

## 한국의 금산분리법 완화와 CVC 투자유형 변화 간의 상관관계 논증

이기호 (한양대학교 경영학과)<sup>1)</sup> 이상명 (한양대학교 경영학과)<sup>2)</sup>

### 국문 요약

2020년 12월, 한국의 금산분리 원칙과 관련한 공정거래법이 개정되고 이를 1년 뒤인 2021년 12월 30일부터 시행한다는 정부의 발표가 있었다. 개정의 내용은 과거 금산분리의 대원칙이었던 산업자본의 금융시장 침투 금지 기조를 깨고 '일반지주회사의 중소기업창업투자회사와 신기술사업금융전문회사 주식의 소유 가능'이었다. 이 개정 법의 전제는 발행주식 총수의 소유이었지만, 법 개정 전후로 CVC(Corporate Venture Capital: 기업주도형 벤처캐피탈)의 연간 설립 건수와 투자 건수, 전략적 투자 건수 등의 추이에 변동이 있었다. CVC와 IVC(Independent Venture Capital: 독립 벤처캐피탈)는 투자 목적, 펀드 운용 유형, 투자 유형에 따라 그 특징이 구분되는데, 이 부분에서 금산분리법의 완화는 향후 벤처투자생태계와 혁신생태계의 활성화에 긍정적인 영향을 줄 수 있다고 기대된다. 본 연구에서는 법 개정 전인 2018년부터 법 개정 이후 2023년 5월까지 국내 CVC의 설립 건수, 투자 건수, 전략적 투자건수의 추이를 분석하여, 개정 금산분리법이 시행되었던 2021년을 기준으로 추이의 변화를 살펴보았다. 분석의 결과, 국내 CVC는 2021년에 전년대비 큰 폭으로 증가했으며, 투자건수와 전략적 투자건수, 전략적 투자의 투자금액 또한 과거에 비해 증가했음을 확인할 수 있었다. 본 연구는 이러한 결과를 토대로 향후 국내 CVC 투자와 전략적 투자, 벤처투자시장 활성화 등과 관련한 추가적인 연구의 방향을 제시한다.

■ 중심어: 금산분리법, 공정거래법, CVC, 전략적 투자, 벤처투자생태계

## I. 서론

2020년 12월, 한국의 공정거래법 중 '금산분리'와 관련된 법이 완화되는 방향으로 개정(2021년 12월 시행)되었다. 이러한 개정은 한국의 금융 시장에 중요한 변화를 불러왔으며, 금융 기관들은 자본을 더욱 효율적으로 운영하고 금융 상품 및 서비스를 더욱 다양화하는 등의 기회를 얻게 되었다. 이러한 변화가 한국의 경제 생태계와 금융 시스템에 어떠한 영향을 미치는지 이해하는 것은 학술 연구의 중요한 주제 중 하나이다.

한국에서 금산분리에 관한 논의는 1960년대 군사정부가 기업가 소유의 은행주식을 전부 환수하면서 시작된다. 이후 1997년 한국에 금융위기가 발발하였고, 1999년 금융 시스템의 불안정성과 위험성을 개선하기 위한 노력으로 「독점규제 및 공정거래에 관한 법률」에 지주회사제도를 도입해 비금융회사와 금융회사간에 상호 지배를 금지하게 되면서 최근까지 금산분리의 기조가 된 금융지주회사법이 제정되었다. 그러나, 금산분리법이 처음 도

\*\* 본 연구는 한양대학교의 연구 지원비에 의해 이루어졌음

1)제1저자 : 한양대학교 경영학과 석박사통합과정, kiho3567@hanyang.ac.kr

2)교신저자 : 한양대학교 경영학과 교수, sanglee@hanyang.ac.kr

· 투고일: 2023-09-13 · 수정일: 2023-09-16 · 게재확정일: 2023-09-22

입된 이후, 금융 시장과 투자생태계 활성화에 대한 필요성이 논의되면서 이 법에 대한 검토와 완화의 필요성이 대두되었다.

금산분리법 개정 이후, 한국에서는 창업투자회사의 설립과 활동이 늘어나고 있는 현황이다. 한국벤처캐피탈협회의 보고에 따르면, 국내 창업투자회사의 신규등록 건수는 2019년부터 매년 19건, 21건이었다가 2021년에 38건, 2022년에 42건으로 금산분리법 개정을 기점으로 크게 증가하는 추세이다. 2023년 6월 기준 국내에서 운영되고 있는 창업투자회사의 수는 238개사로 약 4년 전인 2019년에 비해 약 160% 증가한 것이다(한국벤처캐피탈협회, 2023). 법 개정 전인 2020년 기준 대기업집단의 국내 CVC(Corporate Venture Capital: 기업주도형 벤처캐피탈) 보유 현황을 살펴보면 총 17개사로 4개의 CVC는 일반지주회사의 지주회사 체제 밖 계열사, 2개의 CVC는 기업집단이 해외법인인 경우, 11개의 CVC는 일반지주회사가 아닌 경우였다(맹우희, 2021). 하지만 개정법이 시행된 2021년 12월 이후 2022년 1월에 GS그룹의 GS벤처스가 설립되었고, 2022년 2월에 동원그룹의 동원기술투자가 설립되었다. 이후 2022년 12월까지 F&F, 평화그룹, 효성그룹, 에코프로, 빗썸, CJ그룹, 대웅, 한일 등이 지주회사 내 CVC 설립을 완료하게 된다.

