고려아연 2026 임시주주총회

전체 주주를 대표하는 이사 후보 추천

2026년 8월

https://koreazincvalueup.com

MBK PARTNERS

Disclaimer

1. 이 문서가 제공하는 모든 정보와 자료(“본 자료”)는 저작권법에 의하여 보호받는 저작물로서, 별도의 저작권 표시 또는 다른 출처를 명시한 경우를 제외하고는 원칙적으로 (주)한국기업투자홀딩스 (“한국기업투자홀딩스”)에게 저작권이 있습니다. 한국기업투자홀딩스는 본 자료를 수신인들의 편의를 위해서 제공한 것이며, 수신인들께 본 자료에 대한 지적재산권을 부여한 것은 아닙니다. 한국기업투자홀딩스의 명시적인 동의 없이 본 자료에 대한 복제, 배포, 전송, 변형, 대여 등은 할 수 없습니다.

2. 본 자료는 공개적으로 이용 가능한 정보를 근거로 작성되었으며(한국기업투자홀딩스는 이를 별도로 확인하여 검증하지 않았습니다), 한국기업투자홀딩스는 본 자료상 어떠한 오류, 누락 또는 본 자료를 사용하여 발생하는 결과에 대하여 어떠한 책임도 지지 아니합니다. 따라서 한국기업투자홀딩스가 문서로 특별히 조언을 드리는 경우를 제외하고는, 본 자료를 수신인분들과 관련된 결정상의 참고자료로 의존하지 마시기 바랍니다. 한국기업투자홀딩스는 본 자료와 관련된 일체의 직접적, 간접적, 우발적, 징벌적 또는 필연적인 피해에 대하여 책임을 지지 않습니다.

3. 본 자료는 장래에 관한 한국기업투자홀딩스의 예측을 반영하는 정보, 추정 내지 평가에 관한 정보(“예측정보등”)를 포함하고 있을 수 있는 바, 이러한 예측정보등은 공개적으로 이용 가능한 정보를 바탕으로 합리적인 근거나 가정에 기초하여 성실하게 기재되었으나, 결과적으로 부정확한 것으로 판명될 수 있습니다. 또한 예측정보등은 한국기업투자홀딩스가 통제할 수 없는 것을 포함한 가정들에 근거한 것으로서, 관련 예측정보등에 의하여 예정된 바와 중대하게 다른 결과가 초래될 위험 및 불확실성이 있습니다. 한국기업투자홀딩스는 예측정보등과 관련하여 본 자료 제공 이후에 발생하는 새로운 변경 사항을 업데이트할 의무를 부담하지 아니합니다.

4. 본 자료는 한국 자본시장법 기타 다른 관할권의 법령상 증권의 매수 또는 인수에 대한 청약의 권유를 구성하지 아니하며, 본 자료 내 어떠한 내용도 본 자료와 관련된 계약, 약정 또는 투자결정의 근거가 되거나 그와 관련하여 신뢰될 수 있는 자료는 아닙니다.

목차

I. **Executive Summary (주주제안 포함)**

II. [제3-2호] 감사위원회 위원 분리선출
   a) 주주총회 개최 경위 및 상법 개정의 제도적 배경
   b) 실질적 독립성이 필요한 이유
   c) 독립적인 후보 추천 절차와 컨소시엄의 최종 후보
   d) 회사 측 후보 대비 컨소시엄 후보의 경쟁 우위

III. [제2-3호·제2-4호] 이사 선임
   a) 주주총회 개최 경위
   b) 회사 측 후보 대비 컨소시엄 후보의 경쟁 우위

IV. 결론 및 의결권 행사 권고안

V. 별첨
   a) 상법 개정의 제도적 배경
   b) 2026년 정기주주총회 이후 주요 지배구조 실패
   c) 후보자 상세 이력

MBK PARTNERS

Executive Summary

- MBK파트너스-영풍 컨소시엄(이하 "컨소시엄")은 기준일 현재 고려아연 의결권 있는 발행주식총수의 42.1%를 보유한 최대주주입니다.
- 2026년 3월 정기주주총회는 고려아연 거버넌스 개선을 위한 주주 여러분의 지지 하에 컨소시엄이 추천한 후보 중 두 명의 이사가 추가적으로 이사회에 진입한 의미 있는 전환점이었습니다. 그러나 최윤범 사내이사는 각종 위법행위 및 사익편취 의혹에도 불구하고 재선임되었고, 회사의 감사·감독 기능은 여전히 제대로 작동하지 못하고 있습니다. 기관투자자를 비롯한 소수 주주들은 최윤범 사내이사에 대해 우려 및 반대 의견을 표하고 있습니다.
- 지난 정기주주총회 이후 금융위원회 증권선물위원회(이하 "증선위"), 국세청 조사4국, 공정거래위원회(이하 "공정위")와 서울중앙지방법원은 최윤범 이사와 관련된 위법행위 및 지배구조 실패 의혹을 두고 조사에 착수하거나 제재 절차를 진행하고 있으며, 법원의 문서제출명령도 잇따르고 있습니다. 이러한 일련의 사태는 실효적인 견제와 균형이 고려아연 내에 부재하다는 컨소시엄의 오랜 우려를 더욱 뒷받침합니다.
- 문제의 본질은 개별 투자의 성패가 아니라, **경영진의 전횡을 견제할 내부 통제장치가 사실상 작동하지 않았다는 데 있습니다**. 컨소시엄이 지난 1년여간 제기해 온 사안들은 모두 대규모 회사 자금 집행, 이사회의 사전 검토 및 사후 감독 부실, 손실과 리스크의 현실화, 정보의 누락·축소 또는 불충분한 설명, 감사위원회의 침묵이라는 동일한 구조를 반복하고 있습니다.
- 더욱 심각한 점은 컨소시엄이 문제를 제기한 이후 상당한 시간이 경과하고 감독기관과 법원에서도 관련 문제를 확인하기 시작했음에도 불구하고, 정작 이를 선제적으로 조사하고 견제했어야 할 고려아연 이사회와 감사위원회가 현재까지 어떠한 실질적인 조사나 시정조치도 취하지 않았다는 사실입니다. 이는 현 감사위원회가 경영진에 대한 독립적인 감시·견제 기능을 제대로 수행하지 못하고 있음을 여실히 보여줍니다.
- 이러한 상황에서 고려아연의 독립이사와 감사위원은 특정 주주나 경영진의 영향으로부터 벗어나 회사와 전체 주주의 이익을 위해 독립적인 판단을 내려야 합니다. 따라서, **진정으로 독립적인 감사위원회를 구성하고 감사 기능의 실질적인 독립성을 회복하는 것은 추가적인 부적절한 행위를 방지하고, 경영진의 책임성을 강화하며, 주주 가치를 보호하기 위해 시급히 해결해야 할 지배구조상 핵심 과제입니다.**

컨소시엄 의결권 행사 권고안 요약

- 이번 임시주주총회에서는 (i) 이사 4인과 (ii) 최근 개정 상법에 따라 3% 의결권 제한 규정(이하 "3%룰")이 적용되는 분리선출 감사위원 1인의 선임 여부를 결정하게 됩니다. **특히 감사위원회 위원의 선임은 이사회의 감독 기능을 강화하고 소수주주의 이익을 보호하기 위한 핵심 안건입니다.**
- **컨소시엄은 주주 여러분께서 본 자료를 검토하시어 제2-3호, 제2-4호 및 제3-2호 안건에 찬성해 주실 것을 요청드립니다.**

	감사위원회 위원 선임 (제3-1호·제3-2호)	이사 선임 (제2-1호~제2-4호)
임시주주총회 개최 이유	개정 상법에 따라 2026년 9월부터 상장회사는 3%룰이 적용되는 분리선출 감사위원회 위원을 최소 2인 선임하여야 함. 고려아연은 이 요건을 충족하기 위해 공석인 감사위원회 위원 1인을 선임하고자 임시주주총회를 소집하였음.	2026년 5월, 고려아연 이사 4인은 고려아연이 영풍의 의결권을 제한한 상태에서 이루어진 **자신들의 선임이 위법하다는** 법원의 최종 판단이 임박하자 사임하였음.
컨소시엄 측 후보 지지 필요성	회계 부정과 주주권 침해 논란이 이어지는 상황에서 독립적인 감사위원의 역할은 그 어느 때보다 중요함. 원아시아파트너스, 이그니오홀딩스 등에 대한 컨소시엄의 조사 요구에 **현 감사위원회가 응하지 않은 것**은, 기존 감사위원회 위원들이 소수주주의 권익을 충분히 대변하지 못하고 있음을 보여줌.	고려아연은 주주가치를 희석하는 유상증자와 절차적/실체적 타당성이 불분명한 투자 의사결정 등 **자본 배분과 주주권 보호 측면에서 심각한 문제를 반복**해 왔음. 주주들이 다양한 경로를 통해 지속적으로 제기해온 우려에 대해 **이사회가 제대로 대응하지 않아 왔다는 점은 변화의 필요성**을 여실히 보여줌.
컨소시엄 측 후보 소개	**박유경 후보(제3-2호):** 네덜란드 연기금 APG에서의 17년 경력 포함, 30년 이상 경력을 쌓은 글로벌 자본 시장 및 거버넌스 전문가임. 일반주주가 폭넓게 참여할 수 있는 공개 추천 절차를 거쳤으며, 주요 주주와 독립적인 외부 전문가들의 심사를 통해 선정되었음.	컨소시엄 추천 후보 2인: **이준봉 후보(제2-3호):** 조세법·회계학 박사 학위를 갖춘 법률·회계 융합 전문가. **심혜섭 후보(제2-4호):** 기업법무와 지배구조 분야에서 15년 넘게 활동해 온 기업법 전문 변호사.
고려아연 측 후보 반대 이유	고려아연 측 후보는 **이해상충** 소지가 있어 독립성 문제가 있음. 추천 절차 역시 회사가 주도하여 **독립성과 투명성이 미흡하였음**. 반면 컨소시엄 후보는 일반주주의 참여를 폭넓게 개방하고 추천과 심사를 분리함으로써 모든 주요 주주로부터 독립성을 확보하였음.	고려아연은 현 이사회 체제 하 중대한 지배구조 실패를 거듭해 왔음. 독립이사후보추천위원회가 추천한 후보만으로는 이사회의 **관리/감독 부실과 기업가치 훼손, 자본 배분** 실패가 되풀이될 우려가 있음.

MBK PARTNERS

임시주주총회 안건에 대한 컨소시엄의 의견

구분	안건명	추천인	권고
제1호. 정관 일부 변경의 건			
1-0	분리선출 감사위원 확대를 위한 정관 변경의 건	고려아연㈜	찬성
제2호. 집중투표에 의한 이사 4인 선임의 건			
2-1	독립이사 이형규 선임의 건	고려아연㈜	반대
2-2	독립이사 서은숙 선임의 건	고려아연㈜	반대
2-3	독립이사 이준봉 선임의 건	컨소시엄	찬성
2-4	독립이사 심혜섭 선임의 건	컨소시엄	찬성
제3호. 감사위원회 위원이 되는 독립이사 선임의 건			
3-1	감사위원회 위원 백인규 선임의 건	고려아연㈜	반대
3-2	감사위원회 위원 박유경 선임의 건	컨소시엄	찬성

컨소시엄 추천 후보 지지가 가져올 변화

컨소시엄이 추천한 이사 및 감사위원 후보를 지지하면…

- ✓ 소수주주의 목소리를 충실히 대변할 수 있고 독립성이 확보된 이사가 합류함으로써, 자본 배분과 소수주주 권익에 대한 감사위원회의 감독 기능을 강화
- ✓ 지배구조 실패를 방치하고 경영진에 책임을 묻지 않았던 이사들을 견제할 수 있으면서 고려아연의 전략적 방향에 부합하는 전문성과 역량까지 갖춘 이사의 비중을 높여, 이사회의 실효성을 강화
- ✓ 컨소시엄의 지분에 상응하는 이사회 대표성을 확보하되 과반에는 미치지 않는 수준으로, 현재와 유사한 구성을 유지
- ✓ 기존 이사진 및 경영진의 연속성은 유지하되, 신규 이사만을 선임

컨소시엄 추천 후보가 선임되지 않을 경우,

경영진에 대한 책임 추궁에 소극적인 기존 이사들이 계속 이사회를 구성하는 한편,

제 역할을 다하지 못한 현 이사회가 추천한 인사들이 이사회에서 차지하는 비중이 더욱 확대될 위험이 있음

MBK PARTNERS

목차

I. Executive Summary (주주제안 포함)

II. [제3-2호] 감사위원회 위원 분리선출

a) 주주총회 개최 경위 및 상법 개정의 제도적 배경

b) 실질적 독립성이 필요한 이유

c) 독립적인 후보 추천 절차와 컨소시엄의 최종 후보

d) 회사 측 후보 대비 컨소시엄 후보의 경쟁 우위

III. [제2-3호·제2-4호] 이사 선임

IV. 결론 및 의결권 행사 권고안

V. 별첨

MBK PARTNERS

별첨 A
상법 개정의
제도적 배경

2026년 임시주주총회 분리선출 감사위원 선임 배경

- 상법 개정에 따라, 회사는 2026년 9월까지 3%룰이 적용되는 분리선출 감사위원을 2인 이상 선임해야 함.
- 2026년 정기주주총회에서 컨소시엄이 분리선출 감사위원회 위원 수 확대 안건에 반대한 유일한 이유는 해당 안건이 회사 측 후보인 이민호 후보 선임을 위한 선행 안건이었기 때문임. 이민호 후보는 감사위원회 위원으로 재직하면서 현 경영진을 실효적으로 감시·감독하지 못하였고, 그 결과 지배구조 문제를 방지하거나 시정하지 못했음. 이러한 점에서 컨소시엄은 이민호 후보가 감사위원회 위원으로서 적격성이 부족하다고 판단하였으며 동일한 이유로 다른 주주들도 이민호 후보 선임에 반대함(별첨 B 참조).
- 그 결과 해당 안건은 2026년 정기주주총회에서 부결되었고, 2026년 9월 개정 상법 시행을 앞두고 회사는 공석을 채우기 위해 임시주주총회를 소집하게 되었음.

