

벤처투자 사례에 기반한 계약방식 평가모델 도출 및 '조건부 지분인수' 제도 도입 타당성 검토

이상록 조대명
한양대학교 기술경영대학원 박사과정 한양대학교 기술경영대학원 부교수

A Case-based Evaluation Model of Venture Investment Contract Method and Its Application to 'Simple Agreement for Future Equity'

Sang-Rok Lee^a, Dae-Myeong Cho^b

^aGraduate School of Technology & Innovation Management, Hanyang University, South Korea

^bGraduate School of Technology & Innovation Management, Hanyang University, South Korea

Received 17 May 2020, Revised 15 June 2020, Accepted 29 June 2020

Abstract

Purpose - In this paper, we examine prevailing venture investment contract methods employed by the venture capital community in Korea in order to assess the extent to which they are actually beneficial for developing and nurturing early stage start-ups.

Design/Methodology/Approach - We evaluate the validity of SAFE (Simple Agreement for Future Equity), a recently adopted investment contract modality in Korea by comparing its position relative to RCPS or Redeemable Convertible Preferred Stock which is established as the most prevailing investment contract method. In doing so, we analyze data on Venture Capital investment contract during the period from 2015~2019 in Korea, through the conduct and qualitative assessment of multiple case studies of early start-ups.

Findings - We find that the venture investment community in Korea has been relying disproportionately on the RCPS as the preferred venture investment contract method, which, however, works against the interests and success of the start-up by imposing too much risk on the entrepreneur and binding him/her to repay the invested capital at the expense of the longer-term viability of the firm.

Research Implications - The implication of our study is that striking a good balance between the investor's risk reduction in redemption and the sustainability of the start-up operation is the key to the successful design and implementation of the institutional framework for venture investment.

Keywords: Evaluation Framework, SAFE, Simple Agreement for Future Equity, Venture Capital, Venture Investment

JEL Classifications: G11, M13

^a First Author, E-mail: rokk99@hanyang.ac.kr

^b Corresponding author, E-mail: dmcho@hanyang.ac.kr

© 2020 The Korea International Trade Research Institute. All rights reserved.

I. 서론

한국의 벤처투자는 1990년대 말 약 30여 벤처캐피탈사를 시작으로, 현재 149개의 벤처캐피탈이 다양한 분야에 투자를 진행중이며, 연간 펀드 결성 규모는 2015년 2조 6천억원에서 2019년에는 약 4조 1천억원 수준으로 성장해 왔다. 그러나 벤처캐피탈 업계의 이런 양적 성장에도 불구하고, 수많은 창업 기업들이 기업 성장 과정에서 필요로 하는 자금을 벤처캐피탈을 통해 조달하기가 현실적으로 쉽지 않다는 의견이 많다. 스타트업생태계백서에 따르면, Seed와 Series A 단계 기업들은 벤처캐피탈의 단기 투자회수 지향, 위험회피 성향, 단기적인 매출성과 요구 등을 투자유치의 장애요인으로 지적하고 있다.

물론, 투자유치에 실패한 기업이 실제로 투자를 받을 만한 잠재력을 가지고 있으면서 투자유치를 시도했는데도 불구하고 투자를 받지 못한 것인지 아니면 기업의 역량이나 그 기업이 속한 시장 자체가 투자자 입장에서 투자할 만한 가치가 없는 것이었는지에 대한 판단은 매우 주관적일 수밖에 없다. 따라서 개별 사례 몇 개를 전체 시장의 문제로 성급하게 일반화시킬 수 없을 것이다.

다만, 여러 벤처캐피탈의 투자행태와 성과 창출 현황, 그리고 투자를 받는 기업들의 현황과 니즈에 대한 사례연구를 통해, 혁신성장을 위한 벤처 금융시장 선순환 기반 구축이라는 본래의 목적에 부합하는 방식으로 정부와 민간의 자금이 투자되고 있는지, 혹시 이런 선순환 구조 형성을 저해하는 어떠한 구조적 문제가 잠재해 있는 것은 아닌지 유추해 보는 것은 가능하다.

벤처 투자자(벤처캐피탈)와 피투자자(벤처기업) 간 이해관계가 상충되는 주요 이슈 가운데 하나가 바로 투자 계약방식과 관련된 사안이다. 이와 관련하여, 벤처투자 계약방식에 대한 투자자(벤처캐피탈) 측과 피투자자(벤처기업) 측, 그리고 정부의 견해 차이가 2017년 언론에 여러 차례 보도된 바 있다. 투자촉진을 위해 모태펀드를 조성하는 정부는, 펀드를 운영하는 벤처캐피탈들이 지나치게 회수 안정성 지향적인 채권형 투자 방식 중심으로 투자하는 행태에 대해 지적하였다. 투자를 받는 벤처기업 측 역시 정부와 같은 입장이며, 정부의 앞선 지적은 벤처기업 측의 불만을 대변한 측면이 있었다. 이런 지적에 대해 벤처캐피탈 측은 상환전환 우선주나 전환사채와 같은 보완적 투자방식이 존재하므로 투자 위험성이 높은 상태의 벤처기업에게 까지 많은 투자가 이루어질 수 있었다는 반론을 제기했고, 이런 논의 내용이 언론에 보도된 것이다.

벤처투자 당사자 간 계약방식의 선택 문제와 함께, 초기 벤처기업의 가치평가가 쉽지 않아 합의에 많은 시간과 거래비용이 소모되므로, 업계와 정부는 해외 선진 벤처투자 생태계를 벤처마킹하여 기존 계약방식의 단점들을 보완할 수 있는 새로운 제도 도입을 고민해 왔고, 그 결과 미국 실리콘밸리 엑셀러레이터 Y-Combinator에 의해 2013년 창안된 SAFE (Simple Agreement for Future Equity) 제도의 국내 도입을 위해 2020년 관련 내용을 입법화하는 상황에 이르렀다.

본 논문에서는 창업 초기 기업의 생존과 성장에 초점을 두고, 벤처기업과 투자자 상호간 상생의 관점, 그리고 국가 전체의 혁신성장 기반 완성을 위한 선순환 구조 구축 관점에서, 현 시점의 국내 현실에 보다 적합한 벤처투자 계약방식의 진화 방향에 대해 고찰하고자 한다. 이를 위해 채권형 투자, 혼합형(전환사채, 우선주) 투자, 지분형(보통주) 투자 등 여러 투자방식 가운데, 국내에서 주로 활용되는 투자방식의 현황에 대해 검토한다. 이어, 벤처기업 투자 사례연구를 통해, 실무 현장에서 투자유치를 희망하는 벤처기업들은 어떤 환경에 처해 있으며, 투자유치와 관련하여 어떤 니즈를 가지고 있는지 살펴본다. 이를 토대로 투자방식의 균형 또는 발전적 형태의 신규 투자방식 설계를 위해 여러 투자방식들이 갖는 속성에 기반한 투자계약 선호 기준 분석 framework을 도출하고, 최근 국내 도입이 확정된 SAFE 방식의 위상을 본 framework을 통해 분석함으로써, SAFE를 포함한 신규 투자방식의 효과 예측에 도움을 줄 수 있는 연구를 진행하였다.

II. 선행 연구 검토

1. 투자방식 및 자본부채 선택에 관한 연구

국내에서 채권형 또는 지분형 투자 방식의 선택에 대한 투자자 측과 피투자자 간 논쟁이 벌어지고 이것이 언론에 보도되기 이전부터, 이와 관련된 학문적 연구가 다수 있었다.

Kim Kun-Woo and Seo Byung-Chul (2010)은 '벤처캐피탈 자금투자 유형별 효과분석'에서 벤처기업의 자금조달 방법을 보통주 투자와 주식연계형 채권투자 방식으로 나누고, 각각의 투자방식에 의해 투자를 받은 분석 대상 벤처기업의 성장성과 수익성을 분석한 결과, 통계적으로 유의미한 차이가 없었다는 결론을 보여주었다.

Lee Ju-Heon (2005)은 벤처캐피탈이 벤처기업에 전환사채 방식으로 투자하는 이론적 근거를, 불확실성과 정보 비대칭성 상태에서 창업자의 효용 및 벤처캐피탈의 피투자 기업 가치평가 기반 투자 의사결정 과정을 활용한 게임이론의 관점에서 분석하였다. 우선 벤처캐피탈 관점에서 투자대상 벤처기업에 대한 정확한 가치평가 및 가격 결정 가능 시점과 투자 의사결정 시점 간에는 정보 비대칭성에 의해 시차가 있을 수밖에 없고, 따라서 벤처캐피탈은 우선 부채 형태로 일시적 투자 의사결정을 내린 후, 기업 운영 과정에 참여함으로써 정보를 습득하여 보다 정확한 가치평가가 이루어진 후에 자기자본(보통주) 형태로 투자를 하게 된다고 주장한다. 나아가, 벤처기업 경영자(창업자) 효용 관점에서, "경영자는 창업 시점에 최초 투자를 받는 경우에 벤처캐피탈에 보통주 형태의 지분을 넘기기를 절대로 원하지 않고, 벤처캐피탈이 벤처사의 가치를 정확히 평가하는 시점에 지분을 넘기기를 원하게 된다."고 보았다. 이는 Myers (1984)가 제시한 이른바 "Pecking Order Theory"와 유사한 맥락이다.

