

벤처창업 초기투자 활성화 방안에 관한 연구

최영근*

상명대학교 경영학부 교수

전성민**

가천대학교 경영대학 교수

이승용***

연세대학교 경영연구소 연구원

국 문 요 약

본 연구는 국내에 벤처 창업 자금이 많이 제공되나 실제로 스타트업이 투자 유치에 어려움을 겪고 있는 초기투자의 딜레마 문제를 연구하였다. 기술기반 스타트업은 새로운 제품과 서비스를 제공하는 신규 시장을 형성하면서 일자리와 고부가가치를 창출한다는 점에서 국민경제에서 역할이 매우 중요하다. 하지만 주요 선진국에 비해 국내에서는 초기 스타트업이 기술이전 후 창업으로 연계되지 못하는 경우가 많은 실정이다. 특히 최근에 국내 벤처창업 생태계에 정부 자금의 공급이 넘쳐나고 있음에도 불구하고 초기 단계 기업들은 자금 투자의 필요성을 역설하고 다수가 자기자본으로 시작하고 있는 것이 현실이다. 이에 본 연구에서는 국내 창업벤처 및 육성 지원책을 고찰하고, 국내 벤처캐피탈 투자현황을 분석하여, 초기 단계 벤처기업에 대한 투자 활성화를 위해 투자 방식의 개선, 투자 주체의 확대, 그리고 투자 유형의 다변화를 제시하고자 하였다. 또한 벤처생태계의 초기투자 활성화를 위한 정책 수립에 필요한 조사와 방안을 제시하였다.

핵심주제어: 벤처캐피탈, 벤처창업, 공공벤처캐피탈, 엑셀러레이터, 벤처투자조합, 벤처창업정책

1. 서론

2014년 기술기반 창업은 새로운 제품과 서비스를 제공하는 신규 시장을 형성하면서 일자리와 고부가가치를 창출한다. 그러나 국내의 경우 주요 외국에 비해 기술이전 후 창업으로 연계되지 못하는 실정이다(산업통상자원부, 2020). 이에, 기술기반 창업과 관련한 모험자본 시장 등 해외사례를 심층 조사하여 국내 벤처 창업 초기 지원을 활성화하는 방안을 모색할 필요가 있어 연구를 진행하였다.

정부는 최근 코로나 이후 우리 경제의 V자 계곡을 건너기 위해 대규모 한국형 뉴딜 펀드와 스마트 대한민국 펀드를 조성하여 디지털, 그린, 바이오, 비대면 등 신사업 분야 창업, 중소 및 중견기업까지 투자를 계획하였다(한겨레, 2020; 조선비즈, 2020). 벤처창업은 신기술 개발, 산업구조 고도화, 고용 창출의 경제적 의의가 크며 이를 실현하기 위해서는 벤처창업의 초기 단계에 투자가 이루어지는 것

이 효과적이다(Stuart et al., 1999).

최근 벤처창업 생태계에 정부 자금의 공급이 넘쳐나고 있음에도 불구하고 초기 단계 기업들은 자금 투자의 필요성을 역설하고 있는 것이 현실이다. 2018년도 기준 벤처캐피탈의 초기투자 비중이 벤처캐피탈이 발달한 미국은 29%인 점을 감안할 때, 한국은 20%로 여전히 낮다(한국벤처캐피탈협회, 2020). 그간 정부는 벤처생태계에 자금을 공급하기 위해 벤처캐피탈을 통한 투자에 의존하여 왔으나, 민간 벤처캐피탈의 수익 지향성(Gompers, 1995)으로 인해 정부가 벤처캐피탈을 통한 정책적 목적을 달성하는 데 실패하고 있다.

창업 초기 기업의 혁신 활동과 성장이 경제성장과 고용 창출 측면에서 중요한 만큼 정부는 민간 벤처캐피탈과 관련된 시장실패를 완화시킬 수 있는 방안을 강구하여 사회적으로 최선의 결과를 도출할 필요가 있다.

이에 본 연구에서는 국내 창업벤처 및 육성지원책을 고

* 주저자, 상명대학교 경영학부 교수, penking1@smu.ac.kr

** 교신저자, 가천대학교 경영대학 교수, smjeon@gachon.ac.kr

*** 공동저자, 연세대학교 경영연구소 연구원, leesky@yonsei.ac.kr

찰하고, 국내 벤처캐피털 투자현황을 분석하여, 초기 단계 벤처기업에 대한 투자 활성화를 위해 투자 방식의 개선, 투자 주체의 확대, 그리고 투자 유형의 다변화를 제시하고자 하였다.

