고려아연 2026년 임시주주총회

회사 측 주장에 대한 컨소시엄의 의견

(회사 자금 유용 관련 신규 증거 포함)

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 정보 등을 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.

Executive Summary (1/2)

고려아연의 최대주주인 MBK파트너스-영풍 컨소시엄(이하 "컨소시엄")은 2026년 9월 9일 예정된 임시주주총회를 앞두고 고려아연이 컨소시엄에 대해 제기한 주장과 입장에 대하여 다음과 같이 의견을 밝힙니다.

이번 임시주주총회의 원인은 컨소시엄이 아니라 고려아연임	-	▪ 이번 임시주주총회에서 고려아연 주주들은 **고려아연 관련 안건에 관해 의결권을 행사하는 것이지**, 컨소시엄 관련 안건에 관해 의결권을 행사하는 것이 아님.
		  ▪ 분리선출 감사위원: 2026년 정기주주총회에서 감사위원 분리선출 안건이 부결되었고, 2026년 9월 개정 상법 시행 전 분리선출 감사위원 1인을 추가로 선임해야 함. 지난 2026년 정기주주총회 당시 **고려아연 측 분리선출 감사위원 후보였던 이민호 후보는 독립이사 및 감사위원 재직 기간 중 현 경영진의 지배구조 실패를 방치하였고** 소수주주의 이익을 충실히 대변하지 않았음. 컨소시엄은 이러한 이유로 2026년 정기주주총회에서 해당 후보 선임에 반대하였으며, 동일한 이유로 다른 주주들도 이민호 후보 선임에 반대하였음.
		  ▪ 독립이사 4인 선임: 서울중앙지방법원과 서울고등법원은 2025년 1월 임시주주총회에서의 최대주주 영풍의 의결권 제한이 위법하다고 판단하였으며, 이에 따라 임시주주총회의 효력을 일부 정지하여 이사 4인은 선임 직후부터 직무 집행이 정지되어 왔음. 이에 대한 대법원의 최종 판단이 임박하자 최윤범 측은 지난 5월 **직무 집행 정지 중인 이사 4인을 전원 일괄 사임시켰으며, 법원은 2026년 7월 손해배상 판결에서도 해당 의결권 제한이 위법하다는 판단을 재확인하였음.**
		▪ 컨소시엄은 이사회와 감사위원회의 감독 기능을 강화하고 지배구조를 개선하여 지속가능한 장기 주주가치를 제고하는 한편, 지배구조 및 내부통제의 중대한 실패에 대해 이사회와 경영진에 책임을 묻고자 함. 또한 고려아연의 최대주주로서 책임 있는 수탁자 역할을 다하고, 모든 주주의 이익에 부합하는 회사의 장기적 성장과 발전에 건설적으로 기여하고자 함.

고려아연은 여전히 지배구조 실패에 대한 책임을 회피할 수 있다는 입장을 고수	*p.7*	▪ **고려아연은 이사회와 경영진에 책임을 묻고자 하는 컨소시엄의 정당한 요구를 계속해서 왜곡하고 있음**. 동시에 회사가 처한 상황과 그동안의 지배구조 실패 역시 축소·왜곡하고 있으며, 시장에 공개되지 않은 회사 자금 유용 관련 **명백한 증거마저 외면하고 있음.** *자세한 내용은 아래 참조.* ▪ 이사회가 지배구조 실패를 외면하고, 책임을 묻고자 하는 주주의 정당한 노력을 방해하며, 그 과정에서 주주를 오도한다면, 결국 **이사회는 주주들로부터 사실상 견제받지 않는 구조에 놓이게 됨.** ▪ **컨소시엄은 소수주주와 이해관계를 같이하며, 회사의 지속가능한 장기 가치 창출에 집중하고 있음.**
그 과정에서 컨소시엄과 자신의 지배구조 실패를 왜곡하는 방식까지 동원	*p.8*	▪ **고려아연은 외부 기관을 통해 확인된 과거의 지배구조 실패에 대해서도 여전히 책임을 회피하고 있음**. 여기에는 의결권 제한, 회사 자금 유용, 대규모 지분 희석 등이 포함됨. ▪ **고려아연은 우수한 실적과 "형식적인" 지배구조 개선을 내세우고, 고려아연과 무관한 컨소시엄 관련 의혹을 제기하며 책임을 회피하고 있음**. 그러나 이 중 어느 것도 경영진과 이사회의 실패에 대한 면죄부가 될 수 없음.

Executive Summary (2/2)

고려아연의 최대주주인 컨소시엄은 2026년 9월 9일 예정된 임시주주총회를 앞두고 고려아연이 컨소시엄에 대해 제기한 주장과 입장에 대하여 다음과 같이 의견을 밝힙니다.

신규 내용 **이제는 회사 자금 유용에 관한 객관적 증거까지 확인되고 있음** (원아시아파트너스)	*p.10 - 13*	▪ 고려아연은 2026년 임시주주총회 자료에서 회계 위반에 대한 제재를 인정하면서도 이를 단순한 회계 처리상의 오류로 규정하였음. 그러나 **소수주주가 접근할 수 없던 형사사건 기록상의 객관적 증거에 대해서는 언급하지 않음**. 해당 증거를 통해 고려아연이 대부분의 자금을 출자한 사모펀드인 원아시아파트너스의 투자가 최윤범 이사의 사익과 연계되어 있다고 합리적으로 의심할 수 있는 정황들이 다수 확인되고 있음.. ▪ 컨소시엄이 관련 소송을 통해 확보한 기록에 따르면, 고려아연이 원아시아파트너스 투자와의 독립성을 주장해 온 것과 달리 **최윤범 이사의 개인 투자 이후 원아시아파트너스가 동일 기업에 후속 투자한 정황이 확인됨**. 이러한 투자 구조는 최윤범 이사 개인의 투자회수에 유리한 여건을 조성하였으며, 전체 주주의 이익을 위해 사용되어야 할 고려아연의 자금이 최윤범 이사 개인의 이해관계와 맞물려 집행되었다는 점에서 중대한 사안임.
전체 주주의 이익 보호를 위해 박유경 후보의 분리선출이 필요함	*p.15 - 16*	▪ 이사회나 감사위원회가 형사사건 기록에 포함된 원아시아파트너스 관련 증거를 투자 당시 인지하고 있었는지는 확인되지 않음. 다만 **법적 책임 여부와 별개로 명백한 우려가 존재했음에도 현 이사회 상당수와 감사위원 전원이 해당 투자를 묵인하였다는 것은 분명함.** 이들은 이후 지분 희석, 의결권 제한, 경영권 방어 등 광범위한 지배구조 문제가 이어지는 기간 중에도 계속 재직하였음. ▪ **그럼에도 이들은 해당 기간 동안 실질적인 문제 제기나 시정 조치를 취하지 않았음**. 컨소시엄이 독립적인 조사를 공식 요구한 이후에도 마찬가지였으며, 이는 **이사회와 감사위원회가 실질적인 감독 기능을 수행하고 있는지, 누구의 이익을 우선하고 있는지에 대한 의문을 야기함**. ▪ 그렇기 때문에 감사위원회와 이사회에는 **박유경 후보가 갖춘 독립성과 전문성**이 필요함. 박유경 후보는 독립심사위원회의 추천 절차를 거쳐 선정되었고, 소수주주의 관점에서 자본 배분을 비롯한 주요 의사결정을 독립적으로 검토하고 경영진에 책임을 물어 온 경험을 갖추고 있음. ▪ 박유경 후보 선임은 그 자체로 독립된 안건이지만, 컨소시엄이 추천한 이준봉·심혜섭 후보와 함께 선임될 경우 고려아연 이사회의 독립성·전문성·경험 측면에서 상호 보완적으로 기여할 수 있음.
관련 자료	-	▪ **컨소시엄:** 임시주주총회 안건 분석(영문) (8/16), 임시주주총회 안건 분석(국문) (8/16) ▪ **고려아연:** 임시주주총회 안건 분석(영문) (8/15), 임시주주총회 안건 분석(국문) (8/14)

