

벤처 기업의 자금 공급 확대 방안: 벤처 캐피탈 활성화

김 건 · 현대경제사회연구원 연구위원

올해 들어 우리 경제의 구조 불황 해결책의 하나로 벤처 기업이 주목을 받으면서 정부 각 부처들이 경쟁적으로 벤처 기업 활성화 방안을 쏟아 내놓고 있다. 가히 '벤처 열풍'이라 할 정도이다. 벤처 기업이 경제 회생의 기반이 될 '새싹' 역할을 할 수 있겠지만, 그렇다고 해서 벤처 기업 육성이 결코 경제 난국에 대한 만병통치약은 아니다. 또 새싹이 자라서 울창한 수림을 이루기까지는 많은 시간과 지속적 노력이 필요한 법이다. 벤처 기업 지원을 위해서라면 어떠한 희생이나 예상되는 부작용도 감수할 수 있다는 식의 비이성적 자세는 바람직하지 않다. 벤처는 언제 어디서든 황금알을 낳는 거위가 아니며, 고수익 못지 않게 매우 높은 위험을 수반한다. 지나친 벤처 열풍은 국민 경제 차원에서 자원의 비효율적 낭비를 초래할 수도 있고, 벤처의 진정한 의의를 왜곡하여 모처럼의 벤처 열기를 오히려 사그러들게 할 위험도 있다.

벤처 기업 활성화를 위해서는 기술 창업 잠재력의 확충, 자금·인력·경영 서비스 등 각종 경영 자원 지원을 원활화하기 위한 여건 조성, 벤처 기업들간의 정보·교류 네

트워크 조성 및 효율화 등이 종합적으로 요구된다. 그 가운데서도 벤처 기업들의 가장 일차적인 애로 사항으로 손꼽히는 것이 자금 공급의 부족이다. 본 고에서는 벤처 기업에 대한 자금 공급 확대 방안을 벤처 캐피탈 활성화를 중심으로 제시해본다.

벤처 기업의 본질과 벤처 캐피탈

벤처 기업은 그 기본 성격이 일반 기업과는 크게 다르기 때문에, 지원 방안 역시 이제까지와는 새로운 각도에서 접근할 필요가 있다. 우선 벤처 기업의 개념 또는 본질을 올바르게 파악하는 것이 중요하다.

벤처 기업이 가장 발달된 미국의 경험에 기초하여 볼 때, 벤처 기업의 본질은 다음 네 가지로 집약된다. ① 사업 내용이나 기술의 신규성 또는 독창성, ② 강력한 성장 지향형 기업, ③ 위험 분산을 위한 주식 시장의 철저한 활용, ④ 산업 혁신에의 기여이다. 여기에서 특히 중요하면서도 쉽게 간과되고 있는 것이 ②와 ③의 특성이다. ②와 ③의 특성을 결여한 경우를 우리는 家業의 기술 집약형 중소기업이라 할 수 있다.¹⁾ 뒤

에서 보듯이 미국 벤처 기업과 달리, 한국이나 일본의 벤처형 기업은 대부분 이러한 성격이 강하다.

일반적 의미의 기술 집약적 중소기업과 구분되는 미국형 벤처 기업의 특징은 고위험을 감당하기 위한 철저한 위험 분산과 유한 책임이며, 그 요체는 주식 시장의 활용이다. 주식 회사의 본질이 위험 분산과 유한 책임이기 때문이다. 벤처 기업가건 거기에 자금을 지원한 벤처 캐피털이건 모두 자기의 출자분에 상응하는 책임만을 지면 되는 것이다. 흔히들 미국은 실패한 기업가에 대해 관대하고 우호적인 사회적 분위기를 가지고 있다고 하는데, 그 밑바탕에 있는 것은 철저한 유한 책임의 원칙이다.