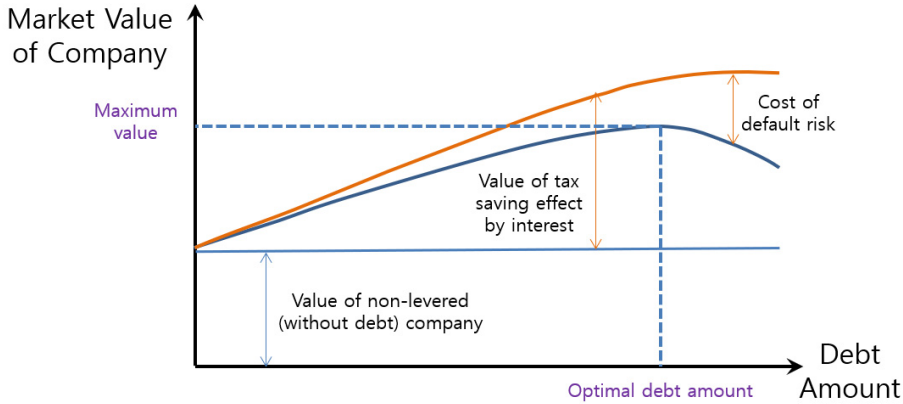
Choi Young-Keun (2019)은 상환전환우선주 투자방식의 도입 배경을 "벤처캐피탈 업계에서는 투자의 도덕적 해이와 회수를 고려하지 않는 보통주 투자방식에 대한 문제를 풀어가는 하나의 실마리로 벤처캐피탈의 지분 투자방식의 개선책을 모색하는 과정에서 상환전환우선주제도의 적극적 활용을 논의하게 되었다."라고 설명한다. 그리고 상환전환우선주 도입 효과에 대해 "국내 벤처캐피탈이 상환전환우선주를 통해 투자하기 시작하면서 투자금에 대한 중도상환과 투자가격 조정의 가능성이 열리게 되어, 초기투자 시 투자자와 피투자기업 간의 리스크를 어느 정도 헛지할 수 있는 발판을 마련할 수 있어 초기투자가 확대되었으나, 현재 국내 벤처캐피탈이 사용하고 있는 상환전환우선주는 투자회수와 관련하여 현실적으로 보통주와 차이가 없어 초기투자의 확대가 정체되고 있다."고 보았다. 따라서 상환전환우선주 제도에 대한 보완을 통해 초기투자 확대가 가능하다고 전제하고, 미국과 한국 제도 차이분석을 통해 보완 방안에 대해 구체적으로 제안하고 있다.

2. 자본구조가 기업가치에 미치는 효과에 관한 연구

벤처기업에 대한 투자방법의 여러 대안으로 채권형 또는 지분형 투자의 선택에 대해 검토하는 과정에서 또 하나 참고해야 할 이론은 기업의 자금조달 방법에 따른 기업가치의 차이를 다룬 자본구조 이론이다. Modigliani and Miller (1963)의 수정이론에 의하면, 세금이 존재하는 경영환경에서는 부채의 이자비용 절세 효과에 의해 적정 수준의 부채를 사용하는 기업의 가치가 부채를 전혀 사용하지 않는 기업의 가치보다 높아지며, 부채의 사용에 의해 기업가치를 극대화 시킬 수 있는 최적점, 즉 최적 부채 수준이 존재한다고 보았다.

하지만 Modigliani and Miller (1963)의 이론은 가치평가가 이루어지는 특정 시점에서 기업 재무구조가 자기자본만으로 이루어진 경우 대비 자기자본과 부채가 최적으로 혼합된 경우를 비교하여, 상대적인 기업가치의 정적(static) 차이만을 제시하는 것으로, 한 시점에서 부채 또는 자기자본 형태로 투자하는 투자방법의 차이가 또 다른 미래 시점에서 피투자 기업의 경영성과에 의한 기업가치의 변화 및 이 벤처기업에 투자한 벤처캐피탈의 성과 차이를 동적(dynamic)으로 설명하기에는 한계가 있다. 특히 창업 초기 기업의 경우 과세대상 소득이 발생하지 않는 경우가 많아, 자본조달 방법에 따라 기업가치 차이가 발생하지 않는다. 오히려 일정 수준을

Fig. 1. Value of Levered Company by MM Theory



넘어서는 과도한 채무는 기업의 채무불이행 위험비용을 크게 증가시켜, Fig. 1이 보여주는 바와 같이 결국 기업가치를 낮추게 된다.

3. SAFE 등 새로운 투자방법에 관한 연구

2013년 Y-Combinator에 의해 도입된 SAFE 제도는 아직 도입의 역사가 짧을 뿐만 아니라, 투자계약의 구체적인 내용이 대체로 일반에 공개되지 않는 한계로 인해, 관련 연구가 부족한 실정이다. 그러나 세무상 관점에서 SAFE를 부채로 볼 것인지 자본으로 볼 것인지에 대한 판단과 같은 주요 이슈 검토와 함께, SAFE의 실제 활용 현황에 대한 탐색적 연구들이 진행되고 있다.

Bell et al. (2016)은 SAFE 중심의 혼합형 투자수단에 대해 세무 목적상 부채-자본 구분 기준을 미국 국세청(IRS)과 법원의 판단 사례에 기초하여 제안하고 있다. 공통되는 구분 기준에는 투자계약에 이자나 만기의 규정 여부와 함께, 투자자가 피투자자에게 이자와 유사한 다른 지불 또는 상환을 강제할 수 있는 권리 부여 여부, 그리고 피투자자의 재무구조 그리고 양 당사자의 의도를 같이 고려하도록 하고 있다.

Coyle et al. (2018)은 톰슨로이터가 2018년 실시한 설문조사결과¹⁾ 및 미국 SEC에 2018년까지 신고된 SAFE, KISS²⁾ 계약 내용을 기반으로 신규 투자방법의 활용 현황에 대한 탐색적 연구를 진행했다. 조사 결과, 응답자가 속한 조직의 투자방법 별 비중은 지분형 50%, 전환사채 36%, SAFE 등 14%로 나타나고, 응답자 중 새로운 투자방식 활용 경험 비율은 SAFE 69%, KISS 26%로 조사되어, 새로운 제도의 확산은 여전히 진행 중인 상태임을 알 수 있다. 주목할 만한 점은, 실무에서 Y-Combinator에 의해 정형화된 SAFE 표준계약서를 수정하여, 원래의 SAFE 의도와 다르게 상환 만기 조항을 삽입하는 사례도 있는 것으로 나타난다.

4. 선행 연구와 실무의 차이에 기반한 후속 연구 방향

앞서 살펴본 선행연구의 대부분은 전환사채나 상환전환우선주와 같은 채권형 및 혼합형 투자에 대해, 주로 투자자 관점의 타당성에 대한 이론적 배경을 제공하고 있다. Choi Young-Keun (2019)은 상환전환우선

1) 미국과 캐나다 소액 벤처투자 관련 업무를 전문으로 수행하는 변호사 대상 설문조사. 유효응답 326명(총 응답자 430명 중 미국과 캐나다 이외 104명 제외).

2) Keep It Simple Security.

Table 1. Financial Status of Venture Companies

	Population	Assets (Million Won)	Liability (Million Won)	Capital (Million Won)	Asset Growth Rate (%)	Equity to Asset Ratio (%)	Debt Ratio(%)	
Total	(35,187)	6,106	3,458	2,648	9.4	43.4	130.6	
Founding Stage	(403)	782	664	118	56.7	15.1	562.9	
Growth Stage of Company	1st Growing	(6,715)	3,117	1,896	1,221	22.4	39.2	155.3
	2nd Growing	(18,251)	5,728	3,378	2,349	10.4	41.0	143.8
	Mature	(9,735)	9,036	4,761	4,274	5.7	47.3	111.4
	Decline	(82)	13,675	8,108	5,567	5.4	40.7	145.6

Source: Ministry of SMEs and Startups, Korea Venture Business Association (2018).

주 투자방식 도입에 의해 초기 벤처기업에 대한 투자 증가 효과가 있었으나, 투자회수 측면에서 상환전환우선주와 보통주 간에 차이가 없어 초기투자 확대가 정체되므로, 상환전환우선주의 지분율과 경영권 관련 법적 제도 개선이 필요함을 주장하고 있지만, 이는 여전히 가속화되는 국내 벤처투자의 상환전환우선주 편중 현상에 대한 원인 설명이 부족하고, 피투자자 측 관점을 반영하는데 한계가 있다.

Lee Ju-Heon (2005) and Myers (1984)은 벤처기업 경영자도 초창기에 보통주 지분을 넘기는 투자방식을 선호하지 않는다고 보았다. 그러나 현실은 Pecking Order Theory와 같은 이론적 주장과 차이가 있다는 반론이 많으며, 2019년 국내 한 언론은 금융권 관계자의 말을 인용하여 “창업기업들은 자금조달을 용이하게 하기 위해 원리금 상환에서 자유로운 보통주를 가장 선호하고 정부도 정책 취지에 맞게 보통주 투자를 독려했지만, 현실은 채권적 성격이 강해 기업에 원리금 상환 부담이 있는 우선주와 전환사채 투자 증대로 가고 있는 것”이라고 보도하기도 했다. 또한 정부는 벤처캐피탈이 상환청구권 행사를 통해 창업자 개인에게 까지 채무를 부담하도록 강제한 부정적 사례가 발생한 것을 인지하고, 급기야 보통주 방식의 투자 비중을 높일 경우 벤처캐피탈에게 인센티브를 부여하는 모태펀드인 ‘혁신모험펀드’를 2018년 신규 결성하기도 하였다. 벤처 실무 현장에서는 왜 이론과는 상반된 주장이 존재하고, 정부는 왜 보통주 투자에 인센티브를 부여하는 정책을 펴게 되었는지, 그리고 현실적인 접점은 무엇인지 짚어볼 필요성이 높다.

본 논문에서는 일반에 공개된 데이터를 통해 국내 벤처투자 생태계에서 주로 활용되는 투자방법을 살펴보고, 이해당사자의 현실적인 요구를 추론하기 위한 사례연구를 통해, 이론과 실제의 차이를 좁히기 위한 탐색적 연구를 진행하였다.

III. 국내 벤처투자 현황

1. 국내 벤처기업 주요 재무지표 현황

2,059개의 유효표본을 조사한 2018 벤처기업 정밀 실태조사 자료에 따르면, 2017년 12월 말 현재 국내 벤처확인기업은 35,187개에 달한다. 벤처기업의 경영상의 애로사항을 5점 척도로 조사한 결과, 상위 응답률 기준으로 ‘자금조달-운용 등 자금관리 애로’(3.7점)를 가장 크게 느낀다고 답했으며, 다음으로 ‘해외시장개척 애로’, ‘필요인력의 확보 및 유지관리 애로’, ‘국내 판로개척 애로’, ‘개발된 기술의 사업화 애로’(각각 3.6점) 등에서 문제점을 크게 느끼는 것으로 나타났다.

