

조건부지분인수 방식 활용의 추가적 위험률 분석

김상신 (중소벤처기업연구원)¹⁾ 박진 (중소벤처기업연구원)²⁾ 채수복 (강원대학교 조교수)³⁾

국문 요약

본 연구는 2020년부터 국내에 벤처투자 방법 중 하나로 도입된 조건부지분인수계약 활용과 관련된 쟁점을 검토하고 위험요인을 정량적으로 분석함으로써 동 제도 활용의 활성화를 위한 정책적 시사점을 제시하고자 수행되었다. 국내 조건부지분인수계약은 제도 도입 이후, 정책금융기관을 중심으로 활용이 이루어졌으며, 일부 민간 벤처투자조합에 서도 조건부지분인수계약을 활용하는 등 일정 부분 제도 활성화가 이루어진 것으로 평가된다. 다만, 최근 벤처투자의 급격한 위축으로 인하여 적극적인 활성화는 이어지지 못하는 실정이다. 6,800여건의 스타트업 투자정보에 대한 분석결과를 요약하면, 조건부지분인수계약을 기존 지분투자계약과 비교할 때, 후속투자 문제로 발생가능한 추가적인 위험률은 최대 약 1.8%p 수준으로 나타났다. 이는 조건부지분인수계약 방식이 가지는 장점 대비 수치화된 추가적인 리스크의 크기가 그다지 크지 않다는 것을 보여준다. 즉, 투자자가 추가적으로 부담하여야 할 리스크와 동 제도가 가지는 장점의 상쇄가 가능한 수준으로 판단할 수 있으며, 이는 조건부지분인수계약을 활용하는데 직접적인 제약이 크지 않다는 점을 시사한다. 다양한 벤처투자방식이 도입되고 활용될수록 벤처투자 생태계가 보다 활성화될 수 있다는 측면에서 초기기업에 대한 조건부지분인수계약의 적극적인 활용을 고려해 볼 수 있을 것이다.

■ 중심어: 벤처투자, 조건부지분인수계약, 후속투자, 위험률

I. 서론

한 해 동안 새로 창업한 국내 법인창업기업은 2000년 61,456개에서 2022년 113,889개로 약 2배 가까이 증가하였다. 제조업 및 지식서비스업을 포괄하는 기술기반업종 또한 2016년 법인기준 37,102개에서 2022년 44,797만개로 약 21% 증가하는 등 4차산업혁명 시대를 대비한 국가 성장동력 핵심산업 중심의 성장이 이루어졌다. 창업기업의 증가뿐만 아니라 창업생태계의 질적 성장 또한 이루어져, 2022년 기준 국내 유니콘 기업 22개사(중소벤처기업부, 2023), '23 CES 최고 혁신상 수상 20개사 중 우리나라 기업이 절반에 가까운 9개사를 차지하는 등 창업기업의 양적성장뿐만 아니라 창업기업 특히, 스타트업의 질적성장 등 전반적인 창업생태계의 고도화도 이루어져왔다.

** 본 연구는 중소기업연구원 정책연구 「조건부지분인수계약 투자방식 운용이 투자자간 관리에 미치는 영향 분석」의 내용을 기반으로 작성한 논문임.

1)교신저자: 중소기업연구원 지역혁신팀 김상신 연구위원, sskim@kosi.re.kr

2)공저자: 중소기업연구원 중소기업정책연구실 박진 부연구위원, jpark@kosi.re.kr

3)공저자: 강원대학교 경제금융학과, 채수복 조교수, sbchae@kangwon.ac.kr

· 투고일: 2024-05-10 · 수정일: 2024-06-03 · 게재확정일: 2024-06-07

국내 창업생태계 활성화 및 창업기업의 양적증대에도 불구하고, 기업 특히 스타트업의 성장측면에서 주로 제기되는 이슈는 원활한 자금공급과 관련된다. 2022년 벤처기업정밀실태조사에 따르면, 벤처기업들은 여전히 자금에 대한 제약을 주요 경영애로요인으로 가장 높게 보고(5점 척도 중 3.7점) 하고 있으며, 최근 벤처캐피탈에 대한 예산 축소는 초기 스타트업의 자금경색을 심화시켰다.

특히 스타트업 중 초기스타트업에 대한 자금시장은 투자자와 기업 간 정보의 비대칭성이 가장 높은 시장으로 별도의 정부개입이 없다면, 과소투자가 이어질 수밖에 없는 대표적인 시장실패의 영역으로 알려져 있다(구정환, 2008). 초기스타트업에 대한 과소투자는 최초 시드머니를 다 소진한 스타트업의 경우 추가 자금 확보가 어려워 기업을 유지하지 못할 것이며, 이러한 초기스타트업의 성장실패는 다시 초기기업 투자의 위험성을 높이는 악순환을 반복시켜 초기스타트업에 대한 투자시장을 더욱 축소시킬 수밖에 없다. 정부에서는 초기기업에 대한 시장실패를 완화하고자 초기기업에 대한 자금공급을 촉진시키기 위해서 노력하고 있으며, 이러한 노력의 일환으로 시장과 기업 간 정보의 비대칭성을 줄이기 위해 벤처캐피탈의 시드펀드로서 모태펀드를 운용, 투자의 사각지대인 초기 기업에 대한 자금공급을 원활히 하기 위한 정책을 추진하고 있다.

모태펀드 투자 및 제도개선 등의 노력에도 불구하고, 여전히 초기기업과 투자자 간 정보의 비대칭성은 존재한다. 이는 초기창업기업의 경우, 신뢰할 만한 재무제표가 없을 뿐만 아니라 여전히 시제품 제작 단계 또는 초기 상품 기획단계에 머물러 있는 경우가 많기 때문에 이들 제품이나 아이디어의 시장가치를 평가하기 어렵기 때문이다. 결국 피투자자의 경력이나 능력(학력, 자본력 등), 구성원 역량 등을 통해 기업의 미래가치를 추정하거나 기업별 특성을 고려하지 않은 일반화된 가치추정을 할 수밖에 없고, 투자자는 피투자기업에 대한 정확한 시장가치를 산정해서 투자금액, 지분보유율 등을 산정하기 어렵기 때문에 좀 더 면밀히 기업을 관찰하기 원하며, 이는 기업이 원하는 적기의 자금공급을 지연시킨다.

위와 같은 문제는 국내 벤처캐피탈 시장뿐만 아니라 선진국 벤처캐피탈 시장에서도 이미 나타난 문제점으로, 이러한 문제점을 보완하기 위해서 초기기업에서 나타나는 불확실성을 줄이기 위한 투자방법들이 다양하게 등장하게 되었다. 특히, 기업의 가치산정과정을 후속투자자와 연계하는 방식의 벤처투자기법이 나타났으며, 대표적인 투자방식으로 컨버터블노트(Convertible-Note)와 SAFE(Simple Agreement for Future Equity: 이하 조건부지분인수계약)가 있다. 국내에서 SAFE 방식은 조건부지분인수계약이란 명칭으로 2020년 8월 「벤처투자 촉진에 관한 법률」 제정을 통해 벤처투자에 대한 적격투자방식의 하나로 도입되었다.

본 연구에서는 2020년에 도입된 조건부지분인수계약 투자방식의 특성에 대해 살펴보고, 조건부지분인수계약 투자방식이 기존 유사투자방식과 비교할 때 가지는 추가적인 리스크의 크기를 추정함으로써 동 제도의 국내 정착을 위한 정책적 시사점을 도출하고자 한다.

II. 이론적 배경 및 선행연구

2.1 벤처투자 정의

「벤처투자 촉진에 관한 법률」에 따르면, 벤처투자란 “창업자, 중소기업, 벤처기업 또는 그 밖에 중소벤처기업부장관이 정하여 고시하는 자(기술혁신형 경영혁신형 중소기업)에게 투자하는 것을 말한다”로 정의하고 있다. 벤처투자에 대한 선진국인 영미계쪽에서는 일반적으로 벤처캐피탈의 범위를 별도로 정의하기 보다는 사모펀드의 한 분야로서 벤처캐피탈을 구분하고 있다. 즉, 법률상 분류가 아니라 시장에서 주요 투자대상과 투자전략 등에 따라 편의상으로 분류되는 개념으로 볼 수 있다(임연하, 2005).

