

## 한국 벤처캐피탈의 현황과 활성화 방안 : 중소기업창업투자회사를 중심으로

남인현 (무한투자주식회사 벤처투자본부 IT팀장)\*

김용식 (호서대학교 벤처전문대학원 박사과정)\*\*

### 국 문 요 약

본 연구는 우리나라 벤처캐피탈 산업의 현황을 점검하고 활성화를 위한 방안을 제시하는데 그 목적이 있다.

벤처캐피탈 선진국인 미국의 사례를 도입해 실천하는 것도 우리나라의 시장상황을 우선 점검한 후 적용가능성을 철저히 따져본 이후 결정해야 할 것이다. 다만 너무 다양한 문제를 구체적으로 다루다보면 복잡성해지며, 지나치게 거시적인 시각으로 보면 원론 수준에서 벗어나지 못할 가능성이 크다. 제시한 대안들은 사실상 새로운 내용이 아니며, 실무적으로도 필요성이 꾸준히 제기되어 온 문제들이다. 이제 실천의 문제를 생각해야 할 시점이다.

핵심주제어: 벤처캐피탈, 미국의 사례, 한국의 사례, 중소기업창업투자회사

### 1. 서 론

우리나라의 벤처기업 지원 정책은 금융, 기술, 인력, 세제 등 기업활동과 관련된 거의 전 부문에서 다양한 정책들이 마련돼 시행되고 있다. 특히 벤처기업에 대한 자금 지원의 구조를 결정하는 벤처금융관련 정책은 벤처기업 지원정책 중 가장 중요한 의미가 있다. 사업경험이 부족하고 비즈니스의 리스크가 큰 벤처기업이 외부 투자자로부터 자금을 조달하는 것은 매우 어렵기 때문이다.

벤처기업에 대한 금융정책은 중소기업창업투자회사(창업투자조합), 신기술사업금융사(신기술사업금융조합)가 중심이 되는 구조로 시행되고 있다. 그러나 비즈니스의 불

\* 무한투자주식회사 벤처투자본부 IT팀장, yets03@muhanic.com

\*\* 호서대학교 벤처전문대학원 박사과정, kormil@korea.com

확실성을 특징으로 하는 벤처기업의 속성상 기존의 금융지원과는 다른 형태의 자금지원이 이뤄져야 하며, 이를 위해서는 벤처기업으로 유입되는 자금의 속성 자체가 리스크를 충분히 부담하는 방향으로 변화해야 한다. 이런 측면에서 볼 때 우리나라의 벤처캐피탈 회사들은 기존의 중소기업금융 관행에서 크게 벗어나지 못하고 있다.

이는 정부주도의 벤처기업 금융지원 시스템이 과도하게 작용하는 결과라고 볼 수 있는데 이에 대해서는 아직까지 실증적인 분석이 이뤄지지 않아 향후 연구과제로서의 대상이 될 수 있다.

우리나라 벤처캐피탈 회사의 활성화를 위한 정책대안은 지금까지 많은 학술연구를 통해 제시되었다. 그러나 대부분의 연구들은 정부의 정책에 대한 개선방안을 제시하는데 그치고 있으며, 벤처기업과 벤처캐피탈 회사 내부의 문제에 대해서는 상대적으로 소홀하게 취급하고 있다. 벤처기업 육성 정책이 시행된 지 10여년이 지나면서 정책적인 측면에서의 지원체계는 어느 정도 선진국 수준까지 근접했다. 그러나 벤처생태계 구성하는 두 기동인 벤처기업과 벤처캐피탈 회사의 내부 경쟁력은 아직도 국제수준과 많은 격차가 있는 것으로 평가되고 있다.

이 같은 시대적 배경에서 본 연구는 벤처캐피탈 회사의 투자대상인 벤처기업의 현황과 성공요인, 벤처캐피탈 회사의 현황, 기능, 역할을 살펴본 후 우리나라 벤처캐피탈 회사의 현황과 문제점을 점검하여 벤처캐피탈 산업이 한 단계 발전할 수 있는 정책적 대안뿐만 아니라 벤처기업과 벤처캐피탈 회사 내부적으로 필요한 개선점을 모색해보고자 한다.

## II. 벤처기업과 벤처캐피탈

### 2.1 벤처기업과 벤처캐피탈의 관계

기업경영에서 가장 중요한 과제는 자금의 조달과 운용이라고 할 수 있는데 이는 벤처기업의 경우에도 예외일 수 없다. 그러나 벤처기업은 경영에 필요한 자금을 조달하는데 있어 몇 가지 한계를 지니고 있다. 첫째, 전통적인 자금공급원인 은행으로부터의 자금조달이 어렵다. 이는 짧은 업력으로 인해 투자자에게 회수안정성을 담보하기 위해 제공할 수 있는 자산의 축적이 이뤄지지 않았기 때문이다. 둘째, 영위하고 있는 사업의 불확실성이 크기 때문에 자본시장을 통한 자기자본의 조달도 매우 어렵다. 셋째, 기술지향적인 벤처기업의 속성상 성과창출에 오랜 시간이 소요되기 때문에 지속적인 자금공급이 이뤄져야 한다.

이 같은 사업의 리스크를 감내할 수 있는 자본의 수요에서 출현한 형태의 금융기법이 벤처캐피탈이다. 벤처기업과 벤처캐피탈은 1970년 초 미국의 실리콘밸리에서 태동한 것으로 알려져 있으며, 2000년대 초 인터넷 산업의 폭발적 성장과 함께 금융산업의 한 축을 담당하게 되었다. 현대적 의미의 벤처캐피탈은 자금공급자로서의 역할 뿐 아니라 벤처기업의 애로사항(경영전략, 자금, 마케팅, 인사, 조직)을 전방위적으로 해결해주는 멘토(Mentor)로서 기능하고 있다.

첨단기술의 출현으로 변화속도가 더욱 빨라지고 있는 현대사회에서 기술혁신을 주도하는 벤처기업과 이를 지원하는 벤처캐피탈의 관계는 회사와 투자자의 관계를 넘어 더욱 고도화될 것으로 예상되고 있다.

## 2.2 벤처캐피탈의 역할

### 2.2.1 벤처캐피탈의 역할

벤처캐피탈의 역할에 대해서도 많은 선행연구가 이뤄졌는데 일반적으로 벤처캐피탈 회사는 벤처기업이 기업공개를 하기 이전부터 벤처기업 지분에 투자하고 투자기업의 공개에 있어 중요한 역할을 수행한다.<sup>1)</sup>

Ayres and Cramton(1993)은 벤처캐피탈 자금을 관계투자의 한 형태로 보고 있다. 벤처캐피탈 회사는 투자기업 경영진 감시와 비공식적 경영조언을 하지만 투자기업은 벤처캐피탈 회사에 상세한 사업보고를 하는 상호관계로 보고 있다.

Jensen(1986)은 성공적 내부통제조직 모형으로 벤처캐피탈 자금을 들고 있다. 즉, 벤처캐피탈 자금은 보다 효율적 경영을 하려는 경영자와 이사회에 기업지배구조 개선 청사진을 제공한다는 주장이다.

Lerner(1995)는 1978년부터 1989년까지 벤처캐피탈 지원을 받은 미국의 271개 생명공학회사를 대상으로 벤처캐피탈이 투자기업의 성장을 지원하기 위해 최종투자단계에서 벤처캐피탈의 참여가 증가했는지를 조사하기 위해 투자기업과 벤처캐피탈간의 지리적 근접성과 소유지분, 업력을 변수로 두어 분석한 결과 외부감사자들에 비해 벤

1) 벤처캐피탈 회사의 제3자 보증역할에 대한 국외 연구는 미국의 경우 Barry, Muscarella, Peavy III and Vetsuypens(1990), Megginson and Weiss(1991), Lerner(1994a, 1994b, 1995, 2000), Gompers(1995, 1996), Gompers and Lerner(1996, 1998, 1999, 2001a, 2001b), Brav and Gompers(1997)의 연구가 있으며, 일본의 경우 Packer(1994), Hamato, Packer and Ritter(1998) 등의 연구가 있다. 국내에서는 윤병섭(2001), 박수용·이명철·남기풍(2002), 허남수·윤병섭·이기환(2002), 정진호·윤병섭(2002), 이기환·윤병섭(2003), 윤병섭(2002a, 2003b), 구형건·이기환·윤병섭(2003) 등의 연구가 있다.

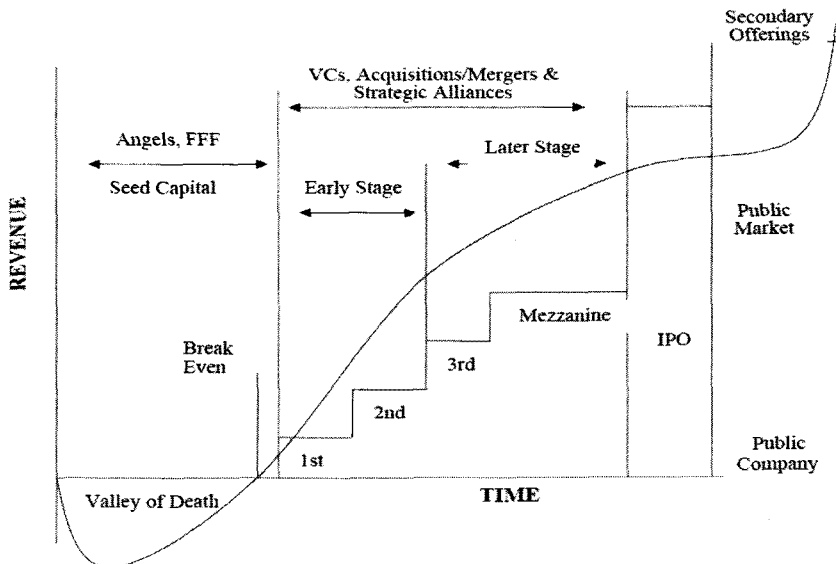
처캐피탈의 경영진 참여가 더 컸음을 발견했다. 또 투자기업 선택 시 지리적으로 근접한 기업을 선택한 것으로 나타났는데 이는 영토가 광대한 미국의 지리적 특성으로 인해 감시비용을 최소화하기 위한 의도인 것으로 해석하고 있다.

Adimati and Pfeider(1994)는 벤처캐피탈이 최초투자이후 투자기업의 성장에 따른 지속적 투자가 이뤄지는가를 연구했다. 그에 따르면 벤처캐피탈은 투자기업을 모니터링하고 경영에 참여함으로써 내부정보를 점차 알게 되고 궁극적으로는 벤처기업의 경영자와 같은 사고를 하게 되는데 벤처캐피탈리스트는 투자과정에서 일정 지분을 유지함으로써 이러한 편중적 사고를 해결할 수 있다고 보고했다.

벤처캐피탈이 투자한 기업이 기업공개(IPO)시 일반기업에 비해 더 높은 초과수익을 기록한다는 실증적 연구도 있는데 Bary, Muscarella, Peavy III, Vetsuypens의 연구가 대표적이다(김경환, 1999).

비즈니스의 불확실성이 매우 큰 벤처기업은 기업 외부로부터 자금을 조달하기가 매우 어렵다. 따라서 현재의 기업상태에 따라 상이한 자금조달 전략을 마련해 추진해야 한다. 벤처기업의 성장단계별로 조달되는 자금의 성격은 일반적으로 아래 그림과 같다. 물론 국가별 또는 금융시장의 상황에 따라 상이한 형태를 보일 수도 있지만 현대적인 벤처기업과 벤처캐피탈의 개념이 태동한 미국의 사례를 보면 그림과 크게 다르지 않은 것으로 나타나고 있다.