II. 이론적 배경

벤처기업은 신기술 개발, 산업구조 고도화, 고용 창출의 경제적 의의가 있으며, 정부는 이를 육성하기 위해 경제 내에 벤처부문으로의 자원 배분 시장과 시장 배분보다 더 많은 자원을 배분할 필요성에 대해 관심을 가진다.

벤처기업의 경제적 의의로는 첫째, 벤처기업이 갖는 가장 대표적인 특징은 혁신적인 기술개발에 도전하고 이를 사업화하며, 새로운 기술을 사회적으로 확산시키는 역할을 한다는 것과 둘째, 벤처기업은 첨단산업의 육성을 앞당기고 산업구조를 고도화한다는 것이 있다. 세 번째로는 벤처기업의 창업과 성장은 고용을 창출한다. 벤처기업의 창업과 성장이 새로운 고용을 창출한다는 것은 다양한 연구에서 실증적으로 제시된다(Hamermesh, 1993; Birch, 1990). 벤처기업이 창출하는 고용규모에 정책의 최우선 목표가 주어지는 경우, 벤처기업의 양산이 목표가 되어 부실한 벤처기업의 과대 발생이라는 부작용을 낳을 수 있다. 동시에 장기적으로 나타나는 벤처기업 관련 인프라 구축 등 시장 시스템을 구축하려는 접근에는 다소 소홀해질 수 있다.

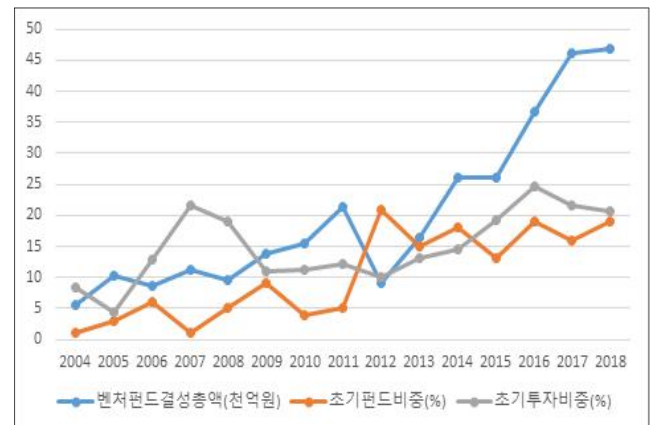
III. 데이터 및 분석

엔젤투자는 2016년도에는 2,586억 원이었으나 2018년도에는 5,538억 원으로 벤처투자는 2017년도에는 2조 3,803억 원에서 2019년도에는 4조 2,777억 원으로 투자 규모는 매년 확대 되었다(한국벤처투자, 2020). 이에 2019년 기준 국가별 GDP 대비 벤처투자 비중이 미국이 1순위(0.4), 다음으로는 이스라엘(0.38), 중국(0.27), 그리고 한국(0.22)으로 벤처투자 4대 강국으로 도약하였다 (중소기업부, 2020). 벤처캐피털 펀드는 2018년까지는 증가하였으나 이후로는 감소추세이다. 2019년 상반기에는 정부 출자가 2,991억 원, 민간 출자는 10,636억에서 2020년도 상반기 정부 3,959억 원, 민간 7,429억 원으로 정부 출자는 증가하고 있으나 민간 매칭이 감소하고 있어 전체적으로 감소 추세이다 (중소벤처기업부, 2020).

