

연구총서 17-01

국내 모험자본시장의 현황 분석과 발전 방향

박용린 | 김종민 | 남재우 | 장정모 | 천창민

KCMI

Korea Capital Market Institute

 자본시장연구원

국내 모험자본시장의 현황 분석과 발전 방향

2017. 3

연구위원	박용린
연구위원	김종민
연구위원	남재우
연구위원	장정모
연구위원	천창민



자본시장연구원
Korea Capital Market Institute

序 言

최근 우리나라의 인구구조가 급속히 고령화되는 가운데 지난 수십 년간 우리 경제의 성장을 주도하던 산업의 국제 경쟁력이 하락하면서 사회·경제 전반의 역동성이 저하되는 모습을 보이고 있습니다. 이에 더해 글로벌 금융위기 이후 대외적인 불확실성이 커지면서 기업의 신규상장이 감소하고 주식시장 참여자도 줄어드는 등 자본시장 또한 예전의 활력을 잃고 있습니다. 이러한 상황에서 자본시장과 국민경제의 활력을 되찾기 위한 방안의 일환으로 모험자본(entrepreneurial capital)의 역할에 주목할 필요가 있습니다. 모험자본은 성장잠재력이 뛰어난 혁신기업에 자금을 공급하고 각종 경영지원 및 가치제고 활동을 통해 기업의 성장을 견인하여 부가가치와 고용을 창출하는 자본시장의 전문투자자입니다. 최근 들어서는 벤처캐피탈이나 PE 이외에도 액셀러레이터, 엔젤투자, 크라우드펀딩과 같이 창업 또는 창업초기 기업에 투자하는 모험자본이 등장하였고, 일부 국가에서는 모험자본시장을 통한 자금조달 규모가 신규상장 규모를 넘어서는 등 전세계적으로 모험자본시장이 크게 성장하고 있습니다.

우리나라도 일찍부터 모험자본의 중요성을 인식하여 1980년대부터 정부 주도로 모험자본 육성계획을 실행하였고, 그 결과 국내 모험자본시장이 크게 성장하였습니다. 그러나 양적인 성장에 비해 모험자본 생태계 전반을 고려한 정책적인 시각이나 제도 및 규제체계 정립노력은 상대적으로 부족하였습니다. 특히, 해외에서 진행되고 있는 모험자본의 역할 확대가 자본시장의 구조적 현상이라고 한다면, 앞으로 우리나라에서도 모험자본시장의 역할은 더욱 확대될 것으로 예상됩니다. 이에 그간의 우리나라 모험자본의 성과와 발전단계를 되짚어보고, 유기적인 모험자본 생태계 구축을 위한 시장구조 및 제도적인 개선사항을 검토할 필요가 있습니다. 이 점에서 이 보고서는 매우 시의적절하며, 그 내용 또한 국내 모험자본시장에 대한 정치한 분석과 발전과제를 담고 있습니다. 아무쪼록 이 연구가 국내 자본시장의 발전뿐만 아니라 향후 국민경제의 성장을 견인할 신규 성장동력 발굴에도 도움이 되기를 바랍니다.

이 보고서를 작성하는데 노고를 아끼지 않은 본 연구원의 박용린, 김종민, 남재우, 장정모, 천창민 연구위원께 심심한 사의를 표합니다. 또한 지적 논평을 맡아주신 본 연구원의 이승호 선임연구위원과 이효섭 연구위원 및 사내 세미나에서 유익한 논평을 해주신 여러 연구위원들께도 감사를 드립니다. 그리고 원고 정리와 교정 및 편집에 수고를 아끼지 않은 심수연, 김현숙, 김규림 선임연구위원과 배승욱, 안유미, 장지혜 연구원 및 김달님, 주혜림, 김지희, 이수련 연구조원에게 감사를 전합니다. 끝으로, 이 보고서의 모든 내용은 연구진 개인의 의견이며 자본시장연구원의 공식 의견이 아님을 밝혀둡니다.

2017년 3월
자본시장연구원
원장 안동현

목 차

Executive Summary	xv
Abstract	xxviii
I. 모험자본시장 활성화의 의의	3
1. 논의의 배경	3
2. 모험자본시장의 개요 및 의의	5
II. 국내외 모험자본시장의 현황 및 특징	17
1. 해외 모험자본시장의 현황 및 특징	17
2. 해외 모험자본시장의 주요 변화	33
3. 국내 모험자본시장의 현황 및 특징	60
III. 국내 모험자본시장의 성과: 벤처캐피탈과 PEF	115
1. 국내 정부 벤처캐피탈의 정책효과 분석	115
2. PEF의 경제적인 효과 분석	153
IV. 모험자본과 사적자본시장 규제체계	179
1. 사적자본시장의 개념과 모험자본시장과의 관계	179
2. 해외 사적자본시장 규제체계	182
3. 국내 사적자본시장의 규제체계	237

V. 국내 모험자본시장 발전과제	277
1. 모험자본 선순환 체계의 구축	280
2. 민간주도 모험자본 육성 정책의 확대	296
3. 사적자본시장 규제체계 정립	299
참고문헌	315

표 목 차

<표 I-1> 모험자본 회수시장 개관	11
<표 II-1> 모험자본 유형별 글로벌 시장규모 현황	19
<표 II-2> 국가별 모험자본시장 현황	21
<표 II-3> 주요 국가별 세부 모험자본시장 비중	28
<표 II-4> 주요국 모험자본시장의 유형 분류	29
<표 II-5> 엔젤투자자, VC 및 PE 투자자의 차이	38
<표 II-6> 크라우드펀딩과 엔젤, 벤처캐피탈과의 차이	41
<표 II-7> 해외 주요 액셀러레이터 랭킹	44
<표 II-8> 액셀러레이터와 인큐베이터의 차이	45
<표 II-9> 글로벌 VC·PE의 해외진출	50
<표 II-10> 주요 협력형 투자모형 사례 (기업 출자자)	59
<표 II-11> 국내 벤처기업정책의 추진 경과	61
<표 II-12> 제 1기 벤처기업정책의 추진기 주요 내용	62
<표 II-13> 제 2기 벤처기업정책의 조정기 주요 내용	63
<표 II-14> 제 3기 벤처기업정책의 재점화기 주요 내용	64
<표 II-15> 국내 주요 액셀러레이터 현황	66
<표 II-16> 해외 크라우드펀딩 관련 법제화 현황	67
<표 II-17> 국내 크라우드펀딩 플랫폼 현황	68
<표 II-18> 국내 증권형 크라우드펀딩 주요 내용	71
<표 II-19> 국내 증권형 크라우드펀딩 주식과 채권의 월별 현황	73
<표 II-20> 국내 증권형 크라우드펀딩 연령별 투자자 수 현황	74
<표 II-21> 국내 증권형 크라우드펀딩 연령별 투자금액 현황	75
<표 II-22> 국내 증권형 크라우드펀딩 업종별 투자규모	76
<표 II-23> 국내 증권형 크라우드펀딩 업력별 발행실적 현황	77
<표 II-24> 엔젤투자지원센터 등록 엔젤투자 현황	79
<표 II-25> 지역별 엔젤투자 등록 현황	80

<표 II-26> 연령별 엔젤투자 등록 현황	80
<표 II-27> 엔젤투자 직종별 현황	80
<표 II-28> 엔젤투자매칭펀드 투자 현황	82
<표 II-29> 엔젤투자매칭펀드 투자실적	82
<표 II-30> 연도별 개인투자조합 등록 현황 (누계)	83
<표 II-31> 연도별 개인투자조합 투자 현황 (누계)	83
<표 II-32> 엔젤 전용 세컨더리펀드 현황	84
<표 II-33> 창업투자회사 신규 결성 현황	85
<표 II-34> 벤처캐피탈의 조합원 분류 기준	86
<표 II-35> 벤처캐피탈의 신규 결성조합 출자자 구성 현황	86
<표 II-36> 벤처캐피탈의 조합 출자자 구성 현황	87
<표 II-37> 연도별 투자재원 현황	88
<표 II-38> 연도별 조합결성 실적	88
<표 II-39> 조합형태별 결성 현황	89
<표 II-40> 연도별 투자 현황 (투자잔액)	89
<표 II-41> 연도별 투자 현황 (신규투자)	90
<표 II-42> 업력별 투자 현황 (업체수 기준)	90
<표 II-43> 업력별 투자 현황 (금액 기준)	91
<표 II-44> 한국과 미국 벤처캐피탈 결성연도별 해산수익률	94
<표 II-45> 연도별 회수 현황	94
<표 II-46> 연도별 IPO 현황	96
<표 II-47> 코스닥시장의 IPO 소요기간	97
<표 II-48> PEF 운용사(GP)의 동향	100
<표 II-49> PEF의 연도별 주요 출자자 구성 현황	101
<표 II-50> 재설립 PEF 비중	104
<표 II-51> 프로젝트 PEF 비중	104
<표 II-52> 연도별 PEF 투자현황	104
<표 II-53> PEF의 국내 기업 투자 비중	105
<표 II-54> 한국과 미국 PEF 투자 레버지리 추이	106
<표 III-1> 분석 대상 기업의 업종분류 및 투자규모	123

<표 III-2> 벤처투자 유형별 투자대상 업종분포 및 업력	124
<표 III-3> 벤처투자 유형별 투자규모	126
<표 III-4> 프로젝트성 및 1억원 미만 투자 제외 시 투자규모	128
<표 III-5> 주요 변수들 간 상관계수	130
<표 III-6> 전체 기업 대상 GVC의 투자증대 효과	135
<표 III-7> GVC의 투자증대 효과-프로젝트성 및 소규모 투자 제외 ..	136
<표 III-8> GVC 투자가 PVC 투자에 미친 영향	137
<표 III-9> GVC의 시장규모 확대효과 (최초투자 기준)	139
<표 III-10> 투자회수 유형 현황	141
<표 III-11> 벤처투자 유형별 투자회수 현황	143
<표 III-12> VC 투자 이후 회수까지 소요된 기간	144
<표 III-13> 벤처투자 유형별 투자회수 소요기간	144
<표 III-14> 투자회수 성과분석	146
<표 III-15> 투자회수 성과분석-프로젝트성 및 소규모 투자 제외	149
<표 III-16> 투자기업 주요변수의 상관관계	162
<표 III-17> PEF의 투자결정요인: 패널로짓 분석	163
<표 III-18> 투자기업과 비교기업의 비교: 기초통계	166
<표 III-19> 투자기업과 비교기업의 비교: 이중차분법	167
<표 III-20> 투자기업과 비교기업의 비교: 성향점수매칭법	169
<표 III-21> 회수기업과 미회수기업의 비교: 로짓분석	172
<표 III-22> 회수수단별 결정요인: 다항로짓 분석	173
<표 IV-1> 사적자본시장의 개요	180
<표 IV-2> Regulation D에 의한 사모발행 요건 등	186
<표 IV-3> 미국 증권규제상 전문투자자 등의 요건	191
<표 IV-4> 투자자의 연간총투자한도 산정 예시	208
<표 IV-5> Regulation A+ 의 Tier 1과 Tier 2 요건 비교	212
<표 IV-6> Regulation A+ 의 Tier 1과 Tier 2 장단점 비교	213
<표 IV-7> 미국 및 EU의 사모펀드 규제체계의 주요 특징	230
<표 IV-8> 해외 사적자본시장 규제 요약	236
<표 IV-9> 전매가능성 기준 및 배제 요건	241

<표 IV-10> 전문투자자 및 전문가의 범위	247
<표 IV-11> 우리나라의 엔젤투자 세제 지원제도	249
<표 IV-12> 자본시장법상 시장의 분류	250
<표 IV-13> 비상장주식 관련 업무규제 요약	254
<표 IV-14> 국내외 사모펀드 규제격차 비교	266
<표 IV-15> 개정전 공사모펀드 규제체계 비교	267
<표 IV-16> 개정전후 사모펀드 규제체계 비교	268
<표 IV-17> 벤처캐피탈 규제체계 비교	271
<표 IV-18> 국내 사적자본시장 규제 요약	274
<표 V-1> 모험자본 선순환 체계 구축 및 모험자본 육성책과제 요약 ..	278
<표 V-2> 사적자본시장 규제체계 정립 정책과제 요약	279

그림 목 차

<그림 I-1> 모험자본시장의 구조	8
<그림 II-1> GDP 대비 모험자본시장 규모 (2015년)	23
<그림 II-2> 국가별 모험자본시장 규모 비교 (2015년)	24
<그림 II-3> 글로벌 모험자본시장의 주요 특징 (2015년)	31
<그림 II-4> S&P 500 시가총액 중 무형자산과 유형자산의 비중	35
<그림 II-5> 미국 기관투자자 운용자금과 VC·PE 시장규모	48
<그림 II-6> VC 누적 평균수익률	48
<그림 II-7> VC 펀드 수익률	48
<그림 II-8> 미국 PE 수익률	49
<그림 II-9> 유럽 PE 수익률	49
<그림 II-10> 연도별 IPO 건수	52
<그림 II-11> VC 투자기업의 평균 IPO 규모	52
<그림 II-12> 미국 S&P 500 기업의 자산성장률과 10년 만기 미국 국채금리	52
<그림 II-13> VC 투자 후 IPO까지 소요된 기간	54
<그림 II-14> VC 회수방식별 비중 추이	54
<그림 II-15> 국내 크라우드펀딩 현황	69
<그림 II-16> 국내 크라우드펀딩 참여자 수	70
<그림 II-17> 국내 증권형 크라우드펀딩 월별 모집가액 및 발행금액 ...	72
<그림 II-18> 국내 증권형 크라우드펀딩 월별 모집건수 및 발행건수 ...	72
<그림 II-19> 연도별 엔젤투자 현황 (소득공제 신청기준)	81
<그림 II-20> 업력별 신규투자 현황 (금액 기준)	91
<그림 II-21> 업종별 신규투자비중 변화 (%)	92
<그림 II-22> 투자 유형별 신규투자 비중	92
<그림 II-23> 전체 투자 중 후속투자 비중	93
<그림 II-24> VC 회수유형별 비중 추이	95

<그림 II-25> VC 회수 중 IPO와 M&A의 상대비중 추이	95
<그림 II-26> 미국 M&A와 IPO 비중 추이	97
<그림 II-27> VC 세컨더리펀드 현황 및 전체 VC 펀드 대비 비중	98
<그림 II-28> 코스닥시장 대비 K-OTC시장 거래 비중 추이	99
<그림 II-29> 국내 PEF 약정액 및 업체수 현황	103
<그림 II-30> PEF 신규 자금모집 현황	103
<그림 II-31> PEF 투자유형과 투자수단 (2005~2014년)	106
<그림 II-32> PEF 회수 현황	107
<그림 II-33> 투자금액 기준 회수유형 분포 (2005~2014년)	108
<그림 III-1> 벤처투자 유형별 주요 투자업종	125
<그림 III-2> 연도별 투자기업 수 및 투자액 현황	155
<그림 III-3> 업종별 투자기업 수 및 투자액 현황	156
<그림 III-4> 비상장·코스피·코스닥 기업 수 및 투자액	157
<그림 III-5> 구조조정 기업의 특성 (중간값)	157
<그림 III-6> 연도별 회수 건수 현황	158
<그림 III-7> 투자기간	158
<그림 III-8> 투자기업 재무변수와 투자액과의 관계	161
<그림 IV-1> 자본시장의 분류	180
<그림 IV-2> 사적자본시장과 모험자본	181

약어표

AIF	Alternative Investment Fund
AIFM	Alternative Investment Fund Manager
AIFMD	Alternative Investment Fund Manager Directive
AIM	Alternative Investment Market
ATS	Alternative Trading System
AUM	Asset Under Management
BW	Bond with Warrant
CB	Convertible Bond
CF	Crowd Funding
CFP	Crowdfunding Platform
CFTC	Commodity Futures Trading Commission
CVC	Corporate Venture Capital
CVCA	Canadian Venture Capital and Private Equity Association
DID	Differences-In-Differences
EBAN	European Trade Association for Business Angels
EBITDA	Earnings Before Interest, Taxes, Depreciation and Amortization
ECN	Electronic Communications Network
ELW	Equity Linked Warrant
ERISA	Employee Retirement Income Security Act

EU	European Union
EuVECA	European Venture Capital Funds
EVCA	European Private Equity and Venture Capital Association
FCA	Financial Conduct Authority
FINRA	Financial Industry Regulatory Authority
FSA	Financial Service Authority
FSMA	Financial Services and Market Act
GAO	U.S. Government Accountability Office
GDP	Gross Domestic Product
GP	General Partnership
GVC	Government Venture Capital
IB	Investment Banking
ICT	Information and Communications Technology
IDB	Inter-Dealer Broker
IMF	International Monetary Fund
IPO	Initial Public Offering
IRC	Internal Revenue Code
IRR	Internal Rate of Return
IT	Information Technology
JOBS	Jumpstart Our Business Startups
KDR	Korea Depositary Receipts
KONEX	Korea New Exchange
KOSDAQ	Korea Securities Dealers Automated Quotation
K-OTC	Korea Over-The-Counter
K-OTCBB	Korea Over-The-Counter Bulletin Board

KTAC	Korea Technology Advancement Corporation
KTDC	Korea Technology Development Corporation
KVCA	Korea Venture Capital Association
KVF	Korea Venture Fund
KVIC	Korea Venture Investment Corporation
LLC	Limited Liability Company
LP	Limited Partnership
LPA	Limited Partnership Agreement
LSE	London Stock Exchange
LSVCC	Labour-Sponsored Venture Capital Corporation
M&A	Mergers & Acquisition
MiFID	Markets in Financial Instruments Directive
MTF	Multilateral Trading Facility
NASDAQ	National Association of Securities Dealers Automated Quotation System
NESTA	National Endowment for Science, Technology and the Arts
NMS	National Market System
NPEX	Nederlandsche Participatie Exchange
NVCA	National Venture Capital Association
NYSE	New York Stock Exchange
OECD	Organisation for Economic Co-operation and Development
OLS	Ordinary Least Square
OTC	Over-The-Counter
OTCBB	Over-The-Counter Bulletin Board

OTF	Organised Trading Facility
P2P	Peer-to-Peer
PE	Private Equity
PEF	Private Equity Fund
PI	Principal Investment
PSM	Propensity Score Matching
PTS	Proprietary Trading System
PVC	Private Venture Capital
PwC	PricewaterhouseCoopers
QIB	Qualified Institutional Buyer
R&D	Research and Development
ROA	Return on Assets
RP	Repurchase Agreement
SBA	Small Business Administration
SBIC	Small Business Investment Company
SEC	Securities and Exchange Commission
SI	Strategic Investment
SI	Systematic Internaliser
SNS	Social Networking Service
SPAC	Special Purpose Acquisition Company
UCITS	Undertakings for Collective Investment in Transferable Securities
VC	Venture Capital

《 Executive Summary 》

I. 모험자본시장 활성화의 의의

모험자본은 ‘창업-성장-성숙-구조조정’으로 이어지는 기업 성장 단계별 시장구조에 따른 투자 자본’으로 정의되며, 모험자본시장은 이러한 ‘모험자본의 거래가 이루어지는 자본시장’을 의미한다. 그리고 크라우드펀딩, 액셀러레이터, 엔젤, 벤처캐피탈(VC), PE(Private Equity) 등이 모험자본시장에서 활동하는 핵심 주체들이라고 할 수 있다. 기존 연구문헌에 따르면, 모험자본시장은 다음과 같이 경제성장 및 자본시장 및 금융투자업의 발전에 필수불가결한 역할을 담당하고 있는 것으로 평가된다. 첫째, 모험자본시장은 혁신에 필요한 모험자본을 공급하여 경제성장 및 고용창출에 기여한다. 둘째, 모험자본은 기업지배구조 개선과 경영지원을 통하여 기업의 효율성을 개선한다. 셋째, 모험자본은 자본시장의 효율성을 높이고, 자본시장 선순환 구조의 확립을 지원한다. 넷째, 모험자본시장은 다양한 거래 수요 진작을 통하여 금융투자업의 발전을 촉진한다.

우리나라 역시 1980년대 이후 정부의 주도하에 모험자본을 육성하기 위한 다양한 노력을 기울여왔다. 중소기업 창업지원법(1986년) 및 벤처기업 육성에 관한 특별조치법(1996년)의 제정, 사모투자전문회사(PEF) 제도의 도입(2004년), 모태펀드 설립(2005년) 등이 대표적인 사례이다. 그 결과 벤처캐피탈과 PEF와 같은 개별 모험자본시장이 양적으로 크게 성장하였다. 그런데 이들 개별 시장을 모두 아우르는 유기적이고 단절 없는 모험자본 생태계를 조성하기 위한 제도 또는 규제체계를 정립하려는 노력은 부족한 편이었다. 이에 본 연구는 국내 모험자본시장의 현황과 그간의 성과를 되짚어보고 향후 발전과제와 규제체계 정립방향에 대해 논의하고자 한다.

II. 국내외 모험자본시장의 현황 및 특징

1. 해외 모험자본시장의 현황 및 특징

2015년 기준 글로벌 모험자본시장의 규모 추정치는 4,343억달러이다. 이를 유형별로 보면, PE 3,101억달러(71.4%), 벤처캐피탈(VC) 511억달러(11.8%), 클라우드펀딩 345억달러(7.9%), 증권형으로 한정시 0.3%), 엔젤투자 254억달러(5.8%), 액셀러레이터 124억달러(2.9%)로 구성되어 있다. 지역별로 보면, 미국을 중심으로 한 북미지역의 비중이 64.4%로 압도적으로 높으며, 유럽 19.2%, 아시아·태평양 13.2%의 순이다. 모험자본 통계 집계 가능한 21개국을 모험자본시장의 절대규모와 GDP 대비 상대규모를 기준으로 비교하면, 모험자본시장이 발전한 국가들은 미국, 중국, 영국, 스웨덴, 한국, 캐나다, 프랑스, 네덜란드 등 8개국 정도이다.

해외 모험자본시장의 주요 특징은 다음과 같다. 우선, 모험자본시장의 구성과 발전 양상이 다양하게 나타난다. 이는 국가마다 산업구조, 경제발전수준, 정부의 모험자본 육성정책 등이 다른 데에 기인하는 것으로 보인다. 다만, 모험자본시장의 유형은 PE와 VC의 비중을 기준으로 크게 'PE 중심 국가', 'VCPE 중심 국가', '다변화된 국가' 등으로 구분할 수 있다. 예를 들어, 모험자본시장이 발전한 대표적인 국가인 미국과 영국은 '다변화된 국가', 캐나다, 한국, 중국, 프랑스 등은 'VCPE 중심 국가', 스웨덴과 네델란드는 'PE 중심 국가'로 분류된다. 또한, 전통적인 VC·PE 이외에도 액셀러레이터, 클라우드펀딩, 엔젤투자 시장 등이 발전하면서 모험자본시장이 다변화되고 있다. 특히, 이러한 현상은 미국이나 영국과 같이 모험자본시장이 발전한 국가 이외에도 아직 모험자본시장이 성숙하지 않은 다수의 유럽국가에서 발견된다. 독일, 핀란드, 벨기에, 오스트리아 등의

국가가 이에 해당한다. 이는 상당수 국가들이 VC 이외에도 창업단계 및 창업초기 기업에 투자하는 액셀러레이터, 크라우드펀딩, 엔젤투자 등의 모험자본을 정책적으로 육성하고 있음을 시사한다.

2. 해외 모험자본시장의 주요 변화

해외 모험자본시장에서 관찰되는 변화로는 우선 정보기술 발전으로 인한 참여자 측면의 진화를 들 수 있다. 인터넷과 SNS의 발전으로 정보의 창출, 유통 및 공유가 활발해지면서 창업기업과 투자자 간 정보비대칭성이 낮아지게 되자 크라우드펀딩이라는 혁신적인 자금조달 방식이 탄생하게 되었다. 또한, 정보기술 발전으로 창업비용이 감소하고 사업화의 효율성이 증가하면서 린스타트업(lean startup) 현상이 나타나게 되었다. 이처럼 정보기술 발전으로 인한 창업 및 투자 환경이 변화하면서 크라우드펀딩 이외에도 소규모 투자를 전문으로 하는 액셀러레이터, 슈퍼엔젤, 마이크로 VC 등 새로운 유형의 투자자들이 나타나고, 투자-회수 사이클도 이전보다 짧아지게 되었다.

두 번째로 들 수 있는 해외 모험자본시장의 변화는 발행 및 유통시장을 중심으로 비상장기업의 모험자본시장 의존도가 늘어나고 있다는 것이다. 예를 들면, 미국에서는 성장성이 높은 비상장기업이 IPO 대신 장외 모험자본시장에서 ‘사모 IPO’ 또는 ‘유사 IPO’ 방식으로 자금을 조달하는 사례가 늘고 있다. 또한, SecondMarket과 SharesPost와 같이 비공개주식 장외 유통플랫폼이 형성되면서 모험자본의 투자 회수경로가 다양화되고 있다.

마지막으로 들 수 있는 해외 모험자본시장의 변화는 금융위기 이후 GP-LP간 대리인 문제가 부각되면서 나타난 출자관행의 변화이다. 금융위기 이후 공동투자(coinvestment) 또는 직접투자 방식의 투자가 크게 늘어났으며, GP가 운용과정에서 LP의 지원을 받거

나 협력하는 소위 협력형(collaborative) 투자모형도 나타나고 있다. 이 중 공동투자는 금융위기 이후 투자수익률이 하락하고 GP의 운용보수가 지나치게 높다는 인식이 확산되면서 PE에서 많이 활용되고 있다. 그리고 협력형 투자모형은 슈퍼엔젤이나 마이크로 VC를 중심으로 많이 활용되고 있다.

3. 국내 모험자본시장의 현황 및 특징

벤처캐피탈을 필두로 형성되어 1990년대 중반부터 본격적으로 성장한 국내 모험자본시장의 가장 큰 특징은 정부 또는 공공부문 주도의 모험자본시장이라는 점이다. 이는 벤처캐피탈뿐만 아니라 PEF나 크라우드펀딩과 같은 세부 모험자본시장이 명확한 정책목표를 가진 정부의 제도적인 뒷받침과 지원 하에 형성·발전된 시장이기 때문이다. 시장참여자와 모험자본 순환체계의 관점에서 볼 때 국내 모험자본시장의 구조와 특징은 다음과 같다.

우선, 국내 모험자본시장은 해외에 비해 공적연기금 및 정책금융기관의 출자 비중이 높게 나타난다. 물론 이들의 출자를 바탕으로 국내 모험자본시장이 단기간 내에 빠르게 성장할 수 있었으나, 다른 한편으로는 국내 모험자본의 협소한 수요기반을 반증하기도 한다. 또한, 연기금과 정책금융기관의 보수적인 투자성향이 자칫 국내 모험자본의 성격을 지나치게 위험 회피적으로 만들 가능성도 있다. 실로 국내 PEF의 낮은 레버리지 비율과 회수가 용이한 메자닌 투자의 높은 비율은 이러한 가능성을 뒷받침한다. 이 점에서 보면, 출자자 구성의 다변화가 필요하며, 감사 이슈를 포함하여 모험자본 본연의 속성에 부합하는 창의적 투자 활동을 제약하는 제도적 걸림돌을 제거하려는 정책적 노력이 필요하다.

운용사 측면에서 보면, 국내 모험자본시장 역시 기업의 성장단계

에 맞춰 액셀러레이터, 크라우드펀딩, 엔젤투자, 벤처캐피탈, PEF 등 다양한 세부 모험자본시장이 구비되어 있다. 하지만 벤처캐피탈과 PEF 이외에 창업 및 창업초기 기업에 초점을 두고 투자하는 모험자본시장은 아직 양적·질적인 측면에서 모두 미흡한 상황이다. 모험자본이 국민경제에 미치는 과급효과를 감안하면 우리나라 역시 해외와 마찬가지로 액셀러레이터, 크라우드펀딩, 엔젤투자 등의 모험자본시장을 보다 적극적으로 육성할 필요가 있다.

현재까지 국내 모험자본시장을 견인하고 있는 핵심 주체는 벤처캐피탈과 PEF이다. 벤처캐피탈은 2005년 모태펀드 출범을 계기로 국내 모험자본시장의 중추 역할을 담당해 왔으나 정책자금 의존도가 높아 향후 민간 출자 확대가 필요하다. 또한, 후속투자 등을 통한 국내 피투자기업 성장 지원 역량의 향상과 전반적 운용수익률의 제고가 필요하다. PEF는 2004년 도입되어 국내 모험자본시장에서 절대적인 비중을 차지하고 있으나 투자자의 보수적 투자성향과 운용인력의 전문성 부족 등으로 인하여 경영참여를 통한 가치창출보다는 재무적 투자에 치중하고 있다. 이는 국내 PEF의 낮은 차입투자 비중과 더불어 낮은 운용수익률의 원인이 되고 있다.

한편, 국내 모험자본 생태계 중 가장 취약한 부분은 회수시장이 라고 할 수 있다. 일례로 벤처캐피탈의 경우 M&A에 비해 IPO의 비중이 지나치게 높게 나타난다. 또한, 세컨더리 시장과 조직화된 장외시장의 역할이 미미하여 회수시장으로서의 기능이 매우 취약한 상황이다. 따라서 M&A 활성화뿐만 아니라 다양한 유통시장(secondary market)을 조성하는 정책적인 노력이 필요하다.

III. 국내 모험자본의 성과: 벤처캐피탈과 PEF

1. 국내 정부 벤처캐피탈의 정책효과 분석

본 연구는 2004년부터 2013년 3월까지의 벤처투자 자료를 이용하여 국내 정부 벤처캐피탈의 정책효과를 투자증대 효과, 시장규모 확대효과, 투자회수 성과분석 등으로 나누어 살펴보았다. 여기서 정부 벤처캐피탈은 정부가 정책금융의 일환으로 직·간접 지분투자 방식으로 벤처캐피탈 시장에 개입하는 정책을 의미한다.

첫째, 투자증대 효과는 민관 공동투자, 정부 벤처캐피탈 단독투자, 민간 벤처캐피탈 단독투자의 순으로 나타났다. 또한, 민관 공동투자 과정에서 민간 벤처캐피탈의 투자규모도 유의하게 늘어난 것으로 추정되었다. 이는 국내 정부 벤처캐피탈 역시 민간투자를 유인하여 국내 기업의 자금조달을 지원했음을 시사한다.

둘째, 정부 벤처캐피탈의 투자로 인해 벤처투자를 통해 자금을 조달한 기업이 많아지고, 자금조달 규모도 확대되었으며, 민간 벤처캐피탈의 투자총액 역시 늘어난 것으로 나타났다. 반면, 민간 벤처캐피탈의 평균 투자규모는 늘어나지 않았다. 이러한 결과는 국내 정부 벤처캐피탈이 더 많은 기업이 자금조달을 받을 수 있는 벤처캐피탈 시장 및 제반 환경을 조성하는 데 기여했음을 시사한다.

셋째, 해외와 마찬가지로 우리나라에서도 민관 공동투자 방식의 정부 벤처캐피탈 투자성과는 민간 벤처캐피탈에 못지않은 것으로 나타났다. 반면, 정부 벤처캐피탈 단독투자의 투자성과는 민간 벤처캐피탈에 비해 유의하게 낮게 나타나 국내 정부 벤처캐피탈 자체적인 투자역량은 민간 벤처캐피탈에 미치지 못하는 것으로 판단된다.

이상의 분석결과에 따르면, 국내 정부 벤처캐피탈은 애초에 의도

했던 정책목표를 어느 정도 달성한 것으로 보인다. 또한, 민관 공동 투자 방식이 정부 벤처캐피탈 단독투자보다 정책목표를 달성하는데 더 효과적인 수단임을 알 수 있다. 따라서 국내 정부 벤처캐피탈은 향후에도 공동투자 방식을 적극 활용하되, 자체적인 투자역량을 강화하는 노력을 기울여야 할 것이다.

2. PEF의 경제적인 효과 분석

본 연구는 2005년부터 2014년까지 PEF가 투자한 302개 기업을 대상으로 PEF의 투자결정요인, 피투자기업의 실적 변화, 그리고 회수 가능성 분석 등을 수행하였다. 이를 통해 국내 초창기 PEF의 투자행태와 투자기업에 대한 성과를 파악할 수 있었다.

첫째, 자산규모나 유동자산비율과 같은 기업의 재무적인 특성뿐만 아니라 거시경제변수 또한 PEF의 투자결정에 영향을 미친 것으로 나타났다. 다만, 해외 연구와는 달리 기업의 수익성이나 레버리지비율은 유의한 영향이 없는 것으로 나타났다.

둘째, PEF가 투자한 기업들은 투자 이후 자산, 매출액, 고용증가율 등 성장성지표에서 개선이 있었으나, 수익성 면에서는 별다른 변화가 나타나지 않았다. 이는 국내 PEF가 자산매각이나 인력조정을 통한 단기적인 수익성 개선보다는 자산 및 매출액 증대와 고용증가를 통해 시장점유율을 확대하는 전략을 구사했음을 시사한다.

셋째, 회수성과 분석결과, 총자산이 크고 동종업종의 총매출액이 커질수록 회수확률이 높은 반면, 투자액이 클수록 회수확률이 낮아졌다. 회수수단을 기준으로 보면, 기업의 총자산이 큰 경우 IPO나 바이백(buyback)이 활용될 가능성이 높으며, 투자액이 큰 경우에는 M&A나 세컨더리를 통해 회수될 확률이 높게 나타났다.

이상의 분석결과로부터 국내 PEF가 피투자기업에 끼친 긍정적인 효과를 어느 정도 확인할 수 있었다. 다만, 이 효과가 기업의 수익성보다는 성장성에 편중되어 있으므로 국내 PEF의 가치제고 역할을 강화할 수 있는 제도개선 과제를 적극 모색할 필요가 있다.

IV. 모험자본과 사적자본시장 규제체계

이 장에서는 모험자본시장과 관련된 해외 국제체계를 살펴보고 국내 모험자본시장 규제를 진단한다. 이를 위해 이 장에서는 모험자본시장 대신 ‘사적자본시장’(private capital market)이라는 개념을 사용한다. 이는 규제체계에 대한 논의에서는 모험자본시장보다는 사적자본시장이 보다 직관적이기 때문이다.

1. 사적자본시장의 개념과 모험자본시장과의 관계

사적자본시장은 ‘공적자본시장’(public capital market)과 대비되는 시장으로서, 규제가 없거나 최소한의 규제적 개입만이 존재하는 ‘비규제 시장’(unregulated market) 내지 ‘최소규제 시장’(minimally regulated market)이라 할 수 있다. 사적자본시장을 비규제 내지 최소규제 시장으로 정의하는 이유는 사적자본시장은 기본적으로 자기보호가 가능한 전문투자자 시장이라는 점과 규제 실익이 미미한 소액 시장을 포괄하기 때문이다. 그리고 경제 이론적 관점에서 본다면, 사적자본시장은 ‘사적 관계’를 기반으로 정보비대칭성 문제를 해결하는 ‘전문투자자 시장’이다. 우리나라의 경우 사적자본시장에 대한 법적·규제적 개념은 없으나 자본시장법 관점의 사적자본시장은 규제의 특성상, 사모와 장외시장의 개념이 수반되는 자본시장을 의미하는

것으로 볼 수 있다. 자본시장법상 자본시장은 공적자본시장, 사적자본시장 및 준사적자본시장(semi-private capital market)으로 대별할 수 있다. 마지막으로 모험자본의 관점에서 볼 때 사적자본시장은 엔젤투자·VC 시장, PE 시장, 적격기관투자자 시장, 그리고 소액공모 및 크라우드펀딩과 같은 소액투자 시장 등으로 구성되어 있다.

2. 해외 사적자본시장 규제체계

미국과 EU 및 영국 등은 공통적으로 발행시장과 유통시장 측면에서 사적자본시장이 형성·발전할 수 있는 환경을 갖추고 있다. 미국은 매우 엄격한 공·사모 기준을 가지고 있으나, 다양한 사모발행 규정을 두어 사모발행을 통한 자본조달이 발달되어 있다. EU와 영국 역시 상대적으로 느슨한 공사모 기준에 따라 사모시장이 발전할 수 있는 규제적 토양을 갖추고 있다. 또한, 해외의 경우 전문투자자의 기준을 합리적으로 규정하여 다양한 투자자들이 사적자본시장에 참여할 수 있는 제도적 환경이 구축되어 있다.

사모유통시장은 미국과 EU 및 영국 모두 낮은 증권업 진입규제로 인해 투자중개업자가 비공개증권을 중개하는 데 큰 무리가 없다. 무엇보다도 매우 낮은 ATS 규제로 인해 다양한 형태의 ATS가 설립되어 장외유통플랫폼이 출현할 수 있는 규범적 토대가 마련되어 있다. 또한, 미국은 준사적 자본시장에 속하는 크라우드펀딩과 소액공모 규제의 제정 및 정비를 통해 사적자본시장의 영역 확대를 시도하고 있다. EU와 영국에서는 기존 규제의 틀 내에서도 크라우드펀딩과 소액공모가 충분히 가능한 환경이다.

해외의 사모펀드 규제체계의 특징은 다음과 같다. 우선, 해외에서는 사모펀드를 공모펀드와는 분리하는 이원적 규제체계를 가지고 있다는 점이 가장 특징적이다. 또한, 사모펀드를 벤처캐피탈, 헤지

펀드, PEF 등으로 세분화하여 규제하지 않고 사모펀드라는 단일 규제의 틀 내에서 가장 낮은 수준의 규제만 두고 있다. 이외에도 운용사 중심의 규제체계를 수립하여, 사모펀드 자체를 직접 규제하지 않는다는 것도 해외 사모펀드 규제의 중요한 특징이다.

3. 국내 사적자본시장의 규제체계

우리나라의 사적자본시장 규제는 공모시장과 사모시장, 거래소시장과 장외시장 등으로 이분화되어 있으며, 규제의 초점이 전통적 자본시장이라고 할 수 있는 공모시장 및 거래소시장에 집중되어 있는 것이 특징이다. 이에 따라 사적자본시장에 대한 규제적 고려가 부족하며, 정부의 정책적 고려 또한 크지 않는 것이 현재의 상황이다. 이를 구체적으로 보면 다음과 같다.

우선, 발행시장 측면에서 50명이라는 엄격한 단일 기준에 의해 공모와 사모를 구분함에 따라 사모시장이 상대적으로 위축되어 있다. 전문투자자에 대한 높은 진입장벽과 자율규제기관에서 전문투자자임을 인증하는 제도를 가지고 있어, 개인이나 법인 및 단체가 사적자본시장에 진입하기 어렵고, 엔젤투자자로서 성장하기도 어렵다. 유통시장 부문에서는 장외시장 거래에 대한 규제적 고려가 부족하고, 준사적자본시장이라고 할 수 있는 ATS에 대한 진입 및 행위규제도 엄격하여 거래소시장을 제외한 모든 영역에서 비공개주식의 거래가 어려운 상황이다. 장외거래방법규제, ATS 규제, 매출규제 및 내부주문집행규제 등으로 인해 비공개 증권의 중간유통시장(secondary market) 형성 또한 어려운 상황이다. 이에 따라 사적자본시장의 유기적 선순환 체계가 구축되지 못하고 있는 실정이다.

사모펀드 규제는 2016년 7월 자본시장법 개정으로 종래보다 진입이나 운용규제 측면에서 상당한 진전이 이루어졌으나, 사모펀드

규제가 여전히 공모펀드 규제체계 내에서 설계되어 있고, 사모펀드의 자율적 운용을 제한하는 규제가 촘촘히 존재한다는 측면에서, 현재의 이분화된 규제체계는 사모펀드 단일 규제체계로 가기 위한 중간단계의 개선책으로 평가할 수 있다. 해외와 달리 모든 사모펀드 운용사를 규제의 영역에 포섭하여 규제하고 있다는 점과 여전히 촘촘한 운용규제로 인해 사모펀드 본연의 유연하고 창의적인 금융혁신 활동이 어렵다는 점에서 추후 추가적인 개정이 필요하다.

V. 국내 모험자본시장 발전과제

1. 모험자본 선순환 체계의 구축

시장참여자 측면에서 본 국내 모험자본시장의 발전과제는 다음과 같다. 우선, 국내 모험자본시장의 운용사들은 운용규모 확대, 운용수익률 제고, 가치제고 역량 강화 등에 더욱 노력할 필요가 있다. 출자자 측면에서는 출자자 구성의 다양화 및 모험자본 출자 확대, 보수적인 운용관행 지양, 출자기관 운용인력 평가 및 보상체계의 수립 등을 통해 모험자본 선순환 체계를 강화할 필요가 있다. 또한, 기업의 성장단계를 기준으로 보면, 정보비대칭성이 가장 높은 창업초기 기업의 선별과 성장 지원을 담당하는 ‘전문투자자 공급자본’의 역할 강화가 필요하다. 이 점에서 창업기업 또는 창업초기 기업 전문투자자인 액셀러레이터, 엔젤투자자, 슈퍼엔젤, 마이크로 VC 등을 적극적으로 육성할 필요가 있다.

다양한 회수시장의 활성화 역시 모험자본 선순환 체계를 구축하는 데 필수적인 과제이다. 우선, 잠재적인 IPO 기업의 실적부진이나

저조한 주식시장 주가배수 등 단기적으로 통제하기 어려운 요인에 의해 IPO가 영향을 받으므로 성장성을 공정하게 평가할 수 있는 질적 심사체계를 보다 강화할 필요가 있다. 모험자본의 회수수단으로 M&A를 활성화할 위해서는 개방형 혁신의 확산과 더불어 장기적으로는 기업 소유·지배구조 개선, 중개기관의 역량 강화, M&A 거래 인프라 확충 등이 이루어져야 한다. 한편, IPO와 M&A의 대안 시장으로 세컨더리펀드의 활성화가 필요하다. 이를 위해서는 투자지분 세컨더리펀드 비중 확대 및 활성화, 사모 재간접투자펀드의 도입 등을 통해 출자지분의 수요기반을 확충할 필요가 있다. 이외에도 기존 조직화된 장외시장을 활용하여 비상장주식 유통플랫폼을 활성화할 필요가 있다.

2. 민간주도 모험자본 육성 정책의 확대

정부 주도의 모험자본 육성 정책으로 모험자본시장의 양적 확대는 이루어졌으나 향후 모험자본 생태계 고도화를 통한 생산성 제고가 필요하며, 이를 위해서는 지속가능하고 자생력 있는 민간 출자 중심의 모험자본 순환체계가 확립되어야 한다. 민간주도의 모험자본 생태계 구축을 위해서는 공공부문 모험자본의 민간 부문에 대한 부분 위탁 운용과 출자자 인센티브 강화를 통한 민간 출자 활성화가 필요하다. 공공자금의 부분 민간 위탁방식은 전액 공공자금 운용방식에서 민간 출자자가 공공 재간접투자펀드에 일부 출자하는 방식으로 중소 민간 출자자의 모험자본시장 참여를 가능하도록 하여 민간 출자를 활성화하는 역할을 한다. 민간 출자자에 대한 출자 인센티브를 강화 방안으로는 정부 지분에 대한 콜옵션 부여 방식과 일정 수익 초과분의 민간 귀속 방식, 그리고 민간 출자분에 대한 출자-수익의 배분순위 조정방식을 검토할 필요가 있다.

3. 사적자본시장 규제체계 정립

규제적·제도적 관점에서, 사적자본시장의 발전을 위해서는 사적 자본시장 규제와 공적자본시장 규제를 이원화하는 중층적 자본시장 규제체계를 수립할 필요가 있다. 이를테면, 기업의 성장단계에 맞는 규제체계를 제시하고, 사적 관계에 기반을 둔 투자자의 효율적 자본 시장 활동을 보장할 수 있는 규제 장치를 마련할 필요가 있는 것이다. 이를 위해 사적자본시장과 관련된 소극적 규제와 적극적 규제 양면의 규제 정비가 필요하다. 우선, 최소한의 규제적 간섭 즉, 소극적 규제차원에서 전문투자자 제도의 정비, 공사모 기준 완화, 소액공모 및 크라우드펀딩 제도 정비, 사모펀드 규제체계 일원화 등이 필요하다. 그리고 적극적 규제차원에서는 장외유통시장 관련 규제체계를 정비하여 세컨더리 시장을 형성하고 기술적 진보에 따른 사적자본시장의 발전을 뒷받침할 필요가 있다.

— « Abstract » —

**Entrepreneurial Capital Markets in Korea: Current Status and
Future Directions**

Entrepreneurial capital in this report is defined as the investment capital in accordance to the corporate life cycle of growth stages (i.e., startup–expansion–maturity–restructuring) with a focus on innovative growth companies. It plays an indispensable role in the economic growth including the development of capital market and financial services industry. Various types of investments or investors such as crowdfunding, accelerators, angel investors, venture capital (VC) and private equity (PE) participate in the entrepreneurial capital market. In this respect, this report aims to diagnose current entrepreneurial capital markets in Korea, and suggest some policy implications for further market and regulatory improvements.

In terms of the composition of global entrepreneurial capital market, PE accounts for about 71%, VC 12%, and the other types taking up the rest. Global Entrepreneurial capital markets can be largely classified into PE-oriented, VC/PE-oriented, or diversified markets depending on its composition. More importantly, it is becoming more diverse, with new investors or investment schemes such as accelerator, angel investors and crowdfunding. This phenomenon is seen not only in the countries with developed entrepreneurial markets but also in many European countries with developing entrepreneurial markets.

Changing landscape in the global entrepreneurial capital markets can be summarized into the evolutionary change in its participants, increasing dependence of unlisted firms on private capital markets, and the change in the private relationship between market participants. First, development of information technology such as internet and SNS has changed significantly the startup and investment environment. For example, it not only facilitates information creation and its dissemination but also reduce startup costs as seen in lean startup phenomenon. Accordingly, it has helped new types of seed and startup investment schemes such as crowdfunding emerge and shortened time for exit through M&As. Second, more unlisted companies have been able to finance within private capital market, reducing the demand for IPO. In addition, secondary market platforms for unlisted securities have been formed, reducing liquidity risk of entrepreneurial capital. Third, the pattern of capital contribution has changed in order to reduce the agency problem since the global financial crisis. For instance, co-investment or LP's direct investment have increased in PE market, and the collaborative investment model where strategic investors contribute capital emerged in VC or angel investment market.

Entrepreneurial capital market in Korea can be characterized as the state-led market. More specifically, public pension funds and government-sponsored financial institutions provide significant amount of capital, which might induce overly risk-averse investment environment stemming from public audit risk. On the manager side, domestic entrepreneurial capital

market is VC/PE-oriented market in that VC and PE are dominant players although some accelerator, crowdfunding, and angel investors are active. Another significant problem in the Korean entrepreneurial capital market is its lack of exit markets. For example, domestic VCs depend excessively on IPOs as an exit route. In this sense, We need to diversify exit routes by facilitating M&A or developing alternative secondary markets and organized OTC markets.

We also have implemented some empirical analysis based on domestic VC and PEF dataset. First, we performed tests to analyze the policy effects of government-sponsored venture capital (GVC) investments from 2004 to 2013. Results show that GVC has helped induce the private investment both in the intensive and extensive margin. That is, GVC has significantly contributed to the growth of VC in Korea. More importantly, this effects is most prominent in the co-investment of GVC and private VC (PVC). In addition, it turns out that co-investment is best while GVC pure investment is worst in its exit performance measured by IPO and M&A after VC investment. Second, we also have done tests to analyze the effects of PEF investment from 2005 to 2014 based on 302 investee companies. Results suggest that Korean PEFs generally invest in fast growing companies in economic boom. Also, investee companies grew significantly after PEFs' investments in terms of assets, sales, and employment rather than its profitability. This implies that domestic PEFs tend to capitalize on the growth opportunities of investee companies, which is supported by higher exit probability of these investments.

In terms of regulatory and institutional aspects, we employ the concept of private capital market as opposed to public capital market that is a highly regulated market. Private capital market is a unregulated or minimally regulated market. The rationale for such non-regulation or minimal regulation roots on the facts that most investors in this market are sophisticated ones funding for themselves and it also includes small-amount markets having little benefit of regulatory intervention, such as crowdfunding and small-scale funding. From the viewpoint of economic theories, private capital market is a market for sophisticated investors who are able to resolve the problem of information asymmetry based on 'private relationship.' Korean capital market laws and regulations employ no such private capital market term, but the term could be understood as a capital market involved in private placement and OTC market from the Financial Services and Capital Market Act (FSCMA) perspective. Capital markets under the FSCMA can be broadly classified into public capital market, private capital market and semi-private capital market.

As one of the common features of overseas private capital market regulation, the US, EU and UK have a favorable regulatory environment in which private capital market may be well formed and developed. The US law provides for quite strict criteria for public and private placement. Capital formation through private placement, however, is active due to the various private placement rules. Likewise, the EU and UK law provide for relatively loose criteria for private placement offering regulatory

soil on which private capital market may flourish. In addition, the US, EU and UK have a reasonable criteria for sophisticated investors through which various angel investments can be active. In the secondary market regulation aspects, the US, EU and UK have low entry barriers for investment firms, which enables intermediation of non-registered securities through such firms. In particular, minimal regulation for alternative trading systems (ATSs) provides for the regulatory basis on the emergence of various forms of ATS which intermediate non-registered securities. In the sector of semi-private capital market, the US has completed the legislative actions for securities-based crowdfunding and Regulation A plus, expanding the area of private capital market. The EU and UK have a regulatory room enough for crowdfunding and small-scale funding in the present regulation. As for the private fund regulation, first of all, the notable feature of overseas regulations therefor is the bifurcated regulatory system, specifying distinctive rules for private funds different from public funds. Further, overseas private fund regulation does not separately provide for rules for VC, hedge fund and PEF, but for unitary rules for those private funds with a lowest level of regulation for the managers for the private funds.

On the contrary, the Korean private capital market regulation is strictly bifurcated to public and private markets, and exchange and OTC markets, with the regulatory focus on the public and exchange markets in order to promote those markets taking into little account private and OTC markets. In such a circumstance, the Korean capital market has failed to build up a

virtuous circle for the entrepreneurial capital ecosystem, requiring more flexible and private market oriented regulation.

Lastly, we present some policy tasks or future directions for the further development of domestic entrepreneurial capital ecosystem. First of all, more enhanced role of informed capital that identified and supports promising startups is highly desired. In this sense, more policy efforts are needed to nurture players such as accelerator, angels, super-angels and micro VCs. We also need to diversify LPs and establish evaluation and compensation scheme on LP-side managers in order to strengthen the capital base or overcome overly conservative GP management. Needless to say, domestic GPs of VC and PEFs should make more efforts to enhance investment returns and cultivate their value creation capabilities.

Exit markets need to be diversified. For instance, we may modify listing criteria to consider growth opportunities more objectively for IPOs. For M&A, we may consider some policy measures that help expand open innovation, improve corporate governance, enhance the role of intermediaries, and establish M&A transaction infrastructures. Establishing more secondary funds or introduction of PE fund of funds may help to diversify exit routes. Finally, private trading platform for unlisted securities need to be introduced after reviewing operational experience in overseas markets.

In order to enhance entrepreneurial capital ecosystem, sustainable private-led ecosystem needs to be established. To this end, it is desirable to utilize the expertise of private fund

of funds managers in the management of policy funds. In addition, more incentives need to be provided to private sector LPs, which provides them with call options on fund units held by government or payoff scheme that gives upside potential or preferential distribution waterfall.

From the regulatory and institutional perspective, it is desirable to establish a tiered regulation system bifurcating public and private capital market regulations, in order to develop the Korean private capital market. Especially, it is required to provide efficient regulation suitable for corporate growth stages and based on private relationship in private capital market. Toward that end, both passive and active approaches are necessary. Passive regulation is desirable for areas that require minimal regulatory intervention, i.e., angel investment, private placement, small-amount funding, crowdfunding, and private fund rules. However, active regulatory intervention is required for supporting the development private capital markets amid technological advances and consequent market changes.

1. 모험자본시장 활성화의 의의

1. 논의의 배경
2. 모험자본시장의 개요 및 의의

I. 모험자본시장 활성화의 의의

1. 논의의 배경

최근 들어 우리나라는 저성장과 인구고령화로 대표되는 사회경제적인 변화와 대외적인 불확실성 증대로 인해 자본시장의 활력이 크게 저하되어 있다. 예를 들면, 저성장의 영향으로 성장기업 실종현상이 심화되면서 기업의 신규상장이 줄고, 글로벌 금융위기 이후 소위 ‘박스피’ 장세가 지속되면서 주식시장의 참여자마저 줄어들고 있다. 반면, 인구고령화의 진전으로 연기금을 비롯하여 퇴직자산을 운용하는 기관투자자의 투자수요는 꾸준히 늘어나고 있어 운용수익률 제고가 중요한 과제로 부각되고 있다. 이러한 점에서 국민경제의 핵심동력인 성장기업의 발굴과 지원을 통한 부가가치의 창출은 국민경제의 성장을 이끌고 자본시장의 활력을 되찾을 수 있는 방안 중 하나이다. 그리고 경영참여를 통해 적극적인 부가가치를 창출하는 벤처캐피탈(Venture Capital: VC)이나 PEF(Private Equity Fund)와 같은 모험자본이 이러한 역할을 수행하는 핵심 주체라고 할 수 있다. 실제로 해외의 사례를 보면, 자본시장의 자금중개를 담당하는 주체가 기존 공모펀드나 공적자본에서 벤처캐피탈이나 PEF 등과 같은 사모펀드 또는 전문투자자로 변모하고 있다. 이들 전문투자자들은 정보 우위를 바탕으로 신생기업이나 혁신기술에 따르는 정보비대칭 문제에 효과적으로 대처하고 있다.

우리나라 역시 그동안 정부의 주도하에 모험자본을 육성하기 위해 다양한 노력을 기울여왔다. 1986년 「중소기업 창업지원법」(이하 창업지원법) 및 1996년 「벤처기업 육성에 관한 특별조치법」(이하 벤특법)의 제정, 2004년 사모투자전문회사(PEF) 제도의 도입, 2005년 모태펀드 설립 등이 대표적인 사례이다. 그 결과 국내 모험자본시장은 양적으로 크게 확대되었다. 그런데 모험자본 생태계 조성을 위한 총체적이며(holistic) 체계적인(systematic) 시장 구조와 규제체계를 정립하는 노력은 부족한 편이었다. 즉, 그간 벤처캐피탈, PEF와 같은 개별 시장에 대한 논의는 많았으

나, 이를 전체 모험자본시장이라는 범주로 포괄하여 논의하고자 한 시도는 없었던 것이다.¹⁾ 포괄적인 범주에 대한 논의가 필요한 것은 개별 투자 유형이나 모험자본시장이 독립적으로 존재하는 것이 아니라 전체 모험자본 생태계 내에서 서로 유기적인 관계를 맺고 있으며, 이를 관통하는 생태계 변화의 흐름 또한 존재하기 때문이다. 따라서 정책당국은 전체 모험자본시장의 유기적 구조에 대한 이해를 바탕으로 모험자본 정책이나 관련 규제체계를 마련할 필요가 있다.

이에 본 연구는 최근 해외 주요 국가들을 중심으로 진행되고 있는 모험자본 생태계 변화 및 그 시사점을 논의하고, 우리나라 모험자본의 발전 단계 및 그간의 성과를 분석하고자 한다. 그리고 이를 바탕으로 향후 모험자본 관련 시장구조 및 법적인 개선사항을 모색하고자 한다. 특히, 본 연구에서는 최근 해외 주요 국가들에서 이루어지고 있는 모험자본 생태계 변화에 주목하고, 이러한 변화가 국내 모험자본 생태계에 갖는 함의에 대해 논의하고자 한다. 예를 들어, 해외에서 진행되고 있는 모험자본의 역할 확대가 향후에도 지속될 구조적인 현상이라면, 국내 자본시장에서도 모험자본의 역할이 크게 확대될 가능성이 있다. 실제로 글로벌 금융위기 이후 관찰되는 국내 사모펀드 시장의 급성장 및 일련의 제도개편은 이러한 가능성을 뒷받침하고 있다. 이는 또한 향후 국내 자본시장이 현행 공모 및 거래소 중심의 단층형 구조에서 모험자본이 활동하는 사적자본시장의 역할이 강화된 중층형 구조로 변모할 것임을 시사한다. 이를 감안하면, 총체적이고 체계적인 관점에서 모험자본이 활동하는 규제적인 토대인 사적자본시장 규제체계를 정립하는 것이 핵심 정책과제라고 할 수 있다.²⁾

본 연구의 구성은 다음과 같다. 먼저 이 장에서는 모험자본시장의 정의와 특징을 살펴보고 국민경제와 자본시장에서 모험자본시장이 가지는 의의를 살펴본다. 이어서 II장에서는 해외 모험자본시장의 현황과 특징에

1) 이는 그간 본 연구원에서 발간된 모험자본시장 관련 보고서인 박용린·천창민·안유미(2102), 박용린·김종민(2015) 및 천창민(2016) 등에도 그대로 적용된다. 다만, 이들 연구는 모두 이 보고서의 기초 연구자료라는 점에서 의미가 있다.

2) 이 보고서의 법적·제도적 검토는 2016년 12월 31일 현재의 법률과 제도를 기준으로 한 것임을 밝힌다.

대해 알아보고, 이에 대비되는 국내 모험자본시장의 현황과 특징에 대해 논의한다. III장에서는 국내 모험자본시장의 핵심인 정부 벤처캐피탈과 PEF의 성과를 분석한다. IV장에서는 모험자본의 규제적인 토대인 사적자본시장의 관점에서 국내외 규제체계의 현황과 특징에 대해 논의한다. 마지막으로 V장에서는 국내 모험자본시장 발전과제를 제시한다.

2. 모험자본시장의 개요 및 의의

가. 모험자본시장 개요

본 연구보고서의 중심 주제인 모험자본시장을 논의하기 전에 먼저 모험자본(risk capital)을 정의할 필요가 있다. 일반적으로 모험자본은 투자 판단의 오류, 불확실성 등에 따른 투자실패의 결과가 전적으로 투자자에게 귀속되는 기업 지분투자를 위한 자본으로 정의된다.³⁾ 그러나 모든 투자에는 투자실패의 결과가 따를 수 있기 때문에 모험자본 개념이 실질적인 의미를 갖기 위해서는 투자판단의 오류와 불확실성이 높은 투자에 한정할 필요가 있으며, 거래소와 같은 공적 주식시장에 상장되기에 적합하지 않은 규모나 사업의 불확실성을 가진 성장단계의 기업으로 논의를 축소할 필요가 있다. 즉, 본 보고서에서 모험자본은 ‘창업-성장-성숙-구조조정으로 이어지는 기업 성장단계별 시장구조에 따른 투자 자본’을 의미하며 모험자본시장은 이러한 ‘모험자본의 거래가 이루어지는 자본시장’으로서 장외거래를 특징으로 한다. 이와 같은 모험자본과 모험자본시장의 정의는 자본공급의 위험도를 반영한 실질적·기능적 개념의 정의이다.⁴⁾

3) 모험자본을 이른바 벤처캐피탈(VC)의 의미로 사용하는 경우도 있으나 VC 이외에도 투자실패의 결과가 귀속되는 다양한 기업 지분투자가 있으므로 본 보고서에서는 모험자본의 정의로서 본문의 포괄적인 정의를 사용한다. 참고로, 이 보고서에서는 편의상 벤처캐피탈 또는 VC라는 용어를 혼용하여 사용하기로 한다.

그런데 이 중에서 구조조정은 일반적으로 기업의 성장이 정체되거나 축소가 필요한 단계에서 발생하는 반면 본 연구는 고성장 혁신기업에 초점을 맞추고 있으므로 구조조정 시장은 논의에서 제외하기로 한다.

모험자본시장은 기업의 성장단계에 따라 통상적으로 크라우드펀딩(Crowd Funding: CF), 액셀러레이터(accelerator), 엔젤(angel), VC, PE(Private Equity) 등으로 구분할 수 있다.⁵⁾ 이는 기업의 성장단계에 따라 요구되는 전문성이나 투자위험이 상이한 만큼 모험자본시장 역시 투자 대상 기업의 성장단계 또는 해당 시장의 핵심 투자 전문가에 초점을 두고 구분하는 것이 용이하기 때문이다. 이러한 모험자본시장은 1970년대말 미국에서 ERISA법(Employee Retirement Income Security Act)이 개정되어 연기금의 대체투자가 활성화되면서 VC와 PE시장을 중심으로 성장하기 시작하였다. 즉, 모험자본시장이 본격적으로 성장하기 시작한 것은 1980년대부터라고 할 수 있다. 1990년대는 모험자본시장의 성숙기이다. 이 시기 미국에서는 Regulation D, Rule 144A 등을 통해 사모 규제가 정비되었으며, 혁신 기업을 대상으로 하는 ‘약한 규제(lightly regulated exchange) 거래소’와 같은 전문투자자 중심의 장외 자본시장이 급성장하였다. 모험자본시장은 2008년 글로벌 금융위기 이후 미국 JOBS법(Jumpstart Our Business Startups Act) 제정으로 시장범위가 한층 확대되는 확대·재편기를 맞고 있다. 이 시기의 주요 변화에 대해서는 ‘II장 2. 해외 모험자본시장의 주요변화’에서 살펴보고자 한다.

모험자본시장에서 모험자본에 수반되는 위험은 크게 사업의 불확실성(uncertainty), 경영통제위험(control risk), 유동성위험(liquidity risk) 등으로 구성된다. 사업의 불확실성은 투자대상이 되는 사업의 성공여부에 대

4) 한편, 대부분의 모험자본시장 활동이 비상장 또는 사모의 영역에서 이루어지고 있는데, 이에 대해서는 IV장에서 사적자본시장이라는 법·규제적 개념을 통해 다루고자 한다.

5) WEF(2015)는 VC·PE·헤지펀드 등을 모두 포괄하는 대체투자가 자본시장과 실물경제의 발전에 미치는 영향을 기술하고 있다. 그런데 일부 전략을 제외하면 대부분의 헤지펀드 투자기간이 단기이며, 경영참여 또한 제한적이므로 헤지펀드를 본 보고서에서 초점을 두고 있는 모험자본으로 분류하기에는 적합하지 않다. 이에 본 보고서에는 헤지펀드를 논의대상에서 제외하였다.

한 불확실성으로 투자대상 기업의 업력이 낮을수록 높아진다. 따라서 사업의 불확실성은 창업 및 창업초기 기업에 대한 투자를 전문으로 하는 액셀러레이터, 엔젤, VC 등이 모험자본시장에서 중심적인 역할을 수행할 수 있는 기본적인 환경에 해당한다. 또한, 세부 모험자본시장이 대체로 기업의 성장단계에 따라 형성되고 있는 것도 사업의 불확실성이 기업이 성장함에 따라 감소하는 것과 그 궤를 같이 한다. 경영통제위험은 피투자기업과 투자자 간 정보비대칭으로 인한 위험과 투자금의 위탁운용 과정에서 발생할 수 있는 출자자(Limited Partnership: LP)와 운용사(General Partnership: GP) 간 대리인 문제(agency problem)를 통칭한다. 이에 따라 모험자본시장에서는 거래비용뿐만 아니라 경영통제위험을 최소화하기 위해 소액분산투자방식보다는 일정 규모 이상의 투자를 통해 경영에 직접 참여하거나 경영에 영향을 미치는 투자방식이 주로 사용되고 있다. LP는 LP-GP간 계약(limited partnership agreement), 특히 LP-GP간 유인일치적(incentive compatible) 운용보수 산정을 통하여 대리인 문제를 완화하고 있다. 유동성위험은 비공개주식 유통시장의 유동성이 낮아 투자회수 과정에서 발생하는 위험을 지칭한다. 모험자본시장에서는 사업 불확실성과 유동성위험을 감안하여 대체로 벤치마크 대비 높은 할인율(deep discount)을 사용하여 투자조건이 결정된다.

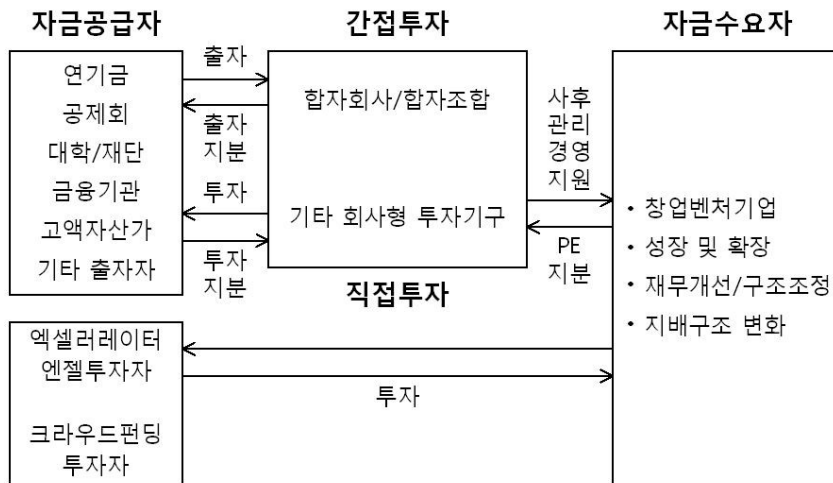
나. 모험자본시장의 구조

1) 발행 및 유통시장

모험자본시장은 전통적인 공적자본시장과 마찬가지로 증권의 발행을 통해 자금을 신규로 조달하는 발행시장과 발행된 증권이 유통되는 유통시장으로 구분된다. 이 발행시장의 가장 큰 특징은 전문투자자가 활동하는 모험자본시장의 성격에 맞춰 대부분의 증권이 사모발행(private placement)을 통해 이루어지고 있다는 것이다. 증권의 형태는 주식, 채권 등과 같은 일반 유가증권, 조합 출자지분과 같은 지분증권, 기타 집합투자증권 등이 모두

가능하다. European Commission(2008)에 따르면 사모발행은 발행회사의 입장에서는 정보공개의 최소화, 신속한 발행 가능성 및 신축적 발행조건, 주주 관리의 편의 등의 장점을, 투자자 입장에서는 희망 투자 조건의 협의 가능성, 집중 투자 및 경영참여를 통한 위험관리 등을 가능하게 하는 장점이 있다.

<그림 1-1> 모험자본시장의 구조



모험자본시장의 발행시장은 모험자본의 수요자, 공급자, 그리고 이들을 중개하는 중개자로 구성된다. 발행된 사모증권이 유통되는 유통시장은 유·무형의 유통시장 플랫폼과 매수·매도와 관련된 투자자로 구성된다. 이를 좀 더 자세히 살펴보면 다음과 같다.

먼저, 발행시장은 직접투자 시장과 간접투자시장으로 구분된다. 자본의 수요자는 창업기업, 창업초기 기업으로부터 성장, 성숙단계 기업에 이르는 모든 성장단계의 기업이다. 직접투자 시장은 자본의 공급자가 직접 자기의 자본을 자본 수요자에게 공급하는 시장이다. 간접투자시장은 자본의 최종적인 공급자가 전문투자자에게 자금을 위탁 운용하는 시장이다. 직접

투자 시장의 투자자로는 슈퍼엔젤을 포함한 엔젤투자자, 액셀러레이터, 크라우드펀딩 투자자 등을 들 수 있다. 간접투자시장은 모험자본시장의 대부분을 차지하는 VC와 PE가 있다.⁶⁾ 이러한 간접투자시장은 출자자와 운송사 간 관계의 방식에 따라 투자기구가 조합형과 회사형으로 분류된다. 직접투자자와 간접투자를 막론하고 크라우드펀딩을 제외하고는 투자 이후 피투자기업에 대한 사후관리(monitoring)와 경영지원이 모험자본시장 투자자에 의해 이루어진다.

모험자본시장의 자본 또는 자금수요자는 인수·합병(Mergers&Acquisition: M&A)을 포함하여 성장을 위한 모든 자본지출(capital expenditure)을 위해 자본을 필요로 한다. 그리고 일부 PE는 기업 재무구조의 개선이나 구조조정을 위한 투자, 또는 가업승계(family succession)나 분사(spinoff) 등 지배구조 변화와 관련된 기업에 투자하기도 한다. 자본의 공급자는 간접투자시장의 경우 연기금, 대학·재단, 금융기관, 고액자산가 등의 출자자이며, 직접투자 시장은 전문투자자 자체이다.

모험자본시장의 유통시장은 크게 피투자기업에 대한 지분이 거래되는 투자지분 유통시장(secondary-direct)과 투자조합의 출자지분이 거래되는 출자지분 유통시장(secondary)으로 구분된다. 투자지분 유통시장과 출자지분 유통시장은 모두 장외 유통시장이다. 그리고 최근 설립된 일부 비공개지분 유통플랫폼 또는 일부 중개기관을 활용한 거래를 제외하면 전문투자자 간 거래가 직접거래 방식으로 이루어져 유동성이 제한되고 있다.

마지막으로 모험자본의 수요자와 공급자 외에 모험자본시장에는 게이트키퍼(gatekeeper), 펀드자금모집인(placement agents) 등과 같이 시장 참여자에 대한 개별 서비스를 제공하는 중개기관이 존재한다. 1970년대 대형 기관투자자의 투자자문역으로 등장한 게이트키퍼는 LP의 자문사 역할을 한다. 즉, 게이트키퍼는 대형연기금, 재단, 고액자산가들을 대상으로

6) VC와 PE, 그리고, 엔젤투자자, 액셀러레이터, 슈퍼엔젤, 크라우드펀딩 투자자에 대해서는 제 II 장 2절 ‘해외 모험자본시장의 주요 변화’에서 설명한다. 엔젤투자자, VC, PE는 전통적 모험자본시장 투자자인 반면, 액셀러레이터와 크라우드펀딩 투자자는 새롭게 부상하는 투자자라고 할 수 있다.

자산배분, 운용사 선정 및 실사 관련 자문서비스, 성과평가, 위험관리 등의 서비스를 제공한다(길재욱·신진영, 2009). 펀드자금모집인(placement agents)은 운용사인 GP에게 자금모집과 관련된 자문을 제공하고, 마케팅과 홍보를 지원하며, 잠재적인 투자자들에게 제공할 보고서 등을 작성하는데 도움을 준다(길재욱·신진영, 2009). 이외에도 피투자기업을 자문하는 중개기관, 유통시장에서 투자지분이나 출자지분을 중개하는 중개기관 등이 존재한다.

2) 회수시장

<표 I-1>는 모험자본시장의 회수시장을 구분한 표이다. 모험자본시장에서 투자의 회수경로는 크게 IPO(Initial Public Offering), M&A, 세컨더리 및 장외거래로 대별된다. 우선, IPO는 기업공개와 거래소 상장을 통하여 투자 회수가 이루어지는 것을 의미한다. 일반적으로 신생혁신기업의 IPO는 이러한 기업들이 집중적으로 상장되고 거래되는 거래소를 통하여 이루어진다. 미국 NASDAQ(National Association of Securities Dealers Automated Quotation System), 영국 AIM(Alternative Investment Market), 우리나라의 KOSDAQ(Korea Securities Dealers Automated Quotation)이나 KONEX(Korea New Exchange)가 그러한 시장의 예이다. M&A는 피투자기업이 인수될 때 대주주 지분과 함께 투자지분을 양도하는 방식의 회수이다.

세컨더리는 장외거래를 통해 다른 시장참여자에게 투자지분이나 출자지분을 이전하여 회수하는 방식이다. 따라서 세컨더리는 거래소와 같은 공적자본시장이 아닌 사적자본시장에서 이전된다는 점에서 IPO와는 다르고, 실수요자인 기업 이외의 시장참여자에게 이전된다는 점에서 M&A와 차이가 있다. 세컨더리는 개별 포트폴리오 기업에 대한 지분증권이 거래되는 투자지분 세컨더리(secondary-direct)와 VC·PE 펀드 출자지분이 거래되는 출자지분 세컨더리(secondary)로 구분되는데, 모두 장외거래에 해당한다. 우리나라의 경우 세컨더리 시장은 아직 초기단계에 머물고 있

는 실정이다. 다만, 최근 금융투자협회의 K-OTCBB(Korea Over-The-Counter Bulletin Board)를 활용하여 보다 조직화된 유통플랫폼을 갖추고 출자지분 세컨더리 시장을 활성화하려는 움직임이 있다.

마지막으로 장외거래는 모험자본시장 참여자간 개별적 거래가 이루어지는 비조직화된 장외거래와 중개플랫폼을 이용한 조직화된 장외거래로 나누어진다. 미국의 OTCBB(Over-the-Counter Bulletin Board), OTC Markets, SecondMarket, SharesPost 등이 조직화된 장외거래시장의 예이다. 이 중 OTCBB와 OTC Markets에서는 주로 투자위험도 높고 유동성도 떨어지는 중소기업 주식이 거래된다. 반면, 최근 서비스가 개시된 SecondMarket이나 SharesPost에서는 IPO 전 단계의 유망한 창업기업이나 고성장기업 주식이 거래된다. 우리나라의 경우 금융투자협회가 운영하는 K-OTC(Korea Over-The-Counter)가 중개플랫폼을 이용한 장외거래 시장에 해당한다.

<표 1-1> 모험자본 회수시장 개관

회수경로		거래대상	자본시장 구분	사례	
IPO	투자지분	투자지분	공적	VC, 엔젤 등	PE
				KOSDAQ·KONEX (국내), NASDAQ(미), AIM(영) 등	유가증권 시장, KOSDAQ(국내), NYSE(미), LSE(영) 등
M&A		투자지분	사적	N/A	
세컨더리	투자지분 세컨더리	투자지분	사적	N/A	
	출자지분 세컨더리	출자지분	사적	K-OTCBB 등이 중개 준비 중	
장외거래		투자지분	사적 (조직화)	K-OTC(국내), OTCBB, OTC Markets, SecondMarket, SharesPost(미)	
		투자지분	사적 (비조직화)	매수·매도자 간 개별 거래	

자료: 자본시장연구원

한편, 투자자 입장에서 보면 모험자본시장의 회수는 사전적으로 어느 정도 통제가 가능한 투자와는 달리 그 방법이나 시기를 예측하기가 곤란하다. 이에 따라 투자자 입장에서는 개별 투자 사안별로 시장상황과 투자 대상의 성과 등을 감안하여 IPO, M&A, 세컨더리 및 장외거래 중 적절한 회수방안을 강구해야 한다. 이는 특정 회수시장만이 아니라 모험자본시장 내 다양한 회수시장이 구비되고 활성화되어야 모험자본의 공급이 원활하게 이루어질 수 있음을 시사한다. 따라서 발행 및 유통시장 못지않게 회수시장이 잘 구비되어야 모험자본의 선순환체계가 구축될 수 있음을 유의할 필요가 있다.

다. 모험자본시장의 의의

모험자본시장 활성화는 모험자본 생태계 조성의 필요조건일 뿐만 아니라 저성장의 늪에 빠진 한국경제와 자본시장에 새로운 활력을 불어넣을 수 있는 방안이기도 하다. 이를 보다 구체적으로 살펴보면 다음과 같다.

첫째, 모험자본시장은 혁신에 필요한 모험자본을 공급하여 국민경제의 성장 및 고용창출에 기여한다. Lerner(2002), Kaplan & Lerner(2010), NVCA(2011), WEF(2015) 등에 따르면, VC가 투자한 기업의 특허 출원 건수, 혁신활동 및 매출 등이 비교대상 기업보다 더 높은 것으로 나타난다. 또한, Schnitzer & Watzinger(2015), Dessi(2012), Gonzales-Urbe(2014) 등에 따르면, 미국 GDP(Gross Domestic Product)의 22%가 VC 투자 기업이 창출한 것으로 나타나고 있어, 모험자본시장은 경제적 부가가치 창출에도 중요한 기능을 하고 있다. VC와 PE와 같은 모험자본은 고용창출 면에서도 중요한 역할을 한다. 일례로 NVCA(2011)와 Appelbaum & Batt(2012)에 따르면 VC 피투자기업이 미국 전체 고용의 11%를 차지하며, PE는 고용구조의 변화에 기여하는 것으로 분석된다.

둘째, 모험자본은 기업의 효율성을 개선하는 데에도 기여한다. 우선, 모험자본은 자본 투자에 수반된 경영권 통제를 통해 기업지배구조를 개선

하고 경영지원 활동을 수행한다(Hellmann & Puri, 2002; Kaplan & Stromberg, 2009). 또한, 모험자본은 임직원에게 인센티브를 부여하고, 가치제고 활동을 통해 기업경영의 효율성과 생산성을 높이는 데 기여한다(Acharya et al, 2008; Lestlie & Oyer, 2008; Kaplan et al., 2011; Aldatmaz, 2013; Davis et al, 2014).

셋째, 모험자본은 자본시장의 효율성을 높이는 데 도움이 된다. 이는 기업 선별능력을 갖춘 전문투자자들이 모험자본시장에서 정보를 생산하고 이를 바탕으로 전통적인 자본시장이 공급하기 어려운 장기 모험자본을 공급하는 역할을 하기 때문이다(Gompers et al., 2005; Kaplan & Lerner, 2010). 이 점에서 보면, 모험자본시장은 전통적인 자본시장인 공적자본시장을 대체하기보다는 전통적 자본시장의 지속가능한 성장을 뒷받침하는 인큐베이터의 역할을 담당한다. 이와 함께 모험자본시장은 자본시장 선순환 구조의 확립을 지원한다(Lim et al., 2013).

마지막으로, 모험자본시장은 금융투자업의 발전을 촉진한다. 예를 들면, 모험자본시장의 발전은 다양한 기업금융 및 자산운용 서비스에 대한 수요 증가로 이어져 금융투자업의 부가가치의 창출과 역량 제고에 기여한다. 실제로 Thomson Reuters(2013)에 따르면, 2013년 기준 글로벌 투자은행의 PE 관련 각종 업무 수수료 수입은 총 125억달러로 전체 투자은행 부문 수입의 15%를 차지하고 있다.

II. 국내외 모험자본시장의 현황 및 특징

1. 해외 모험자본시장의 현황 및 특징
2. 해외 모험자본시장의 주요 변화
3. 국내 모험자본시장의 현황 및 특징

II. 국내외 모험자본시장의 현황 및 특징

II장에서는 국내외 모험자본시장의 현황 및 특징에 대해 알아보하고자 한다. II장의 구성은 다음과 같다. 우선, 1절에서는 집계 가능한 자료에 기초하여 해외 모험자본시장의 규모를 추산하고, 글로벌 모험자본시장의 유형과 주요 특징에 대해 알아보하고자 한다.⁷⁾ 2절에서는 해외 모험자본시장의 성장배경 및 해외 주요국 모험자본시장에서 나타나고 있는 변화에 대해 논의한다. 여기서 살펴볼 주요 변화는 (1) 모험자본의 수요자, 공급자 및 중개기관(VC·PE) 등 모험자본시장 참여자의 진화, (2) 모험자본 시장 확대에 따른 시장구조적 변화, (3) 사적 관계의 변화 등이다. 마지막으로 3절에서는 정부의 적극적인 정책 의지를 바탕으로 발전해 온 국내 모험자본시장의 형성과정 및 현황과 국내 모험자본시장의 고유한 특성을 점검하고자 한다.

1. 해외 모험자본시장의 현황 및 특징

가. 글로벌 모험자본시장의 현황

1) 글로벌 모험자본시장 규모 개관

<표 II-1>는 액셀러레이터, 클라우드펀딩, 엔젤투자, 벤처캐피탈(VC), PE 등으로 구분한 모험자본 유형별 글로벌 시장규모를 보여주고 있다. 이에 따르면, 투자규모 또는 자금모집 기준으로 산정한 전체 모험자본시장

7) 해외 모험자본시장에 대한 통계자료는 일부 국가를 제외하면 수집 자체가 어려운 경우가 많다. 또한, 수집이 가능하더라도 발표하는 기관마다 통계의 기준과 발표 시기가 상이하여 그 현황을 파악하는 것이 쉽지 않다. 이에 본 절에서는 수집 가능한 자료에 기초하여 해외 국가들의 모험자본시장 규모를 추산하였다.

의 규모 추정치는 4,343억달러 규모이다. 이를 유형별로 보면, PE 시장이 3,101억달러로 전체 모험자본시장의 71.4%를 차지한다. 그 뒤를 이어 벤처캐피탈 시장이 511억달러로 11.8%를 차지한다. 클라우드펀딩 시장도 345억달러로 7.9%를 차지하나, 증권형으로 한정하면 0.3% 수준에 그친다. 이외의 모험자본시장을 보면, 엔젤투자 시장이 254억달러(비중 5.8%)이며, 액셀러레이터 시장이 124억달러(투자규모 기준, 비중 2.9%)이다.

지역을 기준으로 보면, 미국을 중심으로 한 북미지역 모험자본시장 규모가 2,797억달러로 전체 시장규모의 약 2/3인 64.4%를 차지한다. 특히, 북미지역은 액셀러레이터(99.3%) 시장과 엔젤투자(96.9%) 시장의 거의 대부분을 차지하고 있다. 이외에도 벤처캐피탈과 PE 시장에서는 각각 65.8%, 61.6%로 기타 지역에 비해 압도적인 비중을 차지한다. 또한, 북미지역에서도 미국의 비중이 압도적으로 높은 점을 감안하면, 모험자본시장은 사실상 미국을 중심으로 형성되어 왔다고 해도 과언이 아니다.

유럽의 경우 모험자본시장의 규모는 834.2억달러로 전체 시장규모의 19.2%이다. 이 규모는 북미지역, 사실상 미국 전체 시장의 1/3 수준이다. 개별 모험자본시장에서 유럽지역이 차지하는 비중을 보면, PE 22.6%, 클라우드펀딩 18.8%(증권형 40.0%), 벤처캐피탈 12.2%, 엔젤투자 2.6%, 액셀러레이터 0.4%의 순이다. 아시아·태평양 지역의 모험자본시장 규모는 572억달러로 추산되며, 전체 시장의 13.2%를 차지한다. 개별 시장에서 아시아·태평양 지역이 차지하는 비중은 PE 11.9%, 클라우드펀딩 30.8%, 벤처캐피탈 18.5%, 엔젤투자 0.5%, 액셀러레이터 0.1%의 순이다. 이로 미루어보면, 유럽지역은 PE 시장과 엔젤투자, 그리고 증권형 클라우드펀딩의 비중이, 아시아·태평양 지역은 벤처캐피탈과 클라우드펀딩의 비중이 상대적으로 높게 나타난다.⁸⁾ 마지막으로 중남미 지역을 위주로 한 기타지역의 모험자본시장 규모는 140억달러로 3.2%에 그친다.

8) 다만, 아시아·태평양 지역의 클라우드펀딩에 대한 국가별 자료가 미비하여 더 이상 이에 대한 분석을 진행할 수 없었다.

<표 II-1> 모험자본 유형별 글로벌 시장규모 현황

(1) Panel A: 모험자본 유형별 시장규모

(단위: 억달러)

지역	액셀러레이터 (투자규모)	클라우드펀딩 (자금모집)		엔젤투자 (자금모집)	VC (자금모집)	PE (자금모집)	합계
		전체	증권형				
북미	122.8	172.5	8.7	246	336.1	1,911.3	2,797.4
유럽	0.5	64.8	5.8	6.6	62.2	700.0	834.2
아·태	0.1	106.1	-	1.2	94.4	370.0	571.8
기타	0.3	1.1	-	-	18.1	120.0	139.6
합계	123.7	344.5	25.6	253.8	510.8	3,101.3	4,343.0

(2) Panel B: 모험자본 유형별 지역 비중

(단위: %)

지역	액셀러레이터 (투자규모)	클라우드펀딩 (자금모집)		엔젤투자 (자금모집)	VC (자금모집)	PE (자금모집)	합계
		전체	증권형				
북미	99.3	50.1	60.0	96.9	65.8	61.6	64.4
유럽	0.4	18.8	40.0	2.6	12.2	22.6	19.2
아·태	0.1	30.8	-	0.5	18.5	11.9	13.2
기타	0.2	0.3	-	-	3.5	3.9	3.2
합계	100.0	100.0	100.0	100.0	100.0	100.0	100.0

주 : 1) 액셀러레이터 투자규모는 2014년, 클라우드펀딩 자금모집 전체 규모는 2015년 전망치, 증권형 중 미국은 2015년 9월, 영국은 2015년, 영국을 제외한 유럽은 2014년 기준, 엔젤투자와 PE 및 VC 자금모집 규모는 2015년 기준치임

2) 엔젤투자에서 아·태 지역은 한국만 포함되어 있음

3) 각각 해당 시점 미국 달러 기준으로 환산하여 계산

자료: Seed-DB.com, Fundacity, Massolution, Crowdnetic, NESTA, Preqin, Center for Venture Research at the University of New Hampshire, EBAN, 중소기업청, Dow Jones Venturesource

2) 국가별 모험자본시장 비교

<표 II-2>는 모험자본 통계 수집이 가능한 국가들을 대상으로 모험자본 규모와 개별 모험자본시장에서 각 국가들이 차지하는 비중을 보여주고 있다. 앞서 언급했듯이 미국은 전체 모험자본시장뿐만 아니라 개별 모험자본시장에서도 압도적으로 높은 비중을 차지하고 있다. 예를 들어, 미국의 모험자본시장은 글로벌 시장에서 60.4%를 차지하고, 액셀러레이터(98.9%)와 엔젤투자(96.9%)는 사실상 대부분의 시장을 차지한다.

이 표에서 글로벌 모험자본 전체규모에서 자국 모험자본시장의 규모가 차지하는 비중 즉, 시장점유율이 0.5% 이상인 국가는 미국(60.4%), 중국(12.8%), 영국(7.1%), 캐나다(2.7%), 한국(2.5%), 프랑스(2.3%), 스웨덴(1.7%), 네덜란드(1.0%), 독일(0.6%) 등 9개국에 불과하다. 점유율 기준을 0.1%로 낮추더라도 스위스(0.4%), 이탈리아(0.3%), 스페인(0.3%), 핀란드(0.1%), 덴마크(0.1%), 룩셈부르크(0.1%) 등 6개 국가가 추가될 뿐이다. 이를 감안하면 모험자본시장의 절대규모가 큰 국가는 10개 국가가 채 되지 않는다.

그런데 개별 국가마다 경제규모가 다르므로 모험자본시장의 절대규모만으로는 국가별 모험자본시장의 발전정도를 비교하기가 어렵다. 이를 감안하여 개별 국가의 GDP 대비 모험자본시장의 규모를 산정하였다. 다음의 <그림 II-1>가 그 결과를 보여주고 있다. 이에 따르면, GDP 대비 모험자본시장 규모가 가장 큰 나라는 스웨덴으로 GDP 대비 모험자본시장 규모가 1.54%로 나타났다. 그 뒤를 이어 미국 1.47%, 영국 1.08%로, 이들 세 나라만이 GDP 대비 모험자본시장 규모가 1% 이상으로 나타났다. 그 다음으로는 룩셈부르크(0.81%), 한국(0.80%), 캐나다(0.75%), 네덜란드(0.56%), 중국(0.51%), 프랑스(0.42%) 등의 순으로 GDP 대비 모험자본시장 규모가 큰 것으로 나타났다.

<표 II-2> 국가별 모험자본시장 현황

(1) Panel A: 개별 국가 모험자본 유형별 시장규모

(단위: 억달러)

국가	모험자본 합계	액셀러레이터 (투자규모)	클라우드펀딩 (자금모집)	엔젤투자 (자금모집)	VC (자금모집)	PE (자금모집)
미국	2,632.85	122.35	172.5	246.00	282.00	1,810.00
중국	559.41	0.01			69.40	490.00
영국	307.81	0.16	41.53	1.05	19.09	245.99
캐나다	116.31	0.43			14.52	101.36
한국	110.13	0.03	0.01	1.19	22.30	86.62
프랑스	102.15	0.02	1.8	0.46	14.76	85.11
스웨덴	75.86			0.24	0.15	75.47
네덜란드	41.34	0.03	0.66	0.13	2.84	37.67
독일	26.97	0.04	1.69	0.48	8.04	16.74
스위스	18.98			0.16	5.84	12.97
이탈리아	13.48	0.03		0.13	0.49	12.83
스페인	11.87	0.08	0.73	0.6	0.84	9.63
핀란드	6.22			0.4	1.17	4.66
덴마크	6.19	0.02		0.25	0.69	5.23
룩셈부르크	4.68			0.03	0.28	4.37
벨기에	3.39			0.13	0.83	2.44
폴란드	2.99			0.14	1.14	1.72
오스트리아	2.56			0.18	1.17	1.21
체코	1.46				0.4	1.06
포르투갈	0.68			0.26	0.04	0.39
아일랜드	0.57	0.02		0.16	0.2	0.2
합계	4,357.14	123.69	344.49	253.82	510.92	3,101.30

주 : 1) 액셀러레이터 투자규모는 2014년 기준, 클라우드펀딩 자금모집 규모에서 미국 수치는 북미지역에 대한 2015년 전망치, 클라우드펀딩 자금모집 규모에서 영국은 2015년, 영국을 제외한 유럽 국가들에 대한 수치는 2014년 기준, 엔젤투자와 PE 및 VC 자금모집 규모는 2015년 기준
 2) 각각 해당 시점 미국 달러 기준으로 환산하여 계산

자료: Seed-DB.com, Fundacity, Massolution, Crowdfunder, NESTA, Preqin, Pitchbook, EVCA, PwC, 금융감독원, NVCA, 한국벤처캐피탈협회, Center for Venture Research at the University of New Hampshire, EBAN, 중소기업청, CVCA, Dow Jones Venturesource

<표 II-2> 국가별 모험자본시장 현황 (계속)

(2) Panel B: 개별 국가의 모험자본 유형별 점유율

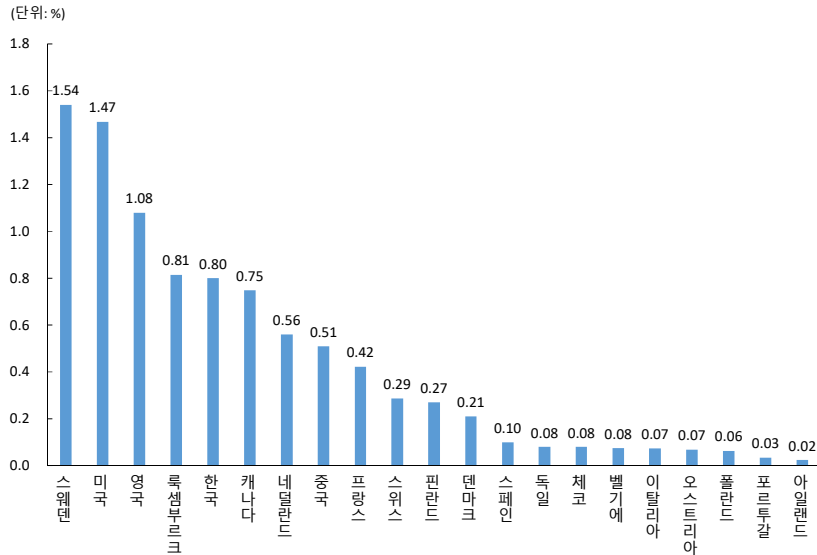
(단위: %)

국가	모험자본 합계	액셀러레이터 (투자규모)	클라우드펀딩 (자금모집)	엔젤투자 (자금모집)	VC (자금모집)	PE (자금모집)
미국	60.43	98.92	50.07	96.92	55.19	58.36
중국	12.84	0.01			13.58	15.80
영국	7.06	0.13	12.06	0.41	3.74	7.93
캐나다	2.67	0.35			2.84	3.27
한국	2.53	0.02	0.00	0.47	4.36	2.79
프랑스	2.34	0.02	0.52	0.18	2.89	2.74
스웨덴	1.74			0.09	0.03	2.43
네덜란드	0.95	0.02	0.19	0.05	0.56	1.21
독일	0.62	0.03	0.49	0.19	1.57	0.54
스위스	0.44			0.06	1.14	0.42
이탈리아	0.31	0.02		0.05	0.10	0.41
스페인	0.27	0.06	0.21	0.24	0.16	0.31
핀란드	0.14			0.16	0.23	0.15
덴마크	0.14	0.02		0.10	0.14	0.17
룩셈부르크	0.11			0.01	0.05	0.14
벨기에	0.08			0.05	0.16	0.08
폴란드	0.07			0.06	0.22	0.06
오스트리아	0.06			0.07	0.23	0.04
체코	0.03				0.08	0.03
포르투갈	0.02			0.10	0.01	0.01
아일랜드	0.01	0.02		0.06	0.04	0.01
합계	100.00	100.00	100.00	100.00	100.00	100.00

- 주 : 1) 개별 국가 모험자본 규모를 글로벌 모험자본 전체규모로 나눈 비중
 2) 액셀러레이터 투자규모는 2014년 기준, 클라우드펀딩 자금모집 규모에서 미국 수치는 북미지역에 대한 2015년 전망치, 클라우드펀딩 자금모집 규모에서 영국은 2015년, 영국을 제외한 유럽 국가들에 대한 수치는 2014년 기준, 엔젤투자와 PE 및 VC 자금모집 규모는 2015년 기준
 3) 각각 해당 시점 미국 달러 기준으로 환산하여 계산

자료: Seed-DB.com, Fundacity, Massolution, Crowdnetic, NESTA, Preqin, Pitchbook, EVCA, PwC, 금융감독원, NVCA, 한국벤처캐피탈협회, Center for Venture Research at the University of New Hampshire, EBAN, 중소기업청, CVCA, Dow Jones Venturesource

<그림 II-1> GDP 대비 모험자본시장 규모 (2015년)

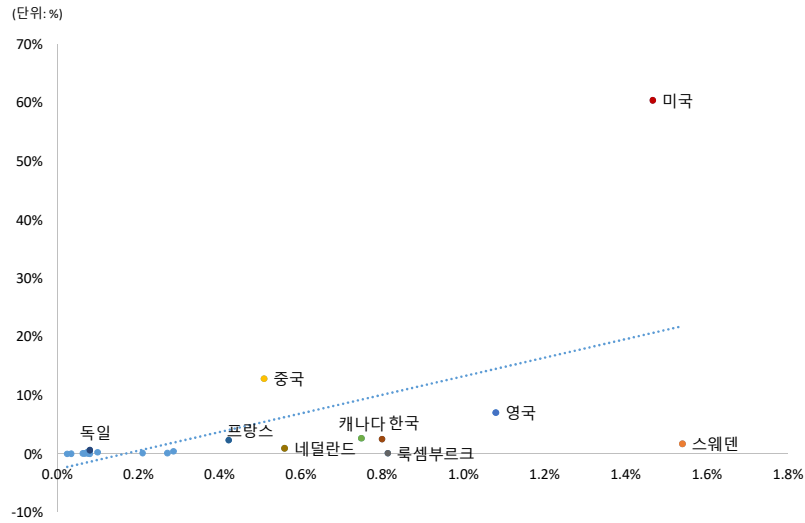


자료: Seed-DB.com, Fundacity, Massolution, Crowdnetic, NESTA, Preqin, Pitchbook, EVCA, PwC, 금융감독원, NVCA, 한국벤처캐피탈협회, Center for Venture Research at the University of New Hampshire, EBAN, 중소기업청, CVCA, Dow Jones Venturesource, IMF

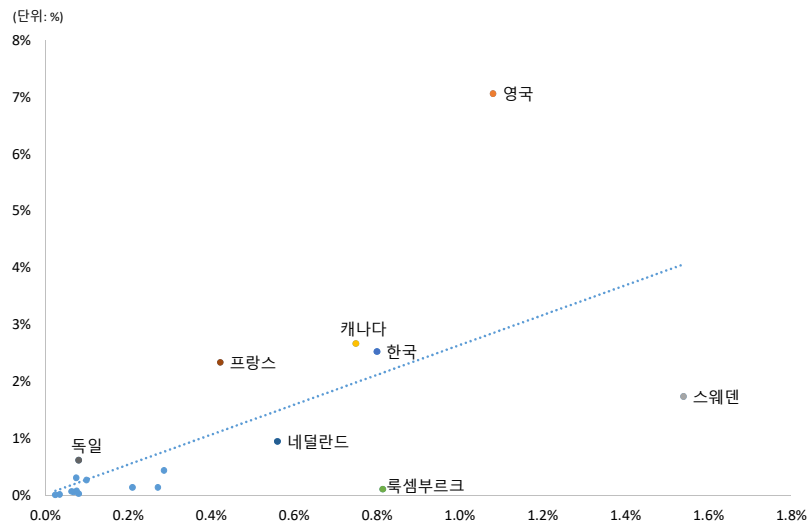
한편, 모험자본시장의 절대규모와 GDP 대비 모험자본시장의 규모 간의 상관관계수는 0.57로 상대적으로 높은 양(+)의 상관관계를 보이고 있다. 즉, 모험자본시장의 절대규모가 클수록 GDP 대비 모험자본시장의 규모도 커지는 경향성이 발견된다. 이를 감안하여, 국내외 21개 국가를 대상으로 모험자본시장의 절대규모와 GDP 대비 모험자본시장의 상대규모를 동시에 고려하여 비교해보았다. 이는 모험자본시장의 절대규모와 상대규모를 기준으로 국가 간 모험자본시장의 발전정도를 가늠해보는 것으로, 그 결과는 <그림 II-2>와 같다. 여기서 가로축은 GDP 대비 모험자본시장 규모(%), 세로축은 글로벌 모험자본시장에서 개별국가 모험자본시장이 차지하는 비중(%)을 나타낸다. 이로부터 다음과 같은 점을 알 수 있다.

<그림 II-2> 국가별 모험자본시장 규모 비교 (2015년)

(1) 전체 21개국을 대상으로 한 경우



(2) 미국과 중국을 제외한 경우



주: 가로축은 GDP 대비 모험자본시장 규모(%)를, 세로축은 글로벌 모험자본시장 규모 대비 개별국가 모험자본시장 규모(%)를, 그리고 점선은 추세선을 의미

우선, <그림 II-2>의 (1)에서 보듯이 미국과 중국 이 두 나라가 모험자본의 절대규모뿐만 아니라 자국 경제규모 대비 모험자본의 상대규모가 큰 국가이다. 특히, 미국은 모험자본 절대규모 면에서 중국의 3배에 달할 뿐만 아니라 자국 내 모험자본시장 규모도 1.47%로 가장 앞선 나라이다. 이에 반해 스웨덴은 경제규모를 고려하면 미국에 못지않게 모험자본시장 규모가 큰 나라이나, 모험자본시장의 절대규모 자체는 작은 나라이다. 이 점에서 미국과 스웨덴은 대비된다.

영국은 미국과 중국 다음으로 모험자본의 절대규모와 자국 내 모험자본시장이 큰 나라이다. 영국 다음으로 모험자본시장 규모가 큰 나라는 우리나라와 캐나다를 들 수 있다. 특히, 우리나라와 캐나다는 <그림 II-2>의 (2)에서 보듯이 모험자본의 절대규모나 경제규모 대비 상대규모 면에서 매우 유사하다. 그런데 유럽에서 경제규모가 가장 큰 국가에 속하는 프랑스와 독일은 영국에 비해 모험자본시장의 절대규모와 경제규모 대비 상대규모 모두 작은 나라에 속한다. 프랑스의 시장 절대규모는 영국의 1/3 수준이며, 자국 내 시장규모도 2/5 수준이다. 독일은 이보다 더 작아서 모험자본의 절대규모와 상대규모 모두 영국의 1/10이 채 되지 않는다. 오히려 네덜란드가 모험자본의 절대규모와 경제규모 대비 상대규모 모두 독일보다 훨씬 큰 국가라고 볼 수 있다. 한편, 룩셈부르크는 우리나라와 캐나다와 자국 내 차지하는 비중 자체는 비슷하나 경제규모 자체가 작기 때문에 모험자본시장의 절대규모는 0.11%에 불과하다.

나. 모험자본시장의 발전 양상 및 주요 특징

1) 글로벌 모험자본시장의 유형 분류

이상의 논의를 종합하면, 미국, 중국, 영국, 스웨덴, 한국, 캐나다, 프랑스, 네덜란드 등 8개국이 규모면에서 볼 때 모험자본시장이 발전한 국가들이라고 할 수 있다. 그런데 이들 국가를 포함하여 21개 국가 모험자본

시장을 세부 유형별로 나누어보면, 모험자본시장의 구성은 <표 II-3>에서 보듯이 국가마다 다르게 나타난다. 이를 보다 구체적으로 보기 위해 개별 모험자본시장의 비중을 기준으로 재분류하면, 모험자본시장의 유형은 <표 II-4>와 같이 구분된다.

<표 II-4>에서는 모험자본시장 유형을 크게 ‘PE 중심 국가’, ‘VCPE 중심 국가’, ‘다변화된 국가’ 등 세 가지로 구분하였다. 여기서 PE 중심 국가는 모험자본시장 중에서 PE 시장의 비중이 90% 이상인 국가를 지칭한다. ‘VCPE 중심 국가’는 벤처캐피탈과 PE 시장(VCPE 시장)의 비중이 90% 이상인 국가를 의미하며, 이를 다시 클라우드펀딩, 엔젤투자, 벤처캐피탈(VC) 시장의 비중에 따라 4가지로 구분하였다. ‘다변화된 국가’는 전통적인 VCPE의 비중이 90% 미만인 국가들을 지칭하는데, 이 유형 역시 액셀러레이터, 엔젤투자, 벤처캐피탈 시장의 비중에 따라 다시 4가지로 구분하였다.

