

## 벤처금융의 질적 성장과 효율적인 벤처생태계 조성을 위한 정책제언\*

강형구\*\* · 신지만\*\*\*

### 논문초록

본 연구는 질적, 효율적 성장을 위한 벤처금융 생태계의 발전 방안과 제도 경쟁력의 중요성을 논의한다. 첫째, 실리콘밸리식 벤처캐피탈 계약을 적극 도입을 검토한다. 사전적인 의미에만 집중하는 원론적인 주주평등의 원칙 적용을 막고 법적 안정성을 담보를 고려한다. 둘째, 국내 대기업의 전략적 리소스와 역량을 활용 방안을 고려한다. 이를 위해서는 특히 CVC (corporate venture capital) 관련 규제를 완화해야 한다. 금산분리의 기계적 적용도 경계해야 한다. 셋째, 국내 플랫폼 기업과 벤처 생태계간 상생 구조의 필요성을 인식하고 활용방안을 검토한다. 이를 위하여 국내 플랫폼 기업들이 플랫폼의 플랫폼으로 진화할 수 있도록 제도 경쟁력을 설계한다. 넷째 OCIO를 통한 벤처금융 역량을 결집하고 글로벌 펀드를 육성 방안에 대해 검토한다.

### 주제어

플랫폼의 플랫폼, 실리콘밸리식 벤처캐피탈 계약, CVC (corporate venture capital), OCIO (outsourced chief investment officer), 제도경쟁력

### 경제학 문헌분류

L53, L86

### 한국연구재단 분류 연구분야 코드

SC0204, SC0607

접수일(2022년 10월 07일), 1차 수정일(2022년 11월 11일), 게재 확정일(2022년 12월 16일)

\* 이 논문은 한양대학교 교내연구지원사업으로 연구되었음(HY-20220000003447)

\*\* 한양대학교 경영대학 경영학과 부교수

\*\*\* 한양대학교 경영대학 경영학과 박사과정

## How to achieve the Qualitative Growth of Venture Capital and the Creation of Efficient Venture Ecosystem\*

Hyoung-Goo Kang\*\* · Jee-mahn Shin\*\*\*

### Abstract

This study highlights institutional competitiveness and discusses how to develop the Korean venture finance ecosystem qualitatively. First, actively introduces Silicon Valley-style venture capital contracts. Prevent the dogmatic application of the principle of shareholder equality. Ensure legal stability. Second, utilize strategic resources and capabilities of domestic conglomerates. To this end, relax the regulations on corporate venture capital (CVC) in particular. Avoid dogmatic application of the principle of finance-commerce separation. Third, design a win-win structure between domestic platforms and the venture ecosystem. Encourage Korean platforms to evolve into a platform of platforms. Fourth, use OCIO to concentrate venture finance resources and capabilities and foster global mega funds.

### Keywords

platform of platforms, Silicon Valley-style venture capital contract, corporate venture capital (CVC), outsourced chief investment officer (OCIO), institutional competitiveness

### JEL Classification

L53, L86

---

\* This work was supported by the research fund of Hanyang University(HY-20220000003447)

\*\* Associate Professor, Department of Finance, Hanyang University Business School, Korea

\*\*\* Department of Finance, Hanyang University Business School, Korea

## I. 서론

오늘날 혁신성장은 중소기업 정책, 이를 뒷받침하는 중소기업 금융에 있어 핵심적인 화두이다. 이른바 중소기업 분야의 3대 정책금융기관인 신용보증기금과 기술보증기금, 중소벤처기업진흥공단의 주요 사업에서도 혁신과 성장이 주요 키워드로 자리잡고 있으며, 문재인 정부가 혁신성장을 국정과제로 제시한데 이어, 새로 출범한 윤석열 정부에서도 "민간주도"를 강조하고 있다는 점만 다를 뿐 혁신성장을 중소기업 정책의 핵심 기조로 제시하고 있다. 이는 학계의 연구에도 부합한다(Foreman-Peck, 2013; Parrilli & Elola, 2012).

그렇다면 과연 중소기업과 혁신의 관계는 어떤 것인가? 왜 중소기업에서 혁신이 강조되는가? 또한 혁신이 강조된다면, 단지 선언적 의미를 넘어 실천적 과제로서 혁신에 접근하기 위해서는 어떤 전략이 필요한가? 본 연구는 이 같은 문제 의식 속에서 특히 마지막 질문에 주목하고자 한다. 혁신은 중소기업에게서 어떻게 실제로 구현 가능한 것인가?

본 연구는 이 실마리를 중소기업 디지털 전환의 핵심 추동자(key player)로서 벤처 및 이들 벤처를 육성하는 벤처캐피탈의 실질적 기능의 발휘와 중소기업 혁신 사업의 성장 기반으로서 플랫폼의 경쟁력 강화에서 찾고자 한다. 즉, 디지털과 플랫폼을 중소기업 혁신 성장의 키워드로 인식한다(Chemmanur et al., 2014; Florida & Kenney, 1988; Kortum & Lerner, 1998; Metrick & Yasuda, 2021). 본 연구의 주요한 결론은 다음과 같다.

첫째, 미래의 불가측성에 대응하여 창업자와 투자자 간 의사결정상의 권리 배분(allocating control rights)을 구체화하는 실리콘밸리식 투자 계약을 보편화할 필요가 있다. 둘째, 벤처기업에 대한 전략적 인수의 촉진자(facilitator)로서 기업벤처캐피탈(CVC)에 대한 "100% 자회사-200% 부채비율-40% 외부자금조달-20% 해외투자"라는 기계적 규제를 해소해야 한다. 셋째, 벤처생태계 강화를 위한 플랫폼의 기능에 주목하며, 앱스토어, 운영체제, 클라우드 등의 플랫폼 인프라 육성에 주력해야 한다. 넷째, 민관의 역량을 결집할 수 있도록 민간금융기관이 주도하는 벤처투자풀(OCIO; Outsourced chief investment officer)을 만들어 경쟁력 있는 메가펀드를 조성하고, 트랜치(tranche) 방식의 투자증권 유통으로 연기금을 포함한 공공자금의 수익률을 제고해야 한다.

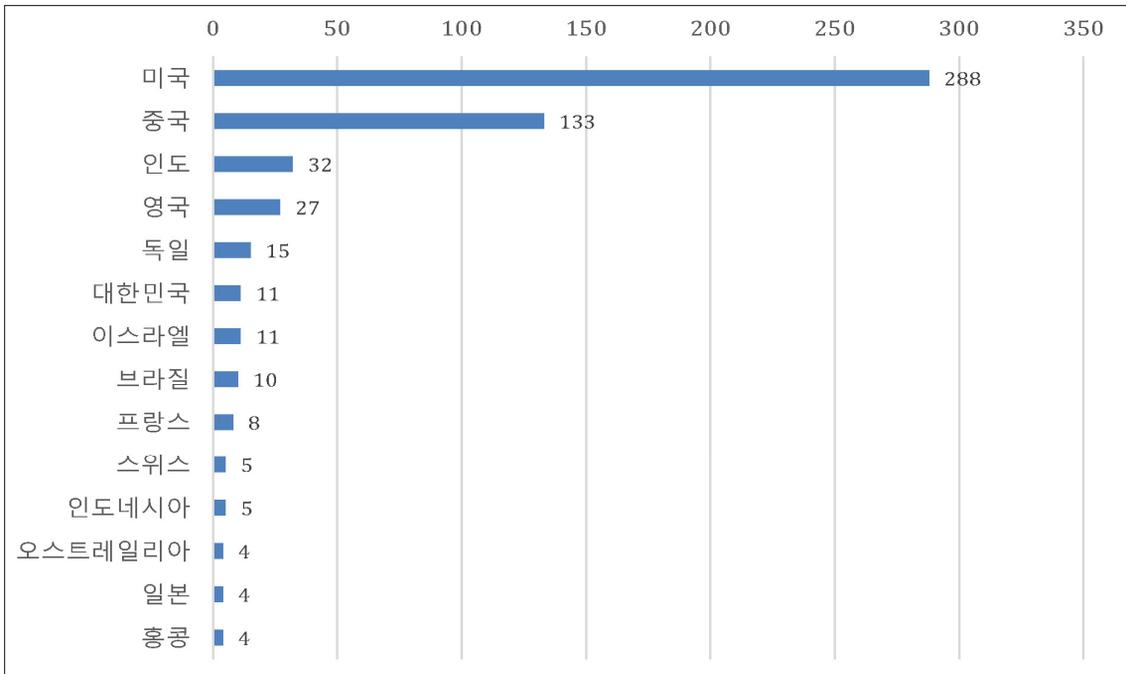
이 같이 본 연구는 혁신성장의 키워드인 디지털과 플랫폼을 중심으로 중소기업 금융지원의 구체적 혁신 전략을 제시함으로써 이른바 혁신 금융을 보다 실천적으로 탐색한다. 본 연구의 구성은 다음과 같다. 2절에서는 질적 성장과 효율성을 중심으로 연구배경과 질적 성장 측면의 정책방향 전환에 대해 서술한다. 3절은 불완전계약(incomplete contracts)의 학술적 근거를 소개하고 실리콘밸리식 VC계약의 도입 필요에 대해 논의와 대기업 집단의 전략적 리소스와 역량을 활용하는 방안으로서 CVC 활용의 제

약과 그 해소 방안, 그리고 벤처생태계 기반으로서 플랫폼의 경쟁력 제고 방안, 벤처투자플 운영을 통한 벤처금융 혁신을 검토한다. 4절은 본 연구의 결론이다.

## II. 질적성장과 효율성의 중요성, 정책적 배경

1조 가치의 비상장 기업을 일컫는 유니콘은 한정된 지역에 집중적으로 존재하는 경향이 있다. 실리콘밸리, 센젠, 이스라엘, 영국의 캠브리지의 좋은 예다. 다행히도 한국은 세계적으로 비중 있는 숫자의 유니콘들을 이미 배출해왔다. 기준에 따라 그 숫자는 조금씩 다르기는 하지만 대체로 10개 이상이고 글로벌 순위권이다(그림 1). 이러한 변화는 그간 재벌위주의 경제시스템으로 비판받아 온 한국경제의 고질적인 구조문제가 개선되고 있다는 신호로 볼 수 있다.

〈그림 1〉 국가별 유니콘 기업 수(2021년 4월 기준)<sup>1)</sup>



1) <https://www.statista.com/statistics/1096928/number-of-global-unicorns-by-country/>

2021년 12월 현재 중기부의 자료에 의하면 한국의 유니콘은 15개에 달한다, 여기에는 IPO로 유니콘 상태를 졸업한 카카오게임즈, 우아한형제, 쿠팡, 하이브 등은 이미 제외되어 있다(아래표 참고). 정부는 물론 대다수의 학자들도 이 추세를 계속 유지해 나가며 경제시스템의 구조적 변화를 가속화해야 한다는데 이견이 없다.

<그림 2> 대한민국 유니콘 기업 개요2)

< 국내 기업가치 1조원 돌파 이력기업 및 현재 유니콘기업 현황 >

기업명	분야	CB Insights	현재 유니콘기업	비고
엘로모바일	모바일	○	○	-
엘앤피코스메틱	화장품	○	○	-
크래프톤	게임	○	○	-
비바리퍼블리카	핀테크	○	○	-
야놀자	O2O서비스	○	○	-
위메프	전자상거래	○	○	-
지피클럽	화장품	○	○	-
무신사	전자상거래	○	○	-
에이프로젠	바이오	○	○	-
쏘카	카셰어링	○	○	-
컬리	온라인 신선식품 배송	○	○	-
A사 (기업명 비공개)	도·소매업	×	○	-
티몬	소셜커머스	×	○	-
두나무	핀테크	×	○	-
직방	부동산중개	×	○	-
우아한 형제들	O2O서비스	△	×	M&A
CJ게임즈	게임	△	×	M&A
쿠팡	전자상거래	△	×	IPO(美, NYSE)
하이브	엔터테인먼트	×	×	IPO(코스피)
카카오게임즈	게임	×	×	IPO(코스닥)
더블유게임즈	게임	×	×	IPO(코스피)
필어비스	게임	×	×	IPO(코스닥)
잇츠한불	화장품	×	×	IPO(코스피)
<b>23개</b>		<b>11개</b>	<b>15개</b>	-

※ (참고) △ : 과거 CBinsights에 유니콘기업으로 등재됐으나 제외된 기업

실제로도 한국은 이미 벤처캐피탈 투자 강국이다. 절대 금액 기준 투자액이 2019년 기준 2,708m USD인데, 이는 달러 기준 일본 (2,503m USD), 프랑스 (2,165m USD), 독일 (2,380m USD), 호주 (487m USD) 등을 능가한다 (표 1).

