

수탁연구 2005-7

벤처캐피탈의 기술가치평가능력 제고방안 연구

연구기관
과학기술정책연구원

과 학 기 술 부

제 출 문

과 학 기 술 부 장 관 귀 하

본 보고서를 “벤처캐피탈의 기술가치평가능력 제고방안 연구” 최종보고서로 제출합니다.

2005 년 12 월 10 일

- 주관연구기관명 : 과학기술정책연구원
- 연구 기간 : 2005. 5. 11 ~ 12. 10
- 주관연구책임자 : 임 채 윤
- 참여연구원

연 구 원 : 정 승 일

연 구 원 : 이 광 호

연 구 원 : 김 종 선

연 구 원 : 이 종 연

연 구 원 : 백 승 호

연 구 원 : 나 경 환

목 차

요 약	i
Summary	xxiii
I. 서 론	1
1. 연구의 목적 및 필요성	1
2. 연구의 구성 및 내용	3
3. 연구의 추진체계 및 방법	4
II. 벤처캐피탈 관련 이론 및 미국의 벤처캐피탈 현황	6
1. 벤처캐피탈 관련 이론	6
1.1. 벤처캐피탈의 자금조달 관련 이론	7
1.1.1. 벤처캐피탈조합의 구조	8
1.1.2. 규약	8
1.1.3. 세제지원과 자금조달	17
1.2. 벤처캐피탈의 투자 관련 이론	18
1.2.1. 벤처캐피탈의 투자 과정	19
1.2.2. 단계적 투자	23
1.2.3. 공동 투자	25
1.2.4. 벤처캐피탈의 경영권 지배목적 투자	27
1.3. 투자회수 관련 이론	31
1.3.1. 기업공개	32
2. 미국의 벤처캐피탈 현황	36
2.1. 미국의 민간 벤처캐피탈	37

2.1.1. 미국 민간 벤처캐피탈의 자금조달	37
2.1.2. 미국 민간 벤처캐피탈 투자 현황	40
2.1.3. 미국 민간 벤처캐피탈 회수현황	48
III. 우리나라 벤처캐피탈 현황	56
1. 벤처캐피탈 관련법의 구조	56
1.1. 여신전문금융업법	56
1.2. 중소기업창업지원법	57
1.3. 벤처기업육성에관한특별조치법	58
2. 벤처캐피탈 관련 정책변화	62
2.1. 벤처캐피탈산업 초기의 정책 (1997년 이전)	62
2.2. 벤처창업 촉진 및 벤처 인프라 확충기의 정책 (1997~2001년)	64
2.3. 벤처시장 조정기의 벤처캐피탈 관련정책 (2000년 이후)	66
3. 우리나라 벤처캐피탈의 현황	68
3.1. 중소기업창업투자회사관련 일반현황	68
3.1.1. 창투사 일반현황	71
3.1.2. 창투조합 일반현황	73
3.2. 창업투자회사 투자현황	77
3.2.1. 창업투자회사 업무구조	78
3.2.2. 창업투자회사 투자현황	82
3.2.3. 특성별 투자현황	84
3.3. 창업투자회사 회수현황	90
3.4. 신기술사업금융회사 현황	94
4. 한·미 벤처캐피탈 현황 분석의 시사점	97
4.1. 자금 조달	97
4.2. 투자 현황	98
4.3. 투자 회수	99

IV. 벤처캐피탈 지원 정책의 주요 현안 과제에 대한 설문조사 결과 · 101

1. 설문조사의 목적	101
2. 설문문의 구성 및 내용	104
3. 설문 응답 현황 및 특성	106
3.1. 설문응답 벤처캐피탈의 일반현황	106
3.1.1. 설문응답 벤처캐피탈의 업력	106
3.1.2. 설문응답 벤처캐피탈의 지배주주	107
3.1.3. 설문응답 벤처캐피탈의 운영 목적	109
3.1.4. 설문응답 벤처캐피탈의 애로요인	110
3.1.5. 설문응답 벤처캐피탈의 국제화	111
3.2. 설문응답 벤처캐피탈 투자기업의 일반현황	112
3.2.1. 설문응답 기업의 업력 및 유형	112
3.2.2. 설문응답 기업의 재무현황 및 인력	114
3.2.3. 설문응답 기업의 벤처캐피탈 자금조달	114
3.2.4. 벤처캐피탈과 투자기업의 관계	116
4. 주요 정책현안 과제에 대한 설문조사 결과	118
4.1. 유한회사형태의 투자조합(LLC) 제도 도입의 효과와 발전과제	118
4.1.1. 유한회사형태의 투자조합 설립의 필요성	118
4.1.2. 유한회사형태의 투자조합 설립의 기대 효과	122
4.1.3. 유한회사형태의 투자조합 활성화의 장애요인	124
4.1.4. 유한회사형태의 투자조합 활성화의 전제조건	125
4.1.5. 유한회사 형태의 투자조합 활성화를 위한 제언	128
4.2. 경영지배 허용에 따른 기대효과와 문제점	129
4.2.1. 벤처기업의 벤처캐피탈 경영지원에 대한 만족도	129
4.2.2. 경영지배 허용의 기대효과	130
4.2.3. 경영지배 목적 투자의 애로요인	132
4.2.4. 벤처캐피탈의 경영지원 능력 제고를 위한 정책 수요	135

4.3. 기술가치평가	136
4.3.1. 벤처캐피탈의 가치평가에 대한 인식	136
4.3.2. 벤처캐피탈의 가치평가의 기준	139
4.3.3. 벤처캐피탈의 기술가치평가 애로요인	141
4.3.4. 벤처캐피탈의 기술가치평가능력 제고를 위한 정책 제언 ·	142
5. 설문조사 결과의 시사점	143
5.1. 유한회사 투자조합 설립 활성화를 위한 고려사항	143
5.2. 경영지원 능력 확충의 필요성	144
5.3. 기술가치 평가 능력 제고를 위한 지원 강화 필요	144
V. 결론 및 정책과제	146
1. 투자재원 확대를 통한 유한회사 투자조합 활성화	148
2. 경영지배 목적 투자 활성화를 위한 제도적 보완	149
3. 벤처캐피탈리스트의 전문성 강화 프로그램 도입	150
4. 인수·합병 시장의 활성화	152
< 참고문헌 >	154
<부록>	
<부록 1> 벤처캐피탈 면담자료	161
<부록 2> 미국의 중소기업투자회사(SBIC)	194
<부록 3> 설문조사에 사용된 설문지	204

표 목 차

<표 2-1> 규약조항의 강약을 설명하는 이론	14
<표 2-2> 벤처캐피탈리스트에 대한 보수	17
<표 2-3> 비상장 벤처기업의 투자 라운드 회수별 이사회 구성	28
<표 2-4> 투자 라운드 간 이사회 내 숫자의 평균 변화	28
<표 2-5> 신생 벤처캐피탈과 기존 벤처캐피탈이 지원한 기업공개 비교	34
<표 2-6> 미국 벤처캐피탈 조합원 자금조달 현황	37
<표 2-7> 연도별 미국 벤처캐피탈 투자회사 및 규모현황	40
<표 2-8> 미국 민간 벤처캐피탈 업종별 투자현황	42
<표 2-9> 벤처기업성장단계	45
<표 2-10> 미국 민간 벤처캐피탈 기업단계별 투자규모 현황	46
<표 2-11> 미국 민간 벤처캐피탈 지원 IPO 현황	48
<표 2-12> 미국 민간 벤처캐피탈 지원 M&A 현황	49
<표 2-13> 벤처캐피탈과 사모펀드의 수익성 비교 (순내부수익률(Net IRR) 기준) ...	53
<표 3-1> 우리나라 투자조합의 종류	56
<표 3-2> 여신전문금융업법 중 신기술사업금융업 관련 주요 내용	57
<표 3-3> 중소기업창업지원법의 주요 내용	58
<표 3-4> 벤처기업 유형별 요건	59
<표 3-5> 벤처기업육성에 관한 특별조치법의 주요 내용	61
<표 3-6> 초기 신기술금융 4개사 주요사항	62
<표 3-7> 벤처기업 태동기(1997년 이전)의 벤처캐피탈 관련 정책사항 ...	64
<표 3-8> 벤처 인프라확충기의 벤처캐피탈 관련정책사항	65
<표 3-9> 벤처시장 조정기의 벤처캐피탈 관련정책사항	67
<표 3-10> 창투사 및 창투조합 현황	69
<표 3-11> 연도별 창투사 인력현황	· 70
<표 3-12> 연도별 창투사 평균인력현황	70
<표 3-13> 연도별 창투사 설립 및 취소현황	71
<표 3-14> 자본금 규모별 창투사 현황 (2004년 12월)	72

<표 3-15> 투자잔액 규모별 창투자 현황 (2004년 12월)	72
<표 3-16> 창투자 업력별 현황 (2005년 5월 기준)	73
<표 3-17> 연도별 창투자조합 결성 및 해산 현황	73
<표 3-18> 연도별 창투자조합 조합원 구성현황	75
<표 3-19> 연도별 창투자조합 조합원 출자규모 추정액	76
<표 3-20> 투자유형별 창투자조합 현황(2004년 12월)	77
<표 3-21> 한국과 미국의 벤처캐피탈 업무주체 비교	79
<표 3-22> 벤처캐피탈회사의 구조	81
<표 3-23> 창투자 투자현황	83
<표 3-24> 창투자 평균 투자현황 (2005년 4월 기준)	83
<표 3-25> 연도별 창투자 IPO 및 M&A 일반현황	91
<표 3-26> 연도별 창투자 프로젝트 투자 및 기타 현황	91
<표 3-27> 연도별 신기술사업금융회사 인력현황	95
<표 3-28> 연도별 신기술사업금융회사 평균인력현황	95
<표 3-29> 연도별 신기술사업금융회사 자본적정성 현황	95
<표 3-30> 연도별 신기술사업금융회사 자금조달현황	96
<표 3-31> 연도별 신기술사업금융회사 수익성현황	96
<표 4-1> 벤처캐피탈 조직 유형에 따른 장·단점	103
<표 4-2> 벤처기업을 대상으로 한 설문 구성 및 내용	104
<표 4-3> 벤처캐피탈을 대상으로 한 설문 구성 및 내용	105
<표 4-4> 설문대상 및 회수 현황	106
<표 4-5> 설문응답기업의 재무현황 및 인력	114
<표 4-6> 벤처캐피탈 자금조달 차수별 활용도 변화	115
<표 4-7> 유한회사 투자조합의 활성화를 위한 제도 및 정책	129
<표 4-8> 벤처캐피탈 경영지원에 대한 투자기업의 활용도 및 인식	130
<표 4-9> 유한회사 설립 및 경영지배 허용으로 인해 발생할 수 있는 문제점과 장점	135
<표 4-10> 경영지원 능력 강화를 위한 정부정책 제언	136
<표 4-11> 벤처기업의 성장단계별 가치평가 기준의 변화	141
<표 4-12> 벤처캐피탈의 기술가치평가능력 강화를 위한 지원 수요	142

그 립 목 차

<그림 1-1> 연구의 추진 절차	4
<그림 2-1> 벤처캐피탈 관련 자금흐름	6
<그림 2-2> 유한책임조합(LLC)의 구조	8
<그림 2-3> 벤처캐피탈 투자단계 개념도 I	20
<그림 2-4> 벤처캐피탈 투자단계 개념도 II	22
<그림 2-5> 미국 벤처캐피탈 조합원 출자규모 (단위: 10억\$)	38
<그림 2-6> 미국 민간벤처캐피탈 조합원 구성 현황	38
<그림 2-7> 미국 민간 벤처캐피탈 투자현황	41
<그림 2-8> 미국 민간 벤처캐피탈 업종별 투자잔액 규모 (단위: 백만\$) 43	43
<그림 2-9> 2003년 현재 미국 민간 벤처캐피탈 업종별 투자잔액 구성 ...	43
<그림 2-10> 미국 민간 벤처캐피탈 업종별 신규투자 규모 (단위: 백만\$) ...	44
<그림 2-11> 2003년 현재 미국 민간 벤처캐피탈 업종별 신규투자금액 구성 ·	44
<그림 2-12> 미국 민간 벤처캐피탈의 기업단계별 투자비중 현황	46
<그림 2-13> 미국 민간 벤처캐피탈 관련 IPO 현황	48
<그림 2-14> 미국 민간벤처캐피탈 M&A관련 현황	49
<그림 2-15> 미국 민간벤처캐피탈에서 일반조합원에 배분된 금액 (단위: 10억\$) ·	52
<그림 2-16> 미국의 벤처캐피탈과 사모펀드 간 수익률 비교	54
<그림 2-17> 미국 벤처캐피탈 유형별 수익률 비교	55
<그림 2-18> 벤처캐피탈과 공개시장 수익률의 5년 이동평균 비교	55
<그림 3-1> 등록된 창투사 및 창투조합 추이	69
<그림 3-2> 연도별 창투사 당 창투조합의 수	70
<그림 3-3> 조합 당 결성금액 추이 (단위: 억원)	74
<그림 3-4> 연도별 창투조합 조합원 구성현황	75
<그림 3-5> 연도별 창투조합 조합원 출자규모 추정액 (단위: 백만원)	76
<그림 3-6> 창투사 투자업무구조	78

<그림 3-7>	창투조합 연도별 투자실적 (단위: 억원)	84
<그림 3-8>	2004년 1~12월간 업종별 창업 신규투자현황 (단위 : 억원)	85
<그림 3-9>	2004년 12월 현재 창업투자잔액 구성현황	86
<그림 3-10>	2004년 1~12월 지역별 창업 신규투자현황 (단위: 억원)	87
<그림 3-11>	2004년 12월말 지역별 창업투자잔액현황	87
<그림 3-12>	2002년~2004년 벤처기업 업력별 신규창업투자현황 (단위: 억원) ..	88
<그림 3-13>	2004년 12월말 벤처기업 업력별 투자잔액현황	89
<그림 3-14>	2002년~2004년 벤처기업 규모별 신규투자현황 (단위: 억원) ..	90
<그림 3-15>	2004년 12월말 벤처기업 규모별 투자잔액현황	90
<그림 3-16>	연도별 창투사 회수 금액과 건수 추이	92
<그림 3-17>	연도별 회수방법의 금액비율 추이	93
<그림 3-18>	연도별 회수방법의 건수비율 추이	93
<그림 3-19>	연도별 창투사 회수건 당 금액 추이 (단위: 억원)	94
<그림 3-20>	우리나라와 미국 벤처캐피탈의 자금조달원천 비중	97
<그림 3-21>	미국과 국내벤처캐피탈의 업종별 투자 현황	98
<그림 3-22>	미국과 우리나라 벤처캐피탈의 투자회수 비중	99
<그림 4-1>	설문응답 벤처캐피탈의 설립년도	107
<그림 4-2>	설문응답 벤처캐피탈의 지배주주	107
<그림 4-3>	벤처캐피탈 경영에 있어서 지배주주의 역할	108
<그림 4-4>	벤처캐피탈 역량 및 네트워크 구축에 있어서 지배주주의 기여 ..	108
<그림 4-5>	설문응답 벤처캐피탈의 운영 목적	109
<그림 4-6>	벤처캐피탈의 지배주주에 따른 운영목적 변화	110
<그림 4-7>	설문응답 벤처캐피탈의 애로요인	110
<그림 4-8>	정부의 벤처캐피탈 투자재원 지원에 대한 만족도	111
<그림 4-9>	벤처캐피탈의 국제화 계획	111
<그림 4-10>	벤처캐피탈의 국제화 이유 및 목적	112
<그림 4-11>	설문응답 벤처캐피탈 투자기업의 설립년도	113
<그림 4-12>	설문응답 기업의 유형	113
<그림 4-13>	설문응답기업의 벤처캐피탈 자금조달 횟수 비중	114

<그림 4-14> 자금조달 차수별 평균 조달 규모	115
<그림 4-15> 투자기업의 벤처캐피탈 자금 활용 이유	116
<그림 4-16> 벤처캐피탈로부터 자금조달 시 애로요인	116
<그림 4-17> 투자기업의 벤처캐피탈에 대한 만족도	117
<그림 4-18> 벤처캐피탈에 대한 투자기업의 애로요인	117
<그림 4-19> 벤처캐피탈의 이해관계 상충 문제원인과 출자자들의 인식 ·	119
<그림 4-20> 이해관계상충 문제 발생시 해결 방안	120
<그림 4-21> 벤처캐피탈리스트의 이직과 벤처캐피탈의 능력 및 신뢰도 저하에 대한 인식	120
<그림 4-22> 벤처캐피탈리스트의 평균 재직기간	121
<그림 4-23> 벤처캐피탈리스트의 투자조합 운용기간	121
<그림 4-24> 조성자금 소진율에 따른 벤처캐피탈리스트의 투자조합 운용기간 ·	122
<그림 4-25> 유한회사 도입에 따른 국내 벤처캐피탈 발전에 대한 기대 ·	123
<그림 4-26> 유한회사 도입 효과의 유형별 중요도	123
<그림 4-27> 유한회사 형태의 투자조합 활성화 전망	124
<그림 4-28> 유한회사 형태의 투자조합 활성화의 장애요인	124
<그림 4-29> 창업투자회사 자금조달시 출자자들의 주요 고려사항	125
<그림 4-30> 우리나라 창업투자회사의 Track Record 관리 현황	126
<그림 4-31> 우리나라 창업투자회사의 Track Record 활용 현황	126
<그림 4-32> 유한회사 형태의 투자조합 설립시 벤처캐피탈리스트의 경력요건 ·	127
<그림 4-33> 경영지배 허용에 따른 기대효과	130
<그림 4-34> 경영지배 허용에 따른 벤처캐피탈의 투자 대상(Stage) 변화 전망 ·	131
<그림 4-35> 경영지배 허용에 따른 벤처캐피탈의 투자 전략의 변화 전망 ·	131
<그림 4-36> 경영지배 목적 투자 건수 및 금액의 비중 전망	132
<그림 4-37> 벤처캐피탈의 경영권 프리미엄 지불 의사	133
<그림 4-38> 경영지배 목적 투자 기피 원인	133
<그림 4-39> 경영지배 목적 투자 이후 벤처캐피탈의 역할 인식	134
<그림 4-40> 미국 벤처캐피탈과 비교한 국내 벤처캐피탈의 투자기업 선정기준 ·	137
<그림 4-41> 국내 벤처캐피탈의 단기적 투자 성향의 원인	137
<그림 4-42> 벤처기업이 인식하고 있는 벤처캐피탈의 가치평가 기준 중요도 ·	138

<그림 4-43> 벤처기업이 인식하고 있는 바람직한 벤처캐피탈의 가치평가 기준	139
<그림 4-44> 초기단계 벤처기업에 대한 가치평가 기준별 중요도	139
<그림 4-45> 성장단계 벤처기업에 대한 가치평가 기준별 중요도	140
<그림 4-46> 성숙 또는 상장단계 벤처기업에 대한 가치평가 기준별 중요도	140
<그림 4-47> 국내 벤처캐피탈의 기술가치평가지 애로요인	141

요 약

I. 서 론

1. 연구의 목적 및 필요성

□ 연구의 필요성

- 일천 벤처캐피탈의 역사로 인하여 우리나라 벤처캐피탈산업은 다음과 같은 장애 요인을 안고 있으며, 이를 해소하기 위한 방안이 필요함
 - 우리나라의 벤처캐피탈은 자금조달에서 정부가 차지하는 비중이 약 31%에 달하는 등 당초 자본시장과 모험기업간 중개자로서의 역할이 더욱 강화될 필요가 있음
 - 최근까지 우리나라는 제도적으로 원칙적으로 모험기업에 대한 벤처캐피탈의 경영지배는 제한되어 왔고, 이에 따라서 모험기업의 성장을 유도할 수 있는 벤처캐피탈의 역량을 충분히 개발·활용하기 위한 노력이 더욱 필요함
 - 2000년대 초반이후 벤처 붐이 식으면서 우리나라 벤처캐피탈은 모험적인 투자보다는 상대적으로 안정적인 투자를 선호하고 있음

- 최근 정부는 i) 유한회사 형태의 벤처투자조합(LLC) 허용¹⁾, ii) 창업 후 7년 이내 기업에 대한 경영지배 목적의 투자를 허용하였으며, 제도 도입 초기 시점에서 국내 벤처캐피탈과 벤처기업의 종합적인 의견을 수렴하고 이를 바탕으로 새롭게 도입되는 제도를 지속적으로 보완할 필요가 있음

□ 연구의 목적

- 본 연구는 위에서 열거된 우리나라 벤처캐피탈의 발전과제를 바탕으로, 벤처캐피탈산업의 모험기업(초기단계 벤처기업)에 대한 투자를 강화시키기 위하여 다음과 같은 목표를 가지고 추진됨

1) 벤처캐피탈리스트가 설립한 유한회사는 2004년 12월 「벤처기업육성을관한특별조치법」 개정을 통하여 벤처투자조합 결성에 참여할 수 있도록 허용된 바 있으며, 2005년 12월 현재 1개 유한회사가 설립준비 중임

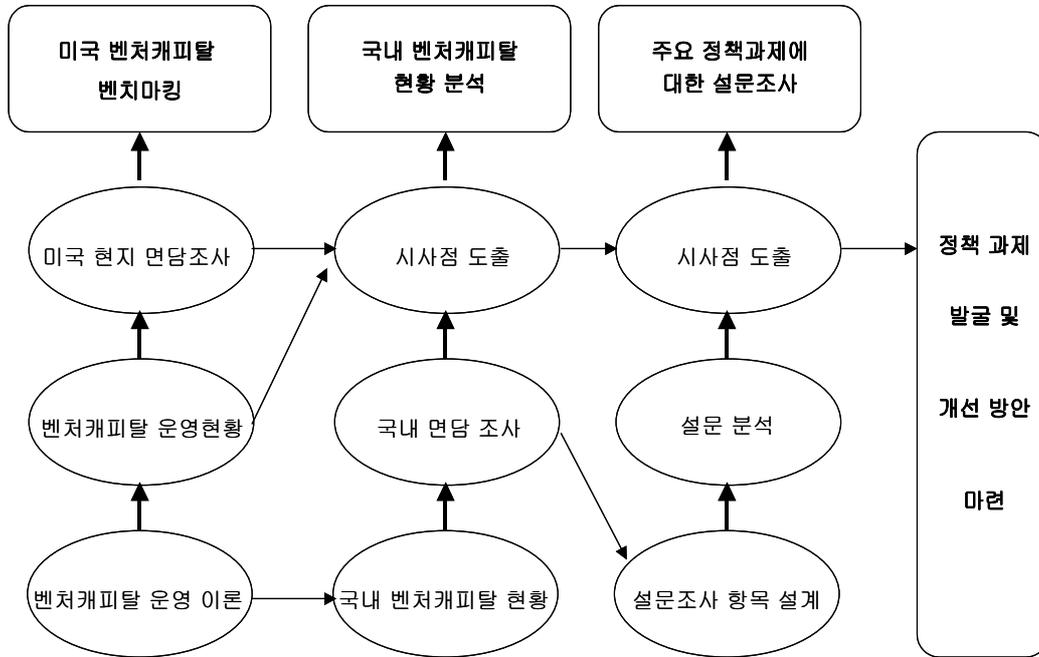
- 벤처캐피탈의 선진국인 미국과 우리나라의 벤처캐피탈 현황과 운영상의 특성을 비교함으로써 국내 벤처캐피탈 산업의 선진화를 위한 시사점을 파악함
- 최근 벤처캐피탈 산업의 활성화를 위해 추진되고 있는 i) 유한회사 형태의 벤처투자조합(LLC) 결성, ii) 경영지배 목적 투자 허용의 기대효과와 장애요인, 그리고 발전과제를 파악함으로써 신규로 도입된 제도의 안정적 정착 방안을 모색함
- 모험기업의 무형자산에 대한 국내 벤처캐피탈의 기술가치평가 현황을 파악하고, 정책과제를 발굴함

2. 연구의 추진절차 및 방법

□ 연구의 방법

- 미국 벤처캐피탈의 벤치마킹
 - 미국 벤처캐피탈 운영관련 이론은 Gompers & Lerner(1999)의 저서와 다양한 사례를 소개하고 있는 Lerner & Hardyman(2002)의 저서를 중심으로 파악
 - 미국 벤처캐피탈의 운영현황은 미국 벤처캐피탈협회(NVCA)에서 제공하고 있는 미국 벤처캐피탈협회 연보(National Venture Capital Association Yearbook, 2002~2004)의 통계를 중심으로 분석
 - 미국 현지의 4개 벤처캐피탈을 중심으로 면담조사를 실시
- 국내 벤처캐피탈 현황 파악
 - 「여신전문금융업법」, 「중소기업창업지원법」, 「벤처기업육성에관한특별법」을 중심으로 국내 벤처캐피탈 현황 중 법적 구조 파악
 - 정책 자료 및 문헌조사를 통하여 벤처캐피탈과 관련된 정책의 변화과정을 파악
 - 한국벤처캐피탈협회(KVCA)에서 매월 집계하는 창업투자회사 투자현황 자료를 활용하여 국내 벤처캐피탈 산업의 운영 현황 파악
- 정책 현안과제에 대한 면담 및 설문조사 실시
 - 벤처캐피탈과 투자기업을 대상으로 다음 사항을 중심으로 조사
 - * 유한회사형태의 벤처투자조합(LLC)
 - * 경영지배 목적 투자 허용
 - * 초기 모험기업의 기술가치평가 능력

□ 연구 추진절차



<그림> 연구의 추진 절차

II. 벤처캐피탈 관련 이론 및 미국의 벤처캐피탈

1. 벤처캐피탈 구조 및 관련 이론

□ 벤처캐피탈의 구조 및 규약

- 미국의 경우, 민간 벤처캐피탈은 업무집행조합원(GP; General Partner)과 일반조합원(LP; Limited partner)으로 구성된 유한책임조합(LLP; Limited Liability Partnership)형태로 운영되고 있으며, 정부지원 형태로는 중소기업청 주관의 중소기업투자회사(SBIC; Small Businesses Investment Company)가 운영되고 있음
- 벤처캐피탈과 관련한 규약으로는 조합의 투자규모 및 추가적인 자금조달 규제, 벤처캐피탈 회사 내의 이전 조합과 후속조합 간의 공동투자규제, 조합이 투자할 수 있는 자산의 형태를 제한하는 조합운영에 관련 규약조항 등이 있음

□ 투자 전략

- 벤처기업의 자본구조, 벤처기업 자산의 특이성, 벤처기업의 미래성장성, 벤처캐피탈의 유동성에 따라 단계적인 투자가 발생함
- 공동투자(Syndication)와 관련한 이론으로는 초기라운드와 후반라운드의 공동투자의 장단점을 설명한 내용이 있음

□ 투자회수

- 기업공개의 시점이나 조건 등은 벤처캐피탈과 벤처기업 간에 이견이 있을 수는 있으나, 기업공개 자체는 두 주체 공동의 목표라 할 수 있음
- 투자회수 기법으로는 인수·합병, 기업 공개 등의 방법이 있음

□ 경영지배목적 투자

- 미국의 경우 벤처캐피탈리스트의 벤처기업에 대한 경영참여가 실질적인 투자의 한 중요한 부분임
- 경영 지배목적 투자의 기대효과로는 인적 네트워크를 통한 경영애로해소, 인력 채용, 마케팅 노하우 전수, 경영진 교체 등이 있음
- 경영 지배목적 투자의 잠재적 문제점으로는 벤처캐피탈이 투자자본의 회수에만 최대 관심을 가지고 벤처캐피탈의 장기적 성장에는 관심이 없을 수 있으며, 기업의 지속성 및 경영권의 불확실성으로 인해 벤처기업과 벤처캐피탈 간의 갈등이 발생할 수 있음

2. 미국의 벤처캐피탈 현황

□ 자금 조달 현황

- 미국 벤처캐피탈의 출자규모는 2000년까지 꾸준히 증가하다 2001년부터는 감소한 추이를 보이고 있음
 - 이는 2000년 당시 정보통신관련 산업에 관심급증으로 NASDAQ시장의 활황에 따른 결과임
- 미국 민간 벤처캐피탈의 조합원의 구성 비율은 한국과 비교할 때 연기금의 비중이 매우 큼(연금 약 40%, 연기금합계는 60%)
 - 1979년 미국의 퇴직자수입안정법(ERISA; Employee Retirement Income Security Act)을 개정하여 연기금의 투자를 허용한 'Prudent Man Rule'발효 이후 발생한 현상

□ 투자 현황

- 업종별투자현황 2003년 말 현재 통신 및 컴퓨터 소프트웨어가 가장 큰 비중을 차지하고, 그 다음으로는 생명공학과 의료 관련 산업에 대한 투자액의 순으로 나타남

- 업종별 신규투자금액은 2003년의 경우 컴퓨터 소프트웨어에 대한 신규 투자비중이 가장 크며, 생명공학, 반도체 및 전자산업, 소매 및 미디어, 산업 및 에너지 관련 업종의 순으로 나타남
- 기업의 성장단계별 투자현황은 2003년 기준, 확장단계 투자규모는 전체 약 55%이며, 후기단계는 25%, 초기단계는 18%를 차지하고, 창업단계 투자규모는 전체의 2%에 불과함

□ 투자회수 현황

- 미국 벤처캐피탈의 회수현황은 NASDAQ시장의 상장을 통한 수입금회수 및 M&A를 통한 회수의 두 가지 경로로 구분됨
 - NASDAQ에 신규상장하는 기업들 중 벤처캐피탈 지원이 수반된 신규상장은 1998~2003년 평균 약 42.5%이고, 2003년은 43%로 벤처캐피탈 역할이 중요하게 작용하고 있음
 - 2003년 기준으로 M&A를 통한 회수규모가 상장을 통한 회수규모 보다 4배에 해당할 정도로 M&A가 주된 회수 경로임

III. 우리나라 벤처캐피탈의 현황과 시사점

1. 우리나라 벤처캐피탈의 현황

□ 창업투자회사 및 창업투자조합 현황

○ 창투자 일반현황

- 2005년 현재 등록된 창투사는 총 102개이며 창투조합은 396개임
- 자본금 규모별 창투자 현황은 2004년 12월말 현재 45%가 100억원 이하의 자본금을 보유하고 있음
- 창투사들은 신규투자 시 벤처기업당 평균 약 11억원을 투자하고 있으며 대부분의 창투사의 투자여력은 매우 양호함
- 약 63%의 창투사들이 5~10년의 업력을 가지고 있어 선진 벤처캐피탈 시장에 비해 매우 짧음

○ 창투조합 일반현황

- 창투조합의 결성 및 해산은 2000년 이래 꾸준히 감소하고 있으며, 이중 2001, 2002년에 결성된 총 290개의 창투조합은 만기가 5년임을 감안할 때 대다수 조합이 해산될 예정임
- 창투조합의 출자 구성은 지난 5년간 정부나 지자체의 조합에 의한 출자자가 가장 많으며(28%), 법인(20%), 창투자(17%), 연기금(13%) 등의 순임
- 2004년 12월을 기준으로 IT산업의 발전과 정보통신부의 지원에 의해 정보통신 분야 전문창투조합이 숫자나 결성금액 면에서 가장 높게 나타남

□ 투자현황

○ 투자 일반 현황

- 우리나라 창투사의 투자업무구조는 미국과 달리 창투조합에서 벤처기업으로 직접 투자하는 구조를 가져 이해상충이 발생할 소지가 있음
- 2005년 4월 현재 창투자 전체 투자금액은 약 2조 3천억원, 1년간 신규투자금액은 약 1,500억원 규모임
- 창투조합의 연도별 투자실적은 2000년 이후 투자잔액 및 신규투자의 규모가 꾸준한 감소세를 나타내고 있음

○ 특성별 투자현황(2004년 말 기준)

- 업종별 신규투자현황은 정보통신 3,141억원(55.7%), 일반제조업 932억원 (16.5%), 엔터테인먼트 1,221억원(21.7%), 생명공학 128억원(2.3%), 유통 60억원(1.1%), 기타 101억원(1.8%)의 순으로 나타남
- 지역별 신규투자현황은 서울 3,400억원(60.5%), 경기 1,509억원(26.8%), 인천 85억원(1.5%) 등 수도권이 4,994억원(88.6%)이며, 5대 광역시는 230억원(4.1%), 기타지방은 416억원(7.4%)를 차지함
- 벤처기업 성숙단계별 신규투자현황은 초기단계(3년 이하) 1,617억원(28.7%), 중기단계(3~7년) 3,222억원(57.2%), 후기단계(7년 초과) 800억원(14.2%)임
- 투자규모별 신규투자현황은 소규모(10억미만) 2,117억원(37.7%), 중규모(10~20억) 1,489억원(26.4%), 대규모(20억이상) 2,024억원(35.8%)임

□ 투자회수 현황

○ 투자회수 수단

- 우리나라 창업투자회사의 투자회수 수단은 i) 기업공개, ii) 인수·합병(M&A), iii) 프로젝트 투자, iv) 기타로 구성됨
- 투자회수 수단별 비중(2004년 금액기준)은 i) 기업공개(40.03%), ii) 기타(47.75%), iii) 프로젝트 투자(6.56%), iv) 인수·합병(5.66%)의 순으로 나타남

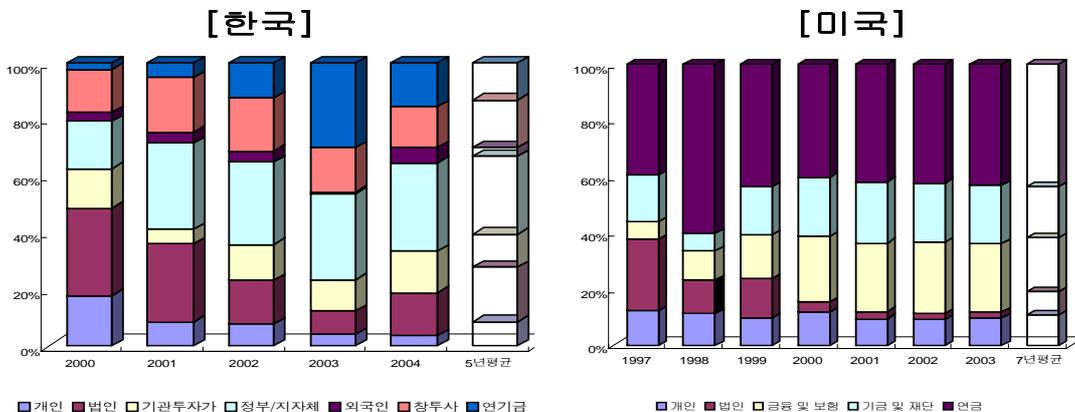
○ 투자회수 동향

- 기업공개를 통한 투자회수의 경우 코스닥 시장의 상황에 따라서 연차별로 차이를 갖고 있음
- 2000년 이후 인수·합병을 통한 투자회수는 꾸준히 증가하고 있으며, 2004년 인수·합병을 통한 투자회수금액은 약 228억(건당 평균 19억원)으로 2001년 42억원(건당 평균 5.3억원)의 약 5배에 달함
- 다만, 전체 투자회수 금액 중 인수·합병이 차지하는 비중이 미국에 비해 현저히 낮은 것으로 나타남

2. 한·미 벤처캐피탈 현황 분석의 시사점

□ 자금 조달

- 벤처캐피탈의 자금조달 원천으로써 민간부문 역할 증대 필요
 - 미국의 경우 벤처캐피탈에 대한 정부지원은 SBIC(전체 벤처캐피탈 자금 중 8%를 차지)를 대상으로 이루어지고 있으며, 전체 SBIC 조달 자금의 42%를 차지하고 있으나, 전체 벤처캐피탈 자금의 3.4%만을 정부가 지원
 - 우리나라의 경우 벤처캐피탈 자금조달 원천 중 정부 및 지자체가 차지하는 비중이 31.1%에 달하고 있음
 - 창업투자회사 자기계정의 출자비율도 전체 벤처캐피탈 자금의 약 15%를 차지
- 벤처캐피탈의 민간부문 자금조달 원천으로써 연·기금, 금융 및 보험의 역할강화 필요
 - 미국의 경우 연·기금 및 재단의 비중은 63.6%(2003년 기준)
 - 우리나라의 경우 15%에 불과(2004년 기준)

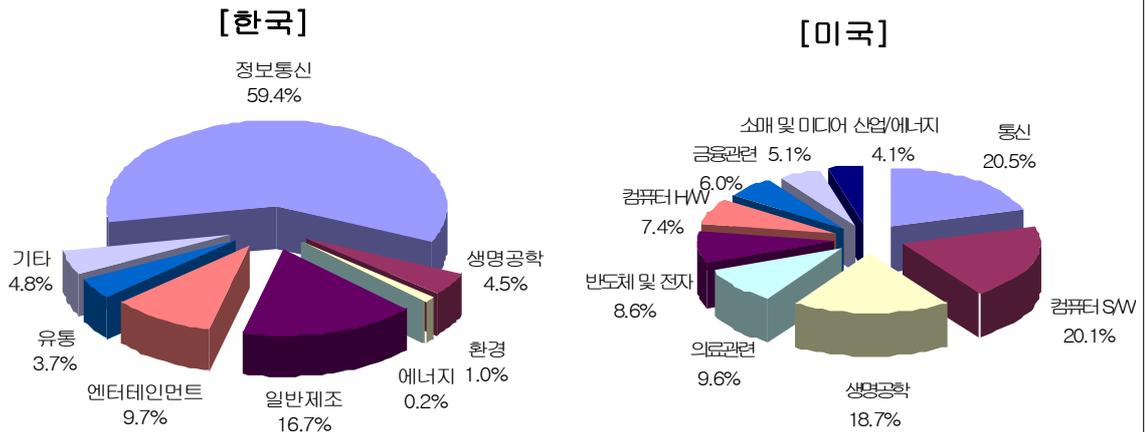


<그림> 우리나라와 미국 벤처캐피탈의 자금조달원천 비중

□ 투자 현황

- 장기적 성장 분야에 대한 투자 강화 필요
 - 미국의 경우컴퓨터, 통신, 반도체 등 IT 분야의 비중이 역시 높게(약 55%) 나타나고 있지만, 생명공학 및 의료 분야의 비중도 약 29%에 달하고 있어서 기술수명주기 또는 기술혁신 방향에 대한 벤처캐피탈의 대응이 활발

- 우리나라의 경우 정보통신, 엔터테인먼트, 일반제조업 등 제품시장이 상대적으로 성장 후기 또는 성숙기의 산업에 집중되어 있으며, 투자에서 회수까지 장기간이 소요될 것으로 예상되는 생명공학, 환경, 에너지 등 신기술 분야의 투자 비중은 매우 낮음



<그림> 미국과 국내벤처캐피탈의 업종별 투자 현황²⁾

□ 투자 회수

- 인수·합병을 통한 조기 투자회수 시장 활성화 필요
 - 미국의 경우 대다수의 벤처캐피탈이 인수·합병 시장(전체 투자회수 시장의 80%)을 통하여 조기에 투자를 회수하고 이를 출자자(LP)에게 즉시 배분함으로써 벤처캐피탈의 선순환 구조를 창출
 - 우리나라의 경우 투자조합 존속기간이 5년 정도로 제한적임에도 불구하고 기업 공개(IPO)시장에 투자회수를 의존함으로써 다수의 출자자들이 벤처캐피탈에 대한 자금 출자를 기피(인수·합병시장의 비중은 5.7%에 불과)

2) 우리나라의 경우 2005년 5월말 현재 창업투자회사 투자잔액 기준, 미국의 경우 2003년 투자잔액기준



<그림> 미국과 우리나라 벤처캐피탈의 투자회수 비중

둘째, 기존 기업³⁾은 성장 유망한 또는 자사와 기술·시장적 보완관계에 있는 모험기업을 인수·합병함으로써 기업의 가치를 증대시키는 것으로 인식되고 있다. 즉, 기존 기업이 모험기업을 인수·합병함으로써 사업의 다각화를 통한 새로운 시장 개척, 자사기술과 모험기업 기술의 결합을 통한 새로운 제품의 창출, 그리고 시장 점유율의 증대 등의 효과를 통하여 해당 기업의 주식가치를 상승시키는 것으로 인식된다. 한편, 모험기업 측면에서는 상대적으로 대규모의 기업과 결합함으로써 안정적인 성장을 기대하게 된다.

우리나라 벤처캐피탈의 안정적 성장을 위해서는 투자회수 시장의 다원화와 거대화가 반드시 필요한 요소이며, 이러한 수단으로써 인수·합병을 활성화시킬 필요가 있는 것으로 생각된다.

3) 일반적으로 모험기업을 인수·합병하는 기업은 모험기업 단계로부터 성장하여 상장에 까지 이른 벤처기업으로 보고되고 있다.

IV. 새로운 벤처캐피탈 지원 정책 방향에 대한 설문 조사결과

1. 설문조사의 목적

- 설문조사의 목적은 우리나라와 미국 벤처캐피탈의 차이점 파악을 바탕으로, 이를 해소하기 위한 방안 마련을 목적으로 실시함
- 설문의 설계 및 조사에 앞서 현황파악 및 면담조사를 실시하여 우리나라와 미국의 벤처캐피탈의 차이점으로 인식되고 있는 i) 유한회사 투자조합, ii) 경영지배목적 투자 허용, iii) 기술가치평가의 현황과 개선방안을 파악하고,
 - 유한회사 투자조합 및 경영지배목적 투자 허용에 따른 기대효과와 정책적 고려사항을 파악하기 위해 실시

2. 설문응답 현황 및 특성

□ 설문응답 벤처캐피탈의 일반현황

- 업력
 - 설문에 응답한 벤처캐피탈 중 73%가 설립된 지 10년이 안 되는 경력을 보유
 - 벤처캐피탈이 활성화되어 있는 미국과 비교하면 상대적으로 벤처캐피탈에 종사하는 벤처캐피탈리스트의 경력과 경험이 적음을 의미
- 설문응답 벤처캐피탈의 지배주주
 - 개인(43.9%)과 기업(36.8%)이 소유한 벤처캐피탈이 가장 많았으며, 증권/금융회사(8.8%), 은행(5.3%), 지배주주 없음(3.5%), 공기업(1.8%) 등은 상대적으로 수가 많지 않음
 - 지배주주가 기업, 은행, 증권/금융회사, 혹은 단체인 경우에 창투자 경영에 미치는 영향을 파악하기 위한 설문조사 결과 자금조달과정(3.28)과 경영의 전반적인 방향설정(3.17) 등이 높게 나타나고 있음
- 설문응답 벤처캐피탈의 운영목적
 - 설문에 응답한 벤처캐피탈 중 54.8%가 전략적 목적과 재무적 목적을 모두 추구하는 혼합적인 목적을 가지고 설립·운영하고 있음

○ 설문응답 벤처캐피탈의 애로요인

- 투자조합결성 등 자금조달(4.18), 투자대상의 심사와 선별(4.11), 투자수익 회수(4.11) 등으로 나타나고 있어서, 벤처캐피탈의 주요 업무인 자금조달, 투자심사, 투자회수가 여전히 가장 큰 기업활동의 장애요인인 것으로 판단됨

○ 설문응답 벤처캐피탈의 국제화

- 조사기업 중 잠재적으로 가능(54%)하거나 현재 준비 중이어서 2년 이내에 진출을 계획(43%)하고 있는 것으로 나타나고 있어서 벤처캐피탈의 국제화가 본격적으로 시작될 전망
- 국제화의 목적은 해외 벤처기업에 대한 투자(47%)와 해외출자자와의 조합결성(45%) 등으로 투자대상 및 투자재원 확보가 가장 큰 요인인 것으로 분석됨

□ 설문응답 모험기업의 일반현황

○ 업력 및 사업 유형

- 설문에 응답한 모험기업의 경우 업력이 5~10년인 경우가 54%로 가장 많았으며 5년 이내(40%), 10년 이상 (6%)로 나타남
- 이들 기업은 국내, 해외, OEM 등의 형태로 납품(61%), 독자브랜드 시장확보 및 제품판매 기업(34%), 연구개발 단계기업 (2%)의 순으로 나타남

○ 재무현황 및 인력

- 설문에 응답한 모험기업들의 평균 자본금은 창업시점에 약 3.5억원이었으나 2004년에는 약 17억원으로 증가
- 벤처캐피탈로부터 투자를 유치한 금액은 창업시점에는 평균 약 6.1억원이었으나, 2004년에는 19.6억원으로 증가
- 벤처캐피탈로부터 투자 재원을 확보한 투자기업들은 매출액, 종업원수, R&D 인력규모에서 모두 큰 폭으로 성장하고 있는 것으로 나타남

○ 설문응답 기업에 대한 벤처캐피탈 투자

- 응답기업 중 48%가 단 1회에 걸쳐 자금 지원을 받아 가장 큰 비중을 차지하였으며, 2회 조달기업 26%, 3회 조달기업 17%, 4회 이상 조달기업 9%의 순으로 나타남
- 벤처캐피탈이 투자한 기업들의 차수별 평균금액을 살펴보면 1차에 평균 17억으로 가장 높았으며, 차수가 변함에 따라 전반적으로 감소하는 경향을 보이고 있음

- 투자기업이 금융기관으로부터의 융자(차입)보다 벤처캐피탈(투자조합)로부터의 투자를 더 선호하는 이유는 회사의 재무적인 부담이 없기 때문(74%)이며, 경영지원 등 벤처캐피탈의 투자기업 가치제고(value add)에 대한 응답 비중은 낮음(7%)

○ 벤처캐피탈과 모험기업의 관계

- 모험기업은 벤처캐피탈의 역할에 대해 대체로 만족(61%)하고 있는 것으로 나타나고 있음(보통 25%, 불만족 14%)
- 벤처캐피탈로부터 투자를 받은 이후 모험기업이 겪는 애로사항을 살펴보면 사업관련 보고자료 요청(32%), 추가자금 조달 어려움(32%)등으로 나타나고 있음

3. 주요 정책현안 과제에 대한 설문조사 결과

□ 유한회사 투자조합(LLC) 도입 효과와 발전과제

○ 유한회사형태의 투자조합 설립의 필요성

- 이해상충 발생 현황
 - 대체적으로 이해상충 문제의 심각성에 대한 설문조사에 대체로 심각성이 낮다고 응답하고 있음(벤처캐피탈 고유계정-투자조합 2.98, 투자조합간 2.88, 지배주주개입 2.77, 회계투명성 결여 2.44)
- 벤처캐피탈리스트의 전문성 및 직업경로
 - 벤처캐피탈리스트의 잦은 이직이 벤처캐피탈의 능력 및 신뢰도 저하에 영향을 미치는가에 대해 전체 응답자 중 약60%가 동의
 - 벤처캐피탈리스트의 평균 재직기간은 3~5년 사이가 전체의 50%로 가장 많았으며, 6년 이상의 장기 재직하는 벤처캐피탈리스트의 비중은 18%에 불과한 반면, 3년 미만의 비율은 16%를 차지하고 있음
 - 벤처캐피탈리스트의 투자조합 담당기간은 5년 이상 42%, 4~5년 32%, 3~4년 14%, 2~3년 12%의 순으로 벤처캐피탈리스트의 74%가 4년 이상 투자조합을 운용 하고 있음
 - 조성자금의 소진율에 따른 벤처캐피탈리스트의 의무는 70%이상이 소진될 때까지 투자조합을 담당할 의무가 있다는 의견이 45%로 가장 크게 나타나고 있음

○ 유한회사 투자조합 설립의 기대효과

- 유한회사 도입이 국내 벤처캐피탈 발전에 긍정적 효과를 미칠 것이라고 응답한 비율이 56%, 그렇지 않다는 응답이 16%으로 나타나고 있어서 전반적으로 긍정적인 효과를 기대
- 유한회사 도입의 구체적인 기대효과로는 벤처캐피탈리스트의 전문성 제고(4.15), track record 관리와 추적 용이(3.85), 출자자 신뢰제고(3.83), 창업용이(3.46)의 순으로 나타남
- 유한회사의 설립시기에 대해서는 44%의 응답자가 선발업체의 성공을 관찰한 후 혹은 여건이 마련될 때까지 기다리는 조심스러운 관망의 자세가 나타남

○ 유한회사 투자조합 활성화의 장애요인

- 출자자들의 인식, 모험심 및 신뢰 부족(4.16), 정부의 지원정책 부족(3.67), 벤처캐피탈리스트의 track record 부족(3.65), 기존 벤처캐피탈과의 경쟁(3.44)의 순으로 나타나 유한회사 설립과 투자조합 결성을 위한 자금조달(Fund Raising)이 쉽지 않음을 의미

○ 유한회사형태의 투자조합 활성화의 전제조건

- LLC의 자금조달 가능성 전망
 - 유한회사 형태의 투자조합이 활성화되기 위해서는 무엇보다도 신뢰감 형성이 필요하며 자금출자 시 출자자들은 펀드운용인력의 전문성(45.6%)과 수익률(42.1%)을 가장 중요한 고려사항으로 응답함
 - 창업투자회사의 트랙레코드 관리 현황을 파악한 결과 대부분이 자사의 벤처캐피탈리스트의 트랙레코드를 관리하고 있는 것으로 나타남
 - 대부분 창업투자회사들은 트랙레코드를 성과보수 산정 또는 인사고과의 기초자료로 활용하고 있을 뿐, 자금조달 시 출자자들에게 수익률 정보 제공의 목적으로는 극히 일부분만 활용되고 있음
 - 따라서 벤처캐피탈리스트 개인의 전문성 및 수익성을 담보할 수 있는 기초자료가 부족하고, 이에 따라서 유한회사 투자조합을 설립하려는 경우 자금조달이 어려울 것으로 전망

○ 유한회사형태의 투자조합 활성화를 위한 정책제언

- 유한회사형태의 투자조합 활성화를 위한 의견으로 우선충담금 폐지가 19.2%, 세제혜택과 출자자지원이 각각 11.5%로 제시하고 있음

□ 경영지배 목적투자 허용의 기대효과와 발전과제

- 기존 벤처캐피탈 경영지원에 대한 만족도(모험기업 측면)
 - 벤처기업의 벤처캐피탈 경영지원에 대한 만족도를 조사하기 위해 벤처캐피탈이 투자한 기업이 벤처캐피탈로부터 경영지원을 받을 시 이의 활용도와 중요도를 파악함
 - 상대적으로 가장 높은 활용도와 중요도를 보이는 경영지원은 경영활동에 도움이 되는 정보지원과 여타 금융권으로부터의 자금조달로 나타남
 - 전반적으로 투자기업들은 벤처캐피탈의 경영지원에 대한 활용도와 중요도를 높이 평가하지 않음

- 경영지배 목적 투자 허용의 기대효과
 - 벤처캐피탈 입장에서는 창업기업의 M&A, IPO등 투자금의 안정적인 회수(4.09), 창업주나 경영진의 경영 및 사업화 능력의 부족을 보완(3.95) 및 창업주나 경영진의 도덕적 해이를 견제(3.87) 등에 높은 기대를 보임

- 경영지배 목적투자의 애로요인(모험기업 입장)
 - 경영지배 목적투자의 기피요인은 응답자의 42%가 벤처캐피탈의 부적절한 경영 간섭을 가장 우려하며, 23%는 기업의 안정적인 성장을 저해, 17%는 기업에 대한 애착심, 13%는 비전문적인 경영진 선임요구로 나타남
 - 유한회사 설립 및 경영지배 허용으로 인해 발생할 수 있는 문제점으로는 41.4%가 단기적 성과 치중, 17.2%가 전문성 부족, 10.3%가 경영간섭을 우려함

- 경영지배 목적투자의 활성화를 위한 정책수요
 - 경영지배 목적투자의 활성화를 위한 방안으로는 응답자의 25%가 제도보완(다중의결권주식, 상환우선주식 제도 보완)을 제안하고, 마케팅지원과 의사결정 참여 및 인재양성이 각각 약 17%로 나타남

□ 기술가치평가 현황 및 능력 제고 방안

○ 벤처캐피탈의 가치평가에 대한 벤처캐피탈 및 투자기업의 인식

- 벤처캐피탈의 인식
 - 국내 벤처캐피탈은 미국 벤처캐피탈에 비해 장기적인 기술성 및 성장가능성 등에 대한 평가보다는, 단기적 시장 창출성에 의존한다는 의견에 대해 80%가 동의
 - 단기적 시장 창출성에 치중하는 이유는 대다수의 응답자(63.8%)가 투자조합의 짧은 운용기간을 가장 큰 원인으로 인식하고 있음
- 벤처기업의 인식
 - 벤처기업은 벤처캐피탈이 기업가치 평가 시 매출발생여부(4.17), 재무건전성(3.87) 등 단기적인 평가항목에 높은 비중을 두고 있다고 인식하고 있으며,
 - 향후, 벤처캐피탈이 매출발생여부(3.46), 재무건전성(3.36)로 평가기준의 비중을 낮추어야 한다고 지적

○ 벤처캐피탈의 가치평가의 기준

- 초기 단계 모험기업 평가 기준의 중요도
 - 인적자원분석(4.64)과 경쟁사분석(4.46)이 가장 큰 판단 기준으로 작용하고 있음
 - 초기 단계의 벤처기업에서는 벤처기업을 구성하고 있는 구성원들의 전문성과 우수성을 매우 중요하게 판단
- 성장 단계 모험기업 평가 기준의 중요도
 - 시장현황(4.46)과 사업내용(4.31)이 가장 중요한 가치평가 기준이었으며, 고객 분석(4.25)과 경쟁사분석(4.25)의 순으로 나타남
 - 벤처기업이 성장기에 들어서면 시장의 현황과 변화 요인들이 해당기업의 지속적인 성장여부를 판가름하는 가장 중요한 요인으로 작용하기 때문에 시장현황을 가장 큰 가치평가 기준으로 인식하고 있음
- 성숙 또는 상장 단계 모험기업 평가 기준의 중요도
 - 성장단계와 마찬가지로 사업내용(4.57)과 시장현황(4.54)가 가장 큰 가치평가 기준으로 나타남
 - 초기단계와 성장단계에서 중요시 되었던 경쟁사분석(3.92)은 상대적으로 중요도가 감소하였으며 인적자원분석(3.63)이나 리스크분석(3.69)에 대한 중요도도 감소하였음
 - 이 단계에서 기업가치를 판단할 때 IPO 등 투자회수를 고려한 사업내용과 시장내용에 대한 평가가 가장 중요한 요소라고 할 수 있음

○ 기술가치평가의 애로요인

- 전문인력의 부족(43.9%), 평가기법의 부족(40.4%), 전문적인 지식의 부족(36.8%)의 순으로 애로사항이 큰 것으로 파악됨
- 투자대상기업을 평가하기 위한 전반적인 전문성의 결여로 인해 어려움을 겪고 있는 것으로 판단됨

○ 벤처캐피탈의 기술가치평가능력 제고를 위한 지원 수요

- 기술관련 정보교류(30.4%), 전문교육강화(26.1%), 기술가치평가의 객관성보장(17.4%) 등을 제안

V. 결론 및 정책과제

□ 유한회사 투자조합 활성화를 위한 정책과제

- 정부지원 특수 목적 펀드를 통한 유한회사 투자조합 결성 지원
 - 기술사업화 및 상용화가 정책적으로 강조되고 있는 시점에서 정부는 다양한 형태 펀드 조성 및 벤처캐피탈을 통한 투자를 모색하고 있음
 - 정부지원 특수 목적 펀드를 통해서 투자조합을 결성하는 경우 업무집행조합원으로서 벤처캐피탈리스트의 업력, 경력, 투자수익 등 전문성에 대한 평가 배점을 강화함으로써 전문성있는 벤처캐피탈리스트의 유한회사 투자조합 결성을 지원
- 한국벤처투자조합의 정부 출자분 및 업무집행조합원 출자분의 투자손실 우선충당제도의 예외적·한시적 인정
 - 한국벤처투자조합의 영업손실에 대한 우선손실충당금으로 정부 출자분의 사용을 허용하던 제도가 최근 폐지
 - 유한회사 투자조합 결성시 업무집행조합원의 출자분과 함께 정부 출자분을 사용한 우선손실충당금제도를 예외적·한시적으로 인정함으로써 민간부문의 출자를 유도
- 캐피탈 콜(Capital Call) 방식의 자금 출자 및 모니터링 체계 구축
 - 자본력이 취약한 유한회사 투자조합 업무집행조합원의 도덕적 해이를 방지하기 위해 투자 건수에 따라서 자금을 출자하는 캐피탈 콜 방식을 적극적으로 도입
 - 투자기업의 경영 및 영업, 기술개발 현황을 주기적으로 모니터링하기 위한 체계를 도입

□ 경영지배 목적 투자 활성화를 위한 제도적 보완

- 다중의결권주식, 상환우선주식 등 주식관련 제도 정비를 통한 초기 모험기업 투자 벤처캐피탈의 경영지배권 보장
 - 현행 상법(제369조)에는 “의결권은 1주마다 1개로 한다”고 규정
 - 이 경우 초기단계 모험기업에 투자하는 벤처캐피탈은 투자기업의 성장에 따라서 대규모의 자금을 조달하여야 하지만, 경영지배권의 희석 또는 박탈로 인하여 지속적인 연계투자를 기피할 수 있음

- 또한, 후기단계에서 투자하는 벤처캐피탈의 경우 경영지배권을 타 벤처캐피탈에 이양한 상태에서 또다른 투자 유인이 없으면 투자를 기피
- 초기 투자 벤처캐피탈에 대해서는 다중의사결정주식(multiple voting right)을 주고, 후기 투자 벤처캐피탈에 대해서는 상환우선주(의결권은 없지만 배당은 큰)를 제공함으로써 투자기업의 성장단계에서 따라서 공동투자를 활성화할 수 있는 제도적 보완이 필요

□ 벤처캐피탈리스트의 교육훈련프로그램 강화

○ 전문기술분야별 교육훈련프로그램 도입

- 한국벤처캐피탈협회에서는 i) 기본과정, ii) 전문가과정, iii) 대학생과정으로 벤처캐피탈 교육훈련프로그램을 운영하고 있지만, 벤처캐피탈의 세부적인 기술 및 시장 동향 학습 수요를 만족시키기에는 불충분
- IT 분야의 경우 정보통신연구진흥원에서 동 분야의 벤처캐피탈리스트를 대상으로 첨단정보통신기술 및 시장의 동향, 투자기업 해외시장 진출, 투자기업 윤리경영지원 및 평가 등을 교육하고 있으며, 한정적인 기술분야로 인하여 전문성이 높은 것으로 인식
- 따라서, IT 분야를 제외한 BT, NT, ET 등 신기술분야와 첨단기술분야별로 교육훈련프로그램을 세분화하여 실시할 필요가 있으며, 필요시 한국벤처캐피탈협회와 기술 및 산업분야별 전문협회 또는 연구기관과 공동으로 교육훈련프로그램을 운영

○ 대학 및 정부출연연구기관의 연구개발결과의 확산

- 국가연구개발사업을 통하여 대학 및 정부출연연구기관이 개발한 연구결과를 벤처캐피탈리스트를 대상으로 확산함으로써 투자기업에 대한 기술이전 촉진
- 벤처활성화보완대책에서 추진 중인 대학 및 출연연구소의 “주식회사 형태 자회사” 창업시 벤처캐피탈의 투자를 유인

□ 인수·합병시장의 활성화

○ 벤처캐피탈 투자기업의 회계 및 경영 투명성 확보

- 우리나라 인수·합병시장 활성화의 장애요인으로 중소기업의 신뢰성 확보문제가 가장 심각한 것으로 보고

- 따라서 인수·합병을 통한 벤처캐피탈의 조기 투자회수를 위해서는 투자기업의 신뢰성 확보가 가장 중요
 - 한국벤처캐피탈협회 또는 한국기술거래소 등 공공조직에 온라인 인수·합병 시장을 개설하고, 벤처캐피탈은 주기적으로 투자기업의 경영 및 회계 현황을 공시하도록 유도
- 벤처캐피탈과 구조조정전문회사·기업벤처캐피탈(CVC)간 투자 연계
- 벤처캐피탈이 초기단계 모험기업에 투자를 강화하면, 구조조정전문회사 또는 기업벤처캐피탈은 후기단계 투자에 참여함으로써 투자기업의 성장가능성을 파악 하도록 유도
 - 특히, 기업벤처캐피탈의 경우 모기업과 투자기업의 연계를 통하여 경영자원 결합형 인수·합병을 장려

Summary

Growth of the venture capital industry in Korea is slow due to its short history and structural limits. The proportion of governmental funding is more than 31% of total funding so that venture capital firms have hesitated to invest in high-risk ventures. Venture capital firms prefer to invest in low-risk ventures as the venture boom at the start of the new century cools down. Recently, the Korean government permitted organization of LLCs (Limited Liability Partnership) and their investment in ventures for taking governance to activate the initial stage of funding.

In this report, we tried to investigate and analyze the operating system of Korean venture capital comparing with that of America's to promote investment in high-risk ventures. To understand the current status of the venture capital system, a literature review of the related regulations was made and a questionnaire survey and interviews with venture capital firms and ventures were carried out. Furthermore, the systematic approach to stabilize such new policies as permission of LLCs and their investments in ventures for taking governance was attempted to activate and advance the venture capital industry.

As results, the general status of venture capital firms, partnerships, invested companies and their characteristics were obtained. The most important differences between the Korean venture capital system and America's were funding sources and exit mechanisms. In Korea, the dominant funding source is from government in contrast to America from various kinds of pensions, foundations and insurances. Venture capital firms in Korea exit only by IPO, but those in America exit predominantly by M&A. American venture capital firm is mainly composed of general partners (GP) and limited partners (LP), which is quite different from Korea.

Several policy implications were suggested in conclusions. Firstly, it is necessary for government to make a policy to promote and activate LLCs. Secondly, the government needs to supplement its related regulations to activate investment for the purpose of governance. Thirdly, education programs for venture capitalists to deepen their specialization is an urgent need to strengthen. Fourthly, activation of M&A markets at an early stage for exit strategy of venture capital firms is crucial.

I. 서론

1. 연구의 목적 및 필요성

지식기반사회에서 벤처기업의 중요성이 급격히 부각되면서, 대부분의 국가에서 벤처캐피탈에 대한 관심이 증대되고 있다. 전통적으로 벤처강국인 미국을 위시하여, 유럽의 각국도 벤처캐피탈을 활성화하기 위하여 유럽벤처캐피탈협회(EVCA)를 설립하고, 모태펀드로써 유럽투자기금(EIF)을 1994년부터 조성·운영하는 등 다양한 노력을 기울이고 있다.

일반적으로 벤처캐피탈이란 기업의 역사, 자산 규모면에서 은행 또는 주식시장과 같은 전통적인 방법으로 자본을 획득할 수 없는 모험기업(entrepreneurial companies)에 투자자금을 지원하는 금융시스템을 의미한다.(NVCA, 2005) 즉, 벤처캐피탈은 자본 시장과 모험기업간 정보비대칭성으로부터 발생하는 시장의 불일치를 해소시켜 주는 중개자(intermediaries)로서 역할을 담당한다. 특히, 벤처캐피탈은 일반적인 자본 또는 금융의 운용자와는 달리 자신이 구성하고 있는 투자 포트폴리오 기업의 경영, 전략적 마케팅, 기획 등 가치창조(value add)적인 업무에 직접 관여함으로써 기업의 성장을 강화시키는 역할을 담당하고, 모험기업을 조기에 성장시킴으로써 국가적으로 산업 경쟁력에 기여한다는 면에서 정책 관심의 대상이 되고 있다.⁴⁾

국내 벤처캐피탈산업은 2002년 이후 급격한 신규투자 조합의 결성 및 투자 규모면에서 급격한 감소 추세에 있으며, 벤처기업을 활성화시킴으로써 국가경쟁력을 확대하고, 최근 국가적인 문제점으로 부각되고 있는 고용 창출 문제를 해결하기 위해서는 벤처캐피탈의 활성화가 무엇보다 중요한 과제로 떠오르고 있다.

하지만 우리나라의 경우 1990년대 후반 이후 벤처캐피탈 산업이 본격적으로 성장하였으며, 동 산업의 일천한 역사로 인하여 산업의 지속적인 성장에 다음과 같은 장애요인을 안고 있는 것으로 생각된다.

첫째, 제 2차대전 이후 대학을 중심으로 축적된 다양한 기술력과 풍부한 민간 자본등 시장의 수요와 공급에 의해 이루어진 미국의 벤처캐피탈과는 달리 우리나라를 포함한 대부분의 국가에서 정부가 주도적으로 벤처캐피탈 산업을 육성하고 있다.

우리나라의 경우 2004년 신규로 결성된 창업투자조합 출자액 중 정부가 차지하는 비중이 약 31%에 달하는 등 당초 자본시장과 모험기업간 중개자로서의 역할이 더욱 강화될 필요가 있다.

4) Peterson과 Rajan(1995)은 벤처캐피탈은 신기술 및 신시장의 특성을 이해하고, 이러한 영역에서 성장이 유망한 신생기업을 발굴하며, 자본투자와 함께 초기단계에서 성장을 유도(coaching)함으로써 중요한 경영자원을 제공한다고 지적하고 있다.

둘째, 앞서도 언급한 바와 같이 벤처캐피탈의 중요한 업무 중의 하나는 투자 기업의 가치창조에 참여함으로써 모험기업의 빠른 성장을 유도하는 것이다. 하지만, 우리나라의 경우 최근까지도 원칙적으로 모험기업에 대한 벤처캐피탈의 경영지배는 제한되어 왔고, 이에 따라서 모험기업의 성장을 유도할 수 있는 벤처캐피탈의 역량을 충분히 개발·활용하기 위한 노력이 더욱 필요하다.

셋째, 국가적으로 벤처캐피탈 산업의 활성화는 모험기업의 발굴과 육성이라는 측면에서 그 중요성을 갖는다. 즉, 혁신적인 기술·아이디어를 조기에 상업화하고, 이를 통해서 경쟁력을 강화시키는 활동의 최첨단에 벤처캐피탈이 위치하고 있으며, 벤처캐피탈에 대한 정부의 정책은 이러한 기능이 충분히 작동함으로써 혁신주도 경제 구조의 정착에 그 목적이 있다. 다만, 벤처 붐이 식은 이후 우리나라 벤처캐피탈은 이러한 모험적인 투자보다는 상대적으로 안정적인 투자를 선호하고 있는 것으로 지적된다.⁵⁾

넷째, 최근 정부는 “벤처 활성화 대책” 및 “벤처 활성화 보완대책”을 바탕으로 우리나라 벤처캐피탈에 대하여 i) 유한회사 형태의 벤처투자조합(LLC) 허용⁶⁾, ii) 창업 후 7년 이내 기업에 대한 경영지배 목적의 투자를 허용한 바 있다. 이러한 제도 도입 초기 시점에서 국내 벤처캐피탈과 벤처기업의 종합적인 의견을 수렴하고 이를 바탕으로 새롭게 도입되는 제도를 지속적으로 보완할 필요가 있다.

본 연구는 위에서 열거된 우리나라 벤처캐피탈의 발전과제를 바탕으로, 벤처캐피탈산업의 모험기업(초기단계 벤처기업)에 대한 투자를 강화시키기 위하여 다음과 같은 목표를 가지고 추진된다.

첫째, 벤처캐피탈의 선진국인 미국과 우리나라의 벤처캐피탈 현황과 운영상의 특성을 비교함으로써 국내 벤처캐피탈 산업의 선진화를 위한 시사점을 파악하고자 한다.

둘째, 최근 벤처캐피탈 산업의 활성화를 위해 추진되고 있는 i) 유한회사 형태의 벤처투자조합(LLC) 결성, ii) 경영지배 목적 투자 허용의 기대효과와 장애요인, 그리고 발전 과제를 파악함으로써 신규로 도입된 제도의 안정적 정착 방안을 모색하고자 한다.

셋째, 모험기업의 무형자산에 대한 국내 벤처캐피탈의 기술가치평가 현황을 파악하고, 정책과제를 발굴한다.

5) 한국은행의 “우리나라 모험자본의 현황과 향후과제”(2005)에 따르면, 업력 3년 이하의 초기단계 벤처기업에 대한 벤처캐피탈의 투자는 2001년 약 50%에 달하였으나, 2004년에는 약 10% 수준으로 감소

6) 벤처캐피탈리스트가 설립한 유한회사는 2004년 12월 「벤처기업육성을관한특별조치법」 개정을 통하여 벤처투자조합 결성에 참여할 수 있도록 허용된 바 있으며, 2005년 12월 현재 1개 유한회사가 설립준비 중임

2. 연구의 구성 및 내용

본 연구는 벤처캐피탈의 전형이라고 할 수 있는 미국 벤처캐피탈의 운영을 벤치마킹하고, 이를 토대로 국내 벤처캐피탈 산업을 활성화시키기 위한 정책과제를 발굴하여 개선 방안을 마련하는 것을 목표로 하고 있다. 이 과정에서 정부는 특히 시장실패가 발생하기 쉬운 초기단계 모험기업에 대한 벤처캐피탈의 투자와 성장, 그리고 벤처캐피탈의 투자회수로 이어지는 선순환 과정에 관심을 갖게 된다. 이는 자국의 기술혁신 결과를 조기에 상업화하고, 국가경쟁력을 강화시키는 효과적인 수단으로써 벤처기업 및 벤처캐피탈 정책이 존재하기 때문이다. 따라서 본 연구는 초기단계 모험기업에 대한 벤처캐피탈의 투자 현황과 능력을 파악하고, 이를 강화시키기 위한 새로운 제도의 실효성을 파악하기 위하여, 다음과 같은 네 가지 부문을 중심으로 연구를 추진하였다.

첫째, 벤처캐피탈의 선진국인 미국 벤처캐피탈의 조직, 자금조달, 투자, 투자회수에 관한 이론과 현황을 파악한다. 미국의 벤처캐피탈 산업은 세계 벤처캐피탈 투자 자본의 약 72%를 차지하고 있을 뿐만 아니라 상대적으로 오랜 역사를 통하여 자연발생적으로 발전하여 왔다. 이에 따라서 대부분의 국가에서 자국의 벤처캐피탈 활성화를 위하여 벤치마킹하고 있을 뿐만 아니라 벤처캐피탈과 관련한 이론의 토대가 되고 있다.

본 연구에서는 미국의 벤처캐피탈 산업을 중심으로 형성되어온 이론과 함께 벤처캐피탈 산업의 운영현황을 파악하고 있다. 또한, 미국 벤처캐피탈 산업의 운영 현황과 관련된 정성적인 내용 파악을 위하여 현지 출장을 통한 면담조사 결과를 요약하여 보여주고 있으며, 면담조사 결과 전문은 부록으로 첨부하였다.

둘째, 국내 벤처캐피탈산업의 현황을 살펴본다. 여기서는 국내 벤처캐피탈 산업 관련 정책의 변천과정 및 벤처캐피탈산업의 자금조달, 투자, 회수 현황을 파악한다. 또한 미국과 국내 벤처캐피탈산업의 현황을 중심으로 시사점을 도출한다.

셋째, 국내 벤처캐피탈산업에 대한 면담조사를 바탕으로 도출된 설문조사의 결과를 제시한다. 설문 분석은 설문조사에 응답한 모험기업(벤처캐피탈 투자기업), 그리고 벤처캐피탈의 일반현황, 그리고 주요 정책과제인 유한회사 형태의 투자조합, 경영지배 목적 투자, 그리고 기술가치평가로 구성되어 있다. 또한 설문조사 결과를 바탕으로 시사점 도출한다.

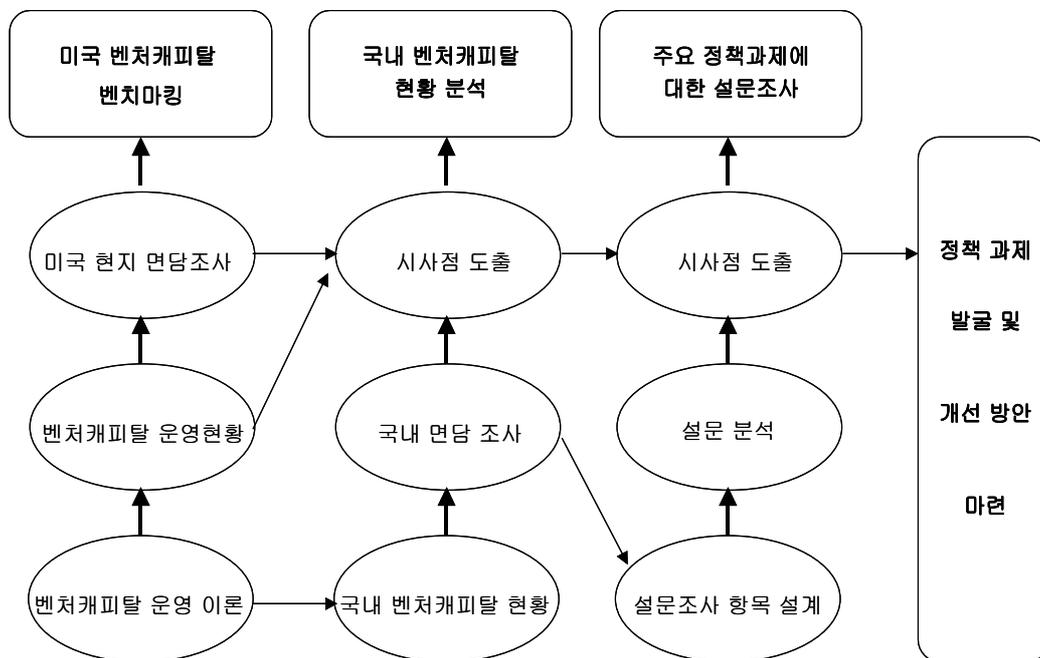
넷째, 우리나라와 미국 벤처캐피탈산업의 현황 비교, 그리고 설문조사 결과에서 도출된 시사점을 중심으로 벤처캐피탈산업의 활성화를 위한 정책과제 및 개선방안을 모색하였다.

3. 연구의 추진체계 및 방법

본 연구의 추진절차는 [그림 1-1]과 같다. 본 연구는 미국 벤처캐피탈의 벤치마킹을 위하여 i) 벤처캐피탈 운영관련 이론의 고찰, ii) 미국 벤처캐피탈 협회(NVCA) 자료를 이용한 운영 현황 분석, iii) 실리콘 벨리 지역에 위치한 미국 벤처캐피탈 면담 조사를 실시하였다.

벤처캐피탈 운영관련 이론은 벤처캐피탈의 조직구조, 투자자금 조달, 투자대상 발굴 및 투자, 투자회수 과정 및 규약으로 구성되어 있으며, 일반적인 미국 벤처캐피탈 운영에 대한 연구결과를 종합하고 있는 Gompers & Lerner(1999)의 저서와 다양한 사례를 소개하고 있는 Lerner & Hardymon(2002)의 저서를 중심으로 파악하였다.

한편, 미국 벤처캐피탈의 운영현황은 미국 벤처캐피탈협회(NVCA)에서 제공하고 있는 미국 벤처캐피탈협회 연보(National Venture Capital Association Yearbook, 2002~2004)의 통계를 중심으로 분석하였다. 이론고찰 및 통계 중심의 현황 파악과 함께 미국 벤처캐피탈의 실질적인 운영현황을 파악하기 위해서 미국 실리콘 벨리에서 활동하고 있는 4개의 벤처캐피탈⁷⁾을 방문하여 면담을 실시한 바 있다.



<그림 1-1> 연구의 추진 절차

7) 2개 벤처캐피탈은 미국에서 활동하고 있는 국내 벤처캐피탈의 현지법인

국내 벤처캐피탈 현황 중 법적 구조 파악을 위해서 국내 벤처캐피탈의 근거법인 「여신전문금융업법」, 「중소기업창업지원법」, 「벤처기업육성에관한특별법」 중 벤처캐피탈과 관련된 내용을 살펴보았으며, 벤처캐피탈과 관련된 정책의 변화과정을 파악하기 위하여 관련 문헌 및 정책자료를 바탕으로 정리하였다. 국내 벤처캐피탈 산업의 운영 현황은 한국벤처캐피탈협회(KVCA)에서 매월 집계하는 창업투자회사 투자현황 자료를 활용하여 파악하였다.

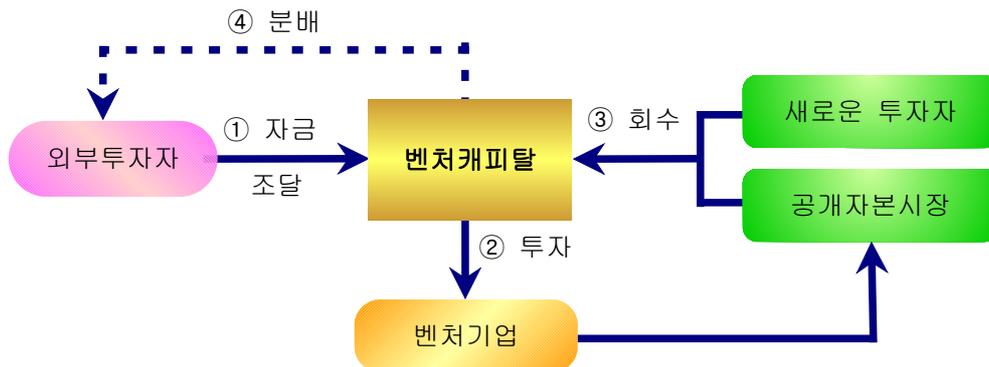
마지막으로 현재 정책 현안과제로 떠오르고 있는 i) 유한회사형태의 벤처투자조합(LLC), ii) 경영지배 목적 투자 허용, iii) 초기 모험기업의 기술가치평가 능력 등에 관한 현황 및 인식, 그리고 장애요인 파악을 위하여, 국내 벤처캐피탈에 대한 면담조사를 실시하였으며, 면담조사 결과를 바탕으로 설문서를 작성하여 설문조사를 수행하였다.

II. 벤처캐피탈 관련 이론 및 미국의 벤처캐피탈 현황

1. 벤처캐피탈 관련 이론

일반적으로 벤처캐피탈과 관련한 자금의 흐름을 살펴보면, 먼저 벤처캐피탈회사 또는 조합이 외부투자자들로부터 자금을 조달하여 이를 조합의 목적에 부합하면서 성공 가능성이 높은 벤처기업에 투자를 하게 된다. 이렇게 투자된 자금은 벤처기업이 성장한 후 공개자본시장에 상장하여 얻게 되는 상장수익금 또는 새로운 투자자가 벤처기업을 인수함으로써 발생하는 수익금의 형태로 벤처캐피탈에 회수된다.

이 회수자금을 앞서 자금조달단계에서 체결된 규약에 따라 외부투자자 및 벤처캐피탈 자신에게 배분되며, 이후 다시 자금조달로 이루어지는 순환적 구조를 가진다. 이와 같은 과정을 도시하면 아래 <그림 2-1>과 같다.



<그림 2-1> 벤처캐피탈 관련 자금흐름

이처럼 벤처캐피탈 업무는 Gompers and Lerner(1999a)의 설명에 따라 벤처캐피탈의 순환과정(venture capital cycle)을 자금조달(fundraising), 투자(investment), 그리고 회수(exit)의 세 단계로 이루어져 있는 것으로 보는 견해가 지배적이다. 그 동안 이들 각 단계에서의 특징들을 집중 분석한 벤처캐피탈 관련 연구들이 많이 이루어졌는데, 이들 결과들을 종합해 보면 각 단계의 특징은 다음과 같이 나타난다.

먼저 ① 자금조달의 단계는 업계 외부의 이해가 거의 없는 복잡한 과정으로 지적되는 한편, 벤처캐피탈 정책을 시행하는 데에 있어 정부의 역할이 잠재적으로 가장 분명히 존재하는 단계라 할 수 있다. 이는 벤처캐피탈리스트의 선별 능력 및 숙련도 등이 가장 중요시되는 투자 단계와 금융 및 자본시장의 상황에 크게 좌우되는 회수

시장과 달리 벤처캐피탈 산업의 특성이 가장 크게 나타나기 때문이다.

그리고 ② 투자 단계에서는 벤처캐피탈 업무의 핵심이라 할 수 있는 선별적 투자가 이루어진다. 이에 따라 벤처캐피탈리스트의 역량이 가장 중요하다 할 수 있으며, 이 단계에서의 정책적 함의는 벤처기업과 벤처캐피탈 간의 이해상충에 대한 문제와 벤처캐피탈리스트의 양성 및 본연의 투자업무에 대한 건전성 확보 등에 중점을 두는 것에서 찾을 수 있을 것이다.

