

정책 / ISSUES

중소기업 기술개발금융을 위한 제언

鄭雲午¹⁾

I. 서언

한국경제는 1960~70년대에 저임금을 이용한 노동집약적인 상품의 수출을 통해 성장을 이룩하여 왔으나, '80년대에 들어서는 고임금 구조로 전환된 노동시장으로 말미암아 노동집약적인 상품의 수출에 한계를 드러내었다. 또, 1970년 중반부터 시작된 제철, 조선 자동차 등 중공업중심의 산업구조개편으로 대기업위주의 성장이 경제정책의 주축을 이루었다.

반면 경제성장을 지속하는 데에 필수적인 금융산업과 같은 서비스산업은 상대적으로 경시되었고, 이에 더하여 우리나라 특유의 정치상황은 금융산업을 관치위주로 운용함으로써 경쟁력과 효율성을 상실하는 결과를 초래하였다.

이러한 제반 경제여건은 중소기업의 경영을 어렵게 만들었고, 특히 최근에는 불경기와 한보 부도사태 등으로 인한 경제·정치상황의 악화로 중소기업들의 자금사정은 매우 열악한 처지에 있다. 이러한 상황을 타개하고 지속적인 경제성장을 이룩하기 위해서 신기술의 개발과 촉적을 통해 高부가가치를 가진 경쟁력 있는 상품을 생산하여 수출하는 일이 어느 때보다도 더 중요해졌다. 과거 30여년 동안에 걸친 수출주도형 경제하에서 창의적이고 의욕적인 중소기업형 기업가들의 역할은 지대하였으며, 기술개발에 있어서도 이러한 중소기업가들의 창의성은 매우 중요하다. 방대한 자본력과 조직 및 정보를 보유한 대기업들은 불확실성이 높은 최첨단의 기술개발에 적합한 면이 있지만, 거대한 조직운영에 따르는 경직성, 동기의 결여 등으로 인해 기술개발에 비효율적일 수 있다. 기술개발 분야에 있어서 최첨단기술이외에도 기존기술의 개량이나 응용 또는 상업화 등 거대한 자본이나 많은 정보를 요하지 않는 부분도 있다. 이러한 분야에서는 상황적응력과 동기부여가 뛰어난 중소기업들이 대기업에 비해 비교우위에 있을 수 있다.

본 고에서는 중소기업이 처한 금융환경, 특히 기술개발을 위한 금융의 원활한 확충을 위하여 몇 가지 제언을 하고자 한다. 구체적으로는, 高금리에도 불구하고 중소기업들이 은행에 의존하는 비율이 매우 높은 現상황을 개선하기 위해 기술개발채권의 발행을 먼저 고려해 보고, 둘째로는 기술개발금융에 관한 전문성과 투명성을 제고하기 위해 기술개발금융을 전담하는 은행의 설립가능성을 제시하고자 한다.

II. 기술개발채권

중소기업이 처한 금융환경의 문제점 가운데 하나는 대부분의 중소기업이 자금조달에 있어서 은행에 의존하는 비율이 매우 높다는 점이다. 은행, 보험회사 등 금융기관으로부터의 자금조달은 우선 그 규모에 있어서 한계가 있고, 더욱이 금융기관의 대출이 대기업 위주로 이루어지고 있는 우리나라의 현재 상황하에서는 은행자금을 차입하려는 중소기업은 커다란 제약을 받지 않을 수 없다. 은행으로부터의 자금조달을 대신할 수 있는 방법은 중소기업이 자본시장에서 주식이나 채권을 발행하여 직접 자금을 조달하는 것이다. 이 가운데 중소기업이 채권발행은 통하여 자금을 조달할 수 있는 직접금융의 가능성을 고찰해 보자.

미국과 같이 자본시장이 발달한 나라에서 신용도가 높은 대기업들은 스스로의 지명도를 이용하여 직접 채권을 발행함으로써 은행으로부터 자금을 차입하는 것보다 더 낮은 자본비용으로 자본조달이 가능하다. 따라서, IBM, Coca Cola Company, Mobil Company 등과 같은 신

용도가 높은 초우량 대기업들은 은행으로부터 자금을 조달하기보다는 자본시장에서 채권을 발행하여 자금을 직접 조달하는 것을 선호한다.

우리나라의 경우도 회사채를 발행하여 대규모의 자금을 조달할 수 있는 기업은 신용도가 높은 대기업으로 국한되어 있다. 즉, 대다수의 중소기업은 채권을 발행하기 위해 갖추어야 할 자격요건에 미달되고, 또 자격요건을 충족한다하여도 보증사채 위주의 회사채 시장에서 담보력과 지명도가 낮은 중소기업이 자금을 조달하는 것은 극히 어려운 실정이다. 중소기업협동조합중앙회에서 발행하는 『중소기업현황』을 보면, 중소기업이 발행한 회사채의 물량은 1990년에서 1995년 6월에 걸친 기간 동안에 총 회사채발행규모 對比 평균 17.66%로 매우 낮으며, 특히 최근 수년에 있어서는 그 비율이 점차 감소하는 추세를 보이고 있다.