이를 극명하게 보여주는 것이 <표 1>이다. 미국 벤처 기업의 자기 자본 비율이 90%인 데 비해, 우리나라의 경우는 18.8%로서 일반 대기업의 자기 자본 비율에도 미치지 못한다. 이 차이가 의미하는 것은 단순히 금융 비용 부담의 차이가 아니다. 미국의 경우 벤처 기업이 도산해도 '위험을 사전에

인식하고 위험을 감수하는 대가로 높은 수익을 기대하였던' 출자자들이 손해를 보는 것으로 끝난다. 벤처 기업가도 자기의 전재산과 인생을 모두 벤처 기업에 걸었던 것은 아니기에 정상적 사회 생활을 하면서 재기의 가능성을 모색할 수 있다. 또한 필요 자금의 대부분을 자기 자본으로 조달하기 위해 벤처 기업의 소유 지분은 널리 분산되어 있고, 창업가는 자신의 적은 지분으로 큰 수익을 얻기 위해 그리고 가능한 한 많은 출자자들을 끌어들이기 위해 기업 가치의 급성장을 도모하게 된다.

하지만, 차입금 의존도가 높은 우리나라 벤처 기업의 경우, 기업에 대한 그의 지배는 경영 능력이나 기술 능력보다는 소유권에 기초하여 이루어지며 도산과 함께 전재산을 잃게 되고 범법자가 된다. 재기는 사실상 불가능하다. 이러한 상황에서 벤처 기업을 창업하는 이들은 주로 여유 자금을 많이 가지고 있거나 상당한 위험 애호자(risk lover)에 국한된다. 광범위한 사회적 흐름으로서 벤처시대가 열리는 것은 불가능하다. 현재

<표 1> 한미 벤처 기업의 자기 자본 비율 비교

(%)			
한국 벤처 기업	한국 대기업	미국 벤처 기업 495 사	미국 대기업 500 사
18.8	27.15	90	30

자료: 이장우, 「한국 벤처 산업의 현황과 발전 방향」, 1997년 한미벤처포럼 발표문.

주: 1) 한국은 1995년말 기준 벤처 기업협회 조사 자료.

2) 미국은 NVCA(1994), *Fifth Annual Impact of Venture Capital Study*.

1) 五内川擴史·安藤義夫(1996. 4), "米國ベンチャー 經營の本質", 「財界觀測」.

의 벤처 열풍에서 버블의 위험성을 경계하는 것은 이 때문이다.

이는 무엇보다도 벤처 기업의 자금줄이 되어야 할 벤처 캐피탈이 제 역할을 제대로 하지 못하고 있기 때문이다. 家業의 기술 집약형 중소기업에 대한 지원 방안만으로는 본격적인 벤처 기업 활성화를 기대할 수 없다.²⁾ 기술 집약형 창업 중소기업 육성과 순수 벤처 기업 육성은 유사하고 상당 정도 중첩되지만 엄연히 서로 다른 과제임에도 불구하고, 현재 우리나라의 벤처 기업 육성론에는 양 측면이 뒤엉켜 있다는 것이 필자의 판단이다. 해결의 실마리를 찾기 위해 우리와 유사한 일본의 벤처 캐피탈을 미국과 비교해보자.

미국과 일본의 벤처 캐피탈 비교

미국의 벤처 캐피탈은 엄청난 기술적 잠재력에 바탕을 두고 자연 발생적으로 성장

해왔으며, 벤처 캐피탈의 성장 사이클 역시 기술 혁신의 전개에 큰 영향을 받아왔다. 즉, 미국 벤처 캐피탈의 팽창기는 생명공학, 정보통신 등 새로운 기술 혁신 흐름의 대두와 궤를 같이 한다. 반면에, 일본의 벤처 캐피탈은 기술의 상업화를 촉진하기 위한 정책적 노력의 산물로서 등장하였으며, 벤처 캐피탈의 성장기 역시 기술적 흐름보다는 금융 완화에 큰 영향을 받아왔다.

