

고려아연 기업지배구조 개선을 통한 밸류업 방안

2026년 2월



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 않습니다. 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 있는바, 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 않습니다.
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. 본 자료는 의결권의 위임, 행사 또는 불행사를 목적으로 작성된 자료가 아니며, 수신인을 상대로한 한국 자본시장법상 의결권의 공동행사 또는 의결권의 대리행사 권유를 구성하지 아니합니다.

Executive Summary

- 지난해 정기주주총회(“AGM”) 이후, 고려아연(이하 “회사”)은 MBKP-영풍 컨소시엄(이하 “MBKP-YP 컨소시엄” 또는 “컨소시엄”)이 지적해 온 기업지배구조상의 실패를 계속해서 보여주고 있습니다.
 - 고려아연의 지배구조 실패에는 일정한 패턴이 존재합니다. 이는 (i) 통제되지 않는 자본 배분과 가치 유출, (ii) 다른 주주들의 지분을 희석시키고 회사의 재무구조에 부담을 주는 경영권 고착화(Entrenchment) 중심의 의사결정, 그리고 (iii) 법적·규제적 리스크를 증폭시킨 이른바 “거버넌스 엔지니어링(Governance Engineering)”입니다.
 - 중요한 의사결정은 여전히 실질적인 이사회 검토를 거치지 않은 채 이루어지고 있으며, 그 대표적인 사례가 TMC 투자입니다. 해당 투자 건은 국제법상 불확실성이 해소되지 않은 위험도 높은 프로젝트임에도 불구하고 이사회에 사후적으로 보고되었습니다.
 - 이러한 문제는 2025년 내내 지속되어, 차입금 증가, 비핵심 사업에서의 지속적인 손실, 그리고 주주들과의 약속 미이행으로 이어졌습니다.
 - 또한, 소액주주 플랫폼 ACT와 관련된 비공개 의결권 대리행사 권유 의혹, 다시 말해 회사 자금을 사용해 주주 의결권에 영향을 미치고 현 경영진을 지지하는 소액주주를 동원했다는 의혹이 제기되면서 경영진의 신뢰성에 대한 새로운 우려가 제기되고 있습니다.
- 2025년 정기주주총회에서 고려아연 주주들은 컨소시엄 추천 이사 3인을 선임함으로써 보다 강력한 감독을 요구하는 분명한 메시지를 전달했습니다. 이는 견제와 균형을 회복하기 위한 중요한 진전이었습니다. 그러나 이사회는 여전히 최윤범 회장 측이 추천한 이사들이 지배하고 있어, 컨소시엄 추천 이사들이 지속적으로 참여하고 있으나 경영진에 대한 감독과 실질적인 개혁을 실현하기는 구조적으로 어렵습니다.
- MBKP-YP 컨소시엄은 고려아연의 지배구조 개선, 책임경영 회복, 자본 배분의 규율 확립, 그리고 모든 주주의 이익 보호에 대한 의지를 유지하고 있습니다. 본 컨소시엄은 회사의 핵심 경쟁력을 강화하고, 회사 자원이 투명하고 신중하게, 그리고 장기적인 주주가치 극대화를 위해 사용되도록 지속적으로 노력할 것입니다.

목차

1. 최윤범 회장과 이사회 체제 하에서 반복되어 온 기업지배구조의 실패

- 기업 자산 유용 및 자본 배분 실패
- 주주가치보다 경영권 유지를 우선시한 경영진의 자기보전
- 기업지배구조 붕괴와 이에 따른 법적·규제 리스크 확대

2. 2025년 정기주주총회 이후 MBKP-YP 컨소시엄의 이사회 진입으로 시작된 변화

3. Project Crucible (미국 제련소 건설 프로젝트)

4. 고려아연 기업지배구조 개선의 필요성

부록

1. 최윤범 회장과 이사회 체제 하에서 반복되어 온 기업지배구조의 실패

최윤범 회장 체제 하에서 심화되는 지배구조 실패

- 최윤범 회장 체제 하에서 고려아연은 지속적인 지배구조 실패 양상을 보여 왔음. 회사 자산은 최윤범 회장 개인을 위해 유용되었고, 기업가치를 훼손하는 경영권 방어 전략/기술로 인해 법적·규제적 리스크를 증폭시켜 주주가치 또한 크게 훼손하였음.
- 컨소시엄이 지난 정기주총에서 추천한 3인의 이사가 선임되어 이사회에서 반복적으로 이러한 지배구조 실패를 해결하고자 노력하였으나, 최윤범 회장 측이 지명한 이사들이 이사회를 지배, 장악하고 있어 실질적인 변화는 제한적이었음.

최윤범 회장 체제 하에서 심화되는 지배구조 실패 사례 개요

		요약	신규 사안	
A	기업 자산 유용	원아시아 파트너스	■ 이사회 승인 없이 최 회장의 개인적 친분을 이유로 신설 펀드에 투자	■ 새로운 증거를 통해 청호컴넷 투자 관련하여 보다 심각한 자산 유용 및 배임이 의심되는 정황 확인
		이그니오홀딩스	■ 충분한 실사, 가치평가, 적절한 이사회 검토 없이 자본잠식 상태인 미국 기업을 고가에 인수	■ 미국 법원이 미 연방법 제1782조에 따른 증거개시 절차를 승인함에 따라, 위법 행위 여부에 대한 추가 조사가 가능해짐
		The Metals Company (“TMC”)	■ N/A	■ 사전 이사회 승인 없이 상업적 실현 가능성이 불확실하고 국제법 위반 가능성이 있는 기업에 투자
		한화 주식 매각	■ 공정가치 미만으로 고려아연이 보유하고 있던 한화 주식을 매각	
B	주주가치 훼손을 초래하는 무리한 경영권 방어	■ 우호지분 확보를 위한 주주가치 희석 ■ 주주가치를 희석하는 일반공모 유상증자 시도 및 차입을 통한 고가 자기주식 공개매수 실시	■ 자본시장법 위반 가능성으로 수사 중이며, 지난해 두 차례에 걸쳐 압수수색이 진행됨	
C	법적/규제 리스크 확대	■ 최대주주의 의결권을 제한하기 위해 순환출자 구조를 반복적으로 형성함으로써, 법적/규제적 리스크를 확대하는 무리한 경영권 방어 전략 실행		
D	주주가치 훼손	■ 분기배당을 허용하는 정관개정이 완료되었음에도 자기주식 공개매수로 인한 배당가능이익 부족으로 분기배당을 지급하지 못함 ■ 주주행동 플랫폼인 ACT와 자문계약을 체결함으로써 경영권 방어를 위한 부당 우호 세력 구축		

A 기업 자산 유용 원아시아파트너스 (1/2)

수사 진행 중

- 최윤범 회장이 대표이사로 취임한 직후, 고려아연은 최 회장의 오랜 지인인 지창배 씨가 운용하는 신설 펀드인 원아시아파트너스에 5,530억 원을 투자하였으며, 해당 투자로 인해 회사는 약 2,300억 원의 손실을 기록하고 있음.
- 본 투자는 (i) 이사회 검토 및 승인 부재, (ii) 고려아연 본연의 사업과 전략적 관련성 결여, (iii) 이례적으로 높은 수수료 구조 등 고려아연이 당면한 심각한 지배구조상 문제를 보여주는 전형적인 사례임.
- 지난 정기주총 이후, (i) 지창배 씨는 원아시아파트너스 자산을 횡령한 혐의로 징역 3년, 집행유예 4년의 유죄 판결을 선고받았으며, (ii) 추가적으로 최윤범 회장이 개인적으로 투자한 청호컴넷에 대한 개인 투자금 회수를 위하여 고려아연 및 원아시아파트너스의 자산이 유용되었다는 의혹이 제기되었음.

요약: 핵심 지배구조 실패 사례

이사회 검토 및 승인 부재	<ul style="list-style-type: none"> ■ 지창배 씨와 최 회장이 <u>오랜 친분 관계에 있다는 점에서 우려가 있음에도 불구하고, 이사회 결의 없이 투자가 이루어짐.</u> ■ <u>고려아연은 총 8개 펀드 중 6개 펀드에서 단독 GP로 참여하고 있으며, 해당 6개 펀드에서의 평균 지분율은 96.7%에 달함.</u>
손실을 기록한 부적절한 투자	<ul style="list-style-type: none"> ■ 원아시아파트너스의 투자(연예기획사, 여행사, 부동산 관리회사 등에 대한 투자 포함)는 <u>고려아연의 핵심 사업과 무관하며, 총 5,530억 원 투자 중 약 2,300억 원의 손실을 초래함.</u>
이례적으로 높은 수수료 구조	<ul style="list-style-type: none"> ■ 지창배 씨는 금융 분야에서의 검증된 경력이 없음에도 불구하고, 원아시아파트너스의 수수료 조건은 이례적으로 우호적이었음. 운용보수는 2.0~2.5%, 성과보수는 20~50%에 달했고, 일부 경우에는 IRR 목표 달성률이 0%로 설정되었음.

지난 주총 이후 신규 업데이트

지창배 씨 유죄판결	<ul style="list-style-type: none"> ■ 지창배 씨는 고려아연이 643억 원을 투자해 94.6%의 지분을 보유한 코리아그로스제1호 펀드의 자금을 횡령한 혐의로 2025년 10월 21일 징역 3년에 집행유예 4년의 유죄판결을 선고받음.
청호컴넷 관련 펀드 자산유용	<ul style="list-style-type: none"> ■ 최 회장은 2019년 10월 청호컴넷 지분을 매수했으나 청호컴넷의 재무적 위기로 자금 회수가 불명확했음. ■ 청호컴넷은 자회사인 (주)세원을 200억 원에 신설된 특수목적회사(SPC)에 매각했으며, 해당 매각대금을 통해 청호컴넷의 재무 상황이 개선되었음. 해당 SPC의 (주)세원 인수 자금은 회사채 발행으로 조달되었는데, 이를 고려아연이 인수하였음. 이후 해당 회사채는 SPC가 고려아연이 주요 LP(지분 54.6%)로 참여한 원아시아파트너스의 펀드인 아비트리리지제1호로부터 받은 신규 자금으로 상환됨. ■ <u>최 회장은 이 같은 일련 거래를 통해 본인의 청호컴넷 투자 지분에 대한 회수가 가능하였던 것으로 보임.</u>

상세 내용은 다음 페이지 참고

기업 자산 유용 이그니오홀딩스 인수

수사 진행 중

- 고려아연은 2022년 9월과 11월 두 차례에 걸쳐 미국 소재 전자폐기물 재활용 기업인 이그니오홀딩스 주식을 총 5,820억 원에 인수함.
- 그러나 이사회 승인은 인수실사가 부실하여 충분하지 않은 정보에 근거해 이루어졌음. 그 결과, 고려아연은 역량이 검증되지 않은 회사를 과도한 가치에 인수하여 핵심 신사업 추진에 중대한 차질 발생함. 또한, 해당 투자는 고려아연의 이익을 희생시키는 반면, 이그니오홀딩스의 기존 주주에게 과도하게 유리한 구조로 이루어졌음.
- 현재 컨소시엄은 이그니오 인수와 관련한 최 회장의 위법 행위 의혹에 대한 증거를 확보하기 위해, 미국 연방법 제1782조(이하 "1782 증거개시 절차")에 근거한 증거개시 절차를 진행 중임.