현 감사위원회 구성

감사위원회 구성



서대원
감사위원회(위원장)
더 보기



권순범
감사위원회
더 보기



김보영
감사위원회
더 보기

분리선출

2025년 정기주주총회에서 서대원 이사가 3%룰(1)이 적용되는 분리선출 방식으로 선임되었고, 현재까지 유일한 분리선출 감사위원임. 개정 상법에 따라 **2026년 9월까지 같은 방식으로 1인을 추가 선임**하여야 함.

(1) 관련 절차 및 제도적 배경은 별첨 참조.
사진 출처: 고려아연 홈페이지

2026년 정기주주총회 결과

컨소시엄이 두 안건 모두에 **반대**한 것은 분리선출 감사위원직에 **실질적으로 독립적인 후보**가 필요하기 때문임. 재임 기간 중 지배구조 실패가 거듭되는 동안 아무런 조치도 취하지 않은 **이민호 후보를 다시 그 자리에 선임하는 것은 납득하기 어려움.**

안건		결과
2.8	분리선출 감사위원 확대를 위한 정관 변경의 건	**부결**
5.0	감사위원회 위원이 되는 독립이사 선임의 건 (이민호 후보자; 제2-8호 안건 가결 조건부)	**자동 폐기**

제2-8호 안건이 부결됨에 따라 제5호 안건은 자동 폐기되었고, **분리선출 감사위원 1석은 공석이 됨**

개정 상법의 취지

별첨 A
상법 개정의
제도적 배경

- 개정 상법의 핵심 취지는 분리선출 감사위원회 위원 수를 확대하여, 감사위원회의 실질적 독립성을 강화하는 것임. **이는 감사위원 후보자 본인뿐 아니라 선임 절차도 주요 주주의 영향에서 자유로워야 한다는 의미임**.
- 감사위원회 위원은 특정 주주의 이해 관계가 아니라 회사와 전체 주주의 이익을 위해 독립적으로 경영진을 감시/감독해야 함.

개정 상법의 입법 취지(1)

개정 상법의 핵심 원칙은 다음과 같음:

- **독립성 제고:** 감사위원이 지배주주의 영향으로부터 독립적으로 선임되도록 함.
- **감독 기능 강화:** 감사위원회는 경영진을 독립적으로 감시하고 주요 전략 및 자본 배분 의사결정을 실효적으로 감독할 수 있어야 함.
- **소수주주 및 일반주주 보호:** 소수주주가 이사회에서 실질적인 목소리를 낼 수 있도록 하고 전체 주주의 이익을 보호함.
- 궁극적인 입법목적은 **소수주주의 이익을 충실히 대변할 감사위원이 선임**되도록 하는 것임.

개정 취지의 실현을 위한 후보 공모 절차

컨소시엄은 자체 후보 추천 절차를 아래와 같이 설계하여 개정 상법의 원칙과 취지가 충실히 구현되도록 하였음:

절차	소수주주를 대변할 후보까지 폭넓게 검토할 수 있고, 독립성에 의문이 없는 추천 절차.
후보자 요건	기관투자자와 소수주주가 무엇을 요구하고 기대하는지 이해.
전문성 및 역량	감사와 리스크 감독 역량, 재무·자본 배분에 대한 이해, 기업지배구조 관련 경험.

감사위원회 위원이 그 역할을 실효적으로 수행하기 위해서는 위 요소들이 모두 갖추어져야 함...

역할	경영진의 업무집행을 독립적으로 감시, **소수주주 이익 보호.**

(1) 관련 절차 및 제도적 배경은 별첨 참조.

MBK PARTNERS

목차

I. Executive Summary (주주제안 포함)

II. [제3-2호] 감사위원회 위원 분리선출

a) 주주총회 개최 경위 및 상법 개정의 제도적 배경

b) 실질적 독립성이 필요한 이유

c) 독립적인 후보 추천 절차와 컨소시엄의 최종 후보

d) 회사 측 후보 대비 컨소시엄 후보의 경쟁 우위

III. [제2-3호·제2-4호] 이사 선임

IV. 결론 및 의결권 행사 권고안

V. 별첨

MBK PARTNERS

이사회와 감사위원회의 미온적 대응 속 전방위로 확대되는 규제당국 및 법원의 조사 및 제재

별첨 B
주요 지배구조 실패

- 지난 정기주주총회 이후 회계 감리에 대한 증선위 제재가 이루어졌고, 법원의 문서제출명령, 국세청의 특별세무조사, 공정위의 제재 절차가 동시다발적으로 진행되는 등 회사의 투자 의사결정, 내부통제 및 경영권 방어 목적 거래 전반에 대한 규제당국/법원의 조사 및 감독이 강화되고 있음.
- 또한 박기덕 대표이사의 영풍에 대한 손해배상책임이 인정됨에 따라, 회사가 최대주주 영풍의 의결권을 제한한 행위가 위법하다는 점도 사법적으로 확인되었음.
- 이러한 일련의 사태는 회사 내부에서 제대로 조사·검증되지 않은 문제들이 감독당국과 법원을 통해 잇따라 드러나는 동일한 양상을 반복적으로 보여주고 있음.

1

회계·공시 위반에 대한 증선위 제재

제재 결정

- 원아시아파트너스 및 이그니오홀딩스 관련 손상차손 과소계상과 특수관계자 거래 주석 미기재 등 **회계·공시 위반 사유로 중징계 결정**
- 회사에 과징금(1), 감사인 지정 3년, 담당임원 해임 권고·직무정지 및 시정요구 등의 중대한 제재가 부과되었음.
- 비정기 특별세무조사 전담부서인 국세청 조사4국이 고려아연 본사에 투입되어 관련 **회계장부 및 세무자료 일체를 확보하였음.** 원아시아파트너스 및 이그니오 관련 거래를 포함한 **법인자금 유용 및 사익편취** 의혹을 집중적으로 들여다보고 있는 것으로 알려짐.

국세청 조사4국 특별세무조사

조사 중

2

상호출자 및 의결권 제한에 대한 법원 판단·공정위의 조사

조사 중

- 공정위는 고려아연의 **호주 자회사를 활용한 상호출자**에 대하여 심사보고서를 발송하였으며, 최종 제재 절차가 진행 중임.
- 법원은 **박기덕 대표이사의 영풍 의결권 제한 행위가 위법하다고 판단하고 손해배상 책임을 인정하였음.**

- **컨소시엄이 1년 넘게 문제 제기해 온 바로 그 사안들을 이제 규제당국과 법원이 조사하고 있음.**
- **그럼에도 감사위원회는 시종일관 침묵하며, 스스로 수행했어야 할 감시·감독 기능을 규제당국과 법원에 떠넘기고 있음.**

(1) 고려아연에 약 84억 원, 대표이사 등 임원 개인에 약 7억 6천만 원이 부과됨.

독립적인 감시·감독을 기대하기 어려운 현 감사위원회

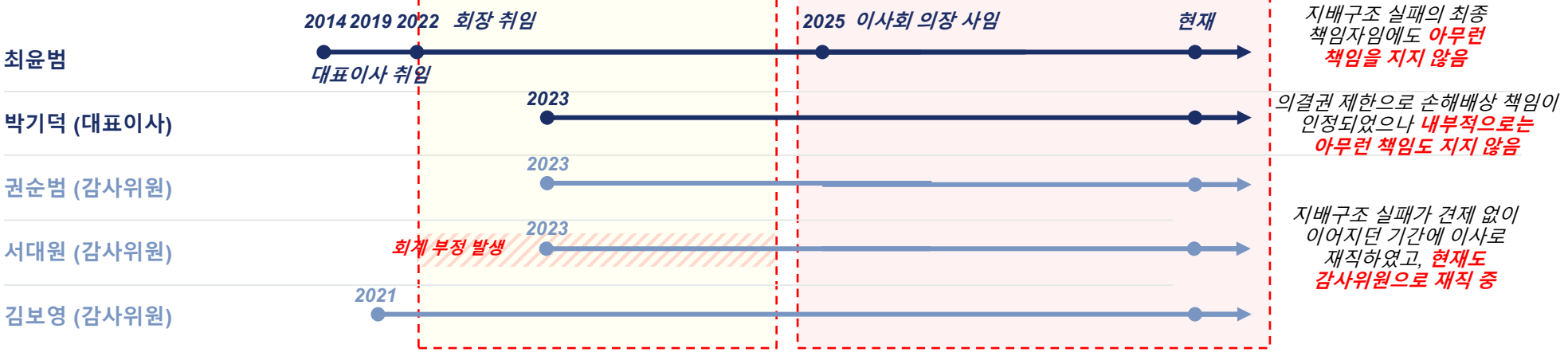
- 지난 5년간 고려아연은 최윤범 이사와 박기덕 대표이사 체제 하에서 중대한 지배구조 실패가 반복되었음. 현 감사위원회 위원(서대원, 권순범, 김보영)은 이러한 지배구조 실패가 발생한 전 기간에 걸쳐 경영진과 함께 재직하였으나, 여러 차례 위험 신호에도 이를 실질적으로 조사하거나 문제를 제기하지 않았으며, 경영진에게 책임을 묻는 역할도 제대로 수행하지 못했음. 특히 서대원 이사는 2023년부터 감사위원으로 재직해 회계 부정 기간(2022-2024년)의 감독 실패에 책임이 있음에도 불구, 현재 감사위원장을 맡고 있음.
- **즉, 이들은 지배구조 실패와 무관한 독립적인 외부 인사가 아니라, 해당 문제가 발생하는 동안 이를 감시·감독해야 할 체계의 일원이었음. 현 경영진과의 지속적인 이해관계 및 입장 일치를 고려할 때, 이들이 동일한 경영진에 대해 외부에서 신뢰할 수 있는 독립적 감시·감독을 수행할 수 있을지에 대해서는 상당한 의문이 제기됨.**

지배구조 실패가 지속되는 동안 제 역할을 수행하지 못한 감사위원회 위원들

기관 투자자 및 의결권 자문사가 지배구조 실패에 대해 표한 우려에 대해서는 별첨 B 참조

2022년 이후 주요 지배구조 실패:
- *자기주식 처분과 신주 발행을 통해 발행주식의 15.5%(1)가 우호 세력에 배정됨*
- *전략적 가치가 없는 분야에 자본이 투입되었고, 상당수는 현재 사법 절차의 대상이 됨*

컨소시엄의 문제 제기 이후 주요 지배구조 실패:
- *경영권 방어를 위한 자기주식 공개매수로 실적 및 재무구조 악화*
- *경영권 방어를 위한 유상증자는 중단되었고 검찰 수사로 이어짐*
- *최대주주의 의결권이 위법하게 제한됨*
- *2026년 정기주주총회 이후 규제당국이 회계기준 위반을 확인하였음에도 **이사회는 내부 감사 등** 필요한 후속 조치를 전혀 취하지 않음.*



(1) 신주발행 및 자사주 처분/교환으로 확보한 우호 세력(한화H2 Energy USA, ㈜한화, LG화학, HMG Global, 한국투자증권, Trafigura, Morgan Stanley)의 2023년 말 기준 발행주식총수 대비 지분율.