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

2. 사실 관계 왜곡을 통해 책임을 회피하는 고려아연

MBK PARTNERS

2. 고려아연의 책임 회피 시도

- 고려아연은 (i) 우수한 실적과 주가, (ii) 대부분 "외형에 그친" 지배구조 개선을 내세워 기존의 실패를 정당화하는 한편, (iii) 컨소시엄에 대한 근거 없는 의혹을 제기하여 문제의 본질에서 주주들의 관심을 돌리려 하고 있음.
- **그러나 이러한 논리로 책임을 회피할 수 없음.** 이번 임시주주총회의 본질적 쟁점은 **이사회와 감사위원회 차원의 실질적인 감독 및 내부통제 기능을 회복하는 것**임. (i) 우수한 실적, (ii) "형식적인" 지배구조 개선, (iii) 고려아연과 아무런 관련이 없는 컨소시엄에 대한 공격 중 어느 것도 이러한 지배구조 및 내부통제 실패를 정당화하거나 이에 대한 책임을 면제하는 근거가 될 수 없음.(1)

고려아연의 주장과…		…이에 대한 컨소시엄의 의견
1 **우수한 경영 실적**으로 경쟁력을 증명하고 있음	*"지난 10년간 고려아연은 영풍을 지속적으로 상회하는 실적을 기록…"*	우수한 실적은 긍정적으로 평가할 수 있으나 **지배구조 실패에 대한 책임까지 덮을 수는 없음**. 주주권을 침해하고 회사 자금을 사적으로 유용한 경영진의 행위에 대해서는 **반드시 책임을 물어야 함**. 또한 고려아연의 실적은 우호적인 거시 환경의 영향과 별개로 평가하기 어려움(별첨 25페이지 참조).
2 현 이사회를 중심으로 **지배구조가 개선**되고 있음	*"고려아연은 이사회 구성과 운영, 제도를 지속적으로 개선"*	지배구조 개선 자체는 바람직하지만, 고려아연의 조치는 실제 행태를 보면 **실질적인 변화라기보다는 형식적 대응에 가까움**.(2) 이사회와 감사위원회에도 여전히 과거의 지배구조 실패를 방치한 인물들이 포함되어 있어, 현 이사회에 **진정한 개혁을 기대하기는 어려움.**
3 **주주의 과거 이력**을 고려하면 책임 추궁의 자격이 없음	*"MBKP·영풍의 경영 관련 우려"*	이는 메시지의 본질은 외면하고 메신저를 공격하는 것에 지나지 않음. **이번 주주총회에서 따져야 할 것은 고려아연의 실패와 이에 대한 이사회·경영진의 책임임.** 컨소시엄에 대한 근거 없는 공격은 이러한 문제에 답이 될 수 없으며, **고려아연에 실질적인 지배구조 개혁이 시급하다는 사실도 달라지지 않음.**

1 주주권을 침해하는 경영진

지배구조 실패에 책임이 있음에도…



최윤범 이사

- 의결권 제한*
- 회사 자금 유용*



박기덕 대표이사

- 우호 세력 확보를 위한 지분 희석
- …주주의 자본을 계속 운용

2 이러한 주주권 침해에도 침묵하는 이사회



서대원 감사위원장 — 경영진 및 내부통제에 대한 감독 책임

이사회 8/14 — **이사회 과반(14인 중 8인, 감사위원장 포함)과 주요 위원회가 지배구조 실패에 침묵한 인물 또는 그들이 추천한 인물로 구성됨**

GLASS LEWIS
Korea Policy

*"주주의 이익은 중장기적으로 **주주를 보호해 온 검증된 이력**을 갖춘 이사회를 통해 가장 잘 보호된다. […] **이사의 과거 행위는 향후의 행위**와 성과를 보여주는 지표가 되는 경우가 많다."*

*규제당국의 제재 또는 법원의 위법 판단이 있었던 사안

(1) 이러한 공격조차 근거 없는 주장임. 반박의 상세 내용은 별첨 참조.
(2) 예를 들어 고려아연의 이사 후보 공개 추천 절차는 공모의 외관을 띠고 있으나 실질적으로는 주요 주주외에는 추천이 불가능한 구조였음.

MBK PARTNERS

2. 고려아연의 사실 왜곡

- 고려아연은 컨소시엄의 과거 이력을 공격하는 데 그치지 않고, 근거 없는 의혹까지 제기하며 이사회 및 경영진에 **책임을 묻는 컨소시엄의 정당한 요구를 왜곡**하고 있음. 동시에 현재 진행 중인 조사 절차 및 법적 제재 등 **고려아연에 불리한 사실 역시 왜곡하고 있음.** 주요 주장에 대한 컨소시엄의 입장은 아래 및 3장에서 설명하며, 상세 내용은 별첨에 기재함.
- 이사회가 경영진의 위법행위를 외면하고, 이에 대한 책임을 묻는 최대주주의 정당한 노력을 거부하며, 그 과정에서 주주를 오도한다면, 결국 **이사회는 주주들의 견제와 책임 추궁에서 사실상 벗어나게 됨.**
- 고려아연의 내부통제와 감독 기능을 바로잡으려는 컨소시엄의 노력은 **기관 투자자들이 수탁자로서 갖는 책임에도 부합함.**

고려아연의 왜곡과…		…이에 대한 컨소시엄의 의견
컨소시엄이 제도 개선과 소수주주 보호에 반대함	*"컨소시엄은 분리선출 감사위원 확대에 반대하였음"*	컨소시엄은 제도 개선 자체에 반대한 적이 없음. 컨소시엄이 **반대하는 것은 고려아연이 제도의 취지를 책임 회피에 이용하려는 것**임. 과거 지배구조 실패를 방치한 인물을 분리선출 제도를 통해 감사위원으로 다시 선임하려는 것이 대표적인 사례임. 반대로 영풍은 분리선출 감사위원 확대, 액면분할 등을 비롯하여 소수주주 권익을 강화하는 여러 제도를 도입하였음.
컨소시엄은 장기 가치창출보다 단기 수익을 추구함	*"MBKP는 장기 가치창출보다 단기 투자회수에 집중하였음"*	컨소시엄은 주주와 이해관계자에 대해 책임을 지는 주체로서(1), **고려아연 경영진보다 소수주주와 이해관계가 구조적으로 더 일치함**(반면 현 경영진은 최윤범 이사 일가와 더 가까움). 또한 사모 투자자를 본질적으로 단기적이라고 규정하는 것은 BlackRock, CPP 등 주요 투자자의 실제 운용 방식과도 맞지 않음.
컨소시엄은 이번 임시주주총회에서 경영권을 확보하고자 함	*"MBKP·영풍의 적대적 M&A 시도"*	컨소시엄이 추구하는 바는 **경영진과 이사에게 그간의 문제에 대해 책임을 묻는 것임.** 컨소시엄 추천 후보가 전원 선임되어도 컨소시엄 측 이사 비중은 현재와 대체로 유사한 과반 미만 수준에 머물며, 기존 이사진과 경영진은 그대로 유지됨.
최근 고려아연에 대한 제재는 **고의적 위법과는 무관함**	*"감리 결과는 회계 처리 문제로 이해해야 함"*	**고려아연에 대한 제재는 단순한 회계 처리나 공시의 문제가 아님. 그 근저에는 사익을 위한 회사 자산 유용과 경영권 방어 등 보다 본질적인 문제가 있으며, 이는 형사 문제로 이어질 소지가 명백함.**

별첨 참조

3장 참조

어떤 주주든 경영진 및 이사회에 책임을 요구할 권리가 있음. 이사회가 본질을 회피하고 오히려 이를 왜곡하며 문제를 제기한 주주의 신뢰를 훼손하려 하는 것은 우려가 되는 대목임.