마지막으로 ③ 회수의 단계는 벤처캐피탈 산업의 성패와 직접 연관되어 있는 중요한 단계로 볼 수 있다. 벤처캐피탈 사업이 궁극적으로 추구하는 것은 금전적 이득이며, 이와 같은 면에서 회수의 단계에서 투자회수 시장의 활성화를 위한 정부의 노력이 절실히 요구된다. 한편 이전의 두 단계가 벤처캐피탈 주변 산업들과 한정적인 거래가 이루어지는 데에 반해 회수 단계는 주식의 상장 등을 통해 일반 투자자들과 폭넓게 접촉하는 특징을 가지기 때문에 정부의 정책 및 제도의 파급효과가 가장 크게 나타날 수 있기도 하다. 따라서 회수단계에서의 정책 또는 제도가 벤처캐피탈 산업의 육성에만 초점이 맞추어졌을 경우 자칫 여타 산업에 더 큰 부정적 영향을 초래할 수도 있기 때문에 보다 세심하고 광범위한 고려를 해야 한다.

본 장에서는 이와 같은 사이클 상에서 각 주체들 간의 행동에 대한 경제적 이론들을 고찰함으로써 정책적 함의를 얻고자 한다. 특히 벤처캐피탈 사이클 상의 자금조달, 투자, 회수의 각 단계들을 구분하여 살펴보는 것이 효과적일 것이다.⁸⁾

1.1. 벤처캐피탈의 자금조달 관련 이론

<그림 2-1>에서 보는 바와 같이 자금조달의 단계에서는 외부투자자와 벤처캐피탈 간의 이해관계가 대두된다. 일반적으로 우리나라의 경우 벤처캐피탈은 창업투자회사가 되며, 외부투자자는 정부, 연기금, 개인, 또는 법인 등의 일반투자자가 되는데 특히 중소기업창업투자조합의 경우 창업투자회사가 업무집행조합원(GP; General Partner), 외부투자자는 일반조합원(LP; Limited Partner)의 역할을 가진다. 자금조달의 단계에서는 업무집행조합원과 일반조합원 간에 규약(covenants)을 통해 이해관계를 조절하며, 특히 업무집행조합원의 전략적 행동을 제어하는 것이 규약의 주된 체결목적이다. 이 규약은 보상과 더불어 업무집행조합원과 일반조합원, 즉 벤처캐피탈리스트와 투자자들의 인센티브를 조화시키는 중요한 역할을 한다.

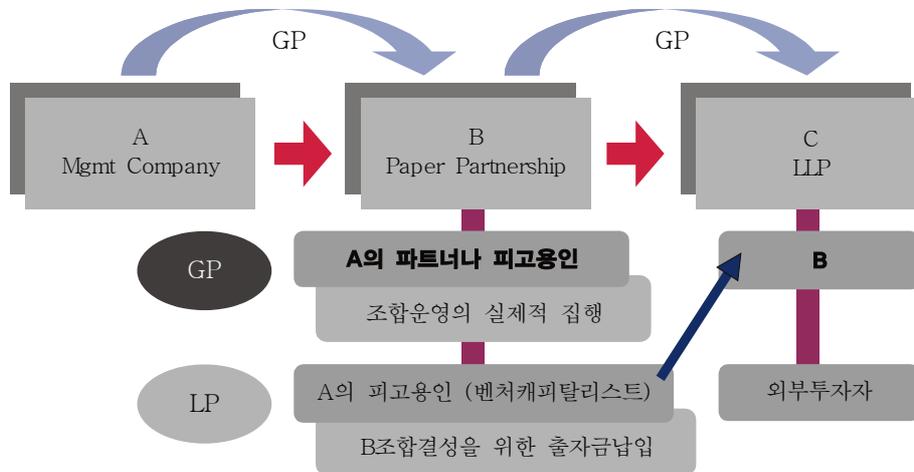
본 절에서는 자금조달 단계에서 결성되는 조합의 구조에 대해 살펴보고, 업무집행조합원의 전략적 행동에 대한 이론을 알아본다. 또한 조합의 성립과 더불어 체결

8) 이하 본 장의 내용은 Gompers and Lerner(1999a), Lerner and Hardyman(2000), 및 김성현 외(2001)의 설명에 바탕을 두고 있음을 밝혀둔다.

되는 규약에 대해 이론적으로 고찰하고, 마지막으로 이 단계에서 결정하는 업무집행조합원에 대한 보상의 수준을 설명하는 모형들을 살펴본다.

1.1.1. 벤처캐피탈조합의 구조

벤처캐피탈시장이 가장 활성화되어 있는 미국의 경우 벤처캐피탈이 대표적으로 유한책임조합(LLP; Limited Liability Partnership)의 형태로 운영되고 있다. 이를 좀 더 자세히 살펴보면 먼저 어떤 회사 A에서 서류상의 조합 B를 결성하고 이 조합 B의 업무집행조합원(GP; General Partner)의 역할을 가진다. 한편 조합 B의 일반조합원(LP; Limited Partner)은 A의 피고용인으로 구성한다. 이때 일반적으로 이들이 벤처캐피탈리스트들이다. 그리고 다시 조합 B에서 유한책임조합 C를 구성한다. 이때 조합 B의 일반조합원이 LLP C의 업무집행조합원이 되며 C의 일반조합원은 외부투자자로 구성된다. 이를 도식화한 것이 아래 <그림 2-2>이다. 이와 같은 구조를 가짐으로써 모회사 A의 파트너들의 무한책임을 제한하고 서류상 조합 B가 그 책임을 떠맡게 되어 A에 속해있는 업무집행조합원의 부담을 덜게 되는 이득이 있다. 이와 같은 형태의 벤처캐피탈업체는 우리나라에서는 아직 등장하지 않았다.



<그림 2-2> 유한책임조합(LLC)의 구조

1.1.2. 규약

벤처캐피탈리스트가 조합의 투자업무를 수행하고 일반투자자는 그 자금을 공급하는 구조로 되어있는 벤처투자조합에서는 대표적인 주인-대리인 문제(principal-agent problem)가 발생한다. 즉 직관적으로 벤처캐피탈회사 또는 벤처캐피탈리스트는

조합의 자금을 운용할 때 사적 편익을 극대화하고자 할 유인이 있다. 따라서 규약은 투자자의 이익을 보호하려는 규정을 두고 있는 것이 일반적이다. 여기서는 먼저 조합운영에 대한 규약 조항들을 살펴보고, 벤처캐피탈리스트의 전략적(strategic) 또는 기회적(opportunistic) 행동들을 제한하며 조합 전체의 금전적 수익을 극대화하기 위한 규약의 조항들에 대해 알아본다. 그리고 조합이 해체되더라도 벤처캐피탈회사는 계속 투자업무를 실시하게 되므로 이를 고려하여 규약의 강화 또는 약화는 어느 경우에 이루어지는지에 대한 이론적 설명들을 알아본다.

(1) 조합의 운영에 관련된 규약 조항

무엇보다도 먼저 조합의 자금이 어느 한 기업에 투자되는 규모를 제한하는 규정이 있다. 이는 업무집행조합원이 실적이 나쁜 투자대상기업으로부터 이미 투자한 자금을 회수하기 위해 추가적인 투자를 늘리고자하는 시도를 방지하려는 것이다. 일반적으로 투자자금이 회수되면, 그 이익배분구조는 유한책임조합원이 투자수익을 받은 뒤 업무집행조합원에게 이익이 배당되도록 되어 있다. 따라서 업무집행조합원은 이익지분에 대한 콜 옵션(call option)을 가진 것으로 생각할 수 있다.⁹⁾ 즉 업무집행조합원은 포트폴리오의 적절한 다양성을 확보하여 얻어지는 위험의 분산을 포기하고 오직 더 큰 수익만을 위해 조합의 위험성을 높일 수 있는 것이다.

두 번째, 추가적인 자금조달(leveraging fund)을 제한하기 위해 차입금(debt financing)을 제한하는 규정을 둔다. 즉 앞서 말한 옵션을 보유한 업무집행조합원은 조합의 레버리지를 이용하여 조합 수익의 변동성(volatility)을 증가시킬 유인이 있다. 이와 같이 높은 변동성으로 인해 높은 수익이 날 가능성은 늘어나지만, 이와 더불어 매우 낮은 수익 또는 손해까지도 발생할 수 있는 가능성 또한 증가하게 된다. 다시 말해 업무집행조합원은 자신의 콜 옵션가치를 높이기 위해 조합의 투자포트폴리오의 위험을 증가시켜 투자자의 희생을 강요하게 되는 것이다.

세 번째 제한 규정은 벤처캐피탈회사 내의 이전조합과 후속조합 간의 공동투자(coinvestment)를 규제하는 것이다. 거의 모든 벤처캐피탈회사들은 몇 년의 차이를 두고 모집된 다수의 조합들을 운영하고 있다. 이 경우 벤처캐피탈회사 입장에서는 이들을 통해 기회주의적인 행동을 취할 유인이 있고 이에 따른 도덕적 해이(moral hazard) 문제가 발생할 수 있다. 즉 이미 조성된 조합(F1)을 통해 투자한 기업이 어려움을

9) 우리나라의 경우 콜 옵션(call option)의 개념에 의한 벤처캐피탈의 이익지분은 다음과 같이 설명할 수 있다. 먼저 사전에 규정한 목표수익률에 도달하기 전까지는 업무집행조합원에 대한 성과보수는 없으며, 목표수익률을 초과한 순수익의 20%를 성과보수로 지급하도록 하는 것이 일반적이다. 이 경우 행사가격(strike price)에 해당하는 것이 목표수익률이 될 것이며, 그 이하의 수익률을 달성한 모든 경우 옵션의 가치는 0이다. 따라서 업무집행조합원은 목표수익률 이상의 수익을 내기 위해서만 노력을 경주하여 과도한 위험을 감수할 유인이 있는 것이다.

겪는 경우, 업무집행조합원은 이전의 투자를 만회하기 위해 이 기업에 대한 두 번째 투자를 최적의 투자라고 판단할 수 있다. 이에 따라 F1이후에 조성된 조합(F2)을 통해 자금지원을 하는 것이다. 이 경우 F2에서 F1에 비해 높은 가격으로 투자를 하며 F1에서 발생된 손실을 F2로 손쉽게 보전하고자할 유인이 있다.

또한 벤처캐피탈회사에는 이들과 더불어 세 번째 조합(F3)을 모집하면서 F1의 수익률을 끌어올리기 위해 왜곡할 소지도 있다. 즉 이전 조합들인 F1과 F2에서 지불한 가격보다 높게 포트폴리오 기업의 가치를 평가하여 F1과 F2의 실적을 증가시키는 것이다. 기존 조합의 자산가치는 투자기업들에 대한 최근(latest round) 투자 가격을 기준으로 계산하는 것이 일반적이므로 F1의 기업 중 한 기업에 대해 그 가치가 과장되어 F2를 모집함으로써 (잠시나마) F1의 실적을 부풀릴 수 있는 것이다. 이를 방지하기 위해 규약을 통해 이해관계가 없는 조직(unaffiliated organization)과의 공동투자만을 허용하거나, 앞서 말한 F1과 F2 간의 공동투자의 경우 두 조합이 동일한 기업에 대하여 동일한 가격으로 동시에 투자하는 경우만을 허용하고 있다.

네 번째, 조합이 투자할 수 있는 자산의 형태를 제한하는 규정을 둔다. 이는 주어진 투자범위에서 특정 자본이나 자산에 대해 일정비율 이하로만 투자하도록 하거나, 몇 가지 자산의 합이 자본의 일정 비율을 넘지 못하도록 하는 등의 형태로 나타난다. 이는 크게 두 가지로 설명된다. 먼저 특정유형의 자산에 투자하는 (벤처캐피탈리스트가 아닌) 다른 투자자와 비교할 때 벤처투자조합의 업무집행조합원이 과도한 규모의 보상을 받을 수 있는 가능성을 줄이고자 하는 것이다. 예를 들어 미국의 경우 상장 유가증권에 대한 투자를 전문으로 하는 일반자금 관리자는 자산의 0.5%만을 연간 수수료로 받고 있지만, 벤처캐피탈리스트는 자본의 2.5%에 해당하는 연간수수료와 수익의 20%에 해당하는 성과보수까지 받게 된다. (Lakonishock, Shleifer, and Vishny, 1992) 이와 같은 차이를 인식하여 유한책임조합원은 업무집행조합원이 상장 유가증권에 투자하는 규모를 제한하려 한다. 또 다른 설명은 업무집행조합원이 향후 다각화를 위해 경험을 쌓을 목적으로 전문성을 가지고 있지 않은 부문에 투자하고자 함을 방지하기 위한 것이다. 즉 미공개 벤처기업에 대한 투자 이외에 차입매수(LBO; Leveraged Buy-Out) 또는 다양한 금융상품에 투자하여 경험을 축적하고자 한다. 그러나 이와 같은 비전문적이고 실험적인 투자는 일반조합원의 이익과 배치되는 경우가 많다. 따라서 이와 같은 투자를 금지하는 조항을 삽입하고 있는 것이다.

마지막으로 다섯 번째 규제조항은 수익의 재투자를 제한하는 내용을 담고 있다. 투자수익이 발생하였을 경우 업무집행조합원은 유한책임조합원에게 그 이윤을 돌려주기 보다는 자본이득을 재투자할 유인이 있다.¹⁰⁾

10) 첫째, 많은 조합은 운용되는 자산의 가치 혹은 조정투입자본(자본금에서 각종 배당을 제외한 금액)에 의해 수수료를 받는다. 이익의 분배는 벤처캐피탈회사로 귀속되는 이와 같은 수수료를 감소시

(2) 벤처캐피탈리스트의 전략적 행동과 관련된 규약 조항

벤처투자조합을 결성함에 있어 벤처캐피탈리스트의 전략적 행동을 제한하기 위해 일반적으로 5가지 규제조항을 삽입하고 있는 것으로 조사된다. 첫 번째, 업무집행조합원이 기업의 개인펀드에 투자하는 규모를 제한하는 것이 있다. 벤처캐피탈리스트가 어떤 기업을 선정하고 투자를 하였을 때, 그 기업이 금전적 또는 경영 상 어려움을 겪는 경우 벤처캐피탈리스트는 해당 투자의 성공을 통한 자신의 명성유지를 위해 과도한 시간과 노력을 기울일 가능성이 있다. 이를 방지하기 위해 업무집행조합원이 조합의 포트폴리오 기업 중 하나에 투자할 수 있는 규모를 제한하는 것이다.

두 번째는 이와 반대로 업무집행조합원이 파트너십 지분을 매각하는 것을 제한하는 규정이다. 업무집행조합원은 선정된 투자에 대한 개인적인 관여를 줄이고 위험을 회피하기 위해 다른 투자자에게 수익지분을 매각할 유인이 있다. 이와 같은 경우 업무집행조합원은 그 투자에 대한 감독을 소홀히 할 수 있는 가능성이 있기 때문에 파트너십 지분의 직접적인 매각을 금지하거나 조합의 승인을 요구하는 형태로 규제하고 있다.

세 번째 규제조항은 새로운 자금의 조성을 제한하는 것이다. 벤처캐피탈리스트 자신의 입장에서는 기존의 조합과 별도로 새로운 조합을 결성할 경우 운용수수료를 더 받을 수 있어 새로운 펀드를 모집할 유인이 있다. 이처럼 새로운 조합이 결성, 운용되면 기존의 일반조합원 입장에서는 기존 조합에 대한 벤처캐피탈리스트의 관심이 줄어들어 손해를 볼 가능성이 발생하는 것이다. 따라서 포트폴리오의 특정 비율까지 투자될 때까지 혹은 미리 정해진 날짜까지 업무집행조합원의 새로운 자금 조성을 금지하고 있다.

네 번째, 업무집행조합원의 외부활동을 제한하는 규정이 있다. 세 번째 규제조항과 유사하게, 조합의 투자활동과 관련이 없는 업무집행조합원의 외부활동이 늘어나면 조합의 운영에 들이는 노력이 감소할 수 있고 이를 금지 또는 제한하고자하는 규정을 두는 것이다.¹¹⁾

다섯 번째 조항은 업무집행조합원의 추가를 막고 있다. 업무집행조합원은 또 다른 벤처캐피탈리스트를 업무집행조합원의 자격으로 추가하여 자신의 업무를 분담시키고자 할 유인이 있다. 이 경우 대부분 새로이 추가되는 업무집행조합원은 경험이 적은

킨다. 둘째, 재투자 자본이익은 업무집행조합원에게 더욱 큰 수익을 낳게 한다. (이 수익은 물론 유한책임조합원에게도 돌아간다) 셋째, 이와 같은 투자는 조합의 만료 시까지 기다릴 필요가 없다. 만기가 되지 않아 유동성에 제약을 받는 투자는 계약한도기간보다 더 오래 연장되도록 하는 경우가 많다. 이와 같은 경우 업무집행조합원은 유한책임조합원으로부터 첫 번째에 언급한 수수료를 계속 징수할 수 있다.

11) 업무집행조합원의 외부활동에는 투자조합의 포트폴리오 기업군에 속해있지 않은 사업에 대한 업무집행 조합원의 참여를 포함한다.

벤처캐피탈리스트가 될 것이며, 따라서 관리, 감독의 질적 수준이 저하될 가능성이 있다. 그러나 반대로 계획된 것보다 과도한 업무가 요구되어 필요하다 판단되는 경우 자문위원회 또는 유한책임조합원의 일정비율 이상의 승인으로 새로운 업무집행조합원의 추가를 허가하는 경우도 있다.

(3) 규약의 강화 및 약화

미국의 경우 벤처캐피탈리스트의 활동을 규제하는 규약 조항의 강도 및 항목수 등이 벤처캐피탈회사별 또는 시점별로 상이하게 나타난다. 이는 반복게임(repeated game)의 형태를 지니는 벤처캐피탈리스트와 일반투자자 간의 상호관계에 기인한다. 보다 자세히 말해 반복적인 교섭문제가 생길 수 있는 거래는 장기계약을 통해 이루어져야 한다는 의견들이 지배적이다. (Klein, Crawford, and Alchian 1978, Williamson 1979) 이 때 규약은 이들 두 참여자 간의 정보비대칭(information asymmetry) 문제를 해결하고 기회주의적 행동을 제한하며 효율적인 배분을 보장하기 위한 중요한 수단으로 작용한다. 따라서 일반적으로 정보의 비대칭이 증가한다거나 불확실성이 증가하는 경우에는 규약이 강화될 것이라 예측할 수 있다. 그 동안 이를 체계적으로 정립하여 재무론(financial theory)과 조직론(organizational theory)의 두 가지 관점에서 이론적으로 설명해오고 있다. 이들 모두는 주어진 계약환경 내에서 관찰된(revealed) 규약이 최적이라는 것을 가정한다.

먼저, 계약비용이론(costly contracting theory)은 구체적인 조항에 대한 협상과 시행에 많은 비용이 들기 때문에 활동을 제한하는 편익이 비용보다 클 경우에만 규약조항을 삽입한다고 보고 있다.¹²⁾ 즉 규약을 고안하고 협상하는 데에 소요되는 비용(contracting cost)과 계약 후 규약의 이행을 감시하는 데에 소요되는 비용(monitoring cost) 때문에 투자자의 이익을 보호하는 규정을 무한정 많이 둘 수는 없다. 따라서 활동을 제한하는 편익과 이들 두 비용의 합을 비교하여 일정한 최적점도 출될 것이라는 이론이다. 이는 미시경제적 관점이며, 특히 거래비용을 중시하는 신제도경제학적 접근이라 할 수 있다. (Williamson, 1985)

먼저 조합의 규모에 따른 규약의 조항수 변화를 보면, 규모가 큰 조합일수록 일반투자자의 보다 많은 투자를 유도할 수 있고, 따라서 감시가 보다 용이하기 때문에 조항 당 감시비용이 감소한다. 이와 같은 감시비용의 감소와 더불어, 조항삽입에 따른 편익의 규모 역시 커진다. 마지막으로 조합의 조달규모가 커지면 그만큼 일반투자자에게 불리한 투자처에도 투자할 여력이 커지게 된다. 이들 세 가지 이유로 인해 조합의 규모가 커지는 것은 조항수의 증가를 유도할 것이다.

12) 계약비용이론에 의한 대표적인 규약관련 연구는 Smith and Warner (1979), Crocker and Reynolds (1993), Malitz(1986) 등이 있다.

업무집행조합원의 명성(reputation)이 높은 경우, 벤처캐피탈리스트는 단기적인 사적 편익(short-term private benefit)을 위해 그동안 꾸준히 쌓아온 명성에 해가 되는 행동을 하지 않을 유인이 더 크다. 따라서 명성(또는 평판)이 낮은 벤처캐피탈리스트가 업무집행조합원인 경우 조항이 더욱 강화될 것이다. 일반투자자 입장에서 장기간 동안 축적된 명성으로 벤처캐피탈리스트를 판단하게 되는 데 이와 같은 평판이 낮은 경우는 정보의 비대칭이 더욱 큰 경우이기 때문에 규제조항을 더욱 강화하는 것으로 그 비대칭을 별충(compensation)하고자 하는 것이다.

벤처캐피탈리스트의 수익이 조합의 성과와 밀접한 경우, 벤처캐피탈리스트는 조합의 수익을 극대화하지 않는 곳에 투자할 유인이 보다 적기 때문에 제약조항을 두어 감시하는 데 드는 불필요한 비용을 들일 필요가 적어진다.

또한 신생기업이나 첨단(high-tech)기업에 대한 투자를 위주로 하는 조합의 경우 회계 상의 정보를 이용할 여지가 적기 때문에 업무집행조합원의 활동에 대한 규제가 늘어날 수 있다.

그리고 일반투자자가 벤처캐피탈산업에 투자한 경륜이 높을수록 벤처캐피탈회사와 벤처캐피탈리스트에 대한 정보를 보다 많이 축적하고 있기 때문에 그렇지 못한 투자자에 비해 필요한 규제조항을 보다 많이 숙지하고 있어 규약의 종류와 수가 증가할 것이다. 이처럼 투자자의 벤처캐피탈 산업에 대한 이해도가 높은 경우뿐만 아니라 투자대상산업에 대한 이해도가 높은 경우 역시 마찬가지로 결과를 가질 것이다.

규약의 강약을 결정하는 또 다른 이론은 수요와 공급, 즉 거시적 수급조건(relative supply and demand condition)이 규약의 구체적인 내용을 결정한다는 수요공급이론이다. 이 이론은 유한책임조합원인 일반투자자들의 한정된 공급에 비해 벤처캐피탈 서비스에 대한 수요가 높을 때 규제조항의 수가 줄어들 수 있다고 제안하고 있다. 벤처캐피탈 산업에서 벤처캐피탈리스트는 전문성을 갖춘 인적자본으로서 단기간에 그 공급이 늘어나기는 어렵다. 따라서 벤처캐피탈리스트에 대한 수요가 늘어나면 (투자조합에 대한 자금유입이 단기간에 증가하는 경우 등) 벤처캐피탈리스트를 고용하는 데 드는 비용도 늘어나게 된다. 따라서 이와 같은 경우 평균적인 규약조항의 수는 감소할 것이다.

그리고 투자매니저(gatekeeper)가 존재하는 경우 규약의 강화가 이루어진다. 투자매니저는 연기금 등이 투자하는 조합을 선택하고 규약의 항목과 조건을 협상하는 역할을 한다. 이들은 여러 개의 연기금펀드를 모아 단일 벤처펀드를 구성하여 이러한 결합(bundling)을 통해 그렇지 않은 경우 삽입시키기 어려운 제한조항들을 삽입시키는 경우가 있다. (Huemer, 1992) 이와 반대로 투자매니저가 없는 경우에는 벤처캐피탈 서비스에 대한 수요가 늘어나는 것으로도 볼 수 있고, 따라서 앞서 설명한

바와 같이 규제조항의 수가 감소하는 것이다.

벤처캐피탈의 명성과 관련하여서는 다른 조건이 동일할 경우 투자자들은 명성이 높고 성과가 좋은 벤처캐피탈회사 및 벤처캐피탈리스트가 조성하는 조합에 가입하고자 하는 수요가 클 것이다. 따라서 이처럼 우수한 벤처캐피탈이 조성하는 조합에서는 벤처캐피탈리스트의 협상력이 더욱 크며, 규제조항은 다른 규약에 비해 적을 것이다.

또한 벤처캐피탈의 업력이 길수록 규제조항의 수는 감소할 것이다. 오래된 벤처캐피탈은 신생 벤처캐피탈에 비해 평균적으로 보다 양호할 가능성이 높다. 이는 실적이 저조한 벤처캐피탈은 새로이 조합을 결성하기 어렵기 때문이다. 따라서 업력이 긴 것은 명성과 직결되며 오래된 벤처캐피탈의 경우 규제가 약화되는 것이다.

일반투자자는 다른 조건이 동일한 경우 벤처캐피탈리스트에 대한 더 많은 성과보수를 제공하는 조합에 출자할 유인이 높다. 이와 같은 조합은 벤처캐피탈리스트의 사적 편익과 조합(또는 일반투자자)의 금전적 이익이 상대적으로 강하게 연결되어 있어 다양한 규약을 사전적으로 강화할 필요성이 낮기 때문이다.

수요공급이론은 특히 동태적인 규약의 변화를 잘 설명할 수 있다. 즉 벤처펀드에 대한 출자(벤처캐피탈에 대한 공급)가 증가하면 벤처캐피탈회사가 협상의 우위를 점하게 되고 이에 따라 업무집행조합원의 투자를 제약하는 규약이 약화된다. 반대로 단기적으로 일반투자자의 출자가 급감하면 벤처투자조합 구성에 있어 수요가 증가하게 되어 업무집행조합원은 투자자의 요구를 보다 많이 수용하게 되고 이에 따라 규약의 수가 증가하는 것이다.

이들 두 이론을 비교, 정리한 것이 아래 <표 2-1>이다.

<표 2-1> 규약조항의 강약을 설명하는 이론

		거래비용이론	수요공급이론
특 성		미시경제적, 제도적	거시경제적
규약의 강화	조합규모	클수록	-
	벤처캐피탈의 평판	낮을수록	낮을수록
	벤처캐피탈과 조합의 상관관계	낮을수록	낮을수록
	투자대상기업	신생 또는 첨단 기업의 경우	-
	투자자의 경륜	많을수록	-
	자금유입	-	적을수록
	투자매니저	-	있는 경우
설 명 력		정태적	정태적, 동태적

(4) 벤처캐피탈리스트에 대한 보수¹³⁾

벤처캐피탈리스트에 대한 보상은 기본적인 수수료와 더불어 투자가 성공하였을 경우 일정비율의 성공보수의 형태로 나타난다. 이와 같은 성공보수의 수준이 결정됨에 있어 이를 이론적으로 설명하는 것이 학습모형(learning model)과 신호모형(signaling model)이다. 이들 두 이론 모두 연속되는 두 기간 동안 벤처캐피탈리스트가 두 개의 조합(순차적으로 F1과 F2)을 모집한다고 가정한다. 또한 모든 투자수익을 포함하여 F1에 대한 투자결과는 F2가 조성되기 전에 실현된다. 즉 어떤 프로젝트도 F1에서 F2로 이월되지 않는다.

이와 같은 상황에서 대칭적 불확실성을 가정한 것, 즉 벤처캐피탈리스트의 투자 능력에 대해 벤처캐피탈이나 외부투자자 모두 사전적 정보를 갖고 있지 못하고, 시간이 흐름에 따라 차차 이 능력이 성과를 통해 밝혀지는 것으로 간주한 것이 학습 모형의 내용이다.¹⁴⁾ 이 경우 사업초기에 벤처캐피탈 스스로도 정보가 부족하여 실력을 알리기 위한 신호를 어느 정도 시간이 경과한 후에야 비로소 보낼 수 있다. 따라서 업력이 짧은 벤처캐피탈 보다는 업력이 긴 벤처캐피탈이 성공보수의 비중을 높일 수 있고, 그 비중 역시 다양하게 나타날 것이다.

반면 신호모형의 경우에는 벤처캐피탈리스트가 자신의 실력수준에 대해 알고 있으며 외부투자자는 실적자료를 통해 업무집행조합원의 노력여부와 수준 정도에 관한 정보를 얻게 된다. 따라서 이 경우 벤처캐피탈리스트들이 조합을 결성하기 전에 더 좋은 정보가 있다면 쌍방이 균형을 이룬 상황과는 다른 상황에서 계약이 체결될 것이며, F1에서 제시한 계약을 통해 자신들의 유형을 알리고자 할 유인이 있다. 즉 업력이 짧은 벤처캐피탈은 성공보수 비중이 높은 회사 또는 낮은 회사로 다양한 분포를 보이는 반면 업력이 길거나 규모가 큰 벤처캐피탈은 자신의 능력이 입증되었으므로 고정보수의 비중이 높을 것이다.

이들을 몇 가지 기준으로 분류하여 비교하면 다음과 같다.

먼저 시간의 경과에 따른 성과에 대한 보상의 민감도(인센티브 기제의 강도)를 살펴보면, 학습모형의 경우에는 F2에서 보다 높을 것이다. 스스로 자신의 실력을 알지 못하는 상황에서 벤처캐피탈리스트는 F1에서 열심히 노력할 유인이 있다. 노력하면 할수록 일반투자자는 벤처캐피탈리스트가 능력이 있는 것으로 믿기 때문이다. 따라서 F1에서는 성과에 대한 보수의 민감도가 상대적으로 높지 않아도 (인센티브 기제가 약해도) 무방하다. 반면 신호모형에서는 스스로 높은 능력을 가지고 있다고 자부하는

13) 벤처캐피탈리스트에 대한 보수에 관한 두 가지 이론적 배경은 Gompers and Lerner(1999b)에 바탕을 두고 있다.

14) 이하 학습모형에 관한 설명은 Gibbons and Murphy(1992)를 근간으로 하고 있다.

작은 규모의 신규 벤처캐피탈은 F1에서 성과에 대한 보수의 민감도를 증가(자신에 대한 인센티브를 강화)시킬 것이다. 규약 내용을 결정하여 벤처캐피탈리스트의 능력이 일단 외부로 알려지면 벤처캐피탈리스트는 위험의 회피에 치중하여 인센티브 보상은 감소할 것이다. 즉 명성을 가진, 오래되고 규모가 큰 벤처캐피탈일수록 낮은 인센티브 보상을 가질 것이다.

시간경과에 따른 고정수수료 수준은 학습모형의 경우에는 모호하다. 이는 안정된 벤처기업의 변동보수의 수준은 명백히 증가하나 고정수수료에 대해서는 설명하지 못한다. 반면 신호모형은 오래되고 큰 벤처캐피탈은 보다 많은 보호책(insurance)을 요구하기 때문에 고정수수료가 높아질 것으로 예측된다.

고정수수료의 수준과 노력 수준의 상관관계를 살펴보면, 학습모형과 신호모형 모두 내시 협상의 해(Nash bargaining solution)를 가정하므로 노력의 비용이 높을수록 고정수수료도 높아지므로 고정수수료는 노력비용을 포함하고 있는 것으로 본다. 다른 조건이 모두 동일한 경우, 투자비와 감시비용이 높을수록 벤처캐피탈리스트에게 높은 고정수수료를 지불하여야 한다.

마지막으로 시간의 경과에 따른 성과에 대한 보수의 편차를 고려하면, 학습모형의 경우 안정된 벤처캐피탈보다는 소규모 신생 벤처캐피탈의 경우 그 차이가 적을 것이다. 학습모형에서는 신생 벤처캐피탈의 경우 벤처캐피탈리스트나 외부투자자 모두 벤처캐피탈리스트의 능력을 모르기 때문에 규모가 작은 신생 벤처캐피탈에 대한 보상계획은 보다 치밀해야 한다. 따라서 추후에 능력이 밝혀져, 새로운 정보를 반영한 보상계획에 의한 대규모의 오래된 벤처캐피탈에서 변동적인 보수의 변동성이 더욱 크게 나타날 것이다. 이와 반대로 신호모형에서는 규모가 큰 벤처캐피탈에서 그 변동성이 작을 것으로 예측된다. 본 모형에서는 각 유형의 한계생산이 동일한 것으로 보며 따라서 이후의 펀드에 대한 변동보상의 변동성이 없다. 그러므로 성과에 대한 보상의 민감도 수준은 신생 벤처캐피탈에서 더 높게 나타나야 한다.

Gompers and Lerner(1999b)는 419개의 조합규약 및 1978년과 1992년 사이에 조성된 조합의 모집제안서를 통해 이들 모형을 검증하였다. 그 결과는 아래 <표 2-2>와 같이 요약될 수 있다.

<표 2-2> 벤처캐피탈리스트에 대한 보수

	학습모형	신호모형	실증결과
성공보수 비중	신생소규모 < 오래된 대규모	신생소규모 > 오래된 대규모	신생소규모 < 오래된 대규모
성과에 대한 보수의 민감도 수준	F1 < F2	F1 > F2	상관관계 없음
고정수수료 수준	알 수 없음	신생소규모 < 오래된 대규모	상관관계 없음
고정수수료와 노력수준 상관관계	투자 및 감시비용이 높을수록 고정수수료 증가		상관관계 없음
성과에 대한 보수의 민감도 수준편차	신생소규모 < 오래된 대규모	신생소규모 > 오래된 대규모	신생소규모 < 오래된 대규모

즉 이들의 조사결과에 의하면 업력이 길고 회사규모가 큰 벤처캐피탈일수록 전체 보수 중 성공보수가 차지하는 비중이 높고, 특히 보상체계의 내용과 벤처투자조합의 실제 투자 성과와는 상관관계가 없는 것으로 조사되었다. 또한 성과에 대한 보수의 민감도 수준이 나타내는 편차의 크기가 오래된 대규모 벤처캐피탈의 경우 더 크게 나타났다. 이들을 종합해 볼 때 벤처캐피탈리스트의 투자능력에 대해 벤처캐피탈과 투자조합 모두 초기에는 알지 못하고 시간이 흐름에 따라 이 능력이 점차 밝혀지는 경우를 상정한 학습모형이 보다 타당한 모형임을 발견하였다.

이는 아무리 유사한 배경과 경력을 가졌다 하더라도 벤처캐피탈의 활동이 요구하는 기술이 매우 특수하고 예측하기 어렵기 때문에 벤처캐피탈리스트 자신조차 스스로의 역량을 정확히 알기 어렵다고 결론지을 수 있다. 특히 우리나라와 같이 미국 등 선진 벤처캐피탈산업을 가진 국가들에 비해 그 역사가 비교적 짧고 불안정하여 학습모형에 의한 예측으로 보다 유용한 결과를 도출할 수 있을 것이다.

1.1.3. 세제지원과 자금조달

외부투자자와 벤처캐피탈 간의 주인-대리인 문제를 해결하기 위한 규약의 내용과 더불어 자금조달 단계에서 살펴보아야 할 문제로서 외부환경에 따른 자금조달 행태의 변화가 있다. 이 때 앞 소절에서 살펴본 바와 같이 벤처캐피탈의 수요, 공급과 관련하여 자금조달의 수준변화를 설명하는 연구가 있어왔다.

Poterba(1987, 1989)에 따르면 자본이득(capital gain)에 대한 세금 감면이 벤처캐

피탈 자금조달에 영향을 줄 수 있다. 자본이득에 대한 세제 혜택은 우선 투자자들에게 자금을 보다 많이 공급할 유인을 제공하기 때문에 벤처캐피탈에 대한 공급을 증가시킨다고 볼 수 있다. 그러나 미국에서 벤처캐피탈에 자금을 공급하는 기관투자자들은 많은 경우 이미 세제 혜택을 받고 있어, 이와 같은 효과가 과연 얼마나 클 것인지는 다소 불분명하다. 또한 이들 연구는 오히려 자본이득에 대한 세제 혜택이 일반 기업의 직원들의 벤처창업에 유도하는 경향이 있음을 제시하고 있다. 이에 따라 벤처캐피탈에 대한 수요가 증가하고, 결과적으로 세제 혜택의 효과는 벤처캐피탈 자금조달의 증가로 이어진다고 할 수 있다.

1.2. 벤처캐피탈의 투자 관련 이론

Gompers and Lerner(1999a)에 의하면 벤처캐피탈의 투자를 살펴볼 때, 벤처기업이 왜 벤처캐피탈을 통하지 않고 기존의 방식으로 자금수요를 충족할 수 없는지에 대한 논의부터 시작해야 한다고 제안하고 있다. 벤처창업자들은 자본금을 거의 갖고 있지 않은 상태이므로 외부의 자금지원에 의존할 수밖에 없다. 반면에 연기금이나 기관투자자들과 같이 자본을 보유하고 있는 주체의 경우 벤처기업에 직접 투자할 시간과 전문성을 갖고 있지 못하다. 물론 은행대출이나 주식발행과 같은 전통적인 방식에 의한 자금조달을 생각할 수 있으나, 창업을 준비하고 있거나 창업된 지 얼마 되지 않은 벤처기업의 경우 이와 같은 방식을 통하는 데에 어려움이 있다. 이를 4가지 중요한 요인으로 나누면 불확실성(uncertainty), 정보의 비대칭, 기업자산의 특성, 그리고 기업과 관련된 금융 및 상품시장의 조건 등을 들 수 있다.

신생기업의 경우 기술 자체 및 해당 기술의 상업화에 대한 불확실성이 높아 투자자로 하여금 투자 시기나 방식에 대해 정확한 정보를 가지고 있지 못한다. 또한 창업자와 투자자 간에 정보의 비대칭이 존재하는데, 이에 따라 창업자가 투자자의 자금을 악용해 여러 가지 전략적 행동을 취할 유인이 존재한다. 투자자 입장에서는 정보의 비대칭으로 인해 부도덕한 창업자와 성실하고 능력 있는 창업자를 구별해내기 어렵다.¹⁵⁾ 한편 건물, 토지, 기계류 등 유형자산을 소유하고 있는 기업의 경우 자금조달이 보다 용이하나, 주로 기술 및 정보를 바탕으로 하는 벤처창업의 경우 자산을 무형자산의 형태로 보유하는 경우가 많으며, 따라서 대출 등 전통적인 방법에 의한

15) 이를 잘 설명하고 있는 연구로는 Jensen and Meckling(1976)이 있다. 본 연구는 경영자와 투자자간의 갈등(주인-대리인문제)이 채권자나 주주들의 자금공급에 영향을 줄 수 있다고 제안한다. 즉 기업이 외부투자자들로부터 주식 발행 등을 통해 자본을 조성한 경우 경영자는 정보의 비대칭을 이용, 비용을 낭비할 소지가 있다. 이는 기업경영인이 자금을 마음대로 사용함에 있어 그 비용을 부담하지 않기 때문이다.

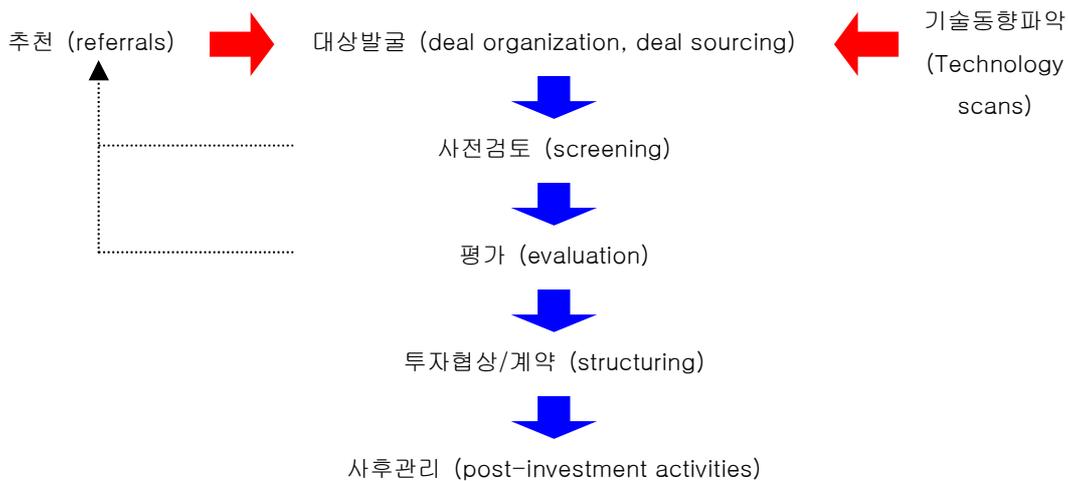
외부 자금조달이 쉽지 않다. 마지막으로 시장의 조건에 따라 자본 및 상품시장의 변화가 심한 경우 일반 투자자에 의한 자금의 공급과 그 자금의 가격이 매우 변동이 심할 것이다. 또한 상품시장에서 경쟁사와의 경쟁이나 소비자의 특성 변화에 따른 변동으로 불확실성이 증가하면 전통적 방법에 의한 자금조달이 어려워진다. 이와 같은 어려움 때문에 벤처기업에 대한 투자는 전문성을 가진 벤처캐피탈을 통해 이루어진다.

이러한 문제들이 있는 벤처투자의 특성상 벤처캐피탈이 투자를 함에 있어 벤처기업과 협상할 때 추구하는 것은 이익과 직결된 네 가지로 명확히 압축된다. 첫째, 투자수익률을 극대화 하고자 한다. 둘째, 투자가 실패할 경우에도 투자자본 회수에 있어 우선권을 확보하고자 한다. 셋째, 벤처기업의 경영에 참여할 권리를 확보하고자 한다. 넷째, 벤처기업 성공 시 투자자본에 해당하는 자신들의 몫을 현금으로 회수하는 방안을 확보하고자 한다.

본 절에서는 먼저 벤처캐피탈이 투자를 하는 과정에서 앞서 말한 바와 같은 문제들을 해결하고 자신들의 이익을 확보하고자 확립한 구조적, 제도적 체계를 분석하고자 한다. 한편 이와 동일 선상에서 전통적인 방법에 의한 투자와 달리 벤처캐피탈 투자가 가지는 단계적 투자 및 공동투자를 살펴봄으로써 그 형태와 특성을 알아본다. 그리고 마지막으로 투자와 관련되어 벤처기업을 감시하고 투자수익률을 높이기 위한 주된 방편으로서의 경영권 지배목적 투자에 대한 개괄을 하고자 한다.

1.2.1. 벤처캐피탈의 투자 과정

벤처캐피탈리스트들이 투자 결정을 내림에 있어 실제로 어떤 절차와 기준을 통해 행동하는지에 대해서는 일정한 행태를 규정하기는 사실 어렵다. 이는 대부분의 벤처캐피탈리스트 개인의 노하우에 의해 의사 및 투자 결정이 이루어지기 때문이다. 우리나라에서 주식회사의 형태를 가지며 비교적 큰 규모로 활동하는 창업투자회사의 경우에는 내부적인 틀을 가지고 있을 수도 있으나 이와 같은 절차를 상세히 기술하는 데에는 어려움이 있다.



<그림 2-3> 벤처캐피탈 투자단계 개념도 1

벤처캐피탈 투자활동에 관한 연구를 보면, 전반적으로 다음과 같은 과정을 거치는 것으로 파악되고 있다. <그림 2-3>과 같이 Tyebjee and Bruno(1984)에 의하면 개념적으로 다섯 단계를 거쳐 투자가 이루어진다. 먼저 이들 각각의 단계들을 자세히 살펴봄으로써 투자과정에 대한 이해를 도모할 수 있을 것이다.

가장 먼저 대상 발굴(deal organization 또는 deal sourcing) 단계는 규정이 가장 어려운 것인데, 벤처캐피탈리스트가 모든 가능한 수단과 방법을 통해 잠재적인 투자 기회를 발굴하며, 이 과정에서 벤처캐피탈리스트의 인맥 등 개인적이고 비공식적인 인적 네트워크를 적극 활용하기 때문이다. 이와 같은 인적 네트워크를 통한 추천의 형식으로 발굴이 이루어지는 것도 독특한 것이라 하겠다.

다음으로 사전 검토(screening)의 단계는 투자여부를 결정하기 위한 평가 또는 심사의 전 단계로서 일정한 기준을 통해 검토 대상을 선별하는 단계이다. 그 기준은 일반적으로 투자 규모 및 투자 방식 준수 여부, 기술 및 시장 분야, 지리적 위치, 투자대상 기업의 단계(초기, 중기, 후기)¹⁶⁾ 등이다. 이 단계는 잠재적인 투자처의 수에 비해 벤처캐피탈의 보유 인력의 수가 크게 부족하여 나타나는 과정이며, 이 과정에서 주로 벤처기업의 사업계획서(business plan)가 그 검토 대상이 된다. 발굴단계에서 얻어진 기업 중 극히 일부만이 실제로 투자를 받는 현실에서, 이 과정에서 탈락한 사업계획은 다른 벤처캐피탈에서 또 다시 심사를 받을 수도 있다.

그 다음으로 이루어지는 평가(evaluation)의 단계는 투자 과정에서 가장 중요한 단계로 벤처캐피탈의 축적된 노하우와 평가 기준을 이용하여 대상기업을 심도 있게 분석하여 투자여부가 결정된다. 이 과정에서 특히 투자심사 또는 정밀탐색(due

16) 벤처기업의 성장 단계는 <표 5-13>을 참조.

diligence)이라는 독특한 과정을 거친다. 이는 앞 단계에서 사업계획서를 검토하고 좀 더 면밀한 검토가 필요하다고 판단될 경우 해당기업의 경영자에게 설명을 요청하는 것으로 시작한다. 이와 같은 설명은 토론으로 이어지고 이러한 회의는 수차례에 걸쳐 이루어진다. 이와 더불어 벤처캐피탈리스트들은 나름대로의 방법으로 사업계획서 뿐만 아니라 벤처기업 창업자 또는 기술에 대해 보다 많은 정보를 얻기 위해 인적 네트워크 등을 총동원하는 노력을 경주한다. 즉 제시된 기술, 제품, 또는 서비스의 경쟁력과 해당 산업의 성장성 등을 평가하기 위해 잠재고객을 찾아가 의견을 듣기도 하고 벤처기업인은 모르거나 접근할 수 없는 산업전문가 또는 기술전문가에 자문을 구한다. (김필구, 2003) 이와 같은 정밀탐색의 과정은 벤처기업인과 벤처캐피탈리스트 모두의 도덕적이며 최선의 노력을 다하는 것을 요구하는 ‘신의성실원칙’에 의해 이루어진다. 벤처캐피탈리스트는 벤처기업인의 사업계획이 사실에 근거하여 작성 및 계획되었음을 요구하며, 벤처기업인의 경우 자신의 사업계획서가 외부로 유출될 경우 사업자체를 폐기하여야 하는 상황에까지 이를 수 있기 때문에 벤처캐피탈리스트에게 비밀보장 등 필요한 조치를 원하기 때문이다.

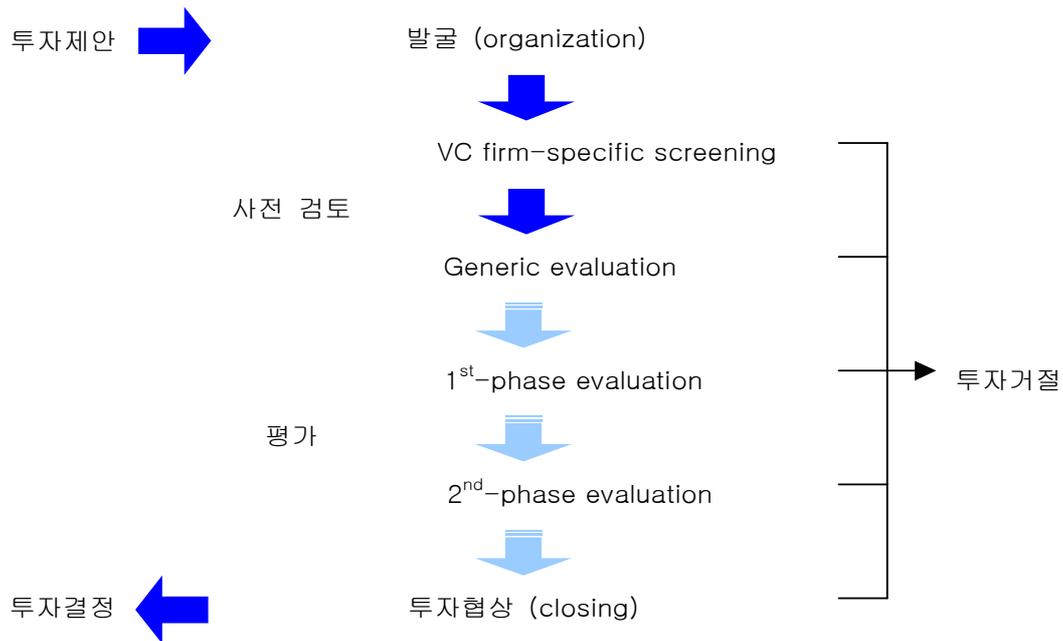
이와 같은 과정을 거쳐 투자할 만한 대상이라는 판단이 내려지면 투자협상 및 계약(structuring)이 이루어진다. 앞서 자금조달의 단계에서 외부투자자와 벤처캐피탈 간에 규약이 맺어지는 것과 흡사하게 본 단계에서는 벤처캐피탈과 벤처기업 간에 투자규약을 맺는다. 투자규약에 대하여는 다음 소절에서 보다 자세히 다루고자 한다.

마지막으로 투자가 시작된 이후 사후관리(post-investment activity)를 통해 벤처기업인이 애초에 체결된 투자규약을 성실히 이행하는가에 대한 관리감독을 실시하고, 벤처기업에 대한 마케팅, 재무 등 경영전반에 대한 지원을 통해 시장에서의 성공을 도와 투자수익률을 높이기 위한 노력을 기울인다.¹⁷⁾

이상의 Tyebjee and Bruno(1984) 모형은 이후 변화된 미국의 실제 투자과정은 고려하여 개량되기도 하였다. Fried and Hisrich(1994)는 투자단계에서 사전선별과 평가단계를 세분화하고 사후관리 부분을 생략한 여섯 단계 모형을 제안하였다.

이들은 사후관리 단계가 투자보다는 이다음 단계인 투자회수에 가까운 것으로 보고 있으며, 사전선별과 평가단계를 각각 두 가지로 세분화할 필요가 있다는 의견을 제시한다. 이를 개념적으로 정리한 것이 <그림 2-4>이다.

17) 벤처캐피탈의 경영지원에 대한 보다 상세한 내용은 5.1.절을 참조. 또한 Hellman and Puri(2002)에 의하면 벤처캐피탈리스트들의 경영지원은 투자대상기업의 전문화와 시장에의 적응을 도와 가치를 창출(value-added)하는 서비스를 매우 효과적으로 제공한 것으로 나타났다.



<그림 2-4> 벤처캐피탈 투자단계 개념도 II

<그림 2-4>와 같이 사전 검토의 단계는 벤처캐피탈회사에 특화된 사전 검토(VC firm-specific screening)의 단계와 일반적 사전 검토(generic evaluation)로 나누어 지는데, 전자가 앞서 Tyebjee and Bruno(1984) 모형의 투자조합의 규약과 관련된 제한 준수여부에 대한 검토에 해당하며, 후자는 그 외에 나열되었던 일반적인 내용에 대한 사전 검토로 볼 수 있다.

한편 평가 단계를 각각 1단계 및 2단계 평가(1st- and 2nd-phase evaluation)로 나누었으며, 1단계에서는 투자대상기업에 대한 이해도를 높이는 것을 주목적으로 하여 투자의 가치가 있는지의 여부를 평가한 뒤, 2단계에서는 구체적인 조건 등을 포함하여 세부적인 장애요인들을 파악하고, 이들을 제어 또는 제거하기 위한 작업을 수행하는 단계이다. 앞서 설명한 정밀탐색의 과정은 이 Fried and Hisrich(1994) 모형에 의하면 1단계 및 2단계 모두에 해당할 수 있을 것이다. 벤처기업인에 의한 사업계획서 설명이나 그와 연속되어 이루어지는 회의 등은 1단계 평가로 볼 수 있을 것이며, 벤처캐피탈리스트 스스로 자문이나 잠재고객의 의견을 구하는 과정의 일부가 2단계에 속하는 것으로 볼 수 있다. 이와 같은 이유에서 이들은 사전 검토 이후의 과정은 사례별로 반드시 거치는 과정이 아닐 수도 있다고 지적하고 있다.

1.2.2. 단계적 투자

비대칭적인 정보와 대리인 비용이 존재하지 않는다면, 다시 말해 벤처기업인이 주주가치를 극대화하고자 하는 전략을 취한다면 자본투입의 구조는 매우 단순해진다. (Hart, 1993) 즉 벤처캐피탈리스트는 벤처기업인에게 필요한 자금을 공급해주고 벤처기업인은 그들이 가진 정보에 근거하여 사업을 계속할 것인지만 결정하면 되는 것이다.

그러나 벤처기업에 대한 투자에는 정보의 비대칭성과 대리인 문제가 존재하며 이를 해결하기 위해 벤처캐피탈리스트가 취할 수 있는 가장 효과적인 방법은 단계적인 자본투입이다. 즉 기업에 대한 주기적인 재평가를 실시하여 자본투입의 여부나 규모를 결정하는 것이다. 이 때 각각의 자본투입주기(financing round)가 짧으면 짧을수록 벤처캐피탈리스트는 기업의 진척상황을 보다 자주 감독할 수 있고 정보수집의 양도 더욱 늘어난다. 따라서 자본투입을 포기할 수 있는 선택권을 보다 많이 확보할 수 있다. 본 소절에서는 벤처캐피탈 투자의 기간 및 규모에 영향을 미치는 이와 같은 자본투입주기를 어떻게 결정할 것인가에 대해 대리인 비용(agency cost)과 감시 비용(monitoring cost)의 관점에서 살펴보고자 한다.

창업된 신생기업에는 대리인 비용 및 감시 비용과 관련하여 몇 가지 중요한 가능성이 존재한다. 먼저 벤처기업인들은 개인적으로는 높은 수익을 얻을 수 있지만 주주들에게는 기대수익이 낮은 전략, 연구과제, 또는 프로젝트 등에 투자할 가능성이 있다. 본질적으로 벤처기업인의 지분은 콜 옵션의 형태를 가지기 때문에 제품의 완성도를 높이기보다는 출시를 앞당겨 변동성이 큰 전략을 취할 여지가 있는 것이다.¹⁸⁾ 한편 벤처기업인이 사적인 정보를 소유하고 순현재가치(NPV; Net Present Value)가 음(-) 프로젝트에 개인적인 이득을 취할 목적으로 계속 투자하려 한다면 벤처캐피탈은 이를 규제하여야 한다. 이하에서는 벤처기업의 자본 구조, 자산의 특이성, 및 미래 성장성에 따라, 그리고 벤처캐피탈 자체의 유동성에 따라 투자주기의 변화가 어떻게 이루어지는지 보다 자세히 살펴보기로 한다.

(1) 벤처기업의 자본 구조

Williamson(1998)은 레버리지와 자산의 청산가치(liquidating value) 사이에 정비례의 관계가 있다고 보았다. 청산가치가 높을수록 채무불이행(default) 비용이 줄어든다. 이 때 청산가치는 자산이 유형화되는 것과 비례하는데 그 이유는 유형자산은

18) 벤처기업인의 지분은 거의 대부분의 경우 벤처캐피탈 투자자들에 우선권을 주고 그 하위에 존재한다. 이와 같은 구조는 벤처기업인의 손익구조를 차입자본과 유사한 형태를 갖도록 하며, 이에 따라 콜 옵션의 형태가 된다. 만일 벤처기업의 실적이 저조하여 '외가격(out-of-money)'의 상태가 되면 기업가는 높은 수익을 낼 가능성을 창출하기 위해 위험을 크게 증가시킬 유인이 있다.

일반적으로 지적재산권 같은 무형자산보다 좀 더 장부가격에 근접하는 가격으로 매매할 수 있기 때문이다.

반면 무형자산의 경우 보다 많은 대리인 비용을 초래한다. 자산이 보다 유형화될수록 벤처캐피탈리스트는 청산과정을 통해 투자자금을 보다 많이 회수할 수 있으며, 이를 통해 엄격한 감시의 필요성이 줄어들어 투자주기는 늘어날 것이다. 자본 구조와 관련된 여러 실증연구에 의하면 총 자산에 대한 유형자산의 비율이 높아질수록 부채의 사용이 증가함을 알 수 있다. (Titman and Wessels 1988, Friend and Lang 1988, Rajan and Zingales 1995) 따라서 이들 유형자산의 비율이 높은 기업에 대한 벤처캐피탈의 투자주기가 늘어나 자금조달이 적어져 벤처캐피탈에 의한 지분투자는 상대적으로 적은 것으로 나타났음을 알 수 있다.

(2) 벤처기업 자산의 특이성

또한 연구개발(R&D) 비중이 높은 산업은 벤처기업인이 임의로 투자할 수 있는 소지가 많아, 이와 같은 연구 집중형 첨단 산업의 경우 대리인 비용이 클 것으로 예측할 수 있고 이에 따라 각 투자주기가 짧아질 것이다. 매출액에 대한 R&D 비율을 조사한 실증연구(Bradley, Jarrell, and Kim 1984, Titman and Weesels 1988) 및 기업가치에 대한 R&D 비율을 조사한 실증연구(Barclay and Smith 1995)들에 의하면 레버리지와 높은 R&D 간에는 반비례 관계가 있음이 입증되었다. 즉 R&D 비중이 높은 기업은 차입금의 비중이 낮고 벤처캐피탈의 투자가 자주 이루어짐을 나타내는 것이다.

(3) 벤처기업의 미래 성장성

Myers(1977)에 따르면 향후에 성장할 가능성에 따라 기업가치가 크게 좌우되는 기업은 부채사용이 적는데, 이는 소유자와 경영자가 채권자에게 특히 불리한 투자 전략을 취할 수 있기 때문이다. 따라서 기업의 장부가 대비 시장가 비율(market-to-book ratio)이 클수록 대리인 및 감시비용이 증가하여 투자주기는 짧아질 것이다.¹⁹⁾

(4) 벤처캐피탈의 유동성

앞선 세 가지 특성과 별도로 벤처캐피탈 자체의 특성으로 벤처캐피탈의 유동성에 따른 투자주기의 변화도 있다. 벤처투자조합의 펀드조성규모가 작은 시기에는 벤처캐피탈리스트들이 유동성에 제약을 받게 된다. 즉 벤처캐피탈리스트들이 순현재가

19) 이와 관련한 연구에는 Rajan and Zingales(1995)와 Barclay and Smith(1995) 등이 있다.

치가 양인 프로젝트에 보다 자주 많은 규모의 투자를 하고자 했지만 이런 프로젝트에 투자할 만큼 충분한 자금을 모집하지 못했다면, 신규로 해당 조합에 유입되는 자금은 벤처캐피탈리스트들의 이와 같은 유동성 제약을 해소해 줄 여지가 있는 것이다.²⁰⁾

잉여현금이론(free cash-flow theory, Jensen 1986)에 의하면 벤처투자조합으로 보다 많은 자본이 유입될수록 투자의 규모가 커지며 각 투자별 간격이 단축된다. 한편 Blanchard and Lopez de Silanes 와 Shleifer(1994)에 의하면 잉여현금흐름 대리인 비용을 통해 갑작스런 현금의 유입은 기업의 투자행위에 부정적인 영향을 미친다. 즉 잉여현금흐름이 벤처캐피탈에게 주어진다면 빈번하게 많은 금액을 투자함으로써 과다한 투자를 하게 될 수 있다. 또한 잉여현금흐름이 유입되어 벤처캐피탈리스트에 대한 수요가 증가하여 경험이 없는 벤처캐피탈리스트가 업무집행조합원으로 참여할 수 있는 가능성이 있다. 이와 같이 미숙한 벤처캐피탈리스트는 효과적인 기업 감시를 수행하지 못하거나 과다투자를 시행할 가능성이 높아 대리인 비용의 경우와 마찬가지로 잘못된 투자로 이어질 소지가 있게 된다.

1.2.3. 공동 투자

벤처캐피탈 산업에서 일컬어지는 공동 투자(syndication)는 벤처캐피탈회사가 다른 투자자와 연대하여 대상기업에 투자하는 형태를 말한다. 이 때 다른 투자자는 업무집행조합원, 자사 내 다른 투자조합, 자사의 회사계정, 다른 벤처캐피탈회사 또는 조합 등이 된다. 이와 같은 공동 투자는 근본적으로 벤처투자에 있어서 정보의 불확실성 및 비대칭성을 해소할 수 있는 방안으로 모색된 것이라 할 수 있으며 실제로 매우 빈번히 활용되고 있다.

(1) 초기 라운드의 공동 투자

먼저 공동 투자를 설명하는 정보의 불확실성에 대한 가설을 설정한 Sah and Stiglitz(1986)에 의하면 한 번의 단정적 결정에 의해 투자하는 구조보다 독립된 몇 명의 참여자가 함께 동의하는 경우에만 투자가 성립되는 계층적 구조가 유리할 수 있다는 결과가 밝혀졌다. 이들은 다른 벤처캐피탈리스트들이 적극적으로 투자하려는 의지와 행동이 벤처캐피탈리스트의 투자결정에 있어 중요한 요소가 될 수 있다고 지적하고 있다. 따라서 정보의 불확실성이 존재하는 초기 벤처 투자 라운드에서 공동 투자를 통해 보다 나은 투자대상을 선택할 수 있다는 것이다.

20) 유동성 제약이 투자에 미치는 영향은 Fazzari, Hubbard, and Petersen(1988), Hoshi, Kashyap, and Scharfstein(1991), Petersen and Rajan(1994) 등이 있다.

벤처캐피탈리스트들은 잠재성 있는 기업을 발견하였을 때 일반적으로 바로 자금 제공에 대한 확실한 약속을 하기 보다는, 추가적인 심사를 위해 다른 투자자에게도 사업계획서를 발송한다. 이는 자신의 생각을 다른 사람의 의견을 통해 확인할 수 있는 기회를 가질 수 있기 때문이다. (Perez, 1986)

이 때 이와 같은 것이 공동 투자의 주된 동기라면 첫 번째 라운드에 공동 투자 파트너를 신중하게 선택하여야 할 것이다. 이에 따라 오래된 벤처캐피탈회사는 신규 조합이나 소규모의 성공적이지 못한 벤처캐피탈을 공동 투자자로 포함시키지 않으려 할 것이다.

한편 이상의 연구 결과에 의하면 공동 투자는 후반 라운드에서는 상대적으로 중요하지 않다고 할 수 있다. 이는 일단 벤처기업에 자본을 제공하기로 결정한 이상 벤처캐피탈리스트가 자신의 판단에 의구심을 가져서는 안 되기 때문이다. 따라서 유능한 벤처캐피탈리스트들은 첫 번째 라운드에서 서로 공동 투자를 할 가능성이 높으며, 후반 라운드에서는 그렇지 못한 벤처캐피탈리스트와 공동 투자를 할 가능성이 상대적으로 높다. 이는 노련하지 못한 벤처캐피탈리스트가 초기 벤처캐피탈리스트들의 투자결정을 살펴본 후 후반 라운드에 투자하고자 하기 때문이다.

(2) 후반 라운드의 공동 투자

한편 Admati and Pfleiderer(1994)는 초기 벤처투자자와 그 외의 잠재적 투자자 간의 정보의 비대칭에 근거하여 후반부 벤처투자 라운드의 공동 투자에 관한 이론을 전개하였다. 벤처기업의 경영전반에 관여하는 벤처캐피탈은 사업의 세부 내용을 이해하고 있기 때문에, 유리한 정보를 이용하여 차기 투자 라운드에서 투자수익률을 높이기 위해 유가증권의 가격을 적정치 이상으로 과장할 가능성이 있다. 이와 같은 기회주의적 행동을 방지하기 위해서는 주도적인 벤처캐피탈리스트(lead venture capitalist)가 기업의 일정 지분을 보유하도록 하여야 한다. 다시 말해 후반부의 투자 라운드에서 공동 투자가 이루어져야 하는 것이다.

(3) 성과의 과대포장과 공동 투자

마지막으로 Lakonishok, Shleifer, Thaler, and Vishny(1991)는 연금펀드가 '윈도 드레싱(window dressing)'²¹⁾을 한다고 밝혔다. 이와 같은 조합에서 기관투자자들이

21) '깔끔한 마무리'를 뜻하는 '윈도 드레싱'이란 펀드매니저에게 연봉산정에 불리한 '수익률 마이너스 종목'을 처분하는 것을 말한다. 즉 연봉협상을 앞두고 연말 포트폴리오에 수익률이 좋은 종목만을 남기고 마이너스 종목은 아예 없애는 것이다. 윈도드레싱이 발생하면 연봉산정을 위해 인위적으로 포트폴리오를 조정하기 때문에 시장의 차별화가 심화된다. 최근 선진국시장의 '오직 정보통신뿐'인 바람을 윈도드레싱의 일환으로 보는 시각은 바로 이 때문이다. 펀드매니저 입장에서는 플러스종목

분기 수익률뿐만 아니라 기말 보유잔고도 조사할 수 있기 때문에, 자금관리자는 주가가 상승한 회사를 매수하고 실적이 좋지 못한 기업의 주식은 처분하여 분기 말에 자신의 포트폴리오를 조정하고자 할 수 있다. 벤처캐피탈리스트들은 재정적 수익이 낮더라도 유망기업의 후반 투자 라운드에서 '윈도 드레싱'과 유사한 투자를 수행할 수 있다. 즉 공동 투자가 벤처캐피탈리스트들이 정보의 비대칭을 이용하여 잠재적 투자자들에게 자신의 성과를 과대포장하는 방법으로 이용한다는 것이다.

1.2.4. 벤처캐피탈의 경영권 지배목적 투자

벤처캐피탈리스트가 투자 이후 발생할 결과들을 알고 있다면 우발 사건을 규정한 계약들을 통해 대리인 비용 문제를 해결할 수 있다. 그러나 이러한 완벽한 예상은 불가능하며 투자자는 잠재적인 대리인 비용을 최소화하고자 노력할 수밖에 없다. 이를 위한 효과적인 방법의 하나로 벤처캐피탈이 벤처기업을 관리, 감독하는 것들을 수 있다. 즉 벤처기업의 이사회에 참여하여 계약의 위반을 규제하는 것이다. 이와 더불어 벤처기업 가치의 극대화를 위해 벤처창업자의 미숙한 경영능력을 보완할 필요도 있을 수 있다.

Gompers and Lerner(1999a)의 실증적인 연구에 의하면 <표 2-3>에서 보는 바와 같이 상장 전 벤처기업의 투자 라운드 회수별로 이사회 구성 현황을 살펴볼 수 있다. 모든 투자 라운드에서 벤처캐피탈리스트의 평균 숫자가 가장 크게 나타났으며, 후반 투자 라운드로 진행될수록 그 숫자도 늘어나고 있음을 알 수 있다. 이는 벤처캐피탈리스트가 벤처기업에 대한 경영권을 확보함으로써 앞서 설명한 대리인 비용 최소화 및 벤처기업 가치 극대화를 추구하고 실현하고자 하는 사실이 반영된 것이다.

Fama and Jensen(1983) 및 Williamson(1983)의 연구는 기업의 이사진은 감독의 필요성에 따라 구성되어야 한다는 가설을 제기하고 있다. 이들은 이사회가 막중한 감독의 의무를 지니며, 경영상 기업가치 극대화라는 목표에 배치될 위험이 높게 나타나는 경우 외부 인사들이 보다 큰 압력을 행사하여야 한다고 주장한다. 특히 벤처캐피탈리스트들이 중요한 경영감독권자일 경우에는 감독의 필요성이 증가할 때 이사회에서의 대표성이 보다 뚜렷이 드러나야 한다. Gompers and Lerner(1999a)에서 조사된 이사회 내 각 유형의 평균 변화를 보면 아래 <표 2-4>과 같다.

은 더 오르거나 최소한 유지시켜야 한다. 소위 주도주에 표를 몰아주는 전략을 쓸 수밖에 없는 것이다. 반면 투자에 실패해 마이너스가 된 종목은 아예 지워버린다. 즉 팔아치운다. 이는 설사 오름다 해도 겨우 한 달밖에 남지 않은 연봉협상 전에 큰 폭의 상승을 기대하기 어렵기 때문이다.

<표 2-3> 비상장 벤처기업의 투자 라운드 회수별 이사회 구성

투자 라운드	이사의 평균수			
	벤처캐피탈리스트	기타 외부인	내부인	준내부인
1차 라운드	1.40	0.86	1.28	0.52
2차 라운드	1.87	0.86	1.40	0.56
3차 라운드	2.09	1.02	1.61	0.67
이후 라운드	2.12	1.27	1.73	0.54

주 1) 1978년에서 1989년 사이 271개 생명공학분야 기업 653개를 대상으로 하였으며 이사회 구성을 파악할 수 있는 362개 라운드를 통한 것임.

2) 벤처캐피탈리스트는 벤처캐피탈 소속의 업무집행조합원이나 보조직원임. 기타 외부인은 법인투자자, 특정시기에 벤처기업 총 지분의 5%미만의 지분을 가지고 있던 개인, 기업간부가 아닌 개인, 해당 벤처기업의 협력 기업이나 벤처투자자와 관련되지 않은 개인임. 내부인은 벤처기업에 의해 직접 고용된 고위 또는 하위 관리자임. 준내부인은 벤처기업을 위해 직접적으로 일하지는 않으나 벤처기업과 지속적인 관계를 맺고 있는 당사자를 말함.

자료: Gompers and Lerner(1999a)의 <Table 8-2> 일부분에서 발췌.

<표 2-4> 투자 라운드 간 이사회 내 숫자의 평균 변화

	벤처캐피탈리스트	기타 외부인	내부인	준내부인
CEO 교체가 없는 경우	+0.24	+0.28	+0.10	+0.06
CEO 교체가 있는 경우	+1.75	+0.33	+0.23	+0.25

주 1) 이전 라운드 당시의 이사회 구성을 알 수 있는 220개 2차 이후의 라운드로 구성한 것임. 이 중 CEO 교체가 없는 경우가 180개, CEO 교체가 있는 경우가 40개임.

자료: Gompers and Lerner(1999a)의 <Table 8-3> 일부분에서 발췌.

이 때 모든 경우에서 최고경영자의 경질이 없는 경우보다 있는 경우에서 이사회 각 계층에서 훨씬 높은 비율로 참가율이 증가하였음을 알 수 있다. 특히 CEO 교체가 있었던 라운드의 경우 벤처캐피탈리스트의 숫자가 눈에 띄게 크게 증가(이전 라운드보다 평균적으로 1.75명 증가)하는 것으로 나타났다. 이는 미국의 경우 여러 가지 이유로 벤처기업에 대한 감시, 감독의 필요성이 절실해졌을 때, 벤처캐피탈이 직접 개입하여 최고경영자를 교체하는 경우가 많음을 보여주고 있다. 이 결과는 <표 2-3>의 결과와 더불어 미국의 경우 벤처캐피탈리스트의 벤처기업에 대한 경영참여가 실질적으로 투자의 중요한 한 부분을 차지하고 있음을 보여주는 예라 하겠다.

이와 같이 벤처기업 소유지분의 25% 이상을 획득하고 투자자를 대표하여 이사회에

참여하는 투자를 '능동적인 투자(active investment)'라 하며 벤처기업 지분의 10% 이하를 소유하고 벤처기업 경영에 적극적으로 참여하지 않는 투자를 '수동적인 투자(passive investment)'라 한다. 본 소절에서는 '능동적인 투자'로서 최근 우리나라에서도 중소기업창업지원법 개정을 통해 허용된 벤처캐피탈의 경영 지배목적 투자에 대해 어떤 효과와 문제점이 있는지 알아보려고 한다.

(1) 경영권 지배목적 투자의 기대 효과

벤처기업과 벤처캐피탈은 벤처기업의 성장과 가치 증대라는 공동의 목표를 갖는다. 투자계약을 체결하는 순간부터 벤처기업의 사업계획이 우수하며, 이를 완수하기 위해 공동의 노력을 기울이기로 합의한 것이다. 따라서 이들은 상호 보완적인 측면을 가지고 있으나, 한편으로는 두 주체 간의 이해관계에 의해 서로 대립적인 관계가 될 수도 있다.

일반적으로 벤처창업자는 해당 산업분야의 영업이나 기술에는 어느 정도 전문적인 지식과 경험을 가지고 있으나 기업을 경영 및 운영하는 것은 처음인 경우가 대부분이다. 따라서 벤처창업자가 직접 수행하는 전문적인 기업의 경영에는 많은 시행착오와 그에 따른 비용부담을 초래할 수 있다. 이에 반해 벤처캐피탈은 특정 기술이나 시장에 대해서는 잘 알지 못하나, 축적된 경험으로 많은 기업의 설립 및 성장과정에 관여해왔기 때문에 기업의 창업, 초기 정착, 그리고 성장에 관한 일반적 사항들에 매우 익숙하다. 다시 말해 벤처캐피탈은 기업의 창업 및 운영에 관한 전문가인 셈이다.

물론 벤처캐피탈리스트라고 해서 모두 기업전문가는 아니겠지만, 이와 같은 경우에는 과거 투자의 경험에서 쌓아진 인적 네트워크를 통해 벤처기업의 경영상 애로를 해소할 수도 있다. 즉 벤처캐피탈리스트가 헤드헌터의 역할을 수행하여 인지도가 낮고 전도가 불투명한 벤처기업에 특정분야 전문가를 섭외하여 스카우트하는 역할을 수행하기도 한다. 또한 마케팅 노하우를 전수하거나 기업공개 또는 인수, 합병 시에 벤처기업의 가치를 극대화 할 수 있는 수완을 발휘하기도 한다.

벤처캐피탈리스트가 벤처기업의 경영 지배를 할 경우 이와 같은 많은 사항들에 대한 활동을 수월하고 적절한 시기에 수행할 수 있는 장점이 있다. 그리고 <그림 2-3>에 나타난 바와 같이 벤처캐피탈이 투자 후 벤처기업에 대한 사후관리를 이행함에 있어 가장 중요한 결정은 창업 경영진의 교체라 볼 수 있으며, 이는 경영 지배를 통해 가장 효과적으로 이루어질 수 있다. 이 때 교체된 경영진은 기존 경영진과 유사한 사업을 수행할 수 없도록 금지하는 계약의 적용을 받기도 한다.

(2) 경영권 지배목적 투자의 잠재적 문제점과 해결방안

벤처기업과 벤처캐피탈이 공동의 목표를 가지고 있지만 그 목표 내에서 서로 상이한 관점을 보유하고 있어, 벤처캐피탈이 투자를 통해 벤처기업의 경영권을 지배하였을 때 이에 따른 문제점이 발생할 수도 있다. 먼저 벤처기업은 일반적으로 장기적인 성장을 추구한다. 그러나 벤처캐피탈은 대개 3년 내지 5년 후의 벤처캐피탈 투자가치의 극대화를 원한다. 이는 궁극적으로 벤처캐피탈은 투자자본의 회수에 최대 관심이 있을 뿐이며, 그와 관련 없는 벤처기업의 성장과 발전에는 무관심하기 때문이다.

예컨대 성장 중인 비공개 벤처기업에 다른 기업으로부터 인수·합병 제의가 들어왔다고 하면 벤처캐피탈은 가격 조건만 맞으면 그 제안을 환영할 것이다. 이는 벤처기업이 기업공개를 하기까지 시간이 더 필요하고 그동안 어떤 일이 일어날지 모르는 불확실성이 존재하기 때문이다. 또한 투자수익률 측면에서 기업공개가 인수·합병보다 더 유리하다는 보장도 없다. 그러나 벤처창업자 입장에서는 애써 키워놓은 벤처기업이 사라지고 자신은 경영권을 상실하기 때문에 인수·합병을 반대하는 경우가 많을 수 있다.

이와 같은 벤처기업과 벤처캐피탈 간의 갈등은 투자계약 체결 시 조건합의서 및 투자계약서 상에 자세한 협의 사항을 명시함으로써 해결하여야 한다. 즉 벤처캐피탈의 이사회 참여 권한, 특정 의사결정에 대한 거부권 행사 권한 등 투자자인 벤처캐피탈의 동의 없이 벤처기업의 중요한 의사결정을 할 수 없도록 규정하는 장치가 필요한 것이다.

벤처기업인이 경영보다 어떻게 하면 벤처캐피탈의 경영 간섭을 방어하고 자신의 의지대로 경영을 해나갈 것인가에 보다 많은 시간과 노력을 허비함으로써 그렇지 않았을 경우 달성할 수도 있었던 벤처기업의 경영성과를 놓치는 경우도 발생할 수 있다. 이는 벤처기업에 있어서 벤처캐피탈로부터 자금지원을 받지 않았던 것보다 오히려 나쁜 상황일 수도 있다. 벤처캐피탈도 다른 투자기회에 대한 투자 대신 선택한 벤처기업의 이와 같은 움직임은 기회비용의 측면에서, 그리고 보다 우수한 투자기회에 대한 상실의 측면에서 바람직한 현상이 아니라 하겠다. 따라서 벤처캐피탈은 최종적인 투자결정을 내리기 전에 벤처기업인의 타협성을 점검하고 확인하는 것이 반드시 필요할 것이다.

벤처캐피탈의 경영권 지배목적 투자가 허용되면 ‘능동적인 투자’에 의해 벤처기업 지분의 50% 이상을 확보한 경우 갈등을 일으키는 벤처창업경영인을 경질하는 사례가 크게 늘어날 것이다. 그럴 경우 벤처창업자는 누구의 잘못을 따지기 이전에 무조건 벤처캐피탈을 맹비난할 소지가 많다. 따라서 벤처기업인과 벤처캐피탈 간에 신뢰와

협력이 구축될 수 있는 문화의 정착이 필요할 것이다. 즉 벤처캐피탈을 유치하고자 하는 벤처기업은 그에 상응하는 대가를 각오해야 한다는 점을 넓게 인식하고 받아들이는 자세가 필요하다. 또한 벤처캐피탈도 벤처기업의 종업원을 비롯한 벤처기업인에게도 충분한 성공 인센티브를 남겨놓고 상호 협력해야 한다는 인식을 관례화할 필요가 있다. 결국 벤처기업을 성공시키는 것이 모두에게 유리한 것이며 이를 위해 각 주체는 운영의 묘를 살려야 하기 때문이다.

미국의 경우 투자조건합의서에 벤처기업 창업주와 종업원 및 투자자간의 주식분배를 명기하는 것이 당연한 것으로 받아들여지고 있는데(김필구, 2003), 이와 같은 주식공유를 통한 인센티브 공유체계의 확립을 통해 벤처기업가와 벤처캐피탈 간에 최선의 협력 틀을 구축할 수 있을 것이다. 물론 이와 같은 협력은 결코 쉬운 문제가 아니며, 미국의 경우에도 수많은 경험과 시행착오를 통하여 여러 가지 형태로 관례화 또는 제도화 된 것이라 할 수 있다. 특히 투자계약서 상의 지분희석금지(anti-dilution)와 같은 조항²²⁾은 벤처기업의 미래에 대한 벤처기업인의 낙관적인 주장을 받아들여주되 책임까지 함께 요구함으로써 불필요한 마찰과 소모적인 논쟁을 줄이려는 벤처캐피탈의 경험을 통한 슬기로운 방안이라 할 수 있다.

1.3. 투자회수 관련 이론

본 절에서는 벤처캐피탈 순환과정의 마지막 단계이자 벤처캐피탈 산업에서 가장 중요하고 궁극적인 목적이 되는 투자 회수와 관련된 이론적 논의를 알아보고자 한다. 투자회수는 벤처캐피탈이 가치를 높여온 투자대상기업에 대해 더 이상 벤처캐피탈의 노력으로는 가치증대가 어렵거나, 적절한 시기라고 판단되는 경우 기업을 좀 더 넓은 일반적 투자자 기반에 공개하고, 벤처캐피탈은 그 동안 투자한 자금에 대한 수익을 획득하는 단계이다. 이를 통해 벤처캐피탈은 수익 뿐 아니라 새로운 자금조달을 위한 금전적 유동성을 확보하게 된다.

벤처캐피탈 산업의 정착과 발전을 위해서는 활성화된 투자회수시장의 존재가 필수적이며 이를 위해 정부의 노력이 반드시 요구된다. 벤처캐피탈 산업 및 벤처기업 활동이 활발한 국가는 주식시장을 중심으로 투자회수시장이 발달하였거나(미국, 영국 등), 외부의 투자회수시장을 적극 활용한 나라들(이스라엘, 아일랜드 등)이다.

