

이스라엘의 요즈마펀드에 대한 고찰 및 시사점

2013. 11.

연구위원

이성복

《 著 者 註 》

창조경제는 기존의 경제영역을 새로운 영역으로 확대시켜 부가 가치를 창출하는 경제를 의미한다. 이러한 과정에서 새로운 창업과 일자리를 가져와 국가경제의 지속가능한 성장을 도모할 수 있게 한다.

지난 우리 경제는 제조업중심의 수출이라는 창조경제를 통해 연평균 7.2%라는 고도성장을 경험했다. 이 과정에서 5인 이상 제조업 사업체수는 1955년 8,800개에서 2011년 122,236개로 113,436개 창업되었고, 일자리는 1963년 756만개에서 2013년 3월 2,451만개로 1,695만개 창출되는 성과를 얻었다.

그러나 글로벌 저성장 시대에 전통적인 제조업 중심의 수출은 성장동력으로서 한계에 도달했으므로, 새로운 미래 성장동력을 발굴하는 것이 필요하다. 바로 벤처경제가 그 주인공이다. 새 정부도 창조적인 기술개발이 한국경제의 근원적인 견인차임을 인식하고 이 부문에 집중하고자 하는 것이다.

벤처경제를 통해 창조경제를 실현하기 위해서는 벤처투자정책에 대한 고찰이 필요하다. 이를 위해 본 보고서는 이스라엘의 벤처투자정책인 요즈마펀드에 대해 고찰하고, 이를 토대로 한국의 벤처투자정책이 나아가야 할 방향을 제시하고자 한다. 지금은 한국 벤처생태계가 제2의 도약을 할 시점이다. 이런 점에서 본 보고서가 지속가능한 벤처생태계 조성을 위해 필요한 벤처투자정책을 도출하는 데 조금이나마 보탬이 되길 희망한다.

이 성 복 javanfish@kcmi.re.kr 3771-0657

목 차

Executive Summary	v
Abstract	xvii
I. 연구배경 및 목적	1
II. 이스라엘의 요즈마펀드	5
1. 추진배경	5
2. 정책구조	8
3. 성과와 한계	20
III. 한국 모태펀드와 비교	31
1. 배경 및 방법	31
2. 비교분석	34
3. 시사점	53
IV. 벤처투자정책 방향	57
1. 건강한 벤처생태계 조성	57
2. 벤처기업의 해외진출 조력	60
3. 벤처투자정책 일관성 유지	62
참고문헌	65

표 목 차

<표 II-1> 요즈마펀드의 설립 현황	9
<표 II-2> 출범 당시 요즈마펀드별 민간 참여 현황	11
<표 II-3> 요즈마펀드의 외국LP 참여 현황	13
<표 II-4> 요즈마펀드의 회수율	15
<표 II-5> 요즈마펀드의 민영화 시기	19
<표 II-6> 시기별 요즈마펀드의 벤처캐피탈 조성규모 추이	20
<표 II-7> 이스라엘 벤처캐피탈시장의 공급측면 성장 추이	22
<표 II-8> 이스라엘의 벤처기업 창업 및 회수 현황	23
<표 III-1> 모태펀드와 요즈마펀드의 비교	34
<표 III-2> 한국 벤처기업에 대한 자금지원 현황	39

그림 목 차

<그림 II-1> 요즈마펀드의 VC 조성 목표	10
<그림 II-2> 이스라엘 벤처캐피탈시장의 성장	17
<그림 II-3> 이스라엘 벤처캐피탈회사의 진입·퇴출	24
<그림 II-4> 이스라엘의 벤처생태계 구조	26
<그림 II-5> 이스라엘의 벤처캐피탈 조성 현황	27
<그림 II-6> 이스라엘 창업 벤처기업에 대한 투자 현황	29
<그림 III-1> 한국과 이스라엘의 벤처캐피탈시장 비교	33
<그림 III-2> 글로벌 벤처투자시장의 흐름	37
<그림 III-3> 한국의 모태펀드 운용체계	48

약 어 표

GP	General Partnership
IRR	Internal Rate of Return
LP	Limited Partnership
OCS	Office of the Chief Scientist
TIP	Technological Incubating Program
VC	Venture Capital

《 Executive Summary 》

(연구배경과 목적)

- 최근까지도 국회, 정부, 언론 등에서는 새 정부의 창조경제 실현을 위해 한국형 요즈마펀드를 설립할 것을 주장해 옴
 - 새 정부가 창조경제를 국정의 기본철학으로 채택함에 따라 각계에서는 창업국가로 평가받는 이스라엘의 요즈마펀드에 대해 높은 관심을 보임
 - 2013년 6월 정부도 요즈마그룹 회장 이갈 예를리히(Yigal Erlich)를 만나 1993년 설립된 요즈마펀드의 경험과 자산을 공유하고 싶다는 의견을 밝힘

- 그러나 이스라엘 요즈마펀드에 대한 객관적인 이해와 평가는 국내에 제대로 소개되지 못함
 - 이스라엘은 1992년에 재무부 추진으로 인발펀드(Inbal Fund)를 도입했지만 실패한 경험을 갖고 있음
 - 자국의 벤처생태계에 대한 이해 없이 인위적으로 벤처캐피탈시장을 육성하려 했기 때문임
 - 한국형 요즈마펀드를 새롭게 도입하기 보다는 요즈마펀드의 장점을 국내 벤처투자정책에 접목시키는 것이 더 중요할 수 있음
 - 이를 위해서는 요즈마펀드에 대한 객관적인 이해와 평가에 대한 연구가 선행되어야 함

□ 본 보고서는 요즈마펀드의 특징을 자세히 이해하고 국내 벤처 생태계에 적용할 정책적 시사점을 제시하고자 함

- 요즈마펀드의 설립배경, 설계구조, 투자방식, 출자조건, 인센티브 등에 대해 자세히 분석하고자 함
 - 분석대상은 1993~1998년 중 산업통상노동부 산하의 수석과학관실(Office of the Chief Scientist: OCS)이 한시적으로 운용한 요즈마 프로그램(Yozma Program)임
- 요즈마펀드의 성과뿐만 아니라 한계에 대해서도 면밀하게 살펴보고자 함
- 각국의 벤처생태계와 벤처투자정책 관점에서 이스라엘의 요즈마펀드와 한국의 모태펀드를 비교분석하고자 함
- 이를 통해 한국의 벤처생태계에 적합하고 효과적인 벤처투자정책 수립에 기여하고자 함

(이스라엘 요즈마펀드)

□ 이스라엘의 요즈마펀드는 1993년에 출범하여 1998년에 종료된 이스라엘의 벤처투자정책임

- 전 세계적으로 벤처붐이 일었던 1993년에 산업통상노동부 산하의 수석과학관실이 1억 달러를 재원으로 요즈마 프로그램을 출범시킴
 - 8천만 달러는 모펀드 방식으로 10개의 민간 요즈마펀드에 최대 40%까지 출자하고, 2천만 달러는 수석과학관실이 직접 운용함

- 당시 이스라엘의 벤처캐피탈시장은 거의 전무한 상태이기 때문에 요즈마펀드에 외국 금융기관 참여를 의무화시키고자 했음
 - 외국 벤처캐피탈로부터 배우는 것은 요즈마 프로그램의 중요한 정책적 목표였음
 - 이후 이스라엘 벤처기업의 IPO, M&A, 해외진출에 원동력으로 활용하고자 함
- 수석과학관실은 요즈마펀드의 이사회에 참여하여 벤처캐피탈과 벤처기업 간의 정보교환의 중심축 역할을 수행함
 - 재무부의 인발펀드는 손실보전 최소화를 위해 사전적으로 투자범위 등에 상당한 제한을 부과함
 - 수석과학관실은 요즈마펀드의 이사진에 참여하여 벤처캐피탈의 공급측면과 수요측면의 정보교환을 촉진시킴
- 세 가지의 인센티브를 제공하여 민간의 벤처캐피탈 참여를 적극 유도함
 - 창업 초기단계의 첨단기술 벤처기업에 집중투자하여 민간에게 높은 투자수익을 기대하게 됨
 - 정부지분을 저리의 금리로 매입할 수 있는 콜옵션인 Upside 인센티브를 제공하여 민간의 기대수익을 높임
 - 이를 통해 민영화를 사전에 계획하고 정부의 구축효과에 대한 두려움을 사전에 제거함

□ 요즈마펀드는 1990년대 이스라엘의 벤처캐피탈시장의 성장을 주도하는 데 성공적이었음

- 출범 초기 2.6억 달러에서 1993~2000년까지 30.7억 달러를 조성하는 등 이스라엘의 벤처캐피탈시장의 성장을 주도함
- 이에 따라 신규 벤처기업이 1993~1995년 중에는 100개 이상, 1996~1997년 중에는 200개 이상, 1998~2000년 중에는 매년 300개 이상, 500개 이상, 600개 이상이 설립됨
- 벤처투자 회수도 1995년부터 매년 20개 이상씩 성공하면서 벤처캐피탈시장의 공급측면을 다시 자극시킴
 - 1993~2000년 중 이스라엘의 창업초기 벤처기업의 평균 회수율은 14%인 반면, 동 기간 중 요즈마펀드의 평균회수율은 48%였음

□ 그러나 요즈마펀드가 1998년에 종료되면서 이스라엘 벤처생태계의 지속가능성을 오히려 단축시킴

- 요즈마펀드의 성공신화가 오히려 이스라엘의 벤처생태계의 지속가능성을 단축시킴
 - 벤처투자자는 요즈마펀드처럼 투자자금을 빨리 회수하려는 성향이 높아지고, 벤처기업도 벤처기술을 빨리 현금화하려는 단기적인 생태계적 생리가 만연해짐
- 2002~2003년과 2009~2010년에 이스라엘의 벤처캐피탈시장이 심각한 침체기를 겪기도 함

(한국 모태펀드와 비교)

□ 한국의 모태펀드는 요즈마펀드와는 다른 정책적 목표를 갖고 있기 때문에 그 성과도 달리 평가될 필요가 있음

— 모태펀드는 이미 벤처캐피탈시장이 어느 정도 성숙한 2005년부터 30년간 안정적 재원을 공급하기 위해 도입되었으며, 1999~2000년 벤처붐이 꺼지면서 안정적 재원 공급이 무엇보다 필요하다고 판단했기 때문임

— 요즈마펀드는 이스라엘에 벤처캐피탈시장이 전무한 1993년부터 새로운 벤처캐피탈시장을 육성하기 위해 도입되었으며, 1998년에 종료되지 않고 2000년대까지 지속되었다면 그 평가는 크게 달라질 수 있기 때문임

□ 한국의 모태펀드를 이스라엘의 요즈마펀드와 비교해 보면, 유사점보다는 차이점이 많다는 것을 알 수 있음

— 한국과 이스라엘이 각국의 벤처투자정책을 도입할 당시, 각각 크게 다른 시대적 특성에 직면해 있었기 때문에 양정책은 유사점보다는 차이점이 많음

— 따라서 양국의 벤처투자정책을 객관적으로 평가하기 위해 벤처생태계 환경과 정책적 목표의 특성을 고려하여 비교할 필요가 있음

□ 벤처생태계 환경

— 시대적 배경

- 모태펀드는 1990년대 일었던 글로벌 벤처붐이 꺼지고 다시 회복하려는 중인 2005년에 출범함
- 요즈마펀드는 글로벌 벤처붐이 시작한 1993년에 출범함

— 성장동력

- 한국 벤처캐피탈시장은 공급이 수요를 창출시키며 성장하는 시장임
- 이스라엘 벤처캐피탈시장은 수요가 공급을 창출시키며 성장하는 시장임

— 정책 수요

- 모태펀드는 1999~2000년 벤처붐 이후 벤처캐피탈시장에 만연해 있는 도덕적 해이(moral hazard)를 줄이고자 했음
- 요즈마펀드는 1990년대 초에 벤처붐이 일어나면서 성공 가능성이 있는 벤처기업들이 자금부족으로 실패하는 것을 보고 역선택(adverse selection)을 줄이고자 했음

□ 벤처투자정책 특성

— 정책 목표

- 모태펀드는 벤처캐피탈시장에 안정적인 재원을 공급할 목표로 도입됨
- 요즈마펀드는 새로운 벤처캐피탈시장을 육성할 목표로 도입됨

— 투자 대상

- 모태펀드는 이미 성숙단계에 들어선 벤처생태계에 맞게 모든 단계의 중소·벤처기업을 투자대상으로 하는 자펀드에 대해 출자함
- 요즈마펀드는 초기 발아단계에 있는 벤처생태계의 성장을 위해 창업초기 첨단기술 벤처기업을 투자대상으로 하는 자펀드에 출자함

— 운용 방식

- 모태펀드는 '안정적인 재원 공급'을 목표로 하다 보니 30년간 반복해서 투자하는 방식임
- 요즈마펀드는 '새로운 벤처캐피탈시장 육성'을 목표로 하다 보니 5년간 1회 투자하는 방식임

— 출자 조건

- 모태펀드는 매년 출자예산을 기반으로 서류심사, 현장실사, 최종심의를 통해 출자대상 자펀드를 선정함
- 요즈마펀드는 1993년에 조성한 정부출자금을 기반으로 10개 민간 벤처캐피탈을 출범 초기에 출자대상으로 선정함

— 인센티브

- 모태펀드는 창업초기 분야에 투자하는 자펀드를 제외하고는 별다른 인센티브를 제공하지 않음
- 요즈마펀드는 모험투자를 자극할 수 있는 Upside 인센티브(정부지분에 대한 콜옵션)를 제공함

□ 양 국가의 벤처투자정책을 비교해 본 결과, 다음과 같은 세 가지 정책적 시사점을 도출할 수 있음

- 장기적인 관점에서 모태펀드를 계속 발전시켜가는 것이 한국의 벤처생태계에 보다 적합함
 - 모태펀드는 한국의 벤처생태계의 시장실패 위험요소인 도덕적 해이를 상당부분 해소시킴
 - 요즈마펀드처럼 단기적인 목표에 집중할 경우 오히려 한국의 벤처생태계의 지속가능성을 저하시킬 수 있음
- 한국형 요즈마펀드 도입보다는 모태펀드의 역할 제고가 필요함
 - 한국의 벤처생태계는 이미 성숙단계에 있기 때문에 임의적인 성장전략은 생태계 질서를 파괴할 수 있음
 - 지금은 벤처캐피탈 수요가 벤처캐피탈 공급을 이끌어내는 시장으로 변모할 필요가 있음
 - 이를 위해 모태펀드에 새로운 역할을 부여하는 것이 벤처생태계 측면에서도 더욱 효과적일 수 있음
- 요즈마펀드의 장점을 모태펀드에 접목할 필요가 있음
 - 모태펀드의 인센티브 구조를 시장 친화적으로 바꿀 필요가 있음
 - 이를 위해 모태펀드 지분에 대한 콜옵션을 제공하여 벤처생태계에 새로운 먹거리를 제공할 필요가 있음
 - 해외 벤처캐피탈의 참여를 보다 많이 유도하여 벤처기업의 해외진출을 조력할 필요가 있음

(벤처투자정책 방향)

□ 한국의 벤처생태계는 창조경제 실현을 위해 제2의 도약이 필요한 시점으로 이에 적합한 벤처투자정책이 필요함

— 건강한 벤처생태계를 조성하고, 벤처기업의 해외진출을 조력하고, 벤처투자정책의 일관성을 유지할 필요가 있음

□ 건강한 벤처생태계 조성

— 한국의 벤처생태계는 창업 → 성장 → 회수/재투자 or 창업 → 실패 → 재도전이 가능한 생태계가 될 수 있도록 이를 돕는 조성자가 필요함

— 이를 위해 「창조형 벤처기업 지정제도」와 「Upside 인센티브제도」 도입을 고려해야 함

— 벤처생태계의 수급불균형 해소를 위해 「창조형 벤처기업 지정제도」를 새롭게 도입할 필요가 있음

• 벤처확인제도는 정부의 벤처지원 대상을 선별하기 위해 도입된 제도로 벤처투자의 수요창출에 성공적이지 못함

• 2013년 3월 현재 총 28,731개 벤처확인기업 중에서 690개 (2.4%) 벤처기업이 벤처투자를 받은 기업으로 확인됨

• 성공가능성이 높은 벤처기업을 발굴하여 벤처생태계가 스스로 벤처캐피탈의 수요를 창출토록 유도할 필요가 있음

— 창조형 벤처기업에 대해 시범적으로 Upside 인센티브를 새롭게 도입할 것을 검토할 수 있음

- Upside 인센티브는 벤처생태계에 풍부한 먹거리를 제공해주고 이를 성사시키기 위해 벤처생태계의 참여자를 자극하는 긍정적인 효과가 있음
- 이런 측면에서 정부의 출자지분의 손실위험을 오히려 감소시킬 수 있기 때문에 긍정적으로 도입을 검토할 필요가 있음
- 다만 창조형 벤처기업에 대해 시범적으로 실시하고 순차적으로 그 범위를 확대해 나갈 필요가 있음