Norges Bank Investment Management

공개 입장

기업은 *"**투자자와 성실하게 협력**하여야 하며, 특히 대화 과정에서, 보다 일반적으로는 주주권을 존중하는 데 있어 그러하다. **기업의 투명하고 포괄적인 공개 소통**은 건설적인 수탁자 책임 이행에 필수 요소이다."*

(1) 영풍은 과반이 독립이사로 구성된 이사회를 통해 주주에 대해, MBKP는 출자자(LP)에 대해 구조적으로 책임을 짐. 반면 고려아연 경영진은 현 이사회 구성하에서는, 전체 주주가 아니라 사실상 자기 자신에게 책임을 지는 구조임(최윤범 이사는 경영진이면서 고려아연의 지배주주이기 때문).

3. 회계 문제를 넘어선 사익 목적의 주주 자금 유용

MBK PARTNERS

신규 내용
기존 자료 미수록

3. 최윤범 일가의 사익 목적의 **주주 자금 유용 (1/3)**

- 고려아연은 2026년 임시주주총회 자료에서 원아시아파트너스 투자 등과 관련된 회계 위반에 대한 제재를 인정하면서도 이를 단순 회계 처리상의 오류로 규정하였음. 그러나 **소수주주들은 접근할 수 없는 형사사건 기록상의 객관적 증거에 대한 언급은 전무함.**
- 컨소시엄이 관련 소송을 통해 확보한 기록은 중대한 내부통제 실패가 있었고, 원아시아파트너스 관련 투자가 최윤범 이사에게 부당하게 유리하게 작용하였다는 점을 객관적으로 보여줌. 더 중요한 것은, 이를 통해 **고려아연이 지배구조 실패를 제대로 설명하기보다는, 주주(특히 소수주주)를 계속 오도하고 책임을 회피하고 있다는 점이 드러난다는 것**임.

컨소시엄의 문제 제기 배경

쟁점 1 — 투자 시점

- 원아시아파트너스는 신생 사모펀드로서 **투자 실적이 전무하였음.**
- 고려아연은 **최윤범 이사가 대표이사에 취임한 직후부터 원아시아파트너스에 투자하기 시작하였음.**

쟁점 2 — 투자 규모

- 고려아연이 원아시아파트너스에 출자한 누적 투자 금액은 **약 5,600억 원에 달함.**
- 고려아연은 원아시아파트너스가 운용한 **8개 펀드 중 6개에서 사실상 단독 출자자(LP)**였음.
- 상당한 규모의 투자였음에도 불구하고, 고려아연에 실질적인 **전략적 가치는 거의 없었음**.

쟁점 3 — 이해상충 가능성

- 원아시아파트너스 대표 **지창배와 최윤범 이사는 오랜 친분 관계가 있어, 특혜성 거래에 대한 우려가 제기됨.**
- 그럼에도 해당 투자에 대한 **이사회 차원의 감독은 전혀 없었음**.

쟁점 4 — 대규모 손실

- **해당 투자에서 대규모 손실이 발생하였으며**, 최근 규제당국은 고려아연이 관련 손실을 **회계 기준을 위반하여 과소계상**한 사실을 확인하였음.

이러한 정황을 종합할 때, 컨소시엄은 해당 투자가 최윤범 이사에게 부당하게 유리하게 작용하였을 가능성이 크다고 판단하였으며, **이제 이를 뒷받침하는 방대하고 객관적인 증거도 확인되었음**.

형사사건 기록 확보 경과

2024년 이후: 컨소시엄은 최윤범 이사의 **원아시아파트너스 투자 손실이 경영 판단의 범위를 넘어서며** 고려아연 이사회 차원의 내부통제 부실을 드러낸다고 지적하였음.

2025년 1월 9일: 컨소시엄이 최윤범 이사와 박기덕 대표이사를 상대로 주주대표소송을 제기함.

2025년 10월 21일: 컨소시엄의 주주대표소송과는 별개의 사건에서, 법원은 **원아시아파트너스 대표 지창배에게 횡령 혐의로 유죄를 선고함**.

2026년 8월 6일: 컨소시엄이 주주대표소송을 통해 **지창배 형사사건 기록의 법원 인증 사본**을 수령함.

확인 내용: 최윤범 이사가 특정 기업에 개인적으로 투자한 직후, 고려아연이 출자한 원아시아파트너스가 동일 기업에 후속 투자한 사실이 형사 기록에서 확인됨(다음 페이지 참조).

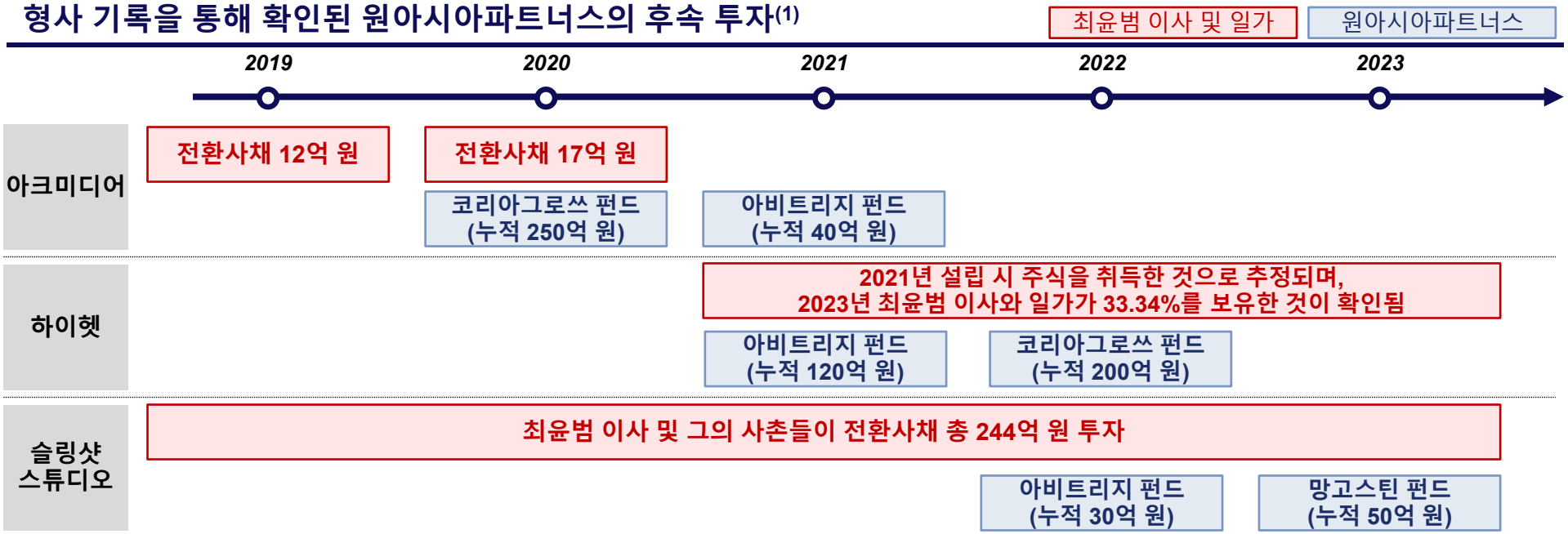
MBK PARTNERS

신규 내용
기존 자료 미수록

3. 최윤범 일가의 사익 목적의 **주주 자금 유용 (2/3)**

- 형사사건 기록에 따르면, 최윤범 이사 및 그 일가가 출자한 투자기구가 먼저 투자한 뒤 원아시아파트너스가 동일한 기업에 후속 투자한 사례가 다수 확인됨. 현재까지 3개 기업에서 총 6건, 690억 원 규모의 후속 투자가 확인되었으며, 해당 기업들은 미디어·엔터테인먼트 등 고려아연의 본업과 무관한 기업임.
- 이러한 투자 구조는 최윤범 이사 개인의 투자와 원아시아파트너스의 후속 투자가 **최윤범 이사의 사익 실현에 유리하게 작용하도록 설계되었을 가능성이 있다는 중대한 우려를 야기함.** 특히 비상장기업에 대한 후속 투자는 기존 투자자의 지분가치와 투자회수 가능성에 상당한 영향을 줄 수 있다는 점에서 더욱 심각한 문제임.

