

벤처기업의 投資者保護를 위한 會社法上の 課題

禹洪九・許惠會

(建國大學校 法科大學 教授・建國大 法科大學 講師)

< 目 次 >

I. 序說	3. 會社法에 의한 投資者保護
II. 벤처기업의 資本調達의 實態와 投資者의 地位	IV. 우리 會社法上の 課題
1. 資本調達의 實態	1. 株式會社法의 特性
2. 投資者(少數派株主)의 地位	2. 벤처기업에 대한 會社法適用의 限界
III. 벤처기업 投資者保護의 法理	3. 立法論的 課題
1. 概說	V. 結 語
2. 特約에 의한 投資者保護	

I. 序 說

현재 우리나라가 겪고 있는 경제위기를 유발했던 재벌기업의 시장에서의 독과점을 억제하고 과도한 경제력의 집중에 따른 폐해를 억제할 수 있는 대안으로 벤처기업의 육성이 국가의 중요한 경제정책으로 부각되고 있다.

이와 같은 시대적인 경제환경의 변화에 부응하여 1998년 5월 현재 304개사에 불과하던 벤처기업의 수가 2000년 2월 현재 6004개사로 약 20배가 증가하였으며, 벤처기업의 주식이 유통되고 있는 장외시장(코스닥시장)의 시가총액이 105조원을 상회할 정도로 그 거래량이 급증하였다.¹⁾ 그러나 2000년 초에 300을 넘던 코스닥지수가 10월 27일 현재 79.38을 기록할 정도로 부진을 면하지 못하고 있다.

이처럼 벤처기업의 자본시장의 몰락의 원인에는 여러 가지가 있겠으나 가장 주된 요인은 벤처기업의 육성을 위한 법적인 기반구축이 결여된 상태에서 정부 주도의 성급한 정책의 집행으로 인하여 장외시장이 투기시장화 되고 심지어 벤처기업이 황금알을 낳는 거위로 비교

1) 중소기업청, 2000벤처백서.

될 정도의 거품이 형성되었다. 이러한 거품이 제거되자 투자자의 벤처기업에 대한 기대는 기업에 대한 불신으로 반전되어 자본시장이 쇠퇴하는 결과를 가져온 것이다.

이러한 국내의 시장쇠퇴에도 불구하고 벤처기업은 국민경제적으로 전통적인 산업에서 첨단산업으로 산업구조의 이전을 가져올 수 있고, 투자자로부터 풍부한 자본조달을 위해 끊임 없는 혁신을 수행할 수 있으며 또한 지속적인 기술혁신을 가속화 함으로써 다품종소량생산 체제를 확립하여 기업의 경쟁력을 제고하고 국제수지를 개선할 수 있는 벤처기업의 육성이 국가의 경제정책상의 최우선과제이다.²⁾

그러면 일반기업과 구분되는 벤처기업의 개념은 경제적인 의미에서의 개념과 법적인 의미에서의 개념을 명확히 할 필요가 있다. 먼저 경제적인 의미에서 벤처기업이라 함은 “개인 또는 소수의 기업가(entrepreneur)가 위험성은 높으나 성공할 경우 매우 높은 기대이익이 예상되는 신기술의 개발 아이디어를 사업화하는 신생기업(start-up firm)”으로 정의할 수 있다.³⁾ 그리고 법적인 의미에서는 「벤처기업의육성에관한특별조치법」 제2조에서 벤처기업이라 함은 “① 당해기업의 자본총액의 20%이상을 벤처캐피탈(venture capital)이 투자하거나 ② 기업의 연간 총매출액에 대한 연구개발비의 비율이 5%이상이거나 ③ 산업재산권·기술·지식을 사업화하는 中小企業”이라 정의할 수 있다.⁴⁾

그리고 상법적인 의미에서 벤처기업이라 함은 “창업자가 고도의 기술·지식을 사업화할 목적으로 하고, 사업성패가 불분명하여도 성공시에 고도의 수익을 기대하는 모험자본가(venture capitalist)의 자본참여를 기대하는 폐쇄적인 주식회사”라할 수 있을 것이다.

따라서 벤처기업의 활성화를 위한 법적 인프라의 구축에는 크게 두가지의 면으로 구분할 수 있을 것이다. 첫째는 국가의 경제정책적으로 벤처기업을 육성하기 위한 기반구축에 필요한 경제법으로서의 법제가 요구되는데 이에 대하여 벤처기업육성에관한특별조치법이 담당한다.⁵⁾ 둘째는 벤처기업내에서 창업자와 투자자간, 즉 다수과주주와 소수과주주간의 이해충돌을 조정하고 투자자의 보호법제를 구축하여 자본시장의 안정성을 확보함으로써 벤처기업의 자본조달을 원활화하여 기업의 유지와 발전을 추구하여야 할 법제는 상법이 담당하도록 되

2) 崔範樹·李基煥, 中小·벤처企業의 發展과 場外市場의 活性化, 韓國開發研究院(KDI), 1996, 75-77面.

3) Curtis J. Milhaupt, The Market for Innovation in the United States and Japan: Venture Capital and The Comparative Corporate Governance Debate, Northwestern University Law Review, 865(1997).

4) 정부는 1997년에 벤처기업육성에관한특별조치법을 법률 제5381호로 제정하여 시행하고 있으며 동법은 총 27개조항으로 정부가 벤처기업의 육성을 위해 자금공급의 원활화, 기술개발·인력공급의 원활화, 입지공급의 원활화를 위한 육성정책을 수립하고 시행해야 할 의무를 규정하고 있는 경제법이다.

그리고 동법 제2조에서 규정하고 있는 벤처캐피탈은 ① 중소기업창업지원법에 근거한 중소기업창업투자회사 ② 중소기업창업투자원에 근거한 중소기업창업투자조합 ③ 여신전문금융업법에 따른 신기술사업금융회사 ④ 여신전문금융업법에 따른 신기술사업금융조합이다(1항).

또한 동법에서의 벤처캐피탈의 투자라함은 주식·무담보전환사채·무담보신주인수권부사채를 투자의 대가로 인수하는 것을 말하므로 벤처기업은 주식회사의 형태를 취할 것을 전제로 하고 있다(2항).

5) 국가가 벤처기업을 활성화하기 위한 기반구축을 위해 벤처기업육성에관한특별조치법을 제정하여 시행하고 있다는 점은 전술한 바와 같다. 동법에서는 벤처기업의 육성기반을 구축하기 위한 내용으로는 ① 자금공급의 원활화를 위한 국가의 정책으로 제4-14조 ② 기술개발 및 인력공급을 위한 국가의 정책으로(제15-16조의 4) ③ 입지공급의 원활화를 위한 국가의 정책으로 제17-24조를 규정하고 있다.

어 있다.

본고에서는 벤처기업을 육성하기 위한 상법상의 최대의 과제는 벤처기업이 창업시부터 장외시장에 등록할 때까지 단계적으로 자본조달이 필요하게 되는데 이러한 자본조달의 법적기반을 구축하는 것이 상법의 임무가 될 것이다. 이와 같이 벤처기업의 가장 중심적인 과제는 자본조달의 활성화이다. 벤처기업에 자본을 제공하는 투자자는 투자기업이 성공할 경우에 한하여 투자자본의 회수가 가능한 고도의 위험을 부담하고 있는 모험가적 성격을 갖는 투자자이다.⁶⁾

따라서 이러한 성격을 갖는 벤처기업의 투자자를 보호하는 법제를 정비하지 않고서는 효율적인 자본조달이 불가능할 것이며, 이는 결국 자본시장의 쇠퇴를 가져오게 될 것이다.