감사 의무를 방기하는 고려아연 감사위원회

- 컨소시엄은 최대주주로서, 고려아연 감사위원회에 원아시아파트너스 펀드 투자, 청호컴넷, 이그니오 투자 등에 대한 증선위 회계감리 및 국세청 세무조사가 진행되고 있음을 들어, 감사위원회가 독립적인 조사에 착수할 것을 수차례 촉구하였으나, **감사위원회는 현재까지 실질적인 조사나 조치를 취하지 않은 채 미온적인 대응으로 일관하고 있음.**
- 이는 현 감사위원회 위원들이 문제 발생 당시 감시·감독 주체였던 만큼, 경영진과 과거 의사결정을 독립적으로 조사하고 책임을 규명하는 데 구조적 한계가 있기 때문으로 판단됨.
- **따라서 감사위원회의 독립성을 실질적으로 회복하고 객관적인 조사와 책임 규명이 이루어지기 위해서는, 기존 경영진과의 이해관계로부터 자유로운 독립적인 인사의 선임이 반드시 필요함.**

감사위원회의 미흡한 대응

- 컨소시엄은 고려아연 감사위원회에 원아시아파트너스, 이그니오홀딩스, 청호컴넷 등에 대한 독립적인 조사에 착수할 것을 수차례 촉구하였음(39-40페이지 참조). 일부 사안에서는 이미 회계기준 위반이 확인되었으며 회사 자산 유용 여부에 대해서도 외부 조사가 진행 중임.
- 컨소시엄은 원아시아파트너스, 청호컴넷, 이그니오, 국세청 세무조사 및 증선위 제재와 관련하여 독립적인 조사를 촉구하는 공문을 감사위원회에 네 차례 발송하였음(2026년 5월 18일, 6월 4일 및 6월 11일).
- 그러나 감사위원회는 관련 법적 판단이 확정되지 않았다는 이유로 자체 조사를 거부하고, 외부 절차 결과를 기다리겠다는 형식적인 답변만 반복하는 방어적 태도로 일관하였음.
- 이는 감사위원회가 규제당국의 조치나 소송과 무관하게 독립적으로 감독권과 조사권을 행사하여야 할 선관주의의무를 방기하고 있음을 보여줌.(2) 현 감사위원회는 주주 가치를 보호하고 경영진에 책임을 묻는 본연의 역할을 스스로 수행하는 대신, 외부 기관과 법적 절차에 기대고 있음.

원아시아파트너스 펀드 투자 및 청호컴넷 관련 자금흐름에 대한 조사 요구 관련

- **[고려아연 답변]** *"법원의 심리 및 관계 당국의 객관적인 조사가 진행 중인 상황에서 (…) 당사 및 당사 감사위원회가 별도의 자체 조사에 나서는 것은 바람직하지 않다고 판단"* (2026.6.10)(1)

국세청 특별세무조사 건 관련

- **[고려아연 답변]** *"관계 당국의 객관적인 조사 등을 통해 구체적인 사실관계 및 법률적 판단이 확정되지 않은 상태에서 섣불리 임의로 어떤 조치를 취하는 것이 바람직하지 않다고 판단"* (2026.6.4)(1)
- **[고려아연 답변]** *"관계 당국의 객관적인 조사 및 관련 법적 절차를 통해 구체적인 사실관계와 법률적 판단이 명확히 규명될 필요가 있다는 입장에 변함이 없음"* (2026.6.23)(1)

(1) 고려아연이 영풍에 발송한 2026년 6월 4일자, 6월 10일자 및 6월 23일자 공문에서 발췌함.
(2) 상법 제415조의2 제7항 및 412조 등.

목차

I. Executive Summary (주주제안 포함)

II. [제3-2호] 감사위원회 위원 분리선출

a) 주주총회 개최 경위 및 상법 개정의 제도적 배경

b) 실질적 독립성이 필요한 이유

c) 독립적인 후보 추천 절차와 컨소시엄의 최종 후보

d) 회사 측 후보 대비 컨소시엄 후보의 경쟁 우위

III. [제2-3호·제2-4호] 이사 선임

IV. 결론 및 의결권 행사 권고안

V. 별첨

MBK PARTNERS

컨소시엄이 제안하는 분리선출 감사위원 후보 (1/2)

- 컨소시엄은 개정 상법의 취지를 살리기 위해 후보 공개 추천과 독립적이고 투명한 심사를 통해 독립성과 전문성을 함께 갖춘 후보자를 발굴할 수 있는 공모 절차를 마련하였으며, 이는 개정 상법의 입법 취지를 정확히 구현한 모범 사례라 할 수 있음.
- 컨소시엄은 후보 평가와 최종 선정에 관여하지 않고, 외부 전문가로 구성된 독립심사위원회가 전적으로 심사 권한을 행사하도록 함으로써, 추천 주체와 심사 주체를 명확히 분리하였음.

후보 추천 절차 및 심사 기준

후보 추천 자격

1주 이상 보유 주주와 외부기관·전문가 단체 등 **사실상 모든 일반주주에게 폭넓게 개방**.

독립심사위원회 심사 절차

고려아연과 컨소시엄 양측 모두로부터 독립적인 외부 거버넌스 전문가로 구성된 위원회로, 후보자 심사를 수행함.

1. **1차 결격사유 검토:** 외부 전문기관이 상법상 결격사유, 독립성 및 이해상충 여부를 검토.
2. **2차 정량평가 및 3차 정성평가:** 전문성, 독립성, 직무수행역량, 기업지배구조 이해도, 평판 등을 종합적으로 심사.

감사 해임 사유 수준 독립

전문성	이사회 주요 안건을 이해하고 감독 및 의사결정에 기여할 수 있는 전문성과 경력
직무공정성	최대주주 및 경영진과 이해관계가 없고, 회사와 주주를 균형 있게 대변할 수 있는 역량
윤리성 및 책임성	법령상 결격사유가 없고, 감독 실패나 주주가치 훼손 이력이 없을 것
성실성	과도한 겸직이나 저조한 출석률 문제 없이 충분한 시간과 노력을 투입할 수 있을 것
독립적 판단	이사회와 경영진을 독립적으로 견제하고 감독할 수 있는 역량
감사위원회 역량	감사위원회에 요구되는 감사, 재무제표, 리스크, 내부통제, 법률 및 산업 전문성
이사회 구성 관점의 직무 전문성	회사의 Board Skills Matrix(BSM) 항목 중 1개 이상 분야의 전문성(1)

(1) 회사 기준: 리더십, 산업/기술, 재무/M&A, 운영, 감사/리스크/내부통제, 법률/규제, 글로벌, ESG, 전략, 정부, 학계

MBK PARTNERS

컨소시엄이 제안하는 분리선출 감사위원 후보 (2/2)

- 독립심사위원회는 10인 이상의 추천 후보를 대상으로 독립성, 전문성 및 유관 경력 등을 종합적으로 심사한 결과, 모든 요건을 충족한 박유경 후보를 고려아연 감사위원회 위원으로 가장 적합한 인사로 판단 및 추천하였음. 컨소시엄은 이러한 독립심사위원회의 심사 결과에 따라 박유경 후보를 최종 후보로 제안하였음.

후보자 프로필 및 이력

안건 제3-2호



박유경

감사위원 후보

apg *Managing Director, Emerging Markets Equities*

ACGA *ACGA 한국 워킹그룹 의장*

NPS *국민연금 ESG위원회 / 스튜어드십 코드 제정위원회*

핵심 역량 및 경험: 기업지배구조, 자본 배분, 자본시장, 지속가능경영

주요 이력: 글로벌 자본시장에서 30년 이상 근무하였으며, APG Asset Management에서 시니어 투자 담당으로 다수의 해외 포트폴리오 기업의 재무 실적과 자본 배분을 분석하고 지배구조·성과·리스크 감독을 주제로 기업과 직접 소통해 왔음. Tara Climate Foundation 독립이사 및 감사위원회 위원장으로 재직중이며, 국민연금 ESG위원회와 한국 스튜어드십 코드 제정위원회 위원으로도 활동하였음. Asia Corporate Governance Association("ACGA") 한국 워킹그룹 의장을 역임하여, 기관투자자가 한국 기업에 기대하는 지배구조 수준을 깊이 이해하고 있음.

박유경 후보 심사 결과

종합 평가

✓ 추천 절차 + ✓ 후보자 요건 + ✓ 전문성 및 역량 = ✓ 감사위원 역할

추천 절차와 후보자 요건 모두에서 소수주주의 관점이 반영되어, 분리선출 감사위원 확대라는 제도 개정 취지에 부합함.

확고한 독립성. 컨소시엄을 포함한 주요 주주 및 경영진으로부터 독립적인 인사로, 특정 주주가 아닌 전체 주주의 이익을 대변하며 경영진을 감시·감독할 수 있음.

폭넓은 전문성 및 역량. 재무(재무분석 및 재무제표 감사 포함)와 기업지배구조, 리스크 관리에 더해, 현 감사위원회에 부재한 기관투자자 관점과 경험을 제공할 수 있음.

충분한 시간 투입이 가능하고 검증된 이력을 보유. 감사위원회 위원에 요구되는 모든 자격 요건을 충족함.

MBK PARTNERS

목차

I. Executive Summary (주주제안 포함)

II. [제3-2호] 감사위원회 위원 분리선출

a) 주주총회 개최 경위 및 상법 개정의 제도적 배경

b) 실질적 독립성이 필요한 이유

c) 독립적인 후보 추천 절차와 컨소시엄의 최종 후보

d) 회사 측 후보 대비 컨소시엄 후보의 경쟁 우위

III. [제2-3호·제2-4호] 이사 선임

IV. 결론 및 의결권 행사 권고안

V. 별첨

MBK PARTNERS

분리선출 감사위원 후보 추천 절차 비교(1/3)

- 회사 측 절차와 달리 컨소시엄은 일반주주도 공모 절차에 참여할 수 있도록 추천 자격을 폭넓게 개방하고, 추천과 심사를 분리해 모든 주요 주주로부터 독립성을 확보하였음. 그 결과 개정 상법의 취지에 부합하면서도 감사위원회·이사회에 실제로 필요한 역량을 갖춘 후보를 선정할 수 있었음.

양측 후보 추천 절차 및 후보자 비교

	고려아연 측		컨소시엄 측
절차	▪ **후보 추천 자격:** (i) 0.1%(1) 이상을 6개월 이상 보유하거나 (ii) 1% 이상 보유한 주주만 추천 가능하며, 최종 후보는 독립이사후보추천위원회가 확정함.	<	▪ **후보 추천 자격:** 모든 주주의 의견이 반영되도록 추천 자격을 폭넓게 개방하여 소수주주의 대표성을 확보함. ▪ **심사 절차**: 독립심사위원회가 심사를 전담하여, 주요 주주로부터 직간접적으로 독립된 절차를 보장함.
후보자 전문성 및 역량	**제3-1호: 백인규** ▪ **주요 이력:** 한국 딜로이트 그룹 고위직 출신으로 ESG 및 자문 업무를 주로 담당하였음. 공인회계사 자격 보유. ▪ **독립성:** 후보자가 고위 임원으로 재직했던 한국 딜로이트 그룹은 고려아연과 지속적인 업무 관계를 이어왔기 때문에, 이해상충 문제가 발생할 수 있음(다음 장 참조). **중대한 사안을 감독하는 감사위원회와 같은 핵심 위원회에서 독립성은 타협의 대상이 될 수 없음.**	<	**제3-2호: 박유경** ▪ **주요 이력:** 오랜 기간 기관투자자를 대변하며, 이들이 이사회에 요구하는 지배구조 수준을 깊이 이해하고 있음. 이러한 **전문성은 현 감사위원회에 없는 역량**이며, **개정 상법의 취지와 직접적으로 부합함**. ▪ **독립성:** 고려아연 및 컨소시엄 모두로부터 독립적임. 컨소시엄은 독립심사위원회에서 추천한 후보를 그대로 제안하였음.

▪ **박유경 후보는 선임 절차의 객관성, 적합한 경력과 전문성, 확고한 독립성을 두루 갖추고 있어 분리선출 감사위원회 위원의 역할을 수행하기에 더욱 적합한 후보임.**

(1) 발행주식 총수 20,872,969주의 0.1%는 20,872주이며, 이는 2026년 7월 7일 종가 1,094,000원 기준 약 228억 원에 해당함.

분리선출 감사위원 후보 추천 절차 비교(2/3)

- 고려아연 측 후보에게는 **이해상충의 소지가 있어 독립성에 합리적인 의문이 제기됨.**
- 독립성은 투자자들이 감사위원회와 같은 핵심 위원회에 예외 없이 요구하는 기본 전제이며, 독립성을 갖춘 감사위원을 선임하도록 3%룰이 적용되는 이번 안건에서는 더욱 엄격히 요구됨.

고려아연 측 후보의 잠재적 이해상충

백인규 후보가 2026년까지 최고위급 임원으로 재직한 한국 딜로이트 그룹은 고려아연과 오랜 업무 관계를 이어왔고, 가장 최근인 2025년에도 주요 용역을 수임하였음.
후보자가 해당 사안에 직접 관여하지 않았더라도 재직 당시 형성된 관계에서 자유롭기 어렵기 때문에 구조적인 이해상충이 발생할 수 있음.