이그니오홀딩스 인수 문제점 요약

부실한 실사 및 이사회 검증 과정

- 전략적 가치가 높고 큰 규모의 투자 집행임에도 불과하고 이사회 자료는 각 한 장에 불과.
- 인수 이후 이그니오홀딩스는 (i) 이사회 보고 이후 조정된 실적 전망치조차 하회하는 성과를 기록했으며, (ii) 핵심적인 가치 창출 전략이었던 생산능력 확대 계획을 철회했고, (iii) 해당 확대 계획을 취소했음에도 불구하고 2년 만에 신규 투입 자금 1억 5천만 달러를 소진하였음.

과도한 기업 가치에 인수

- 인수 시 이그니오홀딩스는 자본잠식 상태였음.
- 인수 시점에서 해당 사업의 가치는 2025년 예상 EBITDA 기준 7.4배⁽¹⁾로 평가된 것으로 알려져 있으나, 이후 실적 부진을 감안할 때 2025년 EBITDA를 680억 원으로 산정하는 것은 정당화하기 어려움. 보다 합리적으로 추정했다면 2025년 EBITDA는 여전히 적자였을 것이며, 이에 상응하는 기업가치는 "0"원이었을 것임.

지난 주총 이후 현황

기존 투자자들의 과도한 투자수익

- 전환사채(CB) 투자자들은 900%, 보통주 주주들은 100배를 초과하는 수익실현⁽²⁾.
- 이그니오홀딩스 및 MCC NFT의 주요 주주인 Tarsadia Group은 막대한 투자수익에도 불구하고 해당 투자에 대해 함구.

1782 증거개시 절차

- 1782 증거개시 절차는 외국에서 진행 중이거나 예정된 절차에 사용하기 위해 미국 내에서 증거를 확보할 수 있도록 허용하는 제도임. 해당 절차는 법원의 재량에 따라 허용되며, 법정 요건이 충족되는 경우에만 승인됨.
- 컨소시엄은 2025년 4월 1782 증거개시를 신청했고, 최 회장은 두 차례에 걸쳐 소환장 취소(quash)를 요청했으나, 미국 법원은 2025년 11월 최종적으로 해당 신청을 모두 기각함.
- 1782 증거개시 절차가 진행됨에 따라, 본건 투자와 관련된 추가 증거들이 발견될 것으로 예상함.

출처: 언론 보도 자료

(1) 순차입금이 5,830만 달러로 추정된다는 가정 하의 EBITDA 배수. 최윤범 회장 측 설명에 따르면 내부적으로 평가된 EV/EBITDA 배수는 7.0-9.0배 범위임.
 (2) 최윤범 회장 측 설명에 따르면 이는 인수 가격이 MCC NFT와의 계약을 반영했기 때문임. 하지만, MCC NFT는 2019년 10월 기준으로 영업이 중단된 상태였으며, MCC NFT와 이그니오홀딩스의 상호 유사한 지분 구조를 고려할 때, 이그니오홀딩스 주주 및 MCC NFT 주주는 해당 계약을 고려하더라도 막대한 차익을 실현했음.

A 기업 자산 유용 TMC 투자 (1/2)

- 2025년 6월 고려아연 경영진은 이사회에 사전 보고나 승인 없이 심해 채굴 기업 TMC (The Metals Company)에 신주인수권(warrant)을 포함해 총 1억 3,300만 달러를 투자함.
- TMC는 (i) 높은 규제 리스크, (ii) 상업적 실현 가능성의 불확실성 및 지속적인 손실로 인해 계속기업(going concern)으로서 존속 가능성이 있는지에 대한 의문, 그리고 (iii) ESG 리스크 등 여러 측면에서 중대한 우려가 제기되고 있는 기업임.

TMC 투자 개요



- 캐나다 소재 심해 채굴 업체
- 2011년 설립, 2021년 NASDAQ 상장

주요 사업 내용

- 태평양 클라리온-클리퍼턴 존(Clarion-Clipperton Zone)에서 해저 망간단괴 채집 및 처리 사업 영위
- 현재 국제해저기구(ISA)와의 탐사 계약 (NORI-D 및 TOML) 두 건 보유⁽¹⁾

고려아연 투자

보통주

2025년 6월 TMC 지분의 4.95%를 주당 4.34달러에 취득

+

신주
인수권

최대 6,868,181주를 3년 내에 주당 7.00달러에 인수할 수 있는 권리

TMC 사업 모델의 근본적이고 구조적인 결함

높은 규제 리스크

- 유엔해양법협약(UNCLOS)⁽²⁾ 산하 ISA는 약 170개 회원국으로 구성되어 있으며, 국제 수역에서 상업적 심해 채굴을 허용하지 않고 있음. 따라서, TMC는 ISA 체계를 우회하여 미국 해양대기청(NOAA)⁽³⁾을 통해 미국 국내법상 허가 취득을 추진 중임.
- 그러나, 고려아연은 UNCLOS/ISA 회원국 소재 기업이며 TMC의 협력사들도 ISA 회원국 관할에 있어, TMC가 미국 내 허가를 취득하더라도 국제법, 제재·컴플라이언스 및 사업 리스크에 계속 노출될 수밖에 없음.

불확실한 재무 전망

- TMC는 매출은 발생하지 않는 가운데 탐사 비용과 판관비 등 영업 비용을 지속 부담하고 있어 적자가 누적되고 수익성 확보는 요원함.
- 현재 보유 현금과 연간 현금 소진 속도를 고려할 때, TMC의 자금 여력은 약 2년을 버틸 수 있는 수준에 불과함⁽⁴⁾.



ESG 리스크

- 심해 채굴은 해저 생태계와 생물 다양성에 회복 불가능한 피해를 초래할 수 있다는 점에서 지속적으로 비판 받아 왔으며, 그린피스 등 주요 국제 환경 단체들이 계속 문제를 제기하고 있음.
- 환경적 영향을 충분히 검토하지 않은 채 TMC에 투자함으로써 회사는 상당한 수준의 ESG 리스크에 노출됨.

출처: 회사 공시 자료, 언론 보도 자료

(1) The International Seabed Authority; (2) United Nations Convention on the Law of the Sea; (3) National Oceanic and Atmospheric Administration;

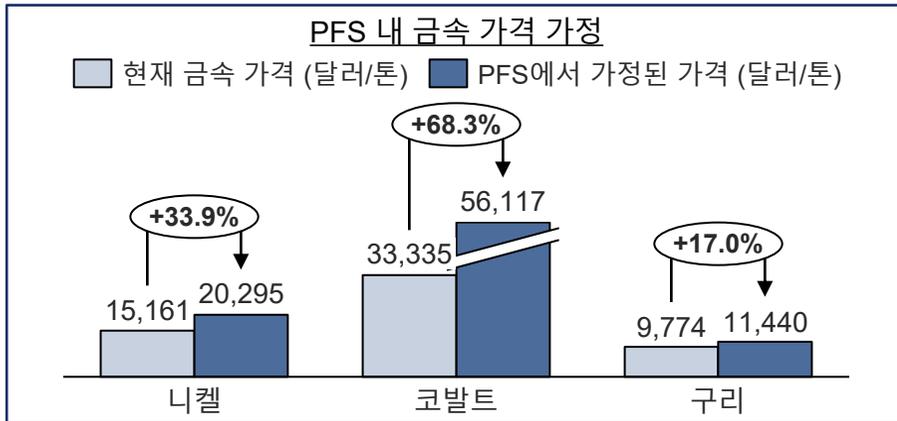
(4) 2025년 9월 30일 기준 현금 보유액은 1억 1,560만 달러이며, 2020년부터 2024년까지 연평균 현금 소진 규모는 약 5,000만 달러 수준임.

A 기업 자산 유용 TMC 투자 (2/2)

- 고려아연은 사전 타당성 조사(Pre-Feasibility Study, "PFS")가 공개되기 전에 이미 투자 의사결정을 완료하였으나, 이후 공개된 PFS 또한 수익성을 과대하게 부풀린 비현실적인 가정 수립, 내용의 객관성 부족 등 신뢰성에 중대한 문제가 드러남.
- TMC는 그 전신인 Nautilus Minerals ("Nautilus")와 유사한 행보를 반복하고 있는 것으로 보임. Nautilus는 투자자 자금을 소진한 끝에 실질적인 성과 없이 파산한 바 있음. 현 TMC 경영진 또한 손실을 보전하고 파산을 가까스로 면하기 위해 외부 자금 조달을 반복하는 한편, 과도한 보수 등으로 회사 자금을 계속 소진하고 있음.

과도하게 부풀려지고 신뢰성이 결여된 PFS 결과

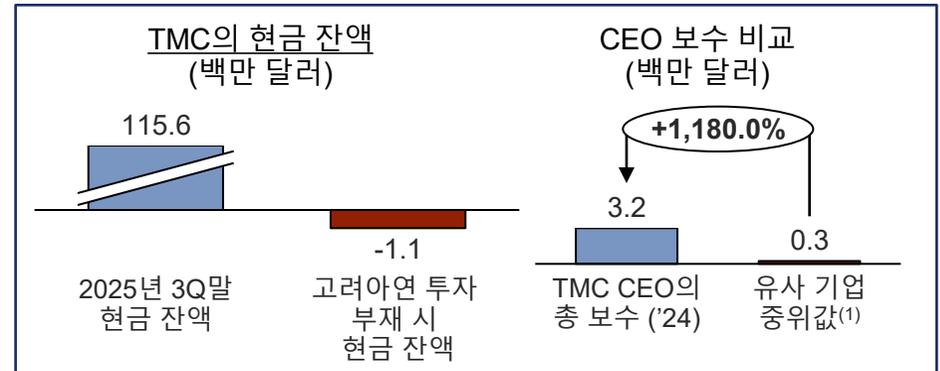
- 채굴 및 생산량, 금속 가격, 금속 회수율 등 핵심 가정들이 수익성을 부풀리기 위해 과도하고 비현실적으로 설정됨.



- 수익성에 가장 큰 영향을 미치는 금속 가격 및 원가에 대한 가정은 상당한 규모의 스톡옵션을 받은 TMC 임직원들이 직접 작성한 것으로 보임.
- 보고서의 나머지 내용을 작성한 자문사 또한 고객사가 TMC를 포함하여 1-2곳에 불과한 소규모 자문사인 것으로 확인되어 신뢰성이 떨어짐.

