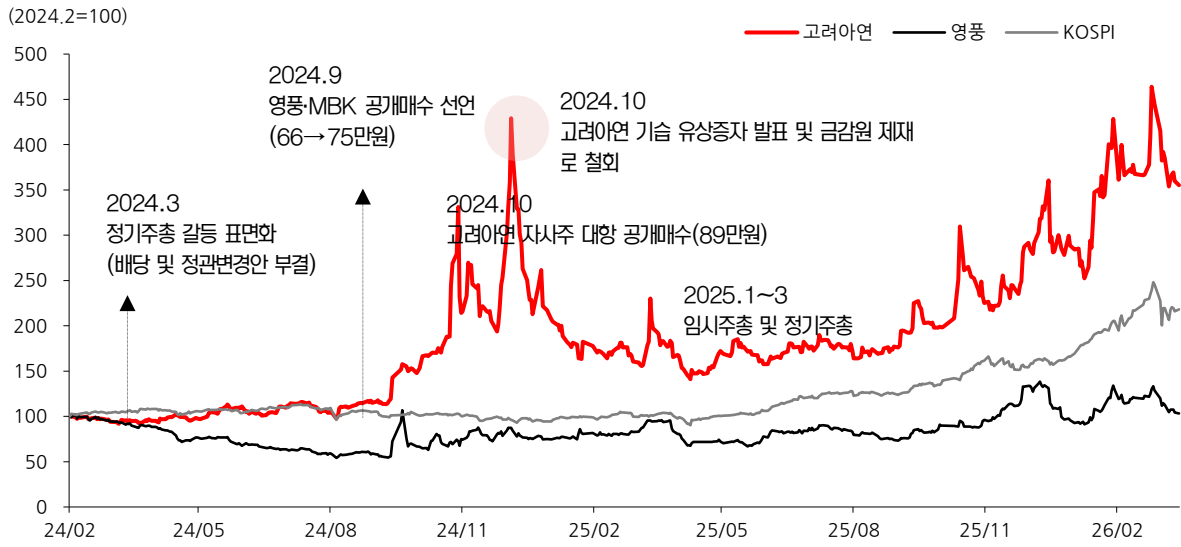
KCGI는 2025년 초 지분을 처분하기까지 수십 퍼센트 수준의 수익을 거둔 것으로 추정되며, 머스트자산운용 역시 영풍을 상대로 한 행동주의 캠페인을 접는 과정에서 유의미한 수익을 실현한 것으로 파악된다.

수익률만 놓고 보면, 고려아연 경영권 분쟁은 해당 기간 여러 이해관계자에게 상당한 초과수익 기회를 제공한 이벤트였고, 영풍·MBK 연합과 행동주의 펀드 모두 지분 경쟁의 수혜를 본 셈이다.

이 랠리는 지배구조 개선 프리미엄이라기보다, 양측의 공격·방어 과정에서 만들어진 ‘분쟁 프리미엄’에 가깝다. 공개매수 가격 상향과 대규모 자사주 매입이 밸류에이션 상단을 끌어올렸기 때문이다.

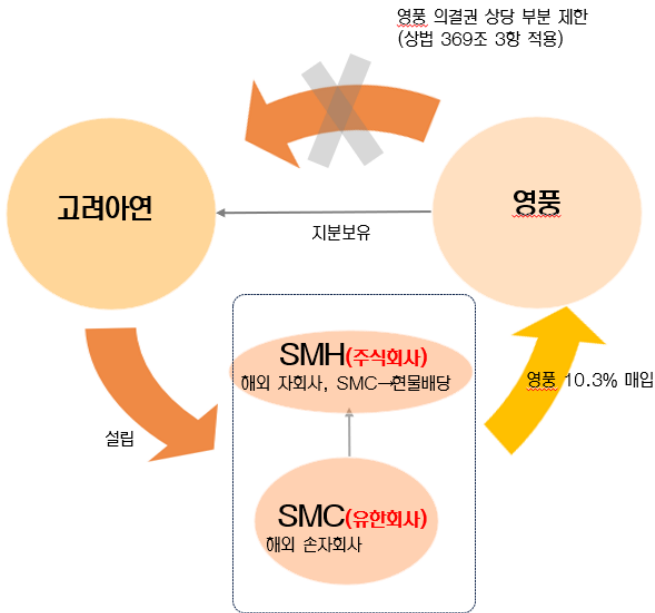
기록적인 수익률 뒤에는 2.7조 원 규모 회사 자금이 들어간 자사주 고가 매입, 결국 철회된 할인 유상증자 시도, 상호주 구조를 만들기 위한 해외 계열사 활용이라는 이력도 함께 남아 있다. 분쟁 프리미엄이 빠진 이후에도 이사회 구성, 자본정책, 배당정책 변화가 새로운 밸류에이션 축을 만들어낼 수 있을지 여부가 향후 투자자 입장에서 가장 중요한 체크 포인트다.