우리나라의 경우 「벤처투자 촉진에 관한 법률」 제2조에 따라 정의된 벤처투자를 벤처캐피탈의 범위로 볼 수 있다. 즉, 국내 벤처캐피탈 규모는 ‘전문개인투자자’가 벤처기업에 지분투자 또는 관련 펀드에 출자한 금액과 ‘개인투자조합’이 결성하고 중소벤처기업부에 등록한 펀드 금액, 창업기획자(액셀러레이터), 중소기업창업투자회

사, 한국벤처투자, 신기술사업금융업자, 신기술사업금융전문회사 등이 결성하고 중소벤처기업부에 벤처투자조합으로 등록된 '벤처투자조합'펀드 결성 금액의 합을 벤처캐피탈의 범위로 볼 수 있다.

중소벤처기업부에서는 벤처투자규모에 대한 공식통계로 한국벤처캐피탈협회 통계자료를 활용하고 있으며, 해당 통계에서는 벤처투자 주요방식으로 ① 보통주, ② 우선주, ③ 전환사채(CB), ④ 교환사채(EB), ⑤ 신주인수권부사채(BW), ⑥ 조건부지분인수계약(SAFE)을 제시하고 있으며, 조건부지분인수계약은 기업 가치를 투자 시점에 정하지 않고 추후에 가치를 평가받는 제도로, 'Simple Agreement for Future Equity(SAFE)'의 줄임말이라고 명시하고 있다.

2.2 조건부지분인수계약(SAFE) 정의 및 특징

국내에 조건부지분인수계약이 도입된 것은 2020년 8월 12일 조건부지분인수계약(SAFE)을 포함하는 「벤처투자 촉진에 관한 법률」이 제정되면서 부터이다. 동법 제정을 통해 기존 「벤처기업육성에 관한 특별조치법」에서는 “투자”에 포함되지 않았던 조건부지분인수계약이 투자방식 중 하나로 도입되었다.

조건부지분인수계약은 창업초기 단계 창업자들에 대한 자금조달을 원활하게하기 위한 목적으로 2010년 이후 실리콘밸리를 중심으로 최초로 도입되었다. 조건부지분인수계약은 투자자가 취득할 주식의 규모, 투자단가 등 투자조건을 향후 자금조달 시의 기업가치평가와 연계해서 확정하는 방식의 자금조달 수단으로, 투자 시 가치평가를 하지 않고 투자지분 또는 기업가치평가를 후속투자자 미루는 대표적인 투자방식이다.

SAFE는 미국 실리콘밸리 스타트업 액셀러레이터로 유명한 Y-Combinator에서 초기 스타트업에 대한 투자방식으로 활용되어오던 컨버터블노트(Convertible Note) 방식의 장점은 취하되 스타트업에 부담으로 작용하던 단점은 개선하기 위해 도입되었다. 기존 컨버터블노트의 경우 기본적으로 만기와 이자가 존재하는 사채로서 회계적으로 부채로 인식된다. 스타트업 입장에서 만기와 이자 지급 가능성이 존재하는 등 순수투자로서의 의미가 제한되는 단점을 보완하기 위해 만기와 이자지급 부분은 제거하고 기업 가치산정을 후속투자자 미루는 투자방식을 도입하면서 이를 SAFE로 명명하였다. SAFE 투자방식이 이자와 만기가 존재하지 않는다는 점에서 컨버터블노트와 차이는 있지만, 핵심적인 사항은 투자자가 먼저 투자를 하고 다른 투자자의 후속투자자가 이루어지면, 후속 투자에서 결정된 기업가치로 선 투자자의 지분율이 결정되는 방식은 동일하다.

미국 SAFE를 포함, 조건부지분인수계약 투자방식의 특징을 정리하면 다음과 같다.

첫째, 투자자는 기업 가치를 산정하지 않고 투자를 집행한 후 이후 투자기업이 일정 금액 이상의 후속투자를 받을 때 투자액은 주식으로 전환(conversion)되며, 이때 투자자가 받는 1주당 주식가치는 후속투자에서 산정된 회사의 가치와 연동된다. 둘째, 이자와 만기가 존재하지 않는다. 이와 관련해서 국내 「벤처투자 촉진에 관한 법률」에서도 조건부지분인수계약을 도입하면서, '투자금액의 상환만기일이 없고 이자가 발생하지 아니하는 계약'으로 명시하였다. 셋째, 전환 할인율(Discount Rate)이 존재한다. 이는 SAFE 방식으로 투자한 자금이 미래 이벤트 발생을 통해 주식으로 전환되는 경우, 투자의 리스크와 미래가치 하락을 고려한 적정 할인율을 적용해 할인하는 것으로 일반적으로 전환 기간이 늘어날수록 할인율이 높아지는 경향이 존재한다. 넷째, 가치평가상한(Valuation Cap)이 존재한다. 초기스타트업에 대한 리스크를 고려하여 전환 할인율을 적용하지만, 추후 주식 전환시점에서 기업가치가 높아져 투자지분이 극단적으로 희석되는 것을 방지하기 위해 전환할 주식의 가격 즉, 전체 기업의 가치평가 금액이 일정 금액 이상을 넘어가지 않도록 가치평가상한을 설정하는 것이 일반적이다.

2.3 국내 조건부지분인수계약 도입 현황

한국벤처캐피탈협회(2023) 자료에 따르면, 2022년 국내 조건부지분인수계약(SAFE) 활용 신규투자금액은 총 843억원으로 전체 신규투자금액의 1.2%를 차지하는 것으로 보고하고 있다. 국내에서 조건부지분인수계약 방식

투자가 보고된 것은 <표 1>과 같이 2020년 11억원이 최초이며, 이후 2021년 393억원, 2022년 843억원 등 수 치상으로 활용이 늘어나고 있는 것을 볼 수 있다.

국내에서 조건부지분인수계약을 활용한 벤처투자는 제도활성화 측면에서 주로 정책금융기관을 중심으로 활용 되어 왔으며, 점차 민간에서도 그 활용도가 높아지고 있는 추세로 볼 수 있다.

먼저 국내 정책금융기관 중 조건부지분인수계약 방식의 투자를 도입한 기관은 신용보증기금, 기술보증기금, 한국벤처투자, 산업은행, 기업은행 등으로 대부분 벤처투자에 관여하는 정책금융기관이 새롭게 도입된 조건부지 분인수계약 방식을 도입 및 활용하려는 노력을 기울이고 있는 것으로 보인다. 이중 신용보증기금의 경우 「벤처 투자 촉진에 관한 법률」의 투자방식을 준용하지 않고 「신용보증기금법 시행령」에 조건부지분인수계약 방식을 규정함으로써 보증연계투자에 조건부지분인수계약 방식을 도입하였다.

기술보증기금은 조건부지분인수계약 방식 투자를 위한 내부 투자규정을 개정(2022년 2월)하였고, 한국벤처투 자는 기관투자 유치 이력이 없는 우수 기술기업을 기술보증기금으로부터 추천 받아 조건부지분인수계약 방식으 로 투자하는 ‘기술기업 첫걸음 펀드’를 운용 중에 있다.

<표 1> 연도별·투자유형별 벤처캐피탈 신규투자(금액)

(단위: 억원, %)

구분	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022
보통주	3,665 (26.6)	3,423 (20.9)	4,669 (22.4)	4,688 (21.8)	5,688 (23.9)	6,659 (19.4)	8,315 (19.4)	8,023 (18.6)	13,678 (17.8)	12,133 (17.9)
우선주	5,188 (37.5)	6,895 (42.1)	10,057 (48.2)	11,148 (51.8)	11,997 (50.4)	21,140 (61.7)	28,189 (65.9)	28,850 (67.0)	56,373 (73.4)	48,606 (71.9)
전환사채	1,379 (10.0)	3,115 (19.0)	2,666 (12.8)	2,513 (11.7)	2,599 (10.9)	3,295 (9.6)	2,939 (6.9)	3,334 (7.7)	4,323 (5.6)	3,583 (5.3)
신주인수권부사채	1,670 (12.1)	279 (1.7)	707 (3.4)	443 (2.1)	468 (2.0)	392 (1.1)	240 (0.6)	197 (0.5)	212 (0.3)	72 (0.1)
교환사채	-	-	136 (0.7)	-	7 (0.1)	12 (0.1)	-	-	40 (0.1)	40 (0.1)
프로젝트	1,944 (14.0)	2,681 (16.4)	2,471 (11.8)	2,427 (11.3)	2,749 (11.5)	2,517 (7.4)	3,057 (7.1)	2,463 (5.7)	1,702 (2.2)	2,237 (3.3)
SAFE	-	-	-	-	-	-	-	11 (0.1)	393 (0.5)	843 (1.2)
조합지분투자	-	-	152 (0.7)	285 (1.3)	295 (1.2)	233 (0.7)	37 (0.1)	167 (0.4)	80 (0.1)	126 (0.2)
합계	13,845 (100)	16,394 (100)	20,858 (100)	21,503 (100)	23,803 (100)	34,249 (100)	42,777 (100)	43,045 (100)	76,802 (100)	67,640 (100)