자금조달의 중요성에도 불구하고, 벤처기업의 91.3%는 벤처캐피탈로부터 투자유치 경험이 없는 것으로

Table 2. 2015 Debt Ratio of Public Companies in Korea

Debt Ratio Distribution	No. of Companies	Ratio of Companies(%)	Average Debt Ratio (:%)
Less than 50%	192	30.7	35.3
50% ~ 100%	162	25.9	78.6
100% ~ 200%	172	27.5	147.5
More than 200%	100	16.0	399.4
Total	626	100.0	118.5

Source: KLCA (2016).

나타났으며, 벤처캐피탈 투자유치 경험이 있는 기업은 8.7%에 불과하다. 또한 크라우드 펀딩(1.6%), 엔젤 투자자나 엑셀러레이터(6.3%) 등을 통한 투자유치 경험이 있는 벤처기업의 비중 역시 매우 낮은 것으로 나타난다. 결국, 국내 벤처기업의 주된 자금조달 경로는 여전히 금융기관 또는 창업자의 개인적 네트워크 등을 통한 대출 형태의 자금조달에 크게 의존하고 있는 것으로 보인다. 창업 초기 벤처기업 투자방식에 대한 논의를 위해서는, 우선 기업의 성장 단계별 재무구조 분포와 같은 주요 변수에 대한 이해가 선행되어야 한다.

벤처기업의 초기 생존과 관련된 핵심 재무지표로서 자기자본비율과 부채비율에 주목할 필요가 있다. ‘벤처기업정밀실태조사’ 결과를 요약한 Table 1에 의하면 창업초기 일수록 자기자본비율이 낮고 부채비율이 높게 나타난다. 특히 창업 초기 벤처기업의 부채비율이 평균 562.9%에 이르는 점이 두드러지게 나타나고, 초기성장기 부채비율 155.3%, 고도성장기 부채비율 143.8%, 성숙기 부채비율 111.4%로 기업의 성장과 함께 부채비율이 낮아진다. 그러나 쇠퇴기 기업의 부채비율이 성숙기보다 높아지는 것은, 사업이 축소되어 감에 따라 재무상태가 악화되는 현상으로써 상식에 부합하는 결과이다.

2015년 연결기준 국내 12월 결산 626개 상장회사의 평균 부채비율은 118.5%이며, 200% 초과 부채비율 기업은 전체 기업의 16%이고 이들의 평균 부채비율은 399.4%인 점을 볼 때, 기업규모의 차이를 고려하더라도, 창업 초기 벤처기업의 562.9% 부채비율이 높은 수준임을 알 수 있다.

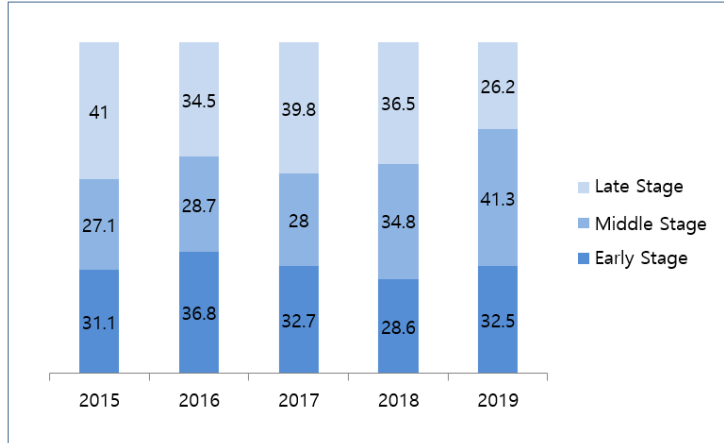
이와 같이 창업 초기 기업의 부채비율이 매우 높은 현상에 대해, 이론적으로는 Myers (1984)의 Pecking Order Theory 관점에서, 창업 초기 기업가치에 대한 Underpricing 우려로 경영자가 이런 높은 부채비율을 감수하는 결과라고 해석할 수도 있다. 그러나 실무적으로는, 창업 이후 성장기, 성숙기까지 기업 운영 과정에 추가로 필요한 자금을, 벤처캐피탈이나 엔젤투자자 등 외부투자 유치 전까지는 주로 금융기관, 지인을 통한 대출에 의존할 수밖에 없는 현실에 기인한다. 즉, 창업 초기 기업일수록 보통주 지분 형태의 자금조달이 더 어려워 Table 1과 같이 창업 초기 기업의 부채비율이 매우 높은 것이라고 추론할 수 있다.

Table 3. Annual Venture Investment Fund Raised

		2015	2016	2017	2018	2019
New	No. of Funds	108	120	164	146	170
	Amount (100 Million Won)	26,205	38,299	45,932	48,208	41,105
Existing	No. of Funds	529	603	716	804	920
	Amount (100 Million Won)	140,426	170,301	205,090	242,041	273,358

Source: KVCA (2019).

Fig. 2. Yearly New Investment Proportion by Company Stage (%)



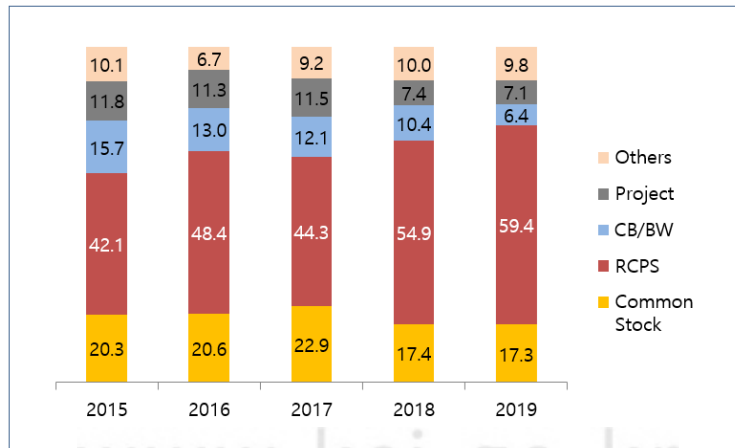
Note : Early Stage ~ 3 Years, Middle Stage 3 ~ 7 Years, Late Stage 7 ~ Years
 Source: KVCA (2019).

2. 국내 벤처캐피탈의 투자대상 기업군 및 투자방법

2019년 말 국내 창업투자회사는 149개사, 운영 중인 투자조합은 920개로 27조 3,358억원 규모이며, 2019년에 신규 결성된 조합 수만 170개, 금액으로는 4조 1,105억원에 달한다.

2015년 ~ 2019년에 걸쳐 이루어진 연간 벤처투자의 투자대상 기업 업력별 신규투자 비중은 Fig. 2과 같다. 2015년 ~ 2019년 초기 벤처기업에 대한 투자 비중 추이는 2016년 36.8%로 정점을 기록한 이후 2018

Fig. 3. Yearly New Investment Proportion by Investment Method (%)



Source: KVCA (2019).

년까지 28.6%로 감소 추세를 보인다, 2019년 다시 2017년 수준을 회복한 것으로 나타난다. 단기간의 자료만을 통해서 이러한 변화가 체계적인 것인지 또는 통계적으로 의미 있는 것인지 검증하기 어렵다. 최영근(2019)에 의하면 초기 투자로 분류되는 영화, 공연 등 콘텐츠에 대한 프로젝트 투자를 제외하면 2018년 실제 초기 기업 투자 비중은 20.6%에 그치고, 이는 2018년 미국의 초기 기업 투자 비중인 29% 대비 낮은 수준인 것으로 평가된다.

투자 계약방식별 비중 측면에서 분석하자면, 전환사채 방식 투자가 전체 벤처투자에서 점차 감소하고 비중이 가장 낮은 것으로 나타난다. 하지만 여전히 상환전환우선주와 같은 우선주 방식 투자 비중이 늘어나고, 보통주 방식의 투자는 오히려 감소하고 있는 점이 눈에 띈다. 특히 Fig. 3의 그래프는 2017년 이후 보통주 방식 투자 비중이 오히려 줄어드는 추세를 보여주고 있어, 주목해야 할 부분으로 보인다. 검토 기간을 넓혀 장기적으로 살펴보면 투자방법 변화 추세가 더욱 분명히 나타난다.

한국벤처캐피탈협회 자료 및 Choi Young-Keun (2019)에 따르면 우리나라 벤처투자유형별 신규투자 비중은 2006년 보통주 투자 비중이 40.5%, 우선주 투자 비중이 27.1%에 달했다. 즉, 2006년에는 보통주 투자 > 우선주 투자 였으나, 현재는 보통주 투자 < 우선주 투자로 역전되어, 2019년 보통주 투자 비중은 17.3%, 우선주 투자 비중은 59.4%로 투자 방법이 크게 바뀌었다. 전체 벤처투자 금액이 증가하고 있다는 점은 긍정적인 측면으로 볼 수 있으나, 현재 국내 벤처투자 방식이 상환전환우선주 방식의 투자에 너무나 편중되어 있지 않은지 짚어보아야 할 시점이다.

3. 정부의 벤처투자 관련 정책 현황

대한민국은 정부가 투자하는 모태펀드가 벤처투자 시장에서 매우 큰 비중을 차지하는 국가이다. Table 3에 제시된 2017년 국내 신규 결성된 총 4.6조원의 벤처펀드는 정부 모태펀드가 1.9조원(41%), 나머지 2.7조원(59%)이 민간투자자로 구성되었다. 민간 투자 중심의 자생적 벤처 생태계 형성이 쉽지 않은 상황에서, 정부 주도의 벤처 생태계 활성화 노력은 당연히 필요한 활동이며, 이스라엘과 같은 정부 주도형 벤처 생태계 구축 모델³⁾이 벤처마킹 대상이 되고 있다. 또한 2020년 1월 정부가 발의한 '벤처투자 촉진법'이 국회에서 통과되는 등 벤처 생태계 활성화 및 민간 벤처투자 확대를 위한 범국가적 지원이 강화되고 있다.