파산한 Nautilus의 전철을 밟는 중인 TMC의 행보

- TMC의 CEO Gerard Barron은 Nautilus의 초기 투자자였으며, Nautilus의 전 CEO와 TMC를 공동 설립함. Nautilus 또한 TMC와 마찬가지로 심해 채굴 기업이었으며, 6억 8,600만 달러의 투자금을 조달했으나 결국 상업화에 실패하며 파산함.
- 이 과정에서 대부분의 주요 투자자들은 투자금 전액을 잃은 반면, Barron과 Nautilus 전 CEO는 약 137배에 달하는 수익을 실현하였고, 해당 자금을 TMC 설립에 사용함.
- TMC에서도 유사한 양상이 반복되고 있음. TMC는 반복적인 외부 자금 조달을 통해 파산을 간신히 면하고 있는 반면, 경영진은 실질적인 성과가 부진함에도 과도한 보수를 받음.



- 2022년 11월 23일, 고려아연과 한화그룹은 전략적 파트너십 강화를 위해 상호 주식 교환 계약을 체결했으며, 양측은 상호 3년 의무 보유 기간에 합의하였음. 해당 계약 및 주식교환은 고려아연 이사회의 검토 및 승인을 거쳐 진행됨.
- 그러나 2024년 11월 6일, 의무 보유 기간이 만료되기도 전에, 고려아연은 보유 중이던 한화 주식을 주당 27,950원에 한화에너지에 매각하였음. 당시 매각가는 취득가 및 한화주식의 공정가치를 모두 하회하였음. 따라서, 해당 거래는 본질적으로 주주가치를 훼손한 것임.
- 그러나, 해당 매각 거래는 주식교환계약 체결 시와는 다르게 이사회 검토나 승인 없이 이루어짐.

한화 주식교환 거래 개요

시점	거래내용	상세 설명
11/23/2022	고려아연과 한화그룹 간 상호 주식 교환	<ul style="list-style-type: none"> 고려아연은 자기주식 238,358주 (1.20%)를 처분하는 대신 한화 주식 5,554,630주(7.41%)를 취득. 양사는 3년 간의 의무 보유 기간에 합의함. 전략적 파트너십 강화를 목적으로 한 해당 거래는 이사회의 검토 및 승인을 거쳤음.
11/6/2024	한화주식 매각을 위한 한화솔루션과의 주식매매계약 체결	<ul style="list-style-type: none"> 2024년 11월 6일, 고려아연은 취득가 (주당 28,850원) 및 공정가치(주당 30,000원 이상 평가)⁽¹⁾를 모두 하회하는 주당 27,950원에 한화 주식을 매각하는 주식매매계약(SPA)을 체결. 해당 거래는 이사회의 검토나 승인 없이 진행.

지배구조 실패 및 이슈사항 정리

공정가치 미만 매각

- 한화에너지의 공개매수가격⁽¹⁾을 고려하면, 고려아연이 보유한 한화 주식의 공정가치는 SPA상 매각가인 27,950원을 상회하는 것으로 평가됨. 특히 해당 주식이 지배구조 승계 과정에서 한화에너지의 지배력을 실질적으로 강화했다는 점에서 그 가치는 더 높을 것으로 판단됨.
- 또한, 의무 보유 기간이 경과되기 전에 이루어진 해당 매각은 명확한 사업적 합리성이 부족한 성급한 거래로 보이며, 공정가치에 미달하는 가격으로 주식을 매각함으로써 고려아연 주주들의 이익을 희생하는 대신, 위임장 대결을 앞두고 최 회장의 우호 세력을 지원하려는 목적이 있었던 것으로 평가됨.

이사회 결의 부재

- 최초 주식 교환 거래는 이사회의 승인을 받았으나, 이후 취득가 및 공정가치를 하회하는 가격으로 이루어진 매각은 이사회의 검토나 승인을 거치지 않았음.
- 이러한 비대칭적인 의사결정은 본 건 주식매각 거래가 주주의 가치를 제고하기 위해 실행된 것이 아님을 시사함.

출처: 언론 보도 자료

(1) 2024년 7월, 한화에너지는 주당 30,000원의 공개매수 가격으로 목표 지분 8.0%를 확보하는 데 실패했으며, 이는 한화 주식의 공정가치가 주당 30,000원을 상회함을 시사함. 한화 주식은 2026년 1월 기준 주당 약 110,000원 수준에 거래되고 있었음.

B 주주가치 훼손을 수반하는 무리한 경영권 방어 자기주식 처분 및 신주발행

- 최윤범 회장은 (i) 보유 중인 자기주식을 소각하지 않고 우호 세력에게 6.0%의 자기주식을 처분했으며, (ii) 기존 주주가 아닌 제3자에게 9.8%의 신주를 발행하여 우호지분을 확보하였음. 또한 추가적인 신주 발행을 용이하게 하기 위해 정관 개정을 시도했으나, 영풍을 포함한 주요 주주들의 반대로 해당 안건은 채택되지 않았음.
- 이러한 일련의 조치는 현 이사회가 우호 지분을 확보하기 위해 기존 주주의 지분을 희석시키는 경영권 고착화(Entrenchment) 조치를 추구해 온 것임. 즉, 경영진이 주주가치 극대화보다 경영권 방어를 우선시하고 있는 것으로 보인다라는 점에서 중대한 지배구조상 결함을 드러내는 것임.

자기주식 처분 및 신주발행 개요

사건	상세 설명
자기주식 처분 (2022년 11월)	<ul style="list-style-type: none"> ■ 보유 자기주식 3.2%를 LG화학 및 한화그룹과 상호 지분 확보를 위해 교환하고, 나머지 2.9%는 Trafigura, Morgan Stanley, 한국투자증권에 매각.
3자배정 유상증자 (2022년 8월, 2023년 8월)	<ul style="list-style-type: none"> ■ 2022년과 2023년 고려아연은 한화그룹 및 현대자동차그룹의 미국 자회사⁽¹⁾에 신주 9.8%⁽²⁾를 발행.
정관개정시도 (2024년 3월)	<ul style="list-style-type: none"> ■ 2024년 정기주총에서 고려아연 이사회는 외국 합작법인에만 제한적으로 허용되었던 신주 발행을 제한 없이 허용하도록 하는 정관 개정 안건을 상정. 이는 현 경영진에 우호적인 법인에게 신주를 발행할 수 있는 기반을 마련하기 위한 것임.

지배구조 실패 및 이슈사항 정리

중대한 주주가치 훼손	<ul style="list-style-type: none"> ■ 전략적 파트너십 구축을 명분으로, 현 이사회와 경영진은 향후 발생할 수 있는 위임장 대결을 대비해 우호 주주를 유치함으로써 우호 지분 확보 시도. ■ 제3자 배정 유상증자와 자기주식 상호 교환으로 기존 주주 가치의 약 16% 희석.
경영진의 사익 추구로 인한 대리인 비용	<ul style="list-style-type: none"> ■ 최윤범 회장은 보유 지분이 미미함에도 불구하고, 회사의 이익을 희생하면서까지 주주가치보다 경영권 고착화와 경영권 방어를 우선시하고 있음. ■ 이러한 최윤범 회장의 경영권 고착화, 경영권 방어 시도 및 이사회의 감독 실패는 장기적인 주주가치를 훼손하는 대리인 비용 초래.

(1) 2025년 6월, 서울중앙지방법원은 고려아연이 HMG글로벌에 보통주 1,045,430주의 신주를 발행한 행위가 회사 정관을 중대하게 위반하고 기존 주주의 신주인수권을 침해했다고 판단하여, 해당 신주발행을 무효로 판결하였음.
 (2) 신주발행에 따른 희석을 고려한 지분율.

B 주주가치 훼손을 수반하는 무리한 경영권 방어 자기주식 공개매수 및 일반공모유상증자

수사 진행 중

- 자기주식 공개매수는 표면적으로는 주주가치 제고를 위한 것이라고 하였으나, 실제로는 회사의 현금을 고갈시키고 공개매수에 참여하지 않은 주주들에게 비대칭적으로 지분가치를 희석시킨 결과를 초래함. 시장가 대비 약 70%의 프리미엄(1)을 지급하여 주식을 매입함으로써 약 1조 6천억 원의 추가 차입이 발생했고, 이는 재무구조를 악화시켜 기업가치 훼손을 가속화하였음.
- 또한 시장의 압도적인 반대와 규제 당국의 개입으로 철회되지 않았다면, 최윤범 회장 측이 제안한 일반공모유상증자는 기존 주주 가치를 중대하게 희석시켰을 것임. 이 과정에서 최윤범 회장 측은 자기주식 공개매수 기간 중 일반공모를 계획하여 자본시장법을 위반한 정황이 존재함.

자기주식 공개매수 및 일반공모유상증자 개요

사건	상세 설명
자기주식 공개매수 (2024년 10월 4일)	<ul style="list-style-type: none"> ■ 컨소시엄의 공개매수에 대응하여, 고려아연은 2조 7천억 원 규모의 자기주식 공개매수를 발표. ■ 고려아연은 지분 11.3%를 취득하기 위해 1조 6천억 원의 차입을 발생시켰으며, 그 결과 현금 보유액은 2조 원에서 1,750억 원으로 약 90% 감소.
일반공모 유상증자 (2024년 10월 30일)	<ul style="list-style-type: none"> ■ 자기주식 공개매수 직후, 고려아연은 2조 5천억 원 규모의 유상증자를 발표했으나, 자기주식 공개매수 가격 대비 25% 할인된 불공정한 가격으로 주주가치를 희석시킨다는 비판이 제기되어 결국 철회함. ■ 일반공모 유상증자 발표 이후 주가는 29.9% 급락하였음. 그럼에도 불구하고 최윤범 회장 측은 시장 및 규제당국의 강한 반대 속에서도 “국민기업 도약”을 명분으로 내세우며 14일간이나 증자 계획을 유지함.