이로부터 모험자본시장의 구성뿐만 아니라 발전 양상 또한 다양하다는 점을 알 수 있다. 자료의 제약상 모험자본시장의 구성이나 발전양상이 다양한 원인을 명확히 알 수는 없다. 다만, 개별국가의 산업구조, 경제발전 수준, 정부의 모험자본 육성정책 등이 이에 영향을 끼친 것으로 보인다. 이 중에서도 정부의 모험자본 육성정책이 벤처캐피탈이나 엔젤투자 시장 형성 및 발전을 주도한 핵심요인인 것으로 판단된다. 정부의 정책적인 의지 없이 창업단계 및 초기기업에 중점을 두는 이들 모험자본시장이 자생적으로 발전한 나라는 미국을 제외하면 거의 드물기 때문이다.

‘PE 중심 국가’에 해당하는 국가들은 스웨덴, 네덜란드, 이탈리아, 룩셈부르크 등이 있다. 이 중 모험자본시장이 발전한 8개국에 속한 나라를 보면, 스웨덴은 PE 시장의 비중이 99.5%로 모험자본시장의 거의 대부분을 차지하며, 네덜란드 역시 PE 시장의 비중이 91%로 매우 높게 나타난다. 따라서 모험자본시장의 규모가 큰 8개국 중 네덜란드와 스웨덴은 모험자본시장의 발전이 PE 시장을 중심으로 이루어진 국가들로 보인다. 분석대상 국가들을 보다 넓혀서 보면, 이탈리아(95.2%)와 룩셈부르크(93.4%)도 PE 시장의 비중이 압도적으로 높다. 한편, PE는 창업단계 및

창업초기 기업보다 위험 대비 수익성이 어느 정도 검증된 성장 및 성숙단계 기업에 투자한다. 이를 감안하면, 'PE 중심 국가'는 'VCPE 중심 국가'나 '다변화된 국가' 유형보다 모험자본시장의 발전 정도는 가장 뒤진다고 할 수 있다.

다음으로 'VCPE 중심 국가' 유형을 보면 다음과 같다. <표 II-4>에 나와 있는 총 21개 나라 중 12개 나라가 이 유형에 해당한다. 모험자본시장이 발달한 나라들을 먼저 보면, 중국, 캐나다, 한국, 프랑스 등이 이 유형에 해당한다. 캐나다와 한국의 경우 PE 시장의 비중이 각각 87.2%, 78.7%이며, 벤처캐피탈 시장의 비중은 각각 12.5%, 20.3%이다. 따라서 우리나라와 캐나다는 모험자본시장의 절대규모 및 상대규모 면에서 발전 정도가 유사하나, 우리나라가 캐나다보다는 벤처캐피탈의 비중이 훨씬 높다는 점에서 차이가 난다. 중국과 프랑스 역시 매우 유사한 모험자본시장 구조를 가지고 있다. PE 시장 비중은 중국 87.6%, 프랑스 83.3%이며, 벤처캐피탈 시장의 비중은 중국 12.4%, 프랑스 14.5%로 비슷하다.

앞선 경우와 마찬가지로 분석대상 국가를 보다 넓혀서 보면 다음과 같다. 독일의 경우 비록 모험자본시장의 규모면에서는 8개 주요 국가에 미치지 못하나, 자국 내 벤처캐피탈 시장 비중이 약 30%로 매우 높게 나타나며, 클라우드펀딩 시장도 6.3%로 높게 나타난다. 독일은 또한 엔젤투자 시장 비중이 1.7%로 그리 낮은 수준이 아니다. 이런 점에서 보면, VCPE 중심 국가 중 독일이 모험자본시장이 가장 다변화된 국가이다. 핀란드, 덴마크, 벨기에, 폴란드, 오스트리아 등 기타 유럽 국가들은 공통적으로 엔젤투자 시장의 비중이 3% 이상 나타나고 있다. 또한, 이들 국가들은 덴마크를 제외하면 벤처캐피탈 시장의 비중도 15% 이상으로 높게 나타난다. 따라서 독일을 포함한 이들 국가들은 비록 VCPE 중심 국가이기는 하나 PE 시장보다는 창업초기 및 성장단계에 있는 기업을 대상으로 하는 엔젤투자 및 벤처캐피탈 시장에 중점을 두고 있는 국가라고 할 수 있다.

<표 II-3> 주요 국가별 세부 모험자본시장 비중

(단위: %)

국가	액셀러레이터 (투자규모)	클라우드펀딩 (자금모집)	엔젤투자 (자금모집)	VC (자금모집)	PE (자금모집)	합계
미국	4.65	6.55	9.34	10.71	68.75	100
중국	0.00			12.41	87.59	100
영국	0.05	13.49	0.34	6.20	79.92	100
캐나다	0.37			12.48	87.15	100
한국	0.03	0.01	1.08	20.25	78.65	100
프랑스	0.02	1.76	0.45	14.45	83.32	100
스웨덴			0.32	0.20	99.49	100
네덜란드	0.07	1.60	0.31	6.87	91.12	100
독일	0.15	6.27	1.78	29.81	62.07	100
스위스			0.84	30.77	68.34	100
이탈리아	0.22		0.96	3.64	95.18	100
스페인	0.67	6.15	5.05	7.08	81.13	100
핀란드			6.43	18.81	74.92	100
덴마크	0.32		4.04	11.15	84.49	100
룩셈부르크			0.64	5.98	93.38	100
벨기에			3.83	24.48	71.98	100
폴란드			4.68	38.13	57.53	100
오스트리아			7.03	45.70	47.27	100
체코				27.40	72.60	100
포르투갈			38.24	5.88	57.35	100
아일랜드	3.51		28.07	35.09	35.09	100

주 : 1) 개별 국가 모험자본 전체 규모에서 세부 유형별 모험자본이 차지하는 비중
 2) 액셀러레이터 투자규모는 2014년 기준, 클라우드펀딩 자금모집 규모에서 미국 수치는 북미지역에 대한 2015년 전망치, 클라우드펀딩 자금모집 규모에서 영국은 2015년, 영국을 제외한 유럽 국가들에 대한 수치는 2014년 기준, 엔젤투자와 PE 및 VC 자금모집 규모는 2015년 기준
 3) 각각 해당 시점 미국 달러 기준으로 환산하여 계산

자료: Seed-DB.com, Fundacity, Massolution, Crowdnetic, NESTA, Preqin, Pitchbook, EVCA, PwC, 금융감독원, NVCA, 한국벤처캐피탈협회, Center for Venture Research at the University of New Hampshire, EBAN, 중소기업청, CVCA, Dow Jones Venturesource

<표 II-4> 주요국 모험자본시장의 유형 분류

국가	PE 중심 국가 (PE>90%)	VCPE 중심 국가 (VC+PE > 90%)				다변화된 국가 (VC+PE < 90%)			
		CF >5%	엔젤 >3%	VC <15%	VC >15%	액셀 >1%	CF >5%	엔젤 >3%	VC >10%
미국						○	○	○	○
중국				○					
영국							○		
캐나다				○					
한국					○				
프랑스				○					
스웨덴	○								
네덜란드	○								
독일		○			○				
스위스					○				
이탈리아	○								
스페인							○	○	
핀란드			○		○				
덴마크			○	○					
룩셈부르크	○								
벨기에			○		○				
폴란드			○		○				
오스트리아			○		○				
체코					○				
포르투갈								○	
아일랜드						○		○	○

주: 모험자본시장의 절대규모 및 상대규모가 모두 큰 국가들을 짙게 표시하였음

모험자본시장이 ‘다변화된 국가’ 유형에 속하는 국가들을 보면 다음과 같다. 이 유형에 속하는 대표적인 국가는 미국이다. 미국의 경우 PE 시장의 비중은 68.8%, 벤처캐피탈 시장의 비중은 10.7%로 VCPE의 비중이 79.5% 수준이다. 이외의 시장 비중을 보면, 액셀러레이터 4.7%, 클라우드 펀딩 6.6%, 엔젤투자 9.3%로 나타난다. 이 점에서 미국이 모험자본시장이 가장 발달한 국가이자 다변화된 국가임을 확인할 수 있다. 미국과 함

계 영국 또한 모험자본시장이 다변화된 국가이다. 영국은 PE 시장의 비중이 79.9%로 미국에 비해 약 10%가량 높지만, 벤처캐피탈 시장의 비중은 6.2%로 낮다. 특히, 영국은 크라우드펀딩 시장의 비중이 13.5%로 분석 국가 중 가장 높은 점이 특징적이다.

스페인과 포르투갈, 아일랜드 또한 모험자본시장의 규모 자체는 작지만 다변화된 국가에 속한다. 스페인의 경우 VCPE의 비중이 88% 수준으로 90%에 근접하나, 크라우드펀딩 6.2%, 엔젤투자 5.1%로 창업단계 및 초기기업에 중점을 두는 모험자본시장의 비중이 높다. 다만, 벤처캐피탈 시장의 비중이 7.1%로 낮게 나타난다. 포르투갈의 경우에는 VCPE의 비중이 63.2%로 분석대상 국가 중 가장 낮은 반면, 엔젤투자 시장의 비중이 38.2%로 매우 높다는 점이 인상적인 국가이다. 마지막으로 아일랜드의 경우에는 PE 시장의 비중이 분석대상 국가 중 가장 낮은 35.1%인 반면, 벤처캐피탈 시장과 엔젤투자 시장의 비중은 각각 35.1%, 엔젤투자 28.1%로 매우 높게 나타난다.

2) 글로벌 모험자본시장의 주요 특징과 시사점

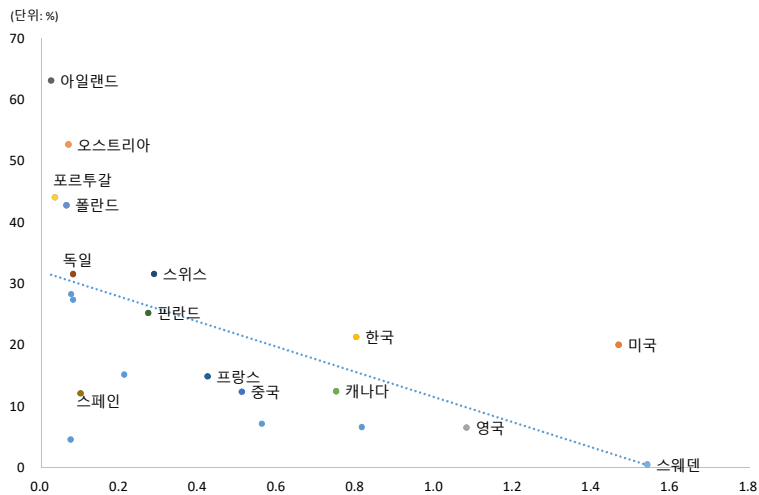
지금까지 글로벌 모험자본시장 현황 및 모험자본 발전 양상에 대해 살펴보았다. 이를 바탕으로 글로벌 모험자본시장의 주요 특징과 시사점을 요약하면, 다음과 같다.

우선, 국가별로 모험자본시장의 구성이 차이가 날 뿐만 아니라 그 발전 양상이 매우 다양한 점을 주목할 필요가 있다. 본 연구에서는 모험자본시장의 유형을 ‘PE 중심 국가’, ‘VCPE 중심 국가’, ‘다변화된 국가’ 등 세 가지로 구분하였다. 이 세 가지 유형은 모험자본시장이 발전한 나라 8개국 내에서도 모두 나타난다. 예를 들어, 모험자본시장이 발달한 대표적인 국가인 미국과 영국은 ‘다변화된 국가’, 캐나다, 한국, 중국, 프랑스 등은 ‘VCPE 중심 국가’, 비록 규모는 작지만 경제규모 대비 모험자본시장 규모가 큰 스웨덴과 네덜란드는 ‘PE 중심 국가’로 분류된다.

또한, 모험자본시장이 전통적인 VC·PE 이외에 액셀러레이터, 크라우드펀딩, 엔젤투자 시장 등으로 다변화되고 있고, 이들 시장의 규모 또한 크게 늘어난 것도 주목할 만한 특징이다. 비록 오차가 존재하긴 하나 이들 시장이 전체 모험자본시장에서 차지하는 비중은 약 17%에 달한다. 특히, 이러한 현상은 미국이나 영국과 같이 모험자본시장이 발전한 국가 이외에도 아직 모험자본시장이 성숙하지 않은 다수의 유럽 국가에서도 발견된다. 독일, 핀란드, 벨기에, 오스트리아 등의 국가가 이에 해당한다. 실제로 <그림 II-3>에서 보듯이 GDP 대비 모험자본시장의 규모가 작을수록 엔젤 및 벤처캐피탈 시장규모가 늘어나는 경향이 있다.⁹⁾ 이는 많은 국가들이 엔젤 및 벤처캐피탈 시장을 중심으로 모험자본을 육성하고 있음을 의미한다. 따라서 이들 시장은 앞으로도 더욱 커질 것으로 예상된다.

<그림 II-3> 글로벌 모험자본시장의 주요 특징 (2015년)

(1) 모험자본 발전정도와 엔젤 및 VC 시장의 비중

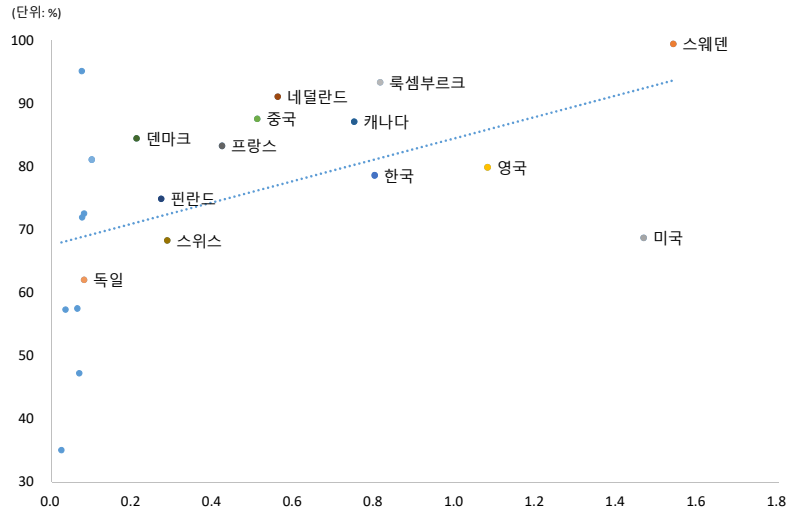


주: 가로축은 GDP 대비 모험자본시장 규모(%), 세로축은 자국 내 모험자본시장에서 엔젤 및 VC 시장이 차지하는 비중(%), 그리고 점선은 추세선을 의미

9) 물론 이는 GDP 대비 모험자본시장의 규모가 클수록 PE 시장규모가 늘어나는 경향이 있음을 의미하기도 한다.

<그림 II-3> 글로벌 모험자본시장의 주요 특징 (2015년)(계속)

(2) 모험자본 발전정도와 PE 시장의 비중



주: 가로축은 GDP 대비 모험자본시장 규모(%), 세로축은 자국 내 모험자본시장에서 PE 시장이 차지하는 비중(%), 그리고 점선은 추세선을 의미

한편, 우리나라는 우리나라보다 모험자본시장이 큰 나라를 손에 꼽을 정도로, 적어도 규모면에서는 모험자본시장이 발달한 나라에 속한다. 그리고 우리나라 모험자본시장은 전통적인 VCPE 중심 국가로서 프랑스와 캐나다와 유사하다. 특히, 우리나라 모험자본시장은 규모 면에서 캐나다와 비슷하나, 벤처캐피탈 시장의 비중이 높다는 점에서 캐나다와는 차이가 난다. 이는 우리나라 벤처캐피탈 시장이 정부의 강력한 육성정책으로 형성·발전한 데에 기인한 것으로 보인다.

그런데 시각을 조금만 달리하면, 우리나라 모험자본시장은 미국이나 영국 등 모험자본시장이 발전한 국가에 비해 아직까지 다변화되지 못한 것으로 판단된다. 이는 앞서 언급한 바와 같이 모험자본시장이 다변화되고 있는 국제적인 추세와도 부합하지 않는다. 따라서 우리나라 모험자본시장이 한 단계 더 도약하기 위해서는 액셀러레이터, 크라우드펀딩, 엔젤

투자 등 창업단계 및 창업초기 기업을 지원·육성할 수 있는 시장이 발전될 필요가 있다. 이 점에서 우리나라는 미국이나 영국 이외에도 독일의 사례를 참고할 필요가 있다. <그림 II-3>의 (1)를 보면, 실물경제 기반이 탄탄한 독일은 비록 자국 내 모험자본시장의 규모는 작지만, 엔젤 및 벤처캐피탈 시장의 비중이 그 어느 선진국에 비해서도 높은 수준이다. 사실 우리나라가 창업단계 및 창업초기 기업에 초점을 둔 모험자본시장이 독일 수준으로만 변모하면, 규모면에서는 미국이나 영국에는 비할 수는 없겠으나, 적어도 질적인 면에서는 이들 나라 못지않게 모험자본시장이 다변화된 국가로 변모할 수 있다.

2. 해외 모험자본시장의 주요 변화

이 절에서는 최근 모험자본시장이 발전한 주요 국가들에서 관찰되는 주요 변화에 대해 논의한다. 해외 모험자본시장의 변화를 한 문장으로 요약하면, 시장 참여자의 다양화·전문화가 이루어지고, 모험자본시장의 역할이 확대되면서 자본시장 구조가 중층구조로 변모해 가고 있다는 것이다. 그리고 이러한 모험자본시장의 변화는 1) 참여자 측면의 진화, 2) 비상장기업의 모험자본시장 의존도 증가, 그리고 3) 사적 관계의 성격 변화 등으로 정리할 수 있다. 이 중 1)과 2)는 주로 창업과 관련하여 나타나는 변화인 반면, 3) 사적 관계의 성격 변화는 전통적 모험자본시장의 성장과 관련된 변화이다.

가. 모험자본시장 참여자 측면의 진화

모험자본시장의 참여자 측면의 진화는 크게 정보기술(Information Technology: IT) 발전으로 인한 창업 및 투자환경의 변화, 새로운 유형

의 창업·창업초기 기업 전문투자자의 등장, 그리고 VC와 PE 시장의 성숙 및 글로벌화 등으로 정리할 수 있다. 이들 각각에 대해 살펴보면 다음과 같다.

1) 정보기술 발전으로 인한 창업 및 투자환경의 변화

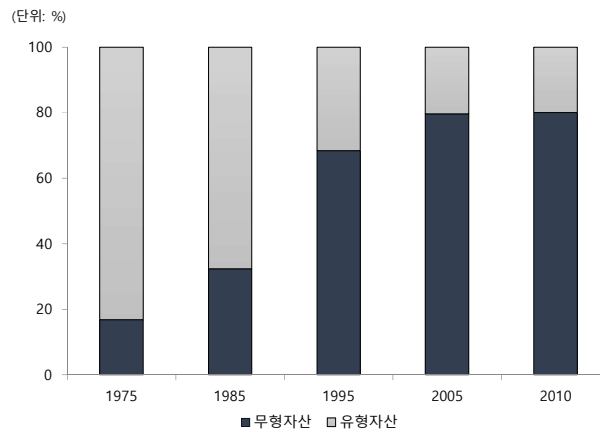
1990년대 초부터 정보기술의 발전에 힘입어 상업적 용도로 확산되기 시작한 인터넷은 온라인 정보 및 지식의 확산, 비즈니스의 확대, 엔터테인먼트 및 소셜네트워킹서비스(Social Networking Service: SNS) 등으로 그 용도가 확대되면서 창업환경의 변화에도 지대한 영향을 미치고 있다. 1993년 양방향 통신의 1%만을 점유하던 인터넷이 2011년에 이르면 통신을 통한 모든 정보흐름의 97%를 차지하는 수단으로 성장해 전 세계 정보의 창출과 공유에 절대적인 역할을 하고 있다(Hilbert & López, 2011).¹⁰⁾ 또한, 정보통신기술(Information and Communications Technology: ICT)의 발달에 따라 기술기반의 창업이 크게 늘어나게 되었고, 그 결과 기업 가치에서 무형자산이 차지하는 비중도 크게 증가하고 있다. 예를 들어, Ned Davis Research에 따르면, 미국 S&P500 상장기업 시가총액 중에서 무형자산이 차지하는 비중은 1975년만 하더라도 16.8%에 불과했으나, 2010년에는 80%로 급증하며 기업가치의 대부분이 무형자산에 의해 창출되고 있다.

인터넷과 SNS의 발전으로 정보의 창출, 유통 및 공유가 활발해지면서 모험자본의 수요자인 창업기업과 공급자인 투자자 간 정보비대칭성이 이전보다 크게 낮아지게 되었다. 이에 따라 모험자본시장에서는 클라우드펀딩이라는 혁신적인 모험자본 조달방식이 탄생하기도 하였다. 그렇다고 해서 모험자본시장에서 전문투자자의 영역이 감소하였다고 볼 수는 없다.

10) 이 중 가장 최근에 중요하게 부상한 것이 바로 SNS이다. 소셜미디어(social media)라고도 불리는 SNS는 인터넷 사용자 간에 사회적 네트워크나 관계를 구축하기 위해 사용되는 온라인 플랫폼을 지칭한다. SNS의 주요 용도로는 친구, 지인과의 개인적 네트워크 형성 및 친교(예: Facebook), 비사교적 대인 의사소통 채널(예: LinkedIn), 정보탐색 지원(예: Goodreads) 등이 있다.

인터넷과 소셜네트워크의 확산으로 인해 평균적인 정보비대칭성이 감소한 것이지 기술 발전의 가속화로 인한 실패 또는 성공 가능성에 대한 정보비대칭성은 줄지 않았기 때문이다. 이에 대해서는 후술하는 클라우드펀딩에서 기술한다.

<그림 II-4> S&P 500 시가총액 중 무형자산과 유형자산의 비중



자료: Ned Davis Research

여기서 주목할 만한 변화는 인터넷과 소셜네트워크 분야에 대한 투자를 중심으로 나타나는 린스타트업(lean startup) 현상이다. 인터넷과 소셜미디어 관련 사업은 전통적인 과학기술 기반의 투자와 비교하여 초기투자 규모가 작다. 이에 따라 인터넷과 소셜네트워킹 서비스 분야의 창업기업은 투자자본의 효율성이 높고, 제품, 서비스, 사업모델에 대한 검증과 조정이 신속히 이루어진다는 점에서 린스타트업이라고 불린다(Ries, 2011). 즉, 린스타트업은 시제품(prototype)을 신속하게 개발하고 테스트하는 방식으로 사업진행 면에서 모험적인 요소를 줄인 것이다.

린스타트업은 창업 및 창업초기 기업 관련 생태계에도 많은 변화를 가져오고 있다. 우선, 린스타트업을 기술적으로 가능하게 하는 오픈소스(open source) 소프트웨어, 클라우드 컴퓨팅(cloud computing), 가상서버

호스팅(EC2) 등과 같은 정보기술의 발전으로 인해 창업비용이 낮아지고 기업을 확장하는 데에도 용이한 환경이 조성되었다. 이와 함께 초기단계에서 사업 확장에 필요한 자본이 그리 많이 들지 않게 되자 기존 VC 대신 엔젤투자자와 같은 소액 투자자들의 투자가 늘어나게 되었다. 즉, 린스타트업 현상은 모험자본시장에서 소규모 투자를 전문으로 하는 새로운 유형의 투자자들이 부상하게 된 것과 밀접한 관련이 있다. 또한, 린스타트업의 경우 기술 또는 아이디어의 수익성을 나타내는 미시적 측정치(micro metric)가 존재하여 사업의 성패를 비교적 신속하게 판단할 수 있다. 이러한 린스타트업의 특성은 모험자본시장 순환체계에도 긍정적인 영향을 끼치고 있다. 예를 들어, 성공적인 창업기업의 경우 IPO가 아니더라도 선도 혁신기업에 인수(M&A)되어 회수기간을 단축할 수 있게 되었고, 이러한 회수자금이 다시 모험자본 생태계 내로 재투자되는 선순환이 가능하게 된 것이다. 물론 이러한 방식은 선도 혁신기업이 R&D(Research and Development)를 M&A를 통하여 수행하는 개방형 혁신(open innovation) 구조에서 가능하다.

2) 새로운 유형의 투자자 등장

가) 모험자본시장의 전통적 투자자

모험자본시장에서 엔젤투자자, VC, PE 등이 전통적인 의미의 투자자라고 할 수 있다. <표 II-5>는 이들 전통적인 투자자 유형의 성격과 특징을 비교하고 있다. 우선, 엔젤투자자에 대해 살펴보면 다음과 같다.

엔젤투자자는 창업기업이 이른바 3F(founder, family, friends)라고 불리는 창업자 자신, 가족 및 친구로부터 조달한 자금이 소진된 이후 찾게 되는 첫 외부 투자자라고 할 수 있다. 엔젤투자자에 대한 정의는 다양하나, OECD(2011)는 엔젤투자자를 “창업기업 또는 창업초기 기업 투자에 수반되는 위험을 이해할 수 있는 전문투자자로서 자신의 자금을 직접 투자하며, 투자 이후에는 경영자문을 통하여 피투자기업의 성장을 지원하는 개

인 투자자”로 정의하고 있다. 그런데 엔젤투자자들은 많은 경우 다수의 엔젤투자자와 엔젤클럽을 결성하고 개별 투자 건별로 공동투자단(syndicate)을 형성하여 투자하기도 한다. 또한, 모든 엔젤투자자들이 일반적으로 투자위험을 이해하고 투자 후 경영지원을 수행하는 전문투자자라고 할 수는 없어 엔젤투자자 간에도 전문성의 차이는 존재한다. 실제로 미국과 유럽과 같은 경우에는 엔젤투자에 따르는 세제혜택을 누리기 위해 일정 재산이나 소득을 갖춘 자격투자자들이 엔젤투자자로서 활동하는 경우가 많다. 따라서 전술한 OECD(2011)의 정의가 엔젤투자자에 대한 명확한 기준을 제시한다고 볼 수는 없다. 그럼에도 불구하고 ‘창업기업 또는 창업초기 기업에 대한 투자’와 ‘자기 자금의 직접 투자’가 엔젤투자자의 성격을 규정짓는 핵심적인 요소라고 할 수 있다.

벤처캐피탈(VC) 또는 좀 더 엄밀히 말해 VC 운용사는 출자자의 출자자금을 위탁받아 고성장이 예상되는 창업기업, 창업초기 기업, 확장단계 기업에 투자하고 관리보수와 투자성과에 따르는 성공보수를 수취하는 전문투자자이다. VC도 엔젤투자자와 마찬가지로 투자의 전문성과 경험을 바탕으로 투자 이후 경영지원을 통하여 피투자기업의 성장을 지원하며, 다른 VC 운용사와 공동투자를 하기도 한다. VC 펀드의 출자자들은 연기금, 학교재단, 금융기관, 고액자산가 등 다양하게 분포되어 있다.

한편, VC와 유사한 투자자로서 기업 벤처캐피탈(Corporate Venture Capital: CVC)과 정부 벤처캐피탈(Government Venture Capital: GVC)을 들 수 있다. 기업 벤처캐피탈은 순수하게 재무적 수익을 목적으로 투자하는 일반 벤처캐피탈과 달리 재무적 수익뿐만 아니라 전략적 목적을 가지고 신생 고성장 혁신기업에 지분투자를 하는 VC의 일종이다(Lerner, 2009). 여기서 전략적 목적이라 함은 신생 성장 혁신기업 투자를 통하여 기업이 영위하는 사업과 전략적 보완관계를 형성하거나 신기술 동향을 습득하려는 목적을 지칭한다. 정부 벤처캐피탈은 민간 벤처생태계의 조성을 위해 정부 또는 공공자금을 직접투자하거나 민간 VC에 대한 출자를 통하여 간접투자하는 VC를 지칭한다. 정부 벤처캐피탈에 대해서는 III장에서 보다 자세히 논의한다.

PE는 VC와 같이 PE 운용사가 출자금을 위탁받아 성장단계나 성숙단

계에 있는 기업에 투자하고 관리보수와 성공보수를 수취하는 전문투자자이다. PE 역시 투자의 전문성과 경험을 바탕으로 경영지원과 가치제고 활동을 통해 피투자기업의 성장을 지원하고 수익을 창출한다. PE가 VC와 다른 점은 각각 고유의 투자 경험과 가치제고 역량을 바탕으로 중점적으로 투자하는 피투자기업의 성장단계가 다르다는 점이다. 이러한 이유로 광의의 PE에 VC를 포함시키는 경우도 있다. 물론 피투자기업의 규모가 다른 만큼 투자규모 및 펀드규모도 다르다.

<표 II-5> 엔젤투자자, VC 및 PE 투자자의 차이

항목	엔젤투자자	VC 투자자	PE 투자자
배경	과거 창업자	재무, 과거 창업자, 경영컨설팅, 업계 전문가	재무, 경영컨설팅, 업계 전문가
직접/간접	자신의 자금을 직접 투자	출자금을 통한 펀드 운용	출자금을 통한 펀드 운용
투자대상	창업 및 창업초기	창업, 창업초기~후기	창업 후기 및 성숙단계
투자수단	보통주	일반적으로 우선주	일반적으로 보통주
투자처 발굴	개인 네트워크 및 엔젤그룹/네트워크	투자자 네트워크 및 적극적 발굴	투자자 네트워크 및 적극적 발굴, 경매 참여
실사	직접 실사	직접 실사	직접 실사
지리적 근접성	지역기반 투자	전국적 투자 및 해외투자	전국적 및 해외투자
투자 후 역할	적극적, 실질적 지원	이사회 참여, 전략적 지원	이사회 참여, 전략적 지원
투자 수익 및 동기	투자수익은 중요하지만 투자의 주요 동기는 아님	투자 수익은 향후 추가적인 펀드결성을 위해 매우 중요	투자 수익은 향후 추가적인 펀드결성을 위해 매우 중요

자료: OECD(2011)에서 재인용, 자본시장연구원

나) 모험자본시장에서의 새로운 유형의 투자자

금융위기 이후 두드러지게 나타나고 있는 현상 중 하나가 창업기업과

창업초기 기업의 자금조달과 관련하여 모험자본시장에 새로운 유형의 투자자가 나타나고 있다는 것이다. 이는 크게 보면 엔젤투자자, VC, PE 등 전통적 전문투자자 중심의 모험자본시장이 성숙해가면서 가장 역동성이 높은 영역인 창업기업을 중심으로 끊임없이 변화가 일어나는 모험자본시장 생태계의 특성을 그대로 반영하는 현상이라고 할 수 있다. 이를 좀 더 구체적으로 보면, 이 변화에는 전술한 바와 같이 모험자본시장 성장의 근본 동인 중 하나인 인터넷의 발전 및 소셜네트워크서비스의 성장으로 정보의 생산, 유통, 공유가 활발해진 점, 린스타트업으로 인한 창업비용의 감소, 모험자본 생태계의 성숙으로 인한 성공한 개인 전문투자자 층의 확대 등이 자리하고 있다. 이외에도 2000년대 이후 VC의 낮은 투자수익률에 실망한 기관투자자들이 VC 출자를 줄이면서 창업초기 기업투자에 자본공급의 공백이 생긴 점도 이러한 변화와 관련이 있다.

새로운 유형의 모험자본시장의 투자자로는 크라우드펀딩 투자자, 액셀러레이터, 슈퍼엔젤과 마이크로 VC 등을 들 수 있다. 이하에서는 이들 투자자들의 특징과 부상 배경, 타 모험자본시장 투자와의 관계, 향후 전망에 대하여 간략히 살펴본다.

(1) 크라우드펀딩

크라우드펀딩은 특정 목적을 위해 기부, 보상 또는 의결권과 교환할 것을 전제로 주로 인터넷을 통해 이루어지는 공개적인 자금모집 방식을 의미한다(Schwienbacher & Larralde, 2010).¹¹⁾ 즉, 크라우드펀딩은 문화적, 사회적, 영리적 목적 등 다양한 목적을 위해 전통적인 중개기관의 도움 없이 인터넷을 통해 다수 개인의 소액 투자를 통해 자금을 조달하는 것을 특징으로 하고 있다. 그리고 크라우드펀딩은 자금공여 대가의 여부 또는 방식에 따라 기부형, 후원형, 대출형, 증권형 등으로 구분된다.¹²⁾

11) Schwienbacher & Larralde(2010)은 “An open call, essentially through the Internet, for the provision of financial resources either in the form of donation or in exchange for some form of reward and/or voting rights in order to support initiatives for specific purposes”로 정의하고 있다.

크라우드펀딩은 원래 크라우드소싱(crowdsourcing)에 그 연원을 두고 있다. 크라우드소싱은 2000년대 개방형 혁신이 확산되면서 경영자원이 부족한 기업이 외부에서 아이디어, 피드백 등을 구하는 방식인데, 이것이 대중으로부터 자금을 조달하는 방식으로 진화하면서 크라우드펀딩 시장이 형성되었다(Belleflamme et al., 2014).¹³⁾ 또한, VC가 투자를 거절한 일부 전자소비재 관련 창업기업이 크라우드펀딩을 통해 제품개발과 시장개척에 성공하자 크라우드펀딩, 특히 증권형 크라우드펀딩이 기존의 자금조달 방식을 대체 또는 보완하는 수단으로 인식되기 시작하였다(Moritz et al., 2015; Belleflamme et al., 2014; Mollick, 2014; Harrison, 2013). 이에 따라 증권형 크라우드펀딩 시장규모 자체는 아직 작지만, 가장 빠르게 성장하고 있는 분야이다. 실제로 영국에서는 창업초기 기업에 대한 지분투자 중 증권형 크라우드펀딩의 비중이 2011년 0.3%에서 2014년 9.6%, 2015년 15.6%로 급증하였다(Nesta, 2016). 그리고 이 시기는 글로벌 금융위기 이후 린스타트업이 확산되고, 액셀러레이터, 마이크로 VC, 슈퍼엔젤 등 다양한 전문투자자군이 등장하는 시기와도 맞물린다. 이하에서는 모험자본시장과 직접적인 관계가 있는 증권형 크라우드펀딩에 국한하여 논의하고자 한다.

크라우드펀딩은 크라우드펀딩 플랫폼(Crowdfunding Platform: CFP)을 통해 이루어진다. Belleflamme et al.(2014)에 따르면, 플랫폼을 통해 자금모집이 이루어지는 크라우드펀딩 시장은 긍정적인 외부효과가 존재하는 양면 플랫폼시장(two-sided platform market)에 해당한다. 그리고 이 경우 긍정적인 외부효과는 소셜네트워크서비스를 통해 극대화된다. 예를 들어, 자금수요자 또는 창업기업은 Facebook이나 Twitter를 통해 잠재적 자금공급자들과 의사소통을 하며, 이는 다시 친구나 지인의 Facebook이

12) 증권형 크라우드펀딩은 크라우드펀딩의 일반적인 정의에서 투자자(crowdfunder)가 금전적 보상을 목적으로 자금을 공급하는 것을 말한다(Belleflamme et al., 2013; Ahlers et al., 2015).

13) 크라우드펀딩 시장이 형성된 데에는 인터넷 기술의 발전도 큰 기여를 하였다. 소액투자를 전제로 하는 크라우드펀딩 방식은 투자와 관련된 높은 고정비용으로 인해 경제성이 낮아 시장이 형성되기 어려웠으나, 인터넷 기술의 발달로 고정비용이 크게 낮아졌기 때문이다.

나 Twitter, 기타 소셜네트워크를 통해 전파되기 때문이다. 이에 따라 크라우드펀딩 자금수요자는 플랫폼을 통하여 자금을 조달할 뿐만 아니라 인지도를 제고함으로써 향후 엔젤이나 VC 자금유치 등 추가적인 자금조달을 도모할 수도 있다.

크라우드펀딩은 전통적인 창업기업 및 창업초기 기업 투자와 거의 모든 측면에서 상이한 혁신적인 방식의 자금조달이라고 할 수 있다. 첫째, 소수의 전문투자자에 의해 투자가 이루어지는 엔젤투자나 VC와 달리 크라우드펀딩은 다수의 개인 투자자가 참여하는 ‘민주적인’ 자금조달 방식이다. 둘째, 크라우드펀딩은 엔젤클럽을 통한 엔젤투자나 VC 투자자 간 긴밀한 네트워크를 통해 투자가 이루어지는 VC 투자와 달리 느슨하게 조직된 네트워크를 통해 이루어지는 투자라고 할 수 있다. 셋째, 엔젤투자나 VC 투자자는 대면접촉이나 모니터링을 필요로 하는 폐쇄적이며 지역성이 강한 투자인 반면, 크라우드펀딩은 온라인 커뮤니티를 기반으로 이루어지고 있는 개방형 투자라고 할 수 있다. 보다 자세한 크라우드펀딩과 엔젤투자 및 VC투자의 차이점은 <표 II-6>을 참조하기 바란다.

<표 II-6> 크라우드펀딩과 엔젤, 벤처캐피탈과의 차이

	크라우드펀딩	엔젤투자	벤처캐피탈
전문성	저	고	고
필요정보 제공	저	고	고
투자자	다수	소수	소수
지분	소	고	고
밸류에이션(투자단가)	고	저	저
경영참여/가치제고	무	유	유
투자자보호	무 (boilerplate contracts)	유 (customized contract)	유 (customized contract)
정보비대칭성	고	저	저
회수 가능성	저	중/상	중/상

피투자기업 입장에서 크라우드펀딩은 엔젤 또는 VC 투자에 비해 다음과 같은 장단점을 가지고 있다. 우선, 크라우드펀딩 투자자들은 투자 전문성이 엔젤투자자나 VC에 비해 떨어지며, 실사와 사후 모니터링 시 요구되는 정보의 수준이 낮다. 또한, 크라우드펀딩 투자자들이 일반적으로 엔젤투자자나 VC보다 불리한 투자단가에 투자하는 경우가 많아 기업입장에서는 외부 지분 유치에 따른 지분희석 효과가 낮고 경영에 대한 간섭이 없다. 반면, 투자자들의 투자 전문성이 낮은 만큼 엔젤투자자 또는 VC가 제공하는 경영지원이나 가치제고 활동을 기대하기가 힘들다. 또한, 투자자들의 집단적 지혜(wisdom of the crowd)에도 불구하고 크라우드펀딩이 갖는 복잡하고 분산된 지분구조와 엔젤투자자 또는 VC와의 연계성 결여는 향후 이들로부터 추가적인 자금조달을 받는 데 방해요인으로 작용할 가능성이 있다.

다만, 일부 크라우드펀딩 플랫폼들은 엔젤투자자들이 크라우드펀딩에 참여하는 경우가 많아 이를 창업기업의 질(quality)에 대한 신호(signal)로 활용하기도 한다. Brown & Davies(2015)는 이와 같은 전문투자자와 일반투자자의 동시 참여를 바람직한 현상으로 보고 있다. 개별 투자자의 투자 전문성은 부족할 수 있으나, 이들이 소비자와 유사하게 행동할 경우 집합적으로는 창업기업의 질을 정확하게 예측할 수 있으며, 전문투자자와 일반투자자들이 순차적인 투자를 통하여 정보를 공유할 경우 크라우드펀딩 투자의 효율성을 높일 수 있다는 것이다. 전문투자자 입장에서도 특정 제품에 대한 투자자들의 집단적 지혜를 활용하게 되면 전문투자자와 일반투자자들이 상호 보완하는 효과가 있다(Collins & Pierrakis, 2012; Belleflamme et al., 2014).

한편, 엔젤투자자나 VC와 같은 전문투자자들의 투자기준과 증권형 크라우드펀딩 투자자의 투자기준이 크게 다르지 않다. 즉, 크라우드펀딩 투자자들도 창업 팀의 질, 평판, 자금조달의 준비 정도 등 VC 투자자들의 투자선택 기준과 유사한 기준을 사용한다. Mollick(2014)은 또한 크라우드펀딩이 인터넷 기반 플랫폼을 통해 이루어지는 만큼 VC 투자에 내재되어 있는 지역이나 성 관련 편의(bias) 등을 감소시킬 수 있다고 보고 있

다. 하지만, 자료의 미비로 인해 현시점에서 이와 같은 클라우드펀딩의 특성을 감안한 투자성과 또는 효과를 평가하기는 어렵다.

종합적으로 보면, 클라우드펀딩은 엔젤 및 VC투자와 대체관계보다는 보완관계를 형성할 것으로 예상된다. 이는 클라우드펀딩이 조달자금 규모나 업종 등을 감안하면 엔젤이나 VC 투자와는 다른 점들이 많기 때문이다. 또한, 엔젤투자자나 VC의 클라우드펀딩에 대한 관심은 앞으로도 지속될 것으로 예상된다. 엔젤투자자 입장에서 보면 클라우드펀딩이 ‘딜 플로우’(deal flow)를 확보하는 데 도움이 되고, VC 입장에서는 피투자기업 제품의 성공 가능성을 판단하는 데 클라우드펀딩이 유용한 정보를 제공하기 때문이다. 물론 이러한 경향성은 엔젤투자자와 같은 전문투자자와 일반투자자의 클라우드펀딩 공동투자가 늘어날수록 더 심화될 것이다.

(2) 액셀러레이터(accelerator)

액셀러레이터는 창업자 또는 창업기업 제품의 시장 출시를 지원하는 프로그램으로 정기적으로(대부분 6개월) 일정한 수의 창업기업을 선발하여 일정 기간 동안 기술과 제품개발에 집중할 수 있도록 지식과 네트워크 소개, 사무실 공간, 각종 전문적인 서비스 등을 지원한다(Fishback et al., 2007; Shane & Eleanor, 2014). 액셀러레이터는 2000년대 초 인터넷 버블 붕괴로 VC 공급이 축소된 반면 엔젤투자자들이 자금 공백을 메워주지 못하는 상황에서 경험 많은 성공한 전직 창업자가 창업의 실패율을 낮추기 위해 창업 신생기업을 멘토링하고 지원하면서 태동하게 되었다고 할 수 있다. 이 점에서 액셀러레이터는 성공한 벤처인이 유망한 창업기업을 발굴하고 전문 멘토링과 투자를 함께 지원하여 성장을 가속화시키는 모험자본시장의 초기 투자자로 정의되기도 한다(김선우, 2015).

액셀러레이터 프로그램의 최종 목표는 지원 대상 창업기업이 엔젤투자자나 마이크로 VC 등으로부터 투자를 유치하는 것이다. 이를 위해 액셀러레이터는 보통 3개월 동안의 부트캠프(boot camp)를 통한 집중훈련을 거쳐 창업팀 구성, 사업 아이디어의 구체화를 통해 제품개발 및 고객확보

등을 지원하며 VC와 함께 자기자금을 투자하기도 한다. 또한, 액셀러레이터는 시연회(demo day)를 운영하여 창업기업이 엔젤투자자 및 VC로부터 자금조달을 받을 수 있도록 지원하기도 한다. 이처럼 액셀러레이터가 창업기업의 초기 자금조달 및 성공 가능성을 높인다는 점에서 액셀러레이터의 역할이 점차 중요해지고 있다. 그리고 액셀러레이터는 <표 II-7>에서 보듯이 미국의 Y Combinator, Techstars, 500startups 등과 같은 액셀러레이터 성공 모델을 바탕으로 전 세계에 빠르게 확산되고 있다.

<표 II-7> 해외 주요 액셀러레이터 랭킹

랭킹	투자 기업 (개)	투자금 회수 (백만달러)	펀딩 규모 (백만달러)	펀딩 라운드 횟수 (번)				
1위	Y Combinator	747	Y Combinator	2,284	Y Combinator	4,043	Y Combinator	521
2위	Techstars	485	AngelPad	401	Techstars	941	500startups	3,443
3위	500startups	267	Techstars	176	AngelPad	231	Techstars	338
4위	DreamIT Ventures	139	LaunchpadLA	45	500startups	179	SV Angel	155
5위	Startup bootcamp	130	500startups	21	DreamIT Ventures	141	DreamIT Ventures	100
6위	Seedcamp	118	Seedcamp	17	Seedcamp	131	AngelPad	98
7위	AngelPad	98	Betaspring	14	Capital Innovators	111	Startup bootcamp	89
8위	The Alchemist Accelerator	90	Le Camping	10	Mucker Lab	110	NXTP Labs	76
9위	Nxtp.labs	73	Startmate	5	Imagine K12	94	Andreessen Horowitz	73
10위	Betaspring	71	Amplify.LA	2	Flashpoint	63	Eleven	65
합계				2,975		6,044		1,858

자료: Seed-DB.com(2015. 3 기준), 김선우(2015)에서 재인용

한편, 액셀러레이터는 창업기업 보육활동이 주 업무 중 하나라는 점에서 주로 사무실 공간 임대 등 창업 관련 인프라 제공을 주요 업무로 하는 인큐베이터와 비교되기도 한다. 인큐베이터와 액셀러레이터는 모두 초기 단계의 기업에 조언, 서비스, 자금조달, 공간 등을 제공하고 그들의 사업이 확장될 수 있도록 돕는 경험이 풍부한 기업인 그룹이라는 특징이 있다. 반면, 다음과 같은 면에서 차이가 있다. 우선, 인큐베이터는 비영리조직이고 흔히 대학과 연계하여 지역 창업기업을 대상으로 합리적인 가격으

로 사무공간을 제공하며, 투자활동을 하지 않는 경우가 일반적이다. 그리고 인큐베이터는 1년에서 5년까지의 장기 보육서비스를 제공한다. 반면, 액셀러레이터는 이윤을 목적으로 하며 창업기업에 자본을 공급하는 대가로 지분(4~8%)을 받고 보통 회의 공간 정도를 제공하며, 지역적 제한 없이 창업기업을 선발하여 단기로 보육(최대 6개월)하는 경향이 강하다. 따라서 주요 스폰서 역시 비영리 단체가 아닌 기업가 또는 전문투자자가 주를 이룬다. 이에 대한 보다 자세한 비교는 <표 II-8>을 참고하기 바란다.

<표 II-8> 액셀러레이터와 인큐베이터의 차이

	인큐베이터	액셀러레이터
고객	과학에 기초를 둔 모든 사업 (바이오테크, 나노 의료장비, 클린에너지 등), 비기술 사업, 모든 연령과 성별, 해당 산업과 섹터에서의 경험이 있는 사람 포함	웹 기반, 모바일 앱, 소셜네트워킹, 게임, 클라우드 기반, 소프트웨어 설계 등. 즉각적인 대량 투자를 필요로 하지 않는 사업 및 컨셉을 증명할 수 있는 사업
비즈니스 모델	기업과 투자가에 의해 영리를 목적으로 만들어지기도 하나, 인큐베이터의 비즈니스 모델은 90%이상이 비영리 목적임	주로 영리를 목적으로 하는 사업모델
스폰서	대학교, 경제단체, 지역단체, 정부	기업가와 투자가
대상지역	대부분 지역사회에서 선발	다양한 지역과 국가에서 선발
지원기간	1~5년 이상(평균 33개월)	단기(1~6개월)
투자	보통 직접적인 투자는 하지 않음	미국의 경우 팀당 보통 1.8~2.5만달러를 투자하고, 4~8%의 지분을 보유
시설	인큐베이션 기간 동안 합리적인 가격 또는 무료로 보육 공간 제공	부트캠프 기간 동안 회의 장소 제공, 일부는 공간을 장기적으로 제공하기도 함

자료: Adkins(2011), 김선우(2015)에서 재인용

(3) 마이크로 VC와 슈퍼엔젤

마이크로 VC와 슈퍼엔젤의 등장은 VC 관련 모험자본시장 생태계의 대표적인 변화라고 할 수 있다. 마이크로 VC와 슈퍼엔젤의 등장 역시 2000년대 이후 기관투자자의 VC 출자 감소와 VC펀드의 창업후기 기업에 대한 투자 증가로 인한 창업 및 창업초기 기업에 대한 투자공백(investment gap)과 밀접한 관계가 있다(Mendoza & Vermeulen, 2011).

초기 마이크로 VC는 대부분 일반 VC의 우수한 전문 운용인력이 독립하여 설립하였다. 이들의 창업 및 창업초기 기업에 대한 투자가 높은 수익률을 기록하자 일반 VC 출자자들이 출자를 시작하면서 마이크로 VC시장이 본격적으로 성장하기 시작하였다. 마이크로 VC는 다음과 같은 면에서 일반 VC와 차이가 난다. 우선, 펀드규모를 보면, 미국의 경우 VC 펀드규모가 10억달러에 이르는 경우도 많다. 반면, 마이크로 VC는 대체로 1억 달러 미만의 규모이고, 대부분 창업 및 창업초기 기업에 투자한다. 또한, 마이크로 VC는 개별 기업에 소규모 자금을 투자하고 목표수익률을 낮추는 대신 M&A나 기타 방식을 통한 중간 회수로 수익성을 유지한다. 이 점에서 마이크로 VC의 성장은 전술한 린스타트업과도 관련이 있다.

마이크로 VC는 종종 타 마이크로 VC 펀드, 액셀러레이터, 엔젤투자자와 공동투자를 하는 등 다른 유형의 투자자들과 긴밀한 네트워크 관계를 형성하고 있다. 따라서 마이크로 VC는 다른 창업초기 투자자와 공동투자를 주선할 수 있으며, 창업자의 중간 회수에 대해서도 협조적이라는 장점이 있다. 반면, 마이크로 VC는 한정된 자금규모로 인하여 후속투자가 어려운 단점이 있다. 또한, 마이크로 VC는 한정된 인력으로 다수의 창업 및 창업초기 기업에 투자하므로 투자의 경제성이 낮아 적극적인 사후관리가 어려운 소위 'spray and pray' 방식의 투자를 하게 된다. 이 점에서 보면 마이크로 VC의 투자 후 모니터링을 비롯한 사후관리 서비스는 일반 VC에 미치지 못한다.

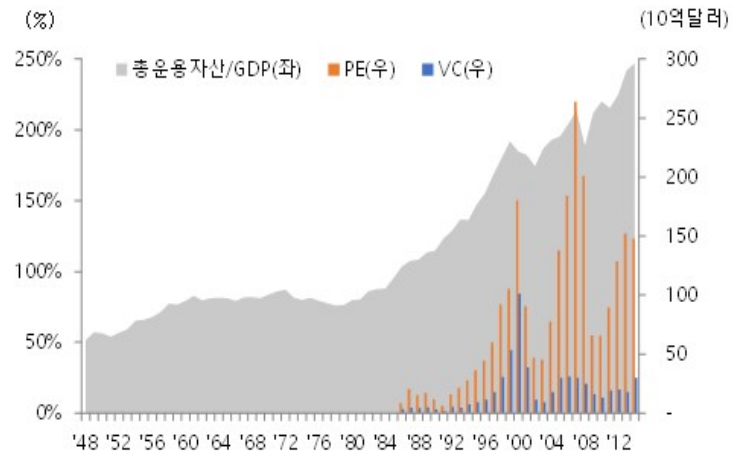
슈퍼엔젤은 미국에서 처음으로 나타난 이래 최근 영국을 비롯하여 전세계적으로 늘어나고 있는 유형의 투자자이다. 슈퍼엔젤은 그간의 엔젤투

자 및 과거 창업 경험을 바탕으로 자신의 자금뿐만 아니라 다른 엔젤투자자의 자금을 위탁받아 투자를 하는 투자자이다. 이 점에서 보면 슈퍼엔젤과 전술한 마이크로 VC의 구분이 모호한 부분이 있다. 미국의 경우 슈퍼엔젤들은 슈퍼엔젤펀드를 구성하여 기존 엔젤투자자와 VC투자의 중간에 해당하는 투자를 하고 있다. 전직 창업자나 VC 심사역이 대부분인 슈퍼엔젤은 개인적 네트워크를 기반으로 VC 못지않은 투자처를 발굴할 수 있는 능력을 보유하고 있으며, 슈퍼엔젤펀드는 일반 VC펀드와 마찬가지로 운용보수를 수취한다. 다만, 슈퍼엔젤도 다수의 창업기업에 소규모 투자를 하기 때문에 마이크로 VC와 마찬가지로 ‘spray and pray’ 방식의 투자를 할 수 밖에 없다.

3) VC와 PE 시장의 성숙 및 글로벌화

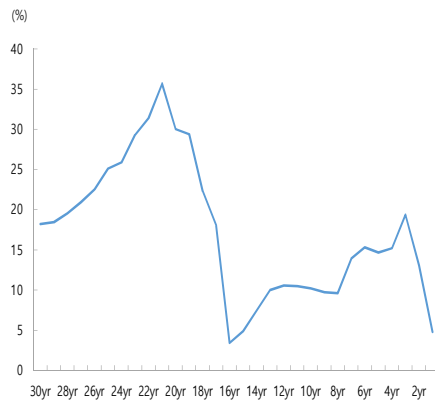
VC와 PE는 대표적인 모험자본이다. GP와 LP로 구성되는 합자조합(limited partnership) 형태의 투자기구를 갖추고 이들 시장이 형성된 지도 40년 이상이 되었다. 미국의 경우 1979년 ERISA법의 재해석 이후 연기금을 중심으로 대체투자(alternative investment)에 대한 출자 규모가 지속적으로 증가하며 VC와 PE 시장이 성숙해왔다. 특히, <그림 II-5>에서 보듯이 VC와 PE 시장은 그간 주기적인 활황(boom)과 침체(bust)를 겪으며 성장을 거듭해 왔다. VC와 PE가 성장하는 과정에서 자국 내 운용사 간 경쟁이 심화되고 매력적인 투자대상이 감소하면서 VC와 PE의 수익률은 불가피하게 하락할 수밖에 없다. <그림 II-6>~<그림 II-9>는 VC와 PE 수익률의 중장기적 하락추세를 잘 보여주고 있다. 이에 따라 VC와 PE는 해외 시장에서 고수익 투자기회를 확보하기 위해 해외로 진출하는 등 글로벌화가 진행되고 있다.

<그림 II-5> 미국 기관투자자 운용자금과 VC·PE 시장규모

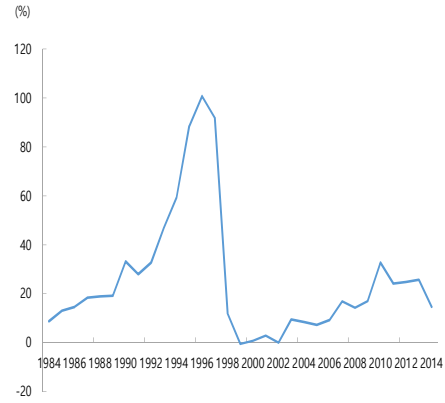


주 : 총운용자산은 보험사, 연기금, 뮤추얼펀드 및 기타 펀드를 포함
 자료: Federal Reserve Board

<그림 II-6> VC 누적 평균수익률 <그림 II-7> VC 펀드 수익률

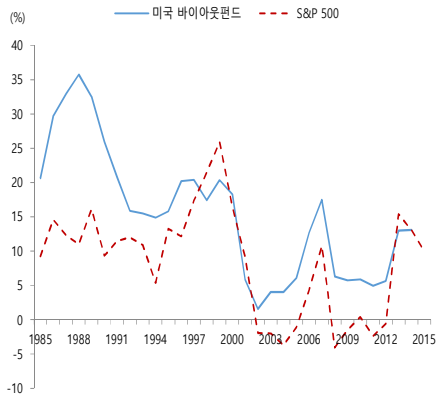


자료: Cambridge Associates(2016)

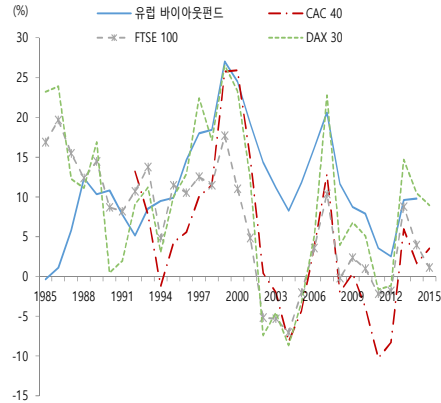


자료: Cambridge Associates(2016)

<그림 II-8> 미국 PE 수익률



<그림 II-9> 유럽 PE 수익률



주 : 바이아웃펀드에 한정
 자료: Datastream

예를 들어, <표 II-9>를 보면 2000년대 들어 많은 미국 선도 VC들이 중국과 같은 고성장 지역에 진출하였다. PE의 경우도 경쟁 심화와 수익률 하락을 이유로 상당수 미국 바이아웃(buyout) 운용사들이 유럽 및 아시아 신흥시장에 진출하였다.¹⁴⁾ 또한, PE의 경우 해외진출 시 현지 운용인력을 채용하거나 현지 네트워크를 보유한 전문인력을 영입하는 등 적극적인 현지화 노력을 기울이고 있다. 이외에도 글로벌 LP로부터의 자금모집 및 국경간(cross-border) 투자, 해외 주식시장 상장이나 해외기업을 대상으로 한 매각을 통한 회수노력, 포트폴리오 기업의 해외진출 지원 등 현재 VC와 PE 시장은 운용사이클 전반에 걸쳐 글로벌화가 진행되고 있다.

14) 한편, 해외진출이 대부분 유럽 내 국가로 한정된 VC와는 달리 유럽 일부 PE들은 미국이나 아시아에 진출하기도 하였다.

<표 II-9> 글로벌 VC·PE의 해외진출

유형	운용사명	국적	설립 연도	최초 해외 진출시기	최초 해외 진출지역	소요 기간(년)
VC	Lightspeed Venture Partners	미국	1971	2004	중국	33
VC	Sequoia Capital	미국	1972	2005	중국	33
VC	Kleiner, Perkins, Caufield & Byers	미국	1972	2007	중국	35
VC	New Enterprise Associates	미국	1978	2003	중국	25
VC	Accel Partners	미국	1983	2001	영국	18
VC	Battery Ventures	미국	1983	2008	이스라엘	25
VC	Draper Fisher Jurvetson	미국	1985	2000	중국	15
VC	Benchmark Capital	미국	1995	2000	이스라엘	5
VC	Vantage Point	미국	1996	2007	중국	11
PE	TPG	미국	1992	1994	아시아	2
PE	KKR	미국	1976	1997	유럽	21
PE	Carlye	미국	1987	1998	유럽/아시아	11
PE	Blackstone	미국	1985	1993	아시아	8
PE	Bain Capital	미국	1984	1989	유럽	5
PE	Apollo Management	미국	1990	1995	유럽	5
PE	Apax Partners	영국	1969	2000	아시아	31
PE	Permira	영국	1985	2002	미국	17

자료: 자본시장연구원

나. 비상장기업의 모험자본시장 의존도 증가

참여자 측면의 진화 이외에도 발행 및 유통시장을 중심으로 비상장기업의 모험자본시장 의존도가 증가하고 있는 점에도 주목할 필요가 있다.

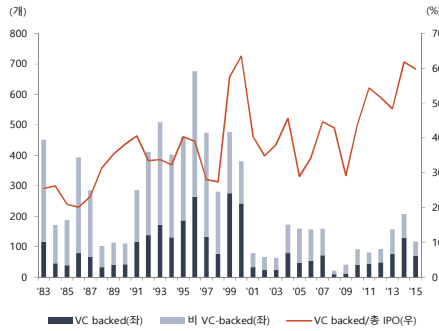
보다 구체적으로 보면, 이는 비상장기업의 IPO 유인의 감소와 비공개주식장의 유통플랫폼의 형성 및 활성화 등으로 정리할 수 있다.

1) 비상장기업의 IPO 유인 감소

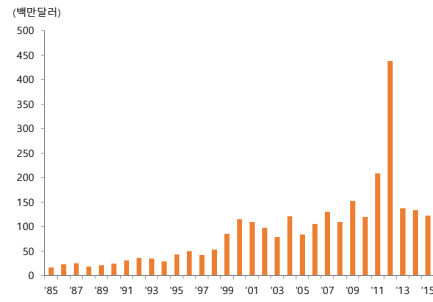
미국의 경우 나스닥 버블 붕괴 이후 성장형 혁신기업의 주식시장에 대한 자금조달 의존도가 지속적으로 하락하고 있다. 예를 들어, <그림 II-10>과 <그림 II-11>에서 보듯이 미국 주식시장 IPO 건수는 1990년대만 하더라도 연평균 250건에 달했다. 하지만, 2000년대 들어서는 연평균 50건 수준으로 하락하였고, 평균 IPO 규모도 지속적으로 상승하였다.

그런데 IPO 건수의 감소가 고성장 혁신기업의 자금조달 수요가 감소했다는 것을 의미하지는 않는다. 오히려 이들 기업들의 주식발행을 통한 자금조달 경로가 IPO와 같은 공적(public) 자본시장에서 사적(private) 모험자본시장으로 변화하고 있다는 점에 주목할 필요가 있다. 일례로 2015년 상반기 미국 기술기반 기업(tech companies)의 IPO 금액은 35억달러에 그친 반면 ‘사모 IPO’ 금액은 200억달러에 이르렀다(Financial Times, 2015. 6. 21). 여기서 ‘사모 IPO(private IPO)’ 또는 ‘유사 IPO(Quasi-IPO)’는 창업후기 기업이 주주 분산요건이나 공시의무 등이 주식시장의 IPO와 상이한 장외 모험자본시장에서 대규모로 자금조달을 하는 것(late stage mega funding)을 지칭한다. 이러한 현상은 <그림 II-12>에서 보듯이 글로벌 금융위기 이후 미국 상장기업들의 성장성과 수익성이 감소하고 금리가 하락한 것과 관련이 있다. 즉, 수익률 제고가 중요한 투자자 입장에서는 높은 성장성을 갖춘 비상장기업이 매력적인 투자처로 부상하였고, 이들 기업은 장외 모험자본시장을 통해 대규모 자금조달에 성공한 것이다.

<그림 II-10> 연도별 IPO 건수 <그림 II-11> VC 투자기업의 평균 IPO 규모

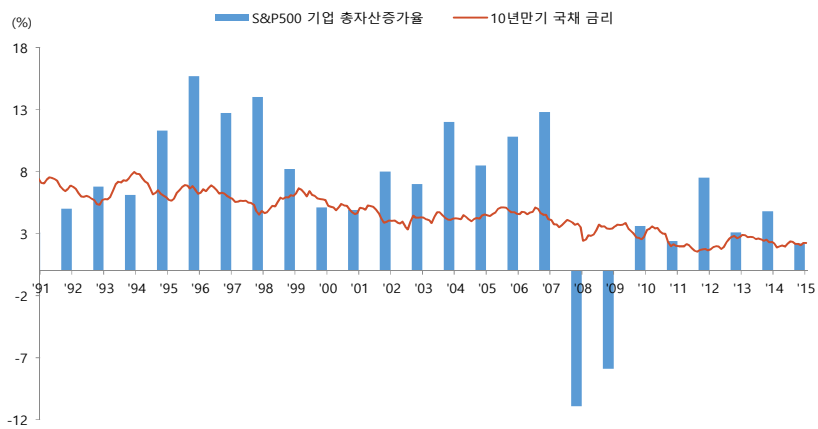


자료: NVCA



자료: Ritter(2015)

<그림 II-12> 미국 S&P 500 기업의 자산성장률과 10년 만기 미국 국채 금리



자료: Bloomberg, Datastream

미국에서 비상장 혁신기업의 IPO 시장이 위축된 원인에 대해서는 다양한 논의가 있다. 예를 들어, Weild & Kim(2009)은 미국 자본시장의 구조 및 제도 변화가 비상장 혁신기업의 IPO 시장이 위축된 주요인이라고 주장한다. 1990년대부터 등장한 고빈도매매(high frequency trading), 거래수

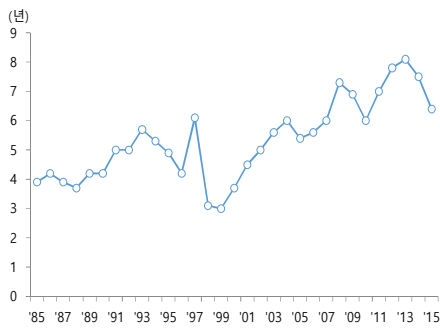
수료 할인 증권사(discount brokerage)의 등장 및 온라인 트레이딩의 증가, 십진화(decimalization)에 따른 호가 스프레드 축소, 고정 커미션 폐지와 수수료를 하락, Gramm-Leach-Bliley법 제정 및 Regulation Fair Disclosure 도입 등이 자본시장의 구조 및 제도 변화에 해당한다.¹⁵⁾ Coffee(2011) 또한 다음과 같은 제도 및 환경변화로 인해 모험자본시장이 확대된 반면 혁신기업의 IPO가 감소했다고 주장한다. 1990년대 Rule 144의 규제완화와 1997년 전매제한 기간 단축 조치 등 미국 사모발행 관련 증권법의 점진적 규제완화, 스프레드 및 위탁매매 수수료를 하락으로 인한 투자은행의 리서치 지원 감소와 기관투자자의 중소형주 회피, 비상장주식 유통플랫폼의 등장 등이 그 예이다. 이외에도 미국 기업 생태계에서 범위의 경제(economy of scope)가 확대된 결과 IPO 시장이 위축되었다는 주장도 있다(Gao et al., 2013). 이는 제품의 신속한 출시 필요성이나 빠른 기술 변화를 감안하면 고성장 혁신기업이 독립기업으로 남는 것보다 더 많은 경영자원을 가진 대기업에 인수되는 것이 유리하게 되어 IPO가 감소했다는 것이다.

미국에서 IPO 시장이 위축된 원인이 무엇이든 간에 IPO의 감소는 VC 회수경로의 변화와 밀접한 관련이 있다. <그림 II-14>에서 보듯이 IPO가 활성화되었던 1990년대에는 미국 VC 회수의 대부분은 IPO를 통해서 이루어졌다. 전통적으로 IPO를 통한 회수 수익률이 M&A를 통한 회수 수익률보다 높았기 때문이다. 그런데 2000년대 들어서 IPO 시장이 위축되면서 VC 투자 회수는 IPO보다 M&A를 통하여 이루어지고 있고, VC 투자부터 IPO까지의 기간도 장기화되고 IPO 규모도 커지고 있다. 즉, 높은 투자 수익이 예상되는 기업의 경우는 상대적으로 오랜 기간 비공개 상태를

15) 이를 좀 더 자세히 살펴보면 다음과 같다. 우선, 호가 스프레드가 줄어들고 주식 거래의 회전율이 높아지면서 투자은행 입장에서는 성장형 혁신기업과 같은 중소형주를 지원할 유인이 대폭 감소하였다. 그리고 Gramm-Leach-Bliley법으로 인하여 성장형 혁신기업의 IPO를 담당하던 중소형 투자은행이 은행지주회사에 인수되면서 IPO 업무가 약화되었다. 또한, Regulation Fair Disclosure로 인해 기관투자자에게 유료 프리미엄 리서치 제공이 어려워짐에 따라 거래수수료 수입이 적은 중소형주에 대한 투자은행의 리서치 지원이 불가능하게 되었다. 이외에도 2000년대 초반 Sarbanes-Oxley법이 도입되며 IPO 전후의 공시비용 및 상장유지 관련 법적·제도적 비용이 증가하였다.

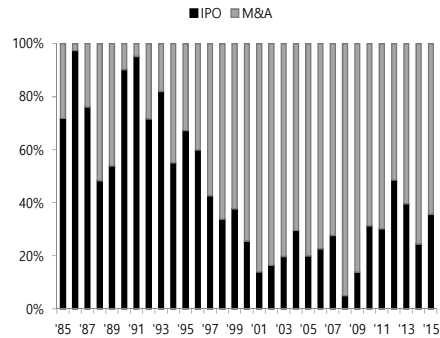
유지하다 IPO를 통해 자금조달과 회수액을 극대화하는 현상이 나타나고 있는 것이다. 반면, 전술한 바와 같이 범위의 경제를 조기에 실현하는 것이 유리할 경우 VC는 창업자를 설득하여 대기업과의 M&A를 통한 회수를 시도하기도 한다. 물론 이러한 방식의 M&A는 자금력을 갖춘 대형 기술기업을 중심으로 한 개방형 혁신의 확산과 밀접한 관련이 있다.

<그림 II-13> VC 투자 후 IPO까지 소요된 기간



자료: NVCA

<그림 II-14> VC 회수방식별 비중 추이



자료: NVCA

2) 비공개주식 장외 유통플랫폼의 형성

전문투자자들의 비상장 창업기업에 대한 투자가 원활해지기 위해서는 투자 회수경로가 다양하고 활성화되어 있어야 한다. 이 점에서 보면 비상장기업의 모험자본시장 의존도가 증가한 데에는 비공개주식시장의 유통플랫폼(private secondary market platform)이 형성되고 활성화된 영향도 크다. 예를 들어, 전술한 바와 같이 미국의 경우 M&A를 통한 회수가 늘어나고 있을 뿐만 아니라 pre-IPO 단계에서 장외 유통시장에서 투자 일부를 회수하기도 한다. 또한, 창업초기 기업투자를 중심으로 하는 크라우드펀딩, 슈퍼엔젤 등의 새로운 유형의 모험자본은 투자기간이 상대적으로 짧아 IPO보다는 중간단계에서 회수할 수 있는 M&A나 장외 유통플랫폼에 대한 수요가 높다.

모험자본시장의 투자 사이클에서 비공개주식 유통플랫폼이 갖는 의의는 주요 회수 수단인 IPO 또는 M&A에 이은 제3의 대안이라는 것 외에도 그 자체로 모험자본 생태계 전반에 걸쳐 긍정적 과급효과가 크다는 데 있다. 비공개주식 유통플랫폼은 모험자본시장의 정보 부족 및 비대칭성을 해소하는 역할을 하고 있으며, 엔젤투자자, 창업기업의 전·현직근로자, 창업자 등의 다양한 참여자의 유동성 거래를 지원하고 있다. 이러한 비공개주식 유통플랫폼으로는 미국 SecondMarket과 SharesPost를 들 수 있다. 이들 플랫폼들은 미국 증권법 규제 틀 내에서 맞춤형 유동성 프로그램을 통해 회사가 적극적으로 유동성 공급에 참여하도록 하여 정보비대칭성 문제를 해소하고 있으며, 비공개회사 유상증자서비스를 통해 비상장 혁신기업이 신규 자금을 조달할 수 있도록 지원하고 있다(남재우 외, 2015). 한편, 미국의 사례에 고무되어 2009년 네덜란드와 영국에서는 미국의 비공개주식 유통플랫폼과 유사한 NPEX(Nederlandsche Participatie Exchange)와 IlliquidX가 만들어져 운영 중에 있다.

다. 사적 관계의 성격 변화

모험자본시장은 기본적으로 전문투자자가 활동하는 시장으로 전문투자자는 피투자기업 또는 출자자(간접투자시장의 경우)와 사적 관계를 이루고 있다. 모험자본시장은 최근 이러한 사적 관계에서도 변화의 모습을 나타내고 있다. 이러한 사적 관계의 성격 변화는 GP-LP간 대리인 문제의 부각, 탈중개화 현상, 협력형 투자모형의 확산 등으로 정리할 수 있다.

1) GP-LP간 대리인 문제의 부각

LP가 출자금을 GP에게 위탁 운용하는 구조의 VC 및 PE 펀드에서 GP와 LP의 관계는 전형적인 주인-대리인(principle-agent) 구조의 사적 관계이다. 이에 따라 GP는 LP의 이익보다는 자신의 사적 이익을 추구할

수 있으므로 출자계약서(Limited Partnership Agreement: LPA)는 LP와 GP 간 유인일치적인(incentive compatible) 계약조건 확보에 초점을 두게 된다. 그럼에도 불구하고 GP와 LP 간에는 다음과 같은 대리인 문제(agency problem)가 발생할 수 있다.

우선, 수수료 구조에서 대리인 문제가 발생할 수 있다. 간접투자시장에서 수수료 구조는 기본적으로 펀드 규모의 일정 비율을 매년 수취하는 관리보수와 펀드운용의 성과에 따라 기준수익률(hurdle rate) 초과분의 일정 비율을 수취하는 성과보수로 구성되어 있다. 여기서 관리보수는 펀드 운용에 따르는 투자대상에 대한 탐색 비용을 포함한 운영비 충당에 사용되어 GP와 LP 간의 유인일치적인 계약조건의 핵심은 성과보수에 있다. 그럼에도 불구하고 관리보수의 절대규모가 펀드규모에 비례하므로 GP는 자금모집 과정에서 펀드의 대형화를 통해 관리보수 극대화를 추구할 수 있다. 물론, 펀드 규모가 증가하면 수익률이 하락하는 경향이 있고, GP가 향후에도 자금을 모집하기 위해서는 수익률을 일정 수준 이상 유지해야 하므로 펀드규모를 과도하게 증가시킬 수는 없다. 또한, VC 및 PE 시장이 활황일 경우 시장의 풍부한 유동성을 바탕으로 투자경험과 역량이 부족한 신규 GP의 진입이나 한계 GP를 중심으로 한계펀드(me-too fund)가 급증하는 현상도 나타날 수 있다. 금융위기 직전 나타났던 운용사 및 펀드 수의 급증은 이러한 현상을 잘 나타내고 있으며, 이 경우 상기한 관리보수 극대화 이외에도 역선택(adverse selection)과 같은 대리인 문제가 발생하기 쉽다.

대리인 문제는 낮은 수익률로 귀결되고, 이로 인해 다양한 문제가 발생될 수 있다. 실제로 VC 업계의 경우 이와 같은 대리인 문제로 인해 낮은 수익률에 실망한 기관출자자의 출자 감소, 투자성과가 유지되는 일부 대형 VC 운용사로의 출자 집중, 관리보수율의 하락 등의 현상이 나타났다. 이에 따라 VC업계 전반에 걸쳐 대리인 문제를 줄이기 위한 노력을 기울였고, 그 결과 LP가 투자 의사결정 과정에 참여하는 현상이 나타나게 되었다(McCahery & Vermeulen, 2013).

2) 공동투자 및 직접투자 확대 등 탈중개화 현상

거래비용과 정보비대칭성이 높은 모험자본시장에서 전문투자자를 통한 위탁운용 즉, 금융중개는 합리적인 투자방식이 될 수 있다. 그런데 최근 모험자본시장에서는 전술한 대리인문제를 이유로 공동투자(coinvestment)와 직접투자가 늘어나는 등 자금운용의 탈중개화(disintermediation) 현상이 나타나고 있다. 공동투자는 LP가 출자한 VC·PE 펀드가 행하는 대상 기업에 대한 투자와는 별도로 LP가 동일 기업에 대하여 VC·PE 펀드와 동일 조건으로 투자하는 것을, 직접투자는 LP가 투자대상을 직접 발굴하고 투자하는 것을 말한다.

공동투자는 금융위기 이후 투자수익률이 하락하고 GP의 운용보수가 지나치게 높다는 인식이 확산되면서 PE에서 많이 활용되고 있다. 공동투자는 다음과 같은 장점을 가지고 있다. 우선, 공동투자의 경우 운용보수가 적거나 부과되지 않기 때문에 LP 입장에서 공동투자는 수익률 제고에 유리한 방식이다. 포트폴리오 투자를 해야 하는 GP 입장에서도 개별 기업에 대한 투자규모 제한으로 투자가 어려운 경우 LP에게 공동투자를 제안할 수 있다. 또한, 공동투자는 장기적으로 LP의 직접투자 역량을 강화할 수 있는 수단으로 인식되고 있다. 즉, 공동투자는 궁극적으로 기관출자자의 탈중개화로 가기 위한 수단인 것이다.

이러한 탈중개화 현상에도 불구하고 실제 공동투자의 수익률은 공동투자가 이루어지는 펀드 수익률보다 높지 않은 것으로 나타난다. 이로 미루어보면 실제로는 상대적으로 매력적이지 못한 공동투자 건이 LP들에게 제시되고 있는 것으로 보인다. 반면, 직접투자는 정보비대칭성이 상대적으로 낮은 창업후기 기업 투자와 같은 분야에서 두드러지는데, 그 투자성과는 펀드의 성과보다 높은 것으로 나타난다(Fang et al., 2014).

3) 협력형 투자모형(collaborative investment model)의 등장

LP가 출자금을 GP에게 위탁 운용하는 경우 LP는 대체로 연기금, 금융기관, 학교·재단 등 투자 결정에 직접적인 관여를 하지 않는 재무적, 소극적 기관투자자들로 구성된다. 그런데 최근에는 일부 VC 운용사를 중심으로 운용과정에서 GP가 LP의 지원을 받거나 LP와 협력하는 소위 ‘협력형 투자모형(collaborative investment model)’이 나타나고 있다(McCahery & Vermeulen, 2013). 슈퍼엔젤이나 마이크로 VC가 협력형 투자모형 방식으로 운용되고 있는 모험자본의 예이다.¹⁶⁾

협력형 투자모형에서 LP는 단순 출자 이외에도 피투자기업에 대한 실사(due diligence)에 참여하고, 자문이나 경영지원을 제공하기도 한다. 이와 관련하여 <표 II-10>의 사례와 같이 기업이 전략적 투자자(strategic investor)로 참여하는 협력형 투자모형에 주목할 필요가 있다. 이 경우 전략적 투자자인 기업은 재무적 수익뿐만 아니라 시장잠재력이 높은 기술이나 제품의 동향을 파악하고 피투자기업과 향후 사업관계를 만들고자 하는 전략적인 동기를 가지고 펀드에 출자한다. GP의 관점에서 이러한 기업 LP들은 관련 산업 지식이나 투자기회에 대한 정보를 제공할 뿐만 아니라 향후 포트폴리오 기업의 잠재적 인수자가 될 수 있기 때문에 매우 중요한 의미를 가진다.

한편, 협력형 투자모형의 보수구조는 일반적인 구조와는 차이가 난다. 이 모형에서 관리보수는 고정급이며, 운용사와 출자자가 투자손익을 공유한다. 그리고 운용사의 출자비율도 일반적인 구조의 1% 수준보다 훨씬 높은 수준에서 결정된다. 따라서 대리인 문제 발생 가능성은 일반적인 구조보다 협력형 투자모형에서 훨씬 낮다고 할 수 있다.

16) 역량 있는 창업자, 엔젤투자자, 또는 VC 심사역 등을 주축으로 태동한 슈퍼엔젤이나 마이크로 VC는 전통적인 조합에서와 같은 LP-GP 관계가 아니라 공동투자라는 관점에서 출자자들이 구성되어 있다.

<표 II-10> 주요 협력형 투자모형 사례 (기업 출자자)

기업 출자자	GP	펀드명	기업 출자액 (달러)	펀드 규모 (달러)	투자 섹터	투자 지역
Softbank	Southern Cross Venture Partners	Southern Cross Renewable Energy Fund	100.0	200.0	재생에너지	호주
Edenred	Partech Int'l	Partech Int'l VI	20.0	129.5	전자상거래, 디지털 미디어	유럽, 미국
Bertelsmann	University Ventures	University Ventures	51.8	100.0	교육	유럽, 미국
France Telecom-Ora nge, Publicis Groupe	Iris Capital Management	OP Ventures Growth 의 2개	194.5	389.0	ICT, 디지털 미디어	유럽, 전세계
OPIC	TPG	TPG Alternative & Renewable Tech Partners	125.0	500.0	Clean-tech	전세계
Johnson & Johnson, GlaxoSmithKline	Index Ventures	Index Life VI	100.0	200.0	헬스케어	유럽, 미국
Ashahi Glass, Mitsubishi Chemical, JSR Corp	Pangaea Ventures	Pangaea Ventures Fund III, LP	50.0	100.0	고성능 소재	북미, 유럽, 러시아
Eli Lilly	TVM	TVM Life Science Ventures VII	40.0	150.0	생명과학	캐나다

자료: McCahery & Vermeulen(2013)에서 축약 재인용

3. 국내 모험자본시장의 현황 및 특징

가. 정부 주도의 모험자본시장

우리나라 모험자본시장은 정부 당국의 강력한 정책적인 견인을 바탕으로 정부 또는 공공부문이 주도하는 시장으로 발전해왔다. 정부는 산업정책 차원에서 국가 경제의 역동성을 강화하기 위해 특정 산업의 태동 및 성장을 지원하였으며, 정부가 주도적으로 조성한 정책자금을 종자돈으로 민간이 참여할 수 있는 모험자본이 본격적으로 축적된 것이다. 특히, 벤처캐피탈 시장은 이러한 정부의 노력으로 가장 먼저 발전한 대표적인 모험자본시장이다. 이를테면, ‘특정 산업 내에서 요구되는 충분한 수준의 벤처기업을 발굴 및 육성하기 위한 모험자본(venture capital) 시장의 구축’을 목표로 우리나라 모험자본시장이 형성되기 시작한 것이다. 이를 정부의 벤처기업정책을 기준으로 살펴보면 다음과 같다.

1974년 한국기술진흥금융주식회사(Korea Technology Advancement Corporation: KTAC)의 설립으로 국내에 벤처캐피탈이 처음으로 도입된 이래 우리나라 정부가 벤처산업을 본격적으로 육성하기 시작한 것은 1990년대 중반부터라고 할 수 있다.¹⁷⁾ 1995년에 민간 벤처기업이 주도하는 벤처기업협회가 설립되었으며, 그 이듬해에는 벤처투자의 회수시장이라 할 수 있는 코스닥시장이 출범하였다. 이 시기 정보통신 산업을 중심으로 하는 전세계적인 신경제(new economy) 조류의 영향으로 국내에서도 벤처기업 설립이 붐을 이루었으며, 정부도 이에 부응하여 벤처법을 제정하고 벤처산업의 육성을 견인하게 된다. 하지만 이러한 IT 붐은

17) 1980년대는 벤처캐피탈 산업을 육성하기 위한 제도적인 기반이 마련된 시기라고 할 수 있다. 1980년에는 기업의 기술개발을 촉진하기 위해 ‘한국기술개발주식회사법’을 제정하였고, 이에 의거하여 한국기술개발주식회사(Korea Technology Development Corporation: KTDC)가 설립되었다. 그리고 이를 정책적으로 뒷받침하기 위하여 1986년에 창업지원법과 「신기술사업 금융지원에 관한 법률」이 각각 제정되었다.

2000년대 버블 붕괴로 이어지며, 벤처투자에 대한 투자자 신뢰 저하를 포함하여 커다란 후유증을 남기게 된다. 이후 이를 타개하기 위한 정책적인 노력이 벤처산업의 조정기와 재점화기를 거치며 지속적으로 추진되어 왔다.¹⁸⁾

<표 II-11> 국내 벤처기업정책의 추진 경과

구분	의미	시기	주요 내용
제1기	추진기	1997~2001년	벤처 관련 정부 차원의 종합대책 수립부터 IT 버블 붕괴까지 양적 확장기
제2기	조정기	2002~2007년	벤처기업정책에 대한 비판적 시각과 함께 모태펀드 조성을 통한 건전성 강화
제3기	재점화기	2007~현재	시장 중심의 자생적 선순환 벤처 생태계 구축 방향

자료: 조영삼 외(2015)

1) 제 1기: 벤처기업 육성을 위한 법제화 및 벤처붐

제 1기는 코스닥시장(1996년) 출범 직후인 1997년부터 2001년까지로 벤처기업 육성을 위한 법제화가 이루어지고, 국내 벤처캐피탈 시장이 양적으로 크게 확대된 시기이다.¹⁹⁾ 특히, 이 시기에는 벤처법(1997년)이 제정되고 지속적으로 개정(창업지원법 포함)되면서 벤처기업 육성을 위한 체계적인 지원 시스템이 구축된 것으로 평가된다. 이에 대한 주요 내용은 다음의 <표 II-12>와 같다.

18) 국내 벤처정책의 시기 구분 및 주요 내용은 조영삼 외(2015)를 참조하였다.

19) 1986년 제정된 창업지원법을 계기로 민간 벤처캐피탈 시장 및 제 1세대 벤처기업군이 형성되었음에도 불구하고 효과적인 회수시장이 부재하여 역동적인 벤처생태계가 조성되기 어렵다는 지적에 따라 코스닥시장이 출범하였다.

<표 II-12> 제 1기 벤처기업정책의 추진기 주요 내용

정책	시기	주요 내용
벤처법	1997년	벤처기업 확인제도 도입, 벤처기업 전용단지 및 벤처집적시설의 시정, 벤처기업 활성화위원회의 설치 등 총체적인 정책지원 시스템 확립과 법률적 기반 마련
벤처법 1차 개정	1998년	교수·연구원 창업지원제도 도입, 벤처기업의 주식매수선택권 제도 도입 등 벤처투자시장 활성화를 위한 추가 규정 도입
벤처법 2차 개정 및 창업지원법 개정	2000년	벤처기업 육성 촉진지구 지정, 다산벤처의 설립 근거 마련, 창업사업계획 승인제도 및 민원 자동승인제도 도입 등 벤처캐피탈의 질적 제고를 위한 벤처투자시장의 활성화 방안 마련

자료: 조영삼 외(2015)

2) 제 2기: 벤처버블 및 벤처 조정기

제 2기는 2002년 이후 2007년까지로 벤처기업정책의 조정기에 해당한다. 2000년 초반까지만 하더라도 급속한 양적 성장을 기록하던 국내 벤처산업은 벤처기업의 실적악화 및 코스닥시장의 수급 불균형 등의 요인으로 인하여 산업 전반에 급격한 침체기가 도래하게 된다.²⁰⁾ 이에 따라 이 시기 정책기조는 벤처 생태계의 질적인 건전성 제고와 함께 민간 참여 확대를 전제로 하는 시장친화적인 생태계 육성으로 전환하게 된다. 이러한 정책기조 하에 2002년 ‘벤처기업 건전화방안’ 및 2004년 ‘벤처기업 활성화 대책’, 그리고 2006년부터 2007년까지 지속된 ‘벤처캐피탈 선진화 방안’ 등이 잇따라 발표되었다. 이와 함께 코스닥시장의 건전성 확보 및 투명성 제고를 위한 일련의 규제 장치가 강화되었다.

20) 2000년 3월 2,834.7로 최고치를 기록하였던 코스닥 지수는 2000년말에 525.8로 급락하면서 벤처기업 육성 정책의 초기 압축 성장 과정에서 발생한 거품이 붕괴된다. 이에 대해 정부 주도의 과도한 시장 개입에 대한 비판과 함께 코스닥시장의 불투명한 공시제도 및 주가 조작에 대한 감시 기능 미비로 인한 시장질서 왜곡 등이 주요 원인으로 지목된다. 보다 근본적으로는, 국내 경제가 고도 성장기에서 안정기로 접어들어 따라 중소기업 부문 역시 과거와 같은 양적 성장을 지속하기 어렵게 된 시장 상황에 기인한다고 볼 수 있다.

<표 II-13> 제 2기 벤처기업정책의 조정기 주요 내용

정책	시기	주요 내용
벤처기업 건전화방안	2002년	<ul style="list-style-type: none"> • M&A 및 중간회수시장 활성화를 목적으로 벤처기업 간 인수·합병 규제 및 절차완화 • 코스닥시장 공정공시제도 도입 등 코스닥 심사 기준 강화 및 등록기업의 엄격한 공시요건 적용
벤처기업 활성화 대책	2004년 2005년	<ul style="list-style-type: none"> • 벤특법 개정을 통해 모태조합 결성 및 운영 근거 마련 • 모태조합 전문관리기관 ‘한국벤처투자(KVIC)’ 설립
벤처캐피탈 선진화 방안	2006년 2007년	<ul style="list-style-type: none"> • 벤처캐피탈 선진화 방안 I: 개방적·자율적 펀드운용 확대 및 벤처캐피탈의 투명성과 신뢰성 제고, 모태펀드 운용의 전문성 강화, 벤처투자 글로벌화, 벤처투자 인프라 및 역량 강화 방안 마련 • 벤처캐피탈 선진화 방안 II: 펀드 중심의 자율적 투자 구조 강화, 창업투자조합 및 창업투자회사 규제완화, 국제기준에 부합하는 펀드 운용 체제 확립

자료: 조영삼 외(2015)

이 과정에서 2004년말 벤특법을 개정하여 벤처관련 정책자금을 통합적으로 운영하는 모태조합의 결성 및 운영 근거를 마련하였다. 그리고 이에 근거하여 2005년 6월 모태조합 전문 관리기관인 ‘한국벤처투자(Korea Venture Investment Corporation: KVIC)’가 설립되어, 투자조합의 선정·출자 및 사후관리 업무가 민간으로 이양되었다. 특히, 한국벤처투자의 설립은 정책자금 집행을 통한 벤처기업 육성에 있어 공공성 및 수익성을 모두 제고할 수 있는 성공적인 운영기제로 평가된다.

3) 제 3기: 재점화기

제 3기는 2007년 이후부터 현재까지로 벤처기업정책 재점화기에 해당한다. 이 시기는 한시법이었던 벤특법이 2007년에 시한 종료됨에 따라 이

를 10년 연장하는 조치부터 시작되었다. 이 시기 초반의 벤처정책은 버블 붕괴 이후 반 벤처 정서를 고려하여 벤처기업의 혁신형 창업을 강조하는데 주안점을 두는 ‘창업 활성화’ 정책으로 특징지을 수 있다. 또한, 정부의 인위적인 개입을 최소화하여 시장친화적인 지원 체계를 구축하고자 하였으며, 지원보다는 적극적인 규제 완화를 통하여 창업에 요구되는 불필요한 절차와 비용을 최소화하는 부분을 강조하였다. 이를 위하여 2008년 창업 절차 간소화 대책 및 기술창업 활성화 대책 등이 수립되었으며, 2010년에는 농공상 융합형 중소기업 육성전략, 녹색중소기업 창업·성장 지원방안, 청년 기술·지식창업 지원대책 등이 연이어 발표되었다.

<표 II-14> 제 3기 벤처기업정책의 재점화기 주요 내용

정책	시기	주요 내용
기술창업 활성화대책	2008년	<ul style="list-style-type: none"> • 벤특법 10년 연장 • 창업절차간소화 대책 수립, 녹색기술 및 청정에너지 산업을 통한 선장동력 확보와 일자리 창출
농공상 융합형 중소기업 육성전략 등	2010년	<ul style="list-style-type: none"> • 관계 부처 합동으로 농공상 융합형 중소기업 육성지원 단 운영 및 정책·제도 개선, 법령 정비 • 녹색신기술창업집적지역을 조성하여 창업·벤처기업에 입주공간 제공, 기업의 자발적 녹색 활동 장려
벤처·창업 자금생태계 선순환방안	2013년	<ul style="list-style-type: none"> • 벤처투자자금의 선순환 촉진을 위해 온라인 펀딩 플랫폼인 크라우드펀딩 제도 신설 및 규율 마련 • 엔젤투자에 소득공제 확대, 민간과 함께 미래창조펀드 조성, 예비창업자 특례보증 신설
중소·벤처기업 투자금융 활성화방안	2015년	<ul style="list-style-type: none"> • M&A, 세컨더리 등의 분야에서 모태조합의 출자 없이 민간자금만으로 벤처조합(KVF) 결성 가능 • 창업투자조합의 운용주체를 기존의 창업투자회사에서 신기술금융사, LLC(Limited Liability Company)까지 확대 • 회수시장 활성화를 위한 M&A 전용펀드 확대 • 코넥스 투자펀드 추가 조성 및 장내거래 참여 운용사에 대한 성과보수 지급

자료: 조영삼 외(2015)

이에 뒤이어 2013년 이후의 벤처정책은 ‘창조경제 활성화를 위한 벤처 생태계 선순환 구조 강화’로 정의할 수 있다. ‘창조경제’를 국민의 상상력과 창의성을 과학기술 및 ICT에 접목하여 새로운 산업과 시장을 창출하고 기존 산업을 강화함으로써 좋은 일자리를 만드는 새로운 경제전략으로 정의하고 있다. 이러한 관점에서 2013년도에 ‘창조경제 실현계획’의 일환으로 크라우드펀딩 및 엔젤투자를 제도화하였으며, 2015년 중소·벤처기업 투자금융 활성화방안에 이르기까지 다양한 활성화 대책을 수립하고 있다.

나. 국내 모험자본시장 현황

1) 액셀러레이터

2000년대 중반 이후 본격적으로 확산된 액셀러레이터는 미국, 영국, 이스라엘 등 벤처창업이 활성화된 국가를 중심으로 전 세계에 2천개 이상의 액셀러레이터가 활동 중이다.²¹⁾ 이들은 앞서 살펴본 바와 같이 VC 즉, 벤처캐피탈에 이어 주요 창업 및 창업초기 투자자로 부상하고 있다. 국내에서는 2010년 설립된 ‘프라이머’가 최초의 액셀러레이터라고 할 수 있으며, 2015년말 현재 약 20여개의 액셀러레이터가 설립 및 운영 중에 있는 것으로 파악된다. 이들은 대부분 관련 벤처산업의 1세대 창업자 출신들로 구성되어 있다.

21) 액셀러레이터는 창업초기 기업 선발 및 초기 투자, 차별화된 1대1 멘토링, 코칭 중심의 단기간 집중 지원 등의 역할을 수행한다. 그런데 국가별로 액셀러레이터의 성향은 다양하게 나타난다. 미국의 경우 전형적인 민간 주도형 모델인 반면, 독일은 인큐베이터를 중심으로 멘토링을 강조한다. 핀란드의 액셀러레이터는 대학 중심으로 운영되며 투자에 대한 지분은 보유하지 않는 특징이 있다.

<표 II-15> 국내 주요 액셀러레이터 현황

기관명	대표자	실적	특징
글로벌 창업 네트워크	신이철	· 4기수 운영, 45개사 지원	· 벤처1세대 출신 · 중소기업청 산하 비영리 사단법인 · 클라우드펀딩플랫폼 와디즈 제휴
네오위즈 네오플라이	권용길	· 3기수 운영, 22개사 지원 · 마이리얼트립, 이엠컴퍼니	· 네오위즈 운영 · 게임 분야 특화
더벤처스	호창성	· 수시 운영, 15개사 지원 · 파킹스퀘어, 셀잇	· VIKI.com 창업자 출신
벤처스퀘어	명승은	· 3기수 운영, 28개사 지원	· 스타트업 전문 미디어 운영
벤처포트	유청연	· 2기수 운영, 20개사 지원 · 헬세리온, 퍼블스튜디오	· 마젤란기술투자자 공동운영 · VC, 벤처기업가 중심
스마일게이트 홀딩스오렌지랩	권혁빈	· 1기수 운영, 20개사 지원	· 스마일게이트 운영 · 게임 분야 특화
스파크랩	이한주	· 3기수 운영, 13개사 지원 · 노리, 미미박스	· 버나드문(美 비드릭),한주(호스트웨이) 등·실리콘밸리+국내 창업가
씨엔터테크	전화성	· 1기수 운영, 7개사 지원 · 업청난벤처, 프리코어	· KAIST 학내벤처 1호 창업자 · 서비스 플랫폼 분야 특화
쿨리지코너 & Bootstrap	권혁태	· 6기수 운영, 25개사 지원 · BCNX, 이큐브랩	· 차체 보육센터 보유
패션테크놀로지 액셀러레이터	리차드민	· 1기수 운영, 16개사 지원 · 웨이커미디어, 루이슈즈	· 미국 FT 합작지사 설립 · 패션 분야 특화
패스트트랙 아시아	박지웅	· 4기수 운영, 13개사 지원 · 헬로네이처, 푸드플라이	· 스타트업 공동창업 및 투자지원
퓨처 플레이	류중희	· 3개사 지원 · 스튜디오 XID, SNEK	· 올라웍스(류중희) 창업자 참여
프라이머	권도균	· 수시 운영, 27개사 지원 · 킷켓, 에드투페이퍼	· 이니스(권도균), 다음(이택경) 창업자 출신
매쉬업엔젤스	이택경	· 2기수 운영, 29개사 지원 · 버튼데리, 리멤버, 늑	· 엔젤네트워크(Angel Network)
D.CAMP	김광현	· 콘텐츠 특화 38개사 지원	· 은행권청년창업재단 설립 · K-startup 매칭투자, 창업공간 제공
K-startup 액셀러운동본부	변광준	· 4기수 운영, 20개사 지원 · 셀텐스랩, 쉐리코스터	· 구글(자금/멘토링), SK플래닛(자금), D.CAMP 협력
SK플래닛101 스타트업코리아	서진우	· 1기수 운영, 6개사 지원 · 오픈, 아우름 플래닛	· 사회공헌 차원 · 지분 투자 없음
Sopoong (소풍)	임준우	· 9개사 지원 (국내 8개사, 해외 1개사)	· 사회혁신기업, 소셜벤처투자 지원 · 다음(이재웅) 창업자 설립
디쓰리뷰빌리	이덕준	· 31개사 지원 (국내 16개, 해외 15개) · 희망만드는사람들, 파킹클라우드, 유클래스	· 전직 G마켓 임원들이 설립 · 국내 및 미국 외 남미, 아프리카, 인도 등 저소득 국가의 스타트업 발굴
엑트너랩	조인제	· 2기수 운영, 7개사 지원 · 오렌지파워, 토이스미스	· 하드웨어 분야 특화 · Lab IX(실리콘밸리) 및 STK, 로켓스페이스, 인텔 등과의 제휴
코이스라시드 파트너스	강영재	· 5개사 지원 · 코랭고, 마이드라이브스	· 이스라엘 멘토링 제공

자료: 김선우(2015)

그런데 국내에서는 아직 액셀러레이터의 창업지원 활동이 미미한 수준이다. 이는 액셀러레이터의 업무가 벤처캐피탈과 거의 동일한 기업 투자 활동임에도 불구하고, 대부분 벤처캐피탈로 인정받기 위한 최소 자본금 요건(50억원) 미달로 투자법인의 지위를 획득하기 어려워 제도적인 지원을 받지 못하기 때문이다. 즉, 액셀러레이터가 제도적으로 벤처캐피탈로 인정받지 못하는 경우 투자활동에 대한 조세감면 혜택을 받지 못하고, 각종 정책 지원 사업에도 참여할 수 없어 창업지원 활동에 한계가 있는 것이다. 이에 따라 액셀러레이터의 기업 투자에 대한 양도세·증권거래세·배당소득세의 면제와 액셀러레이터 출자자에 대한 양도세 면제 및 배당소득세 분리과세 등의 세제 혜택 확대가 논의되고 있다.

2) 크라우드펀딩

최근 미국, 영국, 일본 등의 국가에서 크라우드펀딩 관련 법을 제정하면서 크라우드펀딩에 대한 관심이 빠르게 증가하고 있다. 미국은 2013년 3월 크라우드펀딩법과 발행시장 규제완화 법안을 결합한 JOBS법을 제정하였으며, 일본의 경우 2014년 5월 증권형 크라우드펀딩을 허용하는 금융상품거래법 개정안이 발효되었다.

<표 II-16> 해외 크라우드펀딩 관련 법제화 현황

구분	주요사항
미국	<ul style="list-style-type: none"> • JOBS법 제정(2012. 3) : 증권규제 완화를 통한 신생기업 자금조달 및 고용창출이 목적 • 미국증권거래위원회(Securities and Exchange Commission: SEC) 크라우드펀딩 시행령(안) 마련(2013. 10) : 자금유치기업, 중개업자, 투자자에 대한 의무 조항 등
이탈리아	<ul style="list-style-type: none"> • ‘성장 촉진법(decreto crescita)’ 통해 법제화(2012. 10)
영국	<ul style="list-style-type: none"> • FSA(Financial Service Authority) 증권형 승인(2013. 2) • FCA(Financial Conduct Authority) 규제 구체화(2014. 3)
일본	<ul style="list-style-type: none"> • 금융청 중심으로 크라우드펀딩 도입 준비 • 크라우드펀딩과 관련한 금융상품거래법 개정(2014. 5)

자료: 조유리 외(2014)

<표 II-17> 국내 크라우드펀딩 플랫폼 현황

업체	모집액 (억원)	금리, 수익률, 부도율, 자금모집건수, 참여인원	주요 분야 및 후원대상	설립 연도
오픈트레이드	-	-	기업투자	2012
오피툼	-	-	기업투자	2012
머니옥션	2,402	21.8%(수익률)	개인소액대출	2006
팝펀딩	-	-	개인소액대출	2007
펀딩트리	17.6	30.7%(금리)	개인소액대출	2011
8퍼센트	85.3	8.0%(금리), 0%(부도율)	개인소액대출	2014
빌리	11.9	9.9%(금리), 0%(부도율)	개인소액대출	2015
키퍼펀딩	-	509건(모집), 8건(연체)	동산담보소액대출	2014
펀딩매니아	-	-	동산담보기업	2015
펀다	10.8	9.9%(수익률), 0%(부도율)	자영업자대출	2015
테라펀딩	47.3	12%(수익률), 0%(부도율)	부동산투자	2014
렌딧	43.7	-	포트폴리오투자	2015
어니스트펀드	9.5	0%(부도율)	포트폴리오투자	2015
피플펀드	-	-	은행통합P2P플랫폼	2015
위시플렉스	-	-	소셜기부	2011
위제너레이션	-	-	소셜기부	2012
텀블럭	-	-	개인맞기업후원	2011
펀루	-	-	개인맞기업후원	2011
굿펀딩	-	276건(모집)	개인맞기업후원	2011
유캔스타트	33.0	400건(모집)	개인맞기업후원	2012
펀딩21	-	-	개인맞기업후원	2013
씨펀	-	66건(모집)	개인맞기업후원	2013
키다리펀딩	-	39건(모집)	개인맞기업후원	2013
펀딩포유	0.3	6건(모집)	개인맞기업후원	2015
마이누리	1.2	315명(참여인원)	개인맞기업후원	2015
해피빈	-	20건(모집)	개인맞기업후원	2005
와다즈	-	-	크라우드펀딩포털	2012
오마이컴퍼니	13.3	53,108명(참여인원)	사회적기업후원	2012
예술나무	-	88건(모집)	문화예술분야	2011
메이크스타	0.2	7건(모집)	한류콘텐츠	2015
드림시드	0.2	29건(모집)	기금형 모임	2015
소셜펀치	6.2	342건(모집), 18,007명(참여인원)	사회운동후원	2011
텐스폰	-	72건(모집)	게임콘텐츠	2014
케이펀딩	-	-	개인후원/기업투자	2014

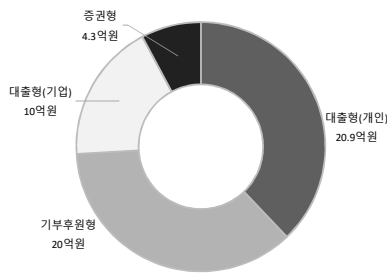
자료: 한국크라우드펀딩기업협회, 각사홈페이지(2015. 11), 기사재인용

우리나라에서는 2007년 P2P(Peer-to-Peer) 금융의 형태로 출범한 머니옥션과 팝펀딩, 퍼스트핸드 등이 크라우드펀딩(대출형)의 효시라 할 수 있다. 2011년에는 펀듀, 업스타트와 같은 기부형 및 후원형 크라우드펀딩이 출범하였으며 2015년 자본시장법 개정을 통하여 증권형 크라우드펀딩이 도입되었다. 이에 따라 2015년말 현재 약 34개의 크라우드펀딩 플랫폼이 운영 중인 것으로 파악된다(<표 II-17> 참조). 이 중에서 후원형과 대출형이 각각 12개사와 15개사로 전체의 80%를 차지하고 있다.