- **H2 비즈니스 서밋 사무국:** 한국 딜로이트 그룹은 2021년부터 H2 비즈니스 서밋 사무국을 운영하고 있으며, 후보자 재직 기간과 중첩됨. 고려아연이 주요 회원사인 만큼 한국 딜로이트 그룹으로서는 해당 관계를 유지할 유인이 있음.

- **Project Crucible 실사:** 한국 딜로이트 그룹은 2025년 Project Crucible의 재무 실사를 수행한 것으로 알려짐. 후보자가 직접 관여하지 않았더라도, 전 소속 법인이 수행한 업무는 향후 관련 의사결정에서 자기검토 위험을 초래함.

개정 상법의 핵심 취지이자 기관투자자가 기대하는 핵심적인 가치인 이사의 독립성이 훼손될 수 있음

감사위원회에 대한 투자자의 기대

COMGEST

*"감사 절차의 중요성과 복잡성, 그리고 서로 다른 회계기준과 개념을 적용하는 데 요구되는 전문적 판단을 고려하면, 재무보고 절차에 대한 감독은 충분한 전문 지식과 비판적 시각을 갖추고 **이해상충이 없는 위원회**가 수행하여야 한다."*

M&G

*"이사회 산하 위원회, 특히 감사위원회와 보상위원회는 명확한 직무 규정을 갖추고 필요한 정보와 자문을 확보할 수 있어야 하며, **경영진으로부터 독립적으로 그 직무를 적절히 수행할 수 있도록 구성**되어야 한다."*

UBS

*"감사/리스크위원회는 재무제표의 신뢰성, 감사 품질 및 내부통제의 견고성에 대하여 직접 책임지는 핵심 기구이다. 따라서 **객관성, 독립성 및 회계·감사·재무 전문성이 무엇보다 중요하다.**"*

MBK PARTNERS

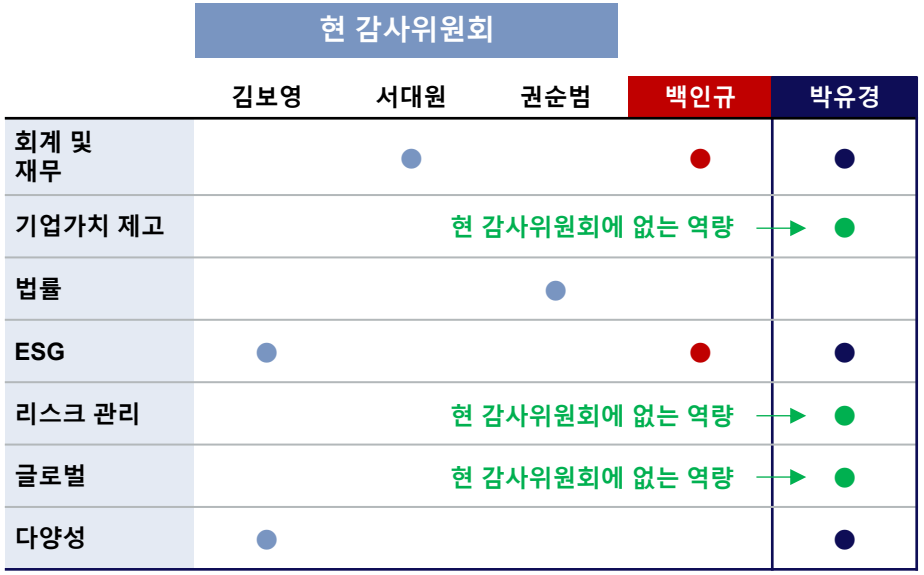
분리선출 감사위원 후보자 비교(3/3)

- 박유경 후보는 재무 전문성과 기관투자자 관점을 갖추고 있음. 이는 감사위원회 위원에게 핵심적으로 요구되는 역량임에도 현재 감사위원회에는 부족한 부분으로, 자본배분 및 투자자 소통에 대한 실효적인 감시·감독을 가능하게 할 것임. 이러한 역량은 감사위원회뿐만 아니라 이사회 전반의 전문성과 감독 기능 강화에도 기여할 수 있음 (Section III 참고).
- 박유경 후보는 ACGA 활동을 비롯하여 시장의 지배구조 개선을 주도하고, 자본 배분에 문제가 있는 기업에 책임을 요구해 온 경험을 바탕으로 글로벌 투자자들로부터 높은 평가를 받아 왔음.
- 무엇보다 고려아연 측 후보 대비 확고한 독립성을 갖추고 있어, 소수주주의 이익을 충실히 대변하기에 더 적합함.

후보자 역량 비교

항목	박유경	백인규
재무제표 이해도	✓	✓
회계 관련 자격 보유		✓
소수주주 관점에서 재무제표와 자본 배분을 검증할 수 있는 역량	✓	
이사회와 경영진에 독립적으로 문제를 제기해 온 이력	✓	
기관투자자 및 소수주주의 기대에 대한 이해	✓	
확고한 독립성	✓	?

감사위원회 Board Skills Matrix (BSM)[1]



박유경 후보가 공식적인 회계 관련 자격을 보유하고 있지는 않으나, 삼성전자·현대자동차 등 국내 주요 기업의 감사위원회에서도 외부감사인으로서의 회계감사 경력이나 관련 전문자격을 갖춘 위원은 소수에 불과함.
이를 고려할 때, 회계 관련 자격이 감사위원회 위원으로서의 역할을 수행하기 위한 필수 요건이라고 보기는 어려움.

(1) 고려아연이 사용하는 공식 BSM은 아님.

박유경 후보의 감사위원 선임은 고려아연에서 더욱 중요함

- 고려아연처럼 회계 부정과 주주권 침해 문제가 있는 회사일수록 분리선출 감사위원의 역할은 중요하며, 감사위원은 무엇보다 **소수주주 이익의 훼손을 방지할 수 있어야 함**.
- 기관투자자들도 지배구조 실패가 이어지는 기간에, 현 감사위원장을 포함한 감사위원들이 실효적인 감독을 하지 못하였다는 우려를 제기해 왔음. 게다가 현 감사위원장은 독립이사후보추천위원회도 겸하고 있음.

회계·자본 배분·주주권 문제와 그에 대한 우려 제기

*"투자자산 손실/손상에 대한 점검을 형식적으로 수행하는 등 **내부회계관리제도의 중요한 취약 사항**이 발생 […] 주요 내용을 제공하지 않는 등 감사인의 **정상적인 외부 감사를 방해함**"*

금융위원회 - 2026년 6월

고려아연·사주 일가 5000억 탈루 혐의…특별세무조사 실시

*"고려아연과 사주 일가가 **5,000억원대 불법 자금 유출, 사익 편취** 등 혐의로 국세청 특별 세무 조사를 받는 것으로 알려졌다. 핵심 혐의는 최윤범 고려아연 회장과 경영진의 불법 외화 유출, 법인 자금 부당 유출, 사익 편취 등 크게 세 가지다"*

한국경제 - 2026년 6월

공정위, '상호주 형성' 고려아연 순환출자 제재 착수

*"공정거래위원회가 고려아연의 경영권 방어 전략 핵심이었던 '상호주 카드'를 위법 행위로 잠정 결론짓고 **본격적인 제재 절차에 착수**하였다."*

The Asia Business Daily - 2026년 6월

'영풍 의결권 제한' 위법…법원, 고려아연 대표에 배상 명령

*"법원이 임시주주총회에서 최대주주인 영풍의 의결권을 인위적으로 제한한 고려아연의 행위를 위법으로 규정했다. 재판부는 박 대표가 전 과정에 직접 관여했고, **주주권 침해 가능성을 용인한 채 의결권 제한을 강행했다며 고의성을 인정**했다"*

매일신문 - 2026년 6월

檢, 고려아연·KB·미래에셋증권·하나은행 압수수색… 유상증자 부정거래 수사

*"검찰은 **유상증자 부정거래 의혹을 받는 고려아연과** 유상증자 주관사였던 증권사들에 대한 추가 압수수색에 나섰다 "*

조선일보 - 2025년 11월

*"**서대원 이사(현 감사위원장 및 독립이사후보추천 위원)는 이사회가 논란이 된 (재무) 의사결정을 반복적으로 실행하던 기간 동안 감사위원장으로 재직하였다**. 감사위원회는 적정한 내부통제를 확보하고 경영진의 재무 의사결정을 감독할 일차적 책임을 진다."*

ISS - 2025년 정기주주총회 분석

MBK PARTNERS

목차

I. Executive Summary (주주제안 포함)

II. [제3-2호] 감사위원회 위원 분리선출

III. [제2-3호·제2-4호] 이사 선임

a) 주주총회 개최 경위

b) 회사 측 후보 대비 컨소시엄 후보의 경쟁 우위

IV. 결론 및 의결권 행사 권고안

V. 별첨

MBK PARTNERS

한 차례도 아닌 두 차례에 걸친 의결권 제한
– 두 번째 제한은 첫 번째 제한에 대한 법원의 위법 판단 이후에도 강행

신규 이사 4인을 선임하는 이번 임시주주총회는 법원이 위법하다고 판단한 주주권 침해에서 비롯된 것임. 그럼에도회사는 연이은 두 차례 주주총회에서 최대주주의 의결권을 제한하였고 이를 아무런 문제의식 없이 공표하는 등, 사안의 심각성을 인식하지 못하는 모습을 보이고 있음.

주주서한, 2025년 1월

KOREA ZINC

고려아연 주주 여러분께 드리는 여섯 번째 서한

이에 따라 상법상 상호주 의결권 제한 규정[2]이 적용되어 금번 임시주주총회에서 영풍이 보유하고 있는 당사 지분 25.4%에 대한 의결권 행사가 제한되었습니다.

BusinessKorea

언론 보도자료, 2025년 3월

고려아연, 정기주총 앞두고 재차 상호주 형성...

"영풍 의결권 제한"

法 "고려아연 측 이사 선임 효력 정지..." — Chosun Biz, 2025년 3월

고려아연 사외이사 4인 사임... — 마켓in, 2026년 6월

법원 "고려아연, 임시주총 영풍 의결권 제한은 위법" — Chosun Biz, 2026년 7월

2026년 임시주총 — 2026년 9월

Council of Institutional Investors
The voice of corporate governance

*"주주의 **의결권은 불가침의 권리이며 제한되어서는 안 된다**."*

Norges Bank Investment Management

*"모든 주주에는 **회사의 근본적 의사결정에 대하여 의결권을 행사할 권리가 있고,** 이 때 의결권은 지분에 비례하여야 한다."*

ICGN

*"**주주는 회사의 경제적 소유자이며, 그 의결권은 주주가 부담하는 경제적 위험을 반영한다**... 이러한 정합성은 공개시장의 공정성, 책임성 및 신뢰의 토대이다."*

Vanguard

*"**의결권과 경제적 이해관계의 일치는 건전한 지배구조의 토대이다.**"*

MBK PARTNERS

위법행위에서 비롯된 이사 4인 사임으로 임시주주총회 소집

- 2026년 5월, 고려아연 이사 4인은 최윤범 이사의 주도로 동시에 사임하였고, 이에 따라 현재 14인으로 구성된 이사회에 4석(분리선출 감사위원 제외)의 결원이 발생하였음.
- 법원은 2025년 1월 임시주주총회에서의 최대주주 영풍의 의결권 제한이 위법하다고 판단하였으며, 이에 따라 임시주주총회의 효력을 일부 정지하여 이사 4인은 선임 직후부터 직무 집행이 정지되었음.
- 이사 4인은 의결권 제한이 위법이라는 법원의 최종 판단이 임박하자 일괄 사임하였으며, 이로 인해 이번 임시주주총회가 개최됨.

위법한 의결권 제한에서 비롯된 이사 사임



고려아연, ISS, Glass Lewis 분류 기준: 의 이사회 의장 사내 사내이사 독립 독립이사 기타 기타비상무이사 X 법원에 의한 직무집행정지

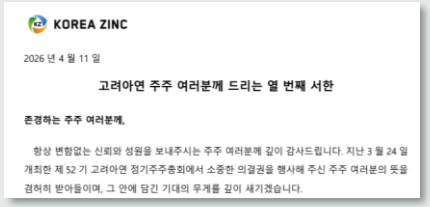
사진 출처: 고려아연 홈페이지

MBK PARTNERS

지속되는 이사회의 주주 요구 외면

- 주주들이 수년간 지배구조 실패에 대해 문제제기해 왔음에도, **이사회가 이에 공식적으로 대응하는 방식은 조금도 달라지지 않았음.** 여러 주주가 이사회에 직접 문제를 제기한 2026년 정기주주총회에서도 고려아연은 이사회의 실효성과 관련하여 주주들이 제기하는 시급한 우려는 없다는 입장을 계속 유지하였음.
- 심지어 최윤범 이사는 2025년 2월 이사회 의장직에서 물러났음에도 여전히 이사회 의사결정을 실질적으로 주도하고 이사회를 대표하여 의견을 제시하고 있음(아래 주주서한 참고). 이는 이사회 내에서 실질적인 영향력을 행사하는 주체가 누구인지와, 이를 견제할 세력이 부재하다는 점을 드러냄.