지배구조 실패 및 이슈사항 정리

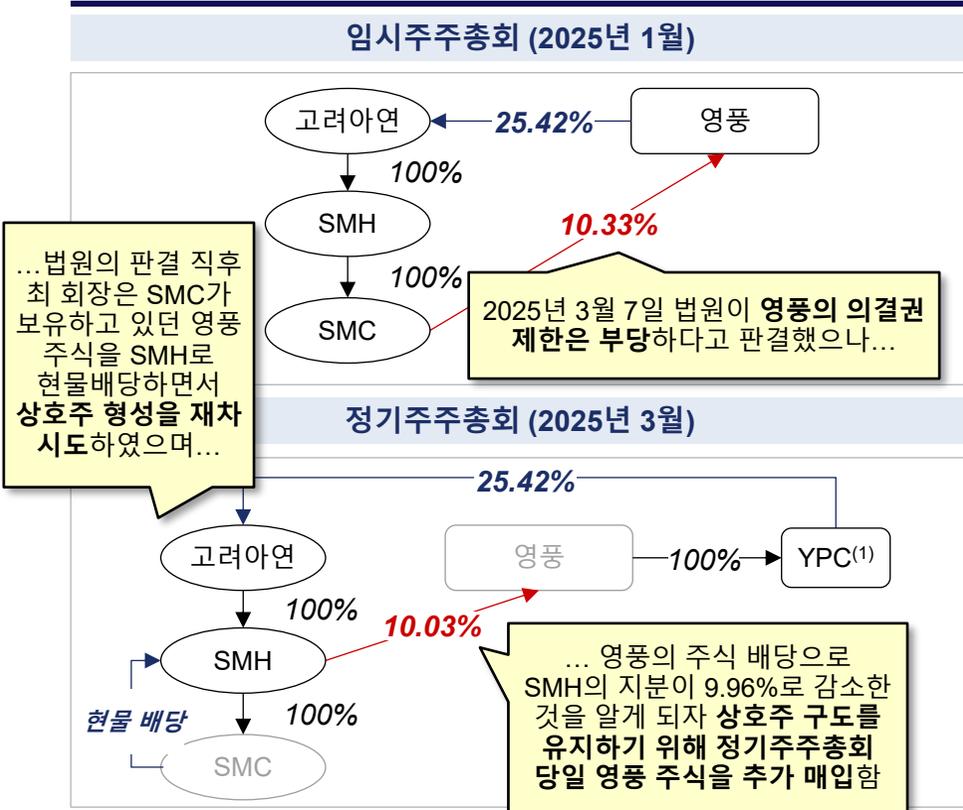
자본시장법 위반 정황	<ul style="list-style-type: none"> ■ 검찰은 사전에 계획된 것으로 보임에도 불구하고 공개매수신고서상 일반공모 유상증자를 기재하지 않은 것과 관련하여, 자본시장법 위반 혐의로 수사 중. ■ 수사 당국은 고려아연과 임원진, 그리고 관련 증권사를 대상으로 두 차례에 걸쳐 압수수색을 실시하였음. <p style="text-align: right;">신규 사안</p>
주주가치 훼손	<ul style="list-style-type: none"> ■ 자기주식 공개매수에 참여하지 않은 주주들의 지분 희석 초래. 주당순자산가치(BPS)는 10.2%, 주당순이익(EPS)은 3.6% 감소. ■ 만약, 철회되지 않았더라면, 일반공모 유상증자는 유통 주식의 20% 규모, 자기주식 공개매수 가격 대비 25% 할인, 기존 주주에게 비례 배정되지 않는 구조로 인해 훨씬 더 큰 주주가치 희석을 초래하였을 것임.
이사회 관리/감독 기능 부재	<ul style="list-style-type: none"> ■ 현 이사회는 경영진이 기업가치 및 주주가치 보호보다 최윤범 회장의 지배력 방어를 우선시하는 등 경영진에 대한 효과적인 관리/감독 기능을 수행하지 못함.

C 법적/규제 리스크 확대 반복적인 상호주 구도 형성 (1/2)

수사 진행 중

- 지난 두 차례의 주주총회에서 최 회장은 회사의 호주 자회사인 Sun Metals Corporation (“SMC”)과 Sun Metals Holdings (“SMH”)를 동원, 탈법적 상호출자 구조를 의도적으로 형성함으로써 영풍의 의결권 (29.0%)를 일방적으로 제한함.
- 이러한 위법한 상호출자 구조를 반복적으로 형성하여 영풍의 의결권을 박탈하는 것은 주주의 가장 기본적 권리인 의결권 행사를 침해하고 자본시장 질서의 근간을 정면으로 훼손하는 행위임.

반복적인 상호출자 구조 형성



지배구조 실패 및 이슈사항 정리

- 일방적인 의결권 제한을 위한 상호주 구도**
- 최 회장은 영풍의 의결권 제한을 목적으로, 두 차례의 주주총회에서 반복적으로 공정거래법상 금지된 상호주 구도를 형성하는 탈법행위를 자행함.
 - 심지어 2025년 3월 7일 법원이 임시주주총회에서 상호주 구도가 위법하다고 판단하였음에도 현 이사회는 영풍의 의결권을 부당하게 제한함.
- SMC의 막대한 자원 유용**
- SMC의 영풍 주식 취득은 상식적이고 독립적인 경영 판단으로는 이뤄질 수 없는 결정이며, 최 회장 개인의 경영권 방어를 위해 회사의 자금을 부당 사용함으로써 회사와 주주 공동의 이익을 침해한 행위임.
 - 영풍 주식 취득 대금 575억 원은 SMC 연 평균 CapEx 투자 금액의 44%, 연 평균 당기순이익의 342%에 달하는 상당한 금액임에도, 두 달도 되지 않아 SMH로 현물 배당된 것은 SMC의 영풍 주식 취득이 최 회장의 경영권 고착화를 위한 것임을 방증.

(1) YPC는 영풍이 보유한 고려아연 주식 전부를 현물 출자하여 설립한 100% 자회사이며, 법원의 가처분 판결에도 불구하고 최 회장이 다시 불법적인 상호주 구도를 형성하여 의결권을 제한하는 것을 방지하기 위한 선제적 조치의 일환으로 설립됨. 하지만 고려아연은 정기주주총회 당일 영풍과 YPC의 의결권을 부당하게 제한함.

C 법적/규제 리스크 확대 반복적인 상호주 구도 형성 (2/2)

수사 진행 중

- 최윤범 회장과 현 이사회는 지배력 유지를 위해 각종 편법과 전술을 동원함으로써, 한국 기업지배구조의 역사에 지울 수 없는 오점을 남겼고, 이에 대해 시장 전반으로부터 광범위한 비판을 받았음.
- 순환출자는 일반적으로 후진적인 지배구조 관행으로 인식되며, 실질적인 자본의 허수를 만들어 지배권과 소유권의 관계를 왜곡함. 이를 이유로 공정거래법은 2014년부터 신규 순환출자의 형성을 금지하고 있음.
- 법원이 영풍의 고려아연 의결권 제한을 유지하는 결정을 내렸음에도 불구하고, 다수의 전문가 단체들은 해당 조치가 명백히 시대에 역행하는 관행이라고 지적하였음.

고려아연 상호주 구도 형성에 대한 전문가 단체들의 문제 제기

Glass Lewis

“글래스루이스는 최 회장과 고려아연 경영진이 지난 1월 임시주총 하루 전 상호주 의결권 제한 구조를 통해 영풍의 고려아연 의결권을 제한한 것을 놓고 “주주의 권리를 침해하고 경영권 장악만을 우선시한다”고 비판했다.”
- Glass Lewis 보고서를 인용한 국내 언론사⁽¹⁾

경제개혁연대

“시행령 제42조 4호에 따르면 ‘자기의 주식을 취득·소유하고 있는 계열회사의 주식을 타인의 명의를 이용하여 자기의 계산으로 취득하거나 소유하는 행위’를 탈법행위의 한 유형으로 규율하고 있다. 그런데 이번 순환출자가 바로 여기에 해당한다. 즉, 고려아연은 자기의 주식을 취득·소유하고 있는 계열회사 영풍의 주식을 타인인 SMC의 명의를 이용하여 자기의 계산으로 취득하거나 소유하는 행위”를 했기 때문이다.
또, 이번 순환출자는 최윤범 회장의 지배권 유지가 사실상 유일한 목적으로 가공자본을 통한 지배력 유지 또는 확장을 막기 위해 순환출자를 금지하고 있는 공정거래법의 입법 취지에 정면으로 위배된다.”
- 2025년 2월자 보도자료

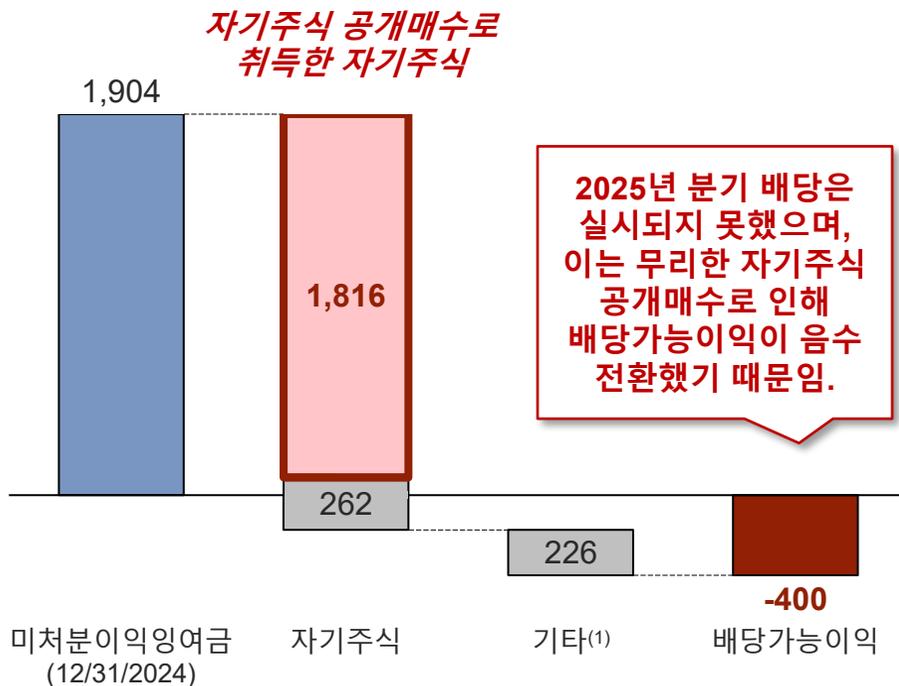
한국기업거버넌스 포럼

“고려아연은 공정거래법상 상호출자 금지규정 적용을 회피하고자 100% 손자회사인 호주 SMC 명의로 영풍 주식 10%를 전격 취득한 것으로 판단된다. 이러한 고려아연 경영진의 지분 거래는 공정거래법을 반하는 행위로 보인다.”
- 2025년 1월자 보도자료

D 주주 권익 훼손: 분기배당 불이행과 주주 의결권 왜곡

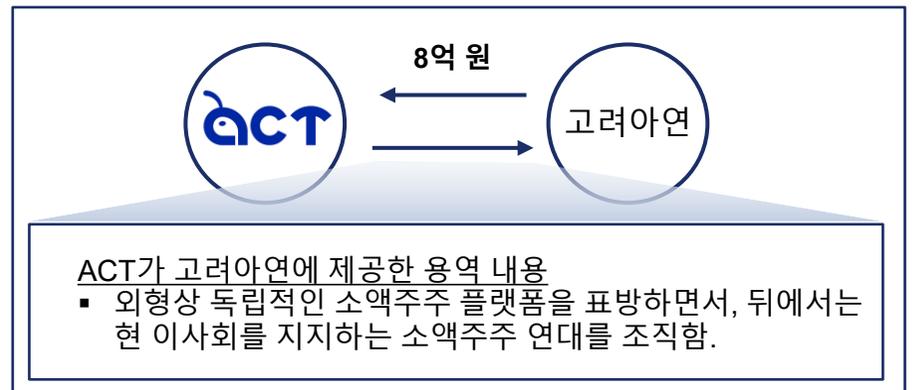
- 2025년 정기주주총회에서 분기배당을 약속했음에도 불구하고 중간/분기 배당을 하지 않았는데, 이는 2024년의 무리한 자기주식 공개매수로 인해 배당 재원이 부족했기 때문임. 이러한 태도는 필요할 때는 주주의 지지를 호소한 뒤, 목적 달성 후에는 주주 이익을 외면해 온 현 경영진의 기회주의적 행태를 여실히 보여줌.
- 또한, 현 경영진은 회사 자금을 사용하여 소액주주 플랫폼 ACT와 공모함으로써 주주 의결권 행사에 개입하고, 현 이사회에 유리하도록 소액주주들을 동원하였다는 의혹을 받고 있음. 이는 주주권 침해에 해당할 뿐만 아니라, 회사 자원의 중대한 유용임.

