

# **Venture Business 의 재무적 특성과 주요 이슈**

**한국 CFO 스쿨 부학장 심규태**

## Venture Business의 재무적 특성과 주요 이슈

2005.

심규태 (한국CFO스쿨 부학장)  
ktshim@cfoschool.co.kr

한국CFO스쿨

### ◆ 벤처기업의 정의

- 높은 위험과 높은 수익성을 가진 신생기업  
(New Business with high risk, high return)
- 고도의 기술집약적 창업기업  
(High-tech starts-up, High-tech venture)

▶ 벤처기업 정의에서 알 수 있는 재무적 의미는?

한국CFO스쿨

◆ 벤처기업의 (일반적 의미에서의) 성공기준

- 가장 일반적인 기준은 IPO  
- 투자에 대한 회수를 가장 높게 가장 확실하게 할 수 있음.
- 다른 성공기준  
- M&A, 배당, Project Financing 등

☞ 벤처기업 재무에서 Exit이 주는 의미는?

한국CFO스쿨

◆ 벤처기업 재무의 특성

- 일반관리회계 중심이 아닌 목적성 equity finance 중심
- 일상적 순환회계가 아닌 funding과 exit 중심의 strategic finance
- 일반적인 비상장 기업재무의 재무지표인 Cash-generation only가 아닌 Valuation-based finance
- 자금원 자체가 고위험 고수익형 fund

◆ 벤처기업 재무의 구조

- Funding: 가격산정(valuation), 지분율
- Exit: IPO, M&A, 배당, Project financing
- Finance: Financial Forecasting, Cash Flow Management

한국CFO스쿨

◆ 주요재무 이슈

• 자금조달을 어떻게 할 것인가?

- 각 단계별 자금원은 누구인가?
- 이 라운드에서 얼마만큼의 자금이 조달되어야 하는가?
- 조달자금의 최소규모는 얼마이고 최대규모는 얼마인가?
- 자금을 조달하기 위해 얼마만큼의 지분을 포기해야 하는가?
- 지분희석과 관련하여 최후의 지지선은 어디인가?

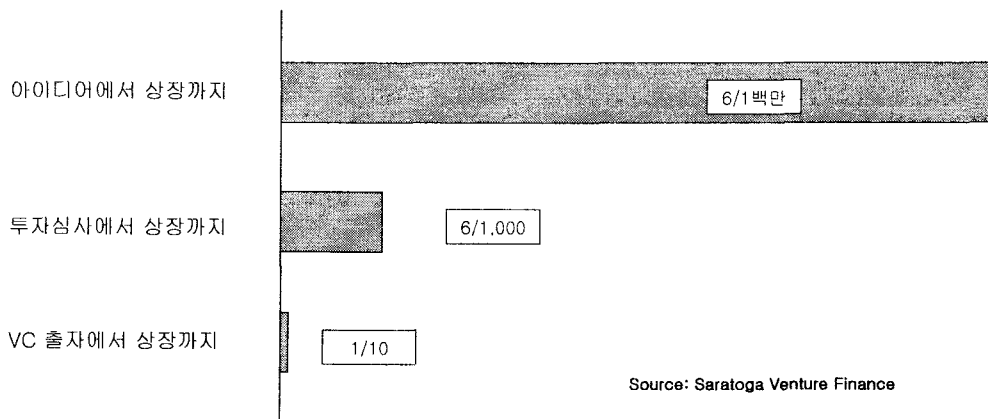
• Exit은 언제 어떻게 할 것인가?

- 회수시기와 방법은?
- 회수 시 투자수익은?