□ 벤처기업 해외진출 조력

- 일반제조업 중심의 수출국가에서 벤처기술 중심의 수출국가로 탈바꿈하기 위해서는 이를 지원할 조력자가 필요함
 - 지속가능한 창조경제 실현을 위해서는 일반제조업 중심에서 고부가가치 벤처기술 중심의 수출국가로 변해야 함
- 이를 위해 「해외VC 참여 전용펀드」를 도입하고 「해외진출 IR」를 실시할 필요가 있음
- 벤처기업의 해외진출 발판을 제공하기 위해 해외VC 참여를 의무화하는 전용펀드를 도입할 필요가 있음
 - 해외VC 참여를 통해 해외진출 네트워크를 사전에 확대해 나갈 필요가 있음
 - 이를 통해 해외 IPO와 M&A 시장의 접근성을 높일 필요가 있음

- 한국 벤처기업의 기술 우수성을 홍보하기 위한 해외IR을 실시할 필요가 있음
 - 벤처기업이 독자적으로 해외IR을 실시하기에는 여러 가지 상황에서 제약이 많으므로 모태펀드가 해외IR 플랫폼을 제공해 줄 필요가 있음
 - 이를 통해 국제적으로 기술경쟁력이 높은 벤처기업의 해외진출을 용이하게 할 수 있음

□ 벤처투자정책 일관성 유지

- 새정부 출범 후 각 부처들이 경쟁적으로 창조경제 실현을 위해 펀드조성에 나서는 가운데 이를 전문적으로 관리할 창구를 일원화시킬 필요가 있음
 - 정부는 5천억원 규모의 「미래창조펀드」를 조성하여 모태펀드에 운용을 위탁함
 - 금융위는 이와는 별도로 향후 3년간 6조원 규모의 「성장사다리펀드」를 조성하여 운용할 계획임
- 벤처투자정책의 일관성 유지를 위해 부처 간 협업관계를 구축하는 것이 필요함
 - 모태펀드는 약 8년간의 모펀드 운영경험을 통해 수많은 암묵지(tacit knowledge)를 축적함
 - 성장사다리펀드는 벤처경제에 상대적으로 소홀했던 제1금융권의 자금공급을 이끌어낼 수 있다는 측면에서 긍정적일 수 있음

- 성장사다리펀드는 그 동안 벤처투자를 받지 않은 벤처기업을 투자대상으로 삼고, 모태펀드가 이를 기술적으로 자문해주는 협업관계를 구축하는 것이 바람직함

« **Abstract** »

**Assessing Venture Capital Policies and Lessons:
Korea's Motae Fund and Israel's Yozma Fund**

This study is to assess Israel's Yozma program by analyzing its backgrounds and performances and by comparing with Korea's Motae (Mother) fund. The Yozma program was introduced in 1993 to create Israeli venture capital industry and was evaluated as successful in attaining its policy targets. However, after the Yozma program ended in 1998, Israeli venture capital industry went through recessions in 2002-2003 and in 2009-2010 so that venture capital funds were hardly raised during the recessions. It is partly because there were no venture capital policies to lessen procyclical capital raising behaviors in Israel after the Yozma program. To enhance the roles of Korea's Motae fund in nurturing Korea venture capital industry, three lessons can be learned from the Yozma fund. First, Korea's Motae fund must consider granting upside incentives like the Yozma program to its daughter funds which can lead to healthy and sustainable venture ecosystem. Second, Korea's Motae fund must provide a platform that can lead Korea's venture companies to go abroad for exits. Finally, Korea's Motae fund must strengthen its capability to integrate and coordinate various venture capital policies.

I. 연구배경 및 목적

- 새 정부가 창조경제를 국정의 기본철학으로 채택하면서 창업국가로 평가받는 이스라엘에 대한 관심이 높아짐
 - 이스라엘은 1인당 벤처창업이 세계 1위, 나스닥 상장 기업수도 세계 1위인 창업국가로 평가 받고 있음

- 이와 함께 국제적인 성공사례로 평가받는 이스라엘의 요즈마펀드에 대한 관심도 높아짐
 - 요즈마펀드는 1993년에 출범하여 1998년에 종료된 이스라엘의 벤처투자정책이며, 이스라엘에 전무했던 벤처캐피탈시장을 새롭게 육성하는데 성공했다는 평가를 받고 있음

- 이에 국내에서도 한국형 요즈마펀드를 설립해 벤처창업을 지원해야 한다는 목소리가 커짐
 - 금년 초부터 미래창조부를 중심으로 한국형 요즈마펀드 도입을 추진하겠다는 계획을 발표함
 - 최근까지도 국회, 정부, 언론 등에서는 새 정부의 창조경제를 실현하기 위한 방책으로 한국형 요즈마펀드를 설립하자고 제안했음
 - 2013년 6월말에는 국무총리가 현 요즈마그룹의 회장인 이갈 에를리히(Yigal Erlich)를 만나 요즈마펀드의 경험과 자산을 창조경제의 구현을 위해 적극 활용하고 싶다는 기대를 밝힘¹⁾

1) 현재 이스라엘의 요즈마그룹(Yozma Group)은 1993년에 설립된 직접투자방식의 요즈마벤처투자가 1998년에 민영화된 것임

2 이스라엘의 요즈마펀드에 대한 고찰 및 시사점

- 이에 앞서 이스라엘의 요즈마그룹은 2013년 5월에 한국에 최초로 지사를 설립하고 지난 요즈마펀드의 노하우를 전수하고 싶다고 밝힘

□ 그러나 국내에서는 이스라엘 요즈마펀드에 대한 간단한 소개를 제외하고는 이렇다 할 객관적인 이해와 평가가 이루어져 있지 않음

- 이스라엘도 자국의 벤처생태계에 대한 이해 없이 1992년에 인발펀드(Inbal Fund)를 출범시켰지만 실패한 경험을 갖고 있음
- 벤처투자정책이 성공하려면 이스라엘 요즈마펀드를 도입하기에 앞서 한국의 벤처생태계를 먼저 이해해야 함
 - 현재 한국의 벤처생태계는 이스라엘의 요즈마펀드가 도입된 1990년대와는 크게 다르기 때문에 한국형 요즈마펀드를 도입한다고 해도 성공하지 못할 수 있음
- 한편, 최근 정부의 입장처럼 요즈마펀드의 경험을 한국의 벤처생태계에 접목시키기는 것이 필요할 수도 있음
 - 이스라엘의 벤처생태계는 요즈마펀드에 힘입어 1993~2000년까지 크게 성장하였으나, 1998년 요즈마펀드가 종료된 이후에는 벤처투자정책의 부재로 오히려 벤처캐피탈시장이 두 번의 침체기를 겪음
 - 이러한 이스라엘의 경험이 한국의 벤처생태계의 지속가능한 성장모델을 구축하는 데 중요한 교훈이 될 수 있음
- 또한, 한국형 요즈마펀드 도입이 단기적인 성과주의 정책이 되지 않기 위해서라도 이스라엘의 요즈마펀드에 대한 보다 객관적인 이해와 평가가 선행될 필요가 있음

□ 본 보고서는 새 정부의 창조경제 실현에 일조하기 위해 요즈마펀드의 특성을 자세히 이해하고 이를 바탕으로 한국의 벤처투자정책에 주는 시사점을 제시하고자 함

— 설립배경, 설계구조, 투자방식, 출자조건, 인센티브 등 다섯 가지 측면에서 요즈마펀드의 특성을 면밀하게 살펴보고자 함

• 분석대상은 1993~1998년 중 산업통상노동부 산하의 수석과학관실(Office of the Chief Scientist: OCS)이 한시적으로 운용한 요즈마 프로그램(Yozma Program)임

— 이를 바탕으로 벤처생태계 환경과 벤처투자정책 특성 측면에서 한국의 모태펀드와 비교분석하고자 함

• 한국 모태펀드는 한국 벤처생태계에 안정적으로 재원을 공급할 목적으로 2005년에 설립되었으며 한국의 대표적인 벤처투자정책임

— 이를 통해 한국의 벤처생태계에 적합하고 효과적인 벤처투자정책 수립에 기여하고자 함

□ 본 보고서의 구성은 다음과 같음

— 제Ⅱ장에서는 이스라엘의 요즈마펀드에 대하여 살펴보고자 함

• 설립배경, 투자방식, 출자조건, 인센티브 등을 자세히 살펴보고, 그 성과와 한계에 대하여 평가하고자 함

— 제Ⅲ장에서는 모태펀드와 요즈마펀드를 비교하고자 함

• 양국의 벤처생태계 환경의 차이점, 정책의 목표, 투자 대상 및 방식, 출자조건, 인센티브 측면에서 비교하고자 함

— 제Ⅳ장에서는 한국의 벤처투자정책이 나아가야 할 방향에 대하여 논의하고자 함

II. 이스라엘의 요즈마펀드2)

1. 추진배경

- 이스라엘은 1990년대 초까지만 해도 벤처투자가 부족한 국가였음
 - 이스라엘의 최초 벤처캐피탈은 1985년에 결성된 Atena이며 1993년 이전까지 벤처캐피탈은 2~3개 정도에 불과했음
 - JIM(1986)은 1980년대 수석과학관실(OCS)이 기술적으로 성공할 수 있을 것으로 평가하고 승인한 벤처기업의 60%가 경영능력 부족과 자금조달 곤란으로 실패했다고 보고함
 - 국방산업 기술자에서 벤처기업 경영자로 바뀌었지만³⁾, 경험부족으로 생산 및 매출 단계에서 제대로 성과를 내지 못함
 - 당시 이스라엘에는 벤처기업들이 투자자금을 조달할 수 있는 벤처캐피탈시장이 거의 없었음

 - 1991년 구소련 붕괴로 수십만의 러시아계 고급인력 유대인들이 이스라엘로 이민해 오면서 정부 차원에서 새로운 일자리 정책의 일환으로 벤처투자정책이 필요했음
 - 두 가지 방면으로 벤처투자정책이 추진됨
 - 벤처기업 창업을 돕기 위해, 1991년 산업통상노동부 산하 수석과학관실 주도로 기술 인큐베이팅 프로그램(Technological Incubating Program: TIP)을 실시함
-
- 2) Avnimelech(2009)와 Avnimelech and Teubal(2003)을 참고하여 저자가 재구성함
- 3) 1980년대 중반부터 국방산업이 구조조정을 함에 따라 고급 기술인력들이 첨단 군사기술과 소프트웨어 기술을 활용해 활발하게 벤처기업을 창업함

6 이스라엘의 요즈마펀드에 대한 고찰 및 시사점

- 벤처투자 활성화를 위해, 1992년 재무부 주도로 최대 70%까지 손실보전을 해주는 인발 프로그램(Inbal Program)을 실행함
- 이러한 노력에도 불구하고 이스라엘의 첫 벤처투자정책은 실패함
 - TIP는 1991~1993년 기간 중 첨단기술 분야에서 15개가 설립될 정도로 성공적이었음⁴⁾
 - 이와는 달리 인발 프로그램은 벤처투자를 활성화시키는데 실패함

□ 우호적인 시대배경과 창업환경으로 증가하는 벤처투자 수요를 충족시킬 수 있는 새로운 벤처투자정책이 필요했음

- 우호적인 시대배경에 힘입어 1990년대 초부터 1993년까지 300개 이상의 벤처기업들이 설립되었음
 - 전 세계적으로 ICT 기술혁신이 계속 진행되고, 벤처기업에 대한 자본시장의 글로벌화와 함께 나스닥(NASDAQ)이 크게 성장하면서 벤처기업의 창업에도 가속도가 붙음
- 벤처기업의 활발한 창업은 벤처기업의 자금수요로 이어지고 벤처투자의 공급 측면을 자극하는 계기로 작용하면서 새로운 벤처투자정책이 필요했음
 - 1992년 시작한 인발 프로그램은 4개 인발펀드를 조성하는데 그쳐 사실상 벤처투자를 활성화하는데 실패함
 - 이에 따라 이스라엘 벤처캐피탈을 활성화시킬 수 있는 새로운 정책 도입이 절실하게 필요하게 됨

4) 첨단 기술 분야로는 클린테크, 재생에너지, 농업, 환경, 소프트웨어, 의료기기, 통신, 바이오테크, 인터넷, 모바일 통신, 미디어, 엔터테인먼트, 정보통신, 보안, 소셜네트워크 등이 있음(배영임 외, 2012)

□ 1990년대 초부터 수석과학관실 주도로 벤처기업의 투자자금 수요를 충족시킬 수 있는 벤처캐피탈시장을 육성하기 위해 요즈마 프로그램을 준비함

— 재무부가 추진한 인발 프로그램은 벤처생태계에 대한 이해 없이 도입됨에 따라 실패함

- 재무부는 인발펀드의 손실보전을 최소화하기 위해 투자범위를 제한하는 등 과도하게 간섭함
- 인발펀드는 초기 투자자본의 70%까지 손실을 보장해준다고 약속하면서 벤처생태계의 도덕적 해이에 초점을 맞춤
- 그러나 당시 이스라엘은 벤처기업의 도덕적 해이보다는 옥석을 가리지 못하는 역선택 문제가 더 컸음
- 벤처생태계에 대한 잘못된 이해를 바탕으로 보수적인 금융 마인드를 가지고 모험적인 벤처캐피탈시장에 접근했던 것이 주요한 실패 원인으로 지목됨

— 이러한 과정 속에서 요즈마펀드는 재무부가 아닌 수석과학관실에 의해 독자적으로 추진됨

- 요즈마는 히브리어로 창의, 독창, 창업, 개시, 창시, 선도, 솔선, 주도와 같은 뜻을 가진 단어임⁵⁾
- 수석과학관실은 보수적인 금융 마인드보다는 도전적인 벤처마인드를 자극할 수 있도록 요즈마펀드를 설계하고자 했음
- 이미 TIP를 통해 벤처기업 창업 활성화에 성공한 경험이 있고 벤처기업의 특성 및 자금 수요를 잘 이해하고 있었기 때문임
- 사전에 미국의 실리콘 벨리를 방문하여 벤처기업, 벤처캐피탈, 투자은행, 금융기관 및 중소기업관계 정부기관 등을 면담함

5) 요즈마는 영어로 'initiative'라는 의미를 가짐

8 이스라엘의 요즈마펀드에 대한 고찰 및 시사점

- 이러한 치밀한 사전작업을 통해 이스라엘의 벤처생태계에 적합한 요즈마펀드라는 벤처투자정책을 설계하게 됨

□ 1993년에 수석과학관실은 새로운 벤처캐피탈시장의 육성이라는 목표를 가지고 한시적으로 5년간 운용될 요즈마 프로그램을 시작함⁶⁾

2. 정책구조

가. 투자방식

□ 요즈마펀드는 1993년에 정부가 1억 달러를 전액 출자하여 조성한 벤처투자 재원으로 간접투자과 직접투자 방식을 모두 채택함

— 이 중 8천만 달러는 모펀드로 10개의 민간 ‘요즈마펀드(Yozma Fund)’에 최대 40%까지 지분출자하기로 함⁷⁾

— 나머지 2천만 달러는 각각 1천만 달러씩 2개의 ‘요즈마벤처펀드(Yozma Venture Fund)’에 출자하여 수석과학관실이 직접 운용하기로 함