또, 중소기업연구원이 1995년에 발간한 『중소기업지원 금융제도·정책의 문제점과 개선방향』에 의하면, 중소기업이 외부자금을 조달하는데 있어서 은행과 같은 금융기관으로부터의 차입에 크게 의존하고 있는 반면, 회사채 발행실적은 매우 저조하다. 구체적으로 중소기업의 전체 차입금 중 은행 및 그 외의 금융기관에 의존하는 비율이 90%가량에 달하고 있고, 이와는 대조적으로 회사채의 발행에 의한 차입금은 그 비율이 7%에 불과하다. 이와 같은 열악한 현실을 감안할 때에, 기술개발자금을 확보하기 위해 중소기업이 채권을 발행할 수 있으려면, 이를 뒷받침해 주는 정부차원의 제도적 지원이 반드시 필요하다.

1. 기술개발채권의 발행조건 및 운용방안

먼저, 기술집약형 중소기업이 기술개발자금을 조달하기 위해 채권을 발행한다면 일반 회사채와는 별도로 기술개발채권(가칭)이라 명하여 구분하고, 이에 관해 정부가 지급보증을 해주는 것이 바람직하다. 뿐만 아니라, 기술개발채권의 원활한 소화를 위해서 정부출연기관이나 특수은행 등이 채권의 주요한 인수자가 되도록 해야 할 것이다. 또, 기술개발은 성공에 대한 불확실성도 높지만, 기술개발이 성공한다고 하여도 이를 상용화하여 투자에 대한 수익을 거둘 수 있기까지는 장기간이 소요된다. 따라서, 이러한 기술개발투자의 특수성을 감안한다면, 기술개발채권의 만기는 최소 10년을 넘는 장기채이어야 그 효과를 극대화 할 수 있을 것이다.

기술개발채권과 관련한 또 하나의 운용방안으로서 채권이자에 대한 비과세를 고려해 볼 수 있다. 1996년부터 시행되고 있는 금융소득 종합과세제도로 인하여 이자나 배당과 같은 금융소득이 부부합산 4,000만원이 초과할 경우, 초과하는 금액에 대해서는 근로소득, 사업소득, 부동산임대소득 등과 합산하여 최고 40%의 누진세율을 적용한다. 따라서, 채권의 이자소득은 15%의 분리과세를 적용받거나, 또는 최고 40%의 종합과세대상이 되었다. 그러나, 이 제도의 예외규정으로서, 만기 5년 이상의 장기채권(예: 국민주택채권 1종)에 대한 이자는 30%의 분리세율을 적용하여 원천징수함으로써 납세의무를 종결지울 수 있는 선택권을 부여하고 있고, 만기가 10년 이상인 경우는 25%의 분리과세율의 적용을 허용하고 있다. 따라서, 고액의 금융소득자는 이러한 장기채권에 투자하면 10% 혹은 15%의 세금을 절약할 수 있다. 이와 같이 금융소득종합과세상 예외로 인정한 장기채권과 비교해볼 때 기술개발채권의 이자소득에 대한 완전비과세는 조세형평성의 면에서 문제가 있을 여지는 있다. 그러나, 금융소득에 대한 비과세의 전례가 전혀 없는 것도 아니다. 현행 세법에 의하면, 5년 이상의 만기를 갖는 저축성 보험은 만기 수령액과 납입보험료 총액의 차액인 보험차익에 대하여 세금을 부과하지 않는다. 따라서, 기술개발채권의 이자에 대한 비과세도 기술개발촉진이라는 정책목표 달성을 위한 수단으로서 정당화 될 수 있을 것이다.

한편, 경제적인 실질에 있어서도 기술개발채권 이자의 비과세는 고액금융소득자의 자금을 중소기업 기술개발자금으로 유인할 수 있고, 채권을 발행한 중소기업의 금융비용부담도 경

감시켜 줄 수 있다. 만일 현행 실세금리가 11%라면, 한계세율(Marginal Tax Rate)이 40%인 채권투자자는 $6.6\% (= 11\% \times (1-0.4))$ 의 세후(稅後) 수익률을 얻게 된다. 따라서, 기술개발채권의 이자를 비과세한다면 채권의 표면금리를 6.6%까지 낮추어도 한계세율이 40%인 투자자들이 존재하는 시장에서는 경쟁력을 갖게 될 것이다. 금융소득이 부부합산 4,000만원을 크게 초과하는 家計의 경우, 현행 세법하에서 한계세율이 40%이므로, 기술개발채권은 주로 이와 같은 고소득 개인투자자의 자금을 유인할 수 있을 것이다. 1995년 금융소득종합과세 시행이 확정된 이후, 이 새로운 제도로 인해 1995년 후반기부터 국민주택채권과 같은 장기채권에 대한 수요가 급증하여 수익률이 급감하는 현상을 초래하였다.²⁾

