



고려아연 집중투표제 도입 안건에 대한 소고

도입 자체는 거버넌스 개선에 긍정적이라 판단, 그러나 도입의 취지는...

▶ Analyst 엄수진 sujineom@hanwha.com 3772 7407

[고려아연 측이 주주제안한 집중투표제 도입에 대한
의결권 자문기관 권고 현황 및
기관투자자 의결권 행사 현황]

의결권 자문기관 또는 기관투자자	권고 의견 또는 의결권 행사 내역
ISS (Institutional Shareholder Services)	반대
글래스루이스 (Glass Lewis)	찬성
한국 ESG 기준원	반대
한국 ESG 연구소	찬성
서스틴베스트	찬성
한국 ESG 평가원	찬성
캘리포니아공무원연금 (CalPERS)	반대
캘리포니아교직원연금 (CalSTRS)	반대

고려아연은 오는 1월 23일(목) 오전 9시에 그랜드 하얏트 서울에서 임시주주총회를 개최한다. 동 임시주총에 상정된 안건 중 고려아연 측이 제안한 ‘집중투표제 도입을 위한 정관 변경의 건’에 대하여 국내외의 의결권 자문기관들의 권고가 엇갈리고 있는 가운데, 지난 16 일 북미 주요 연기금인 캘리포니아공무원연금(CalPERS)과 캘리포니아교직원연금(CalSTRS)이 고려아연의 집중투표제 도입에 반대표를 행사하였다.

Comment

집중투표제를 도입하고자 하는 취지에 대해서만 검토해 보자면, 고려아연 측이 제시하는 ‘소수주주 보호’라는 명분은 다소 설득력이 약하다고 판단된다.

이러한 판단의 첫번째 이유는, 현행 고려아연 정관에서는 집중투표제를 배제하고 있는데 경영권 분쟁이 진행 중인 상황에서, 또 고려아연 측이 추천하는 이사 후보 선임 안건도 상정된 상황에서 이를 도입하려 한다는 점이다. 상장법인의 대다수가 정관에 집중투표제 배제 조항을 마련하고 있는 것이 현실이기는 하나, (경영권 분쟁이 일어나기 전인) 평시에 이미 집중투표제 배제 조항을 정관에서 삭제했다더라면, 소수주주를 보호한다는 목적의 진정성이 더 와닿았을 것이다. 상법에 집중투표제 조항이 처음 도입된 것은 1998년 12월인데, 고려아연의 1998년 사업연도 정관에 이미 집중투표제 배제 조항이 마련되어 있고 지금까지 유지되어 왔다. 참고로, 국민연금의 의결권 행사 지침도 원칙적으로 집중투표제 배제 조항을 삭제하는 안에 찬성하는 입장이며, 국민연금은 2010년 5월부터 고려아연의 지분을 보유하고 있다.

두번째 이유는, 지난 2024년 8월 임시주총을 통해 최윤범 회장 일가의 지분율이 66.7%인(영풍 측 지분율은 33.3%) 서린상사(현 사명은 ‘케이지트레이딩’, 영풍그룹의 수출입 및 물류 업무를 영위하는 계열회사)에 집중투표제 배제 조항을 ‘신설’하는 정관 개정안을 고려아연 측이 통과시켰다는 점이다. 서린상사는 비상장법인이기에는 하나, 소수주주를 보호한다는 명분은 모든 계열회사에 공통적으로 적용되어야 할 원칙이라 생각된다.

집중투표제의 도입 자체는 거버넌스 개선에 긍정적인 제도 변화라고 보지만, 도입의 시기와 상황을 고려할 때 집중투표제 도입의 취지를 ‘소수주주 보호’라고 보기에는 석연치 않은 면이 있다.

집중투표제에 대하여

집중투표제(Cumulative Voting)는 이사 선임 시 이사 후보 수만큼의 의결권을 주식 1주당 부여하는 제도로, 소수 세력이 지지하는 이사가 선임될 가능성을 높여주는 효과가 있다. 주주는 특정 후보에게 의결권을 몰아서 투표할 수도 있고, 여러 명의 후보에게 분산하여 투표하는 것도 가능하다.

우리나라 상법은 회사가 정관을 통해 집중투표제를 배제하지 않는 한 집중투표제를 도입한 것으로 간주하는 Opt-out 방식을 채택하고 있다. 현행 상법 제382조의2제1항에 따르면 2인 이상의 이사 선임 시 지분을 3% 이상을 보유한 주주는 정관에서 달리 정하는 경우를 제외하고는 회사에 대하여 집중투표의 방법으로 이사를 선임할 것을 청구할 수 있다. 따라서 집중투표제 도입을 원치 않는 기업은 정관에 집중투표제 ‘배제’ 조항을 마련하고 있다.