주주서한 및 주요 기관투자자 의결권 행사 결과


KOREA ZINC

2026 년 4 월 11 일

고려아연 주주 여러분께 드리는 열 번째 서한

존경하는 주주 여러분께,

항상 변함없는 신뢰와 성원을 보내주시는 주주 여러분께 깊이 감사드립니다. 지난 3 월 24 일 개최한 제 52 기 고려아연 정기주주총회에서 소중한 의결권을 행사해 주신 주주 여러분의 뜻을 겸허히 받아들이며, 그 안에 담긴 기대의 무게를 깊이 새기겠습니다.

[2026년 정기주총 이후 최윤범 이사 명의 주주서한]

"이사회와 경영진이 상정한 주요 안건들은 국내외 기관투자자와 개인주주를 포함한 다양한 주주기반으로부터 폭넓은 지지를 받았습니다. 이러한 높은 지지는 ***자본배분과 ESG 성과, 지배 구조 등 다양한 영역에서 (...) 특히 의미 있는 결과로 받아들이고 있습니다."***

CalPERS는 "***기업가치 훼손 및 주주권 침해***"*에 대한 우려를 이유로 이사 재선임에 반대함*

국민연금은 "***기업가치를 훼손하거나 주주권익을 침해한 이력***"*을 이유로 이사 선임에 반대함*

ISS는 *"2025 년 1 월 및 3 월 주주총회를 둘러싼 지배구조 우려"*를 지적하며, ***"투자자 신뢰 회복을 위해서는 지배구조 개선, 이사회 운영의 투명성 제고 및 감독 기능 강화를 위한 지속적인 노력이 무엇보다 중요하다"****는 이유로 이사 선임에 반대 권고함.*

주요 기관 투자자들도 최윤범 이사 재선임에 반대함

투자자	최윤범 이사 재선임
JP Morgan AM	반대
UBS AM	반대
Legal & General IM	반대
Dimensional	반대
Amundi AM	반대
HSBC Global AM	반대

목차

I. Executive Summary (주주제안 포함)

II. [제3-2호] 감사위원회 위원 분리선출

III. [제2-3호·제2-4호] 이사 선임

a) 주주총회 개최 경위

b) 회사 측 후보 대비 컨소시엄 후보의 경쟁 우위

IV. 결론 및 의결권 행사 권고안

V. 별첨

MBK PARTNERS

컨소시엄이 제안하는 독립적인 이사 후보

- 중대한 지배구조 실패가 반복되고 있음에도 이사회가 아무런 조치를 취하지 않는 상황에서, 컨소시엄은 이준봉·심혜섭 후보를 독립이사 후보로, 박유경 후보를 분리선출 감사위원 후보로 추천함.

컨소시엄 측 후보자 이력

안건 제3-2호



박유경 후보

박유경 후보는 분리선출 감사위원으로 선임되나, 보유 역량은 **감사위원회에 그치지 않고 이사회 전반의 현안 해결에도 기여할 것임.**

안건 제2-3호



이준봉

독립이사 후보

핵심 역량 및 경험: 회계, 법률, 세무

주요 이력: 서울대학교 법학 박사(조세법) 및 고려대학교 경영학 박사(회계학) 학위를 보유한 법률·회계 융합 전문가로, 성균관대학교 법학전문대학원 교수로 약 20년간 재직하였음. 조세심판원 비상임심판관, 한국세법학회 회장 및 한국국제조세협회 이사장을 역임하였으며, 상장회사 독립이사 및 감사위원으로도 활동한 이력이 있음.

안건 제2-4호



심혜섭

독립이사 후보

핵심 역량 및 경험: 법률, 기업지배구조

주요 이력: 기업법무 및 지배구조 분야에서 15년 이상의 경험을 보유한 기업 전문 변호사임. ㈜남양유업 상근감사로서 경영진으로부터 독립적으로 감사권을 행사하여 전 대주주를 상대로 손해배상 및 부당이득반환 청구를 제기하였음. 현재 상장회사 독립이사로 재직 중임.

컨소시엄 추천 후보들은 독립적이고 검증된 인사로, 이사회 경험과 국내 주요 소수주주 단체 활동 등 이사 직무와 직결되는 경험을 갖춤.
무엇보다 **경영진에 책임을 묻지 못했던 기존 이사들과는 달리, 주주가 직접 추천하여 선임**된다는 점에서 의미가 큼.

양측 이사 후보 비교

- 컨소시엄 추천 후보들은 고려아연 측 후보와 달리 경영진의 자리 보전에 힘을 실어주기보다는 소수주주의 이익을 대변하고 경영진에 책임을 물어온 인물들임.
- 현 이사회의 구조적 문제를 해결하고 이사회를 정상화하기 위해서는, 컨소시엄 후보와 같이 지배구조 전문성을 보유하고 독립적인 의사결정이 가능한 이사가 필요함.

고려아연 측 후보의 지배구조 실패 이력

제2-1호: 고려아연 측 후보

이형규 후보자

- **법원 가처분 결정으로 직무집행이 정지되었던 인물을 2026년 5월 사임하도록 한 후 불과 2개월 만에 재선임하도록 추천한 것은 사법부의 판단을 무력화**하는 것으로, 이사회 정당성 및 주주 신뢰 회복 노력에 정면으로 배치됨. 수십 년간 기업 지배구조를 연구해 온 학자임에도 제도 남용을 용인함으로써 스스로 연구해 온 기업지배구조의 원칙을 훼손함.
- 인천도시가스 독립이사 재직 시 **이종훈 회장과 개인적 친분 관계가 있었으며, 오너 일가 고액 보수, 투자 축소 등 국정감사와 언론이 제기한 문제를 견제하지 아니하였음**. 이러한 이력은 그의 독립성에 의문을 남김.

제2-2호: 고려아연 측 후보

서은숙 후보자

- NH농협금융지주 독립이사직을 중도 사임한 직후 NH투자증권 독립이사로 취임하였는데, 이는 사실상 동일 기업집단 내에서 모회사에서 자회사로 교차 이동한 것임. 동일한 기업집단 내 독립이사직을 연속적으로 수행하는 것은 **독립성을 실질적으로 훼손**한 것으로 볼 수 있음.
- 또한 **경영진을 견제한 이력이 공개 자료에서 확인되지 않으며**, 이는 본인의 전문 분야인 금융소비자 보호 및 금융정책 영역에서도 마찬가지임. 따라서 주된 전문 분야가 아닌 고려아연 이사회에서 실효적인 감독을 기대하기는 더욱 어려움.

컨소시엄 측 후보

- ✓ 소수주주의 이익을 위해 목소리를 내 온 이력
- ✓ 경영진과 주요 주주로부터의 독립성
- ✓ 경영진에 적극적으로 문제를 제기하고 책임을 물어 온 이력
- ✓ 감사 · 법률 · 지배구조 분야 실무 전문성
- ✓ 독립적/객관적 판단을 저해할 주요주주와의 이해관계 부재

컨소시엄이 제안하는 더 나은 이사회(Board Skills Matrix)

- 컨소시엄이 추천한 독립이사 이준봉·심혜섭 후보와 분리선출 감사위원 박유경 후보는 이사회의 감독 기능을 강화하는 한편, 회사의 전략적 방향에 필요한 리스크 관리, 기업지배구조, 회계·재무, 법률 감독 등의 영역을 보완할 수 있음.
- 무엇보다 이들의 진정한 강점은 보유 역량 그 자체보다, 실제로 그 역량을 발휘하여 경영진에 책임을 묻고 소수주주의 이익을 지켜 온 이력에 있음.

Board Skills Matrix (BSM)

	현 이사회														MBKP-YP 추천		
	사내이사		기타비상무이사				독립이사								독립이사		감사위원
	최윤범	박기덕	강성두	김광일	최연석	Walter Field McLallen	김보영	서대원	권순범	James Andrew Murphy	정다미	권광석	이선숙	황덕남	이준봉	심혜섭	박유경
산업 전문성	●	●	●														
기업가치 제고				●	●	●						●	●		●	●	●
M&A 및 투자 유치			●	●	●	●				●		●					
회계 및 재무		●	●	●	●	●		●		●		●			●		●
법률	●			●					●				●	●	●	●	
리스크 관리											●				●	●	●
ESG							●					●		●		●	●
글로벌	●			●	●	●				●		●	●				●
다양성							●				●		●	●			●

MBK PARTNERS

목차

I. Executive Summary (주주제안 포함)

II. [제3-2호] 감사위원회 위원 분리선출

III. [제2-3호·제2-4호] 이사 선임

a) 주주총회 개최 경위

b) 회사 측 후보 대비 컨소시엄 후보의 경쟁 우위

IV. 결론 및 의결권 행사 권고안

V. 별첨

MBK PARTNERS

임시주주총회 안건에 대한 분석 및 의견 (1/3)

구분	안건명	추천인	MBKP-영풍 comment	권고
제1호. 정관 일부 변경의 건				
	분리선출 감사위원 확대를 위한 정관 변경의 건	고려아연㈜	■ 개정 상법에 따라 회사는 2026년 9월 10일까지 최소 2인의 감사위원을 분리선출의 방식으로 선임해야 함. 컨소시엄은 관련 법규 준수를 위해 정관 변경에 동의함.	**찬성**
제2호. 집중투표에 의한 이사 4인 선임의 건				
2-1	**독립이사 이형규 선임의 건**	고려아연㈜	■ **법원 가처분 결정으로 직무집행정지된 인물을 2026년 5월 사임하도록 한 후 불과 2달 만에 형식적으로 추천하여 복귀시키는 것은 사법부 판단을 무력화**하는 것으로, 이사회 정당성 및 주주 신뢰 회복에 역행함. 독립이사제도 및 기업지배구조 분야를 수십년간 연구해 온 학자임에도 불구, 제도 남용을 용인함으로써 스스로 연구해 온 **기업지배구조의 원칙을 훼손**하였음. ■ 인천도시가스 독립이사 재직 시 이종훈 회장과의 친분 관계가 있었으며, 오너 일가 고액 보수, 투자 축소 등의 국정감사 지적 및 언론 비판이 있었음에도 이러한 문제를 견제하지 아니하는 등 **독립성에 대한 우려를 보여줌.** ■ 한양대 법학전문대학원장 재직 당시 불공정 입시 운영으로 교육부 기관 경고 조치를 받는 등, 공정성 문제 존재.	**반대**
2-2	**독립이사 서은숙 선임의 건**	고려아연㈜	■ NH농협금융지주 독립이사직을 일신상의 사유로 중도 사임한 직후 곧바로 NH투자증권 독립이사로 취임하였는데, 이는 사실상 모회사와 자회사 사이에서 독립이사직을 교차 이동한 것이며 동일한 기업집단 내 독립이사직을 연속적으로 수행하는 것은 직무 충실성 및 **독립성을 실질적으로 훼손**한 것으로 볼 수 있음. ■ 금융소비자 보호 및 금융정책 분야 등 전문 분야에서 조차 경영진을 견제한 이력이 공개 자료에서 확인되지 않는 바, 전문 분야와 무관한 **고려아연 이사회에서 실효적 감독 역할을 기대하기는 더욱 어려움.**	**반대**

임시주주총회 안건에 대한 분석 및 의견 (2/3)

구분	안건명	추천인	MBKP-영풍 comment	권고
제2호. 집중투표에 의한 이사 4인 선임의 건 (계속)				
2-3	독립이사 이준봉 선임의 건	MBKP-YP	■ 조세법·회계학 박사 학위 및 실무 경험을 겸비한 법률 실무·회계 융합 전문가로, 상장회사 독립이사 및 감사위원회 위원 경험을 바탕으로 이사회의 감시·견제 기능 강화에 기여할 수 있음. ■ 한국세법학회장·국제조세협회 이사장 및 정부 조세정책 심의기구 위원장 등을 역임하며 축적한 **조세·재무 리스크 전문성 및 객관적 판단 역량을 토대로, 이사회 의사결정 신뢰성 제고에 기여**할 것으로 기대됨.	찬성
2-4	독립이사 심혜섭 선임의 건	MBKP-YP	■ **상장회사 기업법무, 지배구조 및 내부통제 분야에 대한 법률 전문성**을 바탕으로 **이사회의 독립적인 감시·감독 기능 강화**에 핵심적으로 기여 가능. ■ ㈜남양유업 상근감사 재직 및 주주 활동 등을 통해 **이사회 운영 및 경영진 감시·감독에 관한 실무 경험**을 축적하였으며, 이를 바탕으로 고려아연 이사회의 견제 기능 및 지배구조 투명성 제고에 기여할 것으로 기대됨. ■ 특정 주주나 경영진의 이해관계가 아닌 전체 주주의 장기적 이익을 기준으로 안건을 검토하고, 필요한 경우 독립적인 조사와 시정조치를 요구할 수 있는 실행력을 보유함.	찬성