22) 벤처기업가가 주장하는 낙관적인 전망을 수용하는 대신 그 전망치를 달성하지 못할 경우 벤처기업에 책임을 묻겠다는 취지로 도입된 방안이다. 즉 벤처기업이 원한다면 당장은 높은 값을 쳐주지만 향후(보통 2년 내지 3년 뒤) 벤처기업의 실적이 예측보다 못하여 기업가치가 떨어질 경우 이를 배상하여야 한다는 조항이다. 이 배상의 형태는 벤처기업인 소유 주식의 지분을 하락으로 이루어진다.

(Black and Gilson, 1998) 투자회수시장을 활성화하는 정책적 노력이 영향을 줄 수도 있고 아닐 수도 있으나, 시장의 존재 여부에 대해서는 정부가 중요한 역할을 함에 틀림없다.

또한 본 단계는 벤처기업과 일반 투자자가 폭넓게 접촉하는 단계이므로 정부의 제도적, 정책적 개입이 필요하다. 이전 단계에서는 벤처캐피탈이 정보 비대칭성을 해소하고자 하는 노력을 통해 전문화된 장치들을 마련하는 반면 주식시장에서 기업의 지분이 이전될 때에는 이와 같은 전문성이 부족하여 제도적인 보완이 필요한 것이다.

그리고 투자회수시장은 벤처캐피탈 산업 뿐 아니라 금융 및 자본시장의 전반적이고 포괄적인 시각으로 바라보아야 한다. 나라별로 가지는 독특한 금융시장 구조에 의해 벤처산업 및 벤처캐피탈 산업이 활성화 또는 침체될 수 있는 여지가 많으며(Black and Gilson 1998, Milhaupt 1997), 이는 단시일 내에 쉽게 바꿀 수 있는 문제는 아니다. 또한 벤처캐피탈 산업만을 위해 시장 구조를 변경하는 것도 바람직한 방향은 아니다. 따라서 뒤에 우리나라의 벤처캐피탈 현황을 살펴볼 때 언급되겠지만 우리나라의 경우 벤처기업의 M&A 시장이 활성화되지 못하고 있는 상황에서 정부 정책의 가능성과 한계를 명확히 인식할 필요가 있다.

이하에서는 특히 우리나라에서 크게 활용되고 있는 기업공개(IPO; Initial Public Offering)와 관련된 논의들을 살펴보고자한다.

1.3.1. 기업공개

기업공개와 관련된 시점이나 조건 등에 대하여 벤처캐피탈과 벤처기업 간에 이견이 있을 수는 있으나, 기업공개 자체는 두 주체 공동의 목표라 할 수 있다. 먼저 벤처캐피탈 입장에서는 기업공개 이외에 보다 나은 회수 대안이 있는가만 고려하면 될 뿐 기업공개는 투자자금의 회수를 위해 당연히 필요한 과정으로 인식되어 있다. 즉 벤처기업에 대한 투자는 기업공개를 통해 자금을 회수하는 것을 전제로 하고 있으며 도중에 M&A 등 다른 대안이 생겼을 경우에 기업공개와 비교하여 보다 나은 대안을 선택하는 것에 불과하다.

반면 그 동안 벤처기업 입장에서 기업공개가 바람직한가에 대한 장단점 논의가 있어왔다. 일반적으로 그 장점은 첫째, 신주발행을 통해 새로운 자본을 확보하고, 차후에도 필요에 따라 증자 등을 통해 새 자본을 획득할 수 있는 교두보가 될 수 있다. 둘째, 기존 대주주는 공개시장에서 자기 소유지분을 매각함으로써 투자했던 자본을 회수할 수 있다. 셋째, 공개기업이 됨으로써 기업의 인지도가 상승하고 이를 통해 보다 원활한 영업을 할 수 있다. 넷째, 공개기업은 증권당국 등의 검증을 거친

기업이므로 성공한 기업 또는 기반을 갖춘 기업이라는 의미를 내포하여 기업가의 명예가 상승한다. 마지막으로 벤처기업 종업원은 낮은 가격에 할당되었던 소유주식의 매각이나 스탁옵션의 행사를 통해 부를 획득할 수 있으므로 기업공개가 종업원에 대한 보상이 된다.

이와 반대로 벤처기업이 인식하는 기업공개 단점은 첫째, 기업의 이익을 일반 대중과 공유해야 한다는 점이다. 둘째, 정보공개 의무에 따라 기업의 비밀유지가 어려워진다. 셋째, 관련 법규에 따른 보고의무도 증가한다. 마지막으로 기업공개 자체가 비용이 많이 드는 활동이라는 점이다. (김필구, 2003)

기업공개가 언제 이루어지는 지에 대하여는 두 가지 설명이 있다. (김성현 외, 2001) 첫째, 벤처캐피탈이 더 이상의 투자를 원치 않는 경우 기업공개를 준비하게 된다. 이는 벤처기업이 요구하는 투자 규모가 지나치게 크기 때문이거나, 추가 투자를 통해 기대되는 수익률이 벤처캐피탈의 목표수익률에 비해 너무 낮기 때문일 수도 있다. 둘째, 시장을 통해 인정을 받을 수 있을 만큼 기업이 충분히 성장한 이후이다. 상대적으로 큰 기업에 대한 정보 비대칭성은 그 이전에 비해 크게 감소하였다고 간주할 수 있으며, 벤처캐피탈의 전문성을 통한 기업의 가치 증대도 한계에 도달하였다고 볼 수 있다.

이와 같은 경우 기업공개를 하기 위한 요건으로는 다음과 같은 것들이 있다. 첫째, 대중으로부터 신뢰받을 수 있는 이사회와 경영진을 확보하여야 한다. 둘째, 외부 감사를 거친 회계장부를 갖추어야 한다. 셋째, 회사 내·외부의 권리 및 의무관계를 명확히 하여야 한다. 마지막으로 직접 공개시장에 주식을 판매할 대리인(underwriter)이 필요하다. (김필구, 2003)

다음으로 이상의 시기와 요건에 부합하지 않고 시기적으로 서둘러 기업공개가 이루어지는 현상에 대한 설명으로 ‘업적 조기과시 현상’과 ‘저평가된 기업공개’에 대해 살펴보기로 한다.

(1) 업적 조기과시 현상 (grandstanding)

벤처캐피탈 투자회수에 있어 벤처캐피탈은 일반적으로 받아들여지는 기업공개 시기와 요건에 의해 적절한 기업공개보다 서둘러 기업공개를 하려는 유인이 있는 것으로 보는 견해가 있다. 새로운 벤처캐피탈회사는 업력이 긴 벤처캐피탈회사에 비해 더 일찍 기업공개를 하고자 한다. 이 때 벤처캐피탈리스트들은 공개 가능성이 높은 벤처기업을 선별하거나 만드는 데에 서로 다른 능력을 지녔다고 가정한다.

그러므로 자신의 능력을 표출하거나 포트폴리오 기업의 가치를 알리는 데 가장 효과적인 방법은 그 기업들 중 하나를 공개하는 것이다. 이와 같이 공개하려는 기업

의 수익률이 극대화될 수 있는 시기보다도 앞서 기업공개를 서두르는 현상을 ‘업적 조기과시 현상 (grandstanding)’이라 한다. 결과적으로 이와 같은 논의는 젊은 벤처캐피탈리스트나 신생 벤처캐피탈회사의 경우 덜 성숙된 기업을 공개할 가능성이 높다는 이론이다.

Gompers and Lerner(1999a)는 <표 2-5>에 나타난 바와 같이 업적 조기과시 현상 가설이 입증됨을 실증적으로 보여주고 있다. 즉 투자조합 하나만을 결성한 벤처캐피탈의 경우 두 개 이상의 투자조합을 결성한 벤처캐피탈에 비해 투자대상기업의 기업공개 당시의 평균 업력이 훨씬 짧음을 알 수 있다. 또한 이사회 참여 기간 역시 신생 벤처캐피탈이 짧았으며 후속 조합의 결성까지의 시간도 짧은 것으로 나타났다.

또한 업적 조기과시 현상 가설은 벤처캐피탈이 모집할 수 있는 자금의 규모와 그 회사가 공개시킨 벤처기업의 수 사이에 비례관계가 성립한다고 보고 있는데, 이에 따라 신생 벤처캐피탈의 경우 자금모집이 기업공개에 더욱 민감할 것이다.

<표 2-5> 신생 벤처캐피탈과 기존 벤처캐피탈이 지원한 기업공개 비교

	1차 조합만 갖는 벤처캐피탈	2차 이상의 조합을 갖는 벤처캐피탈	차이가 없음에 대한 p-값
IPO 당시 벤처지원을 받은 기업의 평균 업력(월)	31.6 [33.5]	53.5 [50.0]	0.001 [0.001]
평균 이사회 참여기간(월)	25.8 [30.0]	40.2 [40.0]	0.005 [0.005]
IPO부터 후속 펀드까지의 시간(월)	12.9 [6.0]	29.0 [24.0]	0.028 [0.001]
IPO 당시의 평균 저평가	0.185 [0.215]	0.078 [0.038]	0.004 [0.005]
평균공모규모 (1997년 달러가치)	37.2 [29.0]	36.9 [29.5]	0.949 [0.943]
관측 수	19	43	-

주 1) 표본은 1983년 8월 1일부터 1993년 7월 31일까지 두 기관투자자의 62개 벤처투자조합의 첫 번째 IPO로 구성되었음.

2) []안의 값은 중간값임.

자료: Gompers and Lerner(1999a)의 <Table 12-2> 일부분에서 발췌.

(2) 저평가된 기업공개 (IPO underpricing)

앞서 살펴본 바와 같이 신생 벤처캐피탈이 조기에 기업공개를 진행함으로써 초래되는 비용 가운데 하나는 기업가치가 매우 저평가되는(underpriced) 것이다.

Muscarella and Vetsuypens(1989)와 Ritter(1987)는 저평가를 기업공개 당시 실제

가치에 대한 불확실성으로 인해 기업이 감수하는 비용으로 인식하고 있다. 즉 신생 기업은 보다 많은 불확실성을 지니고 있기 때문에 기업공개 시 더욱 많이 저평가되는 것이다. 한편 Rock(1986)의 기업공개 모형에서는 기존의 기업은 오랜 이력을 갖추고 있어 정보의 비대칭성과 기업가치의 저평가 현상을 감소시킨다고 주장한다.

‘저평가된 기업공개 모형(IPO underpricing model)’은 저평가 현상을 기업의 질을 저하시키는 신호로 해석했다. (Welch 1989, Grinblatt and Hwang 1989, Allen and Faulhaber 1989) 이 때 기업 주변의 불확실성이 증가될수록 더욱 더 저평가된다.

한편 서둘러 기업공개를 진행하는 기업은 기업업력이 낮고 투자자들이 기업평가에 활용할 수 있는 정보가 많지 않아 저평가 현상이 더욱 심화된다. 따라서 신생 벤처캐피탈에 의해 공개된 벤처기업은 IPO 시 더욱 저평가 되며, 이러한 저평가는 결국 벤처캐피탈을 포함한 기존 주주로부터 새로운 주주로 부를 이전시키므로 벤처캐피탈에 손실을 가져온다. 이와 같이 업적 조기과시 현상과 기업의 저평가는 서로 깊은 관계가 있음을 알 수 있다.

2. 미국의 벤처캐피탈 현황

미국의 벤처캐피탈시장은 그 규모면에서나 역사적으로나 세계에서 독보적인 위치를 차지하고 있으며, 미국 경제의 큰 축으로 자리매김하고 있다. 대부분의 벤처캐피탈 회사는 민간주도로 이루어지고 있으며, 특히 우리나라의 창투사와 유사한 SBIC (Small Business Investment Company) 프로그램을 정부 지원 하에 운영하고 있다.

미국의 민간 벤처캐피탈의 역사는 1946년 하버드대학 비즈니스스쿨의 교수였던 George Doriot에 의해 세워진 America Research & Development (AR&D)를 그 효시로 벤처캐피탈 투자활동이 하나의 산업으로 뿌리를 내리고 발전하기 시작했다. 한편 아이젠하워 대통령 시절 미행정부가 의회를 설득하여 중소기업투자법(Small Business Investment Act of 1958)을 제정하며 벤처캐피탈 업계에 획기적인 전기가 마련되는데, 동법의 제정과 더불어 미 연방정부가 15만달러를 투자하여 SBIC를 설립하고자하는 개인이나 기관에게 중소기업청(SBA; Small Business Administration)이 설립인가와 함께 지원을 하게 된다.

이후 1960년대까지는 미국 벤처캐피탈의 태동기로 볼 수 있으며 1970년대에는 석유위기(oil shock)와 더불어 벤처캐피탈 산업도 불황을 겪게 된다. 그러나 1971년 NASDAQ이 출범하며 전환기를 맞게 되고 1972년에는 미국 벤처캐피탈협회(NVCA; National Venture Capital Association)가 결성되었다. 이는 이미 1958년에 조직되어 활동하던 미국 SBIC협회(NASBIC; National Association of Small Business Investment Companies)와 별도로 벤처캐피탈 산업이 정부의 지원과 보호 아래 소수의 활동으로 존재하는 것이 아니라 독립적인 민간 산업임을 확인한 계기라 할 만 하다. 이후 1979년에는 소위 'Prudent Man Rule'의 발효라 일컬어지는 퇴직자수입안정법(ERISA; Employee Retirement Income Security Act)의 개정을 통해 연금의 신탁책임을 경감하고 보다 위험이 수반되는 자산운영도 가능하도록 연금운용의 신축성을 높여주었다. 이에 따라 연금의 벤처캐피탈 투자가 가능해졌으며 현재까지도 연금은 벤처캐피탈의 가장 큰 자금출자자로 활동하고 있다. (5.2절 참조)

이 후 1980년에 중소기업투자촉진법(Small Business Investment Act)이 제정되며 벤처캐피탈은 투자전문가가 아닌 기업개발기업으로 정의되었다. 이에 따라 SEC에 등록할 의무가 없어지고 보고 의무도 경감되어 보다 자유로운 활동이 보장되었다. 한편 1981년 경제회복을 위한 세법(Economic Recovery Tax Act)이 제정되며 개인의 자본이득세율이 28%에서 20%로 낮추어져 벤처캐피탈에 우호적인 방향으로 정책이 입안되었다. 1980년대에는 이와 같이 벤처캐피탈에 대한 풍부한 자금공급과 상호경쟁을 통해 벤처캐피탈 산업이 성숙·발전되어 갔다.

1990년대 이후에는 벤처캐피탈 산업이 IT혁명과 더불어 매우 큰 성장세를 보였

으며 대형화되어가는 추세를 보였다. 그러면서 일반투자자입장에서 벤처캐피탈회사 또는 벤처캐피탈리스트에 대한 정보가 점점 더 불완전해져가는 양상을 보이며 벤처캐피탈에 투자하기 위한 펀드인 모태펀드도 등장하게 되었다. 또한 벤처기업의 수도 폭발적으로 증가하여 벤처캐피탈조합과 벤처기업을 연계해주는 중개인(intermediary)도 나타났다. 2000년 NASDAQ의 폭발적인 활황과 더불어 벤처캐피탈에 거품이 생겼다는 우려가 있는 후, 현재에 이르러서는 개인이 직접 벤처캐피탈 투자를 실행하는 엔젤 투자는 거의 사라지고 개인의 대부분은 벤처캐피탈펀드에 출자하는 간접투자형태로 정착하게 되었다.

2.1. 미국의 민간 벤처캐피탈

2.1.1. 미국 민간 벤처캐피탈의 자금조달

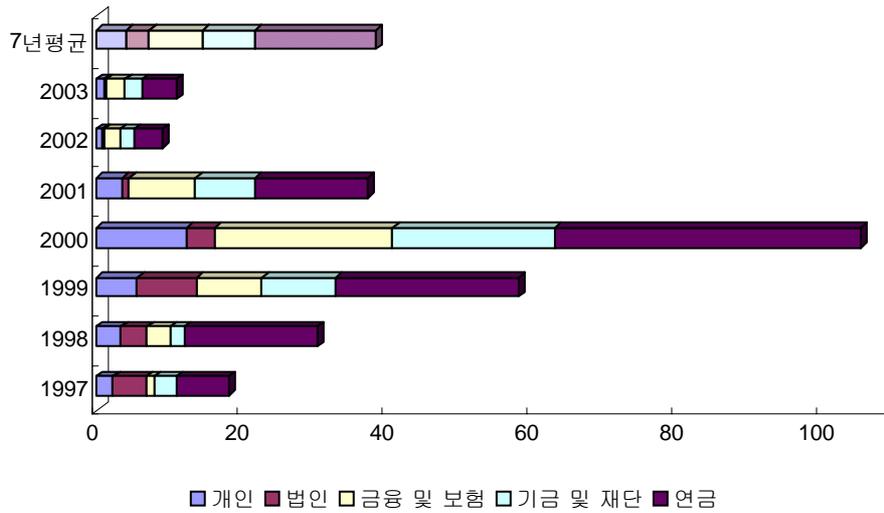
미국 벤처캐피탈 조합원 출자규모의 최근 현황을 살펴보면 <표 2-6> 및 <그림 2-5>와 같다. 먼저 총출자금액이 2000년까지 꾸준히 증가하다가 2001년부터는 감소한 추이를 보였는데, 이는 우리나라와 마찬가지로 2000년 당시 정보통신 관련 산업에 대한 관심의 급증에 의한 NASDAQ 시장의 활황에 따른 결과라 할 수 있을 것이다. 한편 2002년 및 2003년에는 출자규모가 예년에 비해 크게 감소하였음을 알 수 있다.

<표 2-6> 미국 벤처캐피탈 조합원 자금조달 현황

(단위: 10억\$)

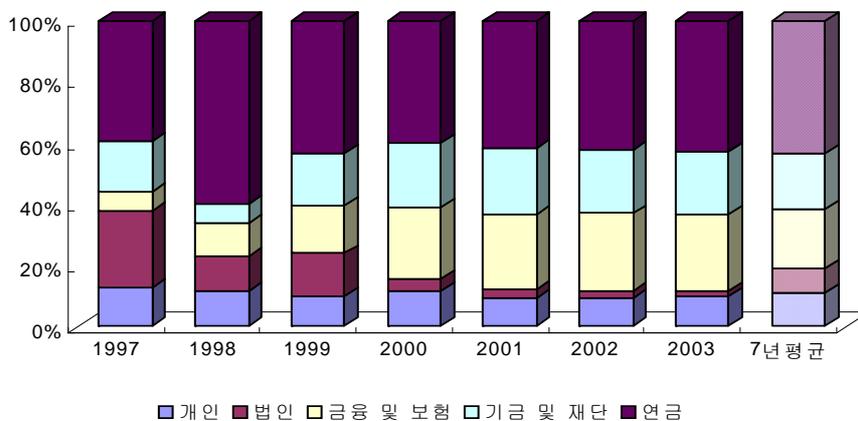
연도	1997	1998	1999	2000	2001	2002	2003
개인	2.27	3.44	5.59	12.44	3.51	0.82	1.07
법인	4.60	3.61	8.26	3.90	0.97	0.21	0.21
금융 및 보험	1.14	3.15	9.02	24.56	9.15	2.31	2.71
기금 및 재단	3.03	1.92	10.01	22.25	8.14	1.89	2.25
연금	7.20	18.30	25.31	42.28	15.57	3.82	4.72
계	18.24	30.42	58.18	105.43	37.34	9.05	10.96

자료: NVCA(2004)



<그림 2-5> 미국 벤처캐피탈 조합원 출자규모 (단위: 10억\$)

<그림 2-6>에서는 미국 민간 벤처캐피탈 조합원의 구성비율을 살펴보았다. 우리나라 창투조합의 조합원 구성을 나타내는 <그림 3-19>와 가장 큰 차이점은 연기금의 비중이 매우 크다는 점이다. (연금 약 40%, 연기금합계는 약 60%) 이는 1979년 미국의 퇴직자수입안정법(ERISA; Employee Retirement Income Security Act)을 개정하여 연기금의 벤처캐피탈 투자를 허용한 소위 ‘Prudent Man Rule’의 발효 이후, 연기금이 벤처캐피탈 자금출자의 상당부분을 담당하고 있음을 보여주는 것이다. 한편 기업 등 법인의 출자비중이 꾸준히 감소하는 반면 금융 및 보험의 비중은 증가하고 있음을 알 수 있다.



<그림 2-6> 미국 민간벤처캐피탈 조합원 구성 현황

미국 벤처캐피탈 면담자료 : 펀드 조성, 출자자와의 관계

국내에서도 유한회사 형태의 투자조합(LLC)를 도입하고자 하는 시점에서 원활한 자금조달과 펀드조성은 벤처캐피탈산업을 활성화하는데 있어서 가장 중요한 관건으로 떠오르고 있다. 여기서는 실리콘밸리에 위치한 4개 벤처캐피탈에 대한 면담조사 결과를 바탕으로 펀드조성 방법과 책임조합원(GP)와 출자자(LP)간의 상호 신뢰성을 살펴보고자 한다.

실리콘 밸리에서도 자금조달은 가장 어려운 과업중의 하나이다. 특히, 처음으로 창업한 벤처캐피탈은 자신의 펀드운영 실적, 즉 track record를 출자자들에게 입증하기 전까지는 개인의 능력만으로 자금을 조달하여 펀드를 결성하는 것은 매우 어렵다. 이에 따라서 처음으로 창업한 벤처캐피탈은 주로 SBIC를 통해 정부로부터 지원을 받던가, 해외로부터 자금을 출자 받아서 실적을 쌓은 후 이를 바탕으로 track record를 만들어서 현지에서 출자 받는 형태가 다반사였다.

후자의 예로써는 우리가 방문한 A Venture가 대표적인 예로써 한국의 동양창투(주)가 전액 출자하여 1호 펀드를 1996년 결성하였다, 이 회사의 두 번째 펀드는 동양창투와 Deutsche Bank와 하버드 대학 재단에 의해 결성되었으며, 이 두개 펀드의 운영 경험을 통해 형성된 track record를 바탕으로 세 번째 펀드를 결성할 수 있었다.

벤처캐피탈을 처음으로 창업한 벤처캐피탈리스트가 비교적 손쉽게 펀드를 결성하는 예도 살펴볼 수 있다. 우리가 방문한 Storm Venture는 2000년 처음 창업하였음에도 불구하고, 과거 벤처기업을 창업하여 나스닥에 상장시킨 경험이 있는 파트너가 벤처캐피탈을 주도적으로 창업함으로써 부족한 track record를 보완하고 성공적으로 자금조달에 성공할 수 있었다.

일반적으로 실리콘밸리의 벤처캐피탈리스트들은 뉴욕 등 연기금, 보험 등이 밀집한 동부지역에서 투자 컨퍼런스를 개최하여 자금을 조달하며, 약 1년간의 기간이 소요된다. 자금의 출자자들은 투자 컨퍼런스 또는 개인적인 면담을 통하여, 자신이 운용하고 있는 기금 중 일부(예를 들면, CalPERs의 경우 자산 1,500억불 중 약 1%에 해당하는 15억불)를 벤처캐피탈에 출자한다. 벤처캐피탈리스트와 출자자(또는 기금운용자)간에는 장기적인 신뢰를 바탕으로 상호관계를 형성하는데, 이른바 Capital Call 방식으로 전개되는 투자자금 조달에 있어서 출자자는 벤처캐피탈리스트로부터, 매 분기별로 e-mail를 통해 투자 리포트를 제공받고, 해당 벤처캐피탈과 관계를 끊기 전까지는 항상 Capital Call에 응하도록 되어있다.

실제로, 면담 사례중 한 벤처캐피탈은 싱가포르 투자공사의 자산운용사가 일 반조합원(LP)로 참여한 적이 있었는데, 1-2차 라운드까지는 Capital Call에 응 하다가 3차 라운드에서 Capital Call에 응하지 않고 이탈함으로써 벤처캐피탈의 투 자를 곤란하게 만든 적이 있었다. 이후 해당 펀드에서 높은 수익을 얻게 되자, 2 차 펀드 조성에 참여하겠다고 요청하였지만, 해당 벤처캐피탈은 거절한 사례가 있었다.(이후 싱가포르 수상의 미국 방문시 해당 벤처캐피탈에 화해를 요청하였 지만, 이마저도 거절당한 바 있다.) 이렇듯 실리콘 벨리에서 벤처캐피탈리스트는 평생직업으로 자신의 성실과 신뢰를 출자자들에게 제공하기도 하지만, 출자자 역시 해당 벤처캐피탈리스트에 대한 신뢰를 바탕으로 출자하고 자금 운용을 위임하는 관계를 형성하고 있다.

2.1.2. 미국 민간 벤처캐피탈 투자 현황

본 소절에서는 미국 민간 벤처캐피탈의 투자현황을 살펴보기로 한다. 특히 업종별 및 투자대상기업의 성장단계별 투자가 어떻게 이루어지고 있는지를 알아본다.

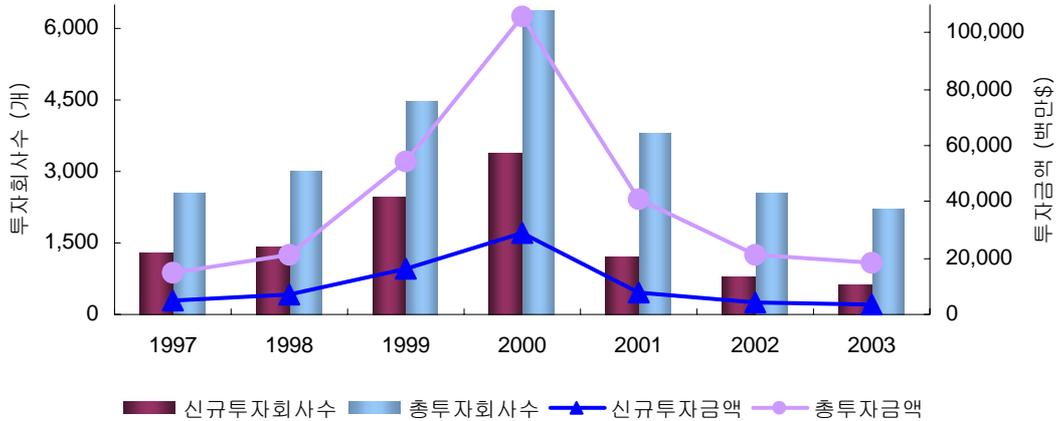
먼저 전체적인 투자규모를 알아보면 <표 2-7> 및 <그림 2-7>에 나타난 현황은 앞 소절에서 조사된 바와 유사한 추이를 보였다. 즉 2000년을 정점으로 신규 및 총투자 전변에 걸쳐 투자회사의 수 및 투자금액이 모두 감소하는 경향을 보인 것이다.

<표 2-7> 연도별 미국 벤처캐피탈 투자회사 및 규모현황

(단위: 개, 백만\$)

연도	신규투자		추가투자		총투자	
	회사수	금액	회사수	금액	회사수	금액
1997	1,295	4,723.2	1,456	10,056.6	2,542	14,779.8
1998	1,425	7,301.9	1,805	13,942.5	2,984	21,244.4
1999	2,455	16,079.1	2,435	38,360.8	4,444	54,439.9
2000	3,379	29,159.5	3,700	76,693.7	6,384	105,853.2
2001	1,200	7,526.2	2,778	33,054.8	3,798	40,581.0
2002	793	4,354.4	1,865	17,066.1	2,544	21,420.5
2003	624	3,301.7	1,702	14,773.1	2,227	18,074.8

자료: NVCA(2004)



<그림 2-7> 미국 민간 벤처캐피탈 투자현황

미국 벤처캐피탈 면담자료 : 벤처캐피탈의 투자 전략

미국의 경우 벤처캐피탈은 초기단계 투자 또는 후기단계 투자에 집중하는가에 따라서 투자전략과 원칙, 조직구성 등의 면에서 차별화되고 있으며, 벤처캐피탈간 분업구조가 형성되어 있다. 우리가 방문한 실리콘밸리 소재 4개의 벤처캐피탈은 초기단계 투자에 집중하고 있으며, 면담을 통하여 다음과 같은 현상을 파악하였다.

초기단계 투자에 집중하는 벤처캐피탈은 반드시 lead investor로서 또는 initial investor로서 1차 라운드에 투자한다. 이 경우 lead investor로서 1차 라운드에 투자하는 경우 2차, 3차 라운드 투자에 반드시 참여한다는 것을 의미한다.

만약 lead investor가 1차 라운드에 투자하고 2차 라운드에서 투자를 하지 않는다면 해당 벤처캐피탈은 기회주의적 투자 업체로 낙인 찍히게 되고 이는 향후 우수한 벤처기업의 투자 유치 회피대상이 된다. 따라서 펀드 결성시 벤처캐피탈과 출자자들은 약정서에 1차 라운드 후 2차, 3차 라운드 투자를 위한 예비금액(reserve)에 대한 세세한 규정을 미리 설정하고 있다. 여기서 lead investor란 초기단계 벤처기업에 투자하면서 회사의 경영권을 장악하거나 투자기업 이사회에서 지배적인 위치를 확보하는 것을 의미한다. 2차, 3차 라운드 투자에서 lead investor의 역할이 무엇보다 중요한데, 1차 라운드 투자보다 많은 자금을 필요로 하는 2차, 3차 투자에서 충분한 자금 조달을 위해서는 여타 벤처캐피탈의 참여가 반드시 필요하며, 이 경우 lead investor의 평판이 중요한 요인으로 작용한다. 한편, 초기단계 투자에 주력하는 벤처캐피탈의 경우 재무적인 심사가 필요없기 때문에 별도의 직원(associate 또는 principle)없이 파트너로만 구성된다.

심사가 필요없기 때문에 별도의 직원(associate 또는 principle)없이 파트너로만 구성된다.

한편, 2차, 3차와 같이 후기 라운드(시제품 생산 또는 생산 및 매출 발생 단계)에만 주력하는 벤처캐피탈도 다수 존재하는데, 이러한 역할은 주로 기업 자회사형 벤처캐피탈(CVC)가 담당한다. 후기 단계에 참여하는 벤처캐피탈의 경우 lead investor를 보완하는 투자자로서 지분투자 및 이사회에 참여하며, 경영지배의 권한은 반드시 1차라운드의 투자자인 lead investor에게 양보한다. 후기단계 투자는 이른바 기업의 현재가치 평가와 같은 재무/매출 분석을 필요로 하며, 이에 따라서 파트너 외에도 다수의 직원(associate)이 존재하게 된다.

(1) 업종별 투자현황

미국 민간 벤처캐피탈의 업종별 투자현황은 <표 2-8>와 같이 조사되었다. 2003년 말 현재 통신 및 컴퓨터 소프트웨어가 차지하는 비중이 가장 크며, 생명공학과 의료 관련산업에 대한 투자액이 그 뒤를 이었다.

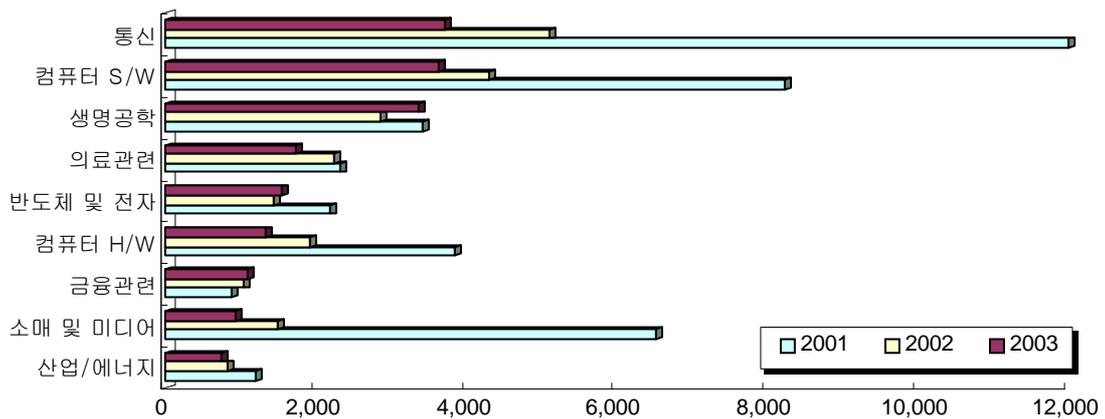
<표 2-8> 미국 민간 벤처캐피탈 업종별 투자현황

(단위: 개, 백만\$)

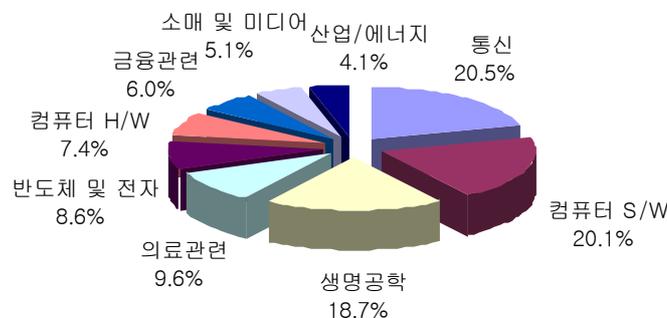
		2001년		2002년		2003년	
		회사수	금액	회사수	금액	회사수	금액
총투자	통신	716	12,004.5	461	5,093.9	350	3,708.6
	컴퓨터 S/W	874	8,238.1	652	4,312.5	589	3,631.5
	생명공학	252	3,418.6	249	2,858.3	254	3,371.7
	의료관련	272	2,323.4	232	2,230.1	228	1,729.6
	반도체 및 전자	187	2,190.0	143	1,440.2	169	1,555.7
	컴퓨터 H/W	401	3,855.3	222	1,931.0	211	1,329.1
	금융관련	125	872.3	161	1,033.6	151	1,078.9
	소매 및 방송	780	6,511.2	268	1,500.8	167	928.9
	산업/에너지	191	1,205.2	126	823.8	108	740.8
총투자 계		3798	40,618.6	2,514	21,224.2	2,227	18,074.8
신규투자	통신	243	1,910.8	91	535.6	54	236.7
	컴퓨터 S/W	261	1,495.3	209	872.1	156	691.0
	생명공학	95	754.1	106	736.4	71	461.9
	의료관련	68	297.1	69	398.4	72	314.0
	반도체 및 전자	65	491.9	44	288.2	63	358.4
	컴퓨터 H/W	109	598.7	49	335.4	64	310.7
	금융관련	58	337.3	52	279.2	34	258.3
	소매 및 방송	166	881.2	74	377.2	58	356.7
	산업/에너지	107	616.6	71	515.3	52	314.0
신규투자 계		1,172	7,383.0	765	4,337.8	624	3,301.7

자료: NVCA(2002, 2003, 2004)

<그림 2-8>는 업종별 총투자잔액을 2003년 기준 내림차순으로 정리한 것이다. 총 투자잔액이 2001년에 비해 2002년 및 2003년에 크게 감소 (2002년과 2003년은 각각 2001년의 52% 및 44%임)하여 <그림 2-8>에서 보는 바와 같이 대부분의 업종에서 총투자금액이 감소하였음을 알 수 있다. 그러나 전체투자금액 중 해당 업종이 차지하는 투자비중을 살펴보면, 생명공학 및 의료관련 산업에 대한 투자가 2002년과 2003년에 그 투자비중이 크게 늘어난 상황이며, 특히 금융관련(business and financial) 업종에 대한 투자비중이 매우 크게 증가하였음을 알 수 있다. 반면 소매 및 미디어 관련 업종에 대한 투자비중은 감소한 것으로 나타났다. 이는 우리나라에서 영화 및 공연에 대한 프로젝트 투자가 많은 비중을 차지하는 것과 대조적인 현황임을 알 수 있다. <그림 2-9>에 나타난 바와 같이 2003년 말 현재 미국 민간 벤처캐피탈의 업종별 투자잔액은 대체적으로 고르게 분포하고 있는 것으로 나타났다.

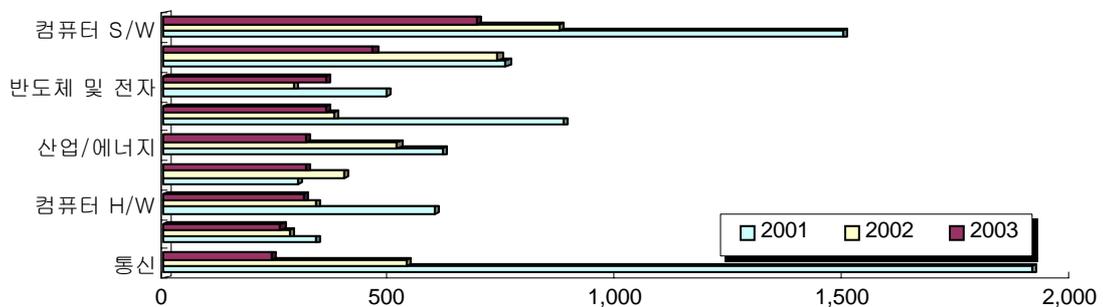


<그림 2-8> 미국 민간 벤처캐피탈 업종별 투자잔액 규모 (단위: 백만\$)

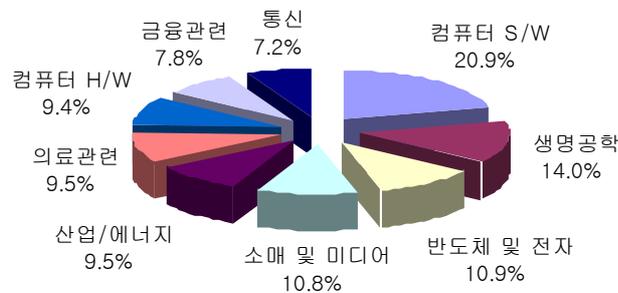


<그림 2-9> 2003년 현재 미국 민간 벤처캐피탈 업종별 투자잔액 구성

한편 업종별 신규투자금액을 2003년 기준 내림차순으로 정리한 <그림 2-10>에 의하면, 2003년의 경우 총투자잔액과는 달리 컴퓨터 소프트웨어에 대한 신규투자비중이 가장 크게 나타났으며 그 뒤를 생명공학, 반도체 및 전자산업, 소매 및 미디어, 산업 및 에너지 (industrial and energy) 관련 업종이 잇고 있다. 2002년과 2003년의 신규투자규모는 2001년 대비 59%와 45% 수준이다. 이에 비추어보아 의료관련 산업 및 금융관련 산업에 대한 신규투자비중은 크게 늘었으며, 특히 통신업종에 대한 신규투자가 크게 줄었음이 눈에 띈다. 한편 <그림 2-11>에 의하면 2003년 말 기준 미국 민간 벤처캐피탈의 업종별 신규투자금액은 투자잔액 현황보다 더욱 고른 분포를 보임을 알 수 있다.



<그림 2-10> 미국 민간 벤처캐피탈 업종별 신규투자 규모 (단위: 백만\$)



<그림 2-11> 2003년 현재 미국 민간 벤처캐피탈 업종별 신규투자금액 구성

(2) 기업단계별 투자현황

미국의 기업단계 구분 정의는 아래 <표 2-9>와 같이 구분할 수 있다. 먼저 발아 단계는 엔젤투자자의 역할이 강조되는 단계로 시장조사를 통해 사업계획을 구상하고 연구 및 개발부서에서 제품개발을 수행하며 경영진을 구성하는 단계이다. 이 단계의 투자규모는 기업성장단계 중 가장 작다. 한편 본격적인 사업에 착수하는 시기인 창업단계는 보통 약 100만 달러 수준의 투자가 이루어지며 엔젤투자자와 벤처캐피탈회사가 모두 관심을 가지는 단계이다.

이후 드디어 제품을 출시하고 기업의 소유 및 지배구조를 분명히 하는 초기단계의 마지막 단계에서는 대략 500만 달러 수준의 투자가 이루어지며, 이 단계가 벤처캐피탈리스트의 네트워크가 가장 중요시되는 시점이다. 즉 벤처캐피탈리스트는 기업 내부경영 뿐만 아니라 마케팅 등 사업의 성공을 위한 전반적인 경영 지원수단을 사용하게 되는데 이 단계에서 이와 같은 지원이 가장 필요하기 때문이다. 이상의 초기단계 벤처기업들은 대부분 이윤이 나지 않는 경우가 일반적이다.

제품개발이 완료되고 출시까지 이루어진 후, 생산 및 출하가 증가하는 시기인 확장단계에 이르면 기업은 시설투자를 늘리고, 유통망을 확충하는 등 운전자본 수요가 증가하게 되고 이에 따라 여전히 적자를 보고 있는 기업도 상당수 존재한다. 이와 같은 운전자본을 공급해주는 역할을 벤처캐피탈이 담당하게 되며, 벤처기업 입장에서는 기존에 기술의 성공가능성 및 사업성 등을 내세워 투자를 유치하던 것에서 탈피, 전략적인 투자유치를 시작한다. 즉 이미 어느 정도 존재의 유효성을 인정받았기 때문에 기술제휴나 시장확보 등 기업에 유리한 조건을 제시하는 벤처캐피탈자금을 유치하고자 한다.

후기단계에서는 대부분의 기업들이 양의 현금흐름(cash flow)을 보여 수익을 내며, 투자자금은 기업의 안정적인 재무구조를 확보하는데 소요된다. 따라서 기술에 대한 가치평가와 같은 기준보다는 금융 및 재무관련 기준에 의해 투자가 이루어지는 경우가 많아 금융전문가 출신 벤처캐피탈리스트들이 주로 투자심사에 참여하게 된다. 그 이후 연계자금조달(bridge financing)단계에서 벤처캐피탈은 앞으로 6개월에서 1년 사이에 상장될 기업에 필요한 자금을 조달해주는 역할을 담당한다. 이 단계에서는 기업의 구조조정(restructuring)도 수반된다.

<표 2-9> 벤처기업성장단계

		투자규모	기업활동	벤처캐피탈 관련
초기	발아단계	10만~25만\$	제품개발, 시장조사, 사업계획, 경영진 구성	엔젤투자위주
	창업단계	500만\$ 이하 (보통 100만\$ 수준)	사업착수, 설립 후 약 1년 이내	엔젤 및 벤처캐피탈투자
	기타초기단계	1,000만\$ 이하 (보통 500만\$ 수준)	제품상용화, 기업소유구조확립	벤처캐피탈의 네트워크가 가장 중요
확장기		1,000만\$ 이상	제품생산 및 출하증가 시설투자확대, 유통망 확충	전략적 투자 중심으로 전환
후기	후기	1,000만\$ 이상	안정적 재무구조확보, 양의 현금흐름	금융전문가 출신 벤처캐피탈리스트 중심
	연계자금조달 단계	일정치 없음	향후 6개월에서 1년 사이에 상장	구조조정 동반

자료: 김필구(2003) 및 NVCA(2004).

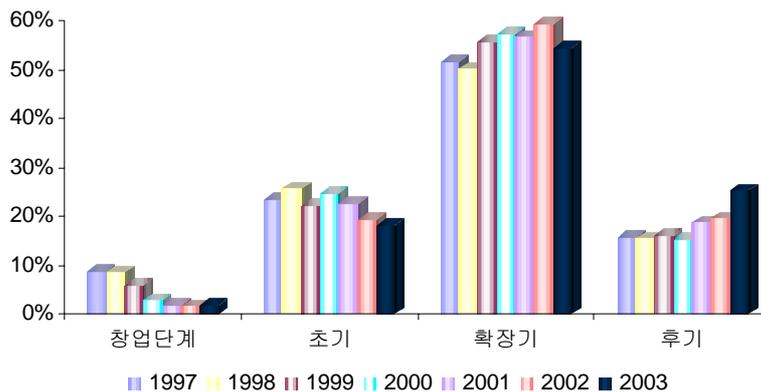
이와 같은 기준에 의해 그 투자규모를 분류하여 정리한 것이 <표 2-10>와 <그림 2-12>이다. 이에 따르면 확장기에 대한 투자규모가 가장 많았던 것으로 조사되었으며, 초기, 후기에 이어 창업단계 투자금액이 가장 적었던 것으로 나타났다. 앞서 살펴본 바와 같이 창업단계에 대한 투자는 그 단위금액도 작고 엔젤투자자들이 일부 영역을 담당하고 있기 때문에 규모가 작은 것임을 알 수 있으나 1997년 이래 꾸준히 감소하는 경향을 보였음에 주목할 필요가 있다. 이와 더불어 초기단계투자도 감소세인 반면 후기단계 투자규모는 꾸준히 증가하는 양상을 보였다. 2003년의 경우 확장단계 투자규모는 전체 투자규모의 약 55%에 해당하며 후기단계 투자가 25%, 초기단계 투자는 18%를 차지했고 창업단계 투자규모는 전체의 2%에 불과했다.

<표 2-10> 미국 민간 벤처캐피탈 기업단계별 투자규모 현황

(단위: 백만\$)

	1997	1998	1999	2000	2001	2002	2003
발아 및 창업단계	1,315.2	1,824.4	3,319.6	3,028.2	766.8	352.1	354.3
초기	3,483.4	5,467.1	1,2065.3	2,6078.9	9,192.9	4,160.7	3,300.6
확장기	7,639.4	1,0658.4	3,0252.9	6,0515.1	2,3001.2	1,2690.2	9,844.2
후기	2,341.8	3,294.5	8,802.1	1,6231.1	7,620.1	4,217.5	4,575.6
계	1,4779.8	2,1244.4	5,4439.8	1,05853.2	4,0580.9	2,1420.5	1,8074.7

자료: NVCA(2004)



<그림 2-12> 미국 민간 벤처캐피탈의 기업단계별 투자비중 현황

미국 벤처캐피탈 면담자료 : 투자대상의 발굴, 심사

(투자대상의 발굴)

연구팀이 면담한 미국 벤처캐피탈은 파트너가 4-5명 정도이고, 조성된 펀드의 규모가 1억불 내외인 실리콘밸리의 전형적인 초기투자 벤처캐피탈이었다.

이들 벤처캐피탈리스트에게는 매일 1-2건 정도의 투자 추천이 의뢰되고 있으며, 파트너당 1년에 약 5백건의 투자 추천을 의뢰 받게된다. 이들은 하나같이 벤처캐피탈리스트의 개인적 네트워크를 통해 소개 받은 벤처 또는 예비벤처들이다.

일반적으로 벤처캐피탈의 파트너들은 하루 업무 시간 중 약 50%를 새로운 투자대상의 발굴·심사·투자에 사용하며, 30%는 투자기업의 경영지원, 그리고 나머지 15% 정도를 미래 시장의 비전(5년 후)을 파악하기 위한 컨퍼런스, 전시회 등에 참여하여 지식과 정보를 획득하는데 사용한다. 따라서 벤처기업이 개인적으로 찾아오는 투자건에 대해서는 시간을 할애할 시간도 없고 할애하지도 않는다. 벤처캐피탈의 파트너들이 추천받은 500백건 중 정밀 조사까지 이르는 경우는 그 1/4인 100건 정도에 불과하며, 이중 투자결정이 이루어지는 사업계획은 매년 파트너 1인당 1.5건 정도에 불과하다. 즉, 4인의 파트너로 이루어진 벤처캐피탈이 1년 신규투자자는 6건 정도에 불과하다는 것이다. 하지만, 실리콘밸리에 약 200개의 벤처캐피탈이 있다고 볼 때, 동 지역에서만 이루어지는 신규투자자는 연간 1,000건~1,500건 정도에 달하는 것으로 추정할 수 있다.

(심사과정)

신규투자자를 고려하는 하나의 투자건수는 원칙적으로 1명의 파트너가 전담하지만, 투자를 결정하는 시점에서는 모든 파트너가 상호합의와 동의를 통해 의사결정이 이루어지며, 투자대상 기업에 대한 심사과정은 다음과 같다.

우선, 창업자와 창업팀의 인적구성을 평가한다. 창업자의 경험과 실패/성공의 경력, 그리고 관련 분야의 근무 경력을 평가하고, 필요시 과거 근무 직장에 연락해서 창업자의 성격, 스타일, 철학 등에 이르기까지 대부분의 사항을 파악한다.

두 번째, 제시하는 시장의 성장가능성을 평가한다. 1차 라운드 투자 이후 3~7년 사이에 투자금액 대비 10배 수익을 거둘 수 있을 때만 투자가치가 있는 것으로 평가한다. 이 경우 니치마켓 제품은 관심이 없고, 주력 시장 제품에서 성장가능성이 있을 때만이 투자 성공을 보장할 수 있는 것으로 평가한다.

셋째, 기술적 측면에서 혁신성 및 경쟁력을 평가한다. 기술의 혁신성이나 경쟁력은 적어도 해당 업계에서 상위 10위에는 들어가는 기술이어야 하지만 투자가 결정된다.

2.1.3. 미국 민간 벤처캐피탈 회수현황

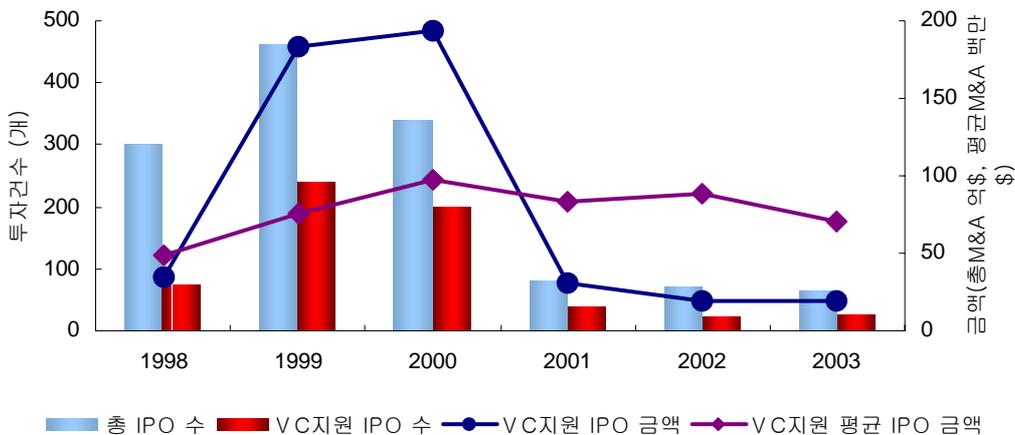
미국 벤처캐피탈은 그 자금회수시장이 NASDAQ 시장의 상장을 통한 수입금회수 및 M&A를 통한 회수의 두 가지 경로로 크게 구분된다. M&A 시장이 활성화되지 않은 우리나라와 달리 미국의 경우 2003년 기준으로 M&A를 통한 회수규모가 상장을 통한 회수규모보다 약 4배에 해당할 정도로 M&A가 주된 회수 경로임을 알 수 있다.

<표 2-11> 미국 민간 벤처캐피탈 지원 IPO 현황

연도	1998	1999	2000	2001	2002	2003
전체 IPO 수	301	461	340	81	71	63
벤처캐피탈 지원 IPO 수	73	241	199	37	22	27
벤처캐피탈 지원 IPO의 비율	24.3%	52.3%	58.5%	45.7%	31.0%	42.9%
벤처캐피탈 지원 IPO 금액 (백만\$)	총금액 3,515.4	18,355.5	19,343.0	3,088.2	1,940.7	1,892.7
평균금액	48.2	76.2	97.2	83.5	88.2	70.1

자료: NVCA(2004)

<표 2-11>는 미국 민간벤처캐피탈이 지원한 신규상장현황을 나타낸다. NASDAQ 시장에 신규상장하는 기업들 중 벤처캐피탈 지원이 수반된 신규상장이 차지하는 비율은 1998년~2003년 평균 약 42.5%였으며 2003년에는 43%를 차지할 정도로 NASDAQ 시장에서 벤처캐피탈의 역할이 매우 중요함을 알 수 있다. 이는 역으로 NASDAQ 시장 상황이 벤처캐피탈업계에 미치는 영향 역시 지대하다는 것으로도 해석할 수 있다.



<그림 2-13> 미국 민간 벤처캐피탈 관련 IPO 현황

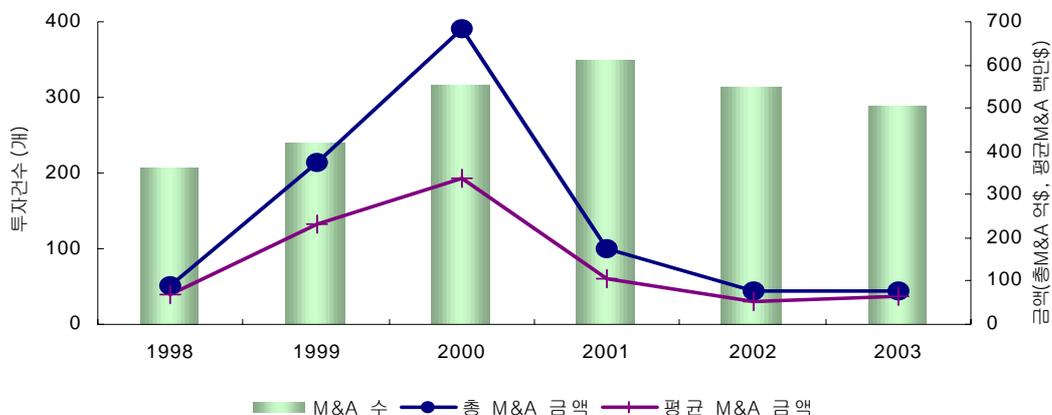
<그림 2-13>에 의하면 전체 및 벤처캐피탈이 지원하는 경우 모두에 대해 1999년을 정점으로 연간 NASDAQ 시장 상장규모가 점차 감소하는 경향이 나타났으며, 특히 2001년부터 그 규모가 크게 줄었음을 알 수 있다. 한편 금액을 살펴보면 벤처캐피탈 지원 신규상장금액이 199년과 2000년에 매우 크게 나타났다가 2001년부터 큰 폭으로 줄어들었다. 그러나 평균상장금액은 큰 변화가 없는 것으로 나타났다. 이는 조사된 기간에서 상장된 기업들의 규모가 대동소이하다는 의미로 해석될 수 있을 것이다.

한편 미국 민간 벤처캐피탈과 관련된 M&A 현황을 살펴본 것이 <표 2-12>과 <그림 2-14>이다. 이에 따르면 벤처캐피탈이 지원한 M&A의 수는 2001년을 정점으로 감소세를 보이고 있으며, M&A의 총금액 및 평균금액은 2000년을 정점으로 감소하고 있는 경향을 나타냈다. 이와 같은 금액의 변화 추이는 다시 NASDAQ 시장의 상황과 관련이 깊을 것으로 판단된다. 즉 M&A 시 그 가치평가의 비교대상(reference)이 되는 NASDAQ 상장 기업의 가치가 높게 평가되어있던 2000년 당시에는 M&A의 평가금액도 높게 책정되었을 것이며, NASDAQ 거품이 걷힌 그 이후에는 M&A 금액도 함께 낮게 평가되었을 것이다.

<표 2-12> 미국 민간 벤처캐피탈 지원 M&A 현황

연도	1998	1999	2000	2001	2002	2003	
벤처캐피탈 지원 M&A 수	206	239	316	350	314	289	
금액 (백만\$)	총금액	8,922.5	37,479.8	68,353.1	17,660.7	7,830.9	7,701.8
	평균금액	68.6	231.4	338.4	107.0	52.2	63.1

자료: NVCA(2004)



<그림 2-14> 미국 민간벤처캐피탈 M&A관련 현황

미국 벤처캐피탈 면담자료 : 경영지배와 투자회수

(경영지배)

앞서 미국 벤처캐피탈의 투자전략에서 살펴보았듯이, 초기단계 벤처기업에 투자하는 벤처캐피탈은 원칙적으로 이사회에 참여를 통하여 경영을 지배한다. 일반적으로 경영지배는 i) 투자기업의 moral hazard 방지를 위한 모니터링, ii) 경영지원을 통한 기업가치의 창출(value add) 목적으로 수행된다. 즉, 경영지배는 투자가 결정되고 난 이후, 벤처기업을 상장 또는 M&A를 통하여 투자자금을 회수하기 위한 벤처캐피탈리스트의 기본적인 역할과 기능으로 이해되고 있다. 일반적으로 lead investor는 초기투자를 통하여 이사회를 지배하기 위해서 지분의 20~40%를 확보하고, 매월 또는 격월로 개최되는 이사회에 참여하여 창업자로부터 사업계획 및 경과를 보고받고, 적절한 자문과 질문을 통하여 경영자로 하여금 사업을 적절한 방향으로 이끌도록 유도하는 기능을 한다. 벤처캐피탈리스트는 대부분 10~20년간의 경험을 통하여 수많은 벤처의 실패를 직접 체험하였고, 여기서 쌓인 노하우를 바탕으로 창업자에게 자문을 제공한다. 실리콘밸리에서 면담한 벤처캐피탈리스트들은 경영지원에서 가장 중요한 것은 창업자가 미처 생각하지 못한 사업 방향의 포인트에 대해 좋은 질문을 던지는 것이라고 지적하고 있다. 즉, 해당기업의 사업방향에 대해서 벤처캐피탈리스트가 생각하고 있는 특정한 방향으로 창업자를 몰아붙이는 것이 아니라 창업자 스스로 심사숙고하도록 질문을 던지는 것이 바람직한 벤처캐피탈리스트의 역할이라는 것이다. 특히, 벤처버블('99년~00년)시기 이후 미국의 벤처캐피탈리스트 사이에는 창업자가 회사를 계속 발전시키도록 경영권을 보장해 주는 추세이다.

그 이유는 창업자야말로 회사의 미래 기술·제품·시장과 창업팀을 가장 잘 알고 있고, 창업자를 교체하는 경우 창업팀의 혼선과 미래비전의 차질이 발생할 우려가 있기 때문이다. 따라서 기업의 본격적인 매출과 수익이 발생하는 시점까지는 창업자를 최고경영자로서 유지시키는 것을 기본으로 하고 있다. 한편, 미국에서는 벤처캐피탈의 경영지배에 창업자들이 반대할 이유가 없다. 왜냐하면, 미국의 창업자는 10~20%이하의 낮은 지분과 함께 한국에서와 같이 기업에 대해 무한책임을 갖지 않기 때문이다. 벤처캐피탈이 기업에 투자하는 경우, 만약 창업자가 창업과정에서 은행부채 또는 개인 보증에 의한 채무를 지고 있는 경우 이것부터 해소하는 것이 원칙이다. 그렇지 않을 경우 창업자가 사업에 집중할 수 없거나 투자기업의 재무적 위험에 벤처캐피탈이 함께 빠져들 수 있기 때문이다.

따라서, 미국의 창업자는 남의 돈을 가지고 한번 해보고 싶은 사업을 맘대로 해볼 수 있는 기회가 주어지는 것이 되며, 이에 따라서 창업자는 벤처기업이 격게되는 위험에 대해 유한 책임을 지는 구조를 갖게 된다. 이런 측면에서 창업자에게 있어서 벤처캐피탈의 투자와 경영지배는 책임의 전가임과 동시에 또 다른 기회의 포착(벤처캐피탈리스트의 기업가치 형성 노력을 의미)인 것이다.

한편, 앞서도 언급한 바와 같이 lead investor는 2차, 3차 라운드에 투자가 이루어진 이후에도 lead investor로서 역할과 지위를 보장받고 있는데, 이는 신디케이트(syndicate)에 참여하는 벤처캐피탈간의 관행도 있지만, 다중의결권주(multiple voting right)에 의한 경영지배 보장 제도에서도 기인한다. 이러한 제도는 미국의 기업은 상법이 허용하는 범위 내에서 주주총회에서 정하는 정관에 근거하여 다양한 권리를 갖는 주식을 발행할 수 있기 때문에 가능한 것이다.

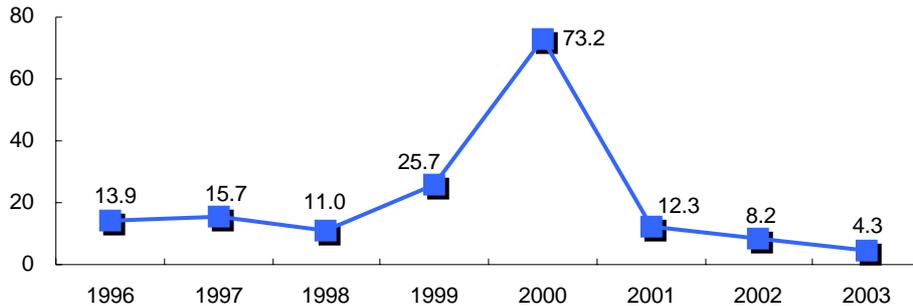
이는 Google사의 예에서도 살펴볼 수 있는데(실제로 인터뷰에 응한 기업 바로 옆 건물에 위치한 벤처캐피탈에서 lead investor로서 투자하였음), Google사의 lead investor이 보유한 주식은 1:10의 다중의결권(multiple voting right)을 갖고 있었고, 이에 따라서 2차, 3차 라운드의 진행을 통하여 대규모의 투자가 유입되었지만 여전히 경영권을 확보할 수 있었다. lead investor는 다중의결권주를 갖는 대신 2차, 3차 라운드에서 다수의 벤처캐피탈에 대해서는 상환우선주(무의결권)을 제공함으로써 투자에 따른 위험을 최소화시킴으로써 벤처캐피탈간 역할 분담이 적절히 이루어지게 된다.

(투자회수)

미국 벤처캐피탈의 투자회수 현황에서 살펴보면, 기업공개(IPO)에 의한 투자회수 보다는 인수·합병(M&A)에 의한 투자회수가 보편적이다. 최근, 미국 벤처캐피탈협회(NVCA) 발표한 2005년 3/4분기까지 벤처캐피탈 투자기업의 회수 실적은 인수·합병 거래가 230건 시도되어서 110건이 성사되었고, 이를 통해서 117억불이 회수된 것으로 나타나고 있으며, 평균 회수액은 1.06억불인 것으로 나타나고 있다. 한편, 동기간 중 기업공개 실적은 39건(28.9억불)로써 평균 7,400만불인 것으로 발표되었다.

면담에 응한 벤처캐피탈의 경우에도 주로 인수·합병을 통해 투자자금을 회수하고 있다. 한편, 인수·합병 또는 기업공개로 회수된 투자자금(또는 지분)은 즉시 일반 조합원에게 배분함으로써 자금출자-회수에 이르는 기간을 최소화시키고 있다.

마지막으로 일반조합원에게 배분된 수익금(carried interest)의 규모변화를 나타낸 것이 <그림 2-15>이다. 앞서 출자, 투자, 및 회수 전 단계에서 나타난 특징과 일관되게 2000년에 가장 많은 수익금 배분이 있었으며, 그 이후 감소세를 보이고 있음을 알 수 있다.



<그림 2-15> 미국 민간벤처캐피탈에서 일반조합원에 배분된 금액 (단위: 10억\$)

다음으로 미국 벤처캐피탈의 수익성을 살펴보면 <표 2-13>에 나타난 바와 같이 거의 대부분의 경우에 벤처캐피탈의 순내부수익률(net IRR)이 사모펀드(PEF; Private Equity Fund) 전체의 수익률을 상회하는 것으로 조사되었다. 이는 미국의 벤처캐피탈시장이 최근 매력적인 투자처임을 보여주는 예라 할 수 있다.

<표 2-13>을 통해 3년간 수익률 평균을 비교해 보면 <그림 2-16>과 같다. 먼저 벤처캐피탈 투자의 전형적인 형태가 투자시점과 회수시점 간에 수년의 차이가 있기 때문에 일반적으로 <그림 2-16>과 같은 J자 형태의 수익률 그래프를 보인다. 수익률 값을 비교해 보면, 매년의 경우와 마찬가지로 벤처캐피탈의 평균 수익률이 1년간 수익률을 제외하고 모든 경우에서 사모펀드 전체평균 수익률을 상회하고 있는 것으로 나타났다. 이는 앞서 말한 바와 같이 사업초기에 투자가 많이 이루어지고 그 회수는 수년 이후에 이루어지는 벤처캐피탈의 특성 상 사업 1년 뒤의 수익률은 꼭 이와 같은 행태를 보이지 않는 사모펀드에 비해 태생적으로 좋지 못할 수밖에 없는 현실에 기인한 것으로 분석된다. 하지만 그 이후 수익률은 사모펀드 전체 평균을 모두 상회하고 있어 '고위험 고수익(High Risk, High Return)'이라는 벤처캐피탈의 특성을 반영하고 있다.

<표 2-13> 벤처캐피탈과 사모펀드의 수익성 비교 (순내부수익률(Net IRR) 기준)

		과거 1년간	과거 3년간	과거 5년간	과거 10년간	과거 20년간
2001년 12월 31일 현재	창업단계집중형	-33.1	77.3	49.5	32.5	21.2
	혼합형 ¹⁾	-23.5	44.4	33.3	23.0	15.7
	후기집중형	-17.4	21.4	20.4	23.5	16.5
	벤처캐피탈 평균	-26.7	49.3	36.0	26.5	17.7
	바이아웃펀드	-13.7	1.0	5.3	11.0	14.6
	중간층금융 ²⁾	-3.5	9.3	10.4	12.1	11.4
	사모펀드 전체평균	-17.5	13.6	15.1	17.4	16.2
2002년 9월 30일 현재	창업단계집중형	-28.0	18.4	42.5	32.9	19.8
	혼합형	-19.0	19.9	22.2	22.0	14.6
	후기집중형	-16.7	4.0	12.7	23.5	15.9
	벤처캐피탈 평균	-22.1	15.0	26.7	26.0	16.5
	바이아웃펀드	-8.2	-4.2	1.6	9.1	12.6
	중간층금융	-1.6	5.2	7.7	11.1	11.1
	사모펀드 전체평균	-12.1	1.2	8.4	15.2	14.5
2003년 12월 31일 현재	창업단계집중형	-7.0	-23.3	54.9	37.0	19.1
	혼합형	11.0	-13.9	19.4	20.4	13.3
	후기집중형	25.4	-18.8	3.5	17.0	13.8
	벤처캐피탈 평균	8.1	-18.9	22.8	25.5	15.5
	바이아웃펀드	24.1	-2.1	2.2	7.8	12.4
	중간층금융	5.7	1.1	5.6	7.3	9.6
	사모펀드 전체평균	18.3	-7.0	6.8	12.7	13.6

주 1) 혼합형(balanced focused) 벤처캐피탈이란 투자대상기업의 다양한 단계(창업단계, 초기, 중기, 후기, 및 LBO)별로 포트폴리오를 구성하거나 특정한 투자전략을 제시하지 않은 벤처캐피탈회사 및 조합을 말함.

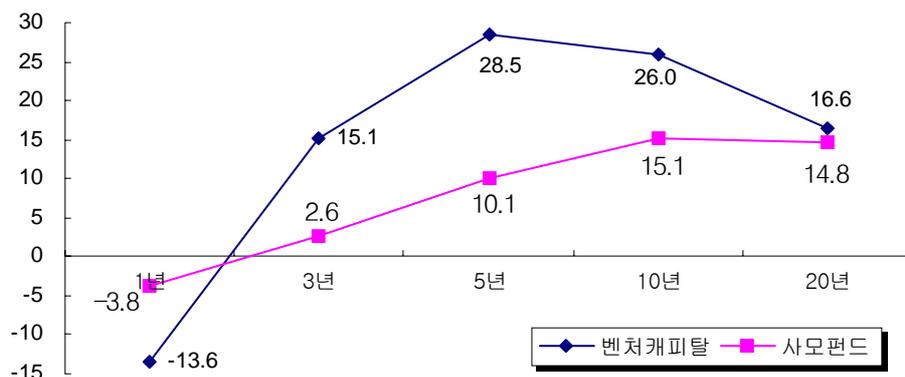
2) 중간층금융(Mezzanine debt)이란 차입매수에 소요되는 인수자금을 주식(ground 또는 equity)과 담보부채권(second 또는 senior debt)을 통해 조달하고 부족분을 목표기업의 현금흐름이나 신용을 바탕으로 후순위 채권을 통해 조달하는 방법을 말하며, 주식을 할인해서 살 수 있는 권리(equity kicker)를 부여할 수 있음.

자료: NVCA(2002, 2003, 2004) 수정 및 보완.

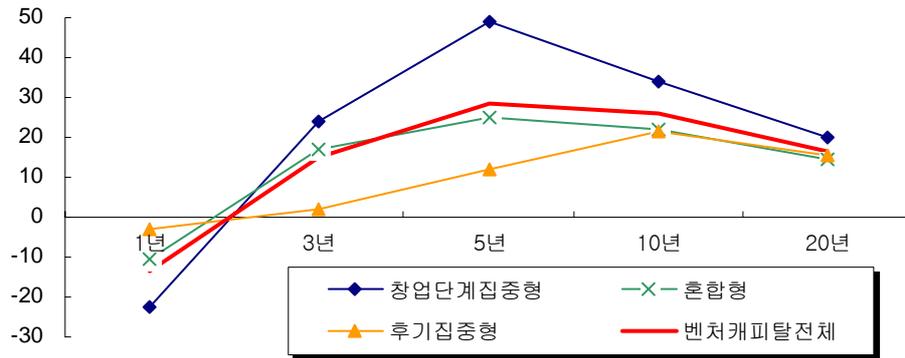
벤처캐피탈 내에서 각 유형별 평균 수익률을 조사해보면 <그림 2-17>와 같다. 먼저 투자대상기업의 다양한 단계별로 포트폴리오를 구성하고 있는 혼합형 벤처캐피탈의 경우 벤처캐피탈 전체 평균과 유사한 행태를 보일 것으로 예측할 수 있으며 실제로 세 가지 유형 중 벤처캐피탈 전체 수익률 평균값에 가장 가까운 것으로 나타났다.

창업단계에 집중투자하는 벤처캐피탈의 경우 투자대상기업의 기술의 성공가능성 및 기술개발 성공 이후에도 존재하는 시장에서의 성공에 대한 불확실성이 가장 크기 때문에 세 가지 형태 중 가장 ‘고위험고소득’을 추구하는 형태이다. 반대로 후기기업에 집중적으로 투자하는 벤처캐피탈의 경우에는 건당 투자규모는 가장 크나 투자대상기업의 불확실성이 대부분 제거되었기 때문에 세 가지 유형 중에서는 가장 ‘저위험·저소득’의 성격을 가진다. <그림 2-17>는 이와 같은 형태를 그대로 반영하고 있다. 심지어 후기집중형 벤처캐피탈의 경우에는 그 수익률 변화 추이가 벤처캐피탈 전체 평균의 형태보다는 <그림 2-16>에 나타난 사모펀드의 수익률 변화 추이와 흡사한 형태를 보이고 있다. 이는 자금여력이 충분한 일부 벤처캐피탈이 모험을 회피하고, 상장이 임박한 기업에만 투자하여 일반금융회사화 되고 있다는 지적의 근거가 될 만한 것이라 하겠다.

한편 창업단계집중형이나 혼합형 벤처캐피탈의 경우 조합설립 5년 후의 수익률이 가장 높았으나 후기집중형 벤처캐피탈은 10년 후의 수익률이 가장 높은 것으로 나타났다. 따라서 조사기간에 포함되어있지 않은 5년~10년 사이의 기간에서 수익률이 정점을 이루었을 가능성이 매우 높다. 이를 벤치마킹하기 위해서는 우리나라의 경우 현재 조합의 존속기간이 5년 이상으로만 설정되어있어 대부분의 조합이 5년 만에 해체되고 수익금이 분배되는 현실에서 이 존속기간을 보다 늘릴 수 있도록 유도하는 방안이 필요할 것으로 판단된다.

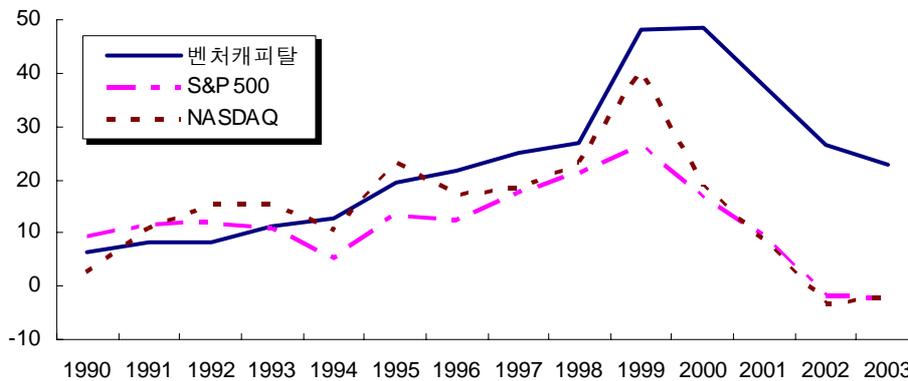


<그림 2-16> 미국의 벤처캐피탈과 사모펀드 간 수익률 비교



<그림 2-17> 미국 벤처캐피탈 유형별 수익률 비교

<그림 2-18>은 벤처캐피탈과 주식시장의 5년 이동평균(rolling average)으로 구해진 수익률을 비교하고 있다. 이에 따르면 1996년 이후 매 해 벤처캐피탈의 수익률이 S&P 500 및 NASDAQ 수익률을 상회하고 있으며 1999년 이후 그 차이는 더욱 크게 나타나고 있다.



자료: NVCA (2004)

<그림 2-18> 벤처캐피탈과 공개시장 수익률의 5년 이동평균 비교

III. 우리나라 벤처캐피탈 현황

1. 벤처캐피탈 관련법의 구조

앞 장에서 살펴본 바와 같이 우리나라에는 현재 중소기업창업투자회사(창투사)와 신기술사업금융회사로 2원화된 벤처캐피탈의 구조를 가지고 있으며 이들은 각기 신기술사업투자조합 및 중소기업창업투자조합을 결성하여 투자업무를 수행하고 있다. 이와 더불어 한국벤처투자조합(KVF)의 형태로 운영되고 있는 조합도 있으며, 법정 관리나 화의 등에 있는 회사에 직접 투자하거나 투자자들과 연결시켜 주는 등으로 경영권을 확보한 다음 그 기업을 회생시키는 구조조정전문투자조합(CRC)에서 일부 특수한 벤처캐피탈 투자업무를 담당하고 있다. 이들 투자조합들을 정리한 것이 <표 3-1>이다. 본 장에서는 특히 신기술사업투자조합과 창업투자조합의 근거법령인 여신전문금융업법과 중소기업창업지원법을 살펴보고 이와 더불어 우리나라 벤처정책의 근간이 되는 벤처기업육성에 관한 특별법의 내용을 알아보고자 한다.

<표 3-1> 우리나라 투자조합의 종류

투자조합	근거법령	관계기관
신기술사업투자조합	여신전문금융업법	금융감독위원회
창업투자조합	중소기업창업지원법	중소기업청
한국벤처투자조합(KVF)	벤처기업육성에 관한 특별법	중소기업청
구조조정전문투자조합(CRC)	산업발전법	산업자원부

1.1. 여신전문금융업법

신기술사업금융회사의 설립 근거가 되는 여신전문금융업법은 신용카드업, 시설대여업, 할부금융업 및 신기술사업금융업에 관한 내용을 담고 있다. 따라서 신기술사업금융회사는 여타 여신업무들도 수행 가능하다. 그러나 현재 신기술사업금융회사의 실태는 용자업무는 미미한 것으로 조사되었다. <표 3-2>는 여신전문금융업법에서 신기술사업금융업과 관련된 내용들을 정리한 것이다.

<표 3-2> 여신전문금융업법 중 신기술사업금융업 관련 주요 내용

제 도		내 용
여신전문금융업	등록	<ul style="list-style-type: none"> ▪ 납입자본금: 200억원 이상 (두 개 이하의 여신전문금융업 영위), 400억원 이상 (세 개 이상의 여신전문금융업 영위)
	종류	<ul style="list-style-type: none"> ▪ 신용카드업, 시설대여업, 할부금융업, 신기술사업금융업
신기술사업금융업	업무	<ul style="list-style-type: none"> ▪ 신기술사업자에 대한 투·융자와 경영 및 기술지도 ▪ 신기술사업투자조합 설립 및 자금의 관리·운용 ▪ 신기술사업투·융자에 기금 참여
	신기술사업 투자조합	<ul style="list-style-type: none"> ▪ 투자 수익의 100분의 20의 범위 안에서 조합의 업무를 집행하는 신기술사업금융업자에 배분 가능

1.2. 중소기업창업지원법

이 법은 중소기업의 설립을 촉진하고 창업된 중소기업에 대한 투자를 촉진하여 중소기업의 건전한 발전을 통한 건실한 산업구조를 구축하기 위해 제정되었다(제1조). 이 법에서는 크게 중소기업창업투자회사, 중소기업창업투자조합, 그리고 중소기업상담회사의 설립 근거를 제시하고 있다. 그 상세한 내용은 다음의 <표 3-3>과 같다.

최근 개정된 시행령에 의하면 중소기업창업투자회사의 등록요건이 완화되었다. 즉 기존에는 납입자본금 100억원 이상, 전문인력 3인 이상 확보를 요구하였으나 이를 각각 70억원 이상, 2인 이상으로 완화한 것이다(시행령 제8조). 이는 창투사의 설립을 유도하기 위한 것이며, 이에 따라 민간 벤처캐피탈의 활성화를 도모하기 위한 것이다.

특히 제13조에서는 중소기업창업투자조합에서 업무집행조합원의 임의 탈퇴를 금지하는 조항을 담고 있는데, 이는 실적이 좋지 못할 것으로 예상되는 조합에서 업무집행조합원의 전략적 행동을 금지하고자 함이다.

한편 최근 동법 시행규칙의 개정으로 벤처캐피탈의 일시적 경영 지배목적 투자를 허용하였다. 이는 앞서 1.2.4 소절에서 설명한 바와 같이 벤처캐피탈의 경영 지배목적 투자의 긍정적 기대효과에 따른 것이며, 향후 올바른 정착을 위한 정책적, 제도적 보완 및 개선이 반드시 뒤따라야 할 것이다.

<표 3-3> 중소기업창업지원법의 주요 내용

제 도		내 용
중소기업창업투자회사	등록	<ul style="list-style-type: none"> ▪ 납입자본금 70억원 이상 (개정 전 100억원 이상) ▪ 전문인력 2인 이상 확보 (개정 전 3인 이상) ▪ 투자범위: 창업자에 대한 투자, 벤처기업에 대한 투자, 해외투자
	투자의무	<ul style="list-style-type: none"> ▪ 등록 후 3년이 경과한 날부터 납입자본금의 100분의 50의 범위안에서 투자
	해외투자	<ul style="list-style-type: none"> ▪ 납입자본금의 100분의 30의 범위안에서 해외투자 가능
	사채발행	<ul style="list-style-type: none"> ▪ 자본금과 적립금총액의 10배의 범위안에서 사채발행 가능
중소기업창업투자조합	조합의 결성	<ul style="list-style-type: none"> ▪ 업무집행조합원 (창업투자회사) 1인과 유한책임조합원으로 구성
	등록요건	<ul style="list-style-type: none"> ▪ 출자금 총액 10억원 이상 ▪ 출자 1좌의 금액 100만원 이상 ▪ 유한책임조합원의 수 99인 이하 ▪ 업무집행조합원의 출자지분이 출자금 총액의 100분의 1 이상 ▪ 존속기간 5년 이상
	수익처분	<ul style="list-style-type: none"> ▪ 투자수익의 100분의 20의 범위안에서 업무집행조합원에 수익 배분 가능
	기타	<ul style="list-style-type: none"> ▪ 투자의무 및 해외투자는 창투사의 내용과 동일
중소기업상담회사	등록	<ul style="list-style-type: none"> ▪ 납입자본금 5천만원 이상 ▪ 전문인력 3인 이상, 이 중 2인 이상 상근 ▪ 사업영역: 중소기업의 사업성평가, 경영 및 기술향상 용역, 사업 및 자금 알선, 창업절차대행, 창업보육센터 설립 및 운영
	용역대금지원	<ul style="list-style-type: none"> ▪ 용역대금의 100분의 80 이내에 한해 중소기업진흥및산업기반기금에서 지원

1.3. 벤처기업육성에 관한 특별조치법

이 법은 기존 기업의 벤처기업으로의 전환과 벤처기업의 창업을 촉진하여 산업의 구조조정을 원활히 하고 경쟁력을 높이기 위해 제정되었다. 제2조에서는 <표 3-4>에 정리한 벤처기업의 요건을 서술하고 있으며 제4조에서 벤처기업에 대한 기금의 투자를 허용하고 있다.