형사 기록을 통해 확인된 원아시아파트너스의 후속 투자(1)



원아시아파트너스의 투자 구조는 **최윤범 이사 및 관련자들이 선행 투자로 이익을 얻게 했을 가능성이 있음**.
후속 자금이 기존 투자자가 투자 회수를 할 수 있도록 기업 가치를 높이는 데 기여할 수 있기 때문임. 이는 고려아연의 자금이 **전체 주주의 이익이 아닌 최윤범 이사 개인에게 유리한 방향으로 집행되었을 수 있다는 우려를 자아냄.**

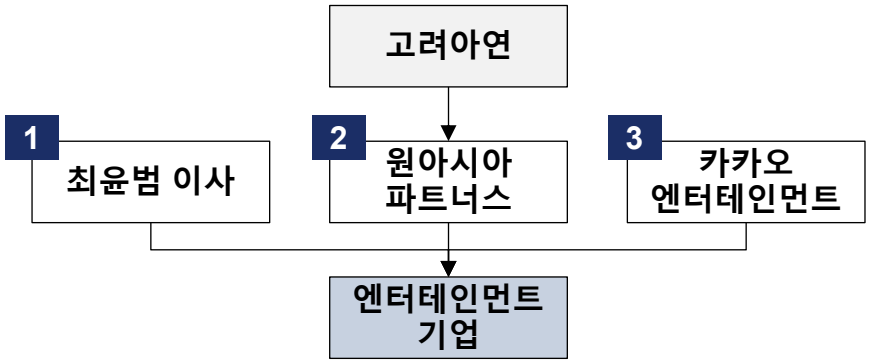
(1) 사각형 표시는 최초 투자 시점을 의미하며, 누적 투자금액은 2023년 6월 기준임.

신규 내용
기존 자료 미수록

3. 최윤범 일가의 사익 목적의 주주 자금 유용 (3/3)

- 원아시아파트너스의 후속 투자는 해당 기업들의 **운영과 성장에 필요한 자금을 공급하여 기업가치를 높이는 데 기여했고,** 그 결과 최윤범 이사가 보유한 지분의 가치도 상승하였음. 이러한 구조는 **최윤범 이사가 선행 투자에서 상당한 이익을 실현할 수 있는 여건을 조성함.**
- 컨소시엄은 이와 함께, 고려아연이 원아시아파트너스 대표 지창배가 지배하는 기업들이 발행한 사채를 인수했고, 해당 사채가 결국 고려아연이 출자한 원아시아파트너스의 자금으로 상환된 사실도 지적함.

최윤범 이사 개인 투자 이후의 후속 투자

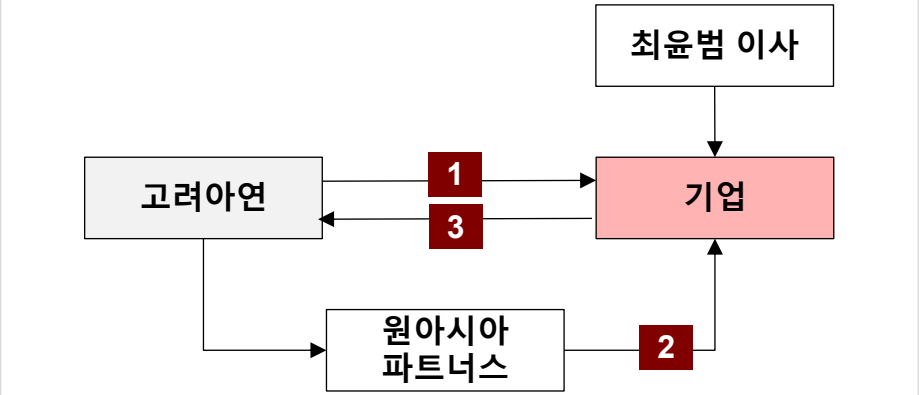


1 최윤범 이사와 그의 일가가 상대적으로 낮은 기업가치로 엔터테인먼트 기업에 선행 투자

2 고려아연이 출자한 원아시아파트너스 펀드가 이후 후속 투자를 집행

3 원아시아파트너스 및 카카오엔터테인먼트 등 외부 투자자의 후속 투자가 이어지면서 기업가치가 높아지고 기업가치 평가의 기준이 형성됨에 따라, 최윤범 이사가 선행 투자에서 이익을 실현할 수 있는 여건이 마련됨

고려아연 자금으로 이루어진 사채의 상환



1 고려아연이 자금난에 처한 기업에 어음 또는 사채 인수를 통해 자금 제공

2 고려아연이 출자한 원아시아파트너스가 이후 동일 기업에 투자하였으며, 일부는 최윤범 이사의 선행 투자 이후에 이루어짐

3 원아시아파트너스 투자금이 고려아연이 제공한 자금을 상환하는 데 사용됨

MBK PARTNERS

신규 내용
기존 자료 미수록

3. 고려아연 이사회와 감사위원회의 미온적 대응

- 이러한 사정을 종합하면, 고려아연이 원아시아파트너스의 수동적인 출자자에 불과하다는 이유로 책임을 부인하기 어려우며, 관련 투자 및 자금 흐름에 능동적으로 관여한 것으로 보임. 결국, 고려아연의 자금이 과연 전체 주주의 이익을 위해 집행되었는지 의문임.
- 이사회나 감사위원회가 투자 집행 당시 이러한 구조를 인지하고 있었는지는 확인되지 않음. 다만 분명한 **것은 컨소시엄이 이사회와 감사위원회 모두에 조사를 요구하였음에도, 사안의 중대성에 걸맞은 조치가 이루어지지 않았다는 점임.** 이는 **이사회와 감사위원회가 실질적인 감독 기능을 수행하고 있는지, 누구의 이익을 우선하고 있는지에 심각한 의문을 갖게 함.**

납득하기 어려운 고려아연의 입장

고려아연은 출자자(LP)로서 원아시아파트너스의 투자에 책임이 없다고 주장

1. *"**고려아연은 LP**로서 펀드가 어떤 사업에 투자하는지에 대한 통제권이 없음"– 원아시아파트너스 관련 고려아연 입장(2025년 임시주주총회 자료)*

2. *"이번 감리 결과는 회사의 고의적 회계부정이나 경영진 부정 행위가 아닌, 투자자산 및 종속회사의 **인식 시점·평가 가정·기간귀속 및 공시 절차상 보완에 관한 회계처리 판단 이슈**로 이해하는 것이 합리적…"– 증선위 회계감리 관련 고려아연 입장(2026년 임시주주총회 자료)*

그러나 최윤범 이사와 고려아연이 깊이 관여하였음을 보여주는 증거가 다수 존재

- 선행 투자와 후속 투자가 반복된 이러한 양상에 비추어 볼 때, **고려아연의 투자를 운용사**(GP)의 독자적 판단에 따른 **단순 블라인드 펀드 투자로만 보기 어려움**. 당시 **최윤범 이사가 고려아연의 대표이사였기 때문임.**
- 일련의 거래를 통해 최윤범 이사와 지창배는 개인적인 경제적 이익을 얻은 것으로 보임**. 이는 회사 자원이 개인의 사익을 위해 사용된 것으로밖에 해석할 수 없음.**
- 2026년 임시주주총회 자료에서 밝힌 바와 같이, **컨소시엄은 이사회와 감사위원회에 수차례 공문을 발송하여 본 사안에 대한 조사를 요구하였음**. 해당 투자에 내재된 이해상충의 심각성을 감안하면 새로운 증거와 무관하게 충분히 조사가 필요한 사안이었으나, 양측 모두 아무런 조치를 취하지 않았음.