임시주주총회 안건에 대한 분석 및 의견 (3/3)

구분	안건명	추천인	MBKP-영풍 comment	권고
제3호. 감사위원회 위원이 되는 독립이사 선임의 건				
3-1	감사위원회 위원 **백인규** 선임의 건	고려아연㈜	■ 백인규 후보는 한국 딜로이트그룹의 이사회 의장 및 ESG센터장으로 재직하며 감사와 기업 자문 업무를 총괄하였음. 한편, 한국 딜로이트그룹은 고려아연이 회원사로 참여한 '코리아 H2 비즈니스 서밋'의 사무국을 맡고, 최근 2025년에는 Project Crucible의 회계 실사를 담당한 것으로 알려짐. ■ 이러한 지속적인 업무 관계를 고려하면 한국 딜로이트그룹 최고위급 출신인 백인규 후보가 **회사 및 경영진과 완전히 독립적으로 감시·감독 및 견제 기능을 수행할 수 있다고 보기 어려움.** 백인규 후보의 선임은 감사위원회의 감독 역량을 약화시킬 것이고, 이는 감사위원회의 실질적 독립성 강화를 위해 분리선출 감사위원 수를 확대하도록 한 개정 상법의 취지에 반함.	반대
3-2	감사위원회 위원 **박유경** 선임의 건	MBKP-YP	■ 글로벌 자산운용사 APG에서 17년 이상 기업지배구조와 책임투자 분야를 담당하는 등 글로벌 시장에서 30년 이상 근무한 글로벌 지배구조 및 자본시장 전문가임. 투자·재무·ESG 역량을 바탕으로, 감사위원회 위원으로서 요구되는 회계·리스크관리·내부통제 전문성을 충분히 갖추고 있음. ■ Tara Climate Foundation 독립이사 겸 감사위원회 위원장, ACGA 한국 워킹그룹 의장, 국민연금공단 ESG위원회 위원, 한국 스튜어드십코드 제정위원회 위원을 역임하며 **감사 및 지배구조 분야에서 폭넓은 경험과 전문성**을 쌓았음. 이러한 전문성은 고려아연 이사회의 감시·감독과 견제·균형 기능을 강화하고 기업가치 제고에 기여할 것으로 기대됨. ■ 공개 추천과 독립심사위원회의 객관적인 심사·검증을 거쳐 선정된 후보로, **특정주주의 이해관계가 아닌 회사와 전체 주주의 이익을 최우선으로 고려**할 수 있는 독립적인 후보임. 현재 고려아연을 둘러싼 증선위 중징계, 국세청 조사, 공정위 제재 절차가 진행되는 상황에서 고려아연 감사위원회에는 지배구조 개선을 주도할 수 있는 독립적인 위원이 필요하고, 박유경 후보는 이러한 역할을 수행하기에 가장 적합한 후보임.	찬성

목차

I. Executive Summary (주주제안 포함)

II. [제3-2호] 감사위원회 위원 분리선출

III. [제2-3호·제2-4호] 이사 선임

IV. 결론 및 의결권 행사 권고안

V. 별첨

- **a) 상법 개정의 제도적 배경**
- b) 2026년 정기주주총회 이후 주요 지배구조 실패
- c) 후보자 상세 이력

MBK PARTNERS

제도적 배경

개정 상법의 배경과 입법 취지

- 기존 상법은 감사위원 중 1명만 분리선출하도록 하였으나, 감사위원회는 3인 이상으로 구성되어 과반수로 의결하는 구조인 만큼 1인 분리선출만으로는 제도의 취지를 충분히 구현하기 어려웠음.
- 일괄선출 방식에서는 지배주주가 의결권 제한 없이 이사 전원을 먼저 선임한 뒤 그 중에서 감사위원을 정하므로, 감사위원회에 대한 지배주주의 영향력이 구조적으로 클 수밖에 없음.
- 분리선출 시에는 최대주주와 특수관계인의 의결권을 합산하여 3%로 제한하는 "3%룰"이 적용되어 지배주주의 영향력이 제한됨.
- 개정 상법은 상장회사의 감사위원 선임 시 3%룰의 적용 범위를 독립이사 여부를 불문하고 모든 감사위원으로 확대하였고(2026년 7월 23일 시행), 분리선출 감사위원 수를 최소 2인으로 확대하였음(2026년 9월 10일 시행).
- 이러한 개정은 **감사위원회의 실질적 독립성을 제고**하고, 소수주주가 추천한 후보가 이사회에 진입하여 경영진을 감시·감독할 가능성을 확대하려는 취지임.

목차

I. Executive Summary (주주제안 포함)

II. [제3-2호] 감사위원회 위원 분리선출

III. [제2-3호·제2-4호] 이사 선임

IV. 결론 및 의결권 행사 권고안

V. 별첨

a) 상법 개정의 제도적 배경

b) 2026년 정기주주총회 이후 주요 지배구조 실패

c) 후보자 상세 이력

MBK PARTNERS

기관 투자자 및 의결권 자문기관이 제기한 지배구조 실패 관련 우려는 여전히 해소되지 않음

2024년 정기주주총회: 주주들이 신주 발행 및 자기주식 관련 이사회에 과도한 권한이 부여된 점을 우려했으나, 회사는 이후 두 수단을 모두 경영권 방어에 활용하는 등 **주주 의견 미반영.**

T.RowePrice - 2024년 정기주총

*"요청된 권한은 **이사회에 신주 발행에 대한 과도한 재량을 부여하며**, 이는 소수주주의 이익에 부합하지 않을 수 있음."*

SBA FLORIDA - 2024년 정기주총

*"**신주 발행과 관련한 희석 리스크 및 이사회의 과도한 재량**이 우려됨"*

abrdn - 2024년 정기주총

*"(정관이 개정된다면) **자기주식 처분과 관련하여 주주에게 통지할 이사회의 의무를 축소**하게 됨 "*

ISS - 2025년 임시주총

*"[최근의 지배구조 개선 조치]는 **할인 신주 발행 과정에서 불거진 문제 이후 불만이 커진 주주들을 달래기 위한 사후적 대응으로 보임**."*

2025년 정기주주총회: 복수의 주주가 지배구조 문제와 감사위원회의 미온적 대응을 들어 감사위원장에게 문제를 제기했으나, 이후에도 회사는 관련 사안에 대한 조사에 나서지 않아 **우려는 미해결된 상태임.**

GLASS LEWIS - 2025년 정기주총

*"당사 분석에서 지적한 지배구조 문제, 특히 **2025년 1월 임시주총에서 주주의 의결권에 직접 영향을 미친 논란의 거래(의결권 제한)에 대해 감사위원회가 문제를 제기하지 못한 점**을 고려할 때, 감사위원 후보(권순범, 이민호, 서대원)의 재선임에 반대(AGAINST)할 것을 권고함"*

MIRAE ASSET - 2025년 정기주총

*" 동 후보자는 독립이사로서 **자사주 매입, 유상증자 등 회사 가치 훼손 및 주주권익 침해가 있는 의사결정을 한 이사회의 당사자**였으므로 안건에 반대함."*

L&G - 2025년 정기주총

*"현직 이사 후보 서대원(제6호 의안)에 대해서는 반대(AGAINST) 의결이 타당함. 해당 **이사는 전체 주주의 최선의 이익에 부합하게 행동하지 않은 것으로 보이기** 때문임."*

2025년 및 2026년 정기주주총회에서 복수의 주주가 감사위원 후보 이민호에게 지배구조 실패 책임을 물었음.

CalPERS

BlackRock

2026년 정기주총 이민호 후보 선임 안건에 **반대** 의결

MIRAE ASSET - 2026년 정기주총

*"독립이사로서 자사주 매입 및 2.5조원 규모의 일반공모 유상증자 결의에 찬성한 이력이 있음. 특히 해당 유상증자는 **기준주가 대비 약 30% 할인된 신주 발행을 통해 대규모 지분 희석이 발생할 수 있는 구조로, 경영권 방어 목적이 결합된 것으로 볼 여지가 있음**. […] 이사회가 해당 의사결정 과정에서 견제 및 **감독 기능을 충분히 수행하지 못한 점에서 주주권익 훼손**에 대한 우려가 있음"*

abrdn

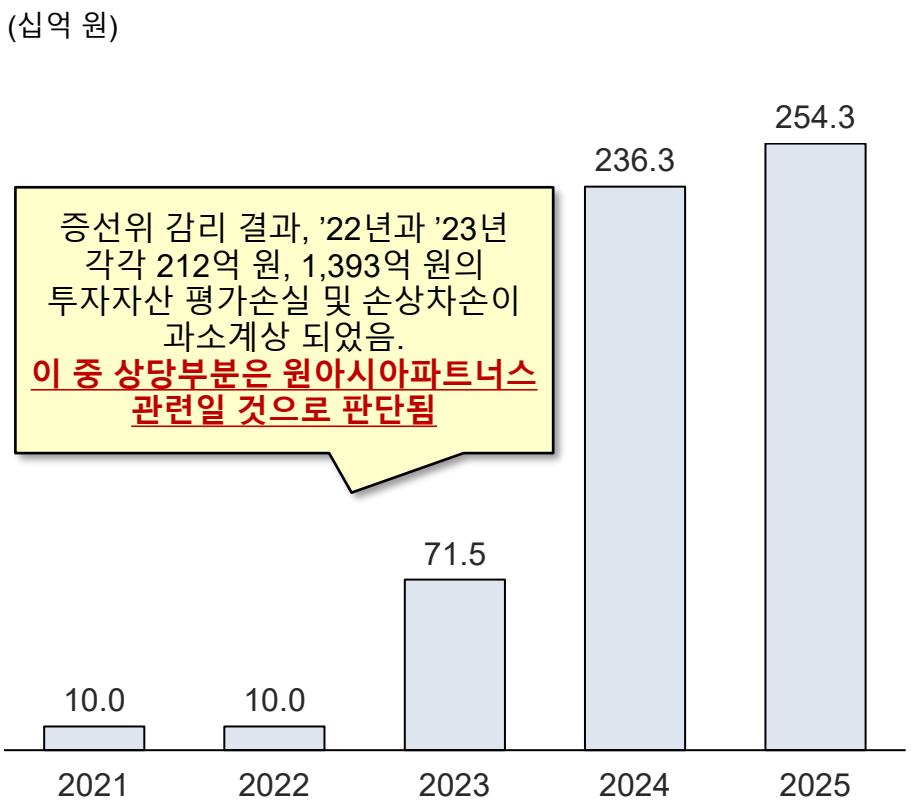
*"(이민호) 이사는 **전체 주주의 최선의 이익에 부합하게 행동하지 않은 것으로 보임**."*

- 2025년 정기주총

1 원아시아파트너스 펀드 투자: 투자 실패를 넘어선 사익 편취 의혹 확대

- 증선위는 고려아연이 '22년과 '23년 각각 212억 원, 1,393억 원의 투자자산 평가손실 및 손상차손을 과소계상한 것을 지적하였으며, 이 중 상당부분은 원아시아파트너스 투자 관련일 것으로 판단됨.
- 고려아연이 원아시아파트너스 관련 투자 손실을 축소하려 하였던 것은 해당 투자가 최윤범 이사와 지창배 간의 개인적인 관계에 기반하여 투자 실패가 예견됨에도 감행되었던 점 뿐 아니라, 최윤범 이사가 회사 자산을 유용하고 사익을 편취한 정황이 드러나기 때문인 것으로 판단됨. 특히, 원아시아파트너스 투자금이 최윤범 이사의 청호컴넷 투자회수와 관련하여 동원된 정황이 확인됨.