벤처생태계에서 초기투자는 창업의 독려뿐만 아니라, 벤처기업의 성과와 벤처캐피털의 수익률도 제고한다. Stuart et al.(1999)는 벤처캐피털의 투자가 초기단계일수록 투자받

은 기업의 성과가 높다고 하였다. Gompers(1995)는 벤처캐피털의 초기투자와 후기투자의 총수익률을 비교하여 볼 때, 초기투자가 후기투자보다 높다고 하였다. 국내 벤처캐피털 시장의 경우, 정부 주도의 적극적인 지원에도 불구하고 시장에서의 주요 실패영역으로 창업 초기기업에 대한 투자 비중이 작고 증가하지 않는다는 것이 벤처 생태계의 발전을 위하여 극복해야 주요 과제로 지적하였다(중소기업연구원, 2012; 한국벤처캐피털협회, 2014; 국회예산정책처, 2014). 특히, 국내 벤처캐피털의 초기투자는 초기펀드 확대와 우선주 도입으로 초기투자가 확대되어 왔으나 벤처캐피털의 초기투자 비중은 2018년도 기준, 벤처캐피털이 발달한 미국은 29%로 높은 반면, 한국은 21%로 여전히 낮은 수준이다.

이렇듯, 정부의 벤처캐피털 펀드 결성 지원과 초기 펀드 확대의 정책에도 불구하고 국내 벤처캐피털의 초기투자는 중기 및 후기에 비해 상대적으로도 낮은 뿐만 아니라 미국과 유럽 등 해외의 사례와 비교할 때도 절대적으로 낮은 원인을 분석할 필요가 있다. 실제, 2006년도부터 2018년도까지 (주)한국벤처투자(일명 ‘모태펀드’)가 지원한 벤처캐피털 펀드 결성총액 및 초기펀드 비중이 한국 벤처캐피털의 실제 초기투자에 미치는 영향을 <그림 1>과 같이 비교하여 볼 때, 뚜렷한 영향을 미치지 않는 것으로 분석되기도 하였다.



<그림 1> 벤처펀드 결성총액 및 초기펀드 비중이 벤처캐피털의 실제 초기투자에 미치는 영향

IV. 토론

첫 번째 논점으로는 벤처캐피털에서 도입한 상환전환우선주는 초기투자를 증가시키는 계기가 되었으나 투자회수와 관련하여 현실적으로 보통주와 차이가 없어 초기투자 확대가 정체되고 있다. <표 1>을 참조하면 국내 우선주의

운용방식이 미국과 같이 완전히 제도적으로 벤처투자의 투자자 권리를 제도적으로 보장하고 있지는 못하여 악화 된 형태를 취하고 있기 때문이다.

그러므로 우선주가 의결권 행사에 있어서 보통주와 동등한 권리를 가지고 벤처투자는 보통주보다는 우선주 투자가 일반화되어 있고, 적극적인 의결권 행사를 통하여 적극적 투자의 성격을 가진 미국식 우선주의 도입을 통해 초기투자율을 제고해야한다.

또한, 창업자와 벤처캐피탈이 이해관계는 지분율과 경영권이 핵심이다. 창업자는 초기투자 시 미래 성과를 과대평가 받아 자신의 지분율을 높이기를 희망하며 상장 시 자신의 지분율보다 높은 의결권을 통해 경영권 방어를 희망한다. 벤처캐피탈은 초기투자 시 지분율보다는 불확실성을 헷지할 수 있는 권한을 갖기를 희망하며, 상장 시 매각이 용이한 주식 형태로 전환하여 회수하기를 희망하는 차이점이 있다. 그러나, 닷컴 버블 이후에 벤처생태계에서 사용하는 국내 우선주는 미국 우선주와 비교 시, 창업자와 벤처캐피탈의 이해관계를 조정하지 못하여 초기투자 성사를 저해하고 있다.

<표 1> 벤처캐피탈의 우선주 투자의 한미간 비교

	국내 우선주 투자	미국 우선주 투자
경영권	초기투자 시, 벤처캐피탈이 필요한 처등 권리를 법적으로 보호받지 못함	초기투자 시, 벤처캐피탈이 일정 시안(대표이사 교체, 매각, 청산)에 대한 처등 권리를 가지며, 상장 이후에는 벤처캐피탈은 보통주로 자동 전환되고, 창업자는 경영권 방어를 위한 복수의결권을 가질 수 있게 함
지분율	초기투자 시, 벤처캐피탈이 기업가치를 높게 평가하여 줄 만큼 벤처캐피탈의 투자 리스크를 낮출 수 없음	초기투자 시, 벤처캐피탈은 창업자에게는 높은 지분율을 인정해주는 대신, 벤처캐피탈에게는 투자가격조정뿐만 아니라, 추가 투자 시 지분 희석 방어, 기업 청산 또는 매각 시 투자금 우선 배분 등 상환 리스크를 낮춤

정책 개선 방안으로는 첫째, 성장단계별 수종의 차등의결권 개선이 있다. 현재 정부가 추진하고 있는 비상장 벤처기업의 창업주에 대한 복수의결권은 취지와 반대로 벤처캐피탈의 초기투자를 위축시킨다. 이를 위해, 초기투자 시에는 벤처캐피탈이 리스크를 낮출 수 있는 특정사안에 대한 ‘Class 의결권’을 도입하고, 상장 시에는 창업자의 경영권을 보장하기 위해 ‘복수의결권’으로 개선해야한다.