MBK PARTNERS

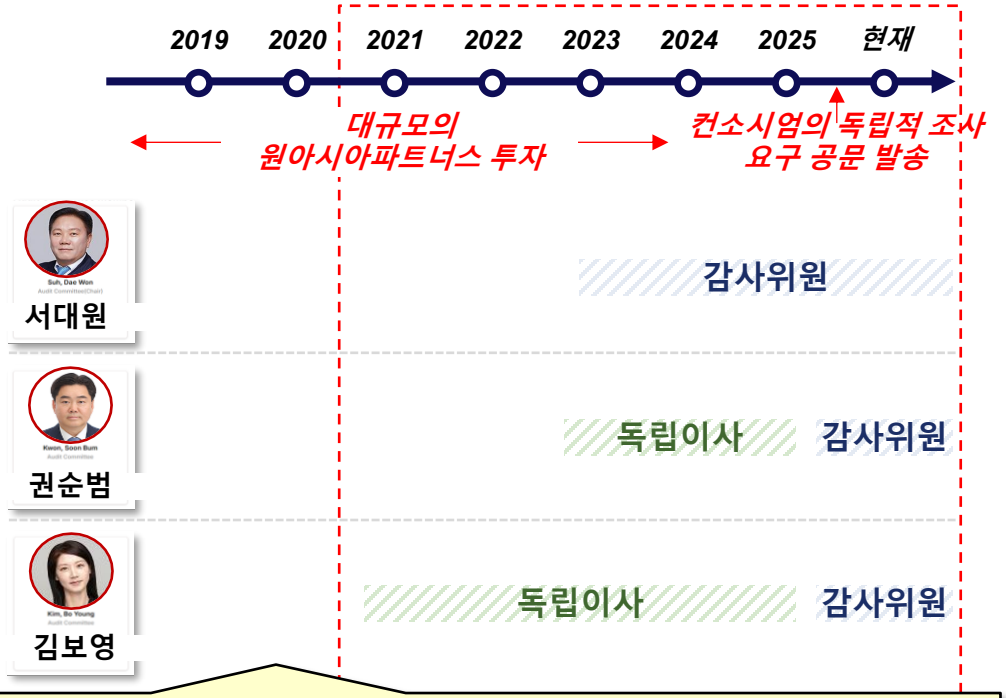
4. 감사위원회 위원 선임

MBK PARTNERS

4. 분리선출 감사위원에 있어 **독립성이 중요한 이유**

- 현 감사위원들은 문제가 된 원아시아파트너스 투자를 집행했을 당시 이사로 재직하였으며, 이후 **대규모 지분 희석, 의결권 제한, 경영권 방어 등 광범위한 지배구조 실패가 이어지는 동안에도 계속 재직하였음**. 컨소시엄이 원아시아파트너스 등에 대한 독립적 조사를 공식 요구한 이후에도 별다른 조치를 취하지 않았음. **이러한 무대응은 현 이사회 및 감사위원회가 실질적인 감독 기능을 수행하고 있는지, 과연 누구의 이익을 우선하고 있는지에 대한 우려를 갖게 함.**
- 이와 같은 이유로, 감사위원회와 이사회에는 박유경 후보와 같이 독립적이고 역량을 갖춘 인물이 필요함. 박유경 후보는 **독립심사위원회가 주도한 추천 절차를 거쳐 선정되었으며, 소수주주 관점에서 독립적인 감독 역량을 발휘할 것이라는 점을 명확히 하고 있음.** 또한 자본 배분 등 주요 의사결정에서 경영진에 책임을 물어 온 오랜 경험을 보유하고 있음.

현 감사위원회 위원들의 역할 실패



감사위원 3인 모두 **고려아연이 원아시아파트너스에 투자한 시점에 감사위원 또는 독립이사로 재직하였음**. 지분 희석, 의결권 제한, 경영권 방어에 이르는 광범위한 지배구조 실패가 이어진 기간에도 마찬가지였음. 그러나 최대주주가 이러한 우려를 제기하고 조사를 요구했을 때 **이들은 아무런 조치를 취하지 않았음**.

박유경 후보의 독립성과 역량이 필요함



인터뷰 The Korea Times

모든 주요 주주로부터 독립성 확보

박유경 후보는 자신을 추천한 주주와 판단이 다를 경우에도 전체 주주의 이익에 부합한다면 *"그 상대가 누구든 반대할 준비가 되어 있다"*고 밝힘. - 출처

박유경 후보: 실질적 독립성과 경영진에 책임을 물을 역량을 갖춘 후보

① 모든 주요 주주로부터 독립되어 있으며, **독립심사위원회의 심사를 거쳐 추천된 후보임**. 소수주주의 이익을 보호할 수 있는 독립적인 후보라는 점에서 고려아연 측 후보와 차별화됨.

② 감사위원장 경험 및 기관투자자로서의 전문성을 바탕으로, **현 감사위원회에 부족한 자본 배분에 대한 독립적이고 실질적인 감독 역량 제공 가능함** (다음 페이지 참조).

MBK PARTNERS

4. 박유경 후보의 전문성

- 감사위원의 역할은 회계 전문성에만 국한되지 않으며, **투자의 필요성과 그 결정이 전체 주주의 이익에 부합하는지를 독립적으로 검토하고 경영진에 문제를 제기하는 것도 포함됨.** 회계 기준에 부합하는 의사결정이라도 소수주주의 이익을 보호하지 못할 수 있기 때문이며, 자본 배분 실패뿐 아니라 의결권 제한, 대규모 지분 희석, 주주 우려에 대한 미흡한 대응까지 문제가 되고 있는 고려아연에서는 더욱 그러함.
- 고려아연 감사위원회에는 상법상 요구되는 회계·재무 전문가인 서대원 이사가 포함되어 있고, 재무 및 M&A 관련 전문성을 보유한 이사 6인이 있기 때문에 법정 요건은 이미 충족되어 있음. **회계 전문성이 더해진다고 해서 감독 기능이 자동으로 강화되는 것은 아니며,** 이사회에 이미 충분한 회계 전문성이 있었음에도 원아시아파트너스 투자가 별다른 견제 없이 집행된 점이 이를 여실히 보여줌. **현재 감사위원회에 필요한 것은 박유경 후보가 갖춘 독립적인 기관투자자의 안목임.** 이는 분리선출 감사위원 제도의 취지에도 부합함.
- 국내 주요 기업의 감사위원회에는 투자자, 산업 전문가 등 다양한 배경을 가진 인사가 참여해 폭넓은 감독 관점을 제공하고 있음. 이러한 시장의 관행을 고려했을 때에도 고려아연 감사위원회의 현재 회계 전문성은 이미 충분한 수준임.