Source: 2023 KVCA YEAR BOOK(한국벤처캐피탈협회)

산업은행은 2020년 4월 24일 코로나19 대응 및 ‘스타트업 위기극복 지원 프로그램’의 일환으로 국내 최초로 벨류에이션을 생략하는 ‘성장공유 전환사채’를 선제적으로 출시하였고 동 프로그램을 통해 총 70억원(3건)을 투 자하였다(INFOSTOCK DAILY, 2020.08.31.). 또한 2020년 8월 21일에는 지분형 신속투자상품(조건부인수계약 을 국내 실정에 맞게 도입한 것)을 국내 최초로 출시하였고, 설립 7년 이내의 기술력 우수기업에 대해 기업당 투자한도 20억원을 설정하였다(매일경제, 2020.08.31.). 2020년 10월 28일에는 반려동물 간식 제조기업 ‘아크’ 에 지분형 신속투자상품을 투자하여, 미국과 캐나다 등 해외 판로개척 성공에 기여하였으며, 동 기업 외에도 3 개 기업에 55억원 규모의 지분형 신속투자상품 투자를 진행하였다(머니투데이, 2020.10.28.).

기업은행은 2021년 5월 2일 공기청정 시스템 마스크 제조업체인 ‘씨에이랩’에 첫 조건부지분인수계약을 체결 하였다(한국경제, 2021.05.02.). 2022년 7월 4일에는 화장품 원료화 기술 기반 뷰티 스타트업인 ‘라티그’에 40 억원 규모 시리즈 A 투자에 기업은행의 조건부지분인수계약 방식의 투자가 일부 투입된 것으로 알려졌다 (SBIZNEWS, 2023.07.04.).

민간에서의 조건부지분투자방식의 활용은 네이버 계열 기업벤처캐피탈(CVC) 창업투자회사인 스프링캠프의 자체 액셀러레이팅 프로그램에 2021년 3월부터 도입되었으며, 액셀러레이팅 프로그램에 참여한 모든 팀에 1억원을 조건부지분인수계약 방식으로 투자하며, 2차 투자는 프로그램 종료 시점에 성과에 따라 팀당 최대 5억원까지 조건부지분인수계약 방식으로 투자한다. 투자금의 주시전환가는 향후 창업 팀이 Pre-A 투자 유치시 확정된다. 투자조합 킹슬리벤처스는 초기기업에 대한 자금 및 투자, 다양한 비즈니스 모델링과 해외진출 등을 지원하는 액셀러레이터로 앞서 '기술기업 첫걸음 펀드'의 위탁운용사이며, 차제 '인피니트 벨류업'이라는 액셀러레이팅 프로그램을 통해 조건부지분인수계약 방식으로 초기기업에 투자하고 있다. 동 프로그램은 우수한 사업성과 기술력을 가진 7년 이하 혁신 스타트업에 조건부지분인수계약 방식으로 최소 2억원에서 최대 5억원을 직접 투자하고 있다.

킹슬리벤처스와 같이 '기술기업 첫걸음 펀드' 위탁운용사인 스파크랩은 2021년부터 신규 투자스타트업에 조건부지분인수계약 방식의 전면적 도입 및 다양한 펀드에 폭넓게 적용한다고 밝혔다(머니투데이, 2021.02.22.).

전반적으로 2022년 1~2분기를 보면 조건부지분인수계약 방식의 투자건수가 76건으로 집계되어 2021년 같은 기간 대비 53건이 늘어, 조건부지분인수계약 방식의 투자건수가 증가한 것을 알 수 있으며(머니투데이, 2022.10.23.), 앞서, 한국벤처캐피탈협회(2023) 자료에서와 같이 2022년 조건부지분인수계약 방식의 신규투자가 843억원 이루어졌다는 것을 볼 때 전반적으로 조건부지분인수계약 방식의 투자 활성화가 일정부분 이루어진 것으로 볼 수 있다.

물론, 2022년 3분기부터 벤처투자 '혹한기'가 본격적으로 시작된 이후, 조건부지분인수계약 방식의 벤처투자 또한 줄어들어 2022년 9월 트렌비의 시리즈 D 투자유치, 2023년 4월 디캠프가 인공지능 기반 헬스케어 기업인 알고케어에 투자, 2023년 8월 현대차·기아 오픈노베이션 플랫폼 제로원 2호 펀드의 보스반도체에 20억원 후속투자 이외에는 별다른 투자사례가 보고되고 있지 않지만, 벤처투자 시장이 다시 활성화되면, 민간을 포함, 조건부지분인수계약 방식의 투자가 활성화될 것으로 보여진다.

2.4 조건부지분인수계약 및 후속투자 결정요인 관련 선행연구

본 절에서는 조건부지분인수계약과 후속투자 결정요인 관련 주요 선행연구를 살펴본다. 조건부지분인수계약 관련 주요 국내 선행연구로는 박용린·천창민(2018), 양영석(2019), 이상록·조대명(2020), 정주영·오지열(2020), 성희활(2022) 등이 있다.

박용린·천창민(2018)의 연구는 '18.04 미국식의 지분형 조건부지분인수계약을 인정투자의 하나로 규정하는 법안이 상정됨에 따라, SAFE 발행 정당성을 검토하고자 조건부지분인수계약의 등장배경과 투자구조 및 해외 현황, 경제 분석을 위한 조건부지분인수계약 모형의 제시, SAFE 발행의 법적 쟁점 그리고 한국형 SAFE 도입 시 고려해야 할 사항 등을 제시하였다. 세부적으로 조건부지분인수계약 모형의 설정을 통해 투자자 입장에서 조건부지분인수계약 방식에 따른 법률비용과 기타 기회비용 절감이 조건부지분인수계약 투자방식을 선택할 수 충분한 유인으로 작용하는지를 일반투자자와 비교·분석하였으며, 분석결과 투자액 대비 협상비용이 약 3.4%를 초과하면 조건부지분투자방식의 순 가치가 일반 투자 방식의 순 가치보다 높아, 대부분의 경우 조건부지분투자방식이 일반투자 방식보다 선호될 것이라는 결과를 도출하였다.

한정미·성희활(2018)은 중소벤처기업이 창업단계 또는 창업 후 성장단계에서의 자금조달이 원활히 이루어질 수 있도록, 차등의결권제도와 조건부지분인수계약, 컨버터블노트를 비롯한 새로운 유형의 자금조달제도를 검토하고 국내 도입방안을 제시하기 위한 연구를 진행하였다. 이들 연구에서는 조건부지분인수계약과 관련해서 법적 발행근거가 부재해도 개인 간 민사약정으로 활용가능하나, 기업 입장에서 회사법적 문제(유가증권법정주의)가 발생할 위험이 존재하기 때문에 법률상 투자대상으로 열거되느냐에 관계없이 여전히 조건부지분인수계약 증권의 발행을 기피할 가능성이 존재한다고 지적하였다. 이에 대한 방안으로 ① 「중소기업창업법」 등 벤처투자

관련법에 컨버터블 노트, 조건부지분인수계약을 열거, ② 투자대상을 한정적 열거주의에서 포괄주의로 전환, ③ 현행 한정적 열거주의를 예시적 열거주의로 전환하고 중기부장관이 지정할 수 있도록 위임 규정을 도입하는 등의 방안을 제시하였고 또한 초기기업에서 도입이 활성화될 수 있도록 상장회사의 활용가능성을 배제할 것을 제안하였다.