- 수석과학관실은 벤처캐피탈시장에 대한 경험이 없었기 때문에 직접투자를 통해 벤처캐피탈시장의 특성을 습득하고 이를 바탕으로 간접투자 방식인 ‘Yozma Fund’ 운용에 반영하고자 함

6) 요즈마 프로그램은 일반적으로 요즈마펀드로 지칭되며, 현재 국내에 소개되고 있는 요즈마펀드는 직접투자 방식인 ‘Yozma Venture Fund’가 1998년에 민영화된 Yozma Group을 지칭하고 있음을 유의할 필요가 있음

7) 본 보고서는 모펀드와 한국의 대표적인 벤처투자정책인 모태펀드를 구분하여 사용하기로 함

□ 요즈마 프로그램은 당초 계획대로 민간 벤처투자 참여를 이끌어내는 데 성공함

— <표 II-1>과 같이 1993년에 6개, 1994년에 2개, 1995년에 1개, 1996년에 1개 등 총 10개의 요즈마펀드가 설립되는데 성공함

- 1993년에 Gemini, Inventech, JVP, Polaris, Star, Walden이, 1994년에 EuroFund, Nitznim¹⁾, 1995년에 Medica, 1996년에 Vertex가 설립됨

<표 II-1> 요즈마펀드의 설립 현황

구분	VC명	설립
간접	EuroFund	1994
	Gemini	1993
	Inventech	1993
	JVP	1993
	Medica	1995
	Nitznim ¹⁾	1994
	Polaris ²⁾	1993
	Star	1993
	Vertex	1996
	Walden	1993
직접	Yozma	1993

주 : 1) 이후 Concord, Infinity로 변경됨

2) 이후 Pitango로 변경됨

자료: Avnimelech(2009)

— 직접투자 방식인 요즈마벤처펀드는 민간 벤처캐피탈의 참여 부진으로 1개로 시작함

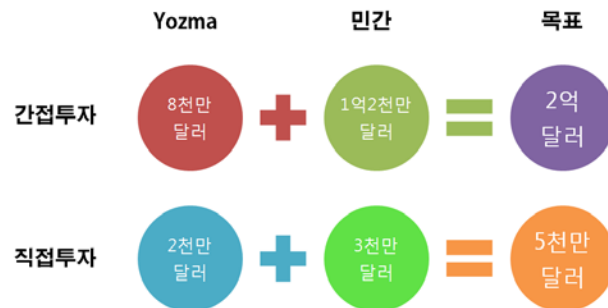
- 당초 1천만 달러씩 2개로 나누어 운용하기로 하였으나, 민간 벤처캐피탈이 전혀 참여하지 않음에 따라 2개로 나누지 않고 2천만 달러를 1개 펀드로 운용하기로 함

나. 출자 조건

1) 정부 출자비율 최대 40%

- 정부 출자는 최대 8천만 달러까지로 제한하고, 민간 출자는 총지분의 60% 이상이어야 함
 - 민간 참여자는 정부의 출자를 받기 위해 총결성금액의 최소 60%를 출자해야 함
 - 간접투자 및 직접투자 방식에 모두 적용되며, 간접투자 방식에는 최대 8천만 달러까지 정부출자 최대한도를 제한함

<그림 II-1> 요즈마펀드의 VC 조성 목표



- <그림 II-1>과 같이 요즈마펀드의 벤처캐피탈 조성목표는 총 2억 5천만 달러였음
 - 정부의 1억 달러 출자를 통해 1억5천만 달러의 민간 벤처투자의 참여를 유도하고자 함

□ 실제 민간 벤처캐피탈의 조성금액은 <표 II-2>에서 보는 바와 같이 1억6천3백만 달러로 당초 목표금액을 초과함

— Gemini, Vertex, Walden 등 세 개의 펀드는 설립 당시 당초 목표조성액(2천만 달러)을 훨씬 초과하였으며, Medica는 1천5백만 달러에서 시작함

- Medica의 경우 출범 당시 민간 참여가 부진했으나 향후 추가 출자를 통해 달성함

<표 II-2> 출범 당시 요즈마펀드별 민간 참여 현황

(단위: 백만 달러)

구분	VC명	조성액 (A)	민간 (B)	요즈마	민간참여 (B/A)
간접	EuroFund	20	12	8	60%
	Geini	36	28	8	78%
	Inventech	20	12	8	60%
	JVP	20	12	8	60%
	Medica	15	7	8	47%
	Nitznim	20	12	8	60%
	Polaris	20	12	8	60%
	Star	20	12	8	60%
	Vertex	39	31	8	79%
	Walden	33	25	8	76%
직접	Yozma	20	-	20	-
총 계		263	163	100	62%

자료: Avnimelech(2009)

— 요즈마벤처펀드는 민간 벤처캐피탈의 참여가 없어 두 개로 나누지 못하고 정부가 전액 출자함

2) 외국 금융기관의 참여 의무화

- 요즈마펀드는 외국 벤처캐피탈의 참여를 의무화하여 벤처캐피탈시장의 양적 성장뿐만 아니라 질적 성숙도 이루고자 함
 - 외국 벤처캐피탈로부터 배우는 것(learning from others)을 중요한 정책적 목표로 설정함
 - 1993년 당시 이스라엘의 벤처캐피탈시장은 거의 전무한 상태였기 때문에 이를 중요한 성공변수로 고려함
 - 향후 벤처기업이 IPO, M&A, 해외진출 등을 원활하게 추진할 수 있게 하는 원동력으로 작용할 수 있다는 기대도 가짐

- 실제 10개 요즈마펀드에는 미국, 독일, 네덜란드, 일본, 싱가포르 등의 외국 금융기관들이 요즈마펀드에 참여함
 - <표 II-3>과 같이 대부분의 외국 금융회사는 유대계 자본 또는 벤처캐피탈 회사임
 - 외국 금융회사는 유한책임사원(Limited Partnership: LP)으로 참여함
 - 직접투자방식인 요즈마벤처펀드의 경우 외국 참여는 없었음
 - 이는 수석과학관실이 벤처투자를 직접 운용했기 때문인 것으로 추정됨

<표 II-3> 요즈마펀드의 외국LP 참여 현황

구분	이름	외국 LP	LP 국적
간접	Eurofund	Daimler-Benz, DEG	Germany
	Gemini	Advent	USA
	Inventech	Van Leer Group	Netherlands
	JVP	Oxton	USA
	Medica	MVP	USA
	Nitzanim	AVX, Kyocera	Japan, Japan
	Polaris	CMS	USA
	Star	TVM Siemens	Germany
	Vertex	Vertex Int., Singapore tech	USA, Singapore
	Walden	Walden International	USA
직접	Yozma	-	Israel Government

자료: Avnimelech(2009)

3) 요즈마펀드 경영에 직접 참여

- 직접투자자로 운용되는 요즈마벤처펀드의 매니저인 수석과학관실 책임자들이 간접투자자로 운용되는 모든 요즈마펀드의 이사회에 참여함
 - 수석과학관실은 재무부의 인발펀드 실패원인을 손실보전 최소화를 위해 투자범위 등에 제한을 부과한 것에 있다고 판단함
 - 당시 이스라엘의 벤처캐피탈시장이 직면한 문제는 도덕적 해이보다는 욕석을 가리지 못하는 역선택이었다고 판단함
 - 따라서 벤처캐피탈시장에서 욕석을 가릴 수 있도록 역선택의 문제를 해소하는 것이 더욱 중요한 과제라고 판단함
 - 벤처투자의 공급측면과 수요측면의 정보 비대칭성을 해소하고 정보교환을 촉진시키기 위해 경영에 직접 참여하기로 결정함

14 이스라엘의 요즈마펀드에 대한 고찰 및 시사점

- 수석과학실이 운영한 TIP를 통해 얻은 벤처기업에 대한 정보를 요즈마펀드 투자자들에게 제공하고, 요즈마펀드 이사회에 얻은 정보를 벤처기업에게 전달함

□ 실제 수석과학관실 책임자들의 요즈마펀드 경영 참여가 벤처캐피탈의 공급측면과 수요측면의 정보교환을 촉진시킨 것으로 평가됨

— 수석과학관실은 요즈마펀드들이 일부 벤처기업에 대해 공동 투자를 성사시키는데도 기여함

- 수석과학관실은 벤처기업을 육성하기 위해 이미 TIP를 실시하고 있었기 때문에 벤처기업의 자금수요에 대해 많은 정보를 갖고 있었음

— 이를 통해 역선택의 문제가 점차 해소되면서 민간의 벤처투자 참여도 계속 증가하는 결과를 가져옴

다. 인센티브 구조

1) 창업초기·첨단기술 벤처기업에 투자

□ 요즈마펀드는 투자대상을 창업 초기단계에 있는 첨단기술 벤처기업으로 제한하여 민간 벤처투자자의 기대수익을 높임

— 수석과학관실이 주도한 TIP에 의해 양성된 첨단기술 벤처기업들에 대한 벤처캐피탈 지원에 집중하기 위함

- 1980년대 수석과학실이 성공할 수 있을 것이라고 판단하고 R&D를 지원한 벤처기업 중 60%가 벤처캐피탈의 공급부족으로 성공하지 못한 경험을 반영함

<표 II-4> 요즈마펀드의 회수율(1993~2000년)

(단위: 백만 달러, 개)

이름	펀드 개수	총자본	포트폴리오	활성 (Active)	회수 (Exits)	폐쇄 (Closed)
Eurofund	2	72	25	7(28%)	11(44%)	7(28%)
Gemini	3	346	83	15(18%)	45(54%)	23(28%)
Inventech	2	40	33	3(9%)	17(52%)	13(39%)
JVP	3	278	43	6(14%)	25(58%)	12(28%)
Medica	2	70	23	6(26%)	11(48%)	6(26%)
Nitzanim	3	191	62	12(19%)	31(50%)	19(31%)
Polaris	5	655	109	41(38%)	49(45%)	19(17%)
Star	14	987	113	40(35%)	55(48%)	19(17%)
Vertex	3	246	73	22(30%)	33(45%)	18(25%)
Walden	3	184	47	14(30%)	17(36%)	16(34%)
Yozma	3	100	45	8(18%)	22(49%)	15(33%)
Average	3.9	288	59.6	15.8(27%)	28.7(48%)	15.2(25%)
VC-backed	104	5,919	779	209(27%)	212(27%)	358(46%)
Start-Ups			2,672	890(33%)	357(14%)	1,425(53%)

주 : ()안은 전체 포트폴리오에서 차지하는 비중
 자료: Avnimelech(2009)

□ 실제 요즈마펀드는 1993~2000년 중 48%의 높은 투자회수율을 보이며 민간의 벤처투자 인센티브를 높임⁸⁾

— 10개 요즈마펀드 중에서 6개 펀드의 내부수익률(Internal Rate of Return: IRR)이 100%를 초과할 정도로 높은 수익성을 실현함

- 수석과학실의 TIP의 검증을 거쳐 성공가능성이 높다고 판단되는 첨단기술 벤처기업의 창업 초기에 투자한 결과로 볼 수 있음

8) 일부 창업 벤처기업에 대해 공동 투자가 이루어짐에 따라 총 포트폴리오 수가 창업 벤처기업 수보다 많음

- 이스라엘의 창업 초기단계에 있는 벤처기업의 평균 회수율은 1993~2000년 중 14%, 벤처투자를 받은 경우 27%인 반면에, 동 기간 중 요즈마펀드의 평균 회수율은 <표 II-4>에서 나타나는 바와 같이 48%로 압도적으로 높음)
 - 최종적으로 출범 당시 투자한 217개 포트폴리오 중에서 56%에 해당하는 122개가 기업공개 또는 인수합병을 통해 투자자금을 회수하는데 성공함
 - 이렇게 높은 수익률 실현에 성공한 것은 벤처 마인드를 가진 수석과학관실에서 요즈마펀드를 주관하고 이사회에 참여하여 적극적으로 정보교환의 중심축 역할을 담당한 것에도 기인함

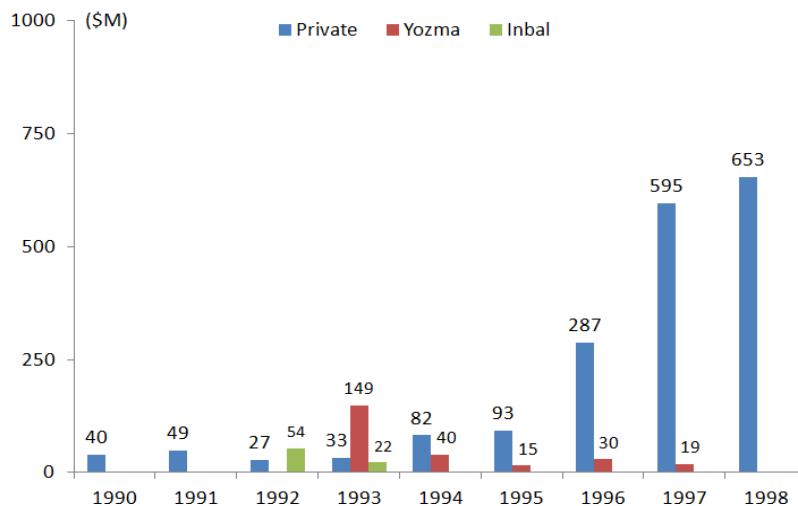
2) Upside 인센티브 제공

- 요즈마펀드에 참여한 민간 벤처캐피탈에게 5년 안에 정부 지분을 매입할 수 있는 콜옵션을 제공함
 - 정부 출자지분을 5~7%의 낮은 금리를 더해 매입할 수 있는 기회를 제공함으로써 벤처투자의 기대수익을 높임
 - Downside 인센티브를 제공한 인발펀드의 실패 경험을 바탕으로 Upside 인센티브를 제공하기로 함
 - Downside 인센티브의 경우 정부가 손실보전비용을 최소화하기 위해 벤처투자에 지나치게 간섭함에 따라 벤처투자의 모험정신을 상당 부문 제약하는 결과를 초래했기 때문임
 - 벤처투자의 특성상 손실 위험이 상당히 높기 때문에 손실보전으로 민간 벤처캐피탈 참여를 유도할 수 없다는 인식에서 비롯됨

9) 1993~2000년 중 요즈마펀드는 2천5백만 달러의 추가적인 펀드 결성에 성공하면서 투자대상을 늘려갔으며, 동 회수율은 이에 기초하여 계산한 것임

- 정부 출자지분에 대한 콜옵션은 두 가지의 기대수익을 갖게 하기 때문에 민간 벤처캐피탈의 요즈마펀드 참여를 유도하는 역할을 함
 - 벤처투자자는 벤처투자 자체에 대한 기대수익 뿐만 아니라 벤처투자가 성공하면 정부지분에 대하여도 콜옵션을 행사해 더 많은 기대수익을 누릴 수 있기 때문임
 - 이 때문에 벤처투자를 성공시키려는 유인이 더 커지고 정부의 출자지분 회수의 확률도 높아지게 됨
- 사전적인 투자심사 및 사후적인 투자관리에도 요즈마펀드들의 자율적인 규율을 유도하는 역할을 함
 - 정부 출자지분에 대해 콜옵션을 행사할 수 있는 기회를 만들기 위해 민간 참여자가 자율적으로 규율할 유인이 커짐
 - 각 투자자는 새로운 부가가치 창출에 대한 기대감으로 벤처생태계를 자발적으로 형성할 수 있도록 기여할 수 있음

<그림 II-2> 이스라엘 벤처캐피탈시장의 성장



자료: Avnimelech(2009)

- 요즈마펀드의 Upside 인센티브는 벤처투자의 특성을 그대로 살려 민간의 참여를 성공적으로 이끌어낸 요소로 평가받음
 - 이스라엘의 벤처캐피탈시장은 요즈마펀드의 출범을 계기로 <그림 II-2>과 같이 폭발적인 성장을 경험함
 - 1992년에는 민간 벤처캐피탈 신규 조성액이 2천7백만 달러(인발펀드 제외)에 그쳤지만, 1993년에는 8천2백만 달러(인발 및 요즈마펀드 제외)로 3배 이상 증가함
 - 1994년에는 1억2천2백만 달러, 1995년에는 1억8백만 달러, 1996년에는 3억1천7백만 달러, 1997년에는 6억1천4백만 달러, 1998년에는 6억5천3백만 달러로 큰 폭의 성장세를 보임