가장 큰 차이점은 자금 지원의 방식이다. 미국 벤처 캐피탈의 경우는 자금 지원의 대부분이 주식 투자 형태이며 용자는 극히 일부분에 지나지 않는다. 반면에, 일본의 민간 벤처 캐피탈은 약 80% 정도를 용자 형태로 지원하는 것으로 알려져 있다.³⁾ 주목해야 할 것은 이러한 지원 방식의 차이가 양국 벤처 캐피탈의 자금 조달 방식의 차이와 깊은 관계를 가지고 있다는 점이다. 미국의 독립계 벤처 캐피탈은 대부분 투자조합(partnership)을 결성하여 출자자(개인 투자자, 기

〈표 2〉 미국과 일본 벤처 캐피탈의 특성 비교

	미국	일본
등장 및 발전 배경	자생적 탄생 및 성장	정책적 육성
발전 환경	기술 환경	금융 환경
자금 지원 방식	주식 투자 위주	용자 위주
투자 재원	투자 펀드 자금	자기 자금 위주
자금 지원 단계	초기 투자 중심	주식 공개 직전
경영 지원 기능	강	약

2) 이는 결코 家業의 기술 집약형 중소기업의 의의를 무시하거나 지원이 불필요하다는 의미가 아님. 다만, 그와는 별개로 순수 벤처 기업을 육성해야 할 필요가 있으며, 이를 위해서는 상이한 지원제도가 필요하다는 것임.

3) 일본에서도 公的 벤처 캐피탈(중소기업투자육성주식회사와 연구개발형기업육성센터)은 투자 형태로만 지원을 하고 있음.

업, 연기금, 해외 자금 등)로부터 자금을 조달한다. 반면에, 일본의 민간 벤처 캐피털은 주식 회사 형태를 갖추고 스스로 조달한 차입금과 증자 자금으로 재원을 조달하는 경우가 대부분이어서, 투자조합을 통해 조달하는 자금은 전체의 1/4 정도에 불과하다. 즉, 벤처 캐피털社가 위험의 대부분을 떠안는 형태가 되기 때문에 자금 지원 역시 안정성 위주로 이루어질 수밖에 없다. 일본 벤처 캐피털이 투자보다는 융자 위주로, 투자의 경우에도 벤처 기업 초기 단계보다는 주식 공개 직전 단계를 중심으로 운용되는 것은 바로 이 때문이다.⁴⁾

미국에서는 벤처 기업에 대한 자금 지원이 투자 형태로 이루어지기 때문에, 벤처 캐피털과 벤처 기업은 상당 정도로 운명공동체 관계를 형성하게 된다. 벤처 캐피털이 투자 기업에 비상임 임원으로 참여하여 경영 활동을 감시하고, 각종 경영 지원 기능을 활발히 수행하게 되는 것은 당연하다. 이에 따라 벤처 기업은 필요 자금뿐만 아니라, 홍보, 마케팅, 법률 자문 등 다양한 경영 지원 서비스들을 쉽게 활용할 수 있게 되며, 성장 가능성도 그만큼 높아지게 된다.

국내 벤처 캐피털의 현황과 문제점

현재 국내 벤처 캐피털은 신기술사업금

융회사(이하, 신기술금융회사), 한국종합기술금융, 중소기업창업투자회사(이하, 창투사)로 삼원화되어 있다. 이들은 각기 재정경제원, 과학기술처, 통상산업부의 규제를 받고 있으며, 근거 법률 역시 각각 다르다. 전반적인 경영 상황을 보면 한국종합기술금융을 포함한 신기술금융회사는 비교적 안정적인 성장세를 보이고 있음에 비해, 창투사들은 몇개 회사를 제외하면 심각한 경영 애로를 겪고 있다(〈표 3〉 참조). 이 때문에 벤처 캐피털 업계 일각에서는 벤처 캐피털 관련 제도의 통합 논의가 제기되고 있으며, 정부에서도 일정 요건을 갖춘 창투사에 대해 신기술금융회사로의 전환을 허용하고, 이후 카드업 및 리스업까지 통합한 종합여신금융기관으로 발전토록 한다는 구상을 제기한 바 있다.