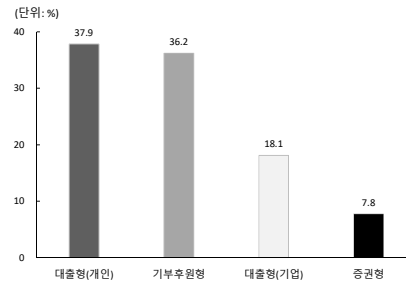
국내 크라우드펀딩의 유형별 금액과 비중을 살펴보면, 2014년 자금모집 기준 전체 55억원 중 대출형 크라우드펀딩이 20.9억원으로 37.9%를, 기부후원형이 20억원으로 36.2%를, 그리고 증권형이 4.3억원으로 7.9%를 차지하고 있다. 한편, 천창민(2015)에 따르면, 크라우드펀딩 참여자 수는 2011년 7만명에서 2012년 23만명, 그리고 최근 2015년 9월에는 74만명 수준으로 빠르게 증가, 크라우드펀딩에 대한 일반투자자의 관심이 커지고 있음을 확인할 수 있다.

<그림 II-15> 국내 크라우드펀딩 현황

유형별 자금모집 규모

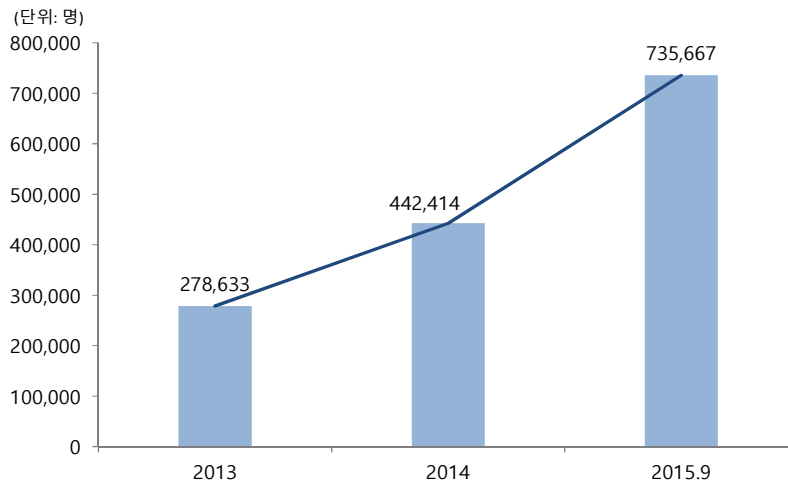


유형별 비중



주 : 조사대상회사 10개 플랫폼(굿펀딩, 머니옥션, 아이시드, 오마이컴퍼니, 오피튼, 오픈트레이드, 와디즈, 위제너레이션, 팝펀딩, 텀블벅)
 자료: 천창민(2015)

<그림 II-16> 국내 크라우드펀딩 참여자 수



주 : 조사대상회사 8개 플랫폼(오픈트레이드, 팝펀딩, 굿펀딩, 와디즈, 오마이컴퍼니, 머니이션, 오피튼, 씨펀)

자료: 천창민(2015)

모험자본시장과 가장 관련이 높은 크라우드펀딩 유형은 증권형 크라우드펀딩이다. 우리나라에서 증권형 크라우드펀딩은 자본시장법 시행령 개정을 거쳐 2016년 1월에 도입되었다. 그 대략적인 내용은 다음과 같다. 우선, 크라우드펀딩을 통해 자금을 모집할 수 있는 발행기업은 업력 7년 이하의 창업·중소기업에 한정되며 연간 7억원까지 모집할 수 있다. 다만, 신기술개발이나 문화사업 등 프로젝트 사업을 하는 벤처기업이나 기술혁신형 중소기업이라면 업력이 7년을 초과하더라도 크라우드펀딩을 통해 자금을 조달할 수 있다. 발행기업과 투자자를 이어주는 온라인소액투자중개업자의 경우 등록에 필요한 최소 자기자본이 5억원이며, 대주주요건이나 이해상충 방지체계 등은 투자자문업이나 투자일임업자의 요건과 유사하게 규정하여 진입요건을 완화하였다. 또한, 개인들도 크라우드펀딩을 통해 창업기업 및 창업초기 기업에 대한 투자를 할 수 있게 됨에 따라 투자자 보호차원에서 일반투자자(500만원), 금융소득종합과세대상자(2,000만원), 전문투자자(한도제한 없음) 등 투자자 유형별로 연간 투자한도에 차등을 두

고 있다. 이외에도 투자한도에 제한이 없는 전문투자자의 범위를 투자전문가, 개별법상 펀드, 적격투자자 및 전문엔젤투자자 등으로 확대하였다.

<표 II-18> 국내 증권형 크라우드펀딩 주요 내용

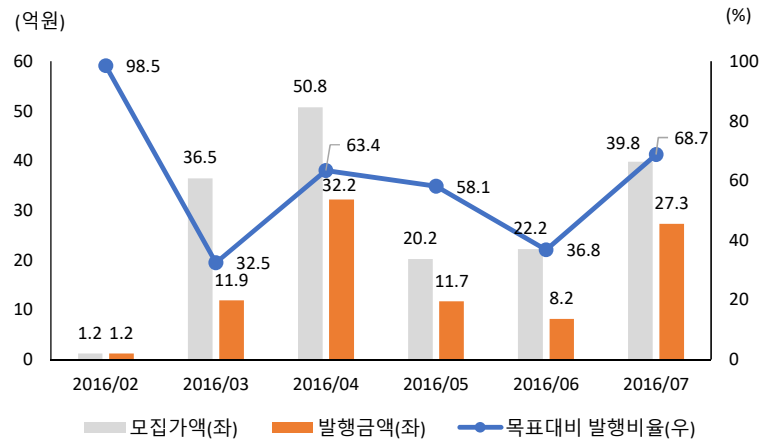
구분	내용
발행기업의 범위	<ul style="list-style-type: none"> •업력 7년 이하의 창업·중소기업 •벤처기업·기술혁신형 중소기업, 중소기업이 신기술개발·문화사업 등 프로젝트 사업을 하는 경우는 업력에 상관없이 이용할 수 있음(7년 초과도 가능)
온라인소액투자중개업자 등록요건	<ul style="list-style-type: none"> •자기자본요건: 5억원 •대주주요건, 이해상충 방지체계 등은 투자자문업·투자일임업자 등록요건과 유사하게 규정하고, 사업계획·설비요건도 일부 완화
투자자보호장치 등 마련	<ul style="list-style-type: none"> •발행기업의 발행한도: 기업당 연간 7억원 •투자자별 투자한도: <ul style="list-style-type: none"> - 일반투자자 연간투자한도 500만원(동일기업투자한도 200만원) - 금융소득종합과세대상 2,000만원(동일기업투자한도 1,000만원) - 전문투자자는 연간투자한도와 동일기업투자한도 제한 없음 •투자한도의 제한이 없는 ‘전문투자자’의 범위를 투자전문가, 개별법상 펀드, 적격 및 전문엔젤투자자 등으로 확대 •투자자 전매제한의 예외는 발행기업·대주주 및 전문투자자 등 관련 정보를 충분히 취득하고 있는 자에게는 법상 전매제한기간(1년) 이내라도 예외적으로 전매 허용

자료: 금융위원회(2016. 1. 19)

2016년 1월 도입 이후 증권형 크라우드펀딩은 2016년 7월말 기준 총 모집금액은 170.7억원, 발행금액은 92.5억원 수준으로 목표 대비 발행비율은 52.6%를 기록하였다(<그림 II-17> 참조). 모집건수는 109건이고 발행건수는 총 61건으로 펀딩성공률은 56%에 달하며, 발행회사 수는 58개사로 조사된다(<그림 II-18> 참조). 한편, 증권형 크라우드펀딩의 유형은 주식, 채권, 투자계약증권으로 구분할 수 있는데, 현재까지는 주식과 채권으로만 발행되고 있다. 이를 좀 더 세부적으로 보면, 2016년 1월 도입이후 7월말까지 주식의 모집금액은 146억원, 발행금액은 74.1억원으로 전체금액의 각각 86%, 80%를 차지하고 있다. 반면, 채권의 경우 2016년

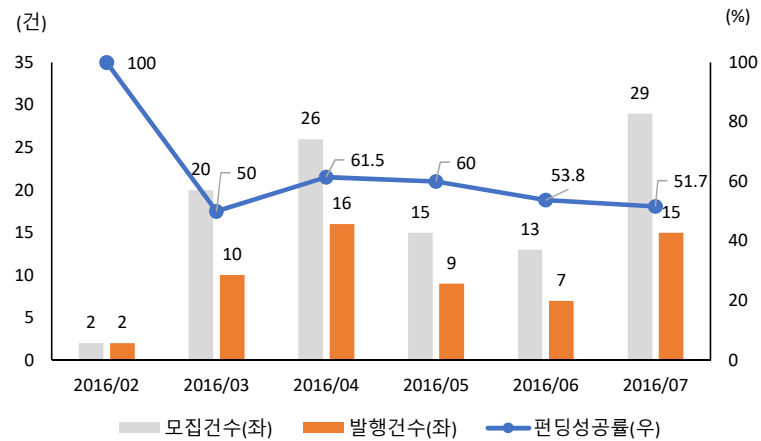
4월부터 도입이 되었으며, 7월말까지 모집가액과 발행금액이 각각 24.7억 원, 18.5억 원 수준이다(<표 II-19> 참조).

<그림 II-17> 국내 증권형 크라우드펀딩 월별 모집가액 및 발행금액



자료: 크라우드넷

<그림 II-18> 국내 증권형 크라우드펀딩 월별 모집건수 및 발행건수



자료: 크라우드넷

<표 II-19> 국내 증권형 크라우드펀딩 주식과 채권의 월별 현황

시기	증권 구분	모집액 (억원)	발행액 (억원)	목표 대비 발행비율	모집 건수	발행 건수	펀딩 성공률	발행 회사 수
2월	주식	1.2	1.2	98.5%	2	2	100.0%	2
3월	주식	36.5	11.9	32.5%	20	10	50.0%	10
4월	주식	44.8	26.7	59.6%	23	14	60.9%	14
	채권	6.0	5.5	91.7%	3	2	66.7%	2
5월	주식	12.4	4.7	38.2%	13	8	61.5%	8
	채권	7.8	7.0	89.7%	2	1	50.0%	1
6월	주식	18.2	7.2	39.4%	11	6	54.5%	6
	채권	4.0	1.0	24.7%	2	1	50.0%	1
7월	주식	32.9	22.4	68.0%	19	9	47.4%	9
	채권	6.9	5.0	72.1%	10	6	60.0%	6

자료: 크라우드넷

국내 증권형 크라우드펀딩의 투자자들은 전문투자자, 일반투자자, 소득적격투자자(금융소득종합과세대상자)로 구분된다. 2016년 1월부터 7월말까지의 증권형 크라우드펀딩 자료에 따르면, 일반투자자의 비중이 93.1%(2,040명)로 가장 높게 나타나며, 전문투자자 4.1%(90명), 소득적격투자자 2.8%(61명)의 순이다(<표 II-20>~<표 II-21> 참조). 성비를 기준으로 보면, 남성 투자자의 비중이 일반투자자 75.3%(1,537명), 전문투자자 78.9%(71명), 소득적격투자자 93.4%(57명) 등으로 여성에 비해 월등히 높게 나타났다. 연령을 기준으로 보면, 30대와 40대는 비중뿐만 아니라 투자금액 역시 가장 높게 나타난다. 2016년 1월부터 7월말까지 총 2,191명의 투자자 중 30대가 887명, 40대가 607명으로 전체의 68%를 차지하고 있다. 투자금액에 있어서도 2016년 2월부터 7월말까지 66.5억원의 투자금액 중 30대와 40대가 투자한 금액이 40.86억원으로 전체의 61.5%를 차지하고 있다.

국내 증권형 크라우드펀딩의 업종별 투자규모를 보면, 제조업의 비중이 높은 편이다(<표 II-22> 참조). 업력별로 보면, 1~2년 미만과 2~3년 미만의 업력에서 모집가액과 발행금액이 가장 높다. 모집가액은 1년 미만

이 19.9%, 1~2년 미만인 24.3%, 2~3년 미만이 22.0%를 차지하고 있으며, 발행금액에서도 1년 미만이 21.7%, 1~2년 미만이 18.8%, 2~3년 미만이 23.8%를 차지하고 있다(<표 II-23> 참조).

<표 II-20> 국내 증권형 크라우드펀딩 연령별 투자자 수 현황

(단위: 명)

연령대	증권 구분	일반투자자수		소득적격투자자수		전문투자자수	
		남성	여성	남성	여성	남성	여성
20대 미만	주식	1	1	0	0	0	0
	채권	1	0	0	0	0	0
	전체	2	1	0	0	0	0
20대	주식	165	70	1	0	3	3
	채권	104	34	1	0	0	1
	전체	255	100	2	0	3	4
30대	주식	485	140	5	1	22	6
	채권	202	67	4	1	3	0
	전체	648	198	8	2	25	6
40대	주식	329	90	23	1	25	4
	채권	117	35	4	0	1	0
	전체	430	120	26	1	26	4
50대	주식	121	48	15	1	11	3
	채권	35	20	4	0	2	1
	전체	152	64	18	1	13	4
60대	주식	39	16	2	0	2	1
	채권	3	2	1	0	0	0
	전체	42	18	2	0	2	1
70대	주식	7	2	1	0	2	0
	채권	1	0	0	0	0	0
	전체	8	2	1	0	2	0
80대 이상	주식	0	0	0	0	0	0
	채권	0	0	0	0	0	0
	전체	0	0	0	0	0	0
합계		1,537	503	57	4	71	19

주 : 2016년 2월부터 7월말까지의 자료임
 자료: 크라우드넷

<표 II-21> 국내 증권형 크라우드펀딩 연령별 투자금액 현황

(단위: 억원)

연령대	증권 구분	일반투자자수		소득적격투자자수		전문투자자수	
		남성	여성	남성	여성	남성	여성
20대 미만	주식	0.02	0.02	0.00	0.00	0.00	0.00
	채권	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
	전체	0.02	0.02	0.00	0.00	0.00	0.00
20대	주식	2.65	1.09	0.05	0.00	0.23	0.35
	채권	1.24	0.38	0.10	0.00	0.00	1.75
	전체	3.89	1.47	0.15	0.00	0.23	2.10
30대	주식	8.10	2.34	0.59	0.10	4.54	1.23
	채권	2.92	0.97	0.20	0.05	0.29	0.00
	전체	11.02	3.31	0.79	0.14	4.83	1.23
40대	주식	6.14	1.68	1.87	0.10	5.01	1.85
	채권	1.94	0.63	0.21	0.00	0.10	0.00
	전체	8.08	2.31	2.08	0.10	5.11	1.85
50대	주식	2.35	0.89	1.17	0.10	2.17	0.91
	채권	0.59	0.31	0.26	0.00	0.44	5.00
	전체	2.94	1.20	1.43	0.10	2.61	5.91
60대	주식	0.61	0.27	0.18	0.00	1.00	0.06
	채권	0.06	0.03	0.03	0.00	0.00	0.00
	전체	0.67	0.30	0.21	0.00	1.00	0.06
70대	주식	0.12	0.04	0.10	0.00	1.06	0.00
	채권	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
	전체	0.12	0.04	0.10	0.00	1.06	0.00
80대 이상	주식	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
	채권	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
	전체	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
합계		26.75	8.65	4.76	0.34	14.84	11.15

주 : 2016년 2월부터 7월말까지의 자료임
 자료: 크라우드넷

<표 II-22> 국내 증권형 크라우드펀딩 업종별 투자규모

(단위: 억원)

업종	증권 구분	일반투자자		소득적격투자자		전문투자자		합계액	
		청약	배정	청약	배정	청약	배정	청약	배정
제조업	주식	8.4	8.3	1.5	1.5	13.3	13.3	23.1	23.1
	채권	0.5	0.5	0.0	0.0	6.9	6.9	7.4	7.4
	전체	8.9	8.8	1.5	1.5	20.2	20.2	30.5	30.5
도매 및 소매업	주식	5.3	5.3	0.6	0.6	10.0	10.0	15.9	15.9
	채권	0.2	0.2	0.0	0.0	0.1	0.1	0.2	0.2
	전체	5.5	5.4	0.6	0.6	10.0	10.0	16.1	16.1
전문, 과학 및 기술 서비스업	주식	3.9	3.9	0.8	0.8	10.2	10.1	14.9	14.9
	채권	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
	전체	3.9	3.9	0.8	0.8	10.2	10.1	14.9	14.9
출판, 영상방송통신, 정보서비스업	주식	2.5	2.4	0.8	0.8	10.5	10.0	13.8	13.2
	채권	0.4	0.4	0.0	0.0	0.0	0.0	0.4	0.4
	전체	2.8	2.8	0.8	0.8	10.5	10.0	14.2	13.6
금융 및 보험업	주식	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
	채권	6.5	6.5	0.8	0.8	0.8	0.8	8.1	8.0
	전체	6.5	6.5	0.8	0.8	0.8	0.8	8.1	8.0
농업, 임업, 어업	주식	6.3	6.3	0.6	0.6	0.0	0.0	7.0	7.0
	채권	0.4	0.4	0.0	0.0	0.0	0.0	0.5	0.5
	전체	6.7	6.7	0.7	0.7	0.0	0.0	7.4	7.4
부동산업 및 임대업	주식	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
	채권	1.3	1.3	0.1	0.1	0.6	0.6	2.0	2.0
	전체	1.3	1.3	0.1	0.1	0.6	0.6	2.0	2.0
합계		35.7	35.5	5.3	5.2	52.3	51.7	93.3	92.5

주 : 2016년 2월부터 7월말까지의 자료임

자료: 크라우드넷

<표 II-23> 국내 증권형 크라우드펀딩 업력별 발행실적 현황

(단위: 억원, 건)

업력	증권 구분	모집가액	발행금액	모집건수	발행건수	펀딩성공률	발행회사수
1년 미만	주식	26.0	12.0	20	9	45%	8
	채권	8.0	8.0	2	2	100%	2
	전체	34.0	20.0	22	11	50%	10
1~2년	주식	40.7	17.1	25	14	56%	13
	채권	0.7	0.2	2	1	50%	1
	전체	41.4	17.3	27	15	56%	14
2~3년	주식	23.5	13.2	12	9	75%	9
	채권	14.0	8.8	8	4	50%	4
	전체	37.5	22.0	20	13	65%	13
3~4년	주식	6.9	2.9	8	4	50%	4
	채권	0.5	0.0	2	0	0%	0
	전체	7.4	2.9	10	4	40%	4
4~5년	주식	13.9	5.6	6	2	33%	2
	채권	1.5	1.4	3	3	100%	2
	전체	15.4	7.0	9	5	56%	4
5~6년	주식	13.6	6.6	9	5	56%	5
	채권	0.0	0.0	0	0	0%	0
	전체	13.6	6.6	9	5	56%	5
6~7년	주식	7.0	7.0	1	1	100%	1
	채권	0.0	0.0	0	0	0%	0
	전체	7.0	7.0	1	1	100%	1
7년 이상	주식	14.3	9.5	7	5	71%	5
	채권	0.0	0.0	0	0	0%	0
	전체	14.3	9.5	7	5	71%	5

주 : 2016년 2월부터 7월말까지의 자료임
 자료: 크라우드넷

3) 엔젤투자

국내 엔젤투자는 전문엔젤, 엔젤클럽, 개인투자조합, 엔젤투자매칭펀드 등 다양한 투자 주체에 의해 이루어지고 있다. 전문엔젤은 개인의 전문지식이나 경험을 토대로 독자적으로 기업을 발굴하거나 투자를 결정할 수

있는 개인으로서 국가가 인증한 엔젤투자자를 말한다. 국내에서 전문엔젤로 인정받기 위해서는 3년간 엔젤투자액 1억원 이상의 투자경험과 상장사의 창업자, 이사, 벤처캐피탈리스트 등의 경력을 필요로 한다. 엔젤클럽은 엔젤투자자에 관심이 있는 개인투자자들이 자발적으로 모임을 결성하여 회원 다수의 전문적인 지식이나 경험을 활용하여 공동으로 투자기업을 발굴하여 투자한다. 개인투자조합은 출자액이 1억원 이상이고 조합원수가 49인 이하로 구성된 조합으로 중소기업청에 등록하며 법에 따라 일정 투자액에 대해 소득공제 혜택이 주어진다. 개인투자자들이 공동으로 출자하여 우수 중소기업에 투자 할 목적으로 결성한 펀드도 일정요건²²⁾을 갖춘 후 중소기업청에 등록할 수 있다. 마지막으로 엔젤투자매칭펀드는 엔젤투자자 육성과 창업 및 창업초기 기업 투자 활성화를 위하여 일정요건(투자실적, 교육이수 등)을 갖춘 엔젤투자자가 투자할 때 매칭의 방법으로 정책자금이 투입되는 일종의 정책펀드이다. 매칭비율은 엔젤투자금액의 1배수 이내를 기본으로 하며, 재창업기업 및 전문엔젤투자자는 2배수, 지역기업에는 1.5배수로 매칭하여 투자한다.

우리나라에서 본격적으로 엔젤투자가 시작된 시기는 1990년대 중반으로, 중소기업청이 벤처법으로 엔젤투자의 기반을 구축하고 세제지원책을 마련함에 따라 태동하였다.²³⁾ 벤처법 제정을 전후로 벤처 붐 초기에는 엔젤투자자에 대한 선호가 상승하였다. 그런데 코스닥시장이 급등하며 엔젤투자자에 대한 선호가 감소하게 되었고, 결국 코스닥시장 붕괴와 함께 엔젤투자의 회수 가능성에 대한 우려로 엔젤투자의 침체가 시작되었다. 벤처버블 붕괴로 시장의 급격한 위축을 경험한 엔젤투자 시장은 최근 엔젤투자자 수 및 엔젤투자 규모가 소폭 증가하며 회복 중이다. 전문엔젤제도 도입과 엔젤투자매칭펀드, 엔젤투자 소득공제 확대 등 다양한 제도적 지원과 엔젤투자클럽의 증가도 관측되고 있다.²⁴⁾

22) ① 출자총액 1억원 이상 ② 출자 1좌의 금액 100만원 이상 ③ 조합원수 49명 이하 ④ 업무집행조합원의 출자지분 5% 이상 ⑤ 존속기간 5년 이상

23) 2001년 5월에는 개인투자조합 등록제를 도입하여 엔젤투자 촉진을 위한 법령 및 규정을 추가로 정비하였다.

24) 소득공제 확대는 투자금액 1,500만원 이하에 대해서 50%만 소득공제하던 것을

다음의 <표 II-24>는 엔젤투자지원센터에 등록된 엔젤투자 현황을 보여주고 있다. 이에 따르면, 2011년 11월 엔젤투자지원센터 개소 이후 2015년 6월 30일 현재까지 총 8,446명이 가입하였다.²⁵⁾ 이 수치는 정부의 투자활성화 정책이후 지속적인 증가세 유지하여 2015년말 1만명이 넘을 것으로 예상된다. 그리고 2014년 7월부터 전문엔젤투자자 등록이 시행된 이후 2015년 6월말까지 총 26인이 전문엔젤투자자로 승인되었다. <표 II-25>에서와 같이 지역을 기준으로 보면, 서울지역 가입자는 4,296명으로 전체의 50.5%를 차지하고 있으며, 경기 2,064명(24.4%), 인천 298명(3.5%)으로 수도권이 높은 비중(78.4%)을 차지하고 있다. 지방은 부산 302명(3.6%), 대전 242명(2.9%), 대구 210명(2.5%), 경남 205명(2.4%) 순으로 나타난다. 엔젤투자자 연령은 모든 연령에서 증가하는 추세를 보이며, 주요 경제활동 연령인 40대와 30대가 각각 39.6%, 25.3%로 높게 나타난다(<표 II-26> 참조). 직종별 엔젤투자 가입비율은 서비스(24.4%), 제조업(12%), 금융(11.9%) 순으로 나타나고 있다(<표 II-27> 참조).

<표 II-24> 엔젤투자지원센터 등록 엔젤투자 현황

(단위: 명)

연도	2011년	2012년		2013년		2014년		2015년
		상반기	하반기	상반기	하반기	상반기	하반기	상반기
가입자	369	1,477	2,610	3,948	4,870	6,292	7,063	8,446

자료: 한국엔젤투자협회

2015년부터 1,500만원까지 100%, 1,500만원 초과 5,000만원 이하는 50%, 5,000만원 초과분은 30% 소득공제로 확대되었다.

25) <http://test.narangdesign.com/mail/kban/201508/news2.html>

<표 II-25> 지역별 엔젤투자 등록 현황

(단위: 명, %)

구분	회원수	구성비
서울	4,269	50.6
경기	2,064	24.4
부산	302	3.6
인천	298	3.5
대전	242	2.9
대구	210	2.5
경남	205	2.4
광주	187	2.2
충남	113	1.3
전북	102	1.2
강원	86	1.0
경북	85	1.0
충북	74	0.9
제주	70	0.8
전남	58	0.7
울산	50	0.6
해외	23	0.3
세종	8	0.1
합계	8,446	100.0

자료: 한국엔젤투자협회

<표 II-26> 연령별 엔젤투자 등록 현황

(단위: 명, %)

구분	20대 이하	30대	40대	50대	60대 이상	합계
회원수	499	2,140	3,341	1,890	576	8,446
구성비	5.9	25.3	39.6	22.4	6.8	100.0

자료: 한국엔젤투자협회

<표 II-27> 엔젤투자 직종별 현황

(단위: 명, %)

구분	서비스	금융	제조업	자영업	유통업	공공행정	건축	기타	합계
회원수	2,059	1,004	1,017	580	277	319	170	3,020	8,446
구성비	24.4	11.9	12.0	6.9	3.3	3.8	2.0	35.7	100.0

자료: 한국엔젤투자협회

<그림 II-19>은 2005년 이후 연도별 엔젤투자의 추이를 보여주고 있다. 이에 따르면, 2006년 이후 급격히 감소하던 엔젤투자 규모는 관련 정책 지원에 힘입어 2010년부터 회복 추세를 보이고 있다. 특히, 2011년 ‘청년창업 활성화 대책’과 함께 엔젤투자지원센터 설치, 엔젤투자매칭펀드 조성 등 엔젤투자 활성화 조치 이후 급격하게 확대되고 있다. 그 결과 2015년 기준 엔젤투자 규모는 1,399억원이며, 엔젤투자를 받은 기업은 295개사로 집계되고 있다.²⁶⁾ 한편, 엔젤투자의 건당 투자규모는 1천만원에서 5천만원 규모가 42.8%(1,013건)로 가장 많으며, 건당 평균 투자금액은 약 5,900만원 정도로 추산된다.

<그림 II-19> 연도별 엔젤투자 현황 (소득공제 신청기준)



자료: 중소기업청(2016. 7. 27)

엔젤투자매칭펀드는 2011년 12월 한국엔젤투자매칭펀드1호(100억원) 결성 이후 2015년 6월말까지 7개 펀드(전국, 지방, 대학, 청년)가 1,720억원 규모로 결성되었으며, 이 중 426.7억원이 330건, 274개사에 투자 집행

26) 엔젤투자의 성격 상 소득공제 신청 기준으로 집계된 수치이다.

되었다(<표 II-29> 참조). 신청유형은 전문엔젤 및 클럽회원을 포함한 개인투자자가 303건으로 가장 많았고, 기관(16건), 개인투자조합(11건) 순으로 나타난다.

<표 II-28> 엔젤투자매칭펀드 투자 현황

투자업종	투자건수		투자승인금액	
	기업수(개사)	비중(%)	총액(억원)	비중(%)
ICT서비스	97	31.2	124	27.7
유통/서비스	69	22.2	100	22.4
전기/기계/장비	39	12.5	59	13.2
게임	22	7.1	33	7.4
화학/소재	22	7.1	35	7.8
ICT제조	19	6.1	31	6.9
바이오/의료	17	5.5	29	6.5
영상/공연/음반	10	3.2	15	3.4
기타	16	5.1	21	4.7
총계	311	100.0	447	100.0

자료: 한국벤처투자

<표 II-29> 엔젤투자매칭펀드 투자실적

(단위: 건, 개사, 억원)

구분	개인	전문엔젤	클럽회원	기관	개인투자조합	계
건수	57	13	233	16	11	330
기업수	48	12	191	14	9	274
투자액	69.3	17.2	316.4	15.7	8	426.7

자료: 한국엔젤투자협회

개인투자조합의 경우는 2000년 이후 활성화되지 못하다가 2012년 소득공제확대 등 엔젤투자 활성화 정책에 힘입어 2013년부터 급속도로 증가하였다. 2015년말 기준 등록된 개인투자조합은 총 89개이며, 결성규모는 446.4억원이다. 2016년 들어 이 수치는 더욱 증가하여 2016년 6월말 기준 개인투자조합은 137개이며, 결성규모는 544.3억원이다(중소기업청, 2016. 7. 27). 한편, 투자규모는 2015년말 기준 총 205.9억원(2016년 6월말 기준 442억원)이며, 결성규모와 마찬가지로 2013년부터 급격하게 증가하고 있다.

<표 II-30> 연도별 개인투자조합 등록 현황 (누계)

(단위: 개, 억원)

구 분	2009년	2010년	2011년	2012년	2013년	2014년	2015년
조합수	1	2	2	13	29	55	89
결성액	2.3	9.3	9.9	45.6	320.5	405.6	446.4

자료: 중소기업청(2016. 7. 27)

<표 II-31> 연도별 개인투자조합 투자 현황 (누계)

(단위: 개, 억원)

구 분	2008~2010년	2011년	2012년	2013년	2014년	2015년
업체수	4	2	9	15	25	44
투자금액	2.1	7.2	23.2	42.4	82.9	205.9

자료: 중소기업청(2016. 7. 27)

마지막으로, 엔젤투자 회수시장 구축을 위해 엔젤이 투자한 창업초기 기업의 구주를 전문적으로 매입하는 ‘엔젤 전용 세컨더리펀드’가 조성되었다. 2015년 2개의 운용사를 선정하여 2016년 총 300억원의 펀드를 결성하였으며, 총 27.9억원이 투자된 것으로 집계된다.

<표 II-32> 엔젤 전용 세컨더리펀드 현황

구분	선정시기	결성시기	결성액 (억원)	모태출자 (억원)	투자액 (억원)	투자대상
오스트성장기여 세컨더리펀드	2015.11	2016.4	100	60	27.9	개인엔젤, 기술지주회사
넥시드-보광 엔젤세컨더리 2호 펀드	2015.12	2016.6	200	120	-	

자료: 중소기업청(2016. 7. 27)

4) 벤처캐피탈(VC)

벤처캐피탈은 국내 모험자본시장에서 PEF와 더불어 가장 대표적인 모험자본이다. 정부 주도의 벤처기업정책의 결과 국내 벤처캐피탈 시장은 자금모집 기준으로 2015년 2조 5,382억원에 이르는 시장으로 성장하였다. 급격한 양적 성장과 함께 창업초기 기업에 대한 투자 감소 등의 문제점이 지적되었으나, 최근 비교적 안정화 되고 있는 추세이다. 또한, 성장사다리펀드 등 신규 정책자금의 확대 등에 힘입어 벤처캐피탈 업계의 자금모집은 향후에도 성장세가 지속될 것으로 예상된다. 이하에서는 벤처캐피탈 시장 현황을 시장참여자와 자금모집, 투자, 회수로 이어지는 모험자본 순환체계로 나누어 살펴보고자 한다.

가) 시장참여자

(1) 운용사(GP)

2015년말 현재 중소기업청에 등록된 창업투자회사는 115개사이고 이중 신규등록 14개사, 등록만납 및 취소는 2개사로 집계된다. 2015년말 현재 창업투자회사당 평균 조합결성금액은 1,129억원으로 2005년 454억원보다 148.7% 증가하였다.

<표 II-33> 창업투자회사 신규 결성 현황

(단위: 개, 억원)

구분	2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015
신규등록	-	13	7	5	12	13	9	6	3	6	14
등록말소	3	11	10	9	9	10	7	6	7	4	2
창투자 수	102	104	101	97	100	103	105	105	101	103	115
평균결성 금액	454	450	447	551	625	678	843	831	948	1,083	1,129

자료: 한국벤처캐피탈협회(2016)

(2) 출자자(LP)

벤처캐피탈 업계는 출자자인 조합원을 상세하게 분류하여 관련 통계를 산출하고 있다. 매년 연차보고서(year book)를 통하여 업계 통계를 발표하고 있는 한국벤처캐피탈협회(Korea Venture Capital Association: KVCA)에서는 다음의 <표 II-34>과 같은 조합원 분류 기준을 제시하고 있다. 예를 들면, 정책기관은 중앙정부와 지자체, 모태펀드 등으로 구분되며, 금융기관 역시 은행, 보험, 증권 등 업권별로 구분하여 관련 통계를 제공한다. 이를 기준으로 신규 결성된 투자조합에 대한 투자자의 신규 출자 비중을 살펴보면, 2015년말 기준으로 정부 및 모태펀드와 같은 정책기관의 비중이 30.3%로 가장 높게 나타나는데 비해, 연금 및 공제회는 4% 미만 수준이다(<표 II-35> 참조). 누적 개념으로 운영 중인 전체 조합에 대한 투자자별 출자 비중 역시 정책기관이 23.8%로 가장 높지만 스타트업현상은 보다 완화된 양상이다. 정책기관 외에 금융기관 22.7%, 일반법인 15.2% 등으로 비교적 넓게 분포되어 있으며, 연금 및 공제회 역시 12.4%의 작지 않은 비중을 차지하고 있다(<표 II-36> 참조).

<표 II-34> 벤처캐피탈의 조합원 분류 기준

구분	상세분류	분류기준
정책 기관	정부	정부중앙부처 및 정부기관 등
	지자체	시·도 및 지자체산하기관
	모태펀드	한국벤처투자가 관리하는 모태펀드 및 기타 공적 모태펀드
	기금	국가재정법 제 5조에 따른 정부기금 등 공적기금
금융 기관	은행	은행법에 따른 은행, 한국산업은행, 중소기업은행
	보험	보험업법에 따른 보험회사
	증권	자본시장법에 따라 투자매매·중개 업무를 영위하는 증권회사
	기타금융기관	기타금융업(상호저축은행법에 따른 저축은행 등)
연금/ 공제회	연금	국민연금, 기업연금 등
	공제회	경찰공제회, 과학기술인공제회, 군인공제회, 대한소방공제회, 지방행정공제회, 교직원공제회, 지방재정공제회
벤처캐피탈		창투사, 신기술, LLC 등 업무집행조합원
일반법인		영리목적의 법인
기타단체		협회, 학교법인, 종교단체, 재단, KIF투자조합, 성장사다리펀드
개인		일반개인
외국인		외국소재 개인 및 법인

자료: 한국벤처캐피탈협회

<표 II-35> 벤처캐피탈의 신규 결성조합 출자자 구성 현황

(단위: %)

조합원	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015
정책기관	26.3	22.0	23.7	32.3	13.0	16.9	34.1	27.8	16.7	30.3
금융기관	16.1	20.9	10.2	12.0	33.8	23.5	19.5	30.8	22.4	23.3
연금/공제회	7.5	17.9	2.5	14.8	6.9	21.2	10.7	9.0	20.5	3.7
벤처캐피탈	11.1	14.9	10.9	12.9	15.4	13.4	19.4	13.4	11.4	11.6
일반법인	14.1	11.4	42.5	21.5	14.6	12.4	12.0	14.6	9.5	14.5
기타단체	2.1	0.0	0.1	0.9	11.3	7.9	1.1	1.1	12.9	10.4
개인	7.5	3.4	8.1	4.1	1.2	0.8	0.8	1.9	3.3	3.6
외국인	15.3	9.5	2.0	1.5	3.8	3.9	2.4	1.4	3.3	2.6

자료: 한국벤처캐피탈협회

<표 II-36> 벤처캐피탈의 조합 출자자 구성 현황

(단위: %)

조합원	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015
정책기관	25.4	25.6	25.0	26.0	23.2	21.9	23.8	24.6	22.3	23.8
금융기관	13.4	14.2	13.8	13.5	18.3	20.0	20.1	22.3	22.5	22.7
연금/공제회	13.4	15.1	13.9	14.1	12.4	14.5	14.4	12.9	14.4	12.4
벤처캐피탈	13.9	13.2	12.6	12.6	13.1	13.1	13.3	13.2	12.6	12.4
일반법인	15.1	13.5	18.0	18.8	17.5	16.0	16.3	16.2	15.0	15.2
기타단체	6.7	6.3	5.7	5.1	6.4	6.5	4.6	4.0	6.1	7.2
개인	5.5	4.6	4.5	3.9	3.2	2.3	2.2	2.0	2.3	2.3
외국인	6.6	7.5	6.5	6.0	5.9	5.7	5.3	4.8	4.8	4.0

자료: 한국벤처캐피탈협회

나) 모험자본 순환체계

(1) 자금모집

<표 II-37>에서 보는 바와 같이 2015년말 기준 벤처캐피탈(VC)의 총 투자재원은 15조 4,577억원으로 2011년에 10조원을 돌파한 이후 지속적인 자금유입으로 인해 꾸준히 증가하고 있다. 이를 보다 세분해서 보면, 조합계정이 14조 1,379억원으로 전체 투자재원의 91.5%를 차지하고 있으며, 회사계정은 1조 3,198억원 수준이다.

국내 벤처캐피탈의 조합결성 현황은 <표 II-38>과 같다. 이에 따르면, 2015년말 현재 110개 조합, 2조 6,260억원이 신규 결성되었고, 평균 조합결성 규모는 239억원으로 집계된다. 전년대비 신규조합 수는 28개 (34.1%) 증가하였고, 결성금액은 418억원(1.6%) 증가하였다. 그 결과 2015년말 현재 운영되고 있는 조합은 532개, 14조 1,379억원 규모이며 조합당 평균결성금액은 266억원으로 나타난다. 한편, 결성된 조합의 형태 별 현황을 살펴보면 <표 II-39>와 같다. 이에 따르면, 2005년부터 2015

년까지 창업투자조합은 538개 조합이 총 9조 3,723억원 규모로 결성된 반면, 한국벤처투자조합(Korea Venture Fund: KVF)은 180개 조합이 7조 8,278억원 규모로 결성되었다.

<표 II-37> 연도별 투자자원 현황

(단위: 억원)

구분	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015
조합	50,760	56,448	65,745	76,140	94,578	94,220	104,853	121,906	141,379
회사	18,825	14,712	13,092	11,473	11,134	10,955	10,982	11,458	13,198
계	52,767	58,456	67,754	78,150	96,589	96,232	106,866	123,920	154,577

자료: 한국벤처캐피탈협회

<표 II-38> 연도별 조합결성 실적

(단위: 개, 억원)

구분	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015
신규조합 결성수	48	67	51	74	67	67	41	54	82	110
신규조합 결성금액	8,617	11,269	9,751	14,214	15,899	22,778	8,228	15,679	25,842	26,260
신규조합당 평균결성액	179.5	168.2	191.2	192.1	237.3	340.0	200.7	290.4	315.1	238.7
조합수 (누계)	350	327	329	349	363	385	380	403	448	532
조합결성 총액	48,775	50,624	562,112	64,763	74,894	93,132	92,773	103,330	120,843	141,379
조합당 평균결성액	139.4	154.8	170.9	185.6	206.3	241.9	244.1	256.4	269.7	265.8

자료: 한국벤처캐피탈협회

<표 II-39> 조합형태별 결성 현황

(단위: 개, 억원)

구분	2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	합계	
창투 조합	조합수	43	45	63	44	55	48	50	33	36	43	78	538
	결성금액	7,249	7,527	8,759	7,068	7,165	9,610	11,604	4,870	6,723	7,651	15,497	93,723
KVF	조합수	3	3	4	7	19	19	18	15	20	40	32	180
	결성금액	2,205	1,090	2,520	2,684	7,049	7,479	11,334	5,178	9,386	18,246	11,107	78,278
합계	조합수	46	48	67	51	74	67	68	48	56	83	110	718
	결성금액	9,454	8,617	11,279	9,752	14,214	17,089	22,938	10,048	16,109	25,897	26,604	172,001

자료: 한국벤처캐피탈협회(2016)

(2) 투자

<표 II-40>에 따르면, 벤처캐피탈의 2015년말 현재 투자잔액은 5조 5,552억원으로 전년대비 10.9%(5,443억원) 증가하였다. 투자기업 수는 총 2,916개사로 기업 당 평균 투자유치금액은 19.1억원으로 추산된다. 또한, 정부의 벤처투자 활성화 정책 등에 힘입어 2015년 1,045개 기업에 대한 신규투자가 이루어져 신규투자금액 또한 2조 858억원으로 사상 최고치를 기록하였다(<표 II-41> 참조).

<표 II-40> 연도별 투자 현황 (투자잔액)

(단위: 억원, 개사)

구분	2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	
회사 계정	금액	6,505	6,149	6,378	6,388	5,848	5,436	4,833	4,447	4,597	4,497	2,228
	기업수	1,273	1,227	1,216	1,171	1,109	1,062	1,057	1,034	1,030	1,040	654
조합 계정	금액	16,170	15,808	18,403	20,225	21,780	25,574	31,080	35,078	40,076	45,612	53,324
	기업수	1,611	1,344	1,406	1,429	1,376	1,496	1,651	1,852	1,979	2,290	2,478
합계	금액	22,675	21,957	24,781	26,613	27,628	31,010	35,913	39,525	44,673	50,109	55,552
	기업수	2,414	2,093	2,179	2,165	2,093	2,171	2,290	2,436	2,771	3,060	2,916

자료: 한국벤처캐피탈협회(2016)

<표 II-41> 연도별 투자 현황 (신규투자)

(단위: 억원, 개사)

구분		2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015
회사 계정	금액	1,227	1,139	1,281	913	639	578	493	380	332	346	613
	기업수	240	306	225	162	157	109	122	125	63	92	112
조합 계정	금액	6,346	6,194	8,636	6,334	8,032	10,332	12,115	11,953	13,513	16,047	20,245
	기업수	470	433	485	387	398	471	512	587	709	833	967
합계	금액	7,573	7,333	9,917	7,247	8,671	10,910	12,608	12,333	13,845	16,393	20,858
	기업수	635	617	615	496	524	560	613	688	755	901	1,045

자료: 한국벤처캐피탈협회(2016)

기업의 성장단계를 기준으로 벤처캐피탈의 투자 현황을 살펴보면 다음과 같다. 우선, <표 II-42>에서 보는 바와 같이 업력 3년 미만 초기기업에 대한 투자가 47.2%(업체 수 기준)로 가장 높은 비중을 차지하고 있어 벤처캐피탈이 초기기업 발굴에 운용사 역량의 상당 부분을 할애하고 있는 것으로 파악된다. 하지만 투자금액 기준으로는 후기기업(업력 7년 초과)에 41%(8,558억원), 초기기업 31.1%(6,472억원), 중기기업(업력 3~7년) 27.9%(5,828억원) 등으로 후기기업에 대한 투자가 가장 많다(<표 II-43> 참조). 2005년 당시의 업력별 투자 비중인 중기기업 55.0%, 초기기업 26.0%, 후기기업 19.0%와 비교해 볼 때, 후기기업에 대한 투자가 증가하고 있음을 알 수 있다.

<표 II-42> 업력별 투자 현황 (업체수 기준)

(단위: 개사, %)

구분	2014년말		2015년말		전년동기대비	
	업체수	비중	업체수	비중	업체수	비중
초기단계(3년이내)	438	46.8	511	47.2	73	16.7
중기단계(3~7년)	231	24.7	283	26.1	52	22.5
후기단계(7년초과)	266	28.5	289	26.7	23	8.6
합계	901	100.0	1,045	100.0	144	16.0

자료: 한국벤처캐피탈협회

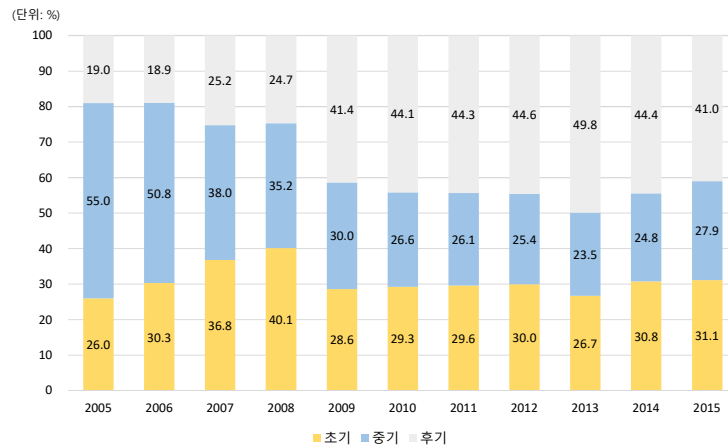
<표 II-43> 업력별 투자 현황 (금액 기준)

(단위: 억원, %)

구분	2014년말		2015년말		전년동기대비	
	금액	비중	금액	비중	금액	비중
초기단계(3년이내)	5,045	30.8	6,472	31.1	1,427	28.3
중기단계(3~7년)	4,069	24.8	5,828	27.9	1,759	43.2
후기단계(7년초과)	7,279	44.4	8,558	41.0	1,279	17.6
합계	16,393	100.0	20,858	100.0	4,465	27.2

자료: 한국벤처캐피탈협회

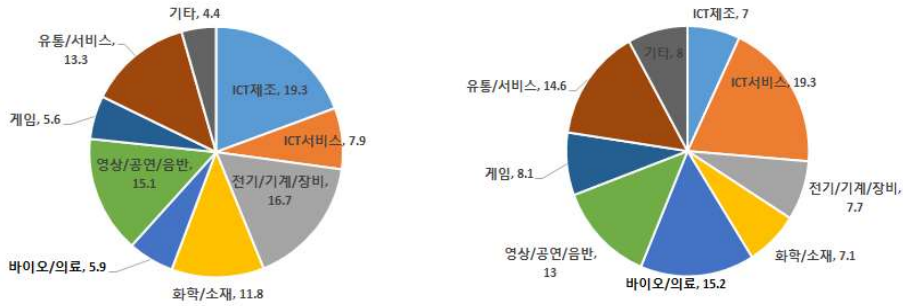
<그림 II-20> 업력별 신규투자 현황 (금액 기준)



자료: 한국벤처캐피탈협회(2016)

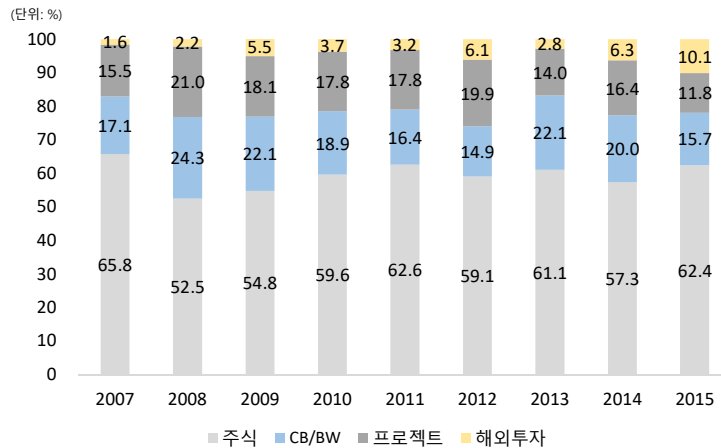
업종을 기준으로 신규투자를 보면, 2015년 기준 ICT서비스(19.3%), 바이오·의료(15.2%), 유통·서비스(14.6%) 등과 같은 업종의 비중이 높게 나타난다(<그림 II-21> 참조). 이를 2007년 상황과 비교해 보면, ICT 서비스와 바이오·의료 업종의 비중이 크게 증가했음을 알 수 있다. 이외에도 투자유형을 기준으로 신규투자를 보면, 2015년 기준 주식 62.4%(우선주 42.1%, 보통주 20.3%), CB(Convertible Bond)·BW(Bond with Warrant) 등의 투자사채 15.7%, 프로젝트 11.8% 등으로 나타난다.²⁷⁾

<그림 II-21> 업종별 신규투자비중 변화 (%)
2007년 2015년



자료: 한국벤처캐피탈협회

<그림 II-22> 투자 유형별 신규투자 비중



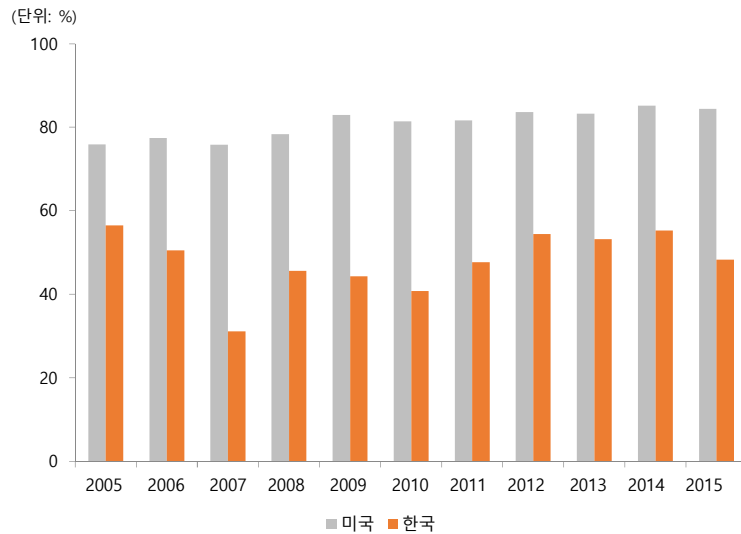
자료: 한국벤처캐피탈협회

한편, 국내 벤처캐피탈 시장이 그동안 양적·질적으로 크게 성장했음에도 불구하고 각종 지표를 기준으로 국내 벤처캐피탈을 해외, 특히 미국 벤처캐피탈과 비교하면 아직 질적인 면에서 개선할 점이 많이 있음을 알 수 있다. 먼저, 투자방식 관점에서 보면, 미국의 경우 후속투자(follow-on

27) KVCA의 자료에 따르면 우선주 비중은 2011년 35.2%에서 2015년 42.1%로 증가한 반면 동기간 보통주 비중은 27.4%에서 20.3%로 감소한 것으로 나타난다.

investment) 비중이 80% 정도인 반면, 우리나라는 50% 수준에 머무르고 있다(<그림 II-23> 참조). 즉, 국내 벤처캐피탈은 미국 벤처캐피탈에 비해 후속투자의 비중이 낮은 것이다. 이 점에서 국내 벤처캐피탈은 미국에 비해 투자위험 관리 및 자금공급 역량 면에서 부족하다고 할 수 있다. 또한, 운용 수익률로 대변되는 전체적인 운용성과 측면에서도 아직까지는 벤처캐피탈 선진국인 미국과의 격차는 여전히 존재하고 있다. 예를 들어, <표 II-44>에서 보듯이 1998년부터 2011년까지 14년간 미국 벤처캐피탈 평균 수익률은 10.9%인 반면, 국내 벤처캐피탈 수익률은 평균 7.0%에 그치고 있다. 물론 낮은 투자성과를 국내 벤처캐피탈의 역량 부족으로만 볼 수는 없다. 여기에는 국내 벤처캐피탈 회수시장의 협소함이나 고성장 혁신기업을 주 대상으로 하는 시장규모의 한계 등과 같은 구조적이며 외생적인 요인도 같이 작용하고 있기 때문이다.

<그림 II-23> 전체 투자 중 후속투자 비중



자료: 한국벤처캐피탈협회, NVCA

<표 II-44> 한국과 미국 벤처캐피탈 결성연도별 해산수익률

(단위: %)

구분	1998	1999	2000	2001	2002	2003	2004	2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011	평균
국내	9.8	0.0	-1.7	1.5	8.5	4.0	5.8	4.2	4.1	6.4	15.0	24.7	10.4	5.8	7.0
미국	11.9	-0.7	0.7	2.8	-0.1	9.3	8.3	7.2	9.1	16.8	14.2	16.9	32.7	24.1	10.9

자료: 한국벤처캐피탈협회, NVCA

(3) 회수

한국벤처캐피탈협회의 자료에 따르면, 벤처캐피탈이 2015년에 회수한 총 회수원금은 1조 219억원으로 2005년 이후 최대치를 기록하고 있다 (<표 II-45> 참조). 벤처캐피탈의 회수 유형을 보면, 2015년 기준 장외 매각 및 상환 52.3%, IPO 27.2%, 프로젝트 15.7%, M&A 1.5%로 나타난다(<그림 II-24> 참조). 그런데 성공적인 투자회수로 일반적으로 인정되는 방식은 IPO와 M&A이다. 이 두 방식으로만 회수를 한정할 경우 2015년 기준 IPO의 비중은 94.8%, M&A 5.2%이며, 이러한 추세는 <그림 II-25>에서 보듯이 2011년 이후 지속되고 있다. 따라서 국내 벤처캐피탈 시장에서 회수방식은 IPO에 과도하게 집중되어 있다고 할 수 있다.

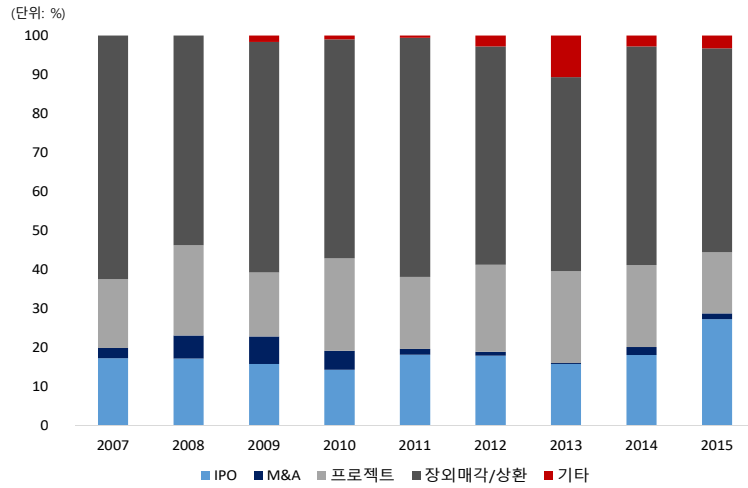
<표 II-45> 연도별 회수 현황

(단위: 억원, 개사)

구분		2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015
창업투자 회사	금액	1,458	1,076	859	466	630	675	423	363	155	240	409
	기업수	378	312	221	151	183	151	129	111	84	89	99
조합	금액	5,277	5,222	2,051	3,570	5,434	5,458	5,534	6,470	6,676	7,581	9,810
	기업수	703	688	577	422	533	511	501	487	514	571	734
합계	금액	6,735	6,298	2,910	4,036	6,064	6,133	5,957	6,833	6,831	7,821	10,219
	기업수	940	884	694	507	624	568	584	562	576	639	797

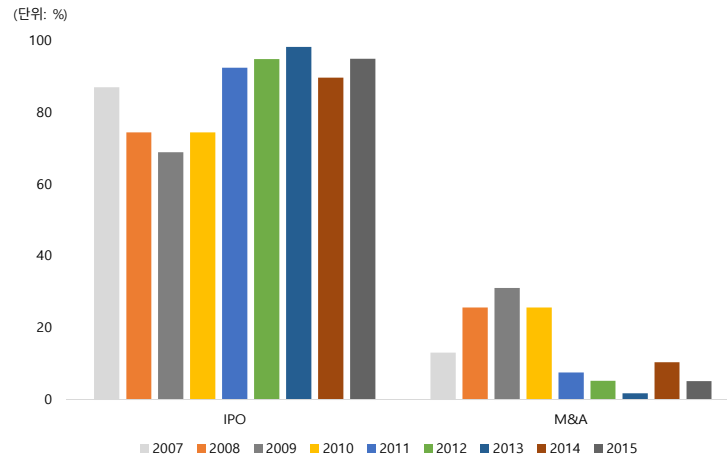
자료: 한국벤처캐피탈협회(2016)

<그림 II-24> VC 회수유형별 비중 추이



자료: 한국벤처캐피탈협회

<그림 II-25> VC 회수 중 IPO와 M&A의 상대비중 추이



자료: 한국벤처캐피탈협회

또한, 국내 벤처캐피탈의 회수시장은 코스닥이나 코넥스에 주로 상장되는 IPO를 제외하면 그 활성화 정도가 매우 미미한 수준이다. 예를 들

어, M&A의 경우 국내에서는 시장 자체가 거의 형성되지 못한 상황이다. 세컨더리 시장은 투자지분과 출자비중에 따라 투자지분 세컨더리와 출자지분 세컨더리로 나뉘는데, 특히 LP 지분을 유통하는 출자지분 세컨더리의 경우 국내에서는 역시 시장 자체가 부재한 상황이다. 장외시장은 엔젤 등 개인투자자들이 주로 참여하고 있는데, 국내에는 K-OTC가 조직화된 장외시장에 해당한다.

<표 II-46>에서와 같이 2007년 이후 IPO의 추세를 보면, 2008년 이후 조정국면을 보이다가 2015년 들어 신규 IPO가 증가하였다. 한국벤처캐피탈협회의 자료에 따르면, 2015년 코스닥시장의 전체 IPO 109개사 중 60개사가 벤처캐피탈의 투자를 받은 것으로 나타난다. 이 중에서 재상장, 직상장, 외국계기업 및 기업인수목적회사(Special Purpose Acquisition Company: SPAC) 등을 제외한 41건 중 39건이 벤처캐피탈의 투자를 받은 기업이다.

<표 II-46> 연도별 IPO 현황

(단위: 개사, %, 억원)

구분	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015
상장기업	1,023	1,038	1,028	1,029	1,031	1,005	1,009	1,061	1,152
전체 IPO	67	38	55	76	60	22	37	67	109
기업 IPO(A)	52	29	29	34	35	17	23	26	41
VC 투자기업(B)	44	25	20	26	30	14	22	22	39
비중(B/A)	84.6	86.2	69.0	76.5	85.7	82.4	95.7	84.6	95.1

주 : 기업 IPO수는 재상장, 직상장, 외국계기업, SPAC을 제외
 자료: 한국벤처캐피탈협회

그런데 2015년 코스닥 IPO의 증가에도 불구하고 IPO를 통한 자금 회수는 주식시장의 장세라는 외부적인 요인에 크게 좌우되며, 그로 인하여 벤처캐피탈(VC)이 투자한 기업을 IPO 시키는데 소요되는 기간이 계속해서 장기화되고 있다는 문제점이 지적된다. <표 II-47>에서 보듯이 2005년도에는 기업의 평균 IPO 소요기간이 9.0년 정도였으며, 이 중에서 VC

투자기업은 7.6년으로 추정되어 벤처펀드의 평균 존속기간과 크게 차이를 보이지 않았다. 그러나 계속해서 IPO의 어려움이 가중되면서, 2014년에는 평균 소요기간이 14.2년까지 증가하였다. VC 투자기업 역시 13.4년의 평균 소요기간을 보임으로써 IPO가 벤처캐피탈의 주요 회수경로로 기능하는데 어려움이 가중되고 있다. 앞서 언급했듯이 성공적인 회수로 일반적으로 분류되는 방식은 IPO와 M&A이다. 따라서 국내에서도 M&A가 회수의 주요 수단으로 활용될 수 있도록 관련 제도 정비가 시급한 상황이라 하겠다. 참고로 미국에서는 2015년 기준 M&A를 통한 회수 비중이 83%에 이르고 있다.

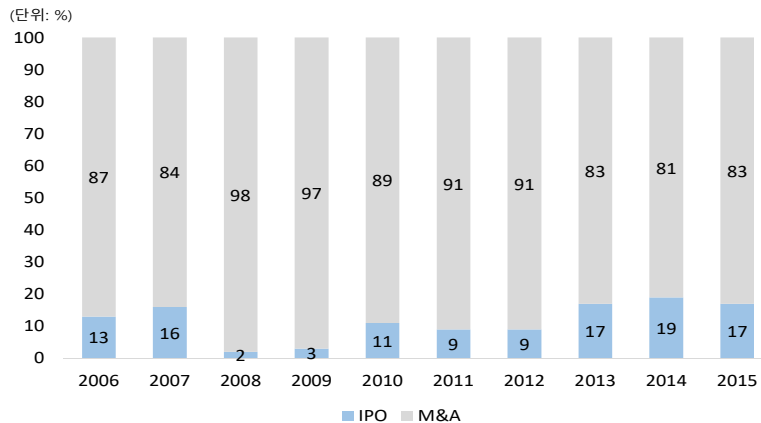
<표 II-47> 코스닥시장의 IPO 소요기간

(단위: 년)

구분	2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015
VC 투자기업	7.6	7.9	8.7	8.6	10.7	11.5	12.5	11.3	11.9	13.4	12.9
VC 미투자기업	12.4	11.5	15.5	17.2	12.0	13.1	14.1	13.9	19.9	15.7	15.4
전체	9.0	9.0	10.7	11.1	11.3	12.2	13.0	12.2	13.8	14.2	13.4

자료: 한국벤처캐피탈협회(2012, 2015), 김선우(2015)

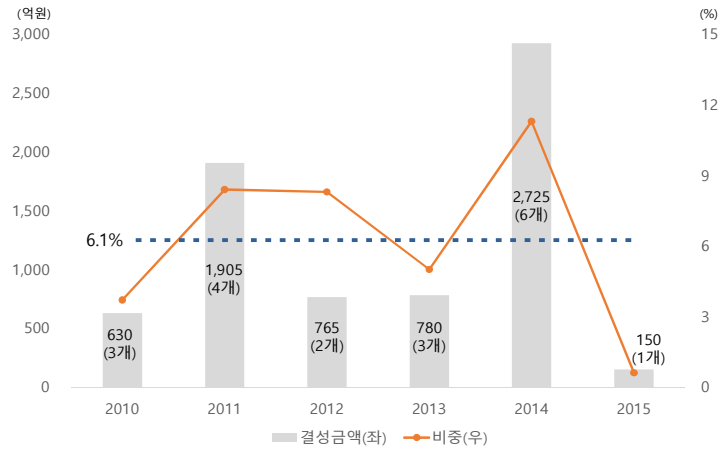
<그림 II-26> 미국 M&A와 IPO 비중 추이



자료: 한국벤처캐피탈협회(2016)

한편, 투자 자금의 유동성을 강화하기 위한 방안으로 세컨더리펀드의 중요성이 강조된다. 국내에서도 벤처캐피탈 산업의 회수시장 활성화를 목적으로 2010년에 최초 세컨더리펀드가 조성되었으나, 아직은 그 시장규모가 미미한 상황이다. 매년 신규 결성되는 세컨더리펀드 규모에는 부침이 있으나, 2010년 이후 6년간의 평균적인 세컨더리펀드 비중은 6.1% 수준에 머무르고 있다.

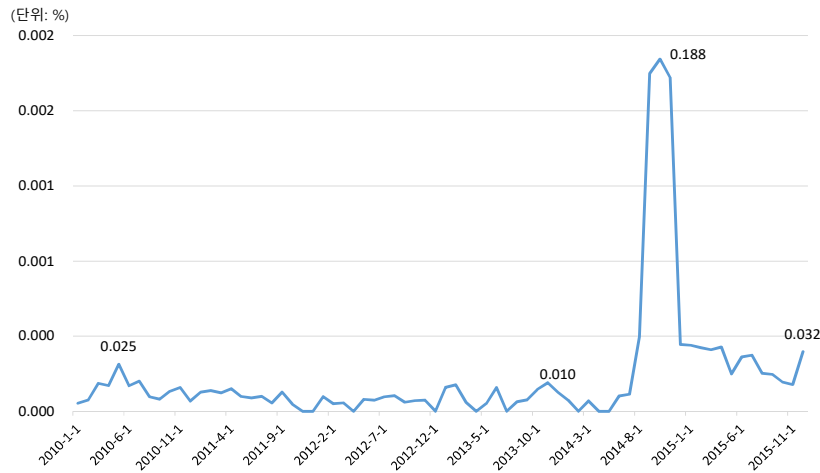
<그림 II-27> VC 세컨더리펀드 현황 및 전체 VC 펀드 대비 비중



주 : 괄호() 안은 신규 결성 조합수를 의미함
 자료: 한국벤처캐피탈협회

마지막으로, 장외시장을 통한 회수를 고려할 수 있는데, 관련 통계는 국내에서 유일한 조직화된 장외시장인 K-OTC 관련 통계가 전부이다. 그러나 2010년 이후 코스닥시장 대비 K-OTC 거래비중 추이를 보면 2014년 10월 0.188%로 가장 높은 수준을 기록하고 있을 뿐 줄곧 1%에도 미치지 못하는 미미한 수준을 보이고 있다. 참고로 2015년말 코스닥시장 대비 K-OTC 시장의 거래대금 비중은 0.032%이다.

<그림 II-28> 코스닥시장 대비 K-OTC시장 거래 비중 추이



자료: K-OTC

5) PEF

국내 PEF 제도는 2004년 기업 구조조정 촉진 및 바이아웃 펀드를 통한 국내자본 육성을 위해 도입되었다. 2004년 도입 이후 빠른 속도로 성장하고 있으며 단기간에 급성장함에 따라 규모로는 국내 모험자본시장에서 가장 큰 시장이다. 실제로 2015년말 자금모집 기준 PEF 시장규모는 58.5조원으로 국내 모험자본시장 전체 규모 74조원의 약 80%를 차지하고 있다. 국내 PEF 산업은 준비기(2004~2007년) 및 도약기(2008~2011년)를 거쳐 2012년부터 투자회수가 본격화되고 수익성과가 실현되면서 운용사간 차별화를 통한 대형화가 진행되고 있는 등 성장기에 진입한 것으로 평가된다.²⁸⁾ 이하에서는 앞 절과 마찬가지로 PEF 시장 현황을 시장 참여자와 자금모집, 투자, 회수로 이어지는 모험자본 순환체계로 나누어 살펴보고자 한다.

28) 다만, 양적인 성장에도 불구하고 PEF 제도 도입 초기의 기대와는 달리 경영참여 보다는 재무적 투자가 주요 투자전략을 이루고 있는 점이 문제점으로 지적되고 있다.

가) 시장참여자

(1) 운용사(GP)

2014년말 기준 국내 PEF 운용사(GP)는 모두 총 162개사로 보고되고 있다. PEF 도입 직후인 준비기에는 외국에서 PEF 운용경험이 있는 전문 인력이 설립한 전문운용사나 정책 금융기관 등이 PEF 설립을 주도하였다. 그런데 기관투자자의 투자확대로 PEF 설립이 용이해진 도약기에는 비록 투자경험은 부족하나 모험자본의 성격을 지닌 신규 운용사의 진입이 급증하였다. 그리고 2012년 이후인 성장기에는 투자실적 가시화, PEF 운용사간 운용능력 차별화가 진행되면서 국내 PEF 시장은 전문운용사 위주로 재편되고 있다. 실제로 이에 대한 통계(<표 II-48>)를 보면, 2005년만 하더라도 운용사(GP)는 전문운용사와 금융회사가 7개사로 동일했으나, 2014년에는 전문운용사 50.6%(82개사), 금융회사 28.4%(46개사), 창투계 회사 21.0%(34개사) 등으로 금융회사의 비중이 대폭 감소하고 창투계 회사의 비중이 크게 늘어났다.

<표 II-48> PEF 운용사(GP)의 동향

(단위: 개사, %)

GP	준비기		도약기		성장기	
	2005년말	2007년말	2008년말	2011년말	2012년말	2014년말
전문운용사	7 (50.0)	17 (48.6)	23 (47.9)	58 (46.8)	69 (48.9)	82 (50.6)
금융회사	7 (50.0)	13 (37.1)	17 (35.4)	44 (35.5)	46 (32.6)	46 (28.4)
창투계회사	-	5 (14.3)	8 (16.7)	22 (17.7)	26 (18.4)	34 (21.0)
총 계	14	35	48	124	141	162

주 : 괄호() 안은 비중
 자료: 금융감독원(2015. 3. 10)

(2) 출자자(LP)

현재 국내 PEF의 주요 출자자(LP)로는 국민연금, 사학연금, 군인공제회 등 대형 연기금과 KDB산업은행(구 정책금융공사)과 같은 정책금융기관이 있다. 제도 도입 초기인 2005년만 하더라도 외국법인 및 금융회사가 출자를 주도하여 이들 연기금의 출자 비중은 29% 수준이었다. 그런데 도약기 이후 기관투자자로 투자 저변이 확대되고, 저성장·저금리의 영향으로 연기금이 대체투자 확대의 일환으로 PEF 출자를 늘리면서 연기금의 비중이 크게 확대되었다. 그 결과 2014년에는 연기금의 비중이 51%까지 대폭 확대되었다. 이외에도 일반법인(26.2%)과 금융회사(20.3%) 등이 PEF의 주요 출자그룹을 형성하고 있다.

<표 II-49> PEF의 연도별 주요 출자자 구성 현황

(단위: %)

투자자	2005년	2006년	2007년	2008년	2009년	2010년	2011년	2012년	2013년	2014년
연기금 등	29.2	17.7	24.9	27.8	26.2	40.3	41.5	50.0	49.7	51.0
일반법인	39.2	39.5	32.8	39.6	44.0	33.9	31.3	22.8	25.9	26.2
금융회사	30.0	38.6	37.2	26.1	23.7	20.9	23.2	24.0	22.1	20.3
개인/기타	1.5	4.2	5.0	6.6	6.0	4.8	4.0	3.2	2.3	2.5

자료: 금융감독원(2015. 3. 10)

Preqin(2015)에 의하면, 2014년말 기준 해외 PEF의 주요 출자자 구성은 우리와 다소 상이하다. 해외에서도 연기금의 비중이 32% 수준으로 높기는 하나 국내처럼 절반 이상을 차지하지는 않는다. 또한, 국내와는 상이하게 고액자산가와 같은 개인의 비중이 16%로 매우 높게 나타나며, 금융기관의 비중은 15%이다. 이외에도 대학기금이나 재단 등도 주요 투자자를 구성하고 있다. 즉, 해외 PEF 시장은 기본적으로 출자자 구성이 우리보다는 다양하고 분산되어 있는 것이다. 또한, 국내에서 국민연금과 같은 공적연기금의 높은 출자 비중은 감사에 대한 우려 등으로 인해 PEF가

지나치게 보수적으로 운영되는 원인 중 하나로 지적되고 있다. 실제로 국내 PEF는 그 규모 면에서는 급속한 양적 성장을 기록하였으나, 자금모집이나 운용방식은 아직 선진 PEF에 비해 미흡한 상황이다.²⁹⁾ 따라서 연기금에 편중된 출자구조와 모험적인 자금운용을 기피하는 관행은 PEF의 활성화와 발전을 위해서 개선될 필요가 있다.

나) 모험자본 순환체계

(1) 자금모집

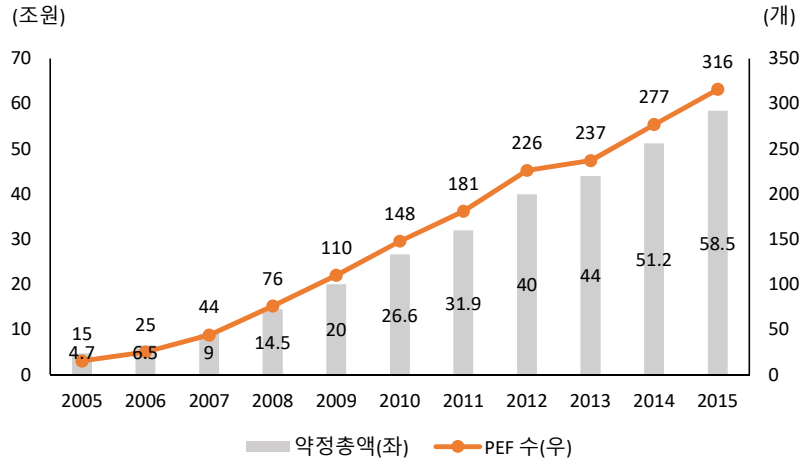
2004년 2개 펀드 약정액 4천억원 규모로 출범한 국내 PEF 시장은 2015년말 현재 펀드수 316개, 약정액 58.5조원 규모로 성장하였다(<그림 II-29> 참조). 신규 자금모집은 2015년중 10.2조원으로 제도 도입 이후 처음으로 10조원 대에 진입하였으며, 신설 PEF는 76개사로 사상 최대치를 기록하였다(<그림 II-30> 참조). 신설 PEF 중 유형별로는 프로젝트 PEF가 65.8%(50개사)로 블라인드 PEF보다 월등히 높은 비중을 차지하고 있다.³⁰⁾ 이는 2010년 이후 보수적인 투자성향을 지닌 대형 연기금들의 PEF 출자가 증가하면서 일정 부분 하방위험방어(downside risk protection)가 가능한 프로젝트 PEF 비중이 상승하고 있는 것으로 해석된다. 또한, 2009년 이후 PEF를 설립했거나 운용했던 경험이 있는 운용사가 재설립하는 PEF의 비중이 지속적으로 상승하고 있다. 이는 연기금 등 기관투자자들이 PEF의 전문성³¹⁾을 기준으로 운용사를 선택하기 시작한데 기인한다.

29) 박용린(2015. 9. 24) 참고

30) 프로젝트 PEF는 특정기업을 투자대상으로 사전에 특정하고 설립되는 PEF이며, 블라인드 PEF는 PEF 설립시 구체적 투자대상을 정하지 않고 GP의 운용전략·능력을 기초로 투자자(출자자)를 확보한 후 투자대상을 선정하는 방식이다.

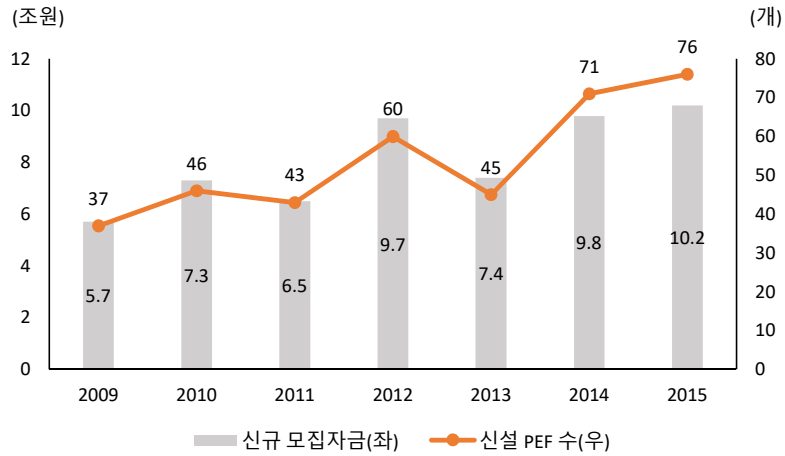
31) 구체적으로 PEF 실제 운용 경험 및 과거 운용실적(track record) 등을 의미한다.

<그림 II-29> 국내 PEF 약정액 및 업체수 현황



자료: 금융감독원

<그림 II-30> PEF 신규 자금모집 현황



자료: 금융감독원

<표 II-50> 재설립 PEF 비중

구분	2007년	2009년	2011년	2013년	2014년
재설립 비중	47.4%	51.4%	60.5%	91.1%	91.5%

주 : 당해 연도 신설 PEF 대비 재설립 PEF의 비중
 자료: 사모펀드운용사협의회

<표 II-51> 프로젝트 PEF 비중

구분	2007년	2009년	2011년	2013년	2014년
프로젝트 PEF 비중	36.8%	59.5%	46.5%	68.9%	74.6%

주 : 당해 연도 신설 PEF 대비 프로젝트 PEF의 비중
 자료: 사모펀드운용사협의회

(2) 투자

2015년말 현재 PEF 시장의 총 투자 규모는 12.8조원으로 사상 최대치를 기록하였다. 이러한 투자 규모는 전년 4.9조원 대비 7.9조원(161%) 증가한 수치이며, 제도 초기인 2005년 0.3조원에 비하면 42배나 성장한 규모이다. 투자 레버리지는 국내 PEF의 경우 순수 바이아웃 딜의 규모가 작아 상대적으로 낮은 수준을 보이고 있다. PEF의 차입규모는 2015년말 현재 10.3조원으로 전년 7.7조원 대비 2.6조원(33.8%) 증가한 규모이다.

<표 II-52> 연도별 PEF 투자현황

(단위: 조원)

구분	2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015
투자금액	0.3	2.5	2.2	5.6	2.2	3.9	9.2	6	9.3	4.9	12.8

자료: 금융감독원, 박용린 외(2015)

지난 10년간 PEF가 투자한 회사수는 총 690사이며, 주로 국내기업에 편중되어 있다. PEF의 해외투자는 엄격한 운용규제를 받지 않음에도 불구하고

하고 그 실적이 매우 저조한 편이다. 기업인수(buyout) 업무 역량을 보유한 전문인력의 부족으로 인하여 대부분의 PEF가 전략적 투자보다는 재무적 투자에 집중하고 있다. 지난 10년간 PEF가 전략적 투자자로서 투자회사의 경영에 직접 참여한 투자비중은 25.7%(177개사)에 불과한 상황이다.

<표 II-53> PEF의 국내 기업 투자 비중

구분	2007년	2009년	2011년	2013년	2014년
국내 투자 비중	90.6%	96.4%	88.1%	93.4%	90.8%

주 : 당해 연도 전체 투자기업 대비 국내 기업 투자 비중
 자료: 사모펀드운용사협의회

국내 PEF의 낮은 레버리지 사용도 문제점으로 지적된다. 2014년말 기준 277개의 PEF 중 차입투자를 하고 있는 PEF는 60개에 불과하며 차입금 잔액은 약 7.7조원이다. 이를 미국과 비교하면 비교자료가 존재하는 가장 최근년도인 2013년의 경우 국내 PEF의 평균 레버리지는 71%에 불과한 반면 미국은 레버리지가 170%에 달하고 있다. 이렇게 국내 PEF의 레버리지가 낮은 이유는 대부분의 국내 PEF가 기대수익률이 낮은 보장성 투자³²⁾ 성격의 재무적 투자 위주로 운용되고 있는 상황과 밀접한 관련이 있는 것으로 판단된다. 자칫 경영권 프리미엄이 없는 재무적 투자에 차입자금³³⁾을 사용하면 투자수익률이 더 낮아질 가능성이 크기 때문이다. 2014년말 현재 총 162개 PEF 운용사 가운데 경영권 프리미엄을 보상받을 수 있는 바이아웃 투자가 가능한 27개(16.7%) 운용사만 차입투자를 활용하고 있는 것으로 파악된다.

32) 보장성 투자의 기대수익률은 7~8% 수준으로 추정된다.

33) 차입자금의 평균 금융비용은 4~6% 수준으로 추정된다.

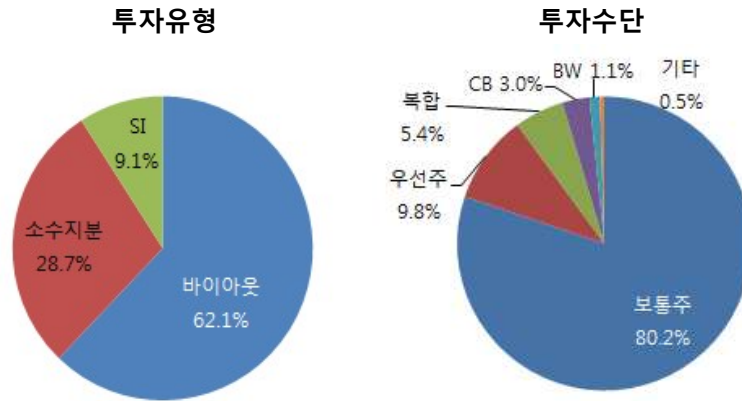
<표 II-54> 한국과 미국 PEF 투자 레버지리 추이

구분	2007년	2008년	2009년	2010년	2011년	2012년	2013년	2014년
국내	16%	28%	35%	49%	n/a	n/a	71%	n/a
미국	203%	133%	96%	127%	138%	156%	170%	156%

주 : 레버리지비율은 투자 시 자기자금 대비 차입규모로 산정
 자료: 금융감독원, S&P Capital IQ

투자대상으로는 보통주가 절대적인 비중을 차지하나, 투자위험을 낮추고 회수를 용이하게 하기 위한 목적으로 메자닌³⁴⁾에 대한 투자도 상당히 큰 것으로 알려져 있다. 특히 신생 운용사로서 운용실적(track record) 축적을 위하여 높은 위험회피 성향을 견지하는 운용사들이 메자닌 투자에 집중하는 것으로 관찰된다. 벤처캐피탈(VC) 업력을 배경으로 PEF 시장으로 진입하려는 운용사의 경우에도 주로 성장자본(growth capital) 및 메자닌 투자 위주로 운용실적을 축적하려는 경향이 강하게 나타난다.

<그림 II-31> PEF 투자유형과 투자수단 (2005~2014년)



자료: 사모펀드운용사협의회

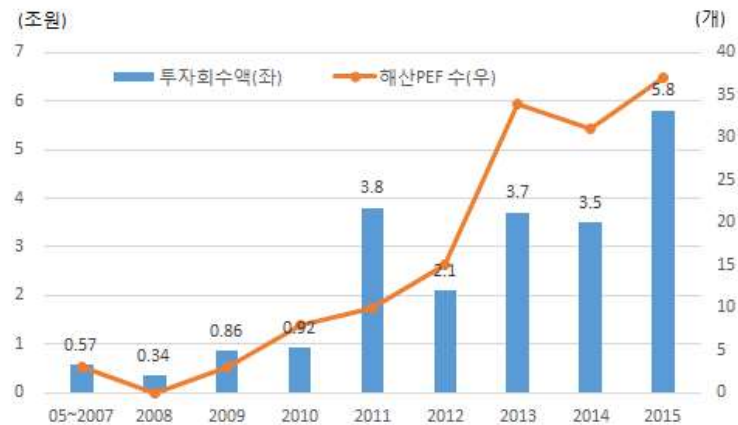
34) 메자닌(mezzanine)이란 일반적으로 주식(보통주)과 채권의 중간 성격을 갖는 유가증권을 의미하며 대표적인 우선주, 전환사채, 신주인수권부사채, 교환사채 등이 있다.

(3) 회수

<그림 II-32>는 국내 PEF의 회수 추이를 보여주고 있다. 이에 따르면, 2015년까지 PEF의 총 회수금액은 22.2조원으로 제도 도입 이후 10년이 경과한 시점에서 해산하는 PEF와 회수금액이 크게 증가하고 있다. 2015년 한 해 동안 PEF의 투자 회수액은 5.8조원이며 총 37개의 PEF가 해산하였다. PEF의 운용기간이 통상 5~8년이므로 2008~2011년 중 설립된 PEF의 존속기간이 만료되어 펀드해산에 따른 자금회수가 증가한 것으로 판단된다. 또한, 2012~2014년 중 설립된 중소형 블라인드 PEF를 중심으로 투자 집행과 자금회수가 본격적으로 진행 중인 것으로 보인다.

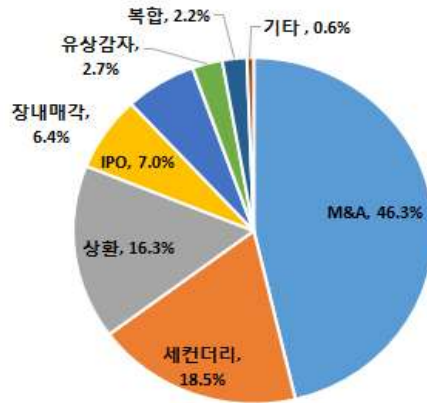
국내 PEF 시장의 주요 회수 방식으로는 장내·외 매각(block deal) 및 바이백 옵션행사(이하 buyback) 등의 비중이 상대적으로 높은 편이다. 2010년까지 회수된 자금 중 M&A, IPO, Secondary 형태 등으로 회수된 자금의 비중은 61%이다(<그림 II-33> 참조). 이 비중은 미국보다는 낮지만 전반적으로 해외 평균에 수렴하는 수준으로 해석할 수 있다. 참고로 미국의 경우 M&A, IPO 및 Secondary는 각각 48%, 16%, 22%로 전체의 약 86% 비중을 차지하고 있다(Preqin, 2015).

<그림 II-32> PEF 회수 현황



자료: 금융감독원 보도자료 취합

<그림 II-33> 투자금액 기준 회수유형 분포 (2005~2014년)



자료: 금융감독원(2015. 3. 10), 박용린 외(2015)

다. 소결

이상으로 이 절에서는 국내 모험자본시장의 현황 및 특징에 대해 알아보았다. 벤처캐피탈을 필두로 형성되어 1990년대 중반부터 본격적으로 성장한 국내 모험자본시장의 가장 큰 특징은 정부의 강력한 의지와 정책을 바탕으로 발전한 정부 또는 공공부문 주도의 모험자본시장이라는 점이다. 벤처캐피탈뿐만 아니라 앞서 살펴본 PEF나 크라우드펀딩과 같은 세부 모험자본시장은 명확한 정책목표를 가진 정부의 제도적인 뒷받침과 지원 하에 형성·발전된 시장이기 때문이다. 국내 모험자본시장의 구조와 특징은 시장참여자와 모험자본 순환체계의 관점에서 기업의 성장단계별로 다음과 같이 정리할 수 있다.

우선, 시장참여자를 기준으로 보면 모험자본시장은 자금의 출자자(LP)와 운용사(GP) 그리고 이 둘을 연결하는 중개기관으로 구성된다. 그런데 국내 모험자본시장은 ‘정부 또는 공공부문 주도의 모험자본시장’이라는 특징이 말해주듯이 해외시장에 비하여 공적연기금과 정책금융기관의 출자 비중이 훨씬 더 높게 나타난다. 연기금이나 정책금융기관의 높은 출자비

중은 시장의 빠른 양적인 성장에는 도움이 되었으나, 아직 국내 모험자본의 수요기반이 협소하고 자금모집이나 운용방식 측면에서 개선의 여지가 있음을 반증하기도 한다. 예를 들면, 연기금과 정책금융기관의 보수적인 투자성향을 감안하면, 국내 모험자본이 과도하게 위험회피적인 보장성 투자를 할 가능성이 있는 것이다. 실제로 국내 PEF의 낮은 레버리지 비율이나 회수가 용이한 메자닌 투자의 높은 비율 등이 이러한 가능성을 뒷받침한다. 따라서 투자자 구성을 다양화하려는 업계 차원의 노력뿐만 아니라 감사 이슈 등을 포함하여 모험자본 본연의 속성에 부합하는 창의적 투자 활동을 제약하는 각종 제도적 걸림돌을 제거하려는 정책적 노력이 동반되어야 할 것이다.

운용사(GP) 측면에서 보면, 국내 모험자본시장은 기업의 성장단계에 맞춰 액셀러레이터, 클라우드펀딩, 엔젤투자, 벤처캐피탈, PEF 등 다양한 세부 모험자본시장이 구비되어 있다. 하지만 벤처캐피탈과 PEF 이외에 창업 및 창업초기 기업에 초점을 두고 투자하는 모험자본시장은 아직 양적·질적인 측면에서 모두 미흡한 상황이다. 해외 모험자본시장과 비교하면 국내 모험자본시장은 아직 VCPE 중심의 시장인 것이다. 이는 또한 앞선 경우와 마찬가지로 정부 주도의 모험자본시장이라는 특성을 고스란히 보여준다. 세제혜택을 포함한 제도적인 입법 또는 명문화 없이는 자생적인 시장의 형성·발전을 기대하기 어렵기 때문이다.

여기서 미국이나 영국과 같은 선진 모험자본시장뿐만 아니라 최근 유럽 각국에서 진행되고 있는 모험자본시장의 다변화 추세 즉, 창업 및 창업초기 기업에 초점을 둔 액셀러레이터, 클라우드펀딩, 엔젤투자 시장의 확대 추세를 주목할 필요가 있다. 즉, 모험자본이 국민경제의 성장과 고용 창출에 미치는 과급효과를 감안하면 우리나라 역시 향후 이들 모험자본시장을 육성하는 노력을 기울여야 하는 것이다. 예를 들어, 국내에서는 약 20여개의 액셀러레이터가 설립되어 운영중인 것으로 파악된다. 하지만, 벤처기업 육성이라는 측면에서 액셀러레이터의 역할이 벤처캐피탈과 크게 다르지 않음에도 불구하고 세제혜택을 포함한 정책적인 배려에서 액셀러레이터가 소외되어 있다. 벤처기업 육성이라는 정책적 관점에서 관련 법

령의 개정이 필요하다. 또한, 개인투자자가 엔젤투자 또는 크라우드펀딩 등을 이용하여 혁신형 창업기업에 투자할 수 있는 수단을 확대할 수 있는 제도적인 개선 또는 지원방안은 없는지 검토할 필요가 있다. 물론 전문엔젤제도 도입과 엔젤투자매칭펀드, 엔젤투자 소득공제 확대, 증권형 크라우드펀딩 도입 등 다양한 제도적인 개선이 이루어지고 있는 것은 긍정적인 현상이라고 할 수 있다. 한편, 이 경우에도 준사모의 방식으로 다수의 개인을 대상으로 자금을 조달하는 만큼 투자자보호 장치 역시 필요하나, 최소한의 규제를 통해 창의성 발현이라는 모험자본 본연의 속성이 희석되지 않도록 해야 할 것이다.

국내 모험자본시장을 견인하고 있는 핵심 주체는 벤처캐피탈(VC)과 PEF이다. 2005년 모태펀드 출범을 계기로 국내 모험자본시장의 중추로 부상하고 있는 벤처캐피탈은 2015년말 현재 115개의 창업투자회사가 등록되어 있으며, 총 15조 4,577억원의 자금을 유망 벤처기업에 투자하고 있다. 연기금 및 공제회 등 주요 기관투자자의 대체투자 확대 기조에 따라 벤처캐피탈 시장에 많은 자금이 유입되고 있으며, 이에 부응하여 운용사의 규모도 빠르게 성장하고 있다. 2004년 도입된 사모투자전문회사(PEF) 역시 2015년말 현재 펀드 수 316개, 운용규모 58.5조원의 시장으로 성장하였다. 제도 초기 단계의 준비기와 도약기를 거쳐, 2012년부터 국내 PEF시장은 본격적인 성장기에 진입한 것으로 파악된다. 외형적 성장에 비하여 투자전략의 질적 측면에서는, 주요 투자자의 보수적 투자성향과 운용인력의 전문성 부족 등으로 인하여 경영참여를 통해 고수익을 추구하는 전략적 투자보다는 재무적 투자에 치중되어 있다는 문제점이 제기된다. 해외투자 비중이 낮으며, 차입투자(leverage)를 거의 활용하지 못하고 있는 문제점 등도 모두 전략적 투자의 부재에 기인한다. 다만, 시장이 성숙기에 접어들어 따라 운용사의 성과 및 역량도 차별화되며, 이로 인한 운용사의 대형화 현상도 강하게 나타나고 있어, 향후 국내 PEF 시장에서 전략적 투자의 비중 역시 보다 강화될 수 있을 것으로 기대한다.

마지막으로 국내 모험자본시장에서 가장 취약한 부분으로 회수시장의 빈곤이 지적된다. 자금모집-투자-회수로 이어지는 모험자본 순환체계에

서, 주식시장의 장세라는 외부요인에 민감한 IPO에만 의존하고 있는 국내 모험자본시장은 일종의 천수답 구조라 할 수 있다. 해외 선진 사례를 살펴보면 비록 문화적 차이가 크다는 근본적인 한계는 있겠으나, 그럼에도 불구하고 국내 M&A 시장을 활성화하기 위한 정책적 배려가 필요한 시점이다. 이와 함께, 장기화 되고 있는 IPO 소요 기간 등을 감안하여 운용사(GP)와 투자자(LP) 모두에게 보다 높은 유동성을 제공해 줄 수 있는 다양한 형태의 유통시장(secondary market)을 조성하기 위한 노력도 병행되어야 할 것이다.

III. 국내 모험자본시장의 성과: 벤처캐피탈과 PEF

1. 국내 정부 벤처캐피탈의 정책효과 분석

2. PEF의 경제적인 효과 분석

Ⅲ. 국내 모험자본시장의 성과: 벤처캐피탈과 PEF

Ⅲ장에서는 우리나라의 대표적인 모험자본인 벤처캐피탈과 PEF의 실제 투자 자료를 바탕으로 수행한 성과분석 결과를 제시하고자 한다. 성과분석은 크게 두 가지 분석으로 구성되어 있다. 첫 번째 분석은 국내 정부 벤처캐피탈의 정책효과 분석이다. 주지하듯이 우리나라 정부는 벤처기업에 대한 투자확대와 벤처캐피탈 시장의 발전을 위하여 법적·제도적 지원 체계를 구축했을 뿐만 아니라 정책금융을 활용하여 직·간접적으로 국내 벤처캐피탈 시장에 참여해왔다. 그러므로 이 분석은 국내 벤처캐피탈 시장이 정부의 주도하에 형성·발전된 만큼 국내 정부 벤처캐피탈이 민간투자 유인, 기업 자금조달 지원, 민간 벤처캐피탈 시장 활성화 등 소기의 정책목표를 달성했는지를 검증하는 것이다. 두 번째 분석은 PEF의 경제적인 효과 분석이다. PEF 제도는 경영권 인수 또는 경영참여를 통하여 기업 효율성을 제고하고 구조조정을 추진할 국내 자본 육성을 위해 도입되었다. 이에 이 분석은 PEF의 기업 효율성 제고 역할에 초점을 두고 PEF가 투자하는 기업의 특성 및 PEF의 투자 이후 기업 실적의 개선여부에 대해 알아보하고자 한다.

1. 국내 정부 벤처캐피탈의 정책효과 분석

창업초기 기술혁신형 기업의 성장은 개별 기업뿐만 아니라 경제성장과 고용창출 차원에서도 매우 중요하다. 그럼에도 불구하고 이들 기업은 신용과 담보가 부족할 뿐만 아니라 기업에 대한 정보의 비대칭성이 높아 은행이나 자본시장을 통한 자금조달이 여의치 않다. 이에 벤처캐피탈이 이들 기업 중 성장잠재력이 뛰어난 기업을 발굴하여 필요자금을 공급하고 다양한 가치제고 활동을 통해 성장을 지원하는 역할을 수행한다(Sahlman, 1990; Gompers & Lerner, 2001; Kaplan & Stromberg, 2001; Denis,

2004; Croce et al., 2013). 그런데 사실상 미국을 제외하면 벤처캐피탈 시장이 자생적으로 형성된 국가가 드물고, 형성되었다 하더라도 창업초기 기업은 필요자금의 일부만을 조달하는 ‘과소투자(equity gap)’ 문제가 생기기 쉽다. 벤처캐피탈 입장에서는 창업초기 기업보다 상업성이 어느 정도 검증된 중·후기 기업에 투자하는 것이 위험 대비 수익성 면에서 더 낫기 때문이다. 즉, 창업초기 기업을 대상으로 하는 벤처캐피탈 시장에서는 투자수요와 투자공급이 일치하지 않는 시장실패가 발생하기가 쉽다.

이러한 시장실패를 최소화하기 위해 상당수의 국가들이 세제혜택, 보조금 지급, 직·간접 지분투자 등 다양한 방식으로 창업초기 기술혁신형 기업들을 지원하고 있다(박용린·김종민, 2015). 이 중 직·간접 지분투자 방식으로 정부가 벤처캐피탈 시장에 개입하는 정책을 정부 벤처캐피탈(government venture capital)이라고 한다.³⁵⁾ 보다 엄밀히 말하면, 특정 지역 및 산업의 발전 또는 벤처생태계 조성 등 특정한 정책목표를 달성하기 위하여 민간자금과 동시에 혹은 단독으로 정부자금을 창업초기 및 성장단계 기업에 투자하는 벤처캐피탈을 정부 벤처캐피탈이라 한다.³⁶⁾

우리나라도 1997년 벤특법 제정을 기점으로 벤처캐피탈 시장이 본격적으로 형성되기 시작한 이래 정부 주도하에 다양한 정부 벤처캐피탈 프로그램을 운영하고 있다. 2005년에 시작한 모태펀드가 그 대표적인 예이며, 이외에도 KDB산업은행(구 정책금융공사)의 펀드출자, 신·기보의 보증연계투자, 엔젤투자매칭펀드, 성장사다리펀드, 미래창조펀드 등이 있다. 또한, Brander et al.(2014)에 따르면, 2000년부터 2008년까지 벤처캐피탈 투자를 유치한 국내 1,365개 기업 중 약 60%가 정부 벤처캐피탈의 투자를 받은 것으로 나타난다. 여기서 정부 벤처캐피탈 투자는 최초투자시 모태펀드와 같은 정부자금의 출자를 받은 모든 벤처캐피탈 투자를 지칭한다. 그런데 이 비중은 Brander et al.(2014)의 분석대상 25개 국가

35) 기존 문헌에서는 이외에도 정부후원 벤처캐피탈(government-sponsored venture capital)이나 공공지원 벤처캐피탈(publicly-supported venture capital) 등이 정부 벤처캐피탈을 지칭하는 용어로 사용된다.

36) 즉, 정부 벤처캐피탈은 직·간접 지분투자 및 지분투자 관련 투자형 보증의 방식으로 중소기업의 직접금융을 지원하는 정책금융의 일환이라고 할 수 있다.

중 가장 높은 수치이다.³⁷⁾ 이를 기준으로 보면, 우리나라가 세계에서 정부 벤처캐피탈의 비중이 가장 높은 국가인 셈이다.

이 절에서는 2004년부터 2013년 3월까지 국내 벤처투자 자료를 바탕으로 국내 정부 벤처캐피탈의 정책효과와 시사점에 대해 살펴보고자 한다. 정부 벤처캐피탈 관련 기존 문헌들은 크게 민간투자 구축효과 여부와 민간 벤처캐피탈 대비 정부 벤처캐피탈의 투자성장에 초점을 두고 정부 벤처캐피탈의 정책효과를 분석하고 있다. 이에 따르면, 대체로 정부 벤처캐피탈은 민간투자를 구축하기보다는 오히려 민간투자를 유인하여 개별 기업의 자금조달을 지원하고 민간 벤처캐피탈 시장 확대에도 기여한 것으로 나타난다. 또한, 정부 벤처캐피탈이 민간 벤처캐피탈과 공동투자를 한다면 투자성과도 정부 또는 민간 단독투자의 경우보다 더 우수한 것으로 나타난다. 이러한 기존 문헌의 연구결과를 감안하여 본 연구는 이와 같은 기존 문헌의 결과가 국내 정부 벤처캐피탈에 대한 분석에서도 나타나는지, 차이가 난다면 어떻게 다른지 알아보려고 한다.

기존 연구 중 Brander et al.(2014)이 국내 정부 벤처캐피탈의 정책효과 분석 측면에서 가장 주목할 만한 연구이다. 우선, Brander et al.(2014)은 정부 벤처캐피탈 관련 연구 중 가장 최신의 연구결과이며, 우리나라를 비롯하여 미국, 유럽, 아시아 등 25개 국가를 대상으로 하고 있다. 또한, Brander et al.(2014)은 투자금액, 정부 벤처캐피탈의 투자여부, 투자연도, 업종 등 공개적으로 입수 가능한 최소한의 자료만으로도 다각도로 정부 벤처캐피탈의 정책효과를 분석할 수 있는 방법론을 사용하고 있다. 이 점에서 Brander et al.(2014)은 국내 정부 벤처캐피탈의 정책효과를 측정할 수 있는 방법론을 제시할 뿐만 아니라 국내 실증분석 결과를 해외와 견주어 가늠해볼 수 있는 벤치마크의 역할도 할 수 있다. 이에 본 연구는 Brander et al.(2014)의 방법론에 입각하여 국내 벤처캐피탈의 정책효과를 분석하고자 한다.