3) 민영화를 사전에 계획

- 정부 출자지분을 민간 벤처캐피탈이 5년 안에 매입할 수 있는 콜옵션을 제공하는 방식으로 요즈마펀드의 민영화를 사전에 계획함
 - 요즈마펀드는 이스라엘에 벤처캐피탈시장을 새롭게 육성하는 것이 정책적 목표였기 때문에 민영화를 사전에 계획함
 - 미국의 벤처캐피탈시장이 정부의 특별한 정책 없이 자생적으로 형성되고 발전되는 것으로 보고 착안함
 - 정부의 벤처투자가 민간의 벤처투자를 구축(crowding-out)할 경우 벤처캐피탈시장이 실패할 것이라고 판단했기 때문임
 - 이를 사전에 방지하고 민간의 벤처캐피탈시장 참여를 촉진시킬 수 있는 Upside 인센티브 제도를 도입한 것임

- 실제 10개 요즈마펀드 중에서 8개 펀드의 정부 출자지분에 대해서는 <표 II-5>와 같이 콜옵션이 행사되었으며, 이는 자연스럽게 요즈마펀드의 민영화로 이어짐
- Gemini, Inventech, JVP, Nitznim, Polaris, Star, Vertex, Walden 등 8개 요즈마펀드는 콜옵션을 행사하여 정부지분을 인수함
 - 1993년 및 1994년에 결성된 Gemini, Inventech, JVP, Polaris, Star, Walden, Nitznim 펀드 등 7개 요즈마펀드는 1998년에, 1996년에 결성된 Vertex펀드는 2001년에 콜옵션을 행사함
 - Medica 및 Eurofund펀드는 콜옵션을 행사하지 못하고, 나중에 정부가 출자지분을 경매방식으로 매각하면서 민영화됨
 - 초기 5년 동안 수익률이 다른 요즈마펀드에 비해 저조해서 콜옵션이 행사되지 못함
 - 요즈마벤처펀드는 정부가 1998년에 정부지분을 ‘Ofar Brothers’에 매각함으로써 지금의 요즈마그룹으로 민영화됨

<표 II-5> 요즈마펀드의 민영화 시기

구분	VC명	설립	민영화	방식
간접	EuroFund	1994	2003	매각
	Gemini	1993	1998	콜옵션
	Inventech	1993	1998	"
	JVP	1993	1998	"
	Medica	1995	2004	매각
	Nitznim	1994	1998	콜옵션
	Polaris	1993	1998	"
	Star	1993	1998	"
	Vertex	1996	2001	"
	Walden	1993	1998	"
직접	Yozma	1993	1998	매각

자료: Avnimelech(2009)

3. 성과와 한계

가. 이스라엘 벤처캐피탈시장의 성장을 주도

□ 요즈마펀드는 1993년 출범한 이후에도 각 펀드마다 평균 3개 이상의 펀드가 추가적으로 결성되는 등 이스라엘 벤처캐피탈에 활력을 불어 넣어주는 역할을 함

— 요즈마펀드에 의한 벤처캐피탈의 총 조성액은 <표 II-6>과 같이 출범 초기 2억6천3백만 달러에서 2008년까지 59억7천5백만 달러로 출범 초기에 비해 무려 22.7배 증가한 규모임

<표 II-6> 시기별 요즈마펀드의 벤처캐피탈 조성규모 추이

(단위: 백만 달러, 개)

구분	VC명	출범 초기		1993~2000		1993~2008	
		조성액	Portfolio	조성액	Portfolio	조성액	Portfolio
간접	Eurofund	20	14	72	25	72	25
	Geini	36	25	346	83	686	105
	Inventech	20	33	40	33	40	33
	JVP	20	12	278	43	783	85
	edica	15	10	70	23	195	33
	Nitzani	20	13	191	62	896	132
	Polaris	20	19	655	109	1,342	140
	Star	20	27	987	113	987	113
	Vertex	39	29	246	73	640	94
	Walden	33	21	184	47	184	47
직접	Yozma	20	16	100	45	150	55
총 계		263	217	3,169	611	5,975	807

주 : Portfolio의 숫자는 active, exits, closed를 전부 포함함
 자료: Avnimelech(2009)

- 이스라엘의 상위 10위 벤처캐피탈 회사중 1996년에는 5개, 2000년에는 5개, 2004년에는 5개, 2008년에는 4개가 요즈마펀드를 운용하는 벤처캐피탈 회사임
 - 1996년에는 Star 1위, Vertex 6위, Gemini 8위, Walden 9위, Polaris(Pitango) 10위를 기록함
 - 2000년에는 Star 1위, Polaris(Pitango) 2위, Gemini 5위, Nitzanim (Concord) 8위, JVP 9위를 기록함
 - 2004년에는 Polaris(Pitango) 1위, Star 2위, JVP 3위, Gemini 5위, Vertex 8위, 2008년에는 Polaris(Pitango) 1위, Nitzanim(Infinity) 2위, Gemini 4위, Vertex 10위를 기록함

- 한편, 직접운용 방식을 채택한 요즈마벤처펀드는 당초부터 순위권에 존재하지 않음
 - 요즈마벤처펀드는 1998~2000년 중에도 10위권에 들지 못했으며, 1998년 요즈마그룹으로 민영화된 이후에도 1998년 요즈마 II와 2002년 요즈마 III를 추가 결성하였음에도 10위권에 있지 못함
 - 요즈마벤처펀드는 요즈마 I으로 불리기도 하며, 1993년에 결성되어 2.63억 달러를 조성하여 2003년까지 운용됨
 - 요즈마 II와 요즈마 III는 각각 1998년 0.8억 달러 및 2002년 0.5억 달러를 조성하여 각각 2008년과 2012년까지 운용됨
 - 현재 요즈마그룹도 1993~1998년 간접투자 방식은 10개의 요즈마펀드의 성과에 대해서는 홍보하고 있으나, 직접 운용했던 요즈마벤처펀드(요즈마 I), 요즈마 II와 요즈마 III의 성과에 대해서는 알리지 않고 있음

나. 벤처캐피탈 산업 육성에 성공

□ 요즈마펀드가 출범한 1993년을 기점으로 이스라엘의 벤처캐피탈시장이 공급측면과 수요측면에서 모두 동시에 급성장함

— 공급측면을 살펴보면, <표 II-7>과 같이 1990~2000년 중 모든 면에서 1993년을 기점으로 급격하게 성장한 것을 알 수 있음

- 신규조성액 기준으로 1990년에는 4천만 달러였으나, 2000년에는 227억 달러로 성장함
- 회사 수 기준으로 1990년에는 2개였으나 10년간 퇴출 없이 60개가 신규로 설립되어 2000년까지 62개로 증가함
- 펀드 수 기준으로 1990년에는 2개였으나 110개가 신규 결성되고 8개가 종료되면서 2000년까지 104개로 증가함

<표 II-7> 이스라엘 벤처캐피탈시장의 공급측면 성장 추이

(단위: 백만 달러, 개)

Year	신규조성액	벤처캐피탈 회사 ¹⁾	벤처캐피탈 펀드 ²⁾
1990	40	2	2
1991	49	4	4
1992	81	7	8
1993	204	15	19
1994	122	18	23
1995	108	21	28
1996	317	25	37
1997	643	32	50
1998	653	39	64
1999	1,160	48	81
2000	22,712	62	104

주 : 1) 당해 연도 기준 적어도 7년 이내에 새로운 펀드를 조성한 회사의 수

2) 당해 연도 기준 적어도 7년 이내에 조성된 펀드의 수

자료: Avnimelech(2009)

- 수요측면을 살펴보면, <표 II-8>과 같이 1990~2000년 중 연도별 신규 벤처기업의 수 및 벤처투자 회수 기업의 수가 1993년을 기점으로 크게 증가한 것을 알 수 있음
- 신규 벤처기업은 1993년 이전에는 1992년 인발펀드로 신규 벤처기업이 증가한 것을 제외하고 50개 내외로 설립됨
 - 그러나 1993~1995년 중에는 100개 이상, 1996~1997년 중에는 200개 이상, 1998~2000년 중에는 매년 각각 300개 이상, 500개 이상, 600개 이상이 설립됨
 - 벤처투자 회수도 1995년부터 매년 20개 이상 회수에 성공하면서 벤처캐피탈시장의 공급측면을 자극함

<표 II-8> 이스라엘의 벤처기업 창업 및 회수 현황

(단위: 개)

Year	창업	회수	기업공개 ¹⁾			인수 합병 ²⁾
			US	Europe	Israel	
1990	53	3	1	0	1	1
1991	51	11	4	0	7	0
1992	94	17	9	0	7	1
1993	124	21	11	0	9	1
1994	140	18	8	1	7	2
1995	175	21	9	2	3	7
1996	231	30	16	3	0	11
1997	263	29	12	0	2	7
1998	332	31	7	6	2	16
1999	587	37	12	6	4	15
2000	665	74	19	13	10	32

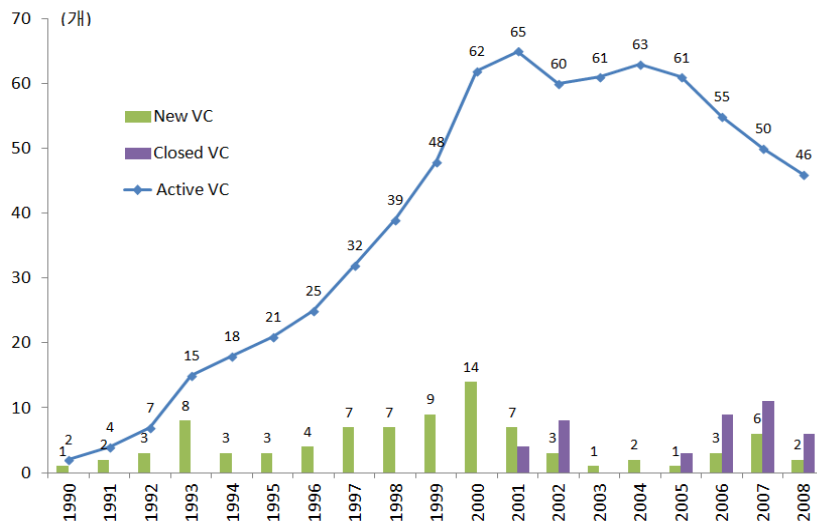
주 : 1) 기업공개는 첨단기술을 기반으로 한 벤처기업만을 계수함
 2) 적어도 2천만 달러 이상 또는 연 ROI가 25%를 초과하고 적어도 5백만 달러 이상인 급매(fire sales)는 포함하지 않음
 자료: Avnimelech(2009)

□ 요즈마펀드는 벤처캐피탈시장이 전무했던 이스라엘에 높은 수익률을 실현할 수 있다는 성공신화를 심어줌

— 요즈마펀드의 후속 펀드들이 <그림 II-3>과 같이 성공적으로 결성되었고, 그 결과로 많은 수의 벤처기업들이 창업되면서 민간 벤처캐피탈의 참여를 촉진시키는 선순환 고리를 형성함

- 1993년에 8개의 벤처캐피탈회사(이 중 6개가 요즈마펀드 관련 벤처캐피탈)가 설립됨
- 1997년 이전까지 매년 2~3개씩, 1997년 요즈마펀드의 성공적인 회수를 계기로 1997년부터는 2000년까지 매년 7개 이상의 벤처캐피탈회사가 설립됨

<그림 II-3> 이스라엘 벤처캐피탈회사의 진입 · 퇴출



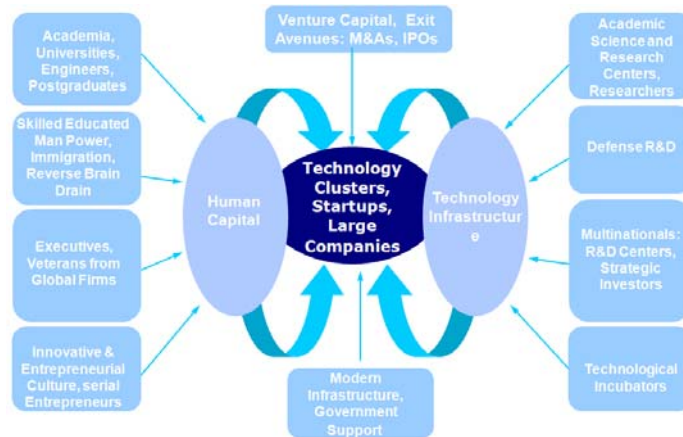
자료: Avnimelech(2009)

- 다만, 1998년 요즈마 프로그램이 종료되고 2000년 이후 벤처붐이 꺼지면서 이스라엘의 벤처캐피탈시장도 진입보다는 퇴출이 증가하는 시장으로 변함

다. 벤처생태계 형성에는 성공, 유지에는 실패

- 요즈마펀드의 성공으로 <그림 II-4>와 같이 벤처기업 창업 및 성장에 필요한 여러 가지 서비스 및 재화를 지원하는 생태계가 형성되기 시작함
 - 법률, 회계, 투자은행, 컨설팅뿐만 아니라 벤처기업의 생산에 필요한 부품 공급에 이르기까지 이전보다 쉽고 저렴하게 이용가능하게 됨
 - 벤처투자 사전단계에서 기업 심사 및 실사, 실행단계에서 창업기업에 대한 투자 및 사후관리, 회수단계에서 기업공개 및 인수합병 등에 대하여 서로 정보를 교환함
 - 이러한 과정 속에서 벤처생태계 참여자간의 불신이 줄어들고 벤처투자의 불확실성을 서로 제거하는 시너지가 발생함
 - 이러한 거래비용의 감소는 산업 전체의 효율성을 증대시켜 벤처캐피탈을 중심으로 벤처생태계가 육성되는 효과를 가져옴
 - 여러 요즈마펀드가 일부 창업기업에 대하여 공동투자하면서 투자책임과 성공회수와 관련하여 보다 협력체계를 갖추어 감
 - 네트워킹 및 평판 효과에 힘입어 벤처투자를 성공적으로 조기에 회수함에 따라 기존 요즈마펀드에 새로운 펀드가 추가되거나 새로운 벤처캐피탈 진입을 촉진시키기도 함

<그림 II-4> 이스라엘의 벤처생태계 구조



자료: Erlich(2012)

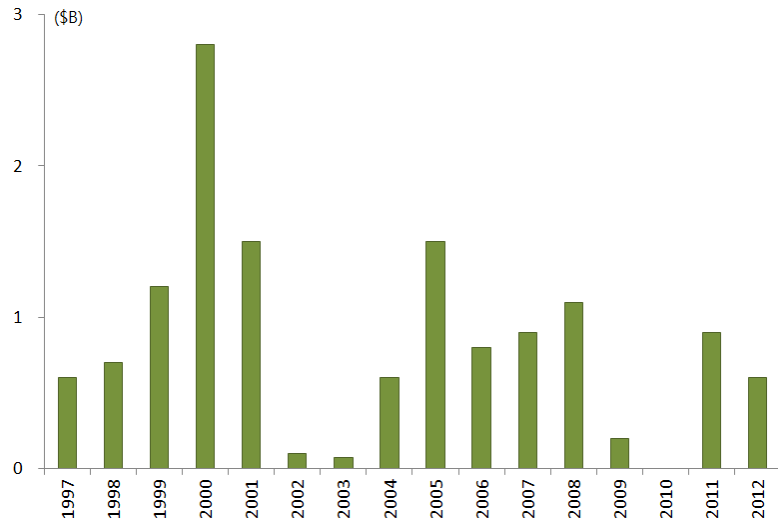
□ 그러나 1998년을 기점으로 이스라엘의 벤처생태계도 불안정한 모습을 보여줌

— 2002~2003년과 2009~2010년에 <그림 II-5>과 같이 각각 미국의 IT붐의 붕괴와 글로벌 금융위기로 벤처캐피탈시장이 침체됨

- 2009년 이스라엘의 벤처경제가 큰 타격을 입자 이스라엘벤처 협회의 전 회장인 Ze'ev Holtzman이 이스라엘 총리에게 벤처 캐피탈시장을 살려야 한다고 호소하기도 함¹⁰⁾

10) "Israel's venture capital and start-up industry is heading for collapse... The industry, which is the economy's engine, is liable to be irreversibly damaged."