이러한 현상을 고려할 때에 기술개발채권 이자의 비과세는 고소득투자자들에게는 매력적인 투자대상이 될 것이고, 채권의 소화 및 유통에 큰 장점으로 작용할 것이다. 또한, 채권발행회사의 입장에서는 실세금리가 11%일 때, 표면금리를 6.6%까지 낮추어 발행할 수 있으므로 금융비용부담이 경감된다. 이는 정부가 채권을 발행하는 중소기업에게 보조금을 직접 지급하는 것과 동등한 결과를 초래한다.

2. 기술개발채권의 기대효과

기술개발채권에 대한 정부의 지급보증은 정부의 직접지원금에 대한 代案으로 활용가능하며, 기술개발에 있어서 직접지원금보다 더 효율적인 방안이 될 수 있다. 정부의 직접지원금의 규모를 S 원이라 하고, f 원의 기술개발자금을 필요로 하는 중소기업이 n 개가 있다고 하자. 현실적으로 정부보조금의 규모가 모든 기업의 기술개발자금 수요를 충족할 수 있을 만큼 충분하지 않으므로, $S < nf$ 일 것이다. 따라서, 정부는 지원자금을 일부 중소기업에게 할당해주는 일이 불가피할 것이고, 기술개발자금을 제공받을 수 있는 기업의 數는 $S/f (< n)$ 가 될 것이다. 만일 기술개발의 성공률이 g 라고 한다면, 정부의 직접지원금에 의해 개발될 수 있는 신기술의 數는 사전적으로 $(g \cdot S/f)$ 個가 될 것이다. 그러나, 정부가 동일한 직접지원금을 기술개발채권의 지급보증으로 활용한다고 가정하자. 만일 n 개의 기업이 모두 기술개발채권을 발행하여 f 원의 자금을 조달하고 기술개발을 수행한다면, 이 가운데 g 의 기업은 성공하여 자체적으로 채권을 상환할 수 있을 것이고, $(1-g)\%$ 는 실패로 끝날 것이다. 따라서, 정부가 대신 지급해야 할 채권의 금액은 $(1-g) \cdot nf$ 가 될 것이다. 즉, 정부의 지급보증규모 S 는 이 금액보다 크기만 하면 된다. 즉, $S(1-g) \cdot nf$ 이라면, 기술개발에 참여하고자 하는 모든 기업이 기술개발을 수행할 수 있게 되고, 결과적으로 개발될 수 있는 신기술의 數는 $(g \cdot n)$ 個가 될 것이다. 이는 물론 정부의 직접지원금에 의해 개발될 수 있는 신기술의 個數인 $(g \cdot S/f)$ 보다 크다.

이 논의를 좀 더 구체화하기 위해 수치분석을 해보자. 중소기업협동조합중앙회에서 발간하는 『중소기업현황』에 의하면, 1993년 현재 88,864개의 중소제조업체가 존재한다. 편의상 규모가 영세한 소기업은 기술개발능력이 없다고 가정하고, 종업원수가 50인 미만인 제조업체를 제외하면 8,395개의 중소제조업체가 남는데, 이들을 기술개발을 원하는 중소기업으로 간주한다. 즉, $n=8,395$ 이다. 또, 중소기업협동조합중앙회가 발간하는 『중소기업실태조사보고서』에 의하면, 1993년도 중소기업 업체 當 평균기술개발투자액은 약 7천 8백만원 정도이다. 물론, 이 금액이 기업이 원하는 기술개발투자액의 전부가 아닐 가능성도 있으나, 이 금액을 참조로 하여 일개 업체당 필요로 하는 기술개발투자액을 1억원으로 보기로 한다. 즉, $f=1$ 억원이다. 만약, 정부가 정책자금을 활용하여 8,395개의 중소제조업체에 업체당 1억원씩 기술개발자금으로 지원하고자 한다면 정책자금의 규모는 8,395억원이 되어야 할 것이다. 그러나, 예를 들어 정책자금의 규모가 6,500억원에 불과하다면(즉, $S=6,500$ 억원), 지원가능한 업체의 수는 6,500개밖에 되지 않으므로, 나머지 1,895개의 중소기업은 기술개발을 포기하여야 한다. 또, 정부는 정책자금을 배분하기 위하여 지원대상 중소기업을 선정하는 절차를 밟아야 할 것이고 이 과정에서 적지 않은 정보처리비용과 행정비용이 발생할 것이다.