[그림1] 경영권 분쟁과정에서 고려아연은 2024년 2월 이후 현재까지 255%가 넘게 상승



자료: 한화투자증권 리서치센터

[그림2] 2025년 고려아연 - 영풍 상호주 관련 분쟁 구도



2025년 고려아연-영풍 상호주 분쟁 구도

**쟁점**

상법 제369조 3항(모회사가 자회사 지분 10%초과 보유시, 자회사가 보유한 모회사 지분의 의결권 제한)을 활용한 고려아연의 방어

I. 고려아연 임시주총 ('25년 1월)

고려아연→해외 손자회사 SMC(유한회사) 활용  
SMC가 영풍 지분 10.3% 매입(상법 1상호주 의결권 제한 규정) 근거  
→ 영풍 의결권 제한, 이사 선임, 정관변경 통과

법원: SMC(Pty Ltd)가 상법상 '주식회사'에 해당한다는 점에 대한 고려아연 측의 입증에 부족하다고 보아, 상법 제369조 제3항을 근거로 한 영풍 의결권 제한을 위법하다고 판단함

→ 임시주총에서 통과된 이사 선임·정관변경 등의 효력을 일부 정치(영풍·MBK 연립에 유리한 결정)

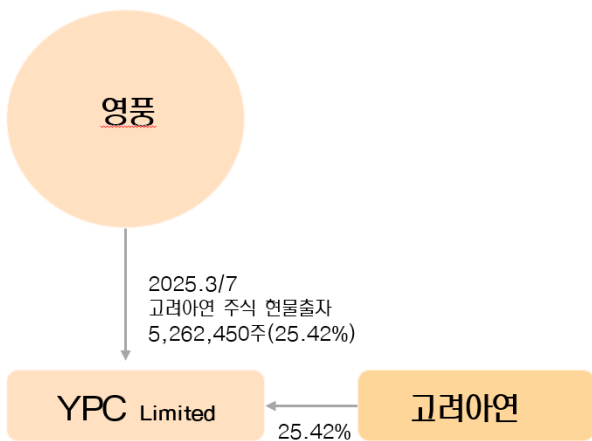
II. 고려아연 정기주총('25년 3월)

고려아연→SMC(유한회사) 지분 모두를 자회사 Sun Metal Holdings(SMH, 주식회사)에 연몰배당

법원: SMH는 주식회사 요건 충족, 영풍 의결권 제한 적용(고려아연에 유리한 결정). 영풍 의결권이 막힌 상태

자료: 한화투자증권 리서치센터

[그림3] YPC를 통한 의결권 우회 시도(진행 중)



III. 영풍

상법 제369조 3항은 주식회사 전체 유한회사 YPC는 규제 적용 대상 아님 → 향후에는 의결권 부활을 주장할 수 있는 구조이나, 2025년 3월 정기주총에서는 기준일 문제로 YPC 의결권 행사 불가, Young Poong 의결권 제한은 우선 유지

법원:공정위 판단 대기중(향후 주총 변수)

상법 제369조 3항 미적용, 즉 영풍 측 논리가 받아들여질 경우 Young Poong이 간접 보유하는 고려아연 지분 25.4%의 의결권이 전면적으로 부활할 가능성이 있음.  
반대로 상법·공정거래법상 우회·순환출자로 판단될 경우에는 구조 변경·제재 리스크가 존재함

YPC 설립 후 구조는 "영풍 → YPC → 고려아연 → SMH(고려아연 100% 자회사) → 영풍 10.3%"의 순환출자 고리가 형성

자료: 한화투자증권 리서치센터

## ② 이긴 쪽이 더 많이 지불했다

경영권을 지키기 위해 고려아연이 꺼낸 카드는 약 2.7조 원 규모의 자사주 공개매수였다. 공개매수 이전 약 36.5%대 중반이던 부채비율은, 차입금 증가와 자기자본 감소 효과를 합산해서 약 96% 수준까지 올랐다.