박유경 후보의 핵심 역량

1 30년 이상의 글로벌 자본시장 경력

- 글로벌 자본시장에서 30년 이상 근무하며 재무 분석, 지배구조, 리스크 관리 전반에 폭넓은 전문성을 축적함

2 감사위원회 경험

- 현재 Tara Climate Foundation의 독립이사/감사위원장으로, 이사회 차원의 감독 및 지배구조 실무 경험을 보유함

3 주주 이익 보호에 대한 실질적 의지

- APG에서 17년간 고위 투자 전문가로 활동하며 지배구조 관련 높은 이해도를 축적하였으며, 이사회에서 핵심 쟁점을 짚어내고 실효적인 해법을 도출하는 데에 기여 가능함

국내 주요 기업의 감사위원회 구성

기업	감사위원회 구성	감사/회계 인원
SAMSUNG	▪ **감사 출신** ▪ 공학 출신 ▪ 로보틱스 출신	1/3
HYUNDAI	▪ 조세/세무 출신 ▪ 항공우주 출신 ▪ 법률 출신 ▪ PE 출신 ▪ 반도체 출신	0/5
LG Energy Solution	▪ 법률 출신 ▪ **회계 출신** ▪ 과학·정부 출신 ▪ 과학 출신	1/4

국내 주요 기업의 감사위원회에서도 정식 감사 경력이나 회계 자격을 보유한 위원은 소수인 경우가 일반적임.

4. 별첨

MBK PARTNERS

회사 측 안건 분석 자료에 대한 반박 (1/4)

회사 측 주장	컨소시엄 답변

박유경 후보의 APG 및 국민연금 ESG위원회 경력이 독립성에 의문을 제기할 수 있으며, 감사 또는 리스크 관리 분야의 실질적 전문성도 확인되지 않음.	▪ 고려아연 주식을 보유한 기관에서 근무했다는 이유만으로 박유경 후보의 독립성을 문제삼는 것은 타당하지 않음. 이는 투자자와 의결권 자문사가 적용하는 독립성 기준은 물론, 국내 시장에서 통용되는 기준과도 맞지 않음.
	  ▪ **ISS Korea:** 회사의 *"주요 주주의 임직원"*인 경우 독립성이 인정되지 않으며, 이때 주요 주주의 기준은 지분 5%임.
	  ▪ **Glass Lewis Korea:** *"회사의 의결권 있는 주식의 10% 이상을 보유·지배하거나 최대주주와 특수한 관계가 있는" 경우 독립성이 인정되지 않음.*
	▪ **APG Asset Management:** APG의 지분율은 5% 및 10% 기준을 모두 크게 하회하며, 다수 기업에 분산 투자하는 기관투자자로서 고려아연에 중대한 지분을 보유하거나 독립성에 영향을 줄 만한 특수관계가 없음.
	▪ **국민연금:** 박유경 후보는 자문 위원으로만 활동하였을 뿐 국민연금의 임직원이 아니었으며, 위 기준이 전제하는 특수관계에도 해당하지 않음. 특히 국민연금은 고려아연 최대주주와 아무런 특수관계가 없어 이러한 독립성 기준을 적용할 여지도 없음.

회사 측 안건 분석 자료에 대한 반박 (2/4)

회사 측 주장	컨소시엄 답변
회사 측 후보는 전체 주주의 이익을 위해 활동할 수 있을 만큼 충분히 독립적임.	▪ 컨소시엄은, 지배구조 실패를 방치하고 아무런 조치를 취하지 않은 이사회와 독립이사후보추천위원회가 추천한 후보를 독립적으로 전체 주주의 이익을 위해 활동할 후보로 보기 어렵다고 판단함. 특히 소수주주 보호 기능이 강화된 감사위원회의 경우 더욱 엄격한 독립성이 요구됨. ▪ 이사회 외에 독립후보추천위원회 3인 중 2인도 의결권 제한, 지분 희석, 회사 자금 유용, 경영권 방어 등의 일련의 지배구조 문제에 대해 실질적인 대응을 하지 않았음. ▪ 또한 회사 측 후보에 대해서는 이미 다음과 같은 우려가 있음: ○ **[감사위원] 백인규:** 딜로이트가 고려아연과 중대한 업무 관계를 유지하던 시기에 딜로이트 최고 경영진으로 재직한 만큼 독립성 우려가 있으며, 직접 관여 여부와 무관하게 자기 검토 위험도 발생함. ○ **[독립이사] 이형규:** 법원 가처분으로 직무집행이 정지된 이사를 사임 2개월 만에 다시 추천·선임하려는 것으로, 법원의 판단과 이사회 정당성 회복 노력에 반함. 과거 독립이사 재직 이력에서도 경영진을 견제하지 못한 것으로 나타남. ○ **[독립이사] 서은숙:** 동일 기업집단 내 계열회사를 이동하며 독립이사직을 수행하는 등 독립성 측면에 우려가 있고, 공개 기록에서 경영진을 견제한 이력도 확인되지 않음.

회사 측 안건 분석 자료에 대한 반박 (3/4)

회사 측 주장	컨소시엄 답변
감사위원 후보에 대해 개방적인 주주 추천 절차를 진행함.	▪ 고려아연은 분리선출 감사위원 후보를 발굴하기 위해 주주 추천 절차를 진행하였다고 주장함. 그러나 **추천 자격 요건을 지나치게 엄격하게 설정하여 대다수 주주가 사실상 후보를 추천할 수 없었고, 회사 측 후보인 백인규 후보가 실제로 해당 절차를 통해 선정되었는지도 공개하지 않았음. 따라서 해당 절차는 형식적인 것에 그친 것으로 보임.** ▪ 또한 이러한 절차만으로는 앞 페이지에서 설명한 독립이사후보추천위원회 자체의 독립성에 대한 우려도 해소되지 않음.
컨소시엄은 2026년 정기주주총회에서 후보가 공식 공개되기 전에 해당 안건에 반대함으로써 감사위원 분리선출 자체에 반대함.	▪ 컨소시엄은 지배구조 실패를 방치한 이사회 및 독립이사후보추천위원회가 감사위원에 요구되는 **독립성과 감독 역량을 갖추지 못한 후보를 추천할 수 있다는 점을 우려**하였음. 특히 분리선출 감사위원은 소수주주 보호를 위해 마련된 제도라는 점에서 더욱 그러함. ▪ 감사위원 분리선출을 위한 정관 변경은 분리선출 감사위원 선임의 선행 안건이었음. 따라서 컨소시엄은 분리선출 감사위원 후보로 추천될 인물의 적격성을 확인할 수 없는 상황에서 해당 정관 변경에 찬성하기 어렵다고 판단하였음. ▪ 이러한 우려는 회사가 이민호 후보를 추천하면서 현실화되었음. 이민호 후보는 직전 4년간 독립이사, 2025년부터는 감사위원으로 재직하였으며, 그 기간 동안 의결권 제한, 대규모 지분 희석, 자본 배분 실패 등 현재 문제로 지적되는 사안들이 이어졌음.

회사 측 안건 분석 자료에 대한 반박 (4/4)