여러 선행연구를 통해 전통적으로 벤처캐피탈은 유형에 따라 투자 목적이 다르다고 밝혀왔다. IVC(Independent Venture Capital: 독립 벤처캐피탈)의 경우 투자금 회수를 목적으로 재무적 투자를 하고 CVC의 경우 모기업의 전략에 기반한 투자를 하기 때문에 재무적 투자와 전략적 투자를 한다. 이러한 관점에 빚대어 보면 금산분리법 개정 이후 지주회사 내 CVC 설립을 하려는 비금융기업들의 목적이 재무적 투자와 전략적 투자 간에 비중의 차이가 어떤지 살펴볼 필요가 있다.

이러한 맥락에서, 본 연구는 한국의 금산분리법 완화로 인한 국내 CVC의 투자유형 변화를 조사하고자 한다. 금산분리법 완화로 인한 제도적 변화가 CVC 투자 활동에 어떠한 영향을 미치는지, 그리고 CVC 투자의 확대가 한국 경제에 미치는 영향을 논의하는 것이 이 학술 논문의 주요 목표이다.

본 연구는 다음과 같이 구성되어 있다. 첫째, '금산분리법 완화'에 대한 상세한 개요를 제공하여 이 변화의 배경과 의미를 설명한다. 둘째, CVC의 개념과 중요성을 강조하고, 한국의 CVC 생태계를 조사한다. 셋째, 금산분리법 완화로 인한 CVC 투자의 변화를 살펴보고 연구 결과를 논의한다. 본 연구를 통해 한국의 금산분리법 완화와 CVC 투자의 국가 경제에 미치는 영향에 대한 심층적인 학술적 통찰을 얻을 것으로 기대한다. 또한 이를 통해 한국의 금융 시장 및 규제 정책에 대한 미래 방향성을 고려하는 데 중요한 학술적 기여를 할 것으로 기대한다.

## II. 이론적 배경

### 2.1 금산분리법의 개정

‘금산분리원칙’이란, 금융자본과 산업자본의 상호간 지분소유를 금지하여 분리한다는 것을 의미한다. 실무적으로는 산업자본의 은행주식 소유를 제한하는 것이기 때문에 ‘은산분리’라는 표현이 적절하지만, 일반적으로 동일한 의미의 ‘금산분리’라는 용어가 사용되고 있다. ‘금산분리법’이라는 명칭의 법이 별도로 존재하는 것은 아니고, 금산분리의 의미가 포함된 법이 「독점규제 및 공정거래에 관한 법률」(약칭 공정거래법), 「은행법」, 그리고 「금융지주회사법」에 분산되어 있다.

금산분리법은 크게 ‘일반지주회사와 금융지주회사의 분리’, ‘산업자본의 금융자본 소유 일부 제한’, 그리고 ‘금융자본의 산업자본 소유 일부 제한’ 등 세 가지 맥락의 목적성을 띠고 있다. ‘일반지주회사와 금융지주회사의 분리’와 관련된 법령으로는, 공정거래법 제8조의2 제2항, “지주회사는 다음 각 호의 어느 하나에 해당하는 행위를 하여서는 아니된다.” 중 4호와 5호에 “금융지주회사인 경우 금융업 또는 보험업을 영위하는 회사외의 국내회사의 주식을 소유하는 행위”, “금융지주회사외의 지주회사인 경우 금융업 또는 보험업을 영위하는 국내

회사의 주식을 소유하는 행위'와 같이 명시하고 있다. '산업자본의 금융자본 소유 일부 제한'과 관련된 법령으로는, 은행법 제16조의2 1항, "비금융주력자는 제15조제1항에도 불구하고 은행의 의결권이 있는 발행주식 총수의 100분의 9를 초과하여 은행의 주식을 보유할 수 없다."를 통해 주식 소유로 인한 권리행사를 제한하고 있다. '금융자본의 산업자본 소유 일부 제한'과 관련하여, 은행법 제37조 제1항에서 "은행은 다른 회사등의 의결권이 있는 지분증권의 100분의 15를 초과하는 지분증권을 소유할 수 없다."와 같이 명시하고 있으며, 금융지주회사법 제44조에서 "금융지주회사는 자회사등이 아닌 회사의 발행주식총수의 100분의5 이내에서 다른 회사의 주식을 소유할 수 있다."와 같이 명시하고 있다.

금산분리법의 상위 세 맥락 중 가장 큰 규제력이 있던 법은 '일반지주회사와 금융지주회사의 분리'와 관련된 법인 공정거래법 제8조의 2에 해당하는 법이었다. 다른 두 맥락인 '금융자본과 산업자본의 상호 소유 일부 제한'과 관련한 법은 허용 소유 지분 비중이 역사적으로 완화와 강화가 반복되어왔지만, '일반지주회사와 금융지주회사의 분리'와 관련한 법은 제정 이래 변동이 없었다. 이에 한국의 비금융기업은 금융시장으로의 진출을 위해 일반지주회사 체제 밖에 기업집단을 별도 설립하거나 해외법인을 설립해 우회진출을 하는 등의 방법을 모색해왔다. 금산분리법은 제정 당시 재벌의 사금고화 예방, 금융시장의 안정성 도모 등의 목적이 있었지만, 투자시장의 활성화와 기술의 진보로 인해 금융회사의 경쟁력이 강화되고 인터넷전문은행이 등장하며 금산분리법 완화의 필요성이 대두되어 왔다. 이에 정부는 2020년 12월, 공정거래법 제8조의 2에 대해 개정을 발표(2021년 12월 30일 시행)한다.

