

■ 논 단

미국에서의 집중투표제의 흥망성쇠*

— 비교법적·역사적 연구를 중심으로 —

송 지 민

경기대학교 법학과, 조교수 / 영국변호사 / 미국변호사 / 법학박사(상법)

요 약 문

본 논문은 미국에서 집중투표제가 도입된 배경부터 현재에 이르기까지의 역사적 전개를 검토한다. 현재 집중투표제는 미국 내에서 널리 활용되고 있지 않지만, 집중투표제가 등장하고 쇠퇴하는 과정을 살펴봄으로써 제도의 존속 여부는 해당 제도 자체의 효용성만이 아니라, 정치적·경제적 이해관계, 제도 간 상호작용, 정책적 선택 등의 다양한 요소에 의해 좌우된다는 점을 확인할 수 있다. 따라서 집중투표제가 현재 미국에서 사실상 폐기되었다고 해서, 그 제도가 본질적으로 불필요하거나 부적절하다고 단정할 수는 없다. 주지하다시피 한국의 집중투표제는 미국의 제도를 참조하여 도입되었으나, 처음 상법에 도입시부터 정관에 의한 배제를 허용함으로써 실제로는 제도의 취지가 충분히 실현되지 못하였다. 따라서 집중투표제의 실효성 확보를 위한 의무화 논의가 지속되어 왔으며, 올해 상법 개정안을 통해 자산 2조원 이상의 상장회사의 집중투표제 의무화가 입법되었다.

미국에서 집중투표제는 본래 입법부의 민주주의 원리를 기업 지배구조 영역에 확장 적용한 제도이며 최초 도입시에는 헌법에서 규정하고 있었다. 또한 역사적으로 주주 의결권 행사 방식이 1인1의결권(one person one vote)에서 1주1의결권(one share one vote)로 전환되는 과정에서, 집중투표제는 소수주주의 대표성을 확보하기 위한 방편 중 하나로 기능하였다. 따라서 집중투표제는 소수주주가 이사 선임 과정에 실질적인 영향을 미치기 위한 제도라는 점에서, 기업 내 권력 분산과 감시 기능 강화를 위한 제도적 장치로 평가되었다. 그러나 이후 미국에서는 소수주주 보호라는 당초의 목적보다는, 기업 유치를 위한 중간 경쟁(state competition), 경영진의 입법 로비, 적대적 기업인수에 대한 경영권방어 필요성, 경영진과 주주 간 이익충돌 등의 문제가 보다 부각되었고, 시차임기제 도입에 의하여 집중투표제가 무력화되기도 하였다. 이러한 흐름 속에서 대부분의 주는 집중투표제를 정관에서 자율적으로 선택(opt-in or opt-out)할 수 있도록 수정하였고 결과적으로 집중투표제

* 본 논문은 송지민, “1주1의결권 원칙 및 그 예외에 대한 연구·영미법의 역사적 고찰 및 이론을 중심으로”, 『사법』, 통권 제73호, 사법발전재단(2025)의 후속연구입니다. 논문을 꼼꼼히 읽고 심사의견을 제시해 주신 익명의 심사위원 분들께 감사드립니다.

는 유명무실화되었다.

집중투표제의 채택 여부는 단순히 소수주주 보호라는 명분만으로 평가될 수 없으며, 기업지배구조와 자본시장 구조 등 제도적 맥락 속에서 종합적으로 논의되어야 한다. 법의 취지가 타당하더라도 현실에서 그 취지를 무력화할 수 있는 제도가 공존한다면 입법의 실효성은 약화될 수 있다. 특히 집중투표제 의무화는 소수주주 보호 강화라는 신호효과는 크지만, 시차임기제 등 회피수단의 해석에 따라 사문화될 위험이 존재하며, 감사위원 분리선임 시 적용되는 3% 룰과 결합될 경우, 과도한 소수주주 보호 제도라고 해석될 우려도 있다. 따라서 타 제도와의 상호작용, 잠재적 충돌 가능성을 면밀히 검토하여 제도의 균형성과 실효성을 함께 확보할 필요가 있다.

주제어 : 집중투표제, 집중투표제의 의무화, 집중투표제 임의규정, 조건부 집중투표제, 1주1의결권, 1주1의결권의 예외, 소수주주 보호, 소수주주의 의결권 강화, 주주민주주의, 기업민주주의, 상법 개정안, 1인1의결권, 주간경쟁, 시차임기제, 3% 룰, 감사위원 분리선임

〈目 次〉

I. 들어가며 II. 미국에서 집중투표제의 등장 1. 의회 민주주의의 발전 2. 회사설립 권한 이양 및 1주1의결권 확립 3. 집중투표제 도입 추세 및 논의 III. 집중투표제의 쇠퇴 1. 역사적 배경 2. 집중투표제의 변용과 재논의 IV. 미국의 집중투표제 관련 판례 1. Wolfson v. Avery 2. Janney v. Philadelphia Transportation Co.	3. Western Air Lines, Inc. v. Sobieski 4. Roanoke Agency, Inc. v. Edga V. 우리나라의 집중투표제에 대한 시사점 1. 집중투표제의 의무화와 사적자치 2. 주주민주주의 3. 집중투표제의 대체가능성 4. 경영권 분쟁 및 소수지배주주 5. 시차임기제 6. 감사위원 분리선임 3% 의결권 제한 VI. 마치며
--	--

I. 들어가며

본 논문은 미국의 집중투표제의 등장부터 쇠퇴까지의 역사를 살펴본 연구이다. 주지하다시피 현재 미국에서 집중투표제의 의무화를 채택하는 주(州)는 그리 많지 않다.¹⁾ 우리나라의 집

중투표제는 미국의 집중투표제를 참조하여 도입하였지만 1998년 상법에서 집중투표제를 처음 도입하던 때부터 정관에서 이를 배제할 수 있도록 하여, 실제로는 그 취지에 맞게 활용되고 있지 않다는 비판이 오랫동안 제기되어 왔다. 그동안 여러 차례 추진되었던 집중투표제 의무화는 올해 자산 2조원 이상 상장회사를 대상으로 한 상법개정안이 입법화되었다.²⁾ 집중투표제 의무화 찬반에 대한 우리 학계의 연구는 상당히 많이 진행되었으며 본 논문은 이에 대한 추가적인 견해를 보태고자 하는 것은 아니다.³⁾ 그보다는 미국에서 집중투표제의 등장부터 쇠퇴에 이르는 역사를 검토하며 한 법역(jurisdiction)에서 법·제도의 존속 여부는 다양한 경제적, 정책적 요소의 상호작용에 의한 것임을 살펴보는 것을 목적으로 한다.⁴⁾ 또한 이를 통해 한 국가에서 특정 제도가 쇠퇴하였다고 하여, 반드시 그 제도가 다른 국가에서도 불필요한 제도로 치부해 버릴 것도 아니며, 다른 국가에서 도입한 제도가 우리나라에도 반드시 불가결한 입법도 아니라는 견해를 내세우고자 한다. 이러한 검토를 통하여 현 우리나라의 경제·정치적 상황에서 집중투표제를 의무화하는 입법이 타당성을 갖는지 아니면 너무 뒤늦은 시대착오적 사고에 불

- 1) Gordon, Jeffrey M., "Institutions as Relational Investors: A New Look at Cumulative Voting", 94 *Colum L. Rev.* 124 (1994), p.145; 20세기 초 미국에서 집중투표제는 보편적이었지만 현재는 브라질과 이탈리아만이 소수주주가 선임하는 이사를 두고 있으며 다른 국가에서의 장기적인 추세는 반대방향으로 나아가고 있으며 집중투표제(와 특별다수결제도) 같은 장치를 통한 소수주주 권한 강화와는 거리를 두고 있다는 문헌은 라이니어 크락만 외, 회사법의 해부, (김건식 외 역), 소화, 2020, 160면의 각주 8 & 196면; Kraakman, Reinier, et al., *The Anatomy of Corporate Law*, 3rd ed., Oxford University Press, 2017, p.53.
- 2) [의안번호: 2205704] 상법 일부개정법률안(이정문의원 등 18인) 접수(2024.11.19), 위원회 심사 2025.8.1., 본회의 심의(2025. 8.25.), 정부이송(2025.8.29.), 공포(2025.9.9.). 상법 제542조의7(집중투표에 대한 특례) ③ 제2항의 상장회사는 제382조의2제1항에도 불구하고 정관으로 집중투표를 배제할 수 없다.<개정 2025. 9. 9.> [시행일: 2026. 9. 10.]; 법률신문, 2차 상법 개정안의 주요 내용과 시사점(8월 25일 국회 본회의 통과), 2025.8.28.; 연합뉴스, 국회 "기업 발목잡기"·與 "불공정해소" 상법 필리버스터 공방, 2025.8.24.{반대 견해로 좌궐된 의원은 다수결의 원리를 훼손하고, 기업 자율성을 무력화시키며, 소수 투기자본이 부당하게 개입할 수 있는 통로를 열어주는 제도라며 우리가 가려는 방향은 미국과 일본이 갔다 실패를 선언하고 돌아선 길이라고 언급한 바 있다}.
- 3) KCI에 등록된 집중투표제 문헌 중 법학 논문으로 분류된 것만 161건의 논문이 출판되었다(단, 이 중 일부는 헌법상 집중투표제에 대한 논의이다). 그 외에도 경영학, 경제학 등 사회과학 분야에서도 집중투표제에 대한 다수의 논문들이 출판되었다(2025.8.1. 기준). 법학 논문 중에 집중투표제 의무화에 찬성하는 대표적인 문헌으로는 안택식, "집중투표제의 의무화방안에 대한 검토", 「선진상사법률연구」, 통권 제63권, 법무부(2013); 이종훈, "집중투표제에 관한 연구-미국에서의 찬반론을 중심으로-", 「법학논총」, 제47권 제1호, 단국대학교 법학연구소 (2023); 강영기, "집중투표제 의무화의 당위성에 대한 재검토", 「금융법연구」, 제33권 제4호, 한국기업법학회 (2019); 장덕조, 「상법강의」, 제6판, 법문사, 2025, 503면; 반면 의무화에 반대하는 문헌으로는 권재열, "집중투표제의 의무화주장에 대한 비판적 검토 -회의법 및 회사지배구조론의 시각에서", 「기업법연구」, 제14권, 한국기업법학회(2003); 유주선, "집중투표제도 의무화 개정(안)에 대한 타당성 여부", 「규제연구」, 제23권 제1호, 한국규제학회(2014); 박수영, "집중투표제도의 의무화 - 상법개정시안 중 집중투표제도의 의무화에 대한 반론", 「기업법연구」, 제27권 제3호, 한국기업법학회(2013)이 있다. 집중투표제 의무화의 실무적 쟁점에 대한 논의로는 김지평, "주식회사 이사 및 감사위원 선임의 실무상 쟁점 -집중투표제 및 감사위원 분리선출을 중심으로-", 「저스티스」, 통권 제169호, 한국법학원(2018).
- 4) Haan, Sarah C., "Voting Rights in Corporate Governance: History and Political Economy", 96 *S. Cal. L. Rev.* 881 (2024), p.881(의결권과 관련된 여러 제도, 예를 들면 1주1의결권의 도입, 의결권 위임장 및 집중투표제 등의 발전은 상호 협력적(coactive)이며 의존적이다(interdependent)).

과한지 재고찰해보는 이론적 배경을 제시하고자 한다.

본 논문은 1870년 미국 일리노이주에서 집중투표제의 도입 배경을 면밀히 고찰하고, 해당 제도와 관련하여 중요한 판례로 평가받는 *Wolfson v. Avery* 등을 분석함으로써 집중투표제의 역사적 기원을 조명한다. 또한 1950년대에 이르러 다수의 주에서 집중투표제의 채택 여부를 정관에 위임하여 사적자치 방식(opt-in, opt-out)으로 변경하게 된 배경도 검토한다. 특히 다수 기업이 본사를 두고 있는 델라웨어주에서 집중투표제를 의무화하지 않고 임의규정한 것을 촉매제로 하여, 동 제도가 사실상 유명무실화되고 점차 쇠퇴하게 된 과정을 살펴본다.

우리나라 기업지배구조의 핵심 쟁점은 여전히 재벌총수 집안에 해당하는 (소수)지배주주와 소수주주 간의 대리인 문제이다. 따라서 미국과는 달리 소수주주가 일정 비율의 이사를 선임할 수 있도록 하는 제도적 장치가 필요할 수도 있으나, 그러한 목적을 위해 도입된 제도가 입법 목적에 충실하게 기능할 것인지, 아니면 예기치 않은 방식으로 왜곡될 가능성이 있는지에 대해서는 면밀한 검토가 필요하다. 즉 집중투표제를 무력화할 수 있는 시차임기제에 관한 별도의 논의 없이 집중투표제를 의무화한 입법 방안이 남긴 해석상의 과제도 검토할 필요가 있다. 나아가 감사위원 선임 시 3% 의결권 제한, 소수주주의 정보권 강화 등과 같이 동일한 취지인 소수주주 보호를 위해 마련된 기존 제도들과의 기능적 중복 또는 조화 등을 종합적으로 고려한 검토가 요구된다.

이하 논의의 전개는 다음과 같다. 먼저 II장에서는 미국에서 집중투표제의 등장에 대한 역사적, 경제·정치적 배경을 살펴본다. 이어서 III장에서는 20세기 미국에서 집중투표제가 쇠퇴하게 된 배경을 분석한다. IV장에서는 미국의 집중투표제 관련 주요 판례들을 검토하고, V장에서 미국의 집중투표제의 역사적 논의가 우리나라에 주는 시사점을 정리하고 마지막으로 VI장에서 결론을 내리고자 한다.

II. 미국에서 집중투표제의 등장

1. 의회 민주주의의 발전

집중투표제의 기원은 1870년 일리노이주 법에서 비롯된 것으로 알려져 있다. 이에 앞서 1867년 뉴욕주 회사법에서 1주1의결권 원칙을 도입하면서 회사법상 집중투표제가 제안되기도 하였지만 궁극적으로 부결되었다.⁵⁾ 뉴욕주에서의 논의 2년 후, 1869년 일리노이주에서 집중투표제가 다시 적극적으로 논의되었는데, 논의의 시발점은 의회 선거에서 민주주의를 구현하려

5) Hamm, Sarah C., op. cit., p.924{뉴욕주는 결국 집중투표제를 의무화하지는 않았고, 1892년 회사가 정관에 의해 집중투표제를 도입(opt-in)할 수 있도록 하는 임의규정을 제정하였다}.

는 문제의식에서 비롯되었으며, 이후 민간회사 영역으로 확장되었다. 1870년 일리노이 헌법 제정회의에서 조셉 메딜(Joseph Medill)은 시카고 트리뷴지의 편집장이자 헌법 제정회의 당시, 선거 및 대표제 개혁위원회(Committee on Electoral and Representative Reform)의 의장으로서 가장 영향력 있는 인물 중 한 명이었다. 그는 일리노이주 선거에서 유권자의 대표성을 어떻게 보장할 것인가에 관심을 가졌으며 그 방안으로 비례대표제에 주목했다.⁶⁾ 즉 그는 민주주의는 1인1표를 전제로 하지만, 당시 일리노이주의 정치적 구조를 고려할 때 단순히 1인1표를 행사하는 것만으로는 모든 유권자의 표가 동등하게 반영되지 못한다는 문제의식을 가지게 되었다.⁷⁾ 이 문제의식은 지역적으로 분열되어 있던 19세기 일리노이주의 정치구조에서 비롯되었는데, 일리노이주 북부 지역은 공화당이 다수당이었으나 민주당의 득표를 역시 상당했고 남부 지역은 반대로 민주당이 강세였지만 공화당 역시 일정한 지지를 확보하고 있었다. 그 결과 전체 입법부 구성은 실제 유권자의 선호도를 제대로 반영하지 못하였다. 극단적인 예로 공화당 지지자가 51%, 민주당 지지자가 49%를 차지하는 경우, 일반적인 다수대표제 하에서는 공화당 후보만이 선임되어 소수 유권자의 정치적 대표성이 전혀 보장되지 않는 결과가 초래되었다. 따라서 메딜은 집중투표제(cumulative voting)를 통해 소수 유권자도 자신을 대표하는 의원을 의회에 선임할 수 있어야 한다고 주장하였다.⁸⁾ 메딜의 주장은 존 스튜어트 밀(John Stuart Mill)의 ‘대의정부론(Considerations on Representative Government)’에서 전개된 국민주권 원리와 대의제의 장점 및 한계에 관한 논의의 영향을 받은 것으로 평가된다.⁹⁾ 이에 따라 메딜은 하원에서 3인 이상을 선임하는 선거구에 집중투표제를 도입할 것을 제안하였으며, 격렬한 논쟁 끝에 헌법이 아니라 국민투표를 통해 근소한 차이로 채택되었다.¹⁰⁾ 다만 의회 선거에서 유권자

6) Hann, Sarah C., op. cit., p.925; Campbell, Whitney, “The Origin and Growth of Cumulative Voting for Directors”, 10 *Bus. Law* 3 (1955), p.4; Gordon, Jeffrey M., op. cit., p.142 각주 44; 국내 선행연구 중 메딜에 대한 언급한 문헌으로는 강영기, 앞의 논문, 15면.