공정거래위원회가 80개 공시대상기업집단 소속 상장법인 344개사를 대상으로 조사한 결과, 집중투표제를 도입한 기업은 344개사 중 13개사(3.8%)에 불과하였다(2024.12. 보도). 즉, 나머지 331개사는 정관에 집중투표제 배제 조항을 마련하고 있다는 것이다.

[표1] 현행 상법상 집중투표제 관련 조항

제382조의2(집중투표) ① 2인 이상의 이사의 선임을 목적으로 하는 총회의 소집이 있는 때에는 의결권없는 주식을 제외한 발행주식총수의 100분의 3 이상에 해당하는 주식을 가진 주주는 정관에서 달리 정하는 경우를 제외하고는 회사에 대하여 집중투표의 방법으로 이사를 선임할 것을 청구할 수 있다. ② 제1항의 청구는 주주총회일의 7일 전까지 서면 또는 전자문서로 하여야 한다. ③ 제1항의 청구가 있는 경우에 이사의 선임결의에 관하여 각 주주는 1주마다 선임할 이사의 수와 동일한 수의 의결권을 가지며, 그 의결권은 이사 후보자 1인 또는 수인에게 집중하여 투표하는 방법으로 행사할 수 있다. ④ 제3항의 규정에 의한 투표의 방법으로 이사를 선임하는 경우에는 투표의 최다수를 얻은 자부터 순차적으로 이사에 선임되는 것으로 한다. ⑤ 제1항의 청구가 있는 경우에는 의장은 의결에 앞서 그러한 청구가 있다는 취지를 알려야 한다. ⑥ 제2항의 서면은 총회가 종결될 때까지 이를 본점에 비치하고 주주로 하여금 영업시간내에 열람할 수 있게 하여야 한다.	제542조의7(집중투표에 관한 특례) ① 상장회사에 대하여 제382조의2에 따라 집중투표의 방법으로 이사를 선임할 것을 청구하는 경우 주주총회일(정기주주총회의 경우에는 직전 연도의 정기주주총회일에 해당하는 그 해의 해당일. 이하 제542조의8제5항에서 같다)의 6주 전까지 서면 또는 전자문서로 회사에 청구하여야 한다. ② 자산 규모 등을 고려하여 대통령령으로 정하는 상장회사의 의결권 없는 주식을 제외한 발행주식총수의 100분의 1 이상에 해당하는 주식을 보유한 자는 제382조의2에 따라 집중투표의 방법으로 이사를 선임할 것을 청구할 수 있다. ③ 제2항의 상장회사가 정관으로 집중투표를 배제하거나 그 배제된 정관을 변경하려는 경우에는 의결권 없는 주식을 제외한 발행주식총수의 100분의 3을 초과하는 수의 주식을 가진 주주는 그 초과하는 주식에 관하여 의결권을 행사하지 못한다. 다만, 정관에서 이보다 낮은 주식 보유비율을 정할 수 있다. ④ 제2항의 상장회사가 주주총회의 목적사항으로 제3항에 따른 집중투표 배제에 관한 정관 변경에 관한 의안을 상정하려는 경우에는 그 밖의 사항의 정관 변경에 관한 의안과 별도로 상정하여 의결하여야 한다.
---	--

자료: 법제처, 한화투자증권 리서치센터

고려아연 임시주주총회 안건

고려아연은 오는 1월 23일(목) 오전 9시에 그랜드 하얏트 서울 1층 그랜드 볼룸에서 임시주주총회를 개최한다. 동 임시주총에는 21인의 이사(사외이사, 기타비상무이사) 후보에 대한 선임 안건이 상정되었는데 21인 중 7인은 고려아연 측, 14인은 영풍 측에서 추천한 후보이다. 한편, 고려아연 측은 주주제안을 통해 집중투표제 도입을 위한 정관 변경의 건을 상정하였는데 이에 대해 국내외 의결권 자문사들의 권고가 엇갈리고 있다.