개정 내용을 살펴보면, 기존 공정거래법 제8조의 2에 해당하는 내용은 제18조(지주회사 등의 행위제한 등) 2항 4호, 5호에서 동일하게 확인할 수 있다. 추가된 내용은 제20조(일반지주회사의 금융회사 주식 소유 제한에 관한 특례) 제1항인데, "일반지주회사는 제18조2항제5호에도 불구하고 「벤처투자 촉진에 관한 법률」에 따른 중소기업창업투자회사 및 「여성전문금융업법」에 따른 신기술사업금융전문회사의 주식을 소유할 수 있다."가 명시되어 있다. 추가로 삽입된 전제조건에 해당하는 부분은 제20조 제2항, "제1항에 따라 일반지주회사가 중소기업창업투자회사 및 신기술사업금융전문회사의 주식을 소유하는 경우에는 중소기업창업투자회사 및 신기술사업금융전문회사의 발행주식 총수를 소유하여야 한다." 이다.

개정법은 적용범위와 해석 등 모호한 부분으로 인해 추가적인 논의가 진행 중이다. 하지만 이번 개정으로 인해 일반지주회사의 금융시장 진출이 가능해졌다는 것은 사실이며, 향후 금융시장 전반에 영향을 미칠 것이다.

## 2.2 CVC의 개념과 역할

CVC(Corporate Venture Capital; 기업주도형 벤처캐피탈)는 VC(Venture Capital; 벤처캐피탈)의 한 유형이다. VC는 설립 목적과 주요 자원, 펀드 존속 기간, 투자 회수 방법 등에 따라 크게 IVC(Independent Venture Capital; 독립 벤처캐피탈)와 CVC로 구분한다. IVC의 경우, 주로 재원을 외부 출자자의 투자금을 활용해 펀드를 조성하는 방법으로 마련하고, 재무적 투자를 하여 피투자기업의 가치 상승 이후 회사의 매각(IPO, M&A, 지분매각)을 통해 투자금을 회수하게 된다. 따라서 펀드의 존속기간은 일반적으로 10년 이내이다. 이에 비해 CVC의 경우, 주로 재원을 모기업의 자금을 활용하고 필요에 따라 외부 출자자를 모집하여 펀드를 조성하는 등의 방법을 활용한다. 재무적 투자뿐 아니라 모기업의 전략에 연계되는 전략적 투자를 진행하며, 전략적 투자의 경우 피투자기업을 인수하거나 피투자기업의 기술을 습득하여 모회사의 제품에 활용하는 등의 방법으로 투자 회수를 진행하게 된다. 전략적 투자의 경우 목적의 특이성으로 인해 펀드의 존속 기간의 기한이 제한이 없다는 특징이 있다.

전략적 투자를 한다는 점에서 CVC는 SI(Strategic Investor; 전략적 투자자)이다. SI는 단편적인 재무적 수익 실현 외에 필요한 핵심 기술의 확보, 시장 점유율 확대, 새로운 시장으로의 진출, 피투자기업의 인수를 통한 시너지 창출 등 혁신의 실현을 목표로 한다. CVC는 전략적 투자를 통해 모기업의 혁신 역량 확보를 도모하는

데, 모기업은 이러한 CVC의 투자활동을 통해 성장 가능성이 큰 시장과 기술, 기회 등을 탐색하여 확보할 수 있고, 기업의 인수합병과 기술개발 등과 관련한 유용한 정보를 얻을 수 있게 된다(Ma, 2020). 또한 확보한 시장과 기술의 정보를 활용해 소속 기업 집단 내부의 R&D 활동에 보완적인 자원을 제공하며 모기업의 혁신 활동에 중요한 역할을 수행한다(Benson & Ziedonis, 2009). CVC 투자에 대한 모기업의 성과와 시너지 창출에 대한 선행연구에서는 CVC의 역할에 대해 모기업과의 연계를 CVC의 주요 성공 요인으로 정의하고, 재무적 목표가 아닌 전략적 목표를 우선할 때 비로소 CVC가 모기업의 개방형 혁신을 원활하게 하는 창구 기능이 극대화된다는 주장이 있다(Chesbrough, 2002). Dushnisky & Lenox(2005a, 2005b)는 연구를 통해 CVC의 전략적 투자가 단기적으로는 수익이 낮을 수 있지만, 장기적 관점에서 이를 충분히 상쇄할 수 있는 가치 창출의 효과가 있음을 입증하였다. CVC와 피투자기업 간의 관계에 초점을 둔 연구에서는 CVC가 투자한 기업의 수와 모기업의 혁신성과 간의 관계는 CVC와 피투자기업 간의 관계가 약하면 역U자 형태, 강하면 U자 형태가 나타난다는 것을 입증하였다(Wadhwa & Kotha, 2006). Gompers & Lerner(2000)는 연구에서 피투자기업에 대해 IVC 투자는 30.6%, CVC 투자는 35.1%, 피투자기업과 CVC 모기업 간의 전략적 연계성이 있는 경우 39.3%가 IPO에 성공했는데, 전략적 연계성이 있을 때 투자가 더욱 안정적이고 지속적으로 진행되었다는 것을 확인하였다.