2) 출처는 중기부. 세모는 과거 CBinsight에 유니콘 기업으로 등재되었으나 현재 제외

〈표 1〉 국가별 벤처캐피탈 투자 규모(단위 : 백만USD, 출처: OECD 2019)<sup>3)</sup>

국가명	투자규모	국가명	투자규모
미국	135,648.69	아일랜드	184.93
영국	3,349.98	노르웨이	158.31
캐나다	3,286.87	헝가리	154.87
<b>대한민국</b>	<b>2,708.44</b>	러시아	131.00
일본	2,502.53	폴란드	112.98
독일	2,379.67	오스트리아	90.42
프랑스	2,164.94	뉴질랜드	73.92
네덜란드	701.94	포르투갈	51.49
스페인	655.18	에스토니아	40.06
스위스	553.56	체코	27.20
오스트레일리아	487.31	그리스	27.06
남아프리카공화국	481.69	슬로바키아	24.60
스웨덴	402.57	루마니아	23.54
벨기에	395.83	룩셈부르크	17.31
덴마크	352.44	라트비아	6.47
핀란드	321.57	리투아니아	4.88
이탈리아	261.12	불가리아	3.95

특히 GDP대비 벤처캐피탈 투자 규모는 단연 세계 최고 수준이다 (0.16% of GDP). 이는 다른 상당 수 국가들을 압도하고 벤처금융 중심의 혁신 생태계를 갖춘 미국 (0.63% of GDP), 캐나다 (0.18% of GDP)에 이은 순위이다. 그 중에서도 정부주도 벤처생태계 양성에서 우리나라는 세계 최고 수준인데, 이는 국내 정부와 기업들이 벤처 생태계 발전에 얼마나 노력하고 있는지 알 수 있다. (표 2).

3) [https://stats.oecd.org/Index.aspx?DataSetCode=VC\\_INVEST](https://stats.oecd.org/Index.aspx?DataSetCode=VC_INVEST)

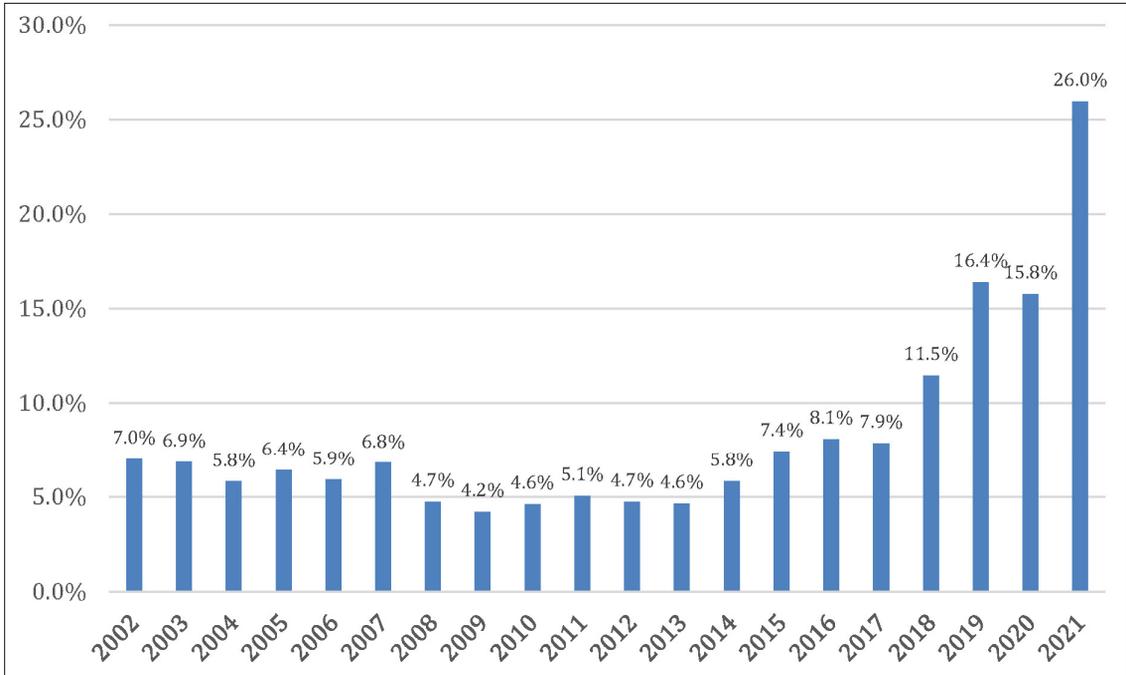
〈표 2〉 국가별 GDP 대비 벤처캐피탈 투자 비중(출처: OECD 2019)<sup>4)</sup>

국가명	GDP 대비 비중	국가명	GDP 대비 비중
미국	63.29%	아일랜드	4.64%
캐나다	18.87%	노르웨이	3.90%
<b>대한민국</b>	<b>16.45%</b>	오스트레일리아	3.53%
남아프리카공화국	13.71%	뉴질랜드	3.48%
에스토니아	12.73%	룩셈부르크	2.43%
핀란드	11.96%	슬로바키아	2.34%
영국	11.83%	포르투갈	2.15%
덴마크	10.07%	오스트리아	2.03%
헝가리	9.47%	라트비아	1.90%
프랑스	7.97%	폴란드	1.90%
네덜란드	7.74%	그리스	1.32%
스웨덴	7.58%	이탈리아	1.30%
스위스	7.57%	체코	1.09%
벨기에	7.42%	루마니아	0.94%
독일	6.16%	리투아니아	0.89%
일본	4.94%	러시아	0.78%
스페인	4.70%	불가리아	0.58%

2002년 이후 최근까지 GDP 대비 벤처투자 규모를 살펴볼 때, 저점이라고 볼 수 있는 2013년 이후 정권교체와 상관없이 벤처투자는 꾸준히 증가했다. (아래 표를 참고). 2007년 이전까지 한국의 벤처캐피탈 투자는 GDP 0.05% 이상을 유지했는데 금융위기 이후 0.05% 이하로 하락했다. 그 이후 2015년 0.07%, 2016년 0.08%, 2017년 0.05%로 완만한 성장세를 보이다가 본격적으로 성장 폭을 늘리면서 2018년 0.11%, 2019년 0.16%, 2020년 0.16%로 급격히 늘어나게 된다(아래 그림 참고). 신규 벤처 투자 역시 2017년 2.38조원에서 2020년 4.3조, 2021년 1월-9월 사이 5.26조원으로 역대 최대를 기록했다.<sup>5)</sup>

4) [https://stats.oecd.org/Index.aspx?DataSetCode=VC\\_INVEST](https://stats.oecd.org/Index.aspx?DataSetCode=VC_INVEST)

5) 「2022년 경제정책방향」 발표. 기획재정부 경제정책국 종합정책과. 2021.12.20.  
<https://eiec.kdi.re.kr/policy/materialView.do?num=221695>

〈그림 3〉 연도별 한국의 GDP 대비 벤처캐피탈 투자규모 비율 추이(출처: OECD)<sup>6)</sup>

2018년 이후 벤처금융의 폭발적 성장은 흔히 제2 벤처붐이라 불리기도 한다. 벤처 생태계의 성장이 제조업과 대기업 위주로 성장을 해온 한국 경제에 중요한 보완재 역할을 수행하고, 성장의 축으로 기능하고 기존 기업의 개방혁신(open innovation), 선순환, ESG에 중요한 역할을 한다는 점을 고려할 때, 금융의 향후 더욱 공격적으로 확대해야 한다고 판단된다. 특히 글로벌 경쟁이 기업간 경쟁이 아니라 생태계간의 경쟁으로 진화하고 있다는 점에서 전통적인 대기업의 발전과 함께 벤처생태계 발전은 필수적이다.

실제로도 2018년~2021년까지 대기업이 운영한 사내벤처 육성 프로그램의 성과는 주목할 만하다. 중소벤처기업부에 의하면 해당 프로그램은 395개 사내벤처팀, 분사, 창업기업을 지원해왔다. 그리고 해당 프로그램의 운영기업은 삼성전자, 현대차, SK하이닉스, SK텔레콤 등 국내 대기업 44개사를 포함하고 있다.<sup>7)</sup>

결론적으로 한국이 적어도 양적으로는 이미 벤처 강국임을 부인할 수 없다. 그러나 이와 함께 앞으로의 직면할 도전적인 여건들에 대해 깊은 경각심을 가질 필요가 있다. 예를 들어 생태계간 경쟁 격화로

6) [https://stats.oecd.org/Index.aspx?DataSetCode=VC\\_INVEST](https://stats.oecd.org/Index.aspx?DataSetCode=VC_INVEST)

7) <https://m.etnews.com/20210531000192>

벤처생태계, 특히 벤처금융에 대한 투자 경쟁 역시 격화될 것으로 예상하는 것이 논리적이다. 특히 최근 고조되고 있는 미·중 간 기술패권 경쟁과 공급망 충격, 팬데믹, 인구, 양극화, 데이터와 혁신기업에 대한 쟁탈전, 기후변화와 탄소 중립, ESG에 대한 강조 역시 중요한 도전이다.

향후 이러한 도전들을 극복하고 도약을 위해서는 지금까지의 양적 성장을 계속 추구하되 그 효과를 높이기 위하여 질적 성장과 효율성을 추구하는 것이 논리적이다. 그리고 이를 뒷받침하는 제도 경쟁력을 갖출 필요가 있다.

정부 역시 질적성장, 효율성, 규제 경쟁력의 중요성을 인식하고 있다. 예를 들어 규제샌드박스 사례는 597건을 달성했는데 이는 2019년 195건, 2020년 209건, 2021년 11월 현재 193건을 포함한다.

질적 도약과 투자의 효율성을 높이기 위해서는 민간 특히 시장의 역량을 활용할 필요가 있다. 예를 들어 금융 시장의 승자선택(winner picking) 역량을 발전/활용이 필수이다. 이를 위해서는 시장실패(market failure) 완화와 마켓디자인(market design)이 필수이며 이는 2017 하반기 이후 정부 정책 방향과 일치하고 있는 것으로 판단된다. 표 3은 2017년 이후 벤처생태계 관련 주요 내용이다. 후반으로 갈수록 질적, 효율성 위주의 정책이 강조되는 경향이다.