II. 벤처企業의 資本調達의 實態와 投資者의 地位

1. 資本調達의 實態

벤처기업은 잠재적인 수익성이 높은 만큼이나 투자위험도 크다. 이러한 벤처기업에 투자되는 자본을 위험부담이 높다는 의미에서 벤처자본이라 한다. 따라서 벤처자본은 기업내에서 지배적 지위를 갖지 않는 투자자가 그 기업의 신용을 신뢰하여 제공하는 실질적인 자기자본(substantial equity investment)이다.⁷⁾ 개인투자자인 앤젤(angel)은 벤처기업의 창업시에 투자를 하는 경향이 있지만, 기관투자자의 지위를 갖는 중소기업창업투자금융이나 신기술개발투자금융은 당해 기업이 어느정도 성공가능성을 확인할 수 있는 성장단계에서 조달되는 것이 일반적이다. 그러므로 일반적으로 벤처기업의 성장단계에서 투자되는 벤처자본을 2단계(second tire) 또는 중층(mazzanine)자본조달이라 한다.⁸⁾

미국의 벤처기업은 회사법이 규정하고 있는 일반적인 자본조달이 곤란한 경우에 벤처자본의 조달을 모색하는 것이 일반적이다. 또한 미국의 벤처기업이 선호하는 자본조달방법에는 다음의 세가지의 유형이 제시되고 있다.

첫째, 벤처기업의 영업활동을 통하여 발생한 회사의 이익을 사내유보(retained earnings)에 의한 자본조달방법은 성장기업의 경영진이 선호하는 방법이지만, 아직 영업이익이 발생하

6) 벤처기업이 활성화 되어 있는 미국에서도 벤처기업 총수의 1/3은 파산하고, 그리고 1/3은 경영자의 보수만을 지급하고 기업공개나 이익배당을 실행할 수 없는 경제상태에 머물러 있고, 나머지 1/3만이 성공한다고 한다(William A. Sahlman, The Structure and Governance of Venturecapital Organizations, 27 J. Fin. Eco., 511-512(1990)) 그리고 우리나라의 벤처기업이 창업시부터 장외시장에 등록까지는 통상 7-10년이 소요되므로 벤처캐피탈이 투자를 주저하는 요인이 되고 있다(李德勳 外, 創業支援金融制度의 發展方案, 韓國開發研究院, 1996, 723面).

7) Christopher Donnelly, M&A Loan Volume Drops by 64% in 1990, Investment Dealers' Dig., Jan. 21, 1991, at 3.

8) William A. Sahlman, op.cit., 479.

고 있지 않은 창업회사는 이 방법에 의한 자본조달은 불가능할 것이다.

둘째, 벤처기업의 경영진이 2차적으로 선호하는 자본조달방법은 사채발행이다. 주식회사에서 사채발행에 의한 타인자본(debt financing)의 조달은 자기자본조달시의 주주보다 사채권자에 대한 원금상환, 이자지급을 부담하여 하는 자본조달이다. 따라서 이미 다액의 사채를 발행한 벤처기업에 투자하고자 하는 투자자는 사채권자이상의 투자대가를 요구하는 경향이 강하다. 그러므로 사채발행은 주식발행에 의한 자기자본조달보다 경영진의 회사의 자본총액에 대한 지분비율(equity interest)과 의결권을 감소시키지 않는다는 장점은 있지만, 사채발행에 의한 타인자본의 조달은 고도의 성장기에 있는 기업에게 과도한 채무이행의 부담으로 채무초과상태를 유발하므로 잘 이용되고 있지 않다.⁹⁾

셋째, 벤처기업이 효과적으로 자본을 조달할 수 있는 방법은 수권자본의 범위내에서 주식발행을 통한 자기자본의 조달일 것이다. 이러한 주식발행을 통한 자본조달은 경영진(다수주주; 지배주주)은 회사의 자본에 대한 지분비율은 감소되지만, 당해 벤처기업의 성공가능성을 시장이 인정한다는 것을 의미하기 때문에 자본시장이 형성되어 추가적인 자본조달이 용이할 것이다.¹⁰⁾

이러한 주식발행에 의한 자본조달의 경우에 주식인수의 유형에는 공모발행(public offering)과 연고모집(private placement)이 방법이 있는데 통상적으로 공모발행이 연고모집보다 발행가격이 높게 형성된다. 그러나 창업시의 벤처기업은 주식을 공모발행할 경우에 주식을 인수하고자 하는 투자자가 회사의 수익에 대한 판단자료가 없으며, 또한 그 기업의 발전가능성 및 신용도에 대한 인지도가 없기 때문에 주식을 인수하고자 하는 투자자를 모집하기는 어려울 것이다. 따라서 벤처기업은 주식의 공모발행이 가능하더라도 공모발행에 따른 위험부담(법적책임)의 증대로 인하여 연고모집을 선호한다.¹¹⁾

미국에서는 벤처기업이 자본조달의 수단을 주식발행에 의한 자기자본의 조달을 활성화하기 위하여 기업가와 투자자간에 상호간에 이해충돌을 조정할 수 있는 내용을 특약(covenant)으로 체결하여 해결하는 법리를 발전시켜 운용하고 있다.¹²⁾

2. 投資者(少數派株主)의 地位

벤처기업은 기술·지식을 사업화하기 위한 경영진의 지위를 갖는 다수파주주와 자본을

9) Richard L. Levine/Virginia R. Travis, Small Company Finance : What the Books Don't Say, Harv. Bus. Rev., 128-129(1987).

10) William J. Torpey/Jerry A. Viscione, Mezzanine Money for Smaller Business, Harv. Bus. Rev., May-June, 116-117(1987).

11) Jeffrey A. Timmons/Dale A. Sander, Everything You Want to Know about Raising Capital, Harv. Bus. Rev., Nov-Dec, 70-71(1989).

12) George W. Dent Jr, Venture Capital and Future of Corporate Finance, 70 Wash. Univ. L. Q., 1032(1992).

투자한 투자자와 기업이 필요로 하는 기술인력 및 전문경영인의 지위를 갖는 노무제공자인 소수과주주로 구성되고, 당해 기업에 사업에 성공하여 장외시장에 등록하기까지는 주식양도를 통하여 투자자본을 회수하기가 곤란한 폐쇄적인 주식회사이다. 이러한 벤처기업에 투자한 소수과주주는 자신이 보유하고 있는 주식을 자유롭게 양도하여 투자자본을 회수할 수 없기 때문에 회사의 영업활동에 일정한 지위에 적극적으로 참여하기를 원하는 기능자본가이다.¹³⁾

따라서 벤처기업의 지배권을 보유하고 있는 다수과주주는 회사법에서 보장된 다수결원리에 의해 회사의 내부정보나 지배권한을 이용하여 소수과주주의 의결권을 무력하게 하고, 그들의 회사의 재산 및 수익에 대한 권리를 유명무실하게 하고, 또한 소수과주주를 회사로부터 축출하기 위해 억압할 수 있다.¹⁴⁾ 이와 같은 다수과주주의 억압행위에 대하여 벤처기업의 소수과주주는 자신이 투자한 자본을 회수할 방법이 제한되므로 회사법에서 보장된 모든 법적수단을 동원하여 주주간의 분쟁이 돌입하는 내부분쟁(intracorporate conflict)상태에 휩싸이게 된다.