[표2] 고려아연 임시주주총회(2025년 1월 23일 개최 예정) 회의 목적사항

대분류	중분류	소분류	안건명, 안건 내용	제안자 등 기타 참고사항
제1호 의안			정관 일부 변경의 건	
	제1-1호 의안		집중투표제 도입을 위한 정관 변경의 건	유미개발㈜ ^{주1} 이 주주제안
	제1-2호 의안		이사회 비대화를 통한 경영활동의 비효율성을 막기 위한 이사 수 상한 설정 관련 정관 변경의 건	이사는 3인 이상 19인 이하로 한다는 문구를 정관 조항에 추가
	제1-3호 의안		집행임원제도 도입을 위한 정관 변경의 건	㈜영풍이 주주제안
	제1-4호 의안		발행주식 액면분할 및 액면분할을 위한 정관 변경의 건	
	제1-5호 의안		소수주주에 대한 보호 관련 정관 명문화의 건	
	제1-6호 의안		사외이사 이사회 의장 선임을 위한 정관 변경의 건	제1-6호 의안은 제 1-3호 의안이 부결될 경우에만 상정되고, 제1-3호 의안 가결 시 자동 폐기됨
	제1-7호 의안		배당기준일 변경을 위한 정관 변경의 건	
제2호 의안	제1-8호 의안		분기배당 도입을 위한 정관 변경의 건	
	제2-1호~제2-21호 의안		이사 수 상한이 19인임을 전제로 한 집중투표에 의한 이사 7인 선임의 건	제2호 의안은 제1-1호 의안 및 제1-2호 의안이 모두 가결될 경우에만 상정되고, 그 외의 경우에는 자동 폐기됨
제3호 의안			사외이사 및 기타비상무이사 21인에 대한 선임의 건으로, 세부 내용 생략	14인은 ㈜영풍이 주주제안한 후보
			이사 수 상한이 없음을 전제로 한 집중투표에 의한 이사 선임의 건	제3호 의안은 제1-1호 의안이 가결되고, 제1-2호 의안이 부결될 경우에만 상정되고, 그 외의 경우에는 자동폐기됨
	제3-1호 의안		집중투표에 의하여 선임할 이사의 수 결정의 건	
		제3-1-1호 의안	이사 7인 선임의 건	제3-1-1호 및 제3-1-2호 의안은 일괄표결 후 보통결의요건 충족 의안이 복수일 경우 다득표 의안이 가결된 것으로 함
		제3-1-2호 의안	이사 14인 선임의 건	
	제3-2호 의안		집중투표에 의한 이사 7인 선임의 건	제3-2호 의안은 제3-1-1호 의안이 가결될 경우에만 상정되고, 제3-1-1호 의안 부결 시 자동 폐기됨
		제3-2-1호~제3-2-21호 의안	사외이사 및 기타비상무이사 21인에 대한 선임의 건으로, 세부 내용 생략	14인은 ㈜영풍이 주주제안한 후보
	제3-3호 의안		집중투표에 의한 이사 14인 선임의 건	제3-3호 의안은 제3-1-2호 의안이 가결될 경우에만 상정되고, 제3-1-2호 의안 부결 시 자동폐기됨
제4호 의안			사외이사 및 기타비상무이사 21인에 대한 선임의 건으로, 세부 내용 생략	14인은 ㈜영풍이 주주제안한 후보
			이사 수 상한이 19인임을 전제로 한 이사 선임의 건	제4호 의안은 제1-1호 의안이 부결되고, 제1-2호 의안이 가결될 경우에만 상정되고, 그 외의 경우에는 자동 폐기됨.

				단, ㈜영풍이 2024.12.30.자로 신청한 서울중앙지방법원 2024카합21996호 의안상정금지 등 가처분 사건에 대하여 인용결정이 이루어지는 경우, 제1-1호 의안의 가결에도 불구하고 제1-2호 의안이 가결될 경우에는 본 제4호 의안이 상정됨
	제4-1호~ 제4-21호 의안 ^{주2}		사외이사 및 기타비상무이사 21인에 대한 선임의 건으로, 세부 내용 생략	14인은 ㈜영풍이 주주제안한 후보
제5호 의안			이사 수 상한이 없음을 전제로 한 이사 선임의 건	제5호 의안은 제1-1호 의안과 제1-2호 의안이 모두 부결될 경우에만 상정되고, 그 외의 경우에는 자동 폐기됨. 단, ㈜영풍이 2024.12.30.자로 신청한 서울중앙지방법원 2024카합21996호 의안상정금지 등 가처분 사건에 대하여 인용결정이 이루어지는 경우, 제1-1호 의안의 가결에도 불구하고 제1-2호 의안이 부결될 경우에는 본 제5호 의안이 상정됨
	제5-1호~ 제5-21호 의안		사외이사 및 기타비상무이사 21인에 대한 선임의 건으로, 세부 내용 생략	14인은 ㈜영풍이 주주제안한 후보
제6호 의안			감사위원회 위원 선임의 건	