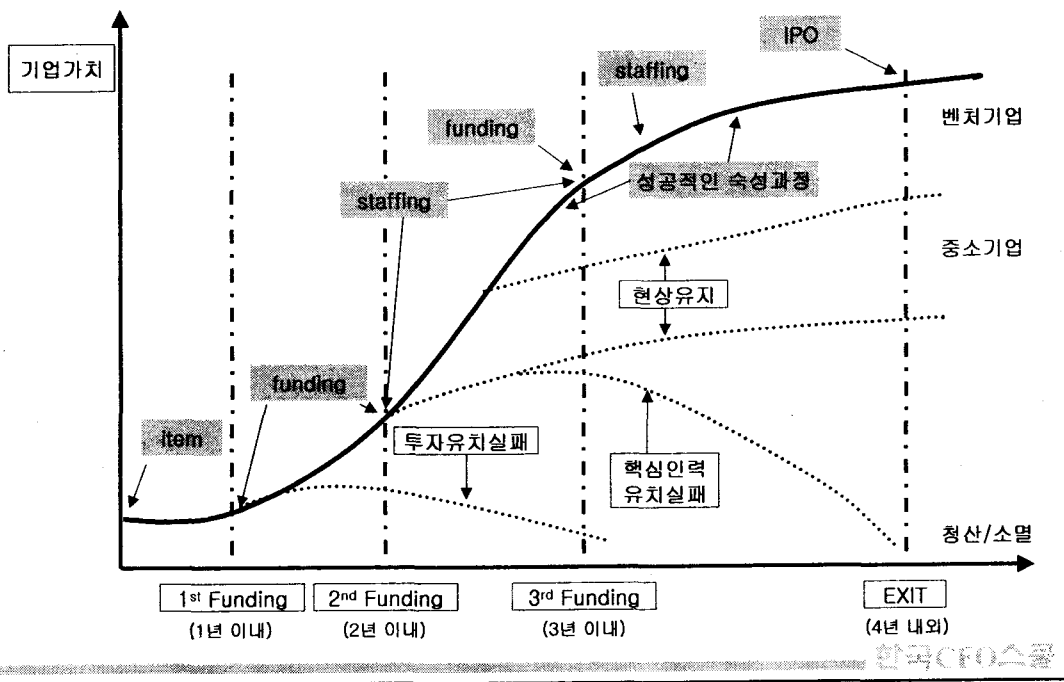
• 가치평가와 재무추정을 어떻게 할 것인가?

- 현금흐름추정과 관리는?

◆ 첨단기술 신설 벤처기업의 성공확률



◆ 벤처기업 성장단계별 모형



◆ 벤처기업의 핵심성공요인 (미국의 경우)

•보통 Item, Funding, Staffing, Management(성장과정관리), Exit 의 다섯 가지 관점에서 접근

성공요인	내용
Item	<ul style="list-style-type: none"> <li>•high-tech, 원천기술, 플랫폼 기술</li> <li>•가치창조, 새로운 세계를 제시하며 무한한 시장 확대력</li> <li>•미국시장에서 성공 = 글로벌 성공</li> </ul>
Funding	<ul style="list-style-type: none"> <li>•펀딩의 결정은 technology plan이 아니라 business plan</li> <li>•단계별 펀딩을 하며 비전과 정확한 가치평가를 통해 펀딩결정</li> <li>•전문적인 venture capitalist 들이 가치창조적인 참여</li> </ul>
Staffing	<ul style="list-style-type: none"> <li>•성장단계별 핵심인력, 특히 CFO, COO, CMO 등을 영입</li> <li>•Venture capitalist 들이 휴먼소싱에 중요한 역할</li> </ul>
Management	<ul style="list-style-type: none"> <li>•성공사이클을 지속적으로 유지, 확대하는 선순환 경영관리 구조</li> <li>•사람과 기술의 절묘한 결합</li> </ul>
Exit	<ul style="list-style-type: none"> <li>•IPO 자격은 매우 엄격, 등록 이후에는 더욱 전문경영체제로 전환</li> <li>•다른 exit 방법도 적극적으로 활용 (M&amp;A 등)</li> </ul>

◆ 핵심성공요인 1. Item

• 벤처는 기술이 아니라 사업아이템 (=기술+시장)

구분	위험요인	성공요인
기술	<ul style="list-style-type: none"> <li>•기술=사업 아이템</li> <li>-기술-제품-상품을 구분하지 않음</li> <li>•Technology roadmap 불명확</li> <li>- low-end 기술</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>•사업 아이템과 기술을 구분</li> <li>-시장은 기술이 아니라 상품을 원함.</li> <li>-기술-제품-상품의 연계역량은 필수</li> <li>•Technology roadmap, 글로벌 수준과 자신의 수준 등을 파악하여 사업아이템 선정</li> <li>•틈새시장을 공략할 수 있는 경쟁력 있는 일류기술, 철저한 시장지향형 기술</li> </ul>
시장	<ul style="list-style-type: none"> <li>•불명확한 목표시장, 경쟁자, 시장 규모</li> <li>•시장에서 승부를 걸만한 명쾌한 비즈니스 모델 부재</li> <li>•좁은 국내시장과 글로벌 진출 한계</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>•철저한 시장분석을 통한 사업기회 포착</li> <li>-시장을 직접 눈으로 확인하는 습관</li> <li>•사업계획서는 기술과 시장을 검증하는 도구</li> <li>•국내시장보다는 글로벌 시장 지향</li> <li>•시장접근전략을 분명하게 해야 함.</li> <li>-제품 차별화, 원가우위, 틈새전략 등</li> </ul>