<그림 1> 벤처기업의 성장단계와 벤처캐피탈 투자



Source: Cardullo (1999).

Gompers(1995)는 단계별 자금조달(staged financing)이 벤처기업의 성장에 어떻

게 기여하는지를 분석했다.<sup>2)</sup> 단계별 자금조달은 벤처캐피탈리스트에게 있어 리스크를 최소화하기 위한 효과적인 수단일 뿐만 아니라 추가 자금지원 여부를 결정할 수 있는 옵션의 의미도 있다. 또한 벤처기업인에게 있어서도 1차 자금조달, 2차 자금조달, 3차 자금조달을 거치면서 기업가치가 높아지는 것은 상당한 인센티브가 될 수 있다.

## 2.2.2 벤처캐피탈의 조직과 외부투자자의 관계

벤처캐피탈은 주식회사, 투자조합, 유한회사, 엔젤 등 다양한 형태로 존재할 수 있으나 Pratt(1997)의 분류에 의하면 벤처캐피탈은 크게 4가지 형태로 존재한다. 첫째, 중소기업투자회사(Small Business Investment Companies: SBICs)라고 불리는 정부산하 투자전문회사가 있는데 SBIC는 1958년 제정된 중소기업운영법(Small Business Administration Act)에 따라 설립된 이후 수백억 달러의 자금을 중소·벤처기업에 투자했다.

1991년까지는 주로 융자(debt)형태로 자금을 운용했으나 1992년 법 개정을 계기로 지분인수 형태의 투자도 병행하고 있다. SBIC의 설립과 운영에 대한 내용은美연방규정(CFR) 제13권 제107장에 상세하게 규정돼 있다.

둘째, 상업은행(Commercial Banks)이 자회사로 운영하는 벤처캐피탈펀드(Financial Venture Capital Fund)의 형태가 있다. 이 펀드들은 SBIC의 형태로 설립되는 경우가 많지만 특정부문에 대한 전문성을 보유하고 있기 때문에 다른 성격의 벤처캐피탈로 분류할 수 있다. 셋째, 기업벤처캐피탈펀드(Corporate Venture Capital Funds)는 금융회사가 아닌 일반 기업이 신기술 확보를 위한 목적에서 운영하는 것이 일반적이다.<sup>3)</sup> 넷째, 유한책임투자조합(Venture Capital Limited Partnerships)은 업무집행조합원(General Partner)으로 불리는 벤처캐피탈리스트가 유한책임조합원(Limited Partner)으로부터 자금을 조달하여 투자, 관리, 회수업무를 통해 자본차익을 달성하고 그 성과를 유한책임조합원에게 분배하는 형태의 벤처캐피탈이다.

Sahlman(1990)은 벤처캐피탈의 조직과 자금운용에 관한 연구를 시도하였는데 벤처기업에 투자되는 자금은 다양한 형태의 공적·사적자금이 있는데 그중 투자조합(Limited Partnership)을 통한 투자가 1988년 미국 전체 벤처캐피탈의 자금지원 중 2/3를 차지한다는 연구결과를 발표한 바 있다.

2) 애플사(Apple)와 페덱스(Fedex)사의 최초 자금조달시점부터 기업공개(IPO)시점까지의 단계별 자금조달 사례를 분석하였다.

3) 인텔캐피탈, 노키아벤처파트너스, 씨티벤처캐피탈, 삼성벤처투자, LG벤처투자 등. 씨티벤처캐피탈은 2004년에 하이닉스반도체 비메모리 사업부문을 인수해 매그나칩반도체라는 전문회사로 변신시킨 바 있다.

벤처캐피탈과 외부투자자간에 발생할 수 있는 문제는 크게 주인-대리인문제, 정보의 비대칭문제로 요약할 수 있는데 그 주요내용은 아래와 같다.

### 2.2.2.1 주인-대리인 문제

벤처캐피탈은 주인(principal)인 외부투자자의 자금을 맡아 관리하는 입장에서 대리인(agent)이라고 할 수 있다. 주인-대리인의 관계에서 발생하는 문제는 계약(contract)에 의해 해결할 수 있다. 벤처투자자금의 조달시장은 주인과 대리인간에 심각한 비대칭적 정보가 존재하는 상황이기 때문에 대리인 문제가 심각하다. 벤처캐피탈과 투자자간의 조합운영규약(covenants)은 이런 대리인문제를 해결하기 위한 다양한 수단중 하나라고 볼 수 있다.

주인-대리인의 관계에서 대리인은 일반적으로 사적인 이익(Private Benefits)을 추가하는 기회주의적 행동을 취할 기회를 많이 가지게 된다. 유한책임투자조합의 경우 법적인 구조 때문에 이런 사적이익 추구의 문제는 더욱 심각해진다. 조합의 구조 자체가 외부투자자(유한책임조합원)가 조합의 경영에 적극적으로 참여하기가 어렵기 때문이다.

이런 사실을 잘 알고 있는 합리적인 외부투자자라면 쉽게 자금을 출자하려고 하지 않을 것이고, 자금조달 시장의 성립 자체가 어려워진다. 자금조달시장에는 정보경제학에서 말하는 역선택(adverse selection)<sup>4)</sup>과 도덕적 해이(moral hazard)가 동시에 존재한다. 즉, 외부투자자는 특정 벤처캐피탈의 능력과 태도가 어떤지 사전에 알기 어렵기 때문에 쉽게 투자를 할 수 없으며(역선택), 투자를 한 이후에도 직접적인 감사가 거의 불가능하기 때문에 벤처캐피탈이 투자자의 이해에 부합하는 행동을 하는지 알 수가 없다(도덕적 해이).

### 2.2.2.2 정보의 비대칭 문제

외부투자자는 벤처캐피탈 회사가 전달하는 축적된 평판정보(signal)를 선별(screen)하는 과정을 통해 투자의사결정을 하게 된다. 의사결정 이후에는 계약을 통해 대리인의 행동을 통제해야 하는데 정보비대칭 문제를 해소하기 위해 주인은 조합의 존속기간 한정, 보수체계 이원화(관리보수와 성과보수) 등 다양한 보호장치들을

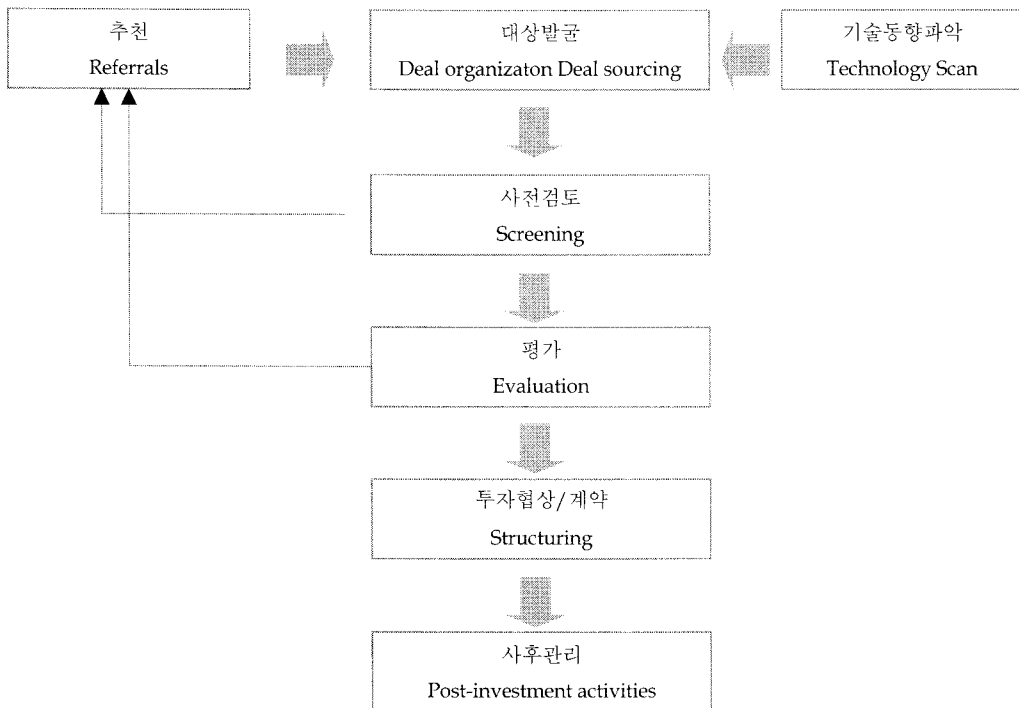
4) 2001년 노벨경제학상 수상자인 George Akerlof는 중고차 시장(경제학에서는 대표적인 레몬마켓으로 중고차시장의 예를 들고 있다)의 예를 들어 역선택의 개념을 설명한 바 있다(Akerlof, 1970). 중고차 시장에서는 매수인과 매도인간 정보비대칭으로 인해 거래가 체결되기 어려우며, 이를 해소하기 위해 중개인들은 정보비대칭 해소를 위한 다양한 수단들을 제공하게 되는 것이다.

계약에 삽입하게 되는 것이다.

### 2.3 벤처캐피탈 회사의 투자 행태

Tyebjee and Bruno(1984)에 의하면 벤처캐피탈의 투자활동은 다음 그림과 같이 다섯 단계를 통해 이뤄진다.

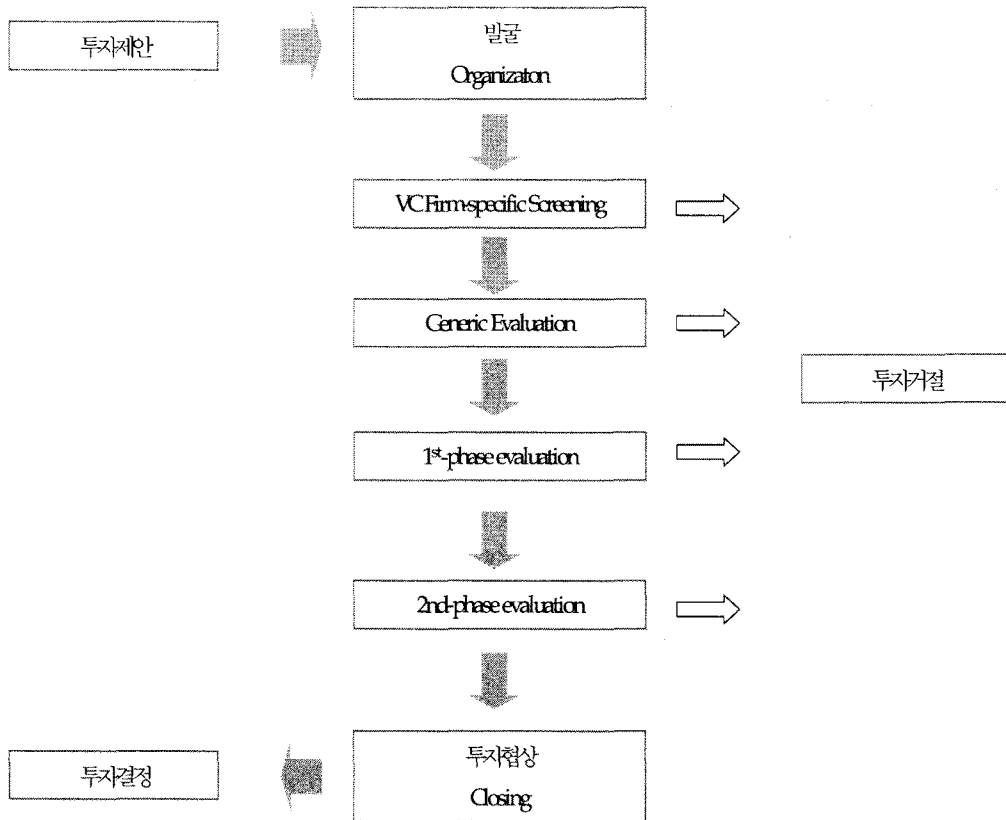
<그림 2> 벤처캐피탈 투자단계 개념도(1)



자료: 과학기술정책연구원(2005)

이모형은 이후 변화된 미국의 실제 투자과정을 고려하여 개량되기도 했는데 Fried and Hisrich(1994)는 투자단계에서 사전선별과 평가단계를 세분화하고 사후관리 부분을 생략한 여섯 단계 모형을 제시하였다. 즉, 투자의사결정을 마무리하기 전에 다양한 리스크 및 변수들에 대한 점검(screening)과정을 더욱 강조한 모형이다.