정부 모태펀드 주도의 벤처투자 시장 조성 과정에서, 최근 2~3년 동안 중소벤처기업부는 투자 정책 방향을 다음과 같이 명확히 설정하고 있다. 첫째, 투자 대상 측면의 정책 방향을 "창업기업의 성장촉진과 죽음의 계곡을 극복하기 위한 투자에 집중하여, 중기(3년~7년 이내) 기업 투자를 확대"하고, 둘째 투자 방법 측면에서는 채권형 투자 보다는 보통주 방식 투자를 확대를 지향 한다는 방침이다.

첫째, 중기 기업에 대한 투자 확대는 Fig. 2의 데이터에 의하면 실제로 정책 목표를 달성하고 있는 것으로 나타난다. 중기 기업에 대한 투자금액 비중이 2015년 27.1%에서 2019년 41.3%로 상승하는 추세가 명확하다. 물론 이러한 정책 목표에 대한 반론이 존재하기도 한다. 반론의 한 사례로 최근 M&A 등을 통한 대규모 투자 자금 회수가 실현되거나 유니콘 기업으로 성장한 벤처기업들에 대한 투자자는 대부분 외국계 벤처캐피탈이나 외국계 투자자인 경우가 많아, 한국 벤처기업의 생존은 한국 벤처캐피탈이 담당하는 반면 유니콘 기업으로의 성장 결실은 외국계 자본 손에 넘어가므로, 국내 벤처투자 자금의 후기 기업에 대한 투자 확대가 필요하다는 주장이다. 일견 공감할 수도 있는 주장이지만, 전체 벤처투자 생태계의 진화 단계 및 주체별 역할분담 관점에서 볼 때, 특정 기업에게 수천억원 수준의 대규모 투자를 하는 역할은 정부 보다는 민간 주도로 이루어지는 것이 바람직하고, 벤처투자 생태계가 조성되는 과도기에 정부의 역할은 현재와 같이 민간 투자 활성화를 위한 마중물을 부어주는 기능을 수행하는 것이 중요하다. 실제 국내 벤처 투자가 이루어지는 현실 데이터를 볼 때, 중기 기업 대상 투자 확대라는 첫 번째 정책 목표는 효과를 발휘하고 있는 것

3) 이스라엘은 창업 활성화를 위해 1993년 정부 모태펀드인 '요즈마 펀드'를 1억달러 규모로 결성, 정부가 40%, 민간이 60%를 투자하는 구조로 운영.

Table 4. 2018 'Innovative Government Venture Fund' Operation Plan (IGVFOP)

Contents	
Government's Understanding of the VC Market	<ul style="list-style-type: none"> - Unlike CB, RCPS imposes upon the entrepreneur due to its debt-like characteristics (i.e., the obligation to repay upon maturity). - A few cases exist, where the entrepreneurs were called upon to repay the invested capital by the VCs. - 'Innovative Government Venture Fund' includes the plan that incentivizes the prospective VCs to provide the investment scheme with over 30% of common-stock.
Fund Operation Plan	<ul style="list-style-type: none"> - It includes the plan to provide benefits (in the form of extra points upon selecting government fund/project management VCs) to those VCs that operate with the investment scheme with a higher proportion of common-stock. - It also includes the plan to provide compensation benefits to those VCs that operate with the investment scheme with a higher proportion of common-stock.

로 나타난다.

둘째, 투자 계약방식 측면에서 보통주 방식 투자를 확대한다는 정책 목표 실행을 위해, 중소벤처기업부는 2018년 보통주 투자 목표 비중을 높게 설정한 '혁신모험펀드'를 조성하고, 보통주 투자 비중을 높게 제시하는 운용사에게 운용사 선정, 관리/성과 보수 산정관련 인센티브를 부여하는 방식으로 모태펀드를 운영한다고 발표했다. 보통주 투자 활성화를 통해 실질적인 모험자본을 육성하고, 창업기업의 원활한 자금조달 및 성장을 도모한다는 취지였다.

그러나 정부의 이런 유인책에도 불구하고, 전체 벤처투자 펀드의 투자방식 중 보통주 투자 비중이 계속 감소하는 결과(2017년 22.9% → 2018년 17.4% → 2019년 17.3%, Fig. 2)를 보였다. 이런 현상을 언론에서는 업계 전문가의 말을 인용하여 "투자 운용사 등이 대상 기업에 대한 투자 손실을 우려해 여전히 쉽고 안전한 투자를 크게 선호한다는 의미로, 당초 정부 정책의 취지가 무색해지고 있는 것"이라고 평가하기도 했다. 정부의 정책 목표나 방향과는 달리, 벤처캐피탈 업계는 여전히 보통주 투자를 기피하는 것으로 보이며, 언론을 통해 상환전환우선주(RCPS; Redeemable Convertible Preferred Stock) 투자 방법에 대해 업계 및 학계의 의견을 인용하여 그 타당성을 강하게 주장하고 있다.

이런 상황을 고려한 정부는 벤처 투자 활성화를 위해서는 다양한 투자방법의 제도적 도입이 필요하다는 벤처캐피탈 업계의 주장을 일부 수용하면서도, 보통주 등 지분투자를 확대하는 정책 목표를 달성하기 위해, 2020년 1월 국회를 통과한 '벤처투자촉진법'에 '조건부 지분인수 투자방식(SAFE; Simple Agreement for Future Equity)'과 같은 새로운 투자방식을 규정하여 제도화하는 상황에 이르렀다.

IV. 벤처기업 투자유치 사례연구

앞서 살펴본 바와 같이, 벤처기업에 대한 투자 방법 측면에서 투자자와 피투자자, 정부 등 각 주체가 입장 차이를 보이는 상황이다. 2010년 언론에 보도된 기사는 이러한 입장 차이를 명확히 보여준다. 이 보도는 "소위 잘나가는 스타트업 일수록 우선주 형태로 투자를 받는 케이스가 많다. 한 스타트업 관계자는 의결권을 기준으로 생각했을 때 창업자나 최대주주의 지분율을 유지하기 위해서 우선주 형태로 투자받는 경우가 많다."라는 투자자 관점의 인터뷰와 함께, "상환전환우선주로 투자받을 경우 배당가능이익이 없는 상황에서 벤처캐피탈 등 투자자가 상환청구를 요구하는 일이 벌어져 기업 생존에 위협이 된다."라는 피투자자 관점에서의 인터뷰 내용을 동시에 담고 있다.

그러나 이 논쟁에서 한 가지 유의할 점은, 논의의 초점이 소위 '잘나가는 스타트업'에 한정되지 않는다

는 점이다. 위 언론보도에 인용된 투자자 입장의 인터뷰 역시 업력 15년이 넘고, 누적 투자유치액이 3,000 억원에 달하는 기업의 의견을 담은 것이었다. 이런 규모의 기업은 이미 중견기업 수준으로 성장한 경우로서, 창업 초기 벤처기업에 대한 투자 활성화를 위한 논의의 대상으로 적합하지 않다. 벤처 생태계 활성화 및 선순환 구조 확립이라는 목표에 보다 적합한 창업 초기 기업을 대상으로 현장의 목소리를 청취할 필요가 있다.

따라서 이미 충분히 성장한 기업이 아닌 창업 초기 벤처기업에 대한 투자유치 및 중도 회수, 투자 유치 실패 사례 분석을 통해, 초기 벤처기업들이 현실적으로 원하는 투자방법에 대해 살펴보고, 벤처투자 생태계 구축이라는 정책 목표에 적합한, 그리고 다수 벤처기업들이 직면하고 있는 벤처투자 생태계의 투자방법 관련 이슈를 도출하고 개선 방향을 모색해야 할 것이다.

1. 교육컨텐츠 벤처 Q사: 전환사채 중도상환 사례

Q사는 교육 컨텐츠 서비스를 제공하는 벤처기업이다. 2012년 설립되어, 임직원수 약 10명 규모로 교육 서비스 사업을 통해 매출을 창출하고 있었으며, 사업 확장 투자자금 및 운영자금 조달을 위해 투자자로부터 2012년 말 전환사채 방식으로 벤처투자를 유치했다.

당시 투자자인 Z사는 대기업집단에 속하는 기업으로서, 현재는 같은 대기업집단 소속 계열사인 신기술창업투자회사를 펀드 운용사로 삼아 Z사가 단독 출자한 벤처투자 펀드를 운용하고 있으나, 펀드 운용 전에는 직접 벤처기업 인큐베이션 프로그램을 운영하면서 투자활동을 진행했다.

Q사는 Z사의 인큐베이션 프로그램에서 선발되어 투자를 받은 상황이었다. 투자자금 이외에도 사무실 공간과 IT 인프라를 무상으로 일정 기간 제공받을 수 있는 권리가 Q사에게 주어졌다. 전환사채 방식으로 투자가 이루어진 이유는, Z사가 운영하는 인큐베이션 프로그램의 투자 방식이 전환사채 한 가지로 고정되어 있었고, 해당 프로그램을 통해 투자를 받은 다른 기업들 역시 모두 전환사채 방식으로 투자를 받았기 때문에, Q사가 Z사로부터 투자를 받는 과정에서 투자방식과 관련해 선택이나 협상을 할 수 있는 여지는 없었다. 전환사채 이자율 역시 해당 프로그램의 다른 피투자 기업과 동일하게 적용되었으며, 협상 대상이 되는 투자조건은 전환비율과 만기 두 항목이었다.