양영석(2019)는 중소벤처기업의 혁신성장과 자금조달강화 방안 중 하나로 「벤처투자촉진법」 내 조건부지분인수계약을 도입하는 규정의 실행타당성을 살펴보았다. 이상록·조대명(2020)은 벤처투자 생태계 선순환 구축을 목적으로 벤처투자 계약방식의 진화 방향을 고찰하기 위해 국내 주요 활용 투자방식의 현황을 검토하였고, 또한 벤처투자 실제 사례분석을 통해 파악한 벤처기업의 애로사항과 니즈에 기반하여 투자계약 선호 기준 분석을 위한 프레임워크를 도출, 조건부지분인수계약이 이러한 프레임워크에 부합하는지를 분석하였다. 이들은 사례분석 등을 통해 조건부지분인수계약의 상대적 위상을 평가한 결과, 조건부지분인수계약이 양 당사자 간의 이해관계 상충을 이연시킬 수 있다고 제시하였다.

정주영·오지열(2020)은 국내 조건부지분투자계약이 벤처기업 투자수단으로서 도입되어, 크라우드펀딩에 활용될 가능성이 존재함에 따라 ① 증권형 크라우드펀딩의 개념 및 현황, 해당 시장 내에서의 정보비대칭 및 기업가치 과대평가의 여부를 실제 사례를 통해 분석하고, ② 컨버터블노트와 조건부지분인수계약의 내용을 파악, 국내 증권형 크라우드펀딩 현황 및 문제점을 바탕으로 크라우드펀딩 내 조건부지분인수계약 도입방안을 논의하였다. 이들은 국내 증권형 크라우드펀딩에 조건부지분계약이 도입될 경우 ① 기업가치 산정을 정보력의 우위에 있는 후속 전문투자자에게 이연시켜 정보비대칭 문제와 기업가치 과대평가 문제를 완화시킬 수 있으며, ② 투자자 입장에서는 벤처투자에 대한 새로운 투자수단 및 기회로 작용한다는 점에서 조건부지분인수계약이 증권형 크라우드펀딩 시장 내 불확실성 및 복잡성 완화에 기여할 수 있음을 제시하였다.

박진(2021)은 국내 벤처투자 현황과 주요국의 SAFE 도입 사례를 조사하고, 조건부지분인수계약 활성화 방안을 제시하였다. 또한 조건부지분인수계약 관련 입법미비, 회계처리, 세제 지원상의 모호한 점을 지적하며 국내 조건부인수계약의 성공적인 안착을 위한 시사점을 제안하였다.

각 선행연구들에서 조건부지분인수계약방식과 관련해서 장단점으로 제시한 부분을 종합하면 <표 2>와 같이 정리할 수 있다.

<표 2> 조건부지분인수계약 방식 투자의 장단점

구분	투자자	피투자기업
장점	- 간소화된 계약서로 인한 투자 계약에 대한 이해가 용이	
	- 정보비대칭 문제를 완화하여 기업가치 과대평가의 문제 해소 - IPO, M&A나 기업 해산 시 보통주와 비교하여 투자자 권리 보호 수준이 높음 (잔여재산 배분 우선 배당권)	- 투자계약의 협상과정에 유발하는 법률 비용을 최소화 - 창업초기기업 투자에 대한 과도한 리스크 프리미엄 책정 문제 완화 - 적격 이벤트 발생 시 투자금의 자동전환에 따른 자금 유출 우려 해소 - 만기 연장 협상의 필요성, 이자 계산과 같은 회계처리 문제가 발생하지 않음.
단점	- 투자금 전환에 대한 불확실성 존재 - 피투자기업의 고의적 전환 지연에 대한 투자자 보호책 미비 - 투자금이 주식으로 전환되기 전까지 주주로서의 권한을 가지지 못함. - 법적 제반 미비에 따른 투자자 권리 보호 미흡 가능성	- 협상력이 낮은 피투자기업에게 불리하게 계약조건이 변형될 가능성 존재

다음으로 벤처투자 또는 후속투자 결정요인과 관련된 문헌들을 살펴보면, 허주연(2020)은 스타트업 액셀러레

이터의 투자결정요인을 정성적 메타합성법 및 심층인터뷰 등을 통해 분석하였다. 분석결과 ‘창업자의 유연한 사고와 실행력’, ‘고객의 니즈 정도’, ‘제품개발 계획’, ‘전문성을 가진 공동창업자 보유여부’ 등이 중요한 요인으로 도출되었다.

한주형·황보운(2020)은 액셀러레이터의 투자결정요인을 43명의 액셀러레이터에 대한 조사와 렌즈모델 및 판단 분석 방법을 활용해서 분석하였다. 분석결과 창업가(팀)의 기업가적 특성, 제품 및 서비스에 관한 전문성, 성공 시의 잠재적 수익률이 가장 중요한 3가지 요인으로 도출되었다.

국내 벤처캐피탈의 신규투자 및 후속투자의 결정요인과 관련된 대규모 자료를 통한 실증분석은 신종원 외(2023)가 거의 유일한 실증연구로 보인다. 신종원 외(2023)에서는 벤처캐피탈 신규투자 및 후속투자 결정요인을 분석하였으며, 분석자료로는 2007~2020년 벤처투자조합에 의해 ‘벤처투자’ 실적으로 집계된 투자실적 데이터에 투자직전 연도 피투자기업의 재무제표 정보를 결합한 자료를 활용하였다. 투자 및 후속투자 금액에 대한 결정요인 분석에서 공동투자 여부, 정책투자 여부, 매출액, 연구개발비, 1인당 인건비, 기타 총비용, 자산액, 자기자본 등을 설명변수로 활용하였다. 분석결과 후속투자 규모는 과거부터 해당 투자가 이루어지기 직전까지 피투자기업에 이루어진 총투자건수와 총누적투자금액에 의존하는 것을 밝혀냈으며, 이러한 결과를 기대 수익성을 높이려는 벤처캐피탈의 후속투자 전략에서 비롯된 것으로 해석하고 있다.

조건부지분인수계약 관련 해외 선행연구에서는 주로 조건부지분인수계약 투자방식의 도입 배경 및 목적에 대한 내용을 다루고 있다. Coyle and Green(2018)은 2000년대 중반 미국 소재 수많은 스타트업이 파산하면서 벤처투자계약 방식의 체계가 진화하게 된 계기가 마련되었고, 그 중에서도 창업초기 기업을 대상으로 활발하게 활용되던 투자방식이 컨버터블노트라고 설명한다. 한편, 컨버터블노트의 단점을 보완하기 위해 투자방식이 계속해서 수정 및 변형되어 왔는데, 그중 대표적인 투자방식이 본 연구에서 다루는 조건부지분인수계약, 즉 SAFE이다. 조건부지분인수계약은 추후에 발생 가능한 사건(Event)에 따라 계산되는 기업가치에 기반하여 창업초기 투자에 대한 수익이 결정되고, 기업가치에 대한 지분을 후속투자 시점에 획득한다는 특징을 가진다. 여기서 말하는 ‘사건’이란 보통 벤처캐피탈과 같은 후속투자를 의미하지만, 그밖에도 기업공개(IPO), 인수합병(M&A)처럼 기업가치평가를 동반하는 엑시트(Exit) 방식도 포함될 수 있다. 한편, 동 저자들의 조건부지분인수계약 관련 다른 연구(Green and Coyle, 2016)에 의하면 미국의 경우 우리나라와 달리 크라우드펀딩(Crowd funding)을 통해 발행 가능한 증권 유형에 제한을 두고 있지 않기 때문에 조건부지분인수계약의 증권형 크라우드펀딩 발행이 가능할 뿐만 아니라 액셀러레이터를 비롯한 일반투자자 역시 조건부지분인수계약 투자를 진행할 수 있다.

선행연구와 관련해서 아직까지 국내에서는 조건부지분인수계약과 관련된 실증분석은 이루어지지 않은 것으로 나타난다. 이는 아직 국내에 도입된 경과기간이 짧아 자료의 축적이 이루어지지 않은 것이 주요인으로 보인다.

III. 연구 주제

앞서 서론에서 언급한 바와 같이 본 연구의 목적은 2020년 도입된 조건부지분인수계약 투자방식이 가지는 특성을 살펴보고, 조건부지분인수계약 투자방식이 기존 유사투자방식과 비교할 때 가지는 추가적인 리스크의 크기 추정 및 이에 따른 정책적 시사점을 제시하는 것이다.