7) 민주주의는 1인1표를 기본으로 한다는 자세한 논의는 존 하트 일리, 민주주의와 법원의 위헌심사, (전원열 역서), 나남출판사, 2006, 285~286면[우리는 1인 1표 원칙을 정당화하는 방향으로 나아갈 수 있을 터이다. (...) 민주주의의 의미를 토론하여 보면 그것의 이해에 어느 정도 차이가 있다는 점을 아무리 면밀하게 인식하더라도, 그 정의의 핵심에는 정치적 평등 즉 모든 사람의 투표가 동등하게 취급되어야 한다는 점을 포함하지 않을 수 없다].

8) Gordon, Jeffrey M., op. cit., p.142 각주 44.

9) Campbell, Whitney, op. cit., p.3; Moore, Blaine F., “The History of Cumulative Voting and Minority Representation in Illinois 1870-1908”, *University of Illinois Bulletin*, Vol.IV No.23 (1909), p.12(온라인 아카이브에서 인용). <https://www.ideals.illinois.edu/items/8958>; Williams, Charles, *Cumulative Voting for Directors*, Harvard University, 1951; Mill, John Stuart, *Considerations on Representative Government*, 1861(온라인 아카이브에서 인용). <https://www.gutenberg.org/files/5669/5669-h/5669-h.htm#link2HCH0010>

10) 이후 1880년대에도 일리노이주만이 입법부에서 집중투표제를 시행하였고, 미국의 다른 주의 입법부에는 집중투표제 도입이 좌절되었다. 일부 도시 단위에서 영국의 정치학자인 Thomas Hare가 제안한 유권자의 선호를 반영한 투표방식인 헤어식 비례대표제(Hare System of Proportional Voting)를 채택한 사례가 있었으나 광범위하게 확산되지는 못하였다. 다시 말해, 19세기 미국에서는 입법기관에서의 비례대표제와 회사에서의 집중투표제가 병렬적으로 논의되었으나, 결과적으로 미국 의회 선거는 비례대표제를 채택하지 않았다. Campbell,

의 대표성 문제를 논의할 때는 일반적으로 ‘비례대표제(proportional board representation)’라는 개념이 주로 사용되었으며, 집중투표제는 이를 실현하기 위한 하나의 기제로 이해되었다.¹¹⁾ 이후 메딜은 ‘기타 회사 위원회(Committee on Miscellaneous Corporations)’에서도 활동하면서, 의회 선거에서의 집중투표제 도입을 민간회사에도 확장할 것을 주장하였다.¹²⁾

메딜이 회사에서 집중투표제의 도입을 주장하게 된 현실적인 배경에는 1860년대의 ‘에리 전쟁(Erie War)’으로 알려진 스캔들이 있었다.¹³⁾ 이 스캔들은 뉴욕 센트럴 철도회사(New York Central Railroad)의 소유자인 코넬리어스 밴더빌트(Cornelius Vanderbilt)와 에리 철도회사(Erie Railroad)의 이사였던 제이 굴드(Jay Gould), 짐 피스크(Jim Fisk), 다니엘 드루(Daniel Drew) 사이의 에리 철도회사 경영권 쟁탈전에서 비롯되었다. 밴더빌트는 에리 철도회사를 인수하여 뉴욕 센트럴 철도회사에 편입시키고자 하였지만, 굴드, 피스크, 드루로 구성된 이른바 ‘에리 링(Erie Ring)’은 법원의 신주발행 금지명령에도 불구하고 약 5만 주의 신주를 불법으로 발행하여 밴더빌트의 지분을 희석시켰고, 소수주주를 대표하던 밴더빌트를 이사회에서 전적으로 배제시키고 지배권을 독점하려고 하였다.¹⁴⁾ 내부자의 고착화된 지배권과 소수주주의 참여를 배제하려는 에리철도 사건을 통해서 메딜은 소수주주를 보호하는 제도적 장치가 필요하다는 문제의식을 갖게 되었고, 결국 회사에서의 집중투표제 도입 주장으로 이어졌다.

회사에의 집중투표제 도입을 위한 헌법 개정 투표 직전, 메딜은 에리철도 스캔들로 촉발된 당시 회사 지배구조의 문제점에 주목하며, 트리분지 사설과 연설을 통해 회사에서도 집중투표제를 도입할 필요성을 역설하였다. 1869년 시카고 트리분지에서 “회사의 집중투표제는 민간 회사의 많은 폐해, 부실경영, 그리고 부패를 치유할 수 있는 방안”이라고 주장하였다.¹⁵⁾ 또한

Whitney, op. cit., pp.5~7; Hann, Sarah C., op. cit., p.924; 의회에서 비례대표제에 대한 논의는 Low-Beer, John R., “The Constitutional Imperative of Proportional Representation”, 94 *Yale L. J.* 163 (1984), p.186.

11) 회사법에서도 집중투표제보다 광범위한 개념으로 소수주주 이사를 선임할 수 있는 제도 등을 포함하여 비례대표제라는 강화적인 용어를 사용하기도 한다. La Porta, Rafael, et al., “Law and Finance”, 106 *J. Pol. Econ.* 1113 (1998), p.1127[일부 국가에서는 이사 선임에 대해 집중투표제를 허용하며, 일부 국가에서는 이사회 내 ‘비례대표제(proportional representation)’를 통해 소수주주가 비례적으로 이사를 선임할 수 있는 제도를 두고 있다]; Dunlavy, Colleen A., op. cit., p.1362[시민 통치의 비례대표제를 본뜬 집중투표제는, 주주들이 자신들의 총투표수(즉, 보유 주식 수에 선임될 이사 수를 곱한 수)를 원하는 방식으로 후보자들에게 분배할 수 있도록 허용했다; 소수주주 이사에 대한 국내 문헌으로는 송지민, “독립이사 및 소수주주 이사 선임에 대한 비교법적 연구 - 지배주주가 존재하는 경우를 중심으로-”, 「선진상사법률연구」, 제106호, 법무부(2024).

12) Campbell, Whitney, op. cit., p.5; Gordon, Jeffrey M., op. cit., p.142 각주 44; Sobieski, John G., “In Support of Cumulative Voting”, 15 *Bus. Law* 316 (1960), p.316[민주주의는 삶의 방식이며 단순히 정부에만 한정되어 적용되는 개념이 아니라 회사를 포함한 우리 사회 전체에 침투해야 한다].

13) Campbell, Whitney, op. cit., p.5; Gordon, Jeffrey M., op. cit., p.142 각주 44.

14) The New York Times, Justice on the Rail- Erie Railroad Smash Up, 1872.3.30. <https://archive.nytimes.com/www.nytimes.com/learning/general/onthisday/harp/0330.html>

15) Hann, Sarah C., op. cit., p.925. Medill, Joseph, Personal Representation, Chicago Tribune, Sept. 20, 1869. Library of Congress의 아카이브에서 인용. <https://www.loc.gov/resource/sn82014064/1869-09-20/ed-1/?sp=3&r=-0.732,-0.007,2.464,1.361,0>

메달의 아래의 연설 내용은 약 150년이 지난 현재 소수주주의 권리가 침해되는 맥락에도 적용될 수 있다는 점에서 흥미롭다.

“일반주주는 자본을 회사에 투입하였음에도 불구하고, 곧바로 소위 ‘특정 집단(ring)’에 의해 사실상 자본이 몰수되는 상황에 직면한다. 기망이나 허위진술, 매수를 통해 위임장을 확보한 자들은 이사회에서 이사 전원을 선임하며 자의적으로 회사를 지배한다. 일반주주는 회사 운 영에서 철저히 배제되고 회사에 관한 정보조차 얻지 못하며, 회사자산의 낭비, 사치적 지출, 부실경영으로부터 일반주주를 보호할 수 있는 이사조차 선임하지 못한다. 대주주는 지배권을 활용하여 고액의 보수 책정, 불필요한 직위 신설, 회사 자금과 권리의 사적 투기, 신인의무자 지위 남용 등을 통해 일반주주를 체계적으로 침탈한다. 이러한 관행은 연방 전역과 주 내에서 널리 알려져 있으며 점차 심화되고 있다. 본 조문(즉, 집중투표제 조문)은 일반주주에게 강화된 보호수단을 제공할 것이며, 그 목적은 대주주의 권리를 침해하는 데 있지 않다. 대주주는 여전히 회사 지배권을 보유하며, (집중투표제는) 다만 일반주주를 대표할 이사가 부재함으로 인하여 일반주주가 자산을 침탈당하거나 주식이 사실상 몰수되는 사태를 방지하고 그들의 이해관계를 실질적으로 보호하는 것을 목적으로 한다.”¹⁶⁾

회사법상 집중투표제가 의회 민주주의의 그것을 확장시킨 논의에서 비롯되었기에 회사의 집중투표제는 최초에는 ‘헌법’에서 규율되었는데, 현 시점에서는 이례적으로 보이는데 당시에는 이를 문제삼지 않았던 것으로 추정된다.¹⁷⁾ 일리노이주 헌법¹⁸⁾의 회사의 집중투표제 조문은 “의회는 법률로써, 모든 법인의 이사 또는 경영자를 선임하는 선거에 있어서, 각 주주는 자신이 소유한 주식 수에 비례하여 직접 또는 대리인을 통하여 투표할 권리를 가지며, 선임될 이사 또는 경영자의 수만큼의 인원에게 투표할 수 있다. 또한 주주는 그 주식을 누적(cumulate)하여 특정 후보자에게 집중투표할 수 있으며, 의결권 수는 선임할 이사의 수에 보유주식 수를 곱한 것과 같아야 한다. 나아가 주주는 동일한 원리에 따라 자신이 원하는 수의 후보자에게 분산하

16) Gordon, Jeffrey M., op. cit., p.143 각주 45(밑줄은 필자).

17) Gordon, Jeffrey M., op. cit., p.142, 각주 44; Campbell, Whitney, op. cit., p.6[당시에는 헌법 내에 사법(私法)의 영역인 회사법의 원칙을 두는 것이 이례적인 일이라는 점을 지적한 사람은 아무도 없었던 듯하다]; Dunlavy, Colleen A., “Social Conceptions of the Corporation: Insights from the History of Shareholder Voting Rights”, 63 *Wash & Lee L. Rev.* 1347 (2006), p.1362[시민 통치의 비례대표제를 본뜬 집중투표제는, 주주들이 자신들의 총 투표 수(즉, 보유 주식 수에 선임될 이사 수를 곱한 수)를 원하는 방식으로 후보자들에게 분배할 수 있도록 허용했다. 예를 들어, 모든 표를 한 후보에게 몰아줄 수도 있었는데, 이는 최소한 이사회에서 대표성을 확보하고, 주주의 정보접근성을 제고하기 위한 것이었다]. Illinois issues Special, Illinois Periodicals Online, History of cumulative voting, 1870-1970: Three is better than one. <https://www.lib.niu.edu/1982/iisr04.html>

18) Ill. Const. of 1870, art. XI, §3.

여 투표할 수도 있다. 그리고 이사 또는 경영자는 그 밖의 어떠한 방식으로도 선임되어서는 안 된다.”고 규정하였다.¹⁹⁾ 유사하게 1874년 펜실베이니아 주도 헌법 제16조 제4항(PA. Const., art. 16, §4)에서 “모든 법인의 이사 또는 경영진을 선임할 때에 각 구성원 또는 주주는 자신의 모든 의결권을 한 후보자에게 행사할 수도 있고, 또는 두 명 이상의 후보자에게 나누어 행사할 수도 있다.”²⁰⁾고 규정하였다.

2. 회사설립 권한 이양 및 1주1의결권 확립

19세기 초까지 미국의 대부분 법인은 입법부가 제정한 특별원시정관(special charter)에 따라 설립되었다.²¹⁾ 그러나 19세기 중반부터 일부 주, 특히 상업적으로 중요한 주에서는 특별원시정관에 따라 설립할 수 있을 뿐 아니라, 일반 회사법에 따라 법인 지위를 취득할 수 있도록 하는 이중 시스템을 채택하게 되었다.²²⁾ 이후 19세기 후반에는 여러 주들이 헌법을 개정하여 이중 시스템을 폐지하거나, 헌법을 개정하여 법인 설립을 보장하는 조항을 신설하였다.²³⁾ 이는 종래 왕의 칙허를 받아야만 법인을 설립할 수 있던 시기에서, 그 권리가 민간으로 이양된 시기로의 전환을 의미하며, 이러한 변화는 민주주의의 태동과 맞닿아 있고 헌법에서 회사의 집중투표제를 규정하였던 이유를 일정 부분 설명해 준다.²⁴⁾

또한 19세기 초반까지는 여전히 다수의 회사가 ‘1인1의결권(one person one vote)’을 채택하고 있었다. 하지만 당시에도 지배주주의 전횡을 우려하는 목소리가 있었으며 의결권을 제한하는 다양한 제도, 예를 들면 신중한 절충형 의결권(prudent mean voting)이 존재하였고 이후 점차 ‘1주1의결권(one share one vote)’으로의 전환이 이루어졌다.²⁵⁾ 이는 미국에서 지분이 분산된 회사들이 등장하여 경영진의 권한이 강화되기 시작한 것도 연관된다. 전문경영진의 등장 이전에는 미국에서도 지배주주와 소수주주의 대리인 문제에 초점을 두었다면 전문경영진 등장 이후에는 주주들은 경영진이 위임장 제도를 남용하여 주주의 이익을 침해하는 것을 우려하였다. 따라서 주주들은 자신의 이익이 침해되는 것을 방지하고자 ‘1주1의결권’을 적극 지지하였다.²⁶⁾ 그러나 1주1의결권은 일반 투자자에 비해 대주주의 상대적 지위를 강화시키는 결과를

19) Campbell, Whitney, op. cit., p.6; Luney, William R., “Corporations -Cumulative Voting, Classified Boards and Proportional Representation”, 55 *Mich. L. Rev.* 997 (1957), p.997.

20) Luney, William R., op. cit., p.997; Gordon, Jeffrey M., op. cit., p.186.

21) Gordon, Jeffrey M., op. cit., p.143, 각주 46.

22) Id.

23) Gordon, Jeffrey M., op. cit., p.143, 각주 46; Butler, Henry N., “Nineteenth Century Jurisdictional Competition in the Granting of Corporate Privileges”, 14 *J. Legal Stud.* 129 (1985).

24) Gordon, Jeffrey M., op. cit., p.143, 각주 46.

25) 송지민, “1주1의결권 원칙 및 그 예외에 대한 연구-영미법의 역사적 고찰 및 이론을 중심으로-”, 「사법」, 제73호, 사법발전재단(2025), 262~269면.

26) 송지민, 앞의 논문(주 25), 270면; Dunlavy, op. cit., p.1362; Hann C., Sarah, op. cit., passim.; 김건식 교수

초래하였고, 소수주주의 반발을 야기하였다. 즉 의결권행사 방식의 변화에도 여전히 지배주주의 전횡으로부터 소수주주를 보호해야 할 필요성이 존재하였고, 이는 집중투표제 도입 논의로 이어졌다.