<그림 II-5> 이스라엘의 벤처캐피탈 조성 현황



자료: IVC Research Center(2012)

- 1998년 요즈마 프로그램 종료 이후 요즈마의 성공신화가 오히려 이스라엘의 벤처생태계의 지속가능성을 낮추었다는 비판도 있음
 - 요즈마의 역사적인 회수율이 하나의 성공신화가 되어 모든 벤처 기업들은 투자회수 기회가 있으면 회수하려는 성향을 갖게 함
 - 벤처캐피탈 투자자의 성급한 투자회수 압력도 문제지만, 기업도 빨리 현금화하려는 성향이 높아짐
 - 2011년 당시 바클레이즈 캐피탈의 이스라엘 지점 Len Rosen은 창업기업들이 너무 빨리 시장에 나가려는 성급함 때문에 이스라엘의 벤처생태계가 제대로 성장하지 못한다고 평가함

라. 벤처투자 시장실패 교정에도 한시적 효과

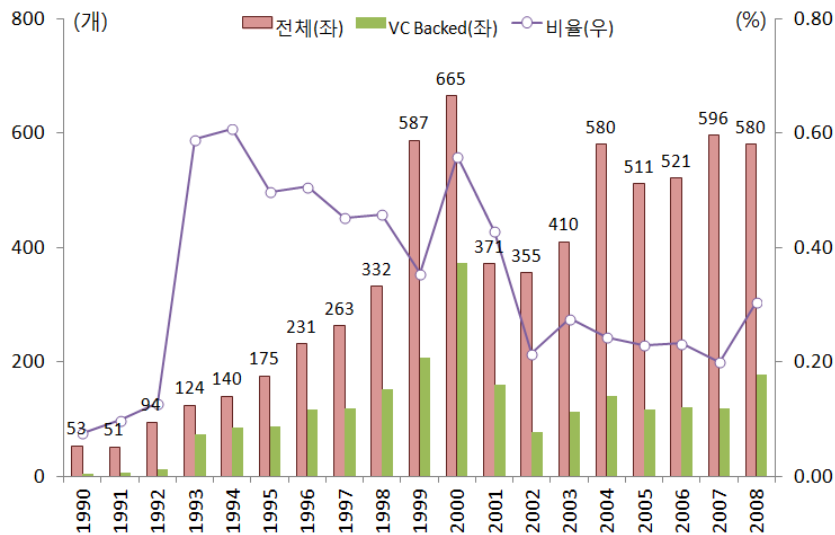
- 1993년을 기점으로 요즈마펀드가 출범하면서 벤처기업의 자금수요가 벤처캐피탈에 의해 소화되기 시작함
 - 1989~1992년 중에는 벤처기업의 10%만이 벤처캐피탈의 투자를 받을 정도였으며 벤처기업의 창업도 상대적으로 활발하지 못했음
 - 1993년 요즈마펀드를 기점으로 1993~1994년 중 벤처기업의 60%가, 1995~2000년 중에는 벤처기업의 49%가 벤처캐피탈의 투자를 받았을 정도로 벤처기업의 창업이 두드러지게 활발해짐

- 그러나 벤처캐피탈시장이 경기에 민감하게 반응하는 경험을 반복하면서 벤처기업에 대한 투자가 쉽게 위축됨
 - IVC Research에 따르면, 2000년 이전 벤처붐의 영향으로 2000~2006년 사이 이스라엘 벤처기업에 대한 벤처캐피탈의 투자비중은 40~45%였음
 - 2005년에는 벤처기업에 대한 벤처캐피탈의 투자비중이 49%로 이스라엘 역사상 가장 높았으나 2007년부터 계속 하락하면서 2009년에는 37%, 2010년에는 29%까지 하락함

- 창업 벤처기업에 대한 벤처캐피탈의 투자비중은 <그림 II-6>에서 보는 바와 같이 2000년 이후 급격하게 하락함
 - 2000년에는 창업 벤처기업에 대한 벤처캐피탈의 투자비중이 56%로 최고치를 기록했으나 이후 급격하게 하락함
 - 2007년에는 20%로 요즈마펀드 출범 이전 수준으로까지 낮아짐

- 2000년 이후 전반적으로 벤처캐피탈시장이 위축되고 있음에도 벤처기업의 창업이 줄지 않은 것은 여타 금융기관의 역할이 상대적으로 확대되었기 때문임
- 이런 점에서 이스라엘의 벤처기업 성공신화가 반드시 벤처캐피탈의 성공신화를 의미한다고 볼 수 없음
 - 벤처기업 성공신화에는 1993년에 출범한 요즈마펀드의 역할이 컸지만 그 효과가 지속되지 못함에 따라 여타 금융기관에 의해 대체되었기 때문임

<그림 II-6> 이스라엘 창업 벤처기업에 대한 투자 현황



자료: Avnimelech(2009)

III. 한국 모태펀드와 비교

1. 배경 및 방법

- 2013년부터 한국형 요즈마펀드 설립의 필요성이 국회, 정부, 언론 등에서 제기되어 온 반면, 한국의 모태펀드¹¹⁾에 대한 성과는 잘 알려지지 않음
 - 새 정부의 창조경제 실현을 위해 창업국가로 평가받는 이스라엘을 배워야한다며 요즈마펀드에 대해 높은 관심을 가짐
 - 이와 달리 한국의 모태펀드의 역할과 성과는 다소 과소평가되거나 무시되는 경향이 많았음

- 양국의 벤처투자정책의 성과를 비교할 때는 정책적 목적(direction)과 목표(target)를 동시에 고려할 필요가 있음
 - 요즈마펀드와 모태펀드는 지속가능한 벤처생태계를 조성하고자 하는 동일한 목적을 가진다고 이해할 수 있음
 - 벤처투자정책의 궁극적인 목적은 자국의 벤처생태계의 자생력과 지속가능성이라고 볼 수 있음
 - 그러나 양 정책은 다른 수준의 목표를 가지고 벤처투자정책을 수립한 차이점이 있음

11) 모태는 벤처기업의 창업을 위한 벤처캐피탈의 '마중물'로 해석될 수 있으며, 사전적으로는 '사물의 발생·발전의 근거가 되는 토대'를 비유적으로 이르는 말임. 그러나 모태펀드를 모펀드와 혼용하여 사용함에 따라 모태펀드의 원래 취지의 의미가 상당부분 퇴색됨

- 요즈마펀드는 이스라엘에 벤처캐피탈시장이 거의 전무한 상태에서 1993년부터 벤처캐피탈시장을 새롭게 육성하고자 함
 - 모태펀드는 한국에 이미 벤처캐피탈시장이 존재하는 가운데 2005년부터 벤처캐피탈시장에 안정적으로 재원을 공급하고자 함
- 이러한 정책적 목표 차이가 있기 때문에 그 성과도 정책 목표에 따라 달리 평가할 필요가 있음

□ 요즈마펀드와 모태펀드가 각각 정책 목표를 달리하고 있다면 그 정책 목표에 맞게 평가하는 것이 객관적일 수 있음

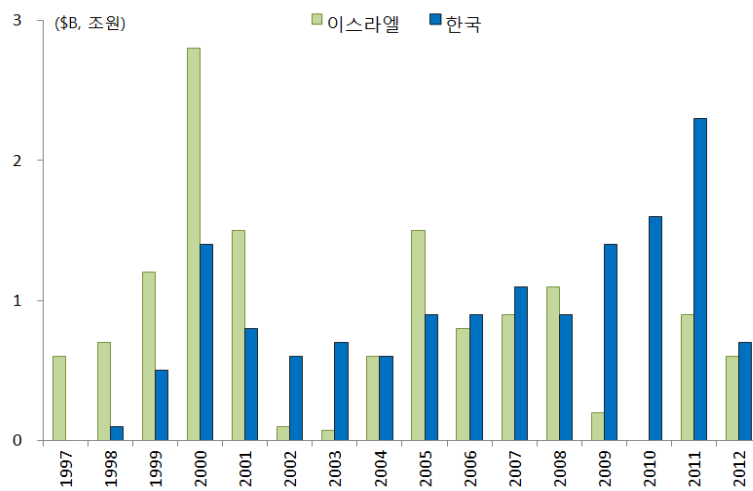
- 요즈마펀드는 ‘이스라엘의 벤처캐피탈시장의 육성에 얼마나 기여했는가’가 주요 평가지표이어야 함
- 모태펀드는 ‘한국의 벤처캐피탈시장의 안정적인 성장에 얼마나 기여했는가’가 주요 평가지표이어야 함

□ 이러한 점에서 요즈마펀드에 대한 성공신화를 현재의 한국의 벤처생태계에 비춰서 과장하는 것은 바람직하지 않을 수 있음

- 요즈마펀드가 만약 1998년에 종료되지 않고 2000년대까지 지속되었다면 그 평가는 크게 달라질 수 있음
 - 요즈마펀드는 새로운 벤처캐피탈시장 육성이라는 측면에서는 성공적이었음
 - 그러나 벤처침체에 대해 대응할 수 있는 정책적 수단을 고려하지 않았다는 점에서는 실패라고 평가할 수 있음
- 이와는 달리 모태펀드는 출범 이후 <그림 III-1>과 같이 한국의 벤처캐피탈시장은 신규자금 조성이 계속 상승세를 유지하는 안정적인 모습을 보임

- 이미 1999~2000년 벤처붐이 꺼지는 경험을 바탕으로 안정적 재원을 공급하는 것이 중요하다고 판단했기 때문임

<그림 III-1> 한국과 이스라엘의 벤처캐피탈시장 비교



자료: IVC Research Center(2012), 한국벤처캐피탈협회(2013)

- 본 보고서는 요즈마펀드와 모태펀드의 역할을 양국의 벤처생태계 환경과 벤처투자정책 목표의 특성을 고려하여 비교하고자 함
 - 양국의 벤처생태계의 환경이 다르다는 측면에서 비교하고자 함
 - 각 국의 시대적 배경, 벤처투자 환경, 시장 성장동력 등을 구체적으로 살펴보고 각 국가의 벤처투자정책의 환경적인 성공요인에 대해 살펴보고자 함
 - 양국의 벤처투자정책의 목표가 다르다는 측면에서 비교하고자 함
 - 정책 목표와 대상, 투자 방식, 출자 조건, 인센티브에 대해 세부적으로 비교하고자 함

2. 비교분석

- 한국의 모태펀드와 이스라엘의 요즈마펀드는 각각의 정책적 목표가 달라 유사점보다 차이점이 많음

<표 III-1> 모태펀드와 요즈마펀드의 비교

구분		요즈마펀드	모태펀드
유사점	정책목적	건강한 벤처생태계 조성	
	재원	정부자금	
차이점	정책목표	새로운 벤처캐피탈시장 육성	벤처캐피탈시장에 안정적 재원 공급
	운용기간	5년	30년
	주관부처	산업통상노동부 산하 수석과학관실	중소기업청 산하 한국벤처투자(주)
	조성금액	1억 달러(약 1,100억원) (초기에 조성)	1조 5,691억원 (매년 추가 출자)
	펀드출자	수석과학관실	중기청, 문화부, 특허청 등 다양한 정부부처
	투자대상	창업초기 첨단기술 벤처기업	모든 단계의 중소·벤처기업
	운용방식	간접투자과 직접투자 병행 (직접투자는 2천 달러만)	간접투자만 (순수 모펀드)
	출자조건	민간참여 60% 이상	민간참여 60% 이상 (중점지원 최대 90%까지)
	해외기관 유치	해외VC가 LP로 참여(필수)	해외VC 참여시 우대
	인센티브	5년 이내에 정부지분을 취득가격으로 매입할 수 있는 콜옵션 제공 (연 5~7% 금리 지급조건)	한국벤처투자의 초과수익 50% 이내에서 민간 출자자에게 성과 배분 (2011년부터 창업초기 전용펀드에 한하여)

가. 벤처생태계 환경

1) 시대적 배경

- 요즈마펀드와 모태펀드는 출범 당시 벤처생태계의 시대적 환경이 크게 달랐음
 - 요즈마펀드는 1990년대 일었던 글로벌 벤처붐이 시작하는 1993년에 출범함
 - 모태펀드는 벤처붐이 꺼지고 다시 회복하려는 중인 2005년에 출범함

- 모태펀드는 1990년대 일었던 글로벌 벤처붐이 꺼지고 다시 회복하려는 중인 2005년에 출범함
 - 모태펀드가 출범하기 이전인 2000~2003년은 2000년 전후 전 세계적으로 벤처붐이 꺼지면서 ‘잃어버린 4년(The Lost Years)’으로 평가됨
 - 한국도 1999~2000년 벤처붐 이후 도덕적 해이가 시장에 만연해지면서 같은 기간에 벤처캐피탈시장이 위축되고 있었음
 - 송치승 외(2010)는 2002년에 도입한 벤처기업확인 취소제도가 벤처기업의 부도덕한 비리나 부당행위를 가려내기 위해 도입되었다고 평가하고 있음
 - 손동원 외(2006)는 1998년부터 2005년까지 취소된 1,477개 벤처기업 중 요건미달 및 소재지 불명으로 취소된 기업이 399개로 전체에서 27%를 차지한다고 설명하고 있음

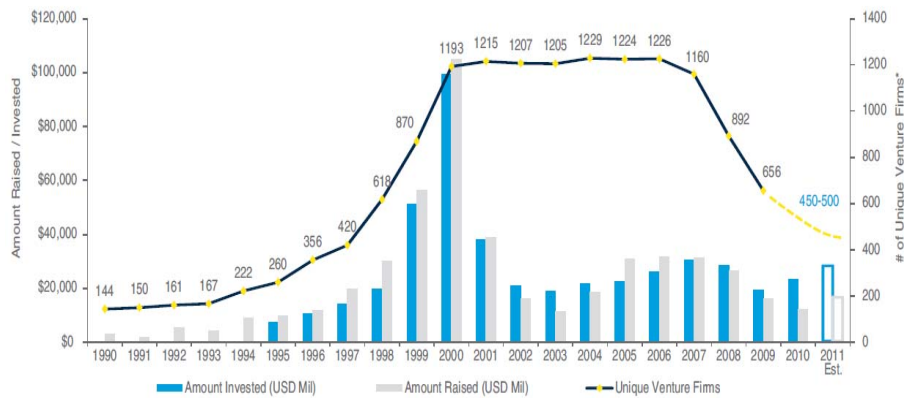
- 정부도 2004년 12월에 「벤처기업 활성화대책」을 발표하면서 그 간의 벤처정책에 대해 정부의 직접적 개입이 벤처기업의 도덕적 해이를 발생시켰다고 자체 진단함
 - 이에 대해 손동원 외(2006)는 그 동안의 벤처정책이 벤처기업의 양적 확대에 과도하게 몰입한 결과라고 지적하기도 함
- 모태펀드가 출범한 전후인 2004~2007년은 전 세계적으로 ‘벤처의 재기(The Venture Resurgence)’의 시대로 평가됨
- 정부도 2004년 7월에 「중소기업 경쟁력강화 종합대책」과 2004년 12월에 「벤처기업 활성화대책」을 마련하여 벤처경제의 재기를 적극적으로 추진함
 - 이를 위한 조치로 정부의 직접적인 개입을 줄이고 벤처캐피탈 시장에 안정적인 재원을 공급하기 위해 2005년에 모태펀드를 설립함

□ 이스라엘의 요즈마펀드는 글로벌 벤처붐이 일기 시작한 1993년에 출범함

- 요즈마펀드가 출범한 1993년은 글로벌 벤처붐에 힘입어 벤처캐피탈도 글로벌화되는 시기로 평가됨
- 이스라엘도 국방산업의 구조조정과 구소련의 이민자 유입으로 첨단기술을 활용한 벤처창업이 탄력을 받았던 시기였으나 벤처캐피탈은 거의 전무했음
 - 이를 극복하기 위해 이스라엘은 미국의 실리콘밸리를 벤치마킹하고 외국 금융회사의 요즈마펀드 참여를 의무화시킴
 - 이를 통해 새로운 벤처캐피탈시장을 육성하고 벤처기업의 창업을 활성화시키고자 했음