이처럼 주주간의 내부분쟁에 돌입한 벤처기업의 소수과주주는 기업의 운영에 대한 협력을 거절하고, 특히 기술을 제공하고 있거나 전문경영을 제공하고 있는 소수과주주가 협력을 거절할 경우에는 기업은 교착상태(deadlock)에 빠져 기업이나 주주 모두에게 커다란 손실을 유발하게 될 것이다.¹⁵⁾

따라서 벤처기업내에서 회사법상 보장된 다수과주주의 지배권한에 대항할 법적수단이 없는 소수과주주에 대한 억압행위로 인한 벤처기업의 내분상태를 해결할 법제를 정비하지 못하는 경우에는 벤처기업에 투자할 주주를 찾기가 어려울 것이다. 이에 대한 상법상의 입법적 조치가 전제되어야 지속적인 자본조달이 가능하게 될 것이다.

III. 벤처企業 投資者保護의 法理

1. 概說

벤처기업의 법적형태는 폐쇄적인 주식회사에 해당하므로 기업의 창업시로부터 장외시장에 등록하기 전까지 기업내의 다수과주주가 회사법에서 보장된 다수결원리에 입각하여 소수과

13) Melvin A. Eisenberg, The Structure of the Corporation : A Legal Analysis, West Pub. Co., 12-17(1976).

14) F.H. O'Neal/R.B. Thompson, O'Neal's Oppression of Minority Shareholders : Protecting Minority Rights in Squeeze-Out and Other Intracorporate Conflicts (2d Ed. New York, Clark Broadman Callaghan, Supp. 1995), § 1:01 이에 대한 내용으로는 許惠會, 美國會社法上 株主間の 紛爭解決에 관한 研究, 建國大學校 博士學位論文, 1995, 8面 이하 참조.

15) H.J. Hanysworth, The Effectiveness of Involuntary Dissolution Suit as Remedies for Close Corporation Dissension, 35 Cleveland State L. Rev., 33(1987).

주주를 억압·축출을 시도할 경우에 자신이 보유하고 있는 주식을 양도하여 투자자본을 회수할 방법이 없는 소수과주주보호의 문제가 회사법학의 중요한 과제이다.

벤처기업의 모국이라 할 수 있는 미국에서는 기업내의 주주간에 발생하는 내분상태를 해소하기 위하여 투자자보호를 위한 사전 예방수단으로 주주간의 특약에 의한 해결방안을 인정하고, 이러한 특약의 법적 효력을 정관규정의 효력과 동일하게 인정하고 있다.¹⁶⁾ 그리고 벤처기업에서 이용되고 있는 특약의 유형에는 다수과주주의 지위를 갖고있는 경영자의 행위로부터 투자자를 보호하기 위하여 체결하는 보호특약(protective covenant)과 경영자의 일정한 행위를 금지하는 금지특약(restrictive covenant)이 있다.¹⁷⁾

특히 벤처기업의 소수과주주를 보호하기 위한 보호특약의 내용에는 ① 투자자본회수보장조항 ② 경영진에 의한 과다보수 및 자기거래제한조항 ③ 신주발행에 의한 투자자의 지분비율의 희석화제한조항 ④ 회사기회 및 정보의 유용제한조항 ⑤ 정보공시조항 등을 경영자와 투자자간에 약정한다.

그리고 미국 각주의 회사법은 벤처기업내의 주주간의 특약에 의해서도 분쟁을 예방하지 못하고 내부분쟁이 발생한 경우에는 소수과주주에게 법원에 구제수단을 청구할 수 있는 권리를 폐쇄회사법에 법정하고 있다.¹⁸⁾ 미국의 모범폐쇄회사법추록(Model Statutory Close Corporation Supplement)에 의하면 다수과주주의 억압행위와 교착상태가 유발된 경우에는 소수과주주가 법원에 청구할 수 있는 구제수단의 유형으로 해산판결청구권, 해산판결의 대체수단으로 주식매수명령, 임시이사의 임명, 보관자의 임명, 재산관리인의 임명, 법원이 재량으로 구제수단을 부여하는 방법 등을 규정하고 있다.¹⁹⁾

2. 特約에 의한 投資者保護

(1) 投下資本回收保障

1) 의의

벤처기업에 조달된 자본은 회사내에 고정화(lock in)되어 기업에 투자한 소수과주주는 자신이 보유하고 있는 주식을 자유롭게 양도할 시장이 형성되어 있지 않아 장차 기업이 공개될 것이라는 기대하에서 투자한다.²⁰⁾ 그러나 벤처기업의 경영자인 다수과주주는 한편으로는 기업공개로 인하여 발생하는 비용부담과 정보공시의무를 부담하고, 다른 한편으로는 기업공

16) F.H. O'Neal/R.B. Thompson, O'Neal's Oppression of Minority Shareholders, § 9:01 이하 참조.

17) George W. Dent, Jr., op. cit., 1044.

18) Steven C. Bhals, Resolving Shareholders Dissension : Slection of the Appropriate Equitable Remedy, J. Corp. L., 312-313 (1990).

19) Revised Model Business Corporation Act (3d Ed. Prentice Hall Law and Business, Sup. 1993), Vol. 4.

20) Robert J. Haft, Venture Capital and Small Business Financing, 2B-88 to 2B-89(rev. ed. 1991).

개의 요건을 갖추기 위한 신주발행으로 자신의 지배권이 약화되는 불이익을 초래하기 때문에 기업을 공개하려 하지 않을 것이다.²¹⁾

이와 같이 소수과주주는 자신이 투자한 자본에 대한 투자자본회수방법이 보장되지 않으면 누구도 벤처기업에 대하여 자본을 투자하지 않을 것이다. 따라서 벤처기업의 경영자와 투자자간에 투자자본회수의 보장에 관한 보호특약을 체결하는 것이 일반적이다.

2) 强制的 株式買受請求權

벤처기업이 정채상태에 빠져 있을 때에 이를 벤처자본의 투자자인 소수과주주와 경영자인 다수과주주간에 기업공개가 이루어지지 않을 경우에 특정한 기간을 경과한 후에 소수과주주가 소유하는 주식을 회사가 매수할 것을 청구할 수 있는 권리를 회사에 대한 강제적 주식매수청구권(mandatory redemption)의 특약이라 한다.²²⁾

벤처기업의 소수과주주가 주식매수청구권을 행사할 경우에 매수가격은 본래의 주식가격에 이익의 합리적인 비율을 가산한 가격으로 형성되는 것이 일반적이다. 이러한 회사에 대한 주식매수청구권은 벤처기업이 정채상태에 빠졌을 때 소수과주주는 자신의 주식에 대한 투자자본을 회수할 수 있는 기회를 제공함과 동시에 다수과주주가 기업공개를 하도록 강제하는 기능을 수행한다.

3) 株式賣却請求權

벤처기업의 일부 특약규정에는 회사가 주식을 공개적으로 발행하는 경우에 소수과주주가 보유하고 있는 주식도 불특정 다수인에게 매각할 것을 청구할 수 있는 권리를 주식매각청구권(piggy-back right)이라 한다.²³⁾ 이러한 주식매각청구권은 벤처기업이 성공하지 못하거나 시장여건이 열악한 경우에 경영진의 의사와 관계 없이 공개매각을 할 수 없게 되는 경우에는 단지 주식을 공개매각하도록 압력을 가하는 수단으로만 기능할 수 있을 뿐이다.