이제 정부의 직접지원금 대신 기술개발을 원하는 모든 중소기업이 각각 1억원의 기술개발채권을 발행하고, 정부가 지급보증을 해주는 대안을 고려해 보자, 그러면, 채권발행규모는 총 8,395억원이 될 것이다. 기술개발성공률을 25%라고 한다면 (즉, $g=25\%$), 75%의 기술개발투자가 실패로 끝날 것이므로, 정부의 지급보증규모는 약 6,300억원($=8,395\text{억원} \times 75\%$)이면 충분하게 된다. 따라서, 6,500억원의 정책자금을 직접지원금의 형태로 활용하게 되면 1,895개의 중소기업체가 기술개발을 포기하게 되는 반면, 같은 규모의 정책자금을 기술개발채권의 지급보증으로 사용하면, 8,395개에 달하는 모든 중소기업이 기술개발을 수행할 수 있게 된다. 이는 사전적으로 보아 약 470개($=1,895 \times 25\%$)의 신기술을 더 확보할 수 있게 해줌으로써 기술개발자금의 효율성을 높여 준다.

물론, 중소기업을 위한 기술개발자금의 규모가 기술개발을 원하는 모든 중소기업의 채권을 지급보증해 줄 수 있을 만큼 크지 않은 경우도 있을 것이다. 그러나, 이러한 경우라 할지라도 직접지원금보다는 지급보증이 더 효율적임은 물론이다. 일반적으로, 동일한 규모의 정책자금 S 를 직접지원금으로 사용하면, 지원가능한 업체 수는 S/f 개이고, 반면, 지급보증으로 활용하는 경우에는 지원가능업체수는 $(1/\{1-g\}) \cdot S/f$ 개가 된다. 따라서, 지급보증의 경우 지원가능한 업체의 수는 직접지원금의 경우보다 $(g/\{1-g\}) \cdot S/f$ 만큼 많게 되고, 사전적으로 $(g^2/\{1-g\}) \cdot S/f$ 만큼 더 많은 신기술을 개발할 수 있게 된다. 만일 정책자금의 규모가 5,000억원이고 기술개발성공률이 25%라면, 기술개발채권의 지급보증을 통하여 1,667개가 더 많은 중소기업이 기술개발을 수행할 수 있게 되고, 417개의 신기술이 더 확보될 수 있다.

결론적으로, 기술개발채권에 대한 지급보증은 성공률이 비교적 높은 기술개발분야에 활용하면 큰 효과를 거둘 수 있을 것으로 기대된다. 이제 다음 節에서 기술개발은행의 설립과 운용에 관한 가능성을 고찰해 보자.

III. 기술개발은행(가칭)의 설립

1. 기술개발은행의 필요성

기술개발은행 설립의 필요성은 다음 두 가지로 요약할 수 있다. 먼저, 여러 機關에 걸쳐 복잡다양하게 존재하는 중소기업 기술금융지원제도를 통합하여 일원화함으로써 담당기관은 高度의 전문성을 갖추고, 실수요자인 중소기업은 제도를 이해하고 사용하기 쉬운 체제로 전환하여 기술금융지원의 효율성을 제고할 필요가 있다. 둘째, 신기술사업금융회사와 창업투자회사 등 기존의 Venture Capitalists들은 기술금융자금의 조달능력에 한계가 있으므로, 이러한 한계점을 극복하고 대규모의 기술개발자금을 확보하기 위해 기술개발금융만을 전담할 은행의설립이 필요하다. 이 두가지 필요성을 좀 더 부연설명하면 다음과 같다.

① 기술개발금융 지원제도의 일원화: 중소기업에 대한 금융자금별 대출제도는 현재 15개 기금으로 되어 있는 재정자금 이외에도 일반금융 자금대출이 12개, 중소기업은행과 국민은행 등 중소기업금융 전담은행 대출이 5개, 창업지원제도가 3개 등으로 복잡다양하게 구성되어 있다(산업기술백서, 1995).

이렇게 다원화되어 있는 지원제도는 일차적으로 그 기능이 서로 중복되어 자금지원의 효율성이 저하되는 문제가 발생한다. 또, 자금을 운용하는 기관이 여러 군데로 나뉘어 짐에 따라 자금운용기관은 기술개발금융을 附隨的인 업무처럼 여겨 소홀히 취급함으로써 기술평가를 위한 고도의 전문성을 갖추지 못하고 담보능력위주의 자금운용을 해오고 있으며, 자금에 대한 홍보 및 대출後의 효율적인 사후관리에 대한 인센티브도 매우 낮은 형편이다.