3. 집중투표제 도입 추세 및 논의

일리노이주에서 집중투표제를 강행규정으로 둔 것을 시초로 하여 20세기 초반까지는 다수의 주가 집중투표제를 강행규정으로 두게 되었다.²⁷⁾ <그림 1>에서 나타나는 바와 같이 1880년까지 7개 주, 1900년까지는 18개 주에서 집중투표제를 강행규정으로 도입하였고²⁸⁾ 집중투표제의 의무화가 최고조에 달한 시기는 1940년대 후반으로 22개 주에서 집중투표제 의무화 조항을 두게 되었다.²⁹⁾ 최초 도입시 미국에서도 집중투표제를 임의규정으로 두자는 견해가 없었던 것은 아니다. 하지만 집중투표제 의무화를 주장하던 이들은 만약 임의규정으로 집중투표제를 도입하면, 집중투표제를 선택하지 않을 것이라고 강력하게 주장하였다.³⁰⁾ 심지어 집중투표제를 임의규정으로 선택적으로 허용하게 되면 소수주주를 보호한다는 외관만을 형성하는 허상의 권리(illusory rights)에 불과하다는 견해도 등장하였다.³¹⁾ 이는 집중투표제를 임의규정으로 두게 되면 회사설립 단계에서 창업자는 소수주주를 보호할 유인이 없으므로, 원시정관 작성 시에는 도입하지 않을 것이고, 회사설립 이후 소수주주가 정관을 변경하여 집중투표제를 도입하기를 원하더라도 주주총회에서 각 주의 결의요건(주로 주주총회 특별결의)을 충족하여야 하는데, 대주주가 존재하는 경우 이러한 요건을 충족하기는 현실적으로 어렵다는 주장이었다. 따라서 집중투표제 채택여부를 정관에 위임하는 사적자치의 방법은 소수주주가 집중투표제를 통해 보호받을 수 있는 길을 사실상 차단하는 셈이 되므로 집중투표제는 강행규정으로 도입되었다.

블로그(KBLN), 의결권에 관한 역사적, 정치경제적 고찰. <https://kbln.org/archives/1976>

27) 참고로 미국의 판례법에서는 집중투표제를 인정한 바가 없기 때문에, 만약 특정 주에서 집중투표제를 사용하고 싶은 경우에는 입법을 통하여 집중투표제를 허용하였어야 한다. Gordon, Jeffrey M., op. cit., p.143, 각주 47; Bowes, Harlowe E. & De Bow, Ledlie A., "Cumulative Voting at Elections of Directors of Corporations", 19 *Minn. L. Rev.* 351 (1937), p.352 & p.355; Luney, William R., op. cit., p.999 각주 11. 다수의 판례에서는 단순투표제의 다수결에 의해 이사를 선임하도록 판시하였다. 대표적인 판결로는 *In re Brophy*, 13 N.J. Misc. 469, 179 A. 128 (1934); *Commonwealth ex rel. O'Shea v. Flannery*, 203 Pa. 28, 52 A. 129 (1902); *State v. Perham*, 30 Wash. (2d) 368, 191 P. (2d) 689 (1948).

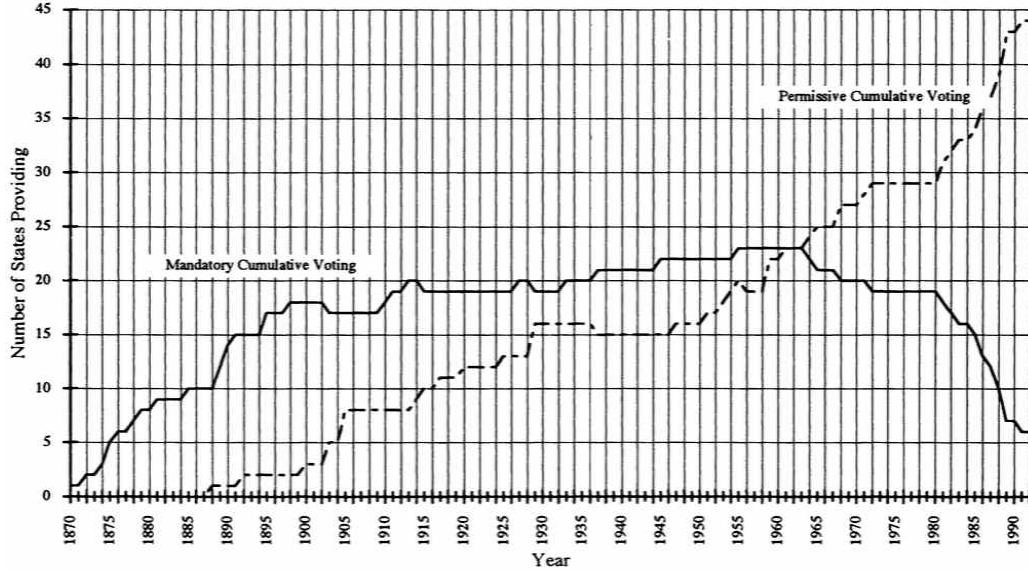
28) Gordon, Jeffrey M., op. cit., p.142~143.

29) Gordon, Jeffrey M., op. cit., p.145.

30) Gordon, Jeffrey M., op. cit., p.143~145.

31) Steadman, Charles W. & George D. Gibson, "Should Cumulative Voting for Directors be Mandatory -A Debate", 11 *Bus. Law.* 9 (1955), p.12.

〈그림 1〉 미국에서 집중투표제의 변화추세(강행규정 vs 임의규정)³²⁾



III. 집중투표제의 쇠퇴

1. 역사적 배경

가. 통일회사법 및 표준회사법의 영향

미국의 주들은 1940년대까지는 대부분 집중투표제를 강행규정으로 도입하였다. 이 배경에는 1928년에 전미통일주법위원회(National Conference of Commissioners on Uniform State Laws, NCCUSL)가 제정된 통일회사법(Uniform Business Corporation Act)과 1940년대에 미국변호사협회(American bar association)가 제정한 표준회사법(Model Business Corporation Act)에서 집중투표제 의무화³³⁾를 제안한 것도 영향을 미친 것으로 평가된다. 하지만 1955년 표준회사법을 개정하면서 집중투표제를 강행규정 뿐 아니라 임의규정으로 도입하는 것도 허용하도록 개정하였는데, 이후 개별 주의 집중투표제 도입 양상은 급격히 변화하였다.³⁴⁾ 특히 표준회사법 개정에 따라 불과 얼마 전까지만 해도 집중투표제 의무화를 지지하던 회사법 변호

32) Gordon, Jeffrey M., op. cit., p.144.

33) 단, 1940년대에 제정한 표준회사법은 1950년부터 시행되었다. 참고로 각 주가 회사법을 제정할 때 통일회사법이 나 표준회사법을 반드시 따를 필요는 없으나, 많은 주에서 법 개정 시 참조하는 관행이 있다.

34) Gordon, Jeffrey M., op. cit., pp.152~153; Whitney Campbell, op. cit., p.9.

사협회(corporate bar)의 소속변호사들은 집중투표제의 의무화가 회사의 건전한 의사결정을 해한다고 비판하기 시작했다.³⁵⁾ 이러한 변호사들의 태세 전환도 주 회사법 개정 과정에서 집중투표제를 임의규정으로 규정하는데 영향을 미쳤다. 또한 이는 비용-혜택의 측면에서도 표준회사법을 따르면 추가적인 비용을 들이지 않고도 침단의 사고방식의 혜택을 누릴 수 있는 방법으로 간주하던 주들에게 상당한 영향을 미쳤을 가능성이 크다고 평가된다.³⁶⁾

나. 다른 법의 영향

집중투표제 의무화 반대의 다른 물결은 은행법 개정 논의에서 비롯되었다. 1933년 은행법(Banking Act of 1933)은 은행의 집중투표제 요건을 도입하였는데, 1950년대에 이르러서는 미국 전역의 은행 이사 선임 시 집중투표제 요건을 폐지하려는 의안이 발의되었다.³⁷⁾ 해당 의안은 궁극적으로 상원을 통과하였고³⁸⁾ 이후 1956년 7월 하원에서 열린 청문회가 대중의 관심을 촉발하였다.³⁹⁾ 하지만 집중투표제 의무화 폐지 반대 단체는 월스트리트 저널에 광고를 게재하고 집중투표제 폐지 의안이 “주주의 의결권을 무효화하고, 해당 기관의 실제 소유주에 의한 적절한 견제 없이 기존 경영진을 영구적인 권력을 행사하는 왕조로 고착화시키는 결과를 가져올 것”이라고 비판하였다. 결국 은행에서 집중투표제 의무화를 폐지하려던 의안은 행정부, 미국 은행협회(American Bankers Association), 독립은행협회(Independent Bankers Association)의 강력한 지지를 받았음에도 불구하고, 끝내 미국 하원의 은행 및 통화 위원회(House Committee on Banking and Currency)에 보고되지 못하고 의안은 무산되었다.⁴⁰⁾ 그럼에도 불구하고 집중투표제 요건을 폐지하려던 논의 자체는 향후 주 회사법에 크게 영향을 끼친 것으로 평가받는다.⁴¹⁾

다. 개별주의 양상

앞서 <그림 1>에 잘 나타나듯이 1950년대 집중투표제를 도입한 7개 주는 모두 임의규정의

35) Steadman, Charle & George D. Gibson, op. cit., p.9; Gordon, Jeffrey M., op. cit., p.152.

36) Gordon, Jeffrey M., op. cit., p.153.

37) 12 U.S.C. § 61 (1989); Gordon, Jeffrey M., op. cit., p.152 각주 83; Steadman, Charles W. & George D. Gibson, op. cit., pp.13~14; Campbell, Whiteney, op. cit., p.9.

38) 1954년 3월 상원에 제출되었고, 1955년 4월 짧은 청문회가 열렸는데 여기서는 찬성 측만이 증언하여 상원을 통과하였다. Steadman, Charles W. & George D. Gibson, op. cit., p.14.

39) 12 U.S.C. § 61 (1989); Lewis D. Gilbert, Dividends and Democracy 187-88 (1956); Gordon, Jeffrey M., op. cit., p.152 각주 83에서 재인용.

40) 12 U.S.C. § 61 (1989); Gordon, Jeffrey M., op. cit., p.152 각주 83; Hearings on S. 256 Before the House Comm. on Banking and Currency, 84th Cong., 2d Sess. (1956).

41) Gordon, Jeffrey M., op. cit., p.152 각주 83.

형태로 도입하였다. 1960년대와 1970년대 초반에는 이러한 경향이 더욱 뚜렷해졌는데, 심지어 이미 집중투표제를 강행규정으로 도입한 주들도 임의규정으로 전환하기 시작하였고 1980년대에는 12개 주가 집중투표제 강행규정에서 임의규정으로 전환하였다.⁴²⁾ 1992년에 집중투표제 의무화를 유지한 주는 6개 주에 불과했고, 44개 주는 임의규정으로 채택했으며, 매사추세츠주는 집중투표제를 허용하지 않는 주가 되었고 특히 상업적으로 중요한 어떠한 주도 집중투표제 의무화를 채택하지 않게 되었다.⁴³⁾

특히 최초로 집중투표제를 도입한 일리노이주의 경우 집중투표제의 의무화에서 단계적으로 벗어난 과정은 복합적인 면모를 나타낸다.⁴⁴⁾ 전술한 바와 같이 미국에서 최초로 1870년에 회사의 집중투표제를 도입시에는 이를 헌법에서 규정하였으나, 1970년 일리노이주 헌법 전면개정 시 개최한 헌법회의에서 일리노이주에서의 신규 법인 유치와 기존 법인의 유지라는 정책목표를 강조하며, 헌법에 한 세기 전에 도입한 집중투표제를 폐지하였다.⁴⁵⁾ 하지만 전환과정에서 집중투표제는 헌법 외에도 일리노이주 법률(Illinois statutory law)에도 규정하고 있었다. 따라서 헌법에서 집중투표제 조문을 폐지하였지만 전환 규정(Transition Schedule) 제8조에 따라 1971년 7월 1일 이전에 설립된 기존 회사의 주주들은 집중투표제를 유지한다고 명시하였다. 1981년에 회사법 개정(Business Corporation Act §28(b), (c))에 이르러서야 비로소 신규설립 회사의 경우 정관에서 집중투표제를 배제할 수 있도록 하였으며, 기존에 집중투표제를 도입한 회사도 '주주의 만장일치 결의'를 통과하는 경우, 정관변경을 통하여 집중투표제를 폐지할 수 있도록 하였다.⁴⁶⁾ 집중투표제 배제를 위하여 만장일치를 요하는 1981년 법률은 1970년 헌법과 상충한다는 지적⁴⁷⁾도 있었으나 일리노이 대법원은 집중투표제를 폐지하는 경우, 주주의 만장일치 요건으로 두는 것이 '소수주주 권리를 보호할 충분한 대체 장치'라고 판단하였다.⁴⁸⁾ 하지만 이후 1983년 일리노이주 회사법(Illinois Corporate Code) 전면개정 시, 주주의 만장일치 결의를 통하여 집중투표제를 폐지하도록 하면 집중투표제를 배제하는 것이 사실상 불가능하다는 점을 고려하여, 일반적인 정관변경 요건으로 집중투표제를 폐지할 수 있도록 규정을 완화

42) Gordon, Jeffrey M., op. cit., p.145.

43) Gordon, Jeffrey M., op. cit., p.145{1992년 현재 집중투표제를 의무화하는 주는 애리조나주, 켄터키주, 네브라스카주, 노스다코다주, 사우스다코다주, 웨스트버지니아주로 미국에서 회사 설립에 중요한 주는 포함하고 있지 않다}.

44) Gordon, Jeffrey M., op. cit., pp.189~190.

45) Nissen, Wesley G., "Note, The Constitutionality of the 1983 Illinois Business Corporation Act's Voting Provisions", 1985 *U. Ill. L. Rev.* 647 (1985), pp.660~662.

46) Illinois House of Representatives, Transcription of Debate on H.B. 419, 131 (May 14, 1981); Painter, William H., "Introduction to Symposium on the 1983 Illinois Business Corporation Act", 1985 *U. Ill. L. Rev.* 635 (1985), p.638; Gordon, Jeffrey M., op. cit., p.191.

47) Sugar, Richard A. & David A. Epstein, "Eliminating Cumulative Voting Rights for Illinois Corporations-Act One", 71 *Ill. Bar J.* 502 (1983); Gordon, Jeffrey M., op. cit., p.190.

48) Roanoke Agency, 461 N.E.2d at 1371.

하였다.⁴⁹⁾ 1983년 개정 당시에는 일리노이주 국무장관은 입법자, 변호사 및 회사대표들로 구성된 자문위원회를 소집하였는데 이들은 집중투표제가 일리노이주 회사들이 다른 주, 특히 델라웨어주로의 이탈(flight)하도록 하는 요인이라는 점을 역설하였고 궁극적으로 일리노이주에 설립된 회사들이 일리노이주에 남아있도록 하기 위해서 집중투표제 의무화를 폐지하였다.⁵⁰⁾

캘리포니아주에서 의무적 집중투표제가 폐지된 배경도 단순한 주간 경쟁이나 적대적 기업인수 방지 목적만으로는 설명되지 않는 복합적인 요인에 기인한다. 캘리포니아주에서 집중투표제는 소수주주뿐만 아니라 노동조합 등 주주 외 이해관계자들의 이사회 진입 가능성을 높이는 기능도 수행하였다.⁵¹⁾ 1989년 공공기업인 Pacific Gas & Electric와 Thrifty Stores의 모회사인 Pacific Enterprises의 주주총회에서는 노동조합장이 종업원지주제(ESOP)를 통해 이사로 선임될 뻔한 사례가 있었다. 이 사건으로 충격을 받은 공공기업의 경영진은 집중투표제 폐지를 적극 추진하게 되었다. 오랫동안 집중투표제는 대형 상장회사가 캘리포니아주를 떠나는 이유 중 하나였으며, 1980년대 중반까지 이미 다수의 기업들이 델라웨어 등 다른 주로 본사를 이전했지만, 당시 입법부는 이에 크게 개의치 않았다. 그러나 1987년 캘리포니아주 변호사협회 회사법 위원회 보고서에서 주로 소규모 신생 테크기업을 대리하는 변호사들이 집중투표제 의무화 폐지 개정안을 적극적으로 재추진하였다.⁵²⁾ 신생 테크기업은 집중투표제 의무화로 인해 위임장 경쟁(proxy fight)에서 취약해질 것을 우려했으며, 입법 논쟁은 결국 적대적 기업인수 방지 문제로 귀결되었다. 일부 기관투자자와 사학연금 등의 반대에도 불구하고 1989년 집중투표제를 임의규정(permissive)으로 전환하는 법안이 통과되었다.⁵³⁾ 하지만 캘리포니아주에서의 집중투표제 임의규정 입법은 표면적으로는 신생 테크기업에 대한 적대적 기업인수를 방지하기 위해 발의된 법안이었지만, 실제 법안을 통과시킨 정치적 동력은 본사를 이전할 수 없는 공공기업에 노동조합장 이사 선임을 제한하는 데 있었다고 평가되고 있다.