회사 측 주장	컨소시엄 답변
심혜섭 후보의 주주행동주의와 소수주주 권익 활동은 전체 주주를 위한 직무 수행에 부적합함.	• 고려아연처럼 주요 주주가 경영진을 겸하고 있고(최윤범 이사) 주주권과 자본 배분에 관한 우려가 이미 현실화된 회사에서는 전체 주주의 이익을 위해 기존 경영진을 견제하고 소수주주의 권익을 보호할 수 있는 충분한 독립성이 필요함. 특히 소수주주는 구조적으로 권익 보호의 필요성이 더 큼. • 심혜섭 후보의 소수주주 권익 관련 활동 이력은 남양유업 등 고려아연과 유사한 상황에서 축적된 것임. 실제로 문제가 발생한 상황에서 전체 주주의 이익을 위한다는 것은 곧 지배주주로부터 소수주주의 권익을 보호하는 것을 의미하였음. • 따라서 심혜섭 후보가 경영진을 견제하고 책임을 물어 온 이력은 현 이사회에 결여된 바로 그 역량임. **이는 결격 사유가 아니라 오히려 후보자의 적격성을 뒷받침하는 요소임.**
이준봉 후보는 감사, 리스크 관리, 대외 정책 분야의 전문성이 부족함.	• 이준봉 후보는 회계학·조세법 박사 학위를 보유하고 있으며, 국세청 심의기구 위원 등 폭넓은 학문적·실무적 경험을 갖추고 있음. **회계, 조세, 공공 정책 분야를 아우르는 전문성은 감사, 리스크 관리, 대외 정책 전반에서 후보의 적격성을 뒷받침함.** • 또한 회계 또는 재무 분야의 학위와 5년 이상의 연구 경력을 근거로 상법 시행령 제37조 제2항 제2호의 회계·재무 전문가 요건도 충족함.
MBKP·영풍은 2025년 액면분할에 반대하고 소송까지 제기한 뒤 2026년에 동일한 안건을 제안하여 시장과 주주에게 혼란을 야기함.	▪ 컨소시엄이 2025년 1월 임시주주총회에서 해당 안건에 반대한 것은 영풍의 의결권이 위법하게 제한된 데 대한 항의의 표시였으며, 해당 안건 자체나 소수주주 권익 강화 조치에 반대한 것이 아님. ▪ 법원은 해당 의결권 제한이 위법하다고 판단하고 임시주주총회에서 선임된 이사들(5월에 사임한 이사 4인 포함)의 직무집행을 정지하였으며, 이후 관련 손해배상 소송에서도 같은 취지의 판단이 재확인되었음. 이에 컨소시엄은 적법한 절차를 통해 가결될 수 있도록 2026년 정기주주총회에서 동일한 안건을 제안하였음.

MBK PARTNERS

MBKP 투자기업 관련 의혹 제기에 대한 반박 (1/2)

투자기업	제기된 의혹	컨소시엄 답변
H사	▪ H사의 실적 악화에도 MBKP가 사업 안정화보다 차입금 상환을 우선하여 재무 건전성과 기업가치를 훼손함.	▪ H사 회생절차 조사 보고서는 **주요 원인으로 고정비의 구조적 증가, 코로나19, 온라인 소매로의 급격한 전환, 신용등급 하락을 지적하였으며, 인수금융 상환이나 세일앤리스백은 이에 포함되지 않았음.** ▪ 또한 MBKP 및 임원과 관련하여 어떠한 정부기관의 최종 결정이 내려진 바 없음에도, 고려아연 자료는 이미 제재나 처분이 이루어진 것처럼 오해할 수 있는 방식으로 기술되어 있음. ▪ MBKP와 경영진은 회생절차 개시 이후 H사에 약 4,000억 원을 투입하였고, 그 이전 지원까지 포함하면 총 지원 규모는 약 6,000억 원에 달함.
L사	▪ 2023년 임직원 2명이 협력업체와 공모하여 부실 계약을 체결함. ▪ 2026년 해킹 사고 이후 규제당국이 4.5개월 영업정지와 과징금 50억 원을 부과함. ▪ L사의 H사 관련 장기 연체된 기업전용 구매카드 및 법인카드 채권 793억 원이 전액 "추정손실"로 분류됨.	▪ 2023년 배임 사건은 **내부통제 실패가 아니라 일부 임직원의 개인적 비위행위였으며,** 회사의 내부제보 및 내부감사 체계를 통해 적발된 것임. ▪ 해킹 사고에 대해서는 이를 인정하고 사과하였으며, 신속히 대응한 결과 현재까지 확인된 고객 피해는 없음. 향후 5년간 약 1,200억 원의 보안 투자를 계획하고 있음. **적극적인 후속 대응이 인정되어 제재 역시 4.5개월 영업정지에서 1.5개월로 감경되었음.** ▪ H사 관련 채권 793억 원이 "추정손실"로 분류되었으나, **회수 가능성은 남아 있으며 회사는 동일 규모의 손실흡수여력을 마련하였음.**
O사	▪ 영업이익이 크게 감소하여 O사가 대규모 조직 개편에 착수함.	▪ 매출은 크게 성장하였고, 2025년 영업이익이 일시적으로 둔화되었으나 2026년 상반기 영업이익은 전년 동기 대비 약 110% 증가하였음. 따라서 **수익성 악화를 이유로 비용 절감이 불가피했다는 주장은 설득력이 떨어짐.** ▪ MBKP 컨소시엄의 공동 경영 기간에 고용은 20% 이상 증가하였으며, **대규모 인력 구조조정이나 조직 개편은 없었음.** ▪ 회사는 **핵심 사업 및 R&D 인력을 지속적으로 확대하고 있으며,** 이는 단기 비용 절감이 아니라 중장기 성장 기반을 강화하기 위한 것임.

MBKP 투자기업 관련 의혹 제기에 대한 반박 (2/2)

투자기업	제기된 의혹	컨소시엄 답변
Y사	▪ 실적 부진은 주로 장기 경쟁력보다 단기 투자회수를 우선한 데 기인함.	▪ 실적 부진의 주된 원인은 **국제 유가 급락으로 중동 프로젝트가 잇따라 지연·취소된 데 있음**. 이후의 실적 회복도 유가 반등의 영향이 컸음. 고려아연은 이러한 시장 요인을 배제한 채 실적 부진을 MBKP의 경영 실패로만 설명하고 있음.
B사	▪ 2022년 7월 해바라기유 공급가를 61% 인상하여 가맹점주와 갈등을 빚음.	▪ 해바라기유 공급가 인상은 **러시아-우크라이나 전쟁 이후 국제 원자재 가격이 급등하면서 매입 원가가 상승한 데 따른 것이며, 시장이 안정된 이후에는 가격을 다시 인하하였음.** 고려아연은 가격 인상 사실만 부각하고 그 배경과 이후 인하 사실은 누락하였음.
N사	▪ 2015년 인수를 위해 설립된 SPC와의 합병 이후 N사가 인수 관련 차입금을 부담하게 되어 부채비율이 급등하고 실적이 악화됨. ▪ MBKP는 우선주주에게 주당 평균 47,000원의 배당을 계속 지급함.	▪ N사의 차입금이 2015년 SPC와의 합병 이후 증가한 것은 사실이나, **2015년 말 순차입금은 EBITDA의 약 3.8배로 과도한 수준이 아니었으며** 이후 실적이 감소하면서 레버리지가 높아 보이게 된 것임. 실적 부진의 주된 원인은 아웃도어 의류 시장의 성장 둔화와 경쟁 심화, 코로나19 이후 소비 행태 변화, 겨울철 기온 상승에 따른 방한 의류 수요 감소였음. 최근 **야외 활동 회복세와 제품 다변화에 따라 2025년 이후 실적이 빠르게 개선되고 있음.** ▪ 주당 평균 47,000원의 배당이 계속 지급되었다는 주장은 **회사의 실제 현금 유출 규모를 고려하지 않은 것임. 우선주에 대한 연간 현금배당은 약 16억 원에 불과하였음.** 또한 MBKP는 N사의 재무 부담을 완화하기 위해 해당 우선주를 인수하여 보통주로 전환하였음.
D사	▪ 총 인수대금 2.2조 원을 전액 차입으로 조달하여, 2008년 D사 지분 93.8%를 LBO 방식으로 인수함.	▪ 해당 투자가 **전액 차입으로 조달되었다는 주장은 사실과 다름. MBKP와 공동투자자**(국내 사모펀드 및 이민주 회장)가 약 1조 원의 자본을 투입하여 인수 자금을 조달하였음.
C사	▪ 2022년 인수한 뒤 2024년 상장폐지.	▪ **상장폐지는 공개매수 등 필요한 절차를 거쳐 이루어진 경영상 의사결정이었음**. 고려아연은 상장폐지의 배경 및 그 절차는 제외한 채 그 결과만을 MBKP 경영의 실패로 묘사하고 있음.