특히, 사후관리에 관하여는 행정적 편의만을 도모하여 자금의 용도를 일률적으로 제한함으

로써 자금의 효율성을 해치고 있다. 이와 같은 문제점은 연구개발자금을 외부에서 조달할 때 기업이 경험하는 애로사항을 한국산업기술진흥협회가 조사한 결과에 잘 나타나 있다.³⁾ 이 조사결과에 의하면, 담보부족으로 곤란을 겪고 있는 중소기업이 전체의 22.6%를 차지하고 있고, 지원자금의 소재 및 이용방법을 잘 모른다고 응답한 중소기업이 10.9%에 이르며, 지원자금의 용도제한으로 인해 애로를 느끼는 중소기업이 19.9%에 달하고 있다.

기술개발금융을 전담하는 은행의 설립은 지금까지 산업은행, 중소기업은행, 국민은행 및 시중은행 등에서 부수적인 업무처럼 취급해온 기술개발금융업무에 전문성을 부여할 수 있는 장점이 있다. 기술개발금융은 일반금융과는 달라서 그 성격상 기술개발의 성공여부 및 개발된 기술의 경제성을 근거로 하여 지원이 결정되어야 한다. 그럼에도, 지금까지 일반금융기관은 중소기업의 기술력을 평가할 수 있는 전문성이 결여되어 있어서 용자를 결정할 때에 전적으로 담보능력의 여부에 의존하고 있는 실정이다. 기술개발에 적극적인 벤처기업들은 대체로 담보능력이 미약하므로, 아무리 기술력이 뛰어나도 신기술을 개발하기 위한 자금을 조달할 수 없는 경우가 발생하게 된다.

따라서, 기술개발은행은 기업의 기술력과 신기술의 경제성을 제대로 심사할 수 있는 전문인력을 확보함으로써 기술개발금융의 효율성을 높일 수 있다. 뿐만 아니라, 기술개발금융을 전담하게 됨으로써 기술개발자금의 홍보와 사후관리에 대한 인센티브도 갖게되어, 자금의 소재 및 이용방법을 몰라서 기술개발을 못하는 기업이 없어질 것이고, 자금 사용용도를 사전적으로 제한하는 관행도 사라질 것이다.

② 대규모 기술개발자금의 확보: 기존의 벤처캐피탈회사들은 크게 나누어 신기술사업금융회사, 중소기업창업투자회사 및 이들이 주도하는 벤처투자조합의 세가지의 형태로 운영되고 있다. 이들 벤처캐피탈회사들은 기업공개가 되어 있지 않으므로, 그 자본력은 자기자본이나 투자조합이 조성한 자금으로 제한될 수밖에 없다.

즉, 기존의 벤처캐피탈회사는 증자를 하려면 現 주주나 조합원을 대상으로 해야하므로 증자 규모가 제한적일 수밖에 없다.

최근 들어, 벤처기업에 투자하여 1,000%를 넘는 투자수익을 거두는 등 성공사례를 만들어 낸 벤처캐피탈회사들의 등장으로 벤처캐피탈 시장이 활성화되고 있기는 하지만, 이러한 성공사례는 아직까지 일부 유망한 중견기업에의 투자에 국한된 것이고, 業歷이 낮은 벤처기업에 대한 투자는 활발하게 이루어지고 있는 형편이 아니다.⁴⁾

따라서, 이러한 제한적인 성공사례가 얼마나 폭넓게 일반투자자들의 호응을 얻어 그들로부터 투자조합 등에 대한 투자를 유도해 낼 수 있을지 예측하기 어렵다. 또한, 대부분의 벤처캐피탈회사들은 운영자금의 대부분을 사채의 발행으로 충당하고 있는데, 회사채의 발행비용이 12% 내지 13%에 달하므로 대규모의 기술개발금융 財源으로 사용하기에는 부적절하다. 그러므로, 대규모의 기술개발금융자금을 확보하기 위해 기존의 벤처캐피탈회사에만 의존하기보다 전문적인 기술개발은행의 설립이 바람직하다고 하겠다.

2. 기술개발은행의 자금조달방안

먼저 기술개발은행은 기업공개를 통해 일반 투자자들로부터 자금을 조달하여야 한다. 기존의 벤처캐피탈회사들이 안고 있는 자금조달상의 한계점을 극복하기 위해서 기술개발은행의 기업공개는 매우 중요하다. 설립초부터 기업을 공개하는 것이 불가하다면, 최소한 설립 이후 3년 이내에 기업공개가 이루어질 수 있도록 하여야 한다. 이와 아울러, 기술개발은행은 정부의 지급보증으로 국제자본시장에서 대규모의 자금을 조달할 수 있다. 해외금융기관으로부터 低利의 자금을 직접 차입할 수도 있고, 해외자본시장에서 주식이나 채권 등의 유가증