Q사는 사업 확장을 통해 사업규모를 넓혀갔고, 2014년에는 Z사 이외 국내외 벤처캐피탈을 통해 추가로 투자를 유치하기 위해 협상에 나섰다. Z사로부터 전환사채 투자를 유치한 이후 약 1년 6개월이 경과한 시점이었다. Q사 입장에서는 다행스럽게도 W 벤처캐피탈, Y 기업 등이 투자 의사를 밝혀왔다. 그러나 W 벤처캐피탈에서 Q사에 대한 후속 투자에 한 가지 단서를 달아, 해당 조건이 충족되는 경우에 투자가 가능하다고 Q사에 요구한 점이 이슈가 되었다. 후속 투자를 위한 W 벤처캐피탈의 요구조건은, Q사가 기존에 Z사로부터 유치한 전환사채 투자계약의 세부 내용에 Q사 후속 투자자의 이해관계에 영향을 미칠 수 있는 조항이 존재하므로, Q사가 W 벤처캐피탈로부터 후속투자를 유치하기 위해서는 Q사가 Z사와 재협상을 통해 해당 전환사채 투자계약의 내용을 W 벤처캐피탈의 요구사항에 맞추어 수정해야만 한다는 것이었다.

W 벤처캐피탈은 해당 조항을 Q사~Z사 전환사채 투자계약 체결 과정에서 발생한 오류 또는 불평등 조항으로 인식하고 있었고, 만에 하나라도 발생할 수 있는 이해관계 충돌을 예방하기 위해, 이에 대해 수정을 요구한 것이었다. 이에 따라 Q사가 Z사에 이러한 내용을 설명하고 기존 전환사채 투자계약의 수정을 요청했으나, Z사의 판단은 Q사나 W 벤처캐피탈의 의견과 달랐다. Z사는 기존 계약 내용의 변경을 원하지 않았고, 계약 내용에 실제로 문제가 있는지 판단할 수 있는 객관적인 기준도 존재하지 않았다. 이렇게 의견이 다른 상황에서 Q사의 후속 투자유치 실행은 계속 지체될 수밖에 없었고, 후속 투자유치를 실행하지 않으면 Q사 유동성에 부정적 영향을 미치는 상황에서 Q사와 Z사는 앞서 투자된 전환사채의 만기 전 조기상환이라는 선택을 하게 되었다. 이견이 좁혀지지 않는 상황에서 시간이 지체될수록 Q사와 Z사 모두 소모적 논쟁만 지속되고, 양사에 모두 손해가 되기 때문이었다.

문제는 전환사채를 상환할 수 있는 만큼의 충분한 유동성 자산이 당시 Q사에 존재하지 않는다는 점이었

다. 이를 해결하기 위해 Q사 대표이사는 금융기관으로부터 개인 채무를 발생시켜 Z사에게 전환사채를 우선 상환하고, W 벤처캐피탈로부터 후속 투자를 유치했다. 이 과정에서 Q사에는 잠시나마 경영 위험이 존재할 수밖에 없었다. 전환사채 조기상환을 통해 후속 투자의 조건을 충족하기는 했으나, 후속 투자가 실제로 집행 되기까지의 공백이 존재했다는 점, 그리고 후속 투자를 약속받기는 했지만 그 공백 기간 동안 후속 투자자의 의사결정 번복 가능성 등은 모두 Q사 및 대표이사가 부담해야 하는 경영위험이었다는 사실은 분명하다. Q사는 다행히 후속 투자자로부터 성공적으로 투자를 유치해 현재까지 계속 사업을 확장하고 있다.

2. 산업용 프린팅 HW, SW 벤처 M사: 투자유치 중단 사례

M사는 산업용 대형 프린터 하드웨어와 프린터 운영체제에 해당하는 소프트웨어를 개발, 판매하는 벤처기업이다. 2008년 설립되어 국내 산업용 대형 프린터 운영체제 소프트웨어 시장에서 국내 시장점유율 약 80%를 차지할 정도로, 해당 업계에서는 인지도가 있는 벤처기업이다. M사는 프린터를 제어하는 소프트웨어 개발 과정에서 축적한 프린터 하드웨어 관련 지식을 활용하여, 일본, 미국 등 글로벌 기업들이 시장을 장악하고 있는 산업용 대형 프린터 시장에서, 하드웨어를 직접 개발, 판매하는 방향으로 사업을 확장하기 위한 자금을 확보하고자, 2012년 벤처투자 자금 유치를 추진했다.

M사는 벤처투자를 추진하기 전에도 프린터 하드웨어 관련 기술과 제품 개발을 위한 R&D 개발과제를 제안하여, 전라북도 및 중소기업청으로부터 자금 지원을 받아 R&D 개발과제 3건 이상을 성공적으로 수행 완료하고, 과제 수행 결과로 확보된 기술과 제품에 대해 다수의 특허를 출원 또는 취득했다. 그러나 이렇게 개발된 제품을 실제로 상용화하기 위해서는 사용자 친화적인 제품 인터페이스 개선, 외국인 제품 대비 가격경쟁력을 갖추기 위해 제품 생산원가 절감을 할 수 있도록 하는 후속 상용화 개발 작업, 그리고 무엇보다도 제품 실제 생산을 위한 생산라인 확보 투자에 대규모 자금이 필요한 상황이었다.

투자유치를 위해 그동안의 개발 결과와 향후 사업 확장 계획이 포함된 사업계획서를 작성하고, 기술 벤처기업에 주로 투자하는 벤처캐피탈을 선별했다. 이후, 지인을 통해 해당 벤처캐피탈과 연결고리를 찾거나, 때로는 특정 벤처캐피탈이 투자한 기업이 M사와 부품, 원자재 등의 공급자로서 연관성을 가질 수 있는 경우, 그 피투자 기업을 통해 벤처캐피탈과의 연결고리를 만들기 위한 노력을 기울이기도 했다. 이런 과정을 통해 결국 2개 벤처캐피탈 및 1개 연관업종 중견기업에게 사업계획서를 전달하는데 성공했다.

그러나 투자심사역 또는 임원급 투자담당자와의 만남 과정에서, M사는 3개 잠재 투자자 모두 실제 투자 유치가 쉽지 않을 것이라는 사실을 직감할 수 있었다. 사업의 내용, 시장 상황, M사의 기술, 경영자 개인에 대한 설명을 들은 뒤 담당자들이 공통적으로 하는 질문은, M사가 투자자에게 담보로 제공할 만한 유형자산 등을 가지고 있는지에 대한 것이었다. 당시 M사는 지방도시에 건물을 임차해서 사옥으로 사용 중이었고, 지속적으로 수익을 창출하던 소프트웨어의 판매는 높은 국내 시장 점유율에도 불구하고 절대 금액 규모가 크지 않아, M사가 조달하고자 하는 수준의 대규모 자금에 대한 담보로서의 가치 조건은 충족하기 어려웠다. 그러나 M사는 매년 이익을 발생시키고 있었고, 부채는 벤처기업 인종 목적으로 기술신용보증기금으로부터 차입한 벤처기업 인종 최소기준 대출금액만을 부채로 계상하고 있어, 재무구조도 전혀 취약하지 않은 상황이었다.

결국 M사는 잠재 투자자와의 논의 과정에서, 투자회수를 확신할 수 없는 창업 초기 기업에 대해 투자자들은 보통주 등 지분투자 방식의 투자를 전혀 고려하지 않는다는 판단을 하고 투자유치 의사를 철회했다. 생산설비에 대한 투자는 장기적 관점에서 지속적 투자가 필요하지만 당시 접촉한 투자자들은 단기투자 보다는 단기적 이익창출에 관심을 갖는 것으로 보였을 뿐만 아니라, 단기 투자자들로부터 투자유치에 성공한다고 해도 만약 투자 이후 회수 요청이 있을 경우 다른 투자자로부터의 후속 투자유치에 오히려 불리하게 작용할 수 있다는 판단 때문이었다.

이후 M사는 타 벤처기업과의 공동 R&D 과제 제안을 통한 중소기업청 연구개발자금 추가 수혜, 소프트웨

어 사업 수익을 통한 자금축적을 통해 2016년부터 자력으로 공장부지 매입 등 생산시설을 순차적으로 확보하기 시작했고, 2019년부터는 산업용 프린터 하드웨어 시제품 생산, 판매 실적을 발생시키고 있다. 투자 유치를 추진했던 2012년부터 6년 이상의 시간이 흘러간 시점이었다.

3. 투자 방법 및 협상 관련 실무적 이슈

앞서 기술된 사례를 통해 파악할 수 있는 벤처투자 실무 현장에서의 이슈와 함께, 사례 이외의 벤처 생태계를 구성하는 이해관계자와의 인터뷰 과정에서 파악된, 명시적으로 잘 드러나지 않는 벤처투자 관련 현실적 문제점을 몇 가지로 정리하자면 다음과 같다.

첫째, 벤처기업 입장에서 선행 투자자금의 상환 위험 또는 상환 이력은 후속 투자유치에 오히려 불리하게 작용할 가능성이 크다고 인지한다. 그리고 기존 투자자금의 중도회수 가능성은 연구개발이나 생산설비 구축 등 대규모 투자가 연속적으로 필요한 경우에 특히 기업 생존 여부에 큰 위협을 초래할 수 있다는 점을 벤처기업 경영자는 중요하게 생각한다. 미국과 같이 Series 투자가 활발하지 않은 국내 벤처투자 환경에서는 더욱 그러하다.

둘째, 벤처투자 협상 과정에서 투자방법의 결정에 벤처기업의 선택 여지는 거의 없으며 주로 투자자 관점에서 정해진 관행에 따를 수 밖에 없는 것이 현실이다. 또한 투자 조건의 협상에 시간이 오래 소요되는 경우에는 벤처기업 입장에서 매우 큰 경영위험을 초래할 수 있으며, 자금을 필요로 하는 측은 피투자자라는 본원적 속성에 의해 피투자자의 협상력은 매우 낮다.

셋째, 어떠한 명칭의 투자 방법을 선택하더라도 세부 계약 내용에 본래 투자방법의 본질을 변형시킬 수 있는 조항이 삽입되는 경우가 존재하고, 이 경우 주로 피투자자가 본래 투자방법의 장점을 누리지 못하게 된다. 상환전환우선주 계약에 투자자가 보유한 우선주를 피투자기업 또는 경영자가 의무적으로 매수하도록 하는 매수청구권 조항을 추가하는 경우가 그 사례이다. 이런 변형은 본래 지분증권의 범주에 포함되는 우선주를 채무증권에 더 가깝게 만드는 것이다.