&lt;그림 3&gt; 벤처캐피탈 투자단계 개념도(2)



자료: 과학기술정책연구원 (2005)

### III. 외국 벤처캐피탈과의 비교

외국 벤처캐피탈의 운영행태를 살펴보는 데 있어 미국에 집중될 수밖에 없는데 이는 미국의 벤처캐피탈 시장규모가 가장 크고 오랜 역사를 가지고 있기 때문이다. 미국의 벤처캐피탈은 1970년대부터 본격화된 실리콘밸리의 성공과 역사를 같이 하고 있다.<sup>5)</sup>

5) 미국의 벤처캐피탈에 대해서는 김성현 · 이인찬 · 윤충한 · 김준한 · 이경영(2001), 이인찬 · 김영현(2001)의 연구를 참조,



### 3.1 미국과 유럽 벤처캐피탈의 자금조달

2003년 말을 기준으로 미국의 벤처캐피탈 기업은 919개에 이르는 것으로 나타났으며, 이중 독립적 벤처캐피탈 회사가 관리하는 금액이 2,119억 달러로 전체의 82.3%를 차지한 것으로 집계되고 있다. 이에 비해 투자은행 등 전통적인 금융회사의 자회사 형태로 존재하는 벤처캐피탈은 12.4%(319억 달러)로 나타났다.

투자자로는 연기금이 가장 많은 재원을 벤처투자에 할당하고 있는 것으로 나타나고 있다. 이 같은 미국 벤처캐피탈 산업의 재원구조 때문에 벤처캐피탈 산업이 발전하기 위해서는 연기금 산업의 발전이 전제되어야 한다는 견해도 있지만 두 산업의 연관관계는 명확하지 않다(정승일, 2005).

<표 1> 미국 벤처캐피탈의 재원조달 현황

연도 투자자	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)

<표 2> 유럽 사모주식-벤처캐피탈 펀드의 자금원, 2003년(%)

(단위 : 십억 달러)

	유럽평균	영국	독일	프랑스
은행	21.5	14.8	40.7	38.3
연기금	19.4	2734	0.6	11.4
보험사	8.7	6.8	21.7	12.7
fund of fund	18.4	19.9	3	10.8
기업	4.8	1.8	6.1	7.8
정부	6.8	6.4	24	3.8
기타	5	5.4	2.4	9.3
확인불능	17.3	17.7	1.9	8.3
합계	100	100	100	100

자료: 정승일(2005. 12)

### 3.2 미국 벤처캐피탈의 조직 형태

대부분의 미국 벤처캐피탈 회사들은 소수의 벤처캐피탈리스트들이 파트너로 참여하여 조직한 유한책임회사이다. 이 유한회사가 결국 유한책임투자조합을 운용하는 운용회사(management company)이다. 그런데 벤처캐피탈회사가 벤처투자조합을 실제로 결성할 때에는 중간단계로 새로운 가상조합<sup>6)</sup>을 결성하게 된다. 벤처캐피탈회사를 A라 하고 A가 궁극적으로 조성하고자 하는 유한투자조합을 C라고 하자. 이 C에는 개인투자자, 기관투자자, 연기금 등 벤처투자를 하고자 하는 투자자들이 유한책임조합원(LP·Limited Partner, 국내에서는 일반조합원이라고도 한다)으로 참여한다. 유한책임조합의 성격상 LP들은 조합의 운영에 직접 참여하지 않는다. 따라서 조합의 자금을 실질적으로 관리 운용할 업무집행조합원(GP·General Partner)은 사실상 벤처캐피탈리스트들이지만, 형식적으로는 벤처캐피탈회사도, 벤처캐피탈리스트 개인도 아닌 가상의 유한책임조합(paper limited partnership)이 된다. 이를 B라고 하자.

정리하자면 벤처투자조합 C의 LP는 외부투자자들이고, GP는 가상조합 B가 된다. 가상조합 B는 그 자체로 다시 유한책임조합이기 때문에 LP와 GP가 필요하다. 여기서 A, 즉 벤처투자조합 C를 결성하는 실질적 주체인 벤처캐피탈 회사가 가상조합 B의 GP가 된다. GP의 임무는 조합 운영을 실제로 집행하며, 이를 위해 A는 A의 파트너이거나 피고용인들인 벤처캐피탈리스트들을 B에 파견하며, B는 다시 이들을 C의 운용을 위해 파견하는 것이다. 한편, 가상조합 B에는 LP도 필요하다. 이 LP의 역할은 B라는 조합의 결성을 위해 필요한 출자금을 납입하는 것으로, 앞서 A의 피고용인으로서 B에 파견되는 벤처캐피탈리스트들이 자금을 B에 납입하고 B의 LP가 된다. 이 출자금은 다시 조합 C에 GP의 출자분(통상 1% 정도)으로 납입된다.

다시 정리하자면 벤처캐피탈 회사의 파트너이자 피고용인인 벤처캐피탈리스트들은 LP로서 가상조합 B에 LP로서 자금을 출자하고 이를 다시 조합 C의 GP출자지분으로 출자한다. 한편 이들은 A로부터 B의 운영을 위해 파견되고, B는 다시 이들을 C의 자산운용실무자로 파견한다. 결과적으로 공식적인 구조에는 회사와 조합만이 있으나 사실상 벤처캐피탈리스트들이 벤처투자조합에 일정부분 출자를 하고 업무집행조합원(GP)으로 자금을 운용하게 되는 것이다.

6) 주식회사일 경우 법인세 및 배당소득세의 이중과세를 피하기 위해 조합의 형태를 취하게 되었다(강문수 외 4인, 1999, pp.16). 중소기업투자법(Small Business Investment Act)에 의해 설립되어 정부의 직간접적인 지원을 받게 되는 중소기업투자회사(SBIC)의 경우 대부분 유한회사 형태이며, 대기업이나 금융회사의 자회사인 벤처캐피탈은 주식회사 형태가 많다.

<표 3> 벤처캐피탈리스트의 이중적 지위

벤처캐피탈회사(A), LLC	가상조합(B), LLP	벤처투자조합(C), LLP
파트너(partner) 피고용인(employee)	유한책임조합원(LP) 자산운용실무자	조합원(1%)출자 자산운용 실무자

자료: LLC=유한책임회사(Limited Liability Company)  
LLP=유한책임조합(Limited Liability Partnership)

이렇게 이중적인 구조가 나타난 것은 벤처캐피탈리스트가 갖고 있는 이중적 지위와 이로 인해 발생하는 법적인 책임한계 및 조세문제 때문이다. 즉, 벤처투자조합에 대한 출자자(LP)로서의 지위와 조합운영을 담당하는 실무자로서의 지위를 구분하는 한편, 실제로 손실이나 문제가 발생할 경우 이를 전적으로 책임져야 하는 GP로서의 책임을 개인으로 지지 않고 가상의 조합을 통해 질 수 있도록 한 것이다. 또한 국가별 세제의 차이점을 활용하기 위해, B는 C가 위치한 국가와 다른 제3국에 위치하는 경우가 많다.

### 3.3 미국 벤처캐피탈의 투자행태

미국의 벤처캐피탈은 최초투자 후 2, 3차 후속투자를 진행하는 경우가 일반적이다. 이 같은 단계별 투자는 투자자의 입장에서 볼 때 콜옵션(call option)을 보유하고 있는 것과 같다. 최초 투자 후 일정시점에서 피투자기업의 상황을 판단해 추가투자 여부를 결정할 수 있기 때문이다. 만일 최초 투자 시 예상했던 성과가 나오지 않았을 경우에는 추가투자라는 옵션(call option)을 포기하는 의사결정을 할 수 있기 때문에 추가적인 리스크 발생 가능성을 사전에 차단할 수 있는 것이다. 아래 표에서 보면 총 투자금액에서 기존 투자기업에 대한 추가투자금액이 81.7%를 차지(2003년 기준)하는 것으로 나타나고 있는데 이는 미국 벤처캐피탈들이 단계적 자금지원을 통해 리스크 관리를 한다는 것을 의미한다.

<표 4> 미국 벤처캐피탈의 투자실적 및 규모

(단위 : 백만 달러)

구분 연도	신규투자		추가투자		총투자	
	기업수	금액	기업수	금액	기업수	금액
1997	1,295	4,723	1,456	19,956	2,542	14,779
1998	1,425	7,301	1,805	13,942	2,984	21,244
1999	2,455	16,079	2,435	38,360	4,444	54,439
2000	3,379	29,159	3,700	76,693	6,384	105,853
2001	1,200	7,526	2,778	33,054	3,798	40,581
2002	793	4,354	1,865	17,066	2,544	21,420
2003	624	3,301	1,702	14,773	2,227	18,074

자료: NVCA(2004)

한편 아래 표에 의하면 미국의 벤처캐피탈은 창업초기단계보다 확장단계에서 가장 많은 투자금액을 집행하는 것으로 나타나고 있는데 이는 창업초기 벤처기업들의 경우 벤처캐피탈 자금에 대한 접근이 매우 어렵다는 것을 의미한다.

<표 5> 미국 벤처캐피탈의 기업성장단계별 투자 현황

(단위 : 백만 달러)

연도	1997	1998	1999	2000	2001	2002	2003
성장단계							
창업단계	1,315	1,824	3,319	3,028	766	352	354
초기단계	3,483	5,467	12,065	26,078	9,192	4,160	3,300
확장단계	7,639	10,658	30,252	60,515	23,001	12,690	9,844
후기단계	2,341	3,294	8,802	16,231	7,620	4,217	4,575
계	14,779	21,244	54,439	105,853	40,580	21,420	18,074

자료: NVCA(2004)

투자대상기업이 속한 산업별 비중을 보면 미국 벤처캐피탈의 투자실적은 대부분 정보통신, 컴퓨터, 생명공학 등 첨단기술에 기반을 두고 있는 기업들인 것으로 나타났다. 주목할 점은 컴퓨터, 정보통신, 생명공학 부문에 대한 투자금액에서 큰 차이는 없다는 점이다. 이는 산업 전체적으로 볼 때 리스크 분산이 되어 있는 것으로 해석할 수 있는데 우리나라의 경우 정보통신 부문에 대한 집중도가 매우 커 이에 대한 조정

이 필요한 상황이다.7)

<표 6> 미국 벤처캐피탈의 업종별 투자대상

(단위: 개, 백만 달러)

	컴퓨터	정보통신	생명공학	반도체	기타	합계
투자기업수	800	350	254	169	654	2,227
투자금액	4,960.6	3,708.6	3,371.7	1,555.7	4,478.2	18,074.8

주: 컴퓨터는 H/W와 S/W의 합계

자료: National Venture Capital Association Yearbook 2004

업종별 평균 투자금액을 보면 생명공학(1,300만 달러), 정보통신(1,000만 달러) 반도체(920만 달러), 컴퓨터(620만 달러)의 순으로 나타나는데 특히, 생명공학의 경우 평균투자금액이 8.6억 원(2005년 11월 기준)인 우리나라에 비해 15배나 큰 수치를 기록하고 있어 격차가 가장 큰 것으로 나타나고 있다.