한국CFO스쿨

◆ 핵심성공요인 2. Funding

• 투자자의 가장 큰 유인책은 Business Plan

구분	위험요인	성공요인
펀딩조건	<ul style="list-style-type: none"> <li>•Technology plan을 business plan으로 착각</li> <li>•Business plan 상 단계별 펀딩규모를 추정하지 못함.</li> <li>•단계별 성과목표/실적과 비전 미제시</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>•Business plan을 명확하게 해야 함</li> <li>-투자자는 기술을 사는 것이 아니라는 것을 명심.</li> <li>•단계별 소요자금의 추정</li> <li>-과다계상, 과소계상을 피하기 위해서는 단계별 추정이 필요함.</li> <li>•단계별 성과와 비전제시를 통해 투자자를 유인</li> </ul>
펀딩원천	<ul style="list-style-type: none"> <li>•다양한 펀딩방법을 활용하지 못함</li> <li>•투자유치=지분축소</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>•성장단계별 다양한 투자유치 전략사용</li> <li>•파이를 키우면 더 많은 수익확보 가능</li> </ul>
자금흐름 관리	<ul style="list-style-type: none"> <li>•Business mind가 없는 자금 사용</li> <li>-최고의 설비확보 욕심</li> <li>-무분별한 비용성 경비 사용</li> <li>•자금의 흐름을 제대로 이해하지 못함</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>•핵심기술과 시장침투만을 위한 자금사용</li> <li>-Business plan에 따라 사용</li> <li>•자금회전율에 대한 이해</li> <li>-기존기업보다 자금회전율이 길다.</li> <li>-상품과 현금흐름은 시간차이가 있다.</li> </ul>

한국CFO스쿨

◆ 핵심성공요인 3. Staffing

•성장단계에 따라 필요한 핵심인력을 유지하되 제대로 활용

구분	위험요인	성공요인
인재 확보	<ul style="list-style-type: none"> <li>•적절한 시기에 적절한 인재 확보                             <ul style="list-style-type: none"> <li>-CFO, CMO, COO 등</li> </ul> </li> <li>•미국은 벤처캐피탈이 시의적절하게 전문경영인 투입</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>•성장단계에 다른 인재 확보 전략을 사 전수립하고 필요인재를 확보                             <ul style="list-style-type: none"> <li>-역할, 필요역량에 다른 인재풀</li> <li>-특히 CEO의 역량을 냉정하게 분석하고 필요한 경우에는 과감하게 교체</li> </ul> </li> <li>•벤처캐피탈이 경영에 가치를 더할 수 있는 휴먼소싱에 적극참여</li> </ul>
인재 활용 유지관리	<ul style="list-style-type: none"> <li>•인력의 충분한 활용 미흡                             <ul style="list-style-type: none"> <li>-역할, 필요역량이 명확하지 않음</li> <li>-CFO는 코스닥 등록용</li> </ul> </li> <li>•초기멤버의 팀워크관리 부재</li> <li>•프로를 위한 유인책 개발 미흡</li> <li>•창업멤버와 이후 입사 멤버간의 갈등 등</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>•전문인력들을 경영목적에 적합하게 활용</li> <li>•창업멤버들과의 명확한 보상 rule 합의</li> <li>•프로들에게는 금전적 보상만이 모든 것은 아님. (비전, 팀워크, 기업문화, 리더쉽)</li> <li>•창업멤버와 이후 입사멤버간의 융합 관리</li> </ul>