피평가사의 경우, CVC의 투자 유치를 통해 CVC의 모기업이 확보하고 있는 브랜드 인지도를 활용하여 고객과 다른 투자자의 신뢰도를 높이며(Knyphausen, 2005), 후광효과를 누릴 수 있다(Hsu, 2004; Patrick et al., 2018). 피투자기업은 투자 유치 이후에 투자기업인 CVC와 지속적으로 소통을 하게 되는데, 이러한 소통을 통해 CVC 모기업이 확보하고 있는 기술과 자원, 역량을 지원받아 부족한 역량을 보완하고, 이로써 더욱 성장하여 후속 투자에서 가치상승 효과를 누리게 된다(Chesbrough, 2002). 임소진, 이정동(2006)은 피투자기업과 모기업의 기술이 근접할수록 피투자기업의 혁신성고가 증가하였고, 두 집단의 지식이전이 피투자기업의 성장성에 영향을 미치는 것을 확인하였다. 심준섭, 윤병섭(2017)은 피투자기업에 CVC의 지분율이 높을수록 기술지원과 경영지원이 활발해지고 감시 또한 증가하면서 피투자기업의 기술혁신이 증가한다는 것을 입증하였다. CVC와 피투자기업간 지위에 집중한 연구에서, CVC와 피투자기업간 서로 부족한 기술의 보완을 위해 관련한 소통을 하게 되는데, CVC의 모기업이 피투자기업에 비해 시장에서의 영향력과 기술의 수준, 기타 역량 부문에서 높은 지위를 갖기 때문에 CVC 투자에서 모기업과 피투자기업 중 모기업이 취하는 이익이 상대적으로 더 크다는 결과도 있다(Huang & Madhavan, 2021).

여러 선행연구와 그 결과에서 살펴볼 수 있듯, 전략적 투자를 행하는 CVC의 투자는 단편적으로 CVC와 모기업의 재무적 수익뿐만 아니라 혁신성고를 도출해 산업 전반과 국가 경제에 기여할 수 있다. 또한 피투자기업에게 지식이전을 함으로써 부족한 역량을 보완하고 성장을 촉진시키며 나아가 창업, 혁신, 투자생태계의 활성화에 기여할 수 있다.

### 2.3 투자동기에 따른 CVC 유형

CVC는 설립목적과 모기업의 산업적 특성, 기술의 유형 등에 따라 재무적 투자 혹은 전략적 투자를 진행하는데, 여러 선행연구들은 그 투자동기에 따른 유형을 분류했다. Dushnisky & Lenox(2006)는 연구를 통해 기업정보와 미디어의 공개자료에서 주요 펀드목표를 분석해 CVC 171개사의 투자동기를 분석하였다. 그 결과, CVC의 투자동기는 크게 전략적 투자와 재무적 투자 등 두 가지로 분류되었다. 이 연구에 대해 Patrick et al.(2018)은 CVC 52개사의 사명선언문을 분석해 기존 두 가지 투자동기를 전략적 동기(strategic motivation), 재무적 동기(financial motivation), 탐색적 동기(analytic motivation), 불분명한 동기(unfocused motivation)등 네 가지로 세분화하였다.

탐색적 동기의 경우, 전략적 동기와 재무적 동기를 모두를 비슷한 정도로 갖고 있다는 점에서 불분명한 동기와 구분된다. Campbell et al.(2003)의 경우 생태계형(ecosystem venturing), 혁신형(innovation venturing),

신사업추구형(new leg venturing), 수익추구형(harvest venturing), 사모투자형(private equity venturing) 등 5가지 유형으로 분류하였다. 생태계형, 혁신형, 신사업추구형의 경우 전략적 투자로 분류될 수 있다.

생태계형은 핵심 사업영역을 보완할 수 있는 비핵심 사업영역에 투자하는 유형으로, 가치사슬 전반을 보완하기 위한 목적이 있다. 혁신형은 기존 핵심 사업영역 부문에서 신기술을 개발하거나 효율화를 추구하는 등 직접적으로 개선하는 것에 목적이 있다. 신사업추구형의 경우, 기존의 핵심 사업영역과 연관성이 낮은 벤처기업에 공격적으로 투자하여 사업 포트폴리오를 다각화하기 위한 목적이 있다. 수익추구형과 사모투자형은 재무적 투자에 속하는데, 수익추구형은 모기업의 자금을 활용하고, 사모투자형은 IVC와 동일하게 외부출자자의 자금을 활용한다는 차이가 있다. Chesbrough(2002)는 '기업의 투자목적'과 CVC 모기업과 피투자기업의 '자원 및 역량의 연관성' 등 두 가지 차원으로 그 정도에 따라 구분하였다. '기업의 투자목적'은 '전략적 투자동기'와 '재무적 투자동기'로 구분되고, '자원 및 역량의 연관성'은 피투자기업과 CVC 모기업간의 연관성 정도를 의미한다. 추진형(driving), 강화형(enabling), 개척형(emergent), 수동형(passive) 등 네 가지 유형으로 분류되며,

이 중 추진형과 강화형은 전략적 투자, 개척형과 수동형은 재무적 투자로 분류된다. 추진형의 경우 CVC 모기업과의 연관성이 강한 전략적 투자 성격의 유형이다. 이는 CVC 모기업의 기존 사업을 강화하기 위한 목적이 있으며 모기업으로의 기술과 지식이전을 지향한다는 특징이 있다. 강화형의 경우 CVC 모기업과의 연관성은 낮은 전략적 투자 성격의 유형이다. 이는 CVC 모기업의 기존 사업과의 직접적인 연관성은 낮지만 이를 보완할 수 있는 벤처기업에 투자하며 기존 사업 포트폴리오와 가치사슬을 보완한다는 특징이 있다.