4) 營業讓渡提案權

벤처기업의 투자자인 소수과주주는 다수과주주에게 영업양도(Sale of Entire Firm)를 제안하고 다수과주주가 영업양도를 결의한 경우에 그 양도대가를 지분비율에 따라 배분함으로써 투자자본을 회수할 수 있다. 그러나 경영자인 다수과주주는 현재의 영업에 대한 재정적 또는 심리적 이익을 갖고 있기 때문에 소수과주주가 제안하는 영업양도를 수용하려 하지 않을 것

21) Stanly Keller, Venture Capital Financing Document, Representing the Growing Technology Company(ALI-ABA course of study, Dallas Tex.) Oct. 25-26, at 307, 347-349(1990).

22) Jack L. Lewis/Thomas C. Dabney, Certificate of Incorporation for Delaware Corporation with a Venture Capital Investor Purchasing Preferred Stock, Representing the Growing Technology Company(ALI-ABA course of study, Washington D.C.), Oct. 19-20, at 29 (1989).

23) Hapt, op.cit., at 2B-73, 2B-74.

이다. 이 경우에 소수과주주는 다수과주주가 거절하는 동일한 조건으로 회사가 주식을 매수하도록 하는 규정을 두는 특약이 영업양도제한권이다.²⁴⁾

(2) 自己去來制限條項

벤처기업의 다수과주주가 행하는 회사행위를 거부할 수 있는 소수과주주는 경영진의 자기거래를 제한할 수 있는 특약을 필요로 하지 않는다. 그러므로 소수과주주가 거부권을 행사할 수 있을 정도의 주식을 소유하지 못한 경우에는 특약이 효과적이다.

벤처기업에서 체결되는 자기거래제한의 특약은 주식양도, 이익배당, 금전대차, 다수과주주가 회사의 내부자로부터 주식을 매수하는 행위에 자기거래적 요소가 있는 경우에는 이를 규제한다.²⁵⁾ 그리고 이러한 회사행위는 경우에 따라서 유익한 회사행위가 될 수 있기 때문에 금지하는 것이 아니라 제한하는 것이다.

벤처기업에서 경영진의 보수는 피할 수 없는 자기거래이다. 특히 소수과주주가 이사회 결의를 거부할 수 있을 정도의 주식을 소유하지 못하는 경우에는 경영자의 보수를 제한할 수 있는 내용의 특별거부권(specific veto)을 특약할 수 있다. 이러한 특약의 내용으로는 소수과주주는 경영진 및 임원의 보수액에 대하여 특별결의를 요구함으로써 특별거부권을 가질 수 있으며, 또한 거부권을 행사할 수 있는 소수과주주가 경영진 및 임원의 보수액을 결정하기 위하여 이사회 소집권을 보유한다는 내용의 특약이다.

그리고 벤처기업의 소수과주주는 경영자의 과다보수를 제한하려 하지만 경영진에게 업무집행의 동기를 제공할 수준의 총액보수(compensation package)를 제공하기를 원한다. 벤처기업의 경영진에 대한 과다보수는 소극적인 업무집행을 조장할 뿐만 아니라 계속적인 보수지급으로 인하여 기업능력의 감소로 초래되는 위험을 고의적으로 회피함으로써 경영동기를 왜곡시킨다.²⁶⁾ 이와 같은 경영진의 과도한 소극적인 경영은 충실의무의 위반은 아니지만, 이는 경영상의 자기거래정도의 손해를 소수과주주에게 전가시키는 결과를 가져온다. 따라서 이러한 문제는 적정한 보수기준과 소유하고 있는 주식의 내용 및 주식매입선택권(stock option)을 결합한 총액보수기준을 정한 특약으로 해결한다.²⁷⁾

(3) 逐出行爲制限條項

벤처기업의 다수과주주는 기업의 이익을 자신의 이익으로 확보하기 위한 방편으로 소수과

24) David G. Gladstone, *Venture Capital Handbook*, 129(1983).

25) Mischel J. Halloran Et Al., *Venture Capital and Public Offering Negotiation*, 145 (1991).

26) George W. Dent, Jr., *Toward Unifying and Control in the Public Corporations*, *Wis. L. Rev.*, 889-91(1989).

27) Hoffman/Blakey, *op.cit.*, 81.

주주를 축출하려 할 것이다.²⁸⁾ 이에 대하여 대부분 주의 회사법 및 판례법은 다수과주주의 축출행위에 대하여 축출대가의 공정성을 기준으로 하여 적법여부를 결정한다.²⁹⁾

그러나 벤처기업에서는 이사회 결의에 대하여 거부권을 확보하지 못한 소수과주주는 다음과 같은 내용의 특약에 의하여 다수과주주의 축출행위를 제한할 수 있다. 첫째, 벤처기업의 경영자가 다수과주주의 동의 없이 소수과주주의 권리에 영향을 주는 행위는 금지하고, 금지된 행위에 의한 주식을 소수과주주가 매입할 수 있다는 특약을 약정하여 축출로부터 보호받는다.³⁰⁾ 둘째, 벤처기업의 경영자가 축출행위의 과정에서 자신들이 취득하는 것과 동일한 대가를 소수과주주에게 제공하지 못하는 경우에 소수과주주의 소유하는 주식의 거래를 금지하는 기회균등보장조항(take-me-along clause)을 두는 방법이다. 이러한 기회균등보장조항은 경영진이 명의상의 회사를 설립하고 소수과주주에게 새로운 회사의 주식을 교부하는 형태로 회사를 흡수합병하여 소수과주주를 축출하려는 회사행위에 대해서는 효과적이다.

(4) 會社의 機會 및 情報의 濫用規制條項

벤처기업의 경영자인 다수과주주는 회사의 이익을 위하여 이용되어야 할 영업기회 또는 회사의 업무집행과정에서 취득한 정보를 이용하여 자신의 이익을 추구함으로써 소수과주주의 이익을 침해하는 경우가 많다. 또한 벤처기업의 다수과주주는 기업의 영업활동에 중요한 영업비결을 거래하거나 또는 기업의 고객관계를 개인의 이익을 위하여 이용하는 경우가 많아 이를 사전에 규제하기 위하여 경업금지특약(non-competition agreement)을 체결하는 것이 일반적이다.³¹⁾

이러한 경업금지특약은 회사의 재무구조에 대한 정보의 이용에 대한 내용은 소수과주주의 입증에 곤란하여 규제하기가 어려워 경업금지조항과 주식매수·매도특약(buy-sell agreement)을 함께 약정한다.³²⁾

(5) 新株發行에 의한 稀釋化禁止條項

벤처기업의 다수과주주는 대량으로 신주를 발행하여 소수과주주의 지주비율을 변동시킬 수 있다. 우리나라 및 미국의 회사법은 기존의 주주에게 신주인수권(pre-emptive right)을 규정하여 회사가 신주를 발행하는 경우에 지주비율에 따라 신주를 인수할 수 있다.

그러나 벤처기업의 다수과주주는 소수과주주가 신주를 인수할 여력이 없는 경우를 택하여

28) Robert C. Clark, Corporate Law, Little Brown Co., 499-500(1986).

29) Melvin A. Eisenberg, Self-Interested Transactions Corporate Law, J. Corp. L., 997 (1988).

30) O'Neal/Thompson, op.cit., § 9:13.