### 3.4 미국 벤처캐피탈의 회수 형태

아래 표에서 볼 수 있듯이 미국 벤처캐피탈은 기업공개(IPO)에 의한 투자회수보다는 인수·합병(M&A)에 의한 투자회수가 보편적이다.

<표 7> 미국 벤처캐피탈 지원 M&A 및 IPO 현황

연도 구분	2001	2002	2003	2004	2005	2006.1Q
벤처캐피탈 지원 M&A 수	353	317	292	339	345	95
평균 Deal Size(\$100만)	101.8	52.1	62.8	83.0	94.8	112.0
벤처캐피탈 지원 IPO 수	41	24	29	93	56	10
평균 IPO 금액 (\$100만)	85	103.1	69.7	118.4	79.7	54.1

주: 공시된 자료 기준

자료: Thomson Venture Economics & NVCA(2006)

7) 우리나라 창업투자회사들이 투자한 벤처기업들이 속한 산업을 보면 정보통신 57.5%, 생명공학 4.8%(2005년 11월말 기준)로 불균형이 심각한 수준이다.

최근 미국 벤처캐피탈협회가 발표한 미국 벤처캐피탈 지원 M&A 및 IPO 현황을 보면 2005년을 기준으로 M&A를 통한 회수가 345건, IPO를 통한 회수가 56건으로 나타났으며, 평균금액은 M&A가 9,400만 달러, IPO가 7,900만 달러로 나타났다. 평균 거래금액에서는 큰 차이가 없으나 건수에서는 M&A가 IPO의 6배에 달해 벤처투자 회수수단으로서의 중요성을 보여주고 있다.

한편, 업종별 거래규모(2006년 1분기 기준)를 보면 M&A의 경우 컴퓨터S/W가 33건으로 가장 많았고 이어 인터넷(21건), 통신/미디어(11건)로 나타났다. 그러나 금액기준으로는 Medical/Health 부문의 평균 거래규모가 9,800만 달러로 가장 컸다.

IPO 기준으로는 바이오테크놀로지 4건, Medical/Health 부문이 3건이었으며, 인터넷과 반도체가 각각 2건과 1건을 차지했다. 평균 거래규모는 생명공학이 4,400만 달러, 기술주 7,700만 달러를 기록했다.

위와 같이 미국의 벤처캐피탈들은 회수 수단 중에서 M&A를 가장 널리 활용하고 있으며, 산업별로는 생명공학 부문에 가장 많은 금액을 투자한 것으로 나타나고 있다.

## IV. 한국 벤처캐피탈의 현황

### 4.1 벤처기업의 현황

#### 4.1.1 벤처기업의 유형별 분포

우리나라는 벤처기업에 대해 1997년 제정된 광범위하고 강력한 법적 장치인 “벤처기업 육성에 관한 특별조치법”을 중심으로 그 하위 법률에서 정책상의 필요에 따라 금융, 세제, 인력, 기술, 입지 등 기업 활동에 필요한 각 분야별로 정책을 수립하여 집행하고 있다. 중소기업청의 2005년 말 현재 자료에 의하면 정부로부터 벤처기업으로 확인받은 기업은 9,732개사로 집계됐는데 유형별, 업종별, 지역별 분포는 다음과 같다.

&lt;표 8&gt; 벤처기업의 유형별 분포

구 분	벤처투자 기 업	연구개발 기 업	신기술기업		계
			신기술개발기업	기술평가기업	
1998.12	494 (24.2%)	584 (28.6%)	766 (37.5%)	198 (9.7%)	2,042 (100%)
1999.12	845 (17.1%)	917 (18.6%)	1,708 (34.6%)	1,464 (29.7%)	4,934 (100%)
2000.12	1,393 (15.8%)	830 (9.4%)	1,668 (19.0%)	4,907 (55.8%)	8,798 (100%)
2001.12	1,545 (13.6%)	1,292 (11.3%)	2,402 (21.1%)	6,153 (54.0%)	11,392 (100%)
2002.12	1,124 (12.8%)	1,325 (15.1%)	6,329 (72.1%)		8,778 (100%)
2003.12	718 (9.3%)	1,483 (19.3%)	5,501 (71.4%)		7,702 (100%)
2004.12	442 (5.5%)	1,416 (17.8%)	6,109 (76.7%)		7,967 (100%)
2005.12	330	1,425	7,977		9,732
	(3.3%)	(14.6%)	(81.9%)		(100%)

자료: 중소기업청 (2005)

유형별 분포를 보면 외부 전문기관으로부터 기술에 대한 평가를 받아 벤처기업으로 인정받은 기업이 전체의 81.9%를 차지해 가장 많은 비중을 차지했다. 위 표에서 보면 벤처캐피탈 회사 투자요건<sup>8)</sup>으로 벤처기업 확인을 받은 기업은 1998년 24.2%에서 2005년 12월말 현재 3.3%로 크게 줄어든 반면, 기술평가 요건으로 확인받은 기업은 같은 기간 중 47.2%에서 81.9%로 급격히 증가하였다. 이 같은 결과는 1998년부터 벤처기업 지원정책이 본격 시행되면서 벤처기업들의 기술개발 능력이 상당히 개선되었음을 보여주는 결과다.

#### 4.1.2 우리나라 벤처기업의 자금조달원

우리나라 벤처기업들의 자금조달원을 조사한 연구도 있는데 창업투자회사 등 벤처캐피탈로부터의 조달규모가 가장 크며, 다음으로 다른 기업으로부터의 자금조달 금액이 많은 것으로 나타나고 있다. 뿐만 아니라 개인투자자인 엔젤자금의 규모도 상당한 것으로 나타났다.

8) 벤처기업육성에 관한 특별조치법 제2조의2(벤처기업의 요건) ①항 3호.

&lt;표 9&gt; 우리나라 벤처기업의 자금조달원

(단위: 백만원, n: 기업수)

투자주체	자금원 현황		
	2002	2003	2004
창투자 등 벤처캐피탈	1,273.3 (n=261)	1,542.1 (n=183)	1,214.0 (n=62)
타기업	646.7 (n=104)	877.7 (n=92)	887.7 (n=35)
금융기관	874.9 (n=224)	812.2 (n=224)	828.3 (n=92)
개인투자자(엔젤)	783.5 (n=216)	713.4 (n=167)	564.5 (n=66)
중진공 등 정부기관	292.5 (n=200)	407.0 (n=8)	380.1 (n=106)
기타	868.4 (n=11)	1,299.9 (n=8)	5,183.3 (n=13)

주: 금액은 기관별 평균투자액  
 자료: 이대식(2005)

## 4.2 벤처캐피탈 회사의 현황

### 4.2.1 중소기업창업투자회사 설립현황

&lt;표 10&gt; 중소기업창업투자회사 설립현황

(단위: 개, 억 원)

연도별	1986~1999	2000	2001	2002	2003	2004	2005	계
신규 등록	108	65	4	3	0	1	5	186
등록 취소	21	5	6	20	11	13	3	79
등록 누계	89	147	145	128	117	105	107	102
자본금	12,400	21,391	22,194	19,651	18,651	16,528	15,328	15,328

자료: 중소기업청(2005)

창업투자회사의 수는 2005년 말 현재 107개사로 145개사였던 2000년 이후 지속적으로 감소해왔다. 그러나 창업투자조합은 증가추세를 보이고 있는데 이는 2000년 이후의 벤처저품 붐괴를 계기로 부실 창업투자회사들이 정리되면서 1개 창업투자회사



가 결성·운영하는 조합의 수가 증가했음을 보여주고 있다. 우리나라 창업투자회사들은 신규투자사 1개 기업 당 평균 약 11억 원을 투자하고 있으며, 63%의 창업투자회사가 5~10년의 업력을 가지고 있어 선진국 벤처캐피탈 시장에 비해 매우 짧은 것으로 나타났다.

<표 11> 중소기업창업투자조합 결성현황

(단위: 개, 억 원)

구 분	1986~1999	2000	2001	2002	2003	2004	2005.11	계
당해 결성	199	194	90	60	39	40	38	660
결성 금액	15,689	14,341	7,910	5,222	4,550	5,274	4,603	57,589
당해 해산	50	18	20	45	21	46	60	260
해산 금액	4,591	1,847	1,462	3,536	1,461	2,889	3,614	19,400
조합 누계	149	325	395	410	428	422	400	400
금 액	20,407	23,592	30,040	31,726	34,815	37,200	38,012	38,012

자료: 중소기업청(2005)

#### 4.2.2 연도별 벤처투자재원 조성실적 및 정부출자 현황

IMF 구제금융사태를 계기로 정부는 벤처투자를 유도하기 위하여 1998년 이후 2005년 8월까지 197개 투자조합에 7,571억 원을 출자하여 총 2조 1,117억 원의 투자재원을 조성하였다(중소기업청, 2005).

<표 12> 연도별 벤처투자재원 조성실적 및 정부출자 현황

(단위: 억 원)

구 분	1998	1999	2000	2001	2002	2003	2004	계
총 조성액	1,055	4,885	14,341	9,993	8,084	5,290	5,424	49,072
민관 공동	정부재정 (12.8)	718 (14.7)	2,446 (17.0)	2,993 (29.9)	2,404 (29.7)	1,923 (36.4)	2,485 (45.8)	13,104 (26.7)
	민간자금 (13.1)	1,392 (28.5)	5,214 (36.4)	5,666 (56.7)	4,563 (56.4)	2,706 (51.2)	1,515 (27.9)	21,194 (43.2)
	소 계 (25.9)	2,110 (43.2)	7,660 (53.4)	8,659 (86.6)	6,967 (86.1)	4,629 (87.6)	4,000 (73.7)	34,298 (69.9)
민간단독	782 (74.1)	2,775 (56.8)	6,681 (46.6)	1,334 (13.4)	1,117 (13.8)	661 (12.4)	1,424 (26.3)	14,774 (30.1)

자료: 중소기업청(2005)

정부가 조성한 투자재원은 민간투자가 저조한 부품·소재, 생명공학 등 첨단제조업과 여성기업, 지방기업 위주로 투자를 유도함으로써 민간의 투자기능을 보완하는 한편, 벤처기업에 대한 자금지원을 시장기능에 의한 간접지원으로 전환하여 국내 벤처캐피탈 산업을 육성해 나갈 계획이다.

### 4.3 벤처캐피탈 회사의 투자자금 회수

주식시장과 벤처캐피탈 시장과의 연계성을 파악하기 위해서는 자금회수의 중요성을 이해해야 한다. 벤처캐피탈리스트가 특정한 피투자회사로부터 자금을 회수하는 시점에서 벤처캐피탈리스트에게 자금을 맡긴 투자자는 벤처캐피탈리스트의 실력이 우수한지 여부와 다른 투자기회에 비해 자신이 벤처캐피탈리스트에게 맡긴 자금의 수익성이 우위에 있는지를 평가할 기회를 갖기 때문이다. 또한 회수된 자금은 다시 벤처캐피탈리스트에게 재투자될 기회도 존재한다. 때문에 성공적인 자금회수는 투자자에게 높은 수익을 안겨줄 뿐만 아니라 벤처캐피탈리스트가 추가적인 투자재원을 조성하는데 있어 매우 중요한 기준이 된다.