주목할 만한 사항은 중소기업투자모태조합이 창투조합, 한국벤처투자조합(KVF; Korea Venture Fund), 기업구조조정조합(CRC; Corporate Restructuring Company), 사모투자전문회사에 출자하여야 한다고 명시한 규정이다(제4조의 2). 한편 한국벤처투자조합(KVF)의 결성과 업무집행에 관해 규정하고 있으며(제4조의 3~6), 다산벤처주식회사의 설립과 업무를 명시하고 있다(제4조의 7~8).

제5조의 내용은 기술신용보증기금이 벤처기업에 대하여 우선적으로 신용보증을 하여야한다는 것이다. 이는 담보능력이 미약한 기업의 채무를 보증하게 하여 기업에 대한 자금의 융통을 원활히 하고자하는 기술신용보증기금법 제12조와 동일한 취지로 이해할 수 있다.

<표 3-4> 벤처기업 유형별 요건

벤처기업 유형	유형별 요건
벤처투자기업	창업투자회사(조합), 한국벤처투자조합, 신기술사업금융업자(조합)의 주식(신주에 한함) 인수총액 또는 출자총액이 자본금의 10% 이상이고, 그 비율을 벤처기업확인 요청일의 직전 6월 이상(연속하여) 유지한 기업
연구개발기업	<p>확인요청일이 속하는 분기의 직전4분기 연구개발비가 5천만원 이상이고, 매출액 대비 연구개발비율이 업종별로 중소기업청장이 고시하는 비율 이상인 기업</p> <ul style="list-style-type: none"> - 3년 미만 기업은 연구개발비율 적용을 제외 - 창업 1년 미만 기업의 연구개발비는 직전2분기 2,500만원 이상으로 적용 <p>* 연구개발비는 한국산업기술진흥협회에 신고된 기업부설연구소(연구개발전담부서는 제외)를 통해 지출된 비용에 한함</p>
<p>신기술기업 (창업하는 기업포함) ※신청 시 사업계획서 제출</p>	<p>특허권을 이용하여 사업화하는 기업으로서 평가기관으로부터 기술성, 사업성이 우수한 것으로 평가받은 기업</p> <p>산업지원서비스업 및 고도기술수반사업과 관련된 기술 또는 외국인과의 기술도입계약의 체결에 따라 신고한 기술을 이용하여 사업화하는 기업으로서 평가기관으로부터 기술성, 사업성이 우수하다고 평가받은 기업</p> <p>공공연구기관, 한국기술거래소를 통하여 이전(양도, 양수에 의한 이전) 받은 기술을 이용하여 사업화하는 기업으로서 평가기관으로부터 기술성, 사업성이 우수하다고 평가받은 기업</p> <p>다음 각목의 1에 해당하는 사업에 의해 개발된 기술(기술개발완료일로부터 5년 이내의 기술에 한함)을 이용하여 사업화하는 기업으로서 평가기관으로부터 기술성, 사업성이 우수하다고 평가받은 기업</p> <p>가. 산업기반기술개발사업, 부품소재기술개발사업, 대체에너지 연구개발사업, 에너지기술개발사업, 청정생산기술개발사업, 신기술창업보육사업(산업자원부)</p> <p>나. 기술혁신개발사업, 국내조달시장연계신제품개발사업(중기청)</p> <p>다. 정보통신산업기술개발사업, 정보통신선도기반기술개발사업, 온라인디지털콘텐츠기술개발사업, 우수신기술지정지원사업(정통부)</p> <p>라. 원자력연구개발사업, 특정연구개발사업, 연구성과지원사업(과학기술부)</p> <p>마. 문화컨텐츠응용기술개발사업(문화관광부)</p> <p>바. 환경기술개발사업(환경부)</p> <p>사. 건설기술연구,개발사업(건설교통부)</p> <p>아. 농업기술개발사업(농림부)</p> <p>자. 보건의료기술연구개발사업(보건복지부)</p> <p>차. 해양수산기술개발사업, 수산특정연구개발사업(해양수산부)</p>

동 법은 벤처기업 육성과 활성화를 위해 몇 가지 특례조항들을 포함하고 있다. 특히 산업재산권 등의 출자에 대한 특례(제6조), 주식회사의 자본금 규모에 대한 특례(제10조의 2)와 더불어 외국인의 출자 및 주식취득제한에 대한 특례를 규정하고 있는데(제8조 및 제 9조) 이는 KVF에 외국자본을 유치하려는 의지가 담겨있는 것이라 하겠다. 다시 말해 KVF는 적은 재정 부담으로 외국자본을 유치하고자 하는 설립 취지를 가지고 벤처기업에 직접투자하거나 주로 벤처캐피탈회사에 투자하도록 하고 있다(제4조의 3의 4항). 이를 통해 조합의 운영을 외국펀드운용회사에 위탁하여 선진 외국벤처투자분석기법을 국내에 도입하는 데에 기여할 수 있을 것이라 기대하였다. 그러나 문제는 투자손실이 발생하였을 때 정부 출자분으로 손실을 우선 충당하도록 하고 있다는 점이다. 즉 외국인 투자 촉진을 위해 투자 리스크를 정부가 우선 부담하는 것인데 이를 통해 외국인의 투자 리스크 부담이 거의 없을 수 있어 도덕적 해이(moral hazard)의 문제가 발생할 가능성이 높다. 또한 민간 창업투자회사들과의 역할 분담이 모호하며 심지어 오히려 경쟁적인 관계로 대립할 소지도 있다.

기타 기업 활동 및 인력공급지원 관련 내용(제2장의 2절)과 입지공급지원에 관한 규정들(제2장의 3절)을 포함하고 있으며, 벤처기업 육성에 관한 시책을 종합하고 조정하기 위해 산업자원부장관과 중소기업청장을 각각 위원장과 부위원장으로 하는 벤처기업활성화위원회의 설립에 관한 내용을 담고 있다(제23조). 이와 같은 내용을 요약한 것이 <표 3-5>이다.

<표 3-5> 벤처기업육성에 관한 특별조치법의 주요 내용

제 도	내 용	
벤처기업지정제도	<ul style="list-style-type: none"> ▪ <표 2-4> 참조 	
자금관련지원	투자재원확충	<ul style="list-style-type: none"> ▪ 벤처기업에 대한 기금의 투자 ▪ 중소기업투자모태조합의 결성 및 운영 ▪ 공공벤처투자조합인 KVF(Korea Venture Fund)의 결성 및 운영: 투자손실 발생 시 정부출자분으로 손실을 우선 충당 ▪ 다산벤처주식회사의 설립과 운영 ▪ 개인투자조합의 결성 및 운영 ▪ 기술평가 및 담보제도를 통해 매출실적이 없는 예비창업자에 대한 신용보증지원¹⁾ ▪ 외국인 출자에 대한 특례 ▪ 외국인의 주식취득 제한에 대한 특례
	직접금융관련 규제완화	<ul style="list-style-type: none"> ▪ 주식회사의 자본금 규모에 대한 특례: 일반법인의 최소자본금은 5,000만원 이상이어야 하나 벤처기업 창업의 경우 2,000만원 이상으로 인하
	벤처캐피탈 활성화	<ul style="list-style-type: none"> ▪ 창투사의 사채발행에 관한 특례: 자본금과 적립금의 총액 10배 범위 안에서 사채발행 가능 ▪ 엔젤 및 벤처캐피탈 투자금액에 대한 소득공제 등
	기타	<ul style="list-style-type: none"> ▪ 벤처기업에 대한 소득세 및 법인세 감면
기술및인력지원	기술개발지원	<ul style="list-style-type: none"> ▪ 중앙정부 및 정부투자기관의 중소기업기술개발지원계획 수립 및 시행을 의무화: 중소기업 및 벤처기업의 기술개발사업에 출연, 보조
	우수인력유치	<ul style="list-style-type: none"> ▪ 대학교수 및 연구원의 창업 시 휴직 및 겸직 허용 ▪ stock option제도
입지관련지원	벤처기업전용공단	<ul style="list-style-type: none"> ▪ 벤처기업전용공단의 지정 및 개발
	벤처집적시설	<ul style="list-style-type: none"> ▪ 벤처기업집적시설의 지정
	실험실 공장	<ul style="list-style-type: none"> ▪ 실험실 공장에 대한 특례
	입지관련 규제완화	<ul style="list-style-type: none"> ▪ 창업보육센터에 입주한 벤처기업에 대한 특례: 도시형 공장 설치 가능 ▪ 벤처전용공단 등을 위해 국공유 재산을 매각하거나 임대 가능 ▪ 벤처기업전용단지 안에서의 건축금지 등에 대해서는 기존법률 적용 제외
	입지관련 조세감면 및 부담금 경감	<ul style="list-style-type: none"> ▪ 각종 부담금의 면제: 개발이익환수금, 농지전용부담금, 산림전용부담금, 농지조성비, 교통유발부담금
기 타	<ul style="list-style-type: none"> ▪ 투자, 자금, 인력, 기술, 관료 및 입지 등에 관한 정보 제공 ▪ 벤처기업활성화위원회 운영 ▪ 경과조치 	

주: 1) 기술신용보증기금은 벤처기업에 대해 우선적으로 신용보증함(제5조). 또한 벤처기업의 경우 무형자산인 산업재산권(특허, 실용신안권, 의장권) 등도 현물출자 대상에 포함시킬 수 있으며, 기술평가기관이 산업재산권 등의 가격을 평가한 경우 그 평가내용은 상법상의 공인된 감정인이 감정한 것으로 봄.

자료: 성소미(2001) p.214 수정 및 보완

2. 벤처캐피탈 관련 정책변화

2.1. 벤처캐피탈산업 초기의 정책 (1997년 이전)

우리나라 벤처캐피탈 업무의 태동은 한국기술진흥주식회사(K-TAC)가 설립된 1974년부터라고 할 수 있다. 이 회사는 한국과학기술연구소(당시 KAIST)의 연구결과를 기업화하기 위해 출범했다. 그러나 여기에 출자한 주요기관들은 KAIST를 포함한 정부출연연구소들이었기 때문에 진정한 의미의 민간 벤처캐피탈이라고 보기는 어렵다. 이후 1984년까지 민간기업의 참여가 확대된 한국기술개발주식회사(KTDC)와 한국개발투자주식회사(KDIC), 한국기술금융주식회사(KTFC)가 설립되었고 이들이 소위 말하는 신기술금융 4개사이다. (<표 3-6> 참조) 이들 중 한국기술개발주식회사(KTDC)는 현재 KTB Networks로 명칭이 변경되었으며, 한국개발투자금융회사(KDIFC) 및 산은캐피탈 등과 더불어 여신전문금융업법 상 신기술사업금융회사로 영업하고 있다.

<표 3-6> 초기 신기술금융 4개사 주요사항

회사명	한국기술진흥 주식회사 (K-TAC)	한국기술개발 주식회사 (KTDC)	한국개발투자 주식회사 (KDIC)	한국기술금융 주식회사 (KTFC)
설립시기	1974. 9.	1981. 4.	1982. 12.	1984. 10.
출자기관	KAIST (51%), 한국기계연구소 등 정부출연연구소	정부, 시중은행, 민간기업	7개 단자회사, IFC, ADB, DEG, ACC	한국산업은행
주요업무	한국과학기술연구원 (당시 KAIST) 연구결과의 기업화	기업의 기술개발 자금 지원	신기술사업자에 대한 투융자 및 투자조합 운영	기술집약형 중소기업 대상 투자 및 융자
설립당시 납입자본금	22백만원	75억원	3.5억원	약 100억원 (1,200만불)
자금지원 방식	투자	투자, 조건부융자, 신용대출, 일반융자	주식 및 사채인수	투자, 신용대출, 일반대출
특징	지원업무가 한정되어 지원실적도 미미	한국기술개발주식회사법에 근거 1992년 모법이 『한국종합 기술금융주식회사법』으로 개정되어 한국종합기술금융 주식회사(KTB)로 명칭을 변경하면서 업무 확대·개편	1983년 국제금융공사(IFC) 및 1984년 아시아개발은행 (ADB)의 출자 한국개발투자금융 회사(KDIFC)로 변경	한국산업은행 전액출자 - 1999. 3. 2. 한국산업리스에 흡수, 합병 (현 산은캐피탈)

자료: 강대석(1998) 수정 및 보완.

산업계의 참여가 있었음에도 불구하고 이 당시에는 투자금을 회수할 자본시장도 미비하고 벤처기업들의 경영마인드나 기술수준도 열악하였으며, 경험 있고 전문적 소양을 갖춘 벤처캐피탈리스트도 거의 전무한 상태였기 때문에 실질적인 벤처캐피탈이라고 하긴 어렵다. 특히 한국기술개발을 제외하고는 법적·제도적 뒷받침도 없는 상태였기 때문에 업무가 투자보다는 손쉬운 용자위주로 이루어졌다.

1986년 4월 상공부 주축으로 '중소기업창업지원법'을 제정하고 투자업무 위주의 창업투자회사의 설립을 주도했다. 이 법의 특징은 창업투자회사로 하여금 자본금의 일정부분 이상을 강제적으로 벤처기업에 투자하도록 한 것인데, 그 해 11월 부산창업투자를 필두로 11개사가 창업투자회사로 등록하기에 이른다.

한편 이와 같이 상공부가 의원입법으로 벤처캐피탈회사를 제도적으로 관장하는 것과 더불어 1986년 12월 재무부는 '신기술사업금융지원에 관한 법률'을 만들어 <표 3-6>의 4개사를 신기술사업금융회사로 인가를 내어주게 된다.

이처럼 국내 벤처캐피탈은 한 가지 산업에 두 가지 법률이 존재하며 이원화체제로 발전되었다. 앞서 <표 3-7> 및 벤처캐피탈 관련법 부분에서 다루었던 바와 같이 창투사에 비해 상대적으로 업무규제가 완화된 신기술금융회사들은 융자, 리스, 팩토링 등의 기존 금융기관과 유사한 업무의 비중을 늘려가면서 비교적 안정적 영업을 유지할 수 있었다. 반면 창투사들은 강제적인 투자의무비율에 의해 설립부터 10여년간 이익구조가 좋지 못하여 온 것이 사실이다.

마지막으로 1996년 미국의 나스닥(NASDAQ)을 벤치마킹한 코스닥(KOSDAQ) 시장이 개설되면서 IPO를 통한 회수시장의 활성화를 유도하는 정책방향이 마련되었다. KOSDAQ의 활용방안으로서 벤처기업이 KOSDAQ 등록을 통하여 일반대중으로부터 자금 조달이 가능하도록 하고, 또한 기업의 PR과 사회적 신용 향상, 해외증권 발행 및 해외증권시장 상장, 회사채 발행용이 등으로 기업의 지속적인 성장을 지원하고자 하였다. 특히 중소·벤처기업의 직접금융조달 창구로서의 기능을 수행할 수 있도록 거래소시장에 대한 독립적, 경쟁적 시장으로 작용하도록 하였다.

이상이 우리나라 벤처시장의 태동기 정책의 대략적인 내용이며 이를 정리한 것이 아래 <표 3-7>이다.

<표 3-7> 벤처기업 태동기(1997년 이전)의 벤처캐피탈 관련 정책사항

내 용	시 기	주 관 기 관	특 징
한국기술진흥주식회사 (K-TAC) 설립	1974. 9.	정부출연연구소	우리나라 벤처캐피탈의 효시
한국기술개발주식회사 (KTDC) 설립	1981. 4.	재무부	한국기술개발주식회사법에 근거
중소기업창업지원법 제정	1986. 4.	상공부, 중소기업청	중소기업창업투자회사 설립근거
신기술사업금융지원에 관한 법률 제정	1986. 12.	재무부	구 신기술금융 4개사가 신기술사업금융회사로 등록
한국종합기술금융(KTB) 설립	1992. 7.	재무부	한국기술개발주식회사법을 한국종합기술금융주식회사법으로 변경
KOSDAQ시장 개설	1996. 7.	증권업협회	벤처캐피탈 회수시장 활성화 도모

2.2. 벤처창업 촉진 및 벤처 인프라 확충기의 정책 (1997~2001년)

KOSDAQ 시장의 개설로 자금조달-투자-회수에 이르는 소위 벤처캐피탈 사이클 상의 세 단계에 대한 제도적 틀은 마련되었다고 볼 수 있다. 그 이후 약 5년간의 기간은 벤처기업의 창업을 촉진시키고 벤처 인프라를 확충하는 데에 역점을 둔 시기이다.

이 시기에서는 앞서 벤처캐피탈 관련법의 구조에서 살펴본 바와 같이 1997년 8월 벤처기업육성특별조치법을 제정하여 벤처기업확인제도를 도입하여 벤처기업의 요건을 정립하였으며 벤처기업에 대한 기금의 투자를 허용하였다는 점이 가장 큰 변화라 할 수 있다. 한편 벤처투자여건을 개선하고 보다 안정된 투자환경을 조성하기 위하여 다양한 정책수단들이 사용되었다. 먼저 창투조합의 결성기준을 완화하고, 일반투자자는 출자한 범위 내에서만 조합에 대하여 책임을 지는 유한책임제(LPS; Limited Partnership)를 도입함으로써 창투조합 결성이 촉진되도록 유도하였다.

같은 시기 (1997년 8월) 여신전문금융업법이 제정되며 기존의 신기술사업금융지원에 관한 법률에 의거하여 설립된 신기술사업금융회사는 여신전문금융업법으로 통합 관리되며 당시 재정경제원이 관할하게 된다.

한편 2000년, 중소기업청은 중소기업진흥공단을 통해 출자하여 다산벤처(주)를 설립하여 벤처활성화를 도모하였다. 다산벤처의 설립취지에 의하면 벤처기업을 발굴하고 투자 및 육성할 수 있도록 창업지원, 컨설팅, 자금지원, 무료 벤처종합상담센터 등 종합적인 지원을 제공한다고 하였으나 실질적으로는 민간에서 투자를 기피하는 경향이 있는 창업초기 벤처기업에 투자하기 위한 창업투자회사이다.

이 시기 정부의 벤처육성정책은 벤처산업의 양적 팽창, 벤처기업의 성과와 가치를 평가하는 벤처투자시장의 형성에 기여한 것으로 평가될 만하다. 즉 벤처캐피탈 시장의 기반이 자리를 잡도록 지원하여 벤처캐피탈 투자시장 및 KOSDAQ으로 대변되는 회수시장의 비약적 발전으로 투자위주의 자금공급을 유도하였다고 볼 수 있다.

그러나 같은 시기, 정보통신산업의 급성장과 맞물려 우리나라 벤처산업은 폭발적으로 성장하였다. 특히 2000년은 ‘벤처거품’이라 일컬어질 정도로 과열양상을 보여 이른바 ‘묻지마 투자’ 등 벤처캐피탈 시장에서의 도덕적 해이 문제로 벤처캐피탈 전반에 대하여 부정적 인식이 자리 잡은 시기이기도 하다. 이는 벤처캐피탈 투자 시장에 정부가 직접적으로 개입함에 따라 시장중심의 벤처가치 평가시스템이 미비하여 자원배분의 효율성이 떨어지고 이에 따른 도덕적 해이 문제라 하겠다.

<표 3-8> 벤처 인프라확충기의 벤처캐피탈 관련정책사항

내 용	시 기	주 관 기 관	특 징
벤처기업육성특별조치법 제정	1997. 8.	중소기업청	벤처기업에 대한 기금의 투자 허용
여신전문금융업법 제정	1997. 8.	재정경제원	신기술사업금융회사 설립근거 포함 (기존: 신기술사업금융지원에관한법률)
창업투자조합 출자지원	1999. 12.	중소기업청	벤처기업육성특별조치법 개정으로 한국벤처투자조합(KVF) 출범
다산벤처주식회사 출범	2000. 1.	중소기업청	초기단계 벤처기업에 대한 투자확대 기대
창업투자조합 표준규약 마련	2000. 8.	중소기업청	중소기업청 고시

2.3. 벤처시장 조정기의 벤처캐피탈 관련정책 (2000년 이후)

2002년 이후의 시기는 2000년대 들어 양적인 성장을 거둔 벤처캐피탈시장의 투명성과 내실을 기하기 위한 조정기라 볼 수 있다. 먼저 2002년에 가장 눈에 띄는 벤처캐피탈 관련정책으로는 벤처기업확인제도를 강화한 것이라 볼 수 있다. 그 세부 사항은 먼저 벤처평가기관 실명제를 도입하기로 하였는데, 이는 13개 민간 벤처평가기관의 책임을 강화하기 위해 벤처기업 확인서에 평가기관 이름과 평가 담당자 이름을 기재키로 한 사항이었다. 그리고 벤처기업의 ‘자정(自淨)운동’ 활성화 방안을 마련하여 민간의 자율규제를 강화하고자 하였는데, 벤처기업협회에 ‘윤리위원회’를 설치, 불법·부당행위 기업에 대한 ‘벤처확인 철회 건의’ 권한을 주는 등의 내용이 포함되었다.

한편 2002년 4월에 개정된 벤처기업육성에관한특별법 내용은 벤처기업의 주식교환 (swap)을 허용하고 합병절차를 간소화함으로써 활발한 M&A를 유도하고자 하였다. 그리고 2003년에 정부는 금융감독위원회와 협의, KOSDAQ 등록기업의 경영정보에 대한 시장공시 기능 강화 등 등록기업에 대한 퇴출기준을 보다 엄격히 적용하고자 했다. 이와 같은 M&A 유도와 KOSDAQ시장의 퇴출기능 강화방안이 벤처캐피탈 업무 상 회수과정의 효율성 및 건전성 제고를 도와 벤처캐피탈시장의 부흥을 유도할 수 있는 것으로 판단된다.

그리고 2003년 12월에는 국내 처음으로 창업투자조합과 신기술사업투자조합에 출자하는 모태펀드(fund of funds)인 ‘다산벤처펀드’가 결성되었다. 참여주체로는 중소기업청, 중소기업진흥공단, 및 국민연금이나 농업협동조합중앙회 등 기관출자자 중심이었다. 다산벤처펀드는 중소기업진흥및산업기반기금 400억원을 비롯해 국민연금 200억원, 농업협동조합중앙회 및 다산벤처 각 100억원 등이 출자되어 총 800억원 규모로 벤처캐피탈인 다산벤처에서 운영하였다. 이 펀드는 개별 기업이 아닌 조합에 전액 출자하게 되며 산업별, 기업 성장 단계별로 10여개의 펀드에 출자하였다. 그러나 이 펀드는 조합운영 전문성이 부족한 다산벤처의 운영미숙과 더불어 실효를 거두지 못한 것으로 평가된다.

2004년 12월에 마련된 벤처기업 활성화대책에 의하면, 역시 벤처기업의 M&A 활성화를 통해 회수시장을 조성하고자하는 방안과 더불어 가장 눈에 띄는 것은 그간 금지되어왔던 벤처캐피탈의 일시적 경영 지배목적 투자를 허용하고자 한 것이다. 이는 그동안 꾸준히 제기되어오던 벤처기업의 도덕적 해이를 방지하고, 경영능력이 부족한 창업자를 벤처캐피탈이 도울 수 있도록 마케팅지원 등 경영컨설팅을 수행할 수 있어야한다는 근본적인 문제의식에서 출발한 것이다. 특히 투자기업에 대한

경영권 확보가 제한되어 있어 출자를 통한 창업초기기업의 자금조달, 부실징후기업의 구조조정 등에서 실질적인 어려움도 있어온 것으로 드러났기 때문이다.

2005년 6월에 발표된 벤처활성화 보완대책에서 이와 같은 경영 지배목적 투자를 허용하기 위한 제도마련을 위해 중소기업창업지원법 시행규칙을 개정하여 창투자 및 창투자조합의 7년 이내 창업기업에 대한 경영 지배목적 투자를 허용하기에 이른다. 이와 더불어 동 보완대책에서는 모태펀드의 초기단계 기업에 대한 투자를 확대하는 방안을 마련코자 하였다. 즉 창업 3년 미만 기업에 집중 투자하는 조합에 대해 모태펀드의 출자비율을 30%(일반조합의 경우)에서 최고 50%까지 우대하는 방안과 창업기업 전문투자조합에 대한 모태펀드 출자분의 수익한도를 설정하여 업무집행조합원인 창투사에 인센티브를 부여하는 방안을 마련하였다.

마지막으로 중소기업청은 2005년 6월 29일 1조원 규모의 모태펀드를 관리할 한국벤처투자(KVIC)를 공식 출범시켰다. KVIC는 우선 2005년 하반기에 600억원을 벤처조합에 출자한다. 한국통신사업자연합회가 출자해 만든 '한국IT펀드(KIF)'도 2005년 하반기에 940억원을 벤처기업에 투자하기 위해 2005년 6월 30일, 위탁운영사 접수를 마감했다. 3개 기관의 출자금 3040억원에 민간자금 1000억원 이상을 추가하면 벤처기업에 투자될 매칭펀드는 4000억원이 넘을 것으로 예상된다. 이와 별개로 정부는 하반기 공공지출을 6조 4000억원으로 늘릴 방침이다.

이상의 내용을 정리한 것이 <표 3-9>이다.

<표 3-9> 벤처시장 조정기의 벤처캐피탈 관련정책사항

내용	시기	주관기관	특징
벤처기업확인제도 강화	2002	중소기업청	벤처평가기관 실명제 도입, 민간의 자율규제 강화
벤처 주식교환 허용 및 합병절차 간소화	2002. 4.	중소기업청	벤처기업육성법 개정
벤처캐피탈의 투명성 제고	2003	중소기업청	
KOSDAQ 시장 퇴출요건 강화	2003	중소기업청	등록기업의 경영정보에 대한 시장공시 기능 강화
다산벤처펀드 출범	2003. 12.	중소기업청	800억원 규모의 국내 최초 모태펀드
벤처기업 활성화대책 마련	2004. 12.	중소기업청	벤처기업 M&A 활성화, 회수시장 조성 벤처캐피탈의 일시적 경영 지배목적 투자 허용
벤처활성화 보완대책 마련	2005. 6.	중소기업청	모태펀드의 초기단계 기업에 대한 투자확대 유한회사(LLC)형 투자조합 결성
한국벤처투자 (KVIC) 출범	2005. 6.	중소기업청	1조원 규모의 모태펀드로 2009년까지 운용

3. 우리나라 벤처캐피탈의 현황

우리나라의 벤처캐피탈은 앞서 살펴본 바와 같이 창업투자회사와 신기술사업금융회사로 크게 양분되어 있다. 이들 모두는 주식회사의 형태를 가지고 있으며, 따라서 주주들이 벤처캐피탈회사에 납입한 자본금과 외부투자자로부터 유치한 자금으로 투자조합을 결성하여 운용한다. 이와 같은 구조에 따라 모든 투자자금이 외부 자금으로 구성된 미국의 벤처캐피탈회사와 달리 자금의 출처가 내부 및 외부로 이원화되어 있어 잠재적인 문제점을 발생시킬 소지가 있는 구조를 가진 것이라 할 수 있다. 또한 벤처캐피탈 업무의 주체인 창업투자회사와 신기술사업금융회사가 앞서 살펴본 바와 같이 그 관리기관, 성격, 규제내용 등 여러 가지 면에서 상이한 특징을 보이고 있는데, 이에 따라 업무의 효율성 등의 측면에서 앞으로 이들의 역할정립이 필요할 전망이다 할 수 있다.

본 장에서는 이와 같은 두 가지 측면에 중점을 두어 현재 우리나라에서 운영되고 있는 벤처캐피탈의 현황을 파악하고자 한다. 먼저 중소기업창업투자회사와 관련된 현황 및 동향을 조사, 분석하는 가운데, 특히 창업투자회사와 투자조합의 현황을 구분하여 알아볼 것이다. 이와 더불어 신기술사업금융회사의 현황을 살펴봄으로써 두 형태의 벤처캐피탈의 유사점과 차이점을 비교, 분석하고자 한다.

3.1. 중소기업창업투자회사관련 일반현황

2004년 12월 현재, 등록된 창투사는 총 105개이며 창투조합은 422개인 것으로 파악된다. (<표 3-10> 참조) 한편 <그림 3-1>에 의하면 창투사는 2000년(147개)을 정점으로 꾸준한 감소세를 보이는 것으로 나타났다. 이는 2000년 당시 소위 '벤처버블'에 따라 전년에 비해 급격한 등록의 증가가 있던 이후, 과열된 벤처캐피탈 시장이 정상화되어가는 과정이라 볼 수 있다. 즉 벤처캐피탈 시장의 위축이 아니라 시장에 의해 조정이 이루어지며 우량 창투사들이 살아남고 있는 것으로 파악된다. 이는 <그림 3-2>에서 보는 바와 같이 창투사 당 창투조합의 개수가 꾸준한 증가세인 것에서 간접적으로 알 수 있다. 다시 말해 우량 창투사가 자금조달의 규모를 늘려 보다 많은 수의 조합을 운영하고 있는 것으로 확인된다.

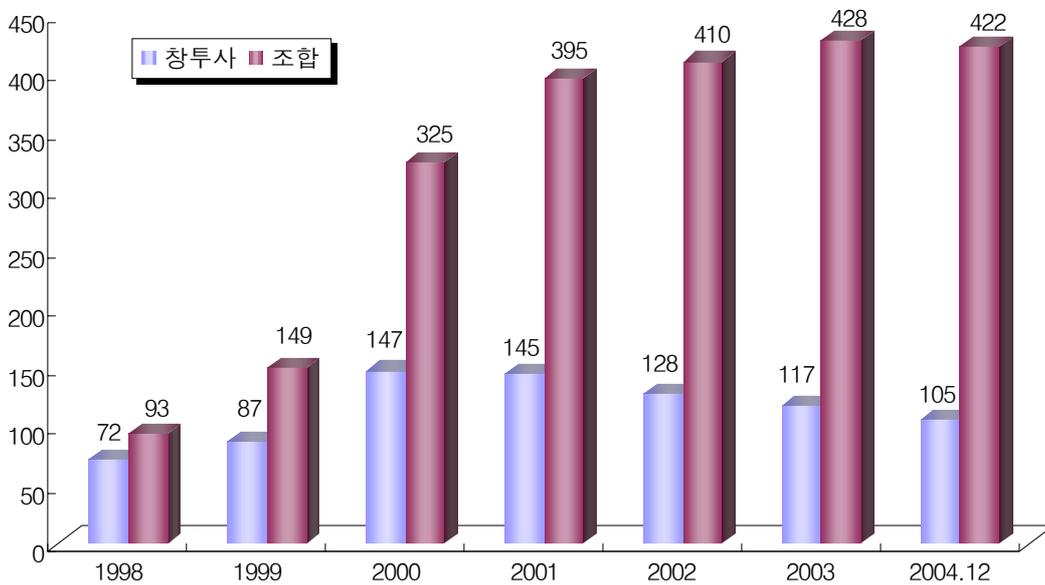
반면, 창투조합의 경우 2003년까지는 조합수가 증가되는 추이를 보이다가 그 이후에는 감소세를 보이고 있다. 이는 창투조합의 만기가 주로 5년임을 감안하였을 때 2000년 이후 신규결성이 많지 않았음에도 불구하고, 그 이전(주로 90년대 말)에 이미

결성된 조합의 수가 함께 산정되었기 때문인 것으로 보인다(창투조합의 신규결성을 나타내는 <표 3-18> 참조). 게다가 2004년부터 창투조합의 수가 감소하고 있음과 더불어 2000년 당시 결성된 창투조합의 만기가 도래하는 올해 말에는 그 수가 더욱 감소할 것으로 전망된다. 이와 같은 창투조합에 대한 신규투자의 감소는 벤처기업의 자금 공급원의 감소로 직접 연결될 전망이다.

<표 3-10> 창투사 및 창투조합 현황

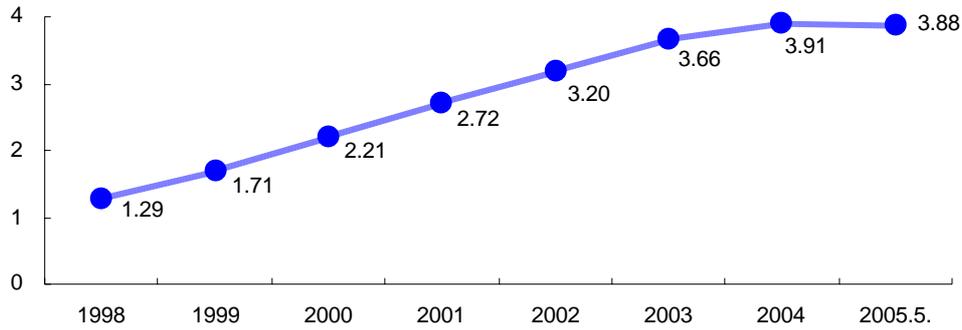
기준연도	2003년 말		2004년 말		2004년 12월(누계)	
재원구분	창투사	조합	창투사	조합	창투사	조합
회사(조합)수	117	428	-2	-	105	422
변동현황	등록(0) 합병(0) 취소(2) 반납(9)	결성(41) 해산(21)	등록(0) 합병(1) 취소(0) 반납(1)	결성(7) 해산(7)	등록(1) 합병(1) 취소(3) 반납(9)	결성(40) 해산(46)

자료: 중소기업청



자료: 중소기업청

<그림 3-1> 등록된 창투사 및 창투조합 추이



<그림 3-2> 연도별 창투사 당 창투조합의 수

<표 3-11> 연도별 창투사 인력현황

(단위: 명)

구 분		2001년	2002년	2003년	2004년
총인원		1,455	1,201	1,057	1,036
임원	전문	329	291	251	256
	일반	73	92	96	96
직원	전문	557	438	380	335
	일반	496	380	330	349

자료: 중소기업청

한편, 이와 같이 2000년 이후로 창투사 수가 줄어들어 따라 <표 3-11>에서 보는 바와 같이 인력의 규모역시 감소하고 있음을 알 수 있다.

<그림 3-1>과 <표 3-11>를 통해 창투사 평균 인력규모를 도출한 것이 아래 <표 3-12>이다. 이 표에 의하면 창투사 평균 인력의 수는 2001년에서 2004년 사이에 큰 차이는 없는 것으로 보인다.

<표 3-12> 연도별 창투사 평균인력현황

(단위: 명)

구 분		2001년	2002년	2003년	2004년
총인원		10.0	9.4	9.0	9.9
임원	전문	2.3	2.3	2.1	2.4
	일반	0.5	0.7	0.8	0.9
직원	전문	3.8	3.4	3.2	3.2
	일반	3.4	3.0	2.8	3.3

최근 중소기업창업지원법의 개정 내용은 창투사가 2인 이상의 전문인력을 유지하도록 하고 있으며 (기존 3인 이상) 조합 결성금액 150억원 당 1인의 전문인력을 추가로 유지하도록 하고 있다. 위 표에 의하면 2004년 현재 평균적으로 창투사 당 약 5.6명의 전문인력이 종사하고 있는 것으로 드러났다. 추후에 창투조합의 현황에서 살펴보겠지만 평균적으로 조합 결성금액은 약 75억원 선인 것으로 나타나 전문인력의 추가가 요구되는 150억원의 절반 수준에 지나지 않으므로 2004년 당시 3인 이상의 전문인력의 확보요건도 충분히 맞추고 있는 것으로 분석된다. 따라서 최근의 창업지원법 개정 내용은 기존 창투사의 부담은 그리 크지 않으면서 창투사의 신규 설립을 유도·장려하는 방향이라 해석된다.

이하 본 절에서는 창투사 및 창투조합 각각의 일반현황을 보다 상세히 파악하고자 한다. 이 때 창투사와 창투조합의 규모 및 여러 가지 특성들과 더불어 각각의 자금조달 현황도 다루게 될 것이다.

3.1.1. 창투사 일반현황

<표 3-13>에 의하면 창업투자회사는 2000년도에 65개가 설립된 이후 신규등록은 미미한 반면 등록취소 건수는 상당수 있어, 결과적으로 점차 감소하여 2004년 12월말 기준 105개의 창투사가 등록 중에 있다. 앞서 살펴본 바와 같이 창투사 수의 감소는 벤처캐피탈시장의 침체로 간주하기 보다는 시장의 기능에 의해 우량 창투사만이 살아남는 상황이라 보는 것이 타당할 것이다.

<표 3-13> 연도별 창투사 설립 및 취소현황

(단위: 백만원)

연도별	2000년	2001년	2002년	2003년	2004년
신규등록	65	4	3	0	1
등록취소	5	6	20	11	12
등록누계	147	145	128	117	105
납입자본금	21,391	22,194	19,651	18,551	16,528

자료: 중소기업청

한편 2004년 12월 현재 자본금 규모별 창투사 현황은 아래 <표 3-14>와 같다. 2005년 1월에 개정된 창업지원법에 의하면 창투사 등록은 자본금 70억원 이상을 필요로

하는데 (기존 100억원 이상) 전체 중 45%에 해당하는 47개 창투사가 100억원 이하의 자본금을 보유하고 있는 것으로 나타났다. 따라서 창투사 등록 요건 중 자본금 규모 기준을 완화한 법령의 개정은 창투사의 신규진입 유도라는 취지를 살리는 데 효과적인 것으로 평가된다.

<표 3-14> 자본금 규모별 창투사 현황 (2004년 12월)

(단위 : 백만원, 개)

평균 자본금	100억이하	100억초과 150억이하	150억초과 200억이하	200억초과 250억이하	250억초과 300억이하	300억초과	합계
15,368	47	23	16	5	8	6	105

자료: 중소기업청

아래 <표 3-15>은 2004년 12월 현재 투자잔액 규모별 창투사 현황을 나타내고 있다. 이 때 투자잔액은 창투사 고유계정 및 조합계정의 투자잔액을 합산한 금액이다. 창투사 및 창투조합의 투자현황을 나타내는 <표 3-21>에 의하면 2005년 4월 현재 신규투자 시 벤처기업당 평균 약 11억원의 투자가 이루어지는 것으로 보아 대부분의 창투사의 투자여력은 매우 양호한 것으로 판단된다.

<표 3-15> 투자잔액 규모별 창투사 현황 (2004년 12월)

(단위 : 백만원, 개)

평균 투자잔액	50억 미만	50억이상 100억미만	100억이상 200억미만	200억이상 300억미만	300억이상 400억미만	400억이상 500억미만	500억이상 600억미만	600억이상 1천억미만	1천억 이상	합계
21,413	19	21	22	19	9	5	5	3	2	105

자료: 중소기업청

한편 2005년 5월 현재 창투사의 업력별 현황을 살펴보면 대부분의 창투사들 (약 63%)이 5년 이상 10년 미만의 업력을 가지고 있는 것으로 조사되었다 (<표 3-16> 참조). 이는 벤처투자가 과열됐던 2000년 당시 64개의 창투사가 설립되었기 때문이다. 10년 미만의 업력을 가진 창투사는 전체의 73%에 해당하는데 이로 미루어보아 우리나라 벤처캐피탈의 업력은 선진벤처캐피탈 시장에 비해 매우 짧다고 할 수 있다. 이는 벤처캐피탈리스트 개인의 명성(reputation)이 충분히 쌓일만한 시간이 못되어 개인의 명성보다는 창투사의 평판 및 인지도에 따라 자금조달이 이루어질 가능성이 더 높음을 시사한다.

<표 3-16> 창투사 업력별 현황 (2005년 5월 기준)

(단위 : 개)

평균업력	3년미만	3년이상 5년미만	5년이상 10년미만	10년이상 15년미만	15년이상	합계
8.7년	2	8	64	2	26	102

자료: 중소기업청

3.1.2. 창투조합 일반현황

먼저 최근 연도별 창투조합의 결성 및 해산현황을 보면 <표 3-17>에 나타난 바와 같이 당해 연도에 신규로 결성되는 창투조합의 수가 2000년 이래로 꾸준히 감소세임을 확인할 수 있다. 특히 벤처 버블시기인 2000년과 2001년도에 총 290개의 창투조합이 신규로 설립되었다. 창투조합의 만기가 주로 5년임을 감안할 때 올해 이들 중 대다수의 조합들이 해산될 예정이다.²³⁾

그러나 만기 이후에도 추가납입 등을 통해 조합을 지속적으로 운영하는 경우가 있을 수 있다. 아래 <표 3-17>에 의하면 조합에 대한 추가납입은 2002년 처음 발생한 이후 증가하는 경향을 보임을 알 수 있다. 이는 주로 2000년에 결성된 많은 수의 조합에 대한 추가납입분에 해당할 것이다. 그러나 추가납입 조합수가 2000년 및 2001년에 결성된 조합의 수에 크게 못 미쳐 역시 대다수의 조합들이 만기가 도래할 경우 해산될 전망임을 시사한다.

<표 3-17> 연도별 창투조합 결성 및 해산 현황

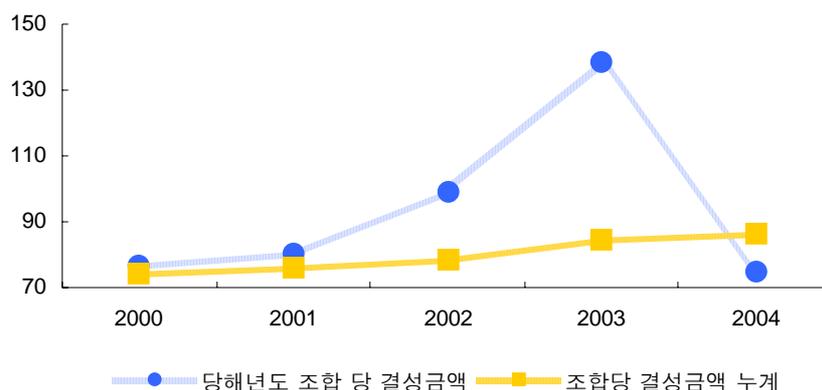
(단위 : 백만원, 개)

구분		2000년	2001년	2002년	2003년	2004년
당해연도 결성	조합수	194	96	54	39	31
	금액	1,484,695	771,900	533,772	541,253	232,468
추가 납입	조합수	0	0	3	14	25
	금액	0	0	8,790	163,080	178,446
당해연도 해산	조합수	5	18	37	22	46
	금액	52,400	130,150	300,478	162,800	288,900
누계	조합수	326	404	410	426	411
	금액	2,424,213	3,065,963	3,223,757	3,599,710	3,543,278

자료: 중소기업청

23) 2004~2005년 만기조합은 237개이며 총 금액은 1조 7,286억원에 달한다.

한편 2004년 창투조합 당 신규결성금액은 평균 약 75억원이며 기존 조합을 포함한 결성금액누계는 창투조합 당 평균 약 86억원에 달한다. 이와 같은 조합 당 결성금액의 추이는 아래 <그림 3-3>과 같다. 조합 당 결성금액의 누계는 2000년 이후 완만한 증가세를 보인 반면 조합 당 신규결성금액은 2003년까지 급속한 성장세를 보이다 2004년에 큰 폭으로 떨어졌음을 알 수 있다.



<그림 3-3> 조합 당 결성금액 추이 (단위: 억 원)

아래 <표 3-18>와 <그림 3-4>는 연도별 창투조합 조합원의 구성현황을 나타낸다. 이에 따르면 지난 5년간 정부나 지자체의 조합에 대한 출자가 가장 많았으며 (28%), 법인 (20%), 창투사 (17%), 연기금 (13%) 등의 순인 것으로 조사되었다. 따라서 창투조합에서 정부의 역할이 특히 지대했음을 알 수 있다. 벤처캐피탈 시장의 자생력과 역량을 강화하기 위해서는 향후 창투사 등의 비율을 높여 민간의 출자가 확대되는 방향으로 유도하는 정책이 필요할 것으로 판단된다. 창투사의 경우 전문 인력인 벤처캐피탈리스트를 양성하고 규제를 완화하는 등의 설립 및 투자 장려책과 더불어 법령위반 창투사에 대한 엄격한 퇴출규정을 적용하여 근본적으로 벤처캐피탈 시장의 건전성을 제고하는 일이 무엇보다 필요할 것이다.

한편 조합원 중 개인의 비율이 2000년 이래로 꾸준히 감소하는 경향이 뚜렷하며, 법인의 경우도 감소세를 보이고 있는 것으로 나타났다. 따라서 이들의 참여도 제고할 수 있는 시책도 필요할 전망이다. 반면 단정 짓기는 무리가 있을 수 있으나 2004년의 경우 외국인의 참여비율이 전년대비 크게 증가하였으며 2003년을 제외하고는 2000년 이래로 증가하는 경향을 보인 것을 알 수 있는데, 이와 같은 외국인의 참여를 더욱 늘릴 수 있는 방안이 모색되어야 할 것이다. 연기금의 참여비율은 2003년까지 증가세를 보이다 2004년에는 절반가량으로 감소하였는데 이는 법인,

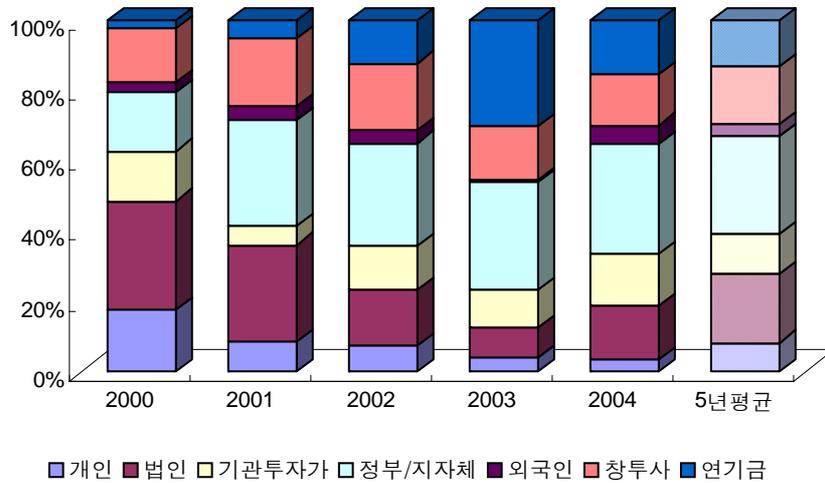
기관투자가, 및 외국인의 약진에 의한 것으로 판단된다.

<표 3-18> 연도별 창투조합 조합원 구성현황

(단위 : %)

구 분	개 인	법 인	기관투자가	정부/지자체	외국인	창투사	연기금	계
2000	17.8	30.8	14.1	16.8	2.9	15.2	2.4	100
2001	8.6	27.5	5.2	30.4	3.7	19.4	5.2	100
2002	7.6	15.6	12.7	29.1	3.7	19.0	12.3	100
2003	4.1	8.3	11.1	30.3	0.7	15.5	30.0	100
2004	3.7	15.1	14.7	31.1	5.5	14.5	15.4	100
5년평균	8.36	19.46	11.56	27.54	3.3	16.72	13.06	100

자료: 중소기업청

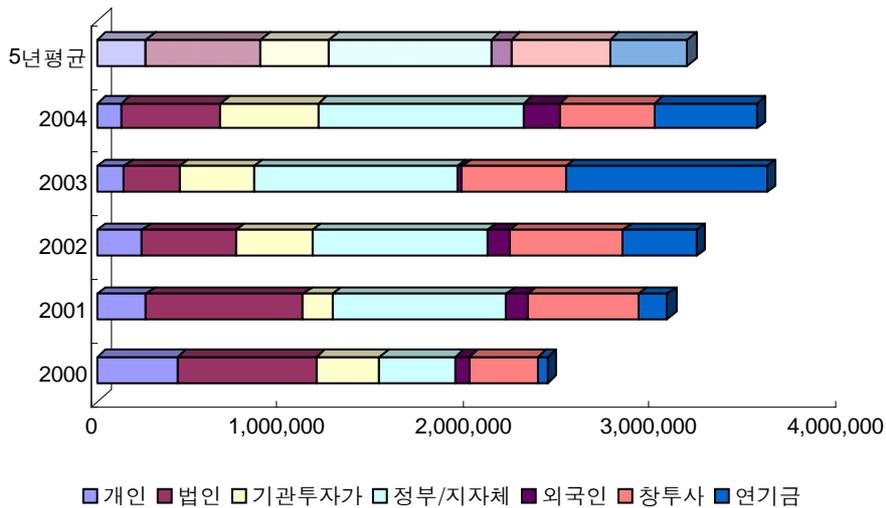


<그림 3-4> 연도별 창투조합 조합원 구성현황

<표 3-19> 연도별 창투조합 조합원 출자규모 추정액

(단위: 백만원)

구 분	개 인	법 인	기관투자가	정부/지자체	외국인	창투사	연기금	계
2000	431,510	746,658	341,814	407,268	70,302	368,480	58,181	2,424,213
2001	263,673	843,140	159,430	932,053	113,441	594,797	159,430	3,065,963
2002	245,006	502,906	409,417	938,113	119,279	612,514	396,522	3,223,757
2003	147,588	298,776	399,568	1,090,712	25,198	557,955	1,079,913	3,599,710
2004	131,101	535,035	520,862	1,101,959	194,880	513,775	545,665	3,543,278
5년평균	265,128	617,151	366,612	873,399	104,656	530,255	414,183	3,171,384



<그림 3-5> 연도별 창투조합 조합원 출자규모 추정액 (단위: 백만원)

<표 3-19>과 <그림 3-5>는 <표 3-17>과 <표 3-18>에서 도출된 연도별 창투조합 조합원 별 출자 규모 추정액을 나타낸다. 가장 주목할 만한 사항은 2000년 벤처버블 당시 개인의 출자가 정부나 지자체의 출자규모를 크게 상회하며 많았던 반면, 2001년 들어 거품이 꺼지면서 출자규모가 크게 줄어들었음을 알 수 있다. 이 때 정부가 출자규모를 2000년에 비해 두 배 이상 크게 증가시킨 것이 정부주도의 벤처활성화 정책의 여파로서 나타났음을 알 수 있다. 또한 연기금의 출자가 2003년도에 눈에 띄게 많았음을 알 수 있다.

<표 3-20>은 2004년 12월 현재 투자유형별 창투조합 현황을 나타낸다. 이 표에 의하면 정보통신분야전문 창투조합이 그 숫자나 결성금액 모두 가장 많은 것으로 조사됐다. 이는 인터넷 혁명 이후 IT산업의 비약적 발전과 더불어 정보통신부의 적극적 지원 등에 힘입은 결과라 판단된다.²⁴⁾ 그 다음으로 비중이 높은 유형은 영상 및 음반물에 대한 투자조합인 것으로 나타났다. 이는 문화관광부의 기금지원과 더불어 짧은 기간에 회수가 가능한 영화 등의 프로젝트 중심의 투자를 선호하는 창투사의 이해가 맞물려 나타난 수치라고 볼 수 있다.

<표 3-20> 투자유형별 창투조합 현황(2004년 12월)

(단위: 백만원)

구 분	결 성 금 액	조 합 수	금액기준 구성비
바이오	137,370	17	3.88%
정보통신	1,175,338	131	33.17%
영상 및 음반물	480,400	47	13.56%
게임	78,320	8	2.21%
환경	16,000	2	0.45%
부품/소재	239,000	23	6.75%
기타	1,416,850	183	39.99%
합계	3,543,278	411	100.00%

자료: 중소기업청

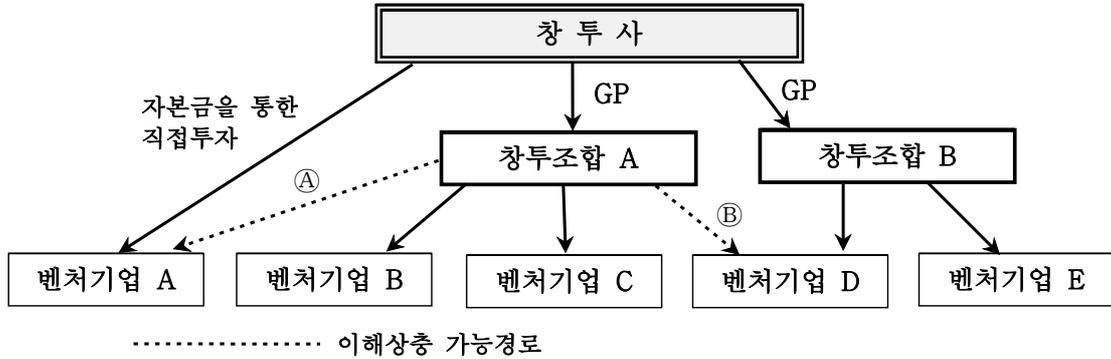
3.2. 창업투자회사 투자현황

벤처캐피탈 사이클 상에서 벤처캐피탈리스트의 역량이 가장 크게 발휘되는 단계가 투자의 단계이다. 여기서는 우리나라 창투사 및 창투조합의 투자현황을 살펴보고자 한다. 먼저 투자규모나 실적의 추이를 살펴보고 특성별 투자현황을 알아볼 것이다.

24) 1998년, 정부예산 45억원을 편성해 100억원 규모의 'IT전문투자조합1호'를 결성했으며, 1999년에는 9개, 1498억원 (정통부 417억원 출자) 규모의 IT전문투자조합을 결성했다. 이 시기에는 특징적으로 IT분야에 100% 투자하는 정보통신전문투자회사 2개사를 선정했다. 이후 정통부는 IT벤처 부문에의 투자확대 이외에도 일반조합으로 정책 목표 달성이 어려운 점을 보완하기 위해 다양한 특화조합을 결성했다. IT전문투자조합은 2002년 9월 현재 총 38개에 이르고 있다. (디지털콘텐츠 2003년 3월호, p.103)

3.2.1. 창업투자회사 업무구조

현재 우리나라 창투사의 투자업무구조는 다음 <그림 3-6>과 같다.



<그림 3-6> 창투사 투자업무구조

미국의 벤처캐피탈의 경우 창투조합에서 벤처기업으로 투자가 이루어지는 구조를 가져 어느 한 벤처기업에 대해 창투사가 자본금을 통해 이루어지는 직접투자과 창투조합이 행하는 투자가 서로 상충할 가능성이 있는 ①과 같은 경로는 발생하지 않는다. 한편 ②와 같이 두개 이상의 창투조합이 한 벤처기업에 투자하여 발생할 수 있는 이해상충의 경우는 벤처캐피탈리스트 간의 내부적 합의에 의해 윈-윈전략의 일환으로 이루어지고 있는 것으로 파악되었다.

한편 미국에서는 민간벤처캐피탈과 더불어 중소기업청(SBA; Small Business Administration) 주관으로 중소기업투자회사(SBIC; Small Business Investment Company)를 운영하고 있다. <표 3-21>에서 보는 바와 같이 우리나라의 대표적 벤처캐피탈이라 할 수 있는 중소기업창업투자회사(창투사)는 미국의 SBIC에 보다 가까운 형태임을 알 수 있다. 그러나 SBIC의 경우 정부로부터 자금지원을 받거나 용자를 받을 수 있는 것과 달리 우리나라의 경우 세제혜택을 주는 것으로 우대지원을 받고 있다.

창투사와 더불어 우리나라는 투자 및 용자를 겸할 수 있으며 신용카드업, 시설대여업, 할부금융업까지도 겸업할 수 있는 신기술사업금융회사도 벤처캐피탈 업무를 수행하고 있다. 창투사가 중소기업창업지원법에 근거하여 중소기업청 관할로 운영되고 있다면 신기술사업금융회사는 여신전문금융업법에 근거하고 있으며 재정경제부, 특히 금융감독위원회 관할로 되어있다. 이와 함께 벤처기업육성에 관한특별법에 의해 설립된 한국벤처투자조합(KVF; Korea Venture Fund) 및 개인투자조합도 영업중이다. 이들의 특징을 비교한 것이 <표 3-22>이다.

이와 같이 하나의 업무에 대한 근거법령과 관할기관이 여러 개 존재함에 따라 벤처캐피탈 업무의 중복 등 효율성이 저해되어 벤처캐피탈 시장 자체에 대한 의문 제기도 있어 온 실정이다.

<표 3-21> 한국과 미국의 벤처캐피탈 업무주체 비교

항목	한 국	미 국	
일 반 사 항			
제도명	중소기업창업투자회사	SBIC	Private Venture Capital
도입연도	1986년	1958년	1940년
근거법령	중소기업창업지원법	Small Business Investment Act	The Investment Company Act of 1940 The Investment Advisers Act of 1940 The Securities Act of 1933
회사 수 ¹⁾	110개	447개 ²⁾	919개 ³⁾
투자현황 ¹⁾	23,217억원 (2,436업체)	25억달러 (2,610 업체)	181억달러 (2,227개 업체)
자금조달	민간자본금 중기청의 조합출자	민간자본금 SBA의 회사채, 지분참여증권 매입 또는 보증	적격 투자자들로부터 Fund 출자
세제지원	투융자손실준비금의 손금산입, 배당소득의 법인세 비과세	주식매각이익 과세경감 매각손실과 통상소득 합산	해당 사항 없음
투 자			

항목	한 국	미 국	국
투자대상	중소기업기본법상 중소기업	연방규정상 중소기업 (Small Business) 자본금의 20% 이상은 Smaller Business 에 투자해야 함	제한 없음
투자방식	신주, 전환사채, 신주인수권부사채	지분증권(Equity Security), 대출(Loan), 지분으로 전환이 가능한 사채(Debt Security)	지분증권(Equity Security), 지분으로 전환이 가능한 사채 (Debt Security)
용자지원	허용	허용	해당사항 없음
해외투자	허용	허용안함	조합원간 규약으로 규정
프로젝트 투자	허용	허용안함	상 동
투자대상기업 에 대한 경영지배	허용안함 ⁴⁾	투자목적 달성을 위해 7년 한도 내 허용	상 동
경영지도 비용 부과	허용안함	허용	
관 리 감 독			
담당기관	중기청	SBA Investment Division	SEC
관리인원	중기청 5명 중진공 8명	90명	해당사항 없음

주 1) 우리나라의 경우 2005년 5월 현재, 미국의 경우 2003년말 현재 기준임.

2) 자료: SBA (2004a).

3) 자료: NVCA (2004).

4) 최근 중소기업창업지원법을 개정하여 투자대상기업에 대한 창투사의 경영 지배목적 투자를 제한적으로 허용하고 있음.

<표 3-22> 벤처캐피탈회사의 구조

	창업투자회사/조합	신기술사업금융회사 /조합	한국벤처투자조합 (KVF)	개인투자조합 (엔젤조합)
설립 근거	중소기업창업지원법	여신전문금융업법	벤처특별법 ¹⁾	벤처특별법 ¹⁾
관할 기관	중소기업청	재정경제부 및 금감위	중소기업청	중소기업청
회사 설립 요건	상법상 주식회사 납입자본금 70억원 이상 전문인력 2인 이상 보유	여신전문금융회사 납입자본금 최소 200억 이상	상법상 유한회사 창투자 신기술사업금융회사	민법상 조합
회사 자금 조달	중소기업진흥 및 산업기반기금 중소기업창업투자 조합결성 사채발행 (자기자본의 10배까지)	기금, 금융기관 등으로부터 차입 신기술사업금융조 합결성 사채발행 (자기자본의 10배까지)	모태조합의 출자	개인들의 출자
회사 자금 운용	투자 제한적 자금 대여	투자 및 용자 신용카드업, 시설대여업, 할부금융업 겸업가능	투자	투자
조합 설립 요건	출자금 총액 10억원 이상 출자 1좌의 금액 100만원 이상 유한책임조합원 99명 이하 업무집행조합원의 출자지분이 출자금 총액의 1% 이상 존속기간 5년 이상	해당사항 없음	출자금 총액 10억원 이상 출자 1좌의 금액 100만원 이상 유한책임조합원 99명 이하 업무집행조합원 의 출자지분이 출자금 총액의 1%이상 존속기간 5년 이상	출자금총액 20억 이상 출자 1좌의 금액 100만원 이상 조합원수 49명 이하 업무집행 조합원의 출자지분이 출자금 총액의 5%이상 존속기간 5년 이상
조합 법적 책임	업무집행조합원: 무한책임 일반조합원: 유한책임	업무집행조합원: 무한책임 일반조합원: 무한책임	업무집행조합원: 무한책임 유한책임조합원: 유한책임	명확한 규정 없음
지원 대상	비상장·미등록 창업중소기업(7년 이내) 또는 벤처기업 제외업종: 숙박 및 음식점업, 부동산업 등	신기술사업자 또는 상시종업원 1천인 이하, 총자산액 1천억원 이하인 신기술사업영위기업 업종제한 없음	중소기업 및 벤처기업	벤처기업

	창업투자회사/조합	신기술사업금융회사/ 조합	한국벤처투자조합 (KVF)	개인투자조합 (엔젤조합)
투자 대상 제약	계열사, 대기업, 투자제한 업종, 특수관계인 등에 대한 투자 금지 해외투자는 납입자본금 30/100 투자실적 달성 이후 가능	해당사항 없음	해당사항 없음	해당사항 없음
동일 기업 투자 제한	동일기업에 투자대상기업자본 금의 50/100이하 투자	해당사항 없음	해당사항 없음	해당사항 없음
투자 실적 인정 범위	비상장·미등록 창업자 또는 벤처기업에 대한 신주, 전환사채, 신주인수권부사채 의 인수 투자조합에 대한 출자자금 또는 창업보육센터 설립자금 프로젝트 투자	해당사항 없음	해당사항 없음	해당사항 없음
조세 지원	양도소득세 비과세 등 다양한 조세지원	중소기업창업투자 회사 및 조합과 거의 동일	해당사항 없음	소득세 감면 등 다양한 조세지원

주: 1) 『벤처기업육성에관한특별조치법』을 말함.

3.2.2. 창업투자회사 투자현황

아래 <표 3-23>는 창투사들의 투자현황을 정리한 것이다. 2004년 12월 현재 창투사 전체 투자금액은 약 2조 5천억원이며, 1년간 신규투자금액은 약 5,400억원 규모인 것으로 나타났다. 또한 벤처기업 당 투자금액을 살펴보면 투자금액 기준 평균 약 9억5천만원의 투자가 이루어지고 있으며 신규투자의 경우 벤처기업 당 평균 약 11억원의 규모로 투자를 하고 있음을 알 수 있다.

<표 3-23> 창투사 투자현황

(단위: 억원, 개)

구 분		2003년 12월	2004년 12월	증감금액/수	증감율(%)
창업투자 (잔액)	금액	27,371	25,632	-1,739	-6.4
	업체	2,863	2,618	-245	-8.6
지원주체 (잔액)	투자회사	11,183	9,008	-2,175	-19.4
	투자조합	16,188	16,623	435	2.7
신규투자 (누계)	금액	6,118	5,639	-479	-7.8
	업체	615	510	-105	-17.1
회수 (누계)	금액	4,272	4,366	94	2.2
	업체	641	709	68	10.6

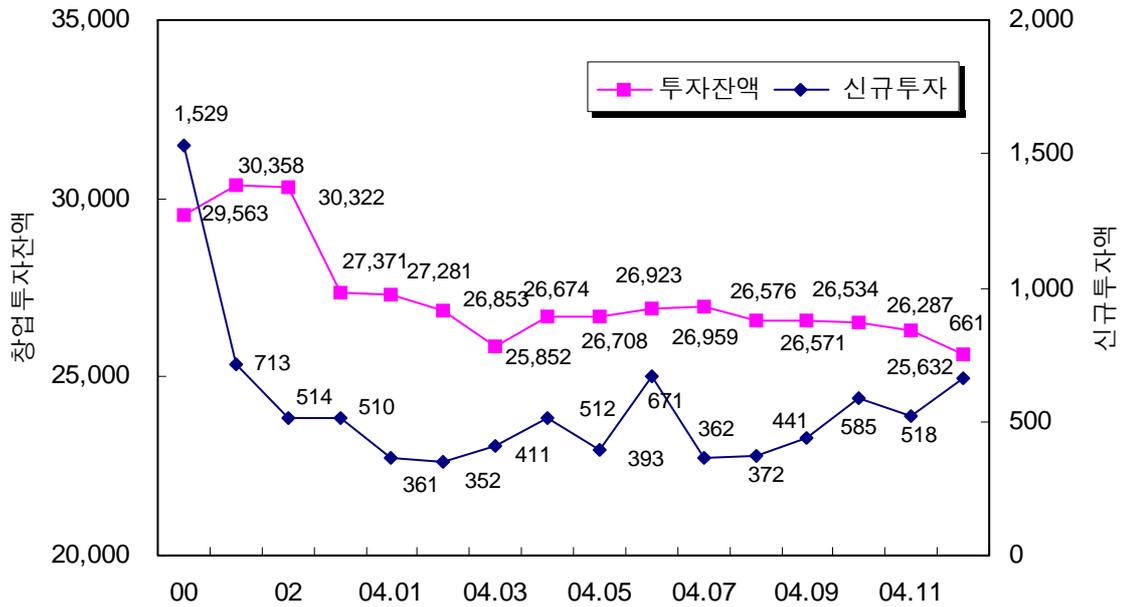
자료: 중소기업청

또한 <그림 3-6>에서 창투사의 자본금을 통한 직접투자규모는 약 8천억원 가량인 것으로 나타났다. 이는 창투사 전체투자규모의 약 34%(2004년 4월 기준의 경우 약 38%)나 차지하고 있는 것으로 파악되어 ㉠와 같은 이해상충의 소지가 있는 경로를 차단하기 위해서는 이와 같은 투자행태를 창투조합을 통한 투자로 전환할 수 있는 제도적 장치를 마련하는 것이 필요할 전망이다.

마지막으로 전년 동기 대비 모든 면에서 투자의 감소가 나타난 것으로 확인되었다. 이는 자금조달의 단계에서 출자규모가 감소한 것이 가장 큰 원인이 될 수 있을 것이다. 그러나 이와 더불어 <표 3-17>에서 나타난 바와 같이 2004년 신규결성 조합의 출자규모가 약 2,400억원임을 감안할 때 신규투자규모는 1,500억 수준인 것으로 보아 투자재원은 적당 또는 충분하나 투자처가 마땅하지 않아 투자가 원활히 이루어지지 못하는 현상일 가능성도 배제할 수 없다. 이럴 경우 우수벤처기업 육성 및 발굴에 정부의 노력이 경주되어야 할 것이다.

<표 3-24> 창투사 평균 투자현황 (2005년 4월 기준)

	총투자업체수	총투자금액	신규투자수	신규투자금액
창투사 평균	23.9개	227.6억원	1.4건	15.1억원
벤처캐피탈리스 평균	4.3개	40.6억원	0.25건	2.7억원



자료: 중소기업청

<그림 3-7> 창투조합 연도별 투자실적 (단위: 억 원)

중소기업청의 자료에 의하면 2005년 4월말 기준 102개의 창투사가 등록 중이었으며, 이에 따라 창투사 평균 투자규모를 파악할 수 있다. 창투사 1개 업체는 평균적으로 약 24개의 벤처기업에 투자하고 있으며 그 투자규모는 평균 약 228억원 수준이다. 한편 창투사의 평균 신규투자를 살펴보면 약 1.4개 벤처기업에 신규투자를 수행하였으며 그 투자규모는 평균 약 15억원선임을 알 수 있다. 이 때 <표 3-12>에서 조사된 바와 같이 창투사 당 벤처캐피탈리스트가 평균 약 5.6명 (임원급 2.4명, 직원급 3.2명) 종사하고 있는 것으로 보아 벤처캐피탈리스트 1인당 투자건수는 평균 약 4.3건임을 알 수 있다. 이를 정리한 것이 <표 3-24>이다.

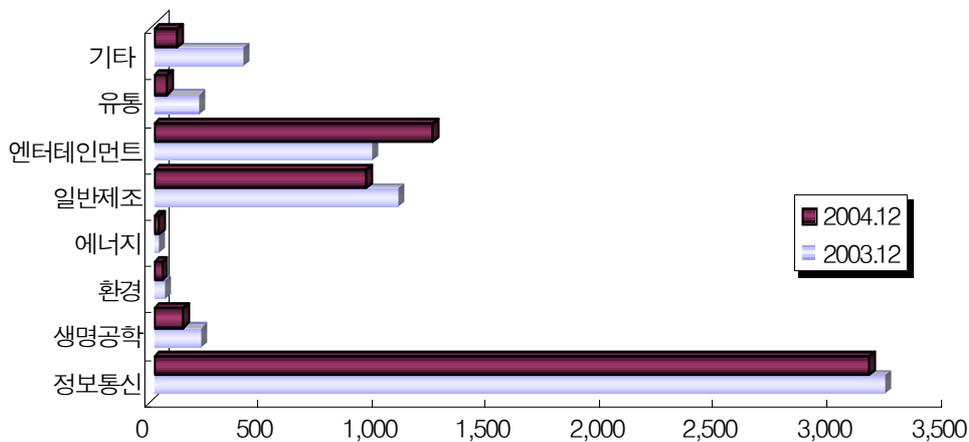
<그림 3-7>에는 창투조합의 연도별 투자실적을 도시하였다. 2000년 이후 투자잔액 및 신규투자액의 규모가 꾸준한 감소세임을 확인할 수 있다.

3.2.3. 특성별 투자현황

본 절에서는 특성에 따른 투자현황을 살펴보기로 한다. 이 때, 투자하는 벤처기업의 1) 업종별, 2) 지역별, 3) 업력별, 그리고 4) 규모별 투자현황을 나누어 보기로 한다.

(1) 업종별 창업투자현황

먼저 업종별 신규창업투자현황을 알아보면 아래 <그림 3-8>과 같이 2004년 12월말 현재 정보통신분야에 대한 신규투자가 3,141억원으로 전체 창업투자에서 차지하는 비율이 압도적으로 많은 것으로 나타났다. (전체의 55.7%) 그다음으로는 엔터테인먼트산업에 1,121억원 (21.7%), 일반제조업 932억원 (16.5%) 등인 것으로 조사되었다. 이와 같이 정보통신과 엔터테인먼트산업에 대한 높은 투자비율(둘의 합계 77.4%)은 앞서 <표 3-20>에서 투자유형별 창투조합의 현황을 살펴보았을 때 확인된 바와 같이 이들 두 산업에 대한 투자를 목적으로 하는 창투조합의 결성비율이 높은 것과 그 궤를 같이 하고 있다.



자료: 중소기업청

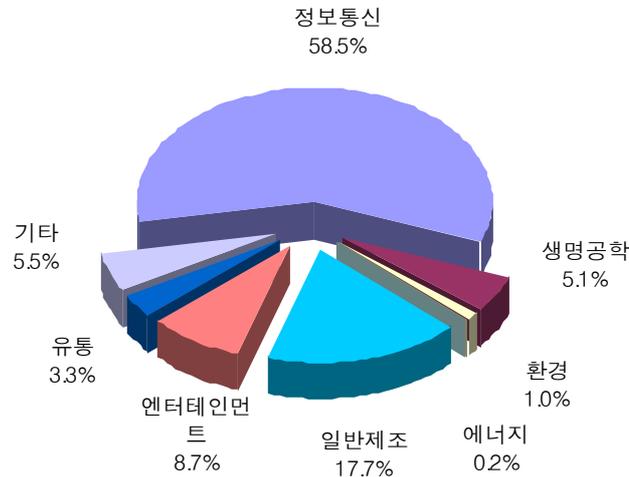
<그림 3-8> 2004년 1~12월간 업종별 창업 신규투자현황 (단위 : 억원)

전년 동기와 비교할 경우 정보통신과 엔터테인먼트에 대한 투자금액은 증가하였으나 일반제조업 및 생명공학분야에 대한 투자가 감소한 것으로 나타났다. 이는 차세대성장동력사업과 관련하여 생명공학분야나 부품소재산업에 대한 창업투자가 활성화될 수 있는 정책이 필요할 것임을 시사한다.

또한 2003년 12월말에 비해 각각의 업종 비중 면에서 엔터테인먼트산업이 6.0%p 증가하였으며 정보통신산업은 3.2%p 감소한 것으로 나타났다. 특히 일반제조업과 생명공학산업의 비중이 각각 1.0%p, 1.1%p 감소한 것으로 보아 BT산업에 대한 벤처기업 발굴 및 육성과 더불어 대학 및 연구소와의 연계를 강화할 필요가 있을 것으로 판단된다.

한편 2004년 12월말 현재 투자잔액은 정보통신 1조 4,991억원(53.5%), 일반제조업 4,549억원(17.7%), 엔터테인먼트 2,241억원(8.7%), 생명공학 1,295억원(5.1%), 유통

848억원(3.3%), 환경 254억원(1.00%), 에너지 54억원(0.2%), 기타 1,400억원(5.5%) 순으로 나타났다 (<그림 3-9> 참조). 특히 신규투자예 비해 일반제조업의 비중이 높은 것은 엔터테인먼트산업에 대한 투자가 영화 등 프로젝트 기반인 경우가 많아 사업완료시기가 상대적으로 매우 짧기 때문인 것으로 풀이된다.



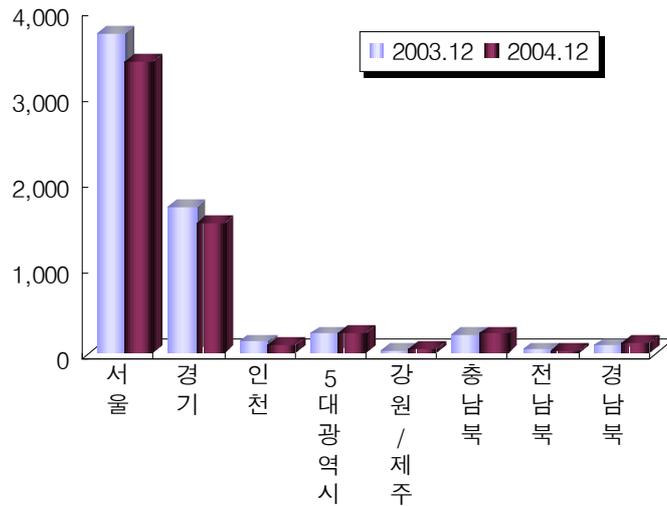
자료: 중소기업청

<그림 3-9> 2004년 12월 현재 창업투자잔액 구성현황

(2) 지역별 창업투자현황

2004년 12월말 현재 지역별 신규투자현황은 서울 3,400억원(60.5%), 경기 1,509억원(26.8%) 등 수도권이 4,994억원(88.6%)이며, 부산, 대구, 광주, 대전, 울산 등 5대 광역시는 230억원(4.1%), 기타지방은 419억원(7.4%)으로 나타났다. 이를 통해 지역균형화를 위해 서울을 비롯한 수도권지역에 편중된 신규투자를 전국적으로 확산할 필요가 있음을 알 수 있다.

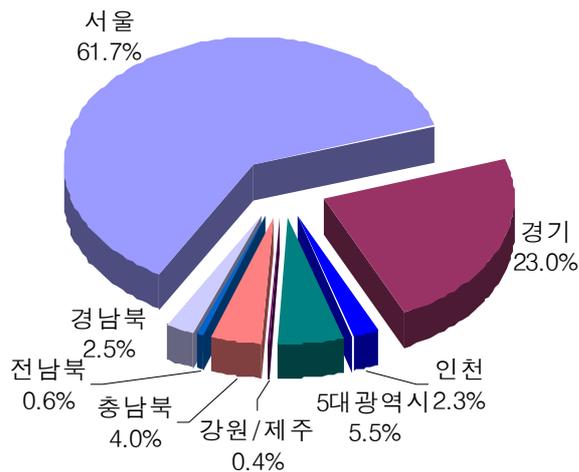
2003년 12월말과 비교하면 서울에서 0.5%p가 감소하고, 경기지역에서 1.1%p가 증가하여 수도권 전체에서 2.2%p의 신규투자감소, 부산 등 5대 광역시가 0.5%p 증가, 기타지방은 1.8%p증가로 기타지방지역의 투자가 증가하였다. 그러나 여전히 수도권 편중현상은 심한 것으로 판단된다.



자료: 중소기업청

<그림 3-10> 2004년 1~12월 지역별 창업 신규투자현황 (단위: 억원)

2004년 12월말 현재 지역별 투자잔액은 서울 1조 5,806억원(61.7%), 경기 5,906억원 (23.0%), 인천 585억원(2.3%) 등 수도권이 2조 2,297억원(87.0%)을 차지하며, 부산 등 5대 광역시에 1,417억원(5.5%), 기타지방에는 1,869억원(7.5%)이 투자되고 있는 것으로 나타났다. 신규투자에 비해 수도권이 비중이 소폭이나마 높은 것으로 보아 최근의 투자는 수도권을 제외한 지방에 대한 투자가 늘어난 것으로 파악되나 현재로서는 지역간 균형발전이 이루어졌다고 보기 어렵다.



자료: 중소기업청

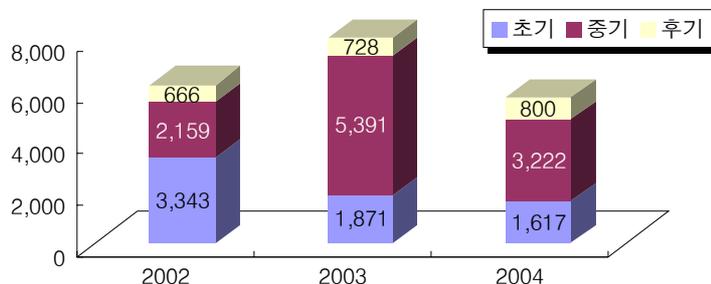
<그림 3-11> 2004년 12월말 지역별 창업투자잔액현황

(3) 벤처기업 성숙단계별 창업투자현황

기술력은 있으나 자금이 부족한 벤처기업에 대한 자금을 지원하고 그 기업이 성공했을 경우 수익을 함께 공유한다는 벤처캐피탈의 근본취지를 살리기 위해서는 초기단계 벤처기업에 대한 투자가 활성화되어야 할 것이다.

그런데 2004년 12월말 현재 업력별 신규투자현황을 살펴보면 초기단계가 1,617억원 (28.7%), 중기단계는 3,222억원(57.2%), 후기단계가 800억원(14.2%)을 차지하고 있는 것으로 조사되었다.²⁵⁾ (<그림 3-12> 참조) 이는 벤처캐피탈리스트들이 위험성이 높고 자금의 회수기간이 긴 초기단계 벤처기업에 대한 투자보다는 이미 많은 위험이 제거되고 회수도 빨리 진행될 수 있는 후기단계의 기업을 선호하고 있음을 입증하는 결과이다. 다시 말해 벤처캐피탈리스트 입장에서는 투자대상 기업에 대한 평가노력은 단계와 무관하게 거의 동일한 반면, 많은 투자금액을 정해진 기간 내에 투자하여야 하므로 성공불확실성이 보다 많이 제거된 후기단계 기업을 선호함이 확인된 것이다. 이 경우 성공 시 투자수익률은 초기단계보다 낮으며 이와 같은 현상이 심화될 경우 벤처캐피탈의 일반금융자본화라는 비난을 면키 어려울 것이다.

또한 2003년 12월말과 비교해 볼 때, 초기단계가 1.7%p 감소, 중기단계가 0.4%p 감소, 후기단계가 2.2%p 증가하는 등 최근 전반적으로 초·중기단계 투자가 감소하고 후기단계에 대한 투자가 증가하는 양상을 보이고 있는 것으로 나타났다. 일반적으로 벤처캐피탈의 업력이 길수록 후기단계 투자의 비중이 증가하는 경향을 보이는데 이는 그동안 투자실적 및 명성이 높아 투자재원이 풍부하여 단위투자비용이 높은 후기단계 기업에 대한 투자접근이 용이하기 때문이다. 따라서 업력은 짧지만 능력있는 벤처캐피탈리스트의 양성을 통해 초기단계 투자의 비중을 제고시키는 방안도 고려할 만할 것이다.

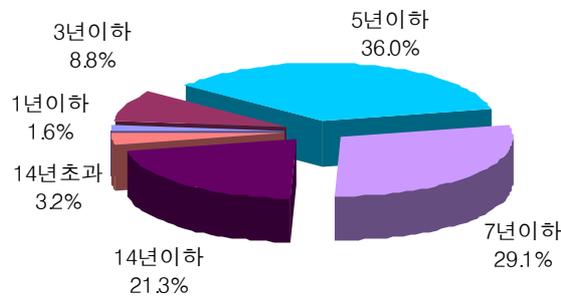


자료: 중소기업청

<그림 3-12> 2002년~2004년 벤처기업 업력별 신규창업투자현황 (단위: 억 원)

25) 초기단계: 3년 이하, 중기단계: 3년 초과~7년 이하, 후기단계: 7년 초과.