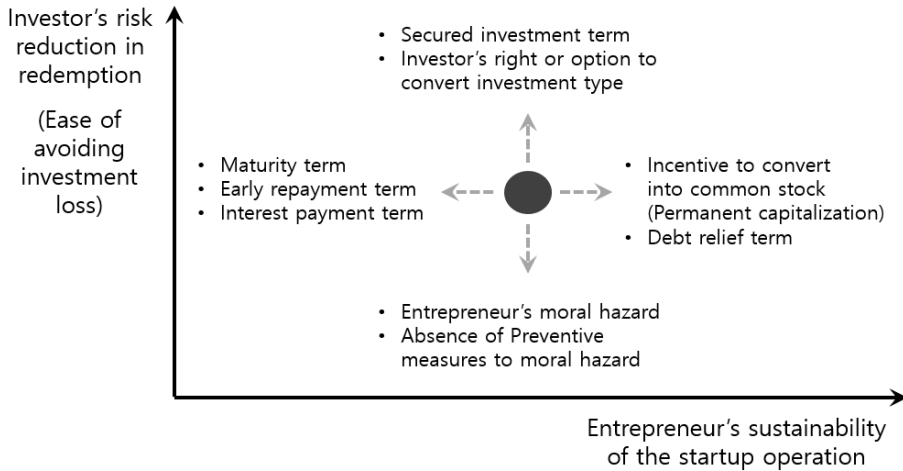
이와 같이 벤처투자 생태계 전반에 걸쳐 형성되어 있는 관행과 실무적인 환경에 의해 시장 참여자들의 의사결정이 이루어지게 되므로, 이론적 관점과 함께 실무적 관점의 병행 접근이 중요하다.

V. 벤처투자 계약방식 개선 방향

1. 벤처투자 방법에 관한 주요 이슈

지금까지 벤처 생태계에 참여하는 각 경제주체의 동향과 니즈를 살펴보았다. 그 결과 첫째, 창업 초기 벤처기업은 R&D나 설비 투자 또는 생존 목적의 유동성 확보를 위해 투자를 유치하고자 하며, 단기 매출 발생 등 현금흐름 창출이 어려우므로 투자유치 방법은 단기 상환부담이 없는 형태를 선호하지만, 현실적으로 보통주 투자와 같이 단기 상환부담 없는 형태의 투자유치가 쉽지 않아, 결과적으로 초기 벤처기업일수록 높은 부채비율을 보이는 등 재무구조가 취약한 것으로 나타난다. 둘째, 벤처캐피탈은 펀드 수익률 유지가 중요하고, 이를 위해서는 투자 건별 손실 예방수단이 필요하므로, 투자 risk가 높은 초기 벤처기업 보다는 성공 가능성이 어느 정도 입증된 중후기 기업에 대한 투자를 선호하고, 손실 회피 가능성을 높이기 위해 보통주 방식의 지분투자 보다는 상장 등을 통한 완전한 exit 이전에도 중도 상환청구를 통한 exit이 가능한 투자방식을 선호한다. 셋째, 정부는 이런 벤처 생태계의 불균형을 완화하기 위해, 모태펀드를 운용하는 벤처캐피탈에게 보통주 형태 투자를 증가시키도록 유도하고 있다. 그러나 벤처투자 실무 현장에서는 보통주 투자 증가보다는, 여전히 상환청구권이 있는 상환전환우선주 투자가 증가하여 오히려 투자방법 측면에서 상환전환우선

Fig. 4. Analysis Framework of Investment Contract Method



주 편중이라는 결과를 보이고 있다. 따라서 이해관계의 상충에 따라 발생하는 이런 투자방법의 편중 현상을 완화하기 위한 방안의 모색은 매우 중요한 이슈이다.

투자자의 이해관계와 피투자자의 이해관계는 서로 상충관계에 있는 것이 당연하다고 볼 수 있지만, 양 극단 사이에 존재할 수 있는 여러 투자방식 대안들의 스펙트럼 상에서, 다양한 투자방식들이 균형을 이루며 투자가 이루어지는 것이 벤처 생태계 발전을 위해서 보다 바람직한 모습이라고 볼 수 있다. 이를 위해 투자자와 피투자자의 현실적 이해관계를 대표할 수 있는 각각의 지향점에 대한 개념정의와 함께 다양한 투자방식들의 속성 분석이 가능한 축을 설정하고, 현재 활용되고 있거나 향후 도입될 수 있는 투자방법들의 속성과 상대적 위상을 비교해 볼 수 있다. 이런 분석 framework을 통해 새로운 투자방법을 설계하는데 활용할 수 있을 것이다.

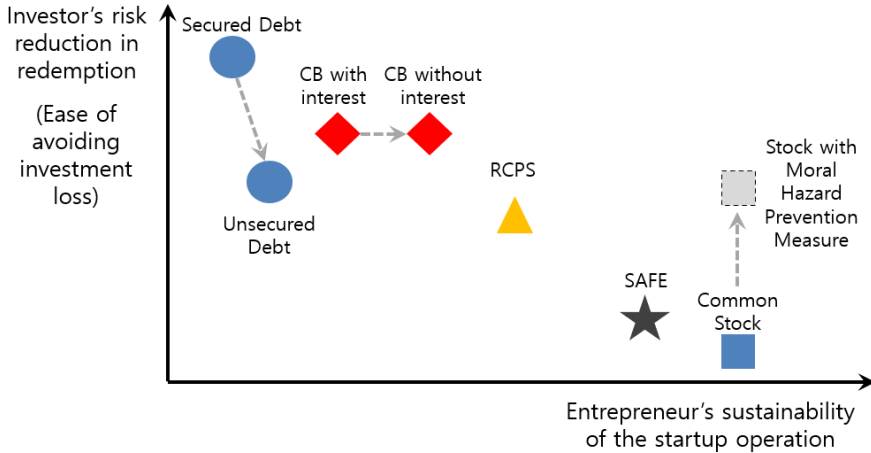
2. 투자 계약방식별 속성 분류 Framework

기업에 대한 투자방식은 지분증권으로써 보통주 투자와 함께 만기에 이자와 원금 상환을 전제로 하는 채권 투자가 가장 전통적인 방법이다. 이후 제도의 발전에 따라 전환사채, 신주인수권부사채, 상환전환우선주 등 지분의 성격과 채권의 성격이 혼합된 신종 증권, 신종 계약방식이 차례로 등장했고, 시장에서는 각 주체의 이해관계에 따라 투자 계약방식의 선택이 이루어졌다.

전통적 투자방식 대비, 새로 도입된 투자방식이 갖는 특징을 살펴보기 위해, 각 투자방식이 피투자자의 경영안정성(Entrepreneur's sustainability of the startup operation)과 투자자의 투자 회수안정성(Investor's risk reduction in redemption)에 미치는 영향을 기준으로 각 투자 계약방식이 갖는 속성과 차이를 비교해 볼 수 있다.

첫 번째 기준인 피투자자 경영 안정성은, 투자를 통해 벤처기업에 유입된 자금이 영구적으로 자본화 됨으로써 회사의 경영활동에 계속 사용될 수 있는지, 또는 장단기적으로 언젠가는 다시 유출될 수 밖에 없는 형태로 일시 유입된 자금인지와 관련된 속성을 의미한다. 이 기준에 따르면 전통적 투자방식 중 채권은 경영 안정성이 낮은 투자방식이고, 보통주 자본은 경영 안정성이 높은 투자방식이다. 채권의 경우, 만기 상환 이외에 조기 상환 가능 조건이 부가되어 있을수록, 그리고 정기적 이자 지급 조건이 있을수록 상대적으로 경영

Fig. 5. Relative Position of Each Investment Contract Method



안정성이 낮은 투자방식으로 구분할 수 있다. 어느 투자방식이든, 투자계약 조건에 피투자자나 경영진에 대한 투자금 상환, 변제 관련 면책조건이 부가되는 경우, 이는 피투자자 경영 안정성을 높이는 요인으로 구분할 수 있다.

두 번째 기준인 투자자의 회수 용이성은 특정 투자방법에 의해 벤처캐피탈이 기업에 투자한 자금을 얼마나 안정적으로 회수할 가능성이 있는지, 그리고 그런 권리가 투자계약에 반영되어 있는지와 함께, 투자자의 투자손실 회피 용이성(Ease of avoiding investment loss)을 포함하는 개념으로 정의한다. 채권이나 신종 투자방법에 대해, 담보를 확보하고 투자 하는 경우, 투자자의 회수 용이성은 증가하게 된다. 또한, 투자 이후 투자자가 채권이나 지분 형태의 전환이 가능하도록 하는 권리가 부가되거나, 피투자자 경영진의 지분을 제3자에게 매각시 선행 투자자 지분을 같이 매각해야만 거래 가능하도록 하는 등의 계약조건을 부가한 투자계약, 투자방법의 경우는 투자자의 회수 용이성이 상대적으로 높다고 볼 수 있다. 피투자자 경영 상황 변화에 따라 투자자가 적극적으로 이익 극대화 또는 손실 회피를 할 수 있는 선택이 가능해지기 때문이다. 반면, 투자방법 중 상대적으로 경영진의 도덕적 해이에 취약하거나, 감시/견제/대응 장치가 없는 투자방법은 투자자의 회수 용이성이 낮다고 평가할 수 있다.