조건부지분인수계약과 관련된 특성 및 선행연구에서도 나타났듯이, 조건부지분인수계약의 경우 투자지분의 확정 및 인수는 후속투자가 이루어져야 비로소 결정된다는 측면에서 투자지분 확정과 인수가 결정되고 투자하는 기존의 투자방식과 비교할 때, 후속투자가 이루어지지 않음으로써 발생하는 추가적인 위험이 존재한다. 물론 후속투자자와 투자가치를 연계함으로써 투자시점에 피투자기업 가치추정의 불확실성을 방지할 수 있는 장점이 존재하지만, 후속투자가 장기간 이루어지지 않을 때 발생할 추가적인 위험이 존재하는 것이 사실이다.

본 연구에서는 과거 벤처투자 현황을 분석함으로써 조건부지분인수계약 방식을 활용함에 따라 추가적으로 발생가능한 위험률을 추정하고자 한다. 또한 후속투자를 결정하는 결정요인을 분석하여, 후속투자가 낮은 유형의

투자대상을 회피하여 추가적인 위험률을 낮추는데 대한 정책적 시사점을 제공하고자 한다.

따라서, 본 연구의 연구주제를 두 가지로 구분할 수 있다.

첫째, 과거 벤처투자 현황, 특히 기업의 시리즈별 벤처투자 현황을 종합한 데이터를 분석함으로써, 장기간 후속투자가 발생하지 않을 확률, 즉, 조건부지분인수계약의 투자확정이 장기간 발생하지 않을 확률을 추정, 조건부지분인수계약 방식이 유사투자방식과 비교할 때 추가적으로 내포하는 위험률을 추정하고자 한다.

물론, 조건부지분인수계약 방식이 활용되기 이전의 투자 및 후속투자 자료를 분석하여 조건부지분인수계약 방식에 따른 추가적 위험률을 분석한다는 것은 사전에 몇 가지 가정이 필요하다. 먼저, 조건부지분인수계약 방식이 도입되더라도, 벤처캐피탈 또는 벤처투자자들의 기존 투자패턴의 변화가 존재하지 않는다는 가정이 필요하고, 조건부지분인수계약을 통해 보다 조기에 투자받은 기업들과 과거 피투자기업들의 후속투자 확률이 동일할 것이라는 가정 또한 필요하다. 실질적으로 앞서 가정한 두 가지 가정은 성립하지 않을 가능성이 존재한다. 그럼에도 불구하고, 본 연구에서 과거 자료에 기반해서 조건부지분인수계약 방식이 가지는 추가적인 위험률을 예측해보고자 하는 것은, 아직 조건부지분인수계약 방식에 따른 후속투자 현황에 대한 자료가 없는 상황에서, 조건부지분인수계약의 가장 큰 단점으로 지적되고 있는 후속투자에 따른 회수불확실성이라는 요인이 어느 정도 존재하는지를 분석, 동 제도도입에 따른 불확실성에 대한 정보를 제공하고자 함에 있다. 따라서, 결론에서도 다시 언급하겠지만, 동 분석을 통해 제시되는 조건부지분인수계약 방식의 추가적 위험률 수치는 조건부지분인수계약이 가지는 단점을 중심으로 추정된 수치로 동 투자방식이 기존 투자방식과 비교할 때 추가적으로 발생할 수 있는 위험의 상향 또는 최대치로 해석이 가능할 것이다.

둘째, 벤처 후속투자를 결정하는 결정요인을 분석함으로써, 후속투자를 결정하는데 영향을 미치는 요인을 식별하고자 하며, 본 분석을 통해 조건부지분인수계약 방식을 활용함에 있어 피투자기업 및 환경여건을 고려할 수 있는 시사점을 제공하고자 한다.

IV. 연구 결과

4.1 분석자료 및 기초자료 분석

조건부지분인수계약에 따른 지분전환 요건인 후속투자 기간 및 후속투자가 발생하지 않을 위험률 분석을 위해 스타트업에 대한 투자정보를 수집하고 있는 더브이씨(The VC) 자료를 취합하였다. 물론 더브이씨의 투자정보와 관련해서, 해당 자료가 전체 투자현황을 모두 포괄하는 모집단인지에 대해서는 논란의 여지가 존재하는 것은 사실이다. 다만, 개별기업에 대한 투자정보는 내부정보로 공개의무가 없으며, 이에 대해 체계적으로 축적된 정보를 활용하기 어렵다는 점을 고려하여 차선으로 공개된 투자정보를 모두 취합하고 있는 더브이씨의 전체 자료를 활용하였다는 점을 밝힌다.

더브이씨 자료 중 2019년 4월 26일 ~ 2022년 6월 20일 기간 6,785건의 벤처투자 실적을 분석대상으로 하며, 6,785건의 벤처투자 건수에 포함된 기업 수는 3,683개이다. 이들 기업은 금융회사, 기업벤처캐피탈, 대기업/중견기업, 미디어, 벤처캐피탈, 스타트업, 중소기업, 컨설팅/리서치회사, 컴퍼니빌더, 액셀러레이터, 은행 등으로 구분된다. 3,683개 기업 중 중소기업과 스타트업에 해당하는 3,563개 기업을 대상으로 분석하였다.

2019년 4월 26일 ~ 2022년 6월 20일까지 투자정보가 존재하는 3,563개 기업에 대한 일반현황을 보면, 상장기업이 80개, 폐업기업이 103개, 합병해산 기업이 7개로 나타났으며, 기업 법인 유형별로 보면 99.4%가 주식회사로 나타났다. 기업별 창업연도를 보면 피투자기업의 82%가 2015년 이후 설립된 것으로 나타나며, 기업별 위치를 보면 서울에 위치한 기업이 61.8%(2,200개)이며, 경기도 15.9%(567개), 대전 4.2%(149개) 순으로 나타났다. 서울 중에서도 강남구에 위치한 기업이 799개로 전체의 23%를 차지하는 것으로 나타났다.

<표 3> 투자단계별 투자 현황

(단위: 건, 백만원)

투자건수		투자규모			
단계	관측치	관측치	평균	최솟값	최댓값
Seed	3,198	1,686	519	5	20,000
지원금(TIPS)	979	979	500	500	500
Pre-A	1,148	828	1,413	20	30,000
Series A	1,922	1,717	5,824	50	190,000
Series B	879	802	14,548	400	802,200
Series C	307	289	23,349	600	174,600
Series D	69	68	68,991	3,000	560,000
Series E	24	24	166,463	5,200	1,000,000
Series F	4	4	321,500	60,000	600,000
Series G	3	3	881,067	183,200	2,000,000
IPO	56	39	258,090	7,000	5,000,000
M&A	348	129	109,883	200	4,000,000

주 : 벤처투자 단계는 일반적인 구분단계를 따르며, 지원금은 대부분 중소벤처기업부 TIPS 프로그램에 따른 지원금(5억원)을 말함.

자료 : 더브이씨(The VC) (<https://thevc.kr/>) 자료 저자 취합

<표 3> 투자단계별 기업투자현황을 보면, Seed 투자를 한번이라도 받은 기업은 전체 3,198개로 나타나며, 1차 Seed 투자를 받은 기업이 2,361개, 2차 Seed 투자를 받은 기업 636개, 3차 150개, 4차 36개로 나타나고, 1개 기업이 최대 9차까지 Seed 투자를 받은 것으로 나타난다. 지원금(TIPS) 투자를 받은 기업은 총 979개로 나타나며, Pre-A 투자기업은 932개로 나타난다. Series A의 경우 1,544개 기업이 투자를 받았으며, 최대 7차례 Series A 투자를 받은 기업도 1개 존재하였다. Series B 투자를 받은 기업은 680개, Series C 234개, Series D 55개로 나타나며, Series G까지 투자단계가 존재하였고 3개 기업이 Series G 단계 투자를 받은 것으로 나타났다. IPO를 한 기업은 56개이며, M&A가 발생한 기업은 총 348개로 나타났다.

4.2 후속투자 기간 분석

3,563개 중소기업과 스타트업 중 Seed 투자를 받은 2,347개 기업을 중심으로 후속투자까지의 기간을 분석하였다. 조건부지분인수계약의 경우 주로 초기스타트업을 대상으로 한 투자방법으로 투자단계별로 볼 때 Seed 단계에서 주로 활용될 가능성이 높다. 또한 후속투자의 경우 규모를 제한하고 있지는 않지만, 후속투자를 상위단계의 투자로 가정한다면 Seed 단계 다음 투자단계인 Pre-A 또는 Series A 투자단계를 후속투자로 가정할 수 있을 것이다.