주1: 최창걸 고려아연 명예회장 일가가 운영하는 부동산 임대업을 영위하는 업체

주2: 모든 후보자에 대하여 일괄 상정 및 일괄 표결하고, 만약 보통결의 요건을 충족한 의안이 선임 가능한 이사 수를 초과하는 경우에는 다득표 순으로 이사 수 상한 이내에서 선임함

자료: 고려아연, 한화투자증권 리서치센터

고려아연 집중투표제 도입에 대한 자문기관 및 기관투자자 입장

고려아연 측이 주주제안한 집중투표제 도입에 대하여 국내외 주요 의결권 자문기관들의 권고 내용이 찬반 양측으로 나뉘어졌다. 집중투표제 도입에 ‘반대’ 의결권을 행사할 것을 권고한 기관으로는 ISS, 한국ESG기준원이 있으며 ‘찬성’ 의결권을 행사할 것을 권고한 기관으로는 글래스루이스, 한국ESG연구소, 서스틴베스트, 한국ESG평가원이 있다. 이러한 상황에서 지난 16일, 북미 주요 연기금인 캘리포니아공무원연금(CalPERS)과 캘리포니아교직원연금(CalSTRS)이 고려아연의 집중투표제 도입에 반대표를 행사하여 세간의 이목이 집중되고 있다.

[표3] 고려아연 측이 주주제안한 집중투표제 도입에 대한 의결권 자문기관 권고 현황 및 기관투자자 의결권 행사 현황

의결권 자문기관 또는 기관투자자	집중투표제 도입에 대한 권고 의견 또는 의결권 행사 내역	근거	비고
ISS (Institutional Shareholder Services)	반대	· 일반적으로 집중투표제는 소수주주에게 혜택이 가는 것으로 여겨지지만, 이번 경우에는 MBK·영풍 측에서 추구하고자 하는 개혁을 희석시키는 의도치 않은 결과를 야기할 수 있음	· 고려아연 측이 추천한 7인의 후보에 대해 모두 반대 · 고려아연 측이 제안한 ‘이사 수 상한 설정’에 대해서는 찬성 · 이사회 규모에 대해서는 고려아연 측이 제안한 ‘19인 이하’가 아닌 16인이 적절하다며, 현재 이사회가 12인인 점을 감안해 MBK·영풍 측이 제안한 이사 후보 14인 가운데 4인만 추가를 제안
글래스루이스 (Glass Lewis)	찬성	· 집중투표제는 특정 지배주주를 과도하게 우대하기보다는 더 광범위한 주주 기반을 대표하는 이사회를 구성하는 데 기여할 수 있음 · 고려아연은 장기적 성장과 가치 창출을 달성한다는 명시된 목표를 가지고 트로이카 드라이브 전략을 선택한 반면 MBK·영풍 측은 고려아연이 새로운 벤처 기업에 대한 투자를 크게 줄이고 단기 수익을 우선시하는 것을 추구함	· ‘집중투표제 도입’과 ‘이사 수 상한 설정’ 등 고려아연 측이 제안한 안건에 모두 찬성 권고 · 고려아연 측 추천 후보 7인에 대해 전원 찬성 · MBK·영풍이 제안한 14인의 후보에 대해서는 모두 반대
한국 ESG 기준원	반대	· 경영권 분쟁의 상황에서 집중투표제를 도입한다는 점은 상당히 이례적 · 집중투표제의 실효성을 고려하면 필요성과 타당성이 현 시점에서 충분하지 않고 오히려 소수주주권이 제한되는 결과를 맞이할 수 있음	· MBK·영풍 측 추천 후보 7인에 대해 찬성 · 고려아연 측 추천 후보 7인에 대해서는 반대
한국 ESG 연구소	찬성	· 집중투표제 도입은 결과적으로 일반주주 권익 보호에 기여할 수 있다는 점에서 긍정적으로 평가 · 경영 안정성 측면에서 고려아연이 지속적으로 (기업경영을) 추진할 수 있도록 하되, 이를 예리하게 감독하고 견제할 수 있는 영풍·MBK 측 이사 후보들을 일부 선임할 것을 권고함	· 고려아연 측이 추천한 후보 4인, MBK·영풍 측이 추천한 후보 3인에 대해 찬성 권고
서스틴베스트	찬성	· 집중투표제의 본래 취지인 소수주주 이익을 보호하고 경영 투명성을 강화할 수 있음	· 이사 수 상한 설정과 집중투표제 등 고려아연 측 안건에 찬성 · 현 경영진 감독 강화 위해 MBK·영풍 측 이사 후보 7인에 대해 찬성
한국 ESG 평가원	찬성	· MBK·영풍 측이 추진하는 27명 이사회 구성은 지나치게 비대하여 비효율적 · 현 경영진이 추진하는 지배구조 개선 및 주주가치 제고 정책이 긍정적이라 판단함	-
캘리포니아공무원연금 (CalPERS) ^{주1}	반대	-	· 기관투자자의 의결권 행사 결과임
캘리포니아교직원연금 (CalSTRS) ^{주2}	반대	-	· 지난 9일 ISS가 권고한 내용과 일치