배당가능이익 음수 전환



소액주주 플랫폼 ACT와의 공모 혐의

수사 진행 중



주주권 왜곡

- 회사는 금전적 대가를 지급하여 우호적인 소액주주연대를 인위적으로 조직하고, ACT를 의결권 대리인으로 공시하지 않은 채 의결권 대리행사 권유를 진행한 정황이 확인되며, 이는 주주의 의결권 행사 절차의 공정성과 투명성을 왜곡함.

회사 자원 유용

- 특정인을 위해 회사 자금을 사용하여 의결권 확보를 지원함으로써, 의결권 행사와 관련해 이익을 제공하는 행위를 금지하는 상법을 위반한 소지가 있음.

출처: 회사 공시, 언론 보도자료

(1) 회사 정관에 따라 배당가능이익에서 차감되는 미실현이익 및 특정목적임의적립금

최윤범 회장 및 경영진이 직면한 형사 절차 진행 상황

	수사 의혹	범죄 혐의	진행 상황
원아시아 파트너스 ⁽¹⁾	<ul style="list-style-type: none"> 최윤범 회장의 오랜 지인인 지창배 씨가 운용하는 신규 펀드에 회사 자금을 투자하여 막대한 손실 발생. 	<ul style="list-style-type: none"> 특정경제범죄 가중처벌 등에 관한 법률 위반(배임) 혐의. 	<ul style="list-style-type: none"> 검찰 수사 진행 중. 금융감독원 회계 감리 진행 중.
이그니오 홀딩스	<ul style="list-style-type: none"> 이그니오홀딩스 인수 당시 완전자본잠식 상태였음에도 불구하고 5,820억 원에 인수. 고려아연 주주의 부담 하에 이그니오 투자자들에게 과도한 이익 귀속. 	<ul style="list-style-type: none"> 배임 혐의. 	<ul style="list-style-type: none"> 경찰 수사 중. 금융감독원 회계 감리 진행 중. 미국 1782 증거개시 절차 진행 중.
상호출자 구조 형성	<ul style="list-style-type: none"> 임시주주총회 및 정기주주총회에서 고려아연 상호주 자회사(SMC, SMH)를 활용한 위법한 상호출자 구조 형성. 	<ul style="list-style-type: none"> 배임 혐의. 공정거래법 위반 혐의. 	<ul style="list-style-type: none"> 검찰 및 공정거래위원회 조사 진행 중.
자기주식 공개매수 / 일반공모 유상증자	<ul style="list-style-type: none"> 자기주식 공개매수 기간 중 사전에 기획된 일반공모 유상증자를 비공개로 진행하여 공공시장 투자자를 기만하고 주가 급락 초래. 	<ul style="list-style-type: none"> 자본시장법 위반(사기적 부정거래) 혐의. 	<ul style="list-style-type: none"> 금융위원회 패스트트랙 회부에 따른 검찰 수사 진행 중. 고려아연 및 관련 금융기관에 대해 두 차례 압수수색 실시(2025년 4월, 2025년 11월).
ACT	<ul style="list-style-type: none"> 회사 자금을 사용하여 소액주주 플랫폼 ACT와 공모 및 주주 의결권 행사에 부당한 영향 행사. 	<ul style="list-style-type: none"> 배임 혐의. 상법 위반 혐의. 	<ul style="list-style-type: none"> 경찰 수사 진행 중.

2. 2025년 정기주주총회 이후 MBKP-YP 컨소시엄의 이사회 진입으로 시작된 변화

2025년 정기주주총회 이후 변화와 한계

- 주주들의 지지를 바탕으로, 지난 정기주주총회에서 MBKP-YP 컨소시엄이 추천한 이사 3인이 선임되었음. 이들이 적극적으로 이사회에 참여하고 견제와 균형을 일부 회복시키며 지배구조 개선에 초기적인 성과를 거두었음.
- 다만, 이사회는 여전히 최윤범 회장 측이 추천한 이사들이 지배하고 있어, 컨소시엄이 지적해 온 지배구조 문제를 근본적으로 해소하는 데에는 한계가 있음. 실제로 동일한 문제들이 2025년 내내 반복적으로 발생함.

2025년 정기주주총회 이후 주요 변화

	기존 행태	주요 변화	여전히 남아있는 과제
이사회 참여	<ul style="list-style-type: none"> ■ 실질적인 문제 제기나 토론 없이 안건을 형식적으로 추진하는 이사회. 	<ul style="list-style-type: none"> ■ 중요 안건에 대해 참여 수준을 높이고, 심층 논의 및 후속 자료 제출을 요청. 	<ul style="list-style-type: none"> ■ 기존 이사들의 소극적인 태도가 지속됨. ■ 철저한 검토를 수행하는 문화와 경영진의 협조 부족.
회사 운용 관리 감독	<ul style="list-style-type: none"> ■ 재무 정보가 세부 내용 검토 없이 개괄적 수준에서만 보고됨. 	<ul style="list-style-type: none"> ■ 경영 성과에 대해 보다 상세한 보고를 요구하고, 구체적인 질의를 통해 실질적인 논의를 유도. 	<ul style="list-style-type: none"> ■ 보고의 실효성이 여전히 낮고, 시정 조치에 대한 후속 관리도 일관되지 않음.
투자 및 회사 자원 투입 관리 감독	<ul style="list-style-type: none"> ■ 대규모 투자임에도 불구하고 사전 논의 없이 사후 보고만 이루어짐. ■ 이사회에서의 심층 토론 및 검증이 극히 제한적임. 	<ul style="list-style-type: none"> ■ 중대한 투자에 대해서는 사전 이사회 검토 및 승인 필요성을 지속적으로 제기. ■ 특정 주주에게 이익이 귀속될 수 있는 비용 지출에 대해 이사회 차원의 철저한 검토 및 감독 필요성을 강조. ■ 자사주 소각, 중간배당 등 주주환원 확대를 통해 주주수익 극대화 요구. 	<ul style="list-style-type: none"> ■ 주요 투자⁽¹⁾가 사후적으로 이사회에 보고되어, 이사회 실질적 검토가 제한됨. ■ 반복적인 요청에도 불구하고 핵심 정보가 이사회에 충분히 제공되지 않음.

(1) 해당 기간 동안의 투자에는 TMC (The Metals Company), MDSi 및 TSG에 대한 투자가 포함됨. TMC 투자는 선투자금 8,520만 달러와 추가 주식 매입을 위한 3년 만기 신주인수권(4,830만 달러)을 포함하고 있으며, 총 최대 투자 약정액은 미화 1억 3,320만 달러로 2024년 말 기준 고려아연 연결 자기자본의 약 2.4%에 해당함. MDSi 및 TSG에 대한 투자는 합산하여 9,940만 달러의 현금 지출을 수반함.

현 이사회회의 소극적/수동적 태도 (1/2)

- 컨소시엄은 문제의 TMC 투자, 지속적인 수익성 악화, 지급수수료를 통한 회사 자금 유용, ACT와의 공모 의혹 등 주요 이슈에 대해 반복적으로 소명을 요구해 왔음.
- 그러나 고려아연 경영진은 여러 의혹에 대한 명확한 답변 없이, 방어적이고 소극적인 태도로 일관함.

주요 이슈·의혹에 대한 이사회회의 소극적 대처

이슈	컨소시엄측 주장	경영진 답변																								
의문스러운 TMC 투자	<ul style="list-style-type: none"> ■ Iceberg가 TMC 사업의 불확실성과 잠재적인 상업적·법적 리스크를 지적한 보고서를 발표한 이후, 컨소시엄 측 이사들은 경영진에 수차례에 걸쳐 소명 요구. ■ 특히 컨소시엄은 TMC 투자 규모가 연결 자기자본의 2.40%에 달하고, 경제적 불확실성이 큰 신규 사업 투자임에도 불구하고, 더 소규모의 투자 건들조차 이사회 승인을 받았던 것과 달리 본 건이 이사회 승인 없이 집행되었다는 점에 대해 문제 제기. <div style="text-align: center; margin-top: 20px;"> <p>과거 투자 건 이사회 승인 여부</p> <p>■ 투자 금액 (십억 원) ○ XX% 연결 자기자본 대비 %</p> <table border="1" style="width: 100%; border-collapse: collapse; margin-top: 10px;"> <thead> <tr> <th>회사명</th> <th>투자 금액 (십억 원)</th> <th>연결 자기자본 대비 %</th> <th>승인 여부</th> </tr> </thead> <tbody> <tr> <td>TMC ('25)</td> <td>182.6⁽¹⁾</td> <td>2.40%</td> <td>❌</td> </tr> <tr> <td>이그니오 잔여 지분 취득 ('22)</td> <td>149.6</td> <td>1.93%</td> <td>✅</td> </tr> <tr> <td>Hyzon Motors CB 투자 ('21)</td> <td>50.0</td> <td>0.71%</td> <td>✅</td> </tr> <tr> <td>클린코리아 매각('21)</td> <td>32.0</td> <td>0.45%</td> <td>✅</td> </tr> <tr> <td>KZAM 신규 설립 ('20)</td> <td>152.7</td> <td>2.23%</td> <td>✅</td> </tr> </tbody> </table> </div>	회사명	투자 금액 (십억 원)	연결 자기자본 대비 %	승인 여부	TMC ('25)	182.6 ⁽¹⁾	2.40%	❌	이그니오 잔여 지분 취득 ('22)	149.6	1.93%	✅	Hyzon Motors CB 투자 ('21)	50.0	0.71%	✅	클린코리아 매각('21)	32.0	0.45%	✅	KZAM 신규 설립 ('20)	152.7	2.23%	✅	<ul style="list-style-type: none"> ■ 경영진은 투자가 적정하였으며, 연결 자기자본 규모의 2.5%에 미달하므로 이사회 승인을 받을 법적 의무가 없다는 입장만 반복함. 그러나 대법원 판례, 상법 및 고려아연 이사회 규정에 따르면, 금액 기준 충족 여부와 무관하게 회사에 중대한 영향을 미칠 수 있는 사항은 이사회 승인을 요함. ■ TMC 투자는 이미 의사결정이 완료된 이후에야 이사회에 사후 보고되어, 실질적인 검토 및 심의가 원천적으로 불가능하였고, 그 결과 회사는 규제 및 사업상 리스크를 전적으로 부담하게 됨.
회사명	투자 금액 (십억 원)	연결 자기자본 대비 %	승인 여부																							
TMC ('25)	182.6 ⁽¹⁾	2.40%	❌																							
이그니오 잔여 지분 취득 ('22)	149.6	1.93%	✅																							
Hyzon Motors CB 투자 ('21)	50.0	0.71%	✅																							
클린코리아 매각('21)	32.0	0.45%	✅																							
KZAM 신규 설립 ('20)	152.7	2.23%	✅																							