2. 집중투표제의 변용과 재논의

가. 임의규정화 논의

49) 1983 Ill. Laws 83-1025, 7.40 (codified at Ill. Ann. Stat. ch. 805, 1 5/7.40 (Smith-Hurd 1993); Nissen, Wesley G., op. cit., p.648; Gordon, Jeffrey M., op. cit., p.190[Roanoke Agency 판결에서 법원이 대법원의 만장일치 요건조차 마지못해 수용한 점을 고려하면, 1983년 제정된 법률의 합헌성 여부는 여전히 해결되지 않은 문제로 보인다]; Roanoke 판결의 내용은 본 논문의 IV. 4. 참조.

50) Gordon, Jeffrey M., op. cit., p.191; Nissen, Wesley G., op. cit., pp.654~655; Painter, William H., op. cit., p.638.

51) Gordon, Jeffrey M., op. cit., p.156.

52) Gordon, Jeffrey M., op. cit., pp.157~158.

53) Act of Sept. 26, 1989, ch. 876, §§ 2, 4, 1989 Cal. Stat. 2872, 2873, 2875 (codified at Cal. Corp. Code §§ 301.5, 708 (West 1990); Gordon, Jeffrey M., op. cit., p.181.

1980년을 전후로 하여 미국에서 집중투표제 의무화에 관한 찬반 논의가 재점화되었다.⁵⁴⁾ 즉 집중투표제를 정관을 통해 기업이 자율적으로 채택할 수 있도록 하는 주장이 다시 불거졌는데 다음의 근거들이 제시되었다.⁵⁵⁾ 첫째, 소수주주에게 이사 선임권을 부여하는 제도가 이사회 내 이해관계를 분절화⁵⁶⁾하고 갈등을 증폭시켜 협력적 의사결정을 저해한다는 지적이 있었다. 특히 집중투표제를 통해 선임된 소수주주를 대표하는 이사가 회사 전체의 이익보다는 특정 집단의 이익을 대변할 가능성이 크며, 이는 이사회의 조화와 상호 존중의 가치를 훼손한다는 비판이 제기되었다. 둘째, 소수주주 대표 이사의 참여로 인해 논쟁상황이 빈번해져 이사회 운영의 효율성이 저하될 수 있다는 우려도 존재하였다. 셋째, 집중투표제의 의무화는 기업 지배권 행사를 저해하고 상이한 집단 간 다중적 선호구조를 형성함으로써 일관적이지 않고 합리적이지 않은 의사결정을 초래할 위험을 높이므로 궁극적으로 기업가치를 직접적으로 저하시킬 수 있다는 주장도 있었다.⁵⁷⁾ 이러한 비판은 궁극적으로 집중투표제가 경영진의 안정적인 전략이행을 방해하고 기업의 장기적 가치 창출에도 부정적 영향을 미친다는 문제의식으로 연결되었다.

하지만 반대 논거들은 이론적 근거가 충분히 명확하지 않다는 한계가 있다. 이해관계 분절화에 관한 주장은 기업지배구조에서 이사회의 다양성이 집단사고(group think)를 방지하고 장기적 의사결정의 질을 높이는 중요한 장치가 될 수도 있다는 점을 간과하고 있다.⁵⁸⁾ 따라서 집

54) 1980년대 찬반 견해들은 1950년대 당시의 논의들을 재인용한다. Williams, Charles M., op. cit., p.108; Campbell, Whitney, op. cit. 미국에서 집중투표제 찬반에 대한 견해 정리한 논문으로 Bhagat, Sanjai & James A. Brickley, "Cumulative Voting: The Value of Minority Shareholder Voting Rights", 27 *J. Law & Econ.* 339 (1984), p.340, 각주 2와 4. Sobieski, John G., op. cit.; Sturdy, Herbert F., "Mandatory Cumulative Voting: An Anachronism", 16 *Bus. Law* 550 (1961); George H. Young, "The Case for Cumulative Voting", 1950 *Wis. L. Rev.* 47 (1950); 미국에서 집중투표제에 반대하는 견해로는 Axley, Ralph E., "The Case against Cumulative Voting", 1950 *Wis. L. Rev.* 278 (1950); 중립적인 견해로는 Campbell, Whitney, op. cit.; Easterbrook, Frank H. & Daniel R. Fischel, "Voting in Corporate Law", 26 *J. Law & Econ.* 395 (1983).

55) 찬반논의는 국내 문헌에서도 여러 차례 제시되었으므로 자세히 다루지는 않는다.

56) Williams, Charles M., op. cit., p.112.

57) 이해관계 분절에 대한 논의는 다양한 표현을 통해 전개되었다. 우선 소수주주를 대표하는 이사를 선임하게 되면 이들은 회사 전체가 아니라 특정 이익집단만을 위해 의결권을 행사할 것이라는 주장으로는 Williams, Charles M., op. cit., pp.112; 이사회 내에 소수주주들 대표하는 이사를 포함하게 되면 논쟁적이며, 다루기 어렵고 이사회가 비효율적이 될 수 있다고 주장으로는 Campbell, Whitney, op. cit., p.14; 집중투표제 없이 선임된 이사는 모든 주주를 대변하는 반면 집중투표제로 선임된 이사는 특정 집단에만 충성하므로 이사회 내의 조화와 상호존중의 가치에 어긋난다는 견해로는 Steadman, Charle & George D. Gibson, op. cit., p.26; 또한 집중투표제는 기업 지배권 변화(control changes)를 잠재적으로 방해할 수 있고, 이사회 구성원 간에 다봉선호(preferences with multiple peaks)를 초래할 가능성을 높여 비일관적, 비논리적인 결정이 발생할 가능성이 있기 때문에 기업 가치를 저하시킬 수 있다는 주장을 소개하는 문헌은 Gordon, Jeffrey M., op. cit., p.170, 각주 148.

58) 이사회의 다양성이 회사의 성과를 향상시킬 수 있는 근거로 그룹사고를 제시하는 사회적 연구를 소개하는 문헌으로는 송지민, "여성이사 할당제에 대한 비교법적 연구-강행규정과 자율규제를 중심으로-", 「상사판례연구」, 제35권 제2호, 한국상사판례학회(2022), 301면[사회적으로 결속력이 강화되어 있고 스트레스를 많이 받으며 타 집단으로부터 분리된 집단의 경우, 그 집단이 채택한 정책의 전제나 입장에 대하여 재검토하지 않는 경향이 있는데, 이를 그룹사고라고 한다].

중투표제가 이사회 효율성을 무조건적으로 해친다고 단정하기는 어렵다.⁵⁹⁾ 또한 집중투표제의 기업가치에 대한 실증연구의 결과 역시 일관되게 나타나지 않고 오히려 집중투표제로 인하여 회사가치가 상승한다는 연구들도 존재하는데 예를 들면 집중투표제는 회사 지배권 시장의 기능을 촉진시키기 때문에 회사의 가치를 상승시킨다는 견해도 있으며 집중투표제가 지배주주와 소수주주간의 대리인 문제를 해결하는 데에 도움을 주기 때문에 회사의 가치를 상승시킨다는 견해도 있다.⁶⁰⁾

나. 현실적인 요인

집중투표제의 쇠퇴의 보다 직접적인 원인은 현실적 요인에서 찾을 수 있다. 특히 앞서 살펴본 주간 회사 유치 경쟁심화와 적대적 기업인수에 대한 방어가 주요한 요인으로 작용하였다. 주간경쟁의 구체적인 현황을 살펴보면 미국 내에서 가장 많은 기업 본사가 소재하던 델라웨어주에서 집중투표제를 두지 않게 되자,⁶¹⁾ 다른 주들은 본사 이전을 우려하여 집중투표제를 도입 시 의무화하지 않거나 기존의 의무화 규정을 폐지하였다.⁶²⁾ 이러한 흐름은 각 주의 보호주의적(protectionist) 태도와 연결된다. 실제로 일리노이, 오하이오, 미주리 등의 주에서는 기업들의 델라웨어주로의 이전을 방지하고자 이를 선택사항(opt-in)으로 변경하였고⁶³⁾ 또한 20세기 상업적으로 중요성을 띠는 뉴욕, 델라웨어, 뉴저지 등의 주들도 집중투표제를 정관에 포함할 수 있도록 하는 방식을 채택하였다. 이후 집중투표제를 의무화하지 않은 주에서 법인 설립 비율이 크게 증가하였는데, 한 연구에 따르면, 1934년 기준으로 집중투표제를 의무화하지 않은

59) Black, Bernard & Reinier Kraakman, "A Self-enforcing Model of Corporate Law", 109 *Harv. L. Rev.* 1911 (1996), pp.1948~1949.

60) 지배주주가 존재하는 국가인 대만의 데이터를 통해 집중투표제의 이사선임에 대한 실증연구를 한 문헌으로는 Lin, Yu-Hsin & Yun Chien Chang, "Does Mandating Cumulative Voting Weaken Controlling Shareholders?: A Difference-in-Differences Approach", 52 *Int'l Rev. L. & Econ.* 111 (2017); Gordon, Jeffrey M., op. cit., p.146{고든 교수는 의무적 집중투표제 폐지의 경우, 상반된 가설이 모두 타당하게 제시될 수 있다고 설명한다. 예를 들어, 집중투표제 의무화 폐지는 경영진의 참호 구축(entrenchment) 효과로 인해 주주의 후생을 감소시킬 수 있다. 반면, 집중투표제 의무화 폐지는 고의의(willful) 소수주주에 의한 교란적이거나 사익 추구적 행위로부터 회사가 노출되는 정도를 줄임으로써 주주의 후생을 증진시킬 수도 있다}.

61) 델라웨어주의 회사법은 1899년에 최초 제정 당시에는 집중투표제 조문을 두지 않았는데, 1917년 개정에 이르면서 집중투표제에 대한 조문을 임의규정으로 두게 되었다.

62) Gordon, Jeffrey M., op. cit., p.161, 각주 119{미국의 회사는 집중투표제를 두지 않을 수 있는 방법에는 4가지 방법이 있는데, 이 중 세 가지는 주주총회의 결의를 요한다. 우선 집중투표제 의무화를 채택한 주(州)에 설립된 회사가, 정관에 단순투표제(straight voting)를 허용하는 임의규정(permissive) 주(州)에서 다시 법인을 설립(reincorporation)할 수 있다. 두 번째로는 집중투표제를 임의규정으로 하는 주에 설립된 회사는 정관을 개정하여 집중투표제를 폐지할 수 있다. 세 번째로 의무적 집중투표제에서 임의적 제도로 전환한 주의 경우, 회사는 통상적으로 집중투표제 의무적 규정을 제거하기 위해 주주총회 결의를 거쳐야 한다. 네 번째로 비교적 드문 경우이지만, 미주리주와 같은 일부 주에서는 집중투표제가 이사회가 개정 권한을 가지는 회사의 부속정관(bylaw)에만 규정되어 있을 경우, 이사회 결의만으로 해당 조항을 개정하여 집중투표제를 폐지할 수 있다}.

63) Gordon, Jeffrey M., op. cit., p.155.

주에서 설립된 회사가 전체의 45%를 상회한 것으로 나타났다.⁶⁴⁾ 이러한 추세는 지속되어 1956년까지 임의규정을 따르는 주에서의 NYSE 상장기업의 과반수를 차지하게 되었다. 관련하여 “집중투표제는 경영진 중심주의를 통하여 ‘바닥을 향한 경쟁(race to the bottom)’의 희생양이 되었다”고 주장하는 설명까지 있다.⁶⁵⁾

또한 경영진이 위임장 경쟁(proxy battle)으로 인해 임원이 교체될 위험을 줄이고자 하는 유인이 존재하였고, 1980년대에는 적대적 인수합병(hostile takeover)의 확산 속에서 이사회를 통한 경영권 방어 수단을 모색하는 과정에서 집중투표제를 폐지하려는 유인이 강력하게 작동하였다. 적대적 인수합병은 시차임기제의 도입, 그리고 이와 관련하여 경영진들이 적극적으로 로비 활동⁶⁶⁾을 하도록 하였고 이들은 모두 집중투표제의 쇠퇴를 가속화한 요인으로 평가받는다. 결국 이러한 요인들은 각각 독립적으로 작용했다기보다 상호 밀접하게 연결되어 집중투표제 의무화의 기반을 약화시키는 복합적인 원인으로 작동하였다. 구체적으로 1970-80년대에는 적대적 기업인수 붐에 따라 경영권 방어수단으로 시차임기제 이사회(staggered board, classified board)⁶⁷⁾가 도입되었는데, 이 제도의 도입은 집중투표제를 실질적으로 무력화시켰다.⁶⁸⁾ 집중투표제는 복수의 이사를 동시에 선임하는 경우에 효과가 있는 제도인데, 시차임기제는 이사의 임기를 분산시켜 순차적으로 선임되도록 하는 제도이다. 따라서 시차임기제에서는 주주가 선임할 수 있는 이사의 수가 제한되고 이로 인해 소수주주가 집중투표를 통해 이사회에 대표를 진출시키는 것이 사실상 제한될 수 있다. 헌법에서 집중투표제를 주주의 권리로 규정한 경우, 시차임기제를 규정한 법률은 헌법의 권리를 제한하는 효과를 가져왔고, 결국 위헌소원으로 법원에서 다투어지기도 하였다.⁶⁹⁾

64) Hann, Sarah C., op. cit., p.928.

65) Gordon, Jeffrey M., op. cit., 141~142.

66) Gordon, Jeffrey M., op. cit., p.148(1950년대에는 경영진들이 고위 경영진의 임기를 위태롭게 하는 위임장 경쟁(proxy battle)의 위험을 줄이고자 했고, 1980년대에는 적대적 인수합병의 위험을 줄이고자 이사회 대표할 수 있는 방법인 집중투표제를 제거하였다. 이러한 경영자의 동기가 입법의 변화를 야기하였다).

67) 다수의 문헌에서 staggered board와 classified board를 모두 시차임기제로 번역하고 있으나, staggered board는 시차임기제, classified board는 종류이사회제로 번역한 문헌은 라이니어 크락만 외, 앞의 책, 117면, 각주 43.

68) Gordon, Jeffrey M., op. cit., p.179; Hann, Sarah C., op. cit., pp.928~929. 델라웨어주의 시차임기제에 대한 논의는 Reder, Robert S. & Lauren Messonnier Meyers, “Delaware Court Invalidates Commonly-Used Corporate Classified Board Provision as Contrary to Delaware Law”, 69 *Vand. L. Rev. En Banc* 177 (2016); 시차임기제가 경영진의 지배를 고착화시키는지 아니면 경영의 연속성을 부여하여 경영진이 장기적 목표에 집중할 수 있도록 하며 기업가치를 제고시키는지 논의가 엇갈리는데, 두 주장 모두 실증 연구나 이론 연구가 뒷받침한다는 견해로는 Bebchuk, Lucian A., et al., “The Powerful Anti-takeover Force of Staggered Boards: Theory, Evidence and Policy”, NBER Working Paper No. 8974(June 2002); 시차임기제에 대한 실증연구로는 Guernsey, Scott B., et al., “Thirty Years of Change: The Evolution of Classified Boards”, ECGI Finance Working Paper No.929/2023 (2023); 시차임기제는 미국에서 2000년대 중반까지는 흔하였으나 주주의 선임권을 강조하는 추세에 따라 시차임기제를 활용하는 회사는 감소하는 추세에 있다는 설명은 Kraakman, Reinier, et al., op. cit., p.56 & 라이니어 크락만 외, 앞의 책, 117~118면.

69) 집중투표제와 시차임기제에 대한 판례는 본 논문의 IV 참조.