개척형은 CVC 모기업과의 연관성이 높은 재무적 투자 성격의 유형이다. 이는 유사한 사업 포트폴리오를 갖는 벤처기업에 투자하여 신기술과 신시장을 탐색하고, 짧아지는 제품 및 서비스의 수명과 다변화하는 고객의 수요에 대응하기 위한 목적이 있다. 마지막으로 수동형은 CVC 모기업과의 연관성이 낮은 재무적 투자의 유형이다. 이의 경우 비교적 단기간내에 투자를 회수해 차익실현을 추구하는 IVC와 유사한 목적과 형태로 운영된다. 그렇기 때문에 운영조직 또한 금융 투자 전문인력으로 구성될 가능성이 높다는 특징이 있다(Dushnitsky & Lenox, 2006). 이 부분에서 재무적 투자만을 전문적으로 하는 IVC의 역량과 비교하였을 때 수동형 CVC는 경쟁력이 낮고 CVC만의 강점을 활용하지 못해 효용성이 떨어질 수 있다(Chesbrough, 2002, 2007).



Source : Chesbrough(2002)

그림1. CVC 투자유형 분류

Chesbrough(2002)가 제시한 CVC 투자유형 분류는 CVC 관련 여러 연구에서 많이 인용되고 있다. 단순히 투자 유형을 투자기업과 피투자기업간 자원 및 역량의 연관성에 따라 전략적 투자와 재무적 투자로 구분한 것이 아니라, 기업이 투자를 결정할 때 향후 모기업의 전략에 도입할 것인지, 재무적 수익을 추구할 것인지에 따라 네 가지로 분류한 것이다. 즉, CVC의 어떠한 투자 포트폴리오를 전략적 투자와 재무적 투자로 구분하려면,

각 포트폴리오의 투자 결정과정을 면밀히 살펴야 한다는 것이다. 하지만 본 연구의 목적은 한국의 금산분리법 완화가 CVC의 투자 양상에 미친 변화를 살펴보는 것이고, 투자기업과 피투자기업 간 연관성이 내재되어있는 전략의 여부를 짐작할 수 있기 때문에 양 집단 간 산업 연관성에 초점을 맞춰 전략적 투자의 여부를 판단하는 것이 효율 · 효과적이다. 따라서 본 연구에서 전략적 투자는 투자기업과 피투자기업 간 연관성 여부로 판단하였다.

### Ⅲ. 연구 설계

본 연구의 목적은 금산분리법 완화로 인한 CVC의 전략적 투자 활성화 여부를 살펴보는 것이다. 금산분리법 완화는 2020년 12월 29일에 개정되었으며, 1년 뒤인 2021년 12월 30일부터 개정법이 시행되었다. 이에 자료는 개정 전과 후인 2018년 1월부터 2023년 5월까지로 한정하며, 국내 CVC의 투자포트폴리오 데이터를 활용한다.

CVC는 비금융회사가 보유한 창업투자회사로 정의되며, 학술적, 법적으로 CVC를 정의하는 정확한 모기업의 지분 비중에 대한 기준은 없다. 본 연구에서 CVC는 중소기업창업투자회사전자공시(DIVA)에 공시된 국내 VC 347개사 중 최대주주가 금융회사, 개인, 학교 및 산학협력단 등을 제외한 비금융회사인 회사로 한정하여 총 88개사로 정의하였다.

이들 CVC의 투자포트폴리오 데이터는 스타트업과 벤처투자 데이터 플랫폼 '혁신의 숲'의 자료를 활용하였으며, 투자를 진행한 사실이 없는 경우를 제외하고 CVC 45개사의 2018년 1월부터 2023년 5월까지의 투자포트폴리오 1911건의 자료를 활용하였다. 전략적 투자여부는 CVC 최대주주의 핵심사업영역과 피투자기업의 핵심사업영역간의 연관성여부 확인을 통해 구분하였으며, 연관성여부는 두 집단 핵심사업영역이 속한 산업의 일치여부를 통계청에서 제시하는 한국표준산업분류(10차)코드 중분류에 의거하여 판단하였다. 핵심사업영역의 기준이 되는 업종과 세분류는 물류관련업종 1분류, 바이오관련업종 1분류, 서비스관련업종 18분류, 소프트웨어관련업종 11분류, 식품제조관련업종 1분류, 유통관련업종 3분류, 일반제조관련업종 2분류, 첨단제조관련업종 10분류, 화학제조관련업종 2분류로 구분하였다.

CVC가 전략적 투자를 진행할 경우, 재무적 투자를 진행할 경우에 비교하여 이른 시기에 이루어진다는 특징을 참고하여 투자단계를 Seed, Pre-A, Series A, Pre-B, Series B, Series C, Series D, Pre-IPO, M&A로 구분해 살펴보았다.