주1: California Public Employees' Retirement System

주2: California State Teachers Retirement System

자료: 각 기관, 언론 보도, 한화투자증권 리서치센터

집중투표제를 도입하려는 ‘취지’에 대해서만 살펴보자면...

양측 중 이사회 의석을 어느 쪽이 더 많이 확보하는 것이 바람직한 지, 각 이사 후보가 전문성과 독립성을 충분히 갖추었는 지에 대한 판단은 보류한다.

집중투표제를 도입하고자 하는 취지에 대해서만 검토해 보자면, 고려아연 측이 제시하는 ‘소수주주 보호’라는 명분은 다소 설득력이 약하다고 판단된다.

이러한 판단의 첫번째 이유는, 현행 고려아연 정관에서는 집중투표제를 배제하고 있는데 경영권 분쟁이 진행 중인 상황에서, 또 고려아연 측이 추천하는 이사 후보 선임 안건도 상정된 상황에서 이를 도입하려 한다는 점이다. 상장법인의 대다수가 정관에 집중투표제 배제 조항을 마련하고 있는 것이 현실이기는 하나, (경영권 분쟁이 일어나기 전인) 평시에 이미 집중투표제 배제 조항을 정관에서 삭제했다더라면, 소수주주를 보호한다는 목적의 진정성이 더 와닿았을 것이다. 상법에 집중투표제 조항이 처음 도입된 것은 1998년 12월인데, 고려아연의 1998년 사업연도 정관에 이미 집중투표제 배제 조항이 마련되어 있고 지금까지 유지되어 왔다. 참고로, 국민연금의 의결권 행사 지침도 원칙적으로 집중투표제 배제 조항을 삭제하는 안에 찬성하는 입장이며, 국민연금은 2010년 5월부터 고려아연의 지분을 보유하고 있다.

두번째 이유는, 지난 2024년 8월 임시주총을 통해 최윤범 회장 일가의 지분율이 66.7%인(영풍 측 지분율은 33.3%) 서린상사(현 사명은 ‘케이지트레이딩’, 영풍그룹의 수출입 및 물류 업무를 영위하는 계열회사)에 집중투표제 배제 조항을 ‘신설’하는 정관 개정안을 고려아연 측이 통과시켰다는 점이다. 서린상사는 비상장법인이기기는 하나, 소수주주를 보호한다는 명분은 모든 계열회사에 공통적으로 적용되어야 할 원칙이라 생각된다.

집중투표제의 도입 자체는 거버넌스 개선에 긍정적인 제도 변화라고 보지만, 도입의 시기와 상황을 고려할 때 집중투표제 도입의 취지를 ‘소수주주 보호’라고 보기에는 석연치 않은 면이 있다.

[표4] 고려아연 현행 정관상 집중투표제 배제 조항 (1998년부터 유지)

제29조(이사의 선임, 보수 및 퇴직금) ① 이사는 주주총회에서 선임하며 집중투표제는 적용하지 아니한다. 다만, 사외이사는 사외이사후보추천위원회의 추천을 받은 자 중에서 선임한다.

(생략)

자료: 고려아연, 한화투자증권 리서치센터

[표5] 국민연금기금 수탁자 책임 활동에 관한 지침상 집중투표제 관련 조항

II. 정관 변경 > II-2. 이사회 > 18. 집중투표제

정관에서 집중투표제를 배제하는 안에 반대하고, 집중투표제 배제 조항을 삭제하는 안에 찬성한다. 다만, 정당한 사유가 있는 경우에는 그러하지 아니할 수 있다.

III. 이사, 감사 및 감사위원회 위원의 선임 > 30. 이사의 선임

③ 집중투표제로 이사를 선임하는 경우 주주가치 증대에 기여하는 방향으로 의결권을 행사할 수 있다.

자료: 국민연금기금, 한화투자증권 리서치센터

[Compliance Notice]

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