권을 발행함으로써 금융비용이 상대적으로 낮은 외국의 자금을 조달할 수 있을 것이다. 또한, 각종 연금 및 기금을 기술개발금융자금으로 활용할 수 있도록 이들 연·기금의 일정비율을 기술개발은행에 예치하도록 한다. 또, 기술개발은행은 은행으로서의 地位를 이용하여 민간으로부터 예금이나 적금을 수신함으로써 이를 재원으로 활용할 수 있는 것이다. 또 한 가지 고려해 볼 수 있는 가능성은 기술개발은행이 기술력평가에 대한 전문성을 갖추고 있으므로, 기술개발자금의 조달을 위해 주식이나 채권 등의 유가증권을 발행하고자 하는 중소기업을 위하여 발행을 대행해 주는 주간사업무를 수행하는 것이다. 기술개발은행은 이러한 증권업무를 통하여 징수한 수수료를 재원으로 사용할 수도 있을 것이다. 마지막으로, 산업은행, 중소기업은행, 국민은행, 장기신용은행, 시중은행 등 다양한 창구에서 취급하고 있는 기존의 기술개발자금은 모두 기술개발은행으로 이관하여 업무의 전문성을 제고하고 기술개발지원의 창구를 일원화함으로써 그 효율성 및 투명성을 높여야 한다.

3. 기술개발은행의 업무 및 자금운용방안

기술개발은행이 그 역할을 효율적으로 담당하기 위해서 수행해야 할 업무 및 구체적인 자금 운용방안을 열거하면 아래와 같다.

① 용자: 자금의 대출후 일정기간에 걸쳐서 소정의 원리금을 상환받는 용자는 현행 일반금융기관에서 시행하고 있는 대부분의 금융방식으로서 기술개발은행이 일차적으로 수행할 수 있는 업무라고 하겠다. 그러나, 일반금융기관의 담보위주 용자관행을 벗어나 전문인력의 회사의 기술력을 평가하고 이러한 평가에 근거하여 담보없이도 용자가 이루어질 수 있어야 한다. 여기서 무담보용자와 관련하여 고려해야 할 중요한 문제가 있다. 그것은 용자(Pure External Debt Financing)로 인해 발생하는 대리인문제(Agency Problem)인데, 이는 용자를 받아간 경영자가 그 용자금을 위험도가 매우 높은 사업에 투자할 인센티브를 갖음으로써 발생한다(Jensen and Meckling(1976)).⁵⁾

이러한 인센티브를 갖게 되는 이유는 위험도가 높은 사업은 성공하면 투자수익률이 매우 높으므로 경영자는 고수익을 누릴 수 있는 반면, 사업이 실패할 경우 그 실패로 인한 비용은 대부분 채권자들이 부담하게 되기 때문이다. 다시 말해, 용자를 받아간 경영자는 성공률이 비록 낮더라도 고수익을 거둘 수 있는 위험이 높은 사업을 선호하게 된다. 물론, 이러한 대리인문제는 경영자가 회사에 투자한 지분율이 상대적으로 낮아서 사업실패로 인해 자신이 부담해야 할 비용이 낮은 경우에 해당하므로, 자본력이 있는 회사의 경우에는 무담보용자로 인한 대리인문제는 상대적으로 덜 심각하다고 할 수 있다. 그러나, 벤처기업들은 자본력이 약한 경우가 대부분이므로, 무담보용자로 인한 대리인문제의 심각성은 높다고 할 것이다. 이러한 대리인 문제의 일단을 보여주는 실례로서 1996년 9월 14日 字 매일경제신문의 사설을 인용한다.

"일부 중소기업들이 신용보증기금이나 기술신용보증기금의 보증으로 대출받은 돈을 사업목적에 쓰지 않고 財테크 등에 사용했다고 하는 사실이 재경원 감사결과 밝혀졌다. ...이번 재경원의 표본조사가 전체 母집단의 특성을 그대로 반영한 것이라면 무려 5천4백억원 이상이 이렇게 변칙 운영되고 있는 셈이니 중소기업보증제도 자체도 문제가 있다고 할 것이다."

上記한 사설은 구체적으로 어떠한 財테크에 대출금을 변칙 사용했는지 언급하고 있지는 않지만, 예를 들어 대출금을 금년부터 시행된 주가지수 선물시장 등과 같은 투기성 시장(Speculative Market)에 투자하였다면 위에서 언급한 대리인 문제의 전형적인 예가 될 것이다. 이러한 대리인 문제에 대처할 수 있는 한가지 방법은 事後관리이다. 대출후에 철저한 감독(Monitoring)을 통하여 용자금이 소기의 목적에 사용되었는지를 점검하고, 그렇지 않았음이 적발되는 경우에는 즉시 원금을 회수조치하고 이자와 더불어 과중한 범칙금을 부과

는 것이다. 그러나, 이러한 사후관리는 엄청난 비용을 수반할 수 있고, 경우에 따라서는 융자금이 소기의 목적에 사용되지 않았음을 증명하는 것이 거의 불가능하 수도 있다. 또, 사후감독자들의 收賂 등과 같은 도덕적 危害(Moral Hazard)의 문제를 발생시킬 수도 있을 것이다. 대리인 문제를 해결하면서도 사후관리를 대신할 수 있는 방안으로서 회사가 발행한 전환사채나 신주인수권부사채를 인수하는 방법을 생각해 볼 수 있다. 이들은 持分과 負債의 성격이 混在하는 혼합형 증권(Hybrid Securities)으로서, 융자금대출자가 전환권이나 신주인수권의 행사를 통해 경영자와 함께 성공의 열매에 참여할 수 있게 함으로써, 경영자의 대리인 문제를 어느정도 완화시킬 수 있다.