벤처캐피탈 순환모형에서 회수는 다시 벤처캐피탈리스트의 자금조달로 이어지기 때문에 성공적인 회수는 벤처캐피탈리스트, 투자자, 벤처기업인 모두에게 중요한 문제다.

벤처기업에 투자된 자금의 회수방법에는 크게 기업공개(IPO), Buyback, M&A가 있는데 우리나라에서는 코스닥시장 상장을 통한 회수가 압도적 비중을 차지하고 있는데 2005년에 코스닥시장에 상장된 61개의 벤처기업 중 49개가 벤처캐피탈로부터 투자를 받은 것으로 나타나 80%의 비중을 차지하고 있다.

우리나라에서 M&A를 통한 투자회수가 부진한 것은 여러 가지 요인으로 설명할 수 있지만 제도적인 여건의 미성숙, 창업자의 부정적 인식, 세무회계의 복잡성 등을 들 수 있다. 벤처기업의 M&A는 벤처캐피탈의 투자자금 회수 수단으로서 뿐만 아니라 실패한 기업이 보유하고 있는 비즈니스 아이디어, 무형자산, 신기술의 사장을 방지한다는 측면에서도 매우 중요한 의미가 있다.

&lt;표 13&gt; 코스닥 IPO·벤처캐피탈 투자현황

구분	2002	2003	2004	2005
IPO수	157	70	52	70
벤처기업 IPO수 (A)	108	59	37	61
VC투자를 받은 기업의 IPO 수(B)	59	36	26	49
B/A (%)	55	61	70	80

자료: 한국벤처캐피탈협회(2005)

한편 국내에서는 벤처캐피탈 산업의 역사가 짧지만 2000년대 들어 벤처산업이 크게 성장하면서 학술적 연구도 빠른 속도로 증가하는 추세에 있다. 장상수·길재욱(2000)은 코스닥시장에서 기업내부의 경영자와 일반투자자 사이에 정보비대칭이 존재하는 경우 기업공개시 저평가 현상을 완화하는 제3자 보증역할에 대하여 연구하였다. 1999년 7월 이후 코스닥시장에 등록된 기업 중 벤처캐피탈 회사 지원기업 34개와 비지원기업 34개사를 대응 추출한 표본에 대해, 공모주식의 등록 초기 시장초과수익률을 분석하여 공모주식의 저평가현상을 살펴보았다. 이 연구에 의하면 우리나라 코스닥시장에서 벤처캐피탈 회사의 보증역할은 거의 나타나지 않는 것으로 나타났다.

한편, 김영봉(2003)은 벤처캐피탈 회사의 신호효과를 규명하기 위하여 벤처캐피탈 회사 지원기업과 비지원기업 사이의 초과수익률을 분석하였으나 유의적인 차이를 발견하지 못했으며, 보호예수제도(lock-up) 시행 전후의 초과수익률을 비교한 결과 제도시행 후의 초과수익률이 유의적으로 낮았다. 또한 업력이 짧은 벤처캐피탈 회사의 경우 투자기업의 IPO시기를 빠르게 하여 명성을 쌓고 추가자금을 조달하려는 조기 IPO현상이 우리나라에도 존재함을 밝혔다.

홍진국(2004)은 창업투자회사와 신기술사업금융사의 투자형태, 회수형태, 회수기간, 채투자 여부, 투자시점, 투자업종에 따라 성과에 차이가 있는지에 대한 실증분석을 실시하였다.

연구에 의하면 우리나라 벤처캐피탈 회사들은 주식을 통한 투자가 가장 많았고 그 성과도 높았다. 그러나 그 편차가 매우 커서 모든 변수를 고려한 회귀분석에서는 주식투자를 줄여야 한다는 결과가 나타났다. 전환사채를 이용한 투자가 본 연구에서는 비록 가장 낮은 성과를 보였지만 주식투자의 경우 손실을 본 기업의 수가 이익을 본 기업의 수보다 많기 때문에 단순히 주식투자에 주력하기 보다는 다양한 투자방법을 개발하여 수익률의 표준편차를 줄여야 한다고 주장했다.

회수방법과 회수기간에서도 외국의 경우와는 다른 결과가 나타났다고 보고 했는데 외국의 경우 Trade sales(매도), MBO, MBI 등 다양한 방법을 활용하지만 우리나라

라 벤처캐피탈 회사들은 IPO를 통한 회수가 높은 비중을 차지했으며, 투자성과도 가장 높았다. 이는 우리나라 벤처캐피탈 회사가 다양한 회수시장을 필요로 한다는 것을 나타내는 것이라고 주장하고 있다.

또한 회수시점도 외국의 평균인 4년에 비하여 1년에서 2년 사이로 매우 짧았음을 밝히면서 회수방법과 회수기간을 종합할 경우 우리나라 벤처캐피탈 회사들은 이미 성장한 기업을 찾아내 1~2년 사이에 IPO를 통한 회수에 주력한다고 했다.

이대식(2005)도 코스닥시장에 등록된 기업 중 벤처캐피탈 회사 지원기업 64개와 비지원기업 64개를 분석하여 초기 IPO 성과에 있어서 유의적인 차이가 없음을 보고했다. 이 같은 결과는 기존의 연구결과(이기환 · 임병술 · 최해술, 1998; 허남수 · 윤병섭 · 이기환, 2002; 박수용 · 이명철 · 남기풍, 2002)와 일치하는 것이다.

#### 4.4 한국 벤처캐피탈 산업의 문제점

##### 4.4.1 정부주도의 벤처투자자금 조성

우리나라의 벤처캐피탈 산업은 짧은 역사에 비해 외형적으로 비약적인 성장을 이뤘으나 자생력에 기초한 것이 아니라 주로 정부의 직접적인 지원에 의한 것이다. 우리나라와 미국의 벤처캐피탈 시장 규모를 비교해보면 미국은 꾸준한 모습을 보이는데 비해 우리나라의 경우는 지속적으로 위축되고 있는 추세다.

<표 14> 우리나라와 미국 벤처캐피탈의 투자실적 추이

		2001	2002	2003	2004
우리나라	투자실적 (정부출자포함)	9,502	6,167	6,118	5,639
	증가율 (%)		-35.1	-0.8	-7.8
	투자실적 (정부출자제외)	8,979	5,156	4,992	3,970
	증가율		-42.6	-3.2	-20.5
미국	총투자실적	21,244	2,121	18,075	20,800
	증가율 (%)		0.8	-15.6	15.1
	SBIC 투자실적	2,369	2,660	2,471	
	증가율 (%)		12.3	-7.1	

주: 1) 우리나라는 1999년, 미국은 총투자실적의 경우 1998년 정보기술산업의 활황으로 비정상적인 모습을 보인 1999~2001년 중의 실적은 배제

2) 당해연도 신규조합 총규모에서 정부출자가 차지하는 비중은 차감하여 산출한 추정치

3) 증가율은 전년 대비이며, 2002년의 경우에는 비교대상연도 대비

자료: 중소기업청(2005)

이 같은 현실은 벤처기업의 경영성과가 검증되는 기간 동안 리스크를 감수할 수 있는 장기투자자본이 자생적으로 육성되는 것을 저해하고 있다고 볼 수 있다. 업종에 따라 차이가 있지만 벤처기업은 창업이후 수많은 불확실성에 직면하기 때문에 비즈니스를 성공시킬 가능성이 매우 희박하다. 이 때문에 경영성과가 나타나는 시점까지 자본, 마케팅, 기술, 인력 등의 경영자원 조달과 분배문제를 체계적으로 지원해줄 주체가 필요한데, 정부재정의 경우 재원의 안정적 운용을 중시할 수밖에 없기 때문에 역할이 제한적이다.

벤처캐피탈 자금의 업종별 투자금액에서도 상대적으로 정부지원을 많이 받을 수 있는 정보통신 업종이 57.3%, 투자회임기간이 단기인 엔터테인먼트 업종이 12.6%를 차지해 생명공학과 같이 미래 성장잠재력이 막대한 부문에 대한 투자는 미흡한 것으로 나타났다. 반면, 창업투자조합에 대한 정부출자금액이 확대되면서 창업초기기업에 대한 투자는 증가할 것으로 예상된다.

그러나 정부재원을 투자조합에 출자해 벤처기업을 지원하는 것은 산업초기에는 어느 정도 제 기능을 발휘할 수 있으나 현재와 같이 어느 정도 산업이 성숙돼 있는 단계에서는 정부재원을 직접 지원보다는 국내 자본시장에서 벤처투자재원이 자생적으로 마련될 수 있는 조치를 마련하는 것이 더욱 시급한 과제다. 특히, 자본시장에서 벤처투자 부문으로 자금이 원활하게 공급될 수 있도록 규제를 완화해야 한다.

#### 4.4.2 벤처캐피탈리스트들의 전문성 부재

중소기업청이 2005년 8월 실시한 창투자 심사역 실태조사에 의하면 우리나라 투자심사역의 표준형은 대학에서 상경계열을 전공하고 금융·컨설팅회사에서 근무한 적이 있으며, 5~10년간 투자심사 경력을 갖고 있는 30~40대로 나타났다. 벤처캐피탈리스트의 학력은 석사 이상의 비율이 47.9%로 다른 금융업종에 비해 높은 것으로 조사됐다. 한편, 1인당 관리하고 있는 기업은 7.3개사, 투자금액은 평균 46억 원을 관리하고 있다는 결과가 나왔다. 미국 등 선진국의 경우에는 해당산업에서 10여년 이상 경험을 쌓은 전문가들이 벤처캐피탈리스트로 활동하는 경우가 많은데 우리나라의 경우에는 주로 금융기관 출신 인력들이 창업투자회사나 신기술금융회사의 투자심사역으로 일하고 있다. 금융기관 출신 자체가 문제라고 할 수는 없지만 비즈니스의 불확실성에 대한 판단이라는 고도의 전문성이 필요한 업무의 특성을 고려할 때 벤처기업에 대한 투자를 금융마인드로 접근하는 것은 바람직하지 못하다고 할 수 있다. 금융의 시각에서 접근할 경우의 또 다른 문제는 벤처캐피탈리스트의 중요한 기능중 하나인 성장지원기능(incubation)보다는 IPO지원에 집중할 가능성이 커 벤처기업의 성장잠재력이 극대화되기 전에 자본시장에서 공개될 수 있다는 점이다. 이 경우 내부 경쟁

력이 취약한 벤처기업들은 비즈니스 자체보다는 금융시장에서 불특정 다수의 주주, 또는 특정세력들로부터 다양한 형태의 압력을 받을 수밖에 없다.

#### 4.4.3 피투자 벤처기업에 대한 소극적 감시활동

벤처캐피탈은 자신이 투자한 벤처기업을 파트너로 인식하여 수익을 내기 위해 자금 이외에 경영에 필요한 모든 요소(비즈니스 모델 재정립, 마케팅 전략 수립, 전략적 제휴 및 네트워크 형성 지원, 인적자원 조달, 해외시장 진출 지원, 포트폴리오 기업간의 시너지 창출 등)를 지원하는게 일반적이다. 그러나 우리나라의 벤처캐피탈은 업력이 짧고 경험이 부족하기 때문에 투자 이후의 벤처기업 가치창출을 위한 지원이 제대로 이뤄지지 않고 있다. 벤처캐피탈리스트에 대한 성과보상시스템의 부재도 이 같은 활동을 위축시키는 요인이라고 할 수 있다.