- 요즈마펀드가 설립된 직후인 1995~2000년은 전 세계적으로 ‘벤처 캐피탈붐(The VC Boom)’의 시기로 평가됨
 - 1990년대 초 소프트웨어 기술의 발전과 인터넷 기술의 등장으로 전 세계적으로 벤처붐이 일기 시작함
 - 이러한 탄탄한 벤처캐피탈 수요로 인해 이스라엘도 수요 중심의 벤처캐피탈시장이 급성장하게 됨

<그림 III-2> 글로벌 벤처투자시장의 흐름



자료: Dow Jones VentureSource and SVB Analytics(2011)

2) 성장동력

- 한국은 공급 중심의, 이스라엘은 수요 중심의 벤처캐피탈시장의 특성을 가지고 있음
 - 한국은 정부 주도로 벤처캐피탈 성장을 이끌면서 자금의 공급이 수요를 창출하는 특징을 가짐
 - 이스라엘은 민간의 벤처캐피탈 수요가 자금의 공급을 창출하면서 성장한 특징을 가짐

□ 한국 벤처캐피탈시장은 자금의 공급이 수요를 창출하면서 성장하는 시장임

— 1997년 「벤처기업육성에 관한 특별조치법」의 제정을 시작으로 정부가 주도적으로 벤처캐피탈을 공급하는 방법으로 벤처기업을 육성함

- 1990년대 미국의 벤처기업 성공신화에 자극받은 정부는 새로운 미래성장동력을 발굴하기 위해 벤처산업을 육성하고자 함
- 1996년에 중소기업청이 신설되고 1997년에 벤처특별법이 제정되면서 벤처기업에 대한 지원정책의 기틀을 갖추어 갔음

— 그러나 정부의 지속적인 공급 위주의 개입은 2000년대 초반에 민간의 벤처투자 참여를 위축시키는 결과를 초래함

- 정책자금은 1979년 이래 총 19만개 중소·벤처기업에 31조원의 자금을 지원했으나, 업체의 자금수요 이유 및 목적에 대한 실질적 평가 없이 관례적으로 자금을 공급하는 역할만 수행함
- 중소기업진흥및산업기반자금(이하 중산기금) 중 중소기업에 대한 용자지원이 1998년부터 2005년까지 투자지원의 22배에 달할 정도로 대출·보증에 집중됨
- 2000년 이후 민간의 벤처투자가 크게 위축되는 가운데 중진지금이 계속 대출·보증 비중을 높임에 따라 벤처투자 의욕을 전반적으로 구축시킴

— 시장수요와 무관하게 배정된 예산을 바탕으로 재원을 공급함에 따라 벤처생태계의 도덕적 해이를 확산시키고 시장 자율을 저해시키는 결과를 낳음

- 시장 수요와 무관하게 배정된 예산규모에 따라 예산소진을 위해 투자결정을 함에 따라 정부지원을 수혜받고자 하는 벤처기업들이 우후죽순처럼 생겨나게 됨

- 이를 극복하기 위해 2005년에 모태펀드를 조성하고 투자방식도 간접투자 방식만 채택하게 됨
 - 모태펀드가 직접 벤처기업에 투자하는 것이 아니라 일정의 출자조건을 충족하는 자펀드에 출자함으로써 민간 벤처투자 참여를 유도하고자 함

<표 III-2> 한국 벤처기업에 대한 자금지원 현황

(단위: 십억 원)

		1998년	1999년	2000년	2001년	2002년	2003년	2004년
벤처캐피탈 신규조성		101	489	14,341	791	629	709	645
중산 기금	융자지원	2,487	3,168	23,737	2,627	2,645	3,091	2,395
	투자지원	9	77	275	122	132	140	100

자료: 벤처기업 활성화대책(2004)

- 이스라엘의 벤처캐피탈시장은 수요가 공급을 창출하며 성장하는 시장임
 - 1990년대 초 우호적인 창업 환경과 더불어 정부의 기술 인큐베이팅 정책에 힘입어 기술력이 높은 벤처기업들이 대거 창업됨
 - 1991~1993년 중 300개의 첨단기술 벤처기업들이 창업하면서 벤처투자에 대한 수요가 급증함
 - 그러나 이스라엘은 역선택에 대한 두려움으로 벤처투자가 활성화되지 못하였음
 - 이를 극복하기 위해 요즈마펀드가 1억 달러를 조성하여 10개의 민간 벤처캐피탈의 참여를 이끌어냄
 - 정부의 자금만으로는 벤처투자에 대한 자금수요를 충족시키지 못할 것이라는 판단하에 민간 벤처투자 참여를 적극 유도함

- 요즈마펀드는 탄탄한 자금수요가 있었기 때문에 성공할 수 있었다고 평가됨
- 그러나 요즈마 프로그램이 종료된 이후인 2002~2003년과 2009~2010년에 걸쳐 두 번의 침체를 겪으며 수요가 공급을 창출하는 시장의 약점을 드러냄
- 또한 벤처기업에 대한 투자수요가 벤처캐피탈에서 여타 금융기관으로 대체되는 것으로 파악됨
- 2000년 이후 창업 벤처기업에 대한 벤처캐피탈의 투자비중이 크게 감소한 것이 대표적인 근거임

3) 정책 수요

- 한국은 벤처생태계에 도덕적 해이가, 이스라엘은 역선택 문제가 더 크기 때문에 이를 교정할 수 있도록 벤처투자정책이 설계됨
 - 모태펀드는 벤처생태계의 도덕적 해이를 줄이고자 안정적인 재원 공급에 초점을 맞춤
 - 요즈마펀드는 벤처생태계의 역선택 문제를 줄이고자 정보교환의 연결자 역할에 초점을 맞춤

- 한국의 모태펀드는 1999~2000년 벤처붐 이후 벤처캐피탈시장에 만연해 있는 숨겨진 행동 또는 도덕적 해이를 줄이고자 했음
 - 1997년 「벤처특별법」 제정을 계기로 정부는 벤처기업의 양적 확대를 통한 벤처생태계를 구축하고자 했음
 - 이를 위해 정부 주도의 벤처확인제도를 실시했고, 창업기업들은 벤처확인을 통해 정부지원을 받고자 했음

- 이 과정에서 벤처확인기업들의 도덕적 해이가 상당한 수준까지 발생한 것으로 평가됨¹²⁾
 - 1990~2000년 벤처붐 이후 벤처기업의 도덕적 해이로 벤처캐피탈 시장이 크게 위축됨
 - 2004년 12월 24일 정부는 「벤처기업 활성화대책」을 발표하면서 “정부의 직접적 개입, 시장중심의 벤처가치 평가시스템 미비로 자원배분의 효율성이 저하되고 벤처기업의 도덕적 해이가 발생”한다고 자체 평가함
 - 이를 극복하기 위해 2004년 12월에 모태펀드 도입을 추진하게 됨
 - 모태펀드가 자펀드 출자조건에 자펀드 무한책임사원(General Partnership: GP)에 대한 준법성 심사를 엄격하게 적용하고, 자펀드 사후관리에 심혈을 기울이는 것도 도덕적 해이에 대한 시장의 우려를 제거하기 위한 노력임
 - 시장도 모태펀드의 참여여부가 벤처캐피탈의 신뢰에 상당한 영향을 주고 있다고 평가하고 있음
- 이스라엘의 요즈마펀드는 1990년대 초에 벤처붐이 일어나면서 성공 가능성이 있는 벤처기업들이 자금부족으로 실패하는 것을 보고 숨겨진 정보 또는 역선택을 줄이고자 했음
- 요즈마펀드가 출범한 1993년 이전까지 이스라엘에는 2~3개의 벤처캐피탈이 있을 정도로 벤처캐피탈시장이 제대로 형성되지 못했음
 - 1980년대에도 기술적으로 성공할 수 있을 것이라고 평가받은 벤처기업의 60%가 실패한 원인 중에 하나도 벤처투자 자금의 부족 때문이었음

12) 손동원 외(2006)는 1998~2002년 기간 중 전체 벤처확인 취소기업 1,112개 중에서 50%인 557개 기업이 휴·폐업으로, 36%인 399개 기업이 요건 미달 또는 소재지 불명으로 취소된 것으로 조사함

- 1985년 'Atena'라는 벤처캐피탈이 처음 설립되고, 1993년까지 1~2개 벤처캐피탈이 추가적으로 설립될 정도로 벤처투자가 활성화되지 못함
- 1992년에 이스라엘은 인발펀드를 도입하여 벤처캐피탈시장을 활성화시키려고 했지만, 역선택의 문제를 해소시키지 못했음
 - 초기 투자자본의 70%까지 보전해주는 것이 주요 골자였지만, 재무부가 역선택을 두려워하면서 투자범위 등 상당 부분을 제한하면서 실패하게 됨
- 이를 극복하기 위해 재무부가 아닌 수석과학관실이 1993년에 요즈마펀드를 새로 설계하여 도입하게 됨
 - 수석과학관실은 이스라엘 벤처캐피탈시장에 역선택 문제가 심각하다고 판단함
 - 이를 위해 수석과학관실의 책임연구진들이 요즈마펀드의 이사회에 참여하는 벤처캐피탈의 공급측면과 수요측면의 정보교환의 중심축 역할을 담당했음

< 벤처캐피탈시장의 실패요인 >

- 벤처투자의 시장실패는 크게 ‘숨겨진 정보’와 ‘숨겨진 행동’이라는 정보의 비대칭성(asymmetric information) 때문에 발생함
- ‘숨겨진 정보(hidden information)’는 벤처투자자 입장에서 좋은 벤처기업과 나쁜 벤처기업을 구분할 충분한 정보를 갖지 못한 경우임
 - ‘숨겨진 정보’는 벤처투자 이전에 발생하는 벤처기업의 성공가능성에 대한 정보의 격차를 의미함
 - 아무리 성공 가능성이 높은 벤처기업이더라도 나쁜 벤처기업들과 섞여 숨겨져 있다면, 역선택(adverse selection)을 두려워하는 벤처투자자 입장에서 모험투자를 꺼릴 수 있음
 - 벤처투자자가 ‘숨겨진 정보’를 찾아내는데 비용이 많이 들면 들수록, 좋은 벤처기업은 벤처캐피탈시장에서 신규로 자금을 조달하는 것이 어려워짐
- ‘숨겨진 행동(hidden behaviors)’은 벤처투자자 입장에서 이미 벤처투자를 받은 벤처기업이 얼마나 열심히 할지에 대한 충분한 정보를 갖지 못한 경우임
 - ‘숨겨진 행동’은 벤처투자 이후에 발생하는 벤처기업의 행동에 대한 정보의 격차를 의미함
 - 벤처기업이 벤처투자를 받게 되면 투자자금을 벤처기업 성장에 적극적으로 활용하지 않고 금전적 이익으로 여기는 도덕적 해이(moral hazard)가 발생할 수 있음
 - 이 때문에 벤처투자자 입장에서 투자단계 이전부터 모험투자를 꺼릴 수 있음
 - 벤처투자자가 ‘숨겨진 행동’을 감시하는데 비용이 많이 들면 들수록, 좋은 벤처기업은 벤처캐피탈시장에서 신규로 자금을 조달하는 것이 어려워질 것임

나. 벤처투자정책 특성

1) 정책 목표

- 모태펀드는 안정적인 재원 공급을 목표로, 요즈마펀드는 새로운 벤처 캐피탈시장의 형성을 목표로 함

- 모태펀드는 벤처캐피탈시장에 안정적인 재원을 공급할 목표로 도입됨
 - 1999~2000년 벤처붐 이후 위축되어 갔던 벤처캐피탈시장의 활력을 불어넣어 민간 주도의 벤처생태계를 조성하고자 함¹³⁾
 - 정부가 모태펀드에 출자하되 직접 개입하지 않고 전문적인 투자관리기관인 한국벤처투자(주)를 통해 간접투자 방식으로 관리토록 함
 - 한국벤처투자(주)가 한국 벤처생태계의 전문가들로 구성되다 보니, 시장 친화적인 벤처투자 문화를 형성하고 시장의 신뢰를 구축하고자 함
 - 이에 따라 모태펀드는 시장의 투자자들과는 달리 시장 상황에 따라 벤처투자 재원의 완충 역할을 담당함
 - 2005년부터는 벤처캐피탈시장의 활성화를 위해 자펀드에 대한 출자비율을 30% 이상을 유지하면서 점진적으로 출자를 늘려 갔음
 - 이러한 신뢰를 바탕으로 2008년 글로벌 금융위기가 발생했음에도 국내 벤처캐피탈시장은 크게 위축되지 않음

13) 민간 주도의 벤처생태계 조성은 모태펀드가 궁극적으로 추구하고자 하는 정책의 방향 또는 목적이라고 할 수 있음

- 2010년 및 2011년에는 국민연금 및 정책금융공사가 벤처투자에 대거 참여하자 모태펀드는 자펀드에 대한 출자비율을 20% 미만으로 감축하면서 민간 주도의 시장으로 이끔
- 2012년 글로벌 벤처캐피탈시장의 위축으로 국내 시장도 위축되는 조짐이 보이자 자펀드의 출자비율을 46.6%까지 끌어올려 벤처투자 재원의 감소를 완화시킴

□ 요즈마펀드는 새로운 벤처캐피탈시장을 육성할 목표로 도입됨

- 1993년 이전까지 2~3개의 벤처캐피탈이 있을 정도로 벤처투자가 제대로 활성화되지 못함
 - 튼튼한 벤처투자 수요가 있었음에도 이를 소화할 수 있는 민간의 벤처투자의 공급이 미흡했음
- 이를 위해 요즈마펀드는 민간의 벤처투자 참여를 적극 유도하기 위해 여러 가지 제도적 장치를 마련함
 - 벤처투자 성공률을 높이기 위해 투자대상을 첨단기술 벤처기업에 한정하고, Upside 인센티브를 제공하여 투자자의 기대수익을 높이고, 5년 후 민영화를 계획함

2) 투자 대상

- 모태펀드는 모든 단계의 중소·벤처기업을 투자대상으로, 요즈마펀드는 첨단기술 창업기업을 투자대상으로 함
- 모태펀드는 모든 단계의 중소·벤처기업을 투자대상으로 하는 자펀드에 대해 출자함

- 이미 성숙단계에 있는 벤처캐피탈시장의 안정적 성장을 위해 모든 단계의 중소·벤처기업을 투자대상으로 함
 - 업력별로는 창업 초기기업(1~3년), 중기기업(3~7년), 후기기업(7~14년)에 이르기까지 모든 성장단계의 중소·벤처기업을 투자대상으로 함
 - 업종별로는 일반제조, 정보통신, 생명공학, 문화콘텐츠, 서비스/교육, 유통, 환경 등을 투자대상으로 함
- 다만, 중점지원 분야를 모태펀드 운용계획 수립시 선정하여 정책적으로 투자를 집중함
 - 창업초기, 인큐베이팅, 엔젤매칭펀드, 사회적기업, 지방기업 등에 출자하는 자펀드에 대하여 출자비율을 최대 90%까지 상향 적용시킴

□ 요즈마펀드는 창업초기 첨단기술 벤처기업을 투자대상으로 하는 자펀드에만 출자함

- 새로운 벤처캐피탈시장을 성공적으로 육성하기 위해 시기적으로 성공가능성이 높은 창업초기 첨단기술 벤처기업으로 투자대상을 한정시킴
 - 1990년대 초부터 수석과학관실의 TIP에 힘입어 첨단기술 벤처기업들의 창업이 잇따랐고 이를 위해 요즈마펀드를 맞춤형 벤처캐피탈 정책으로 설계한 것임
 - 이스라엘에서 요즈마펀드는 수석과학관실의, 수석과학관실에 의한, 수석과학관실을 위한 벤처캐피탈 정책으로 평가됨
- 그러나 요즈마펀드 종료 이후 창업 초기 벤처기업에 대한 벤처캐피탈의 역할이 계속해서 감소 중에 있음