37) 우리나라에 이어 정부 벤처캐피탈의 비중이 높은 국가로는 브라질(52%), 뉴질랜드(51%), 캐나다(49%), 덴마크(47%) 등이 있다. 반면, 말레이시아(5%), 홍콩(7%), 이스라엘(9%), 네덜란드(12%), 미국(13%) 등은 정부 벤처캐피탈의 비중이 낮다.

본 연구에서는 Brander et al.(2014)을 참고하여 다음과 같은 세 가지 연구 질문을 구성하였다. 첫 번째 질문은 ‘국내 정부 벤처캐피탈의 투자가 외부자금이 필요한 국내 개별 기업의 자금조달에 도움이 되었는가?’이다. 이는 정부 벤처캐피탈의 투자규모 증대효과(intensive margin)를 개별 기업 차원에서 검증하는 것이다. 본 연구는 이를 통해 정부 벤처캐피탈이 벤처캐피탈 시장에 잠재된 과소투자 문제를 해소하는 데 도움이 되었는지를 보고자 한다. 두 번째 질문은 ‘정부 벤처캐피탈의 투자가 더 많은 기업들이 외부 투자유치를 받는 데 기여하였는가?’이다. 이를 통해 정부 벤처캐피탈의 시장규모 확대효과(extensive margin)와 그 양상을 파악하고자 한다. 마지막 질문은 ‘민간 벤처캐피탈 대비 정부 벤처캐피탈의 투자회수(exit) 성과는 어떠한가?’이다. 상기한 두 연구 질문이 모두 정부 벤처캐피탈 본래의 정책목표 달성여부를 평가하는 분석이라면, 이는 벤처투자라는 관점에서 정부 벤처캐피탈의 투자역량 및 투자성과를 평가하는 분석이다. 다만, 개별 투자건당 투자회수 자료가 없는 관계로 본 연구에서는 Brander et al.(2002), Phalippou & Gottschalg(2009), Brander et al.(2014) 등과 마찬가지로 벤처투자 이후 IPO와 M&A가 일어난 경우를 성공적인 회수의 대리변수(proxy)로 간주하여 투자회수 성과를 분석하였다. 다만, 본 연구는 자료의 제약 및 분석의 편익(bias) 가능성을 감안하여 투자회수 성과분석 이외에 정부 벤처캐피탈 투자가 개별 기업의 경영성과 및 고용창출에 미친 분석은 별도로 수행하지 않았다.³⁸⁾ 한편, 본 연구는 Brander et al.(2014)과 동일하게 분석기간 동안 최초투자 시 모태펀드와 정책금융공사의 출자를 받은 벤처캐피탈펀드가 투자한 경우를 정부 벤처캐피탈의 투자로 분류하였다.

38) 우선, 벤처투자를 받은 국내 기업의 경영성과 및 고용지표 정보 자체가 미비하여 이 분석은 한계가 존재한다. 예를 들어, 창업초기 기업은 그 특성상 벤처투자 시점을 전후로 경영성과 및 고용지표를 얻을 수 없을 뿐만 아니라 중도 폐업사례도 많아 분석에서 제외될 수밖에 없다. 이에 따라 분석대상을 외감 및 상장기업으로 한정하면 생존편의(survivorship bias)로 인해 정부 벤처캐피탈이 피투자기업의 성장과 혁신에 미친 영향을 과대평가할 가능성이 높다. 또한, 벤처투자 이후 IPO나 M&A와 같은 이벤트가 발생한 경우 기업정보 추적이 어려워 경영지표의 정확성을 담보하기도 어렵다. 더군다나 외감 및 상장기업은 특성상 벤처투자보다는 PEF 투자대상에 적합하므로 후술하는 PEF의 성과분석과 중복될 수 있다. 실제로 소수이기는 하나 벤처투자 이후 PEF의 투자를 받은 기업이 존재한다.

이 절의 구성은 다음과 같다. 우선, 정부 벤처캐피탈 관련 기존 연구문헌들을 개관한다. 그 다음 절에서는 실증분석에 사용된 기초자료를 소개하고 벤처투자 유형별 업종분포와 투자규모 등 투자현황에 대해 알아본다. 이후에는 실증분석 결과를 제시하고 마지막으로 소결 및 시사점에 대해 논의한다.

가. 선행연구

정부 벤처캐피탈은 성장잠재력이 뛰어난 창업초기 및 성장단계에 있는 혁신형 기업에 자금을 제공하여 성장을 지원하고 자국 내에 자생력을 갖춘 벤처캐피탈 생태계를 조성하는 것을 목표로 한다. 이 점에서 보면, 정부 벤처캐피탈은 민간 중심의 벤처캐피탈 시장에서 발생할 수 있는 시장 실패를 최소화하려는 정책수단이다. 그러나 정부 벤처캐피탈 역시 정부의 시장개입으로 인해 여러 문제점들이 나타날 수 있다. 우선, 정부의 각종 지원정책으로 인해 양질의 투자기회가 정부 벤처캐피탈에 집중될 경우 정부 벤처캐피탈이 민간 벤처캐피탈의 투자를 구축할 가능성이 있다. 실제로 Cumming & MacIntosh(2006)의 연구는 이를 뒷받침한다. 또한, 정부 벤처캐피탈이 전문성과 투자역량을 갖추지 못하면 투자수익은 물론 운영의 비효율성으로 인해 애초에 의도했던 정책목표를 달성하기 어려울 수도 있다. 예를 들어, Lerner(2009)는 정부 벤처캐피탈 운영과정에서 나타날 수 있는 정치적 압력, 지대추구(rent-seeking) 행위, 비효율적인 관료문화 등을 이유로 정부 벤처캐피탈의 효과에 대해 회의적인 입장이다. 이에 따라 정부 벤처캐피탈에 대한 기존 문헌은 정부 벤처캐피탈의 정책효과를 검증하는 데 초점을 두고 있다.³⁹⁾ 보다 구체적으로 보면, 정부 벤처캐피탈을 다루고 있는 기존 문헌들은 다음과 같이 크게 두 가지 유형으로 구분할 수 있다.

첫 번째 유형은 정부 벤처캐피탈의 투자가 민간투자를 구축했는지 실

39) 이에 대한 보다 자세한 내용은 박용린·김종민(2015)을 참고하기 바란다.

증적으로 분석하는 연구들이다. Leleux & Surlemont(2003), Cumming & MacIntosh(2006), Brander et al.(2014) 등이 이에 해당한다. 우선, 캐나다 LSVCC(Labour-Sponsored Venture Capital Corporation)의 사례를 연구한 Cumming & MacIntosh(2006)에서는 정부 벤처캐피탈의 민간투자 구축효과가 발견되었다. Cumming & MacIntosh(2006)는 LSVCC 출자자에 대한 과도한 세제혜택을 정부 벤처캐피탈이 민간투자를 구축한 주요인으로 보고 있다. 즉, 세제혜택으로 인해 투자자들의 LSVCC 출자는 늘어났으나, 이에 대한 반작용으로 투자자들 특히, 위험회피성향의 기관투자자들의 민간 벤처캐피탈 출자규모가 늘어난 LSVCC 출자금액 이상으로 감소했다는 것이다. 이와는 달리 Leleux & Surlemont(2003)와 Brander et al.(2014)의 연구에서는 정부 벤처캐피탈의 민간투자 구축효과가 발견되지 않았다. 개별 국가가 아닌 여러 국가의 벤처투자 자료에 기초한 이들 분석에 따르면, 오히려 정부 벤처캐피탈의 투자로 인해 민간투자가 더 늘어난 결과를 제시하고 있다.⁴⁰⁾

두 번째 유형은 정부 벤처캐피탈이 피투자기업의 성장 및 혁신활동에 미친 영향 즉, 정부 벤처캐피탈의 투자역량 및 투자성과를 민간 벤처캐피탈과 비교하여 검증하는 연구들이다. Cumming(2007), Brander et al.(2008), Grilli & Murtinu(2011), Grilli & Murtinu(2014), Bertoni & Tykvova(2012), Cumming et al.(2013), Brander et al.(2014) 등이 이에 해당한다. 이들 연구의 주요 결론은 다음과 같이 두 가지로 요약할 수 있다. 첫째, 정부 벤처캐피탈의 투자역량 자체는 민간에 비해 미흡하나 업력 5년 미만의 기업의 성장을 지원하는 효과가 있다(Brander et al., 2008; Grilli & Murtinu, 2011; Grilli & Murtinu, 2014). 둘째, 정부 벤처캐피탈과 민간 벤처캐피탈의 공동투자가 정부 또는 민간 벤처캐피탈의 단독투자보다 더 우수한 정책효과를 얻을 수 있다(Bertoni & Tykvova, 2012; Grilli & Murtinu, 2014; Cumming et al., 2013; Brander et al., 2014).

40) Leleux & Surlemont(2003)는 1990년부터 1996년까지 유럽 15개국의 벤처투자 자료를 기반으로 민간투자 구축효과를 검증하였다. Brander et al.(2014)은 2000년부터 2008년까지 미국, 유럽, 아시아 등 25개 국가의 벤처투자 자료를 바탕으로 정부 벤처캐피탈의 정책효과를 검증하였다.

이상의 기존문헌으로부터 정부 벤처캐피탈의 정책효과 및 운영방식에 대해 다음과 같은 시사점을 도출할 수 있다. 첫째, 정부 벤처캐피탈의 투자가 민간투자를 증가시켜 창업초기 및 성장단계 기업의 자금조달 지원 및 벤처캐피탈 시장 활성화에 기여할 수 있다. 둘째, 정부 벤처캐피탈이 민간 벤처캐피탈을 대체하기보다는 이들이 상대적으로 투자를 기피하는 창업초기 기업의 성장을 지원하는 보완적인 역할을 수행할 수 있다. 셋째, 정부 벤처캐피탈 운영방식 측면에서는 정부의 직접투자보다 민간 벤처캐피탈 출자를 통한 방식이 정책효과를 얻는 데 보다 효율적인 방식이다. 넷째, 정부 벤처캐피탈이 민간 벤처캐피탈이나 투자자의 인센티브를 왜곡시킬 수 있는 제도나 지원방안은 이러한 효과를 크게 반감시키거나 역효과가 날 가능성이 있음을 유의해야 한다.

나. 분석자료 및 벤처투자 유형별 투자현황

이 연구에서 사용한 기초자료는 2004년부터 2013년 3월까지 총 11,212건의 중소기업청 벤처캐피탈 투자 자료이다. 이 자료는 투자일, 투자대상 기업명 및 사업자등록코드, 투자금액, 벤처캐피탈 및 벤처캐피탈펀드 등의 정보로 구성되어 있다. 그런데 정부 벤처캐피탈의 정책효과를 분석하기 위해서는 개별 투자건당 해당 기업의 업종과 업력, 최초투자금액, 정부 벤처캐피탈의 참여여부를 분류 또는 산정하는 작업이 필요하다. 이 작업은 다음과 같은 방법으로 수행하였다.

우선, 개별 기업의 사업자등록코드와 대표자명 등의 정보와 FnGuide, 한국기업데이터, 매경 회사연감, 신설법인 공고 등을 이용하여 표준산업대분류를 기준으로 투자시점 당시의 업종과 업력을 확인하였다. 이에 따르면, 업종분류가 가능한 투자건수는 10,471건(기업은 총 3,205개사)이며, 이 중 2,703개사의 업력을 확인할 수 있었다. 이 중 출판, 영상, 방송통신 및 정보서비스업과 예술, 스포츠 및 여가관련 서비스업에 속한 기업 중 영화, 연예, 공연관련 투자(유한회사 및 문화산업전문회사 포함)에 해

당하는 기업은 ‘영화 및 공연관련 프로젝트성 투자’ 업종으로 별도로 분류하였다. 그리고 개별 기업별로 최초 투자일을 기준으로 동일 벤처캐피탈(프로젝트성 투자는 벤처캐피탈펀드)이 30일 이내에 투자한 경우를 동일 투자라운드로 간주하여 최초투자자로 분류하고, 최초투자금액을 산정하였다.

정부 벤처캐피탈의 투자여부는 분석기간 동안 모태펀드와 KDB산업은행(구 정책금융공사)의 펀드출자 정보를 일일이 확인하여 개별 투자건별로 정부 벤처캐피탈 투자여부를 분류하였다.⁴¹⁾ 즉, 이 연구에서는 모태펀드나 KDB산업은행(구 정책금융공사)의 출자를 받은 벤처캐피탈펀드가 투자한 경우를 정부 벤처캐피탈 투자로 분류하였다. 이를 기초로 Brander et al.(2014)과 동일한 방식으로 최초투자 당시 민간 벤처캐피탈만이 투자했다면 ‘PVC(Private Venture Capital) Pure(민간 단독투자)’, 민간 벤처캐피탈과 정부 벤처캐피탈이 모두 투자했다면 ‘GVC Mix(민관 공동투자)’, 정부 벤처캐피탈만이 투자했다면 ‘GVC Pure(정부 단독투자)’로 분류하였다.

<표 III-1>은 업종분류가 가능한 3,205개 기업의 업종별 분포와 투자금액 및 업력을 보여주고 있다. 이에 따르면 벤처투자는 제조업(1,571개사, 47.3%), 출판, 영상, 방송통신 및 정보서비스업(798개사, 24.9%), 영화 및 공연관련 프로젝트성 투자(496개사, 15.5%), 전문, 과학 및 기술서비스업(137개사, 4.3%) 등 4개 업종에 집중되어 있다. 이 4개 업종에 속한 기업의 비중은 92%에 달하며, 영화 및 공연관련 프로젝트성 투자를 제외하면 제조업, 출판, 영상, 방송통신 및 정보서비스업과 전문, 과학 및 기술서비스업 3개 업종의 비중이 90%에 달한다. 그리고 이들 업종의 평균적인 최초투자금액은 제조업 17억원, 출판, 영상, 방송통신 및 정보서비스업 10억원, 전문, 과학 및 기술서비스업 14억원 수준이다.

41) 성장사다리펀드, 미래창조펀드 등은 본 연구의 분석기간 이후에 시행되었기 때문에 분석에 포함되지 않는다.

<표 III-1> 분석 대상 기업의 업종분류 및 투자규모

업종	기업		총투자금액 (평균, 억원)	최초투자금액 (평균, 억원)	업력 (평균, 년)
	수(개사)	비중(%)			
농업, 임업 및 어업	7	0.2	27.73	22.71	5.21
광업	3	0.1	29.33	29.33	5.51
제조업	1,517	47.3	29.32	16.57	6.93
전기, 가스, 증기 및 수도사업	5	0.2	53.00	49.00	3.58
하수폐기물처리, 원료재생 및 환경복원	19	0.6	25.77	16.75	6.82
건설업	14	0.4	23.51	16.22	8.90
도매 및 소매업	105	3.3	20.71	12.31	4.38
운수업	5	0.2	23.26	18.26	2.25
출판, 영상, 방송통신 및 정보서비스업	798	24.9	18.00	9.79	4.25
금융 및 보험업	18	0.6	5.48	4.92	5.37
부동산업 및 임대업	10	0.3	19.84	11.81	3.97
전문, 과학 및 기술서비스업	137	4.3	25.41	13.50	4.38
사업시설관리 및 사업지원 서비스업	17	0.5	15.97	10.23	4.41
교육서비스업	32	1.0	22.74	17.87	3.97
보건업 및 사회복지 서비스업	3	0.1	11.85	11.85	2.85
예술, 스포츠 및 여가관련 서비스업	17	0.5	13.64	9.09	4.15
협회 및 단체, 수리 및 기타 개인서비스업	2	0.1	61.50	25.00	2.69
영화 및 공연관련 프로젝트성 투자	496	15.5	25.62	7.40	5.39
총 합계	3,205	100.0	25.07	13.13	5.81

주: 1) 업종분류는 표준산업 대분류를 기준으로 하였으며, 출판, 영상, 방송통신 및 정보서비스업과 예술, 스포츠 및 여가관련 서비스업에 해당하는 기업은 영화 및 공연관련 프로젝트성 투자로 별도로 분류
 2) 업력은 설립일 확인이 가능한 2,703개 기업만을 대상으로 산정

<표 III-2> 벤처투자 유형별 투자대상 업종분포 및 업력

업종	PVC Pure		GVC Mix		GVC Pure	
	기업	업력(년)	기업	업력(년)	기업	업력(년)
농업, 임업 및 어업	5	4.98	1	5.52	1	6.01
광업	3	5.51	0	-	0	-
제조업	1,083	6.41	86	6.48	348	8.67
전기, 가스, 증기 및 수도사업	4	3.99	0	-	1	1.94
하수폐기물처리, 원료재생 및 환경복원	11	4.95	2	0.50	6	12.04
건설업	12	8.73	0	-	2	9.71
도매 및 소매업	81	4.28	4	4.49	20	4.77
운수업	3	2.32	1	3.06	1	1.24
출판, 영상, 방송통신 및 정보서비스업	539	4.44	29	4.71	230	3.74
금융 및 보험업	18	5.37	0	-	0	-
부동산업 및 임대업	10	3.97	0	-	0	-
전문, 과학 및 기술서비스업	90	4.45	11	6.10	36	3.71
사업시설관리 및 사업지원 서비스업	16	4.55	0	-	1	2.18
교육서비스업	25	4.41	4	3.99	3	0.55
보건업 및 사회복지 서비스업	3	2.85	0	-	0	-
예술, 스포츠 및 여가관련 서비스업	10	3.07	0	-	7	6.85
협회 및 단체, 수리 및 기타 개인서비스업	1	4.46	0	-	1	0.92
영화 및 공연관련 프로젝트성 투자	331	5.00	10	5.25	155	8.15
총 합계	2,245	5.57	148	5.82	812	6.49

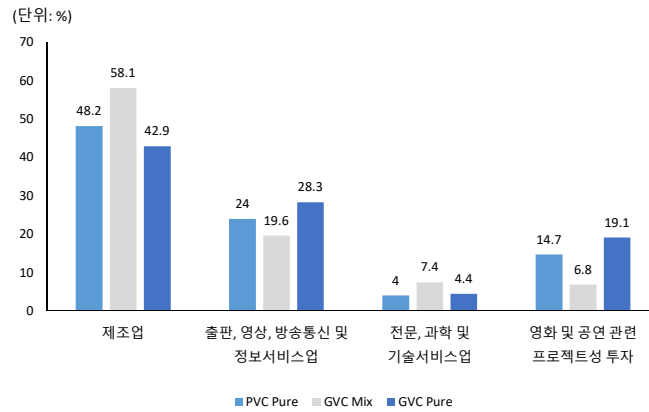
주: 업력은 설립일 확인이 가능한 2,703개 기업만을 대상으로 산정

<표 III-2>는 벤처투자 유형을 PVC Pure(민간 단독투자), GVC Mix(민관 공동투자), GVC Pure(정부 단독투자) 등으로 구분했을 때 투자대상 기업의 업종분포와 업력을 보여주고 있다. 우선, 정부 벤처캐피탈의 투자를 받은 기업은 GVC Mix 148개사, GVC Pure 812개사로 총 960개사이며, 전체 기업의 약 30%를 차지한다.⁴²⁾ 또한, 벤처투자 유형과 관계

42) 영화 및 공연관련 프로젝트성 투자를 제외하면 GVC Mix 138개사, GVC Pure 657개사로 총 795개사이거나, 비중은 29.35%로 전체를 대상으로 산정한 30%와 거의 유사하다. 그런데 이 비중 자체는 Brander et al.(2014)이 집계한 60%의

없이 제조업, 출판, 영상, 방송통신 및 정보서비스업, 전문, 과학 및 기술 서비스업, 영화 및 공연 관련 프로젝트성 투자 등 4개 업종에 투자가 집중되어 있다. 다만, <그림 III-1>에서 보듯이 민관 공동투자인 GVC Mix의 경우에는 제조업의 비중이 58.1%로 40%대 수준인 다른 유형에 비해 높고, 영화 및 공연 관련 프로젝트성 투자의 비중은 6.8%로 10% 중후반대인 다른 유형에 비해 낮다. 반면, 정부 단독투자인 PVC Pure의 경우에는 제조업의 비중이 42.9%로 다른 유형에 비해 낮고, 영화 및 공연 관련 프로젝트성 투자의 비중은 19.1%로 가장 높게 나타난다.

<그림 III-1> 벤처투자 유형별 주요 투자업종



투자비중이 높은 주요 업종을 기준으로 업력을 보면, 제조업에 속한 기업의 평균 업력이 6.4년에서 8.7년으로 4~5년 내외인 다른 업종에 비해 높게 나타난다. 벤처투자 유형까지 고려하면, GVC Mix의 경우 대체로 기업의 업력이 PVC Pure와 비슷하나, 전문, 과학 및 기술서비스업에 속한 기업의 투자시점 기준 업력은 6.1년으로 4년 내외인 다른 유형에 비해 높게 나타난다. 반면, GVC Pure의 경우에는 제조업과 영화 및 공연 관련 프로젝트성 투자에 속한 기업의 업력이 각각 8.7년, 8.2년으로 다른 유형

절반수준에 그친다. 이런 차이는 Brander et al.(2014)과 본 연구의 분석대상 집계 방식 및 분석기간의 차이에 기인하는 것으로 보인다.

에 비해 높고, 출판, 영상, 방송통신 및 정보서비스업과 전문, 과학 및 기술서비스업에 속한 기업의 업력은 3.7년 내외로 낮게 나타난다. 이를 감안하면, 정부 벤처캐피탈 단독투자인 GVC Pure가 다른 유형에 비해 IT 및 전문기술 관련 업종에 속한 창업초기 기업에 더 중점을 두고 투자한 것으로 보인다.

<표 III-3> 벤처투자 유형별 투자규모

업종	총투자금액(A) 및 최초투자금액(B)(평균, 억원)					
	PVC Pure		GVC Mix		GVC Pure	
	A	B	A	B	A	B
농업, 임업 및 어업	34.50	28.50	21.25	16.25	0.39	0.22
광업	29.33	29.33	-	-	-	-
제조업	25.73	12.22	55.04	34.55	34.12	25.65
전기, 가스, 증기 및 수도사업	53.75	53.75	-	-	50.00	30.00
하수폐기물처리, 원료재생 및 환경복원	17.36	11.73	39.19	27.50	36.70	22.36
건설업	22.66	17.09	-	-	28.55	11.00
도매 및 소매업	20.99	11.08	38.75	31.25	15.97	13.52
운수업	24.27	15.93	30.00	30.00	13.50	13.50
출판, 영상, 방송통신 및 정보서비스업	16.39	8.61	48.96	28.39	17.85	10.21
금융 및 보험업	5.48	4.92	-	-	-	-
부동산업 및 임대업	19.84	11.81	-	-	-	-
전문, 과학 및 기술서비스업	24.60	11.93	43.79	27.57	21.82	13.13
사업시설관리 및 사업지원 서비스업	16.85	10.75	-	-	2.00	2.00
교육서비스업	11.59	8.55	55.75	35.75	71.67	71.67
보건업 및 사회복지 서비스업	11.85	11.85	-	-	-	-
예술, 스포츠 및 여가관련 서비스업	15.26	8.85	-	-	11.33	9.44
협회 및 단체, 수리 및 기타 개인서비스업	90.00	20.00	-	-	33.00	30.00
영화 및 공연관련 프로젝트성 투자	26.99	6.16	22.06	12.05	22.91	9.73
전체	23.02	10.45	49.75	31.00	26.24	17.29

<표 Ⅲ-3>은 벤처투자 유형별 투자규모를 보여주고 있다. 이에 따르면, 업종별 기업 수의 차이로 인해 전반적인 경향성을 파악하기가 쉽지 않다. 그런데 적어도 벤처투자가 집중되어 있는 주요 업종을 기준으로 보면 어느 정도 경향성이 나타난다. 우선, 벤처투자를 가장 많이 받은 4개 업종 중 제조업과 출판, 영상, 방송통신 및 정보서비스업, 그리고 전문, 과학 및 기술서비스업의 경우 GVC Mix의 총투자금액과 최초투자금액 모두 다른 유형에 비해 월등히 높게 나타난다. 예를 들어, GVC Mix의 출판, 영상, 방송통신 및 정보서비스업에 대한 평균 최초투자금액은 28억원으로 GVC Pure의 2.8배, PVC Pure의 3.3배에 달한다. 또한, 제조업의 경우 GVC Pure의 평균 최초투자금액이 26억원으로 PVC Pure의 12억원보다 2배 이상이다. 다만, 출판, 영상, 방송통신 및 정보서비스업과 전문, 과학 및 기술서비스업의 경우에는 GVC Pure와 PVC Pure의 투자규모가 대체로 유사한 수준이다. 이러한 경향은 다음의 <표 Ⅲ-4>와 같이 영화 및 공연관련 프로젝트성 투자 및 1억원 미만의 소규모 투자를 제외하더라도 동일하게 관찰된다. 한편, 영화 및 공연관련 프로젝트성 투자의 경우 총투자규모는 PVC Pure가 다른 유형에 비해 높게 나타나지만, 최초투자규모는 GVC Mix, GVC Pure, PVC Pure의 순으로 나타난다.

<표 III-4> 프로젝트성 및 1억원 미만 투자 제외 시 투자규모

업종	총투자금액(A) 및 최초투자금액(B)(평균, 억원)					
	PVC Pure		GVC Mix		GVC Pure	
	A	B	A	B	A	B
농업, 임업 및 어업	34.50	28.50	21.25	16.25	-	-
광업	29.33	29.33	-	-	-	-
제조업	28.73	13.64	55.04	34.55	34.61	26.01
전기, 가스, 증기 및 수도사업	53.75	53.75	-	-	50.00	30.00
하수폐기물처리, 원료재생 및 환경복원	21.22	14.33	39.19	27.50	44.04	26.84
건설업	27.14	20.45	-	-	28.55	11.00
도매 및 소매업	25.31	13.33	38.75	31.25	17.72	14.99
운수업	24.27	15.93	30.00	30.00	13.50	13.50
출판, 영상, 방송통신 및 정보서비스업	20.13	10.55	48.96	28.39	18.89	10.79
금융 및 보험업	9.74	8.74	-	-	-	-
부동산업 및 임대업	19.84	11.81	-	-	-	-
전문, 과학 및 기술서비스업	28.72	13.92	43.79	27.57	23.08	13.89
사업시설관리 및 사업지원 서비스업	19.16	12.18	-	-	2.00	2.00
교육서비스업	12.59	9.59	55.75	35.75	71.67	71.67
보건업 및 사회복지 서비스업	17.50	17.50	-	-	-	-
예술, 스포츠 및 여가관련 서비스업	15.26	8.85	-	-	11.33	9.44
협회 및 단체, 수리 및 기타 개인서비스업	90.00	20.00	-	-	33.00	30.00
전체	25.80	10.45	51.75	32.37	28.03	19.78

다. 정부 벤처캐피탈의 정책효과에 대한 실증분석

이 절에서는 국내 정부 벤처캐피탈의 정책효과에 대한 실증분석 결과를 제시한다. 실증분석 결과는 앞서 제시한 세 가지 연구 질문에 맞춰 개별 기업 차원의 투자유치규모 증대효과, 벤처캐피탈 시장규모 확대효과, 투자회수 성과 등 세 부분으로 구성되어 있다.

1) 개별 기업 차원의 투자유치규모 증대효과

이 절에서는 첫 번째 연구 질문인 ‘국내 정부 벤처캐피탈의 투자가 외 부자금이 필요한 국내 기업의 자금조달에 도움이 되었는가?’에 대한 실증 분석 결과를 제시하고자 한다. 이 분석의 목적은 정부 벤처캐피탈 즉, GVC Mix 또는 GVC Pure의 투자를 받은 기업과 그렇지 않은 기업(PVC Pure)의 벤처투자 규모를 비교하여 정부 벤처캐피탈의 민간투자 구축여부를 검증하는 것이다. 분석방법론은 Brander et al.(2014)의 회귀분석을 사용하였는데, 그 구체적인 방법론은 다음과 같다.

실증분석에 사용된 변수들은 다음과 같다. 회귀분석의 종속변수는 최초투자금액이며, 설명변수는 GVC Mix, GVC Pure, 투자자 수, 업력 및 기업유형 등이다. 최초투자금액은 업종확인이 가능한 3,205개 기업별로 최초 투자일을 기준으로 동일 벤처캐피탈 또는 벤처캐피탈펀드(영화 및 공연관련 프로젝트성 투자)가 30일 이내에 투자한 금액을 합산한 값이다. 실제 분석에서는 이 값에 1을 더한 후 로그 변환한 값을 사용하였다. 민간 공동투자를 의미하는 GVC Mix는 최초투자 당시 정부 벤처캐피탈과 민간 벤처캐피탈이 동시에 투자한 기업인 경우에는 1, 그렇지 않은 경우에는 0의 값을 갖는 변수이다. 정부 단독투자를 의미하는 GVC Pure는 최초투자 당시 정부 벤처캐피탈의 투자만을 받은 기업인 경우 1, 그렇지 않은 경우에는 0의 값을 갖는 변수이다. 투자자 수는 최초투자 당시 해당 기업에 투자한 민간 및 정부 벤처캐피탈 또는 벤처캐피탈펀드(영화 및 공

연관련 프로젝트성 투자의 경우)의 수를 지칭한다. 업력은 설립일부터 최초투자 시점까지의 기간을 연단위로 계산한 값이다. 기업유형은 기업을 업력을 기준으로 초기기업(3년 미만), 중기기업(3~7년), 후기기업(7년 이상)으로 나눈 더미변수들이다. 또한, 연도 및 업종 더미변수를 추가하여 연도 및 업종에 의한 고정효과(fixed effect)를 통제하였고, 업종별 특성을 감안하여 클러스터링 기법을 통해 표준오차를 조정하였다.

다음의 <표 III-5>는 분석에 사용된 주요 변수들 간 상관계수를 보여주고 있다. 이에 따르면, 분석의 종속변수인 최초투자금액은 총투자금액과 0.62의 높은 상관관계를 가지고 있다. 분석에 사용된 주요 설명변수들 간 상관계수를 보면, 상관관계가 없거나 있더라도 낮은 수준을 보이고 있다. 이에 따라 실증분석에서 다중공선성(multicollinearity) 문제는 없다.

<표 III-5> 주요 변수들 간 상관계수

변수		A	B	C	D	E	F
총투자금액	A	1.00					
최초투자금액	B	0.62	1.00				
GVC Mix	C	0.16	0.21	1.00			
GVC Pure	D	0.02	0.13	-0.13	1.00		
투자자 수	E	0.21	0.26	0.36	-0.09	1.00	
업력	F	0.08	0.19	0.00	0.07	-0.04	1.00

한편, GVC Mix와 GVC Pure는 PVC Pure와 함께 벤처투자의 유형을 나타내는 더미변수이다. 그러므로 회귀분석에 포함된 GVC Mix와 GVC Pure 두 계수 추정치를 통해 해당 유형의 벤처투자를 받은 기업과 민간 단독투자를 받은 기업 간 최초투자금액에 유의한 차이가 있는지 알 수 있

다. 예를 들어, GVC Mix의 계수값이 통계적으로 유의한 양의 값을 가지면, 민관 공동투자를 받은 기업이 민간 벤처캐피탈의 단독투자를 받은 기업보다 더 큰 규모의 투자를 유치했다는 것을 의미한다. 이와 마찬가지로 기업유형 더미변수를 포함한 분석에서는 중기 또는 후기기업과 초기기업 간 최초투자금액에 유의한 차이가 있는지를 파악할 수 있다. 만일 중기기업의 계수가 통계적으로 유의한 양의 값을 가진다면 초기기업에 비해 중기기업의 최초투자금액이 더 크다는 것을 의미한다.

이와 같은 회귀분석에서는 정부 벤처캐피탈의 특성으로 인해 내생성 문제가 발생할 수 있다. 우선, 총투자금액을 사용할 경우 정부 벤처캐피탈 투자의 ‘편승효과(bandwagon effect)’로 인해 회귀분석에서 내생성(endogeneity) 문제가 발생할 수 있다. 민간 벤처캐피탈은 성장잠재력이 높은 기업을 선별할 수 있는 전문성을 갖춘 전문투자자이므로 민간 벤처캐피탈의 투자여부가 기업의 성장가능성을 나타내는 신호(signaling)가 될 수 있다. 따라서 정부 벤처캐피탈은 민간 벤처캐피탈이 투자한 기업을 성장잠재력이 높은 기업이라 판단하고 해당 기업에 후속투자 방식으로 추가자금을 지원할 수 있다. 이렇게 되면 정부 벤처캐피탈의 투자여부가 관찰 불가능한 기업의 속성과 연관된 내생성 문제를 피하기가 어렵다. 또한, 정부 벤처캐피탈이 투자성공률을 높이기 위해 민간 벤처캐피탈이 투자한 기업의 후속투자에만 집중할 가능성도 있다. 이를 감안하여 본 분석에서는 Brander et al.(2014)과 마찬가지로 총투자금액 대신 최초투자금액을 종속변수로 사용하였다.

그런데 최초투자금액을 사용하여 편승효과를 통제했다 하더라도 여전히 정부 벤처캐피탈의 투자가 관찰 불가능한 기업의 특성이나 정보와 연관된 내생성 문제를 배제할 수 없다. Brander et al.(2014)은 이러한 내생성 문제를 감안하여 도구변수를 이용한 회귀분석도 수행하였다. 구체적으로 Brander et al.(2014)은 각 연도별로 개별 업종의 GVC Mix, GVC Pure, 그리고 투자자 수의 평균치를 GVC Mix와 GVC Pure, 그리고 투자자 수의 도구변수로 사용하였다. 즉, 연도와 업종을 기준으로 시장을 구분한 뒤 개별 시장마다 다르게 측정되는 정부 벤처캐피탈의 가용성

(availability) 정도를 도구변수로 사용한 것이다. 이는 암묵적으로 동일한 시장에 속한 기업이라면 정부 벤처캐피탈의 투자를 받을 가능성 역시 동일하다고 가정하는 것이다. 이에 본 연구도 Brander et al.(2014)과 동일한 방식으로 도구변수를 이용한 회귀분석을 추정하였다.

또한, 본 연구에서는 기업의 특성을 반영하는 변수로 업력 또는 이를 기준으로 구분한 기업유형을 설명변수로 추가하였다. Brander et al.(2014)의 분석에서는 업력 또는 기업유형이 설명변수에서 빠져있다. 그러나 창업초기 기업의 자금조달 지원 및 민간 벤처캐피탈 생태계 조성이라는 정부 벤처캐피탈의 목적을 감안하면 업력과 같은 기업의 특성도 내생성 문제를 통제할 수 있는 중요한 변수이다. 정부 벤처캐피탈은 정책목적상 민간 벤처캐피탈에 비해 투자성공 가능성은 떨어지더라도 창업초기 기업에 투자를 더 많이 할 가능성이 높기 때문이다.⁴³⁾

<표 III-6>과 <표 III-7>은 개별 기업 차원에서 정부 벤처캐피탈의 투자증대 효과를 검증한 분석결과를 보여주고 있다. <표 III-6>은 전체 기업 중 업력 산정이 가능한 2,703개 기업을 대상으로 한 분석결과이며, <표 III-7>은 이 중에서 영화 및 공연관련 프로젝트성 투자 및 1억원 미만 소규모 투자를 제외한 2,408개 기업을 대상으로 한 분석결과이다. 그런데 <표 III-6>에서 확인할 수 있듯이 GVC Mix와 GVC Pure 계수는 부호뿐만 아니라 유의성이 분석방법에 따라 달라진다. 이에 Hausman 검정을 수행한 결과, 설명변수가 외생변수라는 귀무가설이 기각되지 않았다. 반면, <표 III-7>의 경우에는 GVC Mix와 GVC Pure 계수의 부호와 유의성은 일관성 있게 나타나지만, 투자자 수의 포함여부에 따라 Hausman 검정결과가 달라진다. 이를 감안하여 <표 III-6>과 <표 III-7>에서 Hausman 검정결과에 따라 적합하다고 판단되는 분석결과를 짚게 표시하였다. 그리고

43) 본 보고서에는 담지 않았으나, Brander et al.(2014)과 마찬가지로 업력과 기업유형을 제외하고 3,205개 전체기업을 대상으로 회귀분석을 하는 경우 내생성이 존재하여 도구변수 추정방식이 더 적합한 것으로 나타났다. 그러나 업력 또는 기업유형을 설명변수에 포함한 분석에서는 더 이상 내생성 문제가 발견되지 않았다. 다만, 영화 및 공연관련 프로젝트성 투자와 1억원 미만 투자를 제외하면 업력 또는 기업유형을 포함하더라도 내생성 문제가 완전히 통제되지는 않았다.

이 분석결과에 기초하여 정부 벤처캐피탈의 투자증대 효과를 논의하도록 하겠다.

우선, 벤처투자 유형을 기준으로 분석결과를 보도록 하자. <표 III-6> 과 <표 III-7> 모두 GVC Mix와 GVC Pure, 투자자 수 등 세 변수의 계수 추정치 대부분이 99% 신뢰수준에서 유의한 양수이다. 이는 공동투자 여부와는 관계없이 정부 벤처캐피탈의 투자를 받은 기업이 민간 벤처캐피탈의 단독투자를 받은 기업보다 더 큰 투자자금을 유치했음을 의미한다. 또한, GVC Mix의 계수 값이 0.990에서 1.778 사이로 0.386에서 0.882 수준인 GVC Pure보다 훨씬 크게 나타난다. 따라서 벤처투자 유형별 투자증대 효과는 민간 공동투자인 GVC Mix가 가장 크고, 그 다음으로 정부 단독투자인 GVC Pure, 민간 단독투자인 PVC Pure의 순이다.

한편, 25개 국가를 대상으로 한 Brander et al.(2014)의 분석결과와는 다른 차이가 있다. Brander et al.(2014)에 따르면, 최초투자규모는 민간 공동투자인 GVC Mix가 가장 큰 반면, 정부 단독투자인 GVC Pure가 가장 작게 나타났다. 즉, 해외 역시 민간 공동투자인 GVC Mix의 투자증대 효과가 가장 크지만, 국내와는 달리 GVC Pure 투자증대 효과가 가장 낮은 것이다. 또한, Brander et al.(2014)이 보고한 GVC Mix의 계수 추정치가 0.606으로 0.901 수준으로 본 연구의 실증분석 결과보다 작게 나타난다. 이로부터 우리나라 정부 벤처캐피탈의 투자증대 효과가 어느 국가보다도 강한 수준일 것임을 미루어 짐작할 수 있다.

최초투자 시 벤처투자에 참여한 벤처캐피탈 또는 벤처캐피탈의 펀드 수를 의미하는 투자자의 수를 보면, 프로젝트성 및 소규모 투자 포함 여부에 따라 정반대의 결과가 나타난다. 전체 기업을 대상으로 한 <표 III-6>의 경우에는 투자자 수 계수 추정치가 0.864 또는 0.836으로 통계적으로 유의한 양수이다. 그런데 영화 및 공연관련 프로젝트성 투자 및 소규모 투자를 제외한 <표 III-7>에서는 내성성 문제를 고려할 경우 투자자 수 계수 추정치는 오히려 -0.334 또는 -0.365로 통계적으로 유의한 음수이다. 즉, 국내 벤처캐피탈 시장에서는 투자자 수가 많다고 해서 반드시 개별 기업이 더 많은 투자를 유치한 것은 아니라는 것이다.⁴⁴⁾ 한편, 이는

투자자가 많을수록 더 많은 투자를 유치했다는 Brander et al.(2014)의 결과와 차이가 난다.

기업유형을 기준으로 보면, <표 III-6>에서는 중기기업과 후기기업 모두 99% 신뢰수준에서 유의한 음수이며, 중기기업보다 후기기업의 계수 추정치가 더 작은 것으로 나타난다. 다만, 기업유형 대신 업력을 포함할 경우 업력의 계수 추정치는 유의하지 않았다. 이와는 달리 영화 및 공연 관련 프로젝트성 투자 및 소규모 투자를 제외하고 분석한 <표 III-7>에서는 중기기업과 후기기업 모두 99% 신뢰수준에서 유의한 양수이며, 중기기업보다는 후기기업의 계수 추정치가 더 크게 나타난다.⁴⁵⁾ 또한, 업력을 사용하더라도 유의한 양수로 나타나, 기업의 업력이 길수록 최초투자금액이 유의하게 큰 것을 알 수 있다.

<표 III-8>은 국내 개별 기업 차원에서 투자증대 효과가 가장 큰 민관 공동투자인 GVC Mix가 민간 벤처캐피탈인 PVC의 투자에 미친 영향을 보여주고 있다. 이 분석의 목적은 정부 벤처캐피탈이 공동투자 방식으로 개별 기업의 자금조달을 지원하는 과정에서 민간 벤처캐피탈의 투자를 구축하였는지를 검증하는 것이다. <표 III-8>에 따르면, 민간 벤처캐피탈의 최초투자금액과 총투자금액을 대상으로 한 회귀분석 모두에서 GVC Mix의 계수 추정치가 99% 신뢰수준에서 유의한 양수로 나타났다. 즉, 정부 벤처캐피탈과 민간 벤처캐피탈의 공동투자 과정에서 민간 벤처캐피탈의 투자규모도 유의하게 늘어났음을 알 수 있다. 이 효과는 또한 Brander et al.(2014)의 결과에 비해서도 매우 유의하게 나타난다. 이는 국내 정부 벤처캐피탈의 투자가 민간투자를 구축하기보다는 오히려 민간투자를 유인하여 국내 기업의 자금조달에 기여했음을 시사한다.

44) 이는 영화 및 공연관련 프로젝트성 투자의 투자자당 평균 투자규모가 일반 기업의 투자자당 평균 투자규모보다 컸음을 의미한다.

45) 이 결과는 기업유형이 초기기업으로 분류된 벤처투자에 상대적으로 규모가 큰 영화 및 공연관련 프로젝트성 투자가 집중된 것과도 관련이 있는 것으로 보인다.

<표 III-6> 전체 기업 대상 GVC의 투자증대 효과

1) Panel A - 업력 변수를 사용한 경우

최초투자금액 (로그변환)	OLS		IV Estimation	
	(1)	(2)	(3)	(4)
GVC Mix	1.574*** (0.076)	0.990*** (0.110)	1.491** (0.620)	-0.001 (0.889)
GVC Pure	0.705*** (0.150)	0.707*** (0.149)	-0.165 (0.349)	-0.213 (0.329)
투자자 수		0.864*** (0.011)		1.378** (0.368)
업력(년)	-0.002 (0.008)	0.001 (0.009)	0.001 (0.010)	0.007 (0.010)
상수	6.384*** (0.089)	5.259*** (0.102)	6.317*** (0.117)	4.561*** (0.517)
업종 및 연도효과	Yes	Yes	Yes	Yes
표본 수	2,703	2,703	2,703	2,703
R^2	0.151	0.183	0.125	0.143

2) Panel B - 기업 유형(초기/중기/후기)을 사용한 경우

최초투자금액 (로그변환)	OLS		IV Estimation	
	(1)	(2)	(3)	(4)
GVC Mix	1.573*** (0.092)	1.007*** (0.124)	1.527** (0.599)	0.142 (0.871)
GVC Pure	0.708*** (0.150)	0.713*** (0.151)	-0.066 (0.362)	-0.110 (0.345)
투자자 수		0.836*** (0.012)		1.275** (0.377)
중기기업 (3~7년)	-0.194*** (0.037)	-0.175*** (0.038)	-0.191*** (0.033)	-0.157** (0.035)
후기기업 (7년 이상)	-0.442*** (0.146)	-0.380*** (0.168)	-0.433*** (0.138)	-0.340*** (0.166)
상수	6.527*** (0.060)	5.440*** (0.073)	6.473*** (0.645)	4.847*** (0.510)
업종 및 연도효과	Yes	Yes	Yes	Yes
표본 수	2,703	2,703	2,703	2,703
R^2	0.159	0.189	0.138	0.157

주: 1) (3)은 GVC Mix와 GVC Pure를, (4)는 GVC Mix, GVC Pure, 투자자 수를 도구변수로 추정하였으며, 업종별 특성을 감안하여 클러스터링 기법을 통해 표준오차를 조정하였고, Hausman 검정결과 적합한 결과를 짚게 표시

2) ***, **, *는 각각 1%, 5%, 10% 유의수준을 뜻함

<표 III-7> GVC의 투자증대 효과 - 프로젝트성 및 소규모 투자 제외

1) Panel A - 업력 변수를 사용한 경우

최초투자금액 (로그변환)	OLS		IV Estimation	
	(1)	(2)	(3)	(4)
GVC Mix	1.133*** (0.083)	0.714** (0.110)	1.389** (0.536)	1.750** (0.421)
GVC Pure	0.386*** (0.069)	0.389** (0.071)	0.829** (0.261)	0.850*** (0.257)
투자자 수		0.631** (0.019)		-0.334* (0.198)
업력(년)	0.025*** (0.006)	0.028** (0.005)	0.024** (0.006)	0.022*** (0.006)
상수	6.732*** (0.023)	5.881** (0.028)	6.830** (0.093)	7.275*** (0.280)
업종 및 연도효과	Yes	Yes	Yes	Yes
표본 수	2,408	2,408	2,408	2,408
R^2	0.170	0.224	0.151	0.075

2) Panel B - 기업 유형(초기/중기/후기)을 사용한 경우

최초투자금액 (로그변환)	OLS		IV Estimation	
	(1)	(2)	(3)	(4)
GVC Mix	1.126*** (0.078)	0.709** (0.106)	1.382** (0.522)	1.778** (0.411)
GVC Pure	0.406*** (0.079)	0.411** (0.082)	0.859** (0.243)	0.882*** (0.239)
투자자 수		0.626** (0.021)		-0.365* (0.193)
중기기업 (3~7년)	0.156*** (0.066)	0.167** (0.067)	0.152** (0.055)	0.144*** (0.052)
후기기업 (7년 이상)	0.280*** (0.047)	0.326** (0.035)	0.269** (0.039)	0.241*** (0.048)
상수	6.686*** (0.058)	5.846** (0.052)	6.783** (0.073)	7.268*** (0.266)
업종 및 연도효과	Yes	Yes	Yes	Yes
표본 수	2,408	2,408	2,408	2,408
R^2	0.162	0.215	0.142	0.058

주: 1) (3)은 GVC Mix와 GVC Pure를, (4)는 GVC Mix, GVC Pure, 투자자 수를 도구변수로 추정하였으며, 업종별 특성을 감안하여 클러스터링 기법을 통해 표준오차를 조정하였고, Hausman 검정결과 적합한 결과를 질게 표시

2) ***, **, *는 각각 1%, 5%, 10% 유의수준을 뜻함

<표 III-8> GVC 투자가 PVC 투자에 미친 영향

1) Panel A - 전체자료 대상

	최초투자 시 PVC 투자금액		PVC 총투자금액	
	(1)	(2)	(3)	(4)
GVC Mix	3.158*** (0.180)	2.619*** (0.203)	2.946*** (0.220)	2.438*** (0.278)
투자자 수		0.746*** (0.062)		0.703*** (0.025)
상수	7.282*** (0.093)	6.325*** (0.172)	8.036*** (0.107)	7.134*** (0.102)
업종 및 연도효과	Yes	Yes	Yes	Yes
표본 수	3,205	3,205	3,205	3,205
R^2	0.272	0.281	0.272	0.279

2) Panel B - 프로젝트성 및 1억원 미만 소규모 투자 제외

	최초투자 시 PVC 투자금액		PVC 총투자금액	
	(1)	(2)	(3)	(4)
GVC Mix	3.002*** (0.162)	2.615*** (0.176)	2.794*** (0.173)	2.499*** (0.200)
투자자 수		0.579*** (0.020)		0.441*** (0.037)
상수	8.346*** (0.086)	7.575*** (0.096)	8.717*** (0.082)	8.130*** (0.067)
업종 및 연도효과	Yes	Yes	Yes	Yes
표본 수	2,426	2,426	2,426	2,426
R^2	0.355	0.361	0.379	0.382

주: 1) 업종별 특성을 감안하여 클러스터링 기법을 통해 표준오차를 조정
 2) ***, **, *는 각각 1%, 5%, 10% 유의수준을 뜻함

2) 벤처캐피탈 시장규모 확대효과

이 절에서는 국내 정부 벤처캐피탈의 투자가 국내 벤처캐피탈 시장 형성에도 기여했는지를 살펴보고자 한다. 앞 절의 분석이 정부 벤처캐피탈의 정책효과를 개별 기업 차원(intensive margin)에서 본 것이라면, 이 절

의 분석은 시장 차원(extensive margin)에서 정부 벤처캐피탈의 정책효과를 본다는 점에서 차이가 있다. 구체적으로 보면, 이 분석의 초점은 기본적으로 정부 벤처캐피탈의 투자로 벤처캐피탈 시장 전체의 투자금액이 증가하였는지, 증가했다면 그 양상을 파악하는 데 있다. 예를 들어, 정부 벤처캐피탈로 인해 시장규모가 커졌다면 벤처투자를 받은 기업의 수가 늘어났는지, 평균 투자규모가 커진 것인지, 민간 벤처캐피탈의 투자를 구축하지는 않았는지 등을 알아보려고 하는 것이다.

본 연구에서는 Brander et al.(2014)의 고정효과 패널회귀분석 모형으로 정부 벤처캐피탈의 시장규모 확대효과를 분석하였다. 여기서 시장은 Brander et al.(2014)과 마찬가지로 업종별 벤처캐피탈 시장을 의미한다.⁴⁶⁾ 이 분석의 종속변수는 개별 벤처캐피탈 시장의 연도별 총투자금액이다. 설명변수는 GVC Mix와 GVC Pure 모두를 포함한 개별 시장의 정부 벤처캐피탈 총투자금액이다. 그리고 연도더미를 추가하여 시간효과를 통제하였고, 자기상관 및 이분산성과 같은 업종별 특성을 감안하여 표준오차를 조정하였다. 한편, 앞선 분석과 마찬가지로 이 분석 역시 모두 최초투자 시점을 기준으로 분석대상 변수들을 산정하였다.

<표 III-9>는 그 분석결과를 보여주고 있다. (1)은 총투자금액을 종속변수로 한 분석결과이며, (2)와 (3)은 총투자금액을 기업 수와 평균 최초투자금액으로 구분하여 분석한 결과이다. 이에 따르면, 정부 벤처캐피탈의 투자가 프로젝트성 투자의 포함여부와 관계없이 벤처캐피탈 시장의 투자금액을 유의하게 증가시킨 것으로 나타난다. 즉, 정부 벤처캐피탈로 인해 벤처투자를 받은 기업들이 늘어나고, 이들 기업에 대한 평균 투자규모도 커진 것이다. 또한, (4)와 (5)의 분석결과를 보면, 정부 벤처캐피탈의 투자가 투자자의 수를 늘렸을 뿐만 아니라 민간 벤처캐피탈의 투자규모 확대에도 기여했음을 알 수 있다. 이러한 결과는 정부 벤처캐피탈 투자가 국내 벤처캐피탈 시장의 형성 및 양적 성장에 기여했음을 시사한다. 다만, (6)의 분석결과에서 보듯이 민간 벤처캐피탈의 평균적인 투자규모가 커진

46) Brander et al.(2014)은 25개 국가를 대상으로 하는 만큼 국가와 업종을 기준으로 시장을 정의하였다.

효과는 없는 것으로 보인다.⁴⁷⁾ 한편, 이와 같은 정부 벤처캐피탈의 시장 규모 확대효과는 Brander et al.(2014)의 분석결과와도 부합한다.

<표 III-9> GVC의 시장규모 확대효과 (최초투자 기준)

1) Panel A - 업종확인이 가능한 3,205개 기업을 대상으로 할 경우

종속 변수	(1) 총투자 금액	(2) 기업 수	(3) 평균 최초투자금액	(4) 평균 투자자 수	(5) PVC 총투자금액	(6) PVC 평균 투자금액
총 GVC 투자금액	0.427*** (0.025)	2.286*** (0.465)	0.065*** (0.016)	0.009*** (0.002)	0.307*** (0.0410)	0.015 (0.033)
고정효과	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes
상수	8.552*** (0.361)	17.85*** (5.183)	6.236*** (0.164)	1.018*** (0.016)	8.475*** (0.485)	6.341*** (0.338)
표본 수	123	123	123	123	123	123

2) Panel B - 프로젝트성 투자를 제외할 경우

종속 변수	(1) 총투자 금액	(2) 기업 수	(3) 평균 최초투자금액	(4) 평균 투자자 수	(5) 총 PVC 투자금액	(6) PVC 평균 투자금액
총 GVC 투자금액	0.205*** (0.0278)	1.198** (0.489)	0.074*** (0.0156)	0.010*** (0.00168)	0.365*** (0.0396)	0.0221 (0.0369)
고정효과	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes
상수	7.582*** (0.341)	8.965* (5.132)	6.216*** (0.174)	1.009*** (0.0149)	8.103*** (0.595)	6.355*** (0.388)
표본 수	113	113	113	113	113	113

주: 1) 연도별 더미를 추가하여 시간효과를 통제하였고, 시장(업종)별 특성을 감안하여 클러스터링 기법을 통해 표준오차를 조정하였음

2) ***, **, *는 각각 1%, 5%, 10% 유의수준을 뜻함

47) 정부 벤처캐피탈의 투자 비중이 높은 업종으로 한정하면, 시장규모 확대효과뿐만 아니라 민간 벤처캐피탈의 평균규모도 유의하게 늘어난 것으로 나타난다.

3) 정부 벤처캐피탈의 투자회수 성과분석

이 절에서는 정부 벤처캐피탈의 투자회수(EXIT) 성과를 분석한 결과를 제시하고자 한다. 이 분석에서는 Brander et al.(2002), Phalippou & Gottschalg(2009), Brander et al.(2014) 등의 기존문헌과 마찬가지로 벤처투자 이후 IPO나 M&A를 경험한 기업을 투자회수로 분류하였다. 투자회수 효과는 Brander et al.(2014)과 동일하게 선형확률모형(Linear Probability Model)을 이용하여 추정하였다.

구체적인 투자회수 유형분류와 자료수집 방법은 다음과 같다. 우선, 2004년부터 2013년 3월말까지 벤처투자를 받은 기업 중 최초투자 이후 2016년 3월말까지 신규상장, SPAC상장, 우회상장용 M&A, 일반 M&A 등을 경험한 기업을 투자회수로 분류하였다. 신규상장과 SPAC상장은 FnGuide, 한국거래소 등의 상장기업 정보를 이용하여 벤처투자 이후 분석기간 동안 유가증권, 코스닥, KONEX 시장 등에 상장한 기업과 상장일 등을 확인하였다. 그리고 Bloomberg의 M&A 자료에 기초하여 공시자료 및 기사검색 등을 통해 투자회수로 분류 가능한 기업과 이벤트 시점 등을 일일이 확인하여 우회상장용 M&A와 일반 M&A로 구분하였다.

<표 III-10>에 따르면, 투자회수로 분류된 기업은 486개사로 전체 3,205개 기업의 약 15%에 해당한다. 투자회수 유형별로 보면 신규상장 309개사, SPAC상장 6개사, M&A 103개사, 우회상장용 M&A 50개사, M&A와 IPO 모두에 해당하는 기업 18개사 등으로 구분된다. 그리고 프로젝트성 투자 및 1억원 미만 소규모 투자를 받은 기업을 제외하면 전체 2,426개 기업의 약 19%인 460개사가 투자회수로 분류되었다. 이 경우 투자회수 유형별 기업 수는 신규상장 301개사, SPAC상장 6개사, M&A 88개사, 우회상장용 M&A 47개사, M&A와 IPO 18개사 등이다.

한편, 이 분석에서 투자회수로 분류된 기업의 비중 즉, 회수율은 벤처 투자를 받은 전체 기업을 대상으로 산정한 것이 아님을 유의할 필요가 있다. 기본적으로 업종 확인이 불가능한 기업들이 분석에서 제외되었고, 경우에 따라서는 프로젝트성 및 1억원 미만 소규모 투자를 제외하고 이 비

중을 산정했기 때문이다. 이에 따라 이 절에서 제시하는 이 비중 또는 회수율은 전체 기업을 대상으로 산정한 회수율과는 차이가 난다.

<표 Ⅲ-10> 투자회수 유형 현황

1) Panel A - 업종확인이 가능한 3,205개 기업을 대상으로 할 경우

유형	EXIT		EXIT-6M ¹⁾	
	기업 수(유형 비중)	비중 ²⁾	기업 수(유형 비중)	비중 ²⁾
신규상장	309 (63.6%)	9.6%	299 (65.6%)	9.2%
SPAC상장	6 (1.2%)	0.2%	6 (1.3%)	0.2%
M&A	103 (21.2%)	3.2%	93 (20.4%)	2.9%
우회상장용 M&A	50 (10.3%)	1.6%	42 (9.2%)	1.3%
M&A 및 신규상장	18 (3.7%)	0.6%	16 (3.5%)	0.5%
합계	486 (100.0%)	15.2%	456 (100.0%)	14.2%

2) Panel B - 프로젝트성 및 1억원 미만 소규모 투자를 제외한 경우

유형	EXIT		EXIT-6M ¹⁾	
	기업 수(유형 비중)	비중 ²⁾	기업 수(유형 비중)	비중 ²⁾
신규상장	301 (65.4%)	12.4%	291 (67.4%)	12.0%
SPAC상장	6 (1.3%)	0.2%	6 (1.4%)	0.2%
M&A	88 (19.1%)	3.6%	79 (18.3%)	3.3%
우회상장용 M&A	47 (10.2%)	1.9%	40 (9.3%)	1.6%
M&A 및 신규상장	18 (3.9%)	0.7%	16 (3.7%)	0.7%
합계	460 (100.0%)	19.0%	432 (100.0%)	17.8%

주: 1) 벤처투자 이후 6개월 이후 투자회수가 일어난 경우를 지칭

2) 비중은 분석대상 기업 수 대비 해당 유형으로 분류된 기업의 비중을 의미

또한, 자료조사 과정에서 벤처투자 이후 6개월 또는 1년 이내에 IPO나 M&A 등을 경험한 기업이 다수 발견되었다. 이들 기업은 IPO나 M&A에 소요되는 자금을 조달하기 위해 벤처캐피탈의 투자를 받은 것으로 보인다. 예를 들어, <표 Ⅲ-10>에서 보듯이 벤처투자 이후 6개월 이내에 투자회수를 한 것으로 분류된 기업은 30개사이며, 프로젝트성 및 1억원

미만 소규모 투자를 제외하면 28개사이다. 이들 기업을 제외하면 분석대상 기업 중 투자회수로 분류된 기업의 비중 즉, 회수율은 14% 또는 18%로 이전보다 1%가량 낮아진다. 투자회수 성과분석에 이 기업들을 포함할 경우 정부 벤처캐피탈의 투자회수 성과를 왜곡할 가능성이 있다.⁴⁸⁾ 이를 감안하여 실증분석에서는 벤처투자 이후 6개월 이후 또는 1년 이후에 투자회수가 일어난 기업을 대상으로 한 투자회수 성과분석도 수행하였다.

<표 III-11>은 벤처투자 유형별로 투자회수로 분류된 기업의 수와 회수율을 보여주고 있다. 3,205개사를 대상으로 산정한 비율을 보면, 민관 공동투자인 GVC Mix의 회수율이 23.6%로 가장 높고, 민간 단독투자인 PVC Pure가 16.7%로 그 다음이며, 정부 단독투자인 GVC Pure가 9.5%로 가장 낮다. 프로젝트성 및 1억원 미만 소규모 투자를 제외하면, 회수율은 GVC Mix 24.6%, PVC Pure 21.3%, GVC Pure 11.7%의 순으로 더 높아진다. 그리고 이 경우에는 GVC Mix의 회수율이 가장 높기는 하나, 이전보다는 PVC Pure와의 격차가 크게 줄어들게 된다.

벤처투자 유형별 투자회수의 형태를 보면, 다음과 같은 특징이 있다. 우선, 신규상장의 비중이 60% 이상으로 가장 높게 나타난다. 또한, 신규상장의 비중은 민간 벤처캐피탈보다는 정부 벤처캐피탈에서 더 높은 비중을 차지하고 있다. 예를 들어, <표 III-11>의 (1)에서 벤처투자 유형별 신규상장 건수를 보면, GVC Pure 전체 77건 중 57건(74.0%), GVC Mix 35건 중 23건(65.7%), PVC Pure 374건 중 229건(61.5%)의 순이다. M&A의 경우에는 공통적으로 20% 초반의 수준을 유지하고 있다. 다만, M&A와 신규상장을 모두 경험한 기업을 감안하면, PVC Pure의 비중이 25% 수준으로 정부 벤처캐피탈에 비해 다소 높아진다. 그런데 SPAC상장이나 우회상장용 M&A는 민간 벤처캐피탈 단독투자인 PVC Pure에 집중되어 있다. SPAC 상장은 총 6건 중 5건이, 우회상장용 M&A의 경우에는 총 50건 중 45건이 PVC Pure에 집중되어 있는 것이다.

48) 예를 들어, 이 기업들이 처음부터 IPO나 M&A를 위해 정부(또는 민간) 벤처캐피탈의 투자를 받았다고 가정하면, 이 기업들을 포함한 성과분석은 정부 벤처캐피탈의 투자회수 성과를 과대(또는 과소)평가할 수 있다.

<표 III-11> 벤처투자 유형별 투자회수 현황

1) Panel A - 업종확인이 가능한 3,205개 기업을 대상으로 할 경우

(단위: 개사, %)

유형	PVC Pure		GVC Mix		GVC Pure	
	EXIT	EXIT-6M	EXIT	EXIT-6M	EXIT	EXIT-6M
신규상장	229	219	23	23	57	57
SPAC상장	5	5	-	-	1	1
M&A	79	71	8	7	16	15
우회상장용 M&A	45	38	3	2	2	2
M&A 및 신규상장	16	14	1	1	1	1
합계(A)	374	347	35	33	77	76
전체 기업수(B)	2,245	2,245	148	148	812	812
회수율(A/B)	16.7%	15.5%	23.6%	22.3%	9.5%	9.4%

2) Panel B - 프로젝트성 및 1억원 미만 소규모 투자를 제외한 경우

(단위: 개사, %)

유형	PVC Pure		GVC Mix		GVC Pure	
	EXIT	EXIT-6M	EXIT	EXIT-6M	EXIT	EXIT-6M
신규상장	222	212	23	23	56	56
SPAC상장	5	5	-	-	1	1
M&A	67	59	7	6	14	14
우회상장용 M&A	42	36	3	2	2	2
M&A 및 신규상장	16	14	1	1	1	1
합계(A)	352	326	34	32	74	74
전체 기업수(B)	1,655	1,655	138	138	633	633
회수율(A/B)	21.3%	19.7%	24.6%	23.2%	11.7%	11.7%

주: 회수율은 분석대상 기업 수 대비 해당 유형으로 분류된 기업의 비중을 의미

<표 III-12>는 벤처캐피탈 투자 이후 투자회수까지 걸린 기간을 보여 주고 있다. 이에 따르면, 투자회수 소요기간은 평균 3.4~3.6년이다. 회수 유형별 소요기간은 신규상장과 SPAC상장이 4년 내외로 가장 길고, M&A가 3년 내외로 중간 수준이며, 우회상장용 M&A가 약 2년으로 가장 짧다.

<표 III-12> VC 투자 이후 회수까지 소요된 기간

(단위: 년)

유형	전체자료		프로젝트성 및 1억원 미만 투자 제외	
	EXIT	EXIT-6M ^{주)}	EXIT	EXIT-6M ^{주)}
신규상장	3.81	3.95	3.76	3.90
SPAC상장	4.04	4.04	4.04	4.04
M&A	2.83	3.11	3.01	3.32
우회상장용 M&A	1.90	2.21	1.96	2.26
M&A 및 신규상장	2.62	2.53	2.62	2.53
전체 평균	3.36	3.57	3.39	3.59

주: 벤처투자 이후 6개월 이후 투자회수가 일어난 경우를 지칭

<표 III-13> 벤처투자 유형별 투자회수 소요기간

1) Panel A - 업종확인이 가능한 3,205개 기업을 대상으로 할 경우

(단위: 년)

유형	PVC Pure		GVC Mix		GVC Pure	
	EXIT	EXIT-6M	EXIT	EXIT-6M	EXIT	EXIT-6M
신규상장	3.95	4.14	3.21	3.21	3.49	3.49
SPAC상장	4.56	4.56	-	-	1.42	1.42
M&A	2.88	3.18	2.04	2.33	2.94	3.13
우회상장용 M&A	1.91	2.21	0.80	1.11	3.24	3.24
M&A 및 신규상장	2.58	2.48	3.38	3.38	2.39	2.39
전체 평균	3.43	3.67	2.74	2.90	3.33	3.37

2) Panel B - 프로젝트성 및 1억원 미만 소규모 투자를 제외한 경우

(단위: 년)

유형	PVC Pure		GVC Mix		GVC Pure	
	EXIT	EXIT-6M	EXIT	EXIT-6M	EXIT	EXIT-6M
신규상장	3.89	4.09	3.21	3.21	3.45	3.45
SPAC상장	4.56	4.56	-	-	1.42	1.42
M&A	3.03	3.41	2.20	2.56	3.31	3.31
우회상장용 M&A	1.98	2.27	0.80	1.11	3.24	3.24
M&A 및 신규상장	2.58	2.48	3.38	3.38	2.39	2.39
전체 평균	3.45	3.70	2.79	2.96	3.38	3.38

<표 III-13>은 벤처투자 유형별 투자회수 기간을 보여주고 있다. 이에 따르면, 민관 공동투자인 GVC Mix의 투자회수 기간이 평균 2.8년 내외로 3.4년 수준인 PVC Pure나 GVC Pure보다 약 6개월 정도 짧은 것으로 나타난다. 이를 회수유형별로 보면, GVC Mix는 신규상장의 투자회수 기간이 평균 3.2년으로 GVC Pure에 비해서는 약 4개월, PVC Pure에 비해 약 9개월 정도 짧다. M&A의 경우에는 GVC Mix의 평균 투자회수 기간이 2.0년으로 PVC Pure나 GVC Pure에 비해서는 약 11개월 정도 짧다. 특히, GVC Mix의 우회상장용 M&A는 건수 자체는 3건으로 많지 않지만 평균 회수기간이 0.8년으로 GVC Pure에 비해서는 2.4년, PVC Pure에 비해서는 1.1년 정도 짧게 나타난다. 이를 감안하면, 벤처투자 유형 중 민관 공동투자인 GVC Mix의 투자회수율이 가장 높을 뿐만 아니라 투자회수 기간 또한 가장 짧은 것으로 판단된다.⁴⁹⁾

정부 벤처캐피탈의 투자회수 성과분석 방법론은 Brander et al.(2014)과 동일하게 선형확률모형을 사용하였다. 이 분석의 종속변수는 개별 기업의 투자회수 여부를 나타내는 더미변수이다. 구체적으로 이 변수는 벤처투자 이후에 발생한 회수(EXIT), 벤처투자 6개월 이후에 발생한 회수(EXIT(6M)), 벤처투자 1년 이후에 발생한 회수(EXIT(1년)) 등으로 구분된다. 설명변수로는 Brander et al.(2014)과 마찬가지로 GVC Mix, GVC Pure, 최초투자 시 총투자금액, 투자자 수 등을 포함하였고, 기업의 특성을 반영하기 위해 추가로 업력을 기준으로 분류한 기업유형을 포함하였다.⁵⁰⁾ 또한, 앞선 분석과 마찬가지로 영화 및 공연관련 프로젝트성 투자와 1억원 미만 소규모 투자를 포함한 경우와 제외한 경우로 나누어 분석하였고, 잠재적인 내생성 문제를 감안하여 도구변수를 이용한 분석도 수행하였다. 정부 벤처캐피탈의 투자회수 성과분석 결과는 다음의 <표 III-14>~<표 III-15>와 같다.

49) 그럼에도 불구하고 실증분석 결과는 GVC Mix의 투자성과가 민간 벤처캐피탈에 비해 더 나은 것은 아님을 보여주고 있다.

50) 한편, 업종 확인이 가능한 3,205개 기업을 대상으로 Brander et al.(2014)과 동일한 방법으로 분석을 하였으나, GVC Mix와 GVC Pure 등 주요 변수에 대한 질적인 결과가 <표 III-14>~<표 III-15>와 동일하여 본문에는 신지 않았다.

<표 III-14> 투자회수 성과분석

1) Panel A - 전체 투자회수 대상

종속변수	(1) EXIT	(2) EXIT	(3) EXIT	(4) EXIT	(5) EXIT	(6) EXIT
GVC Mix	0.091*** (0.031)	0.013 (0.033)	-0.013 (0.028)	0.137 (0.207)	0.073 (0.199)	-0.154 (0.259)
GVC Pure	-0.009 (0.011)	-0.044** (0.020)	-0.043** (0.020)	-0.097 (0.067)	-0.086 (0.060)	-0.094* (0.050)
총투자금액		0.050*** (0.006)	0.049*** (0.006)		0.050*** (0.007)	0.045*** (0.008)
투자자 수			0.042*** (0.014)			0.215 (0.144)
중기기업 (3~7년)	0.055*** (0.012)	0.070*** (0.011)	0.071*** (0.011)	0.055*** (0.012)	0.070*** (0.012)	0.074*** (0.011)
후기기업 (7년 이상)	0.071*** (0.023)	0.107*** (0.018)	0.109*** (0.018)	0.073*** (0.022)	0.107*** (0.019)	0.119*** (0.021)
업종 및 연도효과	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes
표본 수	2,703	2,703	2,703	2,703	2,703	2,703
R^2	0.054	0.113	0.115	0.052	0.112	0.113

2) Panel B - 벤처투자 6개월 이후 투자회수가 일어난 경우

종속변수	(1) EXIT(6M)	(2) EXIT(6M)	(3) EXIT(6M)	(4) EXIT(6M)	(5) EXIT(6M)	(6) EXIT(6M)
GVC Mix	0.089** (0.027)	0.016 (0.029)	-0.012 (0.024)	0.074 (0.184)	0.013 (0.175)	-0.206 (0.243)
GVC Pure	0.001 (0.008)	-0.032* (0.016)	-0.031* (0.016)	-0.055 (0.061)	-0.045 (0.050)	-0.053 (0.044)
총투자금액		0.048*** (0.006)	0.046*** (0.006)		0.048*** (0.007)	0.043*** (0.008)
투자자 수			0.045** (0.014)			0.207 (0.142)
중기기업 (3~7년)	0.054*** (0.009)	0.069*** (0.009)	0.070*** (0.009)	0.055*** (0.009)	0.069*** (0.010)	0.073*** (0.009)
후기기업 (7년 이상)	0.064*** (0.021)	0.097*** (0.017)	0.100*** (0.017)	0.064*** (0.020)	0.098*** (0.017)	0.109*** (0.019)
업종 및 연도효과	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes
표본 수	2,703	2,703	2,703	2,703	2,703	2,703
R^2	0.050	0.106	0.108	0.048	0.105	0.106

주 : 1) (4)와 (5)는 GVC Mix와 GVC Pure를, (6)은 GVC Mix, GVC Pure, 투자자 수를 도구변수로 추정하였고, 업종별 특성을 감안하여 클러스터링 기법을 통해 표준오차를 조정하였으며, Hausman 검정결과 적합한 결과를 질계 표시

2) ***, **, *는 각각 1%, 5%, 10% 유의수준을 뜻함

<표 Ⅲ-14> 투자회수 성과분석 (계속)

3) Panel C - 벤처투자 1년 이후 투자회수가 일어난 경우

종속변수	(1) EXIT(1년)	(2) EXIT(1년)	(3) EXIT(1년)	(4) EXIT(1년)	(5) EXIT(1년)	(6) EXIT(1년)
GVC Mix	0.091** (0.020)	0.023 (0.021)	0.001 (0.023)	0.144 (0.215)	0.089 (0.208)	-0.058 (0.258)
GVC Pure	0.008 (0.004)	-0.023 (0.012)	-0.022 (0.011)	-0.018 (0.066)	-0.009 (0.056)	-0.015 (0.052)
총투자금액		0.044*** (0.006)	0.043*** (0.006)		0.043*** (0.008)	0.039*** (0.008)
투자자 수			0.035** (0.013)			0.140 (0.134)
중기기업 (3~7년)	0.048*** (0.010)	0.062*** (0.010)	0.062*** (0.010)	0.048*** (0.010)	0.061*** (0.011)	0.063*** (0.010)
후기기업 (7년 이상)	0.046*** (0.017)	0.077*** (0.014)	0.079*** (0.013)	0.046*** (0.016)	0.076*** (0.014)	0.084*** (0.015)
업종 및 연도효과	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes
표본 수	2,703	2,703	2,703	2,703	2,703	2,703
R^2	0.044	0.096	0.098	0.041	0.096	0.096

주: 1) (4)와 (5)는 GVC Mix와 GVC Pure를, (6)은 GVC Mix, GVC Pure, 투자자 수를 도구변수로 추정하였고, 업종별 특성을 감안하여 클러스터링 기법을 통해 표준오차를 조정하였으며, Hausman 검정결과 적합한 결과를 질게 표시
2) ***, **, *는 각각 1%, 5%, 10% 유의수준을 뜻함

우선 GVC Mix를 보면, <표 Ⅲ-14> 모형 (1)에서 GVC Mix의 계수 추정치는 0.09 수준으로 유의한 값을 가진다. 그런데 모형 (2)와 (3)에서 처럼 총투자금액 또는 투자자 수를 설명변수에 포함하면, GVC Mix는 더 이상 유의하지 않게 된다.⁵¹⁾ 이 결과는 <표 Ⅲ-14>의 Panel B와 Panel C처럼 투자 이후 6개월 또는 1년 이내 IPO나 M&A가 일어난 경우를 투자회수에서 제외하더라도 동일하다. 또한, <표 Ⅲ-15>처럼 분석대상에서 영화 및 공연관련 프로젝트성 투자와 1억원 미만 소규모 투자를 제외하더라도 그 결과는 동일하다. 즉, 투자규모와 투자자의 수처럼 벤처투자의 기

51) 총투자금액과 투자자 수를 설명변수에 포함하는 것은 벤처투자의 기본 특성뿐만 아니라 정부 벤처캐피탈이 투자규모나 투자자 수를 늘리는 데 기여한 부분을 통제하는 효과가 있다.

본 특성을 통제하면, GVC Mix와 PVC Pure의 투자회수 확률은 동일하다고 볼 수 있다. 참고로 이 결과는 Brander et al.(2014)과 동일하다.

반면, GVC Pure는 GVC Mix와는 반대로 <표 III-14> 모형 (1)에서는 유의하지 않으나, 총투자금액과 투자자 수를 포함한 모형 (2)와 (3)에서는 유의한 음의 값을 가진다. 또한, <표 III-14> Panel B와 Panel C에서 보듯이 투자 이후 6개월 또는 1년 이내에 IPO나 M&A가 일어난 경우를 투자회수에서 제외하면, GVC Pure가 PVC Pure 대비 투자회수 확률에 미치는 음의 효과와 유의성이 점차 떨어지는 경향을 확인할 수 있다. 그러나 이러한 결과는 GVC Pure의 투자 중 영화 및 공연관련 프로젝트성 투자가 다른 벤처투자 유형 특히, GVC Mix보다 많은 특징과 관련 있을 수 있다. 실제로 GVC Pure 투자 중 영화 및 공연관련 프로젝트성 투자는 19.1%로 PVC Pure의 14.7%보다 높을 뿐만 아니라 GVC Mix의 6.8%의 약 3배에 달한다. 영화 및 공연관련 프로젝트성 투자는 그 정책목표를 고려하면 정부 벤처캐피탈에서 중요한 투자이긴 하나, 투자회수의 방법론 측면에서는 IPO나 M&A와는 무관한 투자이다. 따라서 이 투자의 비중이 높은 GVC Pure는 다른 벤처투자 유형에 비해 IPO와 M&A를 기준으로 산정되는 투자회수율이 과도하게 낮게 평가될 수 있다.

<표 III-15>는 이를 감안하여 영화 및 공연관련 프로젝트성 투자와 1억원 미만 소규모 투자를 제외하고 분석한 결과를 보여주고 있다. 이에 따르면, <표 III-14>와는 달리 GVC Pure 계수 추정치가 모든 경우에서 유의한 음의 값을 가지는 것으로 나타난다. 즉, 정부 벤처캐피탈 투자의 특성을 추가로 통제하면, GVC Pure의 투자회수 확률은 민간 단독투자인 PVC Pure에 비해 유의하게 낮다고 할 수 있다.⁵²⁾ 다만, 이 결과는 대체로 GVC Pure의 투자회수 성과가 PVC Pure와 유사하거나 다소 유의하게 높게 나온 Brander et al.(2014)의 결과와는 차이가 난다.

52) 이 보고서에는 포함하지 않았으나, 강건성 검증 차원에서 Probit과 Logit 모형을 이용하여 투자회수 성과분석을 하였다. 그 결과 GVC Pure의 계수 추정치는 일회성 및 소규모 투자를 포함하더라도 유의하게 음의 값이 나왔다. 그리고 GVC Mix를 포함한 기타의 분석결과는 선형확률모형에 기초한 본 연구결과와 동일하였다.

<표 III-15> 투자회수 성과분석 - 프로젝트성 및 소규모 투자 제외

1) Panel A - 전체 투자회수 대상

종속변수	(1) EXIT	(2) EXIT	(3) EXIT	(4) EXIT	(5) EXIT	(6) EXIT
GVC Mix	0.070** (0.029)	-0.023 (0.030)	-0.037 (0.025)	0.146 (0.215)	0.054 (0.196)	-0.215 (0.288)
GVC Pure	-0.020 (0.015)	-0.051** (0.021)	-0.050** (0.021)	-0.092 (0.075)	-0.150* (0.072)	-0.156** (0.067)
총투자금액		0.085*** (0.007)	0.083*** (0.008)		0.084*** (0.011)	0.070*** (0.015)
투자자 수			0.025 (0.014)			0.262 (0.162)
중기기업 (3~7년)	0.073** (0.013)	0.066*** (0.012)	0.067*** (0.012)	0.073*** (0.013)	0.066*** (0.013)	0.073*** (0.013)
후기기업 (7년 이상)	0.103*** (0.020)	0.096*** (0.020)	0.098*** (0.019)	0.104*** (0.019)	0.098*** (0.020)	0.120*** (0.025)
업종 및 연도효과	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes
표본 수	2,408	2,408	2,408	2,408	2,408	2,408
R^2	0.065	0.118	0.118	0.063	0.117	0.118

2) Panel B - 벤처투자 6개월 이후 투자회수가 일어난 경우

종속변수	(1) EXIT(6M)	(2) EXIT(6M)	(3) EXIT(6M)	(4) EXIT(6M)	(5) EXIT(6M)	(6) EXIT(6M)
GVC Mix	0.070** (0.024)	-0.022 (0.025)	-0.038 (0.022)	0.085 (0.191)	-0.008 (0.176)	-0.260 (0.277)
GVC Pure	-0.008 (0.011)	-0.039** (0.017)	-0.038** (0.017)	-0.044 (0.065)	-0.103 (0.065)	-0.109* (0.060)
총투자금액		0.085*** (0.009)	0.083*** (0.009)		0.085*** (0.012)	0.072*** (0.016)
투자자 수			0.027* (0.014)			0.246 (0.162)
중기기업 (3~7년)	0.070*** (0.011)	0.064*** (0.011)	0.064*** (0.011)	0.070*** (0.012)	0.064*** (0.011)	0.070*** (0.011)
후기기업 (7년 이상)	0.090*** (0.019)	0.084*** (0.019)	0.086*** (0.018)	0.091*** (0.019)	0.085*** (0.019)	0.105*** (0.024)
업종 및 연도효과	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes
표본 수	2,408	2,408	2,408	2,408	2,408	2,408
R^2	0.058	0.113	0.114	0.056	0.112	0.113

<표 III-15> 투자회수 성과분석 - 프로젝트성 및 소규모 투자 제외 (계속)

3) Panel C - 벤처투자 1년 이후 투자회수가 일어난 경우

종속변수	(1) EXIT(1년)	(2) EXIT(1년)	(3) EXIT(1년)	(4) EXIT(1년)	(5) EXIT(1년)	(6) EXIT(1년)
GVC Mix	0.081*** (0.021)	-0.008 (0.022)	-0.020 (0.024)	0.162 (0.222)	0.076 (0.214)	-0.093 (0.298)
GVC Pure	0.001 (0.007)	-0.030** (0.012)	-0.029** (0.012)	-0.003 (0.072)	-0.057 (0.071)	-0.061 (0.068)
총투자금액		0.082*** (0.009)	0.080*** (0.010)		0.079*** (0.014)	0.070*** (0.016)
투자자 수			0.020 (0.014)			0.165 (0.156)
중기기업 (3~7년)	0.060*** (0.012)	0.054*** (0.012)	0.054*** (0.012)	0.059*** (0.013)	0.053*** (0.012)	0.057*** (0.011)
후기기업 (7년 이상)	0.069*** (0.015)	0.063*** (0.015)	0.064*** (0.014)	0.069*** (0.015)	0.063*** (0.016)	0.077*** (0.021)
업종 및 연도효과	Yes (0.160)	Yes (0.160)	Yes (0.162)	Yes (0.165)	Yes (0.159)	Yes (0.214)
표본 수	2,408	2,408	2,408	2,408	2,408	2,408
R^2	0.049	0.104	0.105	0.046	0.104	0.104

주 : 1) (4)와 (5)는 GVC Mix와 GVC Pure를, (6)은 GVC Mix, GVC Pure, 투자자 수를 도구변수로 추정하였고, 업종별 특성을 감안하여 클러스터링 기법을 통해 표준오차를 조정하였으며, Hausman 검정결과 적합한 결과를 질계 표시
 2) ***, **, *는 각각 1%, 5%, 10% 유의수준을 뜻함

한편, GVC Pure의 낮은 투자회수 성과는 GVC Pure가 다른 벤처투자 유형에 비해 창업초기 기업에 보다 중점을 두고 투자한 결과일 가능성도 있다. 이를 감안하여 실증분석에서는 업력을 기준으로 구분한 기업유형을 설명변수에 포함하였다. 그 결과를 보면, <표 III-14>와 <표 III-15>의 모든 분석에서 중기기업과 후기기업 변수의 계수 추정치가 99% 신뢰수준에서 유의한 양의 값을 가지고 있다. 따라서 GVC Pure의 낮은 투자회수 성과의 원인을 GVC Pure가 다른 벤처투자 유형에 비해 창업초기 기업에 중점을 두고 투자한 결과로 보기에에는 어렵다고 판단된다. 또한, <표 III-14>와 <표 III-15>의 모든 분석결과에서 후기기업의 계수 추정치가 중기기업보다 일관되게 크게 나타난다. 이러한 결과는 업력이 긴 기업일수록 성공적인 투자회수의 가능성도 높아진다는 점을 보여준다고 하겠다.

라. 소결

본 연구는 2004년부터 2013년 3월까지의 국내 벤처투자 자료를 이용하여 우리나라 정부 벤처캐피탈의 정책효과를 평가해보았다. 본 연구에서 살펴본 정부 벤처캐피탈의 정책효과 분석은 크게 투자증대 효과 분석, 시장규모 확대효과 분석, 투자회수 성과분석 등으로 구분된다. 개별 세부 분석의 목적 및 주요 결과는 다음과 같다.

투자증대 효과 분석은 정부 벤처캐피탈의 투자를 받은 기업과 그렇지 않은 기업의 벤처투자 규모를 비교하여 정부 벤처캐피탈의 투자규모 증대 효과 및 민간투자 구축여부를 평가하는 분석이다. 이에 대한 실증분석 결과는 다음과 같이 세 가지로 정리할 수 있다. 첫째, 민간 벤처캐피탈과 공동으로 투자하는 정부 벤처캐피탈의 투자규모가 가장 큰 것으로 나타났다. 둘째, 정부 벤처캐피탈이 단독으로 투자하더라도 투자규모는 민간 벤처캐피탈 단독투자보다 큰 것으로 추정되었다. 셋째, 민관 공동투자 과정에서 민간 벤처캐피탈의 투자규모도 유의하게 늘어난 것으로 추정되었다. 이 결과는 우리나라에서도 정부 벤처캐피탈이 민간투자를 구축하기보다는 오히려 민간투자를 유인하여 국내 기업의 자금조달 지원 및 벤처캐피탈 시장 활성화에 기여했음을 시사한다. 특히, Brander et al.(2014)의 결과로 미루어보면, 우리나라 정부 벤처캐피탈의 투자규모 증대효과가 여느 나라 못지않게 강한 수준일 것으로 판단된다.

시장규모 확대효과 분석은 정부 벤처캐피탈 투자가 어떤 방식으로 국내 벤처캐피탈 시장 활성화에 기여했는지를 파악하는 분석이다. 이에 대한 실증분석 결과는 다음과 같다. 첫째, 정부 벤처캐피탈의 투자로 인해 벤처투자를 통해 자금을 조달한 기업이 많아지고, 자금조달 규모도 확대되었다. 둘째, 정부 벤처캐피탈의 투자로 인해 민간 벤처캐피탈의 투자총액은 늘어났으나, 평균 투자규모는 늘어나지 않은 것으로 추정되었다. 이러한 분석결과는 Brander et al.(2014)의 분석결과와도 부합한다. 이로부터 국내 정부 벤처캐피탈이 더 많은 기업이 자금조달을 받을 수 있는 벤처캐피탈 시장 및 제반 환경을 조성하는 데 기여했음을 알 수 있다.

투자회수 성과분석은 피투자기업의 IPO 및 M&A 여부를 기준으로 정부 벤처캐피탈의 투자성과를 검증하는 분석이다. 분석 결과, 우리나라에서도 민관 공동투자 방식의 정부 벤처캐피탈의 투자성과는 민간 벤처캐피탈에 못지않은 것으로 평가할 수 있다. 반면, Brander et al.(2014)과는 달리 정부 벤처캐피탈 단독투자의 투자성과는 민간 벤처캐피탈에 비해 유의하게 낮은 것으로 평가된다. 이러한 결과는 국내 정부 벤처캐피탈의 투자역량이 민간 벤처캐피탈에 미치지 못한다는 것을 시사한다. 한편, 국내 벤처캐피탈 시장에서 투자회수 가능성은 벤처투자의 규모가 클수록, 투자자가 많을수록, 그리고 기업의 업력이 길수록 높게 나타난다.

국내외를 막론하고 정부 벤처캐피탈은 ‘기술혁신형 중소기업의 자금조달 지원’과 ‘민간 벤처캐피탈 생태계 조성’을 정책목표로 하고 있다. 이를 감안하면 우리나라 정부 벤처캐피탈은 애초에 의도했던 정책목표를 어느 정도 달성한 것으로 보인다. 또한, 이 과정에서 국내 정부 벤처캐피탈 관련 제도나 지원방안이 민간 벤처캐피탈 또는 투자자의 인센티브를 과도하게 왜곡하지도 않은 것으로 보인다.

그런데 본 실증분석에서는 정부 벤처캐피탈의 긍정적인 정책효과뿐만 아니라 그 한계 또한 확인할 수 있었다. 여기서 민관 공동투자 방식이 정부 벤처캐피탈 단독투자보다 정책목표를 달성하는 데 더 효과적인 수단이라는 점을 유의할 필요가 있다. 실제로 민관 공동투자는 투자증대 효과, 시장규모 확대효과, 투자회수 성과분석 등 모든 분석에서 정부 벤처캐피탈 단독투자의 효과를 압도하고 있다. 또한, 투자회수 성과분석 결과에서 보듯이 정부 벤처캐피탈 자체의 투자역량도 아직은 미흡하다. 즉, 정부 벤처캐피탈은 전문성을 갖춘 민간 벤처캐피탈을 충분히 활용할 때 유의한 정책효과를 얻을 수 있는 것이다. 따라서 우리나라 정부 벤처캐피탈은 향후에도 공동투자 방식을 적극 활용하되, 자체적인 투자역량을 강화하는 노력도 기울일 필요가 있다.

한편, 본 연구는 성장사다리펀드, 미래창조펀드와 같이 2013년 이후에 새로 시작된 정부 벤처캐피탈의 정책효과는 분석하고 있지 않다. 그러나 이들 정부 벤처캐피탈 프로그램의 규모 및 대상 기업의 범위를 감안하면,

이 프로그램의 포함여부에 따라 본 연구의 실증분석 결과는 달라질 가능성이 있다. 다만, 이에 대한 분석은 어느 정도 데이터가 축적된 이후에야 가능할 것으로 판단된다.

2. PEF의 경제적인 효과 분석

2004년 도입 이후 국내 PEF 시장은 출자 약정액(9조원→60조 3천억원)과 펀드 수(44개→342개)로 크게 성장하였다. 한 언론보도에 따르면 2016년 9월 기준 M&A 시장에서 PEF가 차지하는 비중은 25%에 다다랐다.⁵³⁾ 이와 함께 PEF의 운용진이나 수익률 및 투자기업의 실적변화에 대한 관심이 높아지고 있다. 특히 과거에 외국계 PEF의 단기적인 이익 추구로 국내 기업의 경쟁력이 떨어진다는 인식도 있었던 만큼 국내 PEF들이 국내 경제와 자본시장에 미치는 영향에 대해 연구가 필요한 시점이다.

이 절에서는 PEF의 경제적 효과에 대해 다루고자 한다. PEF의 투자 과정은 크게 자금모집-투자집행-기업의 가치제고-회수 과정으로 구분될 수 있다.⁵⁴⁾ 여기서는 자금모집 이후 ① 투자대상을 발굴하여 투자를 집행하는 데 있어 영향을 미치는 요인들, ② 투자기업의 경영개선이 실제로 나타났는지에 대한 여부, ③ 회수가 이루어진 기업과 미회수기업 간의 차이와 회수수단별 특성 등에 대해서 분석하였다.

PEF의 투자가 기업성과에 미치는 영향에 대해서는 미국과 유럽 등에서 이미 많은 연구가 진행되었다.⁵⁵⁾ 최근 국내의 경우에도 상장기업을 중

53) 한국경제신문(2016. 10. 31), New York Times(2016. 12. 24), 국내 PEF의 주요 투자 사례에 관해서는 박동희·좌동욱(2015)을 참조

54) PEF에 관한 법체계와 실무적인 운영에 관해서는 김규림 외(2012)를 참조

55) 반면, 국내 뿐 아니라 해외에서도 투자집행이나 회수단계에 대한 연구는 거의 없는 것이 사실이다. 기존문헌에 대해서는 이하 단계별 분석에서 보다 자세히 다루기로 한다.

심으로 투자기업의 실적을 연구한 사례가 몇몇 있다. 이와는 달리 본 분석은 다수의 비상장기업을 대상으로 기업성과 외에 추가적인 분석을 수행하여 차별성을 두고 있다. 하지만 도입 이후 오랜 시간이 지나지 않았기에 국내 PEF의 성과와 능력을 선불리 평가하는 것은 위험하다.⁵⁶⁾ 따라서 본 분석은 PEF의 경제적 효과를 잠정적으로 추정하여 국내 경제의 특수성을 감안한 향후 발전방향을 모색하는 시도로 보아야 할 것이다.

가. 분석자료

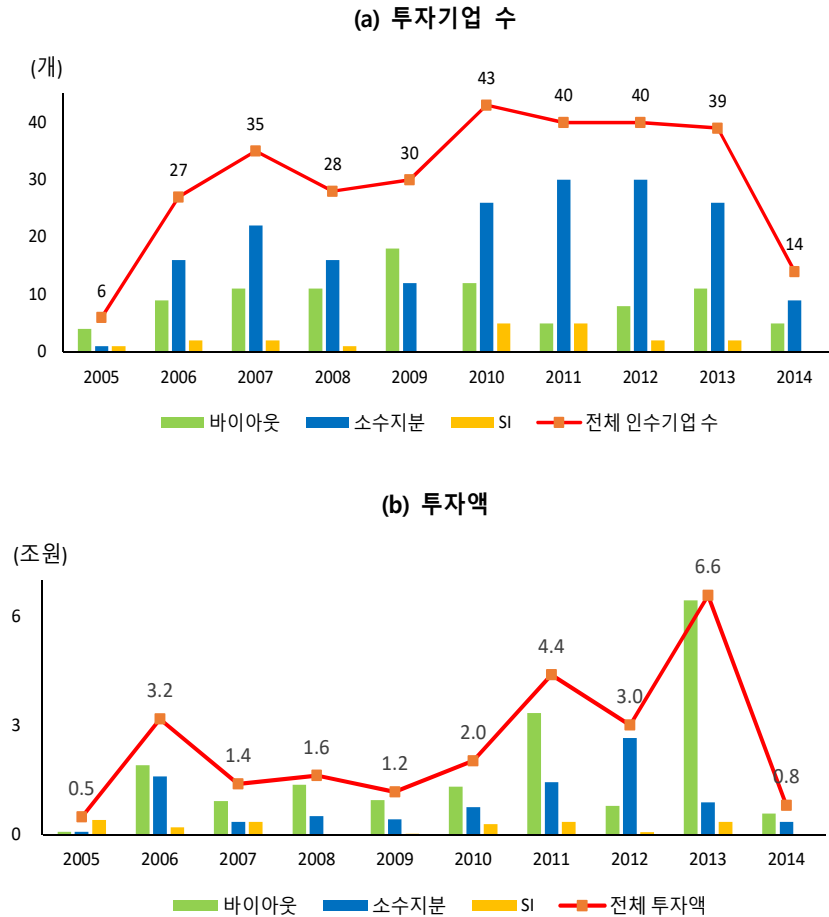
2005~2014년 기간 동안 PEF가 투자한 기업들을 분석대상으로 하였으며, 여기에는 비상장 외감기업, 유가증권시장 상장기업 및 코스닥 상장기업이 포함되어 있다. 먼저, 2014년말 기준 총 302개사에 대하여 투자가 실시되었으며, 이들에 대한 총 투자액은 총 24조 7,100억원으로 나타났다.⁵⁷⁾ <그림 III-2>에서 투자기업 수와 투자액의 추이를 보면 글로벌 금융위기의 여파가 다른 속도로 영향을 끼쳤음을 알 수 있다. 투자기업 수는 2008년과 2009년에 30개 이하로 주춤하다가 2010년에 43개로 회복된 반면, 투자액은 2011년이 되어서야 2006년 수준을 회복하였다. 한편, PEF의 기업당 평균투자액은 831억원을 기록하였다.

PEF의 투자형태는 크게 바이아웃, 소수지분, 전략적 투자(Strategic Investment: SI)로 구분된다. 기업 수를 보면 소수지분이 압도적으로 많지만, 투자액 현황에서는 바이아웃이 15조 2,100억원을 차지하여 소수지분(7조 7,700억원)과 SI(1조 7,400억원)을 압도하고 있다. 이러한 차이는 PEF의 기업당 평균투자에서 더욱 두드러지는데 바이아웃(1,618억원), 소수지분(413억원), SI(868억원)의 순으로 나타났다.

56) 무엇보다 투자자에게 있어 가장 중요한 운용수익률의 초과수익률 달성 여부는 자료 입수의 어려움으로 분석이 불가능하였다.

57) PEF의 투자집행시점과 본 분석의 자료수집 기간이 겹치는 2014년의 경우 일부 기업들이 표본에서 빠졌을 가능성이 높으며, 이로 인해 투자기업 수와 투자액이 타 연도에 비해 낮게 나타난 것으로 보인다.

<그림 Ⅲ-2> 연도별 투자기업 수 및 투자액 현황



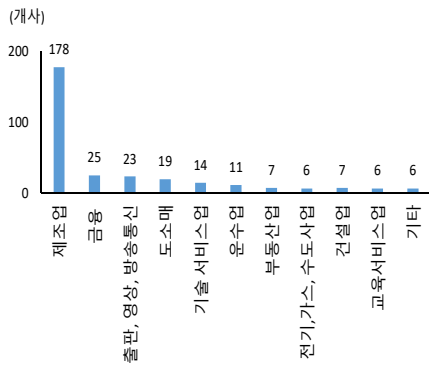
자료: 자본시장연구원

업종별 투자현황을 보면 투자기업 수와 투자액 모두에서 제조업 부문이 가장 높게 나타났다. 제조업 중에서 세부분류를 적용하면 투자기업 수로는 컴퓨터, 기계, 화학, 자동차 등의 순이지만, 투자액으로는 의류나 기타 업종에서 보다 대규모적인 투자가 이루어지고 있다. 기업형태별로 보면 비상장 외감기업이 187개사, 코스피 기업이 35개사, 코스닥 기업이

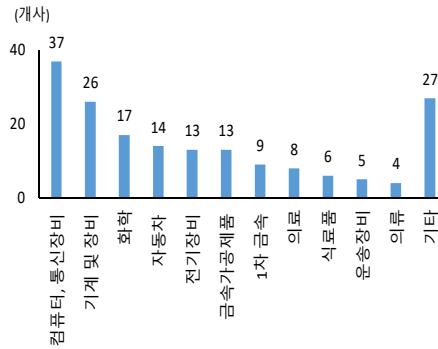
80개사로 비상장기업이 압도적으로 많다. 하지만 기업당 투자액에서는 코스피가 2,573억원으로 비상장 외감(797억원)이나 코스닥(215억원)에 비해 월등히 높게 나타났다.

<그림 III-3> 업종별 투자기업 수 및 투자액 현황

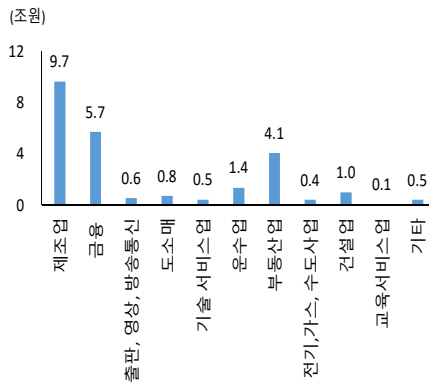
(a) 투자기업 수 (대분류)



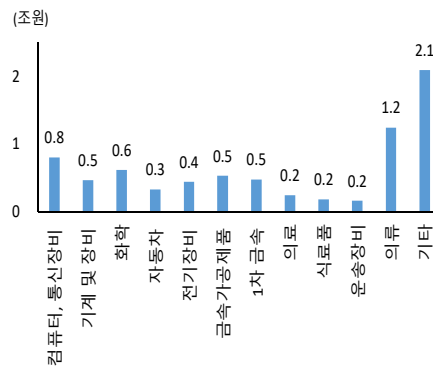
(b) 투자기업 수 (제조업 중분류)



(c) 투자액 (대분류)

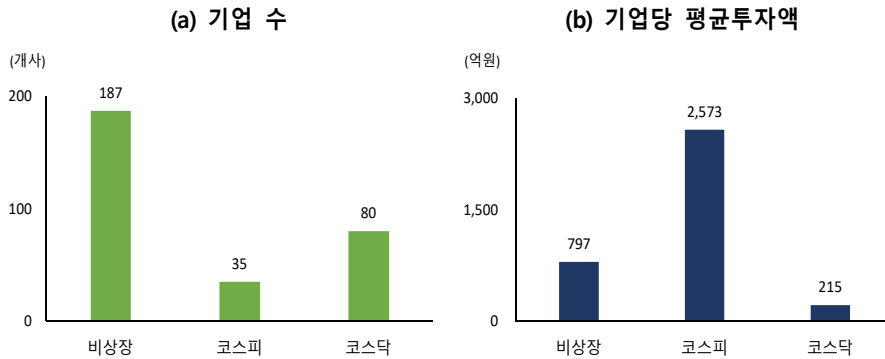


(d) 투자액 (제조업 중분류)



자료: 자본시장연구원

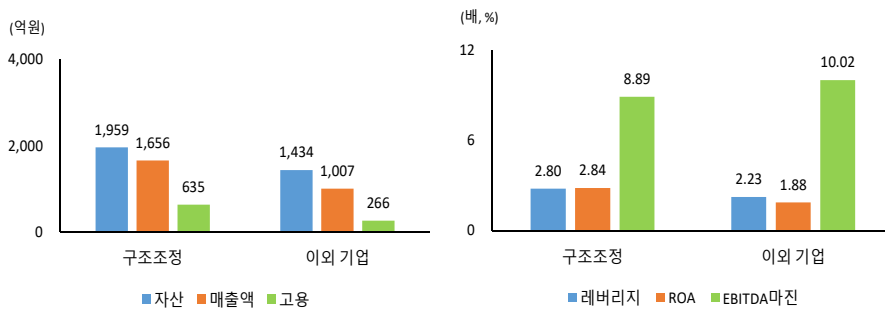
<그림 III-4> 비상장·코스피·코스닥 기업 수 및 투자액



자료: 자본시장연구원

투자기업 중에서 20개 기업이 구조조정에 있는 것으로 확인되었다. 구조조정 대상이었던 투자기업은 구조조정 대상이 아닌 다른 투자기업들에 비해 총자산이나 매출액 규모가 큰 반면 레버리지비율이나 수익성 지표들에 있어서는 큰 차이가 없었다. 구조조정 투자기업 수가 실제 구조조정 시장 규모에 비해 매우 적다는 점을 감안하면 구조조정 대상 중에서도 비교적 우량기업에만 투자한 것으로 판단된다.