또한 1980년대 적대적 기업인수 확산은 위임장 경쟁(proxy battle)의 심화를 초래하였는데 일부 주에서 집중투표제 의무화를 폐지하는 요인으로 작용하기도 하였다. 다만 집중투표제가 언제나 적대적 기업인수를 억제하는 데만 사용된 것은 아닌 것도 흥미롭다. 역설적으로 오히려 적대적 인수자를 저지하기 위한 방어 수단의 일환으로 집중투표제를 도입한 사례도 있다. 예컨대 1964년 노스웨스트 인더스트리(Northwest Industries)가 B.F. 굿리치 회사(The B.F. Goodrich Co., 이하 ‘굿리치’)를 적대적으로 인수하려고 하자, 굿리치는 시차임기제와 집중투표제를 도입하였다. 이는 인수자가 단기간 내에 이사회를 장악하는 것을 지연시켜 거래를 단념시키려는 전략이었다.⁷⁰⁾ 나아가 일부 기업들은 이사 선임 시 적대적 기업인수 방어효과를 강화하기 위하여 조건부(집중투표제(Contingent cumulative voting))를 채택하기도 했다. 조건부 집중투표제는 원칙적으로 단순투표제(straight voting)를 적용하다가 특정 주주가 일정 지분을 이상을 보유하게 되면, 그 시점부터 다른 주주들이 집중투표제를 활용할 수 있도록 허용하는 제도이다.⁷¹⁾ 이러한 효과는 과거 B.F. 굿리치가 집중투표제를 도입했을 때와 유사하지만, 집중투표제 발동 요건이 정관에 미리 내재되어 있다는 점에서 차이가 있다. 즉, 집중투표제를 원칙적으로는 배제하면서도 경영진 참호구축(management entrenchment) 수단으로 활용할 수 있는 경우에는 예외적으로 허용하는 방식에 해당한다.

다. 집중투표제에 대한 재논의

미국에서 1990년대에 집중투표제 논의가 재차 활발하게 이루어진 때, 이사회 구성에서 대한 소수주주인 기관투자자의 영향력을 제고하기 위한 다른 방안, 예를 들면 이탈리아나 이스라엘과 같이 소수주주에게 적극적으로 이사지명권을 부여하는 방안도 제안된 바 있다.⁷²⁾ 다만 미국의 경우 소수주주이사를 선임하는 것보다 궁극적으로 집중투표제가 우월한 방식이라고 평가하였다. 뿐만 아니라 선호도를 반영하여 의결권을 행사하자는 견해⁷³⁾도 등장하였다. 하지만 고든 교수는 미국에서 집중투표제가 한 세대 동안 본격적으로 논의되지 않은 이유 중 하나는

70) Gordon, Jeffrey M., op. cit., p.148에서 재인용. The B.F. Goodrich Co., Notice to Stockholders and Proxy Statement 5 (Feb. 21, 1969).

71) Gordon, Jeffrey M., op. cit., p.162, 각주 122; 다만 우리나라의 기업지배구조 하에서는 지배주주가 있는 회사가 다수이므로 조건부 집중투표제는 크게 시사하는 바가 없다.

72) 이를 언급한 문헌으로는 Gordon, Jeffrey M., op. cit., p.178, 각주 177(집중투표제 전략은 또한 이사회 구성에 대한 기관 투자자의 영향력을 확대하려는 최근의 다른 제안들보다도 우월해 보인다. 특히 기관투자자가 일정 수준 이상의 지분을 보유한 경우, 경영진 명부(managerial slate)에 대해 기관이 일정 수의 이사를 지명할 권리를 부여하자는 제안들과 비교했을 때 그러하다; 반면 집중투표제가 소수주주에게 가증된 의결권을 부여하기에 다른 대리인 문제가 발생한다는 견해로는 Easterbrook, Frank H. & Daniel R. Fischel, op. cit., pp.409~410.

73) 2014년에는 주주의 의결권 행사시 어떤 이사를 선임할지 여부만이 아니라 선호도의 정도를 반영한 의결권 행사방식인 제곱권 의결권 방식(quadratic voting)을 도입하자는 견해로는 Posner, Eric A. & E. Glen Weyl, "Quadratic voting as efficient corporate governance". 81 *Univ. Chi. L. Rev.* 251 (2014).

1950년대 이후 격렬하게 전개된 집중투표제 의무화 대 임의규정 논쟁이 집중투표제 반대론자들의 승리로 종결되었기 때문이라고 설명한다.⁷⁴⁾ 이러한 반대론자의 승리는 현실적인 배경과 회사법의 발전을 두 축으로 한다. 우선 1950년대 집중투표제를 공개적으로 지지하며 ‘소수주주의 대표성’을 주주민주주의 핵심이라고 주장한 주주행동주의자 길버트 형제(Gilbert Brothers)의 실패는 현실적인 배경을 보여준다.⁷⁵⁾ 이들은 매년 여러 회사의 주주총회에서 집중투표제를 요구하는 주주제안권을 행사했으나, 그 제안은 번번이 부결되었고 학계나 행동주의적 기관투자자들에게 지지를 얻지 못했다. 그 결과, 집중투표제는 중요한 기업지배구조 개혁안으로서의 위상을 상실하게 되었다.⁷⁶⁾ 또한 고든 교수에 따르면 집중투표제는 19세기와 20세기 초 미국 회사법에서 다음의 근거를 바탕으로 자리 잡았다. 첫째, 입법기관에서의 소수자 대표라는 이념적 신념이 이사회 구성에도 반영되었다. 둘째, 대주주의 전횡에 의해 소수주주가 착취당할 수 있다는 우려가 있었는데 특히 당시 일반주주가 회사 정보를 얻기 어려웠던 상황에서는 그 우려가 더욱 두드러졌다.⁷⁷⁾ 하지만 1930~1940년대에 제정된 연방증권법은 19세기 회사지배구조에서 나타났던 각종 불법행위, 특히 유가증권 발행 시 사기, 위임장 확보과정에서의 기망행위 등을 직접 규제하였으며 주 회사법에서는 주주에게 회사 장부 및 기록에 대한 정보접근권을 일부 보장해 주었으며, 무엇보다 1934년 제정된 증권거래법(Securities Exchange Act of 1934)상 지속적 공시의무를 통해 과거에는 이사에게만 제공되던 정확하고 시의성 있는 정보를 일반주주도 확보할 수 있게 되었기에 집중투표제가 자리 잡게 된 근거 중 일부는 설득력을 잃었다고 설명한다.⁷⁸⁾ 아울러 주법상 회사 내부자의 자기거래(self-dealing)에 관한 충실의무 규제도 강화되었고, 연방증권법에 따른 주주의 소송권은 일반주주들에게 경영진의 남용에 대항할 수 있는 추가적 보호 수단을 제공하였다.⁷⁹⁾ 이러한 종합적인 경제적·역사적 배경을 바탕으로 궁극적으로 미국에서 집중투표제는 유명무실화되었다.

IV. 미국의 집중투표제 관련 판례

1. Wolfson v. Avery

74) Gordon, Jeffrey M., op. cit., p.166.

75) 길버트 형제에 대한 설명은 The New York Times, Lewis Gilbert, 86, Advocate of Shareholder Rights, December 8, 1993; 주주민주주의라는 용어 자체를 길버트가 만들었다는 설명은 Well, Harwell, “A Long View of Shareholder Power: From the Antebellum Corporation to the Twenty-First Century”, 67 Fla. L. Rev. 1033 (2015), pp.1069.

76) Gordon, Jeffrey M., op. cit., p.166.

77) Id.

78) Id.

79) Id.

1955년 *Wolfson v. Avery* 판례⁸⁰⁾에서 일리노이주 대법원은 이사 임기를 분류하여 순차적으로 선임하는 시차임기제(staggered terms)를 허용한 일리노이주 법이 위헌이라고 판시하였다.⁸¹⁾ 이 사건의 사실관계를 살펴보면 원고인 울프슨(Wolfson)은 경영진의 반대파인 소수주주로, 주주총회에서 이사회를 장악하기 위해 치열한 위임장 경쟁을 펼쳤으나 이사회를 장악하는데에는 실패하였고 다만 울프슨은 일부 이사의 선임에는 성공하였다.⁸²⁾ 회사의 경영진은 이사회 임기를 시차적으로 구분(classification)하여 집중투표제의 효력을 제한하려고 하였다. 따라서 울프슨은 이러한 경영진의 시도를 저지하기 위해 소송을 제기하였고, 법원은 집중투표제가 의무화된 상황에서, 경영진이 임기 분류를 통해 집중투표제를 무력화하려는 행위는 허용되지 않는다고 판시함으로써, 울프슨 측의 법적 승리를 인정하였다. 법원은 일리노이주 헌법이 이사의 임기에 시차를 두는 것을 금하고 있지는 않지만, 헌법에서 집중투표제를 명시적으로 규정하고 있다는 점에 주목하였다. 따라서 만약 시차임기제를 허용하게 되면, 소수주주가 이사를 선임하는 것을 더욱 어렵게 만들어 집중투표제에 의한 소수주주 보호를 잠식한다고 판단하였다. 즉 일리노이주에서는 당시 헌법에 규정된 집중투표제를 '주주의 비례대표성을 확보하는 권리'로 해석하였다.

2. *Janney v. Philadelphia Transportation Co.*

하지만 *Wolfson v. Avery* 판결 이후, 집중투표제와 시차임기제의 충돌을 다루는 판례들은 대체로 회사의 입장을 지지하였다.⁸³⁾ *Janney v. Philadelphia Transportation Co.*⁸⁴⁾는 *Wolfson v. Avery*와 사실관계는 유사하지만, 펜실베이니아주 대법원은 정반대의 결론을 내리고 있다. *Janney*는 *Philadelphia Transportation Company*(이하 'PTC')의 주주이자 이사로서 보통주 9,500주를 보유한 소수주주였다. PTC의 이사회는 총 21인으로 구성되었으며, 그 중 5인은 1907년 협정에 따라 필라델피아 시에서 임명하고 나머지 16인은 주주들이 선임하도록 하였다.

80) Campbell, Whitney, op. cit., p.15; Gordon, Jeffrey M., op. cit., pp.149~150.

사실관계는 다음을 참조: <https://law.justia.com/cases/illinois/supreme-court/1955/33563-5.html>

81) Hann, Sarah C., op. cit., p.929. 그 전에 유사한 판례로는 1885년 캘리포니아주에서는 *Wright v. Cent. Cal. Water Co.*, 8 P. 70, 73 (Cal. 1885)에서 Central California Water Company의 경영진은 이사들을 한꺼번에 선임하는 대신 한 명씩 순차적으로 선임하는 방식을 통해 집중투표제를 무력화하려 하였으나, 캘리포니아주 법원은 이를 위헌으로 판단하였다.

82) Gordon, Jeffrey M., op. cit., pp.149~150.

83) Gordon, Jeffrey M., op. cit., p.150; Bohannon v. Corp. Comm., 313 P.2d 379, 382 (Ariz. 1956); Humphrys v. Winous Co., 133 N.E.2d 780, 788 (Ohio 1956); *Janney v. Philadelphia Transp. Co.*, 128 A.2d 76, 80-81 (Pa. 1956). Adkins, Leonard D., "Corporate Democracy and Classified Directors", 11 *Bus. Law* 31 (1955), pp.35~36; Dalebout, Richard S., "Cumulative Voting for Corporation Directors: Majority Shareholders in the Role of a Fox Guarding a Hen House", 1989 *B.Y.U. L. Rev.* 1199 (1989), pp.1214~1217.

84) 387 Pa. 282, 128 A. (2d) 76 (1956).

PTC의 부속정관(bylaw)은 1951년 이후 시차임기제 방식으로 이사를 선임하도록 규정하여, 매년 이사 중 일부만이 선임되도록 하였다. 이러한 시차임기제는 1887년 펜실베이니아주 법률⁸⁵⁾에 근거한 것으로, 해당 법률은 주주총회의 결의에서 이사를 2개 내지 4개의 조로 분류하여 시차를 두고 선임하는 것을 허용하였다. Janney는 집중투표제를 ‘보장’하는 펜실베이니아주 헌법 제 16조 제4항에 근거하여 소수주주는 그 권리를 행사할 수 있어야 한다고 주장하였다. 이어서 시차임기제는 헌법상 보장된 집중투표제를 침해하므로 허용되어서는 안되며, 모든 이사는 전원이 선임되어야 한다고 주장하였다. 그러나 하급심 법원은 1887년 법률 및 이후 관행에 따라 시차임기제를 허용하는 규정들이 존재하여 왔을 뿐 아니라, 기업 실무관행과 운영상 시차임기제의 필요성이 있다고 보았다. 따라서 PTC의 정관과 1887년 법률은 위헌이 아니라고 판시하였다. Janney는 이에 불복하여 항소하였고, 필라델피아 시도 시의 이사 임명권을 보호하기 위해 소송에 참가했다.⁸⁶⁾ 하지만 펜실베이니아주 대법원은 PTC의 손을 들어주며, 주 헌법상 집중투표권을 두고 있더라도 시차임기제는 허용된다고 판시하였다.

앞서 살펴본 *Wolfson v. Avery* 판결과 본 판결은 집중투표제에 관한 법원의 해석에서 근본적인 입장 차이를 드러낸다. 즉 집중투표제 규정을 ① 소수주주에게 ‘이사회에의 비례적 대표성’을 보장하기 위한 제도로 볼 것인지, 아니면 ② 단지 소수주주가 단순히 자신의 의결권을 집중하여 행사할 수 있는 권리로 보고, 대표성을 확보할 수 있도록 ‘지원’하는 제도로 이해할 것인지에 대한 견해 차이를 보여준다.⁸⁷⁾

3. *Western Air Lines, Inc. v. Sobieski*

1961년의 *Western Air Lines, Inc. v. Sobieski*⁸⁸⁾은 회사의 사적자치와 집중투표제를 통한 주주보호를 위한 주권 증권법 적용이 충돌한 판례이다. *Western Air Lines, Inc.*(이하 ‘Western’)는 델라웨어주법에 따라 설립된 회사로, 본사는 캘리포니아주에 있었다. 원래 회사의 전신은 1925년 캘리포니아주에서 설립되었으나, 1928년 델라웨어주에서 새로 설립된 법인이 1929년 캘리포니아주 법인의 주식을 모두 인수하였고, 1934년 캘리포니아주 법인은 해산되었다. 전신인 캘리포니아주 회사와 델라웨어의 신규설립 법인의 정관에는 모두 집중투표제를 포함하고 있었으며, 이러한 인수과정을 거치면서 델라웨어주 법인인 Western의 주주의 30%가 캘리포니

85) Act of June 17, 1887, P.L. 411.

86) Hann, Sarah C., op. cit., p.929.

87) Luney, William R., op. cit., p.998.

88) (191 Cal. App. 2d 399, 1961); Gordon, Jeffrey M., op. cit., p.149; 그 전의 유사한 판례로는 1900년까지 *Looker v. Maynard*, 179 U.S. 46, 54 (1900). 미시간주의 *Looker v. Maynard* 사건에서는 연방대법원은 1885년 제정된 미시간주의 집중투표제 법률에 따라, 1869년 당시의 다른 회사법에 따라 설립되어 미시간주에서 운영하는 보험회사에도 적용되어 집중투표제를 의무적으로 도입해야 한다고 판시하였다.

아주에 거주하였다. 1956년 Western의 소수주주들은 집중투표제를 통하여 13인의 이사회 중 2명의 이사를 선임하는 데 성공하였다. 이에 대응하여 이사회는 이사 수를 13명에서 15명으로 확대하고, 집중투표제를 폐지하기 위해 델라웨어주법에 따라 정관변경 절차를 진행하였다. 이 과정에서 Western은 주주들에게 집중투표제 폐지를 위한 위임장과 설명서를 발송하였으나, 캘리포니아주 증권국장(Commissioner of Corporations)은 캘리포니아 회사법(Corporations Code)⁸⁹⁾에 따라 관할권을 가진다고 결론내리고, 의결권을 집중투표제에서 단순투표제로 변경하는 행위는 캘리포니아주 회사증권법(Corporate Securities Law)⁹⁰⁾에서 매매 및 교환(sale and exchange of securities)에 해당한다고 판단하였다. 따라서 정관변경을 위한 주주총회와 위임장 행사 이전에 이러한 매매 및 교환은 캘리포니아주 증권국장의 사전인가를 요하다는 입장을 취하였다. 제1심 법원은 정관변경이 델라웨어주 법인의 자치사항에 불과하다며 증권국장의 관할권을 부인하였으나, 항소심 법원은 캘리포니아주에 상당수 주주가 거주하고 있다는 점과 해당 권리 변경이 주주의 이해관계에 중대한 영향을 미친다는 점을 들어 캘리포니아주 증권법 적용을 긍정하였다. 특히 법원은 집중투표제의 존폐가 단순한 이사회 선임 절차의 문제가 아니라 '소수주주의 이사회 대표권을 보장'하는 주주의 핵심적 권리에 관한 사항임을 지적하면서, 이를 폐지하는 것은 단순한 내부적 지배구조의 조정이 아니라 증권의 권리에 관한 실질적 변경에 해당하므로 매매에 해당한다는 점을 명확히 하였다. 이 판결은 다른 주에 설립된 법인 이더라도 캘리포니아주 내에서 실질적으로 영업 활동을 수행하는 경우에는 '유사 법인(pseudo-foreign corporation)'으로 간주되어 캘리포니아주 법의 규율을 받을 수 있음을 선언하였고, 주식회사의 자치사항에 관한 속지법 원칙과 투자자 보호를 위한 주법 규제 사이의 긴장 관계를 보여주는 동시에, '집중투표제가 소수주주 보호를 위한 제도적 장치'로서 지니는 법적 성격을 재확인한 판례이다.