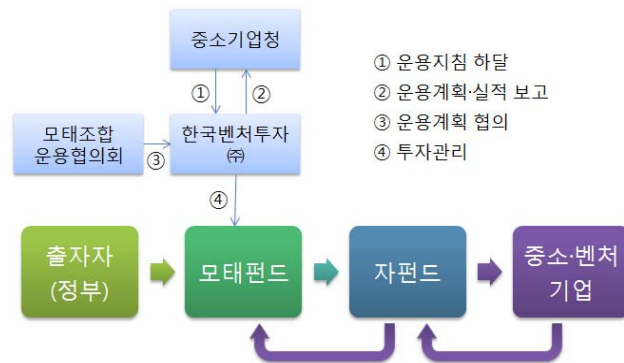
- 요즈마펀드는 첨단기술 창업초기 벤처기업에 집중적으로 투자함으로써 벤처생태계의 성공 신화를 만드는 좋은 선례를 남김
- 요즈마펀드 종료 이후 이러한 투자패턴이 지속되지 못했다는 점에서는 벤처생태계에 나쁜 선례를 남김
- 왜냐하면 이러한 성공신화를 뒤따르기 위해 이스라엘 벤처캐피탈은 창업초기 벤처기업에 대한 투자회수를 짧은 기간 안에 요구하기 때문임
- 이에 따라 창업초기 벤처기업은 벤처캐피탈에 대한 의존도를 낮추고 여타 금융기관을 더 선호하게 됨

3) 운용 방식

- 모태펀드는 자펀드에 투자하는 모펀드 방식으로, 요즈마펀드는 모펀드 방식뿐만 아니라 벤처기업에 직접 투자하는 방식으로도 운용됨
- 모태펀드는 ‘안정적인 자원 공급’을 목표로 하다 보니 30년간 반복해서 자펀드에 투자하는 모펀드로 운용됨
 - 이전에 정부가 시장 수요와 관계없이 매년 배정된 예산을 의무적으로 집행하는 것이 비효율적이라는 판단이 작용함
 - 공급자 위주의 일방적 자금지원이 이루어짐에 따라 금융자원이 비효율적으로 배분되고 민간의 자율적인 벤처투자 참여유인을 저해시킴
 - 이러한 부작용을 최소화하기 위해 모태펀드를 간접투자 방식으로 30년간 운용하면서 벤처캐피탈시장에 안정적 재원을 공급하기로 결정함

- 모태펀드는 정부 출자금을 여러 해에 걸쳐 조성하였으며, 필요한 경우 계속해서 추가적으로 출자함
- 매년 모태펀드 운용계획을 수립하고 한국벤처투자(주)를 통해 출자대상 자펀드를 선정함

<그림 III-3> 한국의 모태펀드 운용체계



- 요즈마펀드는 '새로운 벤처캐피탈시장 육성'을 목표로 하다 보니 5년간 1회 투자하는 간접투자과 직접투자 방식을 모두 선택함
 - 요즈마펀드 출범 이전 벤처캐피탈시장이 사실상 없었기 때문에 직접투자 방식도 채택함
 - 요즈마펀드 출범 초기에 정부 출자금을 모두 마련해 놓고 시작함
 - 정부 출자금의 20%를 직접투자 방식으로 운용하여 벤처캐피탈 시장의 특성을 직접 이해하고 이를 간접투자 방식에 적용함
 - 요즈마펀드는 정부가 벤처캐피탈시장을 육성하고 민간이 주도할 수 있도록 정부가 5년간 1회 출자하고 이후에 민영화하는 계획을 수립함

- 민간 주도로 발전된 미국의 벤처캐피탈시장을 벤치마킹하면서 사전에 민영화 계획을 수립하여 정부의 구축효과가 발생하지 않도록 노력함
- 그러나 이러한 요즈마펀드의 성공적인 종료가 오히려 이스라엘의 벤처생태계의 생리에 나쁜 영향을 미쳤다고 보기도 함
 - 요즈마펀드의 성공신화를 뒤따르기 위해 벤처캐피탈이 성급하게 투자회수에 나서는 경향이 높아짐
 - 벤처 창업가들도 중견기업으로의 육성보다는 회수가 가능한 경우 회수를 실행하는 경향이 높아짐

4) 출자 조건

- 모태펀드는 30년간 운용되기 때문에 매년 출자예산을 기반으로 출자 대상 자펀드를 선정하고, 요즈마펀드는 5년간 운용되기 때문에 출범 초기에 10개 자펀드를 선정함
- 모태펀드는 매년 출자예산을 기반으로 서류심사, 현장실사, 최종심의를 통해 출자대상 자펀드를 선정함
 - 모태펀드의 출자비율을 최대 40%로 제한하여 민간의 벤처투자 참여를 촉진시킴
 - 원칙적으로 모태펀드의 최대 출자비율은 40%이며, 예외적으로 중점지원 분야 및 엔젤투자매칭펀드의 경우 각각 70% 및 90%임
 - 개별 자펀드에 대한 출자한도는 매년도 중진계정 출자예산의 20%이내 또는 문화계정 출자예산의 50%로 이내임
 - 2004~2008년 중 모태펀드의 자펀드에 대한 출자비율은 25.8%로 5조3천억 원의 민간 벤처투자를 이끌어내는 성과를 냄

- 1차적으로 서류심사와 현장실사를 통해 자펀드의 준법성과 운용 능력을 심사하고, 2차적으로 출자심의위원회가 최종 심의함
 - 자펀드 선정의 가장 핵심적인 평가요소는 자펀드 GP가 도덕적 해이할 가능성이 높은지에 대한 것임
 - 자펀드의 GP가 자펀드를 성실하게 운용하기에 곤란하다고 판단되면 자펀드 선정에서 배제할 수 있음
 - 중점지원 분야, 창업 분야, 외국자본 참여 등 일정요건을 충족하는 경우에는 자펀드에 대한 서류심사에서 가산점을 부여하기도 함
 - 자펀드에 선정되면 한국벤처투자(주)가 지도하는 '자펀드 사후관리 가이드라인'을 준수하여야 함
 - 자펀드의 리스크관리를 강화하고 회계감사 기준의 통일성을 높이기 위해 '자펀드 회계감시인 Pool' 제도를 준수하여야 함
 - 자펀드는 투자 진행단계별 및 정기·수시 보고사항을 한국벤처투자(주)에 제출해야 함
 - 기타 가이드라인에서 제시하는 제반 사항을 준수하고 그 여부를 한국벤처투자(주)에 보고하여야 함
 - 자펀드가 출자조건을 충족하지 못하는 경우에는 자펀드 선정을 취소하거나 1년간 신규 출자에서 제외함
- 요즈마펀드는 1993년에 조성한 정부출자금을 기반으로 10개 민간 벤처캐피탈을 출범 초기에 출자대상으로 선정함
- 요즈마펀드의 최대 출자비율을 40%로 제한하여 민간 벤처투자 참여를 이끌어냄
 - 개별 요즈마펀드에 최대 8천만 달러까지 출자하되 민간 참여율은 60% 이상이 되도록 함

- 1993~2000년 중 요즈마펀드에 대한 정부의 출자비율은 3%로 31억7천만 달러의 민간 벤처투자를 이끌어내는 성과를 냄
- 요즈마펀드는 외국의 벤처캐피탈 경험을 배우고 향후 벤처투자 회수를 원활하게 추진하기 위해 외국 금융기관의 참여를 의무화함
 - 대부분이 벤처캐피탈 회사인 외국 LP가 실제 간접투자 방식인 10개 요즈마펀드에 참가함
- 요즈마펀드를 주도했던 수석과학관실 책임연구진들이 요즈마펀드 이사회에 직접 참여하여 정보교환의 중심축 역할을 함
 - 직접투자 방식인 요즈마벤처펀드의 경영진인 수석과학관실 책임연구진들이 간접투자 방식인 요즈마펀드의 경영진으로 참여함
 - 사전적 행정간섭보다는 사후적 경영참여를 통해 이스라엘 시장에 만연했던 역선택 문제를 해소하고자 함

5) 인센티브

- 모태펀드는 별다른 인센티브를 제공하지 않는 반면에, 요즈마펀드는 정부지분을 저리에 매입할 수 있는 Upside 인센티브를 제공함
- 모태펀드는 창업초기 분야에 투자하는 자펀드를 제외하고는 별다른 인센티브를 제공하지 않음
 - 모태펀드는 모든 단계의 중소·벤처기업에 투자할 수 있도록 허용하기 때문에 벤처투자의 고유의 특징이 희석되는 측면이 높음
 - 고수익-고위험이라는 벤처투자의 매력과는 달리 모든 단계의 중소·벤처기업에 투자를 허용하면서 대체적으로 내부수익률이 낮은 편임

- 이는 벤처생태계 형성을 위한 자펀드의 자발적인 노력을 자극하지 못하고 벤처투자 회수시장이 활성화되지 못하는 원인으로도 작용함

— 모태펀드는 자펀드의 도덕적 해이를 방지하는 차원에서 자펀드의 관리보수 및 성과보수를 제한함

- 성과보수는 기준수익률을 초과하는 수익의 20% 이내에서 해야 하며, 기준수익률은 중진계정의 경우 내부수익률 7%, 그 외 계정은 5%를 적용함
- 창업초기 또는 사회적 기업 분야의 경우 기준수익률은 내부수익률 5%로 하고 모태펀드 출자비준에 대하여는 0%로 적용 가능함

— 모태펀드는 그 외 추가적인 인센티브를 제공하지 않고 있음

- 2011년부터 창업초기 분야에 투자한 경우에 한하여 모태펀드가 수령할 초과수익의 50% 이내에서 자펀드의 GP 및 민간 출자자에게 지급토록 함
- 2013년 현재 아직까지 추가적인 인센티브를 지급한 사례는 없음

□ 요즈마펀드는 모험투자를 자극할 수 있는 Upside 인센티브를 제공한 것이 가장 큰 성공요인으로 평가 받음

— 요즈마펀드는 서로 상호작용을 일으킬 수 있는 세 가지 인센티브를 제공함

- 성공하면 고수익을 기대할 수 있는 창업 초기단계에 있는 첨단기술 벤처기업만을 투자대상으로 제한함
- 성공하면 정부지분을 5~7% 이자를 더해 5년 이내에 매입할 수 있는 콜옵션을 제공함
- 5년 후 민영화를 사전 계획하여 정부의 지나친 간섭이 없을 것이라는 시장의 기대를 갖게 함

- 요즈마펀드에 참여한 민간 벤처캐피탈은 벤처기업의 성공을 위해 자발적으로 벤처생태계 형성에 노력함
 - 자발적으로 성공 가능한 벤처기업을 발굴하고 요즈마펀드 간에 정보 공유를 통해 성공하는 벤처생태계를 조성함
 - 부품 공급업체, 법률, 회계, 마케팅, 컨설팅, 인력조달 등 벤처기업의 생산 또는 매출단계에서 필요한 각종 서비스를 적극적으로 제공함
 - 이렇게 시장에서 요즈마펀드의 성공 기대가 커지면서 벤처생태계에 다양한 서비스의 참가자들이 자발적으로 참여함
 - 10개 요즈마펀드 중 6개가 내부수익률이 100%를 상회하였으며, 요즈마펀드가 투자한 포트폴리오의 56%를 회수하는데 성공함
 - 이에 따라 10개 요즈마펀드 중 8개의 정부지분에 대하여 콜업션이 행사되었음

3. 시사점

- 한국의 모태펀드와 이스라엘의 요즈마펀드를 비교분석한 결과, 다음과 같은 세 가지의 정책적 시사점을 도출해볼 수 있음

가. 장기적인 관점에서 모태펀드가 더 적합

- 장기적인 관점에서 모태펀드를 계속 개선해 나가는 것이 한국의 벤처생태계에 더 적합

- 한국의 모태펀드는 장기적인 관점에서 한국의 벤처생태계를 이해하고 이에 적합하게 벤처투자정책을 설계하고 운용 중
 - 한국의 벤처생태계에 안정적 재원공급을 30년간 약속하면서 시장실패 위험요소인 도덕적 해이를 상당부분 해소시킴
 - 현재에도 도덕적 해이에 대한 우려 때문에 GP의 투자비중이 높지 않으면 LP의 투자참여가 저조한 것이 현실임
 - 이 때문에 벤처캐피탈시장은 모태펀드의 참여범위의 확대를 지속적으로 요구하고 있음
- 이와는 달리 이스라엘의 요즈마펀드는 장기적인 관점에서 건강한 벤처생태계 조성에는 실패한 모습을 보임
 - 1993년에 출범하여 1998년에 종료한 요즈마펀드는 1990년대 글로벌 벤처붐에 힘입어 전 세계적으로 성공을 거둠
 - 그러나 1998년 요즈마펀드가 종료된 이후 2002~2003년과 2009~2010년에 걸쳐 벤처캐피탈시장이 두 번의 침체를 겪으며 시장실패 모습을 보임
 - 또한 요즈마펀드의 성공신화가 오히려 이스라엘 벤처생태계의 독이 되어 조급한 투자회수에 초점이 맞춰져 있음
 - 이에 따라 2000년 이후 벤처캐피탈의 창업초기 벤처기업에 대한 투자비중이 예년에 비해 크게 하락한 양상을 보임

나. 모태펀드 역할 제고가 필요

- 한국의 벤처생태계는 역선택 문제보다는 도덕적 해이가 지배적이기 때문에 이를 개선할 수 있는 벤처투자정책이 지속적으로 필요함
 - 한국형 요즈마펀드를 도입하는 경우 오히려 도덕적 해이 문제가 더욱 악화될 소지가 높음

- 벤처기업이 한국형 요즈마펀드를 1998년 국민의 정부 때와 같이 일회적인 수혜성 정책으로 인식하고 이를 악용할 소지가 높기 때문임

— 오히려 지속가능한 창조경제 실현을 위해서는 모태펀드의 역할을 더욱 강화시킬 필요가 있음

- 이를 통해 한국의 벤처생태계에 잔존해 있는 도덕적 해이를 최소화하여 건강한 벤처생태계를 조성할 필요가 있음
- 한국 벤처캐피탈시장도 한국형 요즈마펀드 도입보다는 모태펀드의 역할 강화를 요구하고 있음

□ 지금의 모태펀드의 역할을 강화하는 것이 벤처생태계 측면에서도 더욱 효과적일 수 있음

— 모태펀드는 그동안 주어진 역할을 성공적으로 수행하면서 대내외 시장신뢰를 얻고 있음

— 이러한 장점을 살리면서 일부 요즈마펀드의 장점을 모태펀드에 접목시키는 것이 더욱 효과적일 수 있음

다. 요즈마펀드의 장점을 모태펀드에 접목 필요

□ 현재 모태펀드가 가지고 있는 인센티브 구조를 시장 친화적으로 바꿀 필요가 있음

— 요즈마펀드처럼 Upside 인센티브를 모태펀드 지분에 대해서도 청구할 수 있도록 관련 제도를 개선할 필요가 있음

- 현재까지는 모태펀드의 출자금 감소를 염려해 모태펀드가 수령할 초과수익의 50%까지로 제한함

— 모태펀드 지분에 대한 콜옵션은 벤처캐피탈 시장참가자에게 활력을 불어넣어줄 수 있는 좋은 정책적 수단임

- 한국 벤처생태계에 새로운 먹거리로 작용하여 한국 벤처생태계의 제2의 도약의 매개가 될 수 있음

□ 해외 벤처캐피탈의 참여를 지금의 수준보다 더 많이 유도할 필요가 있음

— 요즈마펀드처럼 해외 벤처캐피탈의 참여를 의무화시켜 향후 벤처기업들의 해외진출의 교두보를 마련해줄 필요가 있음

- 현재 모태펀드도 해외 벤처캐피탈 참여시 유리한 출자조건을 적용해주기는 하나, 실제 참여 실적은 저조한 상태임

IV. 벤처투자정책 방향

- 한국의 벤처생태계는 창조경제 실현을 위해 제2의 도약이 필요한 시점으로 이에 적합한 벤처투자정책이 필요함
 - 2005년 설립 이후 모태펀드는 세 가지 측면에서 성공적으로 그 역할을 수행했다고 평가할 수 있음
 - 첫째, 한국의 벤처캐피탈시장의 안정적 성장을 주도함
 - 둘째, 민간의 벤처투자 참여를 활성화시킴
 - 셋째, 벤처기업 창업과 일자리 창출에 크게 기여함
 - 글로벌 저성장시대를 극복하고 지속가능한 국가경제의 부흥을 위해 한국의 벤처생태계는 제2의 도약이 필요함
 - 제조업 중심의 수출국가에서 벤처기술 중심의 수출국가로 변모해야 함
 - 벤처경제의 영역을 확대시켜 새로운 부가가치와 이에 따른 새로운 양질의 일자리를 창출해야 함