<그림 3-13>에 나타난 바와 같이 2004년 12월말 현재 벤처기업의 업력별 투자잔액은 1년 이하가 402억원(1.2%), 3년 이하는 2,267억원(8.8%), 5년 이하 9,237억원(36.0%), 7년 이하 7,451억원(29.1%), 14년 이하 5,457억원(21.3%), 14년 초과 818억원(3.2%)으로 조사되었다. 미국의 벤처캐피탈협회인 NVCA의 정의에 의하면 창업(Start-up)단계에 해당하는 1년 이하의 벤처기업에 대한 투자가 1.2%에 미치고 있으며 초기단계(Early stage)에 해당하는 3년 이하 투자잔액이 6.3%인 것으로 풀이된다. 미국의 경우 창업단계의 벤처기업에 대한 투자가 주로 개인인 엔젤투자자들에 의해 이루어지지만 우리나라의 경우 눈에 띄는 개인투자조합의 활동은 미미한 편이라 이들에 대한 투자비중을 높이는 방안이 강구되어야 할 것이다.



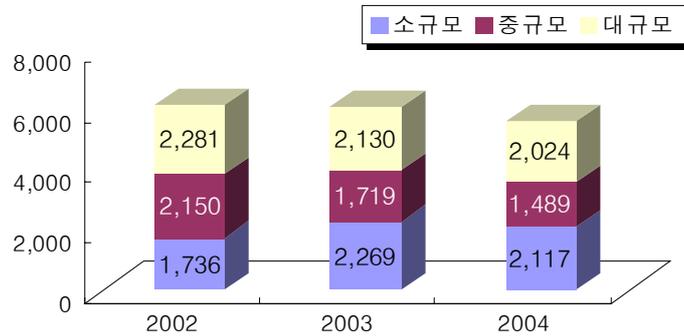
자료: 중소기업청

<그림 3-13> 2004년 12월말 벤처기업 업력별 투자잔액현황

(4) 규모별 창업투자현황

2004년 12월말 현재 벤처기업 규모별 신규투자현황은 소규모가 2,117억원(37.7%)이고 중규모는 1,489억원(26.4%)이며, 대규모가 2,024억원(35.8%)을 차지하고 있는 것으로 조사되었다.²⁶⁾ 이는 2003년 12월말과 비교해 볼 때, 소규모가 0.6%p 증가, 중규모가 2.2%p 감소, 대규모가 1.5%p 증가하는 등 전반적으로 중규모가 감소하고 중, 대규모가 증가하는 양상을 보인 것으로 나타났다. 이는 <그림 3-8>에서 2005년 5월 현재, 전년 동기 대비 일반제조업에 대한 투자는 크게 감소하고 엔터테인먼트산업에 대한 투자가 크게 늘어난 것으로 미루어 보아 단위투자규모가 작은 엔터테인먼트 프로젝트에 대한 투자가 늘었기 때문인 것으로 파악된다.

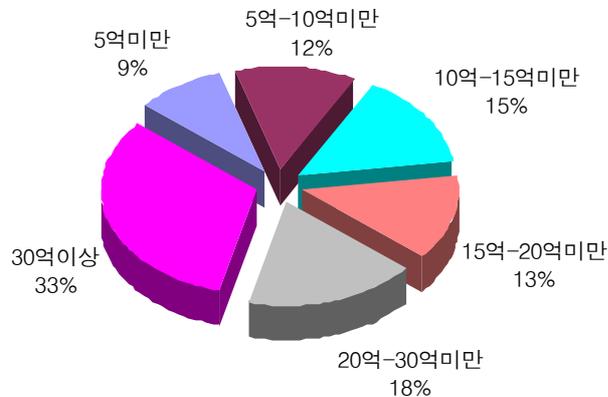
26) 소규모: 10억 미만, 중규모: 10억 ~ 20억 미만, 대규모: 20억 이상.



자료: 중소기업청

<그림 3-14> 2002년~2004년 벤처기업 규모별 신규투자현황 (단위: 억원)

한편 <그림 3-15>에서 보는 바와 같이 2004년 12월말 현재 규모별 투자잔액은 5억 미만 2,368억원(9.2%), 5억~10억 미만 3,168억원(12.4%), 10억~15억 미만 3,835억원(15.0%), 15억~20억 미만 3,420억원(13.3%), 20억~30억 미만 4,562억원(17.8%), 30억 이상 8,279억원(32.3%)으로 나타나 고른 분포를 보였다.



자료: 중소기업청

<그림 3-15> 2004년 12월말 벤처기업 규모별 투자잔액현황

3.3. 창업투자회사 회수현황

일반적으로 벤처캐피탈 투자에서 회수는 크게 주식상장(IPO)과 M&A를 통해 나타난다. 5장에서 살펴보겠지만 미국의 경우 정부지원 벤처캐피탈인 SBIC에 대해 프로젝트 투자를 금하고 있는 반면, 우리나라 창업투자회사는 이 프로젝트 투자가 허용

되고 있어 보다 다양한 형태의 회수가 이루어지고 있다.

<표 3-25>와 <표 3-26>에서는 2000년부터 2004년 기간 동안의 회수현황이 정리되어있다. 이 때 회수금액은 투자원금을 포함하여 이익분까지 포함한 개념이므로, IPO의 회수금액은 투자원금 대비 상대적으로 높게 산출되었으며, M&A의 회수금액은 투자원금대비 상대적으로 낮게 나타났음을 밝혀둔다. 또한 2개년도에 걸쳐 회수한 경우 각 연도별로 1건씩 계산하고 금액을 연도 별로 분할 계산한 것이다. 한편 프로젝트 투자의 경우 영화, 게임, 신기술사업 등에 단기적으로 투자하고 회수한 실적을 집계한 것이다. 마지막으로 기타의 경우에는 주식의 제3자매각, 장외매각, buy-back²⁷⁾, 감액, 채권회수, 대손 등 IPO 및 M&A를 제외한 모든 형태의 회수를 포함한 것이다.

<표 3-25> 연도별 창투사 IPO 및 M&A 일반현황

(단위: 백만원)

연 도	IPO				M&A			
	회수금액	비율	건수	비율	회수금액	비율	건수	비율
2000년	427,775	58.20%	140	27.89%	4,272	0.58%	8	1.59%
2001년	184,859	60.34%	139	36.87%	4,278	1.40%	5	1.33%
2002년	125,286	48.78%	143	35.14%	5,617	2.19%	9	2.21%
2003년	233,354	60.52%	184	29.63%	3,127	0.81%	5	0.81%
2004년	161,785	40.03%	135	17.09%	22,884	5.66%	12	1.52%
총계	1,133,059	54.27%	741	27.47%	40,178	1.92%	39	1.45%

자료: 중소기업청

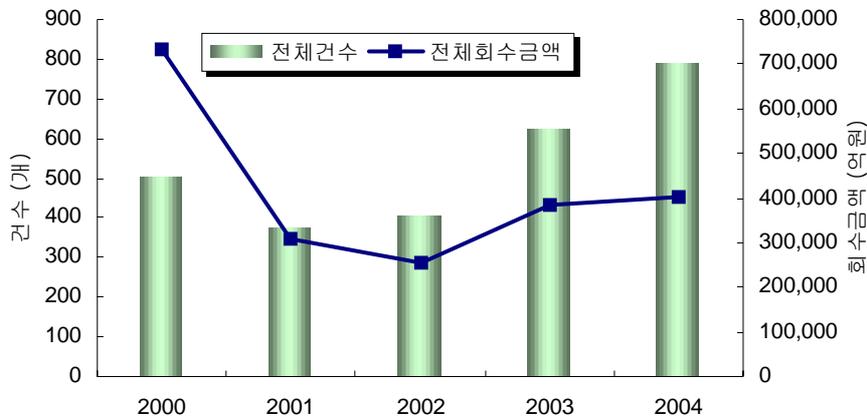
<표 3-26> 연도별 창투사 프로젝트 투자 및 기타 현황

(단위: 백만원)

연도	프로젝트				기타				합계	
	회수금액	비율	건수	비율	회수금액	비율	건수	비율	회수금액	건수
2000	11,710	1.59%	19	3.78%	291,236	39.62%	335	66.73%	734,993	502
2001	20,562	6.71%	27	7.16%	96,640	31.55%	206	54.64%	306,339	377
2002	17,541	6.83%	51	12.53%	108,396	42.20%	204	50.12%	256,839	407
2003	29,319	7.60%	82	13.20%	119,756	31.06%	350	56.36%	385,556	621
2004	26,508	6.56%	99	12.53%	192,980	47.75%	544	68.86%	404,157	790
총계	105,639	5.06%	278	10.31%	809,008	38.75%	1,639	60.77%	2,087,884	2,697

자료: 중소기업청

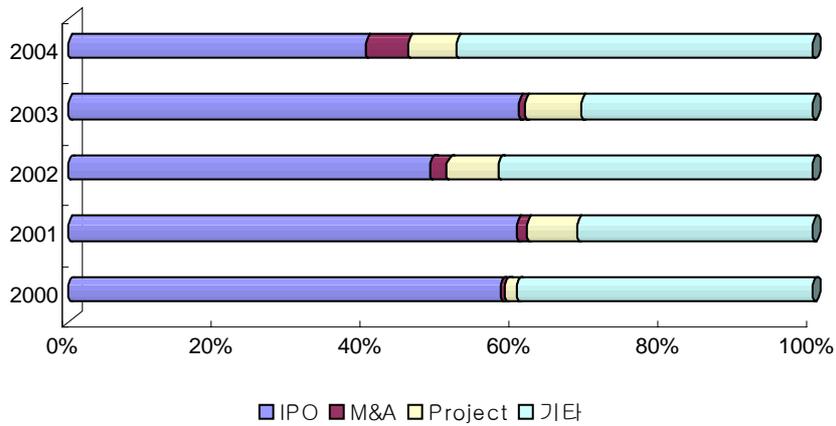
27) 역구매 또는 환매라 칭할 수 있으며, 일반 구매가 제공 업체가 정한 등록된 제품을 구매하는 것을 말한다. 역구매란 말 그대로 소비자가 원하는 제품을 정하여 등록을 하면 제공업체가 수급을 하여 공급하는 것을 말한다.



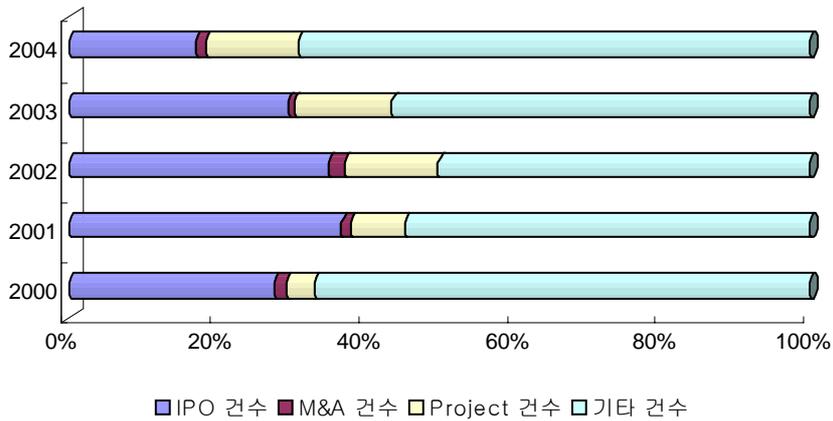
<그림 3-16> 연도별 창투자 회수 금액과 건수 추이

먼저 전체 회수 건수를 살펴보면 <그림 3-16>과 같이 2001년부터 2004년까지 꾸준한 증가세를 보임을 알 수 있다. 전체회수 금액은 2000년 약 7,300억원의 회수가 있었던 반면 2001년부터는 대략 2,600억~4,000억원 정도의 회수가 이루어진 것으로 나타났다. 2000년의 높은 회수금액은 KOSDAQ 상장 및 기타 회수방법이 주도한 것으로 나타나는데 이는 당시 KOSDAQ 활황과 더불어 제 3자 매각, 장외매각 등 주식시장 과열과 관련되어 나타난 현상이라고 판단된다. 투자와 회수의 시차가 존재함을 감안할 때, 2001년에서 2004년 사이 투자금액 및 건수가 감소하는 가운데 회수 금액 및 건수의 증가하였다고 해서 투자 건당 수익률이 높아진 것으로 볼 수는 없다. 그러나 창투사의 재무상태는 점차 개선되고 있는 것으로 볼 수 있다.

<표 3-25>와 <표 3-26>을 통해 연도별 회수방법의 금액상 비율 추이와 연도별 회수방법의 건수비율 추이를 나타낸 것이 각각 <그림 3-17>과 <그림 3-18>이다. 이들 그림에서 보이는 바와 같이 우리나라 회수시장에서 M&A의 역할이 매우 미약함을 알 수 있다. 특히 <그림 3-18>에서 볼 수 있는 것처럼 2001년 이래로 IPO 건수가 점차 감소하고 있는데 이를 위해 KOSDAQ시장에서 벤처기업의 상장요건을 완화하는 등의 우대정책이 필요할 것으로 보인다. 한편 실적이 부진한 벤처기업이 정부의 지원 등으로 KOSDAQ시장에서 퇴출되지 않고 계속 상장되어 있음으로써 KOSDAQ시장 전체의 건전성이 떨어져 KOSDAQ 상장유인을 저해하고 있는 경향이 있으므로 엄격한 퇴출기준을 적용해야 할 필요도 있다고 판단된다.

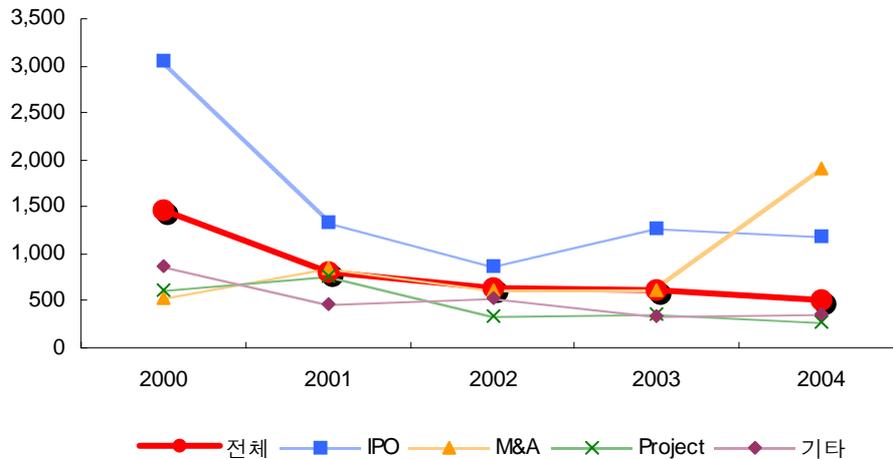


<그림 3-17> 연도별 회수방법의 금액비율 추이



<그림 3-18> 연도별 회수방법의 건수비율 추이

한편 <그림 3-19>는 각 회수유형 별로 회수 건당 금액을 도시한 것이다. 이에 따르면 전체적으로 회수 건당 금액은 감소하는 경향을 보이고 있는 것으로 나타났다. 그러나 IPO의 경우 최근 들어 건당 금액이 약간 증가하는 경향을 보이고 있으며, 2005년 들어 M&A의 경우에 특히 건당 금액이 크게 증가했음을 알 수 있다. 따라서 M&A 시장 활성화로 벤처캐피탈 시장의 수익건전성을 제고할 수 있을 전망이라 예측할 수 있다.



<그림 3-19> 연도별 창투자 회수건 당 금액 추이 (단위: 억원)

3.4. 신기술사업금융회사 현황

본 절에서는 중소기업창업투자회사와 더불어 우리나라 벤처캐피탈 업계의 또 다른 주체인 신기술사업금융회사의 현황을 알아보고자 한다. 여신전문금융업법 상 투자와 용자업무를 모두 수행할 수 있는 신기술사업금융회사는 초창기 투자보다 용자 또는 리스 업무에 치중하던 것과는 달리 최근에는 거의 대부분의 업무가 투자의 형태로 이루어지고 있음을 주지할 때 이들의 현황 및 실적은 신기술사업금융회사의 벤처캐피탈업무를 대변한다고 할 수 있을 것이다.

먼저 <표 3-27>에서는 연도별 신기술사업금융회사의 인력현황을 알 수 있다. 한편 2001년에 7개사, 2002년과 2003년에는 8개사, 2004년에는 9개사가 등록되었다. 이를 근거로 신기술사업금융회사의 평균 인력현황을 도출한 것이 아래 <표 3-28>이다. 이에 따르면 평균 임직원 수는 2001년 이래 꾸준히 감소한 것으로 나타났다.

한편 <표 3-29>은 연도별 신기술사업금융회사의 자본적정성 현황을 나타내고 있다. 이를 통해 부채비율을 산정하면 2001년 155.7%, 2002년 159.3%, 2003년 115.1%, 및 2004년 159.0% 임을 알 수 있다. 이를 통해 신기술사업금융회사들의 자본적정성은 비교적 양호한 것으로 판단된다.

<표 3-27> 연도별 신기술사업금융회사 인력현황

(단위: 명)

임직원 특성	2004년	2003년	2002년	2001년
임원	74	70	82	82
상근	38	40	48	48
비상근	36	30	34	34
직원	438	464	492	530
사원	408	442	446	478
사무직	30	22	46	52
총임직원	512	534	574	612
직원 외	40	46	72	22

자료: 금융감독원

<표 3-28> 연도별 신기술사업금융회사 평균인력현황

(단위: 명)

임직원 특성	2004년	2003년	2002년	2001년
임원	8.2	8.8	10.3	11.7
상근	4.2	5.0	6.0	6.9
비상근	4.0	3.8	4.3	4.9
직원	48.7	58.0	61.5	75.8
사원	45.3	55.3	55.8	68.3
사무직	3.3	2.8	5.8	7.4
총임직원	56.9	66.8	71.8	87.4
직원 외	4.4	5.8	9.0	3.1

<표 3-29> 연도별 신기술사업금융회사 자본적정성 현황

(단위: 백만원)

	2004년	2003년	2002년	2001년
조정자기자본비율	38.61%	46.48%	38.57%	39.1%
조정자기자본	659,513	723,715	760,666	549,602
조정총자산	1,708,332	1,557,067	1,972,305	1,405,250
단순자기자본비율	37.28%	44.94%	36.68%	37.1%
자기자본	679,551	740,604	763,912	582,337
총자산	1,822,880	1,648,096	2,082,839	1,567,984

자료: 금융감독원

<표 3-30>에 나타난 신기술사업금융회사의 자금조달 현황을 살펴보면 회사채발행에 의한 자금조달의 비중은 점차 감소하고 있는 것으로 파악되었다. 또한 그에 따라 차입금의 비중이 꾸준히 증가하였음을 알 수 있다.

<표 3-30> 연도별 신기술사업금융회사 자금조달현황

(단위: 백만원, %)

	2004년		2003년		2002년		2001년	
	금 액	구성비	금 액	구성비	금 액	구성비	금 액	구성비
차입금	807,710	73.45	531,408	66.89	685,718	56.75	146,406	14.99
단기차입금	616,890	56.10	435,655	54.83	549,750	45.49	50,887	5.21
콜머니	70,000	6.37	10,000	1.26	16,000	1.32	0	0
장기차입금	98,720	8.98	59,199	7.45	74,179	6.14	38,788	3.97
외화차입금	22,100	2.01	26,554	3.34	45,789	3.79	56,731	5.81
회사채	292,000	26.55	263,000	33.10	384,000	31.78	572,864	58.66
보유유가증권매출	0	0	97	0.01	0	0	0	0
유동화자금조달	0	0	0	0	0	0	0	0
기타자금조달	0	0	0	0	138,691	11.48	257,394	26.35
총 계	1,099,710	100	794,505	100	1,208,409	100	976,664	100

자료: 금융감독원

회수단계를 대변하는 신기술사업금융회사의 수익성 현황을 살펴보면, <표 3-31>에서와 같이 조사된 모든 기간에 걸쳐 당기순이익이 음의 값을 가져 전반적으로 수익성이 좋지 못한 것으로 파악된다.

<표 3-31> 연도별 신기술사업금융회사 수익성현황

(단위: 백만원, %)

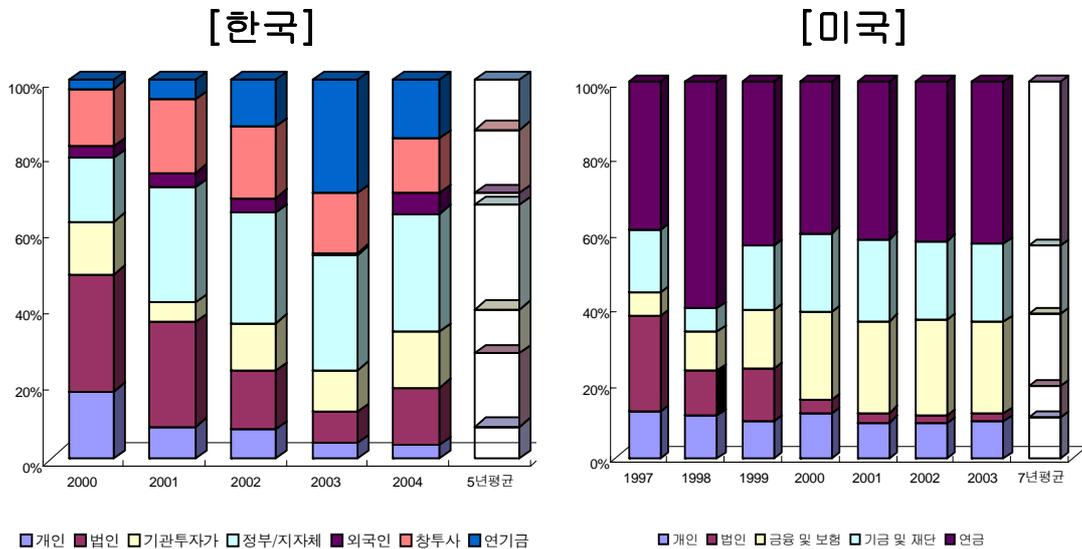
	2004.4.~2005.3.	2004년	2003년	2002년
총자산(평균)	1,776,564	1,717,473	1,587,837	2,628,397
영업수익	137,404	126,596	191,926	205,875
영업비용	221,297	219,362	234,535	297,442
총경비	41,220	47,417	39,503	64,987
당기순이익	-69,779	-85,100	-35,516	-91,543
총자산이익율	-3.93	-4.95	-2.24	-3.48
총자산경비율	2.32	2.76	2.49	2.47
수지비율	161.06	173.28	122.2	144.48

자료: 금융감독원

4. 한·미 벤처캐피탈 현황 분석의 시사점

4.1. 자금 조달

<그림 3-20>에서 보는 바와 같이 우리나라 창업투자조합의 자금조달 원천 중 가장 높은 비중을 차지하는 것은 정부 및 지자체(31.1%)로 나타나고 있다. 특히, 벤처 붐이 최고조에 달했던 2000년 정부 및 지자체의 자금조달 비중은 16.8%이었으나, 2001년 30.4% 수준으로 상승한 이후 지속적으로 30% 이상의 수준에 머물고 있는 것으로 나타나고 있다. 미국의 경우 정부 및 지자체의 지원은 중소기업투자회사(SBIC) 지원에 머물고 있으며, 그 비중은 약 42%에 달한다. 다만, 미국 전체 벤처캐피탈 자금조달 중 SBIC가 차지하는 비중이 약 8%에 불과하다는 것을 고려하면, 미국 전체 벤처캐피탈 자금 중 정부가 차지하는 비중은 약 3.4% 수준인 것으로 추정된다. 우리나라와 미국 벤처캐피탈의 자금조달 원천 중 정부부문의 비중을 비교해 볼 때, 상대적으로 벤처캐피탈 시장기능이 충분히 발달하지 못한 우리나라의 경우 정부에 의존하는 비중이 너무 높은 것으로 평가될 수 있다.



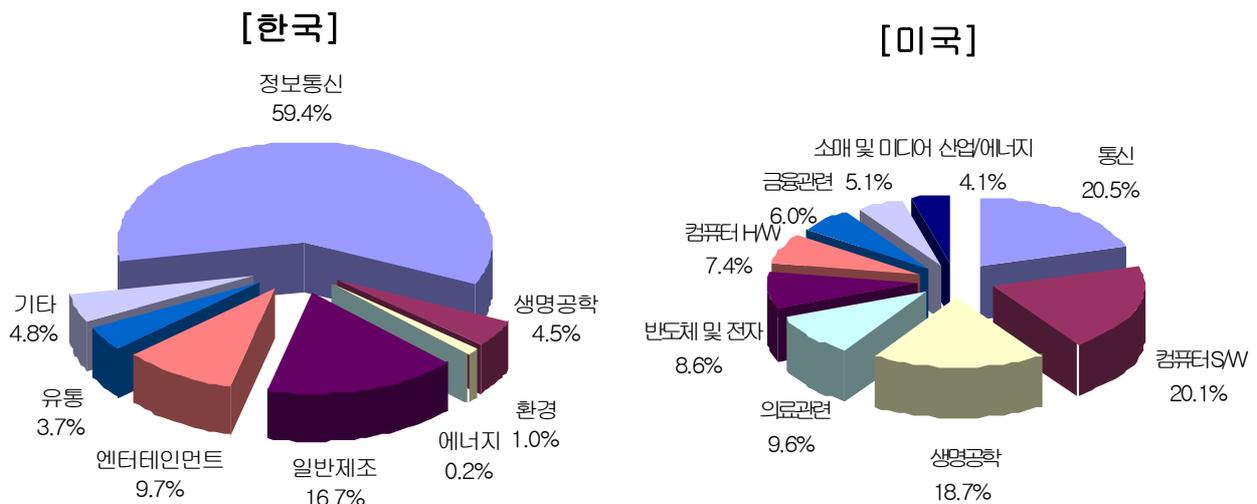
<그림 3-20> 우리나라와 미국 벤처캐피탈의 자금조달원천 비중

미국 벤처캐피탈의 자금조달 원천과 비교해 볼 때, 우리나라에서 나타나고 있는 중요한 특성 중에 하나는 창투사의 비중이 높다는 것이다. 우리나라의 경우 창업투자회사의 자본계정을 통하여 투자조합에 유입되는 자금의 비중이 약 15%에 달하고

있으며, 이에 따라서 자기자본계정과 투자조합 계정간 이해상충 문제가 발생할 소지가 있는 것으로 지적되고 있다.²⁸⁾

한편, 미국의 자금조달 원천 중 가장 높은 비중(63.6%, 2003년기준)을 차지하는 연·기금 및 재단의 비중은 약 15%(2004년 기준)에 불과한 것으로 나타나고 있다. 벤처캐피탈은 투자와 회수에 장기간이 소요되는 것을 특성으로 한다. 이에 따라서 자본시장의 유동자금 중 자본의 규모와 장기의 운용기간을 특성으로 하는 연·기금, 보험 등이 벤처캐피탈 자금 조달에 매우 중요한 역할을 차지하게 된다. 하지만, 우리나라 벤처캐피탈의 자금조달은 연·기금, 보험 및 금융 등 거대 민간자본의 역할이 미흡한 반면, 이러한 역할을 정부 및 창투사가 부담하고 있어서 벤처캐피탈의 본래 기능인 자본시장과 기업가 연계를 위한 중개자 역할이 상대적으로 미흡한 것으로 생각된다.

4.2. 투자 현황



<그림 3-21> 미국과 국내벤처캐피탈의 업종별 투자 현황²⁹⁾

<그림 3-21>에는 우리나라와 미국 벤처캐피탈의 업종별 투자현황이 나타나 있다.

28) 벤처활성화보완대책(2005. 6)에서는 주식회사 형태로 운영되는 벤처캐피탈의 조직구조로 인하여 주주와 출자자간 이해상충 문제를 제기하고 있으며, 이의 해소방안으로 유한회사형(LLC) 투자조합의 결성을 제안하고 있음

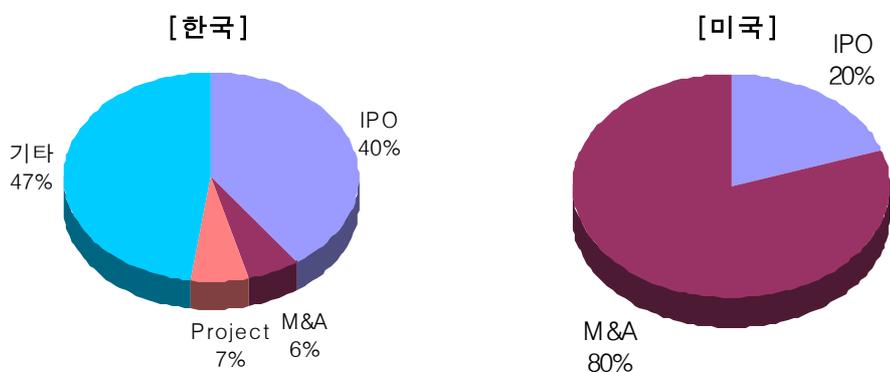
29) 우리나라의 경우 2005년 5월말 현재 창업투자회사 투자잔액 기준, 미국의 경우 2003년 투자잔액기준

우리나라의 경우 정보통신, 엔터테인먼트, 일반제조업 등 제품시장이 상대적으로 성장 후기 또는 성숙기의 산업에 집중되어 있으며, 투자에서 회수까지 장기간이 소요될 것으로 예상되는 생명공학, 환경, 에너지 등 신기술 분야의 투자 비중은 매우 낮은 것으로 나타나고 있다. 한편, 미국의 경우 컴퓨터, 통신, 반도체 등 IT 분야의 비중이 역시 높게(약 55%) 나타나고 있지만, 생명공학 및 의료 분야의 비중도 약 29%에 달하고 있어서 기술수명주기 또는 기술혁신 방향에 대한 벤처캐피탈의 대응이 활발한 것으로 파악되고 있다. 우리나라의 경우에도 IT 뿐만 아니라 BT, NT, ET 등 신기술분야에 대한 연구개발정책이 활발히 추진되고 있다는 점에 비추어 볼 때 벤처캐피탈을 통한 조기 사업화 전략이 필요할 것으로 생각되며, 투자조합의 운영기간 연장 등 제도적인 보완이 필요할 것으로 생각된다.

4.3. 투자 회수

<그림 3-22>은 미국과 우리나라 벤처캐피탈의 투자회수 수단별 비중을 보여주고 있다. 미국의 경우 벤처캐피탈의 투자회수는 주로 인수·합병(M&A)를 통해서 이루어지고 있는 반면, 우리나라 벤처캐피탈의 투자회수 중 인수·합병이 차지하는 비중은 매우 작은 것으로 나타나고 있다. 초기 모험기업에 대한 투자와 인수·합병을 통한 투자회수는 다음과 같은 측면에서 장점을 갖고 있는 것으로 생각된다.

첫째, 초기 모험기업에 대한 투자 후 기업공개(IPO)까지 소요되는 기간을 단축함으로써 투자자금의 조기회수가 가능하고, 회수된 수익을 즉시 출자자들에게 배분함으로써 벤처캐피탈에 대한 출자자들의 신뢰에 영향을 미치게 된다. 이렇게 형성된 벤처캐피탈과 출자자간의 신뢰관계는 회수된 자금이 벤처캐피탈에 다시 유입됨으로써 장기적으로 벤처캐피탈의 안정적 선순환 구조 형성에 기여하고 있다.



<그림 3-22> 미국과 우리나라 벤처캐피탈의 투자회수 비중

둘째, 기존 기업³⁰⁾은 성장 유망한 또는 자사와 기술·시장적 보완관계에 있는 모험기업을 인수·합병함으로써 기업의 가치를 증대시키는 것으로 인식되고 있다. 즉, 기존 기업이 모험기업을 인수·합병함으로써 사업의 다각화를 통한 새로운 시장 개척, 자사기술과 모험기업 기술의 결합을 통한 새로운 제품의 창출, 그리고 시장 점유율의 증대 등의 효과를 통하여 해당 기업의 주식가치를 상승시키는 것으로 인식된다. 한편, 모험기업 측면에서는 상대적으로 대규모의 기업과 결합함으로써 안정적인 성장을 기대하게 된다.

우리나라 벤처캐피탈의 안정적 성장을 위해서는 투자회수 시장의 다원화와 거대화 반드시 필요한 요소이며, 이러한 수단으로써 인수·합병을 활성화시킬 필요가 있는 것으로 생각된다.

30) 일반적으로 모험기업을 인수·합병하는 기업은 모험기업 단계로부터 성장하여 상장에 까지 이른 벤처기업으로 보고되고 있다.

IV. 벤처캐피탈 지원 정책의 주요 현안 과제에 대한 설문 조사 결과

1. 설문조사의 목적

본 연구는 우리나라와 미국 벤처캐피탈의 차이점 파악을 바탕으로, 이를 해소하기 위한 방안 마련을 목표로 하고 있다. 이에 따라서 벤처캐피탈에 대한 현황 파악 및 면담조사를 통하여 우리나라와 미국의 벤처캐피탈 간에는 다음과 같은 차이점이 있음을 도출한 바 있다.

첫째, 벤처캐피탈 운영 조직의 차이를 들 수 있다. 우리나라의 경우 주식회사 형태로 운영되고 있는 반면, 미국의 경우 중소기업투자회사(SBIC)를 제외한 대부분 유한회사(Limited Liability Company)의 형태로 운영되고 있다는 것이다. 이러한 조직 유형의 차이는 벤처캐피탈리스트의 직업경로(Career Path)에 영향을 미치고, 이러한 직업경로가 다시 유능하고 경험있는 벤처캐피탈리스트를 벤처캐피탈산업 내에서 수용함으로써 궁극적으로 벤처캐피탈산업의 경쟁력을 향상시키고 있다. 즉, 미국의 경우 개인의 능력(자금조달, 투자대상 선별, 경영지원 및 자금회수)에 따라서 파트너쉽에 의해 벤처캐피탈을 손쉽게 설립할 수 있고, 개인의 책임 하에 조성된 자금이 운용됨으로써 벤처캐피탈의 성과는 곧바로 개인의 성과와 연결된다. 이러한 벤처캐피탈의 조직 구조 하에서는 능력 있는 벤처캐피탈리스트는 업계에서 얻어진 평판과 자금 운용 수익(Track Record)를 바탕으로 지속적으로 벤처캐피탈 산업에서 활동하는 반면, 자금 운용에 실패한 벤처캐피탈리스트는 해당 산업에서 도태되는 구조를 갖게 된다. 이른바 양화가 악화를 구축하는 시스템이 전개될 수 있는 직업경로를 산업구조로부터 제공하게 되는 것이다. 한편, 우리나라의 경우 주식회사 형태의 조직으로 벤처캐피탈이 운영됨으로써 개인보다는 조직의 역량이 우선시되고, 성과 보수로써 제공되는 벤처캐피탈의 수익은 개인 인센티브보다는 주주의 이익을 위해서 배당되는 구조를 갖게 된다. 이 경우 벤처캐피탈리스트 개인은 조직의 일원으로써만 존재하며, 벤처캐피탈 산업 내에서는 조직원의 일원으로 존재할 뿐, 개인의 역량을 충분히 발휘할 수 없는 직업경로(Career Path)를 충분히 형성하지 못하는 단점을 갖고 있다.

둘째, 벤처캐피탈이 투자한 벤처기업에 대한 경영 지배를 들 수 있다. 미국의 경우

하나의 벤처캐피탈(LLC)은 동일기간 중 하나의 펀드만을 운영하는 것을 출자자와의 계약을 통해 명시하고 있다. 이 경우 벤처캐피탈은 안정적인 투자 수익율을 확보하기 위하여 투자기업 포트폴리오를 구성하게 되며, 이 포트폴리오 상에는 비교적 안정성이 높지만 수익성이 낮은 성장기업 뿐만 아니라 안정성은 낮지만(위험성은 높지만) 수익성이 높은 초기기업(Start-up)이 다수 포함된다. 벤처캐피탈의 경영지배 또는 지원은 이러한 초기기업을 대상으로 이루어지게 된다. 벤처캐피탈의 경영지배 또는 지원은 벤처캐피탈의 투자로부터 파생되는 대리인 위험(Agency Risk)와 사업위험(Business Risk)을 최소화하기 위한 노력의 일환으로 간주된다(Sapienza and Gupta, 1994) 즉, 벤처캐피탈의 경영지배 또는 지원은 투자한 기업의 창업자가 기업의 가치와는 관계없는 개인적 관심과 이해를 바탕으로 기업을 경영하는 위험(Agency Risk)를 회피하기 위하여 기업과 밀착하여 모니터링하고, 한편으로는 벤처캐피탈리스트의 오래된 투자기업 자문 경험 및 네트워크를 바탕으로 경영지원 및 자문을 함으로써 기업의 가치를 향상시키는데 노력한다(Business Risk)는 것이다. 우리나라 벤처캐피탈의 경우 그동안 법적으로 경영 지배를 제한하고 있어왔으며, 이에 따라서 투자한 기업에 대하여 최소한의 모니터링만 실시하여 왔다. 하지만 최근 「중소기업창업지원법」 시행규칙 제6조 ②항의 개정을 통하여 창업 후 7년 이내 기업에 대해 경영 지배 목적 투자를 허용하기로 한 바 있다.³¹⁾ 하지만, 그동안 극히 제한적으로 실시되어 오던³²⁾ 경영지배 투자가 허용되면서 발생할 수 있는 기대효과와 문제점에 대한 면밀한 검토가 아직 부족한 형편이다.

31) 재정경제부 외, 벤처활성화 보완대책(안), 2005. 6. 3

32) 중소기업창업지원법에서는 사실상 경영지배를 목적으로 투자하는 행위는 창업투자회사의 행위제한에 위배되는 것으로 규정하여 왔으며, 최초 투자한 날부터 6월 이상 지난 기업에 대하여, 그 기업의 회생지원 또는 인수·합병을 위하여 일시적인 경영지배를 목적으로 투자하는 행위는 중소기업청장의 승인을 받아서 허가하여 왔음

<표 4-1> 벤처캐피탈 조직 유형에 따른 장·단점

주식회사형 GP	유한회사형 GP (미국)
<ul style="list-style-type: none"> ◦ 자본금 중심의 투자재원 확대 ◦ 주주≠벤처캐피탈리스트 	<ul style="list-style-type: none"> ◦ 펀드 중심의 투자문화 유도 ◦ 주주=벤처캐피탈리스트
<ul style="list-style-type: none"> ◦ 주주와 펀드 출자자간 이해상충 	<ul style="list-style-type: none"> ◦ 펀드를 통해서만 투자하므로 이해상충의 소지가 없음
<ul style="list-style-type: none"> ◦ 자본금 투자로 인해 벤처투자 본연의 모험적 초기투자 곤란 	<ul style="list-style-type: none"> ◦ 높은 투자수익을 겨냥한 모험적 초기투자 지향
<ul style="list-style-type: none"> ◦ 성과보수가 상당부분 회사 및 주주에게 배분 	<ul style="list-style-type: none"> ◦ 높은 수준의 성과보수가 투자 전문가에게 직접 배분
<ul style="list-style-type: none"> ◦ 주주와 조직의 신뢰를 바탕으로 대규모 자금조달 용이 	<ul style="list-style-type: none"> ◦ 주식회사보다 안정성·신뢰성이 낮아 자금조달이 쉽지 않을 전망

자료 : 재정경제부 외, 벤처활성화 보완대책(안), 2005. 6. 3

셋째, 투자대상 벤처기업을 심사하는데 있어서 전문성의 차이를 들 수 있다. 미국의 경우 오랜 경험과 충분한 네트워크를 갖고 있는 벤처캐피탈리스트(파트너)들이 약 10년 정도 펀드 운용기간 동안, 풍부한 투자회수 시장을 바탕으로 투자 활동을 함으로써 상대적으로 초기 모험기업에 대한 투자 활동을 수행할 수 있는 환경이 제공되고 있다. 반면, 우리나라의 경우 상대적으로 일천한 벤처캐피탈의 역사와 제한된 투자회수 시장 등의 환경에서 5년간의 펀드 운용기간 동안 투자 회수를 하기 위해서는 비교적 안정적인 투자 대상을 발굴하여 투자할 수밖에 없다. 이러한 조건은 우리나라 벤처캐피탈이 초기투자 보다는 성장 이후 단계 기업에 투자 할 수밖에 없는 제약요인으로 작용한다. 이러한 환경적 제약을 단기간에 해소하고 초기 모험기업에 대한 투자를 활성화하기 위해서는 이들 기업이 보유하고 있는 무형자산, 즉 기술의 가치를 적합하게 판단할 수 있는 시스템을 우선적으로 마련할 필요가 있다. 1990년대 후반부터 기술가치평가에 대한 많은 노력이 있어왔지만, 실제 적용에 있어서 아직까지 많은 어려움이 따르고 있다. 본 연구에서는 벤처캐피탈이 모험기업의 성장단계에 따라서 어떤 기준을 가지고 평가하고 있으며, 벤처캐피탈의 기술가치평가 능력을 향상시키기 위해서는 어떤 노력이 필요한 지를 파악하고자 한다.

2. 설문지의 구성 및 내용

본 연구에서 사용된 설문은 i) 벤처캐피탈을 대상으로 한 설문, ii) 벤처캐피탈로부터 투자를 받은 모험기업에 대한 설문으로 구성된다.

우선, 새로운 제도 도입에 대한 벤처기업의 인식을 파악하기 위하여, 벤처캐피탈 투자 유치기업에 대해 설문조사를 실시하였으며, 설문항목의 구성 및 내용은 <표4-3>과 같다.

<표 4-2> 벤처기업을 대상으로 한 설문 구성 및 내용

구분	설문 문항	설문 내용
일반 현황	업력	- 설립연도
	재무구조 및 성장도	- 창업시점과 현재시점의 자본금, 벤처캐피탈 투자 금액, 매출액, 영업이익, 종업원 수, 연구개발인력
	기업의 유형	- 납품, 최종제품, 연구개발 등
	벤처캐피탈 투자 유치 현황	- 자금조달 차수별 조달 규모 - 자금조달 차수별 조달 자금의 사용 비중
	벤처캐피탈과 투자기업의 관계	- 벤처캐피탈 자금 유치의 이유 및 애로요인 - 벤처캐피탈에 대한 만족도와 애로요인
경영 지배 허용	경영지배목적 투자 기피의 원인	- 기업의 안정적 성장, 기업에 대한 애착심, 경영간섭등 - 주관식 항목
	벤처캐피탈의 경영지원에 대한 인식	- 핵심인력 충원, 기술개발, 사업다각화, 마케팅, 자금 조달 등
기술 가치 평가	벤처캐피탈의 기술가치평가에 대한 인식	- 현재 벤처캐피탈의 기술가치평가 기준에 대한 인식 - 향후 바람직한 기술가치평가 기준

우선 벤처캐피탈을 대상으로 한 설문지의 구성 및 내용을 살펴보면 <표 4-3>과 같다.

<표 4-3> 벤처캐피탈을 대상으로 한 설문 구성 및 내용

구분	설문 문항	설문 내용
일반 현황	업력	- 설립연도
	지배 주주	- 지배주주 현황 - 벤처캐피탈 운영에서 지배주주의 역할 - 벤처캐피탈의 역량 강화에서 지배주주의 역할
	벤처캐피탈 운영목적	- 전략적, 재무적, 혼합적 목적으로 운영
	벤처캐피탈의 국제화	- 해외진출 계획 및 목표
	애로요인	- 자금조달, 투자대상 발굴, 심사, 경영지원, 회수 및 벤처캐피탈 경영
LLC 제도	LLC 도입의 필요성	- 이해상충 문제 해결(발생 현황 및 해결방안) - 벤처캐피탈리스트의 전문성 강화(인력의 유동성 및 Track Record) - 벤처캐피탈 자금 운용의 책임성강화 (벤처캐피탈리스트의 투자조합의 운용 기간 및 소진율)
	LLC 도입의 기대효과	- 이해상충 해결, Track Record 관리, 벤처캐피탈리스트의 전문성강화, 벤처캐피탈 창업 등 - LLC 활성화 전망
	LLC 도입의 애로요인	- 자금조달, Track Record 부족, 경쟁심화, 정부의 지원 부족 등
	LLCD 활성화 전망	- 자금조달 가능성 - 벤처캐피탈리스트의 전문성
	LLC 활성화를 위한 제언	- 주관식 항목
경영 지배 허용	경영지배 허용의 기대효과	- 초기기업 투자강화, 모니터링, 경영지원, 투자회수 - 벤처캐피탈의 투자 대상 변화 - 벤처캐피탈의 투자 전략 변화
	경영지배 투자의 애로요인	- 경영권 프리미엄과 역할 변화
	경영능력 지원을 위한 제언	- 주관식 항목
기술 가치 평가	기술가치평가에 대한 인식	- 벤처캐피탈 투자의 장·단기성에 대한 인식
	기술가치평가 기준	- 초기, 성장, 성숙(또는 상장 직전) 단계의 기술가치평가 기준
	기술가치평가의 애로요인	- 전문적인 지식, 인력, 외부평가기관 활용, 평가기법 등
	기술가치평가 능력 제고를 위한 제언	- 주관식 항목

3. 설문 응답 현황 및 특성

설문조사는 벤처캐피탈협회에 등재되어 있는 71개 업체를 대상으로 147명의 인원에 대해 이메일을 활용하여 시행하였다. 설문응답자의 추출은 각 벤처캐피탈에서 경영자의 위치에 있거나 그에 준하는 직책을 가진 사람들을 대상으로 하였다. 설문에 대한 응답은 총 53개 업체가 하였으며 응답자는 총 57명이었다. 총인원에 대한 회수율은 38.8%에 해당하지만 업체의 응답율은 74.7%에 달해, 본 분석결과가 전체 벤처캐피탈 업체의 의견을 최대한 반영하고 있다고 판단된다.

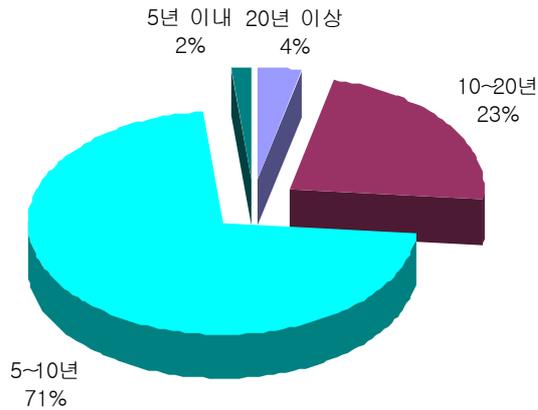
<표 4-4> 설문대상 및 회수 현황

구분	벤처캐피탈	벤처캐피탈 투자 기업
설문 대상	147	1,600개 기업
설문 회수(회수율)	57(38.8%)	65(4.06%)

3.1. 설문응답 벤처캐피탈의 일반현황

3.1.1. 설문응답 벤처캐피탈의 업력

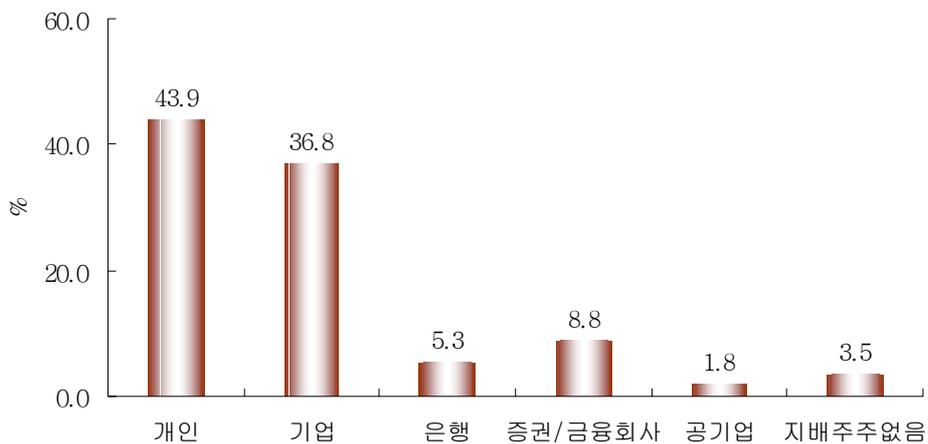
설문에 응한 벤처캐피탈 중 71%가 1995년부터 2005년 사이에 설립이 되어 가장 큰 비중을 차지하였다. 다음으로는 1985년부터 1995년 사이에 설립된 업체가 23%, 1985년 이전에 설립된 업체가 4%, 2000년 이후에 설립된 업체가 2%의 순이었다. 즉 설문에 응답한 벤처캐피탈 중 73%가 설립된 지 10년이 안 되는 경력을 가지고 있음을 알 수 있으며, 이는 벤처캐피탈이 활성화되어 있는 미국과 비교하면 상대적으로 벤처캐피탈에 종사하는 벤처캐피탈리스트의 경력과 경험이 적음을 의미한다. 신생 벤처캐피탈이 많은 이유는 1998년부터 2001년도까지 국내에 일었던 벤처열풍에 의한 것이라고 볼 수 있다.



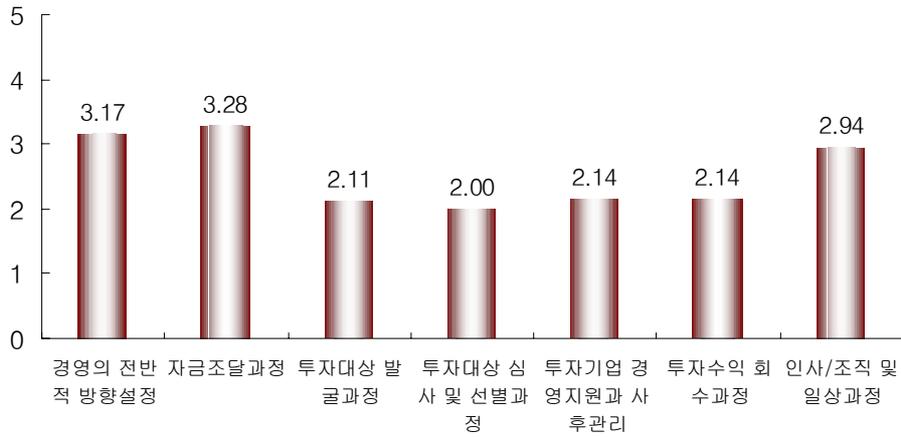
<그림 4-1> 설문응답 벤처캐피탈의 설립년도

3.1.2. 설문응답 벤처캐피탈의 지배주주

본 설문조사에 응답한 벤처캐피탈의 지배주주를 분석한 결과를 <그림 4-2>에 나타내었다. 개인(43.9%)과 기업(36.8%)이 소유한 벤처캐피탈이 가장 많았으며, 증권/금융회사(8.8%), 은행(5.3%), 지배주주 없음(3.5%), 공기업(1.8%) 등은 상대적으로 그 수가 많지 않았다.

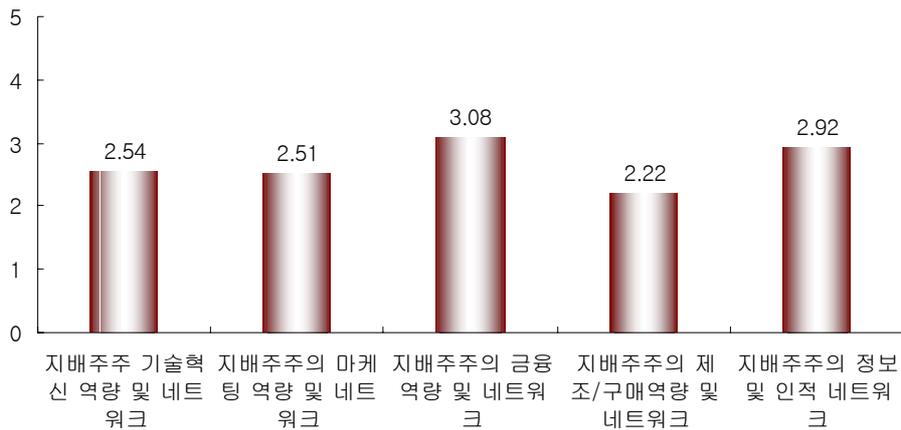


<그림 4-2> 설문응답 벤처캐피탈의 지배주주



<그림 4-3> 벤처캐피탈 경영에 있어서 지배주주의 역할

<그림 4-3>은 벤처캐피탈 경영에 있어서 지배주주의 역할을 나타낸 것이다. 지배주주가 기업, 은행, 증권/금융회사, 혹은 단체인 경우에 창투사 경영에 영향을 주는 부분에 대해서는 자금조달과정(3.28)과 경영의 전반적인 방향설정(3.17)이라는 것을 알 수 있다. 반면 투자대상의 발굴(2.11), 심사(2.00), 경영지원(2.14), 투자회수(2.14) 등에는 상대적으로 역할이 작았다. 따라서 지배주주는 자금조달과 경영전략에 대해서는 상대적으로 더 많은 관심을 보이고 있으나, 나머지 부분은 전문성이 있는 벤처캐피탈의 자율에 맡기는 것이라고 할 수 있다.



<그림 4-4> 벤처캐피탈 역량 및 네트워크 구축에 있어서 지배주주의 기여

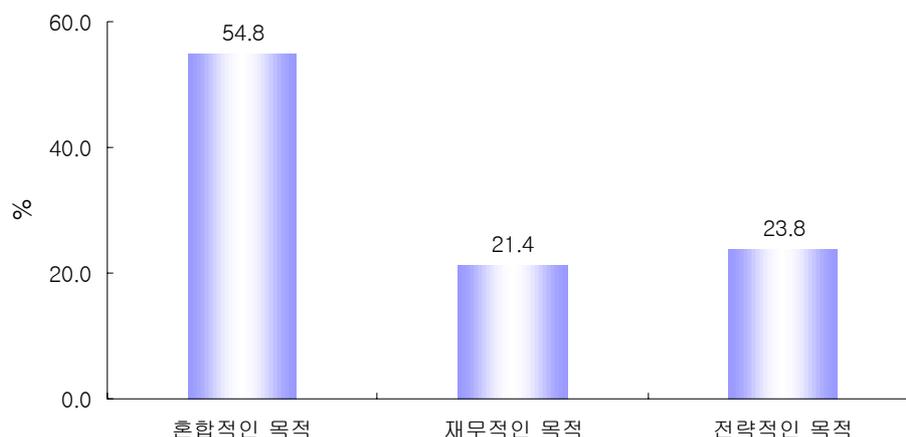
벤처캐피탈의 지배주주가 벤처캐피탈의 역량 및 네트워크 구축에 있어서 어떤 분야에 기여를 할 수 있는지를 조사하여 그 결과를 <그림 4-4>에 나타내었다. 가장 큰 기여를 하는 부분은 지배주주의 금융역량 및 네트워크(3.08)와 정보 및 인적 네트워크(2.92)이다. 즉 지배주주의 자금조달과 관련한 정보 및 네트워크가 벤처캐피탈에게는 가장 큰 영향력 있는 요소로 작용함을 알 수 있다.

3.1.3. 설문응답 벤처캐피탈의 운영 목적

지배주주가 기업, 은행, 증권/금융회사 혹은 단체인 경우에 벤처캐피탈의 설립·운영 목적이 전략적인지 재무적인지를 조사하여 <그림 4-5>에 그 결과를 나타내었다.

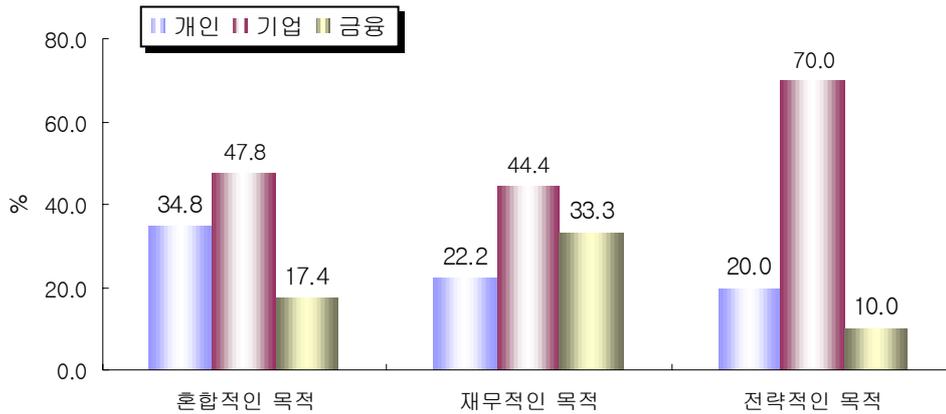
여기서 재무적 목적이란 순수한 수익창출을 의미하며, 전략적 목적이란 수익창출 이외의 사업 시너지창출과 같은 여타 목적을 의미한다.

설문에 응답한 벤처캐피탈 중 54.8%가 두 가지를 모두 추구하는 혼합적인 목적을 가지고 설립·운영되어 가장 큰 비중을 차지하였다. 단일한 목적을 추구하는 경우 재무적인 목적(21.4%)보다는 전략적인 목적(23.8%)이 약간 더 높게 나타났다. 즉 절반 이상의 벤처캐피탈들은 수익창출은 물론 이와는 별도의 다른 전략적 목적을 가지고 설립·운영되고 있음을 알 수 있다.



<그림 4-5> 설문응답 벤처캐피탈의 운영 목적

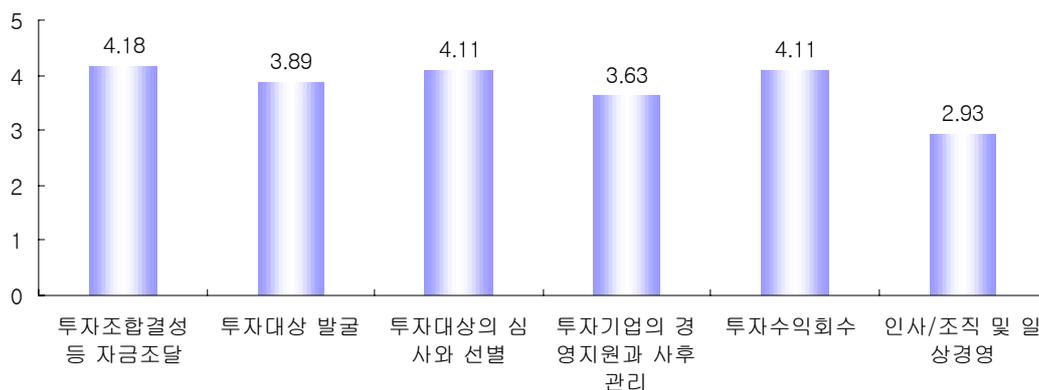
한편, 벤처캐피탈의 지배주주별(개인-기업-금융권으로 세분함)로 벤처캐피탈의 운영목적을 파악한 결과는 <그림 4-6>과 같다.



<그림 4-6> 벤처캐피탈의 지배주주에 따른 운영목적 변화

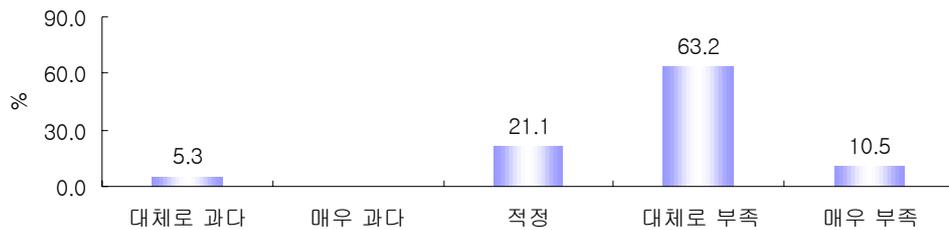
3.1.4. 설문응답 벤처캐피탈의 애로요인

벤처캐피탈이 일반적으로 겪고 있는 경영상의 애로사항을 파악하기 위해 6개의 애로요인에 대해 5점 척도 조사를 하여 각각의 중요도를 파악하였다. 가장 큰 애로사항으로는 투자조합결성 등 자금조달(4.18), 투자대상의 심사와 선별(4.11), 투자수익회수(4.11)를 꼽았다. 즉 벤처캐피탈의 주요 업무인 자금조달, 투자심사, 투자회수가 여전히 가장 큰 기업활동의 장애요인인 것으로 판단된다. 반면 투자기업의 경영지원과 사후관리(3.63)와 인사/조직 및 일상경영(2.93)은 상대적으로 중요도가 낮았다.



<그림 4-7> 설문응답 벤처캐피탈의 애로요인

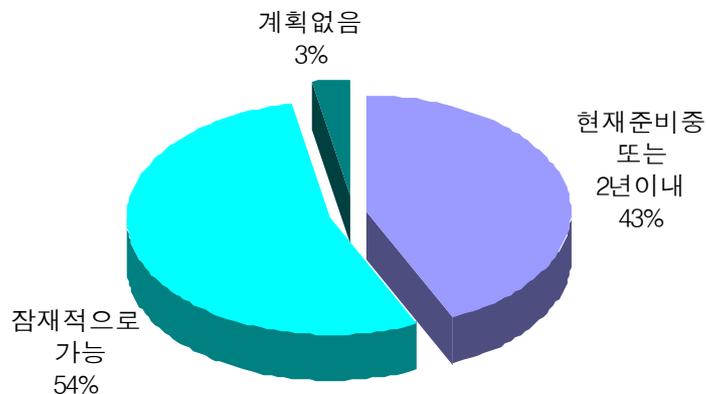
한편, 정부의 벤처캐피탈 지원에 대한 만족도를 조사한 결과, 대체로 부족 63.2%, 매우 부족 10.5%로 전체 응답자 중 약 74%가 부족하다고 응답하고 있다. 반면 정부지원이 적정하다는 의견은 21.1%, 대체로 많다는 5.3%에 불과하여 국내 벤처캐피탈 업계는 전반적으로 정부의 지원이 미흡하다고 여기고 있음을 알 수 있다. 정부 중심으로 벤처캐피탈 산업 활성화로 인하여 여전히 정부에 대한 의존(자금조달 및 회수)이 높음을 알 수 있다.



<그림 4-8> 정부의 벤처캐피탈 투자지원 지원에 대한 만족도

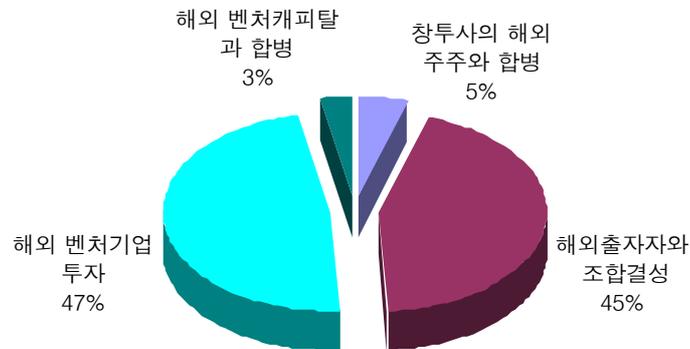
3.1.5. 설문응답 벤처캐피탈의 국제화

2000년 이후 전반적으로 침체된 벤처캐피탈 활성화와 해외 우수기업에 대한 투자를 확대하기 위해 국내 벤처캐피탈의 국제화 계획을 조사하여 그 결과를 <그림 4-9>에 나타내었다. 조사기업 중 3%만 계획이 없다고 응답한데 비해, 잠재적으로 가능(54%)하거나 현재 준비 중이어서 2년 이내에 진출을 계획(43%)하고 있는 기업이 대부분이었다. 즉 국내 벤처캐피탈들은 투자 자원의 확보와 투자 대상의 확대를 위해 해외로 진출하고자 하는 욕구가 강하며, 이 중 상당수는 구체적인 계획을 가지고 있음을 알 수 있다.



<그림 4-9> 벤처캐피탈의 국제화 계획

해외로 진출하고자 하는 벤처캐피탈의 주요한 국제화 이유와 목적을 조사한 결과를 <그림 4-10>에 나타내었다. 가장 주요한 국제화 목적은 해외 벤처기업에 대한 투자(47%)와 해외출자자와의 조합결성(45%)으로, 앞서 언급한 투자대상 및 투자재원 확보가 가장 큰 요인인 것으로 분석되었다. 소수 의견으로는 벤처캐피탈의 해외주주와 합병(5%), 해외 벤처캐피탈과의 합병(3%) 등 벤처캐피탈 자체의 합병과 관련한 목적들이 있었다. 이는 앞서 살펴본, 벤처캐피탈의 애로요인과 밀접한 관계를 갖고 있는 것으로 생각된다. 즉, 자금조달과 회수가 용이하지 않은 국내 벤처캐피탈 산업의 환경하에서 다수의 기업이 해외투자 및 영업활동으로 전략적 방향을 선회할 가능성이 있다는 점을 보여주고 있다. 따라서 국내 벤처캐피탈 산업의 환경 개선을 위한 정부의 노력이 절실히 필요하다.



<그림 4-10> 벤처캐피탈의 국제화 이유 및 목적

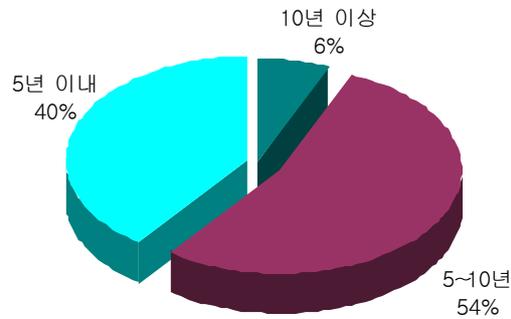
3.2. 설문응답 벤처캐피탈 투자기업의 일반현황

본 연구에서 분석대상이 된 벤처캐피탈들이 투자한 기업의 현황을 살펴보았다. 이는 투자 주체인 벤처캐피탈과 투자 대상인 벤처기업의 현황을 살펴봄으로써 구조적인 문제점을 밝히고 LLC 도입 등과 같은 새로운 제도변화의 영향을 살펴보기 위해서이다.

3.2.1. 설문응답 기업의 업력 및 유형

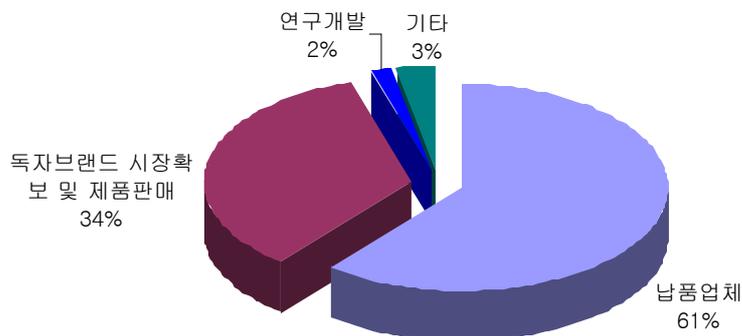
벤처캐피탈이 투자한 기업의 경우 업력이 5~10년인 경우가 54%로 가장 많았으며 5년 이내 40%, 10년 이상이 6%였다. 반면 업력이 10년 이상 된 기업에 투자하는

비율은 극히 적어서, 국내 벤처캐피탈들은 창업 후 일정 수준으로 성장한 기업에 투자하는 것을 선호함을 알 수 있다.



<그림 4-11> 설문응답 벤처캐피탈 투자기업의 설립년도

벤처캐피탈들이 투자한 투자기업의 유형을 알아보기 위해 영업활동 형태를 조사하여 그 결과를 <그림 4-12>에 나타내었다. 조사결과 국내, 해외, OEM 등의 형태로 납품하는 기업의 비율이 61%로 가장 많았으며, 독자브랜드 시장확보 및 제품판매 기업 34%, 연구개발 기업 2%의 순이었다. 즉, 투자기업 중 상당수는 부품소재를 제조하여 세트기업에 납품하는 제조기업이거나 소프트웨어 및 IT 콘텐츠를 개발하는 서비스기업임을 알 수 있다. 반면 삼분의 일 정도의 기업은 독자적인 브랜드 개발로 시장에 직접 참여하여 기업활동을 수행하는 기업이었다.



<그림 4-12> 설문응답 기업의 유형

3.2.2. 설문응답 기업의 재무현황 및 인력

설문에 응답한 투자기업들의 재무현황과 인력을 파악하여 <표 4-5>에 나타내었다. 투자기업들의 평균 자본금은 창업시점에 약 3.5억원이었으나 2004년에는 약 17억원으로 증가되어 있음을 알 수 있다. 또한 벤처캐피탈로부터의 투자유치 금액은 창업시점에는 평균 약 6.1억원이었으나, 2004년에는 19.6억원으로 증가하였다. 벤처캐피탈로부터 투자 재원을 확보한 투자기업들은 매출액, 종업원수, R&D 인력규모에서 모두 큰 폭의 증가를 이뤄, 투자 자금이 적절하게 잘 사용되었음을 간접적으로 알 수 있다. 하지만 영업이익은 여전히 적자 상태여서 시장의 불확실성을 반영하고 있다.

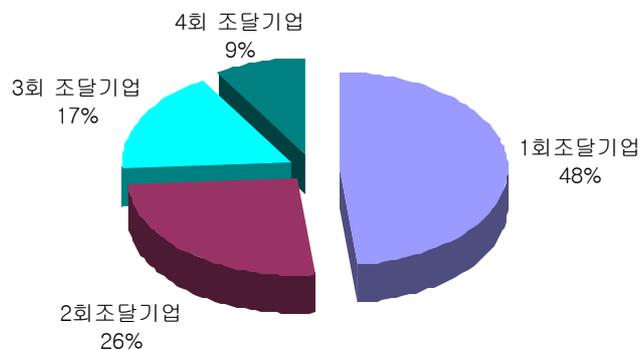
<표 4-5> 설문응답기업의 재무현황 및 인력

(단위: 백만원)

시 기	자본금	벤처캐피탈투자금액	총매출액	영업이익	종업원수	R&D인력규모
창업시점	350.1	611.0	587.6	-85.1	11.0	5.3
2004	1,705.0	1,958.2	8,474.3	-162.7	53.1	18.3
연평균증가율	92.2%	56.8%	127.7%	-32.4%	47.3%	38.4%

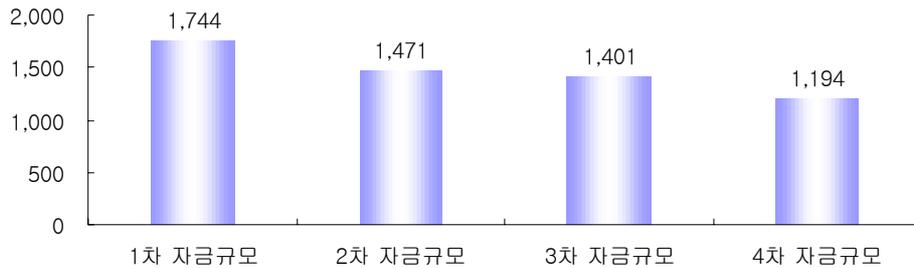
3.2.3. 설문응답 기업의 벤처캐피탈 자금조달

설문에 응답한 투자기업들이 벤처캐피탈로부터 몇 회에 걸쳐 자금 조달을 받는 지 조사하여 그 결과를 <그림 4-13>에 나타내었다. 응답기업 중 48%가 단 1회에 걸쳐 자금 지원을 받아 가장 큰 비중을 차지하였으며, 2회 조달기업 26%, 3회 조달기업 17%, 4회 이상 조달기업 9%의 순이었다. 즉 벤처캐피탈들이 투자기업에 대한 추가 투자는 제반 기업 환경 변화와 기업의 성장 여부에 따라 달라질 수밖에 없으므로 추가 투자를 받는 기업의 비율이 줄어드는 것은 당연하다고 판단된다.



<그림 4-13> 설문응답기업의 벤처캐피탈 자금조달 횟수 비중

벤처캐피탈이 투자한 기업들의 차수별 평균금액을 살펴보면 1차에 평균 17억으로 가장 높았으며, 차수가 변함에 따라 전반적으로 감소하는 경향을 보이고 있다.<그림 4-14> 참조) 이를 좀 더 자세히 분석해 보면 1차에서 2차로 변경했을 시에는 15.6%로 가장 많은 감소를 보이고 있고, 2차에서 3차는 4.75%로 감소 폭이 둔화하다가, 3차에서 4차로 변경되었을 시에는 14.7%로 큰 폭의 감소를 보이고 있다.



<그림 4-14> 자금조달 차수별 평균 조달 규모

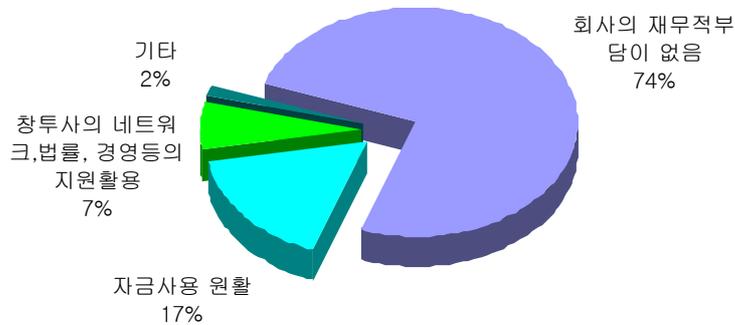
<표 4-6> 벤처캐피탈 자금조달 차수별 활용도 변화

(단위: 순위)

차 수	경상비	시설비	R&D투자비용	마케팅비용	인건비
1차	3.4	2.5	1.6	4.1	2.9
2차	3.4	2.6	1.5	3.9	N/A
3차	2.8	3.1	1.8	4.1	2.6
4차	2.6	3.5	2.1	4.0	2.3
5차	4.0	3.0	1.0	5.0	2.0

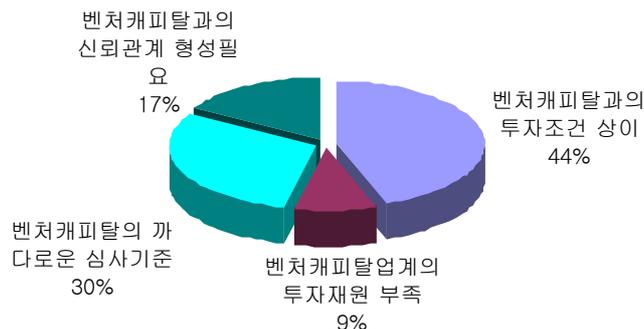
투자기업이 금융기관으로부터의 융자(차입)보다 벤처캐피탈(투자조합)로부터의 투자를 더 선호하는 이유에 대해 조사한 결과를 <그림 4-15>에 나타내었다. 회사의 재무적인 부담이 없기 때문이라고 응답한 기업의 비율이 74%로 가장 높았으며, 자금사용이 원활하기 때문 17%, 자금지원 이외의 벤처캐피탈의 지원활용 7%의 순으로 분석되었다. 즉 국내 투자기업이 벤처캐피탈로부터의 투자를 더 선호하는 이유는 금융기관으로부터의 차입은 담보나 이자와 같은 금융비용이 발생하기 때문이다. 설립된 지 얼마 안 된 초기기업의 경우 제품개발의 불확실성과 더불어 시장 성공의 불확실성이 높기 때문에 금융기관으로부터의 차입은 경영자 개인의 채무와 연결되는 것이 일반적이다. 따라서 국내 투자기업의 경영자는 개인적인 채무리스크를 부담하기 보다는 지분출자에 의한 벤처캐피탈의 투자를 더 선호하는 것은 당연한

결과라고 해석된다. 반면 투자기업은 지분제공에 의한 투자만을 선호하며 벤처캐피탈의 네트워크, 법률자문, 경영지원과 같은 추가적인 지원활용에는 소극적인 모습을 보여, 상대적으로 이의 활용이 활발한 미국의 경우와는 확연한 대조를 보인다.



<그림 4-15> 투자기업의 벤처캐피탈 자금 활용 이유

투자기업들이 벤처캐피탈로부터 자금을 조달할 때 겪는 애로요인을 조사하여 결과를 <그림 4-16>에 나타내었다. 벤처캐피탈과의 투자조건이 상이하기 때문이라고 응답한 비율이 44%로 가장 많았으며, 벤처캐피탈의 까다로운 심사기준 30%, 신뢰관계 문제 17%, 벤처캐피탈의 투자재원 부족 9%의 순이었다. 즉 투자기업들은 벤처캐피탈로부터의 투자자금의 규모와 이에 따른 지분을 얼마나 제공할 것인가에 대해 벤처캐피탈과의 의견 충돌이 가장 큰 애로요인인 것으로 해석된다.

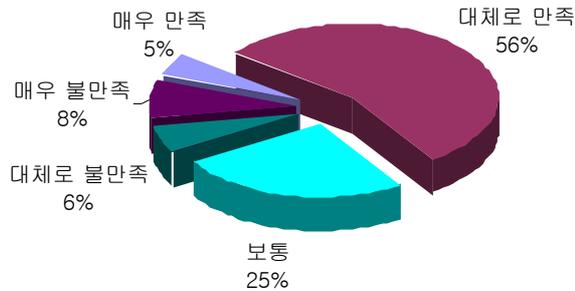


<그림 4-16> 벤처캐피탈로부터 자금조달 시 애로요인

3.2.4. 벤처캐피탈과 투자기업의 관계

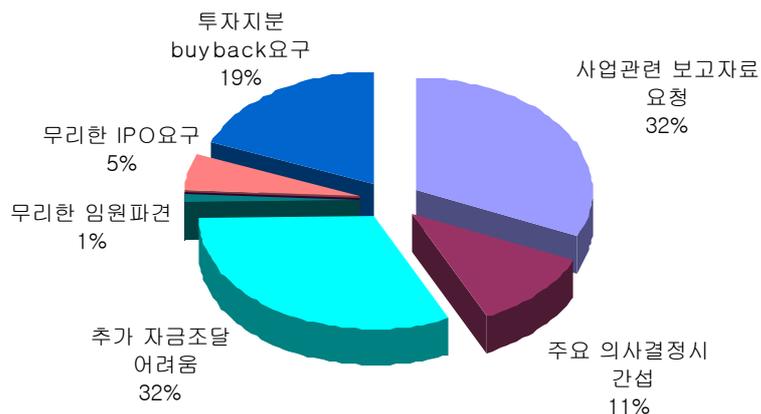
투자기업이 벤처캐피탈로부터 투자를 유치한 이후 벤처캐피탈과의 관계에 대해 느끼는 만족도를 조사하여 결과를 <그림 4-17>에 나타내었다. 대체로 만족 56%,

매우 만족 5%로 만족한다는 의견이 61%로 나타났으며, 보통 25%, 대체로 불만족 6%, 매우 불만족 8%로 불만족한다는 의견은 14%에 불과하였다. 따라서 투자기업들은 전반적으로 벤처캐피탈과의 관계에 있어서 만족하고 있음을 알 수 있다.



<그림 4-17> 투자기업의 벤처캐피탈에 대한 만족도

하지만 투자기업들이 벤처캐피탈로부터 투자를 받은 이후 겪는 애로사항을 살펴 보면 <그림 4-18>에 나타난 결과와 같다. 사업관련 보고자료 요청(32%)과 추가자금 조달 어려움(32%)이 벤처캐피탈과의 관계에서 겪는 가장 큰 애로사항인 것으로 조사되었다. 또한 투자지분을 비싼 값에 되사라는 요구(buyback) 19%, 주요 의사결정 시 간섭 11%, 무리한 IPO 요구 5%, 무리한 임원파견 1%의 순으로 애로사항이 파악되었다.



<그림 4-18> 벤처캐피탈에 대한 투자기업의 애로요인

4. 주요 정책현안 과제에 대한 설문조사 결과

본 연구는 우리나라와 미국 벤처캐피탈의 운영체계를 비교하고, 시사점을 파악함으로써 선진화된 벤처캐피탈 운영방식 도입을 제안하는데 그 목적이 있다. 본 연구에서는 우리나라와 미국간 벤처캐피탈 운영방식의 차이점으로 i) 유한회사형태의 투자조합(LLC) 운영, ii) 벤처캐피탈의 투자기업 경영지배, iii) 기술가치평가 등을 그 원인으로 제시하고 있다. 본 설문조사에서는 이 세가지 항목과 관련된 논의의 배경이 되는 문제의식의 현황 파악, 새로운 제도 도입에 따른 기대효과, 그리고 새로운 제도 도입의 장애요인과 해결방안에 대한 설문조사 결과를 보여준다.