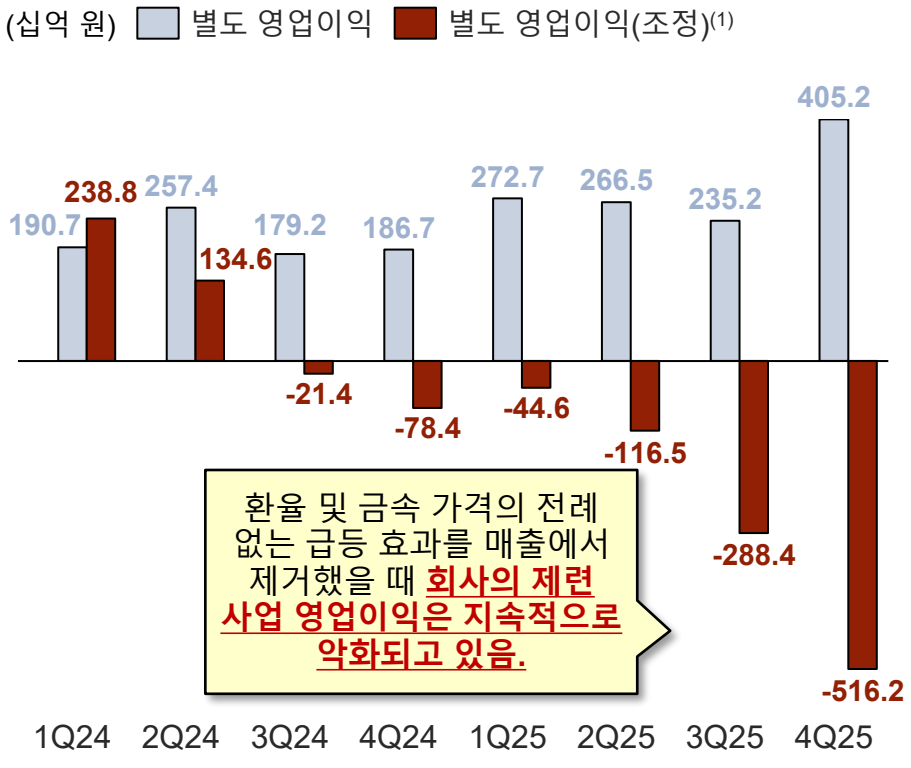
영풍에 대한 근거 없는 의혹 제기에 대한 반박

회사 측 주장	컨소시엄 답변
영풍 석포제련소는 환경법령 위반이 반복되어 영업정지 리스크가 상존하며, 이는 기업가치에 직접적인 위협임.	▪ 석포제련소는 낙동강 상류에 위치해 입지와 주변 지형 특성상 환경 리스크가 본래 높은 곳으로, 이는 현 이사회가 초래한 것이 아니라 영풍 초기 조업 시점부터 이어져 온 문제임. **그럼에도 영풍은 개선 조치에 지속 투자해 왔으며 실질적인 개선 성과가 나타나고 있음.** ▪ 영풍은 환경 투자를 대폭 확대하여 2025년까지 누적 5,400억 원을 집행하였으며, 대기·수질 관리와 산업안전보건 분야에 대한 투자를 지속할 계획임. ▪ 제련업은 본래 다른 산업보다 안전 리스크가 높음. 영풍은 작업장 안전 제고와 사고 예방을 위해 안전 절차를 지속적으로 강화하고 노후 설비를 교체하고 있음.
영풍은 의사결정 과정에서 관리·감독 기능이 부재하여 일반 주주의 이해관계를 고려하지 않음.	▪ 영풍은 머스트자산운용 등 소수주주의 의견을 적극 반영하여 지배구조를 개선해 왔으며, **자기주식 소각, 액면분할, 분리선출 감사위원 수 확대를 위한 정관 변경, 소수주주가 추천한 독립이사의 감사위원 선임 등을 실제로 이행하였음.** ▪ 현재 영풍은 독립이사가 과반을 차지하는 이사회와 독립이사후보추천위원회, 전원 독립이사로 구성된 감사위원회를 운영하고 있으며 감사위원회가 경영진을 직접 감독하고 주요 의사결정을 승인하고 있음.

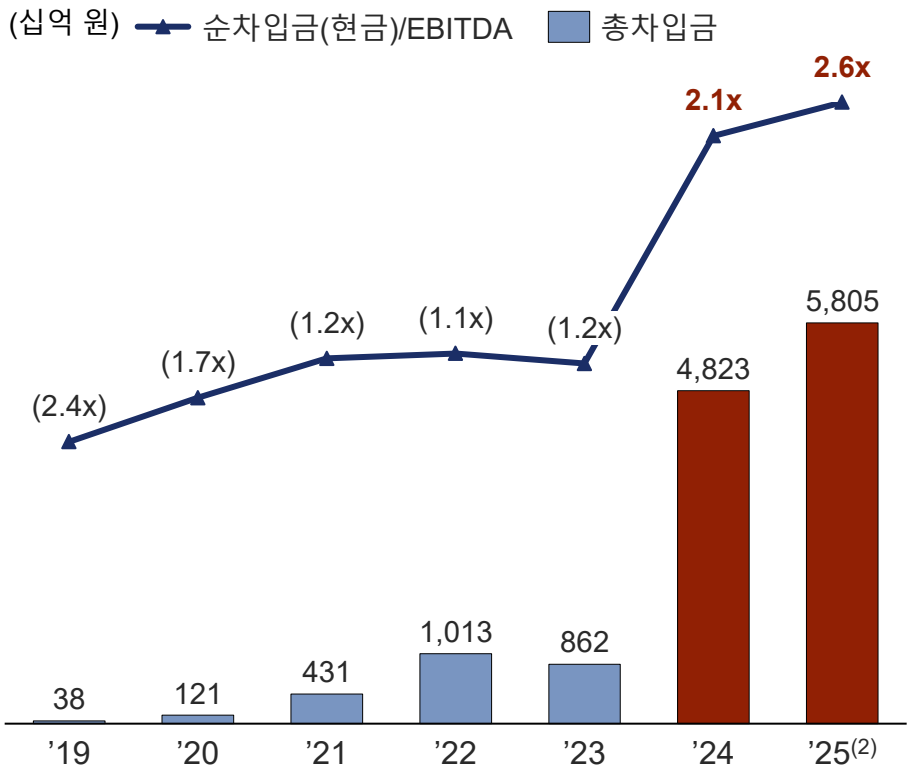
계속되는 기업가치 훼손
제련 사업 본업의 실적 악화: “역대 최고 실적”의 진실

- 회사의 별도 재무제표상 실적은 외형적으로 견조해 보이나, 달러화 강세와 금·은 가격의 전례 없는 급등 효과를 제외하면 실제 영업이익은 적자임. 또한, 최윤범 이사의 경영권 방어 비용이 회사에 부당하게 전가되며 판매관리비 내 지급수수료는 급격하게 증가하면서 회사에 더욱 큰 부담을 주고 있음.
- 자기주식 공개매수와 공격적이고 통제되지 않은 투자로 인해 부채는 2024년 이후 지속적으로 증가하고 있으며, 회사 실적을 뒷받침하였던 금·은 가격과 환율이 불리한 방향으로 변화하는 경우, 실적이 축소되고 부채 부담은 확대될 가능성이 있음.

분기별 영업이익 및 조정 영업이익



차입금 증가로 인한 부채 부담 악화



(1) 금속 가격 및 환율의 급격한 상승 이전인 2023년 평균 원/달러 환율 1,305.0원과 2023년 금속 가격 수준(아연, 연, 금, 은, 구리)을 기준으로 매출을 조정;
(2) 연말 유입된 유상증자 대금 2.8조 원 제외하여 계산함.