**<표 3> 연도별 국내 중소기업 정책 개요(2017-2021)**

발표시기	대 책 내 용
'17.11월	<ul style="list-style-type: none"> <li>■ 혁신창업 생태계 조성방안                             <ul style="list-style-type: none"> <li>- 혁신창업 친화적 환경 조성, 벤처투자자금의 획기적 증대 도모, 창업·투자 선순환 체계 구축 등</li> </ul> </li> <li>■ 한국형 메이커 스페이스 확산방안                             <ul style="list-style-type: none"> <li>- 창조적 혁신의 확산과 혁신성장·창업 토대 마련을 위한 혁신성장 거점으로 '한국형 메이커 스페이스 확산방안' 마련</li> </ul> </li> </ul>
'18.1월	<ul style="list-style-type: none"> <li>■ 혁신모험펀드 조성·운영계획                             <ul style="list-style-type: none"> <li>- 충분한 모험자본 공급, 펀드 결성·운영에 민간 창의성 적극 활용, 혁신창업에 대한 모험적 투자 유도, 정책펀드간 연계성 강화 등</li> </ul> </li> <li>■ 민간중심의 벤처생태계 혁신대책                             <ul style="list-style-type: none"> <li>- "민간 주도로 성장하는 활력있는 벤처생태계 조성"이라는 목표하에 벤처 스스로 자생력과 확장력을 가지고 성장할 수 있도록 지원</li> </ul> </li> </ul>
'18.3월	<ul style="list-style-type: none"> <li>■ 청년창업 활성화 방안                             <ul style="list-style-type: none"> <li>- 우수한 기술 또는 혁신적 아이디어에 기반한 청년 창업을 활성화하고, 창업기업이 지속 성장할 수 있는 환경 조성</li> </ul> </li> </ul>
'18.5월	<ul style="list-style-type: none"> <li>■ 혁신창업 붐 조성방안                             <ul style="list-style-type: none"> <li>- 기존 창업정책의 성과가 지속·확산되도록 국민의 관심 및 참여 촉진, 성공사례 창출, 지역 창업생태계 기반 조성 등을 중점 추진</li> </ul> </li> </ul>
'19.3월	<ul style="list-style-type: none"> <li>■ 제2벤처붐 확산 전략                             <ul style="list-style-type: none"> <li>- 창업→투자→성장→회수·재투자의 성장단계 강화와 스타트업 친화적 생태계 조성을 통해 양질의 일자리를 창출하고, 혁신적 포용국가의 기반 구축</li> </ul> </li> </ul>

발표시기	대 책 내 용
'19.5월	<ul style="list-style-type: none"> <li>■ 캠퍼스 혁신파크 조성방안</li> <li>- 대학 부지에 도시첨단산단을 조성하고, 창업부터 성장까지 패키지로 지원하여 대학 공간을 명실상부한 혁신성장 산업생태계로 조성</li> </ul>
'20.4월	<ul style="list-style-type: none"> <li>■ 위기를 기회로 스타트업·벤처기업 지원방안</li> <li>- 창업기업자금 확대 등 용자 및 보증 공급 추가 지원, 벤처투자 추가 공급 유도 등을 통한 스타트업·벤처기업의 코로나19 극복 지원</li> <li>■ K-유니콘 프로젝트</li> <li>- 스타트업을 예비유니콘으로 육성하고, 예비유니콘이 유니콘으로 도약할 수 있는 스케일업 여건 구축</li> </ul>
'21.1월	<ul style="list-style-type: none"> <li>■ 기술기반 벤처·스타트업 복합금융 지원방안</li> <li>- 실리콘밸리식 복합금융 제도 도입, R&amp;D 프로젝트 기반 복합금융 마련 등을 통한 기술 혁신기업 맞춤형 복합금융 확충</li> </ul>
'21.5월	<ul style="list-style-type: none"> <li>■ 청년 창업 활성화 방안</li> <li>- 지역 청년창업 중심거점 조성 및 역할 강화, 청년창업 단계별 맞춤형 지원을 통해 준비된 청년들의 도전을 사회가 응원하는 청년창업 생태계 조성</li> </ul>
'21 8월	<ul style="list-style-type: none"> <li>■ 벤처기업의 글로벌 경쟁력 강화 : 해외 VC네트워킹 확대</li> <li>■ 민관협력을 통한 벤처투자 시장 확대 : 실리콘밸리식 벤처펀드 지배구조 도입</li> <li>■ 선순환 벤처생태계를 위한 회수시장 활성화</li> </ul>
'21 12월	<ul style="list-style-type: none"> <li>■ 22년 경제정책방향 일부</li> <li>- 복수의결권 도입, 스톡옵션 개선 등 제도적 기반</li> <li>- 벤처, 스타트업 글로벌화, 중간회수펀드 활성화</li> <li>- 민간투자 방식 다양화: 유한책임회사(LLC 형) 벤처캐피털</li> </ul>

특히 2021-08-26에 관계부처 합동으로 중기부에서 ‘글로벌 4대 벤처강국 도약을 위한 벤처보완 대책’을 통해 ‘실리콘밸리식 벤처투자펀드 지배구조’를 국내 벤처투자 생태계에 도입하겠다고 발표한 바 있는데, 이는 도덕적 해이, 정보비대칭성을 포함한 거래비용(transaction costs)을 낮춰주는 효과를 가져올 것으로 예상된다. 창업투자회사가 여러 펀드를 동시에 운영하는 대신에 펀드 운용 자회사인 ‘업무집행전문회사’ 설립을 허용하여 “개별 펀드별로 업무집행조합원(GP)으로서 특수목적법인(SPC)을 별도로 설립해 펀드의 결성과 운용 업무를 수행”<sup>8)</sup> 하는 것이 가능해졌다. 따라서 운용인력이 딜소싱(Deal Sourcing)에 집중할 수 있고, 그 성과가 보너스로 직접 연결되어 도덕적 해이를 줄이고, 펀드간 성과가 혼합되지 않아 무임승차를 막고 유능한 인력을 유지할 수 있다. 해외 VC의 국내 벤처투자에 대한 출자도 용이해질 것이다.

실리콘밸리식 지배구조는 질적 성장과 함께 투자효율성 향상을 직접 달성할 수 있는 대표적인 정책으로 보인다. 동일한 경제적 효과를 위해서는 상당한 세금이 투입되어야 하므로, 합리적인 제도 도입으로 이를 달성할 수 있는 사례가 될 것이다. 다음 섹션에서는 이러한 시도를 더욱 발전시킬 수 있는 향

8) <https://www.korea.kr/news/pressReleaseView.do?newsId=156474180>

후 정책방향과 이에 관한 학술적 기반을 논의한다.

### III. 향후 정책 방향과 학술적 기반

#### 1. 실리콘밸리식 벤처캐피탈 계약 도입 및 정착의 필요성

##### 1) 실리콘밸리식 계약의 국내 도입 여건

국가의 운명을 결정하는 글로벌 생태계, 기술 경쟁에서 양적 성장은 중요하다. 그러나 이를 넘어서 질과 효율성 위주의 정책방향을 강화할 필요가 있다. 특히 실리콘밸리식 VC계약이 안정적으로 작동할 수 있도록 제도적 환경을 조성해야 한다 (Aghion & Bolton, 1992; Dewatripont & Tirole, 1994; Kaplan & Strömberg, 2003). 실리콘밸리식 VC계약의 뚜렷한 특징 (distinguishing characteristics)은 현금흐름 (cash flow rights), 경영참여 (eg, board rights), 투표권 (voting rights), 청산우선권 (liquidation rights), 기타 경영에 관련된 사항 (other control rights)이 다 분리되어 계약되고 이들이 추상적인 법리 논쟁과 제도적 불확실성 등 없이 안정적으로 인정/작동된다는 점이다 (Kaplan & Strömberg, 2003).

예를 들어, 주식을 가지고 있다고 해서 꼭 비율만큼 배당을 받고, 경영에 참여할 수 있고, 주총에서 표를 행사할 수 있는 것이 아니라, 이 모든 것들이 협상의 대상이며 조건부 (state-contingent), 다른 말로 시나리오 기반이다. 좀 더 구체적으로 나스닥에서 IPO시 창업자에게 주어지는 복수의결권도 마찬가지 맥락에서 볼 수 있다. 성공한 창업자에게 의사결정권(control right)을 늘리기 위한 장치인데 이는 전형적인 실리콘밸리식 VC 계약이다. 실리콘밸리식 계약은 창업가가 성공할수록 더 많은 의사결정권을 주고, 창업가가 목표를 달성하지 못하면 투자자의 경영참여가 높아진다. 그런데 창업가가 회사를 성장시켜 추가투자를 받거나 기업공개(IPO)를 하게 되면 오히려 창업자의 지분이 줄어들며 경영권을 행사하기 어려워진다. 이를 타개하고 성공하의 (“good states”) 창업자의 의사결정권을 유지하기 위하여 복수의결권 등이 등장하게 된다.

실리콘밸리식 VC 계약은 2016년 노벨경제학상을 수상한 Hart의 불완전계약이론, 이를 확장한 주요 경제학자들의 예측 (prediction)에 부합한다(Aghion & Bolton, 1992; Dewatripont & Tirole, 1994; Kaplan & Strömberg, 2003). 결국 학술적으로 검증되고 실리콘밸리 등 실무적으로도 영향력 있는 실리콘밸리식 계약 도입은 매우 국내 벤처생태계 질적성장과 효율성을 위한 중요한 출발점이다. 실리콘밸리식 계약이 작동하는 상황에서 정부 등의 벤처금융을 확대한다면 더욱 좋은 성과를 기대할 수 있을 것이다. 이와 함께 향후 복수의결권, 미국식 우선주 도입 등 실리콘밸리식 VC 계약을 도입할

때 계량적, 학술적 성과와 과학에 기반한 논의를 통해 건설적인 제도 개선이 이루어져야 할 것이다. 또한 자본시장에서 이루어지고 있는 시장참여자들의 계약방식에 대한 배경과 맥락 역시 현실적으로 반영될 필요가 있다.

최근 2021-10-28 서울고법 민사16부(재판장 차문호 부장판사) 판결은 실리콘밸리식 VC계약 관점에서 아쉬운 점이 많다. 해당 판결의 내용을 요약하면 다음과 같다.<sup>9)</sup>

#### 계약 시점

- 디스플레이 제조업체인 A사가 컴퓨터시스템 제조·판매 회사인 B사를 상대로 낸 상환금 청구소송 (2020나2049059)
- B사는 2016년 12월 전환상환우선주 (RCPS) 20만주를 발행
- A사는 B사로부터 RCPS를 20억원에 인수하는 계약을 체결
- A사는 '투자자금 회수'를 담보하기 위해 B사가 향후 신주를 추가 발행하는 경우, '사전 서면동의'를 받아야 한다는 특약
- 해당 약정을 위반하면 투자금을 조기상환하고, 투자금 상당액의 위약벌을 부담

#### 계약 이후 상황

- 이후 A사의 '사전 서면동의' 없이 B사가 2018년 8월과 11월에 각각 18만주, 8만주의 신주를 발행
- A사는 B사를 상대로 "투자금의 조기상환금 20억원과 위약벌 20억원 등을 지급하라"며 소송

#### 법원 판결

- 원고일부승소 판결한 1심을 취소하고 원고패소 판결:
- "회사 경영과 관련해 일부 주주에게만 '특수한 권한'을 부여하는 내용의 종류주식의 발행이 허용되지 않는 현행법 체계에서 회사와 신주인수인 사이에 '별개의 약정'으로 주식에 표창된 권리를 넘는 권리 또는 권한을 부여하고, 약정을 위반할 경우 강력한 제재를 가하는 방법으로 그 이행을 강제하는 것은 허용할 수 없다"
- "주주평등의 원칙'에 반해 무효"

#### 기타 재판부 언급

- "신주인수로 주주 지위만을 갖게 된 A사에 대해 다른 주주들에게는 인정되지 않는 우월한 권리'를

9) <https://m.lawtimes.co.kr/Content/Case-Curation?serial=173923>

부여해 회사 경영에 절대적인 영향력을 행사할 수 있도록 만드는 것”

- “배당가능 이익의 존재여부와 상관없이 언제든지 출자금의 배액을 초과하는 금액을 반환 받을 수 있는 권리를 부여함으로써 실질적으로 주주에 대해 '투자자본의 회수'를 절대적으로 보장하는 기능”
- “이른바, '황제주'와 같은 사실상 법이 허용하지 않는 내용의 종류주식을 발행하는 것과 같은 결과를 초래하게 될 우려”
- “재무적으로 열악한 상황에 처해 신주발행 방식을 통해 자금을 조달하고자 하는 회사의 기존 주주들을 매우 불공평하고 불리한 지위에 놓이게 만들고, 나아가 그러한 계약 내용은 적절한 공시방법이 없는 상황을 고려할 때 주식의 거래 안전도 해할 우려”

판결에서 지적한 “주주평등의 원칙”은 중요한 원칙이고 자본시장의 중요한 근간임은 부정할 수 없다. 하지만 자본조달 과정에서 국내에서 이미 광범위하게 계약되고 있는 사전동의권과 같은 계약이 금지되거나 제한되는 경우 계약비용이 상승할 우려가 있으므로 이에 대한 고려나 대책이 필요하다.<sup>10)</sup> 무엇보다도 위와 같은 법원의 판결은 투자자와 창업자들 간의 다양한 계약관계를 모색하는 실리콘밸리식 VC 계약 정착을 저해할 여지가 있다는 점에서 우려가 된다.