하지만, 이러한 방안은 벤처 캐피털 본연의 의의를 올바르게 이해하지 못한 잘못된 정책 방향이라는 것이 우리의 입장이다. 실제로 이미 대형 창투사들은 이러한 방침에 대한 반대 입장을 밝힌 바 있다. 그 이유는 신기술금융회사와 창투사의 업무 활동 내역을 비교해보면 분명해진다.

1974~95년까지 (한국종합기술금융을 포함한) 신기술금융회사의 자금 지원 실적을 보면, 투자(주식 매입, 전환 사채, 신주 인수권부 사채 등)는 전체 5조 1,030억 원

4) 일본 벤처 캐피털의 '투자'가 기업 공개 직전 단계에 주로 이루어지는 것은 창업에서 기업 공개까지 평균 20년 이상의 장기간이 소요된다는 사정에 기인한 바도 큼.

〈표 3〉 국내 벤처 캐피탈의 자기 자본 이익률 비교

	1989	1990	1991	1992	1993	1994
창업투자회사	3.1	2.9	2.1	3.0	2.6	2.2
신기술금융회사	6.9	6.8	3.5	5.5	8.8	-
종합금융회사	15.8	9.9	11.9	12.0	18.4	18.9
시중은행	5.9	7.0	7.2	7.5	7.0	8.5

(%)

자료: 통상산업부(1995. 4), 「창업통계」.

가운데 3,007억 원으로 5.9%에 불과하며, 약 88%가 융자이다. 이러한 양상은 한국종합기술금융만 떼어 놓고 보아도 유사하다. 이는 투자 대상 벤처 기업이 질적·양적으로 충분치 못하고 투자 환경(장의 시장 등록 요건 등)이 미흡한 등의 요인도 있지만, 무엇보다도 자금 조달 면에서 일정 기간 내에 상환 의무를 가지는 차입금의 비중이 높아, 회수 기간이 긴 투자 형태로 운용할 수 있는 장기 안정 자금이 부족하기 때문⁵⁾이다.

반면에, 창투사의 경우는 자본금과 차입금을 포함한 자기 자금과 투자조합 자금의 비중이 약 1 : 1 정도로 미국의 벤처 캐피탈과 비교한다면 자기 자금 의존도가 매우 높은 것이 사실이지만, 신기술금융회사와 비교하면 투자조합의 비중이 비교적 높다. 자연히 (약정 투자 등 사실 상의 융자 방식도 많지만) 비교적 투자 형태의 지원 비중이 높은 것이다.

요컨대, 국내 벤처 캐피탈의 현황은 벤처 캐피탈의 본질에 비교적 가까운 창투사는 경영 애로를 겪고 있고, 상대적으로 일반 금

융 기관에 가까운 신기술금융회사는 어느 정도 성장하고 있는 모순적 상황이라 할 수 있다. 벤처 캐피탈 육성책의 일환으로 창투사의 신기술금융회사 전환을 추진한다는 정부의 방침은 창투사에서 벤처 캐피탈적 성격을 완화시킴으로써 국내 '벤처 캐피탈'을 활성화시킨다는 이율 배반적 발상이다. 필요한 것은 벤처 기업 지원 기능을 충실히 할 수 있는 자금 공급 채널을 육성하는 것이지, '벤처 캐피탈'이라는 이름을 가진 금융 회사를 육성하는 게 아니다.

국내 벤처 캐피탈 활성화의 방향과 정책 과제

벤처 기업이 광범위하게 활성화되기 위해서는 위험 분산 및 유한 책임의 원칙에 기초하여 벤처 기업이 운영될 수 있어야 한다. 벤처 기업에 대한 자금 지원이라는 벤처 캐피탈 본연의 기능이 활성화되기 위해서는 벤처 캐피탈의 자금 지원 방식이 융자 아닌 투자 중심이 되어야 하고, 이에 적합하도록 각종 환경 및 지원제도가 정비되어야 한다.