방어에 성공했다고 해서 재무 건전성이 자동으로 회복되는 구조는 아니다.

재무 부담은 여기서 끝나지 않는다. 74억 달러 규모의 미국 테네시 제련소 투자와 2년치 누적 법무·금융 비용은 신규 이사회가 그대로 떠안아야 할 숙제다. 분쟁 과정에서 쌓인 규제 리스크와 평판 비용 역시 결국 회사와 기존 주주의 몫으로 돌아갔다.

막대한 레버리지를 지고 경영권을 지켜낸 쪽과, 주가 급등의 과실을 챙기고 먼저 퇴장한 행동주의 펀드들의 궤적이 엇갈리는 이유가 여기에 있다. 분쟁 프리미엄은 이미 실현됐다. 남은 질문은 이 청구서를 누가 어떻게 갚느냐다.

## V. 올해 정기 주총 관전 포인트

### ① 정관 변경 : 주주가치 제고일까, 표 계산일까

이번 주총에서 양측이 제시한 정관 변경안은 주주 가치 제고를 내세우고 있지만, 우리는 주총이 끝나고 이사회가 실제로 달라지는지를 봐야한다.

영풍·MBK 연합은 집행임원제·액면분할·임원 퇴직금 규정 개정을 제안  
...  
백기사식 유상증자를 막겠다는 신호  
고려아연은 주주 충실의무·전자주총·배당 확대를 담은 정관 개정안을 제시

영풍·MBK 연합은 집행임원제 도입, 주식 액면분할, 임원 퇴직금 규정 변경안을 제시했다. 이들은 신주 발행이나 대규모 투자 결정 시 이사회가 ‘기존 주주의 이익 보호와 모든 주주의 공평한 대우’를 원칙으로 삼아야 한다는 조항을 정관에 명시하자고 요구하고 있는데, 이는 크루서블 JV 제3자 배정처럼 특정 이해관계자에게 유리한 방식의 유상증자·백기사 거래를 제도적으로 막겠다는 취지로 해석된다.

고려아연은 소수주주 보호 조항 명문화, 이사의 주주 충실의무 반영, 전자주총 도입, 배당 확대 등을 담은 정관 개정안을 올렸다. 개정 상법의 방향을 정관에 먼저 반영하는 형식이지만, 이사 선임 구도에서 현 경영진 측 이사진을 지키는 포석으로 해석할 수 있다.

각 안건에 국민연금의 의결 기준이 어떻게 적용되는지는 ④에서 별도로 살펴보겠다.

분쟁이 진행 중인 상황에서 어느 한쪽의 정관 변경안을 ‘진짜 구조 개선’으로 단정하기 어렵다. 현 시점에서 정관 개정은 표 결집과 지배력 재편이라는 정치적 목적이 강하게 섞여 있을 수 있기 때문이다.

우리 투자자 입장에서 체크리스트는 세 가지다. ① 독립 사외이사감사위원 비중이 실질적으로 늘어나는지, ② 자사주·배당·투자에 대한 수치화된 자본배분 원칙이 제시되는지, ③ 국민연금·주요 기관이 어떤 안건을 지지했는지가 중요하다.

## ②이사 선임

이번 주총에서 이사 선임 안건이 중요하다. 이 부분에서 승부 방향이 결정될 것이다. 의결권 자문사 방향은 윤곽이 나왔고, 남은 변수는 기관 표심이다.

5인 대 6인 유미개발이 제안한 이사 5인 선임안과 영풍·MBK 연합의 6인 선임안은 다득표 방식으로 맞붙는다. ISS와 Glass Lewis 모두 현 이사회가 지지하는 5인 선임안에 찬성을 권고했고, 영풍·MBK 연합이 추천한 4명의 이사 후보에 대해서는 전원 반대 의견을 냈다. 자문사 지형만 놓고 보면, 이사 수 5인 안과 현 경영진 측 후보들이 한 걸음 앞서 있는 구도다.