31) Herry G. Henn/John R. Alexander, Laws of Corporations, West Pub. Co., 630-631(1986).

32) Robert C. Clark, op.cit., 223.

신주를 발행하여 회사의 지배구조를 변경시킬 수 있다. 이 경우에 대비하여 벤처기업의 소수파주주는 전주주의 동의 또는 특별결의에 의하지 않는 신주발행을 금지하는 특약을 체결한다.³³⁾

(6) 株式讓渡制限條項

벤처기업의 경영자인 다수파주주는 주주총회의 다수결을 결정할 수 있는 의결권을 보유하고 있으므로 자신의 주식을 양도하는 경우에 소수파주주가 보유하는 주식이치보다 초과이득에 해당하는 지배권프리미엄을 취득할 수 있다. 그리고 비록 회사의 지배권을 장악할 정도의 주식을 소유하고 있지 않더라도 이사회 결의를 거부할 수 있을 정도의 주식을 소유한 경우에도 지배권프리미엄이 발생된다.³⁴⁾

벤처기업에 투자자인 소수파주주는 이러한 주식의 양도를 제한하기 위하여 공동양도조항(cosale clause)을 약정하여 양수인의 회사의 전 주식에 대하여 동일한 조건으로 양수의 제의를 하지 않는다면 주식양도를 제한한다는 특약이다.³⁵⁾

(7) 情報公示條項

미국이 회사법에서 인정하고 있는 주주의 장부열람권은 벤처기업의 투자자가 투자대가로 채권을 소유하고 있는 경우에는 청구권의 주체가 될 수 없다. 그리고 회사법에 규정하고 있는 주주의 장부열람권도 권리행사의 요건으로 정당한 목적에 대한 입증절차가 엄격하여 소수파주주를 보호하기에는 충분하지 않다. 따라서 벤처기업의 소수파주주는 회사의 정보의 접근에 용이하게 하기 위하여 자신이 요구하는 특정서류를 공시하기로 하는 특약을 체결한다.³⁶⁾

이러한 정보공시에 대한 특약은 비록 벤처기업의 정보공시가 소수파주주에게 직접적인 이익을 주지는 않지만, 소수파주주에게 다수파주주의 경영이 법률과 특약을 준수하는지의 여부를 조사할 수 있으며 또한 이를 위반한 경우에 소를 제기할 수 있는 자료를 제공한다.³⁷⁾

33) O'Neal/Thompson, op.cit., § 3:20, at 21.

34) Robert C. Clark, op.cit., 478.

35) Jack L. Lewis/Arther E. Cirulnick, A Stockholder's Agreement, Representing the Growing Technology Company(ALI-ABA course of study Malterials), at 235-237(1987).

36) Halloran, op.cit., 418-22.

37) George W. Dent, op.cit., 1060.

3. 會社法에 의한 投資者保護

(1) 概說

벤처기업이 창업기를 지나 장의시장에 등록전까지 창업자인 다수과주주와 자본참여자인 소수과주주간에 내부분쟁이 빈발한다. 이러한 벤처기업내의 분쟁은 주주간의 특약에 의하여 사전에 예방하고, 그 이후에도 분쟁이 가열되는 경우에는 회사법에 규정되어 있는 내부분쟁의 해결에 대한 법제를 적용하여 사후적으로 해결하는 형태로 운용하고 있다.

미국의 대부분 주의 회사법은 벤처기업과 같은 소규모의 폐쇄적인 주식회사의 다수과주주의 억압행위와 교착상태로 인하여 주주간의 분쟁이 발생한 경우에는 주주가 법원에 대하여 회사의 해산판결을 청구할 수 있다고 규정하고 있다. 그러나 미국의 법원은 주주의 해산판결 청구권제도는 벤처기업에 투자한 주주가 회사에 대하여 갖는 합리적 기대(resonable expectation)를 보호할 수 없고, 해산시 주주는 청산가치를 반영한 투하자본을 회수할 수 밖에 없다는 근거로 잘 적용하지 않는다.³⁸⁾

따라서 미국의 회사법에서는 주주의 해산판결에 대체하는 구제수단을 개발하여 규정하고 있다. 이러한 입법의 배경으로는 회사의 해산판결에 대체는 구제수단은 분쟁상태에 있는 회사의 주주가 권리구제를 청구한 경우에 법원은 분쟁의 원인이 된 사안에 따라 가장 적절한 구제수단을 부여하기 위함이다. 이와 같은 대체수단에 의한 분쟁의 해결수단은 해산판결과 같이 회사의 법인격의 소멸을 전제로 한 것이 아니라 계속기업을 전제로 한 법적수단이다. 이러한 구제수단의 유형으로는 주식매수명령제도, 재산관리인의 임명, 임시이사의 임명, 보관자의 임명, 법원에 재량권을 부여하는 제도가 이에 해당한다.³⁹⁾

(2) 解散判決請求權

미국의 모범폐쇄회사추록 외에 37개주의 회사법에서는 벤처기업과 같은 폐쇄적인 주식회사에서 다수과주주의 부당행위 및 교착상태가 유발되어 분쟁이 발생한 경우에 주주는 자신의 권리를 확보하는 최종적인 수단으로 법원에 회사의 해산을 청구할 수 있다고 규정하고 있다.⁴⁰⁾ 그러나 미국의 법원은 주주간 분쟁의 해결수단으로 회사의 해산을 명하는 것은 기업이 계속되기를 바라는 주주의 기대를 좌절시키는 극단적인 구제방법이기 때문에 잘 적용하지 않는다.⁴¹⁾ 이러한 법원의 태도에 따라 미국의 회사법은 회사의 해산판결에 대체하는 구제

38) Haynsworth, op.cit., 31-32.

39) Bahls, op.cit., 306-311.

40) M.S.C.C.S § 43(a) 외에 37개주의 회사법에 규정하고 있다(이에 대한 내용은 허덕희, 전체 박사학위논문, 24면).

41) 대표적인 사례로는 Baker v. Commercial Body Builder Inc., 264 Or 614, 507 P2d 387(1973).

수단을 규정하고 있다.

(3) 解散判決의 代替手段

1) 株式買受命令

미국의 회사법에서는 폐쇄회사의 주주간의 분쟁상태에 있는 경우에 회사의 소수과주주를 보호하기 위하여 법원이 회사 및 다수과주주에게 소수과주주가 소유하는 주식의 매수를 명하는 주식매수명령(buyout or court-ordered share purchased)제도를 규정하고 있다.⁴²⁾

이러한 주식매수명령제도를 인정하고 있는 입법취지는 법원은 회사내의 분쟁을 공정하게 해결할 의무가 있고, 회사의 해산판결보다 덜 극단적이며 공정한 구제수단이라는 점에 근거하고 있다.⁴³⁾ 즉, 법원이 주식매수를 명하는 경우에는 소수과주주는 자신이 소유하고 있는 주식수의 비율에 따라 적정한 지분가치를 회수할 수 있으며, 다수과주주는 회사를 계속적으로 운영할 수 있는 이점이 있다는 것이다.