한국CFO스쿨

◆ 핵심성공요인 4. Strategy & Management

•Business model의 level up, 끊임없는 구조조정, 관리시스템의 구축

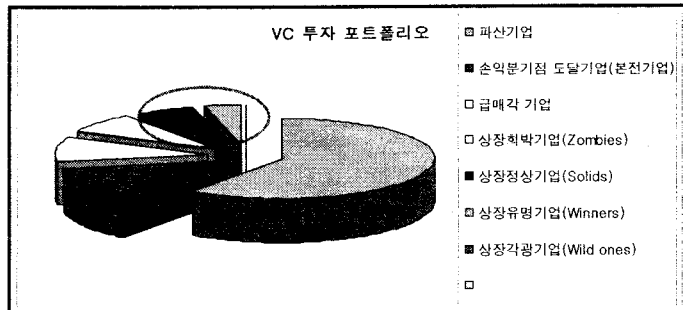
구분	위험요인	성공요인
사업구조	<ul style="list-style-type: none"> <li>•시장의 변화흐름을 읽지 못함                             <ul style="list-style-type: none"> <li>-초기 비즈니스 모델의 고집</li> <li>-구조조정이 필요한 시기에도 회피</li> </ul> </li> <li>•아웃소싱보다는 내부화 선호에 따른 과다비용, 비효율</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>•비즈니스 모델을 시장의 변화흐름에 적합하게 끊임없이 level up                             <ul style="list-style-type: none"> <li>-벤처기업도 구조조정은 상시적이어야 함</li> </ul> </li> <li>•잘 하는 것에만 집중하고 나머지는 아웃소싱                             <ul style="list-style-type: none"> <li>-R&amp;D, 생산관리, 마케팅에 집중</li> <li>-영업, 생산 등은 외주화 내지 전략적 제휴</li> </ul> </li> </ul>
조직관리	<ul style="list-style-type: none"> <li>•성장단계에 적합한 내부관리시스템의 개발부재</li> <li>•보상에 대한 명확한 rule 미흡</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>•벤처문화를 간직하면서 성장단계에 적합한 내부관리시스템 구축                             <ul style="list-style-type: none"> <li>-사람에 의한 관리 → 조직, 문화에 의한 관리</li> </ul> </li> <li>•객관적인 평가시스템, 공정한 보상기준 제시</li> </ul>
지배구조	<ul style="list-style-type: none"> <li>•창업자중심의 폐쇄적 지배구조                             <ul style="list-style-type: none"> <li>-투명경영이 잘 안됨</li> </ul> </li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>•지분보다는 사업을 통해 이익을 실현하는 경영선진화</li> <li>•투명경영 실현</li> </ul>
exit	<ul style="list-style-type: none"> <li>•IPO를 지상과제로 생각</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>•다양한 회수방법을 활용</li> </ul>

한국CFO스쿨

- 신규상장 이후 창업자 대표이사들이 보유하고 있는 지분은 총지분의 4%를 넘지 못한다.
- 신설벤처기업이 사업에 성공해 기업공개에 나설 경우 창업자 대표이사들의 보유주식지분을 평가(보유주식 × 상장가격)하면 약 650만 달러에 이를 것으로 기대할 수 있다.
- 성공적인 벤처캐피탈리스트들이 매 5,000만달러 상당의 벤처자금을 벤처기업들에 투자해 받는 개별적인 성과보상은 5년간에 걸쳐 연봉 외에 약 700만 달러에 달한다.
- 벤처캐피탈리스트들은 매년 투자심사를 의뢰하는 1,000여 개 신설 벤처기업들의 투자유치용 사업계획서 중 평균 6개에 자금을 투자한다.
- 성공적으로 벤처자금을 유치한 첨단기술기업 중 60% 정도는 파산에 직면한다.
- 신설벤처기업의 약 30%는 타기업에 흡수합병되거나 기업자산 매각정리, 청산 절차를 밟게 된다.
- 벤처캐피탈 투자조합을 결성하고 자금을 운용하는 벤처캐피탈리스트들은 조합자금에서 연 22% 이상의 수익을 얻는 것을 목표로 한다.
- 벤처캐피탈리스트가 투자해 성공한 10%의 신설 벤처기업들로부터 얻는 투자수익은 나머지 90%의 신설 벤처기업들에 대한 투자실패로 발생하는 손실을 보상에 준다.