최근 들어 벤처기업의 활성화를 도모하기 위한 방편으로 스톡옵션(Stock Options) 제도의 도입이 활발히 논의되고 있는데, 스톡옵션의 原취지는 고용된 유능한 경영자가 장기간에 걸쳐 회사를 위하여 열심히 일할 수 있도록 인센티브를 제공해 주는 제도이다. 벤처기업의 경영자는 고용된 경영자가 아니므로 이들이 스톡옵션을 갖는다는 것은 벤처기업의 활성화에 아무런 의미가 없다. 따라서, 현재 정부에서 고려하고 있는 스톡옵션제도는 벤처기업에 융자금을 제공한 대출자에게 벤처기업의 주식을 매입할 수 있는 권리를 부여하는 제도를 의미하는 것이다. 사실, 이러한 권리는 스톡옵션이라 하지 않고 콜옵션(Call Options)이라고 불러야 타당하다. 콜옵션도 벤처기업이 성공했을 때 그 기업이 주식을 취득할 수 있는 권리를 의미하므로, 콜옵션의 도입은 그 근본적 취지가 벤처기업 경영자의 대리인 문제를 완화하고자 하는 것이다. 즉, 콜옵션은 전환사채나 신주인수권부사채와 동일한 목적을 갖는다. 콜옵션의 발행은 시장에서 유통되는 유가증권의 다양성을 증대시켜주므로 경제적으로 유익하다고 할 수 있다.⁶⁾

그러나, 단순히 벤처기업을 활성화하는 수단으로서 볼 때, 콜옵션의 역할은 기존의 신주인수권부사채가 대신할 수 있다. 신주인수권부사채는 신주인수권(Stock Warrants)이 첨부된 채권인데, 이 첨부된 신주인수권이 바로 콜옵션이기 때문이다. 다만, 현행 신주인수권부사채는 신주인수권이 채권과 분리되어 거래될 수 없는 비분리형(Non-detachable)이므로, 이를 분리형으로 발행할 수 있는 법적 근거를 마련하기만 하면 된다. 융자와 관련하여 마지막으로 고려해볼 수 있는 것으로 조건부융자가 있다. 조건부융자란 원리금을 상환하는 보통의 융자와는 달리 사업이 성공하면 매출액의 일정율을 로열티로 지불받고, 사업 실패시에는 융자금의 일부만을 최소 상환액으로서 회수하는 금융방식이다. 사업성공時에는 매출액에 비례하여 로열티를 지급받으므로 통상적인 융자의 경우와 비교하여 대리인 문제를 다소 완화할 수 있기는 하지만, 직접 지분에 참가할 수 있는 전환사채나 신주인수권부사채에 비하면 그 효율성이 상대적으로 낮다고 하겠다.

② 투자: 전환사채나 신주인수권부사채에서 한 걸음 더 나아가서 기술개발은행은 벤처기업의 주식에 직접투자할 수도 있다 이렇게 되면, 기술개발은행은 벤처기업의 경영자와 회사를 共有하게 되는 셈이다. 이 경우에는 융자와 관련하여 발생하는 대리인 문제와는 相異한 또 다른 형태의 대리인 문제가 발생한다. Jensen and Meckling⁷⁾ 에 의하면, 경영자가 회사를 100% 소유할 때는 경영자가 자신의 개인적인 소비를 위해 회사의 자산을 1원 유용하면 회사의 가치가 1원 감소함에 따른 비용을 자신이 100% 부담하지만, 이제 회사를 共有하게 되면, 회사 자산을 1원 유용할 때 경영자가 개인적으로 부담하는 비용은 1원보다 작게 되므로, 경영자는 외부지분이 늘어날수록 회사자산을 유용하려는 인센티브가 커진다. 기술개발은행이 벤처기업에 직접투자할 때에는 이러한 대리인 문제를 고려해야 할 것이다. 대리인 문제를 완화하기 위해 벤처기업을 사후관리하는 방안을 강구할 수 있는데, 한가지 방법은 주주로서의 경영권을 행사하여 外部理事(External Directors)를 選任함으로써 벤처기업의 경영자를 감독하는 것이다. 외부이사로는 벤처기업의 기술을 이해할 수 있는 전문인력으로서 기술개발은행 内部의 人士일 수도 있고, 학계나 실무계에 종사하는 人士일 수도 있을 것이다.