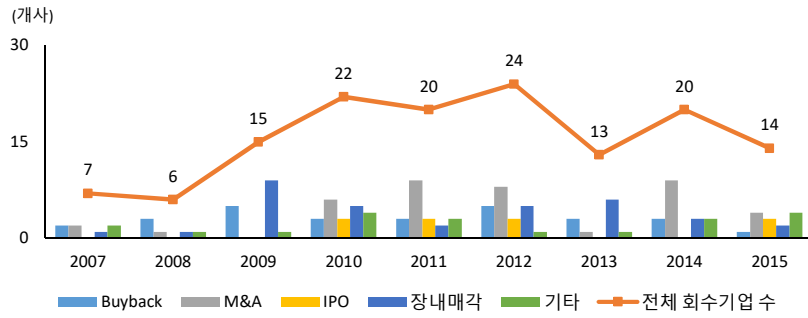
<그림 III-5> 구조조정 기업의 특성 (중간값)



주 : 상하 0.5% 특이치 제거

자료: 자본시장연구원

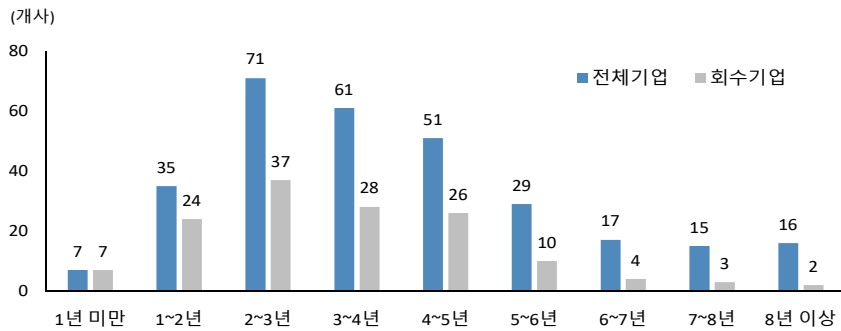
<그림 III-6> 연도별 회수 건수 현황



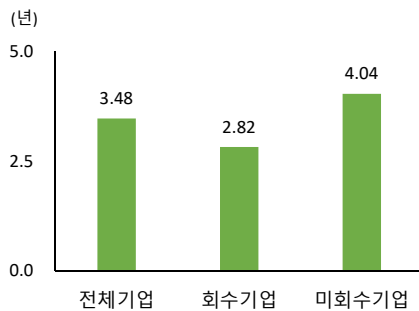
자료: 자본시장연구원

<그림 III-7> 투자기간

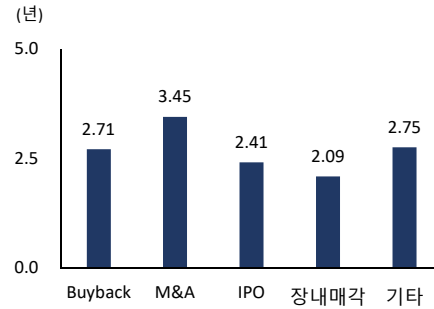
(a) 투자기간별 분포



(b) 회수여부별 투자기간



(c) 회수유형별 투자기간



자료: 자본시장연구원

<그림 Ⅲ-6>과 <그림 Ⅲ-7>의 회수자료를 보면, 2015년말까지 총 141개사에 대하여 회수가 이루어졌다. 첫 회수시점은 2007년이었으며, 회수형태별로는 Buyback이 28건, M&A가 40건, IPO 12건, 장내매각 34건, 기타 27건으로 집계되었다.⁵⁸⁾ 또한, 투자형태별로는 바이아웃 38건(투자건수 대비 40%), 소수지분 94건(50%), SI 9건(45%)을 기록하였다. 회수까지 걸리는 평균 투자기간은 2.82년으로 나타났는데, 이는 전체 투자기업의 평균 투자기간(3.48년)에 비해 짧다. 이처럼 전체 기업의 평균 투자기간이 길어진 것은 미회수기업(4.04년)의 회수가 지연되고 있기 때문이다. 회수기업의 경우 투자기간이 2년 이상, 3년 미만이 가장 많았으며, 6년 이상인 경우는 많지 않았다. 실제로 전체 투자기업 중에서 투자기간이 6년 이하인 기업들의 비중은 84%인 반면, 회수기업에서는 이들의 비중이 94%에 달한다. 회수유형별로 투자기간을 보면 M&A가 3.45년으로 가장 길었으며, Buyback, IPO, 장내매각 등의 경우는 모두 3년 미만이었다. 상장여부별로는 비상장기업(2.89년), 코스피기업(2.43년), 코스닥기업(2.9년) 간에 큰 차이가 없었다.

나. 투자기업에 대한 투자결정 요인

PEF의 투자결정 요인을 분석하기 위해서는 PEF가 어떤 기업을 찾아, 어떻게 매입 가격을 산정하며, 이후 기업과 협상을 어떻게 진행할지 등에 대한 다양한 측면이 고려되어야 한다. 이는 단순히 기업의 특성뿐만 아니라 기업이 속한 산업이나 거시경제, 그리고 PEF의 자금동원력에 대한 정보도 필요로 한다. 이와 같은 자료수집상의 어려움으로 인해 투자결정 요인에 대한 연구가 부족한 실정이다.

해외연구를 보면 Nordstrom(2009)과 Cohn & Towery(2013)가 기업 특성에만 초점을 맞춰 PEF의 투자결정 요인을 분석하였다. Nordstrom

⁵⁸⁾ 기타에는 유상감자, 기업회생절차 신청, 현물배당 외에 복수의 회수유형이 복합적으로 결합된 사례 등이 포함된다.

(2009)은 북유럽의 PE 7개사가 투자한 기업 51개사와 투자를 받지 않은 유사한 기업들을 비교하였다. 이에 따르면, 레버리지비율과 EBITDA (Earnings Before Interest, Taxes, Depreciation and Amortization)마진의 변화가 작을수록, 고용증가율이 높을수록 투자확률이 높았다. 미국의 PEF 투자기업 263개사를 분석한 Cohn & Towery(2013)에서는 PEF가 높은 레버리지비율로 인해 성장성이 둔화된 기업들에 주로 투자한 것으로 나타났다. 이와 유사하게 본 분석에서도 투자기업의 특성과 투자액과의 관계를 1차적으로 살펴보았다. 기업특성을 나타내는 재무지표들은 크게 규모(총자산, 매출액), 자본구조(레버리지비율, 유동자산비율), 수익성(ROA(Return on Assets), EBITDA마진), 성장성(자산증가율, 매출액증가율) 등으로 구분하였다.

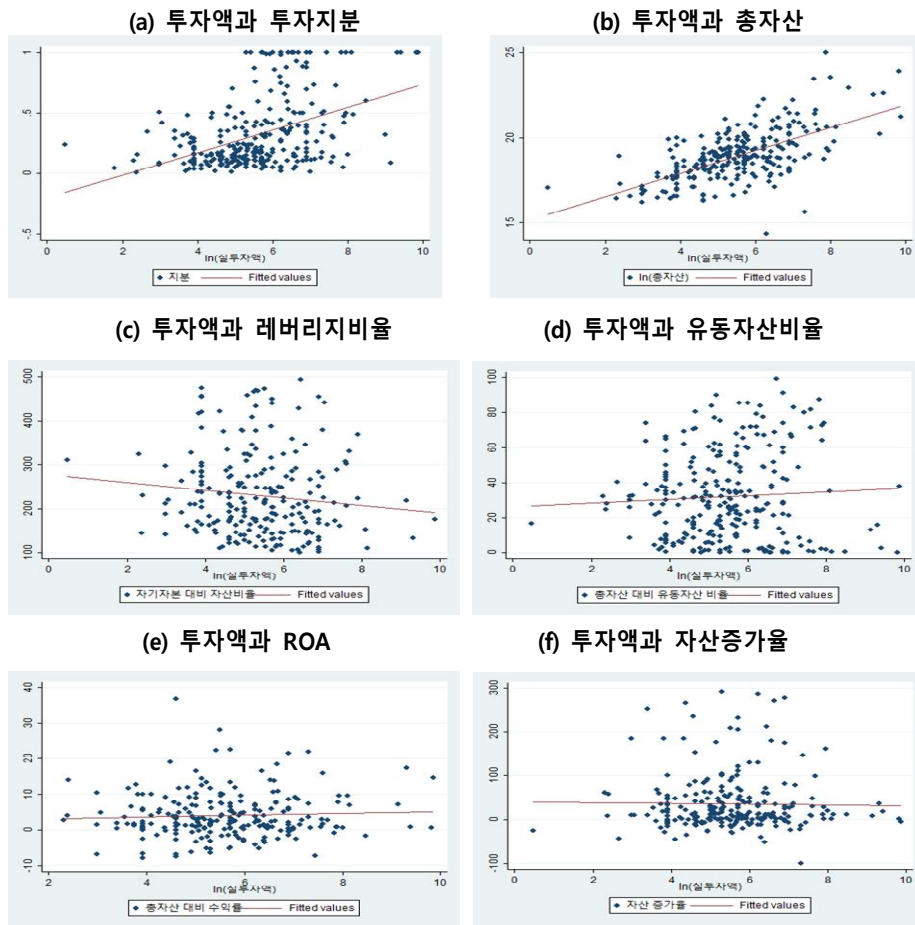
<그림 III-8>은 투자액과 투자 당시 투자기업의 각종 재무지표와의 관계를 보여준다. 총자산이 증가할수록, 레버리지비율이 낮을수록 투자액이 늘어났으나, 유동자산비율이나 ROA, 자산증가율과의 관계는 분명치 않다. 또한, <표 III-16>의 상관관계 분석결과를 보면 총자산, 매출액, 종업원 수 등 일반적으로 규모를 나타내는 변수 간에 정(+)의 관계가 있는 것으로 나타났다. 하지만 이들 변수들과 수익성(ROA) 혹은 성장성(자산증가율) 변수와의 상관관계지수는 크지 않다. 또한, 기업의 재무변수만으로는 기업이 속한 산업의 특성이나 경기변동에 따른 영향까지 고려할 수는 없다. 이에 따라 본 분석에서는 투자기업의 재무변수 외에 산업변수와 거시변수를 추가적으로 고려하였다. 구체적으로 다음 모형을 기초로 한다.

$$y_{it} = \alpha + \beta_F \times Firm_{it} + \beta_I \times Industry_{it} + \beta_M \times Macro_{it}$$

종속변수 y_{it} 는 기업 i 가 t 년도에 PEF 투자를 받았다면 1, 받지 않았다면 0으로 투자를 받을 확률(odds)의 로그 값이다. $Firm_{it}$ 은 위에서 살펴본 기업 i 의 t 년도 재무변수들을 말한다. $Industry_{it}$ 는 기업 i 가 속한 업종

의 t 년도 산업변수로서 산업 전체의 매출액 증가율, 레버리지비율, EBITDA마진 등을 포함하였다. Macroit는 거시변수로서 GDP성장률, 금리, 주식시장 지수 등을 말한다.⁵⁹⁾

<그림 III-8> 투자기업 재무변수와 투자액과의 관계



자료: 자본시장연구원

59) 이들 변수들의 선정에 있어서는 기존 문헌들을 참고하였으되 본 분석에 사용된 데이터의 특성 및 가용성을 최대한 고려하였다.

<표 III-16> 투자기업 주요변수의 상관관계

	투자지분	투자액	총자산	매출액	종업원	레버리지비율	유동자산비율	ROA
투자지분	1.000							
투자액	0.432	1.000						
총자산	0.007	0.675	1.000					
매출액	-0.138	0.434	0.789	1.000				
종업원	0.050	0.468	0.576	0.490	1.000			
레버리지비율	0.133	0.225	0.419	0.213	0.122	1.000		
유동자산비율	-0.051	-0.048	0.053	0.188	0.025	-0.009	1.000	
ROA	0.028	0.325	0.170	0.148	0.121	-0.097	-0.024	1.000
자산증가율	0.081	0.013	0.031	-0.096	-0.128	-0.008	-0.074	0.057

자료: 자본시장연구원, FnGuide

계수 값 추정을 위해서는 패널로짓(panel logit)모형을 이용하였다. 앞서 언급한 해외연구에서는 모두 로짓모형을 사용하였다. 하지만 로짓모형의 경우 각 독립변수들이 투자여부에 미치는 영향을 추정할 때 기업 고유의 고정효과를 고려하지 않는다는 단점이 있다. 이에 자료의 패널구조를 고려한 패널로짓모형을 이용하여 보다 엄밀한 분석을 시도하였다. <표 III-17>은 그 분석결과를 보여주고 있다.

우선, <표 III-17>의 모형 (1)에서는 기업의 재무지표만을 고려하였다. 분석결과 기업의 자산규모가 클수록 PEF가 투자할 확률이 높았는데, 이는 일정규모 이상의 기업에 투자하려는 PEF의 성향을 나타낸 것으로 보인다. 반면, 수익성이나 레버리지비율은 통계적으로 유의하지 않아 큰 영향을 끼치지 않는 것으로 나타났다.⁶⁰⁾ 기업재무변수와 산업변수를 함께 고려한 모형 (2)에서는 산업 전체의 매출액증가율이 높을수록, 레버리지비율이 낮을수록 투자확률이 높게 나타났다. 하지만 거시변수를 함께 고려한 모형 (3)에서는 산업변수의 통계적 유의성이 사라진다. 이 경우 GDP

60) 단, 유동자산비율이 낮을수록 투자확률이 높아지는 점은 PEF가 자금경색시 자금능력이 충분치 않을 기업들을 선호한다고도 볼 수 있다.

성장률이 높을수록, 금리수준이 높을수록, 주식시장이 호황일수록 PEF의 투자확률이 높아졌다. 경기가 호황일 때는 자금모집이 쉬운 반면, 불황에는 투자기업을 저렴하게 매수할 수 있는 이점이 있다. 호황일 경우 투자확률이 높다는 것은 PEF의 자금모집 흐름이 투자매물의 가격보다 보다 중요한 요소임을 시사한다.⁶¹⁾

<표 III-17> PEF의 투자결정요인: 패널로짓 분석

	(1)	(2)	(3)
<u>재무변수</u>			
ROA	0.002 (0.002)	0.002 (0.002)	0.004 (0.002)
레버리지비율	0.000 (0.000)	0.000 (0.000)	0.000 (0.000)
ln(총자산)	0.951*** (0.110)	0.863*** (0.119)	0.577*** (0.147)
유동자산비율	-0.020*** (0.006)	-0.019*** (0.006)	-0.017*** (0.006)
<u>산업변수</u>			
산업 총매출액 변화		0.004** (0.002)	0.001 (0.002)
산업 EBITDA마진		-0.063 (0.039)	-0.028 (0.047)
산업 레버리지비율		-0.004*** (0.001)	-0.001 (0.001)
<u>거시변수</u>			
ln(GDP)			2.414** (1.084)
국고채 금리(10년)			0.601*** (0.155)
코스피지수			0.001*** (0.000)
<u>표본 수</u>	3,515	3,475	3,178

주 : ***, **, *는 각각 1%, 5%, 10% 유의수준을 뜻함

자료: 자본시장연구원, FnGuide

61) 한편, 산업과 거시경제 간의 영향 차이를 분석하기 위해서는 보다 많은 자료의 확보와 적절한 모형 선택이 필요할 것이다. 이는 향후 연구과제로 남겨둔다.

다. 투자 이후 투자기업의 영업성과

1) 기존문헌

PEF 투자가 기업성과에 미치는 영향에 대한 연구는 활발한 편이다. 예를 들어, Billett et al.(2010), Cumming et al.(2007), Gilligan & Wright(2010) 등은 PEF 투자가 기업의 재무성과와 경영효율성에 미친 긍정적인 효과를 보여주고 있다. 다만, 이 연구들은 대체로 1980년대 미국의 첫 번째 PEF 호황기에 집중하고 있다.⁶²⁾ 최근에는 2000년대 이후 투자기업의 성과를 분석한 연구들이 나오고 있다(Guo et al., 2011; Gottschalg & Wright, 2008; Davis et al., 2008; Davis et al., 2014).⁶³⁾ 이에 따르면, PEF가 투자기업에 대한 자금지원을 확대하는 한편 자산과 매출을 증가시켜 이윤을 높이는 양상이 나타나고 있다.

국내 PEF 투자기업의 실적에 대한 연구는 김철중·이재석·이상명(2015), 송홍선(2015), 구자현(2015) 등이 존재한다. 이 중 김철중·이재석·이상명(2015)은 설문으로 데이터를 수집하여 인수전략에 따른 기업성과의 차이를 보았는데, PEF가 투자하지 않은 다른 기업들과의 차이를 고려하지 않았기 때문에 실적개선의 여부를 확인하기 어렵다. 이런 면에서 송홍선(2015)과 구자현(2015)의 연구가 국내 투자기업에 대한 사건분석과 영업성과 측정을 시도한 연구라고 할 수 있다.⁶⁴⁾ 다만, 이들의 연구는

62) 1980년대 미국에서는 PEF가 투자감축 및 자산매각 등의 대대적인 비용 절감을 통해 투자기업의 실적을 개선시켰다.

63) Guo et al.(2011)은 2000년대 이후 두 번째 PE투자 호황기가 첫 번째 호황기에 비해 성과가 약하긴 하지만 기업들의 영업실적이 향상되었음을 보였다. Gottschalg & Wright(2008)는 이들과는 다른 표본을 사용하여 투자기업에 대한 성과가 PEF의 투자경험과 경영참여도에 따른 U자 곡선을 보인다는 결과를 도출하였다. Davis et al.(2008, 2014)에 따르면 미국 PEF 투자기업의 노동생산성이 크게 증가한 반면, 고용에 대한 효과는 불분명한 것으로 나타났다. 이외에도 Lerner et al.(2011)와 Ughetto(2010)는 특허 자료를 이용하여 투자기업의 기술 혁신 성과를 다루었다.

64) 구자현(2015)의 경우 성향점수매칭을 사용하여 투자기업의 실적개선을 보이고 있으나, 이는 박용린 외(2015)에서 비상장기업을 포함한 보다 광범위한 표본에

상장기업만을 다루고 있어 자료의 한계를 드러내고 있다.

2) 분석방법 및 결과

본 분석에서는 PEF의 투자가 이루어진 이후 기업의 실적변화를 추정하기 위해 이중차분법(Differences-In-Differences: DID)과 성향점수매칭(Propensity Score Matching: PSM)을 사용하였다.⁶⁵⁾ 이중차분법은 처리집단과 처리를 받지 않은 집단을 구분하여 각 집단별로 처리 전후의 차이를 추정하여 이들 간의 차이를 다시 한 번 차감하는 방법이다. 성향점수매칭은 로짓모형 등을 통해 얻은 처리집단을 선택할 확률에 대한 적합추정치를 성향점수로 사용하여 표본선택편의로 인한 문제를 최소화하려는 방법이다.⁶⁶⁾ 분석 표본은 2005년부터 2014년까지 10년 동안 국내 PEF가 투자한 기업과 외부감사대상 기업 30,000여개(상장기업 포함)로 한다. PEF의 투자결정을 처리효과로 보고 투자를 받은 기업을 처리군(treatment group)으로, 이들과 유사한 특성을 갖고 있지만 PEF의 투자를 받지 않은 기업들을 대조군(control group)으로 본다. 투자 직전 연도에 데이터가 있는 투자기업은 총 260개사로 집계되었다.

가) 이중차분법

실증분석에 상용된 이중차분법은 최근접 매칭(Nearest Neighbor Matching)을 이용한 이중차분법이다. 이 방법에서는 각 투자기업 별로 인

이미 적용된 바 있다.

- 65) 다시점 자료분석 외에도 Heckman 2단계 추정기법 등의 통제함수모형을 사용할 수 있다. 하지만 이석원 외(2012)에 따르면 이러한 모수적(parametric) 추정모형은 1970년대에는 활발히 활용되었으나 근래에는 거의 활용되지 않고 있다.
- 66) 성향점수매칭은 비교적 최근에 소개된 방법론으로서 실험 집단과 통제집단을 비슷한 성격을 가지게 하도록 정교한 매칭을 하는 과정이긴 하지만, 실제 추정시 변수선택에 따라 추정치가 크게 달라지는 약점이 발생하였다. 이에 따라 본 분석에서는 기본적으로 이중차분법으로 추정하며, 성향점수매칭은 분석결과의 비교를 위해 사용한다.

수 직전 연도 총자산, ROA, 레버리지비율의 거리척도를 이용하여 가장 근접한 동일 산업 내 10개 기업을 대조군에 포함하였다. <표 III-18>은 처리군 260개사와 대조군 2,600개사에 대한 기초통계를 제시하고 있다. 이에 따르면, 자산증가율과 고용증가율 면에서 투자 이후 투자기업과 비교기업 간에 뚜렷한 차이가 있음을 쉽게 알 수 있다.⁶⁷⁾

$$d(x_i, y_i) = \sqrt{(asset_i - asset_j)^2 + (debt_i - debt_j)^2 + (Leverage_i - Leverage_j)^2}$$

<표 III-18> 투자기업과 비교기업의 비교: 기초통계

(단위: 억원, %)

(a) 투자기업 (처리군)

	총자산	매출액	종업원	자산 증가율	고용 증가율	ROA	레버리지 비율
평균	8,152	3,458	587	13.3	3.9	0.6	375
중위값	1,192	831	272	10.8	0.5	2.6	226
표준편차	39,263	9,175	917	40.8	35.3	28.7	1,212
1분위	430	318	141	-1.5	-2.1	-1.3	158

(b) 비교기업 (대조군)

	총자산	매출액	종업원	자산 증가율	고용 증가율	ROA	레버리지 비율
평균	12,392	3,848	801	9.0	-0.3	4.3	172
중위값	978	805	293	6.9	0.0	3.3	200
표준편차	113,209	14,262	1,637	32.6	33.6	281.2	11,470
1분위	395	291	128	-1.6	-2.9	0.3	140

자료: 자본시장연구원, FnGuide

67) <표 III-18>에서 투자기업의 통계치는 투자 이후의 실적이며, 비투자기업의 통계치는 비교연도 이후의 실적이다. 투자연도 직전의 경우에 한정할 경우 자산증가율과 고용증가율에서도 큰 차이는 없는 것으로 나타났다.

투자기업의 성과에 대한 이중차분 추정치를 구하기 위해 Bouclya et al.(2011)과 동일한 방법으로 회귀분석을 수행하였다. 그 회귀식은 다음과 같다. 여기서 $y_{i,\tau}$ 는 기업 i 의 t 기 실적변수, $Post$ 는 인수 이전에는 0, 인수 이후에는 1인 더미변수, PEF_i 는 투자기업 1, 비교기업 0인 더미변수, α_i 와 δ_t 는 기업과 연도에 대한 고정효과를 말한다. 이 식에서 $Post \times PEF_i$ 에 대한 추정치가 우리가 구하는 이중차분 추정치가 된다.⁶⁸⁾

$$y_{i,\tau} = \alpha_i + \delta_t + \beta_1 Post + \beta_2 Post \times PEF_i + \epsilon$$

<표 III-19> 투자기업과 비교기업의 비교: 이중차분법

	ROA	ln (EBITDA)	ln (종업원수)	ln (총자산)	ln (매출액)	레버리지 비율	ln (유동자산)
Post x PEF	-1.071 (-1.620)	0.255*** (-0.059)	0.243*** (-0.062)	0.282*** (-0.049)	0.335*** (-0.052)	-202.043* (-119.393)	0.380*** (-0.071)
post	-5.037 (-6.179)	-0.788*** (-0.024)	0.012 (-0.026)	-0.290* (-0.015)	-0.044 (-0.021)	167.09 (-197.683)	-0.056 (-0.032)
고정효과 (기업)	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes
고정효과 (연도)	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes
표본 수	22,146	19,403	10,590	22,202	21,825	22,202	22,044
Adj.R ²	0	0.09	0.01	0.4	0.19	0	0.12

주 : ***, **, *는 각각 1%, 5%, 10% 유의수준을 뜻함

자료: 자본시장연구원, FnGuide

68) Lechner et al.(2015)에 따르면 (불균형)패널자료에서 일반적인 OLS(Ordinary Least Square)보다 고정효과를 사용하여 이중차분 추정치를 구하는 것이 바람직한 경우가 있다. 본 분석에서는 실제 두 경우를 모두 사용한 결과 추정치에 거의 차이가 없었다.

<표 III-19>는 그 분석결과를 보여주고 있다. 이에 따르면, PEF의 투자 이후 기업의 총자산과 매출액, 그리고 고용이 비교기업에 비해 유의하게 늘어났고, 레버리지비율은 유의하게 감소하였다. 예를 들어, 투자 이후 투자기업의 자산증가율은 (비교기업 대비) 28%p 빠르게 증가하였으며, 레버리지비율은 200%p 감소하였다. 반면, 투자기업의 ROA는 1.07%p 감소하였는데, 통계적으로 유의한 추정치는 아니다. 또한, 표본 수가 다른 재무지표에 비해 적기는 하지만, 고용증가율이 24%를 넘어선다. 이는 바이아웃 등 PEF의 투자활동이 고용에 긍정적인 영향을 준다는 최근 해외 연구들과 유사한 결과이다. 이와 같은 결과는 국내 PEF가 투자기업에 대해 자산매각이나 인력조정을 실시하여 단기적인 수익성 개선에 나서기보다는 자산 및 매출액 증대와 고용증가를 통해 시장점유율을 확대하려 하였다는 것을 의미한다. 다만, 이러한 노력이 수익성 개선으로 나타나지 않은 것이 글로벌 금융위기의 영향 탓인지는 확실치 않다.

나) 성향점수매칭

실증분석에서는 Rosenbaum & Rubin(1983)의 방법론에 따라 성향점수를 계산하였다. 그 구체적인 방법론은 다음과 같다. 우선, 프로빗 모형(Probit model)을 이용하여 인수 이전 연도($t-1$)의 변수(총자산, 매출액, 레버리지비율, 유동자산비율 등)들을 조건으로 금번 기(t)에 PEF가 해당 기업을 인수할 확률을 추정한다. 이후 투자기업의 관측치와 비교기업의 관측치를 성향점수에 기초하여 매칭한다.⁶⁹⁾ 마지막으로 평균처리효과(Average Treatment effect on the Treated: ATT)를 추정한다. 그 결

69) 여기서는 편의를 위해 프로빗 모형의 추정결과는 보고하지 않았으나, 투자 이전의 공변량들의 밸런스가 잘 이루어졌음을 밝혀둔다. 참고로 매칭 방법론에 대한 보다 자세한 설명은 박용린 외(2015)를 참조하기 바란다. 매칭이 잘 이루어졌는지를 확인하기 위해서는 매칭 이전과 이후의 ① 표준화된 편차(standardized differences)의 퍼센트 감소와 ② 각 공변량들의 평균값의 차이가 0인 귀무가설에 대한 t-값을 검토한다. 매칭 이후 성향점수의 질이 향상되었는지를 확인하기 위해 두 방법 중 어느 것이 적합한지에 대해 일반적인 함의는 존재하지 않으나, 퍼센트 감소를 보는 것이 적절하다는 의견이 지배적이다. 이에 따라 본 분석에서도 퍼센트 감소를 확인하였다.

과는 <표 III-20>와 같다.

<표 III-20>를 보면 레버리지비율을 제외한 모든 재무지표에서 이중차분법과 유사한 결과를 보이고 있다. 예를 들어, 투자가 없다고 가정한다면 매출액증가율이 1년 후 12.2%에 그쳤을 것으로 예상되며 투자로 인한 성장성 지표의 개선효과는 4.4%p로 나타난다. 만약 성향점수를 사용하지 않고 전체 비투자기업을 비교대상으로 할 경우 평균처리효과는 6.9%p 증가한다. 다시 말해, 성향점수매칭을 사용하여 PEF의 투자 이후 매출액 증가 효과를 과대평가할 가능성을 제거하게 된 것이다. 한편, 성향점수매칭과 이중차분법의 결과를 비교한 결과 이중차분법의 추정치가 보다 안정적인 것으로 판단되었다. 두 방법의 추정치가 다른 데에는 매칭방법의 차이가 다른데 기인한 것이며, 프로빗 모형보다는 최근접 매칭을 이용한 이중차분법이 투자기업의 특성을 보다 잘 반영한 것으로 보인다. 하지만 추정치의 차이에도 불구하고 두 방법이 유사한 결과를 보여주고 있다는 데 보다 중점을 두어야 할 것이다.

<표 III-20> 투자기업과 비교기업의 비교: 성향점수매칭법

(단위: %)

	ROA				고용증가율			
	처리군	대조군	ATT	t-stat	처리군	대조군	ATT	t-stat
<i>t+1</i>	2.29	3.03	-0.74	-1.01	4.7	1.0	3.7	1.8
<i>t+2</i>	2.54	2.95	-0.41	-0.48	3.6	1.7	1.9	0.8
<i>t+3</i>	1.88	4.12	-2.24	-2.13	3.1	0.2	2.9	1.5
<i>t+4</i>	1.82	2.59	-0.78	-0.59	2.6	-0.1	2.7	1.3
<i>t+5</i>	2.41	2.35	0.06	0.03	1.8	0.4	1.5	0.7

	레버리지비율				자산증가율			
	처리군	대조군	ATT	t-stat	처리군	대조군	ATT	t-stat
<i>t+1</i>	281.2	206.2	75.0	3.0	10.2	5.4	4.9	2.2
<i>t+2</i>	286.8	237.9	48.9	1.7	10.2	4.5	5.6	2.6
<i>t+3</i>	287.6	222.8	64.8	2.3	5.7	3.7	2.0	0.8
<i>t+4</i>	278.7	253.5	25.2	0.8	5.9	4.8	1.1	0.4
<i>t+5</i>	314.6	256.7	58.0	1.3	3.6	1.7	1.9	0.7

<표 III-20> 투자기업과 비교기업의 비교: 성향점수매칭법 (계속)

	매출액증가율				유동자산증가율			
	처리군	대조군	ATT	t-stat	처리군	대조군	ATT	t-stat
<i>t+1</i>	16.6	12.2	4.4	1.1	15.5	3.9	11.6	3.7
<i>t+2</i>	11.5	6.9	4.6	1.4	14.9	4.7	10.3	2.4
<i>t+3</i>	4.8	4.4	0.4	0.1	4.7	1.6	3.1	0.8
<i>t+4</i>	2.4	4.2	-1.8	-0.4	3.9	3.9	0.0	0.0
<i>t+5</i>	7.9	5.8	2.1	0.4	9.9	1.6	8.4	1.5

자료: 자본시장연구원, FnGuide

라. 회수기업의 특성과 회수수단별 비교

여기서는 투자기업의 어떤 특성이 회수를 용이하게 하는지를 알아보고자 한다. <그림 III-6>에서 보았듯이 회수기업의 평균 투자기간이 미회수기업보다 짧은 것으로 나타났다. 또한 회수수단별로 보면 M&A의 평균투자기간이 다른 수단들보다 비교적 길게 나타났는데 이를 설명할 수 있는 요인들에는 어떤 것이 있는지도 함께 알아본다.

회수는 PEF의 최종적인 수익률을 결정하는 단계로 투자과정에서 가장 중요한 단계라고도 할 수 있다. 하지만 이를 체계적으로 분석한 연구는 드물며 Jenkinson & Sousa(2015)가 거의 유일한 것으로 보인다. 이들이 밝혔듯이 회수에 관한 기존연구는 대부분 IPO에만 집중하고 있기 때문이다. 이에 Jenkinson & Sousa(2015)는 2000년부터 2014년까지 유럽의 PEF의 회수기업들을 대상으로 회수에 영향을 미치는 시장요인과 기업의 재무지표를 판별하였다. 본 분석도 동일한 방법을 사용하여 회수시장의 행태를 파악하고자 하였다.

가) 회수기업과 미회수기업의 비교

먼저 회수기업의 특성을 알아보기 위해 투자기업이 회수될 확률을 고려하는 로짓분석을 수행하였다. 기본적인 모형은 PEF의 투자결정요인의 경우와 유사하다. 이전과 동일하게 독립변수로 기업채무변수와 산업변수를 포함하는 한편, 거시변수 대신 투자변수(투자액, 투자기간, 투자형태 등)를 고려하였다. 투자기간의 경우 3년 이상을 기준으로 길어지면 1, 짧으면 0인 더미변수를 사용하였다.⁷⁰⁾

$$y_{it} = \alpha + \beta_{Inv} \times Investment_{it} + \beta_F \times Firm_{it} + \beta_I \times Industry_{it}$$

<표 III-21>은 그 분석결과를 보여주고 있다. 이에 따르면, 기업의 총자산이 클수록, 동종업종의 총매출액이 커질수록 회수확률이 커진 반면 투자액이 커질수록 회수확률은 떨어지는 것으로 나타났다. PEF의 투자결정요인에서도 보았듯이 회수에서도 기업 혹은 산업의 규모에 영향을 받는 모습이 관찰된 것이다. <그림 III-8>에 따르면, 기업규모가 커질수록 투자액이 커지는 경향이 보였다. 그럼에도 불구하고 투자액과 회수 간에 음(-)의 상관관계가 나타난 것은 투자액이 커질 경우 상당한 금액을 감당할 매수자를 모색하는 것이 어려워질 수 있음을 시사한다. 또한, 투자기간이 길어질 경우에도 회수확률이 높게 나타났다. 투자 이후 3년 이상일 경우 회수하고자 하는 동기가 보다 강하게 작용한 것으로 판단된다. 투자유형별로는 바이아웃이 회수확률이 상대적으로 높은 반면, 소수지분은 낮게 나타났다지만, 두 변수 모두 통계적으로 유의하지 않았다.

70) 더미변수 대신 연단위로 투자기간을 정의할 경우에도 유사한 결과가 나왔다. 여기서는 3년을 기준으로 투자기간이 길어질 경우 회수확률에 어떤 영향을 미치는지를 보고자 했다.

<표 III-21> 회수기업과 미회수기업의 비교: 로짓분석

	(1)	(2)	(3)
<u>투자변수</u>			
투자기간더미	-0.055 (0.066)	0.051 (0.092)	0.269* (0.147)
ln(투자액)	-0.186* (0.099)	-0.672*** (0.193)	-0.721** (0.325)
더미_바이아웃	-0.042 (0.518)	0.575 (0.687)	1.306 (1.115)
더미_소수지분	-0.035 (0.507)	-0.493 (0.631)	-0.157 (0.952)
<u>채무변수</u>			
ROA		0.002 (0.011)	0.025 (0.024)
레버리지비율		-0.001** (0.001)	-0.002 (0.001)
ln(총자산)		0.581*** (0.175)	0.861*** (0.335)
유동자산비율		-0.015*** (0.006)	-0.014 (0.013)
<u>산업변수</u>			
산업 총매출액 변화			0.269*** (0.042)
산업 EBITDA마진			0.058 (0.091)
산업 레버리지비율			0.001 (0.002)
<u>Constant</u>	1.023 (0.812)	-6.336** (2.755)	-11.580** (5.370)
표본 수	281	208	208
Pseudo R ²	0.0133	0.0909	0.645

주 : ***, **, *는 각각 1%, 5%, 10% 유의수준을 뜻함
 자료: 자본시장연구원, FnGuide

나) 회수수단별 비교

이 절에서는 회수수단을 종속변수로 하는 다항로지분석을 통해 기업의 특성이 회수수단에 미치는 영향을 알아보았다. 종속변수 y_i 는 투자자금이 기업 i 의 IPO를 통해 회수되었다면 1, Buyback의 경우는 2, M&A가 3, 세컨더리가 4, 장내매각은 5로 설정하였다. 여기서는 M&A를 기준결과로 하여 이에 비해 다른 회수수단들이 어떻게 다른지 살펴보고자 하였다.⁷¹⁾

<표 III-22> 회수수단별 결정요인: 다항로지 분석

	IPO	Buyback	세컨더리	장내매각
<u>투자변수</u>				
투자기간더미	-0.711 (0.417)	-0.323 (0.294)	0.450 (0.345)	-1.091*** (0.360)
ln(투자액)	-2.089*** (0.673)	-1.553*** (0.551)	2.068 (1.535)	-1.684*** (0.602)
더미_바이아웃	-3.642 (6647.077)	-20.937 (2773.124)	1.785 (5185.761)	-37.184 (3127.781)
더미_소수지분	-1.582 (6647.077)	-19.398 (2773.124)	2.705 (5185.761)	-18.730 (2773.124)
<u>재무변수</u>				
ln(총자산)	1.121** (0.536)	0.777** (0.389)	-0.526 (0.883)	0.524 (0.448)
유동자산비율	0.035 (0.025)	0.024 (0.019)	-0.033 (0.028)	0.028 (0.021)
<u>Constant</u>	-8.239 (6647.082)	13.708 (2773.130)	-8.539 (5185.773)	20.820 (2773.133)
표본 수	96			
Pseudo R ²	.03641			

주 : 1) 비교기준이 되는 base outcome은 M&A
 2) ***, **, *는 각각 1%, 5%, 10% 유의수준을 뜻함
 자료: 자본시장연구원, FnGuide

71) 독립변수는 <표 III-21>와 동일하게 재무변수와 투자변수를 고려하였으며, 산업 변수는 통계적으로 유의하지 않게 나타나 최종결과에서 제외하였다.

<표 III-22>는 그 결과를 보여주고 있다. 이에 따르면 기업의 특성에 따라 회수수단이 달라지고 있음을 알 수 있다. 우선, 세컨더리를 제외한 IPO, Buyback, 장내매각은 기업에 대한 투자액이 커질수록 M&A에 비해 회수수단이 될 확률이 낮아졌다. 반면, 기업의 총자산규모가 커진다면 M&A에 비해 IPO나 Buyback이 회수수단으로 활용될 확률이 높아진다. 이는 M&A가 기업의 총자산이 비교적 작고, 투자액은 큰 경우에 보다 적극적으로 활용될 수 있음을 시사한다. 특히, 세컨더리의 경우 M&A와 큰 차이를 보이지 않지만, 투자기간이 길어질수록 이용될 확률이 높다는 점에서 M&A의 대체수단으로 볼 수 있다. 다만, 표본의 수가 한정되어 있고 PEF에 대한 자료가 없기 때문에 이와 같은 해석에는 주의할 필요가 있다. Jenkinson & Sousa(2015)는 투자기업의 재무지표 외에 PEF의 펀드에 관한 정보를 활용하였다. 국내에서도 펀드의 규모와 만기 등은 회수시점을 결정하는 가장 중요한 요소일 수 있다. 이에 대한 자료가 누락된 상태에서 최선의 모형을 제시하였지만, 향후 이에 대한 보강이 이루어져야 할 것이다.

마. 소결

이 절에서는 PEF의 투자집행-기업의 가치제고-회수과정에 영향을 미치는 요인과 실제 성과를 투자기업의 재무지표를 중심으로 살펴보았다. 이를 통해 국내 초창기 PEF의 행태와 투자기업에 대한 성과를 다음과 같이 파악할 수 있었다.

첫째, PEF의 투자결정에 있어서는 기업의 재무적 특성도 중요하지만 거시경제적인 영향을 많이 받는다는 것이다. 또한, 기업의 자산규모와 유동자산비율은 주요 결정요인 중의 하나로 나타났지만, 수익성이나 레버리지비율은 큰 영향을 끼치지 않았다.⁷²⁾ 그런데 경기가 비교적 좋을 때 투

72) 이러한 점은 국내 PEF의 투자결정에 있어 재무적 요소 외에 다른 결정요인들이 있을 수 있다는 가능성을 제시한다. 다시 말해, 재무지표만을 보면 유사해 보이

자가 적극적으로 이루어지는 PEF의 투자행태가 앞으로도 지속될지는 의문의 여지가 있다. 제도 도입 이후 국내 PEF 시장이 양적·질적으로 크게 성장한 만큼 다수의 PEF가 대규모의 자금을 보다 원활히 조달할 수 있는 상황이 되었고, 이에 따라 투자결정 또한 달라질 수 있는 개연성이 충분하기 때문이다. 이에 대해서는 후속 연구가 필요할 것으로 판단된다.

둘째, PEF가 투자한 기업들은 투자 이후 성장성지표에서 가장 큰 개선이 있었지만, 해외 문헌과는 달리 수익성에서는 별다른 변화가 없었다. 이 점에서 보면, 국내 PEF가 투자기업의 수익성 개선보다는 매출극대화를 통한 외형성장에 주력한 것으로 보인다. 이는 기업의 성장성이 높을수록 회수 가능성이 높은 분석결과와 일맥상통하는 결과이긴 하나, 달리 보면 국내 PEF의 가치제고 역량이 아직은 미흡한 것을 반증하는 것일 수도 있다. 이에 따라 향후 PEF 시장 확대에 따라 투자기업 수가 늘어나면 이러한 성과개선 효과가 낮아질 가능성도 있다. 그럼에도 불구하고 PEF의 투자를 받은 기업이 성장성 측면(자산, 매출액, 고용증가율 등)에서 가시적인 성과를 거둔 점은 주목할 만하다.

셋째, 성장성이 높은 산업에서 기업의 자산규모가 클수록 IPO나 Buyback을 통한 회수 가능성이 높은 것으로 나타났다. 다시 말해, 회수 단계에서도 기업의 수익성은 그리 큰 고려요소가 되고 있지 않다. 또한, 기업에 대한 투자액이 클수록 회수확률 자체는 떨어지나, M&A나 세컨더리를 통해 회수될 확률이 높은 것으로 나타났다.

이상의 분석결과로부터 국내 PEF가 투자기업에 끼친 긍정적인 영향을 일부나마 확인할 수 있었다. 다만, 그 효과가 기업의 성장성에만 국한된 만큼 향후 국내 PEF의 역량을 강화할 수 있는 제도개선 과제에 대해 고민할 필요가 있을 것으로 판단된다.⁷³⁾ 또한, 국내 PEF 시장이 성숙할수록 분석결과가 달라질 가능성이 있는 만큼 향후에는 보다 풍부한 자료를 바탕으로 본 연구의 분석결과를 되짚어볼 필요가 있다.

는 기업들 중에서 실적개선이 가능한 기업을 찾아내기 위해 비재무적 요소를 적극적으로 활용했을 수 있다는 것이다.

73) 이에 대해서는 V장에서 논의한다.

IV. 모험자본과 사적자본시장 규제체계

1. 사적자본시장의 개념과 모험자본시장과의 관계
2. 해외 사적자본시장 규제체계
3. 국내 사적자본시장 규제체계

IV. 모험자본과 사적자본시장 규제체계

1. 사적자본시장의 개념과 모험자본시장과의 관계

IV장에서는 국내외 모험자본시장과 관련한 규제체계를 살펴보고 국내 모험자본시장 규제의 현황을 진단한다. 이를 위해 이 장에서는 모험자본시장 대신 ‘사적자본시장’(private capital market)이라는 개념을 사용하기로 한다. 이는 규제체계에 관한 논의에서는 기업의 성장단계별 시장구조에 따른 투자자본 시장으로서의 개념인 모험자본시장보다는 규제의 개입 여부나 강도와 관련 있는 사적자본시장이라는 개념이 보다 직관적이기 때문이다.⁷⁴⁾

사적자본시장은 ‘공적자본시장(public capital market)’과 대비되는 시장으로서, 규제가 없거나 최소한의 규제적 개입만이 존재하는 ‘비규제 시장’(unregulated market) 내지 ‘최소규제 시장(minimally regulated market)’이라 정의할 수 있다. 비규제 내지 최소규제의 근거는 기본적으로 사적자본시장은 자기보호가 가능한(fending for themselves) 전문투자자 시장이라는 점과 규제 실익이 미미한 소액 시장을 포괄하기 때문이다. 한편, 사적자본시장을 경제 이론적 관점에서 본다면, ‘사적 관계’를 기반으로 정보비대칭성 문제를 해결하는 ‘전문투자자 시장’이라 할 수 있다.

우리나라의 경우 사적자본시장에 대한 법적·규제적 개념은 없으나 자본시장법의 관점에서 본다면, 사적자본시장은 사모⁷⁵⁾의 개념이 수반되는 자본시장을 의미하는 것으로 볼 수 있다. 이 점에서 자본시장법상 자본시장은 공적자본시장, 사적자본시장, 준사적자본시장(semi-private capital

74) 물론, 우리나라를 비롯하여 해외 주요국에서도 사적자본시장이라는 법적 개념은 존재하지 않는다. 그리고 강학상으로도 사적자본시장이라는 개념 내에서 관련 현상을 논의하는 본격적인 시도 또한 없다는 점을 밝힌다.

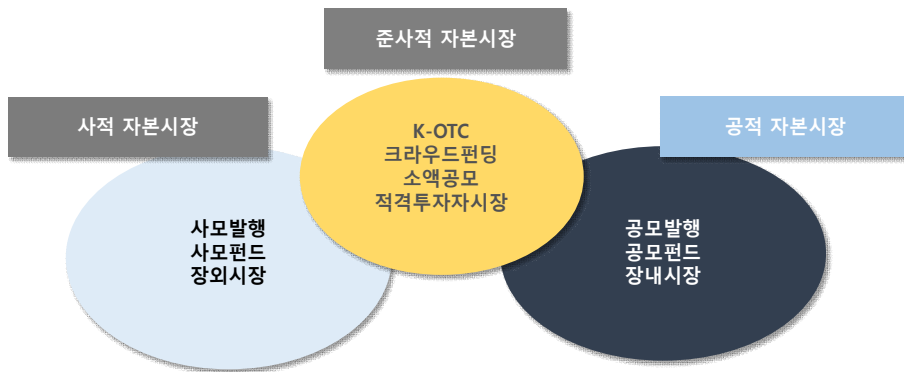
75) 사모는 신규발행 증권 취득의 청약을 권유하는 것으로서, 모집에 해당하지 않는 것을 의미한다(자본시장법 §9⑧).

market) 등으로 대별할 수 있다. 여기서 공적자본시장은 공모펀드를 포함한 공모발행시장과 장내 유통시장(거래소)을 관할하는 공적 거래시장을 의미하고, 사적자본시장은 사모펀드를 포함한 사모발행시장 및 장외 유통시장을 관할하는 사적유통시장을 의미한다. 그리고 준사적자본시장은 크라우드펀딩, 소액공모, 적격투자자시장 등의 발행시장과 조직화된 장외 유통시장(K-OTC)으로 구성된다. 그러나 후술하는 바와 같이 현행 자본시장법은 공모와 사모 개념으로 자본시장 규제를 이분하고 규제의 초점을 전통적인 공적자본시장에 집중하고 있으며 준사적 영역에 해당하는 것은 대부분 공모 및 사모에 포섭하여 규제하고 있다.⁷⁶⁾

<표 IV-1> 사적자본시장의 개요

분류	내용	투자대상 기업	생태계 참여자	규제 강도	자본 조달방식	주요 시장
공적자본 시장	모든 투자자	상장기업	전통적 금융투자업자	높음	공모	거래소
사적자본 시장	전문 투자자	비상장형 신기업, 상장기업	엔젤투자자, VC, PE, 크라우드펀딩, 금융투자업자	낮음	사모	장외 시장

<그림 IV-1> 자본시장의 분류

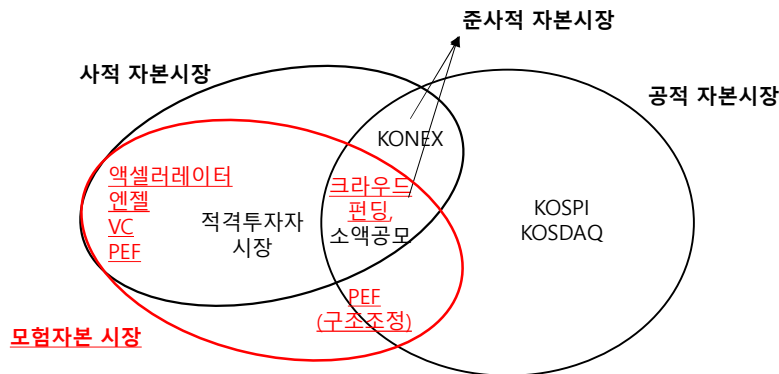


76) 예컨대, 소액공모와 크라우드펀딩은 공모, 적격투자자시장은 사모의 영역으로 규제하고 있다.

선진 자본시장에서 사적자본시장이 크게 성장하기 시작한 것은 1980년대부터라고 할 수 있다. 1970년대말 이후 ERISA 개정을 통한 연기금의 대체투자 활성화로 현재 사적자본시장의 상당 부분을 차지하고 있는 VC와 PE 시장이 성장하기 시작하였다. 1990년대는 사적자본시장의 성숙기로서 미국을 중심으로 사적자본시장의 규제가 정비되고, 혁신기업을 대상으로 하는 ‘약한 규제(lightly regulated exchange) 거래소’가 등장하였다. 미국의 경우 Regulation D, Rule 144A 등을 통해 사적자본시장의 규제가 정비되었으며, 전문투자자 중심의 사적자본시장이 급성장하였다. 2000년대 들어오면서 사적자본시장은 재편 및 확대기를 맞게 되는데, 2008년 금융위기 이후 미국 JOBS법 제정으로 사적자본시장의 범위가 한층 확대되었다. 앞선 살펴본 바와 같이, 현재 모험자본시장을 의미하는 사적자본시장은 질적 진화와 양적 성장을 통하여 미국 등 선진 자본시장의 구조변화를 견인하고 있다.

사적자본시장은 모험자본시장 측면에서 볼 때, 그 하부 시장으로서 엔젤투자·VC 시장, PE 시장, 적격기관투자자 시장, 그리고 소액공모 및 크라우드펀딩과 같은 소액투자 시장으로 구성되어 있다. 모험자본시장을 사적자본시장과 대비하여 보면, 다음의 <그림 IV-2>와 같이 상당 부분 중첩되어 있지만 구분되는 것을 알 수 있다.

<그림 IV-2> 사적자본시장과 모험자본



2. 해외 사적자본시장 규제체계

가. 개관

이 절에서는 해외 주요국의 사적자본시장 규제 현황과 특징을 살펴보기로 한다. 아울러 최근 미국을 중심으로 한 사적자본시장 규제체계의 구조적인 변화 움직임을 고찰하여 해외 사적자본시장 규제의 현재와 변화의 흐름에 따른 시사점을 찾고자 한다. 비교대상 국가는 비교적 사적자본시장과 관련한 규제가 정비되어 있거나 완화되어 있는 미국과 EU(European Union) 및 영국이다. 이하 이 절에서는 우선 사적자본시장 규제의 가장 기초적인 사모 및 전문투자자 개념에서 출발하여, 사모발행시장 규제, 사적유통시장(장외시장) 규제, 그리고 준사적자본시장 영역이라 할 수 있는 크라우드펀딩, 소액공모 등을 차례로 살펴보기로 한다. 한편, 사적자본시장 영역의 펀드, 즉 사모펀드(VC, PEF 등) 규제는 사모 발행시장 및 유통시장과는 별도로 분리하여 고찰하기로 한다.

나. 사모 및 전문투자자 개념

1) 미국

가) 공사모 기준 및 관련 개념

미국 연방증권규제의 가장 핵심적인 법률은 1933년 증권법(Securities Act of 1933, 이하 1933년법)과 1934년 증권거래법(Securities Exchange Act of 1934, 이하 1934년법)이다. 1933년법은 증권 발행시장과 관련된 규제를 담고 있으며, 1934년법은 증권 유통시장 및 증권업자에 관련된 규제를 담고 있다. 이 중 1933년법이 사모를 추단할 수 있는 “공모를 수

반하지 않는 발행인의 거래”라는 조문(§4(a)(2))을 규정하고 있지만, 해석상 사모의 개념은 이보다 넓게 공모가 아닌 모든 거래를 의미한다. 또한 공모의 정의와 관련하여 공모를 투자자보호의 목적상 증권신고서의 제출이 필요한 증권발행으로 설명하지만, 무엇이 공모라는 구체적인 정의 규정이 없기 때문에, 미국법상 공모의 반대개념인 사모의 개념 또한 쉽게 이해하기는 어렵다.

보다 구체적으로 공모 및 사모와 관련한 1933년법의 관련 규정을 살펴보면 다음과 같다. 1933년법 제5조 a항은 증권신고서(registration statement)⁷⁷⁾의 효력이 생기기 전에 증권을 공모하는 것은 불법이라고 규정한다. 따라서 모든 공모발행은 증권신고서를 제출하여야 하며, 이는 다른 말로 미국 증권규제상 증권신고서의 제출의무가 있는 발행이 공모발행이라고 이해할 수 있다. 공모발행의 증권신고서 제출을 의무화하는 제5조 a항에 대한 예외로서, 1933년법 제4조 a항은 발행인, 인수인 또는 딜러를 제외한 자와의 거래(1호), 공모를 수반하지 않는 발행인의 거래(2호), 특정한 경우를 제외한 딜리의 거래(3호), 고객의 주문에 따른 브로커의 거래(4호) 등에 대해서는 증권신고서 없이도 거래가 가능한 면제거래(exempted transactions) 즉, 사모발행으로 규정하고 있다. 법문만 보면, 일반투자자간의 거래는 발행인, 인수인 또는 딜러가 아니기 때문에 제4조 a항 1호에 따라 면제거래(사모)가 되어 증권신고서 없이도 거래가 가능한 것처럼 보인다. 그러나 그렇게 되면 증권신고서 없이도 제5조를 우회한 탈법적 거래를 할 수 있기 때문에, 1933년법은 투자자보호의 목적상 인수인의 개념을 상당히 폭넓게 규정하고 있다(제2조 a항 11호). 즉, 인수인의 개념은 통상인이 생각하는 발행시장에서의 증권인수계약 당사자인 증권회사뿐만 아니라, 증권의 ‘분매(distribution)를 목적으로’ 발행회사로부터 증권을 매수하거나, 증권분매의 목적으로 지배관계자(affiliate)⁷⁸⁾로부터 증권을 매수하거나, 또는 증권분매와 관련하여 지배관계자를 위하여

77) 원문을 옳기면, ‘등록신고서’가 되며, 이는 증권을 감독기구에 등록하여 일반 대중이 알 수 있도록 해 달라는 개념이다.

78) 지배관계자란 발행인의 경영을 사실상 지휘할 수 있는 지위에 있는 자를 말하며, 지배주주, 이사, 집행임원 등이 이에 해당한다.

청약 또는 매매를 하는 자도 인수인⁷⁹⁾에 해당하게 된다. 한편, “공모를 수반하지 않는 발행인의 거래”에 대한 해석과 관련하여, SEC는 1953년 Ralston Purina 판결⁸⁰⁾ 이전까지 25명이라는 투자자수에 의해 공모와 사모를 구분하고 있었다. 그러나 Ralston Purina 판결은 공모와 사모를 구분하는 것은 단순히 투자자의 숫자에 의하는 것이 아니라 구체적인 상황에 따라 판단되며, “스스로를 보호할 수 있음이 입증된 자”(those who are shown to be able to fend for themselves)에 대한 증권발행(offering)이 ‘공모를 수반하지 않는 발행인의 거래’, 즉 사모라고 판단하였다. 이와 더불어 Ralston Purina 판결은 단순한 투자자의 숫자에 따른 공사모 구분을 폐기하고, ‘스스로를 보호할 수 있음이 입증된 자’, 즉 전문투자자에 대한 증권발행이 사모발행인가를 결정하는 중요한 기준 중 하나로 제시하였음은 물론, 사모가 되기 위해서는 전문투자자의 ‘정보에 대한 접근’도 결정적인 요소로 제시하였다. 이상을 종합하면, 미국 증권규제상 공사모의 구분은 단순한 투자자의 숫자나 발행금액의 대소에 의하는 것이 아니라, 투자자보호의 필요성에 따라 판단하며, 전문투자자인가, 그리고 그들이 회사 정보에 대한 접근이 가능하였는가가 가장 중요한 요소라 할 수 있다. 따라서 미국 증권규제상 기계적인 공사모 구분 기준은 없으며, 구체적인 사안에 따라 이를 판단하게 된다.

79) 인수인 및 발행인의 정의에 관한 원문은 다음과 같다: The term “underwriter” means any person who has purchased from an issuer with a view to, or offers or sells for an issuer in connection with, the distribution of any security, or participates or has a direct or indirect participation in any such undertaking, or participates or has a participation in the direct or indirect underwriting of any such undertaking; but such term shall not include a person whose interest is limited to a commission from an underwriter or dealer not in excess of the usual and customary distributors or sellers commission. As used in this paragraph the term “issuer” shall include, in addition to an issuer, any person directly or indirectly controlling or controlled by the issuer, or any person under direct or indirect common control with the issuer(§2(a)(11)).

80) SEC v. Ralston Purina Co., 436 U.S. 119 (1953). Ralston Purina 판결 이후의 공사모 구분과 관련한 중요 판결로는 SEC v. Continental Tobacco Co., 463 F.2d 137 (5th Cir. 1972); Doran v. Petroleum Management Corp., 545 F.2d 893 (5th Cir. 1977)을 들 수 있다.

그러나 이렇게 구체적인 사안에 따른 판단은 발행회사나 관련 거래당사자에게 상당한 부담이 될 수밖에 없다. 이에 따라 SEC는 1974년 Rule 146, 1975년 Rule 240, 1980년 Rule 242를 만들었고, 1982년 이 Rule들을 통합하여 지금의 Regulation D를 제정함으로써 사모거래에 대한 안전항(safe harbor)⁸¹⁾을 제공하였다. Regulation D의 핵심조항은 Rule 504, 505, 506이며, Rule 504와 505는 총액제한이 있는 등의 이유로 506에 비해 이용이 매우 적다.⁸²⁾ Rule 506(b)에 따른 사모기준으로는 투자자가 전문투자자(accredited investor)인 경우 그 수에 관계없이 사모에 해당하고, 투자자가 전문투자지식보유투자자(sophisticated investor)인 경우에는 그 수가 35인 이하인 때에만 사모에 해당한다. 그리고 35인 산정 시 35인은 청약의 상대방이 아니라 실제로 증권을 매수한 자를 기준으로 한다는 점을 유의하여야 한다. Rule 504, 505, 506의 주요 사모발행요건 등을 정리하면 <표 IV-2>와 같다.

Regulation D와 더불어 미국 증권규제상 공사로 구분에서 중요한 SEC 규칙으로는 Rule 144(분매방식에 의한 전매)와 Rule 144A(사모방식에 의한 전매)가 있다. 사모형태로 발행한 증권은 그 매매에 있어서도 증권신고서의 제출이 없는 한 계속 사모의 방식으로만 매매를 할 수밖에 없는 제한적인 전매방식의 속성을 갖는다.⁸³⁾ 따라서 사모방식으로 발행되는 증권(제한증권)의 전매(resale)는 상당히 까다롭다고 할 수 있다. 이러한 점을 감안하여, SEC는 Rule 144(분매방식에 의한 전매)와 Rule 144A(사

81) Regulation D는 발행인의 증권발행이 사모라는 것을 명확하게 하는 안전항(면제 규정)이기 때문에, 이를 만족시키지 못하였다고 하여 곧바로 그 증권발행이 사모 판단에서 제외되는 것은 아니다. 따라서 다시 1933년법 §4(a)(2)에 따른 사모 판단이 가능하다.

82) 이러한 이유로, 2016년 10월 26일 SEC는 Rule 504의 개정을 단행하였다. 개정된 Rule 504에 따라 기존 총발행한도가 1백만달러에서 5백만달러로 증액되었다(2017.1.20 시행). 그리고 개정법에 따라 기존의 Rule 505가 폐지되었다.

83) Rule 144는 지배관계자가 갖는 증권(지배증권)은 일반투자자와의 정보비대칭성 문제가 있기 때문에 공개회사인지 비공개회사인지의 여부와 관계없이 거래에 엄격한 제한을 둔다. 대신, 일반투자자의 제한증권에 대해서는 보다 완화된 기준을 규정한다. 이하, Rule 144는 일반투자자의 제한증권에 대한 부분만 약술하기로 한다.

모방식에 의한 전매)의 특칙을 규정함으로써 투자자보호와 유통필요성 간의 균형을 꾀하고 있다.

<표 IV-2> Regulation D에 의한 사모발행 요건 등

구분	Rule 504	Rule 505 ⁵⁾	Rule 506
총액한도	5백만달러 (12개월)	5백만달러 (12개월)	무제한
모집방법	공개권유금지	공개권유금지	공개권유금지 ⁴⁾
투자자수	무제한 ¹⁾	35명까지 ²⁾	35명까지 ³⁾
정보제공	불요	필요	필요
전매제한	제한적 허용	금지	금지

- 주: 1) 모든 투자자는 전문투자자이어야 함
 2) 전문투자자(accredited investors)는 기산에서 제외
 3) 전문투자자는 기산에서 제외하고, 506(b)에 의할 경우 비전문투자자에 대한 모집은 전문투자지식(sophistication)을 보유한 투자자로 제한
 4) Rule 506(c)에 의한 사모의 경우에는 공개 권유·광고를 허용
 5) 개정된 Rule 504에 따라 폐지 예정(2017. 5. 20)

Rule 144는 기술한 바와 같이 1933년법상 인수인의 정의에 따라 통상적인 의미의 인수인이 아닌 경우에도 ‘분매의 목적’으로 발행인으로부터 증권을 매수한 자는 인수인에 해당하므로, 분매목적이 아닌 ‘투자목적’의 증권 매수를 증명하는 기준을 제시하는 것을 목적으로 한다. 따라서 제한증권이나 지배증권을 보유자가 Rule 144의 요건을 만족하는 경우에는 투자목적으로 증권을 취득한 것으로 보게 되므로, 인수인에 해당하지 않게 되어 자신의 보유증권을 일반투자자에게 분매할 수 있게 된다. 따라서 Rule 144는 제한증권⁸⁴⁾ 및 지배증권⁸⁵⁾의 분매방식에 의한 ‘전매요건’을 정한 것으로 이해할 수 있다. 제한증권을 분매의 방식으로 전매하기 위해서는 통상 다음의 네 가지 요건을 만족하여야 한다.⁸⁶⁾ 첫째, 제한증권의 보유

84) 사모형태로 발행한 증권은 그 매매에 있어서도 증권신고서의 제출이 없는 한 계속 사모의 방식으로만 매매를 할 수밖에 없는 제한적인 전매방식의 속성을 갖는다는 의미에서 제한증권(restricted securities)이라 한다.

85) 지배증권은 회사의 지배관계자(affiliate)가 보유하는 증권을 의미한다.

기간이다. 제한증권은 발행일로부터 6개월 이내에는 일반투자자에 대한 전매가 전면 금지된다. 최소 6개월이 경과하여야 분매목적이 아닌 투자목적의 매매로 간주하게 되는 것이다. 보유기간이 6개월이 경과하고 1년 이내의 경우에는 공개회사의 제한증권만이 전매가 가능하고, 비공개회사의 증권은 1년이 경과하여야만 전매가 가능하다. 둘째, 제한증권의 전매를 위해서는 발행인에 관한 현재정보(current public information)의 제공이 필요하다. 공개회사의 경우에는 매도일 이전 12개월 동안의 보고서를 제출하여야 하고, 공개회사는 매도일 현재 또는 최소 90일 이전에 1934년 법 제13조 또는 제15조 d항에 따라 계속공시 의무를 부담하는 공개회사⁸⁷⁾여야 한다. 비공개회사의 경우에는 Rule 15c2-11 제a조 5항 i호~xiv호 및 xvi호에서 규정하는 정보를 제공하여야 한다.⁸⁸⁾ 이 중 가장 중요한 것이 현재정보에 대한 것인데, 비공개회사에 대한 정보요건을 규정한 것이 5항의 각 항목이다. 여기에는 발행인의 명칭, 본점주소, 설립의 준거가 된 주(state), 증권명칭(title)과 종류(class), 최근연도의 발행주식수, 명의개서대행기관의 명칭, 발행인의 사업성격, 제품 또는 서비스의 성격, 발행인 시설의 성격과 규모, CEO와 이사진의 이름, 최신 재무제표, 직전 2개 사업연도의 재무정보, 브로커·딜러가 관계회사인지의 여부 등이 포함된다. 즉, 회사에 관한 일반적인 정보와 최신의 재무정보를 매수자에게 제공해야만 Rule 144에 따른 전매가 가능하다. 따라서 이러한 발행

86) 통상 지배관계자가 보유하는 비공개회사의 지배증권은 최신정보의 제공과 매도수량 제한 요건으로 인해 Rule 144에 의한 면제를 이용하기 어렵고 대신 Section 4(1½)에 의한 면제를 주로 이용한다. Section 4(1½)에 의한 면제는 §4(a)(2)에 따른 발행인의 사모발행에 관한 요건을 충족할 경우 발행인이 아닌 투자자도 §4(a)(1)에 따라 면제거래가 가능하다는 판례와 학설 및 SEC의 해석론이다 (Ackerberg v. Johnson, 892F.2d 1328, 1335 n.6 (8th Cir. 1989); Securities Act Release No. 6188 (Feb. 1, 1980); Securities Act Release No. 8869 (Dec. 6, 2007) 참조).

87) 미국에서는 SEC에 정기공시보고서를 제출하여야 한다는 점에서 보고회사(reporting company)라고도 한다.

88) Rule 15c2-11은 브로커·딜러의 장외증권 중개에 관한 절차와 책임에 관한 것을 규정하는 1934년법에 따른 SEC규칙으로서, 브로커·딜러가 호가를 제출하기 위한 요건을 규정하고 있다. 이는 우리나라에서 증권회사가 장외에서 증권을 중개하기 위한 요건과 유사하고 할 수 있다.

인 관련 정보의 제공이 없이는 제한증권의 장외거래는 제한된다. 셋째, 제한증권의 전매는 제한증권의 속성을 유지하기 위해 브로커나 시장조성자를 통한 거래만 가능하다. 넷째, 매도를 원하는 증권이 3개월간 5천주나 그 밖의 단위를 초과하거나 총매도가액이 5만달러를 초과할 것으로 예상하는 경우 Form 144에 따라 이를 SEC에 통지하여야 한다.

전문투자자 중에서도 일정한 요건을 충족한 적격기관매수자(Qualified Institutional Buyer: QIB)⁸⁹⁾에 대한 전매는 투자자보호의 문제가 크지 않다고 할 수 있다. Rule 144A는 이를 고려하여 Rule 144의 요건을 대폭 완화함으로써 사모의 방식으로 적격기관투자자간의 제한증권 전매를 허용하는 규칙이다. Rule 144A는 공사로 기준과 관계없이 적격기관매수자간의 거래에 대해서는 제한증권의 장외거래를 허용함으로써 제한증권의 유통을 촉진하기 위한 조치로 이해할 수 있다. Rule 144A에 따른 전매를 위해서는 우선, 매수자가 적격기관매수자 요건을 충족하여야 한다. 둘째, Rule 144A의 적용대상인 증권은 SEC에 등록된 전국거래소 또는 NASDAQ에 상장된 증권과 투자회사법(Investment Company Act of 1940, 이하 투자회사법) 제8조에서 규정하는 회사가 발행한 증권, 즉 집합투자증권이 아니어야 한다. 셋째, Rule 144와 유사하게 매도인과 매수인은 매도시점 또는 직전에 발행인의 최근 재무제표 및 직전 2개 사업연도의 재무제표, 사업내용, 제품과 서비스에 대한 간단한 설명서를 입수할 수 있어야 한다. 발행인이 공개회사인 경우에는 관련 정보가 이미 공개되어 있으므로 이 요건은 만족할 필요가 없다. 넷째, 매도인은 매수자로 하여금 해당 거래가 Rule 144A에 따른 면제거래라는 사실을 알 수 있도록 적절한 조치(reasonable steps)를 취해야 한다.

나) 전문투자자 등의 개념

사적자본시장과 관련하여, 미국에서는 액셀러레이터, 엔젤투자자에 대한 법적 정의는 없으며, 법적으로는 전문투자자 개념에 이들 개념이 포섭

89) 적격기관매수자에 관한 개념에 대하여는 후술한다.

되어 있다고 이해할 수 있다. 즉, 규범적 관점에서, 미국에서는 전문투자자의 개념을 중심으로 사적자본시장을 형성하며, 액셀러레이터나 엔젤투자자 등과 같은 별도의 법적 개념을 두지는 않는다.

한편, 미국의 증권규제상 전문투자자 개념은 파생상품 규제에서 사용되는 것과 용어 및 그 내용이 다르다. 그러나 양자 모두 전문투자자 개념을 기초로 그보다 강화된 적격투자자, 적격기관매수자 등의 개념을 두고 있다는 점은 유사하다.⁹⁰⁾ 그리고 전문투자자 등의 개념과 관련하여, 1933년법, 1934년법, 1936년 상품선물거래법에서는 우리나라의 자본시장법이나 영국의 FSMA(Financial Services and Market Act)와 같이 법 단계에서 일반투자자와 전문투자자를 분류하지 않는다. 보호의 필요성이 있는 투자자인가에 따라 개별적으로 판단을 하기 때문에 이론적으로는 투자자 모두를 보호의 필요성이 있는 일반투자자로 분류하고 있다고도 할 수 있다. 그러나 이렇게 할 경우 규제준수 비용이 매우 높고 분쟁의 소지가 있기 때문에, SEC 규정(Regulation)과 CFTC(Commodity Futures Trading Commission) 규정 등을 통해 전문투자자와 유사한 몇 가지 개념을 도입하고 있다.⁹¹⁾

개인이 Regulation D에 따른 전문투자자가 되기 위해서는 다음의 두 가지 기준 중 하나를 만족하여야 한다. 첫째, 거주주택을 제외하고,⁹²⁾ 자신의 순자산 또는 배우자와 합산한 순자산이 1백만달러를 초과하여야 한

90) 이하, 미국과 EU 및 영국의 전문투자자 개념 등에 대한 논의는 천창민(2015)의 내용을 바탕으로 한 것임을 밝힌다.

91) 미국의 개인 전문투자자 제도에 대한 소개와 우리나라 전문투자자 제도의 개선방향에 대한 글로는, 천창민(2015), 윤승영(2011)을 참조하기 바란다. 이하, 이 글에서는 SEC의 규정을 중심으로 논의하며, CFTC의 논의는 생략한다. 이에 관한 상세는 천창민(2015), 51면 이하를 참조하기 바란다. 다만, 핵심적인 내용은, 파생상품과 관련하여서는 전문투자자 등의 개념이 매우 엄격하다는 것이며, 입법론적 관점에서 보면, 증권과 파생상품에 대해 이원적 접근법을 취하고 있는 것이 특색이라고 평가할 수 있다.

92) 이는 도드프랭크법에 따라 2011년에 추가된 것이다. 이에 관하여는 76 FR 81793(Dec. 29, 2011)을 참조하기 바란다. 한편, 도드프랭크법 제415조에 따라 전문투자자 기준이 적정한 것인지에 관한 논의가 있었으나, 현재까지 개정의 움직임은 없다. 이에 대해서는 GAO(2012)을 참조하기 바란다.

다. 둘째, 최근 2년 동안 각 연도별 연간 소득이 20만달러를 초과하거나 배우자와의 연간 합산소득이 30만달러를 초과하고, 당해 연도의 소득수준이 같은 수준에 달할 것으로 합리적으로 기대되어야 한다. 개인 외에 Regulation D Rule 501(a)에서 열거하는 전문투자자로는 (1) 은행, 등록 브로커·딜러, 보험회사, 등록투자회사, 사업개발회사 또는 중소기업투자회사, (2) 운용자산(Asset Under Management: AUM) 5백만달러를 초과하는 근로자복지계획으로서 주정부나 주의 정치적 하부부서 등에 의해 설립 및 유지되는 것, (3) 일정한 조건을 만족하는 1974년 ERISA에 따른 근로자복지계획, (4) 1940년 투자자문업자법 §202(a)(22)에 정의된 모든 사적 사업개발회사, (5) 세법(Internal Revenue Code: IRC) 제501조 c항 3호에 정의된 모든 기관과 회사(corporation), 매사추세츠 상사신탁이나 이와 유사한 상사신탁, 또는 조합(partnership)(단, 열거한 기관 등은 5백만달러를 초과하는 자산을 가져야 하며, 증권취득의 특수목적으로 설립되지 않아야 함), (6) 증권을 모집·매출·사모하는 회사의 이사, 집행임원 또는 책임조합원(general partner), 또는 그 회사의 책임조합원의 이사, 집행임원 또는 책임조합원,⁹³⁾ (7) 자산총액이 5백만달러를 초과하는 신탁으로서, 증권취득의 특수목적으로 설립되지 않고, 증권취득은 전문지식을 보유한 자(sophisticated person)의 지시에 의한 것일 것, (8) 모든 지분 소유자가 전문투자자인 단체(entity)가 있다.

Rule 144A에 따른 적격기관매수자는 1억달러 이상의 투자자산을 보유한 기관투자자로서, (1) 1934년법 제2조 13항에 의한 보험회사, (2) 투자회사법에 의한 등록회사 또는 1933년법에 따른 사업개발회사, (3) 중소기업투자법(Small Business Investment Act of 1958)에 의한 중소기업투자회사, (4) 주정부가 운영하는 근로자복지계획, (5) ERISA에 의한 근로자복지계획, (6) 상기 두 가지 근로자복지계획에 규정된 신탁기금, (7) 투자자문업법에 의한 사업개발회사, (8) 투자자문업법에 의해 등록된 투자자문업자 및 (9) IRC 제501조 제c항 제3호에 의한 단체를 말한다.⁹⁴⁾

93) 이는 우리나라의 ‘연고자’ 개념과 유사하다.

94) Rule 144A §(a)(1)(i)

참고로, 미국 증권규제상 전문투자자 개념은 일반투자자와 전문투자자 간의 전환이라는 개념은 두고 있지 않다. 규정에서 열거하는 요건에 충족하면 전문투자자가 되는 형식이며, 이들이 다시 일반투자자로 전환되지는 않는다. 이상의 Regulation D에 따른 전문투자자와 Rule 144A에 따른 적격기관매수자에 해당하는 자를 표로 요약하면 <표 IV-3>과 같다.

<표 IV-3> 미국 증권규제상 전문투자자 등의 요건

구분	전문투자자 (accredited investors)	적격기관매수자 (qualified institutional buyer)
개인	<ul style="list-style-type: none"> 거주주택 제외하고, 순자산이 100만달러를 초과하는 개인 최근 2년 동안 각 연도별 연간 소득이 20만달러를 초과하는 개인 	1억달러 이상의 투자자산을 보유한 다음 자 <ul style="list-style-type: none"> 보험회사, 투자회사법에 의한 등록투자회사 또는 1933년법에 따른 사업개발회사 중소기업투자회사 주정부가 운영하는 근로자복지계획, ERISA에 의한 근로자복지계획, 이 두 가지 근로자복지계획에 규정된 신탁기금 투자자문업법에 의한 사업개발회사, 투자자문업법에 의해 등록된 투자자문업자 IRC §501(c)(3)에 따른 모든 기관과 단체
기업/단체	<ul style="list-style-type: none"> 은행, 증권회사, 보험회사, 투자회사, VC, 주정부 연기금 등 자산이 500만달러를 초과하는 법인, 자선단체 등 	

2) EU 및 영국

가) 공사로 기준

미국과 유사하게 EU와 영국의 증권규제에서도 공모와 사모에 대한 법적 정의는 존재하지 않는다. 다만, EU의 경우 2003년에 제정되고 2010년에 개정된 투자설명서지침(Prospectus Directive)⁹⁵⁾을 통해 증권의 공

95) EU와 영국의 경우 별도의 증권신고서 개념이 없이 투자설명서로 통일하여 공모 발행에 대한 규제를 실시하고 있다. 이하, EU 및 영국에 대한 설명에서는 편의상 증권신고서와 투자설명서라는 용어를 혼용하여 사용하기로 한다. 한편, 2015년 11월 30일 EU집행위원회는 기존의 투자설명서지침을 대체하는 투자설명서규정을 채택한 바 있다.

모 및 정규시장(regulated market)에 증권을 상장하는 경우 강제공시요건을 정하고 증권신고서 제출 면제요건을 규정하여 간접적으로 사모 요건을 추단할 수 있는 몇몇 기준을 제시하고 있다.⁹⁶⁾ 영국관 통합자본시장법이라 할 수 있는 FSMA는 동 투자설명서지침을 반영하되, 보다 완화된 증권신고서 면제기준 즉, 사모기준을 제시하고 있다.⁹⁷⁾ 이하에서는 투자설명서지침과 FSMA 규정을 중심으로 EU와 영국의 공사모 기준에 대해 설명하기로 한다.

EU 및 영국에서도 미국과 동일하게 증권신고서의 제출이 면제되는 경우가 아니면 반드시 증권신고서(prospectus)를 제출하여야 공모발행을 할 수 있다(지침 §3(1) 및 FSMA §85). 그러나 EU와 영국의 공사모 기준은 미국이나 우리나라에 비해 상당히 완화된 상태여서 사모발행이 비교적 덜 엄격하다고 할 수 있다. 투자설명서지침 제3조 2항 및 영국 FSMA 제86조는 다음 어느 하나에 해당하는 경우 증권신고서 제출을 면제하고 있다.⁹⁸⁾

- (1) 전문투자자(qualified investor)⁹⁹⁾만을 대상으로 한 매도청약¹⁰⁰⁾
- (2) 전문투자자를 제외하고, EU회원국별로 각각 150명 미만의 자연인 또는 법인을 대상으로 하는 매도청약

96) 투자설명서지침은 증권공모와 증권을 상장하는 경우에 적용되므로, 일반적인 공사모 요건을 제시하는 것은 아니다. 따라서 이하 투자설명서지침에서 말하는 사모기준은 EU회원국 전체를 아우르는 사모기준이 아님을 주의하여야 한다. 각 EU회원국의 사모 정의 및 기준에 대한 논의는 DG Internal Market and Services(2008), 48면 이하를 참조하기 바란다.

97) FSMA에서 규정하는 증권신고서 면제기준은 모든 증권발행에 해당하므로, EU의 투자설명서지침과는 달리 일반적인 사모기준으로 이해할 수 있다.

98) 투자설명서지침은 열거하는 항목에 대해 ‘그리고/또는’이라는 문구를 사용하나 FSMA는 ‘또는’이라는 문구만 사용한다.

99) Qualified investor를 원문대로 번역하면 적격투자자가 적합하나, 이는 MiFID(Markets in Financial Instruments Directive)의 professional client와 범위가 동일하고 우리나라의 전문투자자 개념과 그 의미가 일치하므로 여기서는 전문투자자로 번역한다.

100) 증권을 상장하기 위한 경우에는 전문투자자만을 대상으로 하는 경우에도 증권신고서를 제출하여야 한다.

- (3) 각 개별 공모에서 투자자당 최소 총 10만유로의 증권을 취득하는 투자자를 대상으로 하는 매도청약
- (4) 증권의 단위당 액면금액이 최소 10만유로인 증권의 매도청약,
- (5) 12개월간 EU내 에서 공모된 증권의 총액이 10만유로 미만인 매도 청약
- (6) 중개금융기관을 통한 판매로서 일정요건을 갖춘 경우

그리고 투자설명서지침은 과거 12개월간 공모금액 총액이 5백만유로 이하인 경우에는 지침의 적용 자체를 면제하고 있다(§1(2)(h)). 따라서 EU회원국은 10만~5백만유로 사이의 공모에 대해서는 자국의 시장상황에 맞게 증권신고서 제출 여부를 규정할 수 있다. 영국의 경우 FSMA 제85조 5항 a호에 따라¹⁰¹⁾, EU회원국 전체에서 과거 12개월간 총 5백만유로 이하로 증권을 매도청약하는 경우에는 각각 사모로 취급되어 증권신고서를 제출하지 않아도 된다. 또한 일반투자자만을 대상으로 한 매도청약의 대상이 150명 미만이면 사모가 되기 때문에, 실제 미국과 우리나라에 비해 상당히 완화된 사모요건을 규정하고 있다고 할 수 있다.

나) 전문투자자 개념

EU와 영국에서도 엔젤투자자나 액셀러레이터에 대한 법적 개념은 존재하지 않고, 전문투자자 개념을 중심으로 사적자본시장의 공급자 측면을 규제한다. 그러나 미국과 달리, EU와 영국은 전문투자자라는 단일 개념으로 증권, 파생상품 및 펀드 시장을 규율한다. EU와 영국의 전문투자자 개념은 대동소이하므로, 이하에서는 영국 FSMA에서 사용하는 개념을 중심으로 전문투자자 개념을 소개하기로 한다.

101) FSMA §85(5)(a)는 Schedule 11A에서 정한 증권발행에 대해 증권신고서 제출을 면제하고 있다. Schedule 11A §9는 5백만유로 또는 이와 동등한 금액을 규정한다. 참고로 §8은 특정 은행채와 관련한 5천만유로도 규정하고 있어 은행은 §5에서 규정하는 요건을 만족하는 경우 증권신고서를 제출할 필요가 없다.

FSMA는 우리나라 자본시장법이나 미국 증권규제에서 사용하는 투자자(investor)라는 용어 대신 고객(client)라는 용어를 사용하고¹⁰²⁾, 고객은 다시 전문고객(professional client)과 소매고객(retail client) 및 적격상대방(eligible counterparty)¹⁰³⁾으로 구분한다.¹⁰⁴⁾ 소매고객은 자본시장법의 일반투자자에 해당하고, 전문고객과 적격상대방은 전문투자자 개념과 유사하다. 즉, 영국과 EU는 일반투자자 및 전문투자자로 이원화된 개념이 아니라, 소매고객, 전문고객, 적격상대방으로 삼분하고, 보다 차등화된 투자자보호 제도를 적용한다. 소매고객, 전문고객, 적격상대방은 전문지식보유 등을 기준으로 분류한다. 고객 분류의 목적은 기술한 바와 같이 고객에 따라 차별화된 규제적 보호를 부여하기 위함이다.¹⁰⁵⁾ 한편, 영국도 우리나라와 같이 소매고객의 개념을 전문고객 및 적격상대방이 아닌 고객이라고 정의¹⁰⁶⁾하여 negative 방식을 사용한다.

전문고객은 크게 당연전문고객(per se professional client)과 선택적 전문고객(elective professional client)로 구분된다.¹⁰⁷⁾ 그리고 적격상대방이나 다른 고객으로 분류되지 않는 한 은행, 증권회사, 집합투자기구 등은 당연전문고객으로 분류된다.¹⁰⁸⁾

102) FSMA의 전문투자자 개념은 Directive 2004/39/EC of the European Parliament and of the Council of 21 April 2004 on markets in financial instruments amending Council Directives 85/611/EEC and 93/6/EEC and Directive 2000/12/EC of the European Parliament and of the Council and repealing Council Directive 93/22/EEC 즉, MiFID Annex II에서 규정하는 전문고객의 개념을 그대로 입법화한 것이다. 참고로 MiFID는 새로 개정되어, 2018년 1월부터 MiFID II가 적용될 예정이다.

103) 적격상대방은 전문고객보다 더 전문성이 있는 투자자를 말하며, 이들에 대해서는 거의 대부분의 투자자보호 제도가 적용되지 않는다.

104) COBS 3.3.1

105) Walker & Purves(2014), para. 16.53. 이 점 자본시장법의 취지도 동일하다.

106) COBS 3.4.1

107) COBS 3.5.1

108) COBS 3.5.2. 당연전문고객의 분류방식은 자본시장법의 전문투자자 분류방식과 유사하게 열거적 방식에 따른다. 유럽연합의 MiFID에서도 동일한 열거적 방식으로 (간주)전문투자자(professional clients)를 규정한다.

선택적전문고객은 금융기관의 평가에 따라 경험, 지식, 거래속성 등의 질적 기준(qualitative test)과 보유자산 등의 양적 기준(quantitative test) 및 절차적 요건을 만족하여 선택적 방식에 의해 전문고객으로 분류된 소매고객을 말한다. 질적 기준과 절차적 기준은 선택적전문고객이 되기 위해 반드시 필요한 요건이며, 양적 기준은 MiFID나 제3국동등업무와 관련하여 선택적전문고객에 대한 평가 시 필요한 기준이다.

우선, 질적 기준은 예정된 거래의 속성을 고려할 때 고객의 전문성, 경험 및 지식에 비추어 스스로 투자판단이 가능하고, 거래와 관련된 위험을 이해할 수 있다고 금융기관에게 합리적 확신(reasonable assurance)을 주게 하는 요건을 의미한다. 이는 금융기관의 주관적 판단에 따른 기준이다.¹⁰⁹⁾ 양적 기준은 다음의 3가지 요건 중 2가지 이상을 만족하는 경우를 말한다.¹¹⁰⁾ 첫째, 과거 4분기 동안 상당한 규모로 관련시장에서 분기당 평균 10회의 거래를 하였어야 한다. 둘째, 예금과 금융투자상품을 포함한 금융상품 잔고가 50만유로를 초과하여야 한다. 셋째, 금융 분야에서 예정된 거래나 서비스에 대한 지식을 필요로 하는 전문적 지위에서 1년 이상 근무하고 있거나 근무하였어야 한다. 이에 더하여, 소매고객이 전문고객이 되기 위해서는 다음의 절차적 기준을 만족하여야 한다.¹¹¹⁾ 첫째, 해당 고객이 서면으로 모든 또는 특정의 업무, 거래 또는 상품에 대해 전문고객으로 취급되기를 원한다는 것을 기재하여야 한다. 둘째, 금융기관은 그 고객에 대해 서면으로 보호와 투자자보상청구권을 잃을 수 있다는 점을 명백히 경고하여야 한다. 셋째, 고객은 별도의 서면에 그러한 결과를 인지하였음을 기술하여야 한다. 선택적전문고객의 판별에 있어서, 기관의 경우에는 기관을 위해 해당 거래를 수행할 자를 기준으로 질적 심사를 하여야 한다.¹¹²⁾

한편, 소매고객이 전문고객이 될 수 있는 상방식 전환과는 반대로 전문

109) COBS 3.5.3(1)

110) COBS 3.5.3(2)

111) COBS 3.5.3(3)

112) COBS 3.5.4

고객¹¹³⁾ 또는 적격상대방도 요청에 따라 소매고객이 됨으로써 더 높은 수준의 법적 보호를 받을 수도 있다.¹¹⁴⁾ 즉, 영국과 EU에서는 상방식 및 하방식 고객유형의 전환을 모두 인정하고 있으면서도, 소매고객에서 전문고객으로 전환하는 상방식의 경우에는 투자자보호를 위해 일정한 요건을 충족할 경우에만 가능하도록 규제적 보완장치를 두고 있다고 할 수 있다.¹¹⁵⁾

다. 사적유통시장 규제: 장외시장 및 ATS 규제

전통적인 규제 관점에서, 사적유통시장은 높은 정보비대칭성으로 인해 자기방어능력을 갖춘 전문투자자 시장이라는 특징을 가진다. 따라서 사적유통시장은 대등한 교섭력을 가진 전문투자자간의 시장이기 때문에 가장 약한 형태의 규제 개입이 가능하다. 그리고 사적유통시장은 투자자간의 계약이 지배하는 장외시장이라는 특징과 민상법상 일반원칙이 지배하는 시장이라는 특징을 가진다. 그러나 사적유통시장은 단순한 전문투자자간의 시장에 거치는 것이 아니라, 거래플랫폼이라는 관점, 기술발전이라는 관점 및 발행기업과 투자자의 관점에서 보면 매우 중요한 기능을 가진다.

우선 거래플랫폼의 관점에서 보면, 사적유통시장은 공적유통시장을 보완하는 기능을 제공한다. 예컨대 사적유통시장은 발행 및 유통의 양 측면에서 공적 시장과 경쟁함으로써 전체 시장의 유동성을 높이고, 거래비용을 축소시켜 보다 비용효율적인 시장이 되도록 한다. 또한 사적유통시장은 정형화된 공적유통시장의 서비스를 탈피하여, 투자자의 다양한 거래필요를 충족시키는 역할도 제공한다. 기술발전의 관점에서는 사적유통시장은 시스템 측면에서는 공적시장과 유사한 형태로까지 조직화된 시장으로 발전해 가고 있다. 따라서 이러한 기술적 발전에 힘입어, 사적유통시장은 더 이상

113) 선택적전문고객뿐만 아니라 당연전문고객도 포함한다.

114) COBS 3.7.1. 후술하는 바와 같이 자본시장법은 파생상품거래에 한정하여 일정한 전문투자자만을 일반투자자로 간주하는 규정을 두고 있다는 점에서 영국이나 유럽연합의 유연한 상하방식 투자자 유형 전환제도와는 차이가 있다.

115) 이는 MiFID Annex II.2.에서 규정하고 있는 전환절차를 반영한 것이다.

전통적인 시각의 장외시장에 머무르지 않는다고 할 수 있다. 규제적 측면에서도, 기술적 진보에 맞게 공적 시장(거래소), ATS(Alternative Trading System) 및 전통적인 장외시장별 규제가 필요하다고 할 수 있다. 끝으로, 발행기업의 관점에서 보면, 사적유통시장은 상장 전단계의 발행 및 회수시장 기능을 담당하는 시장이라 할 수 있다. 발행시장 측면에서, 발행기업은 IPO 전에도 이 시장에서 자금을 조달할 수 있기 때문에, 사적유통시장은 준IPO시장으로 거듭나고 있다고 할 수 있다. 그리고 투자자 측면에서는 보면 사적유통시장은 상장 이전에도 투자자금을 회수할 수 있는 ‘중간회수시장’(secondary market) 기능을 제공한다. 또한 상장 이후에도 기술한 바와 같이 공적 시장과의 경쟁을 통해 최적의 가격발견을 유도하는 순기능을 담당한다.

이러한 관점에서 이하에서는, 미국과 EU 및 영국에서 사적유통시장이 등장하고 작동할 수 있도록 하기 위해 어떠한 규제체계가 마련되어 있는지 살펴보기로 한다. 논의의 진행상 규제 부문만을 집중하고, 사적유통시장의 실례 등에 대해서는 생략하기로 한다.¹¹⁶⁾

1) 미국

기술한 바와 같이, 미국은 엄격한 사모 개념으로 인해 사모시장에서의 증권 유통이 상당히 까다롭다. 그러나 Regulation D, Rule 144, Rule 144A 등과 같은 규제를 통해, 미국은 사모시장에서의 증권발행과 유통이 보다 원활히 이루어질 수 있도록 규제를 정비해 왔다. 한편, 우리나라나 EU 및 영국과 동일하게 미국에서도 장외시장의 개념은 거래소(exchange) 이외의 시장을 의미한다. 그리고 미국 증권시장 연혁에서 알 수 있는 바와 같이, 미국의 증권시장의 역사는 장외시장 거래에서부터 출발하며 장외시장에서의 규제가 우리나라나 영국 등 다른 나라에 비해 상대적으로 잘 정

116) 미국의 사적유통시장에 관한 소개로는, 남재우·박용린·천창민(2015)을 참조할 수 있다. EU에서는 다양한 형태의 MTF가 미국과 유사한 역할을 제공하나, 미국에 비해 장외증권 유통시장으로서의 기능은 협소하다고 할 수 있다.

비되어 있다. 이하에서는 거래소 및 ATS 개념과 장외시장 규제를 차례로 살펴보기로 한다.

1934년법상 거래소(exchange)의 개념은 상당히 광범위하다.¹¹⁷⁾ 1934년법 제3조 a항 1호에 따르면, 증권거래소란 (i) 증권 매도자와 매수자의 회합(bring together)이나 (ii) 증권과 관련하여 일반적으로 거래소라고 이해되는 것과 같은 거래소의 통상적 기능을 수행하는 시장 공간(market place) 또는 시설(facility)을 의미한다. 이 경우 거래소의 법인격 유무는 묻지 않으며, 어떠한 기관, 협회 또는 일단의 人(group of persons)이라도, 거래소 기능을 수행하느냐가 거래소인지의 여부에 중요한 요소이다. 그런데 1934년법상의 거래소에 대한 정의는 IT시스템의 발전과 더불어 등장한 증권회사 등이 운영하는 사설거래시스템(Proprietary Trading System: PTS)과 상치하는 문제가 발생하기 시작하였다. 이에 따라 SEC는 사설거래시스템을 포함한 대체거래시스템 즉, ATS¹¹⁸⁾를 거래소 규제로부터 제외시키기 위한 규정을 마련하여야 했다. 즉, IT기술의 급속한 발전에 힘입어 NASDAQ보다는 작은 소규모 ATS가 출현하였고, 거래소와 비거래소를 구분 짓는 경계선이 모호해짐에 따라 ATS에 대해 거래소 수준의 규제를 면제시키면서 증권시장 전체의 자연적 발전을 유도하는 정책이 필요하게 된 것이다.

SEC의 거래소 개념과 ATS 개념에 대한 구분은 1990년 이른바 ‘Delta Release’¹¹⁹⁾에 의해 정립되었다. SEC는 Delta Release에서 1934년법상의 거래소가 되기 위한 요건을 명시하여 ATS를 거래소 개념에서 제외시켰다. 물론, Delta Release 이전에도 ATS를 1934년법에서 말하는 “증권과 관련하여 일반적으로 이해되는 것과 같은 거래소가 통상적으로

117) 거래소의 개념과 ATS 규제까지의 연혁적 고찰은 Domowitz & Lee(2001)이 매우 풍부하다.

118) ATS는 가격발견 기능 여부에 따라 가격 발견 기능을 가지는 경우에는 ECN(Electronic Communications Network), 가격 발견 기능 없이 타 거래소에서 결정된 가격으로 거래를 체결하는 것을 PTS라 한다.

119) Sec. Ex. Act Rel. 26,780, 43 SEC Dock. 979 (1989), 979-981, n.3을 참조하기 바란다.

수행하는 기능을 수행하는 시장 공간(market place) 또는 시설(facility)” 이 아니라고 보아 PTS는 거래소가 아니라는 판단을 내리고 있었다. 그러다가 1990년 Delta Release에서 (1) 집중거래(centralized trading), (2) 지속적 양방향 호가(continuous two-side quotations), (3) 유동성 기대(expectation of liquidity) 및 (4) 거래조건의 표준화(standardization of terms)가 있어야 1934년법이 정의하는 거래소라고 하는 명확한 기준을 제시하게 되었다. 이후 1998년 SEC는 Rule 3b-16을 제정하여¹²⁰⁾ 1934년법에 따른 증권거래소 개념에 관한 규제를 완성하였다.¹²¹⁾ 그리고 1999년 4월 21일부터 시행된 Regulation ATS¹²²⁾에 따르면, ATS는 거래소의 개념에 해당하지만, ATS참가자(subscriber)의 거래에 관한 것을 제외한 행위규칙을 제정하지 않거나¹²³⁾ 참가자를 거래로부터 배제시키는 것 이외의 징계(discipline)를 하지 않는 자로 정의된다. Regulation ATS에 따라 ATS가 되기 위해서는 SEC에 브로커·딜러로 등록하여야 한다. 다만, ATS가 되기 위해 별도의 진입자본과 같은 심사요건은 없으며, 최초 업무개시 20일 전까지 Form ATS에 따라 SEC와 FINRA(Financial Industry Regulatory Authority)에 통지하여야 한다. 또한 브로커·딜러인 ATS의 경우 FINRA Rule 4552에 따라 매주 증권별 총거래 정보를 보고하여야 한다.¹²⁴⁾ 다만, NMS주식의 경우에는 직전 6개월 중 적어도

120) Sec. Ex. Act Rel. 40,760, 68 SEC Dock. 2045 (1998); 63 FR 70844 (Dec. 22, 1998)

121) Rule 3b-16에 따라 증권거래소에 해당하기 위해서는 다음의 두 가지 요소가 충족되어야 한다. 첫째, 복수의 매수자 및 매도자 주문이 집중되어야 한다. 둘째, 이러한 주문이 상호 작용하고 주문을 낸 매수자·매도자가 거래 조건을 동의하는, 확립된 비재량적 방식이 사용되어야 한다. 그리고 이 경우 거래시설의 제공 또는 확정규칙(setting rules)에 의하는가의 여부는 묻지 않는다. 특히, Rule 3b-16은 다음 세 가지 시스템 즉, 매매체결을 위한 단순한 주문 전달(route) 시스템, 하나의 등록시장조성자(market maker)가 자신의 매수·매도 및 자기고객의 지정주문(limit orders)을 표시하고 그러한 주문을 체결하기 위하여 운영하는 시스템 및 하나의 투자매매업자(dealer)가 낸 매수·매도호가에 대해 매매를 위해 주문을 입력할 수 있도록 설계된 시스템에 대해서는 명시적으로 거래소 개념에서 제외시키고 있다.

122) 17 CFR 242.300 이하

123) 물론, 시스템접근에 관한 표준준칙의 마련 등 몇 가지 행위규제는 존재한다.

지난 6개월 중 4개월간 일평균 거래수량이 해당 NMS주식의 전체 일간거래량의 5%를 상회할 경우, 투명성 제고를 위해 ATS는 최우선호가 및 호가잔량을 모든 정규거래소와 정규거래소의 회원인 브로커·딜러에게 공개해야 한다는 제한이 있다(제b조 3항). 따라서 장외증권의 경우에는 사후적 거래정보에 대한 보고 외에는 특별한 투명성 공시요건은 없다. 또한 ATS는 매분기말 30일 이내에 ATS-R 양식에서 요구하는 정보를 SEC에 보고하여야 한다. 결론적으로, 미국의 ATS 규제는 시장투명성을 제고시키는 목적 외의 것에 대해서는 매우 단순하며, 진입자본, 거래대상의 제한 등에 대한 특별한 규제도 없는 것이 특징이다.

한편, 미국의 브로커·딜러는 내부주문집행(internalisation)을 하는 데 있어 별도의 규제를 받지 않는다. 내부주문집행은 투자자의 주문을 거래소나 ATS에 전송하지 않고 직접 자신이 그 주문을 집행하여 매매를 체결시키는 것으로서, 이는 브로커·딜러의 원래 업무로서 자연적으로 발생된 것이다. 내부주문집행의 상당부분은 상장주식에 대한 것이나, 당연히 비상장주식에 대한 내부주문집행도 가능하다. 다만, 내부주문집행의 경우에도 브로커·딜러는 Regulation NMS의 Duty of Best Execution 및 FINRA Rule 5310에 따라 최선주문집행 의무를 준수하여야 한다.

미국의 증권 장외거래 규제와 관련하여 주목할 점은, 미국은 EU나 우리나라와는 달리 증권 장외거래와 관련하여 증권회사에 대한 상세한 행위규제가 존재한다는 점이다. 즉, 앞서 설명한 SEC Rule 15c2-11는 증권회사의 장외증권 중개에 관한 절차와 책임 등 행위규제를 담고 있으며, 투자자보호를 위해 반드시 필요한 정보 요건 등을 규정하고 있다.¹²⁵⁾

124) 이 보고는 NMS(National Market System)주식인지 NMS주식이 아닌 장외주식 인가의 여부와 상관없이 요구된다.

125) Rule 15c2-11(a)(5)에서 규정하는 정보 요건은 다음과 같다: (i) The exact name of the issuer and its predecessor (if any); (ii) The address of its principal executive offices; (iii) The state of incorporation, if it is a corporation; (iv) The exact title and class of the security; (v) The par or stated value of the security; (vi) The number of shares or total amount of the securities outstanding as of the end of the issuer's most recent fiscal year; (vii) The name and address of the transfer agent; (viii) The

끝으로, 미국의 증권 사기금지규정인 Rule 10b-5는 내부자거래, 시세조종 등의 사기적 부정거래에 적용되며, 사기적 부정거래가 일어난 장소에 관계없이 적용된다. 즉, 거래소에 상장된 증권뿐만 아니라 장외증권을 거래하는 경우에도 동일하게 적용된다. 따라서 ATS 거래, 내부주문집행에도 사기금지규정이 적용되기 때문에, 장외시장의 건전성과 신뢰성을 제고하는 동시에 투자자를 두텁게 보호하고 있다고 평가할 수 있다.

2) EU 및 영국

EU의 MiFID상 거래소(exchange)에 해당하는 개념은 ‘Regulated Market’(정규시장 또는 피규제시장)이나, MiFID는 이보다 상위 개념으로 Trading Venue라는 개념을 사용한다. Trading Venue 개념 아래 Regulated Market, MTF(Multilateral Trading Facility), OTF(Organised Trading Facility)¹²⁶⁾ 및 내부주문집행자(Systematic Internaliser: SI)의

nature of the issuer's business; (ix) The nature of products or services offered; (x) The nature and extent of the issuer's facilities; (xi) The name of the chief executive officer and members of the board of directors; (xii) The issuer's most recent balance sheet and profit and loss and retained earnings statements; (xiii) Similar financial information for such part of the 2 preceding fiscal years as the issuer or its predecessor has been in existence; (xiv) Whether the broker or dealer or any associated person is affiliated, directly or indirectly with the issuer; and (xvi) Whether the quotation is being submitted or published directly or indirectly on behalf of the issuer, or any director, officer or any person, directly or indirectly the beneficial owner of more than 10 percent of the outstanding units or shares of any equity security of the issuer, and, if so, the name of such person, and the basis for any exemption under the federal securities laws for any sales of such securities on behalf of such person.