3. 투자 계약 방식 별 위상 구분

채권형(●) 투자의 경우 만기 상환 및 이자 지급 부담이 존재하므로 피투자사입장에서는 경영 안정성이 낮은 투자인 반면, 투자자 입장에서는 회수 안정성이 가장 높은 투자방법임을 나타낸다. 반대로 보통주(■) 지분형 투자의 경우에는 투자금액이 영구적으로 피투자기업의 자본이 되기 때문에 피투자기업의 경영 안정성이 높은 투자유치 방법인 반면, 투자자 입장에서는 채권형 투자 대비 상대적으로 회수 안정성이 낮은 투자방법임을 나타낸다. 채권형 투자에서 투자자의 회수 안정성이 높다는 것은, 원금 상환이 예정되어 있거나 경우에 따라 조기상환을 요구할 수 있어 투자자가 피투자사 경영진 도덕적 해이의 영향을 상대적으로 적게 받는다는 점을 의미한다. 반면 지분형 투자에서 투자자의 회수 안정성이 상대적으로 낮다는 것은, 일단 보통주 방식으로 투자를 하고 나면 피투자 기업으로부터의 상환이라는 방식으로는 투자금을 회수할 수 없을 뿐만 아니라, 경영진 도덕적 해이의 영향을 투자자가 직접 받게 되고, 경영자와 투자자 간 정보 비대칭이 심한 상

황에서 이런 영향은 더 커진다는 점을 의미한다. 무담보 채권의 경우, 다른 조건이 동일하다면 담보 채권보다 이자율이 높을 가능성이 높아 피투자자의 이자부담이 상대적으로 높고, 투자기업의 청산 또는 채무불이행 시 담보가 없다는 점은 투자자의 투자 손실 회피 용이성을 낮추게 되므로, 무담보 채권은 담보채권의 위치를 기준으로 오른쪽 아래에 위치하게 된다.

전환사채(◆)는 채권에 투자자의 보통주 전환권을 결합한 투자방식으로, 상환 의무가 여전히 존재한다는 점에서는 채권과 차이가 없으나, 일반적으로 전환사채의 이자율이 보통 채권보다 낮거나 0% 이자율을 적용하는 경우가 많고, 실제로 보통주로 전환이 이루어져 상환의무가 없는 영구적 자본으로 바뀔 가능성이 있다는 점에서 피투자자 경영 안정성이 일반 채권보다 높아진다고 볼 수 있다. 그리고 투자자의 회수 안전성 측면에서는 전환사채를 전환하기 이전까지는 여전히 채권으로서 상환청구권이 존재하므로 채권과 차이가 없으나, 실제로 보통주 전환이 이루어진 이후에는 상환청구권이 사라지므로, 전환 이후에는 투자사 회수 안전성이 낮아질 여지가 있다고 볼 수 있다. 이를 framework 상에서 표현하면, 전환사채의 위치를 일반 담보채권보다 우측 아래로 표현할 수 있다. 전환사채가 무담보 채권보다 투자회수 용이성이 높게 표현된 것은, 벤처기업 투자시 전환사채 형태로 투자하고 투자자가 피투자자 이사회 읍저버 권한을 갖는 등 경영 감시장치를 두는 방식이 널리 활용되고 있기 때문이다. 무이자 전환사채는 이자부 전환사채 대비 피투자 기업의 이자 지급 부담이 발생하지 않는다는 점에서 오른쪽으로 수평 이동한 위치에 자리잡게 된다.

상환전환우선주(▲)는 이익상환청구권을 가진 우선주에 향후 보통주로 전환도 가능한 권리를 동시에 갖는 투자방식으로, 경우에 따라 어느 한가지 권리만 부가한 전환우선주 또는 상환우선주 형태로 투자되기도 한다. 상환청구권은 회사의 영업활동을 통해 이익이 발생할 경우, 이익금액의 범위 내에서 투자금액의 상환을 청구할 수 있는 권리이므로 그 본질이 채권에 가깝지만, 이익발생을 상환의 전제조건으로 한다는 점은 피투자사 입장에서 일반 채권보다 경영안정성이 높아진다고 볼 수 있다. 단, 상환우선전환주 투자계약 내용에 특정 상황에서 투자자가 피투자기업에게 투자자가 보유한 우선주에 대한 매수청구권을 행사할 수 있도록 하는 조항을 반영하고 이를 중도회수 수단으로 활용하는 경우도 있어, 계약 내용에 따라 경영안정성 등에 미치는 효과의 편차가 크다. 반면 투자자 입장에서 상환청구의 전제조건이 존재하므로 회수안전성은 상대적으로 낮아진다. 또한 전환권이 행사될 경우에는 전환사채와 같이, 피투자사 경영안정성 증가, 투자사 회수안전성 감소라는 효과를 갖게 된다. 이를 종합하여 상환전환우선주의 위상을 framework 상에서 표현하면, 전환사채의 포지션보다 더 오른쪽 아래로 이동한 위치에 표현할 수 있다.

4. 신규 투자방식으로서 SAFE의 내용과 위상

벤처 생태계 활성화와 선순환 구조 형성을 위한 새로운 투자방법을 고안할 경우, 이러한 분석 틀에 의해서 기존 투자방식과 다른 속성을 갖는 투자방법을 조합하거나 새로운 투자방법 설계 방향을 설정할 수도 있을 것이다.

2020년 3월 벤처투자촉진법 시행규칙이 입법예고 됨으로써 그 내용이 사실상 확정된 조건부 지분인수계약(SAFE) 역시, 이 framework로 분석해볼 수 있다. SAFE 투자방식은 미국 실리콘밸리의 벤처 액셀러레이터 Y-Combinator에 의해 2013년 시도된 새로운 투자방식으로, 2019년 국내 도입을 논의한 이후, 2020년 1월 벤처투자촉진법 국회 통과로 도입을 결정하고, 그 세부 조건을 2020년 3월에 확정하여 입법예고 한 것이다.

조건부 지분인수계약의 본질은, 투자 시점에 피투자기업의 가치를 평가하기 어려운 경우에, 투자자가 우선 투자금액을 피투자사에 지불하고, 이후 후속 투자자의 기업가치 평가에 연동하여 선형 조건부 지분인수 계약 투자자의 지분량을 나중에 확정하도록 하는 것이다. 입법예고 내용에 따르면, 투자자가 조건부 지분인수 계약 방식으로 투자할 경우, 투자금액 지급에 따른 이자가 발생하지 않고, 투자금액의 상환 만기일이 없는 조건으로, 피투자사 주주 전원의 동의에 의해 발행 가능하다고 규정하고 있다.

Table 5. Comparison of SAFE with CB, RCPS

	CB	RCPS	SAFE
Interest	Yes	No	No
Maturity	Yes	No	No
Redemption before liquidation event	Yes	Possible	No
Discount and other privileged rights over subsequent investor	No	No	Yes
Investment Speed	Low	Low	High

이런 조건부 지분인수계약(★ SAFE)의 속성을 framework에 적용해 보면, 만기와 이자가 없다는 점은 피투자사 경영 안정성을 높이는 요소이며, 후속 투자자의 가치평가와 연동하여 지분증권으로의 전환을 전제로 이루어지는 투자라는 점에서, 상환전환우선주 보다도 상대적으로 더 지분형 투자에 근접한 방식이라고 볼 수 있다. 투자자 입장에서 조건부 지분인수계약은 채권으로서의 속성이 상당 부분 사라지는 대신, 미래에 지분을 후속 투자자보다 유리한 조건으로 인수할 권리를 갖는 이연 계약으로서, 투자사 회수 안전성은 상환 전환우선주 대비 상대적으로 더 낮다고 평가할 수 있다. 따라서 조건부 지분인수계약 투자방법은 매트릭스 상에서 상환전환우선주보다 더 오른쪽 아래로 이동한 위치에 표기할 수 있다.

그러나 SAFE의 이런 위상이 반드시 피투자자에게만 유리한 속성을 의미하지는 않는다. 투자자의 회수안정성이 낮아지는 대가로, SAFE 투자자에게 할인율⁴⁾과 Valuation Cap⁵⁾ 권리를 부여하는 계약조건이 포함되기 때문이다.

조건부 지분인수계약의 장점은, 신속한 투자가 필요한 창업 초기 벤처기업 투자에서, 투자자와 피투자사 모두 복잡한 계약내용 협상이나 기업가치 평가에 시간을 낭비하지 않고, 먼저 투자를 실행한 이후 사업 성과에 따라 이어지는 후속 투자자의 가치평가와 연동하여, 보다 객관적으로 선행투자자에게 주어질 경제적 가치 수준을 결정한다는 점이다. 이는 Myers (1984)의 Pecking Order Theory와 관련하여, 초기 벤처기업의 가치평가를 미래로 이연시킴으로써 현재의 신속한 투자가 가능하도록 한다는 의미를 갖는다. 투자시 당사자 간 이해관계 상충으로 협상이 진전되지 않는 경우, 새로운 계약방식에 의해 타협점을 모색하는 것도 벤처투자 생태계 활성화의 한 방법이다.

VI. 결론 및 시사점

지금까지의 논의를 정리하자면 다음과 같다. 첫째, 전통적 투자방법(채권 vs 보통주) → 전환사채 확산 → 정부의 보통주 투자 확대 유도 → 상환전환우선주 투자 편중 현상을 실제 투자 data에 의해 살펴보았다. 둘째, 사례연구를 통해 (중도)상환 가능성이 있는 투자방식에 대한 피투자자 관점의 인식과 영향에 대해 알아보고, 인터뷰 자료를 통해 벤처기업들은 투자자의 위험회피 및 단기 회수 지향 투자성향을 투자유치의 장애요인으로 인식할 수 있다는 점에 대해 살펴보았다. 셋째, 벤처투자 계약 체결 과정에서 투자자의 이해관계는 회수 안정성, 피투자자의 이해관계는 경영 안정성을 중심으로 투자방법에 대한 의사결정이 이루어질 수 있음을 보이고, 두 가지 변수를 기준으로 기존 투자방법의 상대적 위상을 평가해 보았다. 결론적으로, 회수 안정성과 경영 안정성의 framework에 의해 새로운 위상을 갖는 투자방법을 설계할 수 있으며, 최근 도입된 SAFE 제도가 상환전환우선주와 보통주 투자방식의 사이에서 투자자와 피투자자 간 이해관계 상충을 이연시

4) SAFE 투자 이후 후속 투자자로부터 투자 유치시에, 선행 SAFE 투자자는 후속 투자 조건 대비 사전 약정된 비율만큼 더 유리한 조건으로 지분증권으로의 전환 등을 할 수 있도록 하는 조건

5) SAFE 투자 이후 미래에 지분증권 등으로 전환시에, 전환비율이나 전환가격 산정을 위한 전환시점의 피투자기업 가치를 일정 수준 이하로 한정함으로써 투자자의 권리를 보장하는 조건

키고 우선 투자를 실행할 수 있도록 하는 방법임을 보였다.