Hellman and Puri(2002)에 의하면 벤처캐피탈리스트들의 경영지원은 피투자기업의 전문화와 시장에 대한 적응력 제고를 도와 가치를 창출(value-added)하는 서비스를 매우 효과적으로 제공한 것으로 나타나고 있다. 또한 Winton and Yerramilli(2005)의 연구에 의하면 벤처기업에 자금을 지원한 은행의 감시기능이 주로 바람직하지 않은 결과를 최소화하는데 중점을 두는 반면, 벤처캐피탈리스트들은 투자한 기업의 이사회에 참여<sup>9)</sup>하면서 의결권을 갖기 때문에 만약 경영진이 계약조건을 위반한다면 경영진을 교체할 수 있는 권한이 있다. 이 같은 권한 때문에 벤처캐피탈리스트들은 은행에 비해 신생기업에 대해 보다 강도 높은 감시활동을 할 수 있고 기업의 주요 의사결정 과정에 적극 개입할 수 있게 되는 것이다(김동순·박광우, 2005).

#### 4.4.4 벤처캐피탈 재원의 이중구조와 이해상충

우리나라의 대표적인 벤처캐피탈 회사인 창업투자회사와 신기술사업금융회사는 주주가 자본금을 출자하여 설립한 상법상 주식회사이다.<sup>10)</sup> 주주들은 주주총회에서 이사를 선임하고 이사들은 이사회에서 대표이사를 선임하여 회사를 대표하게 된다.

회사의 경영진은 벤처캐피탈리스트<sup>11)</sup>를 직원으로 고용하여 벤처기업에 대한 투자

9) NVCA에 의하면 미국 벤처캐피탈의 81%가 이사회에 참여하고 있으며, 40%이상의 이사회 발언권을 보유하는 비율이 59%에 달한다. "A Study of Venture-Backed Company Boards", NVCA, 2006.

10) 중소기업창업투자회사는 "자본금 70억 원 이상의 상법상 주식회사" 설립 후 중소기업청에 등록해야 한다(중소기업창업지원법 제7조 및 동법 시행령 제8조).

11) 우리나라에서는 일반적으로 "투자심사역"이라고 불리며, 벤처캐피탈 회사에 의해 고용된 피고용자의 신분이기 때문에 급여소득자인 경우가 대부분이며, 인센티브에 의한 동기부여가 매우 약한 것이 현실이다.

업무를 담당하게 한다. 일반적으로 우리나라의 벤처캐피탈 회사는 자신의 자본금뿐만 아니라 외부 자금으로 중소기업창업투자조합을 결성하여 운영하고 있다. 이처럼 벤처캐피탈회사의 경영진과 벤처캐피탈리스트는 원천이 다른 자본풀(capital pool)을 운용하기 때문에 복잡한 이해상충의 문제가 발생할 소지가 크며, 자금운용의 결과에 대해 그 책임소재를 따지는 것이 매우 어렵다. 문제를 더욱 어렵게 하는 것은 경영진이 벤처캐피탈리스트로서도 활동한다는 점이다.

즉, 벤처캐피탈 회사의 경영진이 자신의 자본금과 외부 투자자의 자금인 투자조합의 자금을 동시에 운용할 수 있는 권한을 가지고 있기 때문에 이른바 도덕적 해이(moral hazard)나 역선택(adverse selection)이 발생할 가능성이 항상 존재한다.

벤처투자 재원을 대부분 외부자금으로 조달하는 미국과 달리 우리나라는 벤처캐피탈 회사의 총자산에서 투자조합 자산이 차지하는 비중이 60%에 불과한 것으로 나타났다(중소기업청, 2005). 이처럼 벤처캐피탈 회사의 투자재원이 주주들이 투자한 내부자금과 조합원이 투자한 외부자금으로 혼용되어 있는 경우에는 다음과 같은 문제가 발생할 가능성이 크다.

(1) 투자조합의 장점인 사적계약 관계가 약화될 수 있다. 우리나라 벤처캐피탈 회사들은 관할법에 따라 정부에 등록해야 하며, 등록 후에는 다양한 혜택을 받고 있다. 등록을 하지 않고 벤처캐피탈 회사로 활동할 수도 있지만 세금혜택이나 정부출자금 지원 등의 혜택을 받을 수 없기 때문에 대부분의 벤처캐피탈 회사는 정부로부터 라이선스를 받아 활동하고 있다. 이 같은 시스템은 벤처산업의 초기단계에서는 어느 정도 필요한 측면도 있으나 이로 인해 벤처캐피탈 산업이 한 단계 발전할 수 있는 시기를 늦출 수도 있다는 점은 반드시 고려할 필요가 있다. 예를 들어 외부투자자와 벤처캐피탈 회사 간의 조합운영규약의 내용이나, 벤처기업의 주식공개시 벤처캐피탈 회사가 보유한 지분의 매각을 일정기간 제한하는 조치들이 자발적인 사적계약에 의해 신속적으로 이뤄지는 것이 아니라 정부가 정한 법률이나 규정 등에 따라 획일적으로 결정되는 경향이 있다.

(2) 벤처캐피탈리스트 개인의 중요성이 약화돼 유능한 전문가 육성을 저해할 수 있다. 벤처캐피탈 회사의 명성은 벤처캐피탈리스트 개인의 성과가 누적돼야만 생길 수 있는 것이다. 그러나 주식회사 형태의 벤처캐피탈 회사에 고용된 피고용인의 자적인 벤처캐피탈리스트들은 개인적인 역량 발휘의 기회를 제한받을 수밖에 없으며, 개인적 성과 발생시 적절할 보상이 이뤄지는 대신 주주들의 몫으로 이전되는 경향이 있다. 이런 상황에서는 벤처캐피탈리스트 개인보다는 벤처캐피탈 회사의 명성이 더욱 중요시되며, 외부투자자들은 자금출자시 회사의 평판이나 경영진, 주주 등을 고려하게 된

다.12) 이런 상황을 모두 부정적으로 볼 수는 없지만 장기적으로는 유능한 벤처캐피탈 리스트의 성장에 장애요인이 될 가능성이 있다는 점은 분명하다.

## V. 한국 벤처캐피탈의 활성화 방안

### 5.1 정부재원과 민간투자재원의 역할 분담

대규모 기관투자자가 부족한 우리나라의 벤처투자시장에서 자금을 공급하는 공급자는 크게 국민연금, 모태펀드, KIF(한국통신사업자연합회), 산업은행 정도를 꼽을 수 있다. 이는 아직 벤처캐피탈 시장이 성숙되지 못한 탓도 있지만 자금의 운용에 대한 법률적 규제도 반드시 짚고 넘어가야 할 과제다. 은행과 보험사의 경우 현행 은행법과 보험업법에 따른 벤처펀드(벤처투자조합) 결성금액의 15%를 초과해 출자하는 경우 반드시 금융감독위원회의 승인을 받도록 규정하고 있어 출자를 제한하고 있다. 고수익 투자대상 찾는데 어려움을 겪고 있는 저축은행 역시 벤처투자조합, 구조조정조합에 대한 출자가 금지되어 있어 규제 완화를 절실히 원하고 있는 상황이다.

이런 점에서 2006년 6월 중소기업청이 발표한 “벤처캐피탈 선진화 방안”은 매우 시의적절한 것으로 평가할 수 있으나 장기적인 정책과제를 제시하지 못하고 단기적인 정책수단만 제공했다는 점에서 더욱 보강될 필요가 있다.

<표 15> 벤처캐피탈 선진화 방안 주요내용

정책목표	주요 내용
개방적·자율적 펀드 운용	- 민간기반 모태펀드 조성 허용 - 벤처펀드의 투자자산 산정기준 자율화
벤처캐피탈의 투명성·신뢰성 제고	- 벤처펀드 자산수탁제 도입 - 벤처투자 감독기능 강화 - 벤처캐피탈의 공시 강화
모태펀드의 전문성 강화	- 벤처펀드 심사 및 관리체계 개편 - 모태펀드 전담기관 규제 완화
벤처투자의 글로벌화	- 외국 벤처캐피탈의 국내시장 참여 유도 - 벤처펀드의 해외투자 여건 개선

자료: 중소기업청(2006)

12) 우리나라의 3대 벤처투자재원인 모태펀드, 국민연금, KIF(한국통신사업자연합회)에 제출하는 제안서를 보면 벤처캐피탈 회사의 투자 및 회수실적, 대주주 및 경영진에 관한 내용 등이 매우 중요시되고 있음을 알 수 있다.



경제협력개발기구(OECD)는 기업창출과 기업가정신 함양을 위한 정책내용으로 벤처캐피탈에 대한 접근도 제고, 효율적인 파산절차의 확립, 기업가정신 교육의 제공 등 크게 세 가지를 제시하고 있다. 우선, 창업촉진을 위해서는 벤처캐피탈의 공급이 원활히 이루어져야 한다는 것이다(이인호, 2004).

벤처캐피탈은 기업의 창업뿐만 아니라, 초기 단계에 있는 소규모 기술기반 기업에게 필수적인 요소이다. 벤처캐피탈이 활성화되고 있는 국가들의 정책에 대한 분석을 통해 OECD는 특징적인 공통점을 제시하고 있는데, 정부투자기금의 투입을 통한 민간 투자자금의 유인, 연기금이나 보험회사 등 기관투자가에 대한 규제완화를 통해 벤처캐피탈에 대한 공급규모의 확대 등이 그것이다. 아울러 벤처캐피탈의 양적 확대만큼이나 질적 향상이 중요하다고 강조하고 있는데, 이를 위해 벤처캐피탈 회사에 대한 회계기준의 강화 및 운영의 투명성 제고를 통한 투자자 보호, 벤처투자 관리자에 대한 교육 등을 통한 건전한 민간투자 문화의 조성이 필요함을 지적하고 있다.

## 5.2 대리인문제 · 정보비대칭 해소를 위한 시장기능 활성화

세계경제포럼(WEF)이 2005년 3월 발표한 2004-2005 네트워크준비지수에 의하면 우리나라의 벤처캐피탈 활성화 정도는 조사대상 104개국 중 52위를 차지한 것으로 나타났는데 이는 우리나라 벤처캐피탈 회사의 경쟁력 강화를 위해 더욱 많은 노력을 기울여야 함을 대변한다.<sup>13)</sup>

벤처기업의 경쟁력이 향상되기 위해서는 벤처기업으로의 외부자본투자가 활성화되어야 한다. 특히, 소극적 투자자가 아닌 적극적 투자자인 벤처캐피탈 회사의 자본참여가 벤처기업의 경쟁력 향상에 필수요건이 된다. 벤처기업의 성공에 가장 큰 역할을 수행하는 외부 자금공급자는 벤처캐피탈 회사이다.

벤처캐피탈 회사와 벤처기업 사이에서 가장 큰 문제는 앞서 살펴본대로 대리인문제와 정보비대칭 문제라고 할 수 있다. 벤처기업에 대한 벤처캐피탈 회사의 투자가 효율적으로 이뤄지고 벤처기업들의 자금조달시장이 활성화되려면 벤처기업과 투자자간의 대리인문제를 효율적으로 해결할 수 있는 방법이 모색되어야 한다. 본래 벤처캐피탈의 업무는 기관투자가 등 소수의 투자자에 의해 私募로 운영되면서 고위험-고수익을 지향하는 특성을 지니고 있어 불특정 다수의 일반 경제주체를 보호할 목적으로 공공성을 적용해야 할 필요성이 거의 없다.