4.1. 유한회사형태의 투자조합(LLC) 제도 도입의 효과와 발전과제

최근 유한회사형 투자조합 설립이 「벤처기업육성에관한특별조치법」을 중심으로 허용되었지만, 아직까지 투자조합 설립이 이루어지지 않고 있는 상태에서 i) 필요성, ii) 설립에 따른 기대효과, iii) 장애요인, iv) 장애요인의 해결 방안 등을 살펴보고자 한다.

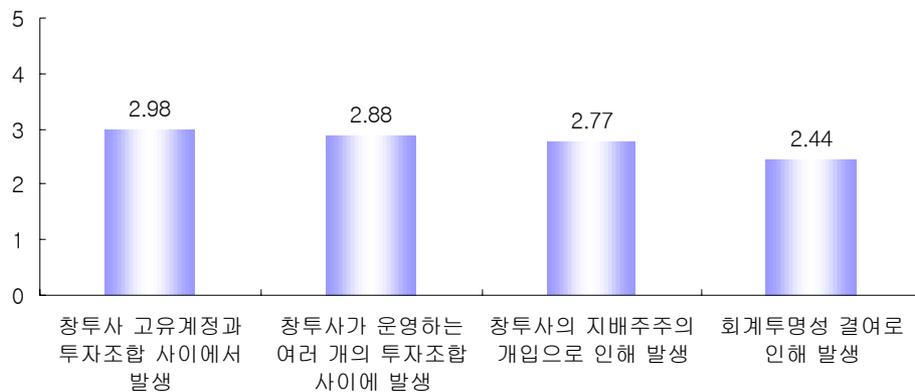
4.1.1. 유한회사형태의 투자조합 설립의 필요성

재정경제부 등이 발표한 「벤처활성화 보완대책(안)」에 따르면, 유한회사 형태로 벤처캐피탈을 운영하는 경우, i) 주주와 펀드 출자자간 이해상충 해결, ii) 높은 투자 수익을 겨냥한 모험적 초기투자 활성화, iii) 벤처캐피탈리스트에 대한 성과보수 제공과 높은 인센티브를 장점으로 들고 있다. 즉, 유한회사형태의 투자조합을 설립하는 경우, 벤처캐피탈의 주주계정과 투자조합 계정간 이해상충 문제를 해결할 수 있으며, 최근 벤처캐피탈 투자의 문제점으로 지적되고 있는 안정적인 투자를 모험 투자로 유인함으로써 초기투자를 활성화하고, 미국 벤처캐피탈에서와 같이 벤처캐피탈리스트의 직업경로(Career path)와 성과에 대한 보상을 실현함으로써 벤처캐피탈 산업을 활성화시킬 수 있을 것으로 기대하고 있다.

본 연구에서는 유한회사 형태 투자조합 설립의 필요성으로 제기되고 있는 우리나라 벤처캐피탈의 세가지 문제점을 파악하고자 한다. 다만, 우리나라 벤처캐피탈의 초기투자 부진은 제 3장에서 살펴본 바와 같으며, 설문조사를 통하여 이해상충 문제가 실제로 발생하고 있는 지, 그리고 벤처캐피탈리스트들이 충분히 전문성을 쌓을 수 있는 직업경로 및 전담화가 이루어지고 있는지를 파악하고자 한다.

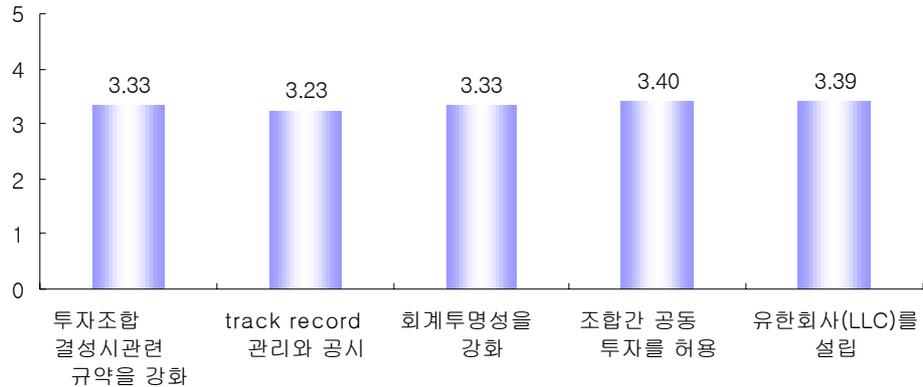
(1) 이해관계 상충

벤처캐피탈 내부와 출자자들 사이에서 발생하는 이해관계상충 문제의 원인을 조사하여 <그림 4-19>에 나타내었다. 가장 크게 이해관계가 상충하는 부분은 벤처캐피탈 고유계정과 투자조합 사이에서 발생(2.98)하였으며, 투자조합사이(2.88), 지배주주 개입(2.77), 회계투명성 결여(2.44)의 순이었다. 투자한 벤처기업들에서 이해관계상충 문제로 인한 출자자의 신뢰저하와 함께 투자 주저의 문제가 발생하고 있다는 견해를 판단하기 위해 조사를 실시하였으나, 대부분 3점(보통) 미만의 척도가 나왔다. 따라서 우려와는 달리 이해관계상충 부분에 있어서는 별로 심각치 않은 것으로 나타나고 있어, 이해상충문제가 투자주저로 이어지지는 않는다고 볼 수 있다.



<그림 4-19> 벤처캐피탈의 이해관계 상충 문제원인과 출자자들의 인식

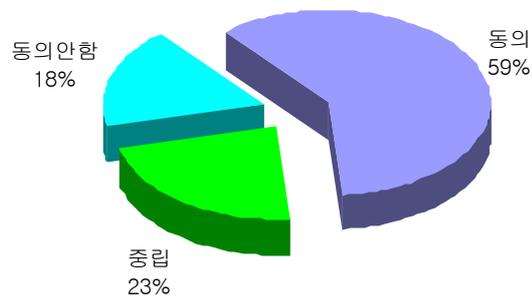
이해상충문제를 해결하기 위한 여러 방안들을 제시하고 그 효과를 조사하여 분석한 결과를 <그림 4-20>에 나타내었다. 여러 방안들에 대한 평가는 거의 비슷한 것으로 분석되었다. 즉 각 항목에 대한 벤처캐피탈들의 응답 반응은 평균 3점을 조금 넘어 약간 효과적이라는 반응을 보이고 있었다. 이는 이해상충관계가 출자자들에 대해 심각하게 받아들여지지 않기 때문으로 여겨진다.



<그림 4-20> 이해관계상충 문제 발생시 해결 방안

(2) 벤처캐피탈리스트의 전문성 및 직업경로

국내업계에서는 벤처캐피탈 회사들의 능력과 신뢰도 발전을 저해하는 요인으로 벤처캐피탈리스트의 잦은 이동 혹은 이직을 지적하고 있다. 이러한 견해에 대한 벤처캐피탈의 인식을 살펴보기 위한 설문응답을 조사하여 그 결과를 <그림 4-21>에 나타내었다. 벤처캐피탈리스트의 잦은 이직이 벤처캐피탈의 능력 및 신뢰도 저하에 영향을 미치는가에 대해 전체 응답자 중 약60%가 동의하고 있으며, 중립 23%, 동의 안함 18%로 분석되었다. 즉 많은 벤처캐피탈들이 벤처캐피탈리스트들의 잦은 이직이 전문성을 결여시키거나 업계 전체의 신뢰도를 저하시키는 주요한 원인이라고 판단하고 있었다.



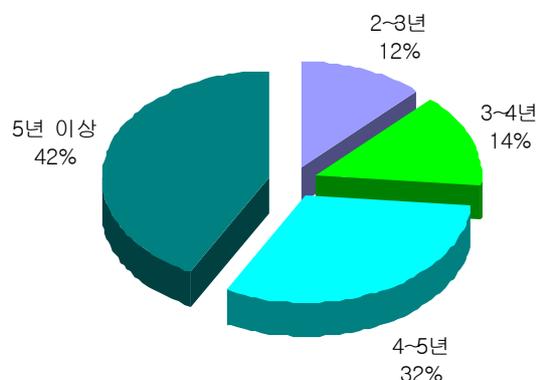
<그림 4-21> 벤처캐피탈리스트의 이직과 벤처캐피탈의 능력 및 신뢰도 저하에 대한 인식

국내 벤처캐피탈리스트의 평균 재직기간을 조사하여 그 결과를 <그림 4-22>에 나타내었다. 벤처캐피탈리스트의 평균 재직기간은 3~5년 사이가 전체의 50%로 가장 많았으며, 6년 이상의 장기 재직하는 벤처캐피탈리스트의 비중은 18%에 불과한 반면, 3년 미만의 비율은 16%에 달하였다. 즉 국내 벤처캐피탈리스트의 평균 재직기간이 투자조합의 운용기간보다 짧아서, 벤처캐피탈리스트들의 안정적인 투자기업에 대한 관리가 상대적으로 소홀해질 수 있음을 의미한다. 따라서 이러한 벤처캐피탈리스트들의 잦은 이직은 벤처캐피탈 업계 전반의 발전과 신뢰성 저하의 큰 원인 중 하나로 작용할 수 있다고 판단된다.



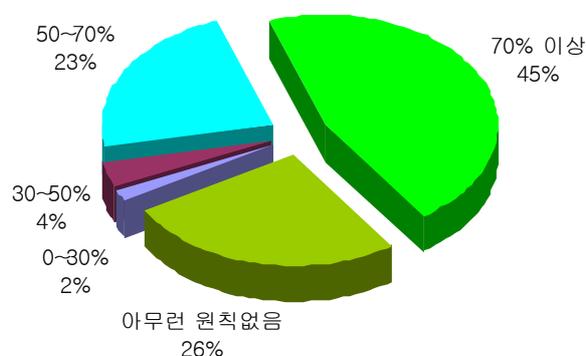
<그림 4-22> 벤처캐피탈리스트의 평균 재직기간

벤처캐피탈리스트들의 투자조합 운용기간을 조사하여 <그림 4-23>에 나타내었다. 국내 벤처캐피탈리스트의 투자조합 담당기간은 5년 이상 42%, 4~5년 32%, 3~4년 14%, 2~3년 12%의 순이었다. 즉 벤처캐피탈리스트의 74%가 4년 이상 투자조합을 운용하고 있음을 알 수 있다.



<그림 4-23> 벤처캐피탈리스트의 투자조합 운용기간

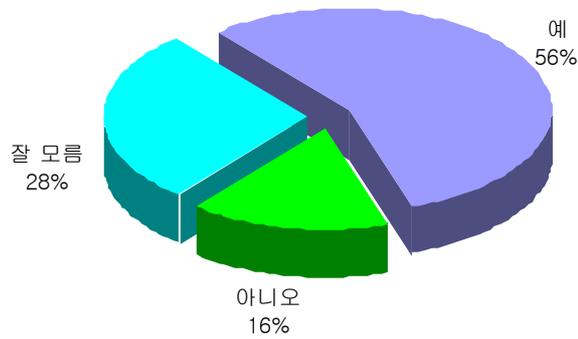
벤처캐피탈이 조성한 투자자금의 소진율에 따른 벤처캐피탈리스트의 운용기간을 조사하여 그 결과를 <그림 4-24>에 나타내었다. 조성자금의 소진율에 따른 벤처캐피탈리스트의 의무는 70%이상이 소진될 때까지 투자조합을 담당할 의무가 있다는 의견이 45%로 가장 크게 나타나고 있고, 50~70% 소진할 때 까지 의무가 있다는 의견이 23%였다. 따라서 전체 벤처캐피탈의 68%가 조성된 자금의 절반 이상이 소진될 때 까지 투자조합을 운용할 책무가 있다고 응답한 반면, 26%는 아무런 원칙이 없다고 응답을 하였다. 따라서 전체 26%에 해당하는 집단은 조성자금에 운용에 관계없이 자유로운 이직이 가능하다는 것을 나타낸다.



<그림 4-24> 조성자금 소진율에 따른 벤처캐피탈리스트의 투자조합 운용기간

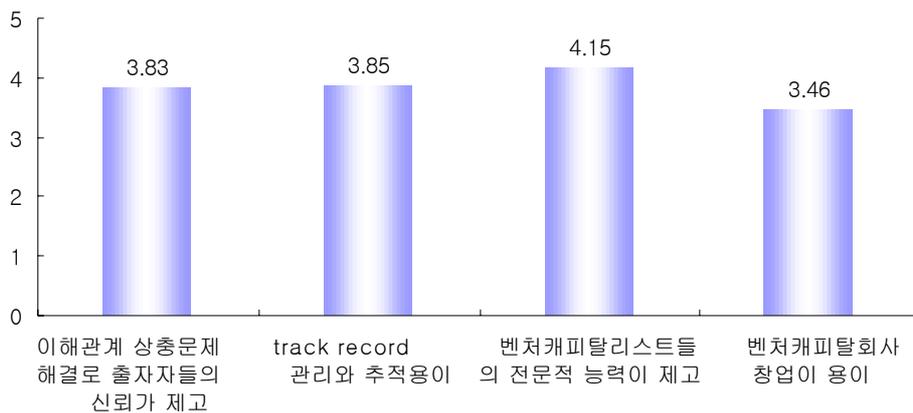
4.1.2. 유한회사형태의 투자조합 설립의 기대 효과

유한회사도입으로 인한 벤처캐피탈 업계에 발전에 대한 기대를 조사하여 그 결과를 <그림 4-25>에 나타내었다. 유한회사 도입이 국내 벤처캐피탈 발전에 긍정적 효과를 미칠 것이라고 응답한 비율이 56%, 잘 모름 28%, 아니오 16%의 순으로 분석되었다. 따라서 절반 이상의 응답자들은 유한회사도입에 대해 긍정적인 인식을 하고 있다는 것을 알 수 있다.



<그림 4-25> 유한회사 도입에 따른 국내 벤처캐피탈 발전에 대한 기대

유한회사의 도입이 가져올 긍정적인 효과를 유형별로 나누어 설문한 결과를 <그림 4-26>에 나타내었다. 벤처캐피탈리스트의 전문성 제고(4.15)가 가장 큰 효과를 가져올 것으로 분석되었으며, track record 관리와 추적 용이(3.85), 출자자 신뢰제고(3.83), 창업용이(3.46)의 순으로 긍정적인 효과가 있을 것으로 예측되었다. 이러한 분석결과는 유한회사운영은 전적으로 벤처캐피탈리스트의 능력에 좌우되는 체제이므로 유한회사 도입이 벤처캐피탈리스트의 전문성 향상에 가장 큰 기여를 할 것이라고 업계에서는 판단하기 때문이다.



<그림 4-26> 유한회사 도입 효과의 유형별 중요도

유한회사 설립이 허용된 현재 시점에서 벤처캐피탈의 반응을 살펴본 결과를 <그림 4-27>에 나타내었다. 유한회사의 설립시기에 대해서는 44%의 응답자가 선발업체의 성공을 관찰한 후 혹은 여건이 마련될 때까지 기다리는 조심스러운 관망의 자세를

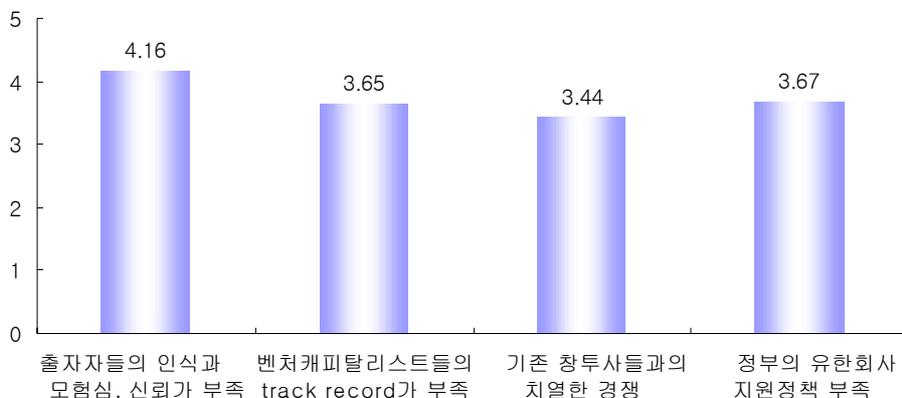
나타내고 있는 반면 현재 구체적인 준비를 하고 있고 가까운 미래에 설립할 계획을 가지고 있는 응답자도 38%에 달했다. 반면 유한회사 설립에 별다른 반응을 보이지 않는 응답자의 비율도 18%에 달했다.



<그림 4-27> 유한회사 형태의 투자조합 활성화 전망

4.1.3. 유한회사형태의 투자조합 활성화의 장애요인

유한회사 형태의 투자조합 활성화를 가로막는 장애요인에 대해 조사한 결과를 <그림 4-28>에 나타내었다. 출자자들의 인식, 모험심 및 신뢰 부족(4.16)이 가장 큰 장애요인으로 꼽혔으며, 정부의 지원정책 부족(3.67), 벤처캐피탈리스트의 track record 부족(3.65), 기존 창투사들과의 치열한 경쟁(3.44)의 순으로 장애요인이 발생할 것이라고 응답하였다. 즉 이는 앞서 살펴본 바와 같이 유한회사 설립과 투자조합 결성을 위한 자금조달(Fund Raising)이 쉽지 않음을 의미한다. 특히 상당수의 벤처캐피탈리스트들은 자본시장으로부터의 투자자금 조달이 어려운 상태이기 때문에 정부 역할의 확대를 기대하고 있는 것으로 판단된다.

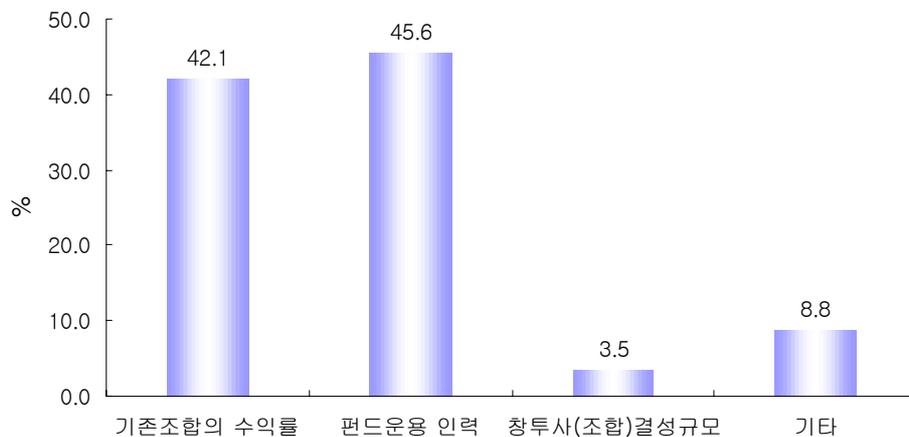


<그림 4-28> 유한회사 형태의 투자조합 활성화의 장애요인

4.1.4. 유한회사형태의 투자조합 활성화의 전제조건

(1) LLC의 자금조달 가능성

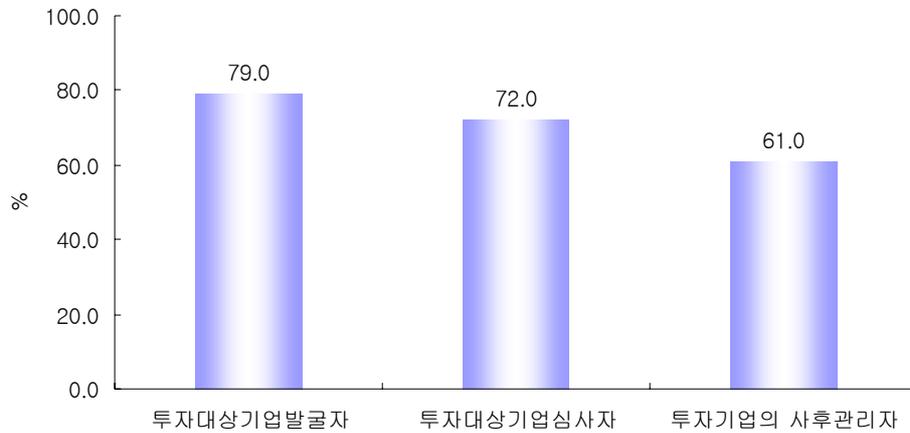
앞서 살펴본 바와 같이 유한회사 형태의 투자조합이 활성화되기 위해서는 무엇보다도 출자자들의 인식이 전환되어 신뢰가 형성되어야 한다. 이를 조금 더 구체적으로 파악하기 위하여 기존 벤처캐피탈 환경에서 출자자들이 자금 출자 시 고려하는 사항이 무엇인지를 파악할 필요가 있다. <그림 4-29>를 살펴보면, 출자자들은 펀드운용인력의 전문성(45.6%)과 수익률(42.1%)을 가장 중요한 고려사항이라고 응답하고 있다. 이는 펀드운용인력의 전문성을 평가하는 기준이 해당 벤처캐피탈리스트의 과거 수익률이라는 점을 고려할 때, 우리나라 출자자들도 벤처캐피탈리스트의 투자조합 운용 실적인 수익률을 가장 중요한 고려사항으로 인식하고 있다는 것을 의미한다. 일반적으로 펀드 또는 벤처캐피탈리스트의 수익률과 관련된 내용은 트랙레코드(Track Record)라고 한다. 벤처캐피탈리스트 개인 또는 몇몇 파트너의 역량을 중심으로 운영되는 유한회사 형태의 투자조합(LLC) 도입의 주요 장애요인으로 작용할 수 있는 자금조달 문제를 해결하기 위해서는 출자자들에게 얼마나 신뢰성 있는 트랙레코드를 제공할 수 있는가가 주요 관건이 될 것으로 판단된다.



<그림 4-29> 창업투자회사 자금조달시 출자자들의 주요 고려사항

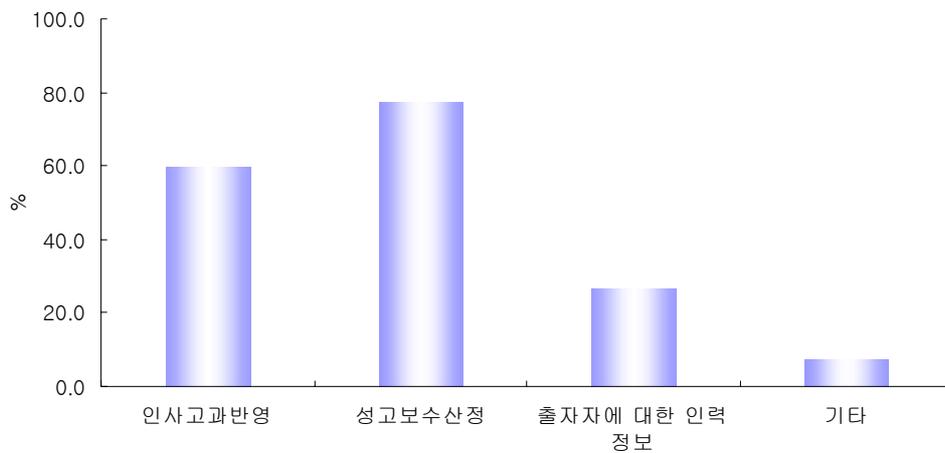
우리나라 창업투자회사의 트랙레코드 관리 현황을 파악한 결과는 <그림 4-30>와 같다. 조사 결과에 따르면, 대부분의 창업투자회사가 자사 벤처캐피탈리스트의 트랙레코드를 관리하고 있는 것으로 나타나고 있다. 특히, 주식회사 형태로 운영되고 있는 우리나라 벤처캐피탈 업무의 특성상 투자기업 발굴, 심사, 사후관리로 업무의

특성을 구분하여 트랙레코드를 관리하고 있는 것으로 파악된다. 하지만, 트랙레코드의 관리는 창업투자회사의 외부적 요구보다는 내부적인 관리를 위하여 활용되고 있는 것으로 나타나고 있다.



<그림 4-30> 우리나라 창업투자회사의 Track Record 관리 현황

<그림 4-31>는 벤처캐피탈리스트의 트랙레코드 관리에서 얻어지는 정보가 어떻게 활용되고 있는지를 보여주고 있다. 대부분 창업투자회사들은 트랙레코드를 성과 보수 산정 또는 인사고과의 기초자료로 활용하고 있을 뿐, 자금조달 시 출자자들에게 수익률 정보 제공의 목적으로는 극히 일부분만 활용되고 있음을 알 수 있다. 하지만, 기업이 내부적인 목적으로 트랙레코드를 관리하고 있음에도 불구하고, 이러한 기초자료를 충분히 활용하는 경우 유한회사 형태의 투자조합 결성 및 자금조달 시 유용한 정보로 활용될 수 있을 것으로 생각된다.



<그림 4-31> 우리나라 창업투자회사의 Track Record 활용 현황

(2) 벤처캐피탈리스트의 전문성

유한회사 형태의 투자조합을 결성·운영하는 것은 무엇보다도 벤처캐피탈리스트 개인의 역량이 가장 중요한 요건으로 작용한다. 벤처캐피탈리스트들은 다년간에 걸쳐 다양한 투자기업의 포트폴리오를 구성하고 기업의 성공과 실패를 직접 경험함으로써 전문성과 조합운용 역량을 갖추게 되는데 그 내용은 다음과 같다.

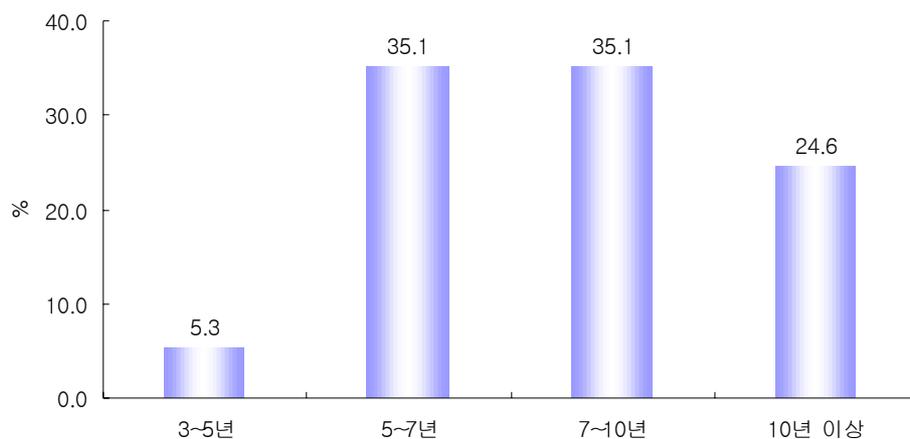
첫째, 투자조합 결성에 필요한 자금조달 원천으로부터 신뢰성을 확보할 수 있는 트랙레코드를 형성할 수 있다.

둘째, 다양한 네트워크를 통해, 성장 가능한 투자대상 기업을 추천받을 수 있고, 이들 기업을 대상으로 투자함으로써 투자에 따른 위험을 완화시킬 수 있다.

셋째, 투자 포트폴리오를 형성하는 기업의 경영, 생산, 시장창출, 추가적인 자금조달 등에 필요한 정보원천을 파악하고 충분한 조언을 제공할 수 있다.

넷째, 투자회수의 적정시점을 판단할 수 있을 뿐만 아니라, 투자회수의 수단으로써 인수합병 또는 상장 등의 방법을 적절히 적용할 수 있다.

설문조사를 통하여 유한회사 형태 투자조합의 파트너로서 또는 책임조합원으로써 벤처캐피탈리스트의 역량을 구축하는 데 소요되는 기간을 파악하여 그 결과를 <그림 4-32>에 나타내었다. 설문조사 결과에 따르면, 약 7년 이상의 경력을 필요로 한다는 응답이 전체의 60% 정도를 차지하고 있으며, 최소한 5년 이상의 경력을 필요로 한다는 응답은 약 95%를 차지하고 있다. 따라서 최소한 5년 이상의 기간 동안 충분한 트랙레코드 형성과 함께, 자금조달, 투자기업 발굴 및 선별 등의 능력을 갖추었을 때, 비로소 유한회사 투자조합의 파트너로서 역할과 기능을 수행할 수 있는 것으로 평가하고 있다.



<그림 4-32> 유한회사 형태의 투자조합 설립시 벤처캐피탈리스트의 경력요건

4.1.5. 유한회사 형태의 투자조합 활성화를 위한 제언

<표 4-7>은 유한회사 형태의 투자조합 활성화를 위해 필요한 정책적 지원 방안에 대해 벤처캐피탈이 제시한 의견을 종합한 결과이다. <표 4-7>에서 보는 바와 같이 다수의 응답자가 우선충당제도가 폐지되어야 한다고 응답하고 있다. 이는 모험 자본의 성격상 출자자 전원 투자수익 배분과 동일한 원칙으로 손실도 공동으로 분담해야 한다는 것이다. 특히, 일부 연·기금에서 운용하고 있는 모태조합의 경우 자금을 출자 받기 위해서 우선충당제도를 요구 받는데, 이러한 제도는 폐지되거나 개선될 필요가 있다는 의견이다. 이는 유한회사 형태의 투자조합 결성 시 업무집행조합원(General Partner)은 기존 창업투자회사와는 달리 자기자본이 최소화된 상태에서 우선손실을 충당하기 어렵거나, 불가능할 것이라는 인식에서 비롯되고 있으며, 모태조합의 경우에도 유한회사 투자조합에 출자하는 경우 당연히 이러한 조항을 강제하기 어려울 것으로 생각된다. 다만, 최근 유한회사 투자조합을 설립한 벤처캐피탈리스트와 면담한 결과에 따르면, 정부자금을 통한 우선손실충당제도가 폐지되었기 때문에 민간부문 자금조달이 더욱 어려운 형편이며, 이로 인하여 스스로 자기자본계정을 바탕으로 우선손실충당을 제안하기도 한다. 일부 설문응답자도 이와 비슷한 의견을 제시하고 있는데, 유한회사 투자조합을 활성화시키기 위해서는 기관투자자 등 민간 부문의 출자자들의 신뢰를 제고시키기 위하여 정부의 자금에 대해 우선손실충당금 전입제도를 도입할 수 있도록 제안하고 있다.

한편, 설문 응답자 중 상당 비중이 i) 출자자에 대한 세제혜택 강화, ii)모태조합의 출자 비율 상향 조정이 필요하다고 제안하고 있다. 전자의 경우 민간 출자자들에게 세제혜택을 강화하고, 필요한 경우 유한회사 투자조합 출자자금에 대해서는 자금출처 입증을 면제해 줌으로써 시중의 민간 부동산자금을 벤처캐피탈로 유입될 수 있도록 제도적 보완을 요구하는 것이다. 이는 중소기업청에서 운영하고 있는 모태조합의 경우 유한회사 투자조합에 대해 50%의 출자비율을 적용함으로써 일반 투자조합에 비해 20% 높은 출자비율을 적용하고 있으며, 이러한 차등화된 출자비율을 더욱 상향 조정하여야 할 것인지는 별도의 심도 있는 분석이 필요할 것으로 보인다.

유한회사 투자조합의 자금조달 기반 확충 이외에 설문응답자들은 유한회사 투자조합 운영시 자율성 보장을 요구하고 있다. 즉, 단순히 모태조합 출자비율 상향 조정 등 자금조달 상의 혜택만으로는 유한회사 투자조합이 단기간내 벤처캐피탈 산업구조에 자리잡기 어려우며, 우수한 벤처캐피탈리스트가 투자조합 운용에 관한 아무런 제약없이 벤처캐피탈리스트 본연의 업무를 수행할 수 있을 때, 비로서 투자수익을 실현할 수 있다는 의견이다.

<표 4-7> 유한회사 투자조합의 활성화를 위한 제도 및 정책

항 목	응답 비중
우선충당제도 폐지	19.2%
세제혜택	11.5%
출자비율상향조정	11.5%
자율성 보장	7.7%
정부규제완화	7.7%
정부지원강화	7.7%
다양한 투자자 확보	3.8%
부적격자 퇴출	3.8%
성과보수제 확립	3.8%
출자자지원	3.8%
기타	19.2%
총 계	100.0

4.2. 경영지배 허용에 따른 기대효과와 문제점

4.2.1. 벤처기업의 벤처캐피탈 경영지원에 대한 만족도

벤처캐피탈이 투자한 기업이 벤처캐피탈로부터 경영지원을 받을 시 이의 활용도와 중요도를 조사하여 <표 4-8>에 나타내었다. 상대적으로 가장 높은 활용도와 중요도를 보이는 경영지원은 경영활동에 도움이 되는 정보지원과 여타 금융권으로부터의 자금조달이었다. 하지만 전반적으로 활용도와 중요도를 높이 평가하지 않아서 투자기업들은 벤처캐피탈의 경영지원에 대한 인식이 높지 않음을 알 수 있다. 이는 미국 벤처캐피탈리스트와의 인터뷰 조사에서 밝혀진 바와 같이, 미국의 투자기업들은 벤처캐피탈의 경영지원을 적극적으로 활용하는 모습과는 대조적이다. 특히 초기 투자를 유치한 미국 벤처기업들에 대한 벤처캐피탈의 경영지원 중 가장 대표적인 것은 핵심인력의 충원 지원이었지만 국내 투자기업들은 이에 대한 활용도와 중요도는 가장 낮게 평가하여 정반대의 양상을 나타내고 있다.

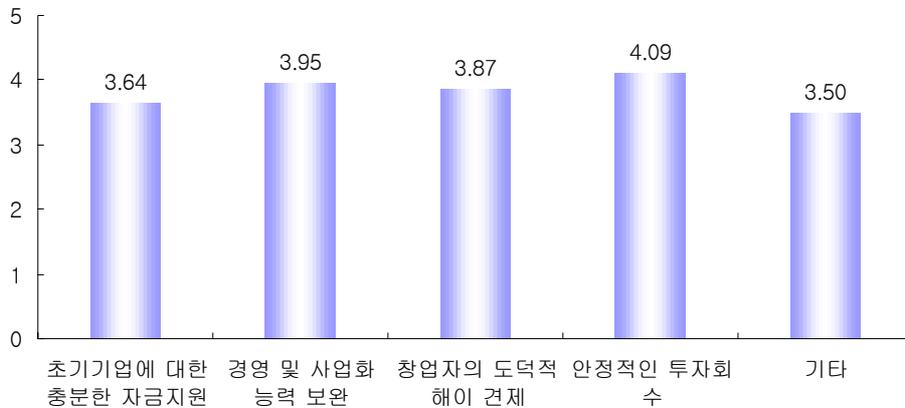
<표 4-8> 벤처캐피탈 경영지원에 대한 투자기업의 활용도 및 인식

지원유형	활용도(%)	평균값
핵심인력 충원 지원	24.6	0.80
기술개발 과정에서 지원	23.1	0.73
사업 다각화 등 아이디어 구체화 지원	38.5	1.38
마케팅 지원	38.5	2.02
여타금융권으로 부터 자금조달 지원	43.1	2.34
기타 경영 활동에 도움이 되는 정보 지원	58.5	2.76

주) 5점만점으로 5점은 매우 중요 1점은 전혀 중요하지 않음을 나타내고 있다.

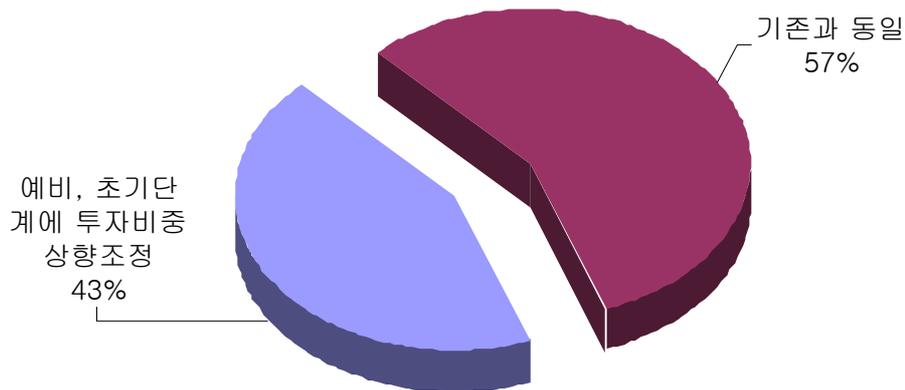
4.2.2. 경영지배 허용의 기대효과

벤처캐피탈이 기대하는 경영지배 허용에 따른 가장 큰 효과를 조사하여 <그림 4-33>에 나타내었다. 정부에서 창업투자회사, 창업투자조합이 7년 이내 창업기업에 대한 경영지배 목적투자를 하여 발생하게 된 효과에 대한 중요성을 분석한 결과이다. 가장 높은 기대효과로는 창업기업의 M&A, IPO등 투자금의 안정적인 회수(4.09)가 꼽혔으며, 창업주나 경영진의 경영 및 사업화 능력 부족 시 보완을 하는 기능(3.95)과 창업주 또는 경영진의 도덕적 해이를 견제하는 효과(3.87)에도 높은 기대를 보이고 있다.



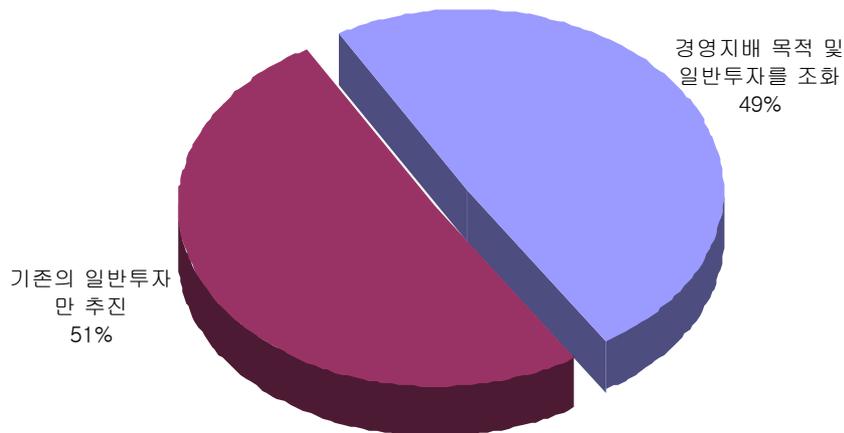
<그림 4-33> 경영지배 허용에 따른 기대효과

경영지배 목적의 투자가 허용되는 경우, 투자대상을 변화시킬 의향이 있는 지에 관련한 질문 응답 결과를 <그림 4-34>에 나타내었다. 전체 응답자의 57%가 기존과 동일하게 투자하겠다고 답한 반면, 43%의 응답자는 투자대상 중 예비 또는 초기단계 벤처기업에 대한 비중을 상향조정하겠다고 응답하였다.



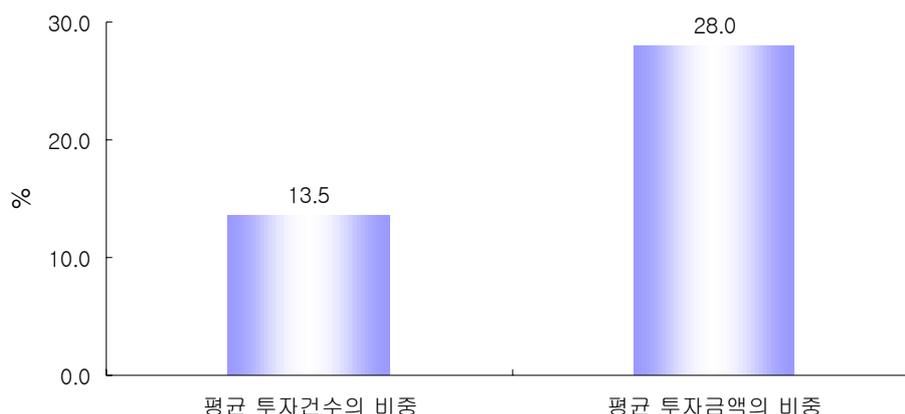
<그림 4-34> 경영지배 허용에 따른 벤처캐피탈의 투자 대상(Stage) 변화 전망

경영지배 목적의 투자를 허용할 경우, 투자전략의 변화에 관해서 살펴 본 결과 기존의 일반투자만 추진하겠다는 의견이 51%이고, 경영지배 목적의 투자와 일반 투자를 적절히 조화하겠다는 의견이 49%로 나타났다. 즉 경영지배 목적의 투자를 실제로 적용시킬 것인 지에 대해 벤처캐피탈 업계도 아직 확실한 결정을 내리지 못하고 있음을 알 수 있다.



<그림 4-35> 경영지배 허용에 따른 벤처캐피탈의 투자 전략의 변화 전망

위의 설문에서 경영지배 목적의 투자와 일반투자를 적절히 조화하겠다는 의견을 피력한 응답자 중 경영지배 목적투자 비중을 조사해본 결과, 평균투자건수의 비중은 13.5%, 평균투자금액의 비중은 28.0% 정도를 고려하고 있다. 즉 경영지배 목적의 투자를 할 의사가 있는 벤처캐피탈도 실제 포트폴리오 구성에서는 그 비중을 상대적으로 작게 시작하여 초기 제도 도입에 따른 시행착오를 줄이려고 함을 알 수 있다.



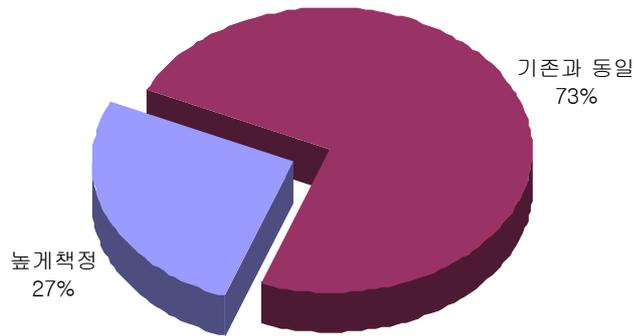
<그림 4-36> 경영지배 목적 투자 건수 및 금액의 비중 전망

4.2.3. 경영지배 목적 투자의 애로요인

(1) 경영권 Premium에 대한 인식

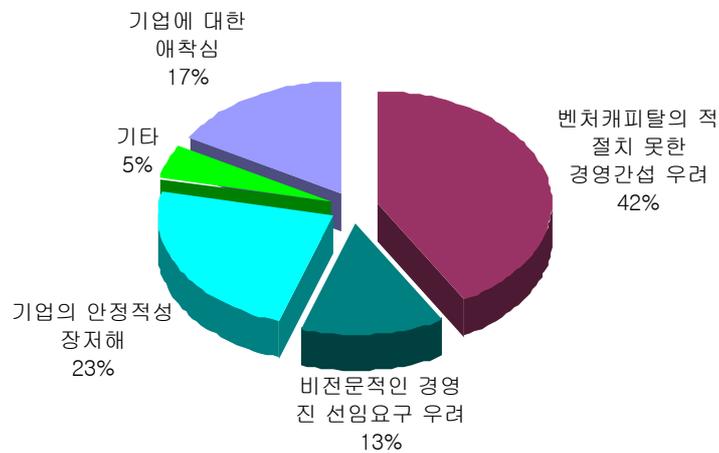
경영지배 목적의 투자를 허용하는 경우 벤처기업의 창업자는 경영권 프리미엄 (premium)을 요구할 수 있다. 그러나 벤처캐피탈은 기업에 대한 가치 창출(Value Add)을 지원한다는 면에서, 오히려 비용이 발생하는 업무라고 인식하기 때문에 최소한의 경영권 프리미엄을 제공하고자 한다. 이에 따라서 발생하는 벤처캐피탈과 벤처기업의 투자조건 불일치는 자칫 투자를 축소시킬 수 있다는 우려를 낳게 된다.

벤처캐피탈이 투자기업에 대해 경영권 프리미엄을 지불할 의사가 있는지 파악한 결과는 <그림 4-37>와 같다. 경영권 프리미엄을 주당가격(또는 지분당 가격)에 대비하여 기준의 일반투자과 동일하게 책정하려는 사람이 73%로 대다수인 것으로 조사되었으며, 나머지 27%는 높게 책정할 의사를 가지고 있는 것으로 나타났다.



<그림 4-37> 벤처캐피탈의 경영권 프리미엄 지불 의사

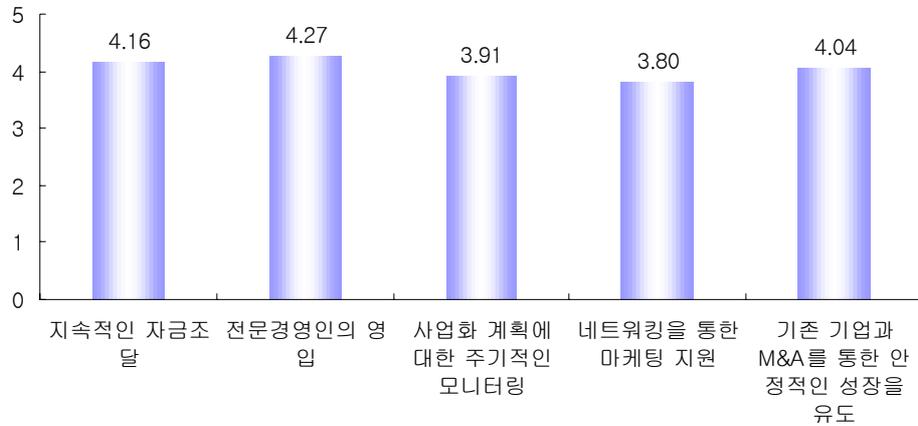
투자기업들이 벤처캐피탈로부터 경영지배 목적의 투자를 받지 않는 이유에 대하여 조사한 결과를 <그림 4-38>에 나타내었다. 응답자의 42%가 벤처캐피탈의 적절치 못한 경영간섭을 가장 우려하고 있으며, 23%는 기업의 안정적인 성장을 저해하는 것을 우려해서 투자를 받지 않는다고 밝히고 있다. 17%의 응답자는 기업에 대한 애착심 때문에, 13%는 비전문적인 경영진 선임요구를 우려해 투자를 기피한다고 응답하였다.



<그림 4-38> 경영지배 목적 투자 기피 원인

경영지배 목적의 투자를 수행한 후 해당기업의 성장을 위해서 필요한 벤처캐피탈의 역할에 대해 조사하여 결과를 <그림 4-39>에 나타내었다. 가장 큰 역할로는 전문경영인의 영입(4.27)과 지속적인 자금조달(4.18)이었으며, 기존 기업과 M&A를 통한 안정적 성장을 유도(4.04), 사업화 계획에 대한 주기적인 모니터링(3.91), 네트워크를 통한 마케팅 지원(3.80)의 순이었다. 즉 충분한 자금력과 유능한 경영인의

영업으로 전망 있는 기업 간의 합병을 통해 안정적인 성장을 도모하겠다는 의지가 강한 것으로 판단된다.



<그림 4-39> 경영지배 목적 투자 이후 벤처캐피탈의 역할 인식

한편, 벤처캐피탈 투자 기업에 대해 경영지배 목적 투자로 인하여 발생할 수 있는 문제점과 장점에 대해 설문조사를 통하여 의견을 수렴한 결과는 <표 4-9>와 같다.

전체 응답자 중 약 80% 정도가 경영지배 목적 투자로 인하여 부정적인 효과가 발생할 것 같다고 응답하고 있다. 경영지배 목적 투자에 대해 부정적인 의견 중 가장 큰 비중을 차지하고 있는 것이 모험기업의 특성과는 상관없이 벤처캐피탈은 투자회수를 목적으로 단기적인 성과에 치중할 것이라는 의견이다. 그 원인으로서는 i) 벤처캐피탈 투자의 단기성(1~3년), ii) 벤처캐피탈의 기술 및 시장에 대한 전문성 부족으로 인하여 경영참여를 통해 시너지 효과를 창출하기 어려움 등이 지적되고 있다.

경영지배 목적 투자에 대한 부정적 의견 중 두 번째로 많은 비중을 차지하고 있는 것이 경영간섭에 대한 우려이다. 이는 벤처캐피탈이 경영에 참여하는 경우 다수 주주체제로 인한 의사결정의 지연, 단기회수를 위한 경영간섭 심화 등의 문제를 발생시킬 수 있다는 것이다.

한편, 일부 응답자의 경우 경영지배 허용으로 재무적 관점에서 기업가치 향상 및 리스크 관리가 가능해 질 것이라는 의견을 제시하기도 하였다.

경영지배 목적의 투자에 대해 모험기업의 일반적인 입장은 i) 단기성과 중심의 기업 경영, ii) 불필요한 경영개입 증가, iii) 제품, 기술, 시장에 대한 벤처캐피탈의 전문성 부족으로 인한 효과적인 경영지원이 불가능하다는 의견을 제시하고 있다.

<표 4-9> 유한회사 설립 및 경영지배 허용으로 인해 발생할 수 있는 문제점과 장점

구분	응답내용	비중
부정적 의견	단기적 성과치중	41.4%
	전문성 부족	17.2%
	경영간섭	10.3%
	자본유출	3.4%
	경영능력 부족	3.4%
	시장개척의 어려움	3.4%
긍정적 의견	기업 소유 개념 변화 필요	6.9%
	규제완화	3.4%
기타		10.3%
총 계		100.0

4.2.4. 벤처캐피탈의 경영지원 능력 제고를 위한 정책 수요

벤처캐피탈의 경영지원능력 제고를 위해서 필요한 제도적 보완 사항에 대해 벤처캐피탈을 대상으로 의견을 수렴한 결과는 <표 4-10>과 같다.

벤처캐피탈은 우선적으로 제도적인 보완, 마케팅지원, 벤처캐피탈리스트의 전문성 심화를 위한 교육훈련 기회 확대가 필요하다고 응답하고 있다.

우선 제도적인 보완의 내용을 살펴보면 i) 우선주 제도를 통한 리드인베스터로서의 자격 보장, ii) 전문적인 경영활동으로 인하여 발생하는 이사로서의 책임 면제 등으로 구성된다. 제 3 장에서 살펴본 바와 같이, 미국의 경우 기업 정관을 통하여 다중의결권주(multiple voting right)를 인정하고 있다. 이는 벤처캐피탈의 초기단계 투자와 지속적인 성장을 위한 벤처캐피탈의 역할 강화라는 측면에서 고려해 볼 필요가 있다고 생각된다. 다만, 미국 벤처캐피탈의 경우 이른바 벤처캐피탈리스트의 “충실의무(fiduciary duty)”³³⁾를 통해 벤처캐피탈리스트의 단기적 성과 지향, 불필요한 경영간섭 등을 제어하는 역할을 담당하기 때문에 두 번째로 요구하고 있는 전문

33) 면담조사 결과에 따르면, 미국 벤처캐피탈리스트는 특정 투자기업의 임원으로 등재되는 순간부터 법적으로 해당 투자기업의 이익만을 고려해야 하는 충실의무를 지게 된다. 즉, 이사회 개최시 독립적인 두가지 안건(A안은 벤처캐피탈의 이익 최적화, B안은 투자기업의 이익 최적화)이 있다면, 벤처캐피탈리스트는 우선적으로 등재 임원으로서의 역할을 충실히 이행하는 것으로 의미한다. 만약, 투자기업에 손해가 되는 기업의 행위를 벤처캐피탈리스트가 요구하였을 경우, 이 방법 밖에 다른 대안이 없었다는 것을 증명해야 하며, 그렇지 않은 경우 소송 발생시 패소하게 된다. 즉, 미국 벤처캐피탈의 경우 투자기업에 대한 벤처캐피탈의 권한을 최대한 보장하지만, 이와 함께 책임을 분명히 함으로써 경영지배를 통해 발생할 수 있는 문제를 해결하고 있다.

적인 경영활동으로 인하여 발생하는 책임에 대한 면제에 대한 제안은 지속적으로 논의해 볼 필요가 있는 것으로 보인다.

한편, 벤처캐피탈은 경영지원에 있어서 마케팅 지원을 가장 어려운 부분으로 지적하고 있다. 다수의 벤처캐피탈리스트들이 금융권 출신으로 구성되어 있는 우리나라의 환경에서 투자기업의 가장 큰 애로요인인 시장창출을 지원하기 위해 필요한 마케팅 채널 및 네트워크의 부족에 곤란을 겪고 있으며, 이를 해소하기 위한 정보 제공, 투자기업이 국내외의 각종 전시회에 참여할 수 있는 기회를 확대할 수 있도록 정책적인 지원이 필요하다고 지적하고 있다.

<표 4-10> 경영지원 능력 강화를 위한 정부정책 제언

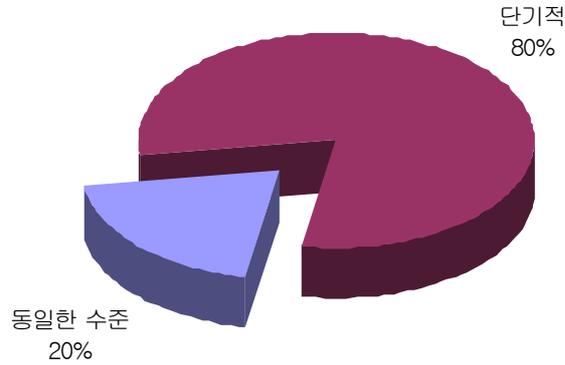
응답 내용	비중
제도보완	41.7%
마케팅지원	16.7%
교육훈련 강화	16.7%
전문경영자 발굴 및 양성	8.3%
정부투자	8.3%
기타	16.7%
총 계	100.0%

4.3. 기술가치평가

4.3.1. 벤처캐피탈의 가치평가에 대한 인식

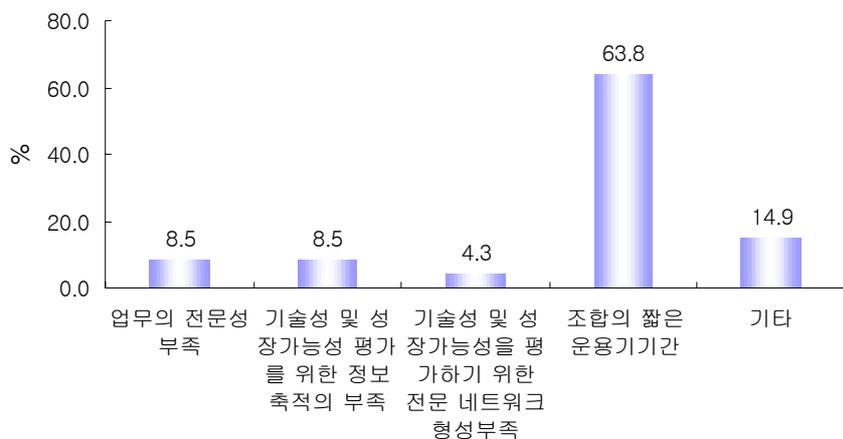
(1) 벤처캐피탈의 인식

투자기업 선정 시 국내 벤처캐피탈은 미국 벤처캐피탈에 비해 장기적인 기술성 및 성장가능성 등에 대한 평가보다는, 단기적 시장 창출성에 의존한다는 의견에 대해 80%가 동의하는 것으로 나타나고 있다. 즉 이는 벤처캐피탈 스스로가 투자기업을 장기적으로 육성·성장시켜 더 많은 투자수익을 창출하기 보다는 단기투자에 의한 투자회수를 더 선호하고 있다고 판단한 결과이다.



<그림 4-40> 미국 벤처캐피탈과 비교한 국내 벤처캐피탈의 투자기업 선정기준

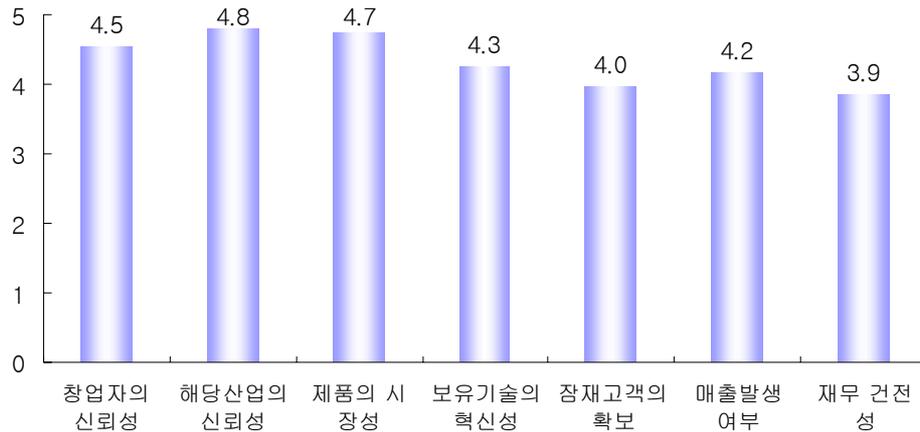
위 설문 결과 토대로 국내 벤처캐피탈들이 왜 미국에 비해 단기적인 시장창출성에 더 초점을 맞추고 있는지, 이에 대한 이유를 조사하여 결과를 <그림 4-41>에 나타내었다. 대다수의 응답자(63.8%)가 투자조합의 짧은 운용기간을 가장 큰 원인으로 인식하고 있었다. 반면에 전문성 부족(8.5%), 정보 축적의 부족(8.5%), 전문 네트워크 형성 부족(4.3%) 등을 원인으로 꼽는 응답자는 상대적으로 매우 적었다. 즉 국내 벤처캐피탈들은, 현재 제도 하에 규정된 투자조합의 운용기간이 5년으로 한정되어 있기 때문에, 이 기간 내에 투자금액을 회수하기 위해서는 장기적 관점에서 투자기업의 육성보다는 단기적인 수익성 창출에 더 중점을 둘 수 밖에 없다고 인식하고 있다.



<그림 4-41> 국내 벤처캐피탈의 단기적 투자 성향의 원인

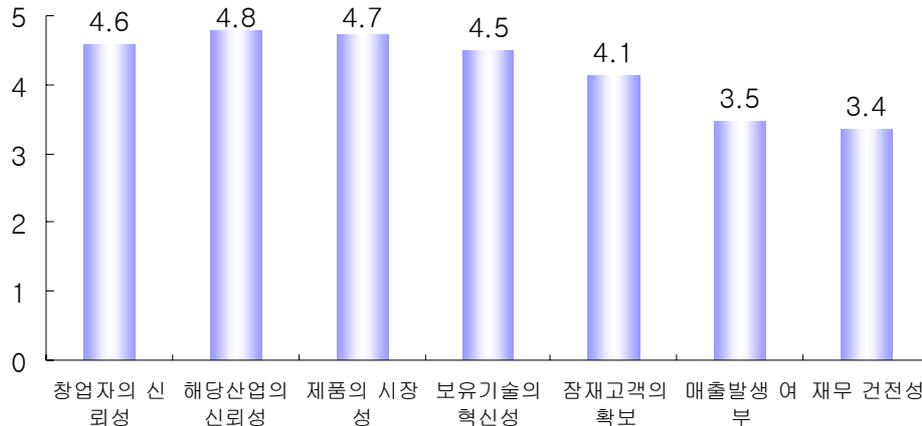
(2) 벤처기업의 인식

벤처기업들이 벤처캐피탈로부터 투자를 유치할 시 인식하고 있는 벤처캐피탈의 가치평가 기준을 조사하여 결과를 <그림 4-42>에 나타내었다. 벤처기업은 벤처캐피탈이 기업가치 평가 시 해당산업의 신뢰성(4.8), 제품의 시장성(4.7), 창업자의 신뢰성(4.5)을 상대적으로 더 중요하게 평가하고 있다고 인식하였다. 반면에 재무건전성(3.9)에 대해서는 상대적으로 중요성을 덜 평가하는 것으로 판단하고 있었다.



<그림 4-42> 벤처기업이 인식하고 있는 벤처캐피탈의 가치평가 기준 중요도

반면 벤처기업이 생각하는 바람직한 벤처캐피탈의 판단기준을 조사하여 결과를 <그림 4-43>에 나타내었다. 분석 결과 위 <그림 4-42>에 나타난 결과와 상당 부분 비슷한 경향을 보였다. 즉 해당산업의 신뢰성(4.8), 제품의 시장성(4.7), 창업자의 신뢰성(4.6)이 역시 가장 중요한 평가기준이 되어야 한다고 벤처기업은 인식하고 있었다. 반면 매출발생여부 및 재무건전성에 대한 중요도가 상대적으로 현재 평가 기준 보다 중요하지 않다고 응답하였다. 이는 벤처캐피탈이 향후에 기업가치평가 시 매출발생여부에 대한 부분을 평가할 때 신생 벤처기업의 현실을 고려하기를 희망하는 것으로 판단된다.

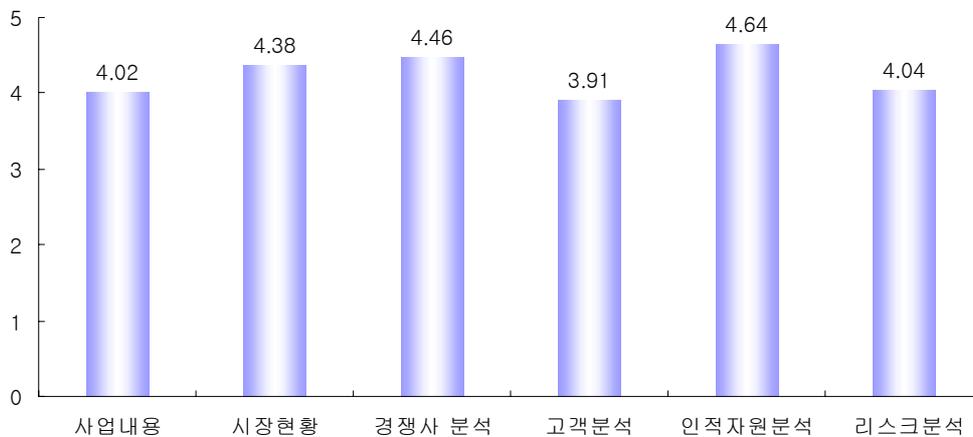


<그림 4-43> 벤처기업이 인식하고 있는 바람직한 벤처캐피탈의 가치평가 기준

4.3.2. 벤처캐피탈의 가치평가의 기준

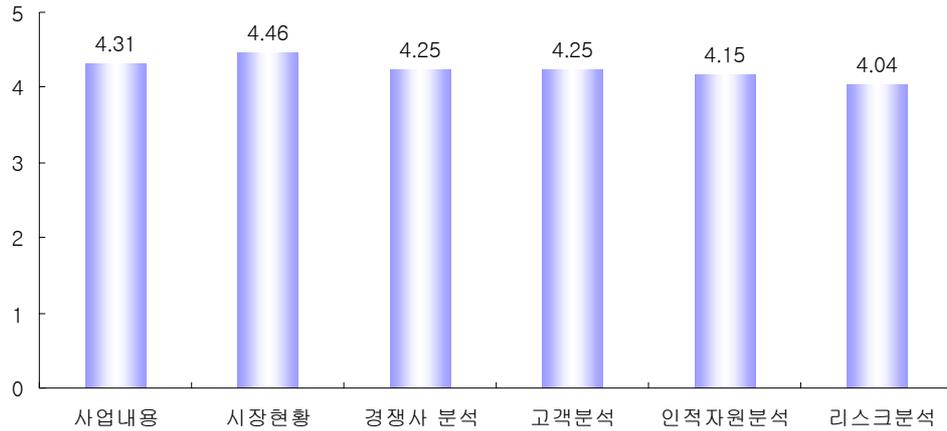
벤처캐피탈이 투자대상인 벤처기업을 평가할 때, 투자기준이 되는 요인들의 중요성이 벤처기업의 성장단계(초기-성장-성숙/상장)에 따라 어떻게 변화하는 지 파악하기 위해 각각의 단계에 대한 평가기준의 중요도를 조사하였다.

벤처캐피탈이 초기 단계의 벤처기업을 평가하는 기준들의 중요도를 조사하여 <그림 4-44>에 결과를 나타내었다. 조사 결과 인적자원분석(4.64)과 경쟁사분석(4.46)이 가장 큰 판단 기준으로 작용하고 있음을 알 수 있다. 다음으로 시장현황(4.38), 리스크분석(4.04), 사업내용(4.02), 고객분석(3.91)의 순이었다. 즉 초기 단계의 벤처기업에서는 벤처기업을 구성하고 있는 구성원들의 전문성과 우수성을 매우 중요하게 판단하고 있으며, 시장에서 생존하기 위해 강력한 경쟁자가 있는 지 여부를 또한 중요한 판단기준으로 참고 있는 것을 알 수 있다.



<그림 4-44> 초기단계 벤처기업에 대한 가치평가 기준별 중요도

한편 성장 단계에 있는 벤처기업에 대한 가치평가 기준은 위의 초기 단계 벤처기업에 대한 기준과는 상당한 차이점을 보였다. 시장현황(4.46)과 사업내용(4.31)이 가장 중요한 가치평가 기준이었으며, 고객분석(4.25)과 경쟁사분석(4.25)의 순이었다. 즉 벤처기업이 성장기에 들어서면 시장의 현황과 변화 요인들이 해당기업의 지속적인 성장 여부를 판가름하는 가장 중요한 요인으로 작용하기 때문에 시장현황을 가장 큰 가치평가 기준으로 인식하고 있음을 알 수 있다.



<그림 4-45> 성장단계 벤처기업에 대한 가치평가 기준별 중요도

벤처기업이 성장 단계를 지나 성숙 또는 상장 직전 단계에 까지 성장하였을 경우 벤처캐피탈의 판단기준 변화를 조사하여 그 결과를 <그림 4-45>에 나타내었다. 성장단계와 마찬가지로 사업내용(4.57)과 시장현황(4.54)가 가장 큰 가치평가 기준이었다. 하지만 초기단계와 성장단계에서 중요시 되었던 경쟁사분석(3.92)은 상대적으로 중요도가 감소하였으며 인적자원분석(3.63)이나 리스크분석(3.69)에 대한 중요도도 감소하였다. 즉 이 단계에서 기업가치를 판단할 때 IPO 등 투자회수를 고려한 사업내용과 시장내용에 대한 평가가 가장 중요한 요소라고 할 수 있다.



<그림 4-46> 성숙 또는 상장단계 벤처기업에 대한 가치평가 기준별 중요도

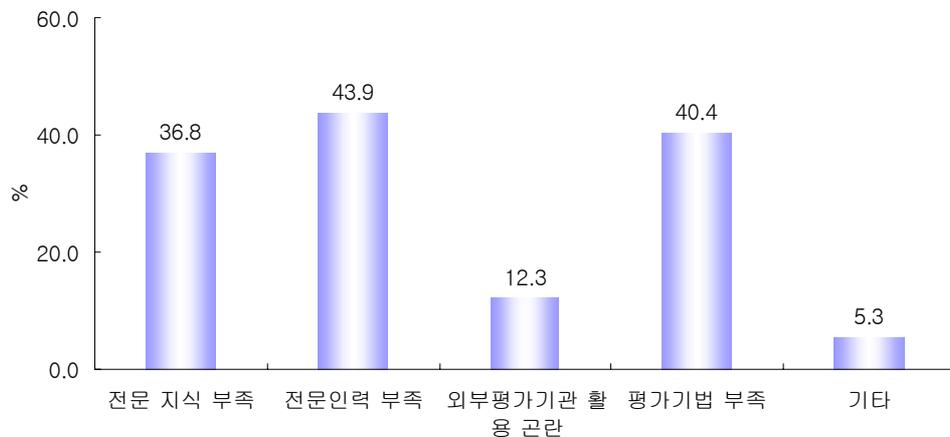
위에서 세 단계에 걸쳐 분석한 결과를 다시 자세히 살펴보면, 초기단계에서 성장기로 변화하면서 고객분석, 사업내용, 시장현황 가치평가의 중요성이 증가하였으며, 인적자원분석의 경우에는 성장기에는 초기보다는 중요성이 떨어지는 것을 알 수 있다. 성장기에서 투자회수기로 변화했을 시에도 사업내용의 중요성이 증가하고 있으나, 고객분석의 경우에는 중요도의 정도가 떨어지는 것을 알 수 있다.

<표 4-11> 벤처기업의 성장단계별 가치평가 기준의 변화

구 분	초기단계->성장기	성장기->성숙기
사업내용	7.19%	6.06%
시장현황	1.92%	1.76%
경쟁사 분석	-4.77%	-7.73%
고객분석	8.65%	-3.51%
인적자원분석	-10.51%	-12.67%
리스크분석	0.04%	-8.74%

4.3.3. 벤처캐피탈의 기술가치평가 애로요인

국내 벤처캐피탈들이 투자대상기업의 기술가치평가를 수행하면서 느끼는 애로사항에 대해서 복수응답을 허용하여 조사한 결과를 <그림 4-47>에 나타내었다. 전문인력의 부족(43.9%), 평가기법의 부족(40.4%), 전문적인 지식의 부족(36.8%)의 순으로 애로사항이 큰 것으로 파악되었다. 즉 투자대상기업을 평가하기 위한 전반적인 전문성의 결여로 인해 어려움을 겪고 있는 것으로 판단된다.



<그림 4-47> 국내 벤처캐피탈의 기술가치평가지 애로요인

4.3.4. 벤처캐피탈의 기술가치평가능력 제고를 위한 정책 제언

설문에 응답한 벤처캐피탈은 모태조합의 출자비율 차등화, 유한회사 투자조합 결정, 경영지배 목적 투자 허용 등 최근의 환경변화로 인하여 초기단계 모험기업에 대한 투자 강화의 필요성을 인식하고 있는 것으로 판단된다. 다만, 초기단계 모험기업에 대한 투자 강화를 위해서 필요한 기술가치평가능력, 미래시장 전망 능력 등 벤처캐피탈리스트로서의 전문성 강화를 위한 수요가 존재하고 있다.

<표 4-12>는 설문조사를 통하여 수렴한 벤처캐피탈리스트의 기술가치평가능력 강화를 위한 정부의 정책적 지원 수요를 보여주고 있다.

기술가치평가능력 강화를 위해서 벤처캐피탈리스트가 가장 필요로 하고 있는 것은 다양한 채널과 네트워크를 통한 기술정보의 습득 및 교류인 것으로 보여진다. 이를 위한 구체적인 수단으로써 i) 정부출연연구소 및 민간연구소의 기술개발 현황에 대한 정보 제공, ii) 기술포럼 등을 통한 오프라인 네트워크 강화, iii) 주요 산업 및 기술 분야별 로드맵 제공 및 전문가 네트워크의 공유 등이 제안되고 있다.

한편, 국내외 기술개발 및 시장동향, 기술가치평가기법 등에 관한 전문교육 프로그램을 강화함으로써 벤처캐피탈리스트의 지속적인 정보습득 및 학습 기회 제공에 대한 수요도 높게 나타나고 있다.

<표 4-12> 벤처캐피탈의 기술가치평가능력 강화를 위한 지원 수요

응답내용	비중
기술관련 정보교류	30.4%
전문교육강화	26.1%
기술가치평가의 객관성 보장	17.4%
인프라구축	4.3%
기술가치평가 전문인력 양성	4.3%
정부지원	4.3%
기타	13.0%
총 계	100.0

5. 설문조사 결과의 시사점

5.1. 유한회사 투자조합 설립 활성화를 위한 고려사항

본 연구의 벤치마킹 대상인 미국에서도 모든 벤처캐피탈이 유한회사 형태로 운영되는 것은 아니다. 미국의 벤처캐피탈은 개인기업, 조합, 법인으로 나누어진다. 다만, 일반적인 벤처캐피탈이 조합형태로 운영되는 것은 다음 몇가지 장점을 갖고 있기 때문이다.(김필구, 2003)

첫째, 벤처캐피탈을 조합형태로 운영하는 경우 세금 면에서 혜택을 받을 수 있다. 즉, 주식회사 형태로 벤처캐피탈을 운영하는 경우 법인세, 주주 배당금에 대한 소득세를 납부하여야하나, 조합으로 운영하는 경우 조합원의 소득세만 납부할 수 있으므로 주식회사에서 발생하는 2중 과세문제를 해결할 수 있다.

둘째, 벤처캐피탈리스트는 일반조합원(General Partner)로서 조합을 구성하고 운영함과 동시에 조합에서 발생하는 모든 책임을 출자액 외에도 개인적으로 부담한다. 이에 따라서 벤처캐피탈리스트의 책임성이 증가되고, 조합운영에 더욱 전념하게 된다.

셋째, 조합형태의 벤처캐피탈은 매우 제한된 규모의 자본금만을 필요로 하기 때문에 설립과 청산이 용이하다. 즉, 파트너로서 참여하는 벤처캐피탈리스트의 능력에 따라서 투자조합을 유치하기만 하면 벤처캐피탈을 운영할 수 있을 뿐만 아니라 새로운 펀드를 조성하지 못하는 경우 다수의 이해관계자로 구성되어 있는 주식회사와 달리 자유롭게 청산할 수 있다.

우리나라 벤처캐피탈의 경우 「벤처기업육성에관한특별법」에 의해 엔젤 및 벤처캐피탈 투자금액에 대한 소득공제 혜택을 부여함에 따라서 세금과 관련한 장점은 해소되어 있지만, 현행 제도상 창업투자회사를 설립하기 위해서는 70억원에 이르는 자본금 조성하여야 하기 때문에 설립과 청산이 자유롭지 못한 단점을 갖고 있다. 더욱 중요한 것은 주식회사 형태의 조직구조에서는 벤처캐피탈리스트의 역량에 의해 좌우되는 투자수익이 회사에 결속되고 개인의 성과는 단지 조직구성원으로서만 존재하게 된다. 이에 따라서 벤처캐피탈리스트의 책임성은 약화될 가능성이 있다.

설문조사를 통하여 벤처캐피탈리스트의 유한회사 투자조합 설립 의사를 파악한 결과 전체 응답자 중 약 38%가 2년 이내에 추진할 의사가 있다고 응답하고 있으며, 44%는 선발 투자조합의 사례를 지켜본 이후 결정하겠다고 응답하고 있다. 이는 우리나라 벤처캐피탈리스트들이 기존 조직의 한계를 인식하고 유한회사 투자조합을 새로운 돌파구로써 인식하고 있기 때문으로 보여진다.

다만, 대부분의 응답자들이 유한회사 투자조합 설립시 자금조달 문제를 가장 큰

장애요인으로 인식하고 있으며, 자금조달 문제 해결을 위해 출자자에 대한 세제 혜택, 모태조합의 출자비율 상향조정 등을 요구하고 있는 점을 정책적으로 고려할 필요가 있는 것으로 생각된다.

5.2. 경영지원 능력 확충의 필요성

벤처캐피탈의 경영지배는 i) 투자기업에 대한 모니터링, ii) 경영지원을 통한 기업 가치 제고 등의 효과를 갖고 있다. 우리나라의 경우 그동안 투자기업의 경영이 부실한 상황에서 회생지원을 위해서만 경영 지배를 허용하여 왔으며, 이에 따라서 벤처캐피탈의 투자와 경영지원은 상대적으로 소극적인 수준에 머물 수밖에 없는 상황이었다. 특히, 미국 벤처캐피탈리스트와 같이 투자기업의 성장 또는 실패에 적극적으로 참여할 수 없는 환경으로 인하여 지난 약 10년간의 기간동안 국내 벤처캐피탈리스트는 그동안 투자실적을 바탕으로 충분한 성공·실패의 경험을 축적할 수 없었던 것으로 보여 진다.

설문조사를 통하여 파악한 결과에 따르면, 모험기업이 인식하고 있는 벤처캐피탈의 경영지원은 만족도가 매우 낮을 뿐만 아니라 실제로 활용하지도 않았던 것으로 보인다. 즉, 벤처캐피탈은 모험기업의 성장을 위한 파트너로서, 그리고 투자자금 사용에 대한 감시자로서의 역할이 모두 미흡했던 것으로 보여 진다. 그 결과 경영 지배 목적 투자를 허용하는 현시점에서 모험기업들은 경영간섭, 단기적 성과 위주의 기업 경영에 대한 우려를 나타내고 있다.

한편, 경영 지배 목적 투자를 허용함으로써 벤처캐피탈은 초기단계 투자를 강화 하겠다는 의사를 뚜렷이 보여주고 있다. 즉, 그동안 모니터링과 성장지원이 제약을 받아왔던 초기단계 모험기업에 대해 최소한 모니터링만이라도 충분히 할 수 있는 환경이 제공됨에 따라서 벤처캐피탈도 투자전략의 변화를 보여주고 있는 것으로 보인다. 다만, 초기단계 모험기업에 대한 투자는 후속투자를 반드시 필요로 하며, 리드 인베스터로서 경영권을 확보할 수 있도록 우선주 제도의 변경, 경영지원 능력 향상을 위한 전문성 심화가 이루어져야 할 것으로 보인다.

5.3. 기술가치 평가 능력 제고를 위한 지원 강화 필요

초기단계 모험기업에 대한 투자를 강화시키기 위해서는 경영지배와 함께 성장이 유망한 모험기업을 발굴하고 이를 적합하게 평가할 수 있는 벤처캐피탈의 전문성을 필요로 한다. 특히 벤처캐피탈리스트의 기술가치 평가 능력(또는 기업가치 평가

능력)은 적합한 기업을 선정하여 투자하고, 해당기업의 성장을 유도한다는 면에서 경영지배에 우선하는 항목이다.

설문조사 결과에 따르면, 우리나라 벤처캐피탈은 미국에 비해 단기적인 투자에 치중하고 있다고 스스로 평가하고 있으며, 모험기업도 벤처캐피탈의 투자 심사 시 매출발생, 재무 건전성 등 초기기업이 확보하기 어려운 심사기준의 비중을 하향 조정하여야 한다고 지적하고 있다.

벤처캐피탈리스트에 대한 의견 조사 결과에 따르면, 기술가치 평가 능력을 제고하기 위해서는 기술정보의 교류, 전문교육프로그램의 강화, 객관성 있는 기술가치 평가 기법의 개발 및 보급이 필요한 것으로 나타나고 있다.

V. 결론 및 정책과제

본 연구에서는 크게 두가지 영역으로 구분되어 있다.

우선, 미국 벤처캐피탈의 운영과 관련된 이론, 현황분석, 면담조사를 수행함으로써 미국 벤처캐피탈 시스템을 벤치마킹하고, 이를 바탕으로 우리나라 벤처캐피탈의 운영과 비교하여 시사점을 도출하였다.

두 번째, 「벤처 활성화 보완대책」을 통하여 발표된 바 있는 유한회사 투자조합, 경영 지배목적 투자 허용, 그리고 기술가치 평가 능력을 중심으로 설문조사를 실시한 후, 이를 바탕으로 새로운 제도 도입이 우리나라 벤처캐피탈 산업에 미칠 수 있는 긍정적·부정적 효과를 파악하였다.

상기 두 가지 분석을 통하여 도출된 시사점은 다음과 같다.

첫째, 우리나라의 자금조달에 있어서 연기금, 금융·보험 등 자금의 성격상 장기적이고 유동성이 적은 민간자본이 벤처캐피탈에 참여하는 비중이 낮은 형편이고, 이와는 반대로 정부의 비중은 더욱 높아지고 있는 것으로 나타나고 있다. 이는, 미국을 제외한 대부분의 국가에서 나타나고 있는 현상이기도 하지만, 자본시장과 모험기업의 중개자(intermediary)로서 벤처캐피탈의 역할이 강화되고, 투자수익을 통한 벤처캐피탈 산업의 선순환 구조를 이루기 위해서는 민간자본의 참여가 더욱 촉진되어야 할 필요가 있는 것으로 나타나고 있다.

둘째, 우리나라와 미국의 업종별 투자현황에서 나타나고 있듯이 우리나라 벤처캐피탈은 IT, 엔터테인먼트, 일반제조업 등 기술수명주기상 성숙기 또는 단기적으로 시장창출이 가능한 기술 및 산업분야에 대한 투자가 중심이 되고 있다. 이는 투자조합의 존속기간의 제한, 기술 및 시장의 불확실성 등에서 그 원인을 찾을 수 있으나, 벤처캐피탈이 장기적으로 기술혁신을 추동하고 국가경쟁력을 강화시킨다는 면에서 정책적인 고려가 필요할 것으로 생각된다.

셋째, 국내 벤처캐피탈 산업의 투자회수는 매우 제한적인 시장에서 이루어지고 있는 것으로 보여진다. 미국의 경우 전체 투자회수의 약 80%가 인수·합병(M&A)을 통해서 이루어짐으로써 투자자금의 조기회수, 그리고 기업간 상호보완을 통한 성장촉진이 이루어지고 있는 것으로 평가된다. 하지만 우리나라의 경우 기업간 인수·합병을 통한 투자회수는 약 5.7%에 불과하고, 대부분 기업공개(IPO)를 통하여 투자회수가 이루어지고 있기 때문에 투자의 회임기간이 장기간 소요되는 것으로 보여진다. 민간부문의 자본을 벤처캐피탈 산업에 유인하기 위해서는 높은 수익률과 함께 빠른 투자회수가 관건임을 비추어 볼 때, 국내 인수·합병 시장이 더욱 활성화될 필요가

있는 것으로 생각된다.