한편 투자자-기업간 주요 의사결정 사항을 나열하고 여기에 투자자 동의권을 부여하는 것은 실리콘밸리식 VC 계약은 물론 영국, 일본, 독일 등에서도 광범위하게 등장하는 계약(Chun, 2021)인데 여기에는 이유가 있다. 정보의 비대칭성, 도덕적해이, 그리고 미래의 불확실한 상황 각각에 대하여 시나리오 별로 혹은 조건별 계약을 체결하는 것이 사실상 불가능하기 때문이다. 모든 상황에 대하여 사실상 불가능한 계약을 체결하도록 노력하는 대신에 관찰가능한 신호 (observable signal) 예를 들어 매출이나 자금상황 등을 기반으로 누가 의사결정을 할 것인가에 대한 권리를 배분 (allocating control rights)하는 방식으로 계약을 체결하는 것이 효율적이기 때문이다.

대부분의 VC 계약은 대주주지분을 취득하는 계약이 아니고 창업가들도 이를 바라지 않는다. 창업가의 유인구조를 파괴하기 때문에 벤처캐피털이 초기기업의 경영권을 투자시점에서 획득할 이유도 없다. 이러한 상황에서 기존 투자자들의 동의에도 불구하고 신규 투자자의 경영참여를 주주평등의 원칙에 의하여 제한한다면 투자자의 이익을 보호하기 어렵고, 결국 벤처금융이 축소될 수밖에 없다. 2020년 벤처투자 촉진에 관한 법률 시행과 함께 도입된 조건부지분인수계약(SAFE·Simple Agreement for Future Equity)은 대표적인 실리콘밸리 방식의 투자법인데, 기업가치 산정으로 인한 이견으로 투

10) 관련 대법원 2020. 8. 13. 선고 2018다236241 판결에서도 “주주평등의 원칙이란 주주는 회사와의 법률관계에서는 그가 가진 주식의 수에 따라 평등한 취급을 받아야 함을 의미하며, 이를 위반하여 “회사가 일부주주에게만 우월한 권리나 이익을 부여하기로 하는 약정은 특별한 사정이 없는 한 무효”, “투자계약이 체결된 시점이 을 등이 주주 자격을 취득하기 전이었다고 하여 달리 볼 수 없다”는 논리로 주주간 수익금 지급약정이 무효화되었다.

자 유치 자체가 어려운 초기기업들에 좋은 대안으로 주목받고 있다. 조건부지분인수계약은 선행 투자자의 지분가치를 후속 투자 유치시 확정하는 구조인데, 투자자 입장에서선 모험 투자에 대한 합리적인 가치평가를 받을 수 있고, 창업자 입장에서선 초기 기업가치를 과도하게 저평가 받는 위험을 해소해준다. 이처럼 다양한 계약 방식의 모색을 통해 최적화된 자본조달이 이루어질 수 있도록 전향적인 법제도 개선이 필요하다.

## 2) 불완전계약과 실리콘밸리식 벤처캐피탈 계약

실리콘밸리식 VC 계약은 주류 경제학의 관점에 부합한다. 2016년 노벨위원회는 Oliver Hart와 Bengt Holmström에 노벨경제학상을 수여하며 다음과 같이 언급했다.<sup>11)</sup>

Modern economies are held together by innumerable contracts. The new theoretical tools created by Hart and Holmström are valuable to the understanding of real-life contracts and institutions, as well as potential pitfalls in contract design.

Because it is impossible for a contract to specify every eventuality, this branch of the theory spells out optimal allocations of control rights: which party to the contract should be entitled to make decisions in which circumstances? Hart's findings on incomplete contracts have shed new light on the ownership and control of businesses and have had a vast impact on several fields of economics, as well as political science and law.

노벨위원회가 밝힌 Hart와 Holmstrom의 공헌은 계약과 제도에 대한 직관과 학술적 성과다. 특히 Hart는 불완전계약 이론의 선구자로 모든 상황 (every eventuality)에 대하여 계약을 체결하는 것이 불가능하므로 의사결정권 최적배분 (optimal allocation of control rights)을 통해서 그 계약의 불완전성을 해결하는 방향으로 현실적인 계약과 제도가 형성되어 왔다는 점을 주목하고 이를 바탕으로 경제학, 정치학, 법학 등에 큰 영향을 미치는 이론을 정립했다. 불완전계약의 정의는 다음과 같다.

“An incomplete contract has gaps, missing provisions, and ambiguities and has to be completed (by renegotiation or by the courts) with strictly positive probability in some states of the world.” (Hart, 1995)

11) <https://www.nobelprize.org/prizes/economic-sciences/2016/press-release/>

불완전계약 이론은 회사이론(the theory of firm) (Coase, 1937)과도 밀접하게 관련되어 있다. 모든 가능한 조건(contingency)별로 계약을 작성할 수 있다면 회사라는 조직을 만들어서 거래를 내재화할 필요가 없다. 그 대신 필요할 때마다 독립적인 계약자들과 유연하게 계약을 체결하면서 대응하면 된다. 회사가 존재하는 이유는 현실의 계약이 불완전할 수밖에 없고 자산에 대한 소유권을 가진 회사가 의사결정권을 행사하는 것이 계약의 불완전성을 해결하는 방안이 될 수 있기 때문이다.

불완전계약 이론은 Grossman & Hart (1986), Hart & Moore (1999) 등에 의하여 구체화되었고, Hart, Grossman, Moore 등은 물론 (Hart & Moore, 1999), 후속 연구자들에 의하여 크게 발전했다 (Nöldeke & Schmidt, 1995, 1998). 특히 금융 계약과 관련해서도 중요한 이론 논문들이 등장했고 (Aghion & Bolton, 1992; Dewatripont & Tirole, 1994), 이는 계량적으로 검증되며 현실 설명력을 인정받았다(Kaplan & Strömberg, 2003).

특히 벤처캐피탈 계약에서 불완전계약이론에 부합하는 부분이 많다. 벤처캐피탈 계약에서 투자자의 권리는 불완전계약의 예측과 같이 다양한 조건(contingencies)에 의하여 영향을 받는데 대표적인 투자자의 권리에 영향을 주는 조건은 다음과 같다.

- 재무적 성과 (financial measures of performance)
- 비재무적성과 (non-financial measures of performance)
- 현금 배당 충족 여부 (meeting dividend of nonredemption payment)
- 행위 (certain actions being taken)
- 자금조달 (offering of securities)
- 창업자 역할 (founder staying with firm)

이상의 조건에 영향을 받아 투자자가 주요 의사 결정에 영향을 줄 수 있는 계약상 조항들은 예를 들어 다음과 같다.

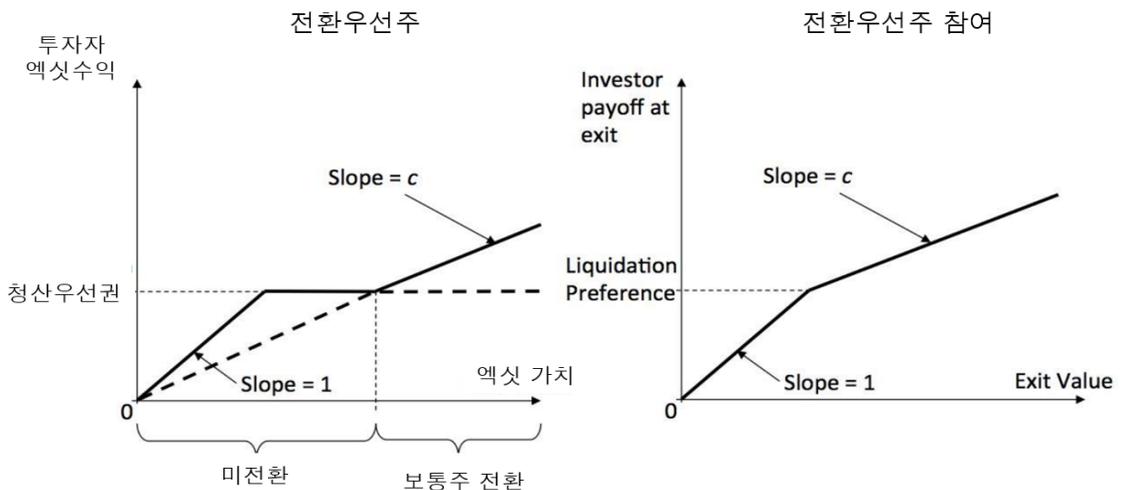
- 현금에 대한 권리 (cash flow rights)
- 투표 (voting rights)
- 이사진 (board rights)
- 강제매각 (right to force sale)
- 배당, 청산 (liquidation or dividend amount)
- 환매 (redemption rights)
- 약정취소 (release of committed funds)

- 기타 (any rights)

위 결과는 1999-2000 기간 중 14개의 주요 벤처캐피탈에 의한 119개 회사에 대한 213건의 투자계약서를 분석한 내용이며 (Kaplan & Strömberg, 2003) 최근의 벤처캐피탈 업계에 새로운 형식의 계약들이 출현하긴 했으나 현재도 크게 차이가 없다 (예: 한국벤처투자(주) 발간 벤처기업을 위한 투자계약서 해설서<sup>12)</sup>) (Ewens et al., 2022).

실리콘밸리 VC 계약은 대부분 전환우선주 (convertible preferred equity) 혹은 그 변주 (variants)이며 여기에 참여권 (participation rights)<sup>13)</sup>, pay-to-play<sup>14)</sup>, 이사회 참여권 (board representation; investor seats on the startups' board)를 상당부분 포함한다. 참고로 아래 그림은 참여조항이 없는 경우와 존재하는 경우의 전환우선주 투자자 보수 구조를 보여준다 (Ewens et al., 2022).

〈그림 4〉 스타트업 투자자 엑시트 수익 도표(Exit payoff diagram)<sup>15)</sup> (Ewens et al., 2022)



왼쪽 그래프는 전환우선주(수직축)에 대한 최종 보상을 스타트업의 엑시트 가치(수평축)의 함수로 보여준다. 투자자는 청산우선권(투자금액의 배수, 일반적으로 시드 또는 시리즈 A라운드의 경우 1X)를 받을 권리가 있지만, 대신 우선주를 스타트업 보통주의 일부  $c$ 로 전환하는 것을 선택할 수 있다. 오른쪽 그래프는 투자자가 청산 우선권을 받을 권리가 있는 참여형 전환우선증권에 대한 대가를 나타낸 것으로, 이후 전환 기준으로 나머지 가치에 참여한다.

12) [http://www.kvca.or.kr/Program/board/listbody.html?a\\_gb=board&a\\_cd=12&a\\_item=0&sm=4\\_3&page=1&tm\\_num=0&po\\_no=5085](http://www.kvca.or.kr/Program/board/listbody.html?a_gb=board&a_cd=12&a_item=0&sm=4_3&page=1&tm_num=0&po_no=5085)

13) 현금흐름에 대한 권리로 우선주에 보통주의 권리를 추가로 주는 조항.

14) 투자자가 후속 투자에 참여하지 않을 경우 현금흐름이나 의사결정에 관한 권리의 일부를 박탈하는 조항.

15) Ewens, M., Gorbenco, A., & Korteweg, A. (2022). Venture capital contracts. *Journal of Financial Economics*, 143(1), 140.

실리콘밸리식 VC 계약은 민간의 역량을 활용할 수 있는 중요한 그릇(instrument)가 된다. 다음 문제는 어떤 국내의 역량을 활용할 것인가가 문제다. 다음 섹션에서는 국내의 전략적 자원과 역량을 어떻게 활용할 것인지를 자원기반이론(RBV: resource-based view) 관점에서 논의한다.

### 3) 자원기반이론(RBV)과 국내의 자원/역량 활용

RBV (자원기반이론, Resource-based view)는 경영학의 대표적인 이론이다(Barney, 1991, 2001; Barney & Arikan, 2001; Conner & Prahalad, 1996; Dierickx & Cool, 1989; Mahoney & Pandian, 1992; Peteraf, 1993). 자원기반이론은 지속적인 경쟁우위 (sustainable competitive advantage)를 창출할 수 있는 조직 경쟁력의 원천에 관한 이론이다. 자원기반이론은 동적역량 (dynamic capabilities), 핵심역량 (core competence), 지식기반이론 (knowledge-based view) 등으로 확장되었다.