13) 세계경제포럼(WEF)은 전세계 104개국을 대상으로 각국별 개인, 기업, 정부가 정보통신기술의 발전에 동참하는 준비의 수준을 측정하고, 정보통신기술의 발전으로부터 얻는 이익과 영향을 측정·평가한 2004-2005 네트워크준비지수를 2005년 3월 10일 발표했다.

그렇기 때문에 관련 당사자들의 업무에 정부가 개입할 당위성도 약한게 사실이다. 우리나라의 경우 대부분의 벤처캐피탈 회사들이 투자조합을 결성할 때 정부가 제정한 표준규약을 사용하고 있는데 자금의 성격과 투자자의 성향이 모두 상이한데 일률적인 적용을 하는 것 자체에 문제가 있다. 투자자가 대리인문제와 정보비대칭 문제로부터 어느 정도 보호받기 위해서는 이 같은 규약을 통해 벤처캐피탈 회사 또는 벤처캐피탈 리스트를 견제할 필요가 있지만 현실적으로는 그렇지 못하다. 특히, 분산투자, 공동투자, 후속투자 등에 대해서는 조합출자자와 벤처캐피탈 사이에 고도의 제한규정(covenants)에 대한 검토가 필요하다.

또한 벤처캐피탈 회사와 피투자기업간의 계약문제에 대해서도 유사한 고민을 할 필요가 있다. 벤처캐피탈 회사-피투자기업 사이에 존재하는 정보비대칭 문제는 위에서 말한 벤처캐피탈 회사-조합출자자 사이의 경우보다 더욱 심각한데 벤처캐피탈 회사의 경우에는 반복되는 조합의 결성과 해산, 그리고 조합운영 성과의 축적을 통해 어느 정도 사전에 검증과 식별이 가능하지만 벤처기업은 사전에 축적된 정보가 거의 없는 경우가 많기 때문이다. 이 경우의 대리인문제도 역시 엄격한 투자계약을 통해 해결할 수 있으며, 정보비대칭 문제는 벤처캐피탈리스트의 이사회 참여로 어느 정도 완화할 수 있다. 미국의 경우 벤처캐피탈 회사의 파트너 1인당 평균 4개 기업의 이사회 멤버로 활동하고 있으며, 한 달 평균 12시간을 해당기업 이사회에 관련 업무에 사용하는 것으로 조사된 바 있다(Dow Jones Ventureone and NVCA, 2005).

### 5.3 벤처투자 회수시장의 정비

우리나라 벤처캐피탈 회사들의 수익성은 매우 낮은 것으로 알려졌는데 이와 같이 수익성이 낮은 상황에서는 민간의 자발적인 자본참여가 불가능할 수밖에 없어 결국 정부의 자금지원 확대가 전제되어야만 벤처캐피탈 산업이 생존할 수 있는 악순환이 초래될 위험이 상존하고 있다. 즉, 정상적인 상황에서라면 벤처캐피탈 회사들이 투자를 통해 다른 투자기회에 비해 월등한 수익률을 올릴 수 있어야 한다. 벤처캐피탈 회사들이 투자자본을 회수(EXIT)하는 것과 관련한 다양한 규제는 이 같은 상황을 초래하는데 기여했으며, 중장기적으로 규제의 완화 또는 철폐를 통해 시장기능에 의한 선순환구조를 만들어야 한다.

#### 5.3.1 코스닥시장과 프리보드시장의 정비

1996년 7월 개설(협회중개시장)된 이후 코스닥 시장은 중소·벤처기업들의 자금조

달시장으로서 크게 성장했다. 1999년~2000년의 벤처거품기에는 코스닥시장이 “투자자본의 놀이터”라는 오명을 얻기도 했지만 외부자금조달 능력이 부족한 국내 중소·벤처기업들에게 정상적인 자금조달 통로를 제공해주고 있는 금융시장으로서의 역할은 매우 중요하다고 할 수 있다.

코스닥 시장에서 벤처캐피탈 회사의 투자원본 회수를 가로막는 가장 큰 규제는 매각제한 규정이다. 코스닥시장운영규정에서는 벤처금융(창업투자회사, 신기술사업금융회사)이 투자한 벤처기업이 기업을 공개했을 때 투자기간이 2년 미만이면 상장일로부터 1개월간 주식 매각을 금지하는 보호예수조항(Lock-up)을 두고 있는데, 과거에 비해 완화되긴 했지만 이 조항은 시장논리에 맞지 않는다는 점에서 중장기적으로 반드시 폐지되어야 한다. 벤처캐피탈 회사의 존재이유가 자본차익(capital gain)이라는 점을 고려할 때 이 점은 더욱 분명해진다.

한편, 정규시장에 진입하지 못한 비상장기업들의 자금조달시장으로서 운영 중인 프리보드시장(2005년 7월 제3시장에서 프리보드시장으로 개편)의 활성화를 유도해야 하는데 시장의 신뢰도를 높이는 정책이 가장 우선되어야 한다. 우선 증권업협회가 비상장기업중 시장인지도가 높은 기업을 임의로 프리보드 종목으로 지정해 매매 활성화를 유도해야 한다. 또한 벤처투자조합이 보유하고 있는 비상장 중소벤처기업 지분을 조합해산시 프리보드 시장에서 유통시킬 수 있도록 제도적으로 정비할 필요가 있다. 세컨더리펀드가 이와 유사한 기능을 수행하고는 있지만 관련 정보가 벤처캐피탈 회사들 사이에서만 공유되기 때문에 매매 활성화를 가로막고 있다.

이외에도 프리보드 시장은 지정종목들에 대한 인큐베이터 역할을 더욱 적극적으로 수행해 정규시장인 코스닥 시장으로의 진입이 원활해지도록 유도해야 할 것이다.

### 5.3.2 벤처기업 M&A에 대한 지원 확대<sup>14)</sup>

미국의 경우 벤처기업에 대한 투자자금 회수방법 중 M&A가 80% 이상을 차지하고 있다. M&A는 기업공개(IPO)에 비해 빠르게 자금을 회수할 수 있을 뿐만 아니라 기업의 입장에서도 압축성장전략으로서 매우 유용할 수 있다. 우리나라의 경우 정확한 통계는 나와 있지 않지만 벤처기업 M&A 사례는 많지 않은데 이는 회수전략 또는 구조조정전략으로서 M&A의 이점이 크지 않기 때문이다. 투자자 입장에서 볼 때 투자기회에 대한 진입(entry)과 퇴출(exit)이 자유로워야만 투자할 동기가 생기게 되며, 벤처투자자본 풀(pool)의 확대를 도모할 수가 있게 된다.

그러나 자본시장을 교란시키고 선의의 피해자를 양산하고 있는 우회상장 등의

14) 미공개시장(private equity market)에서의 투자자본 회수전략으로서 M&A를 말하며, 관련 정책 수립 시에는 공개시장과 미공개시장을 구분하여 대응할 필요가 있다.

M&A거래에 대해서는 현재보다 더욱 엄격한 규제 또는 사후관리를 할 필요가 있다. 이런 점에서 볼 때 금융감독위원회가 발표한 우회상장제도개선방안은 적절한 시점에서 나온 대책이라고 할 수 있으나 불과 1년 전에 증권거래법 개정을 통해 “벤처기업 M&A활성화방안”을 마련했다는 점을 고려할 때 정책의 적정성에 대해서는 재고할 필요가 있다. 정부의 정책은 무엇보다 “일관된 집행”과 “지속성”이 중요하기 때문이다.

<표 16> 코스닥시장 우회상장 건수

연도	2004	2005	2006.4
건수	37	67	37

자료: 금융감독위원회(2006), 매일경제신문(2006.5.10)

<표 17> 우회상장 제도 개선방안

항목	내용
우회상장 관리 강화	<ul style="list-style-type: none"> <li>- 모든 유형의 우회상장에 대해 자본잠식 등 상장요건 심사</li> <li>- 상장요건 미충족시 상장폐지 등 시장조치</li> <li>- 우회상장 여부 2년간 전산시스템에 표시</li> </ul>
주식가치평가 합리성 제고	<ul style="list-style-type: none"> <li>- 합병비율 등 외부평가 복수기관에서 실시</li> <li>- 비상장기업 주식가치 평가에 대한 모범규준 마련</li> </ul>
공시의무 강화	<ul style="list-style-type: none"> <li>- 기업결합 신고서에 우회상장 내용 별도 기재</li> <li>- 사업보고서에 상장 후 2년간 재무예측 및 실적수치 기재</li> </ul>
불공정거래 감시 강화	<ul style="list-style-type: none"> <li>- 증권거래소 심리 및 금융감독당국 조사 강화</li> <li>- 내부자의 미공개정보 이용 엄격히 규제</li> </ul>

자료: 금융감독위원회(2006), 매일경제신문(2006.5.10)

미국 벤처캐피탈들이 많이 활용하는 다중의결권주식(multiple voting right)의 도입도 검토할 필요가 있다. 이는 벤처기업에 대한 투자자중 주도적 투자자(Leading Investor)가 기업가치 제고를 위해 행동할 수 있는 지위를 보장해줄 수 있기 때문이다. 이 경우 Leading Investor는 자금조달이 추가로 있을 경우에도 지분희석(Dilution)의 걱정 없이 주도적으로 M&A와 같은 EXIT전략을 추진할 수 있다.

### 5.3.3 성장단계별 투자주체의 다변화

벤처캐피탈 회사가 투자자금을 회수하기 위해서는 벤처기업의 성장단계별로 자금이 지원도리 수 있는 시스템이 구축될 필요성이 있다. 외국의 경험을 보면 벤처캐피탈들은 새로운 창업을 지원하기보다는 개발된 제품을 상용화하기 시작한 이후 단계에 투자하는 것이 일반적이다. 즉, 벤처캐피탈이 투자 리스크를 감수하는 데에도 일정한 한계가 있다는 것으로 해석할 수 있다. 우리나라의 경우에도 벤처캐피탈 회사는 창업한 지 1~2년에 불과한 초기 단계의 기업보다는 어느 정도 사업성에 대한 판단이 가능한 시점에서 투자할 유인이 크다고 봐야 할 것이다. 이는 초기단계의 벤처기업이 벤처캐피탈 회사 이외의 다른 곳에서 자금을 조달해야 함을 의미한다. 벤처기업은 창업단계와 확장단계에서 자금이 가장 절실히 필요하다. 이처럼 적절한 시기에 적절한 양의 자금이 지원되지 않는다면, 벤처캐피탈 회사들은 투자자금 회수기회를 찾기가 쉽지 않다. 투자 후에 꾸준한 모니터링을 통해 경영지원뿐만 아니라 2차, 3차 자금지원에 나서야 하는 것은 바로 이 때문이다.

일반적으로 창업초기에는 창업기업인의 개인적 네트워크를 통해 자금을 조달하게 되며<sup>15)</sup>, 이후에는 단계별로 전문투자자들이 대규모 자금을 투자하게 된다. 그러나 우리나라의 경우 이 같은 단계별 자금지원 시스템이 체계적으로 작동되지 못하고 있다.

엔젤투자자들과 벤처기업인 사이에서 자금을 중개해주는 매개체가 거의 전무한 상태이기 때문에 창업초기기업들도 벤처캐피탈 회사에 접근할 수 밖에 없는 구조다.