두 번째로는 미국식 우선주 기반의 표준투자계약서 개선해야한다. 초기투자 시에 벤처캐피탈이 창업자가 자신의 지분율을 최대화하기 위해 요구하는 기업 가치를 인정할 수 있도록 하기 위해서 투자가치 조정 및 회수를 위한 다

양한 방식 도입해야한다. 이를 위해, 미국식 우선주 기반의 표준투자계약서를 개선할 필요가 있다.

둘째, 투자 주체의 측면에서 초기단계 벤처에 육성을 집중하고 있는 신기술사업화 조직들이 투자금이 부족함에 주목하고 해외 액셀러레이터를 벤치마킹하여 투자 펀드의 확대 방안을 제시하고 해외 사례를 분석하여 대학창업펀드가 일자리 창출이 아닌 신기술사업화에 집중함으로써 기술지주회사들이 투자조직으로서 강화될 수 있음을 제시하였다. 셋째, 투자 행위의 공공화 측면에서 민간 투자조직들이 외면하고 있는 초기단계 기업들에 대한 해외 공공 벤처캐피탈들이 개입하고 있음을 주목하고 해외 사례를 통해 국내 공공벤처캐피탈이 초기투자에서 역할을 확대할 것을 제시한다.

REFERENCE

국회예산정책처(2014). *벤처창업 지원 정책의 주요 쟁점과 개선 과제*, <https://nabo.go.kr/s/NTM0MzA>.

김희승(2020). *뉴딜 펀드는 코로나 이후 V자 계곡 건널 투자*, 한겨레, http://www.hani.co.kr/arti/economy/economy_general/964709.html

배영임·표한형·김영태(2012). *벤처생태계의 내실화 촉진을 위한 정책연구*, 중소기업연구원, <https://db.kosbi.re.kr/kosbiDB/front/subjectResearchDetail?dataSequence=J130128K01>.

산업통상자원부(2020). *공공기술이전사업화 실태조사보고서, 기술이전사업화 실태조사*, 2020.7, <https://data.go.kr/data/15061530/fileData.do>

이민아(2020). *한국판 뉴딜 대해부. 비슷한 펀드에 돈 남았는데 또 예산 들여 뉴딜 펀드 조선비즈*, https://biz.chosun.com/site/data/html_dir/2020/11/09/2020110902126.html

창업진흥원(2020). *2019 창업기업 실태조사*. 중소기업부, https://www.kised.or.kr/board.es?mid=a10303000000&bid=0005&list_no=1251&act=view.

한국벤처캐피탈협회(2020). *M&A 시장에서의 VC의 역할*, M&A Newsletter, 2020.01.

한국벤처캐피탈협회(2014). *벤처캐피탈협회, Newsletter*.

한국벤처투자(2020). *MarketWatch*, Vol.9.

Birch, D. L.(1990). Sources of job growth-and some implications. *In Jobs, earnings, and employment growth policies in the United States*, 71-76.

Gompers, P. A.(1995). Optimal investment, monitoring, and the staging of venture capital. *The journal of finance*, 50(5), 1461-1489.

Gustafsson, R., & Autio, E.(2006). Grounding for innovation policy: the market, system and social-cognitive failure rationales, presented at SPRU 40th Anniversary Conference-The Future of Science, Technology and Innovation Policy, SPRU, Brighton,

East Sussex, United Kingdom.

Hamermesh, D. S.(1993). *Labor Demand*. Princeton, NJ:
Princeton University Press.

Stuart, T. E., Hoang, H., & Hybels, R. C.(1999).
Interorganizational endorsements and the performance
of entrepreneurial ventures. *Administrative science
quarterly*, 44(2), 315-349.