126) OTF는 주식 등의 지분증권을 제외한 채권, 구조화상품, 배출권, 파생상품을 매매하는 거래시설을 말하며, MiFID II에 의해 도입된 개념이다. OTF운영자의 중립성을 담보하기 위해 OTF운영자는 자기매매가 금지될 뿐만 아니라, 그룹내 자회사를 통한 거래도 금지된다. 다만, 예외적으로 유통시장이 없는 국채의 경우에는 증권사의 유동성 공급 필요성 차원에서 자기자본에 의한 거래가 인정된다. OTF는 OTF와 SI를 동시에 운영할 수 없기 때문에 양자택일이 필요하다.

개념을 둔다.¹²⁷⁾ 따라서 EU법상 장외시장은 Trading Venue를 제외한 시장을 의미한다고 할 수 있다.¹²⁸⁾

Regulated Market 즉, 정규시장의 개념은 미국의 Exchange 정의와 유사하게 매우 폭넓게 규정되어 있다.¹²⁹⁾ MTF의 개념도 Regulated Market과 거의 동일하게 규정되어 있으며¹³⁰⁾, 공통점은 양자 모두 선택에 의해 정규시장이나 MTF가 될 수 있다는 점이고, 차이점은 MTF는 시장운영자 외 금융투자회사도 MTF가 될 수 있다는 점이다.¹³¹⁾

127) MiFID II는 Regulated Market 및 MTF의 하부 개념으로 중소기업전용시장인 “SME Growth Market” 개념을 도입하고 있다(§33). SME Growth Market로 등록하기 위해서는 상장된 발행인의 50% 이상이 중소기업이어야 한다.

128) 미국에서의 장외시장 개념은 거래소인 Exchange와 ATS를 제외한 것을 말하므로, 미국에서는 내부주문집행자가 유럽과 달리 장외시장 개념으로 포섭된다는 점에서 유럽과 차이가 있다. 미국의 경우 법적으로 Trading Venue라는 상위 개념이 없으므로, ATS도 장외시장으로 구분할 수 있는데, 이 경우에는 유럽과 더 큰 차이가 있다고 할 수 있다. 다만 이는 이론적인 접근론의 차이일 뿐 장외 거래시설에 대한 규제 완화를 통해 기술발전을 포용하려 한다는 기능적인 관점에서의 접근법에서 보면 미국과 EU의 규제체계는 크게 다르지 않다고도 할 수 있다.

129) 관련 법문은 다음과 같다: ‘Regulated market’ means a multilateral system operated and/or managed by a market operator, which brings together or facilitates the bringing together of multiple third-party buying and selling interests in financial instruments – in the system and in accordance with its non-discretionary rules – in a way that results in a contract, in respect of the financial instruments admitted to trading under its rules and/or systems, and which is authorised and functions regularly and in accordance with the provisions of Title III (MiFID II §4(1)(14)).

130) 관련 법문은 다음과 같다: ‘Multilateral trading facility (MTF)’ means a multilateral system, operated by an investment firm or a market operator, which brings together multiple third-party buying and selling interests in financial instruments – in the system and in accordance with non-discretionary rules – in a way that results in a contract in accordance with the provisions of Title II (MiFID II §4(1)(15)).

131) 정규시장은 시장운영자에 의해 운영·관리되어야 하므로, 금융투자회사 자체로는 정규시장이 될 수 없다. 한편, 후술하는 바와 같이 MiFID는 금융투자회사에 대한 진입요건은 규정하고 있으나, 정규시장에 대한 구체적인 진입요건에 대해서는 규정하지 않는다. 추상적인 원칙 규정만 두고, 구체적인 사안은 개별 회원국이 정하도록 하고 있다.

한편, EU와 영국에서는 우리나라와 유사하게 아직까지 순수한 장외거래에 대해 규제를 하지 않는다. 사모로 발행된 증권이 계속 사모로만 유통된다면 별도의 추가적인 의무나 증권업자의 중개에 대한 규제가 없다고 할 수 있다. 특히, EU는 EU관 ATS인 MTF 및 OTF와 내부주문집행자의 증권거래에 대해서도 상장증권이 아닌 한 별도의 투명성규제(공시규제)를 부과하지 않는다. 따라서 EU와 영국의 경우 장외거래 및 ‘조직화된’ 대체거래시설에서 거래되는 장외증권에 대해서는 행정규제의 영역 밖으로 보고, 민사법적 원칙에 따라 거래와 책임이 적용된다고 평가할 수 있다. 다만, 영국의 경우 미국의 경우와 유사하게 비상장 장외증권을 위한 거래시설에 대해서도, EU 시장남용지침(Market Abuse Directive)¹³²⁾의 영국내 시행법인 FSMA 2000 (Market Abuse) Regulations 2005를 적용하여 조직화된 장외거래시설에서의 시장남용에 대해서도 상장증권 거래와 동일한 규정을 적용하여 투자자보호를 강화하고 있다.

EU와 영국의 경우 MTF에 대한 별도의 진입요건을 요구하지 않는다. 금융투자회사(investment firm)로서 750만유로의 진입자본을 갖추고 있다면 MTF를 운영하기 위해 추가로 진입자본을 마련할 필요가 없으며, 일정한 거래시설로서의 정성적 요건 등을 만족하면 된다. MTF에서의 거래대상 종목에 대해서도 별도의 제한이 없기 때문에 장외주식 등의 취급도 당연히 가능하며, 장외주식 등을 취급하는 경우에는 사전적 투명성요건에 대한 규제도 받지 않는다(MiFID II §4(1)(b)(ii)). 금융투자회사의 내부주문집행에 대해서도 장외증권을 취급하는 경우에는 사전적 투명성 요건에 대한 규제가 없으며, 투자자가 요청할 경우에만 호가를 제시하면 된다(MiFID II §14(1)). 다만, 사후적 투명성 요건으로서 장외증권을 취급하는 MTF와 내부주문집행자는 일정한 보고의무를 진다.¹³³⁾

132) 시장남용지침의 적용범위는 상장되었거나 상장된 금융투자상품의 장내외 거래이므로, 원칙적으로 동지침은 비상장 장외증권거래에는 적용되지 않는다(§9). 다만, 예외적으로 비상장 금융투자상품의 경우에도 그 가치가 상장된 금융투자상품에 연동하는(depends on) 경우에는 내부자거래에 관한 규정인 동지침의 §§ 2~4가 적용된다.

133) MiFID II §7 및 20 참조

라. 준사적자본시장 영역의 규제

사적자본시장이라는 개념은 기능적·실무적 관점에서 전통적인 사모시장뿐만 아니라 크라우드펀딩¹³⁴⁾, 소액공모 및 적격투자자 시장 등을 의미하는 준사적자본시장을 포함한다. 준사적자본시장은 법적 관점에서는 여전히 공모 또는 사모 영역으로 구분되어 규제되고 있다. 그러나 사적 관계와 투자대상의 측면에서, 사적 요소(즉, 투자자 간이나 발행인과 투자자 간의 사적인 관계)가 중요하다는 관점과 투자대상물이 비상장증권이라는 관점 및 그리고 사적자본시장이라는 큰 틀에서, 규제의 시야를 새롭게 정립할 필요가 있다. 이는 사적자본시장이라는 영역의 확대뿐만 아니라 사적자본시장이 실물경제에서 차지하는 중요성도 커지고 있기 때문이기도 하다. 하지만, 이것이 현행과 같이 공모와 사모 영역으로 이분하여 규제하는 방식을 포기하자는 주장은 아니다. 해외의 사적자본시장 특히, 준사적자본시장의 규제 사례와 같이 보다 완화되고 정비된 규제체계를 가질 필요가 있다는 의미이다.

이러한 관점에서, 이하에서는 미국과 EU 및 영국의 준사적자본시장 영역 규제인 크라우드펀딩 및 소액공모 규제에 대해 차례로 살펴보기로 한다. 또 다른 준사적자본시장 영역이라 할 수 있는 적격기관투자자시장 규제와 관련하여, 미국은 사모시장 규제에서 Rule 144A에 따른 QIB시장에 대해 이미 상술하였고, EU 및 영국에서는 미국의 QIB시장과 유사한 개념이 없으므로, 적격기관투자자시장에 대해서는 논의를 생략한다.

1) 미국

가) 크라우드펀딩 규제

잘 알려진 바와 같이, 2015년 1월 25일부터 시행된 우리나라 증권형

134) 크라우드펀딩은 다양한 유형이 있으나, 별도의 언급이 없는 한 이하에서는 증권형 크라우드펀딩에 대한 논의로 한정하였음을 밝힌다.

크라라우드펀딩 제도의 핵심적인 내용은 2012년 4월 5일에 제정된 미국의 JOBS법 제3편에 규정된 CROWDFUND법¹³⁵⁾을 모범으로 한 것이다.¹³⁶⁾ CROWDFUND법에 따른 크라우드펀딩 규제는 신생·벤처기업 등의 자금 조달활성화와 투자자보호라는 두 가지 상충하는 법익의 조화를 목적으로 하며, 이를 위해 증권신고서 규제를 철폐하고 중개기관의 진입규제를 완화한다. 그리고 이러한 규제완화의 보완책으로서, 연간 발행한도, 투자자의 연간총투자한도, 공시규제, 중개기관 행위규제, 광고규제, 전매제한 등의 규제를 도입하고 있다. 한편, 2015년 10월 30일 제정된 SEC의 Regulation Crowdfunding(이하 Reg CF)¹³⁷⁾에서는 CROWDFUND법에서 규정하는 크라우드펀딩 규제의 내용을 보다 정치하게 정비하여, 크라우드펀딩 규제를 완성하였다. 특히, Reg CF는 CROWDFUND법의 내용을 모두 포함하면서도, 상세한 시행세칙을 규정하고 있어 미국의 크라우드펀딩 규제는 Reg CF만 보아도 될 수 있을 정도로 매우 상세하다고 할 수 있다.

CROWDFUND법은 우선 발행인 측면에서 크라우드펀딩을 통한 연간 증권발행 총액 한도를 설정하여, 증권신고서를 제출하지 않고 크라우드펀딩을 통해 발행할 수 있는 연간발행 총량을 1백만달러로 규제한다.¹³⁸⁾ 이

135) CROWDFUND법은 JOBS법 제3편에 규정된 법으로서, 5개의 조문으로 구성되어 있다. CROWDFUND법은 별도의 법률이 아니라, 크라우드펀딩과 관련한 기존의 증권규제를 개정하기 위해 1933년법과 1934년법의 관련 조문을 개정하는 법률이다. 제302조가 1933년법을 개정하는 조문이고, 제303조와 제304조가 1934년법을 개정하는 조문이다. 제305조는 개별 주법과의 관계를 규정하고 있다. 한편, CROWDFUND Act는 Capital Raising Online While Deterring Fraud and Unethical Non-Disclosure Act의 약칭이다. 약칭에서 나타나는 바와 같이, 미국의 CROWDFUND법은 자금조달활성화와 투자자보호 양자를 모두 고려하기 위해 마련된 법률임을 알 수 있다.

136) 이하, 미국의 크라우드펀딩 규제에 대한 내용은 천창민(2016)의 내용을 기초로 한 것임을 밝힌다. 이 보고서는 미국 크라우드펀딩 규제의 핵심적 내용만을 다루므로, 보다 상세한 미국의 크라우드펀딩 규제 내용은 천창민(2016)을 참조하기 바란다.

137) 80 FR 71387; Release Nos. 33-9974; 34-76327

138) 1백만달러는 크라우드펀딩을 통해 조달한 금액만을 의미하며, 다른 경로를 통해 조달한 금액은 합산하지 않는다. 크라우드펀딩을 통해 보다 많은 자금을 조달할 수 있도록 하기 위함이다.

는 기존의 사모규제 중 Regulation D Rule 504와 Rule 505에서 이미 도입하고 있던 제도이다.¹³⁹⁾ 투자자 측면에서는 기존 증권규제에서는 없던 직접적 통제규제로서, 투자자의 크라우드펀딩을 통한 연간총투자한도를 도입하고 있다. 투자자의 연간총투자한도는 발행인의 증권신고서를 주축으로 한 공시 중심의 기존 증권규제가 크라우드펀딩에서는 더 이상 적용되기 힘들기 때문에 투자자보호의 목적을 달성하기 위한 우회적 장치로 해석할 수 있다. 투자자의 연간총투자한도 규제에 따라 투자자의 연간 투자 위험 자체를 원천적으로 통제하여 투자자의 재앙적 손실(catastrophic loss)을 방지하고 손실한도를 투자자가 감내할 수 있는 한도로 제한하는 것이 가장 큰 목적이다.¹⁴⁰⁾ 한편, 업규제 완화장치로서 CROWDFUND법은 펀딩포털이라는 개념을 도입하여 기존의 브로커-딜러가 아니어도 펀딩포털로 SEC와 자율규제기관에 등록하면 증권형 크라우드펀딩 플랫폼을 운영할 수 있도록 규제를 완화하였다.¹⁴¹⁾ 펀딩포털은 SEC 차원에서는 별도의 자본금요건을 규정하지 않고 있기 때문에 물적 요건 측면에서는 매우 간편하게 중개기관으로서의 지위를 취득할 수 있다고 할 수 있다.

Reg CF는 투자자보호 차원에서 발행인이 공시해야 할 내역을 매우 상세하게 열거하고 있다. 모집 전단계에서의 공시와 모집 단계 및 모집 이후 단계의 공시 사항을 구분하여, 증권신고서 등을 대체할 수 있는 수준으로 규제를 강화하고 있다. 반면 Form-C를 제정하여 일반 신생기업들도 크라우드펀딩을 쉽고 비용효율적으로 이용할 수 있도록 배려하고 있는 점은 주목할 만하다. 또한, 계속공시와 관련하여, 가장 최근 크라우드펀딩을 통한 자금모집 이후 적어도 한 번의 연차보고서를 제출하였고, 이에 더하여 발행인의 명의주주수가 300인 미만인 경우 및 가장 최근 크라우드펀딩을 통한 자금모집 이후 적어도 최근 세 번의 연차보고서를 제출하

139) 기술한 바와 같이, Regulation D Rule 504를 통해 발행할 수 있는 연간총액은 1백만달러(개정 후 5백만달러), Rule 505를 통해 발행할 수 있는 연간총액은 5백만달러이고, Rule 506은 발행한도에 제한을 두지 않는다. 따라서 미국에서 대부분의 사모발행은 Rule 506에 따라 이루어진다.

140) Bradford(2012)

141) 반대로, 펀딩포털이 아니라 기존의 브로커-딜러가 크라우드펀딩 플랫폼을 운영할 때에는 펀딩포털로 등록하지 않아도 크라우드펀딩 중개가 가능하다.

였고, 발행인의 총자산이 1천만달러를 초과하지 않는 경우에 대해서는 계속공시를 하지 않도록 하고 있는 점도 주목할 만하다. 소규모 회사임에도 불구하고 무한정 계속공시 의무를 부과하는 것은 부담이 될 수 있기 때문에, 계속공시를 면제하고 주주 또는 사채권자와 발행회사와의 사적 관계로 문제를 해결하도록 하는 것이다.

CROWDFUND법은 고위험 증권으로 분류될 수 있는 크라우드펀딩 증권의 모집 시 무분별한 광고를 허용할 경우 증권사기의 우려가 높다고 보아 보다 엄격한 광고규제를 규정한다. 이에 따르면, 발행인은 투자자를 펀딩포털이나 브로커로 안내하는(direct) 고지(notice)를 제외하고 모집조건(terms of offering)에 대한 광고를 할 수 없다(1933년법 §4A(b)(2)). Reg CF는 CROWDFUND법에서 규정하는 광고규제와 관련하여 광고가 가능한 내역을 명확히 하고, 광고내역에 발행금액, 증권의 성격, 발행가 및 모집마감일을 포함할 수 있도록 하였다. 따라서 사실상 증권발행의 중요사항에 대한 대부분의 광고가 가능하도록 규제를 대폭 완화하였다고 할 수 있다.

CROWDFUND법에 따르면, 발행인은 모집 판촉인(promoter)이 과거 또는 미래 크라우드펀딩 플랫폼상의 대화채널에서 각각의 대화에 대해 보상을 받았거나 받을 것이라는 것을 명백하게 공시할 수 있도록 SEC가 규정하는 조치를 취하지 않으면, 당해 판촉인에 대한 직간접적인 보상을 할 수 없다(1933년법 §4A(b)(3)). 이는 판촉인의 모집 판촉행위와 이에 관한 보상은 허용하되, 이에 관한 사실을 공시하도록 하여 집단지성(wisdom of crowds)의 형성과 이 과정에서 투자자의사결정에 왜곡이 생기지 않도록 하기 위함이다. Reg CF은 CROWDFUND법보다 상세하게 판촉인이 중개기관의 플랫폼에서 의견을 게시할 때마다 자신의 게시행위가 판촉인으로서의 활동임을 밝히도록 규제하여 투자자와의 이해상충과 투자자의 올바른 투자자의사판단 형성에 도움을 주고자 한다.

투자자의 연간총투자한도는 투자자의 연소득이나 순자산이 10만달러인 경우를 기준으로 달리한다. Reg CF에 따르면, 연소득 또는 순자산이 10만달러 미만인 투자자는 2천달러나 연소득 또는 순자산에서 더 적은 금액의 5% 중 더 큰 금액까지 투자할 수 있다. 그리고 투자자의 연소득

과 순자산 양자가 10만달러 이상인 경우에는 연소득 또는 순자산 중 더 적은 금액의 10%까지 투자할 수 있되, 10만달러를 초과하지 않는 범위 내에서 투자할 수 있다. 이상의 두 가지 기준에 의한 계산방식을 정리하면 <표 IV-4>과 같다. 한편, 이상에서 설명한 투자한도의 준수여부 확인의무는 발행인에게 있다(Reg CF §227.100(a) 및 Reg CF §227.100(a)(2) 지시사항 3).¹⁴²⁾

<표 IV-4> 투자자의 연간총투자한도 산정 예시

연소득	순자산	산정	투자한도
\$20,000	\$200,000	\$2,000과 \$20,000의 5%(\$1,000) 중 큰 금액	\$2,000
\$200,000	\$90,000	\$2,000과 \$90,000의 5%(\$4,500) 중 큰 금액	\$4,500
\$120,000	\$150,000	\$120,000의 10%(\$12,000)	\$12,000
\$1,500,000	\$20,000,000	\$1,500,000의 10%(\$150,000) → 상한	\$100,000

클라우드펀딩을 통한 공모에 청약(investment commitment)한 투자자는 그 청약의사를 언제든지 철회할 수 있다. 그러나 청약마감일 48시간 이후에는 청약을 철회할 수 없다.¹⁴³⁾ 따라서 청약마감일 48시간 전까지만 청약을 철회할 수 있고 그 이후에는 철회가 불가능하다. 그러나 청약마감일전 48시간부터 청약마감일 사이에 모집조건이나 발행인이 제공한 정보에 중대한 변경이 있어 중개기관이 이를 통지한 경우에는 청약의 철회가 가능하다. 발행인의 자금조달 편의와 투자자의 권리보호를 모두 감안한 조치라 평가할 수 있다.

142) 그러나 발행인은 동 의무의 이행을 중개기관이 Reg CF Section 227.303(b)에 따라 개별 투자자의 투자한도와 관련한 투자적격을 확인하여 투자한도를 초과하지 않도록 하는 행위에 의존할 수 있다(Reg CF §227.100(a)(2) 지시사항 3). 다만, 이 경우 발행인은 투자자가 투자한도를 넘었거나 증권취득에 따라 투자한도를 넘을 수 있다는 것을 몰랐어야 한다.

143) 다만, 48시간 동안 청약은 가능하다.

미국법상 크라우드펀딩 중개기관이라 함은 등록 브로커와 펀딩포털을 의미한다. 펀딩포털이 크라우드펀딩 중개기관이 되기 위해서는 기술한 바와 같이 SEC와 자율규제기관인 FINRA에 등록하여야 한다. Reg CF상 펀딩포털은 증권형 크라우드펀딩을 통한 증권모집 거래에 중개기관으로 행위하는 브로커를 의미한다. 그러나 펀딩포털은 등록 브로커가 아니기 때문에 투자자문 또는 투자권유의 제공행위, 자신의 플랫폼에 게시된 증권의 취득, 매도 또는 청약의 권유행위 등의 행위가 금지된다. 펀딩포털은 단순한 중개행위에 그친다는 개념이 강하기 때문이다. 그러나 펀딩포털도 발행인의 중요사실의 부실기재 및 누락에 따른 민사책임을 질 수 있다는 점은 주의하여야 한다.

크라우드펀딩 중개기관 등의 재무적 이익의 취득과 관련하여, Reg CF는 중개기관의 이사 등은 어떠한 경우에도 재무적 이익을 가지거나 수취할 수 없다고 규정한다. 그러나 중개기관은 일정한 요건 하에 자신이 제공하는 증권모집서비스와 관련하여 받는 보상으로서의 재무적 이익은 받을 수 있도록 규정하고 있다. 이는 유동성 자금이 부족한 신생기업이 중개기관을 이용하는 대가로 자신의 증권을 지급할 수 있도록 하여 신생기업의 자금조달 활성화를 도모하고, 나아가 증권형 크라우드펀딩이 작동할 수 있는 구조를 발전시키기 위한 조치이다.¹⁴⁴⁾ 또한 중개기관이 발행인의 재무적 이익을 갖도록 하여 중개기관과 투자자의 이익을 일치시킬 수 있도록 할 수 있고, 중개기관이 보다 세심하게 증권사기를 검증할 유인을 제공할 수 있는 장점도 있다.¹⁴⁵⁾ 한편, 발행인은 중개기관에 중개 서비스 이용의 대가로 재무적 이익을 제공할 경우 모집내역서에서 이를 공시하여야 한다(Reg CF §227.100(o)). 공시를 통해 투자자와의 잠재적 이해상충을 방지하기 위한 목적이다. 또한 중개기관도 투자자의 계좌개설 시 중개기관이 크라우드펀딩을 통한 증권모집과 관련한 보상의 방식을 명확하게 공시하여야 한다(Reg CF §227.302(d)).

144) 80 FR 71387, 71431 중단 및 우단

145) Ibid, 중단

중개기관의 플랫폼상 대화채널 규제와 관련하여, Reg CF는 투자자와 투자자 간의 의견교환, 투자자와 발행인의 대표자 간의 의견교환은 가능하나, 중개기관이 펀딩포털인 경우 그 펀딩포털은 의견교환에 참여할 수 없다. 펀딩포털은 단지 의견교환을 위한 가이드라인을 수립하고 남용적(abusive)이거나 잠재적으로 사기적 내용인 대화를 삭제할 수만 있을 뿐이다. 여기서, 남용적인 의견이란 욕설, 비방 등과 같이 무례하거나 자극적인 것을 의미한다. 한편, Reg CF는 대화채널에서 이루어지는 의견교환은 해당 중개기관에 계좌를 개설한 투자자가 아니어도 누구나 볼 수 있도록 공개의무를 부여하되, 의견게시는 반드시 계좌를 개설한 투자자에 한정한다(Reg CF §§227.303(c)(2) 및 (3)). 전자는 보다 폭넓은 집단지성의 형성과 추후 유통시장의 잠재적 수요자가 이를 열람할 수 있도록 하기 조치이며, 후자는 책임 있는 의견게시를 유도하기 위한 조치로 생각할 수 있다.

끝으로, 모집기간 규제와 관련하여, Reg CF는 최소 21일간은 모집을 하여야 하고, 목표금액을 달성한 경우에도 21일 전에는 조기종료를 할 수 없도록 하고 있다. 즉, Reg CF는 21일간이라는 최소모집기간을 강제한다. 이는 최소한의 기간 동안 집단지성이 형성되고, 투자자가 합리적인 투자판단을 할 수 있도록 강제적인 최소모집기간을 설정하기 위한 것이다. 따라서 최소모집기간 이전에 목표금액에 도달한 경우에도 모집절차를 조기에 마감할 수 없으며, 반드시 최소모집기간까지 대화채널을 열어놓고 청약을 받아야 한다.

이상에서 살펴본 미국의 크라우드펀딩 규제를 종합하면, 미국의 크라우드펀딩 규제는 자본조달 활성화와 투자자보호간의 균형점을 모색하기 위한 정책적 결정의 산물이며, 전자를 위해서는 공시규제와 업규제를 완화하고, 후자를 위해 다양한 보완적 장치를 마련한 것이라 평가할 수 있다.

나) 소액공모 규제

미국 사적자본시장 규제의 특징 중 하나는 다양한 자금조달 경로가 마련되어 있다는 점이다. 앞서 언급한 Regulation D Rule 504, 505¹⁴⁶⁾,

506에 따른 자본조달, 클라우드펀딩에 의한 자본조달 경로 외에도 미국판 소액공모 제도라 할 수 있는 Regulation A에 의한 자본조달이 가능하다. 또한, JOBS법 제4편에 따라 Regulation A가 개정되어 증권신고서 제출이 면제되는 공모총액이 기존의 5백만달러에서 최대 5천만달러로 대폭 증액되어 중소형 비공개기업의 자본조달이 보다 용이해졌다. JOBS법 제4편에 따라 개정된 규정을 Regulation A+ 라고 하며, 2015년 6월 19일부터 시행되었다.¹⁴⁷⁾

한편, 개정 전 Regulation A는 연간 5백만달러까지 모집할 수 있었으나, 이에 비해 모집금액에 대한 제한 등이 없어 상대적으로 규제가 완화된 Regulation D Rule 506(b)의 활용도가 높아 실무상 거의 이용되지 못하고 있었다.¹⁴⁸⁾ 특히, 기존의 Regulation A에서는 SEC에 증권신고서 제출과 유사한 절차를 밟아야 함은 물론 개별 주법에 따른 공시 및 증권규제를 준수해야 했었기 때문에, 자금조달 비용 측면에서 비효율적인 것이 최대의 단점이었다. 즉, Regulation A에 따른 SEC 신고 등에 상당한 시간과 비용이 소요되어, 업계에서는 이를 ‘미니증권신고서’(mini-registration) 제출 절차로 여겼다. 증권업자 측면에서도 Regulation A의 최대발행 금액이 5백만달러였기 때문에 수수료 수입이 규모의 경제를 달성할 수 없었고, 인수인이 적극적으로 나설 유인도 없었다.

Regulation A+는 이러한 Reg A의 단점을 보완하기 위해, 자금조달 규모에 따라 Tier 1과 Tier 2로 구분하고 각기 상이한 투자자보호 규제를 적용하는 절충점을 모색하였다. 우선, Tier 1에서는 2천만달러까지 조달할 수 있도록 하고, 정기 및 수시공시를 면제하였다. 대신, 개별 주법에 따른 증권신고서를 제출하도록 하여 규제보완을 시도하고 있다. Tier 2에서는 최대 5천만달러까지 조달할 수 있으며, 정기(반기·사업보고서) 및

146) 앞서 언급한 바와 같이, Rule 505는 개정된 Rule 504에 따라 폐지될 예정이다.

147) 이하에서는 Regulation A+의 주요 특징과 이용유인 등에 대해 간략히 소개하며, Regulation A+에 대한 보다 상세한 내역에 대해서는 80 FR 21805 및 79 FR 3925를 참조하기 바란다. 참고로, 이하 Regulation A+ 내용은 천창민(2015), 122면 이하의 내용을 요약·보강한 것임을 밝힌다.

148) GAO(2012)

수시공시 의무가 있는 대신, 개별 주법에 따른 증권신고서 제출의무는 면제하는 조치를 취하고 있다. 그리고 규제보완책으로서 외부감사를 받은 재무제표 제출의무를 신설하고, 발행 대상이 비상장증권인 경우에는 일반 투자자의 투자한도를 연수입(법인은 연수익)이나 순자산의 10%까지로 규제하고 있다. 한편, Tier 1 및 Tier 2 모두 Reg A에서와 같이 ‘모집신고서·설명서’에 대해 SEC 단계의 심사를 거치도록 하고 때문에 투자자보호에도 신중을 기하는 제도 설계를 갖추었다고 평가할 수 있다. Regulation A+의 Tier 1과 Tier 2의 요건을 비교·요약하면 <표 IV-5>와 같다.

<표 IV-5> Regulation A+의 Tier 1과 Tier 2 요건 비교

항목	Tier 1	Tier 2
발행한도(12개월간)	2천만달러	5천만달러
발행한도 중 매출한도	관계인: 6백만달러 총공모금액의 30%	관계인: 1천5백만달러 총공모금액의 30%
투자한도	×	일반투자자는 발행건별로 연수입·수익 또는 순자산의 10%까지만 투자가능 (상장예정증권은 제한 없음)
투자자 제한	×	×
공개적 청약권유	○	○
모집신고서 및 설명서 제출	○	○
외부감사를 받은 재무제표 제출의무	×	○
전매제한	×	×
정기 및 수시보고 의무	×	○
개별 주증권법 준수 의무	○	×
적격증권	유동화증권을 제외한 지분증권 및 채무증권	
적격 발행인	비적격 발행인을 제외하고, 미국이나 캐나다에서 설립되었거나, 본점을 미국·캐나다에 두고 있는 회사	
비적격 발행인	SEC 보고회사(=공개회사), 투자회사(펀드), SPAC, 사업개발회사, 명목회사(blank check company), 오일·가스 등에 관한 분할금지 지분권의 발행인, 직전 2년내 Regulation A+에 따른 계속공시의무 위반자, 과거 5년내 증권등록이 취소된 적이 있는 자, Rule 262에 따른 부정행위자	

Regulation D와 비교 시, Regulation A+ 는 규범적으로 사모가 아니라 공모이기 때문에 일반투자자에 대한 투자제한도 없고 공개적 청약권유 (general solicitation)도 가능하다. 따라서 향후 Regulation D Rule 506 에 의한 발행 못지않게 Regulation A+ 가 중소기업에게 상당한 유인이 될 것으로 전망된다. 예컨대, 개정 전과 달리 Regulation A+ 에서는 발행가능금액이 높기 때문에 인수인이 발행에 참여할 유인이 높다. 또한, 발행회사 측면에서도 Tier 2 발행의 경우 개별 주증권법 준수가 면제되기 때문에 과거 Regulation A보다 규제가 대폭 낮아져 제도 이용의 유인이 높아졌다고 할 수 있다. Tier 1 발행도 주증권법 준수의 편의를 도모하기 위해 몇몇 주에서 심사협조프로그램(Coordinated Review Process)을 마련하고 있기 때문에, 2천만달러 정도의 자금이 필요한 기업은 이를 더 선호할 수도 있을 것으로 전망된다. Regulation A+ 의 Tier 1과 Tier 2의 장단점을 비교하면 다음의 <표 IV-6>과 같다.

<표 IV-6> Regulation A+의 Tier 1과 Tier 2 장단점 비교

구 분	장 점	단 점
Tier 1	<ul style="list-style-type: none"> • 재무제표의 외부감사 불요 • 정기·수시공시 면제 • 투자자의 투자한도 제한 없음 	<ul style="list-style-type: none"> • Tier 2에 비해 낮은 발행한도 • 개별 주법에 따른 증권신고서 제출의무
Tier 2	<ul style="list-style-type: none"> • 높은 발행한도 • 주증권법 적용 면제 • 1934년법 §12(g)에 따른 등록의무 면제 가능 • 보다 용이한 거래소 상장 절차 	<ul style="list-style-type: none"> • 외부감사를 특한 재무제표 제출 의무 • 정기·수시공시 의무 • 비상장증권인 경우 일반투자자의 투자한도가 10%로 제한

2) EU 및 영국

가) 크라우드펀딩 규제

영국이 크라우드펀딩에 대해 약간의 규제를 하고 있지만, EU와 영국 모두 미국과 같은 별도의 크라우드펀딩 규제를 두고 있지 않다. 여러 이

유가 있겠지만, 이는 기본적으로 EU 차원의 공시규제와 증권업자 진입규제가 약하여 기존 규제에 의하더라도 크라우드펀딩을 통한 증권발행이 크게 어렵지 않기 때문이다.¹⁴⁹⁾ 영국도 EU의 관련법을 국내법화했기 때문에 이미 2011년부터 증권형 크라우드펀딩 중개업체가 등장할 수 있었다.¹⁵⁰⁾ 그리고 영국은 2015년 2월 공간된 크라우드펀딩 규제체계에 대한 검토보고서에서 현재의 규제적 접근법을 변경할 이유는 없다는 점을 강조하였다.¹⁵¹⁾ 따라서 당분간 EU 차원 및 영국에서 크라우드펀딩과 관련한 큰 규제 변화는 없을 것으로 예상되며, 현행의 일반적 증권 규제체계가 크라우드펀딩에도 그대로 적용될 것으로 예상된다. 아래에서는 EU와 영국의 현행 증권규제 하에서의 크라우드펀딩 관련 규제를 간략히 소개한다.

크라우드펀딩과 관련한 EU의 관련법은 다양하나, 공시규제 및 업규제와 관련하여 가장 중요한 것이 투자설명서지침 및 MiFID이다.¹⁵²⁾ 앞서 언급한 바와 같이 투자설명서지침은 증권을 공모하거나 증권을 정규시장에 상장하는 경우에 적용된다. 그런데 규범적 관점에서 크라우드펀딩은 당연히 일반 대중을 대상으로 하는 증권발행이므로 공모에 해당하여 증권신고서 제출이 필수이다. 하지만, 기술한 바와 같이 투자설명서지침은 연간 10만유로에서 5백만유로 이하의 공모에 대해 회원국의 판단에 따라 증권신고서 제출을 면제할 수 있도록 하고 있고, 실제 영국 FSMA는 5백만유로를 증권신고서 면제 요건으로 규정하고 있다. 즉, 이러한 완화된 사모요건으로 인해 EU 차원 및 영국에서는 크라우드펀딩을 위한 별도의 증

149) 2016년 5월에 공간된 보고서를 통해 EU집행위원회는 현재 EU 차원의 크라우드펀딩 규제 필요성이 강하지 않다는 점을 밝혔다(European Commission(2016), 31면 참조).

150) 2011년 Crowcube가 증권발행 중개를 전문하는 플랫폼을 개시하였다. 2015년 5월 28일 발효된 Crowcube의 FCA 등록부상 Crowcube는 고객재산을 보유·관리할 수 없는 것 외에는 일반 증권회사와 유사한 업무를 수행할 수 있도록 인가를 받은 상태이다(https://register.fca.org.uk/ShPo_FirmDetailsPage?id=001b000000egfGGAAY).

151) FCA(2015), para 78

152) EU 차원의 크라우드펀딩과 관련하여 적용될 수 있는 EU법의 검토에 대해서는 ESMA(2014)가 상세하다. 그리고 회원국 차원의 크라우드펀딩법에 대해서는 European Commission(2016)에서 핵심적인 내용을 소개하고 있다.

권신고서 면제 조치를 취하지 않아도 소액모집이 특징인 크라우드펀딩을 진행하기에 큰 무리가 없는 것이다.

또한 MiFID는 매우 낮은 수준의 진입규제를 두고 있다. EU 및 영국에서도 금융투자업을 영위하기 위해서는 인가를 받아야 하지만, 주문의 수령이나 전송·집행만 영위하는 금융투자업은 5만유로의 진입자본만 요구된다. 영국도 MiFID를 국내법화 했기 때문에 동일한 진입규제를 취하고 있어 사정은 동일하다. 대부분의 크라우드펀딩 중개업자는 총액인수나 자기계정거래 등을 하지 않고 단순한 주문의 수령·전송·집행만 하기 때문에 MiFID나 영국 FCA 규정집(Handbook)에서 요구하는 업규제를 쉽게 충족시킬 수 있다고 할 수 있다.¹⁵³⁾

영국에서는 2014년 이전까지만 해도 크라우드펀딩과 관련한 규제가 없었으나, FCA는 크라우드펀딩에서 중개하는 증권이 쉽게 투자금을 회수하기 어려운 증권이므로 타 증권에 대한 투자보다 위험하다고 보았다. 이에 따라, 크라우드펀딩 시장이 급속히 성장하자 이에 대한 적절한 투자자 보호 장치가 필요하다는 인식 하에, 증권형 및 대출형 크라우드펀딩에 관한 FCA의 규제 개입이 시작되었다. 그러나 영국의 선택은 미국과 같이 매우 정치한 투자자보호 규제를 두기보다는 전문투자자 중심의 시장이 될 수 있도록 하기 위한 추상적 수준의 매우 간략한 규제만 두는 것이었다. 보다 구체적으로 보면, 2014년 4월부터 시행된 신설규제에서는¹⁵⁴⁾ 크라우드펀딩 투자가능 투자자를 다섯 가지 유형으로 분류하고, 투자자문을 받지 않는 일반투자자에 대해서는 투자권유규제 중 적정성 원칙(appropriateness test)을 적용하여 해당 투자자가 크라우드펀딩 투자에 적정한 것인가를 점검토록 하였다. 다섯 가지 유형의 투자자분류는 (1) 전문투자자, (2) 자문을 받는 일반투자자, (3) 기업재무나 벤처캐피탈 업무 담당 일반투자자, (4) 자기방어 능력이 있거나(sophisticated) 고액자산가인 일반투자자, (5) 단순 일반투자자이다. 이 중 다섯 번째의 단순 일반투

153) EU와 영국의 금융투자업자에 대한 진입규제에 대한 상세는 신보성·권재현·김종민·이효섭·천창민(2015), 124~131면을 참조하기 바란다.

154) COBS 4.7.7~4.7.10

자자는 순투자가능자산 중 10% 이하만 투자할 것을 서약해야만 크라우드펀딩을 통한 투자가 가능하도록 하였다. 이를 요약하면, 영국의 크라우드펀딩 규제는 전문투자자 중심의 증권형 크라우드펀딩 시장이 형성될 수 있도록 하고, 일반투자자는 크라우드펀딩 시장에서 그 노출 정도를 일정한 수준으로까지만 제한하려는 것이라 할 수 있다. 미국의 접근법과 상당히 유사하다고 평가할 수 있으나, 이는 미국이나 후술하는 우리나라의 규제에 비하면 사실상 업자 자율에 의한 규제이며, 매우 낮은 수준의 규제 장치만 두고 있다고 평가할 수 있다. 이 같은 규제 접근법은 크라우드펀딩에 맞춘 정치한 규제체계가 아닐 뿐만 아니라, 일반투자자가 10%만 투자하도록 규제하는 것도 투자자 스스로 10%만 투자하겠다고 서명하면 되는 것이기 때문이다.¹⁵⁵⁾

나) 소액공모 규제

EU나 영국에서는 미국이나 우리나라와 같은 별도의 소액공모 제도가 존재하지 않는다. 이는 EU 투자설명서지침이나 영국 FSMA의 공사로 기준에서 살펴본 바와 같이, 5백만유로 이하의 공모는 증권신고서 제출이 면제될 수 있기 때문인 것으로 판단된다. 즉, EU와 영국에서는 별도의 소액공모 제도 없이도 5백만유로 이하의 증권 발행은 사모 영역에서 조달할 수 있도록 증권신고서 규제 영역에서 완전히 제외시키는 것이다. 이는 특정 금액 이하의 소액자금 조달은 규제비용이 자본조달 비용보다 더 크기 때문이라고 파악하는 것에 근거하는 것으로 보인다. EU와 영국의 공사로 구분 등과 관련해서는 이미 상술하였으므로 여기에서는 이를 더 이상 설명하지 않는다.

155) 자기방어 능력이 있는 투자자 및 고액자산보유투자자인가의 여부도 해당 투자자의 자필 서명으로 가능하며 반드시 별도의 증명서가 요구되지 않는다.

마. 사모펀드 규제

규범적으로 사모펀드 영역은 벤처캐피탈 및 PEF와 헤지펀드를 포함한 일반 사모펀드로 구분할 수 있다. 하지만, 미국과 EU 및 영국은 펀드규제 측면에서 벤처캐피탈을 별도로 취급하지 않기 때문에 사실상 PEF 및 헤지펀드를 포함한 일반적 의미의 사모펀드로 구분할 수 있다. 그리고 해외에서 나타나는 사모펀드 규제의 공통적 특징은 일부 대형 사모펀드를 제외하고 규제를 하지 않거나 규제를 하는 경우에도 정보 수집 위주로 최소한의 규제에 거친다는 점이다.¹⁵⁶⁾ 이 점을 염두에 두고, 이하에서는 미국과 EU 및 영국의 사적자본시장 영역의 펀드, 즉 사모펀드 규제를 고찰하기로 한다.

1) 미국

미국의 사모펀드 규제는 원칙적으로 벤처캐피탈, 헤지펀드, PEF를 구분하지 않고 단일한 ‘사모펀드’ 분류체계 내에서 규제한다. 미국의 사모펀드 규제는 집합투자업자를 규제하는 1940년 투자자문업자법(Investment Advisors Act of 1940)과 펀드를 규제하는 1940년 투자회사법(Investment Company Act of 1940) 및 집합투자증권의 발행을 규제하는 1933년법으로 구성되어 있다.

가) 사모펀드의 정의

투자회사법상 사모펀드의 정의는 1933년법에 따른 사모발행 요건과 사모펀드 투자자수가 100명인가의 여부를 결합하는 형태로 구성되어 있다. 우선, 투자회사법상 사모펀드는 펀드의 증권을 사모로 발행하는 펀드

156) 사모펀드를 포함한 해외 자산운용업 전반의 규제에 관한 상세는 신보성 외(2015), 171면 이하와 박용린 외(2015)를 참조하기 바란다.

로서, 투자자수가 100명 이하인 사모펀드(소수투자자펀드/§3(c)(1)펀드)와 투자자수가 100명 이상인 사모펀드(적격매수자펀드/§3(c)(7)펀드)로 구분할 수 있다. 이 두 종류의 사모펀드에 해당하면, 투자회사법의 적용대상에서 제외된다(§3(a)).¹⁵⁷⁾

투자자수가 100명 이하인 소수투자자펀드(§3(c)(1)펀드)는 펀드의 증권을 공모하지 않고 현재 공모를 의도하지 않는 방식으로 즉, 사모의 방식으로 증권을 발행하고, 증권발행의 결과 투자자의 수가 100명까지만 인정되는 펀드를 말한다. 소수투자자펀드는 말 그대로 사모방식으로 증권을 발행하여 소수의 투자자만이 관여하기 때문에 규제의 실익이 크지 않다는 점에서 규제영역에서 제외시키는 것이다. 통상 소수투자자펀드의 사모발행은 Regulation D Rule 506(b)에 의하며, 이에 따르면, 투자지식보유자(sophisticated investor)는 35명까지 포함될 수 있으며 그 외는 모두 전문투자자(qualified investor)여야 한다. 그리고 JOBS법에 의해 신설된 Rule 506(c)에 의할 때에는 모든 투자자가 전문투자자이어야 한다. 즉, 사모발행의 통상적 적용규정인 Rule 506에 의해 사모펀드를 발행할 때에는 통상의 일반투자자는 참여가 불가하고, 따라서 전문투자자의 영역이면서 100명 이하의 전문투자자만 존재하므로 법적 개입을 면제하는 것이다.

소수투자자펀드와 달리 적격매수자펀드(§3(c)(7)펀드)는 펀드의 증권을 사모로 발행하고, 투자자수가 100명 이상이면, 원칙적으로 모든 투자자가 투자회사법 §2(a)(51)에서 규정하는 적격매수자(qualified purchaser)인 펀드를 말한다.¹⁵⁸⁾ 투자회사법상의 적격매수자는 Regulation D에서 정의하는 전문투자자보다 훨씬 엄격한 기준을 요구한다.¹⁵⁹⁾ 즉, 적격매수

157) 다만, 예외적으로 사모펀드에 투자하는 재간접펀드(fund of funds)는 투자회사법의 적용을 받게 된다(§12(d)(1)(A)(B)).

158) 이에 대하여는 기술한 전문투자자 부분을 참조하기 바란다.

159) 적격매수자는 다음의 자를 의미한다. (1) 500만달러 이상을 투자하는 자연인, (2) 500만달러 이상을 투자하는 회사로서, 형제자매(siblings)나 배우자(직전 배우자 포함)로서의 관계를 가진 2인 이상의 자연인, 출산·입양에 의한 직계비속 및 그러한 자의 배우자, 그러한 자의 유산재단, 그러한 자에 의하거나 그러한 자의 이익을 위해 설립된 재단, 자선단체 또는 신탁에 의해 또는 이를 위하여 직·간접적으로 소유되는 것, (3) (2)에 해당하지 않는 신탁으로서, 모집대상인

자펀드 투자자수가 100명 이상으로 많지만, 모든 투자자가 엄격한 기준을 만족하는 적격매수자이기 때문에 규제의 개입을 면제하는 것이다. 한편, JOBS법에 의한 1934년법 §12(g)(1)의 개정 전에는 적격매수자펀드의 투자자수가 500명 이상이고 펀드의 자산총액이 1천만달러를 초과하게 되면 1934년법에 따른 보고회사(공개회사)가 되어 정기보고서를 제출하여야 했다. 이에 따라 대부분의 적격매수자펀드는 공개회사가 되지 않기 위해 투자자수를 500명 미만으로 제한하고 있었다. 그러나 개정법에 따르면 후술하는 바와 같이 총 투자자수가 2천명 미만까지 가능하다.¹⁶⁰⁾

한편, 미국법은 기술한 바와 같이 사모펀드라는 단일의 정의만을 규정하고 헤지펀드, PEF를 별도로 구분하여 정의하거나 규제하지 않는다.¹⁶¹⁾ 다만, 벤처캐피탈은 사모펀드이지만, 미국의 중소기업청(Small Business Administration: SBA)이 운영하는 중소기업투자회사(Small Business Investment Company: SBIC) 프로그램의 지원을 받기 위해서는 일정한 조건을 만족하여 인가를 받아야 한다. 즉, 사모펀드로서의 펀드규제는 받지 않지만, 중소기업청이 정한 금융보증프로그램인 SBIC 프로그램의 지원 대상이 되기 위해 일정한 요건을 갖추어 인가를 받아야 하는 것이다. 참고로 SBIC 프로그램은 모태펀드 형식의 재간접 지분투자자와 정책금융의 보증을 결합하여 중소기업에 대한 지분투자를 지원하는 프로그램인데¹⁶²⁾, 현재 일반채권형, 임팩트투자형, 창업초기협신행 세 가지의 인가대상 면허가 있다.¹⁶³⁾

증권의 취득이라는 특정 목적으로 설정된 신탁이 아니어야 하며, 수탁자(trustee)나 그 신탁에 관하여 결정권을 보유하는 자 및 신탁설정자(settlor)나 당해 신탁에 재산을 출연한 자가 (1), (2), (4)에 해당하는 자일 것, (4) 자기계산 또는 다른 적격매수자의 계산으로 행위하는 자로서, 재량으로 투자하는 총액이 2,500만달러 이상인 자.

160) 이에 대하여는 JOBS법에 의한 사적자본시장의 규제 변화에 관한 부분에서 보다 상세히 기술한다.

161) 다만, 후술하는 바와 같이 대형 사모펀드운용사에 대해서는 등록의무 등의 일정한 규제를 도입하고 있다.

162) 박용린·김종민(2015), 41면

163) 보다 상세한 내역은 박용린·김종민(2015), 41면 이하를 참조하기 바란다.

나) 사모펀드운용사 등록 및 보고 규제

종래 사모펀드를 운용하는 투자자문업자는 투자자문업법상의 등록의무가 면제되었다. 그러나 2008년 금융위기 이후 헤지펀드의 시스템위험이 부각되면서 도드-프랭크법은 일정 규모 이상의 자산을 운용하는 사모펀드 운용사를 등록하도록 의무화하는 등 사모펀드운용사에 대한 등록의무를 강화하였다.¹⁶⁴⁾

우선, 도드-프랭크법 이전에는 15인 미만의 고객을 대상으로 하는 사모펀드운용사¹⁶⁵⁾는 등록이 면제되었다. 그러나 도드-프랭크법은 투자회사법상 관련 조항¹⁶⁶⁾을 삭제하고, 대신 운용규모에 따른 등록 기준을 정하여 등록 대상 사모펀드운용사의 범위를 확대·강화하였다. 새롭게 도입된 등록 의무화 기준은 사모펀드운용사 자신이 운용하는 단일 사모펀드의 운용규모가 1.5억달러 이상인 경우이다. 단일 사모펀드를 운용하는 사모펀드에 대해서만 등록을 면제하므로, 복수의 사모펀드를 운용하거나 공모펀드 등을 하나라도 운용하게 되면 운용규모가 1.5억달러 미만인 경우에도 SEC에 투자자문업자로서 등록하여야 한다. 다만 SBIC만을 운용하는 운용사는 SBIC가 복수인 경우에도 투자자문업법상 등록이 면제된다 (§203(b)(7)). 또한 벤처캐피탈펀드¹⁶⁷⁾만을 운용하는 투자자문업자도 동일하게 벤처캐피탈펀드가 복수인 경우에도 투자자문업법상 등록이 면제된다 (§203(b)(1)).¹⁶⁸⁾ 외국투자자문업자도 등록이 면제된다.

164) 이에 관한 상세는 Cruz(2010)을 참조하기 바란다.

165) 이는 과거 12개월 동안 15인 미만의 고객을 대상으로, 투자자문업자임을 일반인에게 표명하지 않으면서, 투자회사법에 따라 등록된 펀드 또는 사업개발회사에 대해 투자자문업자로서의 행위를 하지 않는 사모펀드운용사를 말한다. 이에 따라 도드-프랭크법에 의한 개정 전 사모펀드운용사는 14개의 사모펀드만을 운용하여 등록을 면제 받을 수 있었다.

166) 삭제 전 조항은 §203(b)(3)이었다.

167) 이하, ‘벤처캐피탈펀드’, ‘VC펀드’, ‘VCF’라는 용어를 혼용하여 사용하기로 한다.

168) 이와 관련하여 2011년 SEC는 벤처캐피탈에 관한 정의를 새롭게 도입하였다. 벤처캐피탈의 정의 및 벤처캐피탈 운용사의 등록 면제 등과 관련한 상세는 76 FR 39646을 참조하기 바란다.

SEC에 등록이 의무화된 사모펀드운용사는 운용하는 사모펀드와 관련한 운용자산과 부외 레버리지, 거래상대방 신용위험 익스포저, 거래 및 투자포지션 등의 중요 정보를 정기적으로 SEC에 보고하여야 한다. 그러나 사모펀드운용사에 대한 보고의무가 부가되었다고 하여 별도의 자산운용에 관한 규제가 새롭게 도입된 것은 아님을 유념할 필요가 있다. 즉, 미국의 사모펀드 규제는 일정한 규모의 위험성을 가진 사모펀드를 규제 영역 안으로 포섭하여 그들이 가진 위험을 모니터링하는 차원에 그친다는 점을 주목할 필요가 있다.

2) EU 및 영국

EU의 펀드규제는 공모펀드를 규제하는 UCITS(Undertakings for Collective Investment in Transferable Securities)¹⁶⁹⁾지침과 공모펀드 이외의 모든 펀드를 규제하는 대체투자펀드운용사지침(Alternative Investment Fund Manager Directive: AIFMD)¹⁷⁰⁾으로 양분된다. AIFMD는 UCITS지침의 적용대상이 아닌 모든 펀드를 그 적용대상으로 하므로 사모펀드만을 규제대상으로 한다고 할 수 없다. 그리고 EU는 펀드영역에서는 공모와 사모의 구분을 폐지해가고 있기 때문에 더욱 미국과 우리나라와 같이 공모펀드 및 사모펀드의 개념을 양분하기 어렵고, 완전히 그에 일치하는 개념을 찾기도 어렵다. 다만, 기능적 측면에서 EU에서는 AIFMD가 미국과 우리나라의 사모펀드 규제와 가장 유사하다고 할 수 있다.

한편, AIFMD는 EU 차원의 통일된 규제영역에 있지 않았던 사모투자운용사, 헤지펀드, PEF 등 거의 대부분의 대체투자펀드운용사(Alternative Investment

169) UCITS는 증권에 투자하는 공모펀드를 말한다. EU는 1985년 UCITS지침을 마련하여 UCITS에 관한 EU 차원의 공통기준을 제정하였다. UCITS지침은 MiFID 및 AIFMD와 더불어 증권 분야의 가장 대표적인 EU규제 중 하나이다. UCITS는 1985년 UCITS I을 시작으로 2016년 5월 18일부터 UCITS V를 시행 중이다. UCITS IV를 중심으로 한 관련 규제를 소개한 국내문헌으로는 우선 김종민(2012) 참조하기 바란다.

170) AIFMD에 관한 소개로는 천창민(2012)를 참조하기 바란다. 이하 AIFMD에 관한 내용은 이를 수정·보완한 것임을 밝힌다.

Fund Manager: AIFM)와 대체투자펀드(Alternative Investment Fund: AIF)를 유럽연합 차원의 규제영역 안으로 끌어들이는 대규모 개혁의 산물이다. AIFMD는 2009년 지침안이 공간된 이후 2011년 6월 8일 유럽의회와 유럽이사회를 통과하여 2011년 7월 21일부터 지침의 효력이 발생되었다.¹⁷¹⁾ 미국이 대형 사모펀드운용사를 제외하고 사모펀드 및 사모펀드운용사의 규제를 면제해 주는 규제체계를 가지고 있는 것과 달리, EU는 AIFMD를 통해 운용사의 규모에 따른 차별화된 진입규제, 건전성규제, 영업행위규제 등 상세한 규정을 두고 있다. 그리고 PEF에 대한 별도의 규정을 두고 있다는 점도 특색이다. 다만, 이러한 규제에도 불구하고, AIFMD에 따른 사모펀드 규제는 운용사 중심의 규제이며, 원칙중심의 규제라는 점을 주목할 필요가 있다. 이러한 관점에서 이하에서는 AIFMD의 규제를 중심으로 EU와 영국의 사모펀드 규제를 사모펀드의 정의 및 사모펀드운용사의 진입규제 등의 순서로 살펴하기로 한다.¹⁷²⁾ 그리고 EU에서는 UCITS와 유사하게 ‘EuVECA’(European Venture Capital Funds)라는 브랜드를 만들기 위해 AIFMD의 특별법으로 ‘EuVECA Regulation’¹⁷³⁾을 제정하였다. 이에 대해서는 항목을 달리하여 소개하기로 한다.

가) 사모펀드의 정의

EU법상의 사모펀드 즉, AIF는 (1) UCITS IV지침에 따른 인가가 요구되지 않는 집합투자기구 및 투자구획(investment compartment)으로서,

171) 지침 §70(1). AIFMD의 정식명칭은 Directive 2011/61/EU of the European Parliament and Of the Council of 8 June 2011 on Alternative Investment Fund Managers and Amending Directives 2003/41EC and 2009/65/EC and Regulations (EC) No 1060/2009 and (EU) No 1095/2010이다.

172) 영국은 2013년 6월 16일 「The Alternative Investment Fund Managers Regulations 2013」를 제정하여 AIFMD를 국내법화 하였으며, 동 규정은 동년 6월 22일부터 시행되었다. 핵심적인 내용은 AIFMD와 동일하다고 할 수 있다. 따라서 이하에서는 AIFMD에 관한 중요규제만 소개하기로 한다.

173) 이 규정의 정식명칭은 REGULATION (EU) No 345/2013 OF THE EUROPEAN PARLIAMENT AND OF THE COUNCIL of 17 April 2013 on European venture capital funds이다.

(2) 다수의 투자자로부터 자금을 모집하여 (3) 투자자의 이익을 위해 (4) 정의된 투자정책에 따라 그 자금의 투자를 목적으로 하는 것을 말한다 (§4(1)(a)). 이 같이 매우 광범위하게 정의된 개념에 따르면, AIF는 UCITS가 아닌 모든 펀드로서, 헤지펀드나 PEF 외에도 부동산펀드, 룩셈부르크의 특수투자펀드(specialised investment fund), 아일랜드의 적격투자자펀드, 독일의 특별펀드(Spezialfond), 영국의 투자신탁(investment trust), 자선펀드, 미국의 미국은행 집합신탁(US bank collective trust), 미국의 1940년 투자자문업자법 펀드(US '40 Act fund) 등을 포함하는 개념이다.

AIF의 투자자는 전문투자자로 한정된다.¹⁷⁴⁾ 이 경우 전문투자자는 MiFID에서 규정한 당연전문투자자와 선택적전문투자자를 의미한다. 다만, 예외적으로 일반투자자에 대한 AIF 판매도 가능한데, 이 경우에는 상호인증제도(passporting system)가 인정되지 않고, 개별 판매대상 회원국의 승인이 필요하다. 또한, 공모에 해당할 경우에는 투자설명서지침도 적용된다.

나) 사모펀드운용사 진입 및 영업행위 규제 등

AIFMD의 진입규제는 운용사의 운용자산 규모에 따라 인가와 등록으로 양분되어 있다. 즉, AIFMD는 EU 내에서 EU·비EU AIF를 운용하는 AIFM에 대해 EU 내의 권한 있는 당국에 의한 인가를 받도록 규정하고 있지만, 정책적 목적상 특정 기관에 대해서는 AIFM·AIF인가를 묻지 않고 지침의 적용을 면제시키고, 일정한 요건을 만족시키는 AIF의 경우 인가보다 완화된 형태인 등록에 의할 수 있도록 일정 규정의 면제조항을 두고 있다.

우선, AIFMD 제2조 제3항은 가족사무소기구(family office vehicle)¹⁷⁵⁾, 지주회사, 연금펀드, 근로자참여제도 또는 근로자저축제도, 비국가

174) 즉, AIF의 판매는 전문투자자를 대상으로 한다는 의미이다(AIFMD Ch. VI 이하의 Marketing 부분 참조).

175) 이는 외부자본의 모집 없이 투자자의 개인적 재산을 투자하는 투자기구의 하나

적 기구, 중앙은행, 사회보장 및 연금을 후원하기 위한 펀드를 운용하는 국가·지역·지방 정부·기관, 유동화 특수목적기구, 보험계약 및 합작회사(join venture)는 지침의 적용대상에서 제외한다고 규정한다. 또한 지침은 AIFM이 운용하는 하나 또는 복수 AIF의 유일한 투자자가 그 AIFM이거나 그 AIFM의 모회사나 자회사 또는 그 모회사의 다른 자회사인 경우에는 적용되지 않는다.¹⁷⁶⁾

그리고 AIFMD 제3조 2항은 AUM이 일정규모 이하인 AIFM의 경우에는 간소한 방법인 등록에 의할 수 있도록 하고 있다. 이에 따르면, 펀드가 레버리지(차입)를 사용하는 경우에는 AUM이 1억유로, 레버리지 없이 각 펀드의 최초 투자일로부터 5년간 환매권이 없는 폐쇄형 펀드의 경우에는 5억유로¹⁷⁷⁾ 이하인 경우¹⁷⁸⁾에는 AIFM 등록사무소 소재지의 권한 있는 감독기관에 등록할 수 있도록 하고 있다.¹⁷⁹⁾ 등록요건을 만족하는 AIFM은 처음부터 등록이 아니라 인가를 신청할 수도 있는데, 등록이 아닌 인가를 받을 경우에는 지침이 규정하는 EU 내의 운용·판매 상호인증제도에 의한 단일면허의 권리를 향유할 수 있다(§3(4)). 즉, 운용규모가 작은 AIFM은 등록이라는 간소한 방법으로 진입할 수 있지만, 상호인증제도의 혜택을 향유할 수 없고, 등록 이외의 회원국에서 판매행위를 할 경우에는 2018년 7월까지¹⁸⁰⁾ 개별 회원국의 사모절차에 따라야 하는 불편이 있다. 그러나 운용사가 등록이 아니라 인가를 받고 AIFMD에서 규정하는 모든 규제의 적용을 받기를 선택할 수도 있도록 규제의 유연성을 부여하고 있

이기 때문에 AIF로 보지 않고 적용범위에서 제외하는 것이다(전문 7).

176) §3(1). 다만, 그러한 투자자 자체가 AIF인 경우에는 모태펀드의 구조이기 때문에 면제 대상이 아니다(§3(1) 단서 및 전문 16).

177) AUM의 계산방법에 대하여는 이행규정이 상세히 규정하고 있다.

178) 회원국은 이 AUM요건보다 강화된 AUM요건을 부과할 수도 있다(§3(3), 2문). VCF와 PEF의 경우 통상 폐쇄형이고 VCF와 PEF단계에서는 차입을 하지 않기 때문에 대부분 등록의무만 있고 5억유로를 초과하는 경우에만 인가신청의무가 있을 것이다.

179) 등록된 AIFM이 더 이상 AUM요건을 만족할 수 없는 경우에는 이를 당국에 통지하여야 하며, 이 경우 AIFM은 30일 이내에 인가 신청을 하여야 한다.

180) 2018년 이후 사모제도는 폐지되고 판매상호인증제도만 운용될 예정이다.

다. 한편, 운용자산의 규모 때문에 등록을 하게 된 AIFM에 대해 AIFMD는 인가를 받아야 하는 AIFM 규제 대부분을 면제하고, 매우 완화된 규제만을 요구한다. 즉, 등록AIFM은 자신이 운용하는 AIF의 투자전략에 관한 정보를, 정기적 주요 거래정보 등을 감독기관에 보고하여야 하는 의무만 있다(§3(3)).

인가를 위한 진입규제로서, AIFMD는 인가신청서에 운용사의 임원, 주주, 기관구조, 보수정책, 업무위탁 등에 관한 정보 및 운용을 원하는 각 AIF의 투자전략, 펀드정관, 수탁기관선임계약서, 투자자에 대한 공시정보, AIF가 자펀드인 경우 모펀드 등에 관한 정보를 기재하여야 하도록 규정한다(§7(2)). 또한 건전성규제로서, 내부AIF는 30만유로,¹⁸¹⁾ 외부AIF M¹⁸²⁾은 12만 5천유로의 진입자본을 요구한다(§§9(1)&(2)). 그리고 운용위험을 고려하여, AIFMD는 AIFM에 의해 운용되는 AIF의 포트폴리오 가치가 2억 5천유로를 넘는 경우 그 AIFM은 2억 5천만유로를 초과하는 금액의 0.02%에 해당하는 자기재산을 추가적으로 적립하도록 규정한다. 다만, 초기자본과 추가적립 자기재산의 합은 1천만유로를 초과하여 요구할 수 없도록 규정한다(§9(3)).

AIFMD는 AIMF의 영업행위 일반원칙으로서 다음의 6가지를 규정한다.¹⁸³⁾ AIFM은 항시 (1) 영업행위를 함에 있어 성실하게, 충분한 자질, 주의 및 노력을 기울이고 공정하게 하여야 한다. (2) AIF 또는 AIF투자자와 시장의 보전(integrity)에 최선의 이익이 되도록 하여야 하며, (3) 적합한 영업행위의 수행을 위해 필요한 자원과 절차를 보유하고 이를 효과적으로 사용하여야 한다. (4) 이해상충을 회피하기 위한 모든 합리적 수단을 취하여야 하며, 이를 피할 수 없을 때에는 이해상충으로 인해 AIF와 AIF투자자에게 불리한 영향을 끼치지 않도록 하기 위하여 그러한 이해상충을 파악, 관리 및 감시하고 필요 시 이를 공시하여 운용하는 AIF가 공정하게

181) AIF를 외부 운용사가 아니라 자체적으로 운용하는 경우 그 AIF는 AIFM로 인가된다(§5(1)(b)).

182) 내부AIFM과 반대로 AIFM이 AIF의 외부운용사로 지정된 경우를 말한다.

183) §12(1). 다만, 관련 AIF규칙 또는 설립정관에서 투자자에 대한 편파적인 취급이 공시되어 있는 경우 그러한 편파적 취급은 가능하다.

취급될 수 있도록 하여야 한다. (5) AIF 또는 AIF투자자와 시장의 건전성(integrity)에 최선의 이익이 되는 것을 촉진하기 위하여 영업행위에 적용되는 모든 규제적 요건을 준수하여야 한다. 끝으로, (6) 모든 AIF투자자를 공정하게 다루어야 한다. AIFMD는 이상의 AIFM 영업행위 일반원칙이 구체적으로 적용되어야 할 부분으로서 보수, 이해상충, 위험관리, 유동성 관리, 증권화 포지션 투자에 대한 세부 행위규칙을 제13조부터 제17조까지에서 상세히 규정한다.

한편, AIFMD를 제정한 가장 큰 목적이 AIF 및 AIFM과 관련된 위험관리를 통한 금융시스템의 안정화에 있기 때문에, 이를 위해 AIFMD는 연차보고서 및 투자자와 감독기관에 대한 공시의무를 내용으로 하는 상세한 투명성 규칙을 두고 있다. 투자자에 대한 공시는 AIF증권의 모집 전에 요구되는 공시자료와 정기공시 내역이 있으며,¹⁸⁴⁾ 감독기관에 대한 공시는 운용하는 각각의 AIF에 관하여 1회적으로 제출하는 내역과 감독기관의 요구 시에 정기·부정기적으로 제공하는 내역 및 차입(leverage)내역이 있다.¹⁸⁵⁾ 특히, 차입내역 보고는 금융위기에서 헤지펀드로 인해 발생한 시스템위험을 모니터링하기 위한 목적이다. 이와 관련하여 AIFMD는 명시적인 투자운용에 대한 규제를 하지 않고, 정보의 수집을 통한 간접적인 규제차원에 거치고 있다는 점을 주목할 필요가 있다. 그리고 차입한도와 차입과 관련한 담보사용권 등은 AIF유형, 투자전략, 차입의 유형과 출처, 익스포저 한도, 담보 등을 감안하여 AIFM이 스스로 정하도록 규정하는데 (§15(4)), 이 또한 동일한 맥락에서 이해할 수 있다.

이와 더불어, AIFMD의 또 다른 특징은 PEF에 관한 특칙을 담고 있다는 점이다. 몇 가지 주요 특징을 요약하면 다음과 같다.¹⁸⁶⁾ 첫째, 주식의 취득·처분 등의 공시와 지배권 취득에 관한 특칙이다. AIF가 비상장회사의 주식을 취득, 처분 또는 보유하게 된 경우 그 AIF를 운용하는 AIFM은

184) 상세는 §23를 참조하기 바란다.

185) 상세는 §24를 참조하기 바란다.

186) 이하 PEF 규제의 주요내용은 박용린·천창민·안유미(2012)를 기초로 한 것임을 밝힌다.

지배권 취득 여부와는 관계없이 그 AIF가 보유하는 비상장회사¹⁸⁷⁾의 의결권 있는 주식의 비율이 10%, 20%, 30%, 50%, 및 70%에 이르거나 초과 또는 미만이 되는 때에 AIFM의 설립지회원국 감독기관에 그 비율을 보고하여야 한다(§§26(3) & 27(1)). 그리고 지배권 취득에 관한 공시규제로서, AIF가 단독 또는 공동으로 비상장회사를 지배(control)¹⁸⁸⁾하게 된 경우, 그 AIF를 운용하는 AIFM은 그 비상장회사, 그 비상장회사의 주주 및 근로자 대표, AIFM의 설립지회원국 감독기관에 AIF에 의한 지배권 취득 사실 등의 정보를 통지하여야 한다(§§27(2) & (3)). 둘째, 이해상충 방지를 위한 정보공시에 관한 특칙이다. §27(2)에 따른 비상장회사의 지배권 취득 등에 관한 정보의 통지 의무와 유사하게, AIF가 비상장회사나 상장회사의 지배권을 단독 또는 공동으로 취득하게 된 경우 그 AIF를 운용하는 AIFM은 지배권을 취득한 AIFM의 내역과 AIFM, AIF 및 회사 간의 이해상충 등을 방지하고 관리하기 위한 정책 및 대상회사 특히, 근로자와 관련된 내외부의 소통정책에 관한 정보를 해당 회사, 회사의 주주 및 AIFM의 설립지회원국 감독기관이 입수할 수 있도록 하여야 한다 (§28(1)(s.1)). 회원국은 이러한 정보를 비상장회사가 속한 감독기관이 입수할 수 있도록 규정할 수도 있다(§28(1)(s.2)). 그리고 AIFM은 단독 또는 다른 AIFM과 계약으로 지배권을 취득한 AIF를 운용하는 AIFM의 내역(identity)과 AIFM, AIF 및 회사 간의 이해상충 등을 방지하고 관리하기 위한 정책 및 회사, 특히 근로자와 관련된 내외부의 소통정책을 비치하여야 한다(§28(2)). 셋째, 비상장회사의 지배권 취득에 따른 고용 관련 공시의 특칙이다. AIF가 단독 또는 공동으로 비상장회사의 지배권을 취득

187) 비상장회사는 MiFID에서 규정하는 정규시장(regulated market)에 상장되지 않은 회사를 말한다. 따라서 비정규시장인 영국의 AIM에 상장된 회사는 AIFMD의 적용에 있어서는 비상장회사로 취급된다. 또한, AIFMD는 비상장회사임에도 불구하고, 중소기업 및 부동산의 보유 또는 관리를 목적으로 하는 특수목적기구(SPV)는 PEF에 관한 §§26~30를 적용하지 않는다. PEF가 중소기업의 중요한 금융의 원천을 대표한다는 점을 감안하여 중소기업을 대상으로 하는 지배권 취득의 경우에는 규제에서 제외시킨 것이다.

188) 지배라 함은 비상장회사의 경우에는 의결권 있는 주식의 과반수 취득을 말하고, 상장회사의 경우에는 공개매수지침 §5(3)에 따라 결정된 기준(통상 30%)을 말한다.

한 경우 AIF나 그 AIF를 대신하여 행하는 AIFM은 그 비상장회사의 향후 영업과 고용조건의 중대변화를 포함한 고용에 미칠 수 있는 영향과 관련한 견해를 비상장회사와 그 주주에게 공시하여야 한다(§28(4)(s.1)). 넷째, AIF의 금융관련 정보제공 특칙이다. AIF가 비상장회사의 지배권을 취득한 경우 그 AIF를 운용하는 AIFM은 자신의 설립지회원국 감독기구와 AIF투자자에게 취득에 대한 금융 관련 정보를 제공하여야 한다(§28(5)). 다섯째, 연차보고서 공시에 관한 특칙이다. AIF가 단독 또는 공동으로 비상장회사의 지배권을 취득한 경우 그 AIF를 운용하는 AIFM은 그 비상장회사의 이사회로 하여금 비상장회사의 연차보고서를 근로자대표가 입수할 수 있도록 하거나 그 AIF의 연차보고서에 관련 비상장회사의 정보를 포함하여 이사회로 하여금 근로자대표가 이를 입수할 수 있도록 하여야 한다(§29). 끝으로, 회사재산 해손행위 제한에 관한 특칙이다. AIFMD는 PEF가 지배권을 취득한 비상장회사나 상장회사의 회사재산 해손행위(asset stripping)를 제한하는 회사법적 조치를 규정하고 있다. 즉, AIF가 단독 또는 공동으로 비상장회사나 상장회사의 지배권을 취득한 경우, 그 AIF를 운용하는 AIFM은 AIF의 지배권 취득일로부터 24개월의 기간 동안은 (1) 모든 배당(distribution), 감자, 주식상환 및 자사주 매입의 조성(facilitate)·지원·지시 행위를 할 수 없으며, (2) AIFM이 AIF를 대신하여 회사의 지배기구 회의에서 의결권을 행사할 수 있는 경우에는 배당, 감자, 주식상환 및 자사주 매입에 찬성할 수 없으며, (3) 어떠한 경우에도 배당, 감자, 주식상환 및 자사주 매입을 방지하기 위한 최선의 노력을 경주하여야 한다(§30(1)). 이상의 여섯 가지 PEF에 대한 특칙도 운용사 중심의 정보공시 원칙의 사모펀드 규제라는 큰 틀을 유지하고 있으며, PEF에 대한 직접적인 운용규제는 없다는 점을 주목할 필요가 있다.

다) EU의 벤처캐피탈 규제: EuVECA Regulation

EU의 벤처캐피탈 규제는 사모펀드 규제를 규정하는 AIFMD의 틀을 유지하면서 이에 대한 특칙을 규정하는 별도의 EuVECA Regulation(이하

EuVECA Reg)에 의한다는 특색이 있다. 즉, EU는 EU회원국간 EuVECA라는 명칭으로 상호인증제도를 이용할 수 있는 AIFM을 별도의 ‘규정(regulation)’ 형식으로 제정하여 통일 규칙을 제공하고 있다는 특색이 있다. EuVECA Reg는 AIFMD 규제체계를 유지하므로 EuVECA Reg도 운용사 중심의 규제 특칙을 두고 있는 것이 특징이다.

EuVECA 명칭을 이용할 수 있기 위해서는 우선, AIFMD 제3조 2항에서 규정하는 소규모 자산을 운용하는 ‘등록’ AIFM이어야 한다(§2(1)(a)). 등록 대상인 소규모 자산운용사는 기술한 바와 같이 레버리지 없이 5년간 환매권이 없는 5억유로 미만의 자산을 운용하는 AIFM을 말한다. 그리고 AIFM은 EU내 설립된 것이어야 하며, ‘적격’ 벤처캐피탈펀드 포트폴리오를 운용하는 자이어야 한다. AIFMD에 따르면 원래 등록AIFM은 상호인증제도를 이용할 수 없지만, EuVECA Reg는 중소·벤처기업 투자에 특화되어 있는 AIFM에 대해서는 등록대상임에도 불구하고 EuVECA라는 브랜드로 상호인증제도를 이용할 수 있도록 하는 특칙을 둔다. 여기서 말하는 적격 벤처캐피탈펀드(EuVECA)는 출자자본과 약정액의 70% 이상을 EU내 적격 투자자산에 투자하고, EU에서 설립된 AIF를 말한다(§3(b)). EuVECA의 적격포트폴리오회사 및 적격투자대상은 투자 시점에 정규시장 또는 MTF의 거래대상이 아닌 회사의 주식 및 준지분증권 등이어야 하며, 대상회사의 종업원수가 250명 미만이고, 매출액(turnover)이 5천만유로 미만이거나 연간 회계장부상 자산이 4,300만유로 이하인 회사이어야 한다(§§3(d) & (e)). 또한 적격투자대상 회사는 은행, 보험사, 금융투자회사, 금융지주회사 또는 펀드가 아니어야 한다. 즉, EuVECA는 EU내 소재하는 비상장 중소 기업에 대한 투자를 70% 이상 하여야 한다고 할 수 있다.

EuVECA에 투자할 수 있기 위해서는 MiFID상의 전문투자자이어야 하나, 전문투자자가 아니어도 최소 10만유로를 투자하고, 투자와 관련한 위험성을 인지하고 있는 것을 서면으로 기재한 자도 투자가 가능하다 (§6(1)). 그리고 예외적으로 EuVECA 운용사의 집행이사, 이사나 운용관련 근로자는 전문투자자가 아니어도 금액에 제한 없이 자신이 운용하는 EuVECA의 투자자가 될 수 있다(§6(2)).¹⁸⁹⁾

3) 미국과 EU 및 영국의 사모펀드 규제 요약

미국과 EU 및 영국의 사모펀드 규제는 사모펀드의 특징에 맞는 단일 규제체계이며, 대형 운용사 중심의 규제체계라는 특징을 가진다고 평가할 수 있다. 미국은 일정 규모 이하의 사모펀드는 모든 공모 규제체계에서 제외시키고, 대형 운용사에 한해 시스템위험 관리 목적의 규제체계를 가지고 있다. EU와 영국은 AIFMD라는 단일 규제체계 아래 사모펀드의 특징에 맞춘 규제체계 아래, 미국과 동일하게 대형 운용사 중심의 규제를 가지고 있다는 특징이 있다. 규제의 핵심은 펀드산업이 가지는 대리인 문제에서 발생하는 이해상충과 금융사기 방지에 있으며, 규제의 초점도 펀드산업이 가지는 이러한 위험을 제거하기 위한 원칙중심의 규제이다. 이와 같은 해외 사모펀드 규제체계의 주요 특징을 요약하면 다음의 <표 IV-7>와 같다.

<표 IV-7> 미국 및 EU의 사모펀드 규제체계의 주요 특징

항목	주요 특징	규제 강도
규제 목적	<ul style="list-style-type: none"> • 시스템위험 관리 목적의 대형 운용사 규제 • 위험포지션 및 정보제공 의무에 국한 • 잠재적인 시스템위험 요인에 대한 사전 인지 가능성 제고 	○
진입 규제	<ul style="list-style-type: none"> • 인적요건 중심의 (대형) 운용사 진입규제 • 포괄적인 등록(미)·인가단위에 의한 대한 등록(미)·인가제(EU) • 상세한 규정보다는 인적요건에 대한 원칙 위주로 규정 	○
건전성 규제	<ul style="list-style-type: none"> • 시스템위험 및 운영위험 방지 목적의 건전성규제 • 재무건전성 요건은 없거나(미), 있더라도 낮은 수준(EU) • 수탁자로서의 의무(fiduciary duty) 규정 • 이해상충 방지체계 및 조직, 내부통제 및 위험관리, 영업행위 원칙 등(EU) 	●
운용 규제	<ul style="list-style-type: none"> • 사모펀드 투자운용의 자율성 보장 • 투자운용에 대한 명시적인 규제 없음 	○

주 : 규제수준이 강한 경우에는 ‘●’, 중간 수준인 경우에는 ‘◐’, 규제가 약하거나 없는 경우에는 ‘○’로 표시

자료: 박용린 외(2015)를 기초로 수정

189) 이외에 EuVECA Reg는 EuVECA운용사의 영업행위 원칙, 투명성 규칙, 가치평가 원칙 등을 규정하고 있으나, 이에 대한 자세한 내용은 생략한다.

바. 사적자본시장 규제환경의 변화: 미국 JOBS법을 중심으로

사적자본시장 규제에 관한 논의는 미국의 JOBS법 이전과 이후로 나누어 설명할 수 있을 만큼 JOBS법은 사적자본시장 규제환경 변화를 설명하는데 매우 중요한 입법이다. 이는 중소혁신기업의 자본조달 활성화를 위해서는 사적자본시장 규제의 완화 및 정비가 필수적이라는 인식이 JOBS법 제정이라는 정책적 결단의 가장 근본적인 이유이기 때문이다. 또한 이에 발맞추어 EU도 2015년 1월부터 자본시장연맹(Capital Markets Union)¹⁹⁰⁾ 구상의 일환으로, 신생기업, 중소기업 등의 자본조달을 활성화를 통한 투자촉진과 일자리 창출을 목표로 유럽단일자본시장의 강화를 위한 규범적 통합을 추진하고 있다. 이에 따라, EU의 사적자본시장 규제에도 많은 변화가 있을 것으로 예상된다. 다만, EU의 자본시장연맹 구상이 밝히고 있는 프로젝트는 아직 구체적인 입법적 진척이 많지 않은 상황이라서, 이하의 논의는 미국의 JOBS법의 주요내용과 사적자본시장에 대한 영향의 소개에 한정하기로 한다.¹⁹¹⁾

JOBS법은 2012년 4월 5일 시행된 법률로서, 각기 다른 내용의 여섯 개 법안이 옴니버스 형식으로 구성된 법률이다. 여섯 개의 법안은 JOBS법의 각 편(title)으로 나누어져 있으며¹⁹²⁾, 각 편에 규정된 내용은 서로 직접적인 연관성은 없다고 할 수 있다. 그러나 여섯 개의 법안은 모두 신성장기업, 중소기업 등의 자본조달 편의를 도모하기 위한 것이라는 공통점을 가진다. 따라서 JOBS법은 발행회사 측면에서 보면, ‘중소기업육성법’이라 할 수 있고, 자본시장 규제 측면에서 보면, ‘사적자본시장육성법’라

190) EU 자본시장동맹에 대한 상세는 다음의 인터넷 링크에 게시된 자료를 참조하기 바란다. http://ec.europa.eu/finance/capital-markets-union/index_en.htm

191) JOBS법 제3편과 제4편의 크라우드펀딩 및 Regulation A+에 대해서는 이미 상술하였고, 제1편의 신성장기업에 대한 IPO시 혜택은 사적자본시장과는 직접적 관련성이 높지 않으므로, 여기에서는 나머지 부분에 대해서만 설명하기로 한다.

192) JOBS법은 7개의 편(title), 25개의 조문으로 구성되어 있으나, 제7편은 JOBS법에 대한 SEC의 계몽활동에 관한 것이기 때문에 실질적인 JOBS법의 내용은 제1편~제6편의 규정이라 할 수 있다.

해도 지나치지 않을 정도로 사적자본시장과 관련한 규제를 대폭 완화 및 정비하고 있다.

JOBS법의 각 편별 주요 내용을 개괄하면 다음과 같다. 제1편의 표제는 “신성장기업에 대한 미국 자본시장의 재개방(Reopening American Capital Markets to Emerging Growth Companies)”으로서, 중소기업의 주식공개 비용을 줄여줌으로써 보다 많은 기업이 용이하게 자본시장을 이용할 수 있도록 하는 조치를 담고 있다. 제2편의 표제는 “고용창출자의 자본시장 접근 규제 완화(Access to Capital for Job Creators)”이며, 소규모 비공개 회사의 공개적 투자권유와 광고 금지를 폐지하는 등 공모규제를 완화하는 내용을 담고 있다. 제3편은 증권형 크라우드펀딩에 관한 규제의 도입으로 신생·중소기업들이 다수의 소액투자자로부터 자본을 조달할 수 있도록 하는 것을 내용으로 한다. 제4편의 표제는 “소회사의 자본형성(Small Company Capital Formation)”으로서, 증권신고서 제출이 면제되는 공모액의 기준을 5백만달러에서 5천만달러로 증액하여 소규모기업의 자본조달을 용이화하는 Regulation A+에 관한 규제를 담고 있다. 제5편은 “비공개회사의 유연성 및 성장(Private Company Flexibility and Growth)”이라는 표제 하에, 1934년법상의 등록의무 산정 기준인 주주수 500명을 2,000명으로 상향하여 소기업의 자본형성 장애요인을 제거하려는 내용을 담고 있다. 끝으로, 제6편의 표제는 “자본확대(Capital Expansion)”이며, 제5편과 유사하게 모든 은행 및 은행지주회사에 대해 1934년법상의 등록의무를 발동시키는 주주수 기준을 500명에서 2,000명으로 상향하고, 등록취소에 관한 기준은 300명에서 1,200명으로 상향하는 조치를 담고 있다.

우선, 사적자본시장의 성장과 관련하여, JOBS법 제2편은 Regulation D Rule 506(c)를 신설하고,¹⁹³⁾ Rule 144A를 개정하여, 금지된 공개적 청약권유와 광고를 예외적으로 허용한다. 개정 전에는 Regulation D에 따른 모든 사모발행은 일반인에 대한 공개적 청약권유나 광고를 엄금하고

193) 주의할 것은, 공개적 청약권유와 광고가 허용되는 것은 Regulation D 중 신설된 Rule 506(c)에 한정되므로, 기존의 Rule 506(b)에서는 여전히 공개적 청약권유 및 광고가 금지된다는 점이다.

있었다. 이는 Regulation D는 원천적으로 사모발행이므로 공개적 청약의 권유나 광고는 그 자체로 공모가 되기 때문이다. 그러나 공개적 청약권유나 광고에 따라 실제로 투자한 투자자가 일반투자자가 아니라 전문투자자가 되도록 한정하다면 사모발행 규제가 추구하고자 하는 일반투자자의 보호문제는 없게 된다. JOBS법 제2편은 바로 이러한 점에 착안하여, 청약의 권유나 광고는 일반인에 대해서도 할 수 있도록 열어주되, 실제 투자자는 모두 전문투자자가 되도록 하여 사적자본시장의 문호를 넓히는 조치를 취하고 있는 것이다. 따라서 Rule 506(c)에 의해 증권을 발행할 경우에는 실제 투자자가 전문투자자라는 조건으로 일반인도 접근이 가능한 인터넷플랫폼 상의 공모가 가능하다. Rule 144A도 전문투자자보다 더 높은 수준의 자기방어 능력과 투자에 관한 전문지식을 보유한 적격기관투자자간의 시장이므로, 공개적 청약권유와 광고를 허용하여 144A 시장을 일반인에게 공개된 플랫폼 형식으로도 개설할 수 있도록 하였다.

JOBS법 이전의 1934년법 §12(g)(1)은 비상장회사의 경우에도 총자산 규모가 1천만달러를 초과하고, 지분증권의 종류별 명부상 투자자수가 500명 이상일 경우 SEC에 등록하여 공개회사 내지 보고회사가 되도록 강제하고 있었다. 그러나 회사 설립부터 IPO까지의 기간이 점차 늘어나고 있는 상황에서, 단지 투자자가 500명이라는 이유로 비공개회사에서 공개회사로 전환시켜 연차보고서 및 분기·반기보고서를 제출하도록 하는 것은 중소기업의 자본조달과 사적자본시장의 발전을 저해하는 요인이 될 수 있다. 즉, 1964년에 도입된 500명이라는 기준은 비상장기업들이 자본시장을 통한 자본조달을 꺼리게 만들고, 이에 따라 사적자본시장의 발전도 저해하는 요인이 될 수 있다. JOBS법 제5편은 바로 이러한 점을 반영하여 1천만달러 요건은 그대로 두되, 지분증권의 종류별 명부상 투자자수 500명 요건을 2,000명 이상 또는 전문투자자를 제외한 투자자 500명 이상으로 그 요건을 개정하였다. 그리고 명부상 투자자 개념에서 종업원보상계획에 따라 증권을 보유하는 근로자와 크라우드펀딩을 통해 주주가 된 투자자도 투자자수 산정에서 제외하도록 하여 공개기업이 되는 기준을 더욱 높였다. 투자자수 산정기준을 완화한 조치는 사적자본시장에서 보다 많은

비상장기업들이 편리하게 자금을 조달할 수 있게 하고, 관련 유통시장이 발전할 수 있는 여건이 마련될 수 있는 계기가 될 수 있으므로, 사적자본 시장 규제 환경 측면에서는 매우 의미 있는 것이라 평가할 수 있다.

이와 유사하게, JOBS법 제6편은 은행이나 은행지주회사의 경우도 투자자수 기준을 기존 500명에서 지분증권의 종류별로 전문투자자 여부와 관계없이 2,000명 이상일 경우로 개정하여 일반 비상장·비공개회사의 경우보다 더 완화된 기준을 적용하도록 규정하고 있다. 그리고 공개회사가 된 이후 투자자수가 감소하여 다시 비공개회사인 은행 또는 은행지주회사로 전환될 수 있는 기준을 기존 300명에서 1,200명 미만으로 상향하여 보다 용이하게 비공개회사로 전환될 수 있도록 하였다.¹⁹⁴⁾

사. 소결

해외 사적자본시장 규제의 공통점은 미국과 EU 및 영국 모두 발행시장과 유통시장 모든 측면에서 사적자본시장이 형성·발전할 수 있는 규제 환경을 갖추고 있다는 점이다. 미국은 매우 엄격한 공사로 구분 기준을 가지고 있으나, 다양한 사모발행 규정을 두어 사모발행을 통한 자본조달이 발달되어 있다. EU와 영국도 상대적으로 느슨한 공사로 구분 기준에 따라 사모시장이 발전할 수 있는 규제적 토양을 갖추고 있다. 그리고 전문투자자의 기준을 합리적으로 규정하여 다양한 유형의 투자자들이 사적자본시장에 참여할 수 있도록 하고 있다. 사적유통시장은 중간회수시장으로서 매우 중요한데, 미국과 EU 및 영국 모두 낮은 증권업 진입규제로 인해 투자중개업자가 비공개증권을 증개하는 데 무리가 없는 규제환경이 조성되어 있다. 또한, ATS 규제수준이 매우 낮아 다양한 형태의 장외유통플랫폼이 출현할 수 있는 규범적 토대를 마련하고 있다.

준사적자본시장 영역에서는 미국이 크라우드펀딩과 소액공모 규제의 제정 및 정비를 통해 사적자본시장의 영역 확대를 시도하고 있음을 살펴

194) 일반 비공개회사의 경우에는 기존과 같이 300명 미만 그대로이다.

보았다. EU와 영국에서는 미국과 같은 준사적자본시장 영역의 규제 정비는 없으나, 기존 규제의 틀 내에서도 크라우드펀딩과 소액공모가 충분히 가능한 환경임을 확인하였다.

사모펀드 규제 측면에서는 미국과 EU 및 영국 모두 사모펀드를 공모펀드와는 분리하는 이원적 규제체계를 가지고 있다는 점이 가장 특징적이다. 그리고 사모펀드를 벤처캐피탈, 헤지펀드, PEF 등으로 분리하지 않고 사모펀드라는 단일 규제의 틀 내에서 가장 낮은 수준의 규제만 도입하고 있다. 또한, 운용사 중심의 규제체계를 수립하여 사모펀드 자체를 직접 규제하지 않는다는 것도 중요한 특징이다. EU에서는 EuVECA Reg을 통해 별도의 벤처캐피탈 규제체계를 가지고 있으나, 이는 AIFMD 규제체계 내의 특칙으로 존재하는 것이기 때문에 여전히 단일 규제체계임을 확인하였다. 따라서 EuVECA에서도 벤처캐피탈펀드 자체를 직접 규제하거나 운용규제를 하지 않음을 확인할 수 있다. AIFMD가 PEF에 관한 특칙을 두고 있으나, 이 또한 직접적인 규제가 아니라 원칙규제 중심의 공시규제가 핵심이지 PEF에 대한 개별 운용규제가 없는 것은 마찬가지이다.

이외에도 미국의 JOBS법을 중심으로 사적자본시장 규제환경의 변화에 대해서 살펴보았다. JOBS법은 기본적으로 비공개회사의 자본시장을 통한 자본조달 활성화와 이를 통한 경제성장을 도모하기 위해 제정되었다. 이를 위해 JOBS법은 기존 공개회사에 대한 증권규제와는 구분되는 비공개회사 및 사적자본시장에 초점을 맞춘 규제를 규정하고 있다. 특히, 공개적 청약의 권유 및 광고 허용, 크라우드펀딩 도입 및 Regulation A+의 정비를 통한 소액공모제도 개선, 공개회사로 전환되는 기준인 투자자수의 확대 등이 사적자본시장 규제환경 측면에서 중요한 변화들이다. 이 점에서 보면 미국의 규제체계는 중층적 규제체계라고 할 수 있다. 이상에서 논의한 해외 사적자본시장 규제 내용을 요약하면 <IV-8>과 같다.

<표 IV-8> 해외 사적자본시장 규제 요약

	미국	EU 및 영국
공사모 기준	<ul style="list-style-type: none"> 매우 엄격 다만, 다양한 사모발행 규정 존재 	<ul style="list-style-type: none"> 완화된 공사모 구분: 500만유로/150명
전문투자자	<ul style="list-style-type: none"> Reg D에 의한 전문투자자 정의: 재산기준(과생상품에 대해서는 별도규정) 낮은 수준의 재산 요구: 순자산\$1백만/2년간 각연소득 \$20만 엔젤투자자 육성에 유리 	<ul style="list-style-type: none"> MiFID에 따른 유럽의 통일 기준 마련(유연함) 선택적전문투자자는 질적, 양적 기준에 의함 질적기준은 전문성 등을 요구 하고 양적기준은 3가지 중 2가지 충족 필요(50만유로 참고)
유통시장	<ul style="list-style-type: none"> 투자중개업자로서 비공개 회사의 증권중개(낮은 증권업 진입장벽) 투자중개업자이면 신고에 의해 ATS 운영가능 Reg D 506(c)의 공개청약/광고 허용 144A 적격기관투자자시장 등 	<ul style="list-style-type: none"> 미국과 동일하게 낮은 증권업 진입규제 MTF, SI등에 대한 낮은 규제와 다양한 증권의 취급 느슨한 사모기준
크라우드펀딩	<ul style="list-style-type: none"> 한국보다 엄격한 규제 Reg D Rule 506(c)에 따른 전문투자자 대상 CF 가능 주법에 따른 CF 가능 Reg A+를 이용한 CF+ 	<ul style="list-style-type: none"> 별도의 CF규제는 없음(영국은 매우 간소한 규제 있음) 느슨한 공모 및 중개기관 진입규제 적용 고위험증권으로 분류하여 적합성/적정성 원칙 적용
사모펀드/PEF	<ul style="list-style-type: none"> 사모펀드로 통일된 규제 등록면제를 통해 사적영역으로 인식되는 것이 원칙 금융위기 이후 헤지펀드 등 대형운용사에 대한 등록의무 도입 PEF에 대한 별도 규제 무 	<ul style="list-style-type: none"> AIFMD에 의한 사모펀드 통일 규제체계 마련(엄격히는, 공사모펀드로 구분하는 것은 아님) PEF에 대한 특별규정 있으나, 자산운용규제는 거의 없음
벤처캐피탈	<ul style="list-style-type: none"> VC운용사는 투자자문업자 등록면제 2011년 SEC의 VC정의 도입: VC는 비적격투자 20% 이하, 차입과 투자자에게 상환권 등이 없고, VC전략을 추구 하는 사모펀드 SBA의 대출보증 제도 	<ul style="list-style-type: none"> VC만을 위한 별도의 인가단위 없이 사모펀드(AIFMD)규제로 통일(미국 동일) EU차원의 VC통일 규제를 위해 별도의 EuVECA Reg을 도입 EuVECA는 AIF의 특수한 형태이며, 상호인증제도를 이용할 수 있는 등의 이점 존재

3. 국내 사적자본시장의 규제체계

가. 개관

우리나라 자본시장 규제에서도 사적자본시장이라는 별도의 개념은 없다. 다만, 우리나라는 해외와 마찬가지로 공모와 사모를 구분하여 대부분의 규제행정을 전통적 자본시장 즉, 공모시장 또는 정규거래소시장에 집중하고 있다. 이에 따라 사적자본시장에 대한 고려는 상대적으로 부족한 편이고, 사모시장을 육성하려는 의지 또한 크지 않다.¹⁹⁵⁾ 이에 따라 우리나라의 사적자본시장 영역은 매우 협소한 상황이며, 엄격한 각종 규제로 인해 시장 발전을 기대하기 쉽지 않다. 대표적으로 사적자본시장을 발행시장과 유통시장 부문으로 나누어 보면, 발행시장에서는 엄격한 공사로 구분 기준, 여전히 높고 유연성 없는 전문투자자 기준, 세밀한 사모펀드 규제 등을 문제점으로 제시할 수 있다. 유통시장에서는 ATS에 대한 높은 진입장벽과 일반 증권회사에 대한 내부주문집행 불허, 이에 따른 협소한 장외시장 및 효율적 회수경로의 부재 등을 문제점으로 들 수 있다.

이러한 관점에서 이 절에서는 앞서 살펴보았던 해외 사적자본시장 규제들이 우리나라에서는 어떻게 전개되고 있는지 비교·고찰한다. 즉, 해외의 경우와 마찬가지로 사모 및 전문투자자의 개념, 사모발행시장, 사적유통시장(장외시장), 준사적자본시장, 사모펀드, 그리고 벤처캐피탈 등의 측면에서 국내 증권규제의 특징을 살펴본다. 한편, 본격적으로 살펴보기에 앞서 우리나라는 소극적 규제가 강하여 사적자본시장이 발전하기 어려운 규제환경이라는 점을 염두에 둘 필요가 있다.

195) 이런 의미에서 2016년 1월 25일부터 시작된 크라우드펀딩 제도와 관련 조치는 사적자본시장 육성을 위한 예외적 현상으로 볼 수 있다.

나. 사모 및 전문투자자 개념

1) 공사모 구분 기준

자본시장법은 공모와 사모를 구분하여 공모에 해당하는 경우 증권신고서를 제출하도록 규정하고 있다.¹⁹⁶⁾ 이를 위해 자본시장법은 공모를 모집과 매출로 구분하고¹⁹⁷⁾, 모집과 매출이 아닌 방법으로 새로 발행되는 증권 취득의 청약을 권유하는 것을 사모로 정의한다(§9(8)). 따라서 사모의 개념을 이해하기 위해서는 어떠한 증권발행이 공모인가를 먼저 확정하여야 한다. 자본시장법은 50인 이상의 투자자에게 증권을 모집하거나 매출하는 것을 공모로 보기 때문에 49인까지의 투자자에게 새롭게 발행하는 증권 청약의 권유는 사모에 해당한다. 주의할 것은 자본시장법상 사모의 개념에는 이미 발행된 증권의 매도청약이나 매수청약의 권유의 개념은 제외된다는 점이다.¹⁹⁸⁾

연혁적으로, 50명 기준에 의한 공모와 사모의 구별은 1991년 12월 31일에 개정된 「증권거래법」에 의해 도입되었다. 1962년 제정 증권거래법부터 1991년 개정 전까지 모집과 매출은 “불특정다수인”¹⁹⁹⁾에 대한 증권발행의 청약권유 등을 의미하는 것으로 규정되어 있었다. 그러나 1991년 12월 개정법부터 불특정다수인이라는 용어 대신 “증권관리위원회가

196) 자본시장법은 공모에 대해서만 공시규제를 적용하므로 사모는 자동적으로 그러한 규제에서 제외되는 방식을 취한다.

197) 모집은 새로 발행되는 증권 취득의 청약권유, 매출은 이미 발행된 증권의 매도 청약이나 매수청약의 권유를 의미한다.

198) 이는 매출에 해당하지 않는 증권발행까지 사모에 포함시킬 경우 장외거래까지도 사모에 포함되어 인수의 정의 및 범위와 관련하여 혼란을 일으킬 수 있기 때문이라고 한다(변제호 외(2015), 380면). 김병연·권재열·양기진(2015), 214면도 유사한 이유를 기술하고 있다.

199) 1962년 제정법은 “공중에 대하여”라는 용어를 사용하고 있었으나, 76년 12월 22일 개정법에서 “불특정다수인에 대하여”라는 용어로 변경하였다. 불특정다수인이 얼마의 사람을 의미하는 것인가에 대해서는, 해석상 일본과 같이 50인 정도 이상이면 이에 해당하는 것이 좋을 것이라는 견해가 있었다(안문택(1982), 165면).

정하는 바에 따라”라는 문구를 넣어 50인 기준을 정하였다.²⁰⁰⁾

그런데 50명 기준에 의한 공사로 구분이 그리 간단한 것은 아니다. 공모의 상대방인 50명은 청약권유를 하는 날부터 과거 6개월간 동일 종류의 증권²⁰¹⁾에 대하여 공모에 의하지 않고 청약권유를 받은 투자자의 수를 합산한다(영§11(1)). 즉, 과거 6개월간 동일 종류의 증권발행을 사모로 한 경우 그 발행 시의 투자자 수를 합산한 수로 50명을 산출한다.

공모와 사모를 구분하는 가장 큰 이유는 일반투자자를 보호하기 위한 것이다. 따라서 자본시장법은 50명을 산출할 때 자기방어능력을 갖추었거나 정보비대칭성의 위험성이 높지 않는 투자자까지 포함할 필요성이 높지 않다. 이에 따라 자본시장법시행령은 ‘전문가’ 및 ‘연고자’ 개념을 도입하여 이들을 50명 산출에서 제외시키고 있다(영§11). 전문가는 전문투자자와 회계법인, 신용평가회사, 발행인에게 회계, 자문 등의 용역을 제공하고 있는 공인회계사·감정인·변호사·변리사·세무사 등 공인된 자격증을 가지고 있는 자 등을 말한다(영§11(1)(1)).²⁰²⁾ 연고자란 발행인의 최대주주, 임원, 우리사주조합원, 계열회사와 그 임원, 주권비상장법인인 발행인

200) 이후 1997년 1월 13일 개정 증권거래법은 증권관리위원회 대신 “대통령령이 정하는 바에 따라”라는 문구로 개정하여 법적 통제를 강화하였다.

201) 여기서 동일 종류의 증권이 무엇이나에 대해 학계의 다수설은 지분증권, 채무증권, 수익증권, 투자계약증권, 파생결합증권, 증권예탁증권과 같은 자본시장법상 상위 개념의 종류를 의미한다고 하나, 금융감독원(소수설)은 보다 좁게 상위증권에서 열거하고 있는 개별증권의 구분에 따라 판단하여야 한다고 한다. 다수설에 대한 문헌으로는 우선 김건식·정순섭(2013), 173면; 변제호 외(2015); 김병연·권재열·양기진(2015), 218면을 참조하고, 소수설로는 금융감독원(2012), 74면; 김정수(2014), 499면(소수설을 찬동하되, 어느 설에 따르더라도 주식연계채권에 대해서는 문제가 있음을 지적한다)을 참조하기 바란다. 참고로 다수설과 같이 상위개념을 사용해야 공모규제를 잠탈할 개연성이 보다 줄어들어 규제목적에 부합한 것으로 생각된다.

202) 2016년 6월 28일에 개정된 자본시장법시행령은 전문투자자와 전문가의 개념을 일치시키기 위해 ‘전문가’라는 용어에 맞게 전문가로서의 자질이 있는 일부 직종의 전문투자자를 전문가에 포함시키고 있다. 따라서 개정법에 따르면, 전문투자자가 전문가라고 이해해도 무방하다. 개정 전 전문투자자 및 전문가 개념의 문제점에 대하여는 천창민(2015)를 참조하기 바란다. 참고로 개정 전에는 전문투자자인 주권상장법인, 개인, 일반법인, 지자체, 외국인 등을 전문가에서 제외하였다.