지속적인 경쟁우위가 없는 조직은 다른 조직에 의하여 경쟁에서 밀려나 시장에서 퇴출된다. 이러한 과정을 통해 경제 내에서 지속적인 혁신이 발생하게 되고 동적 효율성이 달성된다. 자원기반이론은 여러 갈래가 있다. 가장 대중적인 버전의 자원기반이론에 의하면 지속적 경쟁우위의 원천은 전략적 리소스로 결정되고, 전략적 리소스의 가치는 VRIN에 의하여 평가될 수 있다. VRIN은 Valuable, Rare, Inimitable, Non-substitutable의 첫 글자에서 유래되었으며 아래와 같이 정의된다.

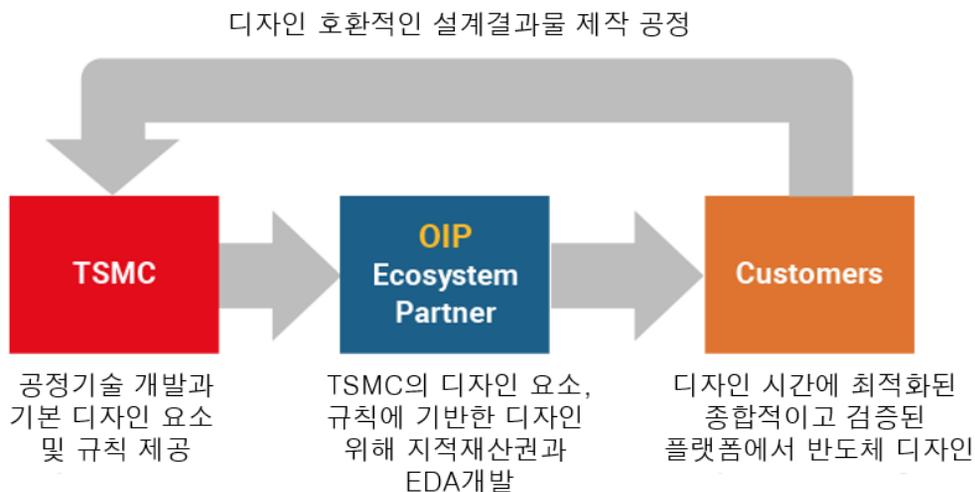
- Valuable: 조직이 가지고 있다고 주장하는 리소스나 역량의 가치
- Rare: 조직이 가지고 있다고 주장하는 역량의 희귀성
- Inimitable: 조직의 역량을 경쟁자가 쉽게 흡수할 수 있는지 여부
- Non-substitutable: 경쟁 역량에 의한 조직 역량의 대체가능성

결국 VRIN 조건을 충족하는 전략적 리소스를 보유하고 이를 활용하는 조직이 지속가능한 경쟁우위를 달성할 수 있다는 이론이다. 가치 있는 리소스는 무형일 수도 있다. 예를 들어 브랜드명이나 기술적 노하우가 있다. 대표적인 사례가 디즈니의 콘텐츠와 이에 대한 활용 역량이다. 디즈니는 콘텐츠를 활용하여 영화, 장난감, 테마파크, 게임, 비디오 등 다양한 사업을 성공적으로 수행할 수 있는 체계가 갖춰져 있다. 설령 다른 기업이 디즈니의 일부 콘텐츠를 구매한다고 하더라도 디즈니처럼 이를 효율적이고 효과적으로 사용하기도 힘들다.

파운드리 시장의 TSMC의 경우도 명확한 전략적 리소스를 가지고 있다. VCA (Value Chain Aggregators)라 불리는 네트워크는 TSMC와 긴밀하게 협력하여 시스템, ASIC 및 신생 고객이 생산

에 혁신을 가져올 수 있도록 지원하며 독립적인 설계 서비스 회사들로 이루어져 있다. VCA는 TSMC의 OIP (Open Innovation Platform®) 내에 설계 지원 빌딩 블록을 통합하고 IP 개발, 설계 백엔드, 웨이퍼 제조, 조립 및 테스트를 포함하여 IC 가치 사슬의 각 링크에서 특정 서비스를 제공하고 있다(그림 5).

**〈그림 5〉 TSMC의 오픈이노베이션 플랫폼 프로세스<sup>16)</sup>**



삼성전자와 같은 경쟁자는 시스템 반도체 DSP (system semiconductor design solution partners), 그리고 이를 포괄하는 SAFE (Samsung Advanced Foundry Ecosystem) 라는 제도로 각각 TSMC의 VCA와 OIP를 모방하려 하고 있다. 이외에도 TSMC는 세계 최초의 순수한 반도체 제조회사로서 고객과의 신뢰 관계를 구축하고 있고 이러한 신뢰자본도 중요한 전략적 리소스로 볼 수 있다. TSMC 사례는 기업의 전략적 리소스가 관행 (일상적인 경영활동), 업무 처리 프로세스, 문화일 수 있음을 의미한다. 한때 세계를 제패한 일본 자동차 회사들의 원가절감, 린생산, 고품질, 제품개발 속도 등은 좋은 예다. 이제는 테슬라가 보유한 슈퍼충전 네트워크, 배터리 가치사슬, 데이터, 소프트웨어 업데이트, 인공지능 역량, 브랜드가 자동차 업계의 가장 중요한 전략적 리소스로 등장하고 있다. 테슬라나 TSMC의 사례는 전략적 리소스가 단순히 기업이 아닌 혁신 생태계 차원의 경쟁력에서도 매우 중요하며 어떻게 이를 활용해야 하는지 잘 보여준다. 특히 벤처생태계 경쟁력에 관한 시사점이 크다. 바로 지속 가능하면서도 세계적인 경쟁력을 갖춘 벤처생태계를 만들기 위해서는 이미 존재하는 한국의 혁신생태계의 전략적 리소스를 파악하고 이를 확장하는 형태로 진행되어야 한다는 점이다.

그렇다면 벤처생태계가 활용할 수 있는 전략적 리소스는 무엇인가? 본 연구에서는 두가지에 주목한

16) <https://www.tsmc.com/english/dedicatedFoundry/oip>

다. 첫째, 세계적인 경쟁력을 갖춘 국내 대기업집단(소위 재벌)이다. 둘째, 한국이 미국, 중국과 함께 의미 있는 종합형, 포탈형 디지털 플랫폼을 유일하게 보유한 국가라는 점이다. 이하 각각을 어떻게 활용할 수 있을지에 대하여 상술한다.

## 2. 대기업 집단 리소스와 벤처생태계: CVC(Corporate Venture Capital)

세계적인 경쟁력을 가진 대기업집단의 전략적 리소스와 역량을 벤처금융으로 활용하는 가장 좋은 win-win 전략 중 하나는 CVC(Corporate Venture Capital)이다. 이는 Google, Intel, Qualcomm, Novartis, Johnson & Johnson, 삼성전자 등의 성공사례를 통해서도 확인할 수 있다. 그러나 대기업집단이 한국에서 논쟁적인 주제인 것처럼 CVC 역시 이에 대한 논쟁이 만만치 않다. 이하 CVC에 대한 몇 가지 반대 논리를 중심으로 이에 대한 대안과 전략을 제시한다.

첫째, 계열사 형태로 CVC를 보유하면 (예: 삼성) 금산분리 위반이 아니고, 일반지주회사의 CVC 보유 (예: LG)는 금산분리 위반이니 제약해야 한다는 금산분리 논리 (on banking/commerce separation doctrine)가 존재한다. 이는 지주회사 여부로 금산분리<sup>17)</sup>를 감별(鑑別)하자는 논리인데, 그 결과 지주회사이기 때문에 규제가 계속 되어야 한다는 주장으로 이어진다. 실제 국내 기업집단 대상 규제에 이러한 모순이 존재하고 있다. 가장 대표적인 사례가 경제력 집중을 막기 위한 정책적 수단의 근거가 대기업집단의 특정인데, 이 대기업집단을 정의하는 과정이 대기업집단에 영향을 끼치는 ‘동일인’을 지정하고 그 영향력이 미치는 범위를 다시 대기업집단으로 지정하는 일종의 순환 논증이 이어지고 있다.

같은 맥락으로 금융산업 간 상호소유 및 지배를 제한하자는 금산분리 원칙과 지주회사 여부는 논리적으로도, 실증적으로도 그 관계가 매우 빈약하다. 이러한 주장을 뒷받침하기 위해서는 다음과 같은 사항이 필요하다.

- 일반지주회사 CVC가 다른 네트워크 구조의 대기업 계열사 CVC 보다 부작용이 유의하게 큰 지에 대해 데이터 분석을 하거나, 시뮬레이션 결과를 제시하거나,
- 왜 계열사 CVC는 받아들일 수 있고, 지주회사의 CVC는 받아들이기 어려운지 관련 문헌을 제시하거나,
- 주장하는 측에서 금산분리 여부 감별에 대한 어떤 권위 (authority)나 정당성 (legitimacy)를 가지고 있는지 라도 보이거나,

17) 혹은 “the separation of finance and commerce”.

- 지주회사체계보다 복잡한 구조의 기업집단에서는 왜 금산분리 측면에서 CVC가 받아들일 수 있는 것인지, 혹은 앞으로 네트워크 구조의 기업집단의 CVC는 모두 금지시킬 것인지

등과 같은 사실관계를 설명해주어야 한다. 위 설명이 없다면 구글이나 카카오가 하면 금산분리 측면에서 괜찮고, LG가 적극적인 CVC를 하면 금산분리 원칙 훼손이라고 주장하는 것이나, 지주회사이기 때문에 안된다고 주장하는 것과 논리적인 측면에서 다를 바가 없을 것이다.

둘째, 일반지주회사 CVC는 금산분리 원칙을 훼손한다는 주장이 존재한다. 이는 앞선 논의에 대한 추가 반대 논리라고 할 수 있다. 쉽게 설명하면 삼성벤처는 금산분리 측면에서 받아들일 수 있으나 LG벤처는 지주회사라서 강력한 규제를 해야 한다는 주장이다. 또는 지주회사 CVC는 아예 금산분리 원칙 훼손이라는 감별 논리로도 볼 수 있다.<sup>18)</sup> 금산분리 원칙에 대해서는 다음 사항들을 생각할 필요가 있다.

- 금산분리 위반을 감별하는 것은 흑백의 문제인가? 아니면 흰색부터 회색을 거쳐 검은색까지 다양한 스펙트럼의 문제인가?<sup>19)</sup>
- 후자가 맞다면 어디에 선(line)을 그어서 그 이전은 금산분리 적합, 그 이후는 금산분리 위반인지 감별할 수 있는 것인가?
- 선을 긋는 권위(authority, legitimacy)는 누가 가지고 있고 어떤 논리로 “원칙을 훼손한다고” 그 권한을 행사하려고 하는가? (그림 6)

18) 물론 삼성벤처투자나 구글벤처 마저도 금산분리 원칙을 훼손한다는 ‘금산분리 강경론자’도 있고, 혹은 모든 CVC가 금산분리를 훼손한다는 ‘순수 금산분리’를 주장하는 경우도 있으나 이는 극히 소수이고 현실성이 결여되어 논의에서 제외한다.

19) 경제학자들의 연구결과에 의하면 사실은 산업분류 자체가 연속적(continuous) (Hoberg & Phillips, 2016)이다. 그렇다면 금산분리 원칙 훼손의 정도/여부도 연속적일 수밖에 없다. 금산분리가 도그마나 절대적인 원칙이 아님은 FRBSF의 다음 언급에서도 잘 드러난다: “But this separation is not absolute. An individual can legally own controlling interests in both a bank and a commercial firm.” (Krainer, 1998). 금산분리의 양상은 논의의 출발점인 은행-상업 분리에서 마저도 역사적으로 매우 다양한 모습이다 (Cantillo, 1995).