1. 건강한 벤처생태계 조성

- 한국의 벤처생태계는 창업 → 성장 → 회수/재투자 or 창업 → 실패 → 재도전이 가능한 선순환적 생태계가 조성되도록 이를 이끄는 조성자가 필요함
 - 지난 15년간 한국의 벤처정책은 시장육성과 안정성장에만 집중한 측면이 강하고 선순환적인 생태계 조성에는 미흡했음

- 2005년 모태펀드 설립을 통해 벤처캐피탈시장의 안정적 성장을 성공적으로 이끌었으나 선순환적 벤처생태계 조성에는 다소 소홀했음

— 지속가능한 창조경제 실현을 위해서는 건강하고 선순환적인 벤처생태계 조성자가 필요함

□ 건강한 벤처생태계의 조성자 역할은 시장신뢰가 두터운 모태펀드가 수행하는 데 적합할 수 있음

— 모태펀드는 시장실패 요인을 제거하는데 성공적인 경험을 갖고 있음

— 모태펀드는 벤처생태계의 연결자 역할에도 어느 정도 역량을 강화해 왔음

- 한국벤처투자(주)는 벤처기업 및 벤처캐피탈 전문가들로 조직되어 있는 조직으로 국내에서 유일함

□ 이를 위해 모태펀드는 「창조형 벤처기업 지정제도」와 「Upside 인센티브제도」를 도입하는 것을 고려해볼 수 있음

— 「창조형 벤처기업 지정제도」를 새롭게 도입하여 공급이 수요를 창출하는 벤처생태계의 수급 불균형 문제를 해소할 필요가 있음

- 기존의 벤처확인제도는 정부의 벤처지원 대상을 선별하기 위해 도입된 제도로 벤처투자의 수요창출에는 성공적이지 못함

- 2013년 3월 현재 총 28,731개 벤처확인기업 중에서 690개(2.4%) 벤처기업이 벤처투자를 받은 기업으로 확인됨

- 성공가능성 높은 벤처기업을 창조형 벤처기업으로 지정하여 벤처생태계가 스스로 벤처캐피탈을 요구하는 선순환 구조를 만들어야 함
 - 모태펀드는 관계부처와 긴밀한 협조를 통해 성공가능성이 높은 벤처기업을 '창조형 벤처기업'으로 지정하고 이에 중점투자하는 자펀드 결성을 유도할 필요가 있음
 - 이를 위해서 미래창조펀드와 성장사다리펀드를 활용할 수 있을 것으로 보임
 - 모태펀드는 모든 단계의 중소·벤처기업에 대한 투자를 지금과 같이 유지하여 정책적으로 혼선이 없도록 할 필요가 있음
 - 이렇게 되면 창조형 뿐만 아니라 모든 단계의 중소·벤처기업까지 연이어 새로운 벤처투자의 수요자가 될 수 있음
- 창조형 벤처기업에 대해 시범적으로 Upside 인센티브 제도를 도입할 필요가 있음
- 현재 모태펀드의 인센티브 제도는 창업초기 전용펀드에 한하여 수익의 일부를 재분배하는 것으로 그 취지는 좋으나 효과는 아직 불투명함
 - 모태펀드도 이스라엘의 요즈마펀드와 같이 모태펀드 출자지분에 대해 자펀드의 민간 출자자가 일정 기간 내에 콜옵션을 행사할 수 있도록 인센티브를 부여할 수 있음
 - 모든 업종의 창업초기 중소·벤처기업에 인센티브를 무차별하게 제공하는 것보다는 우선적으로 성공가능성이 높은 창조형 벤처기업에 제공하여 성공 사례를 만드는 것이 중요함
 - 점차 그 적용범위를 확대시켜 벤처생태계의 부가가치 창출기회를 확장시킬 수 있도록 유도할 수 있음

2. 벤처기업의 해외진출 조력

- 일반제조업 중심의 수출국가에서 벤처기술 중심의 수출국가로 탈바꿈하기 위해서는 이를 지원할 조력자가 필요함
 - 한국경제는 내수시장만으로는 성장할 수 없고 수출을 통해 규모의 경제와 범위의 경제를 실현하고 이를 발판으로 성장해야 함
 - 그러나 글로벌 경제가 저성장시대로 접어들면서 일반제조업 중심의 수출로는 새로운 성장동력을 만들어내는데 한계에 도달함
 - 따라서 지속가능한 창조경제 실현을 위해서는 일반제조업 중심에서 고부가가치 벤처기술 중심의 수출국가로 변모해야 함

- 한국 벤처투자의 중심지인 모태펀드가 벤처기업의 해외진출을 돕는 산과 역할을 수행할 필요가 있음
 - 모태펀드가 출자한 자펀드에 대한 국내외 시장신뢰도가 높은 만큼 벤처기업의 해외진출을 돕는데 적합할 수 있음
 - 모태펀드는 한국의 벤처투자정책의 단일화 창구로서 해외VC의 참여를 독려하는 역할을 담당할 수 있음
 - 접촉 창구가 다원화될 경우 여러 가지 혼선과 정보의 불투명성 등으로 해외VC의 국내 투자 참여를 저하시킬 수 있음
 - 이를 사전에 방지하기 위해 해외VC의 창구를 모태펀드로 단일화하는 것이 바람직함

- 모태펀드는 「해외VC 참여 전용펀드」를 도입하고 「벤처기업 해외진출 위한 해외IR」를 실시하는 것을 고려해볼 수 있음

- 요즈마펀드처럼 해외VC 참여를 의무화하는 전용펀드를 결성하여 벤처기업의 해외진출의 교두보를 제공할 필요가 있음
 - 해외VC 참여를 통해 벤처기술 수출에 유효한 글로벌 네트워크를 구축하고 국내 벤처기업의 해외 IPO 및 M&A를 돕도록 유도할 수 있음
 - 요즈마펀드가 해외VC의 의무적인 참여를 통해 선진 벤처투자 기법을 배우고 해외VC와의 네트워크를 통해 벤처투자 회수에 크게 성공한 것처럼 동일한 효과를 기대할 수 있음
 - 해외VC 참여를 독려하기 위해 일정 요건을 충족하는 해외VC 참여 자펀드에 대하여는 Upside 인센티브, 목적 달성시 추가 출자 등을 제공할 필요가 있음
 - 왜냐하면, 대부분의 해외VC가 국내 투자를 꺼리는 이유는 이윤배분에 제약이 많고 투자회수가 불투명하기 때문임
 - 대신에 해외VC 참여 자펀드가 모태펀드의 출자를 받기 위해서는 일정 지분을 국내 벤처기업에 투자하여야 하고 Upside 인센티브를 받기 위해서는 해외진출까지 성사시키도록 해야 함
- 한국 벤처기업의 우수성을 널리 알리기 위해 미국 실리콘밸리 등에서 해외IR를 대대적으로 실시할 수 있음
 - 한국 벤처기업의 성공가능성을 해외VC에 전파하고 해외VC 유치의 발판으로 삼을 필요가 있음
 - 글로벌 경쟁력이 있어도 해외진출 자력이 낮은 벤처기업의 해외진출 기회를 확대시키는 계기를 만들 필요가 있음
 - 연 2회에 걸쳐 미국과 유럽을 번갈아 가며 한국 벤처기업 해외IR를 정례화하여 해외VC의 관심을 꾸준히 유지시킬 필요가 있음

3. 벤처투자정책 일관성 유지

- 새 정부 출범 후 각 부처들이 경쟁적으로 창조경제 실현을 위한 펀드조성에 나서는 가운데 이를 전문적으로 관리할 창구를 일원화시킬 필요가 있음
 - 정부(기획재정부, 미래창조과학부, 금융위원회, 중소기업청 합동)는 5천억 원 규모의 「미래창조펀드」를 조성할 계획임
 - 모태펀드는 미래창조펀드의 10%인 500억을 출자하고 한국벤처투자(주)가 총괄적으로 이를 관리할 예정임
 - 금융위는 이와는 별도로 향후 3년간 6조원 규모의 「성장사다리펀드」를 조성하여 운영할 계획임
 - 2013년 7월 30일 현재 출자기관(정책금융공사, 산업은행, 기업은행, 은행권 청년창업재단)은 1년차 0.60조원, 2년차 0.65조원, 3년차 0.60조원 등 총 3년간 1.85조원의 출자를 약정함
 - 2013년 8월 초에 성장사다리펀드 투자운영자문위원회(사무국)를 설치하고 2013년 제1차 사업인 스타트업 펀드 위탁운용사 5개를 선정함¹⁴⁾

- 벤처투자정책의 일관성 유지를 위해 부처 간 협업관계를 구축하는 것이 필요함
 - 모태펀드는 약 8년간의 모펀드 운영경험을 통해 수많은 암묵지(tacit knowledge)를 축적함

14) 스타트업 펀드는 예비창업자의 활발한 창업과 창조적 아이디어의 사업화를 촉진하기 위한 펀드로, 총 펀드 조성금액은 1,250억원 규모이며 이중 성장사다리펀드의 출자비중은 50% 이내임

- 성장사다리펀드는 벤처경제에 상대적으로 소홀했던 제1금융권의 자금공급을 이끌어낼 수 있다는 측면에서 긍정적일 수 있음
 - 제1금융권의 융자 중심의 벤처지원을 투자 중심으로 전환시킬 수 있는 큰 계기가 될 수 있음
- 다만, 성장사다리펀드는 그 동안 벤처투자를 받지 않은 벤처기업을 투자대상으로 삼고 모태펀드가 이를 기술적으로 자문해주는 협업관계를 구축하는 것이 바람직함
 - 그렇지 않을 경우 결국에는 양 모펀드의 운용 영역이 중첩될 수 있고, 벤처캐피탈시장의 혼선을 불러일으킬 수 있기 때문임

참 고 문 헌

<국내문헌>

- 관계부처 합동, 2013, 박근혜 정부의 창조경제 청사진, 『창조경제 실현계획-창조경제 생태계 조성방안』 발표, 2013. 6. 5. 보도자료.
- 관계부처 합동, 2013, 『벤처·창업 자금생태계 선순환 방안』 발표, 2013. 5. 15. 보도자료.
- 국회예산정책처, 2010, 『벤처기업지원사업 평가』, 국회예산정책처 사업평가보고서 통권188호.
- 금융위원회, 2013, 창업·벤처현장 방문하여 3년간 6조원 규모의 '성장사다리 펀드' 조성·운영계획, 2013. 5. 22. 보도자료.
- 금융위원회, 2013, 성장사다리펀드 출범과 향후 운영계획 관련 설명회 개최, 2013. 8. 9. 보도자료.
- 김기완, 2012, 벤처확인유형을 중심으로 한 벤처기업의 성장 분석, 『한국개발연구』 제35권 제1호(통권118호).
- 김한주, 2012, 『이스라엘의 기술혁신 지원정책』, 한국산업기술진흥원.
- 배영임·표한형·김영태, 2012, 『벤처생태계의 내실화 촉진을 위한 정책연구: 이스라엘을 중심으로』, 중소기업연구원.
- 백훈, 2012, 『역대 벤처기업 육성정책 비교연구』, 중소기업연구원.
- 벤처기업협회, 2012, 『2012년 벤처기업정밀실태조사』, 중소기업청 용역보고서.
- 벤처기업협회, 2013, 『벤처기업현황(2013. 3보)』 .

손동원·허원창·송상호·유홍성, 2006, 『벤처정책의 성과평가 및 향후 방향』, 중소기업청 용역보고서, 인하대학교.

송치승·노용환·최은주, 2010, 『벤처기업성장경로에 관한 실증분석과 지원정책개선방안』, 중소기업연구원.

이상용, 2012, 벤처창업 활성화와 금융의 역할, 『주간하나금융포커스』 제 2권 28호.

이상용, 2012, 중소벤처 활성화를 위한 법적 제도적 개선 방향, 한국정보법학회 『정보법학』 제16권 제2호.

재정경제부·산업통상노동부·공정거래위원회·중소기업청·교육인적자원부·정보통신부·금융감독위, 2004, 벤처기업 활성화대책(2004. 12), 경제장관간담회 자료.

재정경제부·산업통상노동부·정보통신부·노동부·기획예산처·국무조정실·공정거래위·금융감독위·중소기업청, 2004, 중소기업 경쟁력강화 종합대책(2004. 7), 경제민생점검회의 자료.

중소기업연구원·국회입법조사처, 2013, 창조경제의 주역, 벤처기업 생태계 활성화 방안: 이스라엘 벤처생태계의 시사점, KOSBI 중소기업 정책세미나 발표집.

중소기업청, 2013, 기술창업 활성화로 5년간 15만개 일자리 창출, 보도자료, 2013. 5. 6. 보도자료.

중소기업청, 2013, 중소·벤처기업 희망의 성장사다리! 모태펀드 출자계획 발표, 2013. 3. 14. 보도자료.

중소기업청·벤처기업협회, 2012, 쑥쑥 커가는 벤처기업 제2의 벤처붐 도래, 2012. 11. 26. 보도자료.

통계청, 2008, 통계로 본 대한민국 60년의 경제·사회상 변화.

한국벤처캐피탈협회, 2013, 『벤처캐피탈 News letter』 Vol.80(2012년 4/4 분기).

한국벤처투자, 2012, 『2012 한국모태펀드 Yearbook』 .

<외국문헌>

Anapolosky, J., 2009, *The Growth of Venture Capital in Israel*, HBS Alumni Association of Israel.

Avnimelech, G., Teubal, M., Rosiello, A., 2010, Evolutionary interpretation of venture capital development and policy in Israel, Germany, UK and Scotland, *Science and Public Policy*, 37(2), pp. 101-112.

Avnimelech, G., Teubal, M., 2003, Assessing venture capital policies: issues raising from the Israeli experience.

Avnimelech, G., Teubal, M., 2003, Evolutionary venture capital policies: insights from a product life cycle analysis of Israel's venture capital industry, Science, Technology and Economy Program(STE), working paper series STE-WP-20-2003, Neaman Institute, Technion-Israel Institute of Technology.

Avnimelech, G., 2009, VC Policy: Yozma program 15-Years perspective, Summer Conference 2009 on Copenhagen Business School.

Baygan, G., 2003, Venture capital policies in Israel, OECD Science, Technology and Industry working papers 2003/03.

Christensen, B., and Weber, S., Otterson, J., 2011, *Venture investing after the bubble: a decade of evolution*, SVB Capital.

Ernst & Young, 2013, *Turning the Corner: Global Venture Capital Insights and Trends 2013*.

Erlich, Y., 2012, *Enabling environment: the government's role in facilitating innovation*.

Investinisrael, 2013, *Business Climate: Venture Capital in Israel*.

IVC Research Center, 2012, *IVC-KPMG Survey: Israeli venture capital fund raising 2012 summary*.

Jerusalem Institute of Management(JIM), 1986, *The Report to the Office of the Chief Scientist*.

Liechtenstein, H., Groh, Alexander, Lieser, K., 2013, *The venture capital and private equity country attractiveness index 2013 annual*, IESE Business School.

<웹사이트>

이스라엘투자진흥청 www.investinisrael.gov.il

한국벤처투자 www.k-vic.co.kr

한국벤처캐피탈협회 www.kvca.or.kr

IVC Research Center www.ivc-online.com