한국CFD스쿨

◆ 경기 호황 시 전형적인 벤처캐피탈 투자조합의 투자 포트폴리오



	출자금액	분포(%)	순수익(백만달러)
파산기업	30	60	-30
손익분기점 도달기업(본전기업)	6	12	0
급매각 기업	5	10	1.5
상장희박기업(Zombies)	4	8	2.4
상장정상기업(Solids)	3	6	21
상장유명기업(Winners)	2	4	78
상장각광기업(Wild ones)	0	0	0
총계 포트폴리오	50	100	72.9

•가정: 5,000만 달러 규모의 투자포트폴리오

•개별신설 벤처기업당 평균 투자금액은 100만달러

한국CFD스쿨



◆ 벤처성공을 위한 핵심 포인트

출처: 삼성경제연구소

▶ Point1. 벤처산업은 철저한 게임의 법칙이 준수되는 곳이다.

- 시장, 투자자, 벤처기업이 동일한 게임의 법칙으로 움직일 때 성공
- 벤처기업에게 시장이란 불안정, 리스크를 의미함

▶ Point2. 벤처는 시장과 기술이 결합한 사업아이템이다.

- 기술은 상품화의 전제조건일 뿐 기술을 상품으로 연결하지 못하면 가치를 창출할 수 없음.

▶ Point3. 투자자는 기술플랜이 아니라 비즈니스 플랜을 산다.

- 돈이 없는 것이 아님. 오히려 투자자가 돈을 벌 수 있는 곳을 찾지 못해 안달하고 있음.

▶ Point4. Global niche player 가 되어야 한다.

- 원천기술에 너무 부담을 가질 필요는 없음. 틈새기술, 틈새시장을 찾아 시장을 재편하거나 가치를 창출할 수 있으면 됨.
- 국내시장은 좁고 한계가 있음. 글로벌 틈새시장을 찾아서 공략할 수 있어야 함.

▶ Point5. 지분의 변화를 두려워하지 마라. 파이를 키우면 더 큰 이익을 얻을 수 있다.

- 투자를 유치하여 파이를 키운다면 더 큰 이익실현이 됨.

한국CFO스쿨

▶ Point6. 상품흐름과 현금흐름의 주기를 정확히 파악하라.

- 창업벤처는 기존기업보다 자금순환주기가 더 길게 됨. 특히 현금흐름을 정확히 파악해야 자금 위험을 줄일 수 있음.

▶ Point7. 창업자의 CEO 자리는 역량이 있을 때까지만 하라.

- 야후, 시스코 등은 성장단계에 따라 시기적절하게 역량있는 CEO를 영입한 것이 성공의 원인

▶ Point8. 우수한 인재일수록 금전적 보상보다는 비전과 팀워크를 더 따진다.

- 실리콘밸리의 가장 큰 이직이유는 상사와의 관계, 비전상실, 일할 맛이 나지 않는 팀워크

▶ Point9. 굴러온 돌과 박힌 돌간의 마찰과 갈등을 방치하지 마라.

- 시기적절하게 조직문화를 바꾸고 열린 커뮤니케이션을 활성화

▶ Point10. 벤처의 최고전략은 아웃소싱이다.

- 벤처는 작은 기업임을 명심. 모든 것을 잘할 수 없으므로 강점에 역량을 집중하고 나머지는 외부화

▶ Point11. 벤처의 출구는 여러 곳이 있다.

- 벤처가 망한다는 것은 당연한 일임. 지탄의 대상이 될 수 없음.
- 비즈니스 모델과 사업환경간의 적합성을 따져 적절한 출구를 찾아 신속하게 행동하는 것이 필요함.

한국CFO스쿨

### ◆ 벤처기업 재무 key issues & check points

재무적 수행을 위한 사업계획과 전략은 세워져 있는가?  
자금조달 방법과 Exit 방법을 결정했는가?  
목표한 전체 사업단계에 대한 projection을 가지고 있는가?  
단계별 목표 및 자금조달 전략이 수립되어 있는가?  
단계별 cash flow 관리 시나리오가 수립되어 있는가?  
필요한 전문지식과 역량을 확보하고 있는가? (가치평가, IPO, M&A, 협상, 커뮤니케이션 등)  
자금조달을 위해 구체적인 정보와 contact points를 가지고 있는가?  
각 분야별 필요한 전문가의 역할에 대해 알고 있으며, 필요한 네트워크 또는 contact point를 가지고 있는가?  
Exit에 대한 contingency plan을 가지고 있는가?