최 회장 재선임은 별개 ISS는 이사 5인 선임안과 감사위원 확대 등 현 이사회가 제안한 안건에는 대체로 찬성하면서도, 최 회장의 사내이사 재선임 안건에 대해서는 ‘반대’ 권고를 내렸다. 배경에는 작년 말 크루서블 JV 관련 대규모 투자·지분 구조 변화 과정에서 드러난 이사회 의사결정·감독 구조에 대한 문제 인식이 깔려 있다.

당시 이사회는 짧은 소집 통보(failure of decision-making process)와 회의 직전 재무자료 배포 속에 신주 발행을 의결했다. ISS가 지적한 것은 단순한 절차 위반이 아니라, 이사회가 대규모 투자와 지분 구조 변화를 충분히 검토·건제하지 못했다는 점(failure of decision-making process)이었다.

또한 ISS는 이 과정에서 회사 자금과 지분 구조가 결과적으로 최 회장의 경영권 방어 수단으로 활용됐다고 봤다. ISS는 지금 필요한 것은 이사회 내 견제와 균형의 복원이라며, 독립성과 전문성을 갖춘 이사 구성이 투자자 신뢰 회복의 전제라고 강조했다.

Glass Lewis는 거버넌스 포럼 등에서 제기된 문제의식과 궤를 같이 하며, 현 이사회가 추천한 5명의 이사 후보 전원엔 찬성하고, 영풍·MBK 연합이 추천한 4명의 이사 후보에 대해서는 모두 반대를 권고했다. 주총 의장을 대표이사에서 이사회 의장으로 분리하는 방안에도 긍정적 입장을 보이며, 이사회가 집행부를 견제하고 주총 운영 권한을 분산하는 방향이 바람직하다는 입장을 내보였다.

### ③ 자사주 처리 계획 공표 여부

상법 개정으로 자사주 소각 의무화가 본격 적용되는 첫 정기주총이다. 이번 주총에서 양측이 자사주를 어떻게 처리하겠다고 구체적으로 제시하느냐에 따라, 분쟁 이후 두 회사에 어떤 멀티플을 부여할지에 대한 시장의 기준선이 결정될 수 있다.

고려아연은 2024년 공개매수로 취득한 자사주를 단계적으로 소각해왔다. 그러나 시장의 관심은 이미 잔여 자사주와 향후 신규 취득분에 대한 처리 원칙으로 넘어가 있다. 잔여 자사주가 다시 경영권 방어 수단으로 쓰일 수 있다는 우려가 가시지 않는 한, 일반 주주 입장에서는 소각 공시만으로 신뢰를 회복하기 어렵다.

영풍·MBK 연합은 액면분할과 자사주 전량 소각, 임의적립금의 이익잉여금 전입 등을 묶은 주주제안을 통해 밸류업 프레임을 선점하려 하고 있다.

한편 개정 상법은 새로 취득하는 자기주식을 원칙적으로 취득 후 1년 이내 소각하도록 의무화하고, 시행 이전 취득분도 유예기간 내 소각하거나, 설령 보유·처분을 원한다면 자사주 보유·처분계획서를 작성해 매년 주총 승인을 받도록 요구한다.

언제까지 얼마를 소각하고, 어떤 물량을 어떤 목적으로 남길지에 대한 설명 수준이 이번 주총에서 자사주 관련 안건을 평가하는 기준이 되는 이유다.

시장이 원하는 건 소각하겠다는 단순 선언이 아니다. 구체적인 소각 일정, 소각 이후 목표 ROE, 배당성향, 잉여현금 배분 원칙이 숫자로 제시돼야 한다. 이런 내용이 주총 전후로도 뚜렷하게 나오지 않는다면, 현재 주가에 얽혀 있는 분쟁 프리미엄은 상법·규제 현실을 반영하는 과정에서 상당 부분 되돌려질 수 있다.

#### ④ 국민연금, 기준도 바뀌고, 구조도 변경

이번 주총에서 국민연금은 여전히 결과를 좌우할 수 있는 주요 변수다. 다만 예전 처럼 하나의 창구에서 일괄적으로 방향을 정하는 구조가 아니라, 기준과 의사결정 방식이 동시에 바뀌기 시작한 과도기라는 점을 감안할 필요가 있다.