의 주주 등을 말한다(영§11(1)(1)).²⁰³⁾

한편, 자본시장법시행령은 전매가능성이 있는 경우에는 발행 당시에는 50명 미만이어서 사모에 해당하여도 이를 모집으로 간주하는 규정을 두고 있다(영§11(3)). 즉, 발행 당시에는 청약권유의 대상자가 50명 미만이어서 공모에 해당하지 않지만, 발행 후 1년 이내에 50인 이상의 자에게 전매될 수 있는 ‘가능성’이 있는 경우에는 모집으로 간주하여 공모규제를 적용하는 것이다. 간주모집에 해당하는 경우에는 형식은 사모이지만, 실질을 따져 공모로 보아 규제하겠다는 취지이다. 증권의 발행 및 공시 등에 관한 규정(이하 발행공시규정)에서 정하는 전매가능성은 다음의 <표 IV-9>와 같다(§2-2(1)). 참고로 발행공시규정은 전매가능성이 있는 경우라 할지라도 일정한 조치를 취하는 경우 전매가능성이 없는 것으로 간주하는 규정도 함께 두고 있다(§2-2(2)). 과도한 공시규제의 적용을 피하고, 증권 발행을 통한 자금조달을 촉진하기 위한 조치이다.

203) 이에 더하여, 발행공시규정 §2-1(3)은 다음의 자를 연고자의 범위에 포함시키고 있다.

1. 발행인(설립중인 회사 제외)의 제품을 원재료로 직접 사용하거나 발행인(설립중인 회사 제외)에게 자사제품을 원재료로 직접 공급하는 회사 및 그 임원
2. 발행인(설립중인 회사 제외)과 대리점계약 등에 의하여 발행인의 제품 판매를 전업으로 하는 자 및 그 임원
3. 발행인이 협회 등 단체의 구성원이 언론, 학술 및 연구 등 공공성 또는 공익성이 있는 사업을 영위하기 위하여 공동으로 출자한 회사(설립중인 회사 포함)인 경우 해당 단체의 구성원
4. 발행인이 지역상공회의소, 지역상인단체, 지역농어민단체 등 특정지역 단체의 구성원이 그 지역의 산업폐기물 처리, 금융·보험서비스 제공, 농수축산물의 생산·가공·판매 등의 공동사업을 영위하기 위하여 공동으로 출자한 회사(설립중인 회사 포함)인 경우 해당 단체의 구성원
5. 발행인이 동창회, 종친회 등의 단체 구성원이 총의에 의하여 공동의 사업을 영위하기 위하여 공동으로 출자한 회사(설립중인 회사 포함)인 경우 해당 단체의 구성원
6. 자본시장법 제159조 1항에 따른 사업보고서 제출대상법인이 아닌 법인(이하 이 조에서 “사업보고서 미제출법인”이라 한다)의 주주가 그 사업보고서 미제출법인의 합병, 주식의 포괄적 교환·이전, 분할 및 분할합병의 대가로 다른 사업보고서 미제출법인이 발행한 증권을 받는 경우 그 주주
7. 그 밖에 자본시장법과 위에서 언급한 연고자와 유사한 자로서 발행인의 재무내용이나 사업성을 잘 알 수 있는 특별한 연고자라고 금융감독원장이 정하는 자

<표 IV-9> 전매가능성 기준 및 배제 요건

구분	전매가능성 기준	배제 요건
지분증권 (DR포함)	동종의 증권이 모집·매출된 실적이 있거나 증권시장 (코넥스시장제외)에 상장된 경우(1호)	증권예탁결제원에 예탁한 후 1년간 불인출 및 불매각하겠다는 예탁계약을 체결하는 경우
비지분증권	발행 후 50매 이상으로 권면분할되어 거래될 수 있는 경우(등록공사채 및 전단채의 경우에는 매수가 아닌 거래단위를 기준으로 함)(제2호)	50매 미만으로 발행되는 경우, 발행 후 1년 이내 분할금지특약을 증권에 기재하는 경우(등록공사채 및 전단채는 거래단위 이상으로 분할되지 않는 조치를 취하는 경우)
전환권 등이 부여된 증권	1호 및 2호에 해당하는 경우	권리행사금지기간을 발행 후 1년 이상으로 하는 경우
기업어음	50매 이상으로 발행되는 경우, 만기가 365일 이상인 경우 또는 특정금전신탁에 편입되는 경우	특정금전신탁의 위탁자를 합산하여 50인이상이 될 수 없다는 뜻을 인수계약서와 취득계약서에 기재하고, 발행인 또는 기업어음, 파생결합증권을 인수한 금융투자업자가 그러한 발행조건을 이행할 수 있는 장치를 마련한 경우
파생결합증권	특정금전신탁에 편입되는 경우	
전자단기사채	-	만기가 3개월 이내인 경우
해외발행증권	해당 증권, 해당 증권에 부여된 권리 또는 그 권리의 행사에 따라 발행되는 증권 등을 거주자가 해당 증권의 발행 당시 취득 가능하거나 또는 발행일부터 1년 이내에 취득 가능한 조건으로 발행 하는 경우	<ul style="list-style-type: none"> • 발행당시 또는 발행일로부터 1년 이내에 해당 증권 등을 거주자에게 양도할 수 없다는 뜻을 해당 증권의 권면, 인수계약서 등에 기재한 경우 등 • 발행지의 공인 예탁결제기관에 예탁하고 1년 이내에는 이를 인출금지하고, 거주자에게 양도를 금지하는 예탁계약을 체결한 후 그 예탁계약을 이행하는 경우 • CB·BW이 아닌 사채권으로서 적격기관투자자가 취득하고 적격기관투자자 사이에서만 양도·양수되고 일정한 요건을 만족하는 경우 • 발행당시 또는 발행일로부터 1년 이내에 거주자가 해당 증권 등을 취득할 수 없는 구조로 발행되는 경우

전매가능성 및 전매가능성 배제요건과 관련하여, 발행공시규정은 한국판 적격기관투자자시장이라 할 수 있는 한국형 QIB채권시장에 관한 규정도 두고 있다(§2-2(2)(4)). 우선, QIB시장에 해당하여 전매가능성이 배제되기 위해서는 적격기관투자자가 발행인 또는 인수인으로부터 채권을 직접 취득하고, 적격기관투자자 간에서만 양수·양도가 일어나야 한다. 여기서 말하는 적격기관투자자란 전문투자자 중 자금중개회사, 금융투자협회, 한국예탁결제원, 거래소, 금융감독원을 제외한 대부분의 전문투자자, (2) 주권상장법인, 연기금 및 그 기금을 관리·운용하는 법인, 공제사업법인 및 전문투자자인 요건을 충족한 법인 및 단체, (3) 중소기업진흥공단과 (4) (1)~(3)에 해당하는 적격기관투자자에 준하는 외국인을 말한다. QIB 시장에서 채권을 발행할 수 있는 법인은 직전 사업연도말 자산총액이 2조원 미만의 기업이어야 한다.²⁰⁴⁾ QIB채권시장 적격발행인과 관련하여 2016년 6월 28일 개정 이전 규정에서는 채권상장법인, 금융기관, 공기업 또는 자산총액이 5천억원 이상인 기업은 QIB채권시장을 이용할 수 없도록 하고 있었다. 그러나 QIB시장이 개설된 이후 채권발행이 전무하였다는 점을 감안하여²⁰⁵⁾, 개정법은 적격발행인의 범위를 대폭 넓혀 채권상장법인, 금융기관 및 공기업 등도 자산규모가 2조원 미만일 경우 QIB채권시장을 이용할 수 있도록 규제를 완화하였다.

2) 전문투자자의 개념

자본시장법은 증권거래법과 달리 전문투자자와 일반투자자를 구분하는 투자자 구분제도를 신설하였다.²⁰⁶⁾ 자본시장법은 제9조 5항에서 열거적

204) 외국기업의 경우에는 자산규모 제한이 없다.

205) QIB시장은 2012년 5월 2일부터 개설된 시장으로서, 1997년 외환위기 이후 대기업 위주의 편중된 채권시장 구조를 극복하고 중소기업의 회사채 시장을 활성화하기 위해 도입된 것이었지만, 시장 개설 시 발행된 1건을 제외하고 협소한 발행기업 요건으로 인해 그간 발행실적이 전무하였다.

206) 이는 투자자보호 체계의 선진화 일환으로 추진된 것이며, EU 및 영국을 본받은 것이다. 이하, 우리나라의 전문투자자 개념에 대한 논의는 천창민(2015)의 내용을 수정·보완한 것임을 밝힌다.

방식으로 전문투자자에 대한 정의 규정을 두고, 동조 6항에서는 전문투자자가 아닌 투자자가 일반투자자라는 일반투자자에 대한 정의규정을 마련하고 있다. 이를 통해, 금융투자업자의 영업행위규제 등에서 일반투자자를 보다 두텁게 보호하되, 전문투자자에 대해서는 불필요한 과잉규제를 제거하여 효율성을 도모하고자 하고 있다. 또한 앞서 소개한 바와 같이 자본시장법은 전문투자자 개념을 기초로 하여 공모와 사모를 구분하는 청약권유 대상자 50인 산정 시 사용하는 전문가 개념, 코넥스시장 상장법인의 공모시 50인 산정에서 제외되는 투자자 기준, 적격기관투자자 대상 회사채 전문유통시장에 참여할 수 있는 투자자 기준으로서의 전문가 개념(발행공시규정 §2-2조(2)(4)), 사모집합투자기구나 공모집합투자기구를 구분하는 투자자 50인 산정 시 총수에서 제외되는 투자자 기준(법 §9(19) 및 시행령 §14(1))을 규정하고 있다. 그리고 전문투자자 개념은 특정 시장이나 제도·상품에 대한 투자자 진입규제의 기초 개념으로도 사용되고 있다. 예컨대, 전문투자형 사모집합투자기구(헤지펀드)의 적격투자자 기준(법 §249의2), 2015년 7월 개정된 자본시장법²⁰⁷⁾에 따라 도입된 크라우드펀딩 규제에서 연간투자한도가 없는 투자자 기준²⁰⁸⁾ 등에 전문투자자 개념이 기본적으로 사용되고 있다.²⁰⁹⁾

자본시장법이 전문투자자로 분류하는 자의 범위는 크게 당연전문투자자, 선택적전문투자자 및 일반투자자로 전환 가능한 당연전문투자자로 대별할 수 있다.

207) 개정법은 2015년 7년 24일에 공포되었다. 개정법에서는 크라우드펀딩 외에 사모펀드에 관한 큰 폭의 개정이 있었는데, 이에 관한 규정은 2015년 10월 25일 부터 시행되었다.

208) 법 §117의10(6), 영 §118의17(2) 및 발행공시규정 §2-2의6

209) 이외에도, 분류상의 전문투자자는 아니지만, 일정한 경우 투자위험도를 감안하여 개인투자자에 대한 진입요건을 강화함으로써 ‘전문투자자화’시키는 경우도 있다. 예컨대, ELW(Equity Linked Warrant) 및 장내파생상품과 코넥스시장의 경우 기본예탁금을 예치하지 않는 일반 개인투자자에 대해서는 투자 자체를 배제시키는 방식을 전문투자자제도와 병용한다. 또한, 파생상품 등에 대한 투자경험이 1년 미만인 만65세 이상의 고령자에 대해서는 고위험상품에 적합하지 않다고 판단하여 투자권유 자체를 제한하는 경우도 있다(금융투자협회 표준투자권유준칙 11 및 12 참조). 전문투자자와 유사한 자본시장법의 개념에 관한 상세는 천창민(2015)를 참조하기 바란다.

첫째, 국가, 한국은행, 은행, 특수은행, 금융투자업자, 보험사, 증권사, 등과 이에 준하는 외국인은 당연전문투자자로 분류되며, 이들은 일반투자자로 전환이 허용되지 않는다. 둘째, 연기금, 공제법인, 지방자치단체, 주권상장법인 및 해외주권상장국내법인 등은 일반투자자로 전환 가능한 당연전문투자자이다. 다만, 상장법인 등의 전문투자자는 장외과생상품거래에 대해서는 일반투자자로 간주된다. 한편, 전문투자자가 일반투자자로 전환하려면 다음과 같은 절차를 따라야 한다(법 §9(5단서)). 먼저, 전문투자자가 일반투자자와 같은 대우를 받겠다는 의사표시를 금융투자업자에게 서면으로 통지하여야 한다. 이러한 하방식 전환의사표시를 받은 금융투자업자가 동의를 하여야 일반투자자로 전환되는데, 이 때 금융투자업자는 정당한 사유가 있는 경우를 제외하고는 이에 동의하여야 한다. 셋째, 선택적 전문투자자는 일반투자자이지만, 일정한 요건을 갖추어 이를 증명하는 관련 자료를 금융투자협회에 제출하여 '전문투자자 확인증'을 받은 투자자를 말한다.²¹⁰⁾ 법인이나 단체는 관련 자료 제출일 전날의 금융투자상품 잔고가 100억원 이상이어야 한다. 다만 「주식회사의 외부감사에 관한 법률」(이하 외감법) 대상 주식회사는 금융투자상품 잔고 50억원만 요구된다. 금융투자상품 잔고 외 요건으로서, 관련 자료를 제출한 날부터 2년이 지나지 않아야 한다. 개인은 관련 자료 제출일 전날의 금융투자상품 잔고(ISA의 잔고는 제외)가 5억원 이상이어야 하고, 관련 자료 제출일을 기준으로 직전 연도의 소득액이 1억원 이상이거나 관련 자료 제출일 전날을 기준으로 총재산가액이 10억원 이상이어야 한다.²¹¹⁾ 소득액은 국세청장이 발급한 소득금액증명 또는 원천징수의무자가 발급한 근로소득원천징수영수증 등에 의하고, 재산가액은 금융기관이 발급한 잔액증명서 또는 소득

210) 금융투자협회에 따르면, 2016년 12월 31일 현재 법인이나 단체인 전문투자자는 총 496개사, 개인 전문투자자는 총 248명으로 총 744명이라고 한다. 참고로, 2014년 12월 31일 통계로는 법인이나 단체인 전문투자자는 총 507개사, 개인 전문투자자는 총 112명으로 총 619명이었고, 2015년 12월 31일 통계로는 법인이나 단체인 전문투자자는 총 467개사, 개인 전문투자자는 총 145명으로 총 612명이었다. 큰 변화는 없으나, 조금씩 선택적전문투자자의 수가 늘어나고 있고, 그 중 개인 전문투자자의 증가폭이 더 큼을 알 수 있다.

211) 금융투자업규정 §1-7의2; 금융투자회사의 영업 및 업무에 관한 규정 §2-12(1)(3)

세법 제94조 1항 1호에 따른 토지 또는 건물의 소유관계를 증명할 수 있는 등기부 서류 및 동법 제99조 1항 1호에 따른 기준시가 서류 등에 의한다. 미국과 달리 거주주택도 재산가액에 포함되는 것이 특이하다. 금융투자상품 잔고 등의 요건 외에 법인과 동일하게 동 요건이 관련 자료를 제출한 날부터 2년²¹²⁾이 지나지 않아야 한다. 이에 더하여, 개인은 금융투자업자에게 계좌를 개설한 날부터 1년이 경과하여야 한다.²¹³⁾ 그리고 기술한 일반투자자로 전환이 가능한 당연전문투자자 중 연기금, 공제법인, 지방자치단체, 주권상장법인 및 해외주권상장국내법인은 당연전문투자자이지만, 장외파생상품거래에 대해서는 일반투자자로 간주되기 때문에 이들이 전문투자자와 같은 대우를 받겠다는 의사를 금융투자업자에게 서면으로 통지한 경우에는 금융투자업자의 동의 여부와는 상관없이 다시 전문투자자로 전환할 수 있다.²¹⁴⁾ 이와 같이 자본시장법이 장외파생상품거래에 한정하여 상방식 전환을 인정하고²¹⁵⁾, 그 외의 경우 일반투자자가 전

212) 따라서 2년의 의미는 전문투자자 지위의 유효기간이 2년이라는 의미이나, 그 기산일에 대해서는 논란이 있을 수 있다. 자본시장법시행령 제10조 3항 16호(법인 및 단체) 및 17호(개인)에서는 그 기간일이 관련 서류의 제출일로부터 2년이 경과하지 않았어야 하는 것으로 규정하나, 실무를 담당하는 금융투자협회가 제정한 「금융투자회사의 영업 및 업무에 관한 규정」 제2-13조 2항은 “협회의 전문투자자 지정의 효력은 지정된 날부터 2년으로 한다”고 규정하여 그 기산일을 협회가 심사 후 전문투자자로 지정한 때로 정하고 있기 때문이다. 일반투자자로서의 보호를 넓히기 위해서는 기산일을 자본시장법시행령과 같이 관련 서류의 제출일로 보아 전문투자자로서의 기간을 좁히는 것이 바람직할 것이나, 실무상 전문투자자의 지위는 금융투자협회의 전문투자자 지정에 의해 비로소 발생하는 것이므로 그 지위의 소멸에 관한 기산점도 전문투자자로 지정된 날로 보는 것이 타당하다.

213) 자본시장법시행령 §§10(3)(16)(법인 및 단체) 및 (17)(개인) 참조

214) 자본시장법 §9(5)(4) 및 시행령 §10(3단서). 투자자보호가 강화되는 하방식 전환(전문투자자→일반투자자)에서는 금융투자업자의 동의를 요하면서, 투자자보호가 약화되는 상방식전환(일반투자자→전문투자자)에서는 도리어 금융투자업자의 동의를 요하지 않는 것은 균형이 맞지 않는 것으로 판단된다. 특히, 후자의 상방식 전환에 대해서는 투자자에게 별도로 투자자보호와 관련된 권리가 약화된다는 것을 전환 전에 통지할 의무를 부여하는 것이 필요하다고 본다.

215) 통상 투자자 유형의 전환은 투자자와 금융투자업자간의 문제이기 때문에, 엄밀한 의미에서 상방식 전환은 장외파생상품거래에 한정하여 일부의 전문투자자에게만 인정된다고 하는 것이 타당하다. 그러나 법인이나 단체 및 개인의 경우에도 본인의 의사에 따라 일반투자자에서 전문투자자로 그 지위가 전환 되는 것

문투자자로 상향하여 전환할 수 없도록 한 것은 이를 허용할 경우 금융투자업자가 투자자보호 의무의 회피수단으로 악용할 수 있기 때문으로 이해되고 있다.²¹⁶⁾ 이상의 논의를 바탕으로 전문투자자의 개념을 구분하면 다음의 <표 IV-10>과 같다. 이해의 편의를 위해 전문가 개념을 대비시켰다.

이상에서 설명한 자본시장법의 전문투자자 제도를 평가하면, 자본시장법상 전문투자자 구분은 경제적 실질 즉, 위험감수능력에 따라 투자자를 분류한다는 취지에도 불구하고, 개별 규정의 면면을 살펴보면 여전히 전문투자자간 격차가 매우 크고, 전문투자자의 기준을 합리적으로 설명할 수 없는 부분도 존재한다. 전문투자자와 일반투자자간의 전환에 대한 매우 경직된 제도설계도 EU 및 영국의 제도와는 다르다. 질적 요소를 고려하지 않는 점도 EU 및 영국과 다른 점이다. 그리고 금융투자협회가 선택적전문투자자를 관리하는 방식 또한 우리나라에서만 관찰되는 특징이다. 또한 개정법은 개인의 경우 금융투자상품 잔고 1억원과 직전연도 소득액 1억원 또는 재산가액 10억원 이상이라는 기준을 도입하였으나, 재산가액 중에는 주거용 주택가액도 포함된다는 점은 해외와 다른 점이다. 한편, 기술한 바와 같이 자본시장법은 전문투자자 개념을 기초로 특정 상품이나 제도, 시장 등의 진입 개념으로도 사용하고 있는데, 상품이나 제도, 시장의 특성이 다르기 때문에 전문투자자의 개념을 그대로 사용할 수 없다는 것은 인정할 수 있으나, 그 다름에 대해 합리적인 설명이 쉽지 않을 정도로 전문투자자 기준과의 괴리가 크다.

이므로 상방식 전환에 포함할 수 있을 것이다. 다만, 법인이나 단체 및 개인의 상방식 전환은 금융투자업자의 개입 없이 금융투자협회가 심사하여 지정하는 것이므로 투자자보호 의무의 회피라는 논점과는 거리가 있을 수 있다.

216) 재정경제부(2006. 12. 28.) 27면, 김건식·정순섭(2013) 156면을 참조하기 바란다.

<표 IV-10> 전문투자자 및 전문가의 범위

전문투자자(법 §9⑤, 영 §10)		전문가(영 §11①)
당연	1. 국가 2. 한국은행 3. (금융기관) 은행, 특수은행, 금융투자업자, 보험사, 증권사, 자금중개회사, 증금, 금융지주회사, 여전사, 상호저축은행, 산림조합중앙회, 새마을금고, 신탁 4. 예보, 정리금융기관, 자산관리공사, 주택금융공사, 투자공사, 금융투자협회, 한국예탁결제원, 거래소, 금융감독원, 집합투자기구(개별법편드는 제외), 신보, 기보 5. 외국정부, 국제기구, 외국중앙은행	전문투자자 창업투자회사 회계법인 신용평가회사, 발행인에게 회계, 자문 등의 용역을 제공하는 공인회계사·감정인·변호사·변리사·세무사 등
일반 투자자로 전환가능	1. 위 3번에 준하는 외국금융기관 2. 위 4번과 연기금, 공제법인, 지자체에 준하는 외국인과 아래의 선택적전문투자자 및 이에 준하는 외국인 3. 장외파생거래를 제외한 다음의 자 연기금, 공제법인, 지자체 주권상장법인 해외주권상장국내법인	
선택적	법인: 금융투자상품잔고 100억원 (외감법 대상법인은 50억원) 개인: 금융투자상품잔고 5억원 및 연소득액 1억원/재산가액 10억원	

한편, 우리나라는 전문엔젤투자자 및 액셀러레이터에 대한 법적 개념을 도입하여 세제혜택과 일정한 지원을 하고 있다. 우선 벤처법 시행령에서 정하는 투자실적, 경력, 자격요건 등을 충족하는 개인을 규정하는데(영 §2의3(3)), 여기서 말하는 개인투자자가 소위 ‘전문엔젤투자자’이다.²¹⁷⁾

217) 전문엔젤투자자에 대해서는 전문엔젤투자자 관리규정(중소기업청고시 제2014-41호, 2014. 7. 15 제정)에서 상세히 규정하고 있다. 시행령상 전문엔젤투자자 지정요건은 2015년 11월 18일에 개정되어 투자실적 요건과 경력 요건을 보다 완화하

벤처법시행령은, 벤처기업, 창업지원법상 창업자, 기술혁신기업의 주식 또는 지분에 대한 3년간의 총투자금액(개인투자조합의 GP로서의 출자분도 포함)이 1억원 이상이고, 해당 주식 또는 지분을 6개월 이상 보유한 일정한 자를 전문엔젤투자자로 규정한다.²¹⁸⁾ 전문엔젤투자자규정은 한국벤처투자(주)가 이상의 요건을 만족하는 자에 대해 심사 후 2년 동안 유효한 전문엔젤투자자 확인서를 발급하며 해당 개인이 전문엔젤투자자임을 증명할 수 있도록 규정하고 있다(§§5 및 6).²¹⁹⁾ 전문엔젤투자자로 인증되면, 엔젤펀드 매칭투자비용을 2배로 우대하고, 엔젤펀드 신청한도도 일반엔젤투자자가 연 2억원인데 반해 전문엔젤투자자는 10억원으로 상향되고, 전문엔젤투자자 투자기업 전용 R&D도 총 2억원 한도에서 지원된다. 전문엔젤투자자가 아닌 경우라도 벤처기업 등에 투자한 개인투자자가 보유요건 등을 만족하는 경우 소득공제와 세제혜택이 주어진다.²²⁰⁾ 이를 요약하면 다음의 <표 IV-11>와 같다.

전문엔젤투자자에 대하여 2016년 5월 29일 개정된 창업지원법은 ‘창업기획자’라는 액셀러레이터 개념을 법적으로 도입하였다. 이에 따르면, 창업기획자란 초기창업자 등의 선발 및 투자, 전문보육을 주된 업무로 하는 자로 등록한 자를 의미한다(§2(4의2)). 액셀러레이터로 등록되면, 일정 기간 사업모델 개발, 기술 및 제품 개발, 시설 및 장소 확보, 투자자와의 제휴, 초기창업자 홍보 등 다양한 혜택이 주어진다. 액셀러레이터로 등록하기 위해서는 자본금 요건을 갖춘 상법상의 회사이거나 출연재산이 요건을 갖춘 민법상 비영리법인이어야 하고, 일정한 전문인력과 시설을 보유

였다. 이에 관한 소개는, 중소기업청(2015. 11. 22) 보도자료를 참조하기 바란다.

218) 일정한 자의 범위로는, 주권상장법인의 창업자, 주권상장법인의 등기이사로 3년 이상 재직한 경력이 있는 자, 벤처기업의 창업자이거나 창업자이었던 자로서 재직당시 해당 벤처기업의 연매출액이 1천억의 이상인 적이 있었던 자, 신기술창업전문회사, 창투자 등에서 투자심사업무를 2년 이상 수행한 경력이 있는 자, 기술사, 변호사, 공인회계사, 세무사, 변리사, 경영지도사 또는 기술지도사, 감정평가사, 이공계 및 경상계 박사학위 소지자 및 한국엔젤투자협회가 개설한 전문엔젤투자자 양성과정 수료자 등이다.

219) 이에 따라 전문엔젤투자자로 등록된 투자자는 2015년 10월 기준 총 30명이다.

220) 소득공제는 조세특례제한법 제16조 1항 3호 및 4호, 양도소득 비과세는 동법 제14조 제1항 및 동법 시행령 제13조 1항을 참조하기 바란다.

하여야 한다. 또한 사업계획이 산업통상자원부령에서 정하는 기준에 맞아야 한다.(§19의2(2)).

<표 IV-11> 우리나라의 엔젤투자 세제 지원제도

지원세제	투자대상	보유기간	지원내용
소득공제	벤처기업 또는 기술성 평가 통과 창업 중소기업 (3년 미만)	3년	<ul style="list-style-type: none"> • 1천5백만원 이하: 100% • 1천5백~5천만원: 50% • 5천만원 초과: 30% • 단, 어느 경우이든 종합소득 금액의 50% 한도
양도소득	창업 또는 전환 3년 이내 벤처기업	3년	양도차익 비과세

다. 사적유통시장 규제: 장외시장 및 ATS 규제

자본시장법상 사적유통시장의 개념을 이해하기 위해서는 금융투자상품 시장, 거래소시장, 증권시장, 다자간매매체결회사, 장외시장 등의 개념을 살펴보아야 한다. 자본시장법은 시장과 관련한 제일 상위개념으로 ‘금융투자상품시장’을 두고, 거래소²²¹⁾가 개설한 금융투자상품시장을 ‘거래소시장’이라고 부른다(§8의2(1) 및 (3)). 거래소시장은 다시 ‘증권시장’과 ‘파생상품시장’으로 구분되며, 이와는 별도로 ATS와 유사한 ‘다자간매매체결회사’²²²⁾라는 개념을 정의한다(§8의2(4) 및 (5)).

221) 자본시장법상 ‘거래소’란 증권 및 장내파생상품의 공정한 가격 형성과 그 매매, 그 밖에 거래의 안정성 및 효용성을 도모하기 위해 허가를 받아 금융투자상품시장을 개설하는 자를 의미한다(§8(2)).

222) 자본시장법상 다자간매매체결회사란 정보통신망이나 전자정보처리장치를 이용하여 동시에 다수의 자를 거래상대방 또는 각 당사자로 하여 상장주권 등의 매매 또는 중개·주선이나 대리 업무를 하는 투자매매업자 또는 투자중개업자 또는 투자중개업자를 말한다.

<표 IV-12> 자본시장법상 시장의 분류

구분	증권시장(장내시장)			장외시장	
종류	유가증권시장	코스닥시장	코넥스시장	K-OTC	OTC
개념	회사의 규모 및 특성 등에 따라 한국거래소가 구분하여 개설한 시장			비상장주식 중개목적의 호가증가 및 체결시스템	증권시장, ATS, K-OTC 이외의 모든 시장
거래 대상	시장별 상장심사를 거쳐 거래가 허용된 주식(유가증권시장은 채권 등도 포함)			• 지정/등록법인 • 단순계시판	제한 없음
매매 방법	경쟁매매	경쟁매매	경쟁매매	상대매매	단일상대매매

자본시장법상 장외시장이란 증권과 파생상품을 거래하는 거래소시장(증권시장 및 파생상품시장)과 다자간매매체결회사 밖에서 금융투자상품에 대한 매매 등의 장외거래(§166)가 이루어지는 곳을 말한다.²²³⁾ 그리고 장외증권이란 장외시장에서 거래되는 증권을 의미한다. 자본시장법은 장외거래에 대해서는 시행령 제178조 1항에 따라 금융투자협회가 비상장주권의 거래를 위해 개설한 K-OTC²²⁴⁾와 금융기관, 금융공기업, 체신관서 등의 특정 전문투자자를 대상으로 채무증권의 매매중개를 전문으로 수행하는 채권중개전문회사(Inter-Dealer Broker: IDB) 외에는 단일 매매당사자의 상대매매 방식만 허용한다(영 §177). 그 밖에 장외증권의 거래 및 중개에 대해서는 금융투자업규정 제5-1조 이하 등에서 여러 가지 제한을 두고 있다.

이 같이 자본시장법이 장외증권의 거래 및 중개에 대한 제한을 두고

223) 금융투자업규정 제5-1조 1호는 장외시장을 “거래소시장 및 다자간매매체결회사 이외의 시장을 말한다”라고 정의한다. 한편, 장외시장은 다시 증권회사의 창구에서 거래가 이루어지는 창구거래시장(통상 이를 일본식 용어로 ‘집두시장’이라고 한다)과 매매당사자 간에 직접거래가 이루어지는 직접거래시장으로 구분할 수 있다.

224) K-OTC의 법상용어는 자본시장법시행령 §178(1)에 따라 금융투자협회가 개설한 ‘호가중개시스템’이다(금융투자업규정 §5-1(5)).

있는 것은 장외시장이 가진 비정형적·비조직적 특성과 높은 비대칭성에 기인한다. 장외시장은 장내시장과 달리 정형화된 거래가 일어나지 않고, 장외증권 특히 비상장주식(장외주식)²²⁵⁾은 높은 정보비대칭성과 투자위험이 수반되므로 투자자보호를 위해 규제를 가하고 있는 것이다.

현행 자본시장법상 증권회사의 장외증권 중개나 매매와 관련한 제약 중 주로 문제가 되는 것은 장외주식에 대한 것이 대부분이다. 채권거래는 전통적으로 장외거래가 대부분이고, 자본시장법도 채권장외거래에 대해서는 채권중개전문회사(§179), 채권전문자기매매업자(§180)²²⁶⁾ 등에 대한 별도의 규정을 두고 있다.

한편, 자본시장법상 공개회사는 감사보고서, 회사의 사업내용, 재무사항 등 회계연도의 주요정보를 담은 연차보고서(이를 ‘사업보고서’라 한다)를 제출하여야 하며, 사업보고서 제출대상법인은 분기·반기보고서 제출도 의무화되어 있다.²²⁷⁾ 사업보고서 제출의무가 있는 비상장회사는 공모실적이 있거나, 외감법 대상법인²²⁸⁾으로서 주주수가 500명 이상인 회사이다. 그런데 비상장주식의 경우에도 비상장 공개회사(사업보고서 제출대상법인)의 주식은 회사의 주요정보가 정기적으로 공시되므로 정보비대칭성이 완화되어 유통의 위험이 상대적으로 적다고 할 수 있다.

225) 비상장주식(장외주식)은 주권상장법인이 발행한 주식 이외의 주식을 말한다(금융투자업규정 §5-1(4)).

226) 채권전문자기매매업자는 통상 채권전문딜러로 불리는 투자매매업자로서 장외 채권시장에서 금융투자협회의 홈페이지를 통해 매수·매도 양방향 호가를 동시에 제출하는 방법으로 시장을 조성하는 전문딜러를 말한다. 채권전문딜러제도는 채권시장의 유동성과 투명성을 제고할 목적으로 2000년 6월에 도입되었다. 2012년 8월 기준으로 12개 증권회사와 3개 은행이 채권전문딜러로 지정되어 있다.

227) 다만, 코넥스시장은 전문투자자 시장임을 감안하여 분기·반기보고서 제출을 면제하고 있다.

228) 주식회사의 외부감사에 관한 법률 §2 및 동법 시행령 §2에 따르면, 외감법 대상법인은 (1) 직전 사업연도 말 자산총액이 120억원 이상인 주식회사, (2) 주권상장법인과 해당 사업연도 또는 사업연도 중 주권상장법인이 되려는 주식회사, (3) 직전 사업연도 말의 부채총액과 자산총액이 각각 70억원 이상인 주식회사 또는 (4) 직전 사업연도 말 종업원수가 300명 이상이고 자산총액이 70억원 이상인 주식회사를 말한다.

이에 따라 비상장 공개회사의 경우 일정한 요건을 만족하는 경우 금융투자협회가 개설한 K-OTC를 통해 다자간 상대매매방식의 유통을 허용하고 있다. 그러나 매출규제로 인해 모든 비상장 공개회사가 거래대상은 아니다. 참고로 K-OTC는 금융투자협회가 운영하던 프리보드를 개편하여 2014년 8월 25일에 출범한 ‘조직화된 장외시장’으로서²²⁹⁾, K-OTC는 장외에서 거래되고 있는 유명 비상장 대기업, 중견기업 등 ‘공모실적이 있는’ 사업보고서 제출기업(비상장 공개회사)만을 거래 대상으로 한다. 따라서 상장주식과 비상장 공개회사주식 중 K-OTC에서 거래되는 주식을 제외한 그 밖의 비상장주식은 모두 장외에서만 거래될 수밖에 없다. 그러나 증권회사는 투자매매업자의 인가를 받았음에도 불구하고 내부주문집행(internalization)이 불가하고²³⁰⁾, 매출규제 등으로 인해 홈페이지상 게시관 등의 운영을 통한 중개도 불가하다.

증권회사의 비상장주식 중개업무와 관련하여 2009년 9월 금융위원회는 유사시설 개설 금지 위반과 장외거래 방법 위반 소지가 있고, 매출시 증권신고서 제출의무와 투자광고 관련 규정 등을 위반할 가능성이 크다는 유권해석을 내린 바 있다.²³¹⁾ 이 유권해석은 위법 여부를 명확히 밝힌 것은 아니고 상기 내용에 관한 위반 가능성이 있을 수 있다는 의견이었다. 그러나 이 유권해석에 따라 내부적으로 비상장주식의 장외호가게시판시스템을 구축하려던 일부 증권회사는 잠정적으로 업무를 중단한 바 있다. 이러한 금융위원회의 유사시설 금지(현재는 무허가 시장개설 금지) 규정 및 장외거래방법 위반 소지에 관한 유권해석은 관련 조문을 넓게 해석한 것

229) 프리보드와는 달리 K-OTC는 일정한 요건을 충족하는 경우 금융투자협회가 직권으로 거래대상주식으로 ‘지정’할 수 있는 점이 특색이며, 이는 미국 OTC Markets 등과 유사하다.

230) 다만, 이른바 ‘대형IB’에 한해서는 비상장증권에 한해 내부주문집행이 허용될 예정이다. 그러나 금융당국이 구상하는 내부주문집행 허용의 의미는 해외 사례와 비교 시 대형IB에게 비상장증권용 ATS를 허용하겠다는 취지로도 보여 추후 한국판 ‘내부주문집행’의 개념에 대해서는 정확한 의미를 점검할 필요가 있을 것으로 보인다.

231) 금융민원센터 홈페이지에서 조회가 가능하다. 장외주식 Brokerage 유권해석 질의와 ‘온라인상 비상장주식 거래의 유사시설 개설금지 위반 여부’라는 제목의 질의에 대한 유권해석을 참조하기 바란다.

이다. 즉, 투자중개업자인 증권회사는 중개라는 업의 성격상 장외증권의 중개가 당연한 것이나, 그 중개의 방법이 거래소의 가격형성·가격발견 기능까지 갈 가능성이 있을 경우 이는 유사시설금지를 위반할 우려가 있고, 장외에서 단일의 매도자·매수자가 1:1로 거래하도록 하는 장외거래 방법을 벗어날 가능성이 있다는 점을 강조한 것이다. 또한 유권해석이 적시한 바와 같이 주주들이 시스템화된 호가계시판을 통해 불특정 다수에게 매도가격을 제시하는 행위는 ‘매출’에 해당되기 때문에 증권신고서 제출의 무 위반에 해당될 가능성도 크다는 의견이다. 이상과 같은 비상장주식에 대한 증권회사의 업무를 제약하는 요인은 (1) 장외거래 방식의 제한, (2) 공모규제, (3) 무허가 시장개설금지 및 ATS 규제와 (4) 자기계약금지 규제로 요약할 수 있다. 이에 따라 비상장주식의 유통에 상당한 제약이 따르고, 증권회사의 중개·매매 기능도 사실상 상장증권에 대한 투자자의 주문 전달에 그칠 정도로 상당히 약화되어 있다.

장외증권의 취급과 관련한 업무규제의 핵심은 장외증권이 갖는 높은 정보비대칭성과 장외시장 자체가 갖는 비조직성·비정형성에 있다. 이러한 문제를 해결하는 방법은 정보비대칭성을 낮추기 위한 정보의 흐름을 유도하는 정책과, 다른 한편으로는 비조직성·비정형성에서부터 나타날 수 있는 불공정거래 행위를 엄단하는 불공정거래행위 규제의 집행이다. 그런데 놀랍게도 장외증권의 거래와 관련해서는 내부자거래, 시세조종 등 불공정거래행위에 대한 규제체계가 매우 허술하다. 장외거래는 상대매매에 의하고, 예외적인 경우에 한하여 중개를 허용하기 때문인 것으로 추측되나, K-OTC 거래에서는 내부자거래나 시세조종 등의 불공정거래가 일어날 수 있다. 향후 비상장증권에 대한 ATS거래가 허용될 경우 이 또한 문제가 될 수 있다. 미국의 경우 장외거래 규제체계의 정비 중 제일 먼저 서두른 것이 불공정거래행위를 규제하기 위한 근거규정을 둔 것이란 점은 시사하는 바가 크다.

<표 IV-13> 비상장주식 관련 업무규제 요약

규제항목	규제내용
장외거래 방법의 제한 (\$166)	<ul style="list-style-type: none"> • 장외에서 금융투자상품을 매매하는 경우에는 단일의 매도자와 매수자 간에 매매하는 방법 즉, 단일상대매매의 방법만 인정 • 동시에 다수의 자를 각 당사자로 한 가격 및 수량의 공표 금지
무허가시장 개설금지 및 ATS 규제 (\$373, 78)	<ul style="list-style-type: none"> • 예외적으로 인정된 경우를 제외하고 거래소허가를 받지 않은 시장개설 행위는 엄격히 금지(시장개념에 대한 광의의 해석) • 예외적으로 인정된 ATS의 경우에도 상장주식에 한정되므로, 비상장주식 중개목적의 ATS 출현 제약 • ATS 인가를 위해 추가로 500억원의 자기자본 필요
매출규제 (\$9, 119)	<ul style="list-style-type: none"> • 증권신고서 없이 50인 이상의 일반투자자를 대상으로 이미 발행된 증권에 대한 투자권유와 광고를 금지 • 공개된 인터넷 상에서 매도호가를 게시하는 것은 매출 및 광고규제 위반에 해당 가능
자기계약금지 (\$67)	<ul style="list-style-type: none"> • 투자매매업자 및 투자중개업자가 투자자로부터 금융투자상품에 관한 매매의 위탁을 받은 경우 자신이 직접 거래의 상대방이 되어 계약의 주체가 되는 것을 금지 (내부주문집행 불가) • 단, 증권업자가 증권시장을 통하여 매매가 이루어지도록 하는 등 투자자보호에 문제가 없는 경우에는 예외 인정

이상에서 논의한 우리나라의 사적유통시장 규제를 해외 사례와 비교하여 요약하면 다음과 같다. 미국과 EU 및 영국의 경우에도 엄격한 공모규제로 인해 장외증권, 특히 비상장주식의 거래에는 상당한 제약이 따른다. 그러나 우리나라와는 달리 미국과 EU 및 영국에서는 비상장주식 매매·중개업무를 활발히 영위할 수 있는 규제환경이 조성되어 있다. 예컨대, 미국의 경우에는 Rule 144와 Rule 144A에 따라 비상장주식에 대한 정보의 흐름이 있는 경우에는 이를 유통시킬 수 있도록 세밀한 규제 장치가 마련되어 있는 것이 특징이다. 영국의 경우에도 공모에 대한 정의가 우리보다 상대적으로 완화되어 있기 때문에 사모 형태의 증권 유통이 보다 자유롭다. 이에 반해 우리나라에서는 정기적인 공시를 하고 있는 비상장 공개회사의 경우에도 복잡한 공모규제로 인해 유통이 제한되어 있고, 유통이 가

능한 경우에도 K-OTC를 통한 경우에만 다자간 상대매매방식으로 거래할 수 있도록 규제한다. 따라서 비상장주식에 대해 증권업자의 중개기능이 상당히 제한되어 있다고 할 수 있다. 특히, 거래소가 개설하는 시장 즉, 거래소시장에 대한 광범위한 해석과 ATS에 대한 높은 인가규제는 외국과 비교 시 상당한 격차를 보이고 있다. 해외의 사례는 IT기술의 발전에 따라 다양한 형태로 출현하는 ATS에 대해 경쟁을 통한 투자의 효율성과 편의의 도모 및 투자자보호의 관점에서 이를 정규거래소 규제와는 분리하여 낮은 수준의 진입장벽과 행위규제 등을 두고 있다. 비상장증권의 ATS 거래에는 사후적 투명성만을 요구하여 장외증권이 가진 특성도 반영하고 있다. 또한 외국의 경우에는 증권회사의 내부주문집행은 투자매매업자로서의 당연한 기능에 속하나 우리나라의 경우에는 이 또한 규제로 인해 금지되어 있는 상황이다. 그리고 외국에서는 ATS에서의 장외증권 거래나 그 외 ATS 밖에서의 장외거래에 대해서도 불공정거래규제를 동일하게 적용하기 때문에 건전한 시장형성에 주의를 기울이고 있다. 반면, 우리나라의 경우에는 장외 불공정거래행위에 대해서는 별다른 규제가 존재하지 않는다. 장외거래에는 상대매매방식만을 요구하고 있기 때문에 불공정거래가 일어날 가능성이 낮다고 판단한 것일 수도 있으나, 당장 K-OTC에서의 거래는 다자간 상대매매임에도 불공정거래를 규제하기 위한 체계적인 규제가 마련되어 있지 않다.

라. 준사적자본시장 영역 규제

1) 크라우드펀딩 규제

우리나라의 크라우드펀딩 규제는 2015년 7월 24일에 개정된 자본시장법(2016년 1월 25일 시행)과 금융투자업규정 및 발행공시규정에 따라 그 규제체계가 설계되어 있다. 크라우드펀딩 규제의 철학적 바탕은 미국의 제도와 동일하게 신생기업 등의 자금조달 활성화와 투자자보호에 있다. 즉, 우리나라의 크라우드펀딩 규제도 미국과 동일하게 증권신고서 면제에

의한 공모규제 완화 및 중개업자 진입규제 완화 및 이를 보완하는 투자자 보호 장치의 마련을 핵심적 내용으로 한다. 그러나 자본시장법의 세부적인 규정은 우리나라의 현실을 반영하여 미국보다 다소 규제의 수준을 낮춘 부분도 있고, 광고규제와 같은 부분에서는 미국보다 규제가 강한 것도 있다. 이하에서는 미국 크라우드펀딩 규제에서 논의한 것과 같이 발행인, 투자자, 중개기관 측면으로 구분하여 주요 내용을 소개하기로 한다.²³²⁾

우선, 발행인 규제와 관련하여 자본시장법은 크라우드펀딩을 이용할 수 있는 적격발행인 규제를 두고 있다. 크라우드펀딩을 이용할 수 있는 발행인은 비상장기업이어야 하고²³³⁾, 창업지원법 제2조 2호에 따라 창업하여 사업을 개시한 날부터 7년이 지나지 않은 자이어야 한다. 그러나 등록벤처기업, 등록이노비즈기업 및 비상장중소기업의 프로젝트 사업에 투자하는 경우에는 7년 업력제한에 관계없이 크라우드펀딩을 통한 자금조달이 가능하다. 크라우드펀딩을 통해 발행할 수 있는 증권은 주권과 같은 지분증권²³⁴⁾, 사채권과 같은 채무증권 및 투자계약증권²³⁵⁾이다. 따라서 크라우드펀딩을 이용하는 발행인(온라인소액증권발행인)²³⁶⁾은 수익증권이나 파생결합증권은 발행할 수 없다. 발행인이 크라우드펀딩을 통해 조달할 수 있는 연간총한도는 7억원이다.

232) 이하의 내용은 천창민(2016), 86면 이하를 기초로 한 것임을 밝힌다.

233) 발행인은 창업지원법 시행령 제4조에서 규정하는 금융 및 보험업, 부동산업, 숙박 및 음식점업, 무도장운영업, 골프장 및 스키장운영업 등의 업종에 종사하지 않는 자이어야 한다는 제한이 있다. 다만, 2016년 5월 16일 개정법에 따라 IT 기술을 활용하여 금융서비스를 제공하는 업종은 예외적으로 허용된다. 핀테크를 활성화하기 위한 조치이다.

234) 익명조합의 지분증권은 사실상 제외된다고 해석된다. 자본시장법상 익명조합의 지분증권은 집합투자증권이므로 이를 발행하기 위해서는 별도의 집합투자업 인가가 필요하기 때문이다. 후술하는 바와 같이 크라우드펀딩을 중개하는 자는 '온라인소액투자중개업자'인데, 온라인소액투자중개업자는 투자중개업자의 특수한 형태인 하위개념이기 때문에 집합투자증권의 발행이 불가능한 것이다.

235) 투자계약증권은 포괄적 개념의 증권으로서 지분증권과 채무증권에 포섭될 수 없는 경우에 한해 예외적으로 발행할 수 있을 것이다.

236) 자본시장법 §117의7(3)에서 온라인소액투자중개를 통하여 증권을 발행하는 자(발행인)를 '온라인소액증권발행인'으로 정의한다.

자본시장법은 증권신고서 면제의 보완장치로서 모집 전단계에서 크라우드펀딩을 통한 모집개시일 3일 전에 모집내역, 재무내역을 포함한 발행인 관련 사항, 사업계획 등을 게재하도록 규정한다. 재무제표에 대한 검증 수준은 소액공모금액과 사모발행금액을 포함하여 연간누적발행금액이 3억원 이하인 발행인에게 적용되는 회계기준에 따라 공정하게 작성되었으며 중요한 왜곡표시가 없다는 내용에 대한 발행인의 대표이사의 확인이 필요하다. 3억원 초과 5억원 이하인 공인회계사의 감사의견이 필요하고, 5억원 초과는 회계감사인의 감사의견이 필요하다. 모집 이후단계에서는 모집 종료 후 지체 없이 모집실적에 관한 결과를 온라인소액투자중개업자의 홈페이지에 게재하여야 한다. 그리고 계속공시로서 온라인소액증권발행인은 사업보고서의 공시 대신 매 사업연도 경과 후 90일 이내에 온라인소액투자중개업자의 홈페이지에 재무제표를 게재하여야 한다. 모집 단계에서는 모집금액과 관련하여 목표금액의 80%까지만 자금이 모집되어도 증권발행을 허용한다. 모집 단계에서의 발행인의 행위규제로서 발행인은 청약마감일 7일 전까지만 온라인소액투자중개업자의 홈페이지에서 투자판단에 도움이 되는 정보를 제공(의견을 제시)할 수 있고, 7일 이후에는 의견제시가 금지된다. 그리고 투자판단에 영향을 미칠 수 있는 중요정보가 모집개시 3일전에 게재한 내용과 상이하게 된 경우에는 그 게재내용을 즉시 정정하여야 한다.

투자자와 관련한 규제는 투자한도와 전매제한이다. 투자자의 연간총투자한도와 관련하여 자본시장법은 미국과 달리 전문투자자 등에 대해서는 투자한도의 제한을 두지 않는다. 일반투자자는 기본적으로 연간 총 500만원까지 투자할 수 있으며, 이 금액의 한도 내에서 발행인당 200만원까지 투자할 수 있다. 그러나 일반투자자이지만 금융소득종합과세자나 사업소득과 근로소득의 합이 1억원 이상인 투자자는 연간 총 2천만원, 발행인별 총 1천만원까지 투자할 수 있도록 규제를 완화하고 있다. 전매제한 규제는 크라우드펀딩을 통해 취득한 증권 모두를 1년간 예탁결제원에 예탁하거나 보호예수하는 방법으로 매도 또는 양도할 수 없도록 규제하는 것을 말한다. 예외적으로 전문투자자나 발행인, 발행인의 대주주에 대한 전매

및 증권시장과 금융투자협회가 운영하는 K-OTC에서의 전매는 허용한다. 다만, 미국과 달리 우리나라는 가족 등에 대한 매도나 양도는 허용하지 않는다.

크라우드펀딩 중개기관인 온라인소액투자중개업자는 특수한 형태의 투자중개업자로서 “온라인상에서 타인계산으로 온라인소액증권발행인이 발행하는 증권의 모집 또는 사모에 관한 중개를 영업으로 하는 투자중개업자”로 정의된다(법 §9(27)). 온라인소액투자중개업자도 투자중개업자이기 때문에 기본적으로 투자중개업자에 대한 규정이 적용된다. 그러나 진입규제 측면에서는 규제완화 차원에서 투자중개업자는 ‘인가’가 필요하나 온라인소액투자중개업자는 ‘등록’만으로 진입할 수 있도록 규정한다. 또한 자기자본도 투자중개업자는 30억원이 요구되나, 온라인소액투자중개업자는 5억원으로 진입자본을 대폭 낮추고 있다. 그 외에도 인적요건, 대주주요건 등에서 투자중개업자보다 낮은 수준의 진입규제가 적용되도록 하고 있다. 행위규제 측면에서 온라인소액투자중개업자는 자본시장법상 금융투자업자의 하나로서 투자자보호와 건전한 시장발전을 위해 반드시 필요하다고 판단되는 영업행위규제는 투자중개업자와 동일하게 적용받는다. 그러나 온라인소액투자중개업자는 투자자의 증권계좌나 대금계좌를 관리할 수 없고 단순한 발행주선 업무만 한다는 특성을 반영하여 상당부분의 영업행위 규제를 면제하고 있다. 그 밖에 자본시장법은 온라인소액투자중개업자에 맞춘 별도의 영업행위 규제를 도입하고 있다.²³⁷⁾

한편, 자본시장법은 온라인소액투자중개업자 또는 발행인의 투자광고를 제한하고 있다. 규제의 핵심은 투자광고의 주체와 장소 및 방법의 규제이다.²³⁸⁾ 즉, 자본시장법은 투자광고의 주체를 온라인소액투자중개업자

237) 자기투자 금지, 자문 금지, 발행한도 및 투자한도 관리와 위탁 의무, 차별대우 금지, 청약권유행위 제한, 청약증권금 별도예치·신탁 의무, 사실확인 의무 등이 있다.

238) 일반적인 광고규제의 대상은 자본시장법 제57조(투자광고) 및 「표시·광고의 공정화에 관한 법률」상 영리추구를 목적으로 하는 금융투자업자와 사업자등이지만, 본조는 온라인소액투자중개업자 및 발행인 외의 모든 자도 규제 대상에 포함시키는 점에서 특례이다.

와 발행인으로 한정한다. 따라서 온라인소액투자중개업자와 발행인이 아니면 크라우드펀딩 광고를 할 수 없도록 규정한다. 둘째, 투자광고의 장소 규제로서 온라인소액투자중개업자가 개설한 인터넷 홈페이지에서만 투자광고가 허용된다. 이에 대한 예외이자 예외적 투자광고의 방법에 관한 규제로서 자본시장법은 온라인소액투자중개업자 또는 발행인은 다른 매체를 이용하여 투자광고가 게시된 동 인터넷 홈페이지 주소를 소개하거나 이곳에 접속할 수 있는 장치, 예컨대 링크를 제공할 수 있도록 규제한다.

끝으로 자본시장법은 효율적인 크라우드펀딩이 가능하도록 중앙기록관리기관 등에 대한 규정을 두고 있다. 중앙기록관리기관²³⁹⁾은 발행인의 연간발행한도, 투자자의 연간총투자한도와 발행인별 연간투자한도를 관리하고, 발행인과 발행정보 등을 보관·관리하여 효율적인 규제준수 유도과 투자자보호 기능을 수행한다. 특히, 발행인과 발행정보, 투자자들의 의견교환내역 등을 집적하여 온라인소액투자중개업자가 도산하거나 관련 정보를 소실한 경우에도 중앙기록관리기관의 집적된 자료에 근거하여 감독과 집행이 가능하도록 지원하는 기능을 수행한다.

이상 우리나라의 크라우드펀딩 제도를 미국과 비교하면, 그 설계방법론 측면에서 매우 유사하고 규제수준도 대체로 유사한 것으로 판단된다. 그러나 발행인의 세부 공시내역 측면에서 많은 차이를 보이고, 부적격발행인 규정, 발행가능금액, 최소모집기간, 조기마감요건, 투자자교육자료의 세부내용과 제공요건, 대화채널규제, 판촉인규제, 거래결과 통지의무, 청약철회권 행사의 제한을 통한 발행인의 자금조달 도모와 중요변경사항 발생 시의 예외 규정, 투자광고 허용의 범위, 중개기관의 허용행위 범위, 중개기관의 사실확인요건의 정도, 다양한 계속공시 면제요건 등에서는 미국의 크라우드펀딩 규제가 그 내용면에서 완성도가 보다 뛰어난 것으로 보인다. 특히, Reg CF 단계에서 광고규제에 관한 규제 완화 부분과 촘촘한 판촉인 규제를 통한 이해상충 및 사기 방지를 위한 부분 등은 향후 우리나라 크라우드펀딩 제도의 발전을 위해 참고할 만하다.

239) 참고로, 한국예탁결제원이 중앙기록관리기관으로 선정되어 관련 시스템인 크라우드넷(CrowdNet)을 제공하고 있다.

2) 소액공모 규제

자본시장법은 공모에 해당하면 발행공시규제를 받도록 하여 투자자 보호를 꾀한다. 그러나 발행금액이 일정 규모 이하인 경우까지 증권신고서 제출 등의 발행공시규제를 받게 하면 규제의 효율이 떨어질 수 있고, 또 소액의 경우 투자자보호의 실익이 크지 않다고 할 수도 있다. 이에 자본시장법은 다음 두 가지의 경우 소액공모로 취급하여 보다 완화된 요건 하에 자본조달이 가능하도록 하고 있다(법 §119(1) 및 영 §§120(1)(1) & (2)).²⁴⁰⁾ 첫째, 공모하려는 증권의 공모금액과 해당 공모일부터 과거 1년 동안 이루어진 증권의 공모로서 증권신고서를 제출하지 아니한 모든 공모금액(소액출자자가 K-OTC에서 증권을 매출한 금액은 제외)의 합계액이 10억원 미만인 경우이다. 둘째, 과거 6개월간 권유대상자의 수가 50인을 넘어 공모에 해당하는 경우에는 그 합산의 대상이 되는 모든 권유 각각의 합계액이 10억원 미만인 경우이다. 소액공모가 적용되는 공모금액의 하한은 없다. 따라서 예컨대 액면가 및 발행가가 100원인 주식 1주를 일반투자자 50인에게 청약권유할 경우(총발행금액 5천원)에도 소액공모 규제가 적용된다.

이상의 10억원 미만 요건을 만족하는 소액공모의 경우에는 회계감사를 받거나 공인회계사의 확인과 의견표시를 받은 재무상태 및 영업실적 기재 서류(소액공모서류)를 소액공모개시일 3일 전까지 금융위원회에 제출하여야 한다(영 §137(1)(1)).²⁴¹⁾ 소액공모가 종료된 때에도 지체 없이 발행인의 명칭 및 주소, 주관회사의 명칭, 청약 및 배정에 관한 사항, 증권교부일·상장일·증자등기일, 유상증자 전후 주요주주의 지분변동 상황 및 조달자금의 사용내역을 기재한 서류를 금융위원회에 보고하여야 한다(영 §137(1)(4) 및 발행공시규정 §2-17(3)). 또한 매 사업연도 경과 후 90일 이내에 대차대조표, 손익계산서, 이익잉여금처분계산서 또는 결손금

240) 반대로, 두 가지 경우에 해당하지 않는 공모 즉, 공모금액이 10억원 이상인 공모는 증권신고서를 제출하여야 한다.

241) 다만 사업보고서 제출대상법인(공개회사), 외국정부, 외국지자체, 외국정부 또는 외국지자체가 지분을 보유하고 있는 외국공공단체, 국제금융기구는 소액공모서류 제출이 면제된다. 공개기업은 사업보고서로 동 서류를 갈음할 수 있고, 외국정부 등은 사업보고서 제출이 면제됨을 감안한 조치이다(변제호외 5인(2015), 383면 각주 403).

처리계산서 등을 금융위원회에 제출하여야 한다(영 §137(1)(5)).²⁴²⁾ 그리고 청약권유 시에도 인쇄물 등에 모집·매출에 관한 사항과 발행인과 관한 사항 등을 기재하도록 하는데, 그 내용은 증권신고서 및 투자설명서에 기재되어야 할 핵심적 내용과 유사하다(영 §137(1)(2)).

우리나라의 소액공모 제도는 2001년 9월 중소기업 자금조달 활성화 차원에서 그 기준액을 기존 10억원에서 20억원으로 상향한 바 있다. 그러나 소액공모 이후 부도로 상장폐지 되는 사례의 증가로 투자자 피해가 잇따름에 따라²⁴³⁾ 자본시장법을 시행하면서부터 현재와 같이 다시 10억원으로 기준을 강화하였다.²⁴⁴⁾ 하지만, 여전히 소액공모 제도가 신생·중소기업 등의 대안적 자금조달 방식이 되지 못하고 있고, 제도 자체에 대한 인식도 좋지 않은 상황이 계속되고 있다고 판단된다.

미국의 Regulation A+ 와 비교 시 우리나라의 소액공모 제도는 상장기업도 소액공모를 이용할 수 있다는 점이 다르고, 모집금액에 관계없이 정공시를 계속 부담한다는 점도 다르다. 기술한 바와 같이 Regulation A+ 는 개정에 따라 자금조달 규모를 이원화하여 2천만달러까지 모집할 수 있는 Tier 1에서는 정기 및 수시공시까지 면제해 주고 있다. 또한, 개정 전부터 공개회사에 대해서는 Regulation A의 소액공모 제도를 이용할 수 없도록 제한하고 있었다.

마. 사모펀드 및 벤처캐피탈 규제

우리나라의 벤처캐피탈을 포함한 사모펀드 규제는 자본시장법과 창업지원법 등 14개 개별법률에서 관련 규정을 두고 있다. 그러나 현행법상 일반적 의미의 사모펀드 규제는 자본시장법이 규율하는 체계이며, 벤처캐

242) 공개회사 및 외국정부 등은 동 재무서류의 제출이 면제된다.

243) 주로 부도 직전의 한계기업이 소액공모 이후 상장폐지되는 사례가 발생되어 일반투자자들이 많은 피해를 입었다.

244) 소액공모 제도의 남용으로 인한 투자자 피해 사례와 이에 대한 보완책에 대한 소개로는 금융위원회(2012. 2. 24)를 참조하기 바란다.

피탈에 대해 창업지원법 등에서 독자적 형태의 규제체계를 형성하고 있다고 할 수 있다.

그런데 연혁적으로 살펴보면, 사모펀드 규제의 가장 기본적 뼈대를 구축하고 있는 자본시장법상 사모펀드 규제체계는 사실상 공모펀드 규제에 그 토대를 두고 있다. 우리나라에서 펀드규제를 규정한 초창기 법률은 1969년 8월에 제정된 증권투자신탁업법과 1998년에 제정된 증권투자회사법이다. 2003년 기존의 자산운용 내지 간접투자 관련 법률을 통합한 간접투자자산운용업법(이하 간투법)이 제정되었다.²⁴⁵⁾ 이후 2009년 자본시장법에 시행되면서 간투법 등의 펀드 규제체계를 개정하여 현재의 공사모펀드 규제체계를 이루고 있다. 하지만, 사모펀드 규제체계는 여전히 공모펀드 규제에서 일부를 면제하는 방식으로 설계되어 있어 사모펀드가 가지는 특질을 제대로 반영하지 못하고 있다. 물론, 2015년 7월 개정된 자본시장법에 따라²⁴⁶⁾ 사모펀드 규제가 단순화되는 등 큰 폭의 변화가 있었지만, 해외 사모펀드 규제체계와 비교 시 여전히 규제 강도가 강한 편이다.

이하, 이 절에서는 앞서 살펴 본 해외 사모펀드 규제체계를 염두에 두고, 우리나라 사모펀드 규제의 핵심적인 내용을 중심으로 비교·고찰하기로 한다. 아울러, 2015년 7월에 개정된 자본시장법 전후의 사모펀드 규제체계도 우리나라 사모펀드 규제체계 변화의 흐름을 읽는데 중요하므로 개정 이전 내용도 간략히 소개하기로 한다. 그리고 사모펀드와는 별도로 존재하는 벤처캐피탈 규제도 간략히 소개하기로 한다.

1) 사모펀드의 정의 및 구분

자본시장법상 사모펀드는 (1) 사모로만 발행하는 펀드로서, (2) 일정한 투자자를 제외한 투자자수가 총 49인 이하인²⁴⁷⁾ 펀드를 말한다(법 §9(19))

245) 동 법률은 2003년 10월 4일 제정(법률 제6987호)되었고, 이듬해 1월 5일부터 시행되었다가 자본시장법에 흡수되면서 폐지되었다. 간투법에 대한 상세는 법령 제정 김철배 외(2006)을 참조하기 바란다.

246) 동 개정 법률은 2015년 7월 24일에 공포(법률 제13448호)되었고, 2015년 10월 25일부터 시행되었다.

및 영 §14(2)). 즉, 자본시장법상 사모펀드의 정의는 미국과 유사하게 청약의 권유 단계에서 전문가와 연고자를 제외한 49인 이하에게 청약권유를 하여 사모발행이 되어야 하고, 투자이후 단계에서는 일부의 전문투자자를 제외한 투자자의 수가 49인 이하가 되어야 사모펀드에 해당하게 된다.

종래 자본시장법은 사모펀드를 크게 일반사모펀드, 헤지펀드 및 사모투자전문회사(PEF)로 구분하고 있었으나, 2015년 7월 개정법은 이를 단순화하기 위해 일반사모펀드와 헤지펀드를 합하여 전문투자형 사모펀드라 하고²⁴⁸⁾, 기존의 PEF에 해당하는 사모펀드를 경영참여형 사모펀드로 이분화하였다. 개념상, 전문투자형 사모펀드는 정의상 경영참여형 사모펀드가 아닌 모든 사모펀드이다(법 §9(19)(2)). 따라서 전문투자형 사모펀드의 개념은 경영참여형 사모펀드의 정의에 의해 결정된다. 자본시장법은 경영권 참여, 사업구조 또는 지배구조의 개선 등을 위하여 지분증권 등에 투자·운용하는 투자합자회사인 사모펀드를 경영참여형 사모펀드로 정의한다(법 §9(19)(1)).

한편, 투자이후 단계의 투자자 49인을 산정하기 위해 제외되는 투자자 개념과는 별도로 자본시장법은 적격투자자 개념을 규정하고 있다. 이에 따르면 사모펀드에 투자할 수 있는 투자자인 적격투자자는 자본시장법 제9조 5항에서 규정하는 모든 전문투자자와 1억원 이상을 투자하는 개인이나 법인·단체이다. 전문투자자에 대해서는 투자금액의 제한을 두지 않는 반면 일반투자자에 대해서는 펀드의 위험도에 따라 최소투자금액을 1억원과 3억으로 구분하여 적격투자자 여부를 따진다(법 §249의2 및 영 §§271(1) & (2)). 전문투자형 사모펀드의 적격 투자금액과 관련하여 자본시장법은 제249조의7 1항 각호에서 규정하는 금액²⁴⁹⁾의 총액이 전문투자

247) 사모펀드의 요건 중 하나인 49인에 포함되지 않는 투자자는 기술한 전문투자자 개념을 기초로 구성되어 있다.

248) 2015년 7월 개정 자본시장법에 따른 전문투자형 사모펀드 규제에 관한 상세는 우선 박삼철 외(2015)를 참조하기 바란다.

249) 파생상품에 투자하는 경우 그 파생상품의 매매에 따른 위험평가액, 집합투자재산으로 해당 전문투자형 사모집합투자기구 외의 자를 위하여 채무보증 또는 담보제공을 하는 방법으로 운용하는 경우 그 채무보증액 또는 담보목적물의 가액 및 전문투자형 사모집합투자기구의 계산으로 금전을 차입하는 경우 그 차입금

형 사모펀드 순자산총액의 200% 이하인 경우에는 1억원, 200%를 초과하는 경우에는 3억원 이상을 투자하는 경우에만 투자가 가능하도록 규정하고 있다(§271(2)). 경영참여형 사모펀드의 유한책임사원(LP)은 3억원 이상을 투자하여야 하고, 업무집행사원(GP)의 임원 및 운용인력은 1억원만 투자하여도 가능하도록 적격투자자의 범위가 규정되어 있다.

따라서 자본시장법상 사모펀드가 되기 위해서는 우선 발행단계에서 사모발행이어야 하므로, 전문가 및 연고자를 제외한 49인 이하의 투자자에게 청약의 권유를 하여야 한다. 발행 이후에는 투자자의 총수가 전문투자자 등을 제외한 49인이어야 하여야 하는데, 어느 경우이든 모든 투자자는 적격투자자여야 하며, 적격투자자가 자본시장법시행령 제14조 1항에서 규정하는 49인에서 제외되는 투자자가²⁵⁰⁾ 아닌 경우 49인까지만 가능하다고 요약할 수 있다. 사모펀드 여부에 대한 이러한 복잡함은 투자단계별로 투자자 기준이 모두 상이하여 발생하는 문제인데, 향후 개선이 필요한 것으로 판단된다.

2) 사모펀드운용사 및 사모펀드 규제

2015년 7월 사모펀드 활성화의 일환으로 개정된 자본시장은 종래 사모펀드 규제에 비해 많은 부분 관련 규제를 완화하였다. 하지만 앞서 언급한 바와 같이 여전히 해외 사모펀드 규제와는 상당한 격차를 보인다.

우선, 자본시장법은 사모펀드운용사와 사모펀드 자체 모두를 규제의 시각 안에 두고 있다. 종래와는 달리 운용사 진입규제 중 헤지펀드는 인가에서 등록으로 완화하고, PEF의 GP는 종래와 같이 등록제를 유지하고 있지만, 여전히 모든 사모펀드운용사를 규제의 틀 안에 두려한다는 점에서 해외와 차이가 있다. 특히, 해외에서는 펀드 자체에 대해서는 규제를

의 총액을 말한다.

250) 경영참여형 사모펀드의 LP 산정에 대해서는 49인 산정에서 제외되는 투자자를 별도로 규정하고 있다(법 §249의11(3) 및 영 §271의14(1)). 따라서 PEF의 LP 총수의 산정과 관련하여, 시행령 §14(1)은 의미가 없다. 입법상 오류이다.

피하고, 운용사를 통한 간접규제에 의하나, 개정 자본시장법은 설립 후 2주일 이내에 금융위원회에 보고토록 한다는 점에서 해외와 차이가 있다.

전문투자형 사모펀드 운용사로 등록하기 위해서는 20억원의 자기자본과, 최소 3인 이상의 상근 임직원인 투자운용인력을 갖추어야 한다.²⁵¹⁾ 그 외 물적 설비요건은 공모펀드 운용사와 유사한 수준이나, 공모펀드 운용사보다 업무위탁의 범위가 보다 넓은 점에서 차이가 있다. 경영참여형 사모펀드 운용사라고 할 수 있는 GP의 등록 요건은 1억원의 자기자본과 임원 요건, 2인 이상의 운용인력, 건전한 재무상태와 사회적 신용 등이 요구된다(법 §249의15(1)(1)). 그리고 자본시장법은 상호출자제한기업집단(대기업)이 사모펀드를 활용한 계열사 확장 행위를 방지하기 위해 일정한 규제를 두고 있다. 우선, 대기업집단 소속 PEF는 투자대상기업을 계열회사로 취득하는 경우 5년 이내에 계열사 이외의 자에게 그 지분증권을 처분해야 하고, 의결권도 행사할 수 없다. 그러나 금융전업그룹²⁵²⁾이 PEF를 통해 투자하는 경우 공정거래법상 대기업에 해당될 수 있고, 금융전업그룹의 PEF에게 동일한 규제가 적용되면 사모펀드 활성화와 금융투자업의 발전을 저해할 우려가 있다. 이에 따라 2015년 7월 개정법은 5년 내 처분의무를 원칙적으로 7년으로 연장하고, 금융위원회의 승인이 있는 경우 3년 더 연장할 수 있도록 하였고, 의결권행사도 가능하도록 하였다(법 §§249의18(2) 및 249의20(3)). 이와는 별도로, 대기업집단 소속 PEF는 기존 계열사 주식을 취득할 수 없으며, 대기업집단 소속 금융기관은 당해 PEF 전체 지분의 30%까지만 출자가 가능하다.

251) 전문투자형 사모펀드 운용인력은 금융회사 등에서 3년 이상 근무하고, 금융투자협회가 정하는 전문투자형 사모집행투자기구 관련 교육을 이수한 자이어야 한다(자본시장법시행령 <별표 2> 2의2목 참조). 종래에는 공모펀드 운용인력으로서 2년 이상이라는 보다 까다로운 요건을 두고 있었다.

252) 금융전업그룹이란 상호출자제한기업집단의 계열회사 전체의 자산총액(금융업 또는 보험업을 영위하는 회사는 자본총액(대차대조표상의 자산총액에서 부채총액을 뺀 금액) 또는 자본금 중 큰 금액을 의미한다)에 대한 금융업 또는 보험업을 영위하는 회사의 자본총액 또는 자본금 중 큰 금액의 합계액의 비율이 75% 이상인 자를 말한다(법 §249의18(2)).

자본시장법은 전문투자형 사모펀드 및 경영참여형 사모펀드에 대해서도 여전히 촘촘한 자산운용 규제를 두고 있다. 부동산 투자, 파생상품투자, 채무증권이나 담보제공, 최소 투자한도 등의 개별 규제가 있고, 별도의 레버리지(차입) 규제도 두고 있다. 앞서 기술한 바와 같이 대기업집단과 관련한 투자제한 규제 등도 별도로 두고 있다. 해외에는 없는 강한 규제 개입이 여전히 존재하고, 헤지펀드 및 PEF로 구분하여 다양한 형태의 규제를 두고 있다.²⁵³⁾ 이는 사모펀드의 특성을 감안한 사모펀드 규제체계가 아니라, 공모펀드의 뼈대 위에 사모펀드에 대해 일부 규제를 배제하거나 변형하는 형태로 규제가 설계되었기 때문이라 평가할 수 있다.

현재와 같은 유형별 칸막이 인가단위와 그에 따른 다양한 운용규제는 우리나라의 사모펀드 육성정책의 산물이다. 향후 민간주도의 사모펀드 시장이 발전하고, 그에 따른 금융벤처의 출현과 금융혁신 및 경제발전을 유도하기 위해서는 단일 사모펀드운용사 등록제로의 전환과 운용규제의 대폭적인 완화가 필요한 것으로 보인다.

이상의 내용을 염두에 두고, 해외 사모펀드 규제와 우리나라의 사모펀드 규제를 비교하면 다음의 <표 IV-14>와 같다. <표 IV-15>와 <표 IV-16>은 헤지펀드와 PEF간 차이는 있으나, 양자 모두 진입, 건전성 및 투자운용 전 항목에 걸쳐 해외보다 규제가 강함을 알 수 있다.

<표 IV-14> 국내외 사모펀드 규제격차 비교

구분	항목	미/EU/영	우리나라	규제격차
진입	운용사 등록/인가	●	●	중
	인가단위	○	●	대
	인적/물적 요건	○	●	대
건전성	재무건전성	○	●	대
	내부통제/지배구조	●	●	중
	자산운용	○	●	대

주: 규제수준이 강한 경우에는 '●', 중간인 경우에는 '●', 규제가 약하거나 없는 경우에는 '○'로 표시

253) 개정전 자본시장법상 공모펀드 및 사모펀드의 규제체계와 2015년 7월 개정 전후의 사모펀드 규제체계에 대한 개관 및 비교는 <표 IV-15> 및 <표 IV-16>을 참조하기 바란다.

<표 IV-15> 개정전 공사모펀드 규제체계 비교

구분	공모펀드	일반 사모펀드	헤지펀드	PEF
펀드 설립	• 금융위 사전등록	• 좌동	• 금융위 사후 보고	• 금융위 사전등록
운용업자	• 금융위 인가 - 자기자본, 사업계획, 인력, 물적시설 등	• 좌동	• 사모펀드와 동일	• 최소한의 요건을 갖추어 금융위 등록
자산 운용 규제	• 동일종목 투자한도 - 펀드자산의 10%, 운용사별 발행주식 20%, 펀드별 발행주식 10%	• 적용배제	• 사모펀드 보다 완화	• 경영권 지배 (10%이상 투자) • 포트폴리오 투자제한 (5%)
	• 파생상품 투자한도 - 위험평가액이 순자산의 100%이내	• 적용완화 - 400%	• 적용완화 - 400%	• 투자대상기업이 발행한 증권의 위험을 회피하기 위한 파생 상품 투자 가능
	• RP(Repurchase Agreement) 매도 한도 - 금융위규정(펀드내 증권총액의 50%)	• 적용배제	• 적용배제	• 제한없음
자금차입	• 제한 - 대량환매청구 등 예외 사태 발생시 펀드재산 10%이내에서 허용 • 부동산 펀드의 경우 순자산의 200%까지 차입가능 - 일반펀드의 부동산 취득시 부동산가액 70%까지 차입가능	• 좌동	집합투자 재산총액의 400%이내에서 가능	• 제한 - 다음사유 발생시 PEF 재산의 10%한도로 차입보증 가능 · 사원 퇴사로 출자금 지급 · 운영비 부족 · 투자자금 일시 부족 • SPC는 자기자본의 200%까지 차입+ 보증가능
보증	• 제한 집합투자재산으로 타인을 위해 채무보증 또는 담보제공 금지	• 좌동	집합투자 재산총액의 50%이내에서 가능	• 상동
성과보수	• 일정한 경우로 제한 - 기준지표 연동, 최소투자 금액 이상 투자자로만 구성등(금융위 규정)	• 제한없음	• 제한없음	• 제한없음
적용대상	• 모집·매출 또는 투자자 50인 이상	• 사모로만 발행 + • 전문투자자 제외 투자자 총수 50인 미만	• 사모로만 발행 + • 적격투자자	• 사모로만 발행 + • 전문투자자 제외 투자자 총수 50인 미만 • LP 최소투자 한도(법인 20억, 개인 10억)

자료: 변제호 외(2015)

<표 IV-16> 개정전후 사모펀드 규제체계 비교

구분	개정전			개정후		
	일반사모펀드	전문사모펀드(헤지펀드)	사모투자전문회사(PEF)	전문투자형사모펀드	경영참여형사모펀드	
운용사	인가받은 자산운용업자	인가받은 자산운용사	GP 등록한 자	등록 사모집합투자업자	GP 등록자	
투자자 가입 자격	제한없음	<ul style="list-style-type: none"> 일부 전문투자자 투자금액 5억원 이상 개인 	개인 10억, 법인 20억 이상	<ul style="list-style-type: none"> 모든 전문투자자 투자금액 1억원 및 3억원 이상 개인과 법인 	<ul style="list-style-type: none"> 모든 전문투자자 투자금액 3억원 이상 개인·법인 	
펀드설립	사전등록	사후보고	사전등록	사후보고	사후보고	
자산 운용	부동산 투자	○ (일반주택: 3년내/ 기타주택: 1년내 처분금지)	×	○ (국내 부동산만 투자가능, 1년내 처분금지)	×	
	증권투자 (비지배 목적)	○	○	○	× (순재산의 30% 이내 가능)	
	파생상품 투자	○ (순자산의 400% 限)	○ (순자산의 400% 限)	× (헤지목적 투자만 가능)	○	× (헤지목적 투자만 가능)
	채무보증·담보제공	×	○ (재산총액의 50% 限)	×	○	×
	최소 투자한도	펀드종류별 주요 투자대상에 재산의 50% 이상 투자	無	① 출자금 50% 이상 주식 투자 ② 투자대상기업 주식 10% 이상 취득	無	① 출자금 50% 이상 주식 투자 ② 투자대상기업 주식 10% 이상 취득
	금전대여	부동산펀드限	×	단기브리저론限	○(가이드라인有)	단기브리저론限
금전차입	× (재산총액의 10% 이내)	○ (재산총액의 400% 限)	× (재산의 10% 이내, SPC: 자기자본 300% 이내)	○ (순재산의 400% 이내 자산운용 규제와 통합관리)	× (순재산의 10% 이내, SPC: 자기자본 300% 이내)	
자산보관관리 위탁	○	×	×	○	○	
대기업 관련 규제	<ul style="list-style-type: none"> 투자제한 의결권행사 제한 	<ul style="list-style-type: none"> 투자제한 의결권행사 제한 	<ul style="list-style-type: none"> 소유제한 출자제한 의결권행사 제한 은행주식취득 제한 	<ul style="list-style-type: none"> 투자제한 강화 	<ul style="list-style-type: none"> 계열사 거래 제한(신설) 	

자료: 금융위원회(2013. 12. 4)를 기초로 수정

3) 벤처캐피탈 규제

우리나라의 벤처캐피탈 규제는 크게 중소기업청 소관의 창업지원법 및 벤특법과 금융위원회 소관의 「여신전문금융업법」 이하 여전업법에서 규율하고 있다.²⁵⁴⁾ 사모펀드의 운용사에 해당하는 벤처캐피탈투자회사는 크게 중소기업창업투자조합(이하 창투조합)과 한국벤처투자조합을 운용하는 중소기업창업투자회사(이하 창투사), 한국벤처투자조합을 운영하는 유한(책임)회사, 신기술사업투자조합 및 한국벤처투자조합을 운영하는 신기술사업금융업자(이하 신기술금융사)로 구분할 수 있다.²⁵⁵⁾ 창투사는 창업지원법에서 규정하고, 한국벤처투자조합은 벤특법, 신기술금융사는 여전업법에서 별도로 규정하고 있다. 이처럼, 우리나라 벤처캐피탈투자회사 및 벤처캐피탈은 개념상 사모펀드운용사 및 사모펀드의 한 유형에 속하지만, 규제상으로는 소관 부처별로 적용 규범이 다르고, 진입 및 운용규제 등도 상이하다. 그리고 진입 및 운용규제 자체도 자본시장법상 사모펀드와 비교 시 그 수준이 높거나 유사할 정도로 벤처캐피탈에 대한 규제 강도가 강한 것이 특징이다.

우선 창업지원법상 창투조합을 결성하기 위해서는 창투사나 신기술금융사 또는 유한(책임)회사 중 하나와 그 외의 자가 매칭으로 출자하여야 한다. GP는 1인 이상이어야 하는데, 그 중 1인은 창투사, 신기술금융사, 유한(책임)회사, 외국투자회사, 연기금, 공제사업자가 포함되어 있어야 한다. 창투조합의 출자금총액(결성금액)은 20억원 이상이어야 하고, 출자 1좌의 금액은 100만원 이상이어야 한다. 또한 LP의 수가 49인 이하이어야 한다. 그러므로 창투조합은 GP의 수에는 제한이 없으나, LP는 49인으로 제한된다고 할 수 있다. 그리고 LP인 49인에 대한 자격에 대해서는 별도

254) 2016년 12월 20일에 개정된 자본시장법 제249조의23에 따라 창업·벤처기업 등에 50% 이상 투자·운용이 의무화된 창업벤처전문 PEF의 근거규정이 마련되어 2017년 1월부터는 창업벤처전문 PEF도 벤처캐피탈로서의 업무를 수행할 전망이다. 이하의 논의는 신설된 창업벤처전문 PEF를 제외한 기존의 벤처캐피탈 제도를 기초로 한 것임을 밝힌다.

255) 이 외에도 벤특법 제13조 및 제14조에서 규정하는 개인투자조합도 벤처캐피탈의 한 종류이다. 개인투자조합에 대해서는 최소 1억원의 최소 결성금액이 요구되는 등 일정한 행위규제가 마련되어 있다.

의 규정이 없다. 창업지원법상 창투조합은 자본시장법상 사모펀드 규제가 배제되기 때문에²⁵⁶⁾ LP가 될 수 있는 49인은 모두 일반투자자여도 무방하며, 자본시장법상 개인이나 법인과 같이 일정한 재산요건을 구비한 적격투자자일 필요도 없다. 따라서 사실상 자본시장법이 추구하는 사모펀드 투자자의 보호 체계가 벤처캐피탈에서는 일정 부분 희생되고 있다고 할 수 있다. 창업지원법은 그 외 GP의 출자지분은 출자금 총액의 1% 이상일 것을 요구하고, 창투조합의 존속기간이 5년 이상일 것 등 매우 촘촘한 진입규제와 운용규제를 규정하고 있다.

벤처법상 KVF도 창업지원법상 창투조합과 유사하거나 높은 수준의 진입 및 운용규제를 두고 있다. KVF는 원칙적으로 모태조합으로부터 출자를 받아 결성될 수 있는데, 모태조합으로부터 출자를 받아 KVF를 결성할 수 있는 자는 창투사, 신기술금융사, 유한(책임)회사, 외국투자회사로 한정되어 있다. KVF도 창투조합과 같이 1인 이상의 GP와 49명 이하의 LP로 결성되며, 출자총액은 30억원 이상이어야 한다. 창투조합과 동일하게 1좌의 금액은 100만원 이상이어야 하고, GP의 출자지분도 출자총액의 1% 이상을 투자하여야 하고, 존속기간이 5년 이상이어야 한다. GP의 자격도 창투조합의 경우와 동일하다. 행위제한 행위도 창투조합의 것과 대체로 동일하다.

한편, 창업지원법과 여전업법은 벤처캐피탈을 운용하는 벤처캐피탈투자회사에 대한 규제에 관해서도 상세히 규정하고 있다. 우선, 창업지원법상 창투사는 상법상 주식회사이어야 하고, 자본금도 20억원 이상이어야 하며, 중소기업청에 등록하여야 한다. 즉, 운용사와 펀드 모두를 등록하도록 규제하고 있는 것이다. 그 외 창투사의 대주주, 임원, 운용인력, 자금조달, 자금운용 등에 대해서도 촘촘한 규제가 존재한다(§§ 10~19). 신기술금융사도 100억원의 자본금을 갖춘 주식회사이어야 하며²⁵⁷⁾, 금융위원회에 등록을

256) 자본시장법 §6(5)(1) 및 시행령 §§6(1)~(3)은 창업지원법 등의 법률에 따라 사모의 방법으로 금전 등을 모아 운용·배분하고, 전문투자자 등을 제외한 투자자의 수가 49인 이하일 경우 집합투자 규제에서 원칙적으로 제외시키고 있다.

257) 신기술사업금융업만을 영위하기 위한 때에 한정한다. 종래에서는 2개 이하의 여신전문금융업 영위 시 200억원의 자본금이 요구되었으나, 2016년 9월 30일 시행된 개정법에 따라, 자본금과 관련하여 허가 또는 등록 단위를 보다 세분하였다.

요한다(§5). 창투자조합의 경우와 달리 신기술사업투자조합은 별도로 등록을 요하지 않는다. 그 외 여전업법은 등록을 위한 간소한 규정을 두고 있다. 이상에서 논의한 우리나라의 벤처캐피탈 규제체계를 비교하면 다음의 <표 IV-17>와 같다.

<표 IV-17> 벤처캐피탈 규제체계 비교

구분	창업투자조합	한국벤처투자조합	신기술사업 투자조합
관련법령	창업지원법 §§20~29	벤처법 §§4의3~4의7	여전업법 §44조
결성주체	창투자 신기술금융사 유한(책임)회사	창투자 신기술금융사 유한(책임)회사 외국투자회사	신기술 금융사
최소 결성금액	20억	30억	-
등록/ 신고	중소기업청 등록	중소기업청 신고	-
투자 범위	등록후 3년 내 창업자, 벤처기업, 기술·경영혁신형 중소기업, 중소기업이 개발·제작하며 다른 사업과 회계의 독립성을 유지하는 방식으로 운영되는 사업 등에 40%이상 투자	중소기업과 벤처기업, 해외투자, 중소기업창업투자조합·신 기술사업투자조합·개인투 자조합에 출자 (법상 투자기한 제한은 없고, 개별 규약에 따름)	투자, 융자 등
운용규제 (금지 행위)	금융업, 부동산업 등의 업종 투자 대기업집 소속 회사 투자 금융기관의 주식 취득·소유 비업무용부동산 취득·소유 특수관계인 거래 등 자금차입 자금차입·지급보증 또는 담보 제공	자기나 제3자의 이익을 위한 한국벤처투자조합 재산 사용 자금차입·지급보증 또는 담보 제공 대기업집단 소속 회사 투자 금융기관의 주식 취득·소유 비업무용부동산취득·소유하 는 특수관계인 거래 등	신기술금융사의 신기술사업자에 대한 투자액이 자기자본에 미치지 못하는 경우, 연간 융자 순증액이 연간 투자액의 15배 초과 행위

바. 소결

국내 사적자본시장 규제체계는 공모시장과 사모시장, 거래소시장과 장외시장 등에 대한 것으로 이분화되어 있다. 그리고 규제의 초점이 전통적 자본시장이라고 할 수 있는 공모시장 및 거래소시장에 집중되어 있다. 이처럼 전통적 자본시장 위주의 규제체계로 인해 사적자본시장에 대한 규제적 고려가 부족하며, 이에 대한 정부의 인식 또한 아직은 부족한 실정이다.

사적자본시장을 발행시장과 유통시장으로 구분하여 본다면, 우선 자본시장법은 발행시장 측면에서 전문가와 연고자를 제외한 50인 투자자 기준으로 공모와 사모를 구분하고 있다. 이는 해외에 비해 공모와 사모의 구분이 매우 명쾌하다는 장점이 있다. 그러나 50명이라는 엄격한 공사로 구분 기준에 따라 사모시장이 상대적으로 위축되어 있다. 전문투자자에 대한 높은 진입장벽과 자율규제기관에서 전문투자자임을 인증하는 제도를 가지고 있어서 개인이나 법인 및 단체가 사적자본시장에 진입하기 어렵고, 엔젤투자자로서 성장하기도 어렵다. 최근 전문투자자 중 적격요건을 충족한 자를 중심으로 한 QIB채권시장에 대한 규제 완화 조치가 있었으나, 아직까지 활발한 발행이 관찰되지 않는다. 또한, 벤처투자의 촉진을 위해 정책적 관점에서 전문엔젤투자자 제도와 액셀러레이터 제도를 도입하여 운영하고 있으나 아직까지 큰 실적은 없는 상황이다. 계속된 정부 주도의 정책적 시장이 형성되어 민간 중심의 시장으로 발전하기 어려운 토대이기 때문이라고 판단된다. 유통시장 부문에서는 장외시장 거래에 대한 규제적 고려가 부족하고, 준사적자본시장이라고 할 수 있는 ATS에 대한 진입 및 행위 규제도 엄격하여 거래소시장을 제외한 모든 영역에서 비공개주식 등의 거래가 어려운 상황이다. 장외거래방법규제, ATS 규제, 매출규제 및 내부주문집행규제 등으로 인해 비공개 증권의 중간유통시장이 형성되지 못하고 있고, 이에 따라 사적자본시장의 유기적 선순환 체계가 구축되지 못하고 있다.

2016년 1월 25일부터 시행된 크라우드펀딩 제도로 인해 우리나라에서도 신생·벤처기업 등이 크라우드펀딩을 통한 자본조달이 가능해졌다. 미

국의 제도를 모델로 국내 상황에 맞는 제도를 설계하였으나, 일부 규제의 보완이 필요한 것으로 판단된다. 예를 들어, 과도한 광고규제가 시급히 개선되어야 하고, 대화채널에서의 이해상충에 대한 규제 흠결도 보완되어야 할 것이다. 한국판 Regulation A라고 할 수 있는 소액공모 제도는 10억원 미만의 공모발행을 규제한다. 10억원 미만의 소액이라는 점을 감안하여 증권신고서 제출 대신 모집신고서의 제출과 그 밖의 행위규제 등이 존재한다. 그러나 미국과 비교 시 상장기업도 소액공모 제도를 이용할 수 있고, 특히 한계상장기업이 제도를 악용하는 사례가 많다고 보고되고 있다. 그리고 10억원 미만의 모든 공모는 금액에 관계없이 정기공시 의무가 적용되어 발행회사에 부담요인이 될 수 있다는 문제도 있다.

사모펀드 규제는 2016년 7월 자본시장법 개정으로 전문투자형과 경영참여형 사모펀드로 양분하는 체제가 되었다. 종래보다 진입이나 운용규제 측면에서 상당한 진전이 이루어졌으나, 사모펀드 규제가 여전히 공모펀드 규제체계 내에서 설계되어 있고, 사모펀드의 자율적 운용을 제한하는 규제가 촘촘히 존재한다. 따라서 현재의 이분화된 규제체계는 사모펀드 단일 규제체계로 가기 위한 중간단계의 개선책으로 평가할 수 있다. 해외와 달리 모든 사모펀드운용사를 규제의 영역에 포섭하여 규제하고 있다는 점과 여전히 촘촘한 운용규제로 인해 사모펀드 본연의 유연하고 창의적인 금융혁신 활동이 어렵다는 점에서 추후 추가적인 개정이 필요하다. 우리나라는 또한 자본시장법상 사모펀드 규제와는 별도로 창업지원법, 벤처법 등에서 벤처캐피탈 관련 규제를 하고 있다. 그 내용을 보면, 운용사와 펀드 모두 등록해야 하며 촘촘한 운용규제를 두는 등 사모펀드보다 높거나 유사한 수준의 규제를 두고 있다. 이상 살펴본 우리나라 사적자본시장의 규제를 요약하면 <표 IV-18>과 같다.

<표 IV-18> 국내 사적자본시장 규제 요약

	현황	비고
공사모 기준	<ul style="list-style-type: none"> • 투자자 50인이라는 엄격한 단일 기준 • 전문가와 연고자는 제외 	<ul style="list-style-type: none"> • 2016년 시행령 개정으로 전문가와 전문투자자 개념을 상당부분 일치시킴
전문투자자	<ul style="list-style-type: none"> • 여전히 높은 수준의 재산 요구: 금융투자상품잔고 기준 개인5억원+ 연소득1억원/총재산 10억원, 법인은 금융투자상품잔고 100억원 필요 • 질적기준은 감안하지 않음 • 협회에 전문투자자로 등록 요 • 전문엔젤투자자 제도 • QIB채권시장 규제 	<ul style="list-style-type: none"> • 2016년 시행령 개정으로 완화된 기준 • 외감법인은 금융투자상품잔고 50억원으로 완화 • 협회에서 요건 심사 및 관리(금융투자업자의 자율성 침해 가능성) • 엔젤투자자 육성에 불리
엑셀러레이터	<ul style="list-style-type: none"> • 창업지원법에 의한 개념 정의와 그에 따른 규제 및 지원 • 민간에서, 벤처1세대, 대기업 주도로 20개 업체가 운영 	<ul style="list-style-type: none"> • 엑셀러레이터를 중소기업청에 등록하도록 하여 정책적 지원에 의해 육성
유통시장	<ul style="list-style-type: none"> • 자기주문 집행불가 • 강도 높은 ATS 규제 • 높은 증권업 진입규제 • 장외거래방식 규제(단일상대매매/K-OTC:복수상대매매) • 장외불공정거래규제 불비 	<ul style="list-style-type: none"> • 대형IB의 상장주식 자기주문집행 허용 예정 • ATS 규제완화가 예정되어 있으나 기대효과 미비 예상
클라우드펀딩	<ul style="list-style-type: none"> • 1월 25일부터 증권형 클라우드펀딩 제도 시행 • 전문투자자 참여가 성공에 중요한 요소 	<ul style="list-style-type: none"> • 광고규제 등 클라우드펀딩 활성화 저해요소 제거 필요 • 한국판 Reg A+ 도입 필요성과 클라우드펀딩과의 균형 도모 필요
사모펀드/PEF	<ul style="list-style-type: none"> • 경영참여형과 전문투자형으로 구분하여 규제 • 여전히 촘촘한 운용규제 존재 	<ul style="list-style-type: none"> • 이분형 규제는 중간단계의 사모펀드 규제로 평가 • 개별법펀드 등을 통합하는 단일 사모펀드 규율체계 필요
벤처캐피탈	<ul style="list-style-type: none"> • 규제체계상 사모펀드와는 별개의 펀드로 구성 • 사모펀드 보다 높거나 유사한 진입 및 운용규제 	<ul style="list-style-type: none"> • 민간·시장중심의 벤처캐피탈 육성 필요 • 사모펀드로 통일하여 규율(미국/EU식)하되, 규제특례 필요

V. 국내 모험자본시장 발전과제

1. 모험자본 선순환 체계의 구축
2. 민간주도 모험자본 육성 정책의 확대
3. 사적자본시장 규제체계 정립

V. 국내 모험자본시장 발전과제

모험자본시장은 기업, 투자자, 출자자 등의 시장참여자, 발행·유통시장 구조 및 이를 뒷받침하는 규제체계가 서로 영향을 주고 받으면서 끊임없이 진화하는 생태계(ecosystem)이다. 개별 국가에서 모험자본시장의 발전은 자본시장의 발전 정도와 궤를 같이 하는 경향이 있으며, 해당 국가 고유의 증권 규제체계 및 규제철학, 즉 사적자본시장 규제체계에 따라 상이한 특징을 나타내며 발전하고 있다. 그러나 어느 국가를 막론하고 분명한 것은 모험자본시장의 다양한 현상이 시장참여자, 시장구조 및 규제체계가 복잡한 인과관계를 맺으면서 나타난다는 것이다. 따라서 모험자본시장 활성화는 총체적이고 체계적인 접근 없이 개별 생태계 구성요소의 개선이라는 부분적인 접근만으로는 달성할 수 없다는 것을 유념해야 한다.

모험자본시장 발전과제는 (1) 시장참여자, (2) 기업 성장단계별 모험자본 하부시장, (3) 모험자본 순환체계(즉, 투자-회수) 측면의 세 가지 요소와 (4) 관련 정책 패러다임, 그리고 (5) 사적자본시장 규제체계의 창출이라는 다섯 가지 과제로 구분하여 살펴볼 수 있다. 여기서 시장참여자는 직접 및 간접투자시장의 시장참여자를 모두 포괄하나, 기업 성장단계와 시장참여자의 유형이 밀접한 관계가 있으므로 (1) 시장참여자 부분에서는 간접투자시장의 시장참여자만을 기술하고, 직접 투자시장의 시장참여자는 (2) 기업 성장단계별 모험자본 하부시장에서 다룬다. 또한, (5)에서와 같이 법·제도적 인프라를 살펴보아야 하는 이유는 모험자본시장의 실질적 개선은 시장참여자 중심의 직접적 시장 관행의 개선뿐만 아니라 이러한 양태를 규정하는 법·규제환경의 변화를 수반하여야 하기 때문이다. 즉, 시장참여자의 관행 개선은 시장참여자의 개선 노력만으로는 부족하며 이를 지원하는 외생적 환경의 변화가 필요한 것이다. 상기한 국내 모험자본시장 발전과제를 모험자본 선순환체계 구축 및 모험자본 육성과제와 사적자본시장 규제체계의 창출 과제로 나누어 정리하면 <표 V-1>, <표 V-2>와 같다.

<표 V-1> 모험자본 선순환 체계 구축 및 모험자본 육성책과제 요약

분야		내용
모험 자본 선순환 체계 구축	시장 참여자	운용사 (GP) <ul style="list-style-type: none"> • 운용규모의 확대 • 운용수익률 제고 • 가치제고 역량 배양
		출자자 (LP) <ul style="list-style-type: none"> • 모험자본 출자확대 • 출자자 다양화 • 보수적 운용관행 지양 • 출자기관 운용인력 평가 및 보상체계 수립
		중개기관 <ul style="list-style-type: none"> • 중소·벤처기업 기업금융 확대 • 비상장주식 및 출자지분 유통증개 • 자기자본 투자 확대 • 모험자본시장 중개의 경제성 부재 극복을 위한 정책적 지원
	창업초기 전문투자자 육성 <ul style="list-style-type: none"> • 새로운 유형의 투자자의 법적 근거 마련 및 지원을 위한 법제 정비 	
	회수시장 활성화 <ul style="list-style-type: none"> • IPO 질적심사 개선을 위한 지표 개발 • 기업 지배구조의 지속적 개선 • 금융투자업자의 M&A 업무 확대를 위한 제도개선 • M&A 중개망과 같은 거래 인프라의 확충 • 세컨더리 정책 펀드의 확대 운용 • 사모 재간접투자펀드 규제 완화 • 비상장주식 장외유통플랫폼의 도입 	
민간주도 모험자본 육성 <ul style="list-style-type: none"> • 공공 모험자본의 일부 민간 위탁 운용 • 정부 벤처캐피탈펀드 결성시 민간 출자에 대한 인센티브 제공 		

<표 V-2> 사적자본시장 규제체계 정립 정책과제 요약

규제체계 정립 방안	내용
전문투자자 제도 정비	<ul style="list-style-type: none"> • 현재보다 낮은 수준의 진입 기준 필요 • 재산 외 질적 요소도 고려 필요 • 금융투자상품이 아닌 금융상품 기준 필요 • 금융투자업자에 의한 전문투자자 선정 • 거주주택의 재산산정 제외 • 적격투자자 개념의 적극 활용 필요
공사모 기준 완화	<ul style="list-style-type: none"> • 50인 기준을 100~150인 정도로 완화 • 한국판 Rule 506(c) 도입
소액공모 및 클라우드펀딩 제도 정비	<ul style="list-style-type: none"> • 소액공모 기준액을 20억원으로 상향하고, 10억원을 기준으로 소액공모 제도를 이원화 • 10억원 미만의 소액공모가 비상장 중소기업의 대안적 자금조달 수단이 될 수 있도록 설계 • 엄격한 클라우드펀딩 광고규제 완화 • 중장기적으로 클라우드펀딩의 발행인별 연간투자한도 및 전매제한 폐지 • 클라우드펀딩 이해상충 관련 규제 정비
사모펀드 규제체계 개선	<ul style="list-style-type: none"> • 단일 통합 사모펀드 규제체계로 개편 • 운용사 중심의 규제체계 구축 • 운용규제의 최소화 • 독점규제법상 규제 합리화
장외유통시장 규제체계 정비	<ul style="list-style-type: none"> • ATS 진입규제 및 거래대상증권 관련 규제 완화 • 모든 투자매매업자에 대한 내부주문집행 허용 • K-OTC 매출규제 개선 • 장외불공정거래 규제 정립

한편, 모험자본시장의 활성화는 공적자본시장과 같은 외부 환경에도 영향을 받는다. 예를 들어 거래소 주식시장의 거래대금 감소 및 가치평가 수준의 하락 등으로 인해 모험자본시장 투자의 가치평가 수준도 낮아지고 M&A, IPO 시장 등 회수시장의 침체가 이어져 국내 모험자본의 성과에도 부정적인 영향을 미칠 수 있다. 그러나 이러한 효과는 시장참여자와 정책당국의 노력으로 쉽게 제어할 수 없는 외부 환경으로서 본 보고서의 범위를 벗어난다.

1. 모험자본 선순환 체계의 구축

가. 시장참여자

I 장에서 살펴본 바와 같이, 모험자본시장의 장기적 발전을 위해서는 무엇보다 모험자본시장의 높은 정보비대칭성을 극복할 수 있는 ‘전문투자자 공급자본(informed capital)’의 활발한 역할이 필요하다. 그러나 III 장 국내 모험자본의 성과 분석에 의하면, 국내 VC와 PEF는 정보비대칭성의 극복과 기업의 성장지원, 경영개선 측면에서 아직까지 개선할 여지가 많다. 이를 운용사, 출자자 및 중개기관 관점에서 살펴본다.

1) 운용사

국내 모험자본시장 운용사 입장에서 본 발전과제는 (1) 운용규모의 확대, (2) 운용수익률 제고, (3) 가치제고와 기업지원 역량의 배양, 그리고 (4) 해외투자 확대 등으로 정리할 수 있다. 이들 각각에 대해 살펴보면 다음과 같다.