본 분석에서는 가장 마지막에 이루어진 Seed 투자 이후 Pre-A, Series A 등 다음 라운드 투자를 받기까지의 기간을 후속투자 기간으로 분석하였으며, Seed 투자 이후 후속투자를 받지 않은 기업의 경우 자료조사 마지막 일인 2022년 6월20일까지 경과된 기간을 경과기간으로 산정하였다. <표 4>는 Seed 투자를 받은 분석대상 자료 총 2,347건에 대한 연도별 현황으로, 2022년에 207건의 Seed 투자가 이루어진 것으로 나타났다.

<표 4> 연도별 Seed 투자 현황

(단위: 건, %)

연도	투자건수	비중	연도	투자건수	비중
2010	5	0.21	2017	125	5.33
2011	2	0.09	2018	226	9.63
2012	7	0.30	2019	473	20.15
2013	23	0.98	2020	588	25.05
2014	26	1.11	2021	501	21.35
2015	68	2.90	2022	207	8.82
2016	96	4.09	합계	2,347	100.0

자료: 더브이씨(The VC) (<https://thevc.kr/>) 자료 저자 취합

Seed 투자를 받은 2,347건 중 64개 기업은 파산 (37개 기업은 후속투자 결정 이전 파산) 하였으며, 49.3%인 1,156건은 후속투자를 받은 것으로 나타났다. <표 5>는 Seed 투자 이후 후속투자를 받은 1,156건의 후속투자 유형별 후속투자까지의 경과기간을 나타내며, <표 6>은 경과기간의 백분위를 보여준다. 1,156건 후속투자 중 51.5%(595건) 가 Pre-A 투자였으며, 45.5%(526건) 가 Series A 투자, M&A로 엑시트가 이루어진 경우 또한 35건으로 나타났다.

Seed 투자를 받고 후속투자 또는 M&A가 발생한 1,156건의 후속투자 발생하기까지의 기간은 평균 521일인 것으로 나타나, 후속투자까지 약 1년 5개월 정도의 기간이 소요되는 것으로 나타났다. 파산기업 제외, Seed 투자 이후 후속투자가 발생하지 않은 1,154건(49.2%) 중 204건은 2022년에 투자된 것이며, 398건은 2021년에 투자된 것으로 나타났다. 또한 2017년 1건, 2018년 2건의 Seed 투자는 아직도 후속투자가 발생하지 않은 것으로 나타났다.

<표 5> Seed 투자 이후 후속투자까지 경과 시간

(단위: 일)

구분	관측치	평균	표준편차	최솟값	최댓값
전체	1,156	520.6	386.9	0	3,161
M&A	35	941.7	661.7	66	3,161
Pre-A	595	458.8	346.7	0	2,127
Series A	526	562.4	383.6	0	2,685

자료: 더브이씨(The VC) (<https://thevc.kr/>) 자료 저자 취합

<표 6> Seed 투자 이후 후속투자까지 경과 시간 백분위

(단위: 일)

구분	1%	5%	10%	25%	50%	75%	90%	95%	99%
전체	16	97	152	272	422	671	1,018	1,302	1,925
M&A	66	125	259	473	775	1,161	1,886	2,249	3,161
Pre-A	10	87	121	224	366	601	942	1,205	1,597
Series A	56	132	200	312	478	718	1,018	1,376	2,008

자료: 더브이씨(The VC) (<https://thevc.kr/>) 자료 저자 취합

<표 7> Seed 투자 이후 후속투자를 받지 못한 투자건의 평균 경과기간 및 백분위

(단위: 일)

구분	관측치		평균		표준편차		최솟값		최댓값	
전체	1,154		518.6		329.9		0		1,679	
구분	1%	5%	10%	25%	50%	75%	90%	95%	99%	
전체	10	48	91	220	507	770	993	1,063	1,146	

자료: 더브이씨(The VC) (<https://thevc.kr/>) 자료 저자 취합

<표 7>은 Seed 투자 이후 후속투자를 받지 못한 1,154건의 투자 이후 경과기간의 평균 및 백분위를 보여주며, 투자 이후 경과기간 평균은 519일인 것으로 나타났다. 투자이후 경과 기간은 Seed 투자를 받은 날부터 자료수집 마지막 일자(2022년 6월20일)까지의 경과기간을 나타낸다.

Seed 투자 이후 후속투자 없이 기업이 파산한 경우는 37건으로 나타나며, 이는 전체 투자건수의 1.6%에 해당한다. 일반적으로 초기스타트업에 대해 가장 많이 활용되고 있는 상환전환우선주(RCPS, Redeemable Convertible Preference Shares)의 일반적인 기간인 3년(1,095)을 기준으로 후속투자가 발생하지 않을 위험률을 추정해 본다. 3년을 넘어 후속투자를 받은 기업은 96개, 후속투자를 받지 못한 기업은 42개로 나타난다. 최종적으로 후속투자까지 3년을 기준으로 3년이 경과한 시점까지 후속투자가 발생하지 않거나 폐업이 발생한 건수는 총 175건으로 나타나지만, 파산의 경우에는 다른 투자의 경우에도 동일하게 나타나는 위험으로 고려할 때, 파산을 제외하고 후속투자가 이루어지지 않은 경우는 138건으로 Seed 투자를 받은 2,347건 중 약 5.9%에 해당하는 수치이다. 다만, 3년 이후에 후속투자가 발생한 96건의 경우 투자 후 회수기간이 늦어지기는 하였지만 후속투자가 발생, 지분인수가 발생할 수 있다는 점에서 보수적으로 42건만을 후속투자가 발생하지 않은 건으로 볼 수 있다. 후속투자가 발생하지 않은 42건은 Seed 투자를 받은 전체 투자건수의 1.8%, 즉, 초기 Seed 단계 투자 이후 폐업이 아닌 상황에서 3년 동안 후속투자가 발생하지 않을 확률을 1.8%로 볼 수 있다는 것이다.

따라서, 3년을 기준으로 보면 후속투자에 따라 지분전환 요건이 확정되는 조건부지분인수계약의 경우 3년 이후시점까지 후속투자가 확정되지 않을 확률은 1.8%로, 보통주투자 또는 3년 기준 상환전환우선주로 투자하는 것과 비교할 때, 투자를 통해 지분을 확정하는 안정성 측면의 리스크가 약 1.8%p 정도 높아진다고 볼 수 있을 것이다. 비록 자료의 한계로 초기투자자의 지분을 희석에 따른 위험률을 수치화하기는 어려우나, 초기의 고성장기업일수록 후속투자에 따른 이전투자자의 회수가치 하락 위험이 높아지고, 초기기업 투자에 따른 불확실성을 고려한다면, 조건부지분인수계약이 가지는 단점만을 고려해서 산출된 리스크의 최대치인 1.8%p 수준은 충분히 투자자가 감수할 수 있는 위험 수준으로 볼 수 있다고 판단된다.

4.3 후속투자 결정요인 분석

앞서 Seed 투자 이후 후속투자까지의 기간 분석에 활용한 2,347개 기업 중 파산한 기업을 제외하고 2,310개 기업을 대상으로 Seed 투자 이후 본격적인 지분투자(Pre-A, Series A)가 이루어지는데 영향을 미치는 요인을 분석하고자 한다. 즉, 기업의 일반현황 및 재무정보를 중심으로 기업의 Seed 이후 후속투자를 결정하는 결정요인을 분석한다.

분석을 위해 2,310개 기업의 사업자등록번호를 지역과 기업소유자, 기업명을 통해 확보하였으며, 사업자등록

번호가 존재하고, 지역구분 및 기업정보 활용이 가능한 기업 2,092개를 최종분석대상으로 확정하였다. 분석은 후속투자 수혜여부를 종속변수로 한 로짓(Logit) 모형 분석을 하였다. 분석에 활용된 주요 변수들은 <표 8>과 같다.