국민연금이 이사 수  
상한·자사주 정관 안전에  
원칙적 반대를 선언하며,  
고려아연과 영풍·MBK  
모두에 불편한 기준을  
수립

먼저 기준이다. 국민연금은 최근 이사 수 상한을 정관에 신설·축소하는 안전, 자사주를 계속 보유·처분할 수 있는 근거를 정관에 두는 안전에 대해 상법 개정 취지에 어긋난다고 보고 원칙적으로 반대표를 행사하겠다고 밝혔다.(3/12)

이 잣대는 어느 한쪽만 겨냥한 것은 아니다. 고려아연 이사회가 상정한 ‘이사 수 19인 상한’ 정관 변경안이 여기에 해당하고, 영풍·MBK 연합이 추진하는 자사주 보유·처분 근거 정관화 안전 역시 같은 기준의 적용을 받는다. 그간 주총에서 국민연금은 곧 최 회장 편이라는 구도가 이번 주총에서 처음으로 균열을 맞이할 수 있다.

국민연금이 의결권을  
민간 운용사들에게 분산  
위탁…  
표 방향을 미리 읽기  
어려워졌고, 캐스팅보트  
영향력은 커졌지만 방향  
예측은 어려워짐

의사결정 구조 변화는 아직 시범 단계다.

국민연금은 3월 초 기금운용위원회에서 국내주식 위탁 운용의 수탁자 책임활동을 강화하기로 하면서, 일부 책임투자형 위탁 자금에 한해 위탁운용사가 자기 명의로 의결권을 행사하는 단독펀드 시범 사업을 시작하기로 했다. 올 3월 주총에서 곧바로 130조 전량의 의결권이 민간으로 넘어가는 것이 아니라, 제한된 규모에서 운용사별 독립 의결권 행사가 먼저 시작되고, 평가를 거쳐 2027년 정기주총 이후 단계적으로 확대하는 로드맵에 가깝다.

이 때문에 이번 고려아연 주총에서도 국민연금의 영향력은 여전히 크지만, 예전처럼 수탁자책임위원회 한 곳의 결정이 곧 국민연금 표 전체로 단순화해 읽기는 어려워졌다.

상법 개정 취지에 어긋나는 정관 변경·자사주 안전에 대해서는 국민연금 본체가 원칙적 반대를 분명히 했고, 그 위에 책임투자형 위탁 자금 일부에서 각 운용사가 자체 스텐더드십 기준에 따라 표를 행사하는 구조다. 기준은 더 엄격해졌고 구조는 분산되기 시작했지만, 의결권의 대부분은 여전히 국민연금이 직접 쥐고 있는 만큼, 캐스팅보트로서의 무게는 유지된 채 결과 예측만 더 어려워진 셈이다.

이런 구도에서는 어느 쪽이 법과 수탁자 책임 원칙에 부합하는 지배구조 개편안과 자사주 처리 계획을 먼저 구체적으로 제시하는지가 거버넌스 프리미엄을 선점할 수 있다.

[표2] 고려아연 주총 안건(3/24)