### Ⅳ. 분석 결과

먼저 2018년도부터 2022년도까지 본 연구에서 정의한 CVC의 연도별 설립 건수를 살펴보면, 2018년도에 8건, 2019년도에 7건, 2020년도에 7건으로 2018년도 이전 평균 매해 약 2.5건의 설립건수가 있었던 것에 비해 대폭 증가했다는 것을 확인하였다. 2021년도에는 15건으로 전년 대비 2배가량 증가하였고, 2022년도에는 6건이 발생하였다. 개정 공정거래법 시행이 2021년 12월 30일이었던 것을 참고하였을 때, 향후 일반지주회사의 CVC 설립이 확대될 것을 고려하여 투자경쟁을 회피하기 위해 비(非)일반지주회사의 CVC 설립, 혹은 일반지주회사의 CVC 우회설립이 이루어진 것이라 판단된다. CVC의 설립이 매해 증가됨에 따라 CVC의 투자 횟수 또한 증가한다. 2018년도에는 230건, 2019년도에는 319건, 2020년도에는 359건, 2021년도에는 481건, 2022년도에는 443건, 2023년도 5월까지 78건으로 확인되었다. 이 중 피투자기업 업종을 기준으로한 산업 구분의 중분류가 CVC의 모기업과 일치한 투자건수는 총 206건으로, 2018년도에 17건, 2019년도에 33건, 2020년도에 50건, 2021년도에 42건, 2022년도에 53건, 이후 2023년 5월까지의 투자건수는 11건으로 확인되었다.

CVC의 전체 투자 건수 중 본 논문에서 전략적 투자로 정의한 CVC 모기업과 피투자기업 업종이 일치한 경우의 2018년도부터 2023년도 5월까지의 매해 비중을 살펴보았다. 그 결과, 2018년도는 7.4%, 2019년도는 10.3%, 2020년도는 13.9%, 2021년도는 8.7%, 2022년도는 12.0%, 2023년도 5월까지의 경우 14.1%로 나타났다. 투자 건수와 비중을 단순 비교하였을 때 2022년 이후 전략적 투자 비중이 증가하였지만, 2020년도에도 전략적 투자 비중이 비슷한 수준으로 증가하였다는 것을 확인할 수 있다. 벤처기업 육성을 위한 「벤처투자 촉진에 관한 법률」(약칭 : 벤처투자법)이 2020년 8월 12일부로 시행되면서 창업기획자(엑셀러레이터)의 벤처투자조합 결성이 조건부 허용되었는데, 이로 인해 전략적 투자 건수의 비중이 증가한 것으로 판단된다. CVC의 총 투자금액과 전략적 투자금액의 추이를 비교하면 통계의 의미는 가중된다.

2018년도부터 2021년도까지 CVC 총 투자금액은 증가하는 추세였다가 2022년에 약 8천억원 가량 하락하였다. 이에 비해 전략적 투자의 투자금액은 계속 증가 추세를 보이다가 2022년 CVC 총 투자금액이 감소하였음에도 불구하고 전년 대비 50%가량 증가한 것을 확인하였다. 2020년과 2022년의 전략적 투자 건수와 전략적 투자의 투자금액을 비교하면, 전략적 투자 건수의 경우 6%가 증가하였지만, 전략적 투자의 투자금액은 약 84.2%가 증가하였다. 이는 금산분리법이 완화되면서 전략적 투자를 원하는 CVC가 증가하였고, 이로 인해 투자의 양상이 비교적 신중해졌으며, 전략적 투자에 더 많은 자금을 투입하게 되었다고 정리할 수 있다. 이를 표로 정리하면 다음과 같다.

<표1> 연도별 CVC 활동 변화

연도	설립 건수	전략적 투자 건수	투자 건수	전략적 투자 비중(%)	전략적 투자 투자금액(억원)	CVC 총 투자금액 (창투자, 신기사) (억원)	전략적 투자금액 비중(%)
2018	8	17	230	7.4	694	11,912.4	5.83
2019	7	33	319	10.3	1,913.9	21,483.9	8.91
2020	7	50	359	13.9	3,657.8	30,516.8	11.99
2021	15	42	481	8.7	4,519.7	58,177.7	7.77
2022	6	53	443	12.0	6,738.5	50,166.4	13.43
2023.5	0	11	78	14.1	454	4,751	9.56

양 집단의 업종이 일치한 건에 대해 투자당시 단계를 살펴보았다. Seed 단계의 경우 44건, Pre-A 단계의 경우 29건, Series A 단계의 경우 71건, Pre-B 단계의 경우 3건, Series B 단계의 경우 44건, Series C 단계의 경우 11건, Series D 단계의 경우 3건, Pre-IPO 단계의 경우 1건, M&A 단계의 경우 1건으로 나타났다. 투자 단계를 결정하는 요인은 여러 가지가 있지만, 투자단계가 초기일수록 안정적인 투자보다 공격적인 투자이며, 재무적인 수익실현만을 추구하기 보다 전략적으로 부가적인 요인을 추구한다고 할 수 있다는 점에서 아래 투자단계를 정리한 표를 참고할 수 있다.