<표 8> Seed 이후 후속투자 결정요인 분석 변수설명

변수명	변수설명
후속투자 여부	• (종속변수) 기업이 후속투자를 받은 경우 1, 아니면 0
연령	• 기업연령(2022-기업 설립연도 + 1)
수도권 여부	• 서울, 경기, 인천소재 기업 1, 아니면 0
제조업	• 제조기업 1, 아니면 0(표준산업분류 10~34)
정보통신업	• 정보통신기업 1, 아니면 0(표준산업분류 58~63)
기타산업	• 제조, 정보통신기업 외 1, 아니면 0
자본금	• 이전 투자 당시 기업의 자본금(백만원)
듀레이션	• 후속투자까지의 경과기간(월) - 후속투자 미유치 기업의 경우 22년 6월까지의 경과기간(월)
매출액	• 후속투자 유치 전년도 매출액 규모(백만 원) - 후속투자 미유치 기업의 경우 21년 매출액 규모(백만원)
고용	• 후속투자 유치 전년도 고용 규모(명) - 후속투자 미유치 기업의 경우 21년 고용 규모(명)

후속투자 결정요인 분석결과를 보면 <표 9>와 같다. 먼저 [모형 1]은 분석모형에 기업 연령, 수도권 여부, 산업구분, 전기 투자당시 자본금을 포함하는 모형이며, [모형 2]는 [모형 1]에 후속투자까지의 경과기간인 듀레이션을 포함한 기본모형이다. [모형 3]은 [모형 2]에 후속투자 전기 매출액과 고용 모두를 통제된 모형이다.

분석결과를 보면 기업의 연령이 높을수록 후속투자 확률이 높은 것으로 나타나며, 수도권 기업의 경우 비수도권 기업 대비 후속투자 확률이 높은 것으로 나타났다. 이는 창업 후 일정 기간이 지나 기업의 재무적 성과 또는 현황에 대한 식별이 가능할 때 비로소 본격적인 지분투자 즉, 후속투자가 잘 이루어지며, 비수도권 기업의 경우에는 투자 및 투자자 정보 등 지리적 제약이 작용하고 있는 것으로 볼 수 있다. 다만, 비수도권 기업이 수도권 기업에 비해 기술력 등에서 차이가 있을 가능성에 대해서는 본 모형에서 통제하지 못하였기 때문에 단순히 지리적 차이에 따른 결과만 내포되었다고 보기에는 한계가 있을 수 있다.

다만, 그럼에도 불구하고 여전히 수도권 기업은 비수도권 기업에 비해 투자를 받는 여건 즉, 벤처캐피탈과의 접점 및 더 많은 IR 기회 등 투자측면에서 수도권 입지의 매력이 여전히 존재한다고 할 수 있다. 산업구분의 경우 일부 모형에서 제조기업의 후속투자 확률이 정보통신업 대비 낮은 것으로 나타난다. 이는 투자가 전통제조업 보다는 신산업 위주로 이루어지고 있는 측면을 보여주나, 매출 또는 고용 규모를 통제할 경우 결과가 유의미하지 않은 것으로 나타나, 실제 기업의 산업분류 보다는 기업의 성과나 다른 요인들이 후속투자를 결정하는데 더 영향을 미치는 것을 알 수 있다.

전기 투자 당시 기업의 자본금 규모는 후속투자를 유치하는데 통계적으로 유의한 양(+)의 영향을 미치는 것으로 나타나는데, 이는 초기기업의 경우 자본금 규모가 클수록 기업소유자의 재정적 안정성이 높다는 것을 반영한다는 측면에서 기업의 전반적인 재무적 안정성을 반영한 결과로 볼 수 있을 것이다. 후속투자 전기 또는 후속투자를 받지 않은 기업의 2021년 매출 및 고용의 경우, 매출액 규모는 후속투자에 영향을 미치지 않으나, 고용의 경우 통계적으로 유의한 양(+)의 영향을 미치는 것으로 나타난다. 이는 Pre-A, Series A와 같은 초기 투자자의 경우 기업의 성장성을 중요한 요인으로 고려하는바 기업의 인적자본 확충을 성장성의 지표로 비교적 더 고려하고 있다는 점을 보여준다.

흥미로운 점은 기업의 업력이 낮은 초기 기업만을 대상으로 분석한 결과인 [모형 4]와 [모형 5]를 보면, 업력이 낮은 경우에는 수도권 변수가 통계적으로 유의하지 않게 나타난다는 점이다. 이는 초기기업의 경우에는 비수도권에서도 후속투자를 유치하는데 지리적 제약이 낮다는 점을 보여준다.

분석결과를 종합하면, 기업의 안정성과 수도권에 위치할수록 Seed 이후 후속투자 확률이 높으며, 기업의 자본금과 고용 규모가 클수록 비교적 안정적인 후속투자를 유치할 수 있음을 보여주나, 초기기업의 경우에는 지리적 위치에 따른 구분이 크게 중요하지 않다는 것을 보여준다.

이는 타 벤처투자 방식에 비해 후속투자에 따른 추가적인 리스크를 가지는 조건부지분인수계약의 경우 제도 도입 초기임을 고려한다면, 극초기 기업보다는 창업 후 일정기간이 경과한 기업 중 비교적 자본금과 고용이 유사기업 대비 높은 기업을 중심으로 한 초기 운영이 필요하다고 할 수 있다. 이후 어느 정도 투자회수 등에 대한 자료가 축적되면 다양한 분석을 통해 조건부지분인수계약 활용을 확대하기 위한 정책적 시사점을 얻을 수 있을 것으로 사료된다.

<표 9> 후속투자 결정요인 분석

변수	전체			초기업력 5년 이하	업력 7년 이하
	[모형 1]	[모형 2]	[모형 3]	[모형 4]	[모형 5]
연령	0.400*** (0.030)	0.499*** (0.034)	0.487*** (0.037)	0.821*** (0.091)	0.626*** (0.050)
수도권 여부	0.337*** (0.133)	0.337** (0.137)	0.459*** (0.150)	0.147 (0.183)	0.230 (0.149)
제조업	-0.288** (0.145)	-0.246* (0.150)	-0.207 (0.164)	-0.370* (0.209)	-0.274* (0.165)
정보통신업 (base)					
기타산업	0.135 (0.128)	0.066 (0.132)	-0.073 (0.145)	0.198 (0.171)	0.125 (0.143)
자본금	0.0004*** (0.0001)	0.0004*** (0.0001)	0.0003*** (0.0001)	0.0004*** (0.0001)	0.0004*** (0.0001)
듀레이션		-0.049*** (0.005)	-0.041*** (0.006)	-0.095*** (0.010)	-0.070*** (0.007)
매출액			-0.00008** (0.00004)		
고용			0.023*** (0.008)		
cons	-2.301*** (0.208)	-1.839*** (0.217)	-2.265*** (0.252)	-2.288*** (0.387)	-1.998*** (0.266)
관측치	1,740	1,740	1,447	984	1412
Prob < chi2	0.0000	0.0000	0.0000	0.0000	0.0000
Pseudo R2	0.1301	0.1688	0.1683	0.1668	0.1520
후속투자 받은 기업 수	996	996	801	430	715

주: 괄호 안은 표준오차, *** p<0.01, ** p<0.05, * p<0.1

V. 결론

본 연구에서는 2020년부터 국내에 벤처투자 방법 중 하나로 도입된 조건부지분인수계약 활용과 관련된 쟁점을 검토하고 위험요인을 정량적으로 분석함으로써 동 제도를 활용하는데 있어 정책적 시사점을 제시하고자 수행되었다.

국내 조건부지분인수계약은 2020년 제도도입 이후 정책금융기관을 중심으로 활용이 이루어졌으며, 일부 민간 벤처투자조합에서도 조건부지분인수계약을 활용하는 등 일정 부분 제도 활성화가 이루어지는 가운데, 벤처투자

의 급격한 수축으로 인하여 적극적 활성화까지는 이어지지 못하고 있는 실정이다.

조건부지분인수계약과 관련된 선행연구를 종합해 보면, 조건부지분인수계약 방식 도입의 장점으로 ① 자금 조달과정에서의 비효율성 개선, ② 기업·투자자 간 정보비대칭 문제 완화, ③ 이해하기 쉬운 간소화된 투자 계약서, ④ 투자금의 자동전환에 따른 자금 유출 우려 해소, ⑤ 보통주와 비교 시 높은 투자자 권리 보호 수준, ⑥ 컨버터블노트와 비교 시 지분형 투자수단으로서 가지는 이점 등이 제시되고 있으며, 단점으로는 ① 투자금 전환에 대한 불확실성, ② 투자 증권의 법적 발행근거 미비, ③ 주주로서의 권리 보호 미흡, ④ 세부계약조건 변경에 따른 피투자기업에게 불리한 투자계약 성립 가능성 존재 등이 제시되고 있다.