### ◆ 기초 check points

투자유치가 안 된다.  
사업계획서가 없다. 있긴 있는데 내 머리 속 사업계획과 차이가 있어서 update 해야 된다.  
생각만 하고 시도와 실행은 적극적으로 하지 않는다.  
누구를 만나야 할 지 모른다.  
어떻게 해야 할 지 모른다.  
회사 내에 이 일을 함께 할 전문적인 임원이나 직원이 없다.  
재무, 투자관련 전문지식, 네트워크가 없다.  
전략보다는 기회 되는 대로 시도하고 있다.  
다른 기업 투자 받거나 IPO 하는 것 보면 별거 아닌데 잘도 한다는 생각이 든다.  
자금이 충분하지 못해서 즉, '자금만 있으면' 하는 생각이 지배적이다.  
성공하면 되는 거지 Exit 이나 ROI 같은 건 잘 모르겠다.

한국CFO스쿨

### ◆ 가치평가 계량화 기법

#### ▶ 투자수익률 승수 (Multiple ROI)

출자시기부터 투자자금을 유동화시킬 수 있는, 즉 신설 벤처기업이 기업을 공개할 때까지 합리적으로 기대할 수 있는 투자승수는 어느 정도인가? (신설 벤처기업이 사모로 종자돈과 나중 단계의 자금을 조달할 때 VC들이 가장 자주 사용하는 것) 현재 1달러의 현금가치는 신규시장 시 얼마의 달러 가치를 갖게 될 것인가?

#### ▶ 연투자수익률 (ROI Per Year)

신설 벤처기업이 기업을 공개할 때쯤 매년 얼마를 벌 수 있을 것인가? (자금조달 단계가 긴 신설 벤처기업의 초기단계에 자금을 투자한 투자자들에게는 특히 중요) 만약 1달러를 은행에 예금한다면 신규시장 주식가격 가치를 갖기 위해 연 얼마의 이자를 벌어들여야 하는가?

#### ▶ 지분비율 (Control percent)

이 자금조달 단계 후에 얼마만큼의 의결권 있는 주식을 확보할 것인가? (적극적으로 참여하는 투자자들에게는 중요한 문제) 투자자들과 경영진 그리고 직원들간에 기업주식 지분비율 (모든 주식 옵션이 행사된다고 감안한다면)은 어떻게 되는가?

한국CFO스쿨

▶ 다음 단계들 (Next rounds)

만약 신설 벤처기업이 또 한 번의 자금조달을 필요로 한다면 다음 단계에 참여하는 투자자에게 어느 정도의 지분을 줄 수 있는가? 특히, 이것은 만약 신설벤처기업이 어려움에 빠질 때에도 투자자들을 끌어들이기 만큼 충분한 양인가? 다음 단계에서 우리의 주식 가격이 평가절하되는 것을 피할 수 있을까? (거액의 자금을 필요로 하는 신설 벤처기업의 자금조달에 특히 중요한 사안) 만약 계속 이어지는 자금조달 단계에서 주가가 2대 1의 비율로 한다면 우리가 바라는 신규상장 주가가격을 맞출 수 있을까?

▶ 전단계들 (Prior rounds)

이 단계의 주가가격은 바로 전 단계의 자금조달에 참가한 투자자들에게 지나치게 높은 수익을 안겨줄 것인가? 신규 투자자들은 이전 자금조달에 참가한 투자자들에게 엄청난 불로소득을 만들어주는 것을 원치 않는다. 대신 신규자금의 주가가격 인상폭을 3대 1 이하로 하려고 시도할 것이다. 1990년대 초반에는 주가가격 결정에서 2대 1이나 그 이하가 전형적인 것이었다.

▶ 역사적 승수 (Historical multiples)

그 동안 신설 벤처기업의 재무제표를 감안할 때 이번 단계의 주가가격은 다른 유사한 기업과 비교해서 적절한가? 이 단계는 몇 배의 매출액을 의미하는가?

▶ 미래승수 (Future multiples)

신설 벤처기업의 미래 재무제표 예측치를 이용하면 이번 단계의 주가가격은 다른 유사한 기업과 비교해 적절한가? 이 단계는 몇 배의 매출, 수익, 장부가치 현금흐름을 의미하는가? (특히 신규상장 주가가격을 결정할 때 사용된다.)

한국CFO스쿨