5) 한국종합기술금융과 신기술금융회사의 자금 조달 구조(1993년 기준)를 보면, 외부 차입 48.2%, 채권 발행 33.5%, 자본금 14.1%이고 투자조합자금은 3.5%에 불과함.

그래야만 高위험을 수반하는 벤처 기업이 금융 비용 부담을 덜 수 있을 뿐만 아니라, 벤처 창업가의 '패자 부활'이 가능해진다. 물론, 이 경우 벤처 창업가의 도덕적 위험(moral hazard) 문제가 제기될 수 있다. 그러나 이는 자금을 투자하는 벤처 캐피털의 엄격한 투자 심사를 통해 걸려져야지, 인신 구속이나 재기 불능이라는 물리적 위협으로 해결하려 해서는 안된다. 벤처 창업가는 그 자체가 매우 소중한 사회적 자원이다. 또한 투자 위주의 자금 지원은 자연스럽게 벤처 기업의 소유 분산을 촉진함으로써 새로운 기업 모델을 제시한다는 효과도 있다.

이를 위해서는 우선 벤처 캐피털의 투자 자금이 자기 자금(차입금 포함)이 아니라 투자조합 위주로 조달되어야 한다. 장기적 투자를 위해서는 벤처 캐피털 자체의 위험이 분산될 수 있어야 하기 때문이다. 최근 활발히 논의되고 있는 지하 자금 등 개인 투자 자금의 출처 조사 면제 혜택, 자본 이득에 대한 과세 특례 등의 지원 방안을 적용함에 있어, 투자조합 출자가 가장 유리한 혜택을 받을 수 있도록 차등화하는 것이 바람직하다. '위험을 분담'토록 하여 사회적 반감도 완화시키면서 투자조합 활성화 효과를 극대화할 수 있기 때문이다.

현재 중소기업 창업지원기금에서 창투사를 지원하고 있는 바, 이 역시 창투사의 투자조합에 대한 출자 위주로 운영하고 선정 기준 역시 총 자금 지원액 가운데 투자의 비중 등을 사용함으로써 투자조합 활성화를 위한 매칭 펀드 역할을 하도록 유도해나가야 한다. 이와 함께 공공 부문이 운영하고 있는 각종 연·기금의 투자조합 출자를 허용해야 한다. 성격상 장기 운용이 가능한 연·기금이야말로 투자조합 자금으로 가장 적합하다. 미국의 경우 투자조합 자금의 약 절반이 연·기금으로부터 조달되고 있다.⁶⁾ 물론, 연·기금의 유입에 따른 벤처 캐피털의 기관화는 자금의 보수적 운용 등의 부작용을 초래할 가능성도 있지만, 미국에서는 투자조합의 다양화와 전문화를 유도하여 벤처 캐피털 운용을 효율화하는 데에도 많은 기여를 한 것으로 평가되고 있다.⁷⁾

한편, 자본금 확대를 통한 창투사 대형화 추진 방안 역시 재검토될 필요가 있다고 판단된다. 이러한 논의의 밑바탕에는 "창투사의 벤처 캐피털 투자가 자본금 및 차입금 위주로 이루어진다"는 바람직하지 못한 전제가 깔려 있기 때문이다. 앞에서 지적했던 대로, 투자조합 위주로 창투사가 운용된다면, 반드시 창투사가 대형화되어야 할 이유는

6) 연·기금의 경우, 受託者의 중요한 책임 가운데 하나가 자신의 '안정적' 운용이라는 점에서 다소 논란의 소지가 있을 수 있음. 이와 관련해 주목할 것이 1979년 미국 노동성의 새로운 해석임. 즉, 연금 자산의 투자 위험은 개별 투자 조건의 관점이 아니라, 투자 포트폴리오 전체의 관점에서 검토될 수 있다는 것임. 미국에서는 이로써 종업원 퇴직 연금 등 연금의 벤처 캐피털 유입이 활성화되어 80년대 벤처 붐의 원동력이 되었음.