한편, 外部持分으로 인한 대리인 문제 以外에도 벤처기업의 주식에 직접 투자하면, 회사청산시에 잔여재산에 대한 우선청구권을 갖지 못한다. 즉, 채권자로서의 지위를 누릴 수 없다는 단점이 있다. 이러한 단점을 보완하기 위해 기술개발은행은 벤처기업의 보통주에 투자하는 대신, Venture기업이 발행한 전환우선주(Convertible Preferred Stock)에 투자할 수 있다. 전환우선주는 전환사채나 신주인수권부사채와 동일한 이점을 제공하면서도 회사청산시에 잔여재산에 대해 보통주보다 우선권을 보유하므로 회사의 사업에 실패할 때를 대비한 보호수단을 제공해 준다.

이에 더하여, 벤처기업으로 하여금 상환청구권(Redemption Right)까지 첨부된 상환기능 전환우선주(Redemable Preferred Stock)를 발행하게 할 수도 있다. 상환청구권이란 일정기간에 걸친 Venture기업의 업적이 기대했던 것에 미치지 못할 때에 일정액의 상환 프리미엄을 가산하여 상환을 요구할 수 있는 권리를 가리킨다. 이러한 상환청구권은 Venture기업의 경영자가 외부지분으로 인해 가질 수 있는 대리인 문제를 경감시켜 줄 수 있다.

③ 기타: 투·융자 이외에도 기술개발은행이 담당할 수 있는 업무로서 시설대여(리스), 팩토링, 증권업무 및 외국환업무를 들 수 있다. 시설대여는 리스이용자가 선정한 특정 설비를 기술개발은행이 취득하거나 대여받아서 리스이용자로 하여금 일정기간 동안 해당 설비의 유지·관리를 책임지고 사용할 수 있게 하고, 그 대가로 리스료를 정기적으로 지급받는 금융업무이다. 리스기간이 종료된 후의 설비는 리스사용자가 임가로 구매할 수도 있고 기술개발은행이 회수하여 처분할 수도 있다.

한편, 팩토링은 벤처회사의 매출채권을 매입함으로써 벤처회사가 채권기일이 도래하기 전에 자금을 회수할 수 있도록 도와주는 금융업무이다. 또, 기술개발은행은 기술집약적인 중소기업들의 유가증권을 매집하고 발행을 주선하는 증권업무를 담당할 수도 있다. 기술개발은행에는 회사의 기술력을 평가할 수 있는 전문인력이 상주하므로, 신기술회사들이 주식을 발행할 때에 중개자 (Financial Intermediaries)로서 정보의 비대칭 문제(Information Asymmetry)를 완화시켜 주는 등의 역할을 훌륭하게 수행할 수 있을 것이다. 아울러, 기술개발은행은 수출을 하고자 하는 기술집약적인 중소기업을 위하여 신용장발급업무 등의 외국환업무도 수행할 수 있을 것이다.

【주】

주석2) 정운오의 연구 "자산수익률에 미치는 세금효과,"(세무학연구, 1996)에 의하면, 1995년 12월 중 만기 3년의 일반회사채 유통수익률이 평균 약 11.5%를 유지할 때에 국민주택채권의 수익률은 약 9.4%로서 2% 포인트 이상의 격차를 보이고 있다. 물론, 일반회사채와 국민주택채권은 満期가 서로 다르고 발행주체의 신용도도 같지 않음으로 인하여 지급불능위험(Default Risk)이 相異하다. 따라서, 이 2% 포인트의 격차가 모두 세금효과 때문이라고 볼 수는 없지만, 이 격차의 상당부분은 두 자산에 대한 과세제도의 차이에 기인하는 것으로 보여진다.

주석3) 한국산업기술진흥협회, 기업의 R&D 관리실태 및 애로 조사연구(1995).

주석4) 일례로, 한국개발투자는 신성이엔지의 주식 216,000주를 취득하여 약 2백 17억원의 투자수익을 올림으로써 투자원금 19억원의 11배가 넘는 수익률을 올렸고, 한국기술투자는 메디슨의 주식 100,000주를 상장前에 매입하여 약 1백억원의 차익을 거두어, 투자원금 9억5천만원 대비 10배가 넘는 투자수익을 올렸다.

주석5) Jensen, M., and W. Meckling, " Theory of the Firm: Managerial Behavior, Agency Costs and Ownership Structure," Journal of Financial Economics, 1976, pp. 305-360).

주석6) 정보경제학적으로 볼 때, 옵션이나 선물 과 같은 파생증권의 公益性은 이들이 시장 의 非완전성 (Incompleteness)을 경감시켜 준다는 사실에서 유래된다.

주석7) ibid

주석1) 한양대학교 상경대학 경영학부, 부교수(Tel: 02-290-1077)