2) 財産管理人

미국의 모범회사법은 다수과주주의 자기거래 및 파산상태로 인하여 심각한 주주의 권리침해의 위험성이 있는 경우에는 회사의 재산을 관리할 재산관리인을 임명할 수 있다고 규정하고 있다.⁴⁴⁾ 이 규정에 근거하여 법원은 이러한 권리침해의 위험성으로 인하여 주주에게 회복할 수 없는 손해가 발생한 경우 또는 회사의 이해관계자인 채권자, 고객, 납품업자에 손해를 주는 경우에 재산관리인을 임명한 사례도 있다.⁴⁵⁾

3) 臨時理事

미국의 회사법은 이사회가 회사의 운영에 대해 의견이 양분되어 이사간의 교착상태에 빠져 있는 회사를 위하여 법원에게 추가적으로 임시이사(provisional director)를 임명할 권리를 부여하고 있다.⁴⁶⁾ 이러한 임시이사는 이사회에의 일원으로 참석하여 분쟁을 해결하기 위해 새로운 대안을 제시하거나, 문제가 된 사안의 조정자로서 역할을 할 수 있다는 이점이 있다.

4) 保管者

미국의 회사법은 법원에게 주주간의 분쟁을 해결하기 위하여 회사의 업무집행을 수행할 수 있는 권한을 가진 보관자(custodian)를 임명할 수 있다고 규정하고 있다.⁴⁷⁾ 이러한 보관자

42) 애리조나주 회사법 §10-216(a)(3)을 포함하여 25개주의 회사법에서 규정하고 있다.

43) Bahls, op.cit., 298.

44) M.B.C.A. §14.32.

45) Aubin v. Territorial Mortg. Co. of America, Inc., 640 SW2d 737(1982).

46) 캘리포니아주 회사법 §1802 외에 20개주의 회사법에서 규정하고 있다.

의 임명요건으로 이사 또는 주주간에 교착상태가 발생하거나 다수과주주의 행위가 사기적이거나 억압적일 경우에 임명할 수 있다. 법원이 임명한 보관자는 회사의 업무를 집행할 권한을 갖지만, 원칙적으로 회사를 청산할 권한은 갖고 있지 않기 때문에 회사의 현상유지가 주된 임무가 된다.

5) 法院에 裁量權賦與

미국의 일부주의 회사법에서는 주주간의 분쟁으로 인한 회사의 해산판결을 청구한 경우에 법원은 적절한 구제수단을 부여할 수 있는 광범위한 재량권을 행사할 수 있다는 규정을 두고 있다.⁴⁸⁾ 이러한 구제수단은 다수과주주가 계속적으로 억압행위를 하지 않을 때 가장 효율적이며 보다 완화된 형태의 구제수단의 부여는 분쟁을 감소시킬 것이다.

IV. 우리 會社法上的 課題

1. 株式會社法의 特性

(1) 社團性

우리 상법은 주식회사를 영리를 목적으로 하는 사단법인으로 규정하고 있다(상법 제169조, 제171조 1항). 여기에서 주식회사가 사단이어야 한다는 의미는 회사라는 단체가 복수의 사원(주주)에 그 존립근거를 두고 있음을 뜻한다. 그리고 주식회사는 영리실현을 위한 물적기초로써 자본의 결합방법을 일반대중에게 분산되어 있는 영세자본을 주식을 매개로 하여 거대자본으로 집중시킬 수 있는 전형적인 자본단체이다.

이처럼 자본(물적)결합을 중시하는 주식회사는 사원상호간의 신뢰관계에 비중을 두고 인적결합을 중시하는 조합과 대비된다. 본래 사단이라 함은 사람의 결합체인 단체의 유형 중에서 구성원의 개성이 희박하고 단체로서의 단일성이 뚜렷하며, 단체와 구성원은 사원관계에 의하여 결합하여 있으며, 단체의 주요 사항에 대한 의사결정은 다수결에 의하여 결정된다는 특성을 갖는다.⁴⁹⁾ 이에 비하여 조합은 구성원의 개성이 뚜렷하고 구성원이 계약관계에 의하여 결합하여 있으며 중요사항에 대한 의사결정은 구성원의 일치에 의하여 결정되는 인적결합이 중시되는 단체이다.⁵⁰⁾

47) 델라웨어주 회사법 §226을 포함하여 28개주의 회사법에서 규정하고 있다.

48) 캘리포니아주 회사법 §1804를 포함하여 10개주의 회사법에서 규정하고 있다.

49) 鄭東潤, 會社法, 法文社, 2000, 12面.

50) 李哲松, 會社法講義, 博英社, 2000, 12面.

(2) 所有와 經營의 分離

주식회사는 다수의 주주가 경영에 참여할 수 없고 경영의 전문화를 도모하고 다수과주주의 전횡을 억제하기 위하여 소유와 경영의 분리(split between ownership and control)를 대 전제로 하고 있다. 즉 회사의 업무집행에 대한 의사결정권은 이사회가 갖고 결정된 내용의 집행은 대표이사가 담당할 권한을 갖는 대신에 그 권한에 상응하는 책임을 부담한다. 그리고 주주는 경영에 참여하지 않는 대신에 유한책임의 혜택을 누린다.⁵¹⁾

이러한 주주의 유한책임제도는 논리필연적인 귀결로서 또한 주주간의 감시비용을 줄이기 위한 방법으로 소유와 경영을 분리하지만, 그 결과 주주의 보호라는 문제가 제기된다. 즉 이사가 경영을 전담함에 따라 회사경영의 관점에서 국외자가 되는데, 이사가 항상 합리적·합법적 행동만 하리라는 보장은 없기 때문이다. 그러므로 주주는 이사를 일상적으로 견제할 전문적인 감시기구를 필요로 하며, 이에 따른 제도적 기구로서 감사 또는 감사위원회를 두는 것이다.

주식회사에 있어서 이러한 기관분화 및 권한분배의 법논리는 주주의 유한책임제도를 출발점으로 하여 제기되는 회사재산의 객관적·중립적 운영의 필요성을 충족시키고, 이를 보장하기 위하여 기관간에 견제와 균형을 유지하기 위함이다.⁵²⁾

(3) 意思決定 및 投下資本의 回收

주식회사는 복수의 기관으로 구성되는데, 어느 기관이든 자신의 권한과 의무를 이행하기 위한 의사결정을 하여야 한다. 주식회사에서의 의사결정은 1주1의결권의 원칙(상법 제369조 1항)에 입각한 다수결에 의한다. 이러한 의미에서 주식회사는 자본결합을 중시하는 사단성을 갖는 단체이다.

주식회사에 자본을 투자한 주주는 자신이 투하한 자본의 회수는 회사의 영업활동으로 발생한 영업이윤으로부터 이익배당을 받든가 아니면 주식을 양도함으로써 투하자본을 회수할 수 있게 된다.

(4) 强行法規性

이상과 같이 현행 상법상의 주식회사법은 대규모 공개회사를 대상으로 하고 있다. 따라서 이러한 대규모의 공개회사를 대상으로 하는 주식회사법은 상호 인적관계가 없는 다수인이

51) 崔基元, 新會社法論, 博英社, 2000, 397面.

52) 李哲松, 前揭會社法講義, 375面.