넷째, 유한회사 투자조합(LLC)은 벤처캐피탈리스트들이 지속적으로 해당 산업 내에서 직업경로를 창출할 수 있는 기회를 제공할 뿐만 아니라, 벤처캐피탈리스트의 과거 투자실적 및 역량을 바탕으로 자금이 유입되고 사용됨으로써 책임있는 투자를 촉진할 수 있는 제도로 보여지고 있다. 특히, 경영지배 목적 투자가 허용됨으로써 유한회사의 파트너로 존재하는 벤처캐피탈리스트는 초기단계 모험기업에 대한 공격적인 투자전략과 경영지원을 통해 투자기업 성장에 적극적으로 기여할 것으로 기대된다. 다만, 아직까지 벤처캐피탈리스트보다는 창업투자회사의 평판과 수익률만이 존재하는 상황에서 벤처캐피탈리스트가 유한회사를 설립하여 민간 자본을 유치하고 조합을 결성하는 것은 매우 어려운 과업으로 인식되고 있으며, 이에 대한 지원을 적극적으로 고려할 필요가 있다.

다섯째, 벤처캐피탈이 초기단계 모험기업에 대한 투자를 강화하기 위해서는 투자에 대한 모니터링과 성장을 지원할 수 있는 능력이 반드시 필요하다. 하지만, 모험기업 측면에서는 벤처캐피탈리스트가 성장을 지원할 수 있는 전문성이 낮은 것으로 평가하고 있으며, 이에 따라서 경영지배 목적 투자를 단순히 모니터링의 수단으로 인식하고 있다. 이런 상황에서 경영지배 목적 투자를 통한 초기 모험기업 투자를 강화하기 위해서는 무엇보다도 벤처캐피탈리스트의 전문성 제고, 그리고 우선주 제도의 개선을 통한 경영지배권 보장 등이 필요한 것으로 생각된다.

여섯째, 벤처캐피탈의 기술가치 평가능력은 지속적으로 강화되어야 할 과제이다. 미국의 경우 다양한 경험을 갖춘 벤처캐피탈리스트가 오랜 기간동안의 투자와 기업 성장 지원 경험의 축적, 지속적인 시장 및 기술 모니터링 등을 통해 기업과 기술의 가치를 평가할 수 있는 능력을 함양해온 것으로 평가된다.³⁴⁾ 우리나라 벤처캐피탈리스트의 경우 기술정보교류, 전문교육 프로그램 등을 통해 전문성을 제고하려는 수요가 다수 존재하고 있는 것으로 확인되고 있으며, 정책적인 지원 프로그램을 강화시킬 필요가 있다.

이상에서 살펴본 바와 같이 우리나라 벤처캐피탈 산업을 활성화시키기 위해서는 다양한 정책 수요가 존재하고 있는 것으로 파악되고 있다. 본 연구에서는 i) 유한회사 투자조합 활성화 방안, ii) 경영지배 목적 투자활성화를 위한 제도적 보완, iii) 벤처캐피탈리스트의 전문성 강화 방안, iv) 인수·합병 시장 활성화를 통한 벤처캐피탈의 투자회수 제고 등의 측면에서 정책적 방향을 모색하고자 한다.

34) 면담 결과에 따르면, 벤처캐피탈리스트 1인을 양성하는데 소요되는 비용은 약 5,000만불로써 이는 오랜 기간동안의 투자와 실패 경험에 소요되는 기회비용으로 인식되고 있다.

1. 투자재원 확대를 통한 유한회사 투자조합 활성화

유한회사 투자조합을 활성화의 핵심은 벤처캐피탈산업이 벤처캐피탈리스트를 중심으로 운영될 수 있어야 한다. 즉, 자금조달, 투자, 투자회수에 이르는 일련의 과정이 기업중심의 의사결정으로부터 벗어나 개인 중심의 의사결정으로 전환되어야 하며, 한편으로는 그 성공과 실패가 개인의 책임으로 귀속될 때, 비로소 벤처캐피탈 본연의 모습이 형성된다고 보여진다.

앞선 분석결과에서도 보았듯이 다수의 벤처캐피탈리스트들이 유한회사 투자조합을 결성할 의지를 갖고 있으나, 아직까지 벤처캐피탈리스트 중심의 자금조달, 투자 문화가 형성되지 못하고 있어서 특히 자금조달 측면에서 어려움을 예상하고 있는 것으로 나타나고 있다.

제도 도입 초기시점에서 유한회사 투자조합(LLC)을 활성화 시키기 위해서는 다음과 같은 제도적 뒷받침이 필요한 것으로 생각된다.

우선, 정부가 지원하는 특수 목적 펀드 결성 시 유한회사 투자조합을 우대하는 방안을 고려할 필요가 있다. 이는 기술사업화 또는 상용화가 강조되는 현시점에서 정부의 정책은 기존의 보조금 지원으로부터 투자지원으로 전환할 가능성이 높으며, 이러한 정책 전환 시 유한회사 투자조합을 활성화시키기 위한 방안을 함께 고려하는 것이다. 즉, 정부의 정책적인 고려를 통해 전략적 목적의 투자를 수행하는 특수 목적 펀드의 경우 펀드 운용자의 책임성 결여로 인하여 도덕적 해이가 발생할 소지가 있으며, 이러한 문제 해결을 위해 우수한 벤처캐피탈리스트를 선별할 필요가 있다. 따라서 정부의 특수목적 펀드의 조성 및 출자 시 벤처캐피탈리스트 개인의 능력을 가장 중요한 선정평가 기준으로 설정하고, 책임 벤처캐피탈리스트를 펀드 운용 기간 동안 지정함으로써 유한회사 투자조합에 대한 우선권을 부여하는 방식을 고려할 수 있다. 최근 정책적으로 고려되고 있는 대덕특구 펀드의 운용 형태 설계시 시범적으로 유한회사 투자조합을 고려할 수 있다.

둘째, 최근 폐지된 한국벤처투자조합의 투자손실에 대한 정부 출자분으로 우선 충당하는 제도를 유한회사 투자조합에 예외적·한시적으로 인정해 줄 필요가 있다. 앞서도 언급한 바와 같이 유한회사 투자조합의 결성하기 위해서는 정부 출자분 이외에도 상당규모의 민간 부문 출자를 유치하여야 하며, 제도 도입 초기 단계에서 민간 부문 출자자의 투자 위험을 최소화시킴으로써 자금조달이 활발히 추진될 수 있어야 한다. 특히, 정부의 정책적 고려를 바탕으로 추진되는 특수목적 펀드의 경우 유한회사 업무집행조합원과 출자자인 정부 펀드간 규약을 통하여 정부 및 업무집행조합원간 공동으로 손실우선충당 규정을 명시함으로써 민간 부문의 자금 출자를 촉

진하기 위한 제도적 발판이 마련될 것으로 보인다.

셋째, 유한회사 투자조합을 운영하는 업무집행조합원(벤처캐피탈리스트)의 도덕적 해이를 방지하기 위한 제도적 장치가 필요하다. 유한회사의 경우 법인과 같이 소송의 주체가 되기도 하지만, 상당 규모의 자본금을 필요로 하는 창업투자회사와는 달리 결성될 투자조합의 1% 정도의 자금만으로도 회사설립이 가능하기 때문에, 업무집행조합원의 도덕적 해이가 발생할 경우 사후적으로 대책을 마련하기 어려운 경우가 발생할 수 있다. 따라서 업무집행조합원의 투자 조합의 자금 공급 구조를 철저한 캐피탈 콜 방식으로 운영하고, 조합의 운영 및 투자현황을 주기적으로 모니터링할 수 있는 체계를 구축하여야 한다.

2. 경영지배 목적 투자 활성화를 위한 제도적 보완

경영지배 목적 투자는 벤처캐피탈로 하여금 투자기업에 대한 적극적인 모니터링과 경영지원을 가능하게 함으로써 초기단계 모험기업에 대한 투자를 활성화시킬 것으로 전망된다. 다만, 앞선 분석결과에서 경영지배 투자에 대한 모험기업의 부정적 인식, 벤처캐피탈의 투자기업에 대한 지속적인 자금조달과 전문적인 경영지원 가능성에 대한 문제는 여전히 남아있는 것으로 판단된다.

경영지배 투자에 대한 모험기업의 부정적인 인식은 우리나라 기업지배 문화에서도 영향을 받을 수 있으나 경영지배 투자 후 벤처캐피탈의 역할과 기능은 충실하지 못한 상태에서 경영간섭, 단기적 성과 등 모니터링 기능만 강화될 것을 우려하는 데서 나타나는 현상으로 보여진다.

미국 벤처캐피탈에 대한 면담 사례에서도 보았듯이 초기단계 모험기업에 대한 1차 라운드 투자가 이루어진 후, 벤처캐피탈은 리드 인베스터로서 후속적인 자금지원을 책임지게 되며, 동종 업계의 네트워크를 활용하여 공동투자(syndication)를 수행하게 된다. 이 경우 리드 인베스터로서 벤처캐피탈과 공동투자자로서 여타 벤처캐피탈간의 관계를 정립할 수 있도록 제한하는 것이 다양한 주식의 유형이다. 즉, 리드인베스터는 다중의결권³⁵⁾을 확보함으로써 지속적인 경영지배를 보장받게 되고, 공동투자자는 상환우선주식³⁶⁾을 통하여 의결권은 없지만 더 많은 이익 배당을 보장받고 투자기업

35) 조영무(2005. 7. 22)에 따르면, 다중의결권 주식은 미국 뿐만 아니라 유럽, 캐나다 등 대부분의 선진국에서 허용되고 있으며, 특히 스웨덴, 덴마크, 핀란드 등 북유럽 국가들을 중심으로 널리 활용되고 있는 것으로 나타나고 있다. 다중의결권을 활용하는 사례는 포드, 에릭슨, 사브, 칼스버그, 구글 등 기존 기업에서부터 모험기업에 이르기 까지 다양하게 나타나고 있으며, 기업이 필요한 자본을 주식시장에서 확충하면서도 지배구조를 유지하기 위한 수단으로 널리 활용되고 있다.

36) 금융감독원(2005. 11. 14)의 발표에 따르면, 2001년 이후 벤처기업은 자금조달을 위하여 상환우선주를 880억원 발행한 것으로 집계되고 있다.

청산시 채무로 전환할 수 있는 안정성을 제공한다.

다만, 우리나라의 경우 주식발생과 관련된 법규정인 상법 제369조에서는 “의결권은 1주마다 1개로 한다”고 규정하고 있어서 법률상 다중의결권주식이 인정되지 않고 있다. 이에 따라서 초기단계 모험기업에 투자한 벤처캐피탈이 경영 지배를 지속적으로 유지하기 어려운 형편이며, 관련법과 제도적 정비가 필요한 시점이다.

3. 벤처캐피탈리스트의 전문성 강화 프로그램 도입

벤처캐피탈리스트의 전문성 강화는 투자기업과 벤처캐피탈리스트 스스로가 가장 많은 수요를 보이고 있는 정책과제이다.

현재, 벤처캐피탈리스트를 체계적으로 양성하기 위한 정규교육프로그램은 전무한 형편이고 대부분 경영, 회계, 공학, 이학 분야의 학위를 바탕으로 금융기관의 근무 경험 또는 정규교육 후 창업투자회사에 직접 입사하여 경력을 쌓고 있는 실정이다.

미국 벤처캐피탈에 대한 면담조사결과에 따르면, 벤처캐피탈리스트의 자격 요건을 엄격히 구분하기는 어렵지만 일반적으로 공과대학 졸업자로서 기술관련 대기기업의 연구개발부서의 상위급 중간 관리직으로서 재직 중, 경영학석사(MBA) 학위를 이수한 30대 후반의 전문가가 비로소 파트너로서의 자격요건을 갖추었다고 말한다. 특히, 유능한 벤처캐피탈리스트를 양성하기 위해서는 약 5,000만불의 투자 손실이³⁷⁾ 발생하고, 이 과정에서 축적된 경험이 전문성을 강화시켜준다고 언급하고 있다. 또한, 벤처캐피탈리스트는 평소 자신 업무 시간의 약 15% 정도를 시장조사, 기술동향 조사 등에 할애함으로써 전문성을 지속적으로 강화시켜 나가고 있는 것으로 언급하고 있다. 즉, 모험기업과 자본시장의 정보비대칭성을 해소하는 벤처캐피탈리스트로서 활동하기 위해서는 일정한 자격요건을 갖추어야하며, 이와 아울러 지속적인 전문성 강화가 필요하다는 것이다.

설문조사 결과를 살펴보면, 다수의 국내 벤처캐피탈리스트들이 기술정보를 파악할 수 있는 교류의 장과 함께 전문적인 교육훈련프로그램에 대해 높은 수요를 보여주고 있다. 우리나라의 경우 벤처캐피탈리스트의 기술정보 수요를 만족시켜줄 수 있는 공식화된 채널은 아직 없는 상태이며, 한국기술거래소에서 운영하는 “기술이전상담회” 또는 “한국기술은행(NTB)”과 같은 기술정보 DB 만이 운영되고 있을 뿐이다. 한편, 현재 운영되고 있는 벤처캐피탈리스트의 교육훈련프로그램은 다음과 같다.

우선, 한국벤처캐피탈협회에서 매년 1회 운영하고 있는 벤처캐피탈 교육과정을 들

37) 파트너로서 자신의 책임하에 투자한 금액의 약 60~70%는 실패를 경험하는데, 이러한 실패 경험이 유능한 파트너로 성장하는 데 밑거름이 된다는 의미이다.

수 있다. 본 과정은 i) 기본과정, ii) 전문가과정, iii) 대학생과정으로 나누어 운영되고 있다. 기본과정 및 대학생과정은 벤처캐피탈 실무 업무를 중심으로 운영되며, 전문가과정의 경우 교과과정내에 신기술동향, 가치평가, 신규펀드조성 방법 및 운용 등이 포함되어 있다.

정보통신연구진흥원은 IT 인력양성사업의 일환으로 “정보통신벤처캐피탈리스트 전문성강화 교육프로그램”을 운영하고 있다. 2001년부터 시작된 동 프로그램은 IT 분야 벤처캐피탈리스트를 대상으로 2개월간 운영되며, IT 분야의 첨단기술 분야 (WiBro, RFID, DMB 등 IT839 전략기술분야)의 기술 및 시장동향, 투자기업의 해외시장진출, 투자기업 윤리경영지원 및 평가 등으로 구성되어 있다.

상기 두가지 프로그램을 비교해 보면, IT 분야의 경우 대상 기술 분야는 매우 제한적인 범위 내에서 전문성을 심화할 수 있을 것으로 보이나, 한국벤처캐피탈협회에서 담당하는 기술 분야는 상대적으로 광범위하며, 이에 따라서 특정 기술 분야에서 전문성을 심화시키고자 하는 벤처캐피탈리스트의 욕구를 충족시키지 못할 가능성이 높은 것으로 보인다. 따라서 한국벤처캐피탈협회에서 운영하고 있는 전문가과정의 전문성을 심화시키는 방향으로 교육훈련 프로그램을 개편할 필요가 있다. 이를 위해서, 벤처캐피탈의 펀드조성 및 운용, 기술가치평가 기법 등 공통과정과 함께 각 기술 분야별 전문과정을 별도로 운영함으로써 교육훈련 프로그램의 전문성을 높일 수 있을 것으로 기대된다. 특히 전문과정의 경우 기술분야별 전문협회 또는 연구조합과 공동으로 운영함으로써 관련 연구동향 및 시장 동향을 파악할 수 있도록 하는 것이 바람직하다.

한편, 국가연구개발사업 결과의 신속한 사업화 측면에서 벤처캐피탈과 정부출연 연구소 및 대학 실험실간 정보 교류 활동을 고려하여야 한다. 대학 및 정부출연 연구기관의 최근 연구개발 동향을 벤처캐피탈에 과급함으로써 다음 두가지 효과를 기대할 수 있다.

첫째, 대학 및 정부출연연구기관의 최신 연구개발동향을 벤처캐피탈을 중심으로 과급하고, 투자기업의 경영지원에 참여하는 벤처캐피탈리스트가 기술정보를 투자기업에 제공함으로써 국가연구개발사업 결과의 신속한 기술이전이 기대된다.

두 번째, 대학 및 정부출연연구기관의 연구개발결과를 바탕으로 벤처캐피탈이 직접 투자함으로써 「벤처활성화보완대책」에서 추진 중인 대학 및 출연연구소의 “주식회사 형태의 자회사” 창업을 촉진할 수 있다.

4. 인수·합병 시장의 활성화

정부는 2002년 8월 「벤처기업육성에관한특별조치법」을 개정한 이후 벤처기업을 대상으로 한 인수·합병 활성화를 위하여 다음과 같이 지속적으로 제도를 정비하여 왔다.(강원, 2005)

첫째, 인수·합병 절차를 간소화하기 위하여, i) 채권자 이의제출 기간, 합병결의를 위한 주주총회 소집 통지 기간, 합병계약서 공시기간의 단축, ii) 주식매수청구권 행사시기를 주총 전후 2회에서 주총 7일 이전으로 단일화, iii) 벤처기업의 영업양수시(양수 기업 순자산액의 100분의 10 이내) 주총 결의를 생략하고 이사회 결의로 대체, iv) 피합병업체의 이월 결손금 승계 요건 완화 등의 조치를 취한바 있다.

둘째, 신주발행에 의한 주식교환과 관련된 업무의 간소화 및 조세 지원을 위하여 i) 공인평가기관(한국기술거래소, 기술신보 등)의 주식가치 평가 시 법원 심사 생략, ii) 주식교환시 취득 주식의 처분시점까지 양도소득세 과세 이연 등의 조치를 취하였다.

셋째, 인수·합병 투자 확대를 위하여 i) 구조조정전문회사(CRC)에게 사모 M&A 펀드 운영기회를 부여하고 투자대상 확대를 검토 중에 있으며, ii) 1,000억원 규모의 M&A 펀드를 신규로 결성할 계획이다.

넷째, 인수·합병 중개 및 평가 활성화를 위하여 i) 인수·합병 중개기관에 대한 중개비용 지원, ii) 인수·합병 정보공유 및 성공·실패사례 DB화 등이 이루어졌다.

정부의 이러한 노력으로 인하여 인수·합병을 통한 창업투자회사의 투자회수는 2000년 42억원에서 2004년 229억원으로 약 5배 가량 증가한 것으로 나타나고 있으며 전체 회수시장에서 차지하는 비중(금액 기준)도 2000년 0.58%에서 2004년 5.66%로 증가한 것으로 나타나고 있다.³⁸⁾

일반적으로 인수·합병시장 활성화에서 가장 큰 문제점은 회계자료의 낮은 신뢰성과 경영 투명성 부족으로 인하여 i) 정확한 평가시스템 구축, ii) 정부의 자금지원, iii) 인수·합병 후 감세 등 경영지원 등이 시급한 개선사항으로 평가되고 있다.(강원, 2005)

본 연구에서는 벤처캐피탈의 투자회수 측면에서 상기의 개선 사항외에 다음과 같이 제안 한다.

첫째, 투자기업의 신뢰성 확보를 위해 벤처캐피탈(리드 인베스터로서)차원에서 회계 및 경영 투명성을 확보하는 방안이다. 벤처캐피탈은 분기별 또는 연차별로 투자기업에 대한 재무제표 및 기업의 성장 전략을 작성한다. 작성된 재무제표 및 사업

38) 제 4장 <표 4-14> 참조

계획은 한국벤처캐피탈협회 또는 한국기술거래소등이 온라인상의 상설 인수·합병 시장을 개설하고 이를 공시토록 함으로써 벤처캐피탈 투자기업의 신뢰성을 확보하도록 한다.

둘째, 벤처캐피탈과 기업구조조정전문회사간 투자연계를 강화시키는 방안을 모색할 필요가 있다. 최근 정부는 기업구조조정전문회사에 대해 창업투자회사와 동일하게 PEF의 무한책임사원으로 참여를 허용할 방침이며, 이를 통하여 유망중소기업간 인수·합병을 촉진함으로써 중소기업의 대형화를 유도할 방침이다.³⁹⁾ 벤처캐피탈과 기업구조조정전문회사간 정보교류의 활성화와 함께 벤처캐피탈 투자기업의 후기 단계 투자시 공동 참여를 장려함으로써 유망한 벤처기업의 성장과 대형화를 유도하고, 이를 통하여 벤처캐피탈의 투자회수가 조기에 달성될 수 있는 전략적 투자연계 구도를 모색할 필요가 있다.

39) 2005년 7월 산업자원부가 발표한 “대·중소기업 상생협력 후속조치계획”에 따르면, 중소기업의 대형화 유도를 위하여 중소기업간 M&A를 활성화가 필요하다고 전제하고, 기업구조조정전문회사(CRC)의 업무범위를 확대하여 유망중소기업 중심으로 중소기업부문의 산업구조조정을 유도하겠다고 의지를 표명함

< 참고문헌 >

- 강 원, 2005. 9. 14. “중소기업성장과 M&A”, CEO Information 제 518호
- 강대석, 1998. “생명공학 벤처기업 활성화와 모험자본”, 생명공학동향 제6권 1호.
- 김성현 외, 2001. 효율적 벤처캐피탈 시장 구축을 위한 제도개선 연구, 정보통신정책연구원
- 김필구, 2003. 미국 벤처캐피탈의 이해, 한국생산성본부.
- 성소미, 2001. 한국의 벤처: 평가와 전망, 비봉출판사.
- 조영무, 2005. 7. 22, “다중의결권 주식”, 주간경제 842호, LG경제연구원
- 한국데이터베이스진흥센터, 디지털 콘텐츠, 2003년 3월호.
- Admati, A. and R. Pfleider, 1994. "Robust Financial Contracting and the Role of Venture Capitalists," *Journal of Finance* 49: 371-402.
- Allen, F. and G. Faulhaber, 1989. "Signaling by Underpricing in the IPO Market," *Journal of Financial Economics* 13: 303-324.
- Barclay, M. and C. Smith, 1995. "The Priority Structure of Corporate Liabilities," *Journal of Finance* 50: 899-917.
- Black, B. and R. Gilson, 1998. "Venture Capital and the Structure of Capital Markets: Banks versus Stock Markets," *Journal of Financial Economics* 47: 243-277.
- Bradley, M., Jarrell, G. and E. Kim, 1984. "On the Existence of an Optimal Capital Structure: Theory and Evidence," *Journal of Finance* 39: 857-878.
- Crocker, K. and K. Reynolds, 1993. "The Efficiency of Incomplete Contracts: An Empirical Analysis of Air Force Engine Procurement," *RAND Journal of Economics* 24: 126-146.
- Fazzari, S., Hubbard, R., and B. Petersen, 1988. "Financing Constraints and Corporate Investment," *Brooking Papers on Economic Activity: Microeconomics* 1: 141-205.
- Gibbons, R. and K. Murphy, 1992. "Optimal Incentive Contracts in the Presence of Career Concerns: Theory and Evidence," *Journal of Political Economy* 100: 468-505.
- Global Insight, Venture Capital Impact 2004 :Venture Capital Benefit to the U.S. Economy, 2005

- Gompers P. and J. Lerner, 1999a. *Venture Capital Cycle*, MIT Press.
- _____, 1999b. "An Analysis of Compensation in the U.S. Venture Capital Partnership," *Journal of Financial Economics* 51: 3-44.
- Grinblatt, M. and C. Hwang, 1989. "Signaling and the Pricing of New Issues," *Journal of Finance* 44: 383-420.
- Fama, E. and M. Jensen, 1983. "Separation of Ownership and Control," *Journal of Law and Economics* 26: 301-325.
- Fried, V. and R. Hisrich, 1994. "Toward a Model of Venture Capital Investment Decision Making," *Financial Management* 23. 3: 28-37.
- Friend, I. and L. Lang, 1998. "An Empirical Test of the Impact of Managerial Self-Interest on Corporate Capital Structure," *Journal of Finance* 43: 271-281.
- Hart, O., 1993. "Theories of Optimal Capital Structure," *Journal of Finance* 46: 297-356.
- Hellman, T. and M. Puri, 2002. "On the Fundamental Role of Venture Capital," *Federal Reserve Bank of Atlanta Economic Review*.
- Hoshi, T., Kashyap, A., and D. Scharfstein, 1991. "Corporate Structure, Liquidity, and Investment: Evidence of Japanese Industrial Groups," *Quarterly Journal of Economics* 106: 33-60.
- Huemer, J., 1992. "Brinson Partners on a Roll," *Venture Capital Journal* 32: 32-36.
- Jensen, M., 1986. "Agency Cost of Free Cash Flow, Corporate Finance and Takeovers," *American Economic Review* 76: 323-239.
- Jenson, M. and W. Meckling, 1976. "Theory of the Firm: Managerial Behavior, Agency Costs, and Ownership Structure," *Journal of Finance* 48: 831-880.
- Klein, B., Crawford, R., and A. Alchian, 1978. "Vertical Integration, Appropriable Rents, and the Competitive Contracting Process," *Journal of Law and Economics* 21: 297-326.
- Lakonishock, J., Shleifer, A., Thaler, R., and R. Vishny, 1991. "Window Dressing by Pension Fund Managers," *American Economic Review* 81: 227-231.
- Lakonishock, J., Shleifer, A. and R. Vishny, 1992. "The Structure and Performance of the Money Management Industry," *Brookings Papers on Economic Activity: Microeconomics* 2: 339-391.

- Lerner, J. and F. Hardyman, 2000. *Venture Capital and Private Equity: A Casebook*, John Wiley & Sons, NY.
- Malitz, I., 1986. "On Financial Contracting: The Determinants of Bond Covenants," *Financial Management* 15: 18-25.
- Milhaupt, C., 1997. "The Market for Innovation in the United States and Japan: Venture Capital and the Comparative Corporate Governance Debate," *Northwestern University Law Review* 91: 865-898.
- Muscarella, C. and M. Vetsuypens, 1989. "Initial Public Offerings and Information Asymmetry," Unpublished working paper, Pennsylvania State University and Southern Methodist University.
- NVCA, 2002. *2002 National Venture Capital Association Yearbook*, Thomson Venture Economics.
- _____, 2003. *2003 National Venture Capital Association Yearbook*, Thomson Venture Economics.
- _____, 2004. *2004 National Venture Capital Association Yearbook*, Thomson Venture Economics.
- Perez, R., 1986. *Inside Venture Capital: Past, Present, and Future*, Praeger, NY.
- Petersen, M. and R. Rajan, 1994. "The Benefits of Lending Relationships: Evidence from Small Business Data," *Journal of Finance* 49: 3-37.
- _____, 1995, "The Effect of Credit Market Competition on Lending Relationship", *Quarterly Journal of Economics* 110, 407-444.
- Poterba, J., 1987. "How Burdensome Are Capital Gains Taxes? Evidence from the United States," *Journal of Public Economics* 33: 157-172.
- _____, 1989. "Venture Capital and Capital Gains Taxation," in Lawrence Summers (ed), *Tax Policy and the Economy*, MIT Press.
- Rajan, R. and L. Zingales, 1995. "What do we Know About Capital Structure? Some Evidence from International Data," *Journal of Finance* 50: 1421-1460.
- Ritter, J., 1987. "The Cost of Going Public," *Journal of Financial Economics* 19: 269-281.
- Rock, K., 1986. "Why New Issues Are Underpriced," *Journal of Financial Economics* 15: 187-212.
- Sah, R. and J. Stiglitz, 1986. "Why New Issues Are Underpriced," *Journal of*

- Financial Economics* 15: 187-212.
- SBA(U.S. Small Business Administration Investment Division), 2002. *State of the Small Business Investment Company Program - Fiscal Year 2002 Special Report*.
- _____, 2004a. "SBA Program Statistical Package."
- _____, 2004b. "SBIC Program Financing to Small Business - Fiscal Year 2004."
- Smith, C. and J. Warner, 1979. "On Financial Contracting: An Analysis of Bond Covenants," *Journal of Financial Economics* 7: 117-161.
- Titman, S. and R. Weesels, 1988. "The Determinants of Capital Structure Choice," *Journal of Finance* 43: 1-19.
- Tyebjee, T. and A. Bruno, 1984. "A Model of Venture Capitalist Investment Activity," *Management Science* 30: 1051-1066.
- Welch, I., 1989. "Seasoned Offerings, Imitation Costs, and the Underpricing of Initial Public Offerings," *Journal of Finance* 44: 421-449.
- Williamson, O., 1979. "Transaction-Cost Economics: The Governance of Contractual Relations," *Journal of Law and Economics* 22: 233-261.
- _____, 1983. "Organization Form, Residual Claimants, and Corporate Control," *Journal of Law and Economics* 26: 351-366.
- _____, 1985. *The Economic Institutions of Capitalism: Firms, Markets, Relational Contracting*, NY: Free Press.
- _____, 1988. "Corporate Finance and Corporate Governance," *Journal of Finance* 43: 567-591.
- Sapienza, H.J., Gupta, A.K., 1994, "Impact of agency risks and task uncertainty on venture capitalist-CEO interaction", *Academic Management Journal*. 37(6) pp.1618-1632

부 록

<부록 1> 벤처캐피탈 면담자료

1. A 벤처캐피탈

- A 벤처캐피탈의 성격
 - 우리는 미국에서 C-corp로 등록되어 있다. 즉 주식회사이다. 하지만 주주는 모두 우리 회사의 4명의 partner로 구성되어 있다. 즉 외부 투자자는 없다.
 - 이렇게 주식회사로 등록되어 있는 것이 세금처리가 쉽다.

- 운용 중인 펀드
 - 우리가 운용하고 있는 펀드는 지금 3번째이다.
 - 보통 3~4년마다 새로운 펀드를 조성한다.
 - 첫번째 펀드는 9년 전인 96년에 만들어졌다. 그 때는 한국의 D창투에서 전액 출자하였다. 즉 미국 쪽에서는 아무런 LP가 없었다.
 - 두 번째 펀드는 D창투와 그리고 미국쪽에서의 LP가 절반 정도씩 투자하였다; 두 번째 펀드는 원래 동양창투에서 전액 투자하였는데, 하지만 중간에 Deutsche Bank와 하버드대학 재단이 절반 정도의 투자액을 넘겨 받았다. 이 두번째 펀드는 아직도 진행형이다.
 - 이 두번째의 펀드 조성(중간이지만) 경험은 그 후 세번째에서 제대로 된 fund raising과정에서 큰 도움이 되었다.
 - 세번째 펀드는 올해 조성하였다. 이 때 처음으로 제대로 된 full fund raising이 이루어졌다.
 - 두 번째까지만 해도 우리의 실력과 실적 즉 track record가 입증되지 않고 공인되지 않았기 때문에 fund raising이 힘들었는데, 3번째 펀드를 조성할 때는 그리 어렵지 않았다. 이제는 우리가 우월한 지위에서 협상 한다. 즉 투자자들이 “제발 우리 돈을 좀 받아 달라”고 사정하는 형세가 되었다.

- 투자자들은 자들은 누구인가? (3번째 펀드)
 - Duke대학의 endowment가 있다.
 - 그리고 보험사들(자산운용)이 있다.
 - Bank of canada가 투자하고 있다.

- 그리고 CalPERS가 자신이 운용하고 있는 자금 - 1500억 달러 중 1% 정도인 150억 달러를 벤처투자에 운용 중 - 중 일부를 Bank of America의 alternative asset management에 운용위탁으로 맡겼고, 이 Bank of America가 우리에게 투자하였다.

- 펀드의 규모는?
 - 첫번째 펀드는 5천만 달러, 두번째는 1억 달러, 세 번째는 7,500만 달러

- 벤처캐피탈리스트의 track record 관리를 어떻게 하는가?
 - 미국에서는 기본적으로 1개 회사가 1개 펀드만을 운용한다.
 - 그리고 partner들은 회사를 이동하지 않는다. Partnership이란 보통 20년이 넘는 관계라고 할 수 있다. 회사간 이동이 있을 수 없다. 물론 간혹 partnership 간의 불화로 떨어져 나오는 경우가 있는데, 자주 그렇지 않다.
 - 따라서 track record관리는 아주 간편하다. 그냥 벤처캐피탈 회사 그 자체의 track record가 그 속에 있는 - 즉 그 회사에서 수십년을 하나의 지속적인 team work로서 함께 team을 이루고 있는 - partners의 track record이기 때문이다.

- 투자의 규모
 - 지금 보면 우리는 보통 1년에 6~8개의 회사에 신규로 투자하고 있다
 - 지금껏 40여 개의 회사에 투자하였다. 96년부터 9년간을 말한다.
 - 이중에서 60~70%가 망했다. 그리고 이것은 자연스런 현상이다.

- 한국에서는 Venture Capitalist들의 이동과 이직, 이로 인한 track record 관리가 큰 문제이다.
 - 미국에서는 venture capitalist가 평생직업이다. 그런데 펀드 하나가 조성 되면 그것의 수명은 10년이고, 따라서 한 사람의 venture capitalist가 일생 동안 3, 4개만 조성하여 운영해도 2, 30년이 가버린다.
 - 즉 한 회사에서 함께 활동하는 partners의 상호관계는 매우 충직한 신뢰의 관계이다. 이것은 서로 간에 좋은 chemistry가 있어야 한다.
 - 일단 chemistry가 형성된 partners는 그 강고한 결합을 깨지 않으려고 하고 따라서 이동하는 일이 드물다.

- 미국에서 partnership이 깨지고 그로 인해 vc가 이동하는 경우
 - 가령 1999년-2000년에 벌어진 일이다.
 - 당시 IT업종에서는 많은 투자수익이 있었고, 상대적으로 bio에서는 없었다.
 - 그런데 partner들이 자기의 전문 업종은 있기 때문에 IT를 주전공으로 하는 partner는 많은 수익을 얻었는데, bio쪽의 파트너는 그렇지 못했다
 - 그렇게 되면 바이오 쪽 파트너가 매우 미안하게 된다
 - 왜냐하면 파트너들은 서로 공동으로 이익을 분배하게 되어 있는데, 형평성의 원칙을 지킬 경우 분배의 과정에서 심리적 갈등을 겪게 되기 때문이다. 이럴 경우 파트너쉽이 깨지고 누군가가 회사를 떠날 가능성이 생기게 된다
 - 여기서 중요한 것은 파트너들간에 서로 어떤 방식으로 상호 분배를 행하는가인데, 그것에 대해서는 아무런 법률적, 공개적 규제가 없다. 단지 파트너들이 서로 그것에 대해 합의하는 것이고, 그것이야말로 중요한 비밀이기 때문에 아무도 그것에 대해서는 알 수 없다.

- Associate와 같은 사람들은 채용하지 않는가?
 - A 벤처캐피탈에는 associates가 없다. 왜냐하면 early stage에 투자하는 회사일수록 회사에 대한 매출/재무/성장성 분석 등 이른바 ‘심사/분석’ 같은 일이 필요 없기 때문이다.
 - Early stage에 투자하고 lead investor로 투자하는 회사들의 경우 순전히 partners로 유지된다. 단지 사무보조를 위한 비서 등이 있을 뿐이다.
 - 하지만 later stage에 투자하는 회사들은 associates를 채용하고 그 숫자가 늘어나게 된다. 왜냐하면 later stage에 있는 회사들에 대한 투자를 위해서는 재무/매출/업종 분석 등 많은 분석적 작업을 위한 잡무들이 많기 때문이다.
 - Associate를 여기서는 principle (도제)라고 부르기도 한다.

- Partner로 올라가기 위한 전형적인 career path는 무엇인가?
 - 공과대학에서 engineering을 공부하고
 - 일반 회사에서 R&D 부서에서 일하면서 중간 관리직 (부장급)까지 활동하고 MBA를 딴 사람들이면 좋다.
 - 30대 초반에 활동을 시작할 경우 partner로 올라갈 수는 없고, principle로 활동하게 된다

- A의 partner들은 어떻게 형성되었는가?
 - 원래 3명은 80년대부터 서로 알고 있는 사이이다.
 - 최근에 결합한 4번째 파트너는 원래 우리가 투자한 벤처기업에서 CTO를 맡고 있는 사람이었다. 그의 실력과 경력, 신뢰도 등을 평상시에 알고 있었기 때문에, 그리고 그와 원래의 3명 사이에 상호 의견에 있어서 chemistry가 잘 맞았기 때문에 그를 4번째 파트너로 초대하였다.

- 펀드를 조성할 때의 규약에 대하여
 - 지금 3호 펀드를 조성할 당시 우리는 투자자들 즉 LP들과 규약을 맺었다
 - 그 규약에는 향후 2년간은 새로운 펀드를 조성하지 않는다는 약정이 있다
 - 보통 18-20개 정도의 회사에 투자하기까지 3-4년의 시간이 걸린다. 그것을 고려하여 이와 같은 약정을 맺는다.
 - 하지만 1999년-2000년과 같은 버블 시기에는 불과 1~2년만에 새로운 펀드를 조성하기도 하였다.
 - 왜냐하면 당시 폭등한 벤처기업 시장가치로 인하여, start-up 창업주들이 높은 가격을 불렀고 - 지금의 3~4배 정도 - 그로 인하여 조성된 펀드들이 금방 금방 소진되었기 때문이다
 - 이제 그런 거품(bubble)이 일던 시기는 지났다.

- 실리콘 벨리의 벤처캐피탈 회사들은 얼마나 되는가?
 - 실리콘 벨리에서 활동하는 VC회사들이 200개 정도 되는 것으로 알고 있다.

- 20 mile rule에 대해서 어떻게 생각하는가?
 - 그 룰은 약간은 수정되고 있다. 왜냐하면 투자하고 있는 벤처기업들의 활동이 글로벌화되고 있기 때문이다.
 - 가령 최근에 deal중인 회사는 이미 창업 초기에 인도와 중국에서 소프트웨어를 개발하고 있다. 그리고 그 회사 인력의 1/3은 호주에 있고, 엔지니어들은 아르헨티나에 있다. 게다가 첫 고객도 호주/미국이다.
 - 특히 인터넷 업체들은 글로벌한데, 유럽과 중국, 여타 지역에 마케팅을 해야 하는 경우가 많다.

- 그렇다면 그런 회사들에 대해서 어떻게 경영지원을 제공할 수 있는가?
 - 물론 그렇게 글로벌하게 연구개발과 마케팅을 하는 회사들도 head

office는 여기 실리콘 벨리에 있다. 즉, 여전히 20 mile rule은 지켜지고 있다고 보아야 한다.

- 즉 head office에 있는 창업자와 그 핵심 경영팀과는 긴밀한 의사소통이 있어야 하며 서로 간에 빠른 feed back이 있어야 한다.

● 투자할 때 업체 선발 및 심사의 기준은 무엇인가?

- 가장 중요한 것은 창업자의 성격과 스타일, 능력 등이다. 즉 A벤처캐피탈과 서로 chemistry가 맞는 사람이어야 한다.
- 지금까지의 경험 상, 우리와 chemistry가 맞는 사람과 함께 일을 할 경우에는 서로 간에 의견충돌이 적었고, 또한 나중에 성공하여 투자수익을 높이는 경우가 많았다.

● 실리콘 벨리에서 활동하는 venture capitalist의 숫자는?

- 한 회사에 평균 5명이 있다고 보고, 200개 정도의 회사가 있으므로 대충 1천명 정도의 partners가 있다고 보면 된다.

● 투자자들은 주로 캘리포니아에 있는가?

- 그렇지 않다. 중요한 투자자들은 뉴욕의 금융가에 있다.
- 투자자들을 모아 fund raising을 마치는데 보통 1년이 걸린다

● 그렇다면 어떻게 투자자들과 자주 접촉할 수 있는가?

- 투자자들과 얼굴을 맞대는 일은 1년에 1회 정도 밖에 없다.
- 그 밖에는 분기별로 email로 report를 제출한다.

● 주된 투자 분야는?

- 주로 IT와 소프트웨어, 인터넷 분야에 투자한다.
- 4/5는 소프트웨어에, 나머지는 하드웨어(components)이다

● 투자에서의 원칙 혹은 철학은?

- 우리는 반드시 lead investor로서, initial investor로서, first round에 투자한다.
- 우리는 반드시 회사의 control을 장악한다. 적어도 influential investor로서 참여한다. 지난 10년간의 경험상 이것이 가장 좋았다

- 나노기술에 투자하는가?
 - 나노기술은 아직 시장 형성까지 멀었다. 아직도 연구개발에 들어가는 고정 비용이 크다. 그러한 고정비용을 우리가 지속적으로 낼 수는 없다
 - 그에 반해 software개발은 고정비용에 대한 통제가 가능하다. 우리는 고정 비용 등 지속적인 VC투자가 필요한 비용항목을 통제/제어할 수 있는 경우에만 투자한다.

- VC의 활동에 있어 가장 중요한 것은 무엇인가?
 - 그것은 창업한 벤처기업에 대해 좋은 전략 컨설팅을 제공하는 것이다.
 - 가장 중요한 것은 창업한 회사가 유지, 존속되고 성공할 때까지 보살피는 일이다.
 - 가령 투자한 회사의 창업주가 자기 회사 제품의 매출이 급격하게 늘어나는 것을 보고, 아시아 등 각국의 마케팅 망을 확장하자고 할 경우가 있다.
 - 이 경우 이러한 마케팅 망 건설과 그리고 추가적인 생산설비 투자를 위해서는 - 여전히 내부유보금에 의한 신규투자 여력이 매우 부족하므로
 - 외부에서 즉 우리가 새로운 투자자금을 제공해야 한다. 이 경우 우리 A 벤처캐피탈은 결단을 내려야 한다.
 - 우리가 지난 10년간의 경험을 통해, 특히 전체 투자한 회사의 6-70%가 망하게 되는 것을 함께 경험하면서, cost control이 불가능한 채로 회사의 매출과 투자규모가 급격하게 늘어나는 것은 문제가 있다는 것이다
 - 이럴 경우 우리는 그 회사 CEO에게 “우리 그렇게 하지 말자”고 조언을 주게 된다. 이는 사실상 조언이라기 보다는 지배적 주주로서의 영향력 있는 발언이 된다
 - 창업을 주도하는 CEO는 대체로 처음으로 회사를 창업하는 이들이기 때문에 우리처럼 수 없는 창업사례와 그 실패사례를 경험한 사람들에 비해서 아직은 경험이 적다고 할 수 있다. 즉, 우리가 창업 CEO에 비해서 ‘성공’에 대해서는 덜 알 수 있을지 몰라도, ‘실패’의 경우에 대해서는 더 많이 알고 있다고 볼 수 있다.

- 만약 그 Startup 창업자가 당신들과 의견이 다르다면 그 CEO를 교체하는가?
 - 과거에는 우리와 창업자간에 의견충돌이 일어날 경우 그 CEO를 교체해 버렸다.

- 즉 first round 투자를 행한 직후, 우리가 장악한 이사회를 통해 CEO를 교체해 버리는 일이 많았다.
 - 하지만 지금은 그렇게 하지 않으려는 것이 방침이다. 되도록이면 기존의 CEO와 함께 가자”는 것이 우리들 4명의 partner의 공감된 사항이다.
 - 새로이 CEO를 선임할 경우에도, 그러한 교체시기는 과거와 같이 first round 투자 직후가 아니라 투자한 회사가 적어도 새로운 시장에서 매출이 나기 시작하고 profit을 내기 시작할 때까지 미뤄야 한다는 점이다. 왜냐하면 그 때부터는 marketing과 재무관리 등 전문적인 management 능력이 중요하게 되고 그러한 능력을 가진 새로운 CEO가 필요하게 되기 때문이다.
- 하지만 1999년~2000년의 버블 시기에는 CEO교체가 많았다, 왜?
 - 버블 시기는 VC회사들 간에 매우 치열한 경쟁이 있었다. 모두들 빨리 빨리 키워야 한다고 생각했다. 투자한 회사를 빨리 멋있게 포장해서 나스닥에 상장시켜야 했다. 그리고 이렇게 멋있는 포장을 잘 못하는 창업 CEO들은 무능력자로 낙인찍히고 해고당했다.
 - 헤드헌터에게 많은 돈을 주고 회사를 잘 멋지게 포장할 수 있는 새 CEO들을 데려왔다.
 - 당시 가장 큰 문제는 이렇게 멋지게 포장해서 나스닥에 상장시키는 일을 잘 하는 벤처캐피탈 회사들로 투자자들(LP)의 돈이 몰렸다는 사실이다. 왜냐하면 큰 돈을 벌었으니까.
 - 하지만 그 때, 그리고 그 이후 버블 붕괴 이후 여기 실리콘 벨리의 partners가 절실하게 깨달은 사실은 그렇게 걸만 번지르르하게 키운 회사들은 성공할 확률이 매우 적다는 것이다.
 - 그래서 요즘은 여기 조류가, 되도록이면 원래의 창업CEO가 회사를 계속 발전시키도록 한다. 왜냐하면 그 사람이야 말로 그 회사의 미래제품과 미래시장, 미래기술, 그리고 경영팀을 가장 잘 알고 있는 인물이기 때문이다. 그 사람이 교체될 경우, 팀웍에 혼선이 오고 미래에 대한 비전이 헝클어진다.
 - 창업자를 교체하고 새로운 경영진을 선임하는 일은 매우 신중해야 한다. 왜냐하면 founder만큼 많은 경험과 생각과 학습을 한 사람은 교체가 불가능한 경우가 많기 때문이다.

- 투자은행들의 농간과 버블, 그리고 잦은 CEO교체
 - 버블 시기는 정말로 미친 시기였다. 당시 골드만삭스 등 투자은행들 (우리의 증권회사들)은 벤처기업의 나스닥 상장시의 수익(주간사 역할의 수익)을 얻으려고 혈안이 되었다.
 - 그래서 그들은 벤처기업들을 잘 포장하는 것을 요구했다. 즉, 금융시장이 그러한 버블을 만들어낸 것이다.

- 한국에서는 창업자는 CTO정도로 내려가야 한다는 의견이 많은데?
 - 그렇지 않다. 창업자는 CTO이상을 할 수 있다. 설령 창업자가 기술 이외의 것을 모를 경우에도 창업자는 더 할 수 있다. 적어도 회사가 매출과 매출수익(영업이익)을 내기 시작하는 단계까지는 창업자가 CEO로서 유지되어야 한다. 대량생산이 시작되고 영업이익이 발생하는 단계에서야 비로소 창업자를 CTO로 내려보내는 일이 바람직할 수도 있다.

- 어떤 방식으로 투자수익을 회수하는가?
 - 우리는 나스닥 상장 보다는 M&A를 통한 매각이 많다.
 - 한국은 M&A가 발전되지 않았다고 하는데, 그 이유는 대기업이 벤처기업 매입에 적극적이지 않기 때문으로 보인다.
 - 그 이유로는 대기업에 의한 벤처기업을 매입할 경우, 대기업의 횡포를 비판하는 여론의 질타도 있지만, 대기업의 주주총회에서 비판받을 가능성이 있기 때문이다.
 - 즉 대기업이 벤처기업을 M&A할 경우, 시스코의 경험을 보더라도 그 절반은 실패하고 사업을 접게 되는데, 그 경우 한국에서는 주주총회에서 온갖 비난이 일어나더라는 것이다.
 - 또한 벤처기업간 M&A가 우회상장을 위한 수단이 되건, 부실기업 인수를 통한 money game으로 되는 경우가 많아진다.
 - 시스코의 경우, 한국의 한회사가 자신이 만든 벤처기업을 시스코에 매각했다. 그 매각의 조건의 하나가 그 한인교포가 인수 이후에도 CEO로서 혹은 그 사업부의 chief으로서 2년간 자리를 계속 지켜야 한다는 것이었는데, 하지만 정작 시스코는 그 벤처기업을 인수한 뒤 얼마 가지 않아서 그 사업을 접기로 결정하였다. 하지만 인수계약에 따른 binding 때문에 시스코는 그 한인교포를 2년간 계속 채용하여야 하는 의무를 지켰고, 그 교포는 아무 하는 일도 없이 매달 많은 월급을 받으면서 시스코에 근무했다.

- 대상업체 발굴은 어떻게 하는가?
 - 벤처캐피탈리스트들은 시간이 없다. 일일이 모든 proposal을 볼 시간이 없다.
 - 가장 중요한 것은 주위 networking으로부터 소개를 받는 것이다. 많은 deal이 소개를 통해 들어온다. 20년간에 걸친 경력으로 형성된 networking이 있는 것이다.
 - 매일 1, 2건의 새로운 추천이 들어온다.
 - 4명의 partner에게 1년에 2천건 정도의 새로운 추천이 들어온다.
 - 그 중 첫 만남까지 이르는 경우가 2, 3백건 정도이다.
 - 그 중 정밀 조사까지 이르는 경우, 그 1/4인 5, 60건 정도이다.
 - 그 중 실제로 신규 투자로 결정되는 경우가 매년 6건 정도이다. 1인당 1년에 1.5개 기업을 신규로 발굴/투자하는 것이다.

- 심사기준은 ?
 - screening은 매우 엄격하다
 - 먼저 돈(투자자금이) 너무 많이 들면 안된다.
 - 너무 조급하게 많은 투자자금이 들어갈 것을 요구하는 창업자는 부적격이라고 판단한다.
 - 결국 우리 벤처캐피탈리스트와 벤처기업 창업자간에 서로 경영철학, 사업스타일이 맞아야 한다. 이것이 성립되지 않을 경우 투자하지 않는다.
 - 심사과정에서 경우에 따라서는 시장조사도 함께 나간다. 가령 최근에는 금융IT 분야의 신규사업을 개척하는 투자기업의 CEO와 함께 뉴욕의 금융가(즉 고객기업들)로 직접 가서 잠재적 고객기업들을 만났다.
 - 그리고는 그 창업CEO와 함께 근무했던 과거 회사 직원들에게 전화를 해서 그 사람의 성격, 스타일, 철학 등에 대해 문의한다.
 - 1개의 deal은 1명의 partner가 전담한다. 단, 일단 투자를 결정할 시점에서는 다른 partners의 동의가 필요한데, 이를 위해서는 상호합의가 필요하다. 여기서 설득과 설득당함의 들어가고, 일종의 상호 monitoring이 들어간다.

- 경영지원은 어떻게 하는가?
 - 가장 중요한 경영지원은 다름 아닌 advice기능이다.
 - 매우 중요한 순간에 필요한 조언을 해주는 것이 중요하다.

- 가장 중요한 것은 좋은 질문을 CEO에게 던지는 것이다. CEO가 미처 생각하지 못했던 point에 대하여 질문을 던지고, CEO에게 생각하게 만드는 것이 중요하다.
 - 예컨대, 매출이 급증하여 신이 난 CEO에게 (더구나 벤처창업자들은 낙관적인 경향이 있으며 이는 또한 성공의 요인이기도 한데) 낙관적인 전망 뒤에 있는 약점과 비관적 요인에 대하여 날카로운 질문을 던지고, 그것에 대하여 심사숙고하게 만드는 것이 가장 중요한 venture capitalists의 역할이다. 특히 창업한 벤처기업의 사활을 좌우하는 결정적인 순간에 그런 역할이 필요하다.
 - 이와 같은 조언과 컨설팅이 벤처기업과 벤처캐피탈의 수익에 큰 영향을 끼친다.
 - 좋은 질문을 많이 던지는 것이 가장 중요한 경영지원이다. 특정한 방향으로 CEO를 몰아가면서 push하는 것이 아니라, CEO로 하여금 스스로 심사숙고하도록 questioning하는 것이 좋은 venture capital의 역할이다.
 - 경험상 이런 활동을 통해 실패의 사례를 줄일 수 있다.
- 한국의 벤처캐피탈은 어떻게 해야 하는가?
 - 한국은 뭐든지 압축성장을 하려 한다
 - 하지만 시간이 필요하다. 역사적 시간 속에서 쌓이는 경험과 경륜이 있어야 한다.
 - 한국의 venture capitalist들은 대부분 대학을 나온 뒤 첫 직장으로 venture capital회사에 취직한다. 또한 증권사 출신이 창투사에 취직한다. 이들은 벤처기업 CEO에 비해 경륜, 기술지식, 미래 비전 등에서 결코 더 많이 아는 것이 없다. 따라서 이런 사람들로 구성된 창투사가 벤처기업의 경영을 지배한다는 것은 문제가 있다. 경영지원 능력이 없기 때문이다.
 - 미국에서 venture capitalists가 되려면 대학을 나온 뒤 좋은 대기업들 가령 IBM 같은 회사에서 10, 20년 이상 근무한다. 그 동안 MBA를 학위를 취득할 수도 있을 것이다. 그 뒤에 스스로 독립되어 나와 벤처 창업을 해볼 수도 있고 그렇지 않을 수도 있다. 창업의 경우에도 성공과 실패 어느 것도 가능하다. 그 뒤에야 비로소 venture capital 회사들과의 업무 연관성 즉 networking 속에 들어가다가 partner로 된다.

- 한국과 미국의 차이가 있다면 ?
 - 미국의 창업자들은 큰 지분을 갖지 않는다. 20% 이하, 10% 이하를 가지는 경우도 많다.
 - 미국의 경우 venture capital의 투자가 들어가는 전제조건은 벤처창업자의 은행부채와 개인보증 등 일체의 채무를 해소하는 것이다. 왜냐하면 그렇지 않을 경우 투자한 기업의 재무적 위험에 venture capital이 말려들어갈 수 있기 때문이다.
 - 한국의 startup 창업자는 은행부채에 대한 개인담보제공 등 ‘무한 책임’을 지고 있다.
 - 이에 반해 미국의 startup 창업자는 ‘유한책임’만을 지고 있다. 한마디로 말해서 미국의 창업자는 “내 돈이 아니라 남의 돈을 가지고 한번 내가 하고 싶은 창업을 내 맘대로 해보는 것이다”. 그 과정에서 “손해를 보더라도 내 돈이 아니라 남의 돈이므로 별로 손해보는 장사가 아닌” 것이다. 즉 미국의 벤처창업자는 ‘유한책임’만을 지고 있고, 이러한 유한한 책임을 전제로 “보다 더 높은 risk-taking”이 가능해지는 것이다.

- 투자수익은 언제 어떻게 배분하는가?
 - M&A, IPO 등을 통해 투자한 벤처기업으로부터 투자회수/수익이 발생할 경우 그 수익은 즉시 LP들과 배분된다. 그것을 적립하였다가 나중에 펀드가 해산될 시점에서 한꺼번에 배분하는 일은 없다.
 - 마치 capital call방식으로 투자자금에 대한 요청이 즉시 즉시 요구되듯이, 배분도 즉시 즉시 이루어진다.
 - 한국의 경우 투자수익이 발생하더라도 그것을 적립하는 것으로 알고 있다. 즉 MMF 같은 유동성 펀드에 혹은 은행계좌에 투자수익을 적립해 놓고 있다고 나중에 펀드 해산 시점에서 배분한다고 들었다.

- 정부는 어떤 역할을 하여야 하는가?
 - 미국은 legal society이고 legal binding에 의해서 모든 것이 움직인다
 - 가령 골드만 삭스라는 회사가 우리 회사에 LP로서 투자하겠다고 하고, capital call 방식으로 자금을 제공한다고 하자. 미국의 경우 그것은 상호간에 legal binding을 지닌 계약서에 의해 서명되고, 골드만 삭스는 그것을 지켜야 한다. 실령 이 거래를 담당할 직원이 교체되는 경우에도 그렇다.
 - 하지만 한국이라면 담당자가 교체되면서 legal binding에 관계없이 capital

call 을 안 지키는 경우도 발생할 수 있다. 그렇기 때문에 비록 요즘 한국에서 capital call 방식이 도입되고 있기는 하지만 한국의 창투사들은 capital call방식을 불안해 한다. 담당자가 바뀌기 전에 (기관투자자들 혹은 법인 기업들의 CEO가 2~3년에 바뀌는데) 한꺼번에 먼저 투자자금을 다 받아 놓게 하고 싶어진다.

- 정부자금의 경우도 마찬가지이다. 정부의 담당자가 바뀌기 전에 일단 다 받아 놓고 싶게 된다. 모태조합 등 정부자금이 이을 경우 일단 받아놓고 보자가 되게 된다.

- LP와 VC간의 관계

- 벤처캐피탈과 벤처기업간의 관계도 trust or credit관계라고 할 수 있다면, LP와 벤처캐피탈간의 관계도 유사하다. 만약 예컨대 골드만삭스가 A가 조성하는 3호펀드에 참여하는 것을 거절한 경우, 그 3호펀드가 성공적인 뒤에 4호 펀드를 조성하는데서 골드만삭스 측에서 싹싹 빌면서 “제발 참여할 수 있게 해달라”고 말해도 참여시켜 주지 않는다.
- 가령 싱가포르투자공사에서 운영하는 자산운용사가 이곳의 한 벤처캐피탈 회사에 LP로 참여했는데, 1st round, and 2nd round까지 capital call 방식으로 자금을 제공하다가, 3rd round 에서 갑자기 capital call 방식에 응하지 않았다. 그리고는 이탈(exit)해버렸다. 그 바람에 벤처캐피탈 회사는 큰 곤란을 겪었다.
- 이렇게 힘들게 만들었는데, 그 벤처캐피탈회사는 그 후 그 펀드에서 큰 수익을 얻었다. 그러자 그 다음 펀드 조성에서 그 싱가포르 자산운용사가 LP로 참여하겠다고 해왔지만 거절당했다. 싱가포르 수상까지 나서서 참여를 원했지만 거절당했다. 철저한 신뢰관계로 움직이는 곳이 여기다. 어려운 순간에 기회주의적 행동을 통해 신뢰를 배신한 경우, 다시는 투자자 관계를 형성할 수 없다.
- 그리고 그런 모습이 소문이 날 경우 그 LP는 실리콘 벨리에서는 나쁜 reputation이 형성되게 된다.

- Venture capitalist와 명성(reputation)

- venture capitalist라는 것은 평생직업(life job)이다.
- 어떤 LP가 자신을 구박했는지, 불성실하게 대했는지, 신뢰할 수 없는 방식으로 했는지를 다 기억한다. 일단 모욕당한 경우에는 다시는 그곳으로부터 투자를 받지 않는다.

- 벤처캐피탈리스트의 양성
 - 보통 전투기 조종사 한명 양성하는데 5천만 달러가 투입된다고 한다.
 - 비슷하게 venture capital의 partner 한명을 양성하는데 그 정도의 돈이 필요하지 않나 생각한다. 5천만 달러 정도의 돈을 날리고 손실을 보면서 비로소 유능한 partner가 형성된다.
 - 그 과정이란 다름 아니라 투자한 기업의 60, 70%가 실패한다는 것이다. 그 실패한 기업들에 들어간 자금들이 5천만 달러에 산정되는 것이다

2. S벤처캐피탈

- 면담자의 소개
 - 서울서 대학을 나오고 스탠포드 대학을 졸업
 - 졸업 후 싱가포르 투자공사(공기업)이 만든 자회사인 CVC에 근무하였다.
 - 이 회사, CVC는 20년 전에 만들어진 것으로 요즘에는(즉 10년 전부터는) 일반적인 VC로 변모하였다. 즉 더 이상 CVC는 아니라고 할 수 있다
 - 싱가포르 투자공사는 10여개의 (금융?) 자회사를 가지고 있다.
 - ※ 싱가포르 투자공사는 현재 한국에서도 활발한 투자 중 → 하나은행, 국민은행등에서 영향력을 가진 주요 투자자였으며, 그 밖에도 매우 중요한 deal 등에 참여하고 있다. 운용자산규모만 2천억 달러에 이르고 있다.
 - 최근 재정경제부가 만든 한국투자공사(KIC)는 싱가포르 투자공사를 모델로 하고 있다
 - 여기서 근무하다가 2년 전에 현재의 직장인 S 벤처캐피탈로 이동하였다.
- 회사의 소개
 - 이 회사는 99년에 창업되었고, 삼성그룹의 계열사/자회사의 하나이다
 - 주요 주주는 S사의 계열사들이다.
 - 본국에 있는 본사가 99년에 조성한 자금은 3천억이었는데, 지금 1500억이 남아 있다. 이 중 절반을 국내에서 투자하고 나머지 절반으로 미국에서 투자하고 있다
 - 이 회사는 CVC인 까닭에 외부로부터 아무런 투자도 받지 않는다. 즉 LP가 없다고 할 수 있다.
 - LP가 없으므로 track record의 개념도 필요 없다.
 - 일하고 있는 사람들도 partner보다는 그냥 S 자회사의 '직원'이라고 보편된다. (이것은 Intel Capital의 경우도 마찬가지임).
- 투자
 - 2003년 이래로, 현재 미국에서 12개 업체에 투자하고 있다.
- 활동
 - S전자 내부에 기술총괄(CTO)이 있다. 특히 기술협력팀이 있다. 이 조직에는 삼성전자의 복잡다기한 기술/제품정보에 관하여 어느 부서, 누

가 어떤 제품/기술/정보를 다루는 지를 파악하고 있다. 기술협력팀과 가장 밀접하게 연관을 가지고 활동한다.

- 투자업체를 심사할 경우, 가장 먼저 의존하는 것이 기술협력팀이다.

● 어떻게 투자업체를 심사/선발하는가?

- 투자업체를 선발할 경우에도 가장 먼저 고려하는 것이 S계열사들과의 전략적 협력 등 사업연계 가능성 여부이다. 사업연계 가능성을 알기 위해서는 삼성전자의 그 많은 부서와 사람들을 일일이 확인할 수 없다. 이 때 기술협력팀이 나서서 그 일을 해준다. 기술협력팀이 소개해준 부서와 사람을 확인한 다음에는 그 쪽과 일을 진행하게 된다.

● 발굴은 어떻게 하는가?

- 발굴은 ST벤처캐피탈, A벤처캐피탈과 같이 1st round에 들어가는 early stage venture capital로부터 소개를 받는다.
- 즉 1st round에 투자하는 venture capital과의 networking이 우선적으로 발굴과정에서 가장 중요하다.
- 따라서 S는 1st round에 투자하는 일은 결코 없다. 반드시 2nd or 3rd round 단계에 있는 기업에 투자한다. 또한 당연한 것이지만, 1st round에 투자하는 VC가 lead investor인 - 즉 이사회 장악 등을 통하여 회사의 지배에 참여하는 지배적 주주인 까닭에, S가 경영지배를 목적으로 투자하는 경우는 없다고 보아야 한다.
- 투자하는 지분도 지배주주 이하인 20% 이하로 투자한다.
- 이사회를 장악하여 기업에 대한 지배권(경영권)을 가져갈 경우, 자칫하면 문제가 발생할 수 있다. 즉 그 기업에 대한 법률적 책임을 져야 하는 경우가 생길 수 있는데, 그 경우 일반적인 VC들은 LLC로서 유한책임만 져도 되지만, 가령 Intel Capital의 경우 intel이라고 하는 회사의 일개 조직이기 때문에 인텔이라고하는 회사가 유한책임 이상의 책임을 질 수도 있다.
- 따라서 CVC들은 보통 이사회에서 지배적인, 즉 회사에 대해 책임을 지는 위치에 서지 않으려고 스스로 노력한다.
 - ➔ 이것은 모든 CVC의 공통된 특징이다. 즉 CVC는 어떤 경우에도 1st round에 투자하지 않으며, lead investor로 투자하지 않으며, 또한 경영지배를 목적으로 투자하지 않는다. Intel Capital, Siemens Capital 등도 마찬가지라고 할 수 있다

- 실리콘 벨리에 그 외에 다른 CVC들이 있는가? 일본 회사들은?
 - 미쓰비시, 히다치, 등이 우리와 비슷하게 활동하고 있다
 - 소니도 활동했는데, 최근에 소니가 대대적인 구조조정에 들어가면서 사업을 접었다.

- 심사는 어떻게 이루어지는가?
 - 우리가 투자하는 단계는 적어도 sample이 출시되어 있는 시점에서이다. 이 시점은 보통 2nd round라고 할 수 있다
 - 이 때 이 샘플에 대한 기술적, 사업적, 시장적 검토를 행하게 된다. 이러한 검토 과정에서 결정적인 역할은 역시 S전자의 기술협력팀이 행하게 된다.
 - 물론 투자할 기업쪽에서 먼저 시작하는 경우도 있지만, 역으로 S전자의 각 사업부들에서 우리 쪽으로, “이런 이런 쪽의 기술분야로, 이러 저러한 종류의 기업들을 찾아달라”는 부탁이 오기도 한다. 그러면 우리는 그런 쪽의 start-ups 기업들을 여기 실리콘 벨리에서 찾아낸다.
 - 심사과정에서 가장 중요한 것은 그 기업에 투자했을 때의 미래 투자수익보다는 S전자와의 연계가능성, 즉 전략적 연계 가능성이다.
 - 그 벤처기업과 S전자의 각 사업부가 연구개발, 구매/하청 등의 관계를 맺을 수 있는가의 여부가 심사의 판단에서 중요한 기준이 된다.
 - 먼저 이렇듯 사업적/전략적 연계 여부를 심사한 이후에 비로소 재무제표, 매출신장 가능성, 시장성장 가능성 등에 대한 검토를 한다. 이 업무를 주로 맡는 것이 여기 실리콘 벨리에 있는 우리 벤처캐피탈의 역할이다.

- S전자가 처음부터 그 기업을 M&A하기 위하여 투자하는 경우도 있는가?
 - 그렇지 않다. 앞서 말했듯이, 여기서 벤처기업에 투자하는 경우 경영 지배를 목적으로 하지 않는다. 그 기업을 M&A 방식으로 매각, 투자수익을 회수할지 말지 여부에 대한 결정권을 가지고 있는 것은 early stage투자자라고 할 수 있는 lead investor로서의 A 벤처캐피탈과 같은 회사들이다. S전자는 나중에 물론 해당 기업을 M&A방식으로 매입할 수도 있을 것이다. 하지만 그것이 애초부터 우리 벤처캐피탈의 투자목적은 아니다.

- CVC의 일반적 현황은?
 - 노키아벤처의 경우 - 우리가 방문하려 했지만 실패 아주 훌륭한 CVC라고 할 수 있다. 그것은 원래 CVC로 출범했으나, 최근에는 일반적인 VC로

전환하였다. 독립된 회사이고, 더 이상 노키아와 특별한 사업적 연관을 가지고 있지 않다.

- 그 밖에 인텔, 지멘스, 우리회사 등이 CVC를 하고 있다.
- 질문: 왜 노키아의 경우처럼 CVC를 독립된 VC로서 전환시키지 않는가?
- 인텔 Capital의 경우 독립된 자회사이라기보다는, 여전히 인텔이라고 하는 회사의 일개 사업조직에 불과하다. 그런데 그 조직에서 일하는 인원만 200명에 달한다. 그런데 이 조직이 달성한 성과만도 그 동안 수십억 달러에 달할 정도로 좋은 수익을 내고 있다.
- 이에 반해 Siemens Venture Capital의 경우에는 큰 구조조정을 겪었다. 지금은 S과 유사한 방식으로 움직인다. 즉 자회사 방식이고, 노키아처럼 완전히 독립하지는 않았다. 즉 우리와 마찬가지로 100% 사업연계 가능성 위주로 발굴/선발/심사한다.
- 미국과 유럽의 많은 대기업들이 98년에서 2000년 사이에 CVC를 설립하였다가 큰 손실을 본 끝에 CVC 사업을 접었다.

● 투자에 있어 기준은 무엇인가?

- 우리는 2nd round에 투자한다.
- 이 때 가장 중요한 것은 사업연계 가능성이다. 가령 S전자의 반도체 사업부와 사업(연구개발, 구매, 판매, 등등) 연계 가능성을 본다. 이 과정에서 S전자에서 파견을 나온 임직원들과 함께 공동으로 그 기업을 만나보고 심사한다.
- 그 다음으로 중요한 것은 기존의 투자자, 즉 lead investor가 누구냐는 것이다. 이것은 우리의 투자가 1st가 아니라, 2nd or 3rd round이기 때문에, 우리가 투자하기 위해서는 lead investor의 동의, 나아가 적극적인 협력을 얻어야 하기 때문이다. 이들과의 관계를 평상시에 잘 가지고 가고, 이들과의 networking 속에서 이들로부터 좋은 벤처회사를 추천받고 이들과 함께 좋은 사업을 하는 것이 여기서의 업무의 전형적인 과정이다.
- 그 다음으로는 회사의 인적 구성을 본다. 즉 경영진의 경력과 역량 등을 살펴본다.
- 그 다음 4번째로 중요한 것이 sample이 나온 제품의 잠재적 매출성장 곡선 등을 본다. 그리고 exit potential에 대해 평가한다.

- 어떤 형태로 경영지원을 하는가?
 - 우리 CVC는 사실 일반적인 VC보다 훨씬 더 많은 경영지원을 제공한다고 볼 수 있다.
 - 구체적으로는, 처음부터 사업연계 가능성을 보고 투자하는 까닭에 실질적인 사업연계를 통하여 연구개발에서의 협력은 경영지원이며, 동시에 구매/하청 관계 형성 또한 경영지원이라고 볼 수 있다.
 - 이러한 구체적인 경영지원, 사업연계가 있는 까닭에 lead investor로서의 early stage VC들은 우리를 2nd or 3rd round 투자자로서 받아들인데 스스로 적극적일 수 밖에 없다. 서로 win-win하는 게임인 것이다.
 - ※ 일반적인 VC(특히 early stage에 lead investor로서 투자하는 VC)와 CVC는 서로 보완적 관계에 있음
 - 우리 나라의 경우에도 CVC가 국내 벤처기업에 투자하는 경우 경영지배를 목적으로 투자하는 경우는 없다고 함; 그리고 투자받는 벤처기업의 경우에도 경영권 상실을 우려하는 까닭에 경영지배 목적의 투자를 받지 않는다고 함; 따라서 S 벤처캐피탈이 투자하는 국내벤처기업의 경우 leading investor로서는 다른 벤처캐피탈 회사가 들어간다고 함.

- 투자한 벤처기업과 어떤 방식으로 경영지원을 하는가?
 - 이사회에는 참석한다. 하지만 이 경우 지배적 의결권을 가져가는 것은 아니다.
 - 이사회에 참여하는 목적은 단지 투자한 회사의 현황을 파악하려는 것이다
 - 이사회에 참여하여 들은 내용, 그리고 투자한 회사가 전략적 파트너로서의 우리(S) 측에 바라는 여러 가지 요구사항들을 S전자에 전달한다.

- 그 밖에 경영지원이 있는가?
 - 회사의 경영팀을 찾기 위한 recruiting에 나서지 않는다. 그것은 lead investor의 역할이다. 우리는 그런 적극적 역할을 하지 않는다 → 이것은 모든 CVC의 공통된 사항으로 보임
 - 가장 중요한 경영지원은 역시 사업부와의 연계이다.

- 우리나라 벤처캐피탈의 문제는 무엇이라고 보는가?
 - 정부의 간섭이 너무 많다. 특히 정부의 지원 때문에 망해야 할 벤처기업들이 살아 있는 것이 문제다. 망할 것은 빨리 망하게 하여 그 회사에

뭉여 있는 유능한 인력 등 자원이 시장에 유동화되고 그것이 새로운 벤처기업으로 이동하게 만들어야 한다.

- 코스닥 시장, M&A의 활성화

● M&A시장이 한국에서 왜 활성화되지 않는가?

- 대기업에 대한 반감이 많이 작용한다. S 같은 회사가 벤처기업을 M&A 할 경우 사회적인 여론이 매우 안좋다. → 출자총액제한 문제로 공정거래위에서도 개입 가능

- 하지만 인텔의 경우 자기가 투자한 벤처기업을 나중에 M&A방식으로 인수하는 경우도 많다. 시스코도 마찬가지였다 (자기가 CVC는 없었지만).

- 시스코는 정보획득화 사업확장을 위하여 적극적으로 M&A를 이용하였다.

● 현재 투자실적은?

- 좋은 편이다. 12개 투자한 회사 중 1개는 나스닥에 상장하였다.

- 매년 10~12개 정도를 신규 투자한다.

● 파트너의 숫자는?

- 일반 VC가 아니기 때문에 partner 라는 말을 쓸 수 없다.

- 미국 사무소에 3명의 직원이 있다.

3. K벤처캐피탈 미국법인

- K벤처캐피탈 미국 투자의 특색
 - 2002년까지는 서울의 본사에서 직접 미국의 벤처기업에 투자하는 식이었다.
 - 2002년에 미국에 사무소를 차렸다. 그리고 A차장이 파견되었다.
 - 현재 A차장과 B사장 2명이 일종의 partner 개념으로 일하고 있다.
 - B사장은 이미 96년부터 K벤처캐피탈에서 미국투자를 담당하고 있다.
 - B사장은 따라서 서울의 본사의 위탁을 받아 미국에서 투자하는 식이었다.
 - 즉 02년까지는 K벤처캐피탈 미국 지사가 정식으로 미국에 회사로 등록되지 않은 채로 투자하는 식이었고, 그것을 B씨가 맡아서 96년부터 하는 식이었다.

- SBIC에 관하여
 - SBIC에 대해서는 별로 들어 본 바가 없다. 잘 눈에 띄지 않는다.
 - 어느 벤처캐피탈 회사가 SBIC인지는 명함과 회사 이름을 가지고는 알 수가 없다.
 - SBIC는 한마디로 정부의 돈을 받는 것인데, 그럴 경우 여기 미국에서는 “오죽 못났으면 정부자금을 받을까”라고 생각하여 LP들이 모이지 않기 때문에 그것을 광고하지 않는다.
 - 이것은 정부자금을 받아야 비로소 민간의 LP들이 움직이기 때문에 정부자금(가령 모태조합)을 받은 사실을 광고하는 한국과는 정반대다.

- K벤처캐피탈의 미국 투자
 - 과거에는 전액 자기자본으로 투자했다.
 - 05년에 처음으로 K벤처캐피탈 한국 본사에서 미국벤처투자 전용 펀드를 조성했다.
 - 이 펀드에 참여한 LP는 전원 한국인, 한국기관이다.
 - 여기 정부돈은 전혀 없다. 어느 나라 정부도 외국에 소재한 벤처기업에 투자하는데 자금지원하지 않는다.

- 운용 중인 펀드
 - 현재 운용 중인 펀드는 2개이다.

- 1호 펀드는 이미 조성된 지 5년(?)이 넘었다. 그 펀드는 미국 전용 펀드가 아니라 K벤처캐피탈이 그냥 조성한 ‘신기술금융투자조합’ 펀드이고, 그 펀드의 자금을 국내 50%, 미국 50%로 투자하고 있다.
 - 2호 펀드가 2005년에 조성한 미국투자 전용 펀드이다.
- 미국에서 track record는 어떻게 관리되는가? 그에 관한 정보는 어떻게 공개되는가?
 - 여기서도 각 벤처캐피탈회사들은 자신들의 투자회사와 수익율 등을 공개하지 않는다.
 - 물론 펀드 조성할 때 LP들을 모아 투자자 conference를 하게 되어 있고, 그것을 위해서는 자신들이 투자한 회사와 그로부터의 성과 등에 관한 정보를 제공해야 한다. 하지만 이러한 정보는 그 LP들에게만 제공되는 것이지, 그것이 어떤 public information으로 돌아다니지는 않는다.
- 그렇다면 Thomson Venture Economics에 있는 정보는?
 - 그것은 단지 보조역할을 할 뿐이다.
 - 거기에는 각 벤처캐피탈 회사들의 투자수익 등에 관한 정보가 있는데, 그러한 정보를 각 회사들이 톰슨 측에 제공하는 대가로, 회사들은 톰슨으로부터 원하는 정보를 받게 된다.
 - 톰슨에게 제공하는 정보는 영업비밀이 아닌 비 핵심정보들이다. 핵심정보는 톰슨에게 공개하지 않는다.
 - 하지만 성공적인 벤처기업의 경우 그 회사에 누가 lead investor였는지는 자연스럽게 알려지게 되어 있다. 왜냐하면 그 회사의 이사회에 어떤 인물이 있는지는 여론매체 등에 공개되고, 그 인물이 어떤 벤처캐피탈의 partner인지는 이 실리콘벨리에서는 다들 알고 있는 사실이기 때문이다.
 - 이러한 방식으로 어떤 partner와 그리고 그가 속한 venture capital company가 어떤 deal을 했는지는 알려지게 되어 있다.
- K벤처캐피탈 미국지사의 법적 지위는?
 - 현재 LLC가 아니라 주식회사(C-Corporation)로 미국법에 신고되어 있다.
 - 그렇게 된 이유는 2000년에 미국법인 설립 당시 재정경제부와 한국은행 측이 “이거 자금 해외도피 아냐”라면서 LLC 방식의 미국법인 설립에 색안경을 쓰고 보았기 때문이다.

- 지금은 따라서 B사장과 A차장 모두 K벤처캐피탈 주식회사의 피고용자에 불과하다. 법률적 의미에서 LLC의 partner라고 할 수 없다.
- 펀드의 구성과 규약, 이해관계 상충 문제
 - 한국에서도 펀드를 구성하면 그것을 70-80% 소진할 때까지 펀드매니저가 이동하지 못하게 되는 것들이 있긴 있다. 하지만 여기와는 다르다.
 - 여기서는 기본적으로 1개 벤처캐피탈회사가 1개의 펀드만을 운용한다. 특정 시점에서는 그렇다고 볼 수 있다.
 - 한국의 경우 가령 A벤처캐피탈의 경우 운용하고 있는 펀드가 5개가 넘는다. 그 경우 특정한 partner급 venture capitalists가 어떤 펀드를 운용했는지, 그의 track record를 파악할 방법이 없다
 - 미국에서는 1개의 LLC는 - 주식회사형 벤처캐피탈회사 역시 - 1개의 펀드를 운용하기 위해 만들어진 한시적 유한 관리회사라고 보면 된다. 즉 1개 회사=1개 펀드라고 보면 되며, 역으로 1개 펀드 = 1개 회사이다.
 - 가령 10명, 혹은 20명의 partners로 구성된 venture capital company가 있을 경우, 그런 경우에도 역시 운용 중인 펀드는 단 1개이다. 단지 그 경우 그 펀드의 규모가 상당히 클 것이다
 - 그에 반해 한국의 창업투자 회사들은 많은 partner들을 거느리면서 많은 투자조합을 운용하게 되는데, 그럴 경우 특정 partner 개인이 어떤 track record를 가졌는지를 파악할 수 있는 방법은 별로 없다고 할 수 있다.
- 기회주의와 펀드 규약, 이해관계 충돌
 - 여기서는 first round에 투자하는 lead investor (early stage vc)는 기회주의적으로 행동할 수 없다.
 - 기회주의적 행동이란, first round에 투자해놓고는 second, third round 투자를 주저하고 기피하는 행동이다.
 - 이런 행동을 하는 것은 해당 벤처기업을 위협에 빠뜨릴 수 있는데, 이런 경우 그 벤처캐피탈 회사는 실리콘 벨리에서 나쁜 평가를 받게 되고, 벤처기업들이 투자받기를 꺼리게 된다.
 - 따라서 1st round에 대한 투자는 이미 2nd and 3rd round에 대한 투자 '약속'과 마찬가지로 할 수 있다.
 - 그러므로 1st round에 대한 투자가 있게 되면 이미 '규약상' 2, 3차 투자의 '금액'까지도 계산되게 된다. 이 경우 이 2, 3차 투자를 위한 예비금액을

reserve 라고 한다.

- 펀드 조성시 출자자들과 맺는 약정서에는 reserve에 대한 규정까지 세세하게 들어간다.
- 즉 reserve를 포함하여 펀드 조성액의 80%가 소진될 경우라는 구체적 조건에서 새로운 다른 펀드를 조성하는 것이 허용된다는 식으로 된다.
- 보통 펀드 조성 후 3년 이면 reserve까지 포함하여 펀드 조성액의 70%가 소진된다. 이것은 경험적으로 평균치이다.
- 3년이후, 즉 4년 차에 새로운 펀드를 조성할 경우, 거기에 걸리는 시간은 1년이다. 그 1년 동안에 기존 펀드 조성액의 나머지 30%도 절반 이상 소진되어 버리게 된다.
- 따라서 실제로는 4년 이후에는 reserve까지 포함하여 10% 이하만이 남게 된다. 이럴 경우 급작스럽게 새로운 다음 펀드를 조성하기 힘들다.
- 그래서 미리 미리 3년째 이후에, 즉 70% 정도 소진되었을 때 새로운 펀드 조성에 나서고, 거기에 걸리는 시간 1년을 잡는 것이다.