구분	안건	제안측	법적 쟁점	판단 기준	난이도	의결권 자문사 가이드언스
정관 변경	주주총실의무 및 소수주주 보호	고려아연 이사회	·상법 개정 취지를 선제 반영한 안건으로, 이사의 주주 전체에 대한 충실의무·소수주주 보호 조항 명문화 ·다만 분쟁 국면에서 '표 결집용 거버넌스 포장' 논란도 존재	조항이 실제 집행력과 제재 수단을 동반하는지, 소수주주 이익 대변 효과가 있는지 판단 필요	■	찬성 (ISS-GL 찬성 권고)
	분리선출 감사위원 2인 확대	유미개발(최 회장 측)	·2025년 개정 상법(분리선출 의무 확대)을 선제 반영해 현행 1인에서 2인으로 확대하는 안건	감사위원 독립성 강화, 외부 인사 진입을 통한 견제력 제고 여부	■	찬성 (감사위원 독립성 확대 방향)
	집행임원제 도입	영풍-MBK	·이사회 감독과 경영 집행 분리를 통해 선진 거버넌스 구조를 도입하자는 취지 ·다만 최 회장 권한 축소와 경영권 재편을 노린 전략이라는 해석도 공존	이사회 실질 감독 기능 강화 효과, 국내 상장사 도입 현실과 비용 대비 효익	■	찬성 검토 가능 (ISS 집행임원제 도입에는 우호적)
이사회 /이사	이사 5인 선임안	유미개발 (최 회장 측)	·6인안과 다득표 경쟁 구도, YPC 의결권이 각각될 경우 최 회장 측 5인안 가결 가능성이 높음	집중투표제 취지 부합 여부, 이사회 독립성 실질 강화 여부	■	찬성 (ISS-GL 모두 찬성 권고)
	이사 6인 선임안	영풍-MBK	·YPC 의결권 인정 여부가 핵심 변수. 인정 시 이사회 과반 확보를 노리는 MBK-영풍 측 핵심 안건 ·호주 규제 우회 구조에 대한 법원-공정위 판단 리스크 존재	YPC 구조에 대한 사법 리스크, 경영권 인수 후 밸류업 실행 가능성	■	반대 고려(ISS-GL 모두 영풍-MBK 후보 4인 반대 권고)
	최윤범 사내이사 재선임	고려아연 이사회	·크루서블 JV 승인 과정, 자사주 공개매수, 상호주 구조 설계 등과 관련해 절차-거버넌스 논란 존재 ·대규모 차입-지분 거래에 대한 책임 소재 부각	이사 충실의무 이행 여부, 경영성과와 별도로 거버넌스 훼손 여부를 독립적으로 평가해야 함	■	기관별 자체 판단(ISS는 재선임 반대, GL은 찬성)
주주 환원	액면분할	영풍-MBK	·주당 가격을 낮춰 유동성과 소액주주 접근성을 높일겠다는 목적 ·주주 기반 확대를 통한 지배력 강화 의도 여부가 쟁점	실질적 펀더멘탈 밸류업 기여 여부, 경영권 방어/강화 목적 포함 여부	■	내용 확인 후 판단 필요
	분기배당 도입	고려아연 이사회	·배당 예측 가능성 제고와 함께 주당 2만원 수준 배당을 포함한 주주환원 정책 제안 ·자사주 공개매수로 레버리지 비율이 크게 상승한 상황에서 FCF 기반 배당 지속 가능성	80%대 부채비율 대규모 투자 계획 하에서 FCF 기반 배당 재원의 중장기 안정성	■	찬성 기류 (안정적 FCF 전제 하)

자료: Dart, 언론보도, 한화투자증권 리서치센터

[표3] 영풍 주총 안건(3/25)

구분	안건	제안측	법적 쟁점	판단 기준	불확실성	의결권 자문사 가이드언스
정관 변경	대리인 범위 제한 삭제	케이젯정밀 (고려아연 측)	·기존 정관의 '주주만 대리인 가능' 조항을 삭제해, 행동주의 펀드-소액주주의 의결권 위임 경쟁을 용이하게 하는 효과	소수주주의 의결권 행사 편의성-대표소송 등 견제 수단 강화 여부	■	찬성 기류.
	분기-현물배당 도입	케이젯정밀 (고려아연 측)	·영풍의 낮은 배당 성향-현금 비축을 겨냥한 행동주의적 안건 ·분기-현물배당 도입으로 현금흐름 압박 유도	영풍의 현금 창출력 투자 계획을 감안한 배당 여력	■	찬성 검토 가능.
이사회 /이사	분리선출 사외이사감사위원 (1석 표대결)	전영준(영풍) vs 허성관 (KZ 정밀)	·영풍 추천 전영준 후보와 고려아연 측이 제안한 허성관 후보가 동일 의석을 두고 경쟁하는 택일적 안건	중대재해-환경 이슈에 대한 이사회 리스크 통제 능력, 각 후보의 독립성과 전문성	■	후보자 개별 검증 후 선택 행사.
	사외이사 최창원 등 재선임	영풍 이사회	·석포제련소 관련 중대재해 유죄 판결 등으로 기존 이사회 책임론-ESG 리스크 부각 우려	산업안전-환경-지배구조 실패에 대한 이사회 책임 유무, 개선 의지	■	반대 고려 (ESG-스튜어드십 훼손 이슈)

자료: Dart, 한화투자증권 리서치센터

## VI. 시사점

이번 고려아연-영풍-MBK 경영권 분쟁은 단기적으로 상당한 주가 상승과 초과수익을 만들어냈다. 그렇다고 해서 분쟁 자체를 일률적으로 악재로만 보기는 어렵고, 일정 수준의 긴장과 견제 구도를 살리기 위해 의결권을 행사해야 한다는 주장에도 힘이 실린다.