가) 운용규모의 확대

II장에서 보았듯이, 국내 VC와 PEF의 펀드당 평균 출자약정액은 2015년 기준 각각 265.8억원, 1,852억원에 불과하다. 2,300억원(VC)과 7,000억원(PEF)으로 추산되는 해외 VC 및 PEF의 평균 펀드규모를 감안하면, 국내 VC 펀드 및 PEF의 작은 규모는 국내 운용사의 운용역량 향상에 장애요인으로 작용하고 있다. 또한, 운용규모의 영세성은 국내 모험자본시장 운용사의 낮은 평균 운용수익률과도 밀접한 관련이 있다.²⁵⁸⁾

그런데 평균 운용규모가 작은 이유는 VC와 PEF가 다르다. <그림 II-23>에서 보듯이 VC의 경우는 국내 VC 운용사들이 후속투자를 많이 하지 않기 때문에 투자 단계별로 동일 포트폴리오 기업에 투자규모를 늘여갈 필요가 없어 개별 조합의 규모가 크지 않다. 물론 VC의 피투자기업이 대부분 국내 기업으로 제품이나 서비스 관련 잠재적인 시장규모가 작아 가치평가 수준이 낮거나 글로벌 시장 진출을 위한 대규모 성장자금이 필요하지 않은 원인으로 작용한다. 반면, PEF의 경우, <표 II-53>과 같이 대부분의 국내 PEF 운용사들이 국내 투자에 주력하여 상대적으로 투자대상 기업의 규모가 작아 블라인드 펀드의 대형화에 대한 필요성이 적고, 운용사 평판시장이 형성되기 시작하면서 충분한 출자자 신뢰를 확보하지 못한 운용사들이 프로젝트 펀드 결성에 주력하고 있기 때문이다.

운용규모의 영세성은 다음과 같은 문제점을 가지고 있다. 첫째, 동일 펀드 내 충분한 투자 포트폴리오를 구성할 수 없어, 포트폴리오 기업 간 시너지 확보 및 위험관리 역량 배양이 어렵다. 둘째, 펀드규모가 영세하면 운용사는 일정 수준 이상의 관리보수를 확보하기 위해 또 다른 소규모 펀드를 동시에 운영할 유인이 증가하고, 그 결과 펀드 운영 및 관리의 비효율성이 증가한다. 셋째, 운용규모의 영세성은 국내 모험자본시장의 한 단계 도약을 위해 필요한 국내 운용사의 해외투자 확대와 해외 출자자의 국내펀드 출자에 장애가 되고 있다. 마지막으로, PEF의 경우 펀드 규모의

258) 물론, 이러한 낮은 운용수익률은 운용사 이외에도 출자자 및 운용규제 측면의 문제점들이 복합적으로 작용한 결과이다.

영세성으로 인해 대형 투자 건에 참여할 수 없어, M&A 시장 활성화 및 구조조정 시장수요 충족을 위한 국내자본 육성이라는 제도 도입 취지에 부응하기 어렵다.

나) 운용수익률 제고

<표 II-44>에 따르면 국내 벤처캐피탈의 운용수익률은 결성연도별 (vintage) 해산조합수익률(gross IRR) 기준 평균 7.0%(1998~2011년)로 동 기간 미국벤처캐피탈의 평균 수익률인 10.9%보다 낮다. PEF의 평균 운용수익률에 대한 공개 자료는 존재하지 않으나, PEF 역시 총수익률(gross IRR) 기준으로 10% 이하인 것으로 알려져 있다. 모험자본의 낮은 운용수익률은 투자자의 출자기피로 이어지므로 모험자본 선순환 체계를 구축하기 위해서는 운용수익률 제고가 필요하다.

국내 모험자본 운용사들의 운용수익률이 낮은 이유는 II장에서 본 바와 같이 투자방식, 출자자의 보수적인 투자 선호, 운용규제 및 국내 회수시장의 침체 등으로 집약할 수 있다. 우선, 투자방식의 경우를 살펴보면 다음과 같다. VC의 경우 우리나라 VC 운용사들은 안정적이지만 수익률이 낮은 창업후기 기업에 대한 투자비중이 높고 메자닌 투자가 많아 기본적으로 고수익을 얻을 가능성이 낮다. 즉, VC 투자수익 모형은 소수의 성공한 투자로부터 얻는 고수익으로 기타 투자의 제한된 수익률을 보충하는 모형이나, 국내 VC는 안정성에 초점을 맞춘 운용을 하고 있는 것이다. PEF의 경우도 메자닌 중심의 성장자본 투자나 수익의 상한이 제한된 구조화 투자가 적지 않은 점, 일부 바이아웃을 제외하고는 차입투자가 별로 없는 점, 그리고 투자 후의 가치제고 활동이 미진한 점 등의 이유로 운용수익률이 낮다. 물론 이러한 요인들은 PEF의 경우 시장 초기에 트랙레코드를 쌓아야 하는 부담을 안고 있는 운용사 입장에서는 불가피한 것일 수도 있다.

출자자 측면에서 살펴보면, 출자기관 내부의 운용결과에 대한 사후 감사 우려, 그리고 출자기관 운용인력과 출자기관 간의 운용성과에 대한 이해관계의 일치 부재로 출자기관 운용인력이 운용사의 보수적 운용을 희망

하는 측면이 있다. 이에 대해서는 다음 출자자 측면에서 발전과제를 다룬 절에서 보다 자세히 논의한다.

정책적 목적 또는 제도의 취지상 도입된 VC 및 PEF의 운용규제 역시 낮은 운용수익률과 관련이 있다. 특히, 일부 PEF 운용규제는 그 취지에도 불구하고 규제의 실익은 적은 반면 운용 자율성을 제약하는 것으로 판단된다. 예를 들어, PEF의 운용규제 중 2년 내 출자액의 50% 이상을 주목적 투자로 하고 있는 조항은 기본적으로 PEF 설립 후 통상 4년 정도인 PEF의 투자기간을 법규화한 것이다. 그러나 이는 출자자에 의한 운용사의 규율이라는 간접투자시장의 사적 관계로 규율할 수 있는 부분이다. VC 해외투자의 경우에도 창투조합은 펀드 자금의 40% 이상을 창업자, 벤처기업, 기술혁신형 중소기업에 투자한 경우에는 같은 금액 범위 내에서 해외투자를 할 수 있도록 규정하고 있다.²⁵⁹⁾ 이 역시 PEF의 경우와 마찬가지로 출자자에 의한 운용사의 규율이라는 간접투자시장의 사적 관계로 규율할 수 있는 부분이다. 즉, 현행 제도상의 운용규제는 운용사와 출자자 간 사적인 계약에 의해 대체가 가능하며, 이 방식이 운용의 자율성과 규제의 실효성을 통한 수익률 제고 가능성을 고려하면 오히려 직접적인 운용규제보다도 더 나은 방법이다. 만일 출자자의 운용사 규율 역량이 부족하다면 재간접투자펀드 및 게이트키퍼(gatekeeper)를 도입하여 출자자의 의사결정을 지원할 필요가 있다.

마지막으로 국내 모험자본의 운용수익률이 낮은 데에는 공적자본시장 전반의 역동성 저하뿐만 아니라 IPO 시장의 침체 및 협소한 M&A 시장 등 모험자본 회수시장의 침체가 크게 작용하고 있다. 모험자본 운용수익률이 투자 대비 회수실적으로 평가되는 만큼 회수시장이 침체된 상황에서 높은 운용수익률을 기대하기는 어렵기 때문이다. 이에 대해서는 회수시장 활성화 과제에서 보다 자세히 다루고자 한다.

259) 중소기업창업투자회사의 해외투자 관련, 창업지원법 제17조는 납입자본금의 40% 이상을 창업자, 벤처기업, 기술혁신형·경영혁신형 중소기업에 투자한 경우에는 같은 금액 범위 내에서 해외투자를 할 수 있도록 규정하고 있다. 또한 중소기업창업투자회사의 해외투자 요건은 중소기업창업투자조합에도 그대로 적용된다.

다) 가치제고 및 기업지원 역량의 배양

모험자본의 투자수익은 성공 가능성이 높거나 경영효율성의 개선이 가능할 것으로 예상되는 피투자기업의 발굴과 투자, 그리고 투자 이후의 경영지원과 가치제고에 크게 의존한다. 전문엔젤투자자, 액셀러레이터, VC 등 모험자본시장의 전문투자자들은 투자뿐만 아니라 피투자기업의 성장을 위하여 멘토링과 함께 경영진, 고객 및 후속 투자자의 소개 등 다양한 지원을 아끼지 않는다. 또한 PE의 경우는 경영지배형 투자로서 기업의 경영권 인수 또는 참여를 통하여 기업의 최대 잠재가치를 실현하여 국민경제에 기여하고 운용수익을 출자자에게 환원한다. VC와 PE 운용사가 피투자기업의 잠재가치를 극대화하는 활동이 바로 가치제고(value creation)이다. 가치제고는 지속가능한 모험자본 투자수익률의 원천으로서, 전술한 바와 같이 가치제고 역량의 부족은 국내 운용사의 운용수익률이 전반적으로 낮은 원인 중 하나이다.

국내 VC의 가치제고 역량에 대한 평가는 자료의 부재로 분석하기 어렵다. 하지만 <그림 II-23>에서 보듯이 후속투자 비중으로 대변되는 단계별 투자(staged financing)가 부족한 점은 국내 VC의 가치제고 활동에 개선의 여지가 있음을 시사하고 있다. 반면, III장 2절에서 살펴본 바와 같이 우리나라 PEF는 피투자기업의 경영성과를 일정 부분 개선한 것으로 분석된다. 일례로, <표 III-20>에서와 같이 PEF 피투자기업의 총자산과 매출액, 고용은 비교기업에 비해 확연한 증가세를 보이고 있다. 그러나 ROA 경우는 소폭 감소하는 것으로 나타나는데, 이는 기업 경영개선 활동을 통한 수익성 개선이 두드러지지 않았음을 의미한다.²⁶⁰⁾ 이러한 실증분석 결과는 오퍼레이션 전문조직 등을 갖추고 경영개선 노력에 집중하고 있는 해외 PE와는 대비된다. 해외 PE 운용사들은 가치제고 활동을 위해 운용사 내 오퍼레이션 전문 조직을 활용하거나 투자 건별로 외부 컨설턴트를

260) 이러한 결과는 국내 PEF가 주로 높은 성장이 예상되는 기업을 발굴하고 이에 투자하는 방식, 즉 성장형(growth-driven) 투자를 하고 있으며 투자 이후 자산, 매출액 및 고용 증가를 통해 시장점유율을 확대하는 방향의 가치제고를 하고 있음을 시사한다. 물론 이러한 성장형 투자는 해외에서도 자리 잡은 일반적인 PE 투자 방식이라고 할 수 있다.

활용하는 방식으로 가치제고 활동을 수행하고 있다.²⁶¹⁾

국내 PEF의 경우 일부 대형 운용사를 중심으로 오퍼레이션 전문 조직의 필요성을 인식하고 소규모 전문 조직을 운영하고 있는 것으로 알려져 있으나 실질적 활동은 미미하다. 국내 운용사가 가치제고를 위한 내부 오퍼레이션 전문조직을 갖추지 못하고 있는 것은 한정된 국내 PEF 시장규모와 운용규모로 오퍼레이션 전문조직을 운영하기에는 아직 규모의 경제가 부족하기 때문이다. 따라서 운용수익률을 높이고 지속가능한 수익을 창출하기 위해서는 운용사의 평균 운용자산 규모가 커져야 하며, 이에 상응하여 상위 운용사를 중심으로 오퍼레이션 전문 조직에 필요한 자본력을 구비할 필요가 있다. 또한, 출자자들은 절대 수익률뿐만 아니라 수익의 질에 대한 운용사 스크리닝(screening)을 강화하여 평판시장을 구축하고, 이를 바탕으로 우수 운용사에 대한 출자 규모를 확대할 필요가 있다. 출자규모 확대는 우수 운용사로 하여금 오퍼레이션 전문 조직 구축을 위한 자원 확보를 가능하게 하여 다시 수익률 상승과 수익의 질 개선으로 이어지는 선순환 구조가 확립될 것으로 예상된다.

2) 출자자

출자자 측면에서 국내 모험자본시장의 개선점은 (1) 모험자본 출자 확대, (2) 출자자의 다양화, (3) 보수적 운용관행 지양, (4) 출자기관 운용인력 평가 및 보상체계의 수립 등으로 집약할 수 있다.

261) 보다 구체적으로 보면, 해외의 오퍼레이션 전문 조직은 다음과 같이 세 가지 방식으로 운영된다. 첫 번째 방식은 산업 전문가나 기업에서 핵심 경영진을 역임한 CEO나 CFO와 같은 오퍼레이팅 파트너(operating partner)를 활용한 모델이다. 이들은 특정 산업 내 개인의 인적 네트워크와 기업 경영 경험을 바탕으로 투자처의 발굴이나 투자 후 경영 전략을 제공하고, 일반적으로 포트폴리오 기업의 이사회에 참여한다. 두 번째 방식은 구매, 마케팅, 생산, 재무, 법무 등 특정 분야의 전문성을 갖춘 전직 중간관리자, 컨설턴트, 회계사, 변호사 등의 전문가를 활용하는 방식이다. 세 번째는 산업 경험을 갖춘 전직 컨설턴트를 활용하는 방법으로, 투자 기업마다 컨설턴트들이 지정되어 해당 기업 경영진과 장기 사업전략 수립부터 기업가치를 높이기 위한 각종 활동을 수행한다.

가) 모험자본 출자 확대

모험자본시장의 지속적인 성장과 발전을 위해서는 모험자본 출자자의 출자 확대가 지속적으로 이루어져야 한다. 운용사는 신규 결성 펀드에 대한 출자 확대를 통해 운용 경험 및 트랙레코드를 축적할 수 있으며, 운용사에 대한 스크리닝 역시 이 과정에서 자연스럽게 이루어질 수 있다. 우리나라의 경우 국민연금, 사학연금, 공무원연금, 고용보험기금 등 연기금과 과학기술인공제회, 군인공제회 등의 공제회, 그리고 은행 및 보험 등과 같은 금융기관이 VC 및 PEF의 주요 출자자로 참여하고 있다. 따라서 이러한 기관투자자의 출자 활성화를 위해서는 개별 출자자에게 적용되는 법적, 제도적 규제 또는 애로사항을 해소하는 것이 필요하다.

나) 출자자의 다양화

기존 출자자의 출자규모 증가와 더불어 현재 출자하고 있지 않은 다양한 기관투자자의 출자를 유도할 필요가 있다. 현재 연기금 및 공제회, 보험, 은행 등과 같은 기관투자자들이 VC 및 PEF 시장에 참여하고 있으나, 아직까지도 출자 인력 및 전문성 부족으로 출자에 참여하고 있지 않은 군소 기금들이 많다. 실제로 <표 II-35>와 <표 II-49>에서와 같이 신규 결성된 VC 펀드 또는 PEF의 출자자 구성을 살펴보면, VC의 정책금융 출자비중은 2015년 기준 30.3%, PEF의 경우 국민연금을 포함한 연기금의 출자 비중이 2014년 기준 51%에 이를 정도로 주요 출자자에 대한 출자 의존도가 높다. 다양한 출자자의 확보는 안정적 장기 자금의 공급을 통해 펀드 운용의 안정성을 제고하는 데 기여할 수 있다. 따라서 모험자본시장의 출자규모가 확대되기 위해서는 이러한 잠재적 출자자들의 출자를 유도할 필요가 있다.

모험자본시장의 출자자 구성이 다양하지 못한 것은 상대적으로 낮은 운용수익률뿐만이 아니라 출자기관 입장에서 출자와 관련된 규모의 경제가 없기 때문이다. 즉, 기금 운용규모가 3~4조원에 못 미치는 30여개 군

소 기금은 출자 가능 규모가 작아 출자를 담당하는 내부 별도 조직과 전문인력을 갖추기 어려워 출자에 참여하지 않고 있는 것이다. 이러한 잠재적 군소 출자자들의 출자 기회를 완화하기 위하여 사모 재간접투자펀드(fund of funds)를 도입할 필요가 있다. 재간접투자펀드는 군소 출자들의 신규출자 수요를 충족할 수 있으며, 투자위험을 분산시킬 수 있는 장점이 있다. 또한, 재간접투자펀드를 활용할 경우 VC 및 PEF 투자에 전문성을 가진 운용사를 활용하여 다양한 유형 또는 투자전략에 투자할 수 있게 되므로 투자비용을 절감할 수 있다.

다) 보수적 운용관행 지양

국내 출자자의 대부분이 피감기관으로서 출자 및 운용성과에 대한 사후 감사 가능성이 출자 관행에 상당한 영향을 미치고 있다. 예를 들어, 국민연금의 경우 국정감사를 필두로 감사원 감사, 보건복지부 감사, 공단 내부 감사 등의 중복된 감사 체계가 부과되고 있다. 또한, 이러한 감사 업무에서 대체투자 영역이 주 감사 대상이 되고 있다. 이러한 과도한 감사로 인하여, 공적 연기금의 투자 관행이 매우 보수적으로 경도되는 문제점이 발생하고 있다. 그리고 투자 성과보다는 투자 집행실적에 대한 압박이 큰 실무운용역들은 대체투자위원회를 통과하기 쉬운 투자건만 검토하게 되고, 결과적으로 공적 연기금의 운용성과를 제고할 수 있는 출자 집행이 이루어지기 어려운 문제가 발생한다. 따라서 모험자본 출자와 관련된 정책감사는 투자 의사결정 자체의 적절성을 사후적으로 문제 삼는 관행을 지양하여야 하며 감사 대상은 컴플라이언스 위반 및 의사결정 절차 미비 등 규정 준수 관련으로 엄격하게 한정할 필요가 있다.

라) 출자기관 운용인력 평가 및 보상체계의 수립

출자자의 출자 관행의 개선을 위해서는 출자를 확대하려는 기관의 목적과 이를 실제로 집행하는 운용역(fund manager) 간의 이해관계 일치

(interest alignment)가 중요하다. 다수의 연기금이 저금리 상황에 대응하여 초과수익을 제공할 것으로 예상되는 대체투자 비중을 확대하려고 하나, 운용역들은 성과평가 체계의 미비와 과도한 감사 이슈 등으로 인하여 근속기간이 짧고 적극적으로 양질의 투자를 집행할 동인이 부족하다. 실제로 대부분 연기금 운용역의 평균 근속기간은 수년에 불과하여 대부분의 VC 펀드 및 PEF의 존속기간에도 미치지 못하고 있다. 따라서 최종 회수 이후 실현된 수익성과에 기반한 성과보상 체계의 설계가 어렵다. 대체투자 부문에 있어서 대부분 국내 기관출자자의 성과보상은 시장 대비 초과수익(excess return)에 기반하는 것이 아니라 자금의 집행 실적 자체로 평가된다. 이러한 평가체계는 운용역으로 하여금 양질의 투자 기회를 발굴하려는 노력보다는 대규모 투자 건을 통하여 손쉽게 집행 실적을 확대하는 방향으로 유도될 수 있다. 따라서 실무 운용역의 이해관계를 출자기관의 출자 기조와 맞출 수 있도록 적절한 평가체계와 보상시스템을 구축하는 것이 중요하다.

3) 중개기관(중소형 IB)

모험자본시장은 자금수요자인 성장형 혁신기업, 자금공급자인 연기금 등 출자자 또는 엔젤투자자, 크라우드펀딩 투자자와 같은 직접 투자자, 그리고 중개기관으로 이루어진다. 그런데 그간 국내에서는 성장형 혁신기업이나 출자자 및 투자자와는 달리 모험자본시장에서 증권사로 대표되는 중개기관의 역할에 대한 인식은 뚜렷하지 못했다. 중개기관 입장에서도 일반적으로 거래당 소규모 자금이 소요되는 모험자본시장 속성상 경제성이 부족하여 모험자본시장 중개가 소극적이었다. 그러나 중개기관의 적극적인 모험자본시장 참여는 모험자본 생태계 활성화를 위한 필수 조건 중 하나이다. 모험자본 생태계의 자금 수요자 및 공급자는 (1) 탐색비용 절감, (2) 투자 관련 자문, (3) 회수 관련 유통 중개 서비스를 제공받을 수 있는 중개기관이 필요하다. 모험자본시장은 분산화 된 시장구조를 가지고 있어 높은 탐색비용과 정보비대칭성이 존재하는데, 중개기관은 이러한 탐색비용과 정보비대칭성을 감소시키는 역할을 수행한다.

중개기관은 향후 모험자본시장 참여자를 대상으로 다양한 서비스를 제공할 필요가 있다. 중개기관이 할 수 있는 가능한 업무는 다음과 같다. 먼저, 중개 기능으로서 성장형 혁신기업에 대한 기업금융과 이러한 기업들의 비상장주식 유통 중개이다. 기업금융은 코스닥·코넥스 IPO 주관, 유상증자 및 장외 자본조달, M&A 자문 및 관련 신용공여(브릿지론 등)이며, 비상장주식 유통 중개는 VC 및 엔젤투자자 등 장외 투자자 등이 보유한 구주의 중개이다. 또한, 기존의 중개업무를 확장하여 VC 및 PEF 등의 출자에 대한 중개업무를 수행할 수 있다. 즉, VC 및 PEF 펀드 결성을 위한 출자자 모집 자문과 연기금 등 펀드출자자 자문 등의 서비스를 제공할 수 있다. 마지막으로 VC 및 PEF 출자지분의 장외 유통 중개이다. 투자 기능으로서는 VC 조합의 설립 및 운용, 출자 및 성장형 혁신기업에 대한 신주 및 구주에 대한 자기자본투자(Principal Investment: PI)를 들 수 있다.

나. 창업초기 기업 전문투자자의 육성

모험자본시장의 장기적 발전을 위해서는 정보비대칭성이 가장 높은 창업초기 기업을 선별하고 성장을 지원하는 전문투자자(informed capital)의 활발한 역할이 필요하다. 일반적으로 간접투자시장의 주요 시장참여자인 VC 및 PEF 등 기관화된 간접투자기구는 창업 중후기 등 사업이 안정화된 성장단계 이후 기업에 대한 투자를 담당하고 있다. 따라서 모험자본시장이 발전하기 위해서는 액셀러레이터, 엔젤투자자, 슈퍼엔젤, 마이크로 VC 등 창업기업 또는 창업초기 기업에 대한 투자 및 성장 지원을 전문으로 하는 투자자의 존재가 필요하다.²⁶²⁾ II장에서 살펴본 바와 같이 엔젤투자자를 제외하면 이들은 모두 2000년대 중반 이후 들어와서 새롭게 부각되고 있는 유형의 전문투자자이다.²⁶³⁾ 또한, 해외 모험자본시장은 전통

262) 이들은 투자와 멘토링 및 지원 활동을 결합하여 투자대상 기업을 VC 및 PEF의 투자를 받을 수 있을 정도로 성장시키는 역할을 담당한다.

적인 VC·PE 이외에 액셀러레이터, 크라우드펀딩, 엔젤투자 시장 등으로 다변화되고 있으며, 이들 시장의 규모 또한 크게 늘어나고 있다. 더군다나 이러한 현상은 미국이나 영국과 같이 모험자본시장이 발전한 국가뿐만 아니라 모험자본시장이 성숙하지 않은 다수의 유럽 국가에서도 발견된다.

이를 감안하면, 비록 국내 모험자본시장이 규모 면에서는 일정 단계로 성장했지만 우리나라 모험자본시장이 한 단계 더 도약하기 위해서는 액셀러레이터, 크라우드펀딩, 엔젤투자 등 창업단계 및 창업초기 기업을 지원·육성할 수 있는 시장이 발전할 필요가 있다. 다행히도 우리나라 역시 전통적인 VC·PE 이외의 모험자본시장이 형성·발전되기 시작하고 있다. 예를 들어, 우리나라에서도 다수의 액셀러레이터들이 등장하고 있다. 또한, 전문엔젤투자자 제도가 도입되고, 엔젤클럽이 확산되고 있을 뿐만 아니라 성공한 일부 창업자들이 슈퍼엔젤이 되어 직접 자신의 자금을 투자하거나 공동투자하는 등 엔젤투자 문화를 선도하고 있다. 이외에도 최근에는 증권형 크라우드펀딩이 증가하며 향후 창업기업 및 창업초기 기업에 대한 자본공급에 기여할 것으로 예상된다. 하지만, 우리나라는 여전히 미국이나 영국과 같이 모험자본시장이 활성화된 국가에 비하면 이들 투자자층이 두텁지 않으므로 이에 대한 제도적인 보완 또는 지원방안을 보다 적극적으로 모색할 필요가 있다.

다. 회수시장 활성화

모험자본의 회수는 투자와 달리 시기 및 방법을 예측하기 어려우므로 모험자본의 공급이 원활하게 이루어지기 위해서는 다양한 회수시장이 구비되고 활성화되어야 한다. 즉, 국내 모험자본시장에서 모험자본의 선순환

263) 이들은 대부분 과거 창업자 또는 VC 심사역이며, 창업 이후 성공적인 매각을 통해 부를 축적하고 다시 새로운 혁신기업을 재창업하는 연속창업자(serial entrepreneur)도 일부 있다. 창업초기 기업을 대상으로 하는 모험자본 하부시장은 다른 어떤 시장보다도 이러한 고급 인적자본이 결정적 역할을 하는 시장이다.

체계가 구축되기 위해서는 모험자본의 공급 확대와 같은 투자 활성화보다는 회수시장의 활성화가 절실하다. 이하에서는 주요 회수시장 각각에 대하여 살펴본다.

1) IPO

코스닥시장은 VC가 투자하는 성장형 혁신기업의 IPO와 관련된 대표적인 공적자본시장이다.²⁶⁴⁾ 성장형 혁신기업의 직접금융을 통한 자본조달을 목표로 하는 대안적 주식시장으로 1996년 출범한 코스닥시장은 지난 20여 년간 양적·질적으로 크게 성장하여 전 세계적으로도 주목을 받는 국제적 주식시장으로 성장하였다.²⁶⁵⁾ 그런데 2015년 코스닥 IPO의 증가에도 불구하고 글로벌 금융위기 이후 VC가 투자한 성장형 혁신기업의 IPO 기간이 장기화되고 있다는 문제점이 지적되고 있다.²⁶⁶⁾ 실제로 <표 II-47>에서 보듯이 VC가 투자한 기업의 경우 설립부터 상장까지 소요된 기간이 2005년 7.6년에서 2015년 12.9년으로 지속적으로 증가하고 있다.

이러한 현상은 미국 모험자본시장에서의 IPO의 추세적 감소와 VC 투자부터 IPO까지의 소요기간의 연장 사례와 일맥상통한다. 다만, 우리나라와 미국에서 IPO가 감소한 이유는 다르다. 미국의 경우 모험자본시장의 확대, 사모시장의 규제완화 및 시장구조의 변화가 이러한 변화를 초래하였다고 할 수 있다. 반면, 우리나라의 경우는 잠재적 IPO 기업의 실적 부진, 저조한 주식시장 주가배수 그리고 2000년대 중반 코스닥 상장의 질

264) PEF의 경우 회수방식을 보면 IPO의 비중이 상당히 낮고, 전략적 투자자나 타 PEF로의 매각, 즉 M&A의 비중이 높다. 이 점에서 회수시장 활성화 관점에서 본 IPO는 VC가 투자하는 성장단계 및 그 이전 단계의 투자와 밀접하게 관련되어 있다.

265) 코스닥시장의 출범 목적은 성장형 혁신기업으로 자금을 공급하는 효율적인 창구로서의 역할을 위한 가격발견(price discovery) 기능과 조달 비용의 절감, 그리고 벤처캐피탈에게 최선의 투자회수 시장을 제공하는 것이었다.

266) <표 II-46>에 따르면, 2015년 IPO 건수는 109개로 2000년대 초반 이후 가장 많은 수를 기록하였으며, VC가 투자한 IPO 기업도 2012년 14개에서 2015년 39개로 증가하고 있다.

적 요건의 강화가 중요한 역할을 했다고 할 수 있다(신인석 외, 2016). 이 중 잠재적 IPO 기업의 실적 부진이나 주식시장 주가배수와 같은 요인은 통제하기 어려운 요인이지만 상장의 질적 요건은 어느 정도 개선이 가능하다. 이와 관련하여 현재 객관성 확보라는 명목으로 당장의 수익성이나 현금흐름을 평가하는 지표에 의존하는 대신 당장의 수익은 발생하지 않지만 향후 성장이 예상되는 기업을 평가할 수 있는 지표를 개발하여 이를 질적 심사에 반영하려는 노력이 필요하다. 한편, 코넥스시장의 경우 상장기업 수의 증가와 자금조달 창구로서의 역할은 기대 이상의 모습을 비교적 뚜렷이 보여주고 있다. 하지만, 2015년 일평균 거래대금이 18.2억원에 불과하듯, 시장 유동성이 높지 않아 본격적인 VC 회수시장의 기능을 수행하고 있지 못하다.

2) M&A

II장에서 살펴보았듯이 국내 모험자본 회수는 IPO에 대한 의존도가 매우 높은 반면 M&A에 대한 의존도는 미미하다. 이는 M&A가 회수방식의 80% 이상을 차지하는 미국의 경우와는 뚜렷이 대비된다. 미국의 M&A 의존도가 높은 것은 페이스북, 구글, 마이크로소프트와 같은 대형 첨단기업이 다수 존재하며 이들 기업이 기술과 시장 변화 속도가 빠른 시장구조에서 필요로 하는 기술을 자체 개발하기보다 M&A를 통해서 외부에서 조달하는 개방형 혁신이 자리를 잡았기 때문이다. 한편, M&A가 모험자본시장에서 중요한 이유는 IPO와 달리 M&A가 창업자가 창업한 기업을 매각하면서 상당한 자금을 확보할 수 있는 기회(liquidity event)를 제공하며, 이러한 자금이 다른 창업기업의 재설립이나 엔젤투자 등을 통하여 모험자본시장으로 환류하기 때문이다. 반면, 비단 모험자본 회수시장 측면에서 뿐만 아니라, 우리나라는 전반적으로 M&A가 활성화된 국가라고 보기는 어렵다. M&A가 활성화되지 못한 원인에 대한 그간의 많은 논의가 있었지만, 다음과 같은 원인들이 작용하고 있는 것으로 분석된다.

우선, 국내 기업의 소유 및 지배구조가 지배대주주의 경영권 장악에 집중되어 지배대주주가 사적이익(private benefit)을 추구하는 방향으로 경영권을 행사할 경우 매수자가 지불할 용의가 있는 가격과의 격차가 크게 나서 M&A가 이루어지기 어려울 수 있다. 그런데 이러한 상황은 계열사를 거느린 대기업에서 발생할 가능성이 높다. 즉, 규모가 작고 업력이 짧아 초기 또는 성장단계에 있으며, 창업주가 직접 경영권을 행사하는 조직구조를 가지고 있는 경우가 많은 창업기업에서는 발생 가능성이 상대적으로 낮다. M&A 중개기관의 역할 부진도 M&A가 활성화되지 못한 원인 중 하나이다. 해외의 경우 투자은행이나 전문 회계컨설팅기관이 M&A 상대방 물색, 접촉, M&A 관련 정보, 회계 및 재무 지식을 활용한 기업 가치평가, 거래 관리, 세제 및 법률자문 등과 같은 전문적인 서비스를 제공하는 반면, 국내 M&A 자문시장은 M&A 중개 경험이 깊이 축적되지 못한 상황에서 증권사, 회계법인, 소규모 독립 M&A 자문사(boutique) 등이 시장을 분할하고 있다. 또한, 성장형 혁신기업은 짧은 업력과 함께 불투명한 지배구조 가능성 등 정보의 비대칭성 문제에 상시적으로 노출되어 있어 M&A 중개기관들이 제시하는 가치평가에 대한 신뢰가 낮을 수 있다. 이외에도 사회·문화적 요인으로서 경영자의 자력성장에 대한 집착과 기업매각에 대한 부정적 인식, 경직적인 노동시장 구조 등도 M&A 시장 부진의 원인으로 제시되기도 한다.

이상 살펴본 M&A 제약요인을 완화하기 위해서는 기업 소유·지배구조의 지속적인 개선, 금융투자회사의 투자은행 업무 확대를 위한 제도 및 여건의 조성, M&A를 통한 성공사례의 제시 등이 필요할 것으로 판단된다. 한편, 정부에서는 성장형 혁신기업 관련 M&A 시장을 활성화하기 위해 M&A 거래중개망과 같은 거래 인프라를 확충하는 정책을 시행하고 있다. M&A 관련 매수·매도 정보의 부족과 매수자·매도자 간 정보비대칭성이 중개 관점에서 M&A 시장 형성을 저해하는 요인이므로 이를 극복하기 위한 중개기관의 네트워크가 중요하기 때문이다. 양의 외부효과를 통해 M&A 거래정보망이 활성화되기 위해서는 일정 임계치를 넘는 매도·매수자 및 다수의 중개기관의 참여가 필요할 것이다.

3) 세컨더리 시장

세컨더리 시장은 국내외를 막론하고 IPO 시장과 M&A 시장 이외의 회수경로로 중요하게 부상하고 있다.²⁶⁷⁾ 실제로 공적자본시장에서 유통시장이 발행시장의 존재만큼이나 중요한 것처럼 VC나 PEF에게도 출자자들의 출자지분을 쉽게 유동화할 수 있는 유통시장 즉, 세컨더리 시장은 모험자본시장에서 간접투자시장의 선순환 체계 구축에 도움이 된다. 이 점에서 VC 및 PEF 투자 포트폴리오 기업의 유동화뿐만 아니라 VC 및 PEF 출자지분의 유동화가 중요하다.

국내에서 투자지분이 거래되는 세컨더리 시장 활성화 대책은 2002년에 시작되었다. 당시 정부는 투자자금을 회수하지 못해 자금난을 겪는 VC를 위해 정책금융으로 세컨더리펀드를 결성하도록 했다. 이후에는 한국벤처투자가 출자하는 세컨더리펀드가 다수 결성되어 2010년에서 2015년까지 결성된 VC 펀드 중 투자지분 세컨더리(secondary-direct) 펀드의 비중은 평균 6.1% 수준을 기록하고 있다. 최근에는 출자지분 세컨더리(secondary) 시장을 조성하기 위한 법적·제도적 개선 노력이 나타나고 있다. 2015년 7월 투자활성화 대책에서 정책적 기관출자자는 벤처투자조합의 기업지분 거래가 규제되는 주요 출자자에서 제외되도록 하여 정책금융기관이 조성한 세컨더리펀드의 경우 정책금융기관이 이미 참여한 펀드로부터 지분을 매입할 수 있도록 했다. 또한 PEF가 내부 규약에 따라 전원 동의 없이도 출자지분의 양도가 가능하도록 허용하였으며, K-OTCBB의 거래대상에 출자지분을 포함하도록 했다. 이에 따라 세컨더리 시장의 중요성은 향후에도 더욱 커질 것으로 예상된다.

한편, 투자지분 세컨더리(secondary-direct) 시장이 활성화되기 위해서는 세컨더리를 통한 회수에 대하여 출자자들이 긍정적인 태도를 견지할 필요가 있다. 출자자 층이 충분하지 못한 국내 모험자본 간접투자시장에

267) 국내 VC의 경우, 성공한 기업투자는 실질적으로 IPO 아니면 투자지분 세컨더리(secondary-direct) 방식으로 회수된다. 국내 PEF의 경우에도 세컨더리는 M&A를 통한 회수가 어려울 경우 선택할 수 있는 대안이기에 때문에 향후 투자지분 세컨더리(secondary-direct)의 비중이 증가할 것으로 예상된다.

서 출자자가 동일하더라도 가치제고 측면에서 도움이 되는 세컨더리 거래가 발생할 수 있기 때문이다. 출자지분 세컨더리(secondary) 관련해서는, 우리나라의 경우 VC나 PEF에 출자하는 기관출자자 층이 얇아 실질적으로 출자지분 거래의 유동성이 충분하다고 할 수 없다. 따라서 이러한 출자지분 세컨더리가 활성화되기 위해서는 출자지분의 수요기반을 확충해 줄 수 있는 사모 재간접투자펀드(fund of funds) 제도의 도입 및 활성화가 필요하다. 이러한 사모 재간접투자펀드는 잠재적 출자자인 군소 연기금 등 펀드 출자자들의 폭을 넓히고 민간 모험자본의 유입을 유도하는 효과를 가지고 있다.

4) 장외시장

장외시장은 조직화된 장외시장과 일반 장외시장으로 구분할 수 있다. 일반 장외시장의 예로는 현재 비상장주식의 거래가 개인투자자들에 의해 이루어지고 있는 사실 온라인 인터넷 사이트를 들 수 있다. 호가게시판을 포함하는 조직화된 장외시장은 현재 금융투자협회가 운영 중인 K-OTC와 K-OTCBB가 있다. K-OTC는 비상장주식의 매매거래를 위해 자본시장법에 따라 개설·운영하는 조직화된 장외시장이며, K-OTCBB는 미국의 OTCBB와 같이 비상장주식의 매매거래를 지원하기 위해 한국금융투자협회가 개설·운영하는 호가게시판이다.

IPO와 M&A와 같은 전통적인 모험자본 회수시장의 기능이 약화되는 현재의 국내 현실에서 조직화된 장외시장이 갖는 중요성은 매우 높다. 특히, 창업기업 및 창업초기 기업에 대한 투자 증대가 모험자본시장의 선순환 구조 정립에 매우 중요함을 감안하면, 이러한 창업기업에 대한 투자가 회수될 수 있는 중간 회수시장으로서의 조직화된 장외시장의 역할은 무시할 수 없다. 그런데 장외시장의 유동성 부족은 어느 국가를 막론하고 나타나는 것이 현실이나, 우리나라 장외시장은 유동성 부족이 더욱 심각하여 현재로서는 모험자본 회수시장의 기능을 거의 수행하지 못하고 있다. 예를 들어, 2015년 기준 미국 OTC 거래의 경우 거래기업 수는 29,348개

에 이르며 총 거래대금은 NASDAQ 일평균 거래대금의 1.3% 수준이다. 반면 우리나라 K-OTC의 경우 거래기업 수는 350개이며 코스닥시장 대비 거래 비중은 2015년말 기준 0.03%에 불과한 실정이다(<그림 II-28> 참조). 이는 우리나라 자본시장 정책이 공적자본시장 중심, 즉 거래소 중심으로 지속되어 왔기 때문이다. 그러나 창업기업부터 기업 성장단계별 투자와 회수가 이루어지는 모험자본시장의 영역이 국내외적으로 확대되고 있는 현실을 고려하면 향후 회수시장으로서의 조직화된 장외시장의 역할과 비중이 점증할 것으로 예상된다. 이 점에서 미국에서 중간 회수시장의 역할을 수행하는 비상장주식 유통플랫폼의 활성화 원인과 운영방식을 검토하고 이를 국내의 조직화된 장외시장에 적용하는 것을 검토할 필요가 있다. 이에 대해서는 후술하는 사적자본시장 규제체계 정립 부분에서 설명한다.

2. 민간주도 모험자본 육성 정책의 확대

II장에서 살펴보았듯이 우리나라 모험자본시장은 정부 주도로 형성된 시장이다. 1990년대 후반과 2000년대 중반의 벤처 활성화 대책과 공공부문 주도의 경제 활성화 관련 정책으로 우리나라 모험자본은 양적 성장을 달성하였다. 특히, 우리나라는 모태펀드, 정책금융공사(현 KDB산업은행), 성장사다리펀드, 미래성장펀드 등 공공부문 모험자본에 대한 의존도가 세계 1위인 공공부문 주도 혁신금융 생태계라고 할 수 있다. 벤처캐피탈 시장에 대한 공공부문 참여도는 우리나라가 세계 수위권으로 VC 투자를 유치한 기업의 60%가 정부 벤처캐피탈 자금을 유치하였다. 반면 해외 주요국 평균 공공부문 모험자본 비중은 22% 수준이다(Brander et al., 2014).

그 결과 벤처기업과 VC 운용사 수는 많으나 성장을 지속하는 벤처기업과 대형화·국제화된 VC는 과소하다는 문제점이 발생하였다. 전술한 바와 같이 창업지원법 등에서 국내 투자액 범위 내에서 해외 투자를 허용

하고 있는 부분도 작용하고 있지만, 대형화·국제화되어 있는 선진 VC와 비교하여 국내 VC는 영세한 규모 및 국내 투자 위주에서 답보하고 있다. 따라서 모험자본 생태계 고도화를 통한 생산성 제고가 필요하다. 이를 위해서는 ‘투자→회수→재투자’로 이어지는 모험자본 순환체계에서 각 단계의 시장역량 강화 및 질 제고가 필수적이며, 이러한 고도화를 위해서는 민간 출자의 확대와 민간 운용사의 역량 제고가 반드시 필요하다.

여기서 국내 정부 벤처캐피탈 즉, 국내 공공 VC가 국내 모험자본시장의 양적 확대에 기여한 반면, 투자성과는 민간 VC 단독으로 투자하는 경우보다 낮은 III장의 실증분석 결과에 주목할 필요가 있다. 이는 공공 VC가 역량 있는 민간 VC를 충분히 활용할 때 애초에 의도했던 정책효과를 달성할 수 있음을 시사한다. 따라서 국내 공공 VC는 향후에도 단독투자보다는 민간 VC와의 공동투자를 적극 활용하되, 자체적인 투자역량을 강화할 필요가 있다. 또한, 지속가능하며 자생력 있는 민간 주도의 모험자본 생태계 조성을 위해서는 정부의 개입 없이도 민간 출자가 활성화되어 모험자본 순환체계가 확립되어야 한다. 그러나 우리나라의 경우 그간의 모험자본의 양적 성장과 민간출자 유도라는 정책목표에도 불구하고 민간 출자는 정체되어 왔다. 민간주도의 모험자본 생태계 구축은 다음과 같이 크게 공공자금의 민간 위탁과 민간 출자자에 대한 출자 인센티브를 강화 등 두 가지 방식으로 추진될 수 있다.²⁶⁸⁾

우선, 민간 출자 활성화를 위해 일부 공공자금의 민간 위탁방식을 시도할 필요가 있다. 현재 국내 공공 모험자본 운용방식은 전액 공공자본이 출자된 재간접투자펀드(fund of funds)를 공적기관이 운용하는 형태인데, 이러한 공공 재간접투자펀드가 공공 모험자본으로만 운용되고 있어 민간 출자자는 자펀드 단계에서만 출자할 수밖에 없다. 따라서 VC 출자를 위한 전문인력과 경험을 갖추지 못한 중소 연기금, 기타 공제회 등은 VC 출자 시장에 참여하지 않고 있다. 재간접투자펀드는 중소규모 출자자의 VC 시장 참여를 가능하도록 하여 민간 출자를 활성화하는 역할을 하며

268) 이하, 민간주도 모험자본 생태계에 대한 논의는 박용린·김종민(2015)의 논의를 바탕으로 한다.

이를 민간 운용사가 운용할 경우 높은 투자성으로 인한 민간 출자의 인센티브는 배가된다.

민간 위탁 재간접투자펀드의 운용방식은 (1) 공공자금만을 운용하는 방식과 (2) 공공자금과 민간 출자금을 통합하여 운용하는 방식을 고려할 수 있다. 이 중 첫 번째 방식은 공공자금만을 운용해야 하는 면에서 제약이 있으나 민간 운용사의 재량권의 존재여부 및 그 범위에 따라 펀드의 수익성이 개선될 여지가 있다. 공공자금과 민간 출자금을 통합하여 운영하는 두 번째 방식은 공공 재간접투자펀드의 규모 확대가 가능하여 자펀드의 대형화가 가능하다. 다만, 이 경우 공공자금의 출자가 민간 출자를 축소시킬 수 있으므로 민간 출자에 대한 유인을 제공하는 것을 검토할 필요가 있다. 물론 향후 충분한 규모의 민간 출자가 이루어지게 되면 공공자금 규모는 점차적으로 축소할 필요가 있다.

다음으로, 민간 출자 확대를 위해 일부 공공 모험자본에서 사용하고 있는 민간 출자자에 대한 출자 인센티브를 다른 공공 모험자본에 확대 적용하거나 현행 수준보다 강화할 필요가 있다.²⁶⁹⁾ 민간출자 인센티브 중에서는 요즈마(Yozma) 펀드에서 사용한 방식인 정부 지분에 대한 콜옵션 부여 방식과 일정 수익 초과분의 민간 귀속 방식을 고려할 수 있다.²⁷⁰⁾ 이외에도 아직까지 국내에서 시도한 적이 없는 출자-수익의 배분순위 조정방식을 검토할 필요가 있다. 이 방식에서 민간 출자는 정부 출자분보다 소진된 후에 이루어지며, 민간 출자분은 수익배분 시 정부 출자분보다 먼저 수익을 배분받는다. 이에 따라 이 방식은 정책금융의 운용에 큰 부담 없이 민간 출자를 유도할 수 있으며, 상대적으로 단기(5~7년)인 국내 VC 펀드의 만기를 연장하는 효과도 있다.

269) 성장사다리펀드는 민간 출자의 선순위 우대방식(즉, 우선손실 충당 방식)을 사용하고 있으나, 모태펀드 및 미래창조펀드는 아직까지 민간 출자 관련 별도의 인센티브가 없다.

270) 보다 자세한 민간 출자 인센티브 부여 방안과 특징에 대해서는 박용린·김종민(2015)을 참고하기 바란다.

3. 사적자본시장 규제체계 정립

사적자본시장 규제체계는 모험자본 생태계 육성과 선순환 체계 구축을 위한 가장 기초적인 인프라이다. 또한, 앞서 살펴본 바와 같이 최근 들어 나타나는 국내외 사적자본시장의 성장은 국내 사적자본시장 규제체계의 정비와 정립이 더 이상 미룰 수 없는 과제임을 시사한다. 사적자본시장의 규제체계 정립을 위해서는 무엇보다 종래 전통적 자본시장 위주의 육성정책과 지원 집중 현상에서 탈피하고자 하는 인식의 전환이 전제되어야 한다. 즉, 사적자본시장의 중요성을 인식하고, 사적자본시장 규제 부분을 더 이상 '회색지대'로 남겨 두지 않아야 한다는 정책당국의 인식 전환이 우선되어야 한다.²⁷¹⁾ 이 점에서 사적자본시장 규제체계의 정립에 있어 염두에 두어야 할 과제는 사적자본시장 규제에 관한 철학적 기초를 세우는 것이다. 사적자본시장 규제체계 정립이 왜 필요하며, 사적자본시장의 규제는 어떤 관점에서 접근하여야 하는가를 먼저 정립할 필요가 있는 것이다.

기술한 바와 같이 사적자본시장 규제체계 정립의 출발점은 사적자본시장 거래의 기본적 형태가 투자자나 발행회사의 사적 관계를 기초로 한다는 점을 염두에 둘 필요가 있다. 사적자본시장은 공모시장이나 거래소시장과 같이 다수의 일반투자자가 참여하거나, 사업보고서를 제출하여 회사의 내용이 공개된 회사가 관여된 거래가 아니다. 사적자본시장은 기본적으로 상대적으로 위험성이 높은 비공개 증권을 다루는 곳이지만, 투자에 대한 자기방어능력을 갖춘 '적격' 투자자간의 사적 관계와 계약에 기반을 둔 시장이다. 따라서 다수의 일반투자자가 참여하고, 공개회사의 증권이 거래되는 점을 감안한 공적자본시장 규제는 사적자본시장에 맞는 규제틀이 아니라고 할 수 있다. 달리 말하면, 사적자본시장의 특성을 감안하여 효율적인 자본조달이 이루어질 수 있는 규제 환경과 적절한 투자자보호 장치가 작동되는 유연한 규제체계를 구축하는 것이 중요하다. 현재와 같

271) 연혁적으로도 자본시장의 태동은 장외시장에서 출발하였으며, 공모시장과 거래소시장의 급속한 성장에 따라 이러한 공적자본시장 규제가 자본시장 규제의 본류가 된 것이다.

은 공적 시장 위주의 엄격한 규제체계는 시장플레이어들의 사적자본시장 참여를 저해하는 요소가 될 수 있다.

이러한 관점에서, 사적자본시장 규제와 공적자본시장 규제를 이원화하는 ‘중층적’ 자본시장 규제체계를 수립할 필요가 있다. 이를테면, 기업의 성장단계에 맞는 규제체계를 제시하고, 사적 관계에 기반을 둔 투자자의 효율적 자본시장 활동을 보장할 수 있는 규제장치를 마련할 필요가 있는 것이다. 이를 위해 사적자본시장과 관련된 소극적 규제와 적극적 규제 양면에서 규제 정비가 필요하다. 우선, 최소한의 규제적 간섭 즉, 소극적 규제차원에서 전문투자자 제도의 정비, 공사모 기준 완화, 소액공모 및 크라우드펀딩 제도 정비, 사모펀드 규제체계 일원화 등이 필요하다. 그리고 적극적 규제차원에서는 장외유통시장 관련 규제체계를 정비하여 세컨더리 시장을 형성하고 기술적 진보에 따른 사적자본시장의 발전을 뒷받침할 필요가 있다. 이하에서는 이들 과제에 대해 보다 상세히 논의한다.

가. 전문투자자 제도의 정비

자본시장법상 전문투자자 개념은 전문가, QIB시장의 적격투자자, 사모펀드 적격투자자, 크라우드펀딩의 연간투자한도가 없는 투자자 등의 기초 개념으로 활용된다. 2016년 개정법에 따라 공사모 기준에 사용되는 50인에서 제외되는 전문가 개념을 전문투자자 개념과 거의 일치시킴으로써 개정 전과 같이 유사기능을 가진 개념임에도 어느 한쪽에 개념에서 제외되는 규제장해를 제거하였다.

그럼에도 불구하고, 개인이나 법인·단체인 일반투자자가 전문투자자가 되기 위한 진입요건이 여전히 높고, 재산만을 기준으로 한 결과 질적 요소는 고려점이 아니라는 문제도 존재한다. 또한 금융투자협회가 전문투자자를 심사·관리하는 시스템은 국내에서만 관찰되는 특유한 현상이다. 금융투자업자의 신뢰성 때문에 이런 방식으로 설계되었으나, 이는 금융투자업자에 대한 감독 강화로 해결할 문제이지 금융투자업자 고유의 전문투

자자에 관한 심사능력까지 빼앗을 것은 아니다.

따라서 자본시장법상 기초 개념인 전문투자자의 유형 중 개인 및 법인·단체가 전문투자자가 되기 위한 요건을 완화하여, 보다 많은 엔젤투자자가 출현할 수 있도록 하여 이들이 모험자본 생태계의 자금공급자가 될 수 있는 제도적 개선이 필요하다. 이를 위해, 우선 현재 ‘금융투자상품’ 잔고만을 기준으로 삼는 규정을 ‘금융상품’으로 변경하는 것을 고려해 볼 수 있다. 현재 기준은 금융투자상품잔고 5억원과 직전연도 소득액 1억원 또는 재산가액 10억원을 요구하므로, 금융투자상품잔고를 금융상품 잔고 5억원으로 바꾼다고 하여 재산을 기준으로 하는 자기방어 능력에 문제가 되지 않을 것이다. 오히려 금융상품 잔고로 바꾸어야 금융투자상품보다 위험도가 낮은 상품가액이 포함되어 자기방어 능력을 더 높일 수 있을 것이다. 그리고 현재 재산가액 10억원에는 거주주택도 포함되나, 거주주택을 제외한 재산가액 10억원으로 개정할 필요가 있다. 거주주택까지 투자에 따른 방어능력을 계산하는 요소에 포함되어서는 곤란하기 때문이다. 미국 Regulation D나 자본시장법이 보유재산이나 소득을 전문투자자의 기준으로 삼는 이유는 투자실패가 있을 경우에도 보유재산이나 소득을 감안하면 충분히 자기방어 능력을 가지고 있다고 보기 때문이고, 여기서 말하는 자기방어 능력에는 생활에 지장을 주지 않는다는 개념도 포함된다. 그러므로 자본시장법상 보유재산 기준 산정 시 거주주택은 제외하는 것이 바람직하다. 보유재산 및 소득, 금융상품 잔고와 더불어 투자자의 질적 요소도 고려하여 전문투자자를 판단하는 기준의 도입도 필요하다. EU의 경우가 대표적이다. 다만, 미국과 달리 EU와 같이 양적 요건(재산보유력)과 질적 요건을 모두 요구하게 되면, 아무리 재산이 많은 투자자도 전문투자자가 되지 못하는 단점이 있으므로, 질적 요소를 고려 시 일정 기준 이상의 고액재산가에 대해서는 질적 요소의 수준을 대폭 낮추거나 면제하는 방식으로 기준을 설정하면 무난할 것이다. 질적 기준은 EU MiFID에서 규정하는 요소가 가장 기초적인 고려사항이라 판단된다.

금융투자협회가 심사·관리하는 전문투자자 인증 제도는 해외 사례와 같이 개별 금융투자업자가 판단할 수 있도록 하여야 할 것이다. 이 경우

금융투자업자마다 다른 정성적 판단으로 인해 전문투자자 여부가 달라질 우려가 있으나, 이는 전문투자자 요건 중 질적 요소를 도입했을 경우의 문제이다. 현재와 같이 잔고, 재산, 소득만을 기준으로 하는 경우에는 금융투자업자의 전문투자자 판단 시 정성적 요소가 개입되기 어렵다. 그리고 질적 요소를 고려하는 경우에도 금융투자업자의 정성적 요소가 최소화 되도록 질적 요소의 기준을 명확히 제시하면 금융투자업별로 전문투자자 여부가 달라질 경우는 거의 없을 것이다. 그리고 금융투자협회가 심사를 하지 않는 대신, 금융투자협회가 금융투자업자의 전문투자자 내역을 통보 받아 집중관리하게 되면, 금융투자업자별 내역도 파악할 수 있게 되므로 금융투자업자에게 판단권한을 넘겨주게 될 경우의 우려²⁷²⁾는 거의 없을 것으로 생각된다.

한편, 전문투자자 개념은 코넥스에 상장된 주식에 투자할 수 있는 투자자와 크라우드펀딩에서 한도 없이 투자할 수 있는 투자자의 기초개념으로 사용된다. 즉, 코넥스시장과 크라우드펀딩에서는 전문투자자에 더하여 다양한 자들을 ‘전문투자자군’으로 보고 있다. 그런데 사실 코넥스에 상장된 주식과 크라우드펀딩에서 공모하는 증권은 증권시장에 상장된 주식보다 위험도가 더 높은 것이 일반적이다. 그럼에도 불구하고 이 두 경우에는 전문투자자보다 더 낮은 수준의 투자자를 전문투자자군에 포함시키고 있다. 즉, 투자위험도가 높으면 전문투자자 기준이 더 높아져야 하지만, 코넥스시장과 크라우드펀딩에서는 그 기준이 더 낮아져 있는 것이다. 이는 결과적으로 현재의 전문투자자 개념이 필요 이상으로 높다는 것을 반증하는 것일 수도 있다. 따라서 이러한 점을 고려하여 전문투자자 개념을 재정립할 필요가 있다.

이와 더불어 전문투자자 개념과 별도로 ‘적격’투자자 개념도 적극 활용할 필요가 있다. 앞으로 현재보다 전문투자자 개념이 낮아지게 되면, 상대적으로 위험도가 가장 높다고 할 수 있는 파생상품시장 참여자의 문턱도 그만큼 낮아지게 된다. 정책적 판단에 따라 달라질 수 있겠으나, 기본적인 방향은 현재와 같이 일정 수준 이상의 개인투자자에 대해서는 파생상품시

272) 무분별한 전문투자자화에 따른 투자자보호의 약화가 우려될 수 있다는 것을 의미한다.

장 참여를 제한하는 것이 파생상품시장의 건전한 발전을 위해 바람직하다. 전문투자자 개념의 상대적 완화에 따른 보완책으로 파생상품시장에 참여할 수 있는 '적격'투자자를 보다 엄격하게 규정할 수 있을 것이다. 현재 QIB채권시장 적격투자자도 이와 유사한 원리이다. 즉, 거래의 위험도가 큰 경우에는 정책적으로 기초 개념인 전문투자자 개념을 변형하여 보다 강화된 적격투자자 개념을 사용할 수 있는 것이다. 이와는 반대로, 투자위험이 더 낮거나 정책적 관점에서 투자위험의 감수가 충분하다고 보아 전문투자자 개념보다 완화된 적격투자자의 개념을 사용할 수 있다. 사모펀드의 적격투자자 개념이 그 예이다.

나. 공사모 기준의 완화

전문가 및 연고자를 제외한 50인을 기준으로 한 공사모 기준 완화는 사모발행시장을 확장하기 위한 기본적 요소 중 하나이다. 미국에서는 Regulation D 등 다양한 사모발행 제도를 통해 엄격한 공모규제를 완화하고 있고, EU와 영국은 증권신고서 제출이 면제되는 기준을 상당히 완화하는 방법으로 사모발행시장을 고려하고 있다. 우리나라는 투자자가 50명 이상이면 공모라는 다소 협소하고 엄격한 기준을 규정하고 있다. 하지만 50명 산정 시 자기방어 능력이 있거나 발행기업의 정보를 쉽게 취득할 수 있는 위치에 있다고 볼 수 있는 전문가와 연고자를 50명의 산정에서 제외하고 있어 어느 정도 균형점을 찾고 있다고 볼 수도 있다.

공모와 사모를 구분하는 가장 큰 이유 중 하나는 바로 사모에 해당하면 증권신고서를 제출하지 않아도 되도록 한다는 것이다. 즉, 사모에 해당하면 투자자보호의 실익이 크지 않기 때문에 자금조달의 효율성과 유연성을 위해 증권신고서 제출을 면제하는 것이다. 그러나 해외와 비교 시 자본시장법의 50인 기준은 상당히 엄격한 것으로 판단된다. 따라서 EU의 사례와 유사하게 일반투자자의 수를 100~150명 수준으로 확대하는 것을 고려할 필요가 있다.

아울러, 공사로 기준의 50인 산정은 청약의 권유 대상인 투자자를 기준으로 하게 되는데, 이것은 정보가 부족한 상태에서 그 청약권유의 대상자가 청약의 압박을 받아 실제 청약을 할 수도 있다는 점을 고려한 것이다. 즉, 산정 기준을 청약의 권유에 따라 실제로 투자를 한 투자자가 아니라 청약권유의 대상자를 기준으로 하는 것은 바로 이러한 청약압박 위험을 미연에 방지하여 투자자를 위험에 노출시키지 않기 위함이다. 공모규제의 궁극적인 목적이 정보비대칭성을 완화하여 투자자를 보호하기 위한 것에 있다는 것을 고려한다면, 결국 청약권유의 결과 투자를 한 투자자가 전문투자자라면 애초 청약의 권유대상자를 기준으로 50인을 산정하는 규제를 둘 필요가 크지 않다. 따라서 미국의 JOBS법 제2편에 따라 새로이 도입된 Regulation D의 Rule 506(c)와 같이 청약의 권유를 자유롭게 하되, 실제 투자자는 전문투자자 내지 적격투자자로만 구성하게 한다면, 비공개주식의 발행 및 유통에서 일정한 효과가 있을 것으로 판단된다. 특히, 매출규제가 상당부분 완화되는 효과가 있기 때문에 장외유통시장 활성화 측면에서도 이를 적극적으로 고려할 필요가 있다.

다. 소액공모 및 크라우드펀딩 제도 정비

현행 소액공모 제도는 10억원을 기준으로 10억원 이하를 공모하는 경우에는 크라우드펀딩을 제외하고, 예외 없이 소액공모 규제를 적용받게 하고 있다. 기술한 바와 같이 소액공모 규제는 모집설명서 제출과 청약권유 방법 규제, 정기보고서 제출 규제 등을 주요 내용으로 한다. 또한, 그간 상장회사가 한계상황에 도달한 경우 증권신고서를 제출하지 않고 자금을 조달하기 위해 소액공모를 악용하는 사례가 있어 소액공모에 대한 인식도 좋지 않아, 소액공모가 중소기업의 대안적 자금조달 경로가 되지 못하고 있는 실정이다. 이런 관점에서 우리나라의 소액공모 제도도 미국과 같이 모집금액에 따라 규제를 이원화하거나 크라우드펀딩과 유사하게 삼분화시키는 것을 고려해 볼 수 있을 것이다.

우선, 이를 위해 소액공모 기준액을 10억에서 20억으로 상향시키고, 20억원 이상의 공모에 대해서만 증권신고서를 제출하도록 할 필요가 있다. 그리고 10억원 이하의 공모와 10억원 초과 20억 미만의 공모로 구분하거나, 7억원 이하, 7~15억원, 15~20억원으로 구분하여 보다 차등화된 소액공모 제도를 설계해 볼 수 있을 것이다. 다만, 제도의 단순화와 그에 따른 제도 수범자의 편의성 차원에서 10억원 이하와 10~20억원 미만으로 양분하여 제도를 설계하는 것이 바람직하다고 본다. 보다 구체적으로, 10억원 이하의 소액공모는 비상장 중소기업만 이용할 수 있도록 하여, 소액공모가 중소기업의 대안적 자금조달 창구가 되도록 할 필요가 있다. 규제의 수준은 현재와 유사하거나 보다 완화시킬 필요가 있다. 특히, 정기보고서와 관련한 규제의 내용이나 기간을 완화할 필요가 있다. 참고로 기술한 바와 같이 미국의 Regulation A+는 Tier 1 발행은 정기 및 수시공시를 면제한다. 물론, 州 감독기관에 증권신고서를 제출하기 때문에 연방차원의 규제를 완화시키는 것이지만, 기본 방향은 규제완화에 있음을 감안할 필요가 있다.

10~20억원 미만의 소액공모에 대해서는 다시 상장법인이 이용하는 경우와 비상장법인이 이용하는 경우를 구분하여 상장법인에 대해서는 증권신고서와 유사한 수준의 정보를 제공하도록 규제하고, 비상장법인에 대해서는 그보다 완화된 수준의 규제를 설계할 필요가 있다. 상장법인에 대해 보다 엄격한 규제를 도입하는 것은 상장법인은 대체로 일반투자자들이 한계상황에 있는가를 알지 못하는 상황에서 상장법인의 그룹이나 상장법인의 브랜드에 현혹되어 투자하는 경우가 있을 수 있기 때문이다. 10~20억원 미만의 소액공모에 대해서는 정기 및 수시공시를 비롯하여 10억원 이하의 발행보다 엄격한 제도적 장치에 의해 규제비용을 높임으로써 역선택이 발생하지 않도록 하여야 할 것이다. 참고로 공사모 기준에서 언급한 전문투자자 내지 적격투자자만 최종 투자자가 될 경우 공개적 청약권유를 허용하는 제도를 도입하면 소액공모 제도의 부작용도 줄어들면서 전문투자자 중심의 사모발행 시장이 구축될 수 있을 것이다.

소액공모와 더불어 준사적자본시장의 다른 한축을 담당하는 크라우드펀딩에 대한 규제 정비도 필요하다. 이미 언급한 바와 같이 광고규제의 완화가 시급하다. 광고규제를 둔 이유는 온라인상의 무분별한 광고행위가 건전한 투자문화를 해칠 우려가 있다는 차원에서 일정한 광고행위를 제한하기 위함이다. 그러나 현행 자본시장법상 조문은 해석에 따라 다르겠지만 크라우드펀딩 플랫폼 외의 모든 정보제공까지 차단하여 크라우드펀딩을 제대로 알리지 못하는 수준이다. 따라서 최소한 일반투자자도 특정 발행회사가 특정 온라인소액중개업자를 통해 증권을 공모한다는 사실 정도를 소개하고, 해당 온라인소액중개업자에게 안내하는 링크 정도는 가능하도록 하여야 할 것이다. 다음으로, 현재 업계를 중심으로 투자한도를 늘려야 한다는 의견이 계속 표출되고 있다. 그러나 아직 제도를 시작한지 얼마 되지 않았고, 해외 사례와 국내의 사정을 감안하여²⁷³⁾ 정한 금액이므로 당장 이를 수정하기는 현실적으로 어렵다고 판단된다. 다만, 200만원이라는 개별 기업당 투자한도는 중장기적으로는 삭제하는 것이 바람직하다. 굳이 개별 기업당 투자한도를 두지 않더라도 500만원 연간 투자한도 내에서 자율적으로 투자할 수 있도록 하여도 투자한도를 둔 입법취지를 훼손하지 않기 때문이다.²⁷⁴⁾

대화채널 규제상 이해상충에 대한 규제의 정비도 고려의 대상이다. 온라인소액투자중개업자에 대해서도 자본시장법상 이해상충에 관한 원칙규정이 그대로 적용되기 때문에 최소한의 방지장치는 존재하나, 크라우드펀딩이 가지는 특수성을 감안한 이해상충 규정이 필요하기 때문이다. 우선 온라인소액투자중개업자나 발행인 또는 발행인의 임원, 근로자, 그리고 이들로부터 보수를 받고 발행과 관련한 판촉행위를 제공하는 자에 대해 대

273) 국내 엔젤투자자 층이 많지 않다는 점을 감안하여 위험성에도 불구하고 전문투자자등의 개념을 매우 확장하여 한도 없이 투자할 수 있도록 하고 있다.

274) 증권의 종류별 투자한도를 설정하는 것도 고려 대상이나 이는 조금 더 연구가 필요하다. 다만, 일반 기업이 발행하는 플레인 바닐라 유형의 채권은 주식에 비해 그 위험이 낮기 때문에 투자한도를 늘려주는 것은 적극 고려할 필요가 있다. 경제적 실질이 유사한 대출형 크라우드펀딩(P2P대출)에 대해서는 규제가 매우 느슨하다는 점에서도 단순한 형태의 채무증권에 대한 투자한도 규제를 완화하는 것이 필요한 것으로 생각된다.

화채널상의 행위규제가 어떠해야 하는가를 명확히 하여야 한다. 그리고 현재는 대화내역을 삭제하지 못하도록 규제하는데, 일정한 경우 삭제를 해야 하는 경우도 발생한다. 어떤 경우에 삭제를 할 수 있는가 등의 근거 규정을 명확히 할 필요가 있다. 이와 더불어, 중장기적으로 전매제한 기한의 전면적인 폐지나 축소를 고려할 필요가 있다. 다만 전매제한을 둔 이유는 크라우드펀딩을 통해 해당 증권을 투자하는 자뿐만 아니라, 크라우드펀딩 이후 장외에서 해당 증권을 취득하는 자도 고려한 것이라는 점에서, 전매제한을 두지 않는 것으로 결정할 경우에는 크라우드펀딩에 참여하지 않는 일반투자자도 크라우드펀딩시의 대화채널상 내역을 조회할 수 있도록 하여야 할 것이다.²⁷⁵⁾ 끝으로, 온라인소액투자중개업자의 도산 시에는 해당 대화내역과 정기공시 내역을 중앙기록관리기관을 통해 조회할 수 있도록 하여야 할 것이다.

라. 사모펀드 규제체계 개선

전문투자형과 경영참여형 사모펀드로 개편하는 것을 골자로 하는 2016년 7월의 자본시장법 개정으로, 개정전 사모펀드 규제체계가 가졌던 불합리성은 어느 정도 개선된 측면이 없지 않다. 그러나 사모펀드의 규제를 굳이 이 같이 이원화하여 규제할 필요가 없으며, 전문투자형이나 경영참여형이냐는 투자자와 운용사간 사적 투자계약의 영역에서 투자전략에 따라 자율적인 선택이 가능하도록 하여야 할 것이다. 즉, 이원화되어 있는 등록단위를 유지할 필요 없이 사모펀드라는 단일 규제체계 아래 운용사 중심의 규제체계를 구축할 필요가 있다. 또한 창업지원법 등에 흩어진 벤처캐피탈 규제도 단일 규제체계로 포섭하여 초중기 기업 투자, 중후기 투자 등 사모펀드 운용사와 투자자의 운용목적에 맞게 유연한 투자전략을 구사할 수 있도록 하여야 할 것이다. 이 경우 공모펀드 규제체계를 바탕으로 설계된 현행 체계를 사모펀드 고유의 특성을 감안한 독자적인 사모

275) 현재 대부분의 크라우드펀딩 플랫폼은 계좌를 개설한 경우에만 대화채널의 내용을 조회할 수 있도록 하고 있다.

펀드 규제체계로 개편하여야 할 것이다. 즉, 사모펀드에 대한 진입규제와 운용규제를 최소화하되, 사모펀드가 가지는 위험성과 남용 가능성을 모니터링할 수 있는 건전성 규제체계를 구축하여야 할 것이다. 이는 사모펀드 고유의 자산운용 자율성 보장을 통해 사모펀드 운용사가 투자자와의 사적 관계에 부합하는 다양한 투자전략을 구사하고 금융혁신을 추구할 수 있도록 하기 위함이다.

보다 구체적으로, 형식적 측면에서 단일 사모펀드 규제체계는 현재와 같이 자본시장법 내에서 공모펀드 규제를 배제하는 방식이 아닌 독립된 사모펀드 규제체계를 규정하거나, 별도의 사모펀드법을 제정하는 방식을 고려할 수 있을 것이다. 어느 방식이든 실질에 있어서는 큰 차이는 없을 것이나, 사모펀드가 가지는 특징과 사모펀드만의 규제체계를 추구한다는 측면에서 후자 즉, 별도의 사모펀드법 체계를 가지는 것이 효과적일 것이다. 그러나 이 경우 완전히 새로운 법체계를 구축하는데 따른 법적 안정성 저해와 법적 흠결 문제가 발생할 수도 있기 때문에 축조에 신중을 기울일 필요가 있다.

단일 사모펀드 규제체계는 개별 등록단위 없이 단일 사모펀드 운용사 등록 체계를 유지하고, 자산규모가 일정 규모 미만의 운용사는 등록 자체를 면제하는 방식을 고려해 볼 수 있을 것이다. 그리고 벤처투자의 경우 일정한 세제혜택이 벤처투자의 핵심적 요소 중 하나이므로, 벤처캐피탈 운용사도 단일 규제체제 내에 두되²⁷⁶⁾, 미국과 같이 벤처캐피탈에 대한 일정한 정의 규정을 두어 그러한 요건에 맞는 사모펀드는 규정된 세제혜택을 받을 수 있도록 설계하여야 할 것이다. 아울러 벤처투자는 일반 사모펀드보다 고용창출 효과 등 기업과 경제성장에 미치는 긍정적 효과가 크기 때문에 운용사 등록면제의 기준을 보다 더 완화하는 것도 고려해 볼 수 있을 것이다.

276) 벤처캐피탈도 단일 규제체제에서 규율하는 것이 가장 이상적이거나, 산업정책적 목표가 부서별로 다를 수 있으므로, 현재와 같이 개별 법률로 요건을 달리할 수는 있을 것이다. 그러나 사모펀드에 대한 궁극적 지향점은 동일하므로, 국내의 특수한 상황으로 인해 개별 법률 체계를 고수할 수밖에 없는 경우에도 등록의 절차적 요건 등을 제외하고 대부분은 단일 사모펀드법을 준용하는 방식을 취함으로써 규제차익이 발생하지 않도록 하여야 할 것이다.

운용규제 측면에서는 앞서 언급한 바와 같이, 투자목적별로 유연한 투자전략이 발현할 수 있도록 최소한의 규제에 그쳐야 할 것이다. 명시적인 열거적 금지규정 대신, 운용과정에 나타날 수 있는 잠재적인 위험과 부작용을 막기 위한 건전성 제고 차원의 간접적 규제체계를 도입하는 것이 가장 바람직하다고 판단된다. AIFMD의 사례와 같이, 레버리지 규모별 보고 체계, 지분 보유·취득 규모별 보고 체계 등을 구축하여 시스템위험과 회사 지배에 따른 부작용을 방지할 수 있을 것이다. 다만, 독점규제법상 대기업집단 규제는 정책적·사회적·경제적 목적이 강한 강행규정이므로 사모펀드라도 그 적용에 있어 전면적인 배제는 어렵다고 판단된다. 그러나 산업자본의 참여가 없는 사모펀드운용사까지 모두 일반기업과 동일한 대기업집단 규제를 적용하는 것은 무리가 있다. 사모펀드가 가지는 긍정적 역할을 고려하여 일정한 요건을 만족하는 사모펀드는 독점규제법상 의결권제한 규정과 지분처분 기간에 대한 예외를 규정하되, 사모펀드를 대기업집단 규제를 우회하는 도구로 삼는 행위는 사모펀드업에서 퇴출시키는 등 사후적 규제와 사전적 규제를 적절히 병용하는 방식을 취하여야 할 것이다.

마. 장외유통시장 규제체계 정비

비공개회사나 공개회사이지만 비상장회사가 발행한 증권(장외증권)은 상대적으로 높은 정보비대칭성과 그에 따른 투자위험이 존재한다. 그리고 이러한 높은 정보비대칭성과 투자위험을 감안할 때 투자자보호 차원에서의 일정한 규제는 불가피하다. 그러나 국가가 투자자의 후견자적 입장에서 장외거래를 미리 차단하거나 억제하는 정도의 규제 수준을 유지하는 것은 바람직하지 않다. 장외시장에서의 증권유통에 대한 제약은 투자자금의 회수경로 제약과 다양한 자산관리 수요 충족을 저해하는 문제가 있고, 나아가 발행시장 활성화에도 부정적 효과를 유발할 수 있다. 또한, 장외증권 유통의 제약은 세컨더리 시장의 형성을 제약하여 모험자본 생태계의 선순환 구조 형성을 방해할 수 있다.

현재 우리나라에서 장외증권 거래를 제약하는 요인은 기술한 바와 같이 크게 장외거래 방법의 제한, ATS 규제, 매출규제 및 내부주문집행의 제한 등이다. 장외거래 방법의 제한은 미국과 같이 제한증권 개념이 없는 상황에서 무분별한 집단적 위험투자 행위가 일어나지 않도록 제한하는 효과가 있다. 그러나 일정한 정보의 흐름이 있는 경우까지 일괄적으로 장외거래를 제한하는 것은 문제이다. 이를 해결하기 위해서는 우선 현재의 장외거래 방법의 제한은 원칙 규정으로 그대로 두고 ATS 규제와 매출규제 및 내부주문집행 규제를 개선하는 것이 가장 효과적일 것이다.

우리나라의 엄격한 ATS 규제는 거래소의 개념을 매우 넓게 보고, 공적유통시장을 육성하려는 정책적 판단이 깔려 있는 것으로 판단된다. 그러나 거듭 강조한 바와 같이 사적자본시장의 중요성은 날로 커지고 있고 이를 수용할 수 있는 중층형 규제체계가 필요하다. 이런 관점에서 해외 사례와 같이 거래소 개념 자체를 넓게 보지 않고, 다양한 형태의 ATS가 출현할 수 있도록 하여 장외거래를 규제의 틀 안에서 흡수하는 정책의 전환이 필요하다. 정보의 흐름이 존재하는 한 상장증권이나 비상장증권이나의 구분 없이 ATS를 통해 거래될 수 있도록 함으로써 유동성을 높이고, 보다 최선의 가격이 발견될 수 있도록 하여야 한다. 이를 위해서는 증권업자가 보다 쉽게 ATS가 될 수 있도록 현재의 ATS 진입규제를 대폭 완화해야 한다. 더불어, ATS의 거래대상을 상장주식 및 KDR(Korea Depositary Receipts)에 한정하는 규제도 철폐하여야 한다. 요컨대, ATS를 상장주식의 대체거래시설로만 파악하는 현행 자본시장법의 시각에 대한 변화가 필수적이다. 또한 증권회사의 내부주문집행에 대한 보다 명확한 규정 내지 해석을 통해 증권회사의 장외업무 역량을 제고하여야 할 것이다.²⁷⁷⁾ 이런 점에서 내부주문집행을 마치 대형 증권사만의 특혜로 취급하고, 중소형 증권사의 내부주문집행을 금지하려는 개정 움직임도 재고가 필요하다. 정부가 지속적으로 강조한 중소형 증권회사의 특화를 위해서도 중소형 증권회사의 내부주문집행을 금지할 이유가 없다.

277) 다만, 장외증권을 위한 ATS 규제의 전면적 개편과 내부주문집행은 추가적인 투명성 규제를 필요로 하기 때문에 추후 이에 대한 검토도 아울러 진행되어야 할 것이다.

매출규제 부분은 우선 앞서 언급한 전문투자자만이 투자할 수 있도록 하되, 공개적 청약의 권유는 가능하도록 규제를 개선하면 적격투자자 시장의 형태가 될 수 있어, 매출규제로 인해 발생하는 장외거래 제약은 일부 해소될 수 있다. 나아가 내부주문집행과 K-OTC의 경우 예외적으로 매출규제를 배제한다면, 보다 다양한 경로의 유통플랫폼 체제가 형성될 수 있을 것이다.

한편, 정보공시가 있는 공개회사의 주식과는 달리 비공개주식의 유통에 대해서는 규제를 보다 강화하는 것이 바람직하다. 비공개주식은 말 그대로 정보를 공개하는 않는 회사의 주식이기 때문에 다른 비상장주식보다 매우 높은 투자위험을 수반한다. 따라서 현재 사설계시판 형태로 이루어지는 음성적 유통망에 대한 단속을 강화하고, 비공개주식은 정보의 흐름이 있는 경우에만 증권회사의 내부주문집행이나 중개 및 K-OTC를 통해 거래가 될 수 있도록 규제를 강화하여야 할 것이다. 이를 통해 증권업자의 정보생산능력을 유도하여 정보비대칭성을 완화하고, 증권업자의 투자자문 등을 통한 투자판단을 하게 함으로써 투자자보호를 강화할 수 있을 것이다. 물론, 사인간의 비공개주식 거래까지 막을 수는 없을 것이다. 제한증권이라는 개념이 있는 미국의 경우에는 비공개증권의 사인간 유통에도 규제를 가하고 있지만, 그러한 개념을 모르는 우리의 경우 사인간의 비공개주식을 막을 수는 없기 때문이다.

끝으로, 다양한 장외증권 유통채널의 출현은 불공정 거래에 대한 시각의 변화를 필요로 한다. 증권규제의 가장 큰 축이 공시규제와 불공정 거래인데, 종래 장외거래 방법의 제한을 통해 사인간의 1:1 거래만을 상정한 불공정 거래 체계에서는 특별한 규제적 개입이 필요 없었다. 하지만, 다수의 투자자가 참여하거나 참여할 수 있는 ATS, 내부주문집행, K-OTC 거래에서는 내부자거래, 시세조종 등의 불공정 거래 규정을 적용해야 할 필요가 높다. 따라서 장외유통시장 규제의 정비는 다양한 유통채널의 출현을 위한 적극적 규제의 개입이 필요하지만, 다른 한편으로는 불공정 행위를 규제하는 소극적 의미의 규제적 개입도 필수적이라 할 것이다.

참 고 문 헌

참 고 문 헌

- 구자현, 2015, 『상시적 구조조정을 위한 과제: 사모투자펀드 활성화를 중심으로』, KDI 정책연구시리즈 2015-14.
- 권세훈·박희선, 2008, 『증권회사의 M&A 사례 및 전략』, 자본시장연구원 조사보고서 08-02.
- 금융감독원, 2006, 『증권회사 회계처리 해설』, 금융감독원 증권감독국 업무처리자료.
- 금융감독원, 2012, 『기업공시 실무안내』.
- 금융감독원, 2015. 3. 10, 국내 사모투자전문회사(PEF) 도입 10년간의 변화 및 평가, 보도자료.
- 금융감독원, 2016. 4. 26, ‘15년 PEF 동향 및 시사점, 보도자료.
- 금융감독원·금융투자협회, 2011, 『금융투자회사 회계처리 해설서』.
- 금융위원회, 2012. 2. 24, 자본시장과 금융투자업에 관한 법률 시행령 개정안 입법예고, 보도자료.
- 금융위원회, 2013. 12. 4, 자본시장의 역동성 제고를 위한 사모펀드제도 개편방안, 보도자료.
- 금융위원회, 2013. 8. 27, 창조경제, 보도자료.
- 금융위원회, 2016. 1. 19, 크라우드 펀딩 활성화 방안, 보도자료.
- 길재욱·신진영, 2009, 한국벤처투자 증기발전방안 연구.
- 김건식·정순섭, 2013, 『자본시장법』, 제3판, 박영사.
- 김규림·김수민·문주호·임유철, 2012, 『사모투자펀드의 모든 것』, 한국금융연수원.
- 김병연·권재열·양기진, 2015, 『자본시장법: 사례와 이론』, 제2판, 박영사.

- 김선우, 2015, 창업생태계에서 엑셀러레이터의 역할과 이슈, 과학기술정책연구원 『과학기술정책』 25(6), 20-25.
- 김정수, 2014, 『자본시장법원론』, 제2판, SFL그룹.
- 김종민, 2012, UCITS IV의 주요 특징과 시사점, 자본시장연구원 『유럽금융시장포커스』 2012년 가을호.
- 김철배·박정훈·박철영·서종균·안창국·양중식·장봉기·정철, 2006, 『간접투자(펀드) 해설』, 개정판, 박영사.
- 김철중·이재석·이상명, 2015, 국내 사모펀드(PEF)의 전략적 특성이 기업성과에 미치는 영향에 관한 연구, 『중소기업연구』 37권 4호.
- 남재우·박용린·천창민, 2015, 『미국의 비공개주식 유통플랫폼 현황과 시사점』, 자본시장연구원 조사보고서 15-02.
- 박동휘·좌동욱, 2015, 『1조 원의 승부사들』, 한국경제신문사.
- 박삼철·차태진·송상우·김건, 2015, 『사모펀드 해설: 전문투자형 사모집합투자기구』, 지원출판사.
- 박용린, 2015. 10. 3, 기업 구조조정과 PEF 시장의 성장, 자본시장연구원 발표자료.
- 박용린, 2015. 9. 24, 국내 사모 자본시장 생태계 현황과 발전방향, 자본시장연구원 발표자료.
- 박용린·김종민·남재우·장정모·천창민, 2015, 『국내 PEF 시장 현황과 발전 방향』, 자본시장연구원 연구용역보고서.
- 박용린·김종민, 2015, 『해외 정부 벤처캐피탈의 현황 및 시사점』, 자본시장연구원 조사보고서 15-01.
- 박용린·천창민·안유미, 2012, 『해외 선진 PEF의 운영현황과 시사점 -바이아웃(buyout)을 중심으로-』, 자본시장연구원 조사보고서 12-03.
- 변제호·홍성기·김종훈·김성진·엄세용·김유석, 2015, 『자본시장법』, 제2판, 지원출판사.

- 송홍선, 2015, 『금융중개의 발전과 사모펀드의 역할』, 자본시장연구원 조사보고서 15-07.
- 신보성·권재현·김종민·이효섭·천창민, 2015, 『글로벌 금융규제 흐름과 우리나라 금융규제개혁의 바람직한 방향』, 자본시장연구원 연구총서 15-02.
- 신인석·김갑래·김준석·이석훈, 2016, 『한국 신규공모시장의 구조분석』, 자본시장연구원 연구총서 16-02.
- 안문택, 1982, 『증권거래법개론』, 박영사.
- 윤승영, 2011, 전문사모집합투자기구의 개인 적격 투자자 기준에 대한 고찰, 『상사판례연구』 24(4), 303-333.
- 이석원·김준기·이영범·장경호·이민호, 2012, 정책효과분석과 선택편의-중소기업 정책자금 지원사업에 대한 순차적 선택모형을 중심으로, 『한국행정학보』 42(1), 197-227.
- 재정경제부, 2006. 12. 28, 『자본시장과 금융투자업에 관한 법률안』 설명자료, 차관회의 설명자료.
- 조영삼·양현봉·지민용·신종원·한창용, 2015, 『한국 벤처정책 20년사』, 산업연구원 학술용역보고서.
- 조유리·정현준·정원준, 2014, 『크라우드펀딩 활성화 방안 연구』, 정보통신정책연구원 연구용역보고서.
- 중소기업청, 2015. 11. 22, 전문 엔젤투자자, 유한회사형 벤처캐피탈 요건 완화-벤처특별법 시행령 개정안 11.18 시행, 보도자료.
- 중소기업청, 2016. 7. 27, 2015년 엔젤투자, 1,000억원 돌파, 보도자료.
- 천창민, 2012, AIFM지침의 주요 내용과 시사점, 자본시장연구원 『유럽 금융시장 포커스』 2012년 겨울호.
- 천창민, 2015, 전문투자자 제도의 문제점과 개선방향, 금융투자협회 『금융투자』 169호.

천창민, 2016, 『미국의 증권형 크라우드펀딩 규제와 시사점』, 자본시장
연구원 조사보고서 15-08.

한국경제신문, 2016. 10. 31, 경제지도 흔들리는 '60조 PEF'의 질주.

한국벤처캐피탈협회, 2012, 『2012 KVCA YEARBOOK』.

한국벤처캐피탈협회, 2015, 『2015 KVCA YEARBOOK』.

한국벤처캐피탈협회, 2016, 『2016 KVCA YEARBOOK』.

한국벤처캐피탈협회, 2016, 『VC Report: '15년 실적 및 '16년 전망』.

한국벤처캐피탈협회, 2016, 『벤처캐피탈 뉴스레터』 각호.

Acharya, V., Kehoe, C., Gottschalg, O., Hahn, M., 2008, *Corporate Governance and Value Creation: Evidence from Private Equity*, London Business School.

Adkins, D., 2011, What are the new seed or venture accelerators?
NBIA Review 27(1).

Ahlers, G.K.C., Cumming, D., Gunther, C., Schweizer, D., 2015,
Signaling in equity crowdfunding, *entrepreneurship Theory and Practice* 39(4), 955-980.

Aldatmaz, S., 2013, *Private Equity on the Global Economy: Evidence on Industry Spillovers*, University of North Carolina.

Appelbaum, E., Batt, R., 2012, *A Primer on Private Equity at Work*,
Center for Economic and Policy Research.

Belleflamme, P., Lambert, T., Schwienbacher, A., 2013, Individual
crowdfunding practices, *Venture Capital* 15(4), 313-333.

Belleflamme, P., Lambert, T., Schwienbacher, A., 2014,
Crowdfunding: tapping the right crowd, *Journal of Business Venturing* 29(5), 585-609.

- Belleflamme, P., Omrani, N., Peitz, M., 2015, The Economics of Crowdfunding Platforms, Center for operations Research and Econometrics Discussion paper.
- Bertoni, F., Tykvová, T., 2012, Which form of venture capital is most supportive of innovation? Discussion Paper No. 12-018, Center for European Economic Research.
- Billett, M., Jiang, Z., Lie, E., 2010, The effect of change-in-control covenants on takeovers: evidence from leveraged buyouts. *Journal of Corporate Finance* 16(1), 1-15.
- Bouclya, Q., Sraerb, D., Thesmara, D., 2011, Growth LBOs, *Journal of Financial Economics* 102(2), 432-453.
- Bradford, C.S., 2012, Crowdfunding and the Federal Securities Laws, *Columbia Business Law Review*, 1-150.
- Brander, J., Amit, R., Antweiler, W., 2002, Venture capital syndication: improved venture selection versus the value-added hypothesis, *Journal of Economics and Management Strategy* 11(3), 423-452.
- Brander, J., Du, Q., Hellmann, T., 2014, The effects of government-sponsored venture capital: international evidence, *Review of Finance* 19(2), 571-618.
- Brander, J., Egan, E., Hellmann, T., 2008, Government sponsored versus private venture capital: Canadian evidence, NBER Working Paper No. 14029.
- Brown, D.C., Davies, S.W., 2015, *Equity Crowdfunding: Harnessing the Wisdom of the Crowd*, University of Arizona Press.
- Cambridge Associates, 2016, *2016 Q3, U.S. Venture Capital Index and Selected Benchmark Statistics*.

- Center for Venture Research at the University of New Hampshire, 2016, *Angel Market Analysis Report*.
- Coffee, J.C., 2011, Capital Formation, Job Creation and Congress: Private Versus Public Markets, Testimony before SEC hearing.
- Cohn, J.B., Towery E.M., 2013, The determinants and consequences of private equity buyouts of private firms: evidence from U.S. corporate tax returns, working paper.
- Collins, L., Pierrakis, Y., 2012, *The Venture Crowd*, Nesta.
- Croce, A., Martí, J., Murtinu, S., 2013, The impact of venture capital on the productivity of European entrepreneurial firms: 'Screening' or 'value added' effect? *Journal of Business Venturing* 28(4), 489-510.
- Crowdnetic, 2015, *Crowdnetic's Quarterly Private Companies Publicly Raising Data Analysis*.
- Cruz, H., 2010. 7. 12, Private Fund Investment Advisers, *Skadden Commentary on the Dodd-Frank Act*.
- Cumming, D.J., 2007, Government policy towards entrepreneurial finance: innovation investment funds, *Journal of Business Venturing* 22(2), 193-235.
- Cumming, D.J., Grilli, L., Murtinu, S., 2013, Government and independent venture capital investments in Europe: a firm-level performance analysis, Social Science Research Network working paper.
- Cumming, D.J., MacIntosh, J.G., 2006, Crowding out private equity: Canadian evidence, *Journal of Business Venturing* 21(5), 569-609.

- Cumming, D.J., Siegel, D.S., Wright, M., 2007, Private equity, leveraged buyouts and governance. *Journal of Corporate Finance* 13(4), 439–460.
- CVCA, 2016, *2015 Canadian Venture Capital Market Overview*.
- CVCA, 2016, *2015 Canadian Private Equity Market Overview*.
- Davis, S.J., Haltiwanger, J., Handley, K., Jarmin, R., Lerner, J., Miranda, J., 2014, Private equity, jobs, and productivity, *American Economic Review* 104(12), 3956–3990.
- Davis, S.J., Lerner, J., Haltiwanger, J., Miranda, J., Jarmin, R., 2008, Private equity and employment, *The Global Economic Impact of Private Equity Report 2008*, 43–64.
- Degryse, H., Kim, M., Ongena, S., 2009, *Microeconometrics of Banking: Methods, Applications, and Results*, New York: Oxford University Press.
- Demsetz, H., 1973, Industry structure, market rivalry, and public policy, *Journal of Law and Economics* 16(1), 1–9.
- Denis, D.J., 2004, Entrepreneurial finance: an overview of the issues and evidence, *Journal of Corporate Finance* 10(2), 301–326.
- Dessi, R., 2012, Innovation, Spillovers and Venture Capital Contracts, CEPR Discussion Paper No. DP8731.
- DG Internal Market and Services, 2008, Impact Assessment Report on Private Placement, SEC(2008) 2341.
- Domowitz, I., Lee, R., 2001, On the road to reg ATS: a critical history of the regulation of automated trading system, eBusiness Research Center Working Paper 10–2001.
- EBAN, 2016, *European Early Stage Market Statistics 2015*.

ESMA, 2014, *Advice: Investment-based Crowdfunding*.

European Commission, 2008, Impact Assessment Report On Private Placement, Commission Staff Working Document.

European Commission, 2016, Crowdfunding in the EU Capital Markets Union, SWD(2016) 154 final, Commission Staff Working Document.

EVCA, 2016, *2015 European Private Equity Activity*.

Fang, L.H., Ivashina, V., Lerner, J., 2014, The disintermediation of financial markets: direct investing in private equity, *Journal of Financial Economics* 116(1), 160-178.

FCA, 2014, *The FCA Handbook*.

FCA, 2015, *A Review of the Regulatory Regime for Crowdfunding and the Promotion of Non-readily Realisable Securities by Other Media*.

Financial Times, 2015. 6. 21, The strange death of the tech IPO.

Fishback, B., Gulbranson, C.A., Litan, R.E., Mitchell, L., Porzig, M., 2007, Finding business 'idols': A new model to accelerate start-ups, Ewing Marion Kauffman Foundation, 2-8.

GAO, 2012, *Factors That May Affect Trends in Regulation A Offerings*.

Gao, X., Ritter, J.R., Zhu, Z., 2013, Where have all the IPOs gone? *Journal of Financial and Quantitative Analysis* 48(6), 1663-1692.

Gilligan, J., Wright, M., 2010, *Private Equity Demystified*, 2nd edition. ICAEW.

- Gompers, P.A., Lerner, J., 2001, The venture capital revolution, *Journal of Economic Perspectives* 15(2), 145-168.
- Gompers, P.A., Kovnera, A., Lerner, J., Scharfstein, D., 2005, Venture capital investment cycles: the impact of public markets, NBER working paper No. 11385.
- Gompers, P.A., Lerner, J., 2004, *The Venture Capital Cycle*, MIT Press, Cambridge, MA and London.
- Gonzales-Urbe, J., 2014, *Venture Capital and the Diffusion of Knowledge*, London Business School.
- Gottschalg, O., Wright, M., 2008. Understanding the buyers' role in private equity returns—the influence of skills, strategy and experience, Strategic Management Society Conference, Cologne.
- Grilli, L., Murtinu, S., 2011, The differential impact of public and private venture capital investments on new technology-based firms' growth: a European analysis, Working Paper European Association for Research in Industrial Economics.
- Grilli, L., Murtinu, S., 2014, Government, venture capital and the growth of european high-tech entrepreneurial firms, *Research Policy* 43(9), 1523-1543.
- Guo, S., Hotchkiss, E.S., Song, W., 2011, Do buyouts (still) create value? *Journal of Finance* 66(2), 479-517.
- Harrison, R., 2013, Crowdfunding and the revitalization of early stage risk capital market: catalyst or chimera? *Venture Capital* 15(4), 283-287
- Hellmann, T., Puri, M., 2002, Venture capital and the

- professionalization of start-up firms: empirical evidence, *Journal of Finance* 57(1), 169-198.
- Hilbert, M., López, P., 2011, The world's technological capacity to store, communicate, and compute information, *Science* 332 (6025), 60-65.
- IMF, 2016, *World Economic Outlook Databases April 2016*.
- Jenkinson, T., Sousa, M., 2015, What determines the exit decision for leveraged buyouts? *Journal of Banking & Finance* 59, 399-408.
- Kaplan, S.N., Harris, R.S., Jenkinson, T., 2011, Private equity performance: what do we know? *Journal of Finance* 69(5), 1851-1882.
- Kaplan, S.N., Lerner, J., 2010, It ain't broke: the past, present, and future of venture capital, *Journal of Applied Corporate Finance* 22(2), 36-47.
- Kaplan, S.N., Strömberg, P., 2001, Venture capitals as principals: contracting, screening and monitoring, *American Economic Review* 91(2), 426-430.
- Kaplan, S.N., Strömberg, P., 2009, Leveraged buyouts and private equity, *Journal of Economic Perspectives* 23(1), 121-146.
- Lechner, M., Rodríguez-Planas, N., Fernández-Kranz, D., 2015, Difference-in-difference estimation by FE and OLS when there is panel non-response, *Journal of Applied Statistics* 43(11), 2044-2052.
- Leleux, B., Surlemont, B., 2003, Public versus private venture capital: seeding or crowding out? A pan-European analysis, *Journal of Business Venturing* 18(1), 81-104.

- Lerner, J., 2002, Boom and bust in the venture capital industry and the impact on innovation, *Federal Reserve Bank of Atlanta Economic Review* 87(4), 25-39.
- Lerner, J., 2009, *Boulevard of Broken Dreams*, Kauffman Foundation Series on Innovation and Entrepreneurship, Princeton University Press.
- Lerner, J., Strömberg, P., Sørensen, M., 2011, Private equity and long-run investment: the case of innovation, *Journal of Finance* 66(2), 445-477.
- Leslie, P., Oyer, P., 2008, Managerial incentives and value creation: evidence from private equity, NBER Working Paper No. 14331.
- Lim, J.Y.K., Busenitz, L.W., Chidambaram, L., 2013, New venture teams and the quality of business opportunities identified: faultlines between subgroups of founders and investors, *Entrepreneurship Theory and Practice* 37(1), 47-67.
- Massolution, 2013, *2013CF: The Crowdfunding Industry Report*.
- Massolution, 2015, *2015CF: The Crowdfunding Industry Report*.
- McCahery, J.A., Vermeulen, E.P.M., 2013, Recasting private equity funds after the financial crisis: the end of 'two and twenty' and the emergence of co-investment and separate account arrangements, ECGI-Law Working Paper No. 231-2013.
- Mendoza, J.M., Vermeulen, E.P.M., 2011, *The 'New' Venture Capital Cycle (part I): The Importance of Private Secondary Market Liquidity*, Corporate Law & Economics 2011-1.
- Mollick, E., 2014, The dynamics of crowdfunding: An exploratory study, *Journal of Business Venturing*, 29(1), 1-16.

Moritz, A., Block, J., Lutz, E., 2015, Investor communication in equity-based crowdfunding: a qualitative-empirical study, *Qualitative Research in Financial Markets* 7(3), 309-342.

Nesta, 2014, *Understanding Alternative Finance*.

Nesta, 2016, *Pushing Boundaries: The 2015 UK Alternative Finance Industry Report*.

New York Times, 2016. 12. 24, This Is Your Life, Brought to You by Private Equity.

Nordström, L., 2009, Determinants of buyouts by private equity firms, Working Paper.

NVCA, 2011, *2011 National Venture Capital Association Yearbook*.

NVCA, 2016, *2016 National Venture Capital Association Yearbook*.

OECD, 2011, *Financing High-Growth Firms*.

Phalippou, L., Gottschalg, O., 2009, The performance of private equity funds, *Review of Financial Studies* 22, 1747-1776.

Pitchbook, 2016, *U.S. PE Breakdown 2015 Annual*.

Pitchbook, 2016, *U.S. Venture Industry Report 2015 Annual*.

Preqin, 2015, *2014 Global Private Equity Report*.

Preqin, 2016, *2015 Fundraising Update*.

Preqin, 2016, *2015 Global Private Equity & Venture Capital Report*.

Preqin, 2016, *2015 Private Equity-Backed Buyout Deals and Exits*.

Preqin, 2016, *2015 Venture Capital Deals and Exits*.

PwC, 2016, *MoneyTreeTM India Report Q4 2015*.

- PwC, 2016, *PwC Private Equity / Venture Capital 2015 Review and 2016 Outlook*.
- Ries, E., 2011, *The Lean Startup: How Today's Entrepreneurs Use Continuous Innovation to Create Radically Successful Businesses*, Crown Business.
- Ritter, J.R., 2015, Growth Capital-Backed IPOs, *Financial Review* 50(4), 481-515.
- Rosenbaum, P.R., Rubin, D.B., 1983, The central role of the propensity score in observational studies for causal effects. *Biometrika* 70(1), 41-55.
- Sahlman, W.A., 1990, The structure and governance of venture-capital organizations, *Journal of Financial Economics* 27(2), 473-521.
- Schnitzer, M., Watzinger, M., 2015, *Measuring Spillovers of Venture Capital*, University of Munich.
- Schwienbacher, A., Larralde, B., 2010, *Crowdfunding of small entrepreneurial ventures*, Oxford University Press.
- Securities Exchange Commission, 2013, *Crowdfunding: Proposed Rule*, 78 FR 66427.
- Securities Exchange Commission, 2015, *Crowdfunding: Final Regulation*, 80 FR 71387.
- Shane, W., Eleanor, K., 2014, Crowd-funding: an infant industry growing fast, Staff working paper, IOSCO Research Department.
- Thomson Reuters, 2013, *Global Investment Banking Review*.
- Ughetto, E., 2010, Assessing the contribution to innovation of

private equity investors: a study on European buyouts.
Research Policy 39(1), 126–140.

Walker, G.R., Purves, R., 2014, *Financial Services Law*, 3rd edition,
Oxford University Press.

WEF, 2015, *Alternative Investments 2020 : The Future of
Alternative Investments*.

Weild, D., Kim, E., 2009, *Market structure is causing the IPO crisis*,
Grant Thornton.

크라우드넷	www.crowdnet.or.kr
한국벤처캐피탈협회	www.kvca.or.kr
한국벤처투자	www.k-vic.co.kr
한국엔젤투자협회	home.kban.or.kr
한국크라우드펀딩기업협의회	www.kcfps.or.kr
K-OTC	www.k-otc.or.kr
NVCA	nvca.org
Fundacity	www.fundacity.com
Seed-DB	www.seed-db.com



박용린 (Yong Rin Park)

연구위원 / 경영학 박사

연구분야

- Aspricing
- Market Microstructure
- Investment Banking
- Financial Derivatives
- M&A
- Restructuring



김종민 (Jongmin Kim)

연구위원 / 경제학 박사

연구분야

- Financial Economics
- Applied Microeconomic Theory
- Industrial Organization
- Financial Econometrics
- Asset Management



남재우 (Chae Woo Nam)

연구위원 / 경영공학 박사

연구분야

- Pension
- Asset Management
- Fund Market
- Risk Management
- Financial Econometrics

장정모 (Jung-moh Chang)

연구위원 / 경제학 박사

연구분야

- Microeconomic Theory
- Financial Economics

천창민 (Changmin Chun)

연구위원 / 법학 박사

연구분야

- Capital Market Law (Securities Regulation)
- Corporate Law
- Private International Law
- International Commercial Law



KCMI



자본시장연구원
Korea Capital Market Institute

서울시 영등포구 의사당대로 143
T.02.3771.0600 www.kcmi.re.kr

값 14,000원



9 788960 891630
ISBN 978-89-6089-163-0