7) 東伸之·金子晃三(1996. 7), "我が國ベンチャーキャピタルの飛躍に向けて向", 「財界觀測」 참조.

없다. 물론, 대형화에 따른 전문적 경영 지원 능력 확보 등 장점도 있지만, 관리 비용 절감, 보상의 극대화(성과급제)를 통한 전문적 벤처 캐피털리스트 양성 등 소규모 창투사의 이점 역시 존재한다. 실제로 미국에는 주식 회사 형태조차 갖추지 않은 벤처 캐피털이 다수 존재한다.

벤처 캐피털 활성화를 위한 또 하나의 핵심 과제는 장외 시장 육성이다. 벤처 기업은 기술, 자금, 경영 능력 등 다양한 자원의 소유자들이 연결된 하나의 네트워크이다. 높은 위험에도 불구하고 이들 자원 소유자들을 벤처 기업으로 끌어들이기 위해서는 유인이 필요한데, 그 핵심은 자본 이득(capital gain)이다. 장외 시장이야말로 자본 이득 실현·회수를 위한 기본 조건이다. 또한 벤처 기업 활성화를 위해서는 성공한 기업이 더욱 성공할 수 있도록 하는 陽의 피드백시스템이 있어야 한다. 어느 정도의 성공을 기반으로 장외 시장에 등록된 기업은 필요한 자금을 지속적으로 조달할 수 있도록 하는 창구 역할을 장외 시장이 수행하게 된다.

현재 우리나라 장외 시장이 안고 있는 가장 큰 문제점은 유동성 부족이다. 코스닥 개설과 연이은 장외 시장 활성화 조치로 등록 기업 수는 비교적 많이 증가하였으나, 연간

거래량은 거래소 시장의 1 일 거래량 수준에 불과한 실정이다. 최근 벤처 기업 육성책의 일환으로서 장외 시장 등록 여건 완화를 요구하는 주장들이 많으나, 그간의 지속적인 등록 조건 완화로 벤처 기업에 대해 추가적인 등록 조건 완화의 여지는 거의 없다고 판단된다. 오히려 주식 분산을 적극 유도하는 것이 거래 활성화와 환금성 제고를 위한 효과적인 방안이라 판단된다. 현재 벤처 기업에 대해서는 주식 분산 의무 비율을 낮추어 적용하고 있는데, 이는 단기적으로는 벤처 기업의 장외 등록을 증대시키는 효과를 가질지 모르나, 장기적으로는 벤처 기업 육성에 오히려 장애 요인으로 작용할 가능성이 크다.⁸⁾

벤처 기업 육성은 그 속성상 일조일석에 이루어질 성격의 과제가 아니다. 장외 시장 역시 마찬가지이다. 벤처 기업의 주식 거래가 활발하게 되기 위해서는 과거의 회계 또는 재무 성과보다는 기업에 대한 미래의 잠재력을 중시하는 투자 자세 등 국내 증권 시장의 체질 전환이 선행되지 않으면 곤란하다. 일단 벤처 붐을 조성하고 보자는 식으로 단기성 부양 조치를 남발하기 보다는 좀 더 디더라도 탄탄하게 기반을 다져나가는 '우식스러운' 정책적 접근이 요망된다. 

8) 중장기적으로 장외 시장이 어느 정도 활성화된 후에는, 벤처 캐피털의 일정 지분 투자와 연구 개발비 비중 등을 잣대로 벤처 기업의 기준을 설정하여 별도의 장외 시장을 운영하는 방안도 고려해볼 수 있음. 하지만, 현재로서는 제2장외시장이나 제3부시장 개설 논의는 시기 상조라고 판단됨.