다만 그 채찍을 누구에게 쥐어줄지는 별도의 질문이다. 홈플러스 사례에서 확인됐듯, MBK는 고레버리지·자산 매각 중심 운용으로 사회적 비용과 투자자 손실 논란을 남긴 전력이 있고, 이 리스크는 이제 개별 딜을 넘어 국내 사모펀드 업계 전반의 신뢰 문제로 이어지고 있다.

이런 전력을 가진 사모펀드가 전략 광물과 국가 공급망 측면에서 비중이 큰 고려아연의 경영권까지 확보할 경우, 의사결정의 초점이 장기 경쟁력보다는 단기 재무성과와 레버리지 확대 쪽으로 쏠릴 수 있다는 우려는 과도한 상상이라기보다 충분히 상식적인 문제 제기다.

결국 기관투자가 입장에서는 지배구조 개선을 위한 견제 필요성에는 공감하되, 그 채찍을 MBK 같은 사모펀드에 사실상 일임하는 방식의 의결권 행사에는 신중할 필요가 있다.

이번 주총에서 표를 던지는 기준은 단순한 ‘현 경영진 vs 외부 주주’ 구도가 아니라, 경영진 견제와 장기 산업 경쟁력·사회적 책임을 어디까지 반영할 것인지에 대한 각자의 원칙이어야 한다. 이번 정기주총은 그 원칙이 실제 표심으로 어떻게 드러나는지 확인하는 자리다.

**[ Compliance Notice ]**

(공표일: 2026년 3월 18일)

이 자료는 조사분석 담당자 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭 없이 작성되었음을 확인합니다. 당사는 이 자료에서 다룬 종목과 관련해 공표일 현재 관련 법규상 알려야 할 재산적 이해관계가 없습니다. 당사는 이 자료를 기관투자자 또는 제 3자에게 사전에 제공한 사실이 없습니다. (박세연, 김예인)  
 저희 회사는 공표일 현재 이 자료에서 다룬 종목의 발행주식을 1% 이상 보유하고 있지 않습니다.

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

**[ 종목 투자등급 ]**

당사는 개별 종목에 대해 향후 1년간 +15% 이상의 절대수익률이 기대되는 종목에 대해 Buy(매수) 의견을 제시합니다. 또한 절대수익률 -15~+15%가 예상되는 종목에 대해 Hold(보유) 의견을, -15% 이하가 예상되는 종목에 대해 Sell(매도) 의견을 제시합니다. 밸류에이션 방법 등 절대수익률 산정은 개별 종목을 커버하는 애널리스트의 추정에 따르며, 목표주가 산정이나 투자의견 변경 주기는 종목별로 다릅니다.

**[ 산업 투자의견 ]**

당사는 산업에 대해 향후 1년간 해당 업종의 수익률이 과거 수익률에 비해 양호한 흐름을 보일 것으로 예상되는 경우에 Positive(긍정적) 의견을 제시하고 있습니다. 또한 향후 1년간 수익률이 과거 수익률과 유사한 흐름을 보일 것으로 예상되는 경우에 Neutral(중립적) 의견을, 과거 수익률보다 부진한 흐름을 보일 것으로 예상되는 경우에 Negative(부정적) 의견을 제시하고 있습니다. 산업별 수익률 전망은 해당 산업 내 분석대상 종목들에 대한 담당 애널리스트의 분석과 판단에 따릅니다.

**[ 당사 조사분석자료의 투자등급 부여 비중 ]**

(기준일: 2025년 12월 31일)

투자등급	매수	중립	매도	합계
금융투자상품의 비중	87.0%	13.0%	0.0%	100.0%