따라서 창업초기기업들의 자금조달 수단으로서 개인투자자 집단인 엔젤캐피탈을 집중 육성할 필요가 있다. 현재 개인투자자들을 벤처투자자로 유인하기 위한 수단으로는 개인투자조합<sup>16)</sup>이 있으나 투자수단으로서 기능하지 못하고 있다. 이는 주로 전문성 없는 개인 간의 사적 모임의 성격이 강하기 때문인데 일정자격을 갖춘 전문가확보를 통해 개인투자자에게 투자유인을 제공할 수 있는 통로를 구축할 필요가 있다.

## 5.4 벤처캐피탈리스트의 전문성 강화

벤처기업의 가장 큰 특성인 비즈니스의 불확실성을 평가하고 성공가능성을 추정해 자금을 투자하기 위해서는 고도의 전문성이 필요하며, 수많은 경험을 통해 개인 또는 벤처캐피탈 회사 내부에 축적된 경험지식이 매우 중요하다. 이런 점에서 지난 2003년까지 시행한 정보통신부의 “한국·스탠포드 벤처비즈니스 연수과정”은 매우 좋은

15) 이런 투자자들을 엔젤투자자(Angel Investors)라고 부름.

16) 벤처기업육성에 관한 특별조치법 제13조(개인투자조합의 결성 등)

사례이며, 벤처캐피탈리스트의 능력 강화를 위해 이와 유사한 프로그램을 개발해 시행할 필요가 있다.

미국의 경우 유능한 벤처캐피탈리스트를 양성하기 위해서는 약 5,000만 달러의 투자손실이 발생하고 이 과정에서 축적된 경험이 전문성을 강화시켜 준다고 한다(과학기술정책연구원, 2005). 이외에 미국이 벤처캐피탈리스트들은 관심분야에 대한 리서치에 상당한 시간을 할애하면서 기술과 시장의 트렌드를 추적하고 있다.

우리나라의 경우 벤처캐피탈리스트의 전문성 강화를 위한 체계적 프로그램은 거의 없는 실정이다. 이런 점에서 2006년 6월 중소기업청이 발표한 “벤처캐피탈 선진화 방안”은 매우 시의적절한 것으로 평가할 수 있으나 장기적인 정책과제를 제시하지 못하고 단기적인 정책수단만 제공했다는 점에서 더욱 보강될 필요가 있다.

또한 벤처캐피탈 산업이 태동하고 있는 단계인 중국과 인도 등 신흥시장에도 적극적으로 진출하여 경쟁력을 강화하는 계기로 삼아야 할 것이다. 해외의 유명 펀드들은 이미 상당수가 진출해 미래의 잠재수익을 찾기 위해 노력중인 것으로 알려졌다.

## 5.5 체계적인 벤처기업가 육성 프로그램 도입

벤처기업과 벤처캐피탈은 절대로 떨어질 수 없는 관계다. 벤처캐피탈 산업이 성장하기 위해서는 글로벌시장에서 경쟁력을 갖춘 벤처기업의 탄생이 절실한 문제다. 리스크를 부담하는데 따른 기대수익의 실현가능성에 대한 검증은 통해 벤처투자 시장이 선순환 될 수 있는 시스템을 만들어야 한다. 물론 벤처기업의 성장을 위해서는 벤처캐피탈의 지원이 절대적으로 필요하기 때문에 일정단계까지는 정책적인 수단을 통해 지원해야 할 것이다. 특히, 장기적으로 공교육 과정에서 기업가정신(entrepreneurship)을 고취시키고 기업가로서 역량을 배양할 수 있는 시스템을 구축해야 한다. 대학에서도 창업교육 및 기업가 양성 교육을 강화하기 위해서는 교수요원을 채용해야 필요한 과목들을 개설하는 등 유기적인 지원조직체계를 갖추어야 할 것이다.

사회 전체적으로도 기업과 경영마인드를 향상시키기 위한 다양한 프로그램을 개발해 보급해야 한다. 창업을 하기 전에 정신적으로나 지식적으로 준비가 되어 있어야 하는데 이를 통해 현장에서의 시행착오와 실패를 줄일 수 있기 때문이다.

벤처기업과 벤처캐피탈 등 벤처관련 산업이 발달한 외국의 경우 창업 지원과 벤처기업 육성이 체계적으로 이뤄지고 있다. 특히 교육부문에서 다양한 프로그램을 시행하고 있는데 캐나다와 미국은 1970년대 이후 초등 및 중등교육과정에서 기업가정신 교육을 실시해 오고 있다. 핀란드에서도 새로운 기업가정신 프로젝트

(Entrepreneurship Project)를 통해 유연성·창의성·위험감수 등 기업가정신 성향의 계발을 강조해 왔다.

영국 역시 패스파인더 프로젝트(pathfinder project)<sup>17)</sup> 등을 통해 어릴 때부터 기업가정신을 함양시키기 위한 교육을 체계적으로 실시하고 있다(중소기업연구원, 2006). 이 같은 기업가정신 교육은 초등교육단계에서 끝나는 것이 아니라 대학 등 고등교육기관에서도 다양한 형태로 시행되고 있다.

## VI. 결 론

본 연구는 우리나라 벤처캐피탈 산업의 현황을 점검하고 활성화를 위한 방안을 제시하는데 그 목적이 있다. 그동안 벤처업계의 현실에 대해서는 다양하게 연구되고 논의되어 왔기 때문에 사실상 새로운 문제를 발견하고 발상의 전환을 하기가 쉽지는 않다. 정책도 다양하게 수립되어 시행되고 있기 때문에 새로운 방안을 제시하는 것도 어려운 문제다. 그러나 문제가 무엇인지 알고 해결방안도 제시했지만 많은 경우 실천의 어려움을 겪고 있는 경우가 많다.

벤처캐피탈 선진국인 미국의 사례를 도입해 실천하는 것도 우리나라의 시장상황을 우선 점검한 후 적용가능성을 철저히 따져본 이후 결정해야 할 것이다. 다만 너무 다양한 문제를 구체적으로 다루다보면 복잡성 속에서 길을 잃을 수 있으며, 지나치게 거시적인 시각으로 보면 원론 수준에서 벗어나지 못할 가능성이 크다. 본 논문의 제 IV장에서 제시한 대안들은 사실상 새로운 내용이 아니며, 실무적으로도 필요성이 꾸준히 제기되어 온 문제들이다. 또한 다른 연구자들이 많은 논문에서 유사한 주장을 펴기도 했다. 그렇다면 이제 실천의 문제를 생각해야 할 시점이다.

한편, 본 연구는 우리나라 벤처캐피탈 산업에서 10여 년 간 축적된 수치를 활용한 실증적 연구를 수행치 않아 문제점 및 향후 대응방안을 도출하는데 있어 논리적인 근거를 제시하지는 못했다. 또한 해외사례를 분석하는데 있어서도 주로 미국을 중심으로 연구를 전개하였다. 그러나 최근 진행되고 있는 자본시장의 글로벌화 추이를 고려할 때 미국 벤처캐피탈 산업이 미국 자본시장에서만 활동하는 것은 아니며, 벤처캐피탈의 투자대상도 다양화되고 있어 연구대상과 범위를 지나치게 한정했다는 한계도 있다.

향후 본 연구는 우리나라 벤처캐피탈 회사들이 글로벌시장에서도 충분히 경쟁력을

17) 2003년 9월 이후 패스파인더 프로젝트(Pathfinder Project)라는 이름으로 400개의 학교에서 교육이 시행된 바 있으며, 2004년에는 교육대상 학교가 1,000개 이상으로 증가했음.

가질 수 있는 대안을 찾기 위한 노력으로 이어져야 할 것이며, 이를 위해서는 해외사례 및 경험에 대해 지속적인 연구 및 탐색작업이 계속되어야 한다.



## 참 고 문 헌

- 김동순·박광우·진 익(2005.6), "사모펀드를 이용한 혁신 중소기업 금융의 활성화 방안", 한국은행.
- 김경환(1999), "비대칭정보하에서 벤처캐피탈을 통한 정보통신벤처기업 자금지원 형태 연구", 한국정보통신대학원대학교 석사논문.
- 윤병섭(2003), "벤처캐피탈회사의 유형과 보증역할에 대한 연구", 『재무관리연구』, 제20권, 제1호, 한국재무관리학회, pp.29-60.
- 윤병섭·이기환(2003), "벤처캐피탈회사의 명성도와 IPO 수익률 분석", 『중소기업 연구』, 제25권, 제1호, 한국중소기업학회, pp.239-269.
- 이대식(2005.4), "벤처기업과 벤처캐피탈의 활성화방안에 관한 연구", 부산대학교 동북아지역혁신연구원 연구보고서.
- 이인호(2004), "성장과 생산성 향상을 위한 OECD논의 내용", 『나라경제』, 2004년 11월호.
- 정승일(2005), "기술혁신 친화적인 기업지배구조와 금융시스템의 한국적 형태", 과학기술정책연구원, 정책연구 2005-12.
- 허남수·윤병섭·이기환(2002), "벤처기업공개와 벤처캐피탈리스트의 역할 분석", 『재무관리연구』, 제19권, 제1호, 한국재무관리학회, pp.153-181.
- 홍진국(2004), "우리나라 벤처캐피탈의 투자행태에 따른 성과분석에 관한 연구", 경희대학교대학원 박사논문.
- 과학기술정책연구원(2005), "벤처캐피탈의 기술가치 평가능력 제고방안 연구", 과학기술부 수탁연구.
- 금융감독위원회(2006), 내부자료.
- 매일경제신문, 2006년 5월 10일자.
- 중소기업연구원(2006), DB(<http://db.kosbi.re.kr>).
- 중소기업청(2005), "벤처기업 통계", 내부자료.
- 중소기업청(2005), "중소기업조사통계시스템", 내부자료.
- 중소기업청(2005), "2005년도 중소기업에 관한 연차보고서".
- 중소기업청(2006.6.8), "벤처캐피탈 선진화 방안", 내부자료.
- Dow Jones Ventureone and NVCA(2005), "A study of Venture-Backed Company Boards".



## A Study on the Activation Scheme for the Korean Venture Capitals

Nam, In-hyun\* · Kim, Yong-shik\*\*

### Abstrat

Since the late 1990s, the Korean Venture Capital Industry has been remarkably grown in the aspect of quality and quantity. Korean government expects that the Venture company and Venture Capital Industry would contribute to the recovery of depressed Korean economy and restructuring of the high cost and low efficiency economic structure. Korean government reinforces supporting policies for the Venture Capital and Venture Business.

Venture Capital is defined as the form of high risk and high profit investment capital growing the small & medium enterprises to competitive ones through capital and management support and collecting the capital. According to the Gompers and Lerner's the venture capital cycle consists of raising a investment capital, screening the investment opportunity and invest the money. And later, sold the retained stock to the other investor or to the company. This stage called EXIT.

Consequently, the function of the venture capital, which supply the fund and the business consultation to venture business, have been emphasized and how to effectively run this capital have been recognized as the way to develop the venture business.

In this regard, the problem in Korean Venture Capital Market is as follows. First, most of the sources of fund depends on the government support and this conflict with the nature of risk capital because the government capital

---

\* Muhan Investment Co., Ltd

\*\* The Graduate School of Hoseo University

emphasis the stability than profitability.

And secondly, the efficiency of the venture capital system in Korea do not reach that of the advanced countries due to many kinds of restriction and the rack of support.

Consequently, the Activation Schemes for Korean Venture Capital Firms are as follows. First, the sources of venture capital need to diversify from angels to institutional investors such as banks, pensions, fund of fund. And Lastly, the internal management and operational system of venture capital companies should be strengthened by quality to that of global Venture Capital Firms.

*Keywords: Korean Venture Capital, Activation Schemes*