출처: 회사 공시, 언론 보도 자료

(1) 총 금액은 신주인수권 포함이며, 최초 지분 투자 시의 원/달러 환율 1,370.27원을 가정하여 계산함.

현 이사회의 소극적/수동적 태도 (2/2)

- 컨소시엄은 문제의 TMC 투자, 지속적인 수익성 악화, 지급수수료를 통한 회사 자금 유용, ACT와의 공모 의혹 등 주요 이슈에 대해 반복적으로 소명을 요구했음.
- 그러나 고려아연 경영진은 여러 의혹에 대한 명확한 답변 대신 방어적이고 소극적인 태도로 일관함.

주요 이슈·의혹에 대한 이사회의 소극적 대처 (계속)

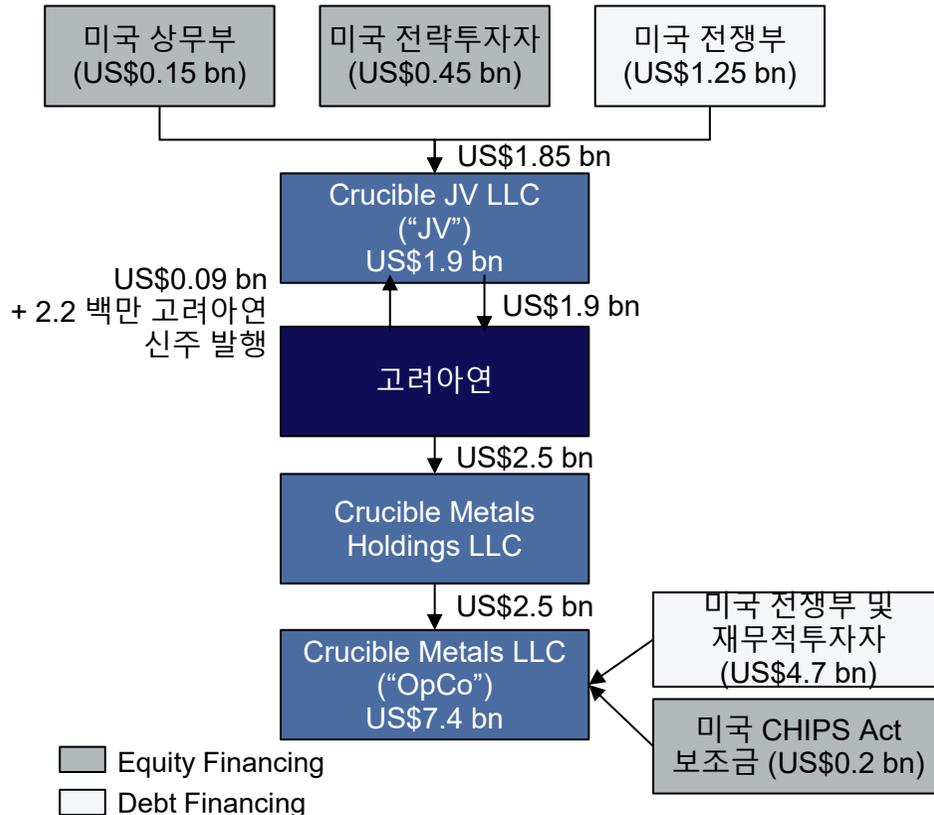
이슈	컨소시엄측 주장	경영진 답변																
<p>지급수수료 급증</p>	<ul style="list-style-type: none"> ■ 경영권 분쟁이 본격화된 2024년 3분기 이후 별도 기준 지급수수료 비용이 급증하였으며, <u>그 결과 실적이 악화되어 2024년 4분기에는 회사 설립 이래 최초의 순손실을 기록함.</u> ■ 이는 최 회장의 경영권을 방어하기 위해 발생한 법률·소송 및 홍보 관련 비용을 회사에 부당하게 전가했기 때문임. <div data-bbox="352 768 1295 1039"> <p>별도 판매관리비 내 지급수수료 추이 (십억 원)</p> <table border="1"> <caption>별도 판매관리비 내 지급수수료 추이 (십억 원)</caption> <thead> <tr> <th>기간</th> <th>1Q24</th> <th>2Q24</th> <th>3Q24</th> <th>4Q24</th> <th>1Q25</th> <th>2Q25</th> <th>3Q25</th> </tr> </thead> <tbody> <tr> <td>지급수수료 추이</td> <td>17.9</td> <td>14.2</td> <td>21.9</td> <td>36.5</td> <td>38.7</td> <td>30.2</td> <td>20.0</td> </tr> </tbody> </table> <p style="text-align: right; color: red;">경영권 분쟁 이후</p> </div>	기간	1Q24	2Q24	3Q24	4Q24	1Q25	2Q25	3Q25	지급수수료 추이	17.9	14.2	21.9	36.5	38.7	30.2	20.0	<ul style="list-style-type: none"> ■ 경영권 분쟁이 시작된 이후 비용이 급격하게 증가한 것이 명백함에도 불구하고, 경영진은 손실의 원인이 환손실에 기인한 것이며 지급수수료 지출은 회사의 이익을 위한 것이었다는 주장만 반복.
기간	1Q24	2Q24	3Q24	4Q24	1Q25	2Q25	3Q25											
지급수수료 추이	17.9	14.2	21.9	36.5	38.7	30.2	20.0											
<p>ACT와 공모한 혐의</p>	<ul style="list-style-type: none"> ■ 현 경영진은 회사의 자원을 유용하여 경영권 방어를 위한 자문 계약을 체결하고 영풍에 대한 공격에 나섰다. 이로 인해 <u>상법상 의결권 관련 이익 제공 금지 규정을 위반하였을 가능성이 있고, 나아가 신인의무를 위반한 것으로 볼 소지가 있음.</u> 	<ul style="list-style-type: none"> ■ 경영진은 해당 계약이 의결권 자문사와 체결된 단순한 주주총회 자문 계약에 불과하다는 입장만을 밝혔을 뿐, 계약의 구체적인 내용에 대해서는 아무런 설명도 제공하지 않음. 																

3. Project Crucible (미국 제련소 건설 프로젝트)

미국 제련소 투자 (“Project Crucible”) 개요 (1/2)

- 고려아연은 연간 아연 생산능력 30만 톤 규모의 미국 내 신규 비철종합 제련소(“Project Crucible”) 건설 자금 조달을 위해 19억 4천만 달러 규모의 제3자 배정 유상증자 발표함.
- 본 프로젝트에는 지분 투자 외에도 59억 달러(한화 약 8조 7천억 원)의 차입금 조달이 포함되어 있으며, 이는 2024년 말 기준 고려아연 연결 자기자본의 115%에 해당함. 총 220만 주의 신주가 발행되었으며, 이는 발행주식수의 10.59%에 해당함. 신주는 기준주가 대비 10.3% 할인된 주당 128만 원에 발행되었음.

거래 구조



거래 개요

- | | |
|--------------------|---|
| 개요 | <ul style="list-style-type: none"> 미국 테네시주 클락스빌에 연간 53만 5천 톤 (아연 30만 톤 포함) 규모의 제련소 건설. 투자 기간: 2026-2029년(4개년). |
| 자금 조달 계획 | <ul style="list-style-type: none"> (JV) 총 19.4억 달러로, 자기자본 7억 달러(이 중 고려아연 0.9억 달러) 및 차입금 12.5억 달러로 구성됨. (OpCo) 총 74.3억 달러로, 자기자본 27억 달러(이 중 고려아연 25억 달러, 신주발행 대금 포함) 및 차입금 47억 달러로 구성됨. <ul style="list-style-type: none"> 고려아연은 차입금과 CHIPS 법안 보조금에 대해 총 57.1억 달러 (2024년 말 연결 자기자본의 110%)에 해당하는 전액 지급 보증을 제공함. |
| 제3자 배정 유상증자 | <ul style="list-style-type: none"> 발행주수: 신주 2,209,716 주 (발행주식수의 10.59%) 발행가액: 주당 128만 원 (기준 주가 대비 10.3% 할인) |

미국 제련소 투자 (“Project Crucible”) 개요 (2/2)

- 2025년 12월 15일, 회사는 기습적으로 이사회를 소집하여 19억 4천만 달러 규모의 제3자 배정 유상증자를 승인했으며, 납입일은 불과 10일 후인 12월 26일로 정함.
- 투자 규모와 전략적 중요성에도 불구하고, 이사회에 제공된 자료는 이사회 직전에 배포되었고, 안건은 이사회 당일 승인되어 충분한 검토와 심의를 할 기회가 제한되었음.
- 납입과 주식 발행은 완료되었으나, 여러 핵심 계약 조건은 여전히 공시되지 않았음.