원아시아파트너스 관련 누적 손상차손 및 평가손실(1)



청호컴넷 관련 자금흐름

시점	내용
2019년 2월-10월	■ 고려아연은 지창배가 지배하는 청호컴넷/청호정기 발행 사모사채 90억 원을 인수 ■ 고려아연은 원아시아파트너스에 140억 원 출자. 지창배는 해당 재원으로 고려아연 보유 사채 상환(2)
2019년 9월-10월	■ 최윤범은 **개인투자조합 '여리고 1호'를 통해 청호컴넷 주식 취득**(6.2%, 3대 주주)
2020년	■ 청호컴넷이 자회사 '세원'을 신설법인 SWNC에 200억 원에 매각 ■ **고려아연이 SWNC의 회사채 200억 원 인수. 해당 자금은 SWNC를 거쳐 '세원' 매각대금으로 청호컴넷에 유입** ■ 청호컴넷 주가 급등 (5개월만에 4배). 최윤범 '여리고 1호', **주가상승 시점에 청호컴넷 지분 전량 매각으로 시세 차익 실현**(지창배도 유사 시점 지분 처분)
2021년 1월	■ **고려아연은 원아시아파트너스 펀드인 아비트리지1호에 253억 원 출자**. 아비트리지1호는 SWNC에 다시 255억 원 출자. SWNC 해당 재원으로 고려아연 보유 회사채 상환

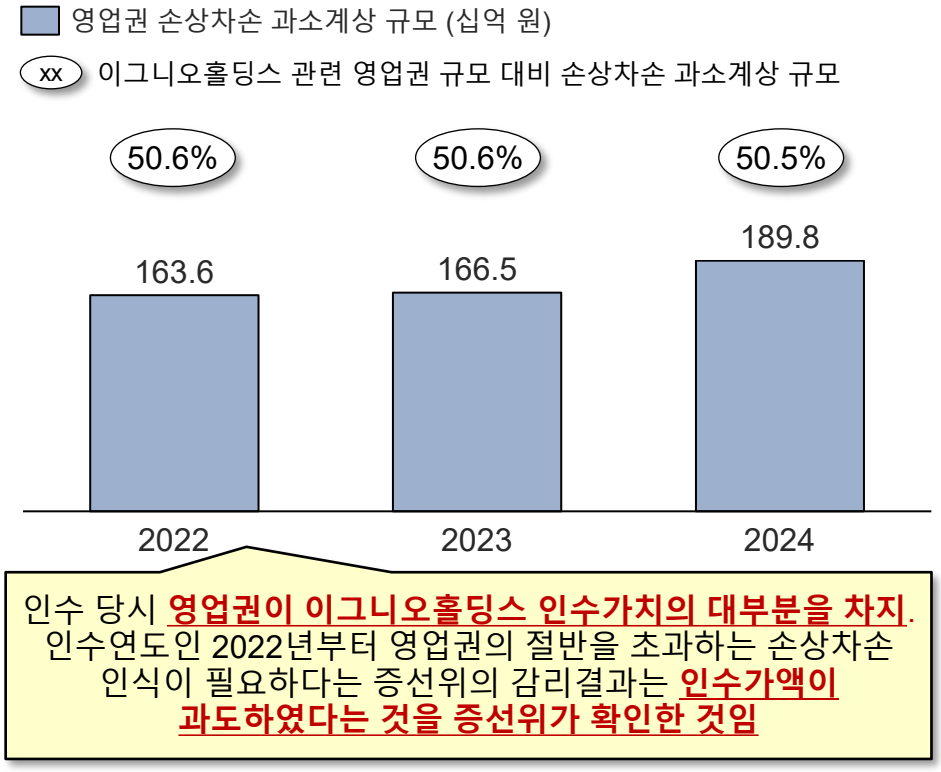
회사 자산 사적 유용 정황 관련, 컨소시엄의 감사위원회에 대한 독립조사 공식 요구에도 **아무런 조치가 취해지지 않음**

(1) 원아시아파트너스 관련 펀드 및 투자대상회사인 코리아그로쓰제1호, 아비트리지제1호, 저스티스제1호, 하바나제1호, 바이올렛제1호, 그레이제1호, 망고스틴제1호 및 타이드스퀘어/에스엠의 손상차손 및 평가손실의 연도별 합산 규모; (2) 원아시아파트너스 대표 지창배는 그 과정에서 횡령, 배임으로 제1심에서 징역형의 집행유예를 선고받음

1 이그니오홀딩스 인수: 고가 매수, 손실 은폐 및 불법 외화유출 의혹 확대

- 증선위는 고려아연이 이그니오홀딩스를 비롯한 해외 종속회사의 회수가능액 감소로 영업권 손상이 발생하였음에도 이를 과소계상한 데 중대한 과실이 있었다고 지적하였음. 증선위가 지적한 영업권 과소계상 규모는 이그니오 영업권의 절반을 초과하는 수준임. 즉, 증선위가 이그니오 인수가액이 과도하였음을 확인한 것으로 해석이 가능함.
- 또한, 국세청은 이그니오홀딩스 인수 과정에서 제기된 3,500억~4,000억 원 규모의 불법 외화유출 의혹에 대해서도 조사 중임(1).
- 컨소시엄은 이미 지난 2024년 말부터 이그니오홀딩스 고가 인수 배경 및 인수 이후 5년간의 실적 부진에 관련된 대책에 대하여 지속적으로 이사회 및 경영진에 조사 및 대책 마련을 요구하였음에도, 고려아연 이사회는 이를 수용하지 않았음.

증선위 감리결과: 영업권 손상차손 과소계상



인수 당시 **영업권이 이그니오홀딩스 인수가치의 대부분을 차지**. 인수연도인 2022년부터 영업권의 절반을 초과하는 손상차손 인식이 필요하다는 증선위의 감리결과는 **인수가액이 과도하였다는 것을 증선위가 확인한 것임**

손상차손 미인식 등 손실 은폐 및 부정 외화유출 정황

인수 후 5년 간 손상차손 미인식

- 2022년 인수 이후 약 5년간 이그니오홀딩스의 실적 부진이 지속되었고, 당초 예정되었던 조지아 공장 건설 계획이 인수 직후 전면 철회되었음에도 불구하고 **고려아연은 영업권 손상을 한 번도 인식하지 않았음.** 따라서, 손상차손 미인식은 단순한 착오라기보다 손실을 은폐하려는 의도에 기인한 것으로 의심됨

불법 외화유출 의혹

- 국세청은 이그니오홀딩스 **인수대금이 과다 책정**된 것으로 보고, 부풀려진 인수대금이 해외로 유출되어 사적으로 유용된 정황에 대해 **3,500억~4,000억 원 규모의 불법 외화유출 혐의를 조사 중**인 것으로 알려짐(1)

컨소시엄의 조사 요구에도 불구하고 조사 및 조치 부재

- 컨소시엄은 지난 24년 말부터 회사의 최대주주로서 여러 경로를 통해 이그니오홀딩스 인수 건 관련 이사회 차원의 조사 및 재발 방지를 요청하였으나, 경영진, 이사회, 그리고 감사위원회 모두 해당 인수에 문제가 없다는 주장을 반복하면서, **아무런 조치도 취하지 않았음**

(1) 조세일보, 「고려아연 특별세무조사…'원아시아-SWNC-세원' 자금흐름까지 들여다보나」, 2026. 6. 19.

MBK PARTNERS

2 탈법적 상호주 구도 형성: 공정거래위원회 제재 착수

- 지난 2025년 임시주총 및 정기주총에서 최윤범 이사는 회사의 호주 자회사인 Sun Metals Corporation (“SMC”)와 Sun Metals Holdings (“SMH”)를 동원, 탈법적 상호출자 구조를 세 차례 형성함으로써 영풍의 의결권(29.0%(1))을 일방적으로 제한함.
- 공정거래위원회는 이러한 상호주 구도의 위법성을 조사한 뒤, 지난 4월 고려아연에 심사보고서(검찰의 공소장에 해당)를 발송하며 본격적인 제재 절차에 착수하였고, 해당 심사보고서에는 최윤범 이사에 대한 고발 필요성이 담긴 것으로 알려짐.
- 공정거래법에서 엄격하게 금지하고 있는 신규 순환출자 형성 금지 규제를 위반하는 탈법 행위의 첫 사례인 만큼, 국내외 투자자는 물론 학계에서도 본 문제를 주목하고 있음.

공정위의 상호출자 구조 위법성 판단

세 차례에 걸친 탈법적 상호주 구도

1. 2025년 1월 임시주총 전일, SMC가 영풍주식 10.33%를 취득하면서 “고려아연–SMC–영풍–고려아연”의 상호주 구도를 형성하고, 영풍의 의결권을 제한
2. 법원이 임시주총에서의 영풍 의결권 제한이 부당하다고 판결한 직후, SMC 보유 영풍 주식을 SMH로 현물배당하여 상호주 형성
3. 2025년 3월 정기주총 전일 영풍의 주식 배당으로 SMH의 영풍 지분이 10% 밑으로 떨어지자, 정기주총 당일 새벽 SMH가 영풍 주식을 추가로 취득하여 상호주 구도를 재차 형성한 후 영풍 의결권 제한

공정위 조사 및 제재 착수

- 공정위 기업집단감시국이 이러한 해외 계열사를 동원한 탈법적 상호주 구도가 공정거래법을 위반했는지 법리 검토를 진행
- 1년 간의 조사 후 이를 **국내 상호출자 제한 규정을 무력화하기 위한 ‘탈법 행위’로 판단**
- 지난 4월 고려아연 측에 심사보고서 발송, 이르면 오는 8월 최종 처분을 확정할 예정

탈법적 행위에 대한 전문가들의 평가

위법 확정 땐 ‘거버넌스 리스크’ 직격… 투명한 지배구조를 중시하는 해외 기관 투자자는 물론, 캐스팅보트를 쥔 국민연금 등 주요 주주들에게 '위법성이 확정된 경영진'은 상당한 부담 요인… **고려아연의 사법·지배구조 리스크는 갈수록 커지는 모양새**

- 아시아경제 보도 자료

(고려아연의) 일련의 조치는 우발적인 결과가 아니라 **의결권 제한을 유도하기 위해 의도적으로 설계**된 구조임… 해당 사안을 규율하지 못해 해외 법인을 이용한 규제 회피가 용인된다면, 모든 대기업 집단이 국내법을 무력화할 수 있는 **'법적 블랙홀'**이 열리는 것

- 임영재 공정거래학회장

해외 자회사를 통해 우회할 수 있다고 하면 **(법에 대한) 중대한 위협**이 되는 것이고, 탈법적인 행위가 가능하다고 생각되면 앞으로 이런 행위가 계속 늘어날 것임

- 이황 고려대학교 법학전문대학원 교수

(1) 발행주식총수에서 자사주 등 의결권이 없는 주식을 제외한 의결권 있는 주식 총수 기준

2 위법한 의결권 제한으로 인한 주주 의결권 무력화 및 이사회 정상화의 중대한 지연

- 최근 법원은 SMC를 활용한 상호주 관계 형성 및 이를 근거로 한 영풍의 의결권 제한이 불법행위에 해당한다고 재차 판단하고, 박기덕 대표이사의 불법행위에 따른 손해배상 책임을 인정하였음.
- 고려아연의 불법행위는 최대주주의 정당한 의결권 행사를 침해하여 직접적인 손해를 초래하였을 뿐만 아니라, 주주들의 정당한 의사가 반영된 이사회 구성을 방해함으로써 지배구조 실패라는 중대한 결과를 초래하였음.