새로운 투자방법으로써 조건부 지분인수계약이 얼마나 광범위하게 활용될 것인지 아직 예단하기는 어렵다. 다만, 분석 framework에 볼 수 있는 바와 같이, 전통적 투자방법 사이에 존재할 수 있는 또 하나의 투자방법이 국내에 도입됨으로써 벤처투자 생태계 참여 주체들의 선택지가 넓어진 것은 분명하다. 이런 변화가 국내 벤처투자 생태계 활성화에 얼마나 기여할 것인지는 시장 참여자들의 선택에 달려있다. 최근 수년간 비중이 증가하고 있는 상환전환우선주 투자방식 편중 현상이 SAFE 도입을 통해 완화되는지 후속 연구를 통해 계속 지켜봐야 할 부분이다. 특히 Coyle et al. (2018)의 연구에서와 같이, SAFE의 실제 운용 과정에서 주로 투자자에게 유리한 방향으로의 변형이 발생하는지에 대한 연구, 그리고 적정 할인율 수준에 관한 연구도 필요할 것이다.

또한 SAFE 이외에 또 다른 투자방법이 존재할 수 있는데, 새로운 투자방법을 설계하거나 도입하는 과정에서, 투자자의 회수 용이성과 피투자자의 경영 안정성 framework을 활용하여, 양자가 균형을 이룰 수 있는 새로운 투자방법의 검토가 계속 이루어져야 하겠다. 예를 들어, 실리코밸리에서는 2013년 SAFE 도입에 이어 2014년부터 KISS⁶⁾와 같은 신규 투자방식이 도입되어 활용되고 있는데, KISS의 속성들을 본 논문에서 제시하고 있는 framework에 의해 평가함으로써 향후 국내 도입 여부 검토에 활용할 수 있다.

국내 벤처 생태계 활성화를 위해서는 다양한 연구가 진행되어야 하지만, 연구에 필요한 자료 확보에 많은 한계가 있다는 점은 아쉬운 부분이다. 앞서 현황과 및 분석에 활용된 자료는 한국벤처캐피탈협회(KVCA)에 등록된 국내 벤처캐피탈 149개사의 투자조합과 투자자금을 기준으로 한 것이다. 그러나 국내 벤처기업에 투자하는 주체는 국내 벤처캐피탈 뿐만 아니라 해외 벤처캐피탈, 국내의 사모펀드(PEF), 국내의 대기업 및 금융기관 등 다양하다. 따라서 민간에서 집계된 국내 벤처기업 투자자금 규모는 한국벤처캐피탈협회가 공시하는 금액보다 큰 것이 당연하다. 중소벤처기업부나 한국벤처캐피탈협회와 같은 공적 자료 이외에, 민간에서 집계된 자료도 참고할 필요가 있는 이유이다. 현재 국내 벤처투자 민간 DB는 'The VC', 'Venture Square'가 대표적이다. 이들은 보도자료 및 피투자기업이나 벤처캐피탈의 투자건 직접정보에 의해 투자자, 투자금액, 투자방법 등 핵심정보를 집계해서 유상 또는 무상으로 공개하고 있다.

이와 같이 국내 벤처기업 투자 관련 공적 공시와 민간 정보가 분산되어있어 업계 동향 파악이 쉽지 않다. 공적 공시자료는 연간 국내 VC 총 투자금액 등 집계된 데이터의 일부 통계량만을 제공하여 공개 범위가 너무 제한적이라는 한계를 갖는다. 민간 집계자료는 주로 보도자료에 의존하다 보니, 투자금액과 같은 핵심 정보마저 누락된 경우가 많아, 데이터의 완결성이 부족한 실정이다.

또한 투자받은 벤처기업에 대한 세부정보가 부족하다는 점도 업계 동향 파악을 어렵게 하는 요인이다. 창업 초기 기업은 재무자료 자체가 존재하지 않는 경우가 많고, 초기 투자를 받았더라도 후속 투자를 받지 못하거나 휴면상태 또는 폐업한 기업의 정보를 계속 추적조사, 축적하는 것이 어렵기 때문에, 결국은 생존 또는 성공한 벤처기업의 정보만 축적되어 bias가 발생한다. 이런 정보의 수집과 공유에 있어서 정부의 보다 적극적인 역할이 요구된다. 구체적으로, 투자유치를 원하는 기업 및 이미 투자를 받은 기업이 자발적으로 기업 정보를 등록할 수 있는 공적 DB를 정부 또는 벤처캐피탈협회가 운영하고, 벤처캐피탈은 공적 DB에 등록된 기업 중심으로 투자를 진행하며, 투자받은 기업들은 기업현황 정보를 DB에 지속적으로 업데이트 하도록 의무화 하고, 연구자 등 DB 정보 이용자들은 기업명칭 대신 임의로 부여된 기업 ID와 세부정보 만을 볼 수 있도록 하거나, 기업별 세부 현황정보를 제외한 기술적 통계자료 추출만 가능하도록 운영하는 방안을 제안한다.

6) KISS는 근본적으로 Convertible Note와 같은 속성을 갖지만, 여기에 지분의 속성을 추가하는 등 계약조건에 변형을 가하여 조금씩 다른 속성을 갖도록 설계된 몇 가지 버전의 표준계약서를 만들어 공유하고, 각 계약 당사자는 이 공유된 계약조건을 받아들여 투자계약을 짧은 시간 내 성사시킬 수 있도록 하는 특징을 갖는 방법이다.

References

- Bell, J. R., R. W. Dorsey and J. Hamm (2016), "The Simple Agreement for Future Equity: Advantages, Disadvantages and Tax Treatment", *The Tax Magazine*, 94(2), 43-46.
- Bratton, W. (2002), *Venture Capital on the Downside: Preferred Stock and Corporate Control*, Washington, DC: Georgetown University Law Center. Available from <https://scholarship.law.georgetown.edu/acpub/51>
- Cho, Hee-Young (2018 August 10), "Mainstream of Startup Investment is RCPS", *Maeil Business Newspaper*. Available from <https://www.mk.co.kr/news/stock/view/2018/08/502608/>
- Choi, Young-Keun (2019), "Proposal for Improvement of Redeemable Convertible Preferred Shares to Promote Venture Capital's Early-staged Investment", *Journal of SME Policy*, 4(3), 71-101.
- Coyle, J. F. and J. M. Green (2018), "The SAFE, the KISS, and the Note: A Survey of Startup Seed Financing Contracts", *Minnesota Law Review Headnotes*, 103(1), 42-66.
- Cumming, D. (2008), "Contracts and Exits in Venture Capital Finance", *The Review of Financial Studies*, 21(5), 1947-1982.
- Gompers, P. A. (1995), "Optimal Investment, Monitoring, and Performance of Venture Capital", *Journal of Finance*, 50(5), 1461-1489.
- Gompers, P. A. (1996), "Grandstanding in the Venture Capital Industry", *Journal of Financial Economics*, 42, 133-156.
- Kim, Ha-Ni (2017, November 28), "RCPS is an Adventurous Capital Providing Vehicle", *Money Today*. Available from <https://news.mt.co.kr/mtview.php?no=2017112814162171911>
- Kim, Kun-Woo and Byung-Chul Seo (2010, November 10-11), "An Analysis of Effect of Each Type of Fund Investment by Venture Capital", Paper Presented at the 2010 Fall Symposium of Korea Finance Society, Seoul, Korea, 607-629.
- Korea Listed Companies Association (2016), *Debt Ratio Report*, Seoul: Author.
- Korea Venture Capital Association (2019), *Venture Capital Market Brief*, Seoul: Author. Available from <http://www.kvca.or.kr/> (accessed May 21, 2020)
- Korsmo, C. R. (2013), *Venture Capital and Preferred Stock* (Faculty Publications, No. 62), London: Western University. Available from https://scholarlycommons.law.case.edu/faculty_publications/62
- Lee, Ju-Heon (2004, May 21-22), "A Game Model on the Venture Capitalist's Investment Strategies Capitalists under Uncertainty and Information Asymmetry", Paper Presented at the 2004 Spring Conference of The Korean Operations Research and Management Science Society, Jeollabuk-do, Korea, 555-558.
- Ministry of SMEs and Startups (2018), *Innovative Venture Investment Fund Operation Plan*. Available from <http://www.mss.or.kr> (accessed May 19, 2020)
- Ministry of SMEs and Startups (2020), *Pre-announcement of Legislation 2020-196*. Available from <http://opinion.lawmaking.go.kr> (accessed May 10, 2020)
- Ministry of SMEs and Startups, Korea Venture Business Association (2018), *Year 2018 Detailed Factual Survey on Korean Venture Companies*, Sejong, Korea: Author.
- Modigliani, F. and M. Miller (1963), "Taxes and the Cost of Capital: A Correction", *American Economic Review*, 53(3), 433-443.
- Myers, S. C. (1984), "The Capital Structure Puzzle", *The Journal of Finance* 39, 575-592.
- Myers, S. C. and N. S. Majluf (1984), "Corporate Financing and Investment Decisions When Firms Have Information That Investors Do Not Have", *Journal of Financial Economics*, 13, 187-221.
- National IT Industry Promotion Agency, Google Campus Seoul, KICT Born 2 Global and Korea Startup Alliance (2016), *Korea Startup Eco-system Whitepaper*. Available from <http://ebook.sba.kr/iewer/WJ8MBDBOGYRR> (accessed May 16, 2020)
- Neher, D. V. (1999), "Staged Financing: An Agency Perspective", *The Review of Economic Studies*, 66(2), 255-274.

Oh, Jin-Seob and Byung-Keun Kim (2017), “The Effect of the Risk Avoiding Activities and Characteristic of Korean Venture Capital on the Financial Performance of the Invested Companies”, *Asia Pacific Journal of Small Business*, 39(2), 89-107.

Venture Square (2018), *2018 Start-up Investment Report*. Available from <https://www.venturesquare.net/76770> (accessed May 10, 2020)