조건부지분인수계약을 기존 지분투자계약과 비교할 때 후속투자 문제로 발생가능한 추가적인 위험률은 최대 약 1.8%p 수준으로 나타나, 조건부지분인수계약 방식이 가지는 장점 대비 수치화된 추가적인 리스크는 그다지 크지 않은 것으로 판단된다. 이는 조건부지분인수계약의 장점을 적극적으로 활용할 수 있다면, 투자자가 초기기업에 대해 투자함으로써 추가적으로 부담하여야 할 불확실성에 따른 리스크와의 상쇄가 가능한 수준으로 보여, 제도를 활용하는데 대한 직접적인 제약은 그다지 크지 않을 수 있다는 점을 보여준다. 그럼에도 불구하고, 추가적인 리스크가 존재하는 것은 사실이므로, 이에 대한 보완으로 캐나다의 SAFE나 미국 KISS(Keep It Simple Security)와 같이 만기를 설정함으로써, 추가적인 리스크를 상쇄하는 방식의 정책추진도 필요해 보인다.

추가적으로 Seed 투자 이후 후속투자 결정에 영향을 미치는 요인을 분석한 결과를 보면, 현재 제도가 활성화되지 않은 상황에서는 조건부지분인수계약의 경우 극초기 기업보다는 창업 후 일정기간이 경과한 기업 중 비교적 자본금과 고용이 유사기업 대비 높은 기업을 중심으로 운영하되, 본격적으로 활용이 활성화되고 투자회수 등에 대한 성과결과가 수집되면 그 대상을 확대하는 것도 필요해 보인다.

본 연구의 경우 조건부지분인수계약 방식을 활용한 실제 사례에 대한 자료 입수가 시기적으로 어려워 대안으로 기존 벤처투자 현황에 대한 자료를 분석하여 조건부지분인수계약이 가질 수 있는 추가적인 리스크와 후속투자 결정요인을 분석하였다는 점에서 자료상 한계가 존재한다. 다만, 이러한 한계에도 불구하고 본연구가 가지는 시사점은 다음과 같다. 첫째, 조건부지분인수계약이 본격적으로 도입되어 벤처투자의 한 방법으로 활용되기 시작한 시점에 해당 투자방법이 가지는 특징을 분석하고, 이러한 특징에 기반하여 투자자에게 발생할 수 있는 추가적인 위험을 수치화한 최초의 연구라는 점이다. 두 번째는 일반적으로 알려져 있는 수도권기업과 안정적 경영여건을 보유한 기업에 대한 후속투자 집중현상을 계량적으로 분석하였다는 점이다.

본 연구의 다양한 한계점은 향후 조건부지분인수계약과 관련된 다양한 사례가 수집되어 분석된다면 보다 정확한 결과 제시가 가능할 것으로 기대한다. 또한 투자요건 및 투자수익률에 대한 정확한 자료 획득이 어려운 한계가 있었다는 점에서 향후 연구목적에 한해 자료가 공개된다면, 연구의 정밀도를 높일 수 있을 것이다.

끝으로 다양한 벤처투자방식이 도입되고 활용될수록 벤처투자 생태계가 보다 활성화될 수 있다는 측면에서 조건부지분인수계약에 대한 제도적 활성화 방안 또한 적극적으로 강구되어야 할 것이다.

REFERENCE

- 구정환(2008). 벤처캐피탈시장의 확대와 향후 과제, *한국금융연구원, 금주의 논단*, 17(27).
- 박용린,천창민(2018). *한국형 SAFE 도입의 경제적 의의와 법적 쟁점*, 자본시장연구원, 이슈보고서.
- 박진(2021). *벤처투자 SAFE 활성화를 위한 지원방안 연구*, 중소기업연구원 정책연구보고서.
- 성희활(2022). 조건부지분인수계약(SAFE)의 법적 문제 - 유가증권법정주의를 중심으로 -. *상사법연구*, 40(4), 481-517.
- 신종원,지민웅,박양신,박진,박용훈(2023). *벤처캐피탈 신규투자 기업과 후속투자 기업 간 특징 비교와 시사점*, 산업연구원 연구자료 2023-2.
- 양영석(2019). 중소벤처기업의 혁신성장과 자금조달강화 방안 - 벤처투자촉진법내 SAFE 도입규정 실행타당성 검토 중심으로 -. *법학연구*, 30(2), 121-148.

- 이상록,조대명(2020). 벤처투자 사례에 기반한 계약방식 평가모델 도출 및 '조건부 지분인수'제도 도입 타당성 검토. *무역연구*, 16(3), 371-389.
- 임연하(2005). *우리나라 사모펀드의 운영현황 및 건전한 발전방안*, 금융감독원.
- 정주영,오지열(2020). 증권형 크라우드펀딩에서의 SAFE 도입 방안 및 효과에 관한 연구. *한국증권학회지*, 49(2), 189-215.
- 중소벤처기업부(2023). *2022년 국내 거대신생기업(유니콘기업) 현황 발표*. 중소기업부(2023.2.9.)
- 한국벤처캐피탈협회(2023). *2023 KVCA YEAR BOOK*, 한국벤처캐피탈협회.
- 한정미,성희활(2018). *중소벤처기업 법제연구(1) - 혁신창업 활성화를 위한 중소기업 자금공급 확대방안 연구* -. 한국법제연구원, 현안분석.
- 한주형,황보윤(2020). 액셀러레이터의 투자결정요인. *벤처창업연구*, 15(1), 31-44.
- 허주연(2020). 스타트업 액셀러레이터의 투자결정요인에 대한 연구. *벤처창업연구*, 15(5), 13-35.
- Coyle, J. & Green J.(2018). The SAFE, the KISS, and the Note : A survey of startup seed financing contracts. *Minnesota Law Review*, 103, 42-66.
- Green J. & Coyle J.(2016). Crowdfunding and the not-so-safe SAFE. *Virginia Law Review*, 102, 168-182.

A Study on the Use of the SAFE and its Additional Risk Rate

Kim, Sang-sin¹⁾

Park, Jin²⁾

Chae, Su-bok³⁾

Abstract

This study is conducted to review issues related to the use of the Simple Agreement for Future Equity(SAFE), which has been introduced as one of the venture investment methods in Korea since 2020, and to suggest policy implications for facilitating the utilization of this investment method.

With the recent rapid decline in venture investment, private venture investment associations little use the SAFE in recent years. However, after adopting the SAFE, Korean's SAFE have been utilized mainly by policy financial institutions, and it is evaluated that the system has been revitalized to some extent, with some private venture investment associations also utilizing the SAFE.

The results of comparing the SAFE with other equity investment contracts, the additional risk rate related to the failure of follow-up investment is estimated to be approximately 1.8%p. This shows that the additional risk is not greater than the advantages of the SAFE. In other words, it can be judged at a level where it is possible to offset advantages of the SAFE that investors must bear with the additional risks, which shows that there are less burden in terms of using the SAFE.

In light of the fact that the venture investment ecosystem can become more active as various venture investment methods are developed and utilized, it is necessary to actively utilize the SAFE method to support start-up companies.

Keyword: Venture Investment, SAFE, Follow-up Investment, Risk Rate

1)Corresponding Author, Research Fellow of Korea SMEs & Startups Institute, sskim@kosi.re.kr

2)Co-Author, Research Fellow of Korea SMEs & Startups Institute, jpark@kosi.re.kr

3)Co-Author, Assistant Professor, Kangwon National University, sbchae@kangwon.ac.kr

제1 저자 소개

- 김상신(Kim, Sang-sin)
 - 중소벤처기업연구원 연구위원, 경제학 박사
 - 국가연구개발타당성조사 종합평가위원, 지방시대위원회 산업과학전문위원회 전문위원
- <관심분야> : 혁신정책, 정책평가, 벤처캐피탈, 창업정책

공동 저자 소개

- 박진(Park, Jin)
 - 중소벤처기업연구원 부연구위원, 경영학 박사
 - 중소기업정책심의위원회 금융분야 전문위원
- <관심분야> : 벤처투자, 중소기업금융, 스타트업 M&A

공동 저자 소개

- 채수복(Chae, Su-bok)
 - 강원대학교 경제금융학과 조교수, 경제학박사
- <관심분야> : 비시장재화의 경제적 가치평가, 비용편익분석