<표2> CVC 전략적 투자 당시 단계 구분

단계 구분	건수	비중(%)
Seed	44	21.3
Pre-A	29	14.0
Series A	71	34.3
Pre-B	3	1.4
Series B	44	21.3

Series C	11	5.3
Series D	3	1.4
Pre-IPO	1	0.5
M&A	1	0.5

## V. 결론

### 5.1 시사점

본 연구는 금산분리와 관련한 공정거래법 개정에 대한 논의와, 개정 이후 국내 CVC 설립 추이, CVC의 전략적 투자 추이 변화를 확인하였다. 연구의 분석 결과에 따른 결론 및 시사점은 다음과 같다.

첫째, 과거 금산분리법으로 인해 CVC의 수가 적고 활동이 두드러지지 않아 국내의 선행연구는 주로 해외 시장과 CVC를 대상으로 진행되어왔다. 하지만 2021년 12월에 금산분리에 관한 개정법이 시행되었고, CVC의 투자 유형 변화에 대해 짧은 기간 내에 의미있는 결과를 도출함으로써 국내 벤처투자 시장과 CVC 등과 관련한 연구의 필요성을 제시하였다.

둘째, 기존 국내 CVC의 경우 법에 의해 CVC의 역할 중 하나인 모기업과의 연계성을 고려한 전략적 투자를 원활히 하지 못하고 IVC와 유사한 재무적 투자를 주로 하는 경향이 있었다. 본 연구를 통해 법 개정 이후 CVC의 전략적 투자의 증가를 확인함으로써 기존 법에 의해 도출되지 못했던 전략적 투자의 니즈를 확인하였다.

셋째, 본 연구는 법 개정에 의한 벤처투자시장의 변화와 CVC의 활동성, 투자유형 등의 변화를 추적관찰하며 추가 연구를 진행하기 위해 바탕이 되는 연구로써 의미가 있다.

마지막으로 넷째, CVC의 설립과 투자 건수가 증가한다는 것은, 벤처투자 시장에 보다 많은 자금이 유입된다는 것을 의미하고, 이는 곧 벤처투자시장의 활성화를 의미한다. 나아가 한국의 벤처생태계의 활성화를 기대할 수 있다.

### 5.2 연구의 한계점

본 연구의 한계점은 다음과 같다.

첫째, CVC의 투자유형을 구분하는 이론적 틀을 선행연구에서 도출하였지만, 명확한 세부 기준이 없어 본 연구에서는 연구자의 주관적 판단 하에 CVC 모기업과 피투자기업 양 집단 업종을 정의하여 일치성과 투자 당시 단계를 참고하였다. 실무적인 관점에서 CVC의 투자유형을 전략적 투자와 재무적 투자로 구분하는 기준은 각 투자건과 관련한 심사역의 의견과 모기업의 결정에 따라 다르며, 단순히 업종간 일치성만 두고 판단할 수 없다. 향후 추가연구를 통해 보다 명확한 세부 기준을 확립하여 기존의 이론적 틀을 발전시킬 필요가 있다.

둘째, CVC 모기업과 피투자기업 양 집단의 업종을 연구자의 주관적 판단 하에 정의되었으므로, 연구 결과의 객관성이 다소 부족할 수 있다.

셋째, 전략적 투자의 경우, 피투자기업과의 긴밀한 소통을 통해 향후 인수합병 혹은 지식이전을 지향하므로 비교적 Seed단계나 Pre-A 단계에서 투자가 이루어진다. 하지만 투자를 결정할 때 정책의 기초, 모기업 이사회 의 다양한 의견, 급변하는 환경, 투자시장의 기초, 개인 고객들의 수요, 피투자기업의 의견, 투자의 조건 등 다양한 관점을 관철하고 분석해야 하므로, 투자단계와 투자유형간 상관관계를 도출하기 위해 보다 체계적인 연구가 필요할 것이다.

### 5.3 향후 연구제안

앞서 설명한 한계점을 토대로 향후 연구의 방향을 다음과 같이 제안한다.

첫째, CVC의 특성상 전략적 투자를 진행해 미래에 재무적 수익외에 추가적인 수익을 추구하는 것이 유리하다. CVC의 투자심사역과 CVC 모기업 이사회 의견, 피투자기업의 수요 등 직접적인 이해관계자를 대상으로 하는 전략적 투자 결정의 주요 요인을 도출하기 위한 추가적인 연구가 필요하다.

둘째, 금산분리법 개정으로 인해 CVC의 활동이 증가하였는데, 법의 개정이 이들의 투자 유형 변화와 투자의사결정 과정에 어떠한 영역에서 영향을 미쳤는지 밝히는 추가적인 연구가 필요하다.

마지막으로 셋째, 앞서 선행연구를 통해 CVC의 전략적 투자가 CVC 모기업과 피투자기업 두 집단 간에 시너지 효과가 창출되고, 나아가 벤처투자생태계와 혁신생태계에 긍정적인 영향을 미칠 수 있다는 점을 설명하였다. 금산분리법 개정 이후 이러한 이론을 실증하는 연구가 추가적으로 진행된다면 연구가 갖는 의미와 가치가 더 높을 것으로 판단된다. 따라서 향후 한 국가의 CVC의 전략적 투자의 증가와 감소가 벤처투자생태계와 혁신생태계 활성화에 어떤 영향을 미치는지 밝히는 연구가 필요하다.