자본적으로만 결합되어 있고 그들이 추구하는 경제적 목적이 각기 다르기 때문에 상호간에 이해관계의 대립이 생기기 쉽다. 그러므로 그에 관한 법률관계를 방임하게 되면 다수의 이익을 희생시키면서 소수의 이익을 추구할 우려가 있다. 그리하여 주식회사에 대하여는 법의 간섭을 강화하기 위하여 여러 가지 특수한 제도와 규정을 두고 있다. 즉 외부적으로는 회사채권자와 공공의 이익을 보호하고 내부적으로는 이사의 전횡, 대주주의 권한남용 등으로부터 회사와 일반주주를 보호하기 위하여 주식회사법은 인적회사의 경우와 달리 외부관계뿐만 아니라 내부관계에 대하여도 강행법규로 규정하고 있다.⁵³⁾

2. 벤처企業에 대한 會社法適用의 限界

벤처기업은 창업자와 자본을 제공하는 투자자, 그리고 기술제공자, 전문경영인 등의 인적요소의 결합을 필수적인 요건으로 하고 있는 주식회사이다. 따라서 벤처기업내의 구성원인 주주와 회사간의 법률관계 및 이해관계자간의 법률관계 등은 상법이 적용된다.

전술한 바와 같이 현행 주식회사법은 소유와 경영이 분리되고 자본다수결에 의하여 의사결정이 이루어지고 주식의 양도를 통하여 투자자본의 회수를 보장하는 전형적인 영리사단법인에 해당하는 대규모의 공개적인 주식회사를 적용 대상으로 한다.

그러나 벤처기업은 창업자인 다수과주주와 자본 및 勞力을 출자한 소수과주주간에 기업의 성공이라는 목적을 위하여 상호간에 긴밀한 협력관계가 요구되는 회사이다. 따라서 벤처기업에 투자한 소수과주주는 경영진의 갖고 있는 다수과주주와 함께 회사의 경영에 적극 참여하려는 기능자본가(소유와 경영의 일치)로서의 지위를 갖는 주주이다.⁵⁴⁾ 그리고 벤처기업의 투자한 벤처자본가는 기업이 성공할 경우에 주식을 장외시장에 등록함으로써 투자자본을 회수하고자 하는 투자자이다.⁵⁵⁾

대규모 공개회사를 대상으로 하고 있는 주식회사법의 규정은 소유와 경영이 일치하고 주주간에 인적신뢰관계가 중시되고 있는 소규모의 폐쇄적인 주식회사에 해당하는 벤처기업의 법률관계에는 적용될 수 없는 괴리가 발생한다.⁵⁶⁾ 특히 벤처기업이 창업기를 지나 장외시장에 등록하기 전의 기간동안에 다수과주주에 의한 억압행위로 인한 내부분쟁으로 인하여 장외시장에 등록에 이르지 못하고 소멸하는 기업이 빈발하고 있는 실정이다.

이와 같은 법적용의 사각지대에 있는 폐쇄적인 주식회사에 적용 가능한 법제를 정비하는 것이 입법적 과제이다. 그래서 미국에서는 각주의 회사법에 폐쇄적인 주식회사에 적용할 폐쇄회사법제를 마련하여 소규모의 폐쇄적인 주식회사에서 발생하는 주주간의 이해대립을 조

53) 崔基元, 前掲新會社法論, 131面.

54) 竹内昭夫, 會社法の理論(1), 有斐閣, 1984, 23-24面.

55) 川北英隆, 創造會社法と資本市場, ジュリスト(1125), 1997, 24面.

56) 崔基元, 前掲新會社法論, 397面.

정하여 기업의 유지와 발전을 도모하고 있는 입법적 해결방안은 우리에게도 타산지석이 될 것이다.

벤처기업이 자본조달이 가장 어려운 시기는 기업의 창업단계이다. 창업시의 자본조달의 활성화를 위해서는 정부의 벤처캐피탈의 육성정책이 한 방안은 될 수 있겠지만, 벤처기업의 창업을 촉진하기 위해서는 투자자에게 투자의 동기를 부여할 뿐만 아니라 지속적인 자본조달이 가능한 자본시장을 육성하기 위해서는 창업자와 투자자간에 투자대상기업이 처해 있는 상황에 따라 다양한 특약체결이 가능하여야 할 것이다.

그러나 우리 주식회사법의 규정은 주식회사내의 기관의 권한분배와 다양한 이해관계자의 이해대립을 조정하기 위하여 강행규정으로써 성격을 갖는다. 따라서 현행 회사법상으로는 방법이 주주의 합의에 의하여 정관에 정할 수 있는 권한을 부여하지 않은 사항에 대한 특약은 회사법상으로는 무효가 되고, 단지 계약의 당사자간에서만 효력이 인정되는 채권적 효과만 인정될 뿐이다.⁵⁷⁾

3. 立法論的 課題

벤처기업을 육성하기 위해서는 투자에 대한 위험부담은 크지만 성공시에 높은 기대이익을 취득하고자 하는 벤처자본을 활성화하여야 할 것이다. 따라서 벤처기업의 육성을 위한 기반 구축의 중요한 부분에 해당하는 벤처자본의 활성화를 위한 상법상의 입법론적 과제는 고도의 위험부담을 감수하고도 투자를 감행할 유인동기를 형성하는 것이 중요할 것이다.

이러한 유인동기는 미국의 법제에서 본 바와 같이 벤처자본의 투자자가 투자기업의 환경을 고려하여 창업자와 투자자간에 다양한 특약의 체결이 가능하여야 할 것이다. 그리고 이러한 특약에도 불구하고 벤처기업의 주주간에 내부분쟁이 발생한 경우에 이를 효과적으로 해결하여 당해 기업이 유지되고 발전할 수 있는 법적여건을 정비하는 것이 최대의 과제일 것이다.

대규모 공개회사를 대상으로 하는 현행의 회사법제하에서는 창업자와 투자자간에 인적관련성을 인정할 수 있고, 주주간의 특약이 정관의 기재사항과 같은 회사법상의 효력이 인정되고, 소규모의 폐쇄적인 주식회사내의 주주간의 내부분쟁을 합리적으로 해결할 수 있는 법리를 도출하는 것은 불가능하다고 본다.

따라서 본고에서는 벤처기업의 특성을 반영할 수 있는 가칭 「벤처회사법」의 제정을 제안하고자 한다. 이러한 「벤처회사법」의 입법적인 기준으로는 미국의 「유한책임회사제도 (limited liability company)」의 도입을 입법적으로 검토하자는 것이다.⁵⁸⁾ 이웃 일본에서도

57) 鄭東潤, 前掲會社法, 343面; 崔基元, 前掲新會社法論, 466面.

58) Jonathan R. Macey, The Limited Liability Company : Lessons for Corporate Law, Wash. Univ. L. Q., 434-478(1995).

미국의 유한책임회사의 법제를 모델로 한 「창조회사법」의 제정을 위한 논의가 진행중에 있다는 점은 입법적으로 중요한 시사가 될 것이다.⁵⁹⁾

V. 結 語

미국의 경영학자 피터 드러커는 21세기는 탈자본주의화하여 지식산업사회로 이전할 것이고 지식이 현대사회와 현대경제의 핵심자원이 될 것이라 예측하였다. 이러한 지식산업사회를 선도할 기업의 형태는 첨단기술을 집약화하여 기업의 경쟁력을 향상할 수 있는 벤처기업이 그 역할을 수행할 것이다. 특히 우리나라와 같이 부존자원이 없는 상태에서 국가의 경쟁력의 향상은 하이테크산업의 집중적인 육성이 없이는 실현이 불가능할 것이다.

이러한 경제환경의 변화에 순응하여 정부가 벤처기업을 집중적으로 육성하기 위한 여러 가지 경제정책을 집행하였지만, 벤처기업의 육성을 위한 토양에 해당하는 법적인 인프라의 구축이 미비된 상태에 있었기 때문에 많은 사회적인 문제를 야기하고 있는 상태를 초래하였다.