Next Steps

주요 일정

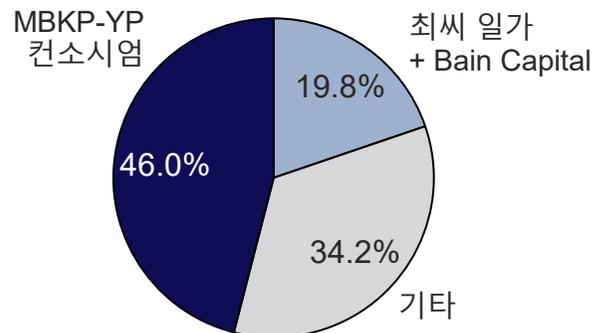
- 제3자 배정 유상증자
 - 12/15/2025: 이사회 결의
 - 12/26/2025: 납입일
- 프로젝트 실행
 - 2026: 인허가 등 프로젝트 준비
 - 1Q2027: 착공 목표
 - 4Q2029: 준공 목표

미공개 주요 사항

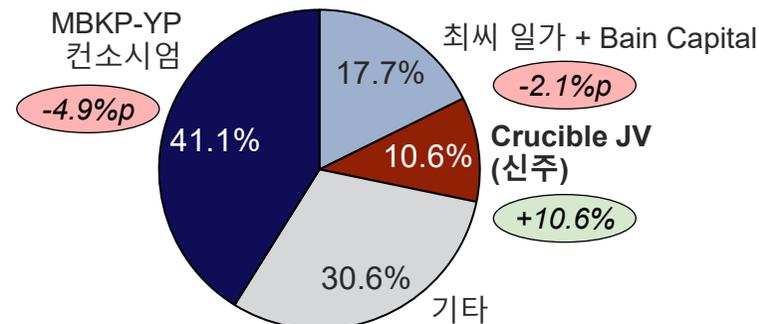
- 여러 핵심 계약 조건은 아직 협상 중⁽¹⁾인 것으로 알려져 있으며, 이는 (i) 미국 상무부에 부여된 OpCo 추가 지분 취득을 위한 신주인수권, (ii) 생산 금속에 대한 오프테이크 권리, (iii) JV와 OpCo 간 서비스 계약, (iv) JV의 이익 배분 구조 등을 포함하고 있음.
- 기준일 현재 10.6% 지분을 보유한 Crucible JV에는 442억 원의 배당금 지급이 예상됨⁽²⁾.

지분을 변화 (발행주식수%)

유상증자 이전



유상증자 이후



출처: 회사 공시

(1) 2025년 12월 31일 공시된 유상증자 관련 공시에 따르면 구체적인 조건은 협상 중임.

(2) 2025년도 해당 배당금 지급 기준일은 2025년 12월 31일임.

미국 제련소 건설에 대한 MBKP-YP 컨소시엄의 입장

- 컨소시엄은 세계 최대 시장인 미국에 대규모 제련소를 구축하는 Project Crucible이 고려아연에게 장기적 성장 잠재력과 전략적 가치를 지닌다는 점에서 미국 제련소 건설 프로젝트 자체에는 동의함. 특히 핵심·전략 광물의 지정학적 중요성이 커지는 환경에서, 이러한 투자는 전략적 의미가 있음.
- 다만, 컨소시엄의 우려는 프로젝트 그 자체가 아니라, 이사회와 실질적 관리·감독과 충분한 검토 없이 단기간에 결정이 진행된 절차와 거버넌스 구조에 영향을 미치는, 왜곡된 거래 구조에 있음. 투자 규모와 파급 효과를 감안할 때, 이사회는 실행 리스크, 거래 핵심 조건들, 그리고 기존 주주 이익에 미치는 영향을 충분히 검토·논의할 시간과 정보를 제공받지 못했음.
- 회사의 최대주주이자 이사회 구성원으로서, 컨소시엄은 Project Crucible이 신중하게 집행되고 고려아연의 지속 가능한 가치 창출로 이어질 수 있도록, 향후 남은 집행 단계 전반을 끝까지 면밀하게 감독할 것임.

컨소시엄의 입장

+

규모 및 글로벌 확장

- Project Crucible은 연간 아연 30만 톤 등 상당한 규모 아연/연과 핵심·전략 광물 생산을 목표로 하며, 이는 미국 내 최대 규모이자 세계 최대 온산 제련소 생산능력의 약 절반에 해당함.
- 이러한 규모의 제련소를 미국에 구축하는 것은 글로벌 중요 수요시장에서 고려아연의 생산 기반과 고객 접근성을 확대하여, 글로벌 경쟁력 및 전략적 입지를 실질적으로 강화한다는 점에서 긍정적으로 평가함.

+

핵심 전략 광물

- 본 프로젝트는 공급망 분절화, 지정학적 긴장, 국가 안보 우선순위로 중요성이 커지고 있는 핵심·전략 광물 시장에 대한 참여를 확대함으로써 회사의 장기 성장과 전략적 중요성을 제고한다는 측면에서 긍정적으로 평가함.

-

절차 및 거버넌스 실패

- 프로젝트 자체의 규모와 장기적 파급력에도 불구하고, 이사회는 경영진과 함께 실행 리스크, 자본 배분의 기회비용, 하방 시나리오 등을 충분히 평가할 시간과 정보를 제공받지 못했음.
- 특히 복잡한 거래 구조로 인해 대규모 제3자 배정이 발생하여 기존 주주 지분이 실질적으로 희석되었으며, 이는 최종 승인 이전에 보다 철저한 이사회 차원의 검토가 필요했던 사안임.

향후 계획

실행 감독 및 지원

- 컨소시엄은 최대주주이자 이사회 참여자로서, 남은 단계 전반을 적극적으로 감독·지원하여 규율 있는 집행과 가치 실현을 보장할 것임.

온산 제련소 경쟁력 유지

- 컨소시엄은 미국 프로젝트가 진행되는 동안에도 온산 제련소가 지속적으로 경쟁력을 유지하고 회사 전체 가치가 극대화될 수 있도록 자본과 핵심 인력 배분을 신중히 관리하는 데 경영진을 지원할 것임.

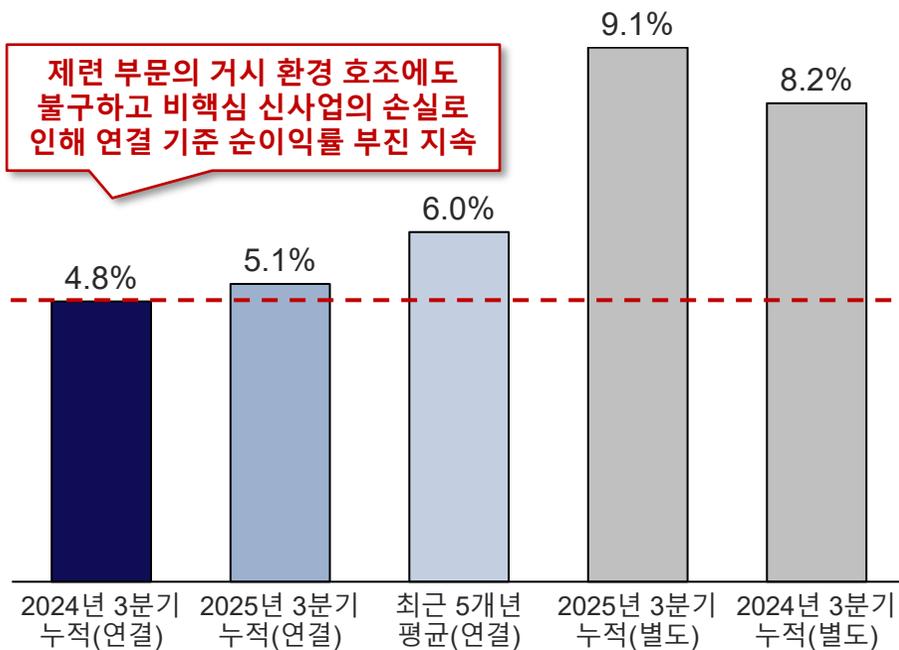
4. 고려아연 기업지배구조 개선의 필요성

지배구조 실패로 인한 재무 실적의 지속적 악화

- 제련 사업의 우호적인 거시 환경에도 불구하고 비핵심 사업이 실적에 지속적인 부담으로 작용하면서, 연결 기준 순이익률은 부진한 흐름을 보임. 실제로 2025년 3분기 누적 연결 기준 순이익률은 4.8%에 그쳐, (i) 최근 5개년 평균인 6.0%는 물론 (ii) 2025년 3분기 누적 별도 기준 순이익률 9.1%를 크게 하회함.
- 자기주식 공개매수로 인한 차입금 및 이자비용 증가와 실패한 신규 사업 투자에서 발생한 누적 손실은 회사의 핵심 제련 사업이 창출한 이익을 지속적으로 잠식하고 있음. 최 회장 체제 하에서 구조적인 지배구조 결함으로 인해 장기적으로 실적에 부담을 주고 자본 배분이 비효율적으로 이루어지고 있다는 점은, 신규 투자 및 자본 배분에 대해 보다 엄격한 이사회 감독이 필요함을 여실히 보여줌.

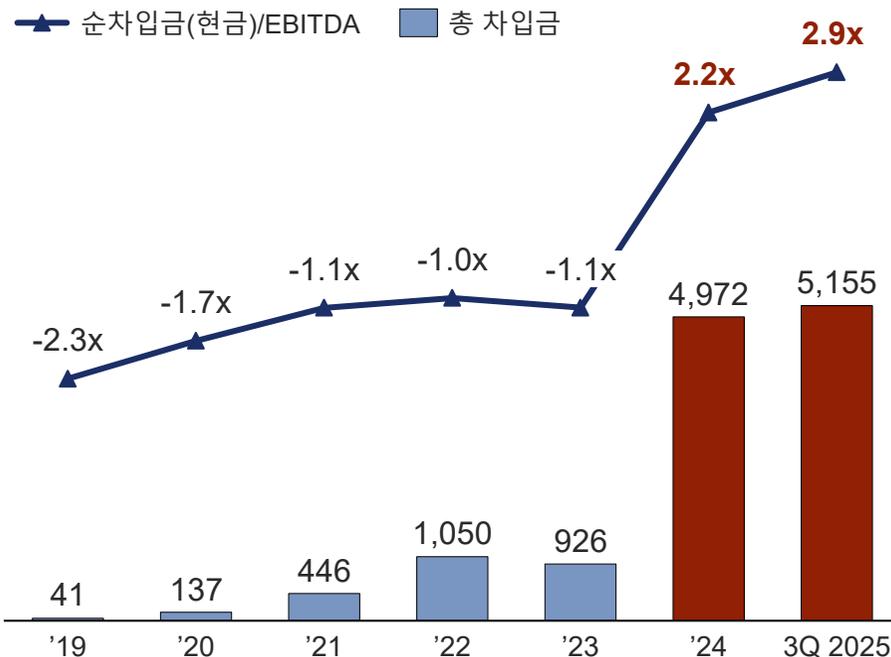
당기순이익률 추이

■ 당기순이익률 (%)



차입금의 급격한 증가

(십억 원)



기초 체력 부족

- 달러화 강세와 금·은 가격의 전례 없는 급등(2023년 이후 각각 2.3배, 2.9배 상승)에 힘입어 회사의 별도 재무제표상 실적은 외형적으로 견조해 보이나, 거시적 요인을 조정하면, 영업이익은 이미 2024년 3분기부터 적자 전환함.
- 향후 우호적인 거시 환경을 온전히 실적에 반영하고, 경기 변동에도 성과를 지속 유지하기 위해서는, 회사 자원 사용 시 발생할 수 있는 불필요한 현금 유출과 각종 리스크 요인에 대한 보다 엄격한 이사회의 점검·감독이 요구됨.