## REFERENCE

- 맹주희(2021). 국내외 기업형 벤처캐피탈(CVC)의 현황과 규제 특징. *자본시장포커스*, 자본시장연구원, 2021, 2021-24호
- 심준섭, 윤병섭(2017). 사내벤처캐피탈 투자기업의 기술혁신 효과 분석. *대한경영학회지*, 30(2), 231-251.
- 임소진, 이정동(2006). 기업벤처캐피탈 투자성과의 결정요인 분석; 부품소재산업을 중심으로. *산업경제연구*, 19(4), 1741-1759.
- 2023년 2분기 Venture Capital Market Brief, 한국벤처캐피탈협회
- Benson, D., & Ziedonis, R. H.(2009). Corporate Venture Capital as a Window on New Technologies: Implications for the Performance of Corporate Investors When Acquiring Startups. *Organization Science*, 20(2), 329-351.
- Campbell, A., Birkinshaw, J., Morrison, A., & van Basten Batenburg, R.(2003). The future of corporate venturing. *MIT Sloan Management Review*. 45(1), 30-37.
- Chesbrough, H. W.(2002). Making Sense of Corporate Venture Capital. *Harvard Business Review*, 80(3), 90-99.
- Chesbrough, H. W.(2007). Why Companies Should Have Open Business Models. *MIT Sloan Management Review*. Vol.48, No.2, 22-28.
- Dushnitsky, G., & Lenox, M. J.(2006). When does corporate venture capital investment create firm value?. *Journal of business venturing*, 21(6), 753-772.
- Dushnitsky, G., & Lenox, M. J.(2005). When Do Firms Undertake R&D by Investing in New Ventures?. *Strategic Management Journal*, 26(10), 947-965.
- Dushnitsky, G., & Lenox, M. J.(2005). When Do Incumbents Learn from Entrepreneurial Ventures?: Corporate Venture Capital and Investing Firm Innovation Rates. *Research Policy*, 34(5), 615-639.
- Gompers, P. A., & Lerner, J.(2000). The determinants of corporate venture capital success: Organizational structure, incentives, and complementarities. R. Morck, ed. *Concentrated Corporate Ownership*. University of Chicago Press, Chicago, 17-50.

- Hsu, D. H.(2004). What Do Entrepreneurs Pay for Venture Capital Affiliation?. *The Journal of Finance*, Vol.59, No.4, 1805-1844.
- Huang, P., & Madhavan, R.(2021). Dumb money or smart money? Meta-analytically unpacking corporate venture capital. *Strategic Entrepreneurship Journal*, 15(3), 403-429.
- Knyphausen-Aufsess, D.(2005). Corporate venture capital: Who adds value?. *Venture capital: an international journal of entrepreneurial finance*, 7(1), 23-49.
- Ma, S.(2020). The life cycle of corporate venture capital. *The Review of Financial Studies*, 33(1), 358-394.
- Patrick, R., Andreas, K., Andreas, K., & Herman S. D.(2018). A world of difference? The impact of corporate venture capitalists' investment motivation on startup valuation. *Journal of Business Economics*, 8(3-4), 531-557.
- Wadhwa, A., & Kotha, S.(2006). Knowledge creation through external venturing: Evidence from the telecommunications equipment manufacturing industry. *Academy of Management journal*, 49(4), 819-835.

# Correlation Between the Relaxation of South Korea's Capital Market Separation Law and Changes in CVC Investment Types

Lee, Ki-ho<sup>1)</sup>  
Lee, Sang-myung<sup>2)</sup>

## Abstract

In December 2020, the Fair Trade Act related to South Korea's separation of industrial capital was amended, and it was announced that the amendments would come into effect one year later, on December 30, 2021. The amendment's content involved breaking the previous principle of separating industrial capital from financial market penetration, allowing for the ownership of shares in general holding companies, small business startup investment companies, and technology business finance specialist companies. While the previous law was based on total issued shares' ownership, there were fluctuations in the subsequent trends of annual establishment and investment counts, as well as strategic investment counts of CVC (Corporate Venture Capital) before and after the law's amendment. CVC and IVC (Independent Venture Capital) are characterized differently based on their investment purposes, fund management types, and investment types. In this regard, the relaxation of the separation of industrial capital law is expected to have a positive impact on the future of the venture investment ecosystem and innovation ecosystem.

In this study, we analyze the trends in the establishment count, investment count, and strategic investment count of domestic CVC from 2018, before the law amendment, to May 2023. Using 2021, the year the amended separation of industrial capital law was implemented, as a reference point, we examine changes in the trend. The analysis results indicate a significant increase in domestic CVC in 2021 compared to the previous year, along with an increase in investment counts, strategic investment counts, and the amount of investment in strategic investments. Based on these findings, this study suggests directions for further research related to future domestic CVC investment, strategic investment, and the activation of the venture investment market.

**Keyword:** Industrial and Financial Capital Separation Law, Fair Trade Act, Corporate Venture Capital, Strategic Investment, Venture Investment Ecosystem

1)Author, Ph.D Candidate, School of Business, Hanyang University, kiho3567@hanyang.ac.kr

2)Corresponding Author, Professor, School of Business, Hanyang University, sanglee@hanyang.ac.kr

### 제1 저자 소개

- 이기호(Lee, Ki-ho)
- 한양대학교 경영학과 석박사통합과정 수료
- <관심분야> : 경영전략, 벤처, CVC, ESG

### 교신 저자 소개

- 이상명(Lee, Sang-myung)
- 한양대학교 경영학과 교수, 벤처인증위원회 위원
- <관심분야> : 기업가정신, 경영전략, 벤처 생태계