벤처기업의 육성을 위한 법적인프라의 구축을 위해서는 벤처기업이 필요로하는 자본조달의 활성화의 법제를 정비하지 않고서는 벤처기업의 육성은 하나의 구호에 지나지 않을 것이다. 전술한 바와 같이 건전한 벤처자본을 형성하기 위해서는 자본가의 투자동기를 확보하기 위한 법제로서는 창업시부터 장외시장에 등록할때까지 기업이 처한 상황에 따라 창업자와 투자자간의 적절한 투자여건을 조성할 수 있도록 특약의 체결을 수용할 수 있는 법적여건을 정비하는 것이 필요하다. 그리고 현재 우리의 주식회사법은 소유와 경영이 분리되고 주식양도에 의하여 투하자본을 회수할 수 있는 대규모의 공개적인 주식회사를 대상으로 있으므로, 소유와 경영이 일치하고 기업이 성공하여 장외시장에 등록함으로써 투하자본을 회수할 수 있으며 또한 창업자와 투자자간에 긴밀한 협력을 본질적 요소로 하는 벤처기업에 적용할 수가 없게 된다.

따라서 성장기에 있는 벤처기업의 다수과주주와 소수과주주간의 지배권 쟁탈전, 다수과주주에 의한 억압 등으로 분쟁이 발생하거나, 주주간의 불화로 인하여 교착상태가 유발된 경우에는 현행 회사법의 규정으로는 효율적인 분쟁해결의 수단을 제공할 수 없다는 문제를 가지고 있다.

본고에서는 이러한 특성을 내포하고 있는 벤처기업에 적합한 가칭 「벤처회사법」의 제정을 입법적 과제로 제안하면서 글을 맺고자 한다.

59) ししど・せんいち, ベンチャー・ビジネスのための組織法作りを試みて-「創造會社法私案」の解説, ジュリスト(1125), 1997, 4-8面.

〈參考文獻〉

1. 國內文獻

鄭東潤, 會社法, 法文社, 2000.

李哲松, 會社法講義, 博英社, 2000.

李德勳 外, 創業支援金融制度의 發展方案, 韓國開發研究院, 1996.

崔基元, 新會社法論, 博英社, 2000.

崔範樹・李基煥, 中小・벤처企業의 發展과 場外市場의 活性化, 韓國開發研究院, 1996.

金建植, 벤처투자과 법적인프라, 증권법연구 제1권 제1호, 한국증권법학회, 三宇社, 2000.

許惠會, 美國會社法上 株主間의 紛爭解決에 관한 研究, 建國大學校 大學院, 1995.

2. 日本文獻

竹内昭夫, 會社法の理論(1), 有斐閣, 1984.

川北英隆, 創造會社法と資本市場, ジュリスト(1125), 1997.

ししど・ぜんいち, ベンチャー・ビジネスのための組織法作りを試みて-「創造會社法私案」の解説, ジュリスト(1125), 1997.

3. 美國文獻

F.H. O'Neal/R.B. Thompson, O'Neal's Oppression of Minority Shareholders : Protecting Minority Rights in Squeeze-Out and Other Intracorporate Conflicts (2d Ed. Clark Broadman Callaghan, Supp. 1995).

Revised Model Business Corporation Act (3d Ed. Prentice Hall Law and Business, Sup. 1993), Vol. 4.

Herry G. Henn/John R. Alexander, Laws of Corporations, West Pub. Co., 1986.

Melvin A. Eisenberg, The Structure of the Corporation : A Legal Analysis, West Pub. Co., 1976.

Robert C. Clark, Corporate Law, Little Brown Co., 1986.

- Curtis J. Milhaupt, The Market for Innovation in the United States and Japan : Venture Capital and The Comparative Corporate Governance Debate, Northwestern University Law Review, 1997.
- Christopher Donnelly, M&A Loan Volume Drops by 64% in 1990, Investment Dealers' Dig., Jan. 21, 1991.
- George W. Dent Jr, Venture Capital and Future of Corporate Finance, 70 Wash. Univ. L. Q., 1992.
- , Toward Unifying and Control in the Public Corporations, Wis. L. Rev., 1989.
- H.J. Hanysworth, The Effectiveness of Involuntary Dissolution Suit as Remedies for Close Corporation Dissension, 35 Cleveland State L. Rev., 1987.
- Jack L. Lewis/Thomas C. Dabney, Certificate of Incorporation for Delaware Corporation with a Venture Capital Investor Purchasing Preferred Stock, Representing the Growing Technology Company(ALI-ABA course of study, Washington D.C.), Oct. 19-20, 1989.
- Jack L. Lewis/Arther E. Cirulnick, A Stockholder's Agreement, Representing the Growing Technology Company(ALI-ABA course of study Malterials), 1987.
- Jeffrey A. Timmons/Dale A. Sander, Everything You Want to Know about Raising Capital, Harv. Bus. Rev., Nov-Dec, 1989.
- Jonathan R. Macey, The Limited Liability Company : Lessons for Corporate Law, Wash. Univ. L. Q., 1995.
- Melvin A. Eisenberg, Self-Interested Transactions Corporate Law, J. Corp. L., 1988.
- Robert J. Haft, Venture Capital and Small Business Financing, 2B-88 to 2B-89(rev. ed.), 1991.
- Richard I. Levine/Virginia R. Travis, Small Company Finance : What the Books Don't Say, Harv. Bus. Rev., 1987.
- Stanly Keller, Venture Capital Financing Document, Representing the Growing Technology Company (ALI-ABA course of study, Dallas Tex.) Oct. 25-26, 1990.
- Steven C. Bhals, Resolving Shareholders Dissension : Slection of the Appropriate Equitable Remedy, J. Corp. L., 1990.
- William A. Sahlman, The Structure and Govrnance of Venturecapital Organizations, 27 J. Fin. Eco. 1990.
- Willian J. Torpey/Jerry A. Viscione, Mezzanine Money for Smaller Business, Harv. Bus. Rev., May-June, 1987.

SUMMARY

A study on the problems on corporation Law about Protection of Investors in Venture Business in Korea

WOO, Hong-Koo · Huh, Duk-Hoi

(Department of Law, College of Law, Konkuk University)

The central task of corporation law is to protect minority shareholders. In public corporations, the problem is referred to as the separation of ownership and control. Managers, even those who own little stock, can control public companies for their own benefit rather than striving to maximize shareholder wealth. Despite efforts of legislatures, and scholars to reform corporate law, the plight of minority shareholders persist.

Managers of public companies remain free to disdain shareholders, as evidenced by the deep discount from intrinsic value at which public stocks trade. In non-public, or close, corporations the issue is referred to as the oppression of minority shareholders. Close corporations have no market for their stock, and they rarely pay dividends. Thus, minority shares are frequently worthless to hold and impossible to sell. These conditions discourage investment and precipitate disruptive dispute in small companies.

In the search for solutions, commentators have paid remarkable little attention to venture capitalist supplies equity financing, but does not assume control of the enterprise. A venture capitalist protects his investment through contracts. This provides a model for protecting minority investors in close corporations. Moreover, a venture capitalist's ability to supply major equity funding rivies that private financing could eclipse the public corporation.

Finally, the Article demonstrates that venture capital confirms into the strength of private equity financing ; thus, venture capital has the potential to transform corporate finance. To fully realized this potential, however, the law must change to better accomodate minority investors.