4. Roanoke Agency, Inc. v. Edga

Roanoke Agency, Inc.⁹¹⁾는 1963년 일리노이주 법에 따라 설립된 회사로 당시에는 헌법상 집중투표제 의무화하였다. Roanoke Agency는 기존 주주들의 집중투표제를 유지하면서 정관을 개정하여 무의결권 주식과 의결권 주식(즉 집중투표제를 행사할 수 있는 주식) 두 종류 주식으로 구분하여 하였고 모든 기존 주주들은 만장일치로 이를 승인하였다. 일리노이주 국무장관(Secretary of State)이었던 Jim Edgar는 1970년 헌법 전환규정(Transition Schedule) 제8조에 위반한다는 근거를 들어 정관변경을 승인하지 않았다.⁹²⁾ 이에 Roanoke Agency는 소송을 제

89) Corporations Code, sections 25009, 25500, 25510, 2507, fn. 4

90) Corporations Code, sections 25009(1), 25510.

91) 461 N.E. 2d. 1365, 1371 (Ill. 1984)

기하였다. 법원의 다수 의견은 전환규정 제8조는 모든 기존 법인에 적용되며 주식보유 시점에 따라 달라지지 않기에 1971년 7월 1일 이전에 설립한 모든 회사의 주주들은 헌법에 따라 집중투표제를 행사할 수 있다고 하였다. 다만 기존의 1870년 헌법에서 집중투표제를 규정하던 때에는 공익의 목적상(Public Policy) 집중투표제를 배제할 수 없었던 반면, 1970년 헌법의 전환규정은 집중투표제를 더 이상 헌법상 필수적인 권리로 보지 않는다고 판단하였다. 따라서 주주들이 만장일치로 동의하는 경우에는 집중투표권이라는 주주의 권리를 포기(waiver)할 수 있다고 판시하였다. 이러한 논리에 따라 법원은 Roanoke Agency의 정관변경을 승인하도록 명령하였다. 이 사건은 일리노이주에서 집중투표제를 배제하기 위해서는 소수주주의 권리 보호를 위하여 주주의 만장일치가 필요하다는 법리를 확립한 선례(precedent)이다.

V. 우리나라의 집중투표제에 대한 시사점

1. 집중투표제의 의무화와 사적자치

우리나라에서 집중투표제는 1998년 상법 개정을 통해 처음 도입되었으나, 동시에 정관 규정을 통하여 이를 배제할 수 있도록 허용하였다. 이러한 입법은 제도의 실효성을 본질적으로 제약하는 결과를 초래하였다.⁹³⁾ 앞서 살펴본 바와 같이, 미국에서 집중투표제가 강행규정에서 정관 배제를 허용하는 임의규정으로 전환된 것이 제도의 쇠퇴를 불러온 주요 원인이었다. 우리나라의 기업지배구조상 집중투표제가 필요하다고 판단하여 상법에서 이를 규정하였지만, 정관을 통해 배제하거나 선택적으로 도입할 수 있는 형태의 집중투표제는 사실상 제도를 무력화하였음을 알 수 있다. 일반적으로 정관변경은 주주총회의 특별결의를 요하는데, 소수주주의 의견권만으로는 특별결의를 충족할 수 없기 때문이다.⁹⁴⁾ 미국에서 집중투표제를 도입할 당시 이를 강행규정으로 두었던 것도, 임의규정으로 두게 되면 단지 허상의 권리(illusory rights)에 불과하다는 견해가 지배적이었기 때문임을 앞서 확인하였다. 전술한 일리노이주 대법원은 Roanoke Agency 판결⁹⁵⁾에서, 정관변경을 통해 집중투표제를 배제하려면 주주전원의 동의를 얻어야 한다고 판시하였는데 이는 집중투표제가 소수주주 보호의 핵심장치임을 명확히 한 것이다. 따라서 미국에서도 집중투표제가 소수주주가 이사를 선임할 가능성을 높이기 위해 도입되었지만, 강행규정으로 두지 않는 한 실질적인 효과를 거두기 어려웠다.

92) 본 논문의 III. 1. 다. 참조.

93) 참고로 1963년 국회의원 선거에서 비례투표제를 도입하였고 명칭은 '전국구'였다.

94) 미국의 경우는 Gordon, Jeffrey M., op. cit., p.161, 각주 119.

95) 본 논문의 III. 1. 다. 및 IV. 4 참조.

미국에서 집중투표제의 역사적 전개를 광범위하게 연구한 고든(Gordon) 교수는 1992년 논문에서 집중투표제의 부활을 주장하면서도, 법적으로 의무화할 것을 주장하지는 않는다.⁹⁶⁾ 그는 집중투표제가 임의규정으로 존재함을 전제로, 주주를 설득(persuading shareholders)⁹⁷⁾하거나 경영진을 설득(persuading managers)⁹⁸⁾함으로써 제도를 도입하도록 유도해야 한다고 본다.⁹⁹⁾ 고든의 견해에 따르면, 집중투표제는 유용한 제도적 장치이지만, 이를 모든 회사에 일률적으로 강제하는 것은 정치·경제적 현실 속에서 상당한 저항을 초래할 수 있으며, 경영진의 로비에 의하여 집중투표제 의무화는 입법되기 어려울 뿐 아니라 미국 기업의 지배구조 다양성을 고려할 때 보편적으로 바람직한 제도라고 보기도 어렵다고 설명한다. 이러한 관점에서 보면, 대규모 상장회사에 집중투표제를 의무화한 우리나라 상법 개정은 제도의 효용과 현실적 수용 가능성간의 균형을 충분히 고려하지 못한, 다소 시대착오적인 입법으로 평가될 여지도 있다. 그러나 미국과 달리 우리나라에서는 지배주주의 영향력이 막강하여, 경영진이 독립적으로 설득될 가능성이 낮고, 소수주주가 특별결의 요건을 충족하여 정관에 집중투표제를 도입하기는 현실적으로 어렵다. 결국 집중투표제 의무화의 타당성은 회사의 '사적자치'와 '소수주주 보호' 중 어느 가치를 우선시할 것인가의 문제로 귀결된다.¹⁰⁰⁾ 분명 미국과 같이 사적 자치에 반한다는 이유로 회사에 선택권을 부여해야 한다는 견해도 있었으나, 개정 상법은 우리나라 지배구조의 고질적인 문제로 지적되던 소수주주 보호에 상대적으로 무게를 둔 정책적 선택으로 이해될 수 있다.¹⁰¹⁾

2. 주주민주주의

하지만 집중투표제의 태동 초기부터 강조되었던 민주주의적 성격에 대해서는 신중하게 검토할 필요가 있다. 과연 회사가 의회와 유사한 기능을 수행하며 동일한 민주주의 원리가 적용될 기관인가? 미국의 집중투표제는 민주주의의 태동과 함께 등장하면서 소수주주를 대표하는

96) Gordon, Jeffrey M., op. cit., pp.175~180.

97) Id., pp.175~178.

98) Id., pp.179~180.

99) 유사하게 강행규정과 임의규정의 이분법적인 구분은 지나치게 단순화한 구분이며 집중투표제를 임의규정으로 두면서도 활용도를 높이기 위한 방안에 대한 논의는 Coyle, John F., "Altering Rules, Cumulative Voting and Venture", 2016 *Utah L. Rev.* 595 (2016).

100) Black, Bernard & Reinier Kraakman, op. cit., pp.1948~1949(많은 선진국과 선진 신흥경제국에서 회사들이 집중투표제를 채택하지 않는다는 사실은 그것이 자기집행적 법제(self-enforcing)의 초석이라는 점을 훼손하지 않는다. 이들 국가에서는 시장, 법, 문화적 요인들이 결합하여 집중투표제가 달성하려는 목표를 실현한다).

101) 본 논문의 II. 3. 참조; 이와 관련하여 우리나라에서는 집중투표제 의무화와 관련해 재계에서 헌법소원 등 법적 대응을 검토해야 한다는 주장도 있다. 이는 경영권이 '헌법상 기본권'에 해당하므로, 집중투표제 의무화가 이를 침해한다는 주장으로 추정되나 이론적인 근거가 부족하다고 생각한다. 한겨레신문, 송언석 "노란봉투법·상법 개정안은 경제내란법...헌법소원 검토", 2025.8.24.

대의적 성격이 강조되었으나 우리나라에서 집중투표제를 의무화하자는 주장의 근거로 주주민주주의를 제시하는 것이 타당한가? 본 논문은 회사 내에서 주주민주주의의 이념을 근거로 집중투표제를 정당화하는 것은 타당하지 않다고 생각한다. 회사는 본질적으로 의회와는 성격을 달리하며, 주주의 의결권은 '1인1표'가 아니라 출자 자본금을 바탕으로 한 '1주1의결권'을 원칙으로 한다.¹⁰²⁾ 또한 국민과 달리 주주는 단순히 보유 주식을 매도함으로써 특정 회사의 주주 지위를 벗어날 수 있는 용이한 '출구(exit)'가 있다.¹⁰³⁾ 또한 민주주의 사회에서 투표는 민주시민의 권리이자 의무라고 평가하지만 주주는 합리적인 무관심(rational apathy)에 따라 의결권을 행사하지 않아도 되고 심지어 이를 위임할 수도 있다. 이러한 점에서 '주주민주주의'¹⁰⁴⁾라는 개념은 특정 시대적 맥락 속에서 동원하기에는 용이한 구호였을지 몰라도, 실질적으로는 누구도 명확히 정의할 수 없는 허구적 개념에 불과하다. 따라서 집중투표제를 민주주의 제도의 연장선으로 규범화하는 접근은 경계할 필요가 있다고 생각한다.

3. 집중투표제의 대체가능성

고든(Gordon) 교수는 미국에서 집중투표제가 임의규정으로 전환될 수 있었던 것은, 이를 대체할 만한 소수주주 보호 장치가 강화되었기 때문이라고 주장한다.¹⁰⁵⁾ 따라서 고든 교수가 언급하는 집중투표제의 대체 제도들이 우리나라에서도 충분히 갖추어져 있는지 검토해 볼 필요가 있다. 첫째, 소수주주에게 충분한 정보가 제공되는지의 문제이다. 우선 미국 1934년 증권거래법과 유사하게, 자본시장과 금융투자업에 관한 법률에서 상장기업의 공시의무를 부과하고 있고 이 공시의무는 점차 강화되어 가고 있다. 뿐만 아니라 상법 제466조는 소수주주에게 회계장부 열람 및 등사청구권을 인정하고 있다.¹⁰⁶⁾ 최근 충실의무 개정과 그 해석론에 따라 회계장부 열람 범위가 확대될 가능성도 있다고 생각한다. 둘째, 충실의무가 소수주주 보호기능을 충분히 수행하는지의 문제이다. 과거 충실의무는 선언적 문구에 그치고 선관주의의무와 동일

102) 국내 문헌 중에 비슷한 견해로는 이철송, 「회사법강의」, 제33판, 박영사, 2025, 688면{국회에서의 의사결정과 이사회에서의 의사결정은 이해의 본질을 달리하므로 국회의원의 구성방식이 이사의 선거방식에 있어서도 타당할 수는 없다}.

103) Gordon, Jeffrey M., op. cit., pp.173~174{주주의 보호수단은 주주총회 등에서 혹은 자신들이 원하는 이사를 선임하여 목소리(voice)를 내거나 아니면 주식을 매도하는 방법(exit)인데 어떠한 수단을 사용할 것인지는 시장의 상황에 따라 다르다}.

104) 주주민주주의의 허구적 성격에 대한 설명으로는 Gramitto Ricci, Sergio Alberto et. al., "The Shareholder Democracy Lie", 78 *Fla. L. Rev.* (forthcoming 2026); 주주가 의결권을 통하여 회사에 영향을 미칠 수 있는 능력으로 주주민주주의를 정의한 문헌으로는 Anand, Anita Indira, *Shareholder-driven Corporate Governance*, Oxford University Press, 2020, p.35.

105) 본 논문의 III. 2 다. 참조.

106) 다만 청구사유를 구체적으로 기재해야 하며 회사가 그 청구가 부당함을 입증하는 경우에는 이를 거부할 수 있는데 법은 청구 사유를 '이유를 붙인 서면'으로 요구할 뿐, 그 내용이나 범위에 대한 명확한 제한은 두고 있지 않다는 측면에서는 소수주주를 보호하기에 충분하지 않다고 볼 수도 있다.

시하는 판결 등도 있었고 오히려 구체적인 조문에 해당하는 자기거래, 영업금지, 회사의 기회 유용에 대한 조문만을 활용하는 경향이 있었지만¹⁰⁷⁾ 올해 상법 개정으로 충실의무가 주주 전체의 이익을 고려하도록 확대되었다.

4. 경영권 분쟁 및 소수지배주주

만약 실제로 과반 이상의 의결권을 보유하고 지배권을 행사하는 상황이라면, 집중투표제로 인해 외국계 행동주의 펀드가 경영권을 장악한다는 주장은 현실성이 없다. 애초에 집중투표제의 취지는 소수주주가 의결권을 집중적으로 행사하여 이사회의 ‘소수 의석’을 확보할 수 있도록 하는 데 있기 때문이다. 또한 잘 알려진 바와 같이, 집중투표제를 통해 1인의 이사를 선임하기 위한 공식은 다음과 같다.¹⁰⁸⁾

$$X=T/(N+1)+1$$

* X: 이사 1인을 선임하는 데 필요한 주식 수, T: 의결권 있는 발행주식 총수, N: 선임하는 이사 수

위의 공식에 따르면 예컨대, 9인의 이사를 선임하고 발행주식이 100주라면, 한 명의 이사를 선임하기 위해서는 11주가 필요하다($100/10+1=11$). 지분으로는 약 11%에 해당한다. 반대로 N이 줄어들면, 즉 동시에 선임하는 이사 수가 줄어들수록 한 명을 선임하기 위해 보유해야 하는 지분율은 더 커진다. 가령 발행주식이 100주이고, 4인의 이사를 선임하며 후보자가 6인인 경우를 가정해 보자. 25주를 보유한 소수주주는 집중투표제를 통해 100표($25\text{주}\times 4$)를 특정 후보 1인에게 몰아줄 수 있다. 지배주주가 나머지 75주를 보유하고 있어 300표($75\text{주}\times 4$)를 행사하더라도, 소수주주가 집중한 후보 1인을 4등 밖으로 밀어내는 것은 불가능하다.¹⁰⁹⁾ 실제로는 21주(비율로는 21%)만 보유해도($100/5+1=21$) 이사 1인을 확보할 수 있다. 즉, 집중투표제는 소수주주가 대표를 이사회에 진출시킬 수 있도록 보장하여, 지배주주가 과반 이상의 지분을 갖고 있더라도 이사회 전체를 독점하기 어렵게 한다. 그러나 이는 어디까지나 ‘일부 의석 확보’를 의미할 뿐, 소수주주가 이사회를 장악한다는 뜻으로 곡해해서는 안 된다. 따라서 소수 투기자본

107) 송지민, “수탁자의 이득토출책임에 관한 연구-영미법상 논의 및 그 시사점을 중심으로-”, 서울대학교 법학과, 박사학위 논문(2021), 253면.