〈그림 6〉 금산분리 원칙 부합여부에 대한 다양한 사례



### 금산분리 원칙부합 여부의 보편타당한 기준은 어디쯤인가?

금산분리가 우리나라에서는 여전히 유의미한 원칙인 것과는 별개로 그 자체로서 신성불가침의 도그마처럼 간주하며 특정 해석을 강요하는 문화가 존재하는 것도 사실이다. 그렇다면 금산분리는 이진법이 아니라 연속적(continuous)인 것으로 보아야 하고, 반드시 찬반론의 대립구도로 접근할 일은 아니다. 실무적으로도 어디까지 금산분리를 허용하고 제한할 것인가가 논쟁이 된다는 점에서 이미 연속적인 개념을 전제로 하고 있다. 만약 연속적인 특정 지점에 선을 긋고 (현재는 LG벤처와 삼성벤처 및 카카오은행의 사이) 그 선을 넘으면 금산분리 원칙 훼손이고 그 선을 넘지 않으면 금산분리 원칙 훼손이 아니라고 주장하는 것은 벤처 생태계의 건전한 발전에 도움이 되지 않는다.

“금산분리 원칙 훼손”을 주장하는 측은 주장의 근거, 무엇보다도 어디에 선(line)을 긋고 있는 것인지 명확하게 밝히고 그 이유를 설명해야 할 것이다. 선이 이미 그어져 있으니, 즉 규제 때문에, 그 선을 지켜야 한다는 동어반복적인 논리 역시 규제를 검토하는 국면에서 적절하지 않은 주장이다.<sup>20)</sup> 애당초 은행에서 출발한 금산분리 원칙 훼손 여부(banking/commerce separation doctrine)는 쉽게 정의하기가 어려운 문제다. 은행 이외의 분야에서는 특히 그러하다. 게다가 최근 학계와 글로벌 규제기관을 중심으로 전통적인 금산분리 원칙과 충돌하는 핀테크 등 혁신기술의 도래와 함께 금산분리 재검토가 활발하게 이루어지고 있음을 상기할 필요가 있다, 따라서 “금산분리 원칙 훼손이다 아니다”를 쉽게 선언하는 것, 특히 이분법적으로 규정하는 것은 조심스럽게 접근할 필요가 있다(Baradaran, 2011; Ford, 2019; Khan, 2019; OECD, 2020).

20) 예를 들어 어차피 수정될 현행법이 아니라 본인이 주장하는 “금산분리 원칙”을 설명하고 왜 삼성벤처스는 금산분리 \*원칙\*에 부합하고 LG벤처스는 금산분리 \*원칙\*에 부합하지 않는지 등을 명쾌하게 설명해야 함.

셋째, “벤처기업의 부진은 자본 부족이 아니라 불공정한 시장구조로 인해 투자할 만한 기업이 없는 것이다”라는 주장이 있다.<sup>21)</sup> 지주회사 형태 대기업집단의 CVC는 원칙 훼손이라는 일종의 낙인(stigma)을 부여하는 몇몇 금산분리 감별론의 의견 보다는 진일보한 의견으로 진지하게 검토해 볼만한 의견이다. 하지만 많은 VC들이 펀드레이징(fundraising)을 위하여 치열하게 경쟁하고 있고, 그 과정에서 투자 계획(investment thesis)과 투자 모형(company making strategy)을 다듬고 발전시켜 나가는 현실과 배치되는 주장이기도 하다. 쉽게 말해서 투자할 기업이 없다고 느끼는 VC가 있다면 펀드레이징을 하지 않으면 되는 것이다.

벤처기업 투자는 좋은 기업을 골라서 분산 투자를 하는 단순 포트폴리오 투자가 아니다. 상향의 여지(company making)가 있는 기업을 발굴해서 VC가 기업가와 같이 가치상승(value up)을 만드는 것이다. 따라서 투자 대상이 있느냐 없느냐의 여부는 사실 VC의 능력과도 직결되어 있다(eg, Chesbrough (2002), Hellmann & Puri (2002)).

뿐만 아니라 전략적 투자자(strategic investor)로서의 CVC와 재무적 투자자(financial investor)로서의 일반 VC는 그 자금의 성격이 다르다. 설령 재무적 투자자 관점에서 투자할 기업이 없다고 해도 ‘돈의 성격이 다른’ 전략적 투자자 관점에서는 얼마든지 다를 수 있다. “벤처기업 부진은 자본 부족이 아니라 투자할 기업이 없어서”라는 주장은 일종의 가설이다. 그렇다면 이론적 도출과 경험적 근거(ie, data)가 제시되어야 한다. 그리고 VC의 핵심 가치인 company making의 최고 역량은 적어도 국내에서는 대기업들이 보유하고 있음을 상기할 필요가 있다. 따라서 국내 스타트업 생태계 발전을 위하여 비재무적 자원(non-financial resources) 관점<sup>22)</sup>에서도 CVC 활성화는 매우 중요하다.

“벤처기업에 자금을 지원하는 방안은 다양하고, 지금도 투자 프로젝트가 매력적이거나 초기 실적이 우수하면 자금을 조달하는데 전혀 문제가 없다”는 명제도 비슷한 맥락이다.<sup>23)</sup> 추가로 상기 의견은 company maker로서의 VC의 적극적인 역할은 물론 스타트업 펀딩에서 정보비대칭성으로 인한 시장실패(market failure)<sup>24)</sup>와 시장디자인 실패(market design failure)와 상충하여 해당 가설을 제시하는 측이 구체적인 논거를 설명할 필요가 있다.

넷째, 현행 지주회사 100% 완전자회사, 200% 부채비율, 40% 외부자금 조달 제한(속칭 “안전장

21) <http://ccej.or.kr/62859?fbclid=IwAR1ASTfxxFgEeJrbDTtBaxvs5MJbkCfrNAqHNUm9VGpHT5TfpRpnUblJg70>

22) 예를 들어 자원기반이론(resource based view), 동적역량이론(dynamic capabilities) 등.

23) <https://news.kbs.co.kr/news/view.do?ncd=4507431>

24) 금융시장에서 시장실패는 스타트업 펀딩 계약 이외에 금융시장에서 전반적으로 발생. 이를 해결하기 위해서 금융기관들은 신용할당(credit rationing)과 같은 방법으로 금융을 과소공급(undersupply) (Stiglitz & Weiss, 1981). 따라서 일반 금융시장에서 마저도 매력적인 프로젝트라고 담보없이 펀딩을 쉽게 받을 수 있는 것은 아님. 이는 국내 중소기업 금융의 심각한 과제이며 아직도 완전히 해결되지 못하고 있음.

치”) 관련이다. 이는 메가펀드를 통하여 전략적인 분야에 대한 공격적인 투자를 차단하는 심각한 조항이다. 투자규모가 큰 대체투자의 성격을 고려하지 않고 다양한 대상에 대한 분산투자도 어렵게 만드는 규제다.<sup>25)</sup> 물론 다양한 금산분리 감별론의 반대에도 불구하고 위와 같은 소위 안전장치 하에서 CVC 규제를 완화한 문재인정부의 노력은 인정해야 한다. 그러나 향후 국내 CVC의 발전을 위해서는 경쟁력 있는 펀드를 구성하기 위해서는 Limited Partners (LP)로부터 펀드레이징을 해야 하는데 LP들로부터 40%만 자금을 조달할 수 있다면 대규모 펀드 구성 불가하다는 점을 고려할 필요가 있다. 게다가 평판과 능력이 있는 LP들은 일정 규모 이상만 투자하므로 이들로부터 펀딩을 받는 것도 불리하다. LP로부터 투자를 받는 것도 경쟁이기 때문이다.

그렇다면 유일한 방법은 CVC가 가진 자금을 스스로 투입할 수밖에 없다. 그런데 CVC가 가진 자금은 부채와 자본금의 합계인데 200% 부채 비율 때문에 부채를 조달하는데 한계가 주어져 있다. 그리고, 100% 완전자회사 규정에 의하여 지주회사가 아니면 자본금을 투입할 수도 없다.

결론적으로 100% 완전자회사 + 200% 부채비율 + 40% 외부자금 규제 조합은 CVC 발전을 가로막는 심각한 조항이다. 비전펀드 등 글로벌 메가펀드와의 경쟁이 불가능하다. 핵심 기술에 대한 전략적 투자는 다분히 머니게임이다. CVC가 구글처럼 DeepMind 같은 회사를 전략적으로 구매하는 것은 불가능 할 것이다. 다양한 형태의 CVC 들이 존재하는 현실과도 맞지 않는다. 위와 같은 규제로 인하여 CVC 제도는 벤처지주회사의 실패를 답습할 우려가 있다. 한편 VC간에도 경쟁이 치열(Phalippou, 2010)하다는 점도 간과하고 있다.

외부자금 조달 관련, 경실련은 “CVC 조성 펀드에 외부기관의 참여를 금지한다고 CVC와 외부기관의 공동투자를 가로막는 것도 아니다. 외부기관이 펀드의 유한책임사원으로 참여하는 것이 아니라 CVC와 신디케이트를 구성해서 같은 벤처회사에 투자하면 되기 때문”을 주장도 가능하다. 그러나 구글이 애플하고 신디케이트를 만들어서 틱톡에 투자하면 금산분리 위반이 아니고, 구글이 펀드를 만들어서 애플 자금을 넣어서 틱톡에 투자하면 금산분리 위반이 되는 것인가? 게다가 지분구조와 이에 따른 의사결정이 복잡해지는 신디케이트와 펀드를 통한 투자를 단순 비교하는 것은 의사결정 복잡성과 거래비용(transaction costs)은 물론 VC 투자에서 신디케이션의 특수한 역할과 보완성(complementarity)을 간과한 것이다(Brander et al., 2002; Das et al., 2011; Manigart et al., 2006).

다섯째, 현행 지주회사 CVC 해외투자 20%로 제한 관련이다. 이는 지식전이 (Knowledge spillover<sup>26)</sup>)와 분산투자 관점에서 문제가 있는 제한이다. 이하 각각에 대해서 살펴보자.

25) 창투사(1000%)나 신기사(900%) 사례 참고.

26) See Agarwal et al., 2007; Audretsch & Keilbach, 2008; Audretsch & Lehmann, 2005; Kang et al., 2011

## ① Knowledge spillover (지식전이):

능력 있는 VC와 능력 없는 VC를 결정하는 요소는 지식전이(Knowledge spillover)이다. VC에 있어서 Knowledge spillover는 A라는 회사에서의 투자경험으로 B라는 회사의 가치상승을 시키는 VC의 역량을 결정한다. CVC가 해외투자 통하여 습득한 지식으로 국내 투자회사의 가치상승을 도모할 수 있도록 해외투자 제한을 완화할 필요가 있다. 오히려 해외 투자를 장려하고, 국가적으로도 중요한 전략적 투자대상을 ‘구매나 선점’할 수 있도록 유도해야 한다.

## ② 분산투자:

금융에서 성과와 위험 관리의 핵심은 분산투자다. 해외투자는 분산투자에 매우 중요하다. 국내외 투자 대상에 대한 분산투자를 통해서 CVC는 펀드의 위험을 관리할 수 있다. 20% 제한은 펀드 운용의 기본인 분산투자(diversified portfolio)에 대한 제약이다.

## ③ 국내 스타트업의 해외 진출:

국내 벤처금융 발전을 위해서는 펀드에 능력있는 글로벌 VC를 Co-GP (co-general partners)로 끌어들이어서 글로벌 투자를 해야할 필요가 있다. 그래서 글로벌 VC의 역량을 이용하여 포트폴리오에 포함된 국내 스타트업의 세계 진출을 도모할 필요가 있다. “Geographic diversity of CVC investments can enhance technological performance.” (Belderbos et al., 2018). 그러나 해외투자를 20%로 제한하면 글로벌 VC들이 협력을 할 이유가 없다.

여섯째, 재벌 대기업의 벤처생태계 잠식과 경제력 집중을 우려하는 의견 관련이다. 하지만 경제력 집중을 막고 상생의 계약 구조를 디자인하기 위하여 CVC를 오히려 적극 활용해야 한다. CVC는 벤처생태계를 강화하여 경제력 집중을 완화하는 안에 가깝다. 모험자본으로서 VC는 태생적으로 위험을 분산하기 위해 단독으로 투자하지 않고 여러 VC가 연합하여 투자를 집행한다. 이는 일반 VC와 CVC가 공통적으로 보이는 특성이다. 대기업이 CVC를 통하여 벤처생태계를 잠식할 우려가 심각하다면 벤처생태계가 CVC를 반대해야 하겠지만 현실은 반대이다. 스타트업에 따라 “재무적” 투자보다도 오히려 CVC에서 “전략적” 투자를 받는 것을 매우 원하는 경우도 많다.