● Track record의 엄격한 의미에 관하여

- venture capitalist의 track record는 그가 투자한 회사들의 명단에 그치는 것이 아니다.
- Partner의 역할은 투자한 회사들의 탄생에서 성공(투자회수)에 이르는 짧게는 수년, 길게는 10년의 기간을 지속적으로 관리하고 조언하고 지도하는 역할이다.
- 한마디로 partner의 역할은 company building이지 investment 이상이다.
- 따라서 어떤 벤처기업이 성공에 이르기까지 venture capitalist의 공헌은 크고 그것이 성공할 경우, 그들은 단지 “누가 그 회사에 ‘돈’을 넣었는가?”라는 기준이 아니라 “누가 그 회사의 성공을 ‘이끌었는가?’”라는 관점에서 평가된다.

● GP가 굳이 fund raising 과정에서 자기 개인 돈 1%를 넣는 이유에 관하여

- 그것은 GP 스스로도 risk-taking하라는 LP들의 요구 때문만은 아니다.
- 미국의 세법은 일반 개인소득(더구나 높은 개인소득)에 대해서는 50%의 높은 누진세율을 적용한다. 따라서 만약 GP가 많은 개인소득(LLC는 법인세가 면제되므로)에 대해 세금을 내야할 경우 50%에 이르는 세율이 적용된다.
- 하지만 미국의 capital gain tax는 세율이 훨씬 낮다 (15% 이하).

- 그런데 capital gain으로 인정받기 위해서는 GP 역시 자신의 소득이 capital gain으로 인정되어야 한다. 이러한 인정을 받기 위한 조건이 “조성된 펀드의 1% 이상 참여”이다.
- 한국에서는 venture capital의 기대수익율이 낮을 수 밖에 없다
 - 한국에서는 창업자들이 일단 경영권을 놓치지 않으려는 경향이 있기 때문에 경영권 프리미엄까지 계산할 경우 vc의 입장에서 보면 ‘비싼 값’을 주고 지분을 매입해야 한다.
 - 여기에는 한국의 창업자들이 자신의 연대보증 등 ‘무한책임’을 지고 있는 상황과 연관된다. 즉 창업자들은 무한책임을 지는 까닭에 무한권리(경영권 집착)으로 나아간다 → 그 결과 경영권을 내놓으려 하지 않는다.
 - 이에 반해 미국에서는 창업자들이 “벤처창업이란 남의 돈(즉 vc의 돈)을 가지고, ‘유한책임’만을 지면서, 하고 싶은 창업놀이를 실컷 하는” 것으로 인식된다.
 - 게다가 한국에서는 투자자 LP들이 요구하는 바가 높다. 가령 시중 금리가 8%이므로, 최소한 8%의 수익이 달성할 때까지는 전액 LP에게 배분할 것을 요구한다 (huddle). 8% 이상의 수익에 대해서만 venture capital 측의 배분권을 허용한다.
 - 게다가 8% 이상의 수익도 venture capital이 모두 가져가는 것이 아니라, 그 추가 수익 중의 일정 부분(보통 20%)만을 venture capital에게 허용하고 나머지 80%는 LP가 가져가겠다고 한다.
 - 이렇듯 venture capital은 한국에서 한편으로는 벤처기업에게 ‘비싼 비용’을 들여야 하고, 다른 한편으로는 LP들에게 ‘비싼 배분’을 해야 한다.
 - 더구나 어떤 경우에는 LP들이 복리로 계산된 시중금리를 최소 수익율로 요구한다. 이러한 수익율을 맞추는 것은 거의 불가능하다.
 - 이러니 한국의 venture capital이 높은 기대수익율을 가질 수가 없다.
 - 미국에서도 이와 언뜻 보기에 유사한 huddle이 있다. 가령 일정 수익율까지는 LP에게 우선권이 있는 것이다.
 - 하지만 미국에서는 catch up 방식이라고 하여, 가령 8% 이상의 수익에 대해서는 전액 venture capital이 가져가게 한다.
- 한국에서 왜 유능한 사람들이 venture capital partner로 나서지 않는가?
 - 그 이유는 바로 partner의 낮은 기대수익율 때문이다.

- S전자에서 부장 이후 임원을 계속 하는 편이 굳이 S전자를 그만두고 나와서 벤처창업 혹은 venture capital partner로 활동하는 것보다 기대수익율이 높다
 - 그렇게 때문에 한국에서는 부장까지도 간신히 올라간 비우량, 어정쩡한 엔지니어들이 S전자를 그만두고 나와서 벤처창업 혹은 venture capital partner로 나서게 된다.
- 한국에는 더구나 우선충당금 같은 것이 있다
 - 가령 손실이 발생할 경우 무조건 먼저 venture capital 측에서 그 손실에 대한 책임을 져야 한다.
- 미국은 어떻게 다른가?
 - 미국의 LP들도 한국의 LP들과 마찬가지로 수익율에 민감하다.
 - 미국의 그들 역시 한국과 마찬가지로 risk를 줄이고 싶어한다.
 - 그렇다면 무엇이 그들로 하여금 한국과는 달리 신뢰와 '기다림'으로 행동하게 하는 것인가?
 - 그것은 '시간'과 경험, 통계의 힘이다. 세월이 GM르면서, '아, 참고 기다리게 되면 venture capital들이 수익을 가져다 주는구나'라는 교훈을 얻게 된 것이다.
 - 한국처럼 굳이 손실보존보장 혹은 이익보장에 대한 계약 - 이것은 곧 risk 회피를 의미하는데 - 그런 것이 없어도, 스스로 risk taking하는 것이다.
- K벤처캐피탈 미국법인에 관하여
 - B대표는 88년부터 미국에 사신다. 이미 95년부터 K벤처캐피탈을 위하여 미국에서 활동하였다.
 - K 벤처캐피탈의 미국투자는 매우 높은 성공율과 수익율을 내고 있다. 연 57%에 이르는 수익률이다.
 - 36개 기업에 투자하였는데, 나스닥 상장만 12개이다
 - 투자업종은 100% IT전자이다.
 - 투자수익 분배에서는 partner급인 사람들에게 incentive가 별로 없다
- 투자 기준은 무엇인가?
 - 첫째 큰 성장 시장이어야 한다. 니치마켓에는 투자하지 않는다

- 반드시 first or second round 투자여야 한다. 왜냐 ? 3rd round 투자는 보통 투자금액이 크기 때문이다.
 - 셋째, 기술적 측면을 본다. 기술검증이 이루어져야 한다, 적어도 업계 top 10에는 들어야 하는 기술종목에만 투자한다.
 - 네번째로 management team의 구성을 본다. 이들의 경력은 화려해야 한다. 적어도 IBM, 시스코 등에서 부장, 차장 정도의 경력을 지녀야 된다.
- 벤처창업가와의 chemistry
 - 창업가가 고집불통이면 투자하지 않는다. 우리와 chemistry가 맞아야 한다.
 - 우리의 advice를 받아들이고 우리의 influence를 받아들여야 한다.
- 지배권과 의결권, 이사회 장악
 - 미국에서는 상환우선주 등 주권 관련 법규가 우리나라와 다르다.
 - 이사회를 지배하는 투자는 당연하다.
 - 미국에서는 1st, 2nd, 3rd round 등 각 round 마다 발행되는 주식(이것을 인수하면서 투자자금이 벤처기업에 유입)의 권리(주권)이 각각 다르다.
 - ※ 한국에서는 상법에 (1)보통주, (2) 우선주의 두가지만 있을 뿐, 이렇듯이 미국처럼 다양한 주주권(주권)을 가진 주식을 발행하는 것이 허용되지 않는다.
 - ※ 현재 미국의 venture capital 회사 혹은 private equity fund가 한국에 들어와서 투자할 때 가장 큰 애로를 호소하는 점이 바로 이 점이다.
 - 미국에서는 각 round마다 발행되는 주식의 권리가 다른데, 이렇듯 다른 주권에 대한 규정은 바로 '정관'에서 이루어진다.
 - 미국에서는 발행주식의 권리에 대한 규정이 정관에 의해 정해지는데, 따라서 정관이 모든 것의 핵심이다.
 - ※ 주의: 한국에서는 주식의 발행시 주식의 권리를 정관에 의해 규정할 수 없다. 상법에 규정된 바대로 제한된다.
 - 가령 상환우선주, 그리고 보통주들이 가지는 각각의 다른 주권은 이중으로 법적으로 보호된다. 첫째, 발행된 주식증서(상환우선주 등등 다양)에 적혀 있으며 그것은 법적 효력을 지닌다. 둘째, 그것을 발행한 회사의 '정관'에 그것이 규정되어 있으며 그것은 법적 효력을 지닌다.
 - 그리고 정관을 규정할 권리는 이사회와 주주총회에 있다.
 - 이사회와 주주총회를 장악하고 있는 lead investor는 따라서 정관을 개정

하고 그 개정 정관에 따라 신규 발행된 주식을 인수함으로써 새로운 '주주권'을 형성한다.

- 이렇듯 다양한 주권을 가진 주식발행을 통해 lead investor는 한편으로는 자신이 투자한 회사에 대한 통제(경영권)을 유지하고, 다른 한편으로는 자기 이외 다른 투자자들의 지분 인수를 가능하게 한다. 이렇게 함으로써 한편으로는 risk taking에 나서고 다른 한편으로는 risk sharing을 가능하게 한다.
- 따라서 매번 이사회가 열릴 때마다 제휴관계에 있는 변호사가 입회하여 이사회 결의사항을 법률적으로 검토한다.

● 경영지배에 관하여

- 질문: 한국의 경우 벤처캐피탈들은 경영지배 허용을 주장하고, 중기청과 벤처기업들은 이에 반대하는 것과 같은 구도가 형성되어 있는데?
- 경영지배를 허용했을 경우 한국의 벤처캐피탈들은 이기적으로 행동할 가능성이 있다. 이에 대해 한국의 벤처기업들이 반발하는 것은 당연하다
- 미국에서는 lead investor가 경영을 지배하는데 하지만 여기에는 중요한 차이가 있다.
- 미국의 상법은 사외이사를 포함한 임원들의 '배임' 행위에 대해 엄격하게 처벌하고 있다. 이것을 임원들의 '충실의무' fiduciary duty라고 한다.
- 이 의무에 따르면, 만약에 벤처캐피탈(파트너)가 이사회를 장악한 상태에서 자신들이 투자한 벤처기업 그 자체에 손해를 끼치는 행위를 한 경우, 여타 이사 혹은 여타 주주가 그 사외이사(벤처캐피탈 파트너)를 '충실의무' 위반으로 고발할 수 있다.
- 이것은 마치 S의 이견회 회장 및 그 하수인들이 편법적인 상속을 위해 계열사를 이용하는 과정에서 법인으로서의 해당 계열사 그 자체의 이익을 침해했을 경우 '충실의무' 위반으로 참여연대에 의해 '배임죄'로 고발당하는 것과 마찬가지로이다.
- 예컨대 벤처캐피탈에 대해 무제한적인 경영지배가 허용되는 것 같지만, 그래서 한국에서와 같이 벤처캐피탈이 자신들이 투자한 회사 자체의 이익을 침해하면서까지 이기적으로 행동하는 것을 견제하는 아무 장치도 없는 것 같지만 실제로는 그렇지 않다.
- 두 가지 메커니즘이 벤처캐피탈의 이기적, 수탈적인 경영지배 악용을 방지한다.

- 첫째, 앞에서 말한 ‘충실의무’ 규정. 만약 이것을 위반할 경우 venture capital partner는 법원에 갈 각오를 하여야 한다. 더구나 그로 인한 회사 손해에 대해 그는 - LLC는 유한회사이므로 ‘개인’으로서의 partner가 손해배상을 할 각오까지 하여야 한다. 이것은 매우 혹독한 처벌규정이다.
 - 둘째, 평판의 손상. 즉 만약 venture capital partner가 그렇게 이기적으로 행동하는 과정에서 결과적으로 자신이 투자한 startup회사에 손실을 끼쳤을 경우, 그에 대한 소문과 평판은 실리콘 벨리에서 나쁜 평판 (reputation)으로 남게 된다.
- 한국에서 LLC가 성공하려면
 - 먼저 정부가 LLC형 펀드에 절반 이상 출자해야 한다.
 - 그리고 향후 5~10년 사이에 2, 3명의 성공적인 LLC형 partner가 나와야 한다.
 - 그리고 두번째로, 지금의 5년은 너무 짧다. 펀드 수명이 10년은 되어야 한다. 왜냐하면 first round에 투자한 벤처기업의 창업 CEO가 ‘실패’하는 경우가 있는데, 이 경우 실패를 교훈삼아 재도전하기에는 5년이 너무 짧기 때문이다. 패자부활전을 통하여 창업CEO에게 새로운 투자자금을 제공하고 새로운 기회를 제공하기 위해서는 fund 운용기간이 10년은 되어야 한다.
 - 셋째로, 앞서 말했듯이 venture capital의 기대수익율을 높여야 한다. 이를 위해서는 우선충당금 제도 등을 없애야 하고 미국식으로 catch up 방식으로 나아가야 한다. 그렇게 하여 높은 기대수익율이 있어야 유능한 인재들이 S전자 같은 곳에 계속 남지 않고 venture capital partner로 나설 것이다.
 - 한국과 미국의 차이
 - 한국의 venture capital은 창업CEO보다 낮은 지식, 낮은 경륜, 낮은 경험 밖에 없다
 - 한국의 venture capital 회사에서는 관리 등을 배울 뿐, 진정으로 투자한 회사에게 조언과 컨설팅을 주는 역할은 기대되지 않는다.
 - 미국의 venture capital은 더 높은 지식, 경륜, 경험이 있다. 그들은 company building의 전문가라고 할 수 있지, investor라고 할 수 없다.
 - 이와 반대로 한국의 venture capital은 investor는 될 수 있지만 company builder는 아니다.

4. S Ventures

- S Ventures에 관하여
 - 2000년에 설립됨
 - early stage에만 투자함
 - 1st round and seed stage에 주력하며, 반드시 lead investor인 경우에만 투자
 - IT업종에 주력하며 bio는 투자하지 않음
 - 운용자산 규모는 5억 달러 (바로 옆의 - 같은 건물 같은 층 - 벤처캐피탈의 운영규모는 10억 달러.
- 주변 지역에 관하여
 - 스탠포드 대학 바로 옆에 있는 이 지역 (Sand-Hill Road)에만 실리콘 벨린 전체 벤처캐피탈 자금(400억 달러=40조원)의 절반인 20조원이 운용되고 있다.
- Partner의 구성: 총 5명
 - A 변호사 (지금은 변호사 업무는 안하며 순수 partner로만 활동)
 - 인도인 1명(원래 이 사람이 매우 뛰어난 엔지니어로 Strata.com을 창업한 창업자임. 이 회사는 매우 성공적으로 나스닥에 상장됨. 그 창업/성공을 바탕으로 S Ventures를 창립하였는데 이 인도인이 S벤처캐피탈의 핵심 인물)
 - 순수 미국인 1명(유일한 백인 순수 미국인)
 - 이들 모두는 이미 80년대부터 20년간 서로 알고 신뢰하는 사람들
- 주력 투자 분야
 - bubble이후에는 semi conductor, OLED, mobile, consumer internet, etc.
- 출자 투자자는 누구인가?
 - 골드만삭스: 이 은행이 조성한 투자펀드(wealth management 사업부)
 - CSFB 은행
 - 연기금: Calpers

- 대학 endowment
 - 펀드raising을 위해 agent를 고용하는 경우도 있으나, 우리는 직접 fund raising
- LP는 투자를 위한 심사과정에서 5명의 partner를 모두 면담 투자자들은 모두 뉴욕의 월가에 - 이들과 투자 conference 개최
- 운용중인 펀드들
 - 운용 펀드는 2개
 - 1호 펀드는 2000년에 조성됨 → 현재 그 중 60%가 소진되고 40% 남음
 - 2천년에 조성한 펀드에 투자한 사람들은 기관보다는 개인이 많다. 그것은 2000년의 벤처열광의 덕택이다.
 - 그에 반해 올해 조성한 펀드에 투자한 사람들은 골드만삭스 등의 기관 투자자들이 많다.
 - S Ventures가 1st round투자에만 투자하는 까닭에, 투자한 기업들이 2nd and 3rd round 투자를 요구할 것을 대비하여 40%의 돈을 남겨둠
 - 미국의 벤처캐피탈은 1st round에 투자한 경우, 2nd and 3rd round에 투자하지 않고 빠져나갈 경우 ‘기회주의자’로 낙인 찍히는 까닭에 실리콘 벨리에 받을 붙이기 힘들 → 1st round에 투자한 경우, 반드시 그 이후의 후속 투자에도 참여함으로써 투자한 벤처기업을 도와줌
 - 펀드의 존속기간이 10년
 - 펀드가 투자한 기업으로부터 투자회수/수익이 발생할 경우, 그것을 보관했다가 나중에 펀드가 해산될 시점에서 한꺼번에 투자자들에게 배분하는 것이 아님 → 매년 투자회수/수익이 일어날 때마다 그것을 투자자들에게 배분함
 - 2005년에 새로운 펀드 조성, 새로운 투자를 하고 있음
 - 2000년에 조성한 1호 펀드는 전체 40개의 기업에 투자하였음
 - 그 중 한 회사는 시스코에 매각하였는데, 무려 4500억원을 벌었음. 이 회사의 경우 incubating 개념으로 초창기부터 투자하였으며, 또한 그 회사의 CEO를 A 변호사가 담당하였었음
- 질문: 모든 partner가 동일한 업무를 하는가? 파트너들끼리 어떤 분업관계는 없는가? 가령 A partner는 법률 전문가이기 때문에 법률문제만 담당하고, 다

른 사람들은 발굴 혹은 사후지원만을 각각 따로 담당하는 것은 아닌가?

- 그렇지 않다. 법률문제는 회사가 자문하는 로펌에 맞기면 된다. A 변호사 역시 지금은 변호사가 아니라 그저 일반적인 partner이다.
- 즉 parter들 사이에 어떤 특정한 전문분야로서 분화되는 것은 아니다. 모든 파트너는 동일한 업무를 담당한다. 즉 발굴, 심사, 투자, 투자회수, 그리고 fund raising에 이르는 모든 업무를 모두가 공동으로 담당한다.
- 단지 partners들이 각각 갖는 분야가 있을 수 있다. 그것은 가령 IT, 바이오와 같은 산업/업종 영역이 다를 수 있다. 그 밖의 것에 관해서는 업무분할이라는 것이 없다.

● 질문: S Ventures는 왜 매 시기에 1개의 펀드만을 조성하는가? 동시에 여러 개의 펀드를 조성하여 운영할 수 있지 않은가?

- 그렇지 않다. 미국의 벤처캐피탈은 보통 1개 시기에 1개의 펀드만을 운영한다. 따라서 1개 벤처캐피탈회사는 1개 벤처캐피탈 펀드라고 보면 된다.

● 경영지원은 어떻게 하는가?

- 가령 시스코에 매각하여 투자를 회수한 앞서 말한 성공적인 투자기업의 경우
- 이 경우 A 씨가 아예 회사의 CEO로서 활동하였다. 그 회사의 창업팀에 8명이 있었는데, 그 중 4명을 S Ventures가 recruiting한 사람들이다.
- 물론 A 씨는 CEO로서 18개월 동안 활동하다가 그만두었다. 경영지원에서 가장 주요한 것은 창업팀의 구성을 위한 인력 채용이다.
- 벤처기업 창업자는 처음으로 창업을 해보지만, 캐피탈회사의 partner는 이미 수많은 창업을 옆에서 지켜보고 도와준 경험자들이다.
- 그런데 벤처기업 창업자가 처음부터 dream team을 구성하는 일은 없다.
- 이 경우 VC는 자신들이 가지고 있는 networking을 이용하여 좋은 사람들을 모색한다.
- 실리콘 벨리의 장점은 이런 networking이 이루어지는 장소라는 점이다. 실리콘 벨리의 내부에서 이런 인력충원 네트워킹이 일어난다. 경영지원에서 또한 중요한 것은 경영지배, 즉 이사회 참여이다.
- 이사회를 지배하기 위해서는 지분의 20~40%를 지배해야 한다.
- 보통 30%의 지분을 넘을 경우 이사회를 지배할 수 있다.
- 이사회는 보통 1~2달에 한번 개최된다.

- 이사회에 참여하여 창업자인 CEO의 의견과 사업계획, 사업경과 등을 듣는다. 이 경우 참여하는 VC의 partner는 CEO에게 많은 질문을 던져야 한다. 결국 VC partners의 능력이란 경험/경륜의 차이이다.
 - 1년에 소개받는 기업이 2천개 → 그 중에서 심사를 통해 실제 투자하는 기업은 40개 → 그 중에서 60~70%가 망한다. → 수없이 많은 실패경험을 하게 되는 것이 venture capitalists의 직업 → 이것을 통해 '성공적인 창업과 성공'의 노하우를 익히게 되는 것이 venture capitalists의 경륜과 능력이다.
- 한국과 미국의 차이에 대하여
 - 미국은 한국에 비해 잠재적, 현재적 시장규모가 매우 크다
 - 따라서 미국의 경우 초창기 start-up이라고 할지라도, 한국의 그것에 비해 그 성장잠재력이 매우 크다.
 - 성장잠재력이 큰 만큼 수익잠재력도 훨씬 크다.
 - 미국의 start-ups는 한국의 그것에 비해 훨씬 큰 투자자금을 소요한다.
 - 미국에 비한다면 한국의 start-ups는 작은 미래시장 잠재력과 작은 미래 수익 잠재력을 가지고 있다.
- Google의 사례
 - Google은 현재 시가총액 100조원의 회사가 되었다.
 - 바로 건너 Mountain View에서 시작하여 지금도 그곳에 회사가 있다.
 - 바로 옆에 있는 vc회사들이 바로 Google에 투자한 lead investors였다.
 - 우리가 투자한 회사들도 나중에 잘만하면 Google에 M&A방식으로 매각이 가능하다.
- 투자심사 방법에 관하여
 - 먼저 발굴 과정
 - 벤처 창업자들이 직접 연락해오는 일은 없다. 받아주지도 않는다
 - 투자대상 발굴과정은 보통 주위의 networking으로부터의 '소개'를 통해 이루어진다
 - 심사과정
 - 먼저 인적 구성을 본다. 창업자의 경험과 실패/성공 경력을 본다. 가령 IBM에서 높은 지위에 있었다면 좋은 점수를 얻는다.

- 그 다음에는 제시하는 제품의 시장성장 가능성을 본다.
- 특히 투자시 기준이 되는 것은 투자금액 대비 10배 수익이며, 이러한 수익이 1st round 투자 이후 3~7년 사이에 - 평균적이긴 하지만 - 발생하여야 한다. 이 기준에 맞는 만큼 제안된 제품의 시장이 성장할 가능성이 있는지를 가늠한다.
- 고품이 많은데서는 장님이 총을 쏘도 잡을 수 있다. → 이왕이면 고품이 많이 있을 수 있는 그런 제품시장으로 가야한다. → 니치마켓인 제품은 관심이 없다. 기왕이면 main market으로 성장하여야만 대박을 터뜨릴 수 있다.
- ※ 이에 반해 한국의 소프트웨어 업체들은 보통 niche market인 경우가 대부분이다 → 프랑스, 독일의 경우에도 유사

● Partner의 하루 시간 배분

- 시간의 50%는 new deal에 쓴다. 즉 발굴, 심사, 투자 등에 사용한다.
- 시간의 30%는 이미 투자한 기업들에 대한 경영지원에 사용한다.
- 시간의 15% 정도는 conference, 전시회 등을 다니면서 공부하고 생각하고 대화하는데 사용한다. 즉 market vision을 획득하는데 사용 → 특히 S ventures는 early stage에 투자하는 까닭에 그 투자의 수익이 발생할 시점인 5년 이후의 시장동향을 예측하는데 깊은 관심을 가지고 있다.

● 한국에서 정부의 역할은? 정부정책의 방향은? 조어할 말은?

미국식 business culture가 필요하다.

- S ventures가 한국에서 투자하려고 할 경우 우선주(상환우선주를 의미하는 것으로 보임) 문제 때문에 걸린다; 그런데 미국의 경우 venture capital은 다양한 우선주를 통해 손실/책임은 최소화하고 이익/권리는 최대화하는 전략을 펼친다. 그런데 한국에서는 이러한 우선주에 관한 규정이 미국과 달라서 투자하는데 있어 애로가 발생한다. → 이에 관한 더욱 자세한 것은 국제 law firm에 문의하면 잘 알 것이다.

→ 이것은 상법상의 주식관련 규정에 관한 것으로 보임.

<부록 2> 미국의 중소기업투자회사(SBIC)

1. 정부지원 벤처캐피탈: 중소기업투자회사(SBIC)

1.1. SBIC의 개요

미국의 중소기업투자회사 프로그램은 중소기업청에 등록된 벤처캐피탈회사가 연방 정부를 통해 저리의 재원을 확보하여 벤처기업에 자본금으로 투자하고 장기융자금을 대출해주며 벤처기업이 전문가의 경영지원을 받을 수 있도록 정부차원에서 마련한 제도이다. 중소기업투자회사는 미국 내 어느 주에나 설립가능하며, 기업(corporation), 유한조합(LP; Limited Partnership), 또는 유한책임형 회사(LLC; Limited Liability Company)의 형태로 운영되고 있다. 그리고 현재 대부분의 SBIC는 비교적 작은 규모의 지역투자자 소유(일부는 은행소유 또는 상장사)이다.

SBIC의 자기자본 요건은 회사채형 SBIC의 경우 자기자본 500만 달러 이상이며, 이익배당부증권에 의한 SBA의 지원을 받고자 할 때에는 SBIC는 1,000만 달러 이상의 자기자본을 보유하여야 한다. 그리고 이 자본금의 최소 30%는 펀드운용에 관여하지 않도록 SBIC 경영과 무관하며 이해관계가 없는 3명이 소유 또는 통제하여야 한다.

SBIC는 크게 네 가지 형태로 구분되는데, (1) SBA가 이익배당부증권을 매입하여 SBIC의 자본금을 조달해주는 형태인 이익배당부증권형 SBIC, (2) SBA가 SBIC의 회사채를 보증 또는 매입하여 지원하는 회사채형 SBIC, (3) 은행이 SBIC를 등록시켜 벤처캐피탈 투자업무를 행하는 은행소유형 SBIC, (4) 소수민족이나 장애인이 소유한 중소기업에 투자를 전담하는 특수형 SBIC가 그들이다. 이들의 세부사항을 간략히 살펴보면 아래와 같다.

(1) 이익배당부증권형 SBIC (participating securities SBIC)

이익배당부증권형 SBIC는 현금흐름의 창출이 없는 벤처기업에 대한 벤처캐피탈 투자와 기업매수(acquisition)에 가장 적합한 형태이다. 이는 불확실한 신기술의 사업화에서 실패하더라도 SBA가 그 위험을 일정부분 함께 부담하기 때문이다. 이 형태의 SBIC는 SBA로부터 이익배당부증권의 판매를 통해 조달한 자본금의 두 배

까지 자금지원 받을 수 있다. (최대 111.7백만 달러)

한편 SBA 는 이익배당부증권의 우선적 이익(preferred return)⁴⁰과 이익배당금(profit participation)을 수령하게 된다. 따라서 이익배당부증권형 SBIC의 자본금을 조달한 SBA는 수익이 발생할 경우 10년 만기 국채(T-bond)의 이자율 보다 약 2~2.5% 높은 시장이자율에 해당하는 이자액과 조합회수수익의 일부분을 수령하는 것이다. 반면 수익이 발생하지 않은 경우에는 SBIC는 상환의무가 없으므로 불확실한 초기단계의 벤처기업에 대한 투자를 장려할 목적으로 도입된 제도이다.

(2) 회사채형 SBIC (debenture SBIC)

회사채형 SBIC는 투자대상 벤처기업의 향후 현금흐름이 신뢰할 만하고 예측 가능한 경우 이를 바탕으로 즉시 용자(loan)를 제공할 수 있도록 설립된 형태이다. 이 형태의 SBIC는 자금조달을 위해 회사채(debenture 또는 unsecured loan)를 발행하고, SBA는 이를 보증하거나 매입함으로써 조달을 돕는다. 이 때 SBIC가 발행하는 회사채는 10년 만기, 6개월 단위 이자지급의 형태이며, SBIC의 업무집행조합원은 이 채권의 상환의무를 지지 않는다.

SBA가 제공하는 용자의 규모는 SBIC가 조달한 자기자본규모에 따라 상이하다. (최대 111.7백만 달러까지 용자가능) 이를 세부적으로 살펴보면 먼저 자기자본이 17.5백만 달러 이하의 경우 자기자본금의 세배까지(300%), 17.5백만달러~35.1백만 달러는 자기자본금의 두 배까지(200%), 35.1백만달러 이상의 경우 자기자본금만큼 까지(100%)이다.

(3) 은행소유형 SBIC (bank-owned SBIC)

이 형태의 SBIC는 은행이 타인자본(borrowed capital)보다 싼 예탁자본(depository capital)을 사용하여 벤처투자를 하기 위해 활용하는 것이며, SBA로부터 돈을 빌리지 않아 “unleveraged SBIC” 라고도 불린다. 특히 은행관련 법규상 은행은 벤처투자과 같은 위험자산에 대한 투자를 할 수 없으나, 미 정부는 이와 같이 SBIC를 통해 투자하는 것은 허용하고 있다. 그러나 투자규모에 상한을 두어 은행 자기자본금의 5%까지만 SBIC에 투자하도록 하고 있다.

(4) 특수형 SBIC (SSBIC; Specialized SBIC)

과거 소수민족중소기업투자프로그램(MESBIC; Minority Enterprise Small Business Investment Program)이 기원인 특수형 SBIC(SSBIC)는 소수민족이나 장애인 등 소외

40) 성공보수(carry 혹은 carried interest)를 배분하기 전에 달성되어야 하는 최소 수익률. 장애율(hurdle rate)라고도 하며, 예컨대 장애율이 10%라 함은 벤처캐피탈조합이 연간 최소한 10%의 수익률을 달성한 후에야 약정된 조건하에서 성공보수를 배분할 수 있다는 의미이다.

받는 계층이 소유한 중소기업이 일반중소기업과 동등한 기회를 가질 수 있도록 하기 위해 만들어진 것으로 소수민족이나 장애인 등이 51% 이상의 지분을 보유한 중소기업에 대한 투자를 그 목적으로 하고 있다. 일반적인 형태는 회사채형 SBIC와 유사하나, 1996년에 중소기업진흥법(Small Business Program Improvement Act)의 Section 301(d)를 개정하여 SSBIC의 신규설립 허가를 더 이상 허용하지 않고 있다. 이에 따라 현재에는 1996년 이전에 설립된 기존 SSBIC만이 존재하는 상황에서 전체 SBIC에서 차지하는 비중이 극히 작고 앞으로 사라질 전망이므로 이후의 논의에서는 크게 다루지 않을 것이다.⁴¹⁾ 아래 <표 1>에는 이와 같은 SBIC를 유형별로 정리하였다.

<표 1> SBIC 유형별 분류

	이익배당부증권형	회사채형	은행소유형	특수형
자기자본 요건	1,000만\$ 이상	500만\$ 이상	500만\$ 이상 (은행 자기자본 5%이내 투자허용)	500만\$ 이상
특성 및 목적	현금흐름 창출이 없는 벤처기업에 대한 투자와 기업매수 (acquisition)에 가장 적합	벤처기업의 신뢰할 만하고 예측 가능한 현금흐름을 바탕으로 융자(loan) 제공	은행의 벤처기업투자 (은행관련 법규상 다른 방법은 불가능) 타인자본 보다 싼 예탁자본을 사용하여 투자하기 위해 활용	소수민족, 장애인 등이 51% 이상의 지분을 보유한 중소기업에 대한 투자 목적
SBA의 지원형태	SBIC가 발행한 이익배당부증권 매입	SBIC가 발행한 회사채 보증 또는 매입	일반적으로 없음	주로 SBIC가 발행한 회사채 보증 또는 매입
SBA의 지원내용	조달한 자본금의 200%까지 자본금지원 (최대 111.7백만\$)	조달한 자기자본규모에 따라 SBA로부터 융자지원 (최대 111.7백만\$) ▪ 17.5백만\$ 이하: 자기자본금의 300%까지 ▪ 17.5백만\$~35.1백만\$: 자기자본금의 200%까지 ▪ 35.1백만\$ 이상: 자기자본금의 100%까지	SBA로부터 돈을 빌리지 않아 "unleveraged SBIC" 라고도 불림	1996년 이후 특수형 SBIC 신규설립 허가 중단

자료: <http://www.sba.gov/INV/overview.html> 참조.

이와 같은 지원과 더불어 사업취지에 부합하지 않는 SBIC의 투자행위를 제한하기 위해 중소기업청(SBA)은 여러 규제사항들을 명시하고 있다. 실제로 이들 규제들은 지나치다 싶을 정도로 엄격하게 적용되고 있어 SBIC의 전략적 행동을 막고 있다.

먼저 SBIC는 SBA 규정에 명시된 적격한 벤처사업에만 투자가 가능하다. 투자가 제한된 분야로는 다른 SBIC, 금융 및 투자회사 금융기업형태의 리스회사, 개발되지

41) 2002 회계연도 기준 총 442개의 SBIC 중 SSBIC는 42개로 약 10%를 차지하나, 총자산규모 및 자본금규모로 보면 SSBIC는 전체의 약 1%에 불과하다. (<표 5-2> 참조)

않은 부동산, 미국 내에서 자산의 50% 이하만 운영하는 회사, 한시적인 사업, 이익금을 농경지 취득에 사용하고자 하는 회사 등이 있다. 그리고 프로젝트 투자업(project financing)을 금지하고 있는데 세부내용을 살펴보면 ① 부동산 개발, 원유·가스 시추와 같이 기업자산이 대체과정없이 축소 또는 소진되는 경우와 ② 영화 제작, 발전소 건설과 같이 단일 품목 또는 소수품목의 생산에 투자하는 경우이다. 이는 우리나라의 창투사들이 프로젝트 투자를 선호하고 그 투자액도 상당한 수준에 이르는 것과 대조적이다.

또한 SBIC의 사적거래 및 이해관계자(associate)에 대해 혜택을 부여하는 것을 금지하고 있다.⁴²⁾ 따라서 SBIC는 직·간접적으로 상기 이해관계자에게 자금을 조달하는 것이 불가능하며, 투자한 벤처기업 또는 그 소유주로부터 자금을 빌릴 수도 없다.

SBIC는 최대 7년까지 직·간접적으로 벤처기업을 관리, 감독하도록 허용되고 있으며, 7년 이후에는 SBA에서 미리 서면승인 한 후, 벤처기업의 재정적 안정성 확보 및 관리권한의 완전 이양을 위해 SBIC가 추가적으로 감독권을 보유할 수 있다. 이와 같이 제한적이기는 하나 SBIC가 투자대상기업의 경영지원을 할 수 있도록 함으로써 SBIC의 벤처캐피탈리스트들은 이사회 참여, 기업지배(corporate governance), 전략수립 및 마케팅, 인사, 재정지원, 자본금 조달, 기업정리 지원 등 경영전반에 걸쳐 주요한 역할을 담당하고 있다. 미국의 FRB 자료에 의하면 벤처캐피탈리스트들의 경영지원은 투자대상기업의 전문화와 시장에의 적응을 도와 가치를 창출(value-added)하는 서비스를 매우 효과적으로 제공한 것으로 나타났다. (Hellman and Puri, 2002)

또한 집중투자 금지조항을 두어 SBA의 서면승인없이 SBIC는 자기자본의 20% 이상을 하나의 벤처기업 유가증권에 투자할 수 없다. 그리고 SBIC 용자와 채권가격은 SBA에 의해 규제되며, 이 때 그 가격은 주정부법규와 SBA의 규정 중 낮은 것으로 결정된다.

한편 SBIC의 부동산 투자를 금지하는 조항도 있다. SBIC는 농경지, 미개발부지, 묘지, 및 기타 'Major Group 65 (Real Estate) of the SIC Manual'에 명시된 토지에 투자할 수 없다. 그리고 SBA 자금의 재대출 및 재투자를 금지하고 있는데, SBIC는 벤처기업의 주 업무가 직·간접적으로 다른 곳에 투자하는 일, 팩토링, 유지보수를 위한 단서 없는 장기 설비리스 중 하나일 경우 해당 벤처기업에 투자할 수 없다. 이는 SBIC가 벤처기업을 통해 위 업무들을 간접적으로 수행하는 것을 방지하고자

42) 이해관계자(associate)란 일반적으로 해당 SBIC의 임직원, 관리자, 및 대리인을 말하며, 주식회사가 아닌 SBIC의 경우에는 조합원, 관리자, 및 직원을 일컫는다. 이와 함께 SBIC의 투자자문역 및 변호사도 포함되며 10%이상의 지분을 출자한 일부주주도 이에 해당한다.

하는 규제조항이다. 그러나 재대출 및 재투자를 업무로 하는 소수민족의 기업에는 투자가 가능하다. 이 때 농업협동조합이나 연방정부의 승인을 받지 않은 은행 및 금융기관은 제외된다.

일반적으로 유가증권의 매입에 사용되는 투자펀드는 해당증권을 발행하는 벤처기업으로 직접 투자되어야 한다. 이와 더불어 벤처기업으로의 안정적인 자금공급이나 소유권이전을 위한 경우를 제외하고는 주식시장에서 이미 거래되고 있는 주식에 투자할 수 없다. 그리고 공개된 벤처기업의 주식을 인수자(underwriter)를 통해 매입하는 것은 그 수익금이 주식을 발행한 기업에게 돌아가는 경우에 한해 가능하다.

SBA는 SBIC가 벤처기업에 대한 자금지원의 최소기간도 명시하고 있는데, 벤처기업에 대한 용자와 벤처기업이 발행한 채권의 매입의 경우 만기는 최소 1년이어야 한다. 그리고 벤처기업은 용자금과 채권의 조기상환권을 가져야 한다. (필요할 경우 적정한 위약금 설정 가능)

1.2. SBIC 일반현황

먼저 SBIC는 금액기준으로 미국 전체 벤처캐피탈시장의 약 8%를 차지하고 있다.⁴³⁾ SBIC의 자금조달현황을 살펴보면 <표 2> 및 <표 3>에서 보는 바와 같이 SBIC 자금조달의 상당부분을 정부가 담당하고 있음을 알 수 있다. (총 출자금의 41.8%)

<표 2> 2002 회계연도 기준 SBIC의 형태별 등록 및 조달자금현황

펀드형태	등록건수	사적조달금액 (백만\$)	SBA 자본 (백만\$)			출자액 총계 (백만\$)
			지원액 ¹⁾	출자액	Total	
이익배당부증권형	185	4,285.8	3,297.3	2,919.5	6,216.8	10,502.6
회사채형	128	1,880.2	1,336.7	725.6	2,062.3	3,942.5
은행소유형	87	5,392.1	23.2	10.0	33.2	5,425.3
특수형	42	119.3	67.6	12.9	80.5	199.9
계	442	11,677.4	4,724.8	3,668.0	8,392.8	20,070.3

주: 1) 지원액(outstanding leverage)이란 SBIC의 회사채(debenture) 또는 이익배당부증권(participating security)의 매입 또는 보증을 통한 SBA의 지원금액을 말함

자료: SBA(2002).

43) 1994년부터 2002년까지 이루어진 미국의 벤처캐피탈 투자총액은 2,805억달러였으며 이 중 SBIC투자액은 237억달러 규모였다.

<표 3> 2002 회계연도 기준 SBIC 형태별 자산 및 SBA 지원현황

펀드형태	총자산 (백만\$)	자산기준 해당유형의 비율	SBA의 투자 및 용자(백만\$)			SBA 지원금액/ 사적조달금액
			비용기준 ¹⁾	평가가치기준	평가가치/비용	
이익배당부증권형	4,356.3	20.3%	3,890.6	3,892.8	1.00	1.28
회사채형	2,742.8	12.8%	2,760.2	2,399.3	1.06	0.92
은행소유형	14,200.2	66.1%	7,884.7	8,442.0	1.07	0.01
특수형	197.3	0.9%	134.4	140.8	1.05	0.70
계	21,496.6	100%	14,669.8	14,874.8	1.05	0.43

자료: SBA(2002).

한편 <표 4>에서 보는 바와 같이 SBIC의 수익성은 양호한 것으로 나타났는데, 이는 우리나라 신기술사업금융회사의 순이익이 음의 값을 보이는 것과 대조적이다. 그러나 2002년의 경우 2001년에 비해 지출, 수익, 및 순이익 모두 감소한 것으로 나타나 SBIC의 사업이 일정부분 축소되었음을 알 수 있다.

<표 4> SBIC 재무제표 요약표

	1994년~2002년 누계 (백만\$)			합계		
	회사채형	이익배당부증권형	누계	2001년	2002년	증감율
<i>손익계산서 상의 사항</i>						
지출	79.5	149.4	228.9	26.2	0	-100%
기타 수익	84.9	436.1	521.0	139.2	73.8	-47%
순이익	75.2	289.1	364.2	135.6	(213.0)	-257%
<i>대차대조표 상의 사항</i>						
총자산	1,462.4	3,570.1	5,032.3	4,428.9	5,032.3	13.6%

자료: SBA(2002).

<표 5> SBIC 형태별 연간 투자 건수 및 금액현황

(단위: 개, 백만\$)

펀드형태	2003년		2004년	
	건수	금액	건수	금액
이익배당부증권형	2,037	1,117	2,114 (4%)	1,447 (30%)
회사채형	2,284	817	1,977 (-13%)	1,049 (28%)
은행소유형	320	490	234 (-27%)	317 (-35%)
특수형	192	47	137 (-29%)	23 (-52%)
계	4,833	2,471	4,462 (-8%)	2,837 (15%)
투자기업의 수	2,610		2,409 (-8%)	

주: 괄호안의 숫자는 전년대비 증감율임.

자료: SBA(2004a, 2004b)

1.3. SBIC 투자현황

SBIC 투자현황을 살펴보면 가장 먼저 이익배당부증권형 및 회사채형 SBIC가 투자업무의 대부분을 차지하고 있음을 알 수 있다. (2004 회계연도 건수기준 91.7%, 금액기준 88.0%) 한편 투자기업의 수와 투자건수를 비교하면 2004 회계연도 기준 투자대상기업 당 평균 약 1.85건의 투자가 이루어진 것으로 나타났다. 이는 SBIC의 투자과정에서 단계적 투자가 이루어지고 있음을 보여주는 지표가 될 수 있을 것이다.

<표 6>과 <표 7>에는 SBIC 투자회사 및 투자규모를 나타내었으며, 특히 <표 2-14>에는 미국의 민간 벤처캐피탈과의 비교를 통해 미국 전체 벤처캐피탈에서 SBIC가 차지하는 비중을 알 수 있다. <그림 1>에 의하면 SBIC의 건수는 전체 벤처캐피탈의 상당부분을 차지하나 (2003 회계연도 기준 58.7%), 금액비중은 그에 못 미치는 것으로 나타났다. (2003 회계연도 기준 10.6%)

<표 6> 회계연도 기준 SBIC 투자회사 및 규모현황

(단위: 개, 백만\$)

연도	신규투자		추가투자		총투자	
	건수	금액	건수	금액	건수	금액
2000	2,251	3,859.7	2,388	1606.6	4,639	5,466.3
2001	1,477	2,497.1	2,800	1958.2	4,277	4,455.3
2002	1,060	1,273.8	2,944	1385.8	4,004	2,659.6
2003	1,624	1,455.8	3,209	1015.4	4,833	2,471.2
2004	1,307	1,757.9	3,155	1131.0	4,462	2,888.9

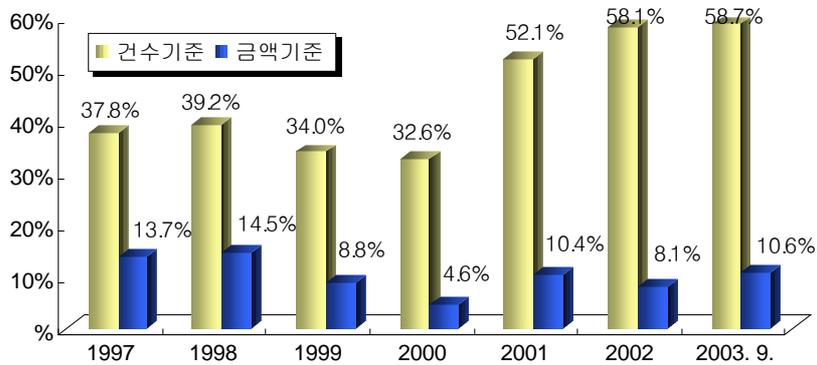
자료: SBA(2004a, 2004b)

<표 7> 미국 벤처캐피탈 주체별 투자건수 및 금액현황

(단위: 건, 10억\$, 백만\$)

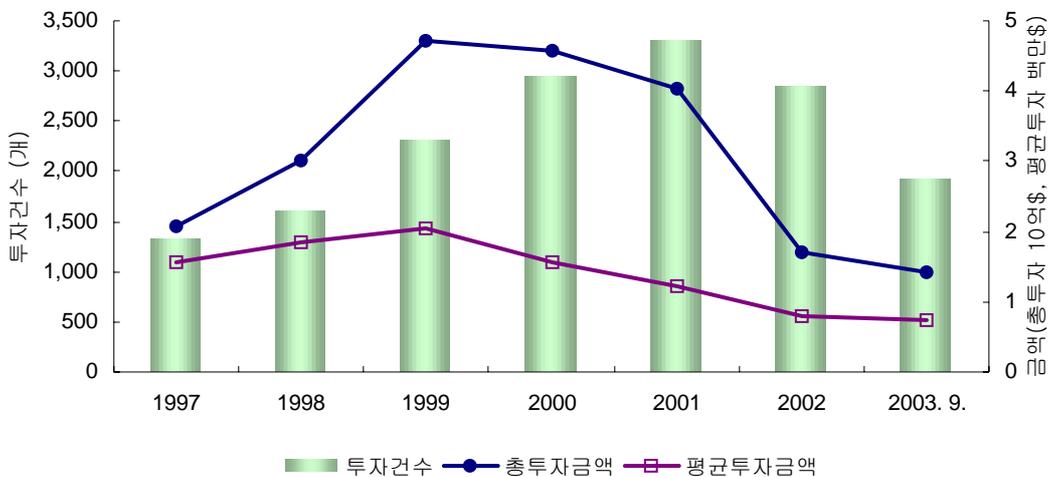
연도	SBIC			민간 벤처캐피탈			전체 벤처캐피탈		
	건수	금액	평균금액	건수	금액	평균금액	건수	금액	평균금액
2000	2,946	4.56	1.55	6,101	93.75	15.37	9,047	98.31	10.87
2001	3,306	4.02	1.21	3,034	34.57	11.39	6,340	38.59	6.09
2002	2,853	1.71	0.79	2,056	19.43	9.45	4,909	21.14	4.31
2003. 9.	1,932	1.41	0.73	1,357	11.89	8.76	3,289	13.30	4.04
7년평균	2,327	3.07	1.39	3,102	34.20	9.85	5,429	37.27	6.08

자료: SBA(2004a, 2004b)



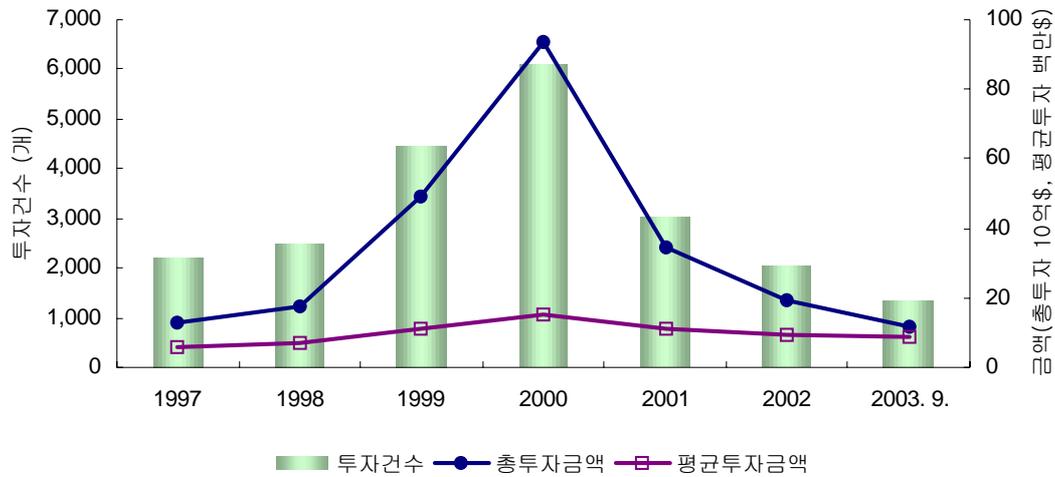
<그림 1> 미국 벤처캐피탈 시장에서 SBIC가 차지하는 비율

<그림 2>에 의하면 투자건수는 2001년을 정점으로 그 이후 점차 감소하는 경향을 보였으며 총투자금액과 평균투자금액은 1999년에서 최대값을 보이고 점차 감소하는 것으로 나타났다. 특히 2002년에 총투자금액이 전년보다 큰 폭으로 떨어졌으나 평균투자비용은 그에 비하면 감소폭은 적은 것으로 나타났다.



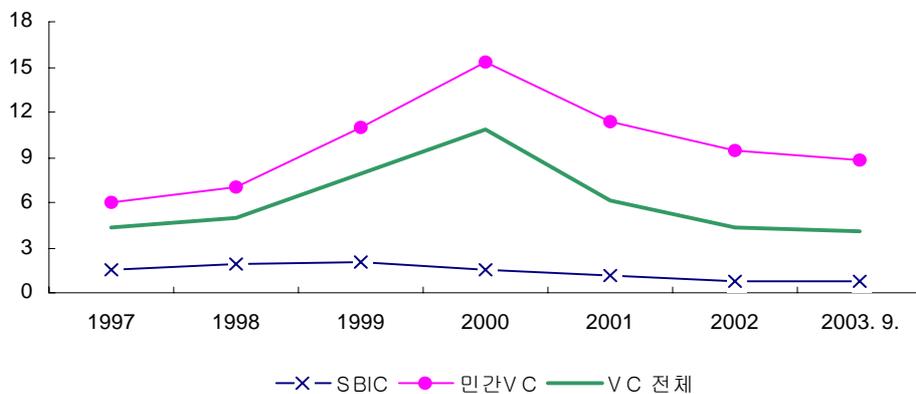
<그림 2> SBIC 투자 행태변화

한편 <그림 3>에서는 미국 민간벤처캐피탈의 투자 행태변화를 같은 방법으로 도시하였는데 SBIC의 경우와 달리 2000년에 모든 면에서 정점을 이루고 있는 모습을 알 수 있다. 이는 미국 NASDAQ 시장의 활황기였던 2000년에 투자규모가 매우 컸던 것으로 민간 벤처캐피탈이 시장의 상황에 더 민감하게 반응하고 있음을 보여주는 예이다.



<그림 3> 미국 민간 벤처캐피탈의 투자 행태변화

이들을 토대로 미국 벤처캐피탈 주체별 건당평균투자금액의 변화를 도시한 것이 <그림 4>이다. 조사된 모든 연도에서 SBIC의 건당평균투자금액이 민간 벤처캐피탈에 비해 매우 낮음을 알 수 있는데, 이는 SBIC가 초기투자에 집중하고 있어 그 건당투자 규모가 작기 때문이다.



<그림 4> 미국 벤처캐피탈 주체별 건당평균투자금액변화 (단위: 백만\$)

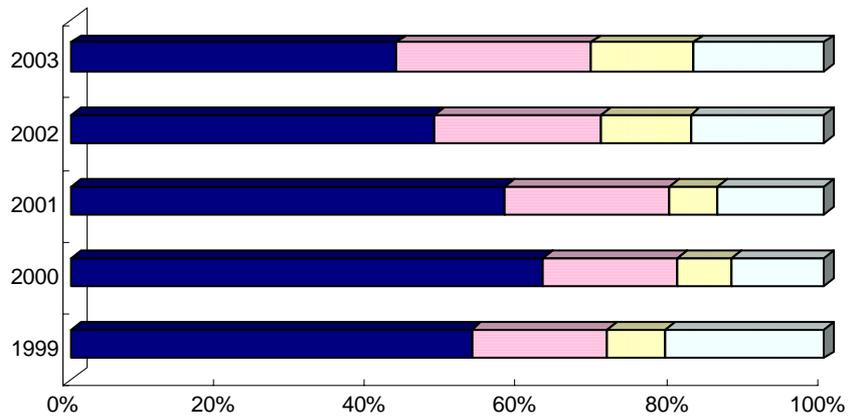
또한 <표 8>에 SBIC 투자대상기업의 업력별 분포와, 특히 창업단계 투자현황을 정리하였다. 2003년 기준 2년 이하 창업단계 기업에 대한 투자는 건수기준 약 65.1%였으며 금액으로는 58.5%에 해당하는 것으로 나타났다. 이는 초기(특히 창업단계) 기업에 대한 투자의 건당 투자규모가 그 이후 기업들의 경우보다 상대적으로 적음에 기인한 것이다.

<표 8> SBIC 투자대상기업의 업력별 분포 및 창업단계 투자현황

		1999년	2000년	2001년	2002년	2003년
3년 이하		53.2%	62.7%	57.6%	48.3%	43.1%
3년~6년		17.9%	17.7%	21.9%	22.1%	26.0%
6년~10년		7.8%	7.2%	6.4%	11.8%	13.6%
10년 이상		21.1%	12.4%	14.1%	17.8%	17.3%
전체		100%	100%	100%	100%	100%
2년 이하 창업단계	건수	1,041	1,985	1,517	1,122	1,257
	금액 (백만\$)	1,851.1	2,697.7	1,989.3	838.5	824.3

자료: SBA(2004a, 2004b)

마지막으로 <표 8>을 바탕으로 각 연도별 SBIC 투자대상기업의 업력별 분포를 도시한 것이 <그림 5>인데, 이를 통해 3년 이하 초기단계기업에 대한 투자가 대부분을 차지함을 확인할 수 있다. 그러나 2000년을 정점으로 그 이후 초기단계 투자 비중이 점차 감소하고 있는 경향을 보이고 있다.



<그림 5> SBIC 투자대상기업의 업력별 분포

<부록 3> 설문조사에 사용된 설문지

벤처캐피탈산업 활성화 방안을 위한 설문조사

귀사의 무궁한 발전을 기원합니다.

본 원에서는 과학기술부와 함께 국내 벤처캐피탈산업의 활성화를 위한 정책연구를 진행하고 있습니다. 이와 관련하여 여러 분들로부터 창업투자회사의 실정에 관한 자료와 의견을 수집하고자 합니다. 다음 설문에 응답해 주시면 연구결과가 정책 수행에 최대한 반영될 수 있도록 노력하겠습니다. 응답하신 자료는 연구목적 이외에는 사용되지 않을 것을 밝혀 드립니다.

연구 및 조사기관 : 과학기술정책연구원(STEPI)

연구책임자 : 부연구위원 임채운

담당연구원 : 백승호

(전화: 02-3284-1780, 팩스: 02-3284-1869, email: ba321@stepi.re.kr)

제 출 기 한 : 2005년 11월 10일(목요일)

회사명:	회사 설립년도:	
성명:	소속부서:	직위:

A. 일반 현황

문A1. 귀 회사가 경영에서 직면하는 애로 사항을 파악하기 위한 설문입니다. 다음 항목별로 중요도를 적어주시기 바랍니다.

	절대 중요 (5)	매우 중요 (4)	상당히 중요 (3)	약간 중요 (2)	중요치 않음 (1)
투자조합 결성 등 자금조달과정					
투자대상 발굴과정					
투자대상의 심사와 선별과정					
투자기업의 경영지원과 사후관리					
투자수익 회수과정					
인사/조직 및 일상 경영					

문A1-1. 정부의 벤처투자지원 지원규모(모태펀드 출자규모)에 대하여 어떻게 생각하십니까?

매우 부족 (5)	대체로 부족 (4)	적정 (3)	대체로 과다 (2)	매우 과다 (1)
-----------	------------	--------	------------	-----------

문A1-2. 벤처기업육성에 관한 특별조치법에 5년 이상 종사자 1인 및 3년 이상 종사자 2인의 인력을 보유해야 LLC형 창투자조합 결성이 가능한데, 귀하가 보기에 LLC를 운용할 펀드매니저의 적정 경력은 얼마라고 생각하십니까? ()

- 1) 3~5년 2) 5~7년 3) 7~10년 4) 10년이상

문A1-3. 귀하가 보기에 출자자 모집시 출자자들이 중시하는 창투사의 요건은 무엇이라고 생각하십니까? ()

- 1) 기존 조합의 수익률 2) 펀드운용인력
3) 창투사(창투자조합)결성규모 4) 기타 ()

문A1-4. 귀사가 해외진출 계획이 있다면 다음 중에서 어느 단계에 해당됩니까? ()

- 1) 현재 이미 구체적인 준비 중 2) 가까운 미래 (2년 이내)
3) 선발업체의 성공을 관찰한 후(3년 이내) 4) 여건이 마련될 때까지 일단 기다림
5) 별다른 계획 없음

문A1-5. 귀사가 이미 해외진출을 했거나, 혹은 계획 중이라면 무엇을 구체적인 목표로 설정하고 계십니까? 복수응답가능 ()

- 1) 창투사의 주주로 해외주주 합병 2) 해외출자자와 조합결성
3) 해외기업에 투자 4) 해외 벤처캐피탈과 합병M&A 등)
5) 기타 ()

문A2. 다음 항목은 귀사의 지배주주와 역할을 파악하기 위한 내용입니다. 다음 각 항목에 응답해 주시기 바랍니다.

문A2-1. 귀 창업투자회사(이하 창투사)의 경영권을 실질적으로 행사하는 지배주주는 다음 어디에 해당하십니까? ()

- 1) 개인 2) 기업 3) 은행 4) 증권/금융회사
5) 단체 6) 지배주주 없음 7) 기타 ()

문A2-2. (지배주주가 기업, 은행, 증권/금융회사, 혹은 단체인 경우) 지배주주가 귀 창투사를 설립·운영하는 목적은 전략적인 이유에서 입니까 아니면 재무적인 이유에서 입니까, 아니면 둘 다입니까?

(재무적 목적이란 순수한 수익창출을 의미하며, 전략적 목적이란 수익창출 이외의 목표, 가령 사업시너지 창출을 의미합니다).

※ 2가지를 모두 고려하시는 분은 “동등”에 표시하시면 됩니다.

평가항목	절대		매우		중요		약간		중요		매우		절대	평가항목
	중요	(8)	중요	(6)	(5)	(4)	중요	(3)	(2)	중요	(1)	(2)	중요	
재무적 목적														전략적 목적

문A2-3. (지배주주가 기업, 은행, 증권/금융회사, 혹은 단체인 경우에만 응답) 지배주주가 귀 창투사의 경영에 영향을 미친다면 다음의 각 요인별로 그 영향의 정도를 적어주시기 바랍니다.

평가항목	절대적 영향 (5)	매우 큰 영향 (4)	보통 (3)	적은 영향 (2)	영향 없음 (1)
경영의 전반적 방향설정					
자금조달과정					
투자대상 발굴과정					
투자대상 심사 및 선별과정					
투자기업 경영지원과 사후관리					
투자수익 회수과정					
인사/조직 및 일상경영					

문A2-4. (지배주주가 기업, 은행, 증권/금융회사, 혹은 단체인 경우) 지배주주의 사업 혹은 활동 네트워크가 귀 창투사의 활동에 도움이 되고 있다면, 다음의 각 요인별로 그 중요도를 적어주시기 바랍니다.

평가항목	절대 중요 (5)	매우 중요 (4)	상당히 중요 (3)	약간 중요 (2)	중요치 않음 (1)
지배주주의 기술혁신 역량 및 네트워크					
지배주주의 마케팅 역량 및 네트워크					
지배주주의 금융 역량 및 네트워크					
지배주주의 제조/구매 역량 및 네트워크					
지배주주의 정보 및 인적 네트워크					

B. 벤처캐피탈리스트의 인력유동성과 실적관리(track record) 관련 질문

문B1. 벤처캐피탈리스트의 인력유동성을 파악하기 위한 질문입니다. 다음 각 항목에 응답해 주시기 바랍니다.

문B1-1. 우리나라 벤처캐피탈 회사들의 능력과 신뢰도 발전을 저해하는 요인으로 벤처캐피탈리스트들의 잦은 이동 혹은 이직을 지적하는 견해가 있습니다. 이러한 견해에 얼마나 동의하십니까?

매우 동의	동의	중립	별로 동의 않함	전혀 동의 않함
-------	----	----	----------	----------

문B1-2. 귀 창투사에서 벤처캐피탈리스트들의 평균 재직 기간은 얼마나 됩니까? ()
 1) 2~3년 2) 3~4년 3) 4~5년 4) 5~6년 5) 6년 이상

문B1-3. 귀 창투사에서 투자조합이 결성될 경우, 그 투자조합을 책임지는 벤처캐피탈리스트(들)는 몇 년 동안 그것을 담당합니까? ()
 1) 1~2년 2) 2~3년 3) 3~4년 4) 4~5년 5) 5년 이상

문B1-4. 귀 창투사에서는 투자조합이 결성되어 그것을 운영할 책임 벤처캐피탈리스트(들)가 배치될 경우, 해당 벤처캐피탈리스트(들)는 조성자금의 몇 %가 소진될 때까지 그 투자조합을 담당할 의무가 있습니까? ()
 1) 0~30% 2) 30~50% 3) 50~70% 4) 70 이상 5) 원칙 없음

문B2. 다음은 우리나라 벤처캐피탈의 track record 관리수준 현황을 파악하기 위한 설문입니다. 각항목에 응답해 주시기 바랍니다.

문B2-1. 귀 회사가 조성하는 투자조합에 출자하는 투자자들은 다음의 어느 것을 중시합니까?
 ※ 2가지를 모두 고려하시는 분은 “동등”에 표시하시면 됩니다.

평가항목	절대 중요		매우 중요		중요		약간 중요		동등		약간 중요		중요		매우 중요		절대 중요		평가항목
	(9)	(8)	(7)	(6)	(5)	(4)	(3)	(2)	(1)	(2)	(3)	(4)	(5)	(6)	(7)	(8)	(9)		
회사 자체의 평판과 track record																			투자조합 담당 운용인력의 평판과 track record

문B2-2. 만약 귀사에서 책임 벤처캐피탈리스트의 track record를 관리하고 있다면 다음 중 어디에 해당합니까? (복수응답 가능)

- 1) 투자대상기업 발굴자의 track record 관리 ()
- 2) 투자대상기업 심사자만의 track record 관리 ()
- 3) 투자기업의 사후관리자의 track record 관리 ()
- 4) 관리하지 않음 ()

평가항목	매우 효과적	상당히 효과적	중립	별로 효과 없다	전혀 효과 없다
투자조합 결성시 투자심의위원회 설치 등 관련 규약을 강화					
벤처캐피탈리스트의 track record 관리와 공시					
회계투명성을 더욱 강화					
조합간 공동투자를 허용					
창투사 구조를 넘는 유한회사(LLC) 설립					

D. 유한회사(LLC) 관련 질문

문D1. 유한회사(LLC) 제도의 도입이 우리나라 벤처캐피탈 업계의 발전에 큰 도움이 될 것이라는 견해가 있습니다. 이러한 견해에 동의하십니까? ()

- 1) 예 2) 아니오 3) 잘 모르겠다

문D1-1. 만약 유한회사 제도의 도입이 우리나라 벤처캐피탈 업계의 발전에 도움이 된다면, 그 이유는 무엇인지 다음 각 항목에 중요도를 적어주시기 바랍니다.

평가항목	매우 중요	상당히 중요	중립	별로 중요치 않다	전혀 중요치 않다
이해관계 상충문제가 구조적으로 해결되어 출자자들의 신뢰가 제고					
벤처캐피탈리스트들의 track record 관리와 추적이 용이					
유능한 벤처캐피탈리스트들의 권한과 책임, 수익이 증대되어 전문적 능력이 제고					
설립요건이 간소하여 벤처캐피탈 회사 창업이 용이					

문D2. 현재 도입 초기단계에 있는 유한회사형의 새로운 벤처캐피탈 회사(LLC)가 직면할 주요 장애요인은 무엇이라고 생각하십니까? 다음의 예상 장애요인들에 대하여 중요도를 표시해 주시기 바랍니다.

평가항목	매우 중요	중요	중립	별로 중요치 않다	전혀 중요치 않다
출자자들의 인식과 모험심, 신뢰가 부족					
벤처캐피탈리스트들의 경력과 능력, track record가 부족					
기존 유력 창투사들과의 치열한 경쟁					
정부의 유한회사 지원정책 부족					

문D3. 만약 귀하가 혹은 주위의 벤처캐피탈리스트들이 유한회사(LLC) 형태의 벤처캐피탈 회사를 설립할 의향이 있다면 그 예상되는 설립시기는 언제입니까? ()

- 1) 현재 이미 구체적인 준비 중
- 2) 가까운 미래 (2년 이내)
- 3) 선발업체의 성공을 관찰한 후(3년 이내)
- 4) 여건이 마련될 때까지 일단 기다림
- 5) 별다른 계획 없음

문D4. 유한회사(LLC) 형태의 벤처캐피탈을 활성화시키기 위하여 이미 도입된 제도와 정책 이외에 앞으로 '추가적'으로 시행되어야 할 제도 혹은 정책이 무엇인지 귀하의 의견을 자유롭게 적어주시기 바랍니다.

(예시 : 출자자 지원, 우선충당제도 개선등)

E. 사모펀드(PEF) 관련 질문

문E1. 귀사에서 운용하는 투자조합에는 어떤 종류가 있으며, 조합들의 총합계 자금규모는 얼마나 됩니까?

- 1) 창업투자조합 (개, 합계 억원)
- 2) 기업구조조정조합 (개, 합계 억원)
- 3) 신기술금융조합 (개, 합계 억원)
- 4) 한국벤처투자조합 (개, 합계 억원)
- 5) 사모펀드 조합 (개, 합계 억원)

문E2. 귀 창투사가 향후 사모펀드(PEF)를 조성하여 운용할 의향이 있다면 그 예상되는 설립 시기는 언제입니까? ()

- 1) 현재 이미 구체적인 준비 중
- 2) 가까운 미래 (2년 이내)
- 3) 선발업체의 성공을 관찰한 후(3년 이내)
- 4) 여건이 마련될 때까지 일단 기다림
- 5) 별다른 계획 없음

문E3. 귀 창투사가 앞으로 사모펀드(PEF)를 조성한다면 어떤 유형의 기업에 투자할 예정입니다?

(복수응답 가능)

- 1) 대기업 ()
- 2) 중견기업 ()
- 3) 중소기업 ()
- 4) 벤처기업 ()
- 5) 특정분야 없음 ()
- 6) 기타 ()

문E4. 귀 창투사가 혹은 일반적으로 창투사들이 사모펀드(PEF) 사업을 추진함에 있어 예상되는 주요 장애요인은 무엇인지에 관해 다음 항목에 대해 그 중요도를 표시해 주십시오.

평가항목	매우 중요	상당히 중요	중립	별로 중요치 않음	전혀 중요치 않음
예상 출자자들의 인식부족과 모험심 부족, 그리고 창투업계에 대한 신뢰 부족					
창투사가 설립할 사모펀드 운용자들의 경력, 능력, track record 부족					
기존 대형 사모펀드 회사들과의 치열한 경쟁					
정부의 정책적 규제					

문E5. 위와 같은 장애요인들도 불구하고 우리나라 창투사들이 적극적으로 향후 사모펀드 사업에 나서야 한다고 본다면 그 이유는 무엇입니까? 다음 각 항목에 대해 그 중요도를 적어 주시기 바랍니다.

평가항목	매우 중요	상당히 중요	중립	별로 중요치 않음	전혀 중요치 않음
벤처투자자와 중소기업구조조정 투자를 통해 획득한 투자 노하우의 활용					
기존 사업 영역을 넘어서는 신규 사업영역 진출을 통한 사업 다각화					
아무런 투자대상 제한이 없는 사모펀드 제도를 이용한 적극적인 투자대상 발굴					
대형 기관투자자의 유치를 통한 대규모 투자조합의 구성과 이를 통한 사업 대형화					

F. 경영지배 관련 질문

문F1. 최근 정부는 창업투자회사, 창업투자조합이 7년 이내 창업기업에 대한 경영지배 목적 투자를 허용한 바 있습니다. 이러한 경영지배 목적 투자 허용을 통해서 발생하게 될 기대효과의 중요도를 어떤 것이라고 생각하십니까?

평가항목	매우 중요	상당히 중요	중립	별로 중요치 않음	전혀 중요치 않음
창업초기단계 중소·벤처기업의 충분한 자금 조달					
창업주나 경영진의 경영·사업화 능력 부족시 보완					
창업주 또는 경영진의 도덕적 해이를 견제					
창업기업의 M&A, IPO 등 투자금의 안정적 회수에 기여					
기타 ()					

G. 기업가치평가 관련 질문

문G1. 다음은 벤처기업 발굴 및 심사과정에서 평가지표로 되는 항목들입니다. 투자한 (할) 벤처기업의 성장단계(초기, 성장, IPO등 투자회수기)가 변화함에 따라 귀사의 평가기준이 어떻게 변화하는지를 그 중요도 별로 표시해주시기 바랍니다.

평가항목	초기단계 벤처기업					성장기 벤처기업					IPO등 투자회수기 벤처기업				
	매우 중요	상당히 중요	중립	별로 중요치 않음	전혀 중요치 않음	매우 중요	상당히 중요	중립	별로 중요치 않음	전혀 중요치 않음	상당히 중요	상당히 중요	중립	별로 중요치 않음	전혀 중요치 않음
사업내용 (실적 및 전략)															
시장현황															
경쟁사 (기술경쟁력) 분석															
고객분석															
인적자원분석															
리스크분석															
기타 ()															

문G2. 귀사가 초기 벤처기업을 발굴/심사하는 경우 필요정보를 어떤 경로를 통해 획득합니까?
(복수응답 가능)

항목	정보 파악 방법	응답
1) 경영자 정보	① 관련 벤처캐피탈리스트로부터 경영자 정보 파악 ② 해당 업계의 지인으로부터 경영자 정보 파악 ③ 경영자정보 파악을 위한 신용평가기관을 활용 ④ 기타 ()	
2) 해당 산업 정보	① 개인적으로 지속적인 산업 정보 Update ② 해당 산업의 전문가로 구성된 네트워크 활용 ③ 전문기관의 산업정보 서비스(연구서 포함) 활용 ④ 기타 ()	
3) 제품의 시장성	① 개인적으로 지속적인 시장 정보 Update ② 해당 시장의 전문가로 구성된 네트워크 활용 ③ 전문기관의 시장정보 서비스(연구서 포함) 활용 ④ 기타 ()	
4) 기술의 혁신성 및 가치평가	① 개인적으로 지속적인 기술 정보 Update ② 해당 기술 전문가로 구성된 네트워크 활용 ③ 전문기관의 기술가치평가 서비스 활용 ④ 기타 ()	

문G3. 투자 대상 벤처기업을 선정하는데 있어서 우리나라 벤처캐피탈은 미국에 비해 장기적인 기술성 및 성장가능성 등에 대한 평가보다는 단기적으로 시장창출가능성만 평가한다는 의견이 있습니다. 이에 대해 동의하십니까 ?

매우 그렇다	그렇다	동일하다	그렇지 않다	매우 그렇지 않다

문G3-1. 만일 상기 의견에 동의하시는 경우 그 원인은 무엇이라고 생각하십니까 ?

- 1) 업무의 전문성 부족
- 2) 기술성 및 성장가능성 평가를 위한 정보 축적의 부족
- 3) 기술성 및 성장가능성을 평가하기 위한 전문적 네트워크 형성 부족
- 4) 조합의 짧은 운용기간
- 5) 기타 ()

문G4. 귀사에서(또는 귀하께서) 투자 대상 기업의 기술가치평가를 수행하면서 느끼시는 애로사항은 다음 중 어떤 내용입니까 ? (복수응답 가능)

- 1) 기술가치평가와 관련된 전문적인 지식의 부족
- 2) 기술가치를 평가할 수 있는 전문인력의 부족
- 3) 높은 평가비용으로 인하여 외부 기술가치평가기관을 활용하기 어려움
- 4) 신뢰성 있는 기술가치평가 기법이 부족
- 5) 기타 ()

문G5. 벤처캐피탈의 기업가치 또는 기술가치평가능력을 강화시키기 위해서 가장 시급한 문제를 다음 칸에 자유롭게 기술해 주시기 바랍니다.

벤처캐피탈 활성화를 통한 벤처기업 지원방안에 관한 설문조사(기업용)

귀사의 무궁한 발전을 기원합니다.

본원에서는 과학기술부와 함께 국내 벤처기업 활성화를 위한 자금지원 및 운영 방안에 대하여 정책연구를 진행하고 있습니다. 이와 관련하여 여러 관계자분들로부터 벤처캐피탈 활성화를 통한 자금지원 및 운영에 관한 기초 자료들과 의견들을 수집하고자 합니다. 다음 설문에 응답해 주시면 정책 연구 결과가 정책 수행에 최대한 반영될 수 있도록 노력하겠습니다. 응답하신 자료는 연구목적 이외에는 사용되지 않을 것을 밝혀드립니다.

연구 및 조사기관 : 과학기술정책연구원(STEPI)

연구책임자 : 부연구위원 임채윤

전화 : 02-3284-1780 팩스 : 02-3284-1869

담당연구원 : 백승호 ba321@stepi.re.kr

제 출 기 한 : 2005년 11월 6일(토요일)

기업명:	응답자 성명:
	응답자 소속부서:
기업주소:	응답자 직위:
	전화번호/팩스번호:
회사설립년도:	응답자 e-mail주소:

B. 벤처캐피탈(창업투자회사) 관련 질문

문B1. 귀사는 창투사로부터의 투자유치 이후 창투사(조합)와의 관계에 대한 전반적인 만족도를 어떻게 생각하십니까?

매우 만족	대체로 만족	보통	대체로 불만족	매우 불만족
1	2	3	4	5

문B2. 귀사가 창투사로부터의 투자유치 이후 창투사(조합)와의 관계에서 겪은 애로사항은?

복수응답 가능 ()

- 1) 사업관련 보고자료 요청
- 2) 주요 의사결정시 간섭
- 3) 추가 자금조달 어려움
- 4) 무리한 임원파견
- 5) 높은 배당 요구
- 6) 무리한 IPO요구
- 7) 투자지분 buyback 요구
- 8) 기타()

문B3. 귀사가 보기에 금융기관으로부터의 융자(차입)보다 창투사(투자조합)로부터의 투자가 좋은 점은 무엇입니까?()

- 1) 회사에 대한 재무적 부담이 없음(담보제공, 원금상환, 재무구조 등)
- 2) 자금의 사용이 원활(융자시보다 회사의 목적에 맞게 R&D자금 등으로 활용이 가능)
- 3) 창투사의 네트워크 및 법률, 경영 등의 지원 활용
- 4) 기타()

문B4. 귀사가 벤처캐피탈로부터 자금조달을 받지 못하였거나, 어렵게 투자를 받았다면 그 가장 큰 이유는 무엇이라고 생각하십니까? 복수응답가능()

- 1) 벤처캐피탈과의 투자조건 상이
- 2) 벤처캐피탈업계의 투자재원 부족
- 3) 벤처캐피탈의 까다로운 심사기준
- 4) 벤처캐피탈과의 신뢰관계 형성필요
- 5) 기타()

문B5. 귀사가 벤처캐피탈과의 투자협상시 결과적으로 투자가 이루어지지 않았던 이유는 무엇이라고 생각하십니까? 복수응답가능()

- 1) IPO조항
- 2) Buyback조항

- 3) 충분하지 않은 투자자금
- 4) 다른 창투자(조합)가 보다 유리한 투자조건을 제시
- 5) 무리한 경영간섭 요구
- 6) 기타()

문B6. 만약 귀사에 투자한 벤처캐피탈 혹은 투자조합으로부터 컨설팅 지원을 받는다면, 다음 중 어느 유형에 해당하며 그 효과는 어느 정도입니까?

지원유형	활용하지 않음	효과				
		전혀 중요하지 않았음	거의 중요하지 않았음	보통	약간 중요 하였음	매우 중요 하였음
(1) 핵심 인력 충원 지원	0	1	2	3	4	5
(2) 기술개발 과정에서 지원	0	1	2	3	4	5
(3) 사업 다각화 등 아이디어 구체화 지원	0	1	2	3	4	5
(4) 마케팅 지원	0	1	2	3	4	5
(5) 여타 금융권(은행, 타 창투자, 신용보증 기금 등)으로부터의 자금조달 지원	0	1	2	3	4	5
(6) 기타 경영 활동에 도움이 되는 정보 지원	0	1	2	3	4	5

문B7. 최근 정부는 유한회사(LLC) 설립과 벤처캐피탈의 투자 기업에 대한 경영지배를 허용하였습니다. 만약 벤처캐피탈이 귀사에 투자와 더불어 경영권을 인수할 의사가 있다면 귀하는 경영권 프리미엄의 가치가 어느 정도 된다고 보십니까? ()

- 1) 보유지분의 인수가격의 10% 미만
- 2) 보유지분의 인수가격의 10% - 30%
- 3) 보유지분의 인수가격의 30% - 50%
- 4) 보유지분의 인수가격의 50% - 70%
- 5) 보유지분의 인수가격의 70% - 100%
- 6) 보유지분의 인수가격의 100% 이상
- 7) 기타

문B7-1. 위 질문과 관련하여 만약 벤처캐피탈이 경영권 참여를 목적으로 좋은 투자조건을 제시하였음에도 귀하가 벤처캐피탈로부터 투자를 받지 않는다면 그 이유는 무엇입니까?

- 1) 기업에 대한 애착심
- 2) 벤처캐피탈의 적절치 못한 경영 간섭 우려
- 3) 비전문적인 이사진 혹은 경영진 선임 요구 우려
- 4) 기업의 안정적인 성장 저해
- 5) 기타 ()

문B8. 귀사에 투자할 의사가 있는 벤처캐피탈이 귀사의 기업가치를 평가할 때 가장 고려하고 있는 사항은 무엇이며 그 항목의 중요성은 어떻게 판단하고 계십니까?

평 가 항 목	전혀 중요하지 않았음	거의 중요하지 않았음	보통	약간 중요 하였음	매우 중요 하였음
(1) 창업자의 신뢰성	1	2	3	4	5
(2) 해당산업의 성장성	1	2	3	4	5
(3) 제품의 시장성	1	2	3	4	5
(4) 보유기술의 혁신성	1	2	3	4	5
(5) 잠재고객의 확보	1	2	3	4	5
(6) 매출발생 여부	1	2	3	4	5
(7) 재무 건전성	1	2	3	4	5

문B9. 만일 귀하께서 벤처캐피탈의 기업가치 평가에 대해서 불만족스럽다면, 향후 벤처 캐피탈이 어떤 항목에 주안점을 두고 평가해야 될 항목의 중요성은 어떻게 판단하고 계십니까?

평 가 항 목	전혀 중요하지 않았음	거의 중요하지 않았음	보통	약간 중요 하였음	매우 중요 하였음
(1) 창업자의 신뢰성	1	2	3	4	5
(2) 해당산업의 성장성	1	2	3	4	5
(3) 제품의 시장성	1	2	3	4	5
(4) 보유기술의 혁신성	1	2	3	4	5
(5) 잠재고객의 확보	1	2	3	4	5
(6) 매출발생 여부	1	2	3	4	5
(7) 재무 건전성	1	2	3	4	5

문B10. 최근 논의가 되고 있는 유한회사(LLC) 설립 및 벤처캐피탈의 경영지배 허용에 의해 기업에서 발생할 수 있는 문제점들을 자유롭게 기술해 주십시오.

(유한회사(Limited Liability Company)란 벤처캐피탈리스트 2~3명이 소규모 유한회사를 만든 뒤 투자조합을 결 성, 벤처기업에 투자하는 방식을 말합니다).