108) 김건식 외, 「회사법」, 제9판, 박영사, 2025, 377면; Cole, Arthus T., “Legal and Mathematical Aspects of Cumulative Voting”, 2 S. C. L. Rev. 225 (1950); Glazer, Amihai, et al., “Cumulative Voting in Corporate Elections: Introducing Strategy into the Equation”, 35 S. Cal. L. Rev. 295 (1984){게임이론에 기초하여 두 주주(혹은 주주연합)가 경쟁하는 경우에는 Arthurs Cole의 논문의 방정식과 동일한 방정식을 전개하지만, 셋 이상의 주주(혹은 주주연합)가 경쟁하는 경우에는 보다 정교한 수식이 필요하다}.

109) 송옥렬, 「상법강의」, 제15판, 홍문사, 2025, 1000면.

의 경영권 장악 가능성에 대한 우려는, 지배주주가 충분한 지분율을 확보한 경우에는 기우에 불과하다.

하지만 한국의 기업지배구조는 지배소수주주(Controlling Minority Shareholder, 'CMS') 형태를 띠고 있는 경우가 다수이기에¹¹⁰⁾ 경영권 분쟁의 상황에서 집중투표제가 결정적인 역할을 할 수도 있다. 이와 관련하여 집중투표제는 소수주주 보호가 아니라 2대주주의 경영권 분쟁에만 활용될 제도라고 비판하는 견해도 한다.¹¹¹⁾ 즉 재벌기업의 경우 약 30% 내외의 지분만으로도 실질적 지배력을 행사하는데, 이러한 구조가 집중투표제 하에서도 유지될 수 있을지는 피라미드 구조의 존속 여부나 기관투자자들이 오너 일가에 우호적으로 의결권을 행사하는지 등에 달려 있기에 경영권 분쟁의 문제 등이 등장하는 것이다. 경영권 분쟁 상황을 제외하면, 대부분의 경우 소수주주는 집중투표제를 통해 이사회에 과반을 차지하기보다는 단일 이사를 선임하는 데 그칠 것이다. 그리고 적어도 한 명의 소수주주는 경영진과 지배주주를 감시하고 의사결정 과정에 견제 역할을 수행할 수 있으며, 이러한 기능은 미국에서도 오랫동안 집중투표제를 통해 실현되어 왔음을 앞서 확인하였다.¹¹²⁾

5. 시차임기제

집중투표제 의무화 입법 이후, 벌써부터 이를 무력화하기 위한 도구로서 시차임기제에 대한 논의가 활발하다.¹¹³⁾ 상법상 이사회에서 몇 명의 이사를 선임할지는 원칙적으로 회사의 사적 자치의 영역에 해당하며, 별도의 입법이 없는 한, 한 번에 2인 이상의 이사를 선임하도록 강제

110) 우리나라의 지배소수주주에 대한 구체적인 논의는 Song, Ok-Rial, "The Legacy of Controlling Minority Structure: A Kaleidoscope of Corporate Governance Reform in Korean Chaebol", 34 *Law & Pol'y Int'l Bus.* 183 (2002).

111) 더벨, [김화진 칼럼] 집중투표제도, 2025.8.25.

112) Gordon, Jeffrey M., op. cit., p.150{집중투표제가 도입된 경우, 도전자(insurgent)는 이사회 진출에 필요한 의결권만 확보하면 일정한 성과를 거둘 수 있었다. 만약 도전자의 목표가 회사의 지배권 확보에 있다면, 당장 지배권을 장악하지 못하더라도 이사회 의석이라는 일종의 '위안적 성과(prize of consolation)'를 통해 차후 제도전의 발판을 마련하거나 새로운 경영 전략을 요구할 수 있었다. 반대로 도전자의 목적이 단순히 경영진을 감시하거나 의사결정 과정에 영향력을 행사하는 데 있다면, 최근까지도 집중투표제가 사실상 유일하게 실현 가능한 수단이었다}.

113) 김홍기, 「상법강의」, 제9판, 박영사, 2025, 433면(집중투표가 인정된 회사가 이사의 법정 수를 줄이거나, 소위 시차적 이사임기제를 활용하면 한 번에 선임될 이사의 수를 줄임으로써 집중투표제를 사실상 회피할 수 있다. 이것은 정관의 근거규정에 따라 이루어지는 한 금지되는 행위는 아니다); 정찬형, 「회사법강의」, 제4판, 박영사, 2022, 701면[... 이사의 임기를 시차별로 하여 사실상 이 제도를 무력화시킬 수 있다; 홍복기·박세화, 「회사법강의」, 제9판, 법문사, 2025, 524면(집중투표제도를 채택하는 경우에도 '이사의 수를 줄이거나' 또는 '시차적 임기제'를 활용함으로써 소수주주가 지원하는 이사의 이사회 진입을 수월하지 않다); 한국경제, "재계, 집중투표제 방어책 고심..."한번에 뽑는 이사 수 줄이자", 2025.8.25.; 중소기업신문, 상법 개정에 맞서는 '시차임기제', 2025.9.5.; 인베스트 조선, 365일 주총 준비만 할 판...'산 넘어 산' 상법 개정에 재계는 이미 패닉, 2025.2.27.

할 수는 없다. 집중투표제 의무화 도입 이후 회사들이 1인의 이사만 선임하기 시작하면, 집중투표제 의무화의 효력은 시차임기제의 해석론에 달려 있을 것이다. 앞서 미국 판례에서, 집중투표제 의무화의 효력은 ① 소수주주의 비례대표성을 보장하기 위한 규정(소수주주 비례대표성 보장설)으로 해석할지, 아니면 ② 단순히 소수주주가 자신의 의결권을 집중하여 행사할 수 있는 권리(집중투표 행사설)로 해석할지 여부에 달려 있고 주마다 달리 판단하였음을 확인하였다.¹¹⁴⁾ 그러나 미국의 판례들과 한국의 입법에는 큰 차이가 있다. 당시 미국의 집중투표제의 의무화가 헌법상 권리로 규정되어 있었기에 이를 무력화하기 위한 시차임기제 조문을 위헌으로 본 일리노이주 대법원의 판례도 있었지만, 우리나라의 집중투표제 의무화는 상법 조문으로 두고 있다. 생각건대 상법에서 집중투표제 의무화를 규정한 우리나라는 법원이 후자, 즉 의결권을 집중하여 행사할 수 있는 권리로 해석할 가능성이 높다. 특히 시차임기제를 경영권 방어 의 수단으로 인정하여 온 관행상 더욱이 그러하다.¹¹⁵⁾ 다만 개정상법의 충실의무(제382조의3), 특히 주주의 공평대우(제382조의3 제2항) 조문으로 인하여 불확실성이 존재한다. 만약 법원이 공평대우 조문을 광범위하게 해석한다면 지배주주가 시차임기제를 통하여 집중투표제를 무력화 시키는 경우, 소수주주를 공평하게 대우하지 않은 것으로 해석할 가능성도 전혀 배제할 수는 없다. 이 경우에도 공평대우를 위반하였는지 여부는 궁극적으로 시차임기제의 의도에 달려 있을 것이다. 즉 이사회가 시차임기제를 도입한 목적 및 의도가 '집중투표제를 무효화하기 위한 것인지' 아니면 '다른 경영상 목적(예를 들면 경영의 연속성을 요하는 특별한 사유)'이 있는지로 판단하는 것이 이론적으로는 합리적이다. 다만 이러한 '다른 경영상 목적'의 판단은 궁극적으로 입증을 위한 인적, 금전적 자원과 정보가 풍부한 쪽인 회사에 유리하게 작용할 가능성이 높다는 한계가 있고, 따라서 이러한 해석론에 따르더라도 후자로 해석될 것으로 추정된다. 아직 이에 대한 국내 학계의 논의는 활발하지 않지만, 집중투표제에 의하여 소수주주의 이사 선임을 배제하기 위하여 만약 연속된 별도의 총회에서 1인씩의 이사를 선임하는 것은 총회의 의안제출방법 내지 결의방법에 위법성이 있는 탈법행위로 보아야 할 것이며 주주총회 결의의 사유가 될 것이라고 보는 견해가 있다.¹¹⁶⁾

6. 감사위원 분리선임 3% 의결권 제한

미국에서 집중투표제를 의무화하던 시기와 달리 우리 상법은 집중투표제 외에도 감사위원 선임시 3% 의결권 제한(소위 "3%룰")을 두고 있다. 상법 개정시 3% 의결권 제한 적용범위를

114) 본 논문의 IV장의 Wolfson v. Avery 및 Janney v. Philadelphia Transportation Co. 판례 참조.

115) 송옥렬, 앞의 책, 1284~1285면; 이철승, 앞의 책, 505면(집중투표제의 배제를 위한 정관변경이 불가능할 경우에는 이사의 수를 최소화하고 임기를 달리하는(staggering)(이른바 '시차임기제') 매년 1인의 이사만 선임하기도 한다).

116) 홍복기·박세화, 앞의 책, 433면.

확대하고 분리선임하는 감사위원도 2인으로 확대하여 과거 지적되는 문제점을 일부 해소한 측면이 있다.¹¹⁷⁾ 하지만 집중투표제와 의결권 3%제한 규정이 감사위원 선임 조문과 어떠한 관계를 갖는지는 불명확하다. 분리선임되는 감사위원 역시 이사이므로, 감사위원 2인 분리선임에도 집중투표제가 적용된다¹¹⁸⁾고 보는 것이 조문 해석상으로는 타당한 것 같다. 다만, 최대주주에게만 적용되는 3% 합산 의결권 제한과 집중투표제를 동시에 적용하면, 집중투표제 찬성론자들의 주장, 즉 ‘집중투표제는 이사회 의석의 일부만을 확보하는 것이지 소수주주가 이사회를 장악하는 것은 아니다’는 명제에 반하는 결과로 이어질 수 있다. 예를 들면 대규모 상장회사에서 총발행주식이 100주라고 가정하고, 지배주주가 40%(최대주주 및 특수관계인 지분 포함)를 보유하고, 3개의 기관투자자가 각각 10%, 나머지 일반주주가 30%를 보유하고 있는 상황을 가정해 보자. 이러한 구조 하에서, 개정 상법에 따라 2인의 감사위원을 분리선임하고, 감사위원이 아닌 2인의 이사를 선임하는 경우를 살펴보면, 감사위원이 아닌 2인의 이사를 선임할 때 집중투표제를 실행하면 기관투자자들은 그 중 1인의 이사를 선임할 수 있다(일부 일반주주의 협조 전제). 한편 감사위원 2인을 분리선임 및 집중투표제 방식으로 선임하면 2인 모두 기관투자자측 후보가 선임될 여지가 있다.¹¹⁹⁾ 결국 기관투자자는 집중투표제로 인하여 일반 이사 1석을 확보하고, 분리선임 덕에 감사위원인 이사 2석을 확보하여 이사회를 장악할 수 있다. 이러한 예는 집중투표제와 감사위원의 분리선임의 결합이 예기치 않은 결과를 초래할 수 있음을 의미한다.

물론 집중투표제 도입 이후 기업들은 시차임기제 등 다양한 제도를 활용하여 가능한 최소한의 이사만 선임함으로써 소수주주의 영향력을 최소화하려 애쓸 것이다. 그러나 미국 사례에서 확인할 수 있듯, 집중투표제의 목적은 소수지분을 가진 주주가 이사회를 장악하게 하기 위함이 아니라, 소수주주의 대표성을 보장하는 데 있으며 과도하게 소수주주를 보호하는 제도는 오히려 제도의 쇠퇴로 이어질 수도 있다. 3% 의결권 제한과 집중투표제는 모두 소수주주 보호를 목적으로 하지만, 두 제도가 동시에 적용될 경우 오히려 소수주주에 의한 이사회 장악이 발생할 수 있으며, 상법개정시 조문간의 상호작용에 대한 충분한 검토가 이루어지지 않았음을 보여주는 사례라 할 수 있다.

117) 천경훈, “2020년 개정상법의 주요 내용과 실무상 쟁점”, 『경제법연구』, 제20권 제1호, 한국경제법학회(2021), 20~30면.

118) 홍복기·박세화, 앞의 책, 471면(대규모 상장회사에 집중투표제도가 의무화되고 분리선임이사의 수가 2인이 되므로 감사위원 이사를 분리선임할 때 복수이사의 선임이 되면 집중투표가 시행될 수 있다).

119) 분리선임 및 집중투표제가 함께 실시되는 경우 어떻게 처리될지는 논란이 있으나, 위의 예에서는 최대주주측에 6%(3% x 2인)을 부여하고, 각 기관투자자에 6%씩을 부여함에 맞을 것이다. 이러한 구조에서 최대주주는 오히려 소수파가 되고 자신의 후보 1인이더라도 감사위원을 넣기 쉽지 않게 된다. 한편 이러한 결과는 감사위원 2인을 (집중투표제가 아니라) 각기 분리선임하더라도 마찬가지일 것이다. 각기 분리선임하는 경우 최대주주는 각 후보자에 대하여 3%만 의결권을 행사할 수 있어서 기관투자자들의 9%(3% x 3)보다 열위에 놓이게 된다.

VI. 마치며

미국의 집중투표제는 본래 입법부의 민주주의 원리를 기업 지배구조 영역에 확장 적용한 제도로써, 메딜의 연설¹²⁰⁾에나 잘 드러나듯이 소수주주의 대표성과 대주주의 지배권 남용으로부터 권력 분산을 제도적으로 보장하려는 취지에서 출발하였다. 미국에서는 일정기간 동안 이러한 기능을 실질적으로 수행했으나, 제도의 도입과 쇠퇴 과정은 집중투표제 자체의 규범적 이상이나 효용성만으로 설명되지 않는다. 오히려 기업지배구조를 둘러싼 정치·경제적 이해관계, 제도 간 상호작용, 주간경쟁, 그리고 적대적 기업인수나 위임장 경쟁, 시차임기제로 인한 무력화와 같은 외부적 요인이 중요한 영향을 미쳤음을 확인할 수 있다. 이와 같은 미국의 경험은 현재 한국의 집중투표제 의무화에 중요한 시사점을 제공한다. 한국은 1998년 집중투표제 도입할 당시부터 정관에 의한 배제가 허용되었기에 집중투표제가 작동하지 못했고, 그 효용 혹은 부작용을 온전히 경험하지 못하였다. 이후 집중투표제의 실효성을 확보하기 위한 의무화에 대한 오랜 논의가 이어졌고 그 결과 올해 개정 상법에서 대규모 상장회사를 대상으로 집중투표제 의무화가 도입되었다. 그러나 본 논문은 집중투표제 의무화의 찬반 자체를 논하려는 것이 아니다. 그보다는 ‘법문상의 법(law in books)’과 ‘실제 작동하는 법(law in action)’이 반드시 일치하지 않으며¹²¹⁾ 입법은 이 둘 사이의 간극을 최소화하도록 설계하여야 한다는 점을 주장을 하고자 한다. 법의 취지는 타당하더라도, 현실에서 그 취지를 무력화 할 수 있는 제도가 공존한다면 해당 입법은 실효성을 상실할 수 있다. 이런 경우 입법의 효과, 즉 집중투표제 의무화로 말미암아 소수주주를 보호가 강화되었다는 신호효과만 요란할 뿐, 궁극적으로 사문화된 법으로 남을 수도 있다.¹²²⁾ 다른 한편으로는 다른 제도와 의 상호관계를 충분히 고려하지 않은 입법은 과도한 법으로 기능할 위험도 있다. 따라서 집중투표제의 도입 필요성뿐만 아니라, 기존 제도와 의 상호작용 및 잠재적 충돌 가능성까지 종합적으로 검토했어야 하는 아쉬움이 있다.

우리 기업지배구조의 아킬레스건이 여전히 지배주주의 사익편취와 소수주주 보호장치의 미비라는 점을 감안할 때, 소수주주가 회사 경영에 일정한 방식으로 의견을 개진할 수 있는 장치는 분명 필요하다.¹²³⁾ 다만 그 수단으로서 개정 상법에 도입된 집중투표제 의무화가 과연 적절

120) 본 논문의 II. 1 참조.