다만 이 문제는 거시적으로 깊이 고민해봐야 할 사안이긴 하다. IPO의 구조적 한계로 구글이나 삼성 등 대기업에 투자를 받거나 아예 회사를 넘겨서 투자금을 회수하는 것을 목적으로 하는 스타트업들도 많아지는 현실이다<sup>27)</sup>. 이러한 세계적 추세를 고려하면 CVC는 벤처생태계 잠식이 아닌 벤처생태계 활성화로 표현해야 할 것이다. 게다가 기술기업을 비롯한 글로벌 시장을 목표로 사업을 전개하는 스타트

업의 경우 글로벌 VC의 적극적인 투자와 인수 대상이 된다는 점도 고려해야 할 것이다. 가장 큰 기업으로는 ‘배달의 민족’의 우아한형제들이 2021년 3월 독일 딜리버리히어로(DH)에 7조 6735억원이라는 초대형 규모로 인수되었다. 그 보다 한달 전에는 영상 메신저 ‘아자르’의 운영사인 하이퍼커넥트가 나스닥 상장사 매치그룹(Match Group)에 1조 9330억원에 인수되기도 했다. 이제 경제력 집중이라는 문제를 국내 경제에 국한해서만 생각한다면, 국내 기업들이 오히려 역차별을 받게 될 수 있는 시장환경이 조성되고 있다.

기타, 재벌의 사금고화 등을 우려하는 의견이 있다. 예를 들어 “삼성전자의 사금고”라는 표현은 성립할 수 없으니 여기서 사금고의 주체인 재벌은 총수일가를 의미하는 것으로 이해한다. 사금고화를 학술적으로 표현하면 투자한 지분에 비하여 과도한 현금흐름의 권리(cash flow right)를 가지거나 지배력(control right)을 가지는 경우를 의미한다. 지분에 비하여 과도한 현금흐름 권리나 지배력을 갖는다면 이는 CVC 뿐만 아니라 어느 경우에도 받아들이기 어렵다. 따라서 이러한 일반적인 논리로 CVC를 반대하는 것은 논리적이지 않다고 볼 수 있다. CVC가 사금고화를 쉽게 만들 수 있다는 우려는 가능한데 이에 대한 감시는 이사회 기능을 강화하는 등 기업지배구조의 기본에 충실한 방식으로 해결하는 것이 바람직하다.

특히 SK 등에서 총수일가가 큰 이익을 볼 것이라는 주장도 존재한다. 총수일가가 이익을 볼 수 있다는 가능성 자체는 문제가 되지 않는다. 다만 부당한 이익의 가능성에 대해서는 문제가 될 수 있다. 부당 이익 메커니즘에 대하여 구체적으로 학술적/실무적 검토가 필요하다. 스타트업 생태계의 발전을 고려 CVC 제도의 허점을 발굴/보완하는 연구가 필요하며 무엇보다 총수의 부당이익 메커니즘이 CVC에 특화된 것인지 아니면 보다 큰 공정경쟁 관점에서 접근해야 하는 문제인지 고려해야 한다.

총수의 부당이익을 막기위하여 CVC 제도를 금지하는 것은 무딘(blunt) 전략일 우려도 있고 스타트업 업계에 피해를 줄 수 있다. 총수만을 위한 것인지 스타트업에게도 도움이 되는 것인지는 스타트업 업계에 직접 물어보는 것이 확실하다.<sup>28)</sup>

궁극적으로 총수일가와 스타트업 생태계의 공동가치창출(CSV: creating shared value) 관련 (Baron, 1995b, 1995a; Porter & Kramer, 2011) 전략을 개발하고 이에 대한 정책적 노력은 물론 학자들의 연구가 필요하다. 다만 CVC를 통한 총수의 부당이익을 막기 위해서 CVC 자체를 강력하게 규제하기 보다, 기존 공정거래법제의 적극적 활용이나 지배주주와 비지배주주간 주주권 문제 차원에서 접근하는 대안을 모색하는 것이 보다 시장친화적이고 효과적일 것으로 판단된다.

27) Why the Decline in the Number of Listed American Firms Matters (The Economist, 2017)

28) Evidence-based policy.

### 3. 플랫폼 경쟁력의 중요성과 다각화 전략

벤처생태계 발전과 관련해서 플랫폼의 다각화전략과 비즈니스그룹화는 중요한 주제다. 특히 인수합병, 벤처투자, 인력교류 등 국내 플랫폼들의 벤처금융에서의 영향력은 지대하다. 먼저 플랫폼 성장의 핵심인 개방혁신(open innovation)과 다각화전략에 대해서 살펴보자. 이는 최근에 특히 논쟁적인 주제이기도 하다.

플랫폼들의 다각화전략과 이로 인한 기업집단화와 관련 기업집단 일반론부터 살펴볼 필요가 있다. 먼저 기업집단(business group)에 대한 많은 연구에도 불구하고 중요한 질문들에 대한 답은 모르는 상태라는 점을 주목할 필요가 있다. 예를 들어 무엇보다 기업집단이 가치를 창출하고 있는가? 기업집단이 장기적 사회후생에 기여하는가? 등 중요한 질문에 관하여 학술적 컨센서스는 부족한 상태다 (eg. Carney et al. (2011) for a meta-analysis).

여기에는 데이터, 계량경제학적, 그리고 특히 컨텍스트를 어떻게 통제하느냐 등 어려운 문제가 있기 때문이다. 예를 들어 법률 및 정치 시스템과 같은 외부 제도들(external institutions)은 신흥 시장의 비즈니스 그룹 형성 및 발전과 분리될 수 없는 관계다. 기업집단 문제는 근본적으로 “관련(relatedness)” 다각화에 관한 전략과 성과의 문제이며 이에 대한 논의는 더욱 복잡하다 (Rumelt 1974; Lang and Stulz 1994; Berger and Ofek 1995). 이는 다음과 같은 어려운 학술적 도전 때문이다.

- 선택편의 (Selection biases) (e.g., Villalonga 2004a; Campa and Kedia 2002; Maksimovic and Phillips 2002; Graham, Lemmon, and Wolf 2002)
- 측정의 문제 (Measurement issues) (Villalonga 2004b; Custodio 2014),
- 조건의 문제 (Contingencies): competition (Santalo and Becerra 2008), economic conditions (Dimitrov and Tice 2006; Yan, Yang, and Jiao 2010; Hann, Ogneva, and Ozbas 2013; Kuppuswamy and Villalonga 2010; Hovakimian 2011), internal labor markets (Neffke and Henning 2013; Tate and Yang 2015), equity risks (Hund, Monk, and Tice 2010), and governance strength (Hoechle et al. 2012).

학자들은 관련 다각화(related diversification)는 옹호한다. 관련 다각화는 기업전략(corporate strategy) 그 자체이다. 그러나 관련성을 어떻게 정의하고 추정하느냐의 문제가 존재한다. 단순히 SIC 코드 등 산업분류를 기준으로 다각화의 관련성을 정의하는 것은 학술적이지도 실무적이지도 않다. 따라서 경영학자들의 경우 전략적 리소스 측면에서의 관련성(Resource relatedness)를 강조하는 경우가 많다. 전략적 리소스 측면에서의 관련성은 대표적으로 다음과 같이 정의된다.

- 리소스 재배치 비용 (Redeployment cost) (Helfat & Eisenhardt, 2004; Sakhartov, 2017;

Sakhartov & Folta, 2014, 2015)

- 리소스 필요 요건의 공통성 (The similarity of their resource requirements) (Rumelt, 1974)

그렇다면 현재 국내의 플랫폼들의 거침없는 다각화는 관련다각화(related)인가 비관련다각화(unrelated)인가? 플랫폼들의 다각화는 리소스에 기반하고 있는가? 만약 그렇다면 그 리소스는 무엇인가? 에 대해서 살펴볼 필요가 있다. 플랫폼의 전략적 리소스 역시 데이터와 데이터과학 역량이라고 볼 수 있다. 실제로도 국내 플랫폼들의 다각화전략은 데이터에 기반한 것이 거의 대부분이다. 그렇다면 왜 시장 메커니즘을 이용해서 데이터와 관련 역량을 거래하지 않고 굳이 기업전략이나 회사의 경계(firm boundary) 확장을 통해서(Coase, 1937; Williamson, 1975) 데이터와 데이터과학 역량을 “거래”할까? 그 이유는 데이터 거래에 대한 시장이 발달하지 않아서 조직 내에서의 거래가 오히려 효율적일 가능성이 크기 때문이다. 이는 데이터의 특성 때문이며 이와 관련하여, 표 4를 참고한다.

〈표 4〉 데이터 특성과 데이터 거래의 특징<sup>29)</sup>

데이터 특성	설명	데이터 거래의 특징
비가역성	가공이 이루어질수록 범용성이 저하됨	원시데이터에 대한 수요 증가
유연성	분할이나 결합, 가공 등 변형이 용이	협상에 의한 맞춤형 거래 발생 가격 산정의 어려움
결합성	다른 데이터와 결합하여 가치가 변화	표현 형식의 일치(표준화) 필요
경험성	유용성을 판단하기 위해서는 분석이 필요	품질 및 가치 평가 어려움

데이터는 거래가 이루어져도 소유권이 이전되지 않는 경우가 많다. 또한 데이터는 동일한 필드값을 주더라도 시간과 장소가 늘어나면 다른 가치를 가질 수 있다. 데이터는 공급자(또는 최초 데이터 생성자) 주도의 시장으로 유가증권 시장과 같이 매매를 통한 가격발견기능이 존재하지 않는다. 예를 들어 유가증권 시장은 매도자/매수자가 상시 존재하거나 딜러 등의 역할로 거래가 지속적으로 발생할 수 있지만, 데이터 시장은 매수자가 지속적으로 존재할 수도 없고 수요가 대부분 해당 데이터의 사용자 그룹에 한정되어 있어 유가증권 시장과 같은 딜러 또는 시장조성자 제도 등을 도입할 수는 없다. 즉, 의료 데이터는 의료업계 종사자들에게, 금융데이터는 금융 분야 종사자들에게는 매우 유용한 가치를 가지

29) 정보통신정책연구원, 한국벤처창업학회. (2020-12-21). VTW 데이터 통합 거래를 위한 환경 분석 및 추진방안 연구.