금·은 가격 및 원/달러 환율 추이

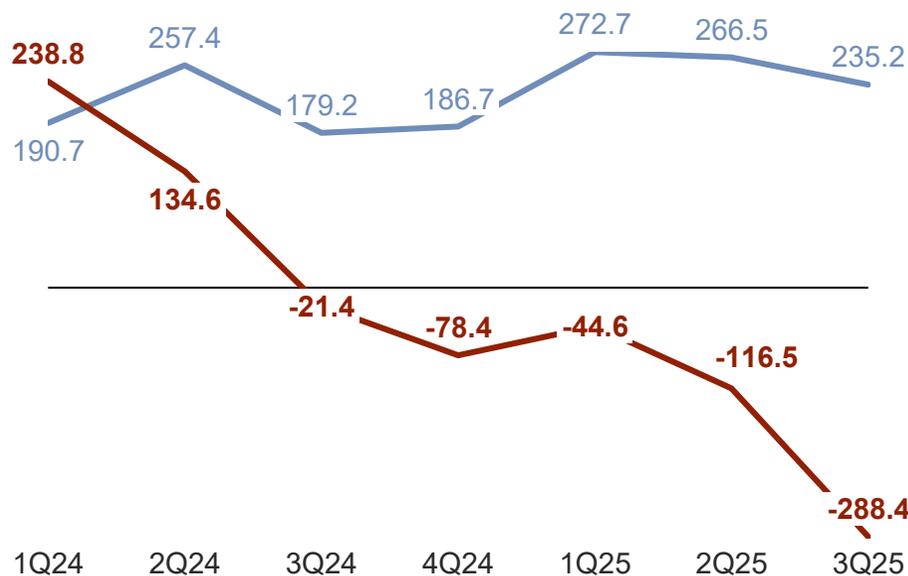
(Index: 2023/01/02 가격 = 100)

— 금 (USD/oz) — 은(USD/oz) — 원/달러 환율



거시적 요인을 조정한 영업 실적

(십억 원) — 별도 영업이익 (Reported) — 별도 영업이익 (조정)⁽²⁾



출처: LBMA (London Bullion Market Association), 서울외환거래소

(1) 2025년 원/달러 환율의 연평균은 1,422.2원으로, 1998년 아시아 외환위기 당시 기록된 종전 최고 연평균치인 1,394.9원을 상회함.

(2) 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 조정함.

고려아연 지배구조 개편을 위한 제언

- 컨소시엄은 지배구조 개편이 고려아연의 주주가치를 한층 더 제고할 수 있다고 믿고 있음.
- 이를 위해 컨소시엄은 (i) 자본 배분에 대한 이사회 감독 기능을 강화하고, (ii) 주주가치를 희석시키거나 경영권 고착화를 목적으로 하는 거래에 대한 심사를 강화하며, (iii) 선제적인 지배구조 리스크 관리 체계를 구축하고, (iv) 이사회가 특정주주가 아닌, 모든 주주를 위한 수임인 지위를 회복하는 것을 목표로 하고 있음.

투자에 대한 이사회 관리/감독 강화

- ☑ 고려아연의 과거 투자사례는 이사회 감독 기능이 충분히 작동하지 않았음을 방증함
- ☑ 중요한 투자에 대해서는 명확한 재무적·전략적 근거를 바탕으로 이사회 사전 승인을 의무화
- ☑ 투자 이후의 성과 모니터링 및 회수 계획을 공식 절차로 수립



주주가치 희석을 초래하거나 경영권 고착화를 목적으로 하는 거래에 대한 감독 강화

- ☑ 고려아연의 과거 거래들은 주주가치 희석 및 경영권 고착화에 대한 우려를 야기함
- ☑ 모든 자본거래에 대해 주주가치 희석효과, 자본구조에의 영향 및 대안적 거래구조에 대한 검토 체계화
- ☑ 이해상충 소지가 있는 거래에 대해서는 보다 엄격한 공정성 기준을 부과

선제적인 지배구조 리스크 관리 체계 구축

- ☑ 최근의 법원판결과 수사들은 고려아연의 지배구조 리스크를 부각시키고 있음
- ☑ 법적·규제·평판 리스크에 대한 체계적인 이사회 검토 절차를 도입
- ☑ 중대한 수사 및 분쟁에 대해서는 이사회 시의적절한 감독이 이루어지도록 추진

모든 주주를 위한 선량한 관리자로서의 이사회 역할 재정립

- ☑ 현 이사회 구조는 특정 이해관계자에게 과도한 영향력을 허용하고 있음
- ☑ 이사회 독립성과 이해상충 방지 장치를 강화 필요
- ☑ 장기적인 주주가치의 수호자로서 이사회 역할을 강화

부록

2025년 컨소시엄의 이사회 활동 요약(1/3)

- | | |
|--------------|-----------|
| ● 이사회 실질화 | ● 이사회 독립성 |
| ● 투자, 리스크 통제 | ● 주주환원 |
| ● 회사 자산 보호 | ● 거버넌스 |

이사회 구분

컨소시엄측 요청 및 제안

영향

임시 이사회 (2025.4.16.)

- 임시/정기주주총회로 확대·개편된 이사회 취지에 부합하도록 위원회 재구성 검토 요청
- 이사들이 안건을 사전에 충분히 검토할 수 있도록, 이사회 의안자료 사전 제공 및 사전 설명회(간담회) 등 요구

- 위원회 거버넌스 개선 (형식적 재선임 견제 등)
- 이사 사전 검토권 보장을 통한 이사회 실질화

정기 이사회 (2025.5.8.)

- 이사회 자료 사전 제공 재요청
- 광고선전비·지급수수료 급증 원인 설명 요구
- 국내/해외 주요 계열사별 실적을 구분하여 보고할 것과, 원아시아 파트너스 등 재무적 투자 금액 현황 및 회수 계획 설명 요청
- 형사 수사 진행 중인 인물의 대표이사 선임은 부적절하다는 의견 표명 및 반대 표결
- 잔여 자기주식의 소각 이외에 추가적 처분(의결권 대차 등) 계획 여부 확인
- (i) 로비스트 및 홍보대행사 관련 자산 유용 의혹과 (ii) 고려아연 및 임직원에 대한 검찰의 압수수색과 관련하여, 사실관계에 대한 보고 및 설명 요청

- 이사 사전 검토권 보장을 통한 이사회 실질화
- 비용 통제 및 잠재적 주주가치 훼손 감독 강화
- 자본 배분 감독 강화 및 보고 투명성 제고
- 컴플라이언스 및 평판 리스크 관리
- 잠재적인 주주가치 훼손 감독 강화
- 회사 자금 유용 및 법적 리스크로 인한 잠재적 주주가치 훼손 감독 강화

2025년 컨소시엄의 이사회 활동 요약(2/3)

● 이사회 실질화	● 이사회 독립성
● 투자, 리스크 통제	● 주주환원
● 회사 자산 보호	● 거버넌스

이사회 구분

컨소시엄측 요청 및 제안

영향

**임시 이사회
(2025.7.4.)**

- (TMC 투자) 경제성, 특허, 계약, 규제 요건 및 ESG 등 주요 리스크 전반에 대해 검증이 충분히 이루어지지 않았음을 지적
- (TMC 투자) 이사회 또는 투자심의위원회 심의 절차 없이 투자가 추진된 경위에 대해 문제를 제기하고, 향후 신규 또는 대규모의 중요 투자에 대해서는 이사회 사전 보고 내지 승인 요청

●● 대규모 투자 리스크 통제 및 실사 강화 요구

**정기 이사회
(2025.8.6.)**

- 판매관리비의 급증 관련, 상세 비용 집행 내역 설명 요청
- 사후 보고 관행의 문제점을 지적한 후, 손실이 지속되고 있는 해외 자회사에 대한 추가 투자의 합리성 관련 질의
- 제3자적 관점에서의 검토가 가능하도록, 내부거래에 대한 이사회 보고 및 공개적인 논의 요청
- 밸류업 프로그램에서의 분기배당 등 주주 이익과 직결되는 사안에 대해 점검 및 관리 강화 요청
- 원아시아파트너스 투자금 회수 계획의 불명확성 지적
- 사외이사 정보 제공 근거 마련의 취지에는 동의하되, 기타비상무 이사에도 동일 정보 제공 및 사전간담회 논의 요약 공유 요청

● 비용 통제 및 잠재적 주주가치 훼손 감독 강화

● 자본 배분 감독 강화 및 보고 투명성 제고

●● 이사회의 실질적 논의 지원

● 잠재적인 주주가치 훼손 감독 강화

● 자본 배분 감독 강화 및 보고 투명성 제고

● 이사회의 실질적 논의 지원

2025년 컨소시엄의 이사회 활동 요약(3/3)

● 이사회 실질화	● 이사회 독립성
● 투자, 리스크 통제	● 주주환원
● 회사 자산 보호	● 거버넌스

이사회 구분

컨소시엄측 요청 및 제안

영향

**임시 이사회
(2025.9.19.)**

- (국내 신규 투자) 투자 타당성 검토 위해 필요한 자료 요청
- (TMC 투자) 국제법 위반 가능성에 대한 우려를 제기하고, 잠재적인 법적 및 ESG 리스크 등 TMC 투자에 대한 전반적이고 철저한 재검토 요청

- 이사회의 실질적 논의 지원
- 대규모 투자 리스크 축소 및 리스크 선제 관리

**정기 이사회
(2025.11.5.)**

- 형사 범죄에 연루된 원아시아파트너스 투자금에 대한 조속한 회수 방안 마련 요청
- 지급수수료 및 광고선전비 집행 관련 감사위원회 검토 관련하여, 일부 비용이 특정 개인을 위해 사용되었을 가능성 등 문제 제기
- 신규 R&D 센터와 관련하여 입지, 규제 및 과도한 투자 규모 가능성에 대한 우려를 제기하고, 추가적인 보고 요청
- 향후 배당 자원 확보를 위해 배당 여부, 배당 기준일 및 배당 자원의 출처에 대해 질의

- 잠재적 주주가치 훼손 감독 강화 및 법적 리스크 선제적 감독
- 비용 통제 강화 및 보고 투명성 제고
- 이사회의 실질적 논의 지원
- 잠재적 주주가치 훼손 감독 강화