탈법적 상호주를 근거로 한 위법한 의결권 제한

위법한 의결권 제한

- 법원은 고려아연이 2025년 1월 임시주주총회에서 해외 계열사인 SMC를 활용해 **상호주 관계를 형성**하고, 이를 근거로 최대주주인 영풍의 의결권을 제한한 행위가 **위법하다고 재차 확인**함

박기덕 대표이사의 고의에 의한 위법행위

- 이에 따라, 법원은 당시 주주총회 의장이었던 박기덕 대표이사의 불법행위책임 및 영풍에 대한 손해배상 책임을 인정하였음
- 동 판결에서 법원은 (i) **SMC의 영풍 지분 취득**이 최대주주인 **영풍의 의결권을 제한할 목적**으로 이루어졌고, (ii) 이를 고려아연이 주장하는 '**적대적 M&A에 대한 방어 수단'으로 보지 않고**, **기존 경영진의 지배권 방어를 목적**으로 한 것이라고 인정하였으며, (iii) **박기덕 대표이사**가 SMC의 이사로서 상호주 관계 형성 및 의결권 제한 전 과정에 **직접 관여**하였으며, (iv) 임시주총에서의 의결권 제한 행위가 **박기덕 대표이사의 고의**에 따른 것이라고 판단하였음

위법한 임시주총이 초래한 이사회 구성 왜곡

독립이사 4인의 직무집행정지

- 법원은 해외 계열사인 SMC를 통해 형성된 상호주 관계를 근거로 한 임시주총에서의 의결권 행사 제한이 위법하다 판단하여, 2025년 1월 임시주총의 효력을 일부 정지하였음
- 따라서 **임시주총에서 선임된 독립이사 4인은 선임 직후부터 직무집행이 불가한 상황**이었음

이사회 구성 왜곡과 지배구조 실패

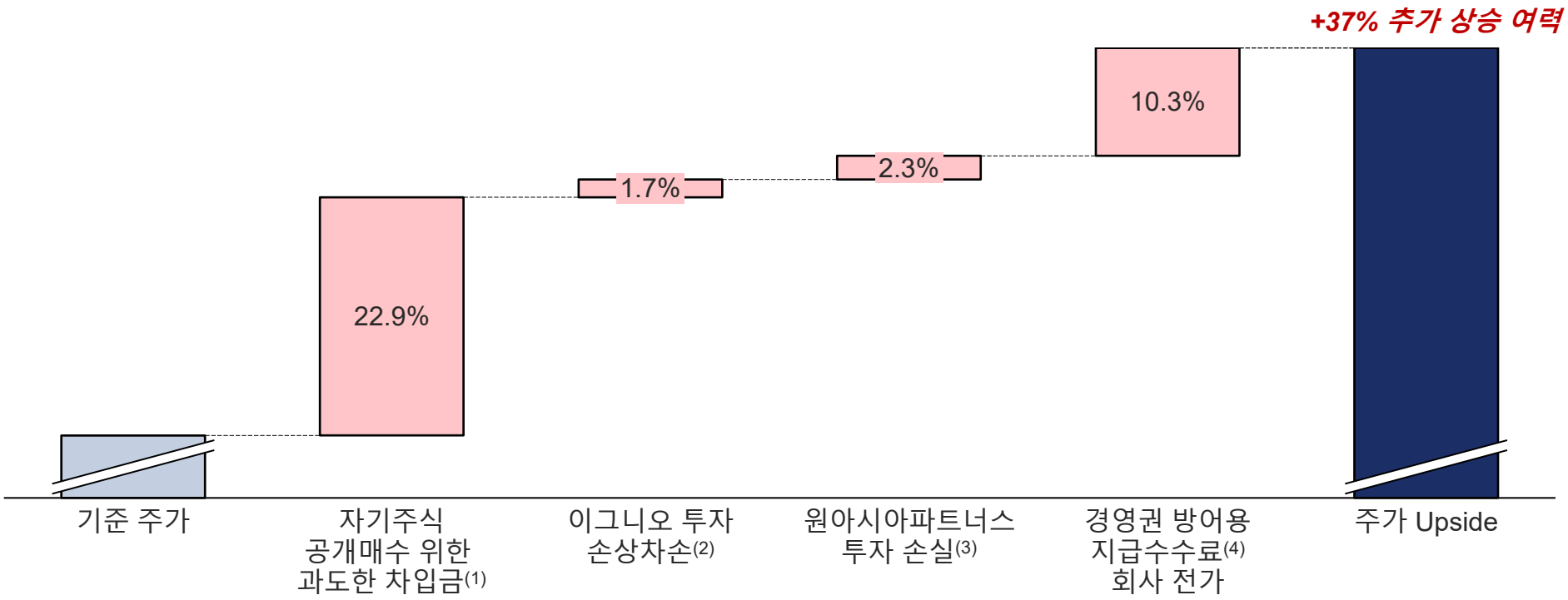
- 2025년 1월 임시주주총회에서 박기덕 대표이사의 위법한 의결권 제한으로 **이사회 구성이 왜곡**(1)되었음. 이에 컨소시엄은 독립이사 4인에 대한 직무집행정지 신청, 법원은 이를 인용하였음
- 직무집행정지 약 1년 3개월 후인 2026년 5월, **독립이사 4인은 최윤범 이사의 의사에 따라 같은 날 일괄 사임**하였으며, 이는 이사회 구성이 최윤범 이사의 의중에 좌우되는 **지배구조 실패를 단적으로 보여준 사례**임
- 결국 2025년 1월 이후 **이사회 구성은 왜곡된 채로 유지**되고 있으며, **지배구조 실패도 계속**되고 있음
- 결과적으로 (i) 주주들의 **정당한 의결권 행사가 사실상 무력화**되었고, (ii) **기업지배구조 정상화를 위한 주주들의 노력이 무위**로 돌아갔으며, (iii) **이사회 정상화가 약 1년 3개월 이상 지연되는 결과**를 초래하였음

(1) 위법한 의결권 제한 결과, 컨소시엄 추천 이사는 일부 미선임되었으며, 최윤범 이사 측 이사가 추가 선임되었음.

계속되는 기업가치 훼손
기업 가치 훼손의 결과: 주가 상승 기회 상실

- 기존 고려아연 이사회 체제 이후 누적된 투자 실패와 회사 자원 사적 유용 등 지배구조 문제는 고려아연의 기업 가치를, 나아가 주주 가치를 직접적으로 훼손하고 있음.
- 이사회의 거버넌스 시스템이 정상적으로 작동하여 이러한 일련의 기업 가치 훼손 행위를 방지할 수 있었다면, 고려아연 주가는 유의미한 추가 상승이 가능했을 것임.

기업 가치 훼손이 없었을 경우의 주가 상승 기회



Note: 2025년 EBITDA와 2025년말 기준 순부채 및 총 유통 주식 수를 기준으로 기준 주가에서의 EV/EBITDA 배수를 산출 및 고정한 후, 각 기업 가치 훼손 항목별로 EBITDA 및 순부채를 조정하여 주가를 산출함으로써 기준 주가 대비 상승 여력을 계산함.
(1) 자기주식 공개매수로 인한 차입금을 순부채에서 차감하고, 연간 지급된 이자 비용을 현금에 가산; (2) 이번 회계 감리로 밝혀진, 가장 최근 연도(2024년) 기준 이그니오 영업권 손상차손 금액을 투자로 인한 확정적 손실로 간주하여 현금에 가산; (3) 원아시아파트너스 관련 펀드 및 투자대상회사의 누적 평가손실액을 현금에 가산; (4) 경영권 분쟁 이전인 2021-2022년의 매출 대비 지급 수수료 평균 % 대비 2025년도 증분을 EBITDA에 가산.

목차

I. Executive Summary (주주제안 포함)

II. [제3-2호] 감사위원회 위원 분리선출

III. [제2-3호·제2-4호] 이사 선임

IV. 결론 및 의결권 행사 권고안

V. 별첨

a) 상법 개정의 제도적 배경

b) 2026년 정기주주총회 이후 주요 지배구조 실패

c) 후보자 상세 이력

MBK PARTNERS

안건 제3-2호 | 감사위원회 위원

별첨 C. 박유경 후보자



핵심 경쟁력

- **글로벌 자본시장에서 30년 이상(APG에서 17년, ACGA에서 10년 경력 포함) 기업지배구조와 책임투자 분야를 담당하며 기업가치 제고와 이사회 독립성 강화에 기여해 온 전문가**
- 공개 추천과 독립심사위원회의 객관적인 심사·검증을 거쳐 선정된 후보로, 특정 주주의 이해관계가 아닌 회사와 전체 주주의 이익을 최우선으로 고려하는 독립적인 의사결정을 통해 고려아연 이사회의 감시·견제 기능을 강화하고 지속가능한 기업가치 제고에 기여할 적임자

Board Skill Matrix

산업 전문성	
기업 가치 제고	●
M&A 및 투자 유치	
회계 및 재무	●
법률	
리스크 관리	●
ESG	●
글로벌	●
다양성	●

주요 학력 및 경력

학력

- 연세대학교 문헌정보학과 학사

주요 경력

- **2022 – 현재** Tara Climate Foundation 독립이사/감사위원장
- **2023 – 2025** 국민연금공단 ESG위원회
- **2016** 한국 스튜어드십 코드 제정위원회
- **2015 – 2025** Asia Corporate Governance Association, Chair of Korea Working Group
- **2015 – 2025** 홍콩 증권선물위원회 산하 Public Shareholders Group Committee 자문위원
- **2009 – 2025** APG Asset Management, Managing Director
- **2006 – 2008** Association for Sustainable & Responsible Investment in Asia, Project Director

직무수행계획

- 글로벌 자본 시장에서 30년 이상 근무하며 축적한 자본시장 및 재무 전문성을 토대로 밸류에이션, 투자 검토 등 이사회의 주요 의사결정에 대해 심도 높은 감시와 견제
- ESG 이슈를 투자 및 경영 의사결정에 통합해온 경험 기반, 지속가능한 가치창출 관점에서 회사의 전략 및 리스크 관리 체계 점검
- 회사의 자본 배분 및 주주환원 정책이 글로벌 자본시장 기준에 부합하도록 관리/감독하고, 소수 주주 이익 대변
- 한국 스튜어드십 코드 제정 위원, 국민연금 ESG위원회 위원, 홍콩 증권선물위원회 자문위원 등 국내외 거버넌스 관련 경험을 토대로 글로벌 모범규준에 부합하는 이사회 운영 및 거버넌스 체계 고도화에 기여

MBK PARTNERS

별첨 C. 이준봉 후보자



핵심 경쟁력

- 조세법·회계학 박사학위와 변호사 실무, 장기간의 연구/교육 경험 및 상장회사 독립이사·감사위원 경험을 겸비한 법률 및 회계 융합 전문가
- 조세심판관으로 다양한 과세분쟁의 사실관계와 거래 실질을 심리하고, 한국세법학회 등 주요 조세학회에서 정부 심의기구 위원으로 활동한 경험을 바탕으로 주요 투자 및 재무 의사결정의 적정성 독립적 검토 가능

Board Skill Matrix

산업 전문성	
기업 가치 제고	●
M&A 및 투자 유치	
회계 및 재무	●
법률	●
리스크 관리	●
ESG	
글로벌	
다양성	

주요 학력 및 경력

학력

- 서울대학교 법학 박사(조세법)
- 고려대학교 경영학 박사(회계학)

주요 경력

- **2007 – 현재** 성균관대학교 법학전문대학원 교수
- **2022 – 현재** 조세심판원 비상임심판관
- **2015 – 현재** 기획재정부 세제발전심의위원회 분과 위원장
- **2020 – 2021** 한국국제조세협회 이사장
- **2018 – 2019** 한국세법학회 회장
- **2015 – 2026** 기획재정부 국세예규심사위원회 위원

직무수행계획

- 조세법 및 회계 전문성을 바탕으로, 해외 투자와 M&A, 자금조달 및 자본배분 안건의 법률·세무·회계상 타당성 및 주주가치 영향을 면밀히 검토
- 국세청·기획재정부·조세심판원 등 조세 분야 위원 경력을 토대로 국제 조세 및 규제 환경 변화를 점검하고, 세무 리스크 및 쟁점을 독립적으로 검토 및 의견 개진
- 특수관계인 및 계열사 거래와 이해상충 가능성이 있는 안건에 대해 경제적 실질 및 전체 주주에 대한 공정성을 독립적이고 면밀히 검토
- 전체 주주의 이익을 훼손할 우려가 있는 안건에 대해 철저히 검증하고 시정조치 및 재발방지책 마련 촉구

안건 제2-4호 | 독립이사

별첨 C. 심혜섭 후보자



핵심 경쟁력

- 기업법무·주주행동주의·기업지배구조 분야에서 15년 이상의 실무 경험을 축적한 법률 전문가로, 소수주주권 행사와 주주가치 제고를 전문으로 하는 국내 대표적 주주행동주의 법률 전문가임.
- ㈜남양유업 상근감사로서 전 대주주 관련 손해배상·부당이득반환 소송 등 적극적으로 감사권을 행사하여 독립성과 실행력을 입증했으며, 상장회사 이사회 감독과 일반주주 권익 보호에 기여 가능

Board Skill Matrix

산업 전문성	
기업 가치 제고	●
M&A 및 투자 유치	
회계 및 재무	
법률	●
리스크 관리	●
ESG	●
글로벌	
다양성	

주요 학력 및 경력

학력

- 서울대학교 법학 학사

주요 경력

- **2017 – 현재** 심혜섭 법률사무소 변호사
- **2026 – 현재** 한국 기업거버넌스포럼 감사
- **2024 – 2026** 한국 기업거버넌스포럼 이사·부회장
- **2026 – 현재** ㈜백금T&A 독립이사
- **2023 – 2026** ㈜남양유업 상근감사
- **2015 – 2017** 법무법인 담우 변호사
- **2010 – 2014** 법무법인 세종 변호사

직무수행계획

- 이사회 및 위원회 운영규정과 보고·의사결정 절차를 점검하여 경영진으로부터 독립된 감시 체계 확립
- 대규모 투자·자본배분·자금조달·특수관계인 거래 등 주요 안건의 법적 타당성과 이해상충 여부를 면밀히 검토
- 상근감사 경험을 바탕으로 내부통제 및 내부회계관리제도의 실효성을 점검하고 경영진의 직무집행을 독립적으로 감독
- 주주제안과 주주총회 대응 경험을 토대로 주주 가치 제고가 이사회 의사결정에 충실히 반영되도록 하고 투명한 주주 소통 강화

MBK PARTNERS