121) 로스코 파운드(Roscoe Pound)는 1910년 논문에서, 조문상 존재하는 규범(law in books)과 사회에서 실제로 작동하는 법(law in action)사이의 괴리를 지적하였다. 파운드는 법이 ‘있는 그대로’ 사회에 적용되지 않으며, 법의 문언과 실제 운용 간의 간극이 법적 정의의 실현에 중대한 영향을 미친다는 점을 지적하였고 이 구분은 향후 미국 법현실주의(American Legal Realism)의 중요한 출발점으로 평가된다. Pound, Roscoe, “Law in Books and Law in Action”, 44 *Am L Rev* 12 (1910); Halperin, Jean-Louis, “Law in Books and Law in Action: The Problem of Legal Change”, 64 *Me L Rev* 45 (2011)에서 재인용.

122) 집중투표제 의무화에 대한 논의는 아니고 충실의무에 대한 연구이지만, 2025년 개정상법이 회사 및 시장 참여자들에게 보내는 ‘주주를 중시하라’는 신호효과는 막대하다는 설명은 천경훈, “2025년 개정상법상 이사 충실의무 조항의 해석론”, 「상사법연구」, 제44권 제2호, 한국상사법학회(2025), 312면.

54 선진상사법률연구 통권 제112호 (2025.10.)

하고 효율적인 방안인지, 그리고 해당 개정상법 조문들이 어떠한 방식으로 적용되어야 하는지 면밀하게 검토할 필요가 있다. 특히 회사가 집중투표제 의무화를 회피하기 위해 시차임기제를 도입하는 경우 법원이 이를 어떻게 판단할지가 새로운 쟁점으로 부상할 것이며, 감사위원 분리선임 시 적용되는 3% 룰과 집중투표제의 관계를 어떻게 해석할지도 향후 과제로 남는다. ☐

(논문접수 : 2025. 09. 13. / 심사개시 : 2025. 10. 02. / 게재확정 : 2025. 10. 16.)

123) 지배주주가 존재하는 국가에서의 독립이사 및 소수주주 이사 선임에 대한 비교법적 연구로는 송지민(주 11), 45~54면

참 고 문 헌

I. 국내문헌

1. 단행본

- 김건식 외, 「회사법」, 제9판, 박영사, 2025.
 김흥기, 「상법강의」, 제9판, 박영사, 2025.
 라이니어 크락만 외, 「회사법의 해부」, (김건식 외 역), 개정판, 소화, 2020.
 송옥렬, 「상법강의」, 제15판, 홍문사, 2025.
 이철송, 「회사법강의」, 제33판, 박영사, 2025.
 장덕조, 「상법강의」, 제6판, 법문사, 2025.
 정찬형, 「회사법강의」, 제4판, 박영사, 2022.
 존 하트 일리, 「민주주의와 법원의 위헌심사」, (전원열 역), 나남출판사, 2006.
 홍복기·박세화, 「회사법강의」, 제9판, 법문사, 2025.

2. 논문

- 강영기, “집중투표제 의무화의 당위성에 대한 재검토”, 「금융법연구」, 제33권 제4호, 금융법학회(2019).
 권재열, “집중투표제의 의무화주장에 대한 비판적 검토 -회의법 및 회사지배구조론의 시각에서”, 「기업법연구」, 제14권, 기업법학회(2003).
 김지평, “주식회사 이사 및 감사위원 선임의 실무상 쟁점-집중투표제 및 감사위원 분리선출을 중심으로-”, 「저스티스 통권 제169호, 한국법학원(2018).
 박수영, “집중투표제도의 의무화 - 상법개정시안 중 집중투표제도의 의무화에 대한 반론”, 「기업법연구」, 제27권 제3호, 한국기업법학회(2013).
 송지민, “수탁자의 이득토출책임에 관한 연구- 영미법상 논의 및 그 시사점을 중심으로-”, 서울대학교 법학과, 박사학위 논문(2021).
 _____, “여성이사 할당제에 대한 비교법적 연구-강행규정과 자율규제를 중심으로-”, 「상사판례연구」, 제35권 제2호, 한국상사판례학회(2022).
 _____, “독립이사 및 소수주주 이사 선임에 대한 비교법적 연구 - 지배주주가 존재하는 경우를 중심으로 -”, 「선진상사법률연구」, 제106호, 법무부(2024).
 _____, “1주1의결권 원칙 및 그 예외에 대한 연구 -영미법의 역사적 고찰 및 이론을 중심

- 으로-”, 「사법」, 제73호, 사법발전재단(2025).
- 안택식, “집중투표제의 의무화방안에 대한 검토”, 「선진상사법률연구」, 통권 제63권, 법무부(2013).
- 유주선, “집중투표제도 의무화 개정(안)에 대한 타당성 여부”, 「규제연구」, 제23권 제1호 한국규제학회(2014).
- 이종훈, “집중투표제에 관한 연구 -미국에서의 찬반론을 중심으로-”, 「법학논총」, 제47권 제1호, 단국대학교 법학연구소(2023).
- 천경훈, “2025년 개정상법상 이사 충실의무 조항의 해석론”, 「상사법연구」, 제44권 제2호, 한국상사법학회(2025).
- _____, “2020년 개정상법의 주요 내용과 실무상 쟁점”, 「경제법연구」, 제20권 제1호, 한국경제법학회(2021).

3. 기타 자료 (마지막 검색일: 2025.10.20.)

- 김건식 교수 블로그(KBLN), 의결권에 관한 역사적, 정치경제적 고찰. <https://kbln.org/archives/1976>
- 더벨, [김화진 칼럼] 집중투표제도, 2025.8.25.
<https://www.thebell.co.kr/free/content/ArticleView.asp?key=202508250949055440101180>
- 법률신문, 2차 상법 개정안의 주요 내용과 시사점(8월 25일 국회 본회의 통과), 2025.8.28.
<https://www.lawtimes.co.kr/LawFirm-NewsLetter/210933>
- 연합인포맥스, 쿠팡은 왜 한국 증시가 아닌 미국 NYSE로 갔을까, 2021.2.14.
<https://news.einfomax.co.kr/news/articleView.html?idxno=4132240>
- 연합뉴스, 국힘 “기업 발목잡기”·與 “불공정해소” 상법 필리버스터 공방, 2025.8.24.
<https://www.yna.co.kr/view/AKR20250824032151001>
- 인베스트 조선, 365일 주총 준비만 할 판’...‘산 넘어 산’ 상법 개정에 재계는 이미 패닉, 2025.2.27.
https://www.investchosun.com/site/data/html_dir/2025/08/26/2025082680175.html
- 중소기업신문, 상법 개정에 맞서는 ‘시차임기제’, 2025.9.5.
<https://www.smedaily.co.kr/news/articleView.html?idxno=336907>
- 한겨레신문, 송언석, 노란봉투법·상법 개정안은 경제내란법…헌법소원 검토, 2025.8.24.
https://www.hani.co.kr/arti/politics/politics_general/1214869.html
- 한국경제, 재계, 집중투표제 방어책 고심...“한번에 뽑는 이사 수 줄이자, 2025.8.25.
<https://www.hankyung.com/article/202508250382r>

II. 국외문헌

1. 영문 단행본

- Anand, Anita Indira, *Shareholder-driven Corporate Governance*, Oxford University Press, 2020.
- Kraakman, Reinier, et al., *The Anatomy of Corporate Law*, 3rd ed., Oxford University Press, 2017.
- Williams, Charles M., *Cumulative Voting for Directors*, Harvard University, 1951.

2. 영문 논문

- Adkins, Leonard D., "Corporate Democracy and Classified Directors", 11 *Bus. Law* 31 (1955).
- Axley, Ralph E., "The Case against Cumulative Voting", 1950 *Wis. L. Rev.* 278 (1950).
- Bebchuk, Lucian A., et al., "The Powerful Anti-takeover Force of Staggered Boards: Theory, Evidence and Policy", NBER Working Paper No. 8974 (June 2002).
- Bhagat, Sanjai & James A. Brickley, "Cumulative Voting: The Value of Minority Shareholder Voting Right", 27 *J. Law & Econ.* 339 (1984).
- Black, Bernard & Reinier Kraakman, "A Self-enforcing Model of Corporate Law", 109 *Harv. L. Rev.* 1911 (1996).
- Bowes, Harlowe E. & De Bow, Ledlie A., "Cumulative Voting at Elections of Directors of Corporations", 19 *Minn. L. Rev.* 351 (1937).
- Butler, Henry N., "Nineteenth Century Jurisdictional Competition in the Granting of Corporate Privileges", 14 *J. Legal Stud* 129 (1985).
- Campbell, Whitney, "The Origin and Growth of Cumulative Voting for Directors", 10 *Bus. Law* 3 (1955).
- Cole, Arthur T., "Legal and Mathematical Aspects of Cumulative Voting", 2 *S. C. L. Rev.* 225 (1950).
- Coyle, John F., "Altering Rules, Cumulative Voting and Venture", 2016 *Utah L. Rev.* 595 (2016).
- Dalebout, Richard S., "Cumulative Voting for Corporation Directors: Majority Shareholders in the Role of a Fox Guarding a Hen House", 1989 *B.Y.U. L. Rev.* 1199 (1989).
- Dunlavy, Colleen A., "Social Conceptions of the Corporation: Insights from the History

- of Shareholder Voting Rights", 63 *Wash. & Lee L. Rev.* 1347 (2006).
- Easterbrook, Frank H. & Daniel R. Fischel, "Voting in Corporate Law", 26 *J. Law & Econ.* 395 (1983).
- Glazer Amihai, et al., "Cumulative Voting in Corporate Elections: Introducing Strategy into the Equation", 35 *S. Cal. L. Rev.* 295 (1984).
- Gordon, Jeffrey M., "Institutions as Relational Investors: A New Look at Cumulative Voting", 94 *Colum. L. Rev.* 124 (1994).
- Gramitto Ricci, Sergio Alberto et. al., "The Shareholder Democracy Lie", 78 *Fla. L. Rev.* (forthcoming 2026).
- Guernsey, Scott B., et al., "Thirty Years of Change: The Evolution of Classified Boards", ECGI Finance Working Paper No.929/2023 (2023).
- Haan, Sarah C., "Voting Rights in Corporate Governance: History and Political Economy", 96 *S. Cal. L. Rev.* 881 (2024).
- Halperin, Jean-Louis, "Law in Books and Law in Action: The Problem of Legal Change", 64 *Me. L. Rev.* 45 (2011).
- La Porta, Rafael, et al., "Law and Finance", 106 *J. Pol. Econ.* 1113 (1998).
- Lin, Yu-Hsin & Yun Chien Chang, "Does Mandating Cumulative Voting Weaken Controlling Shareholders? A Difference-in-differences Approach", 52 *Int'l Rev. L. & Econ.* 111 (2017).
- Low-Beer, John R., "The Constitutional Imperative of Proportional Representation", 94 *Yale L. J.* 163 (1984).
- Luney, William R., "Corporations - Cumulative Voting, Classified Boards and Proportional Representation", 55 *Mich. L. Rev.* 997 (1957)
- Moore, Blaine F., "The History of Cumulative Voting and Minority Representation in Illinois 1870-1908", *University of Illinois Bulletin*, Vol.IV No.23 (1909).
<https://www.ideals.illinois.edu/items/8958>
- Nissen, Wesley G., "Note, The Constitutionality of the 1983 Illinois Business Corporation Act's Voting Provisions", 1985 *U. Ill. L. Rev.* 647 (1985).
- Painter, William H., "Introduction to Symposium on the 1983 Illinois Business Corporation Act", 1985 *U. Ill. L. Rev.* 635 (1985).
- Posner, Eric A. & E. Glen Weyl, "Quadratic Vote buying A Efficient Corporate Governance", 81 *Uni. Chi. L. Rev.* 251 (2014).
- Pound, Roscoe, "Law in Books and Law in Action", 44 *Am. L. Rev.* 12 (1910).

- Reder, Robert S. & Lauren Messonnier Meyers, "Delaware Court Invalidates Commonly-Used Corporate Classified Board Provision as Contrary to Delaware Law", 69 *Vand L Rev. En Banc* 177 (2016).
- Sobieski, John G., "In Support of Cumulative Voting", 15 *Bus. Law* 316 (1960).
- Song, Ok-Rial, "The Legacy of Controlling Minority Structure: A Kaleidoscope of Corporate Governance Reform in Korean Chaebol", 34 *Law & Pol'y Int'l Bus.* 183 (2002).
- Steadman, Charle & George D. Gibson, "Should Cumulative Voting for Directors be Mandatory? -A Debate", 11 *Bus. Law* 9 (1955).
- Sturdy, Herbert F., "Mandatory Cumulative Voting: An Anachronism," 16 *Bus. Law* 550 (1961).
- Sugar, Richard A. & David A. Epstein, "Eliminating Cumulative Voting Rights for Illinois Corporations-Act One", 71 *Ill. Bar J.* 502 (1983).
- Well, Harwell, "A Long View of Shareholder Power: From the Antebellum Corporation to the Twenty-First Century", 67 *Fla. L. Rev.* 1033 (2015).
- Young, George H., "The Case for Cumulative Voting", 1950 *Wis. L. Rev.* 47 (1950).

3. 기타 자료 (마지막 검색일: 2025.10.20.)

- Illinois Issues Special, Illinois Periodicals Online, History of cumulative voting, 1870-1970: Three is better than one. <https://www.lib.niu.edu/1982/iisr04.html>
- Medill, Joseph, Personal Representation, Chicago Tribune, Sept. 20, 1869. (Library of Congress archive)
<https://www.loc.gov/resource/sn82014064/1869-09-20/ed-1/?sp=3&r=-0.732,-0.253,2.464,1.852,0>
- Mill, John Stuart, Considerations on Representative Government 1861. (Gutenberg archive)
<https://www.gutenberg.org/files/5669/5669-h/5669-h.htm#link2HCH0010>
- The New York Times, Justice on the Rail- Erie Railroad Smash Up, 1872.3.30.
<https://archive.nytimes.com/www.nytimes.com/learning/general/onthisday/harp/0330.html>
- The New York Times, Lewis Gilbert, 86, Advocate of Shareholder Rights, December 8, 1993.
<https://www.nytimes.com/1993/12/08/obituaries/lewis-gilbert-86-advocate-of-shareholder-rights.html>

Abstract

The Vicissitudes of Cumulative Voting in the United States - Comparative and Historical Analysis -

Song, Jee-Min

This paper traces the historical trajectory of cumulative voting in the United States, from its initial adoption in the 19th century to its present marginalization. While cumulative voting is no longer widely employed in the U.S., its rise and decline illustrate that the persistence of an institution depends not solely on its intrinsic merits, but also on the complex interplay of political and economic interests, managerial lobbying, state competition, and policy choices. Originally designed as a democratic device to secure minority shareholder representation on corporate boards, cumulative voting served as a mechanism to disperse power and enhance monitoring within corporations. However, over time, its practical effectiveness was undermined by factors such as the adoption of staggered boards, intensified competition among states for corporate charters, concerns over hostile takeovers, and conflicts of interest between managers and shareholders. Eventually, most states allowed corporations to opt in or opt out through their articles of incorporation, rendering cumulative voting largely symbolic.

In South Korea, cumulative voting was initially introduced based on the U.S. experience, but its effectiveness was limited from the outset because companies could exclude it through their articles of incorporation. Recent legislative reforms, however, mandate cumulative voting for listed corporation above a certain asset threshold. This development highlights the importance of assessing the mechanism not only on normative grounds, but also in terms of how law in books interacts with law in action. That is, even a well-intentioned statutory provision may fail to achieve its purpose if corporate practices or other governance mechanisms dilute its effectiveness.

The paper argues that evaluating cumulative voting requires a comprehensive consideration of Korea's corporate governance and capital market structure, as well as

potential interactions with other institutions. Complementary mechanisms, such as the separate election of audit committee members under the 3 % rule, enhanced shareholder information rights, should be analyzed alongside cumulative voting to ensure minority shareholder participation and effective governance. In this respect, the Korean debate over cumulative voting reflects the need to design legislation that minimizes the gap between its formal provisions and practical implementation, thereby securing meaningful protections for minority shareholders and promoting corporate value.

Key Words : Cumulative voting, Mandatory Cumulative voting, Permissive Cumulative voting, Contingent cumulative voting, One share one vote principle, Exceptions to one share one vote principle, Minority shareholder protection, Strengthening the voting rights of minority shareholders, Shareholder democracy, Corporate democracy, Amendment to Commercial Code, One person one vote, State competition, Staggered boards, Classified boards, 3% Rule, Separate Election for Member of Audit Committee.