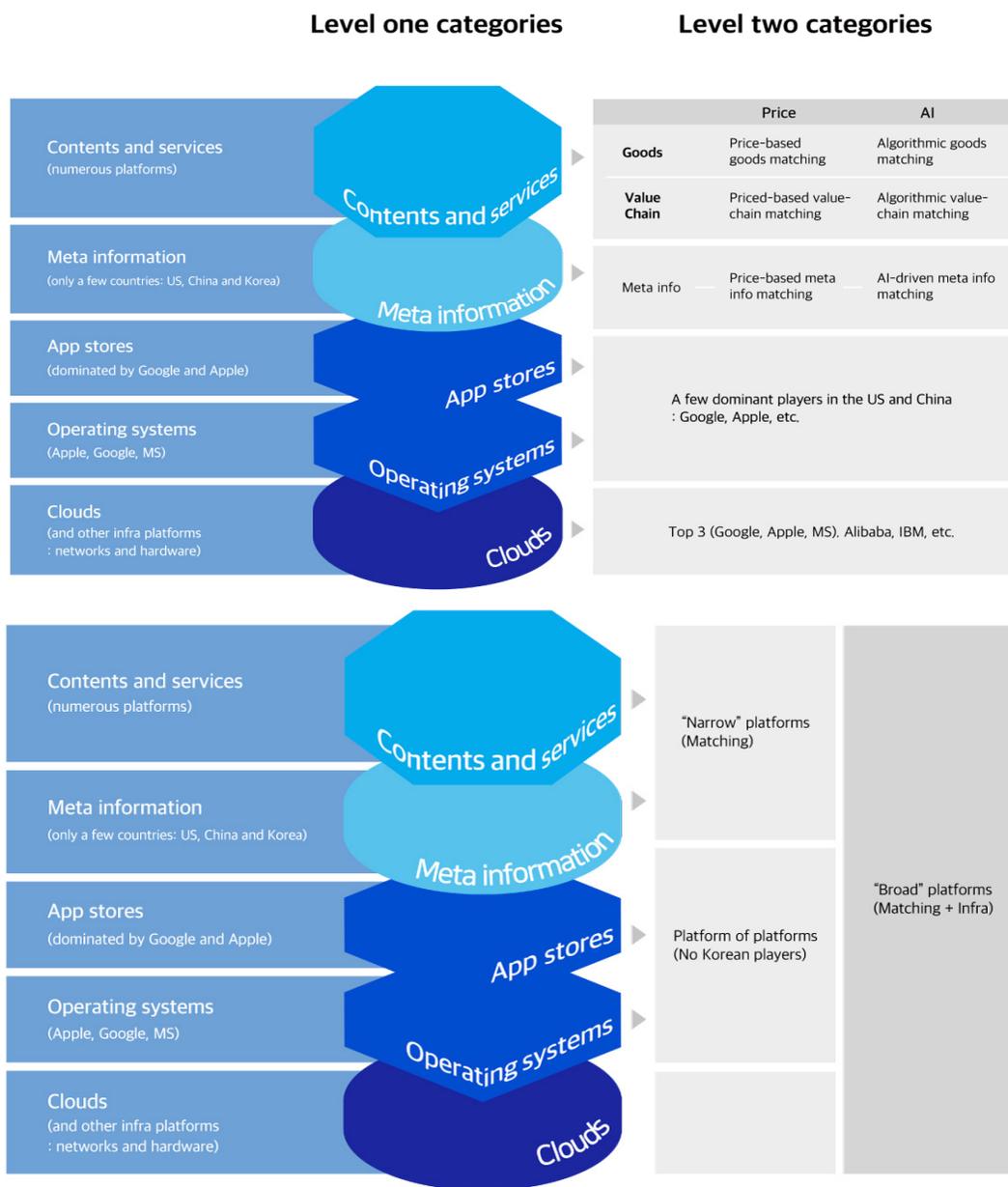
지만 타 영역에서는 가치가 없을 수도 있기 때문에 유가증권 시장과 같이 보편적인 수요자를 고려하여 시장이 설계되기 어렵다. 이러한 데이터의 특수성은 정부 주도로 데이터 기반 신산업 육성을 위해 야심 차게 추진하여, 2022년 1월 5일 전면 시행된 '마이데이터' 사업의 현황이 증명하고 있다. 데이터 자체가 가치를 지니고 있다면 데이터를 개방하는 것만으로 더 많은 가치가 창출되었겠지만, 전술한 바와 같이 그 가치는 데이터의 소유 자체만으로는 발생하지 않고 소유나 활용 주체와 목적에 따라 크게 달라지기 때문에 아직도 활성화되고 있지 못하고 있다.

기존 연구에 의하면 외부자본시장(external capital market)의 실패와 불완전성으로 기업들이 내부자본시장(internal capital market)을 형성하고 이를 위해 대기업집단이 형성되었다(Almeida & Wolfenzon, 2006; Carney et al., 2011; Gertner et al., 1994; Hoshi et al., 1991; Khanna & Yafeh, 2007; Stein, 1997). 비슷한 논리로 외부데이터시장(external data market)의 실패와 불완전성으로 플랫폼 기업들이 내부데이터시장(internal data market)을 형성하고 이를 위해 다각화를 통한 대기업집단이 형성되고 있다고 판단된다. 이는 벤처금융과 생태계에 중요한 시사점을 갖는다.

첫째, 플랫폼의 유인구조와 다각화전략을 활용하여 벤처생태계 금융 공급의 원천은 물론 인수합병 등에 대한 시장활성화를 도모할 수 있다. 둘째, 플랫폼 기업들의 데이터 기반 핵심 전략적 자산이 벤처생태계와 선순환 구조를 형성하도록 할 수 있다. 셋째, 플랫폼 기업들은 벤처생태계와 금융시장에 핵심적인 역할을 할 수밖에 없고 국내 플랫폼 기업들의 경쟁력이 국내 벤처생태계의 경쟁력을 상당 부분 결정할 것이다. 다만, 최근 IDC 화재로 인한 소동에서도 확인할 수 있듯이, 특정 플랫폼 기업의 금융 시장 지배력이 커질 경우, 재난 상황으로 인한 서비스 장애, 사이버 공격 등이 금융시장 전체의 위험을 증가시킬 수 있음(Eisenbach, Kover and Lee 2021 Cyber Risk and the US Financial System: A Pre-Mortem Analysis NY Fed Staff Report)

벤처생태계와 플랫폼 간의 상생과 Win-Win 구조를 디자인하기 위해서는 국내 플랫폼들이 처한 산업구조적인 측면을 볼 필요가 있다. 그림 7을 참고하면, 우리가 흔히 '플랫폼'이라고 부르는 기술이나 서비스는 다양한 형태로 분류가 가능하며, 이에 따른 비즈니스와 연관 산업도 다르다는 것을 확인할 수 있다. 뿐만 아니라 '플랫폼' 간에도 위계구조와 마켓파워가 다르며, 특히 OS(Operating System)을 가진 해외 빅테크와 국내 플랫폼 기업의 산업구조적 역할과 시장위치의 차이를 충분히 고려해야 한다.

〈그림 7〉 다양한 플랫폼 분류<sup>30)</sup>



30) 다음 논문에서 재인용: 강형구, 강창모 and 전성민. (2022). 온라인 플랫폼의 분류 프레임워크: 국내 플랫폼 사례연구를 중심으로. 정보시스템연구, 31(1), 59-90.

#### 4. OCIO (outsourced chief investment officer)와 벤처금융

마지막으로 중복 방지를 막고 벤처 생태계 발전을 위한 민관의 벤처금융 역량 결집을 위한 투자플 운영을 제안한다. 아주 초기의 자본공급은 정부 주도. 그 외의 기금 들은 투자플로 부분 통합한다. 투자플 운영은 민간 금융기관에게 위탁(OCIO: Outsourced CIO)한다. 관련 구조는 그림 8을 참고한다.

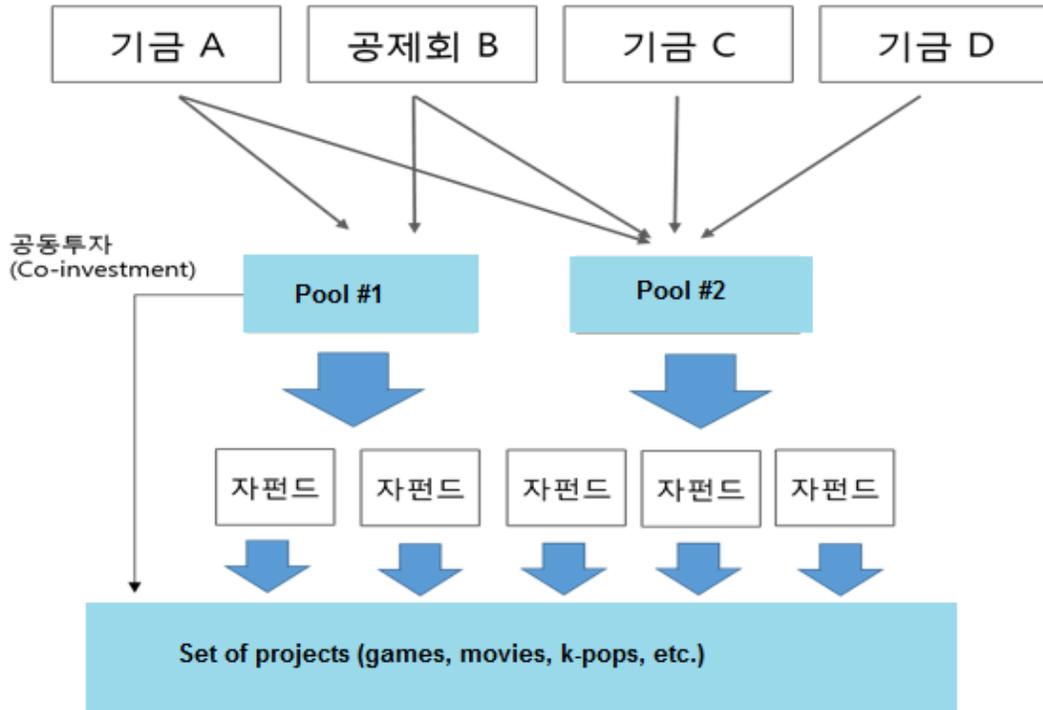
벤처 투자플은 현재 성공적으로 운영되고 있는 기획재정부 연기금 투자플을 참고하여 디자인한다. 투자플은 민간 출자자들을 통한 재원확대와 업무 및 투자의 중복을 막는 포트폴리오 최적화를 수행한다. 현재 한국벤처투자가 운용하는 모태펀드(Fund of funds)체계는 연기금투자플과 유사한 측면이 있다. 그러나 몇 가지 측면에서 근본적인 차이가 있다. 한국모태펀드는 출자하는 각 LP들의 자금이 계정별로 분리되어 운용되고 있다. 그러나 연기금 투자플은 그 자금들이 한데 모여 통합펀드(상위펀드)를 구성하고 다시 하위펀드로 배분되는 구조다.

관련된 사례로 덴마크 성장 펀드에서 운영하는 DVK-I의 수익구조를 참조할 수 있다. DVK-I의 경우 덴마크 연기금의 벤처 시장 확대를 목표로 출범하였으나, 초기 단계에서 연기금의 위험 회피 성향으로 인해 많은 어려움을 겪은 바 있다. 이를 해결하기 위해 DVK-I 운영 시 지분형으로 참여하는 방식 외에도 지분형과 대출형, 즉 일부의 경우 선순위 확정 수익형으로 참여할 수 있도록, 수익 구조를 “트랜치(tranche)”화 하였다. 이 때 대출형의 경우 덴마크 국채 10년물 + 150bp로 책정된다. 연기금 입장에서 기존 채권시장에서 기대 가능한 금리 대비 높은 금리를 얻을 수 있다. 그리고 덴마크 성장 펀드가 갖는 암묵적 정부 보증으로 인한 신용등급을 활용하여 신용 위험은 최소화할 수 있다.

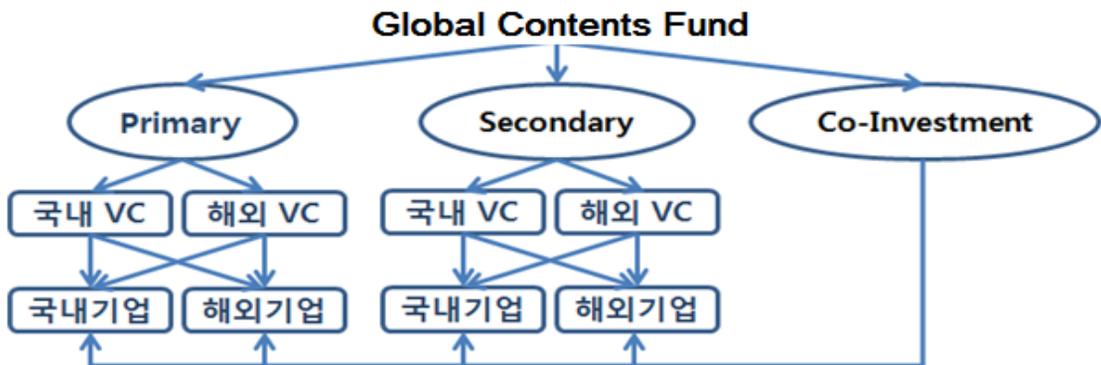
따라서 벤처금융 투자플에서 국내 연기금을 유치하기 위해 일부에서는 DVK-I에서 운영하는 방식과 같은 대출형, 혼합형, 지분형 등의 다양한 솔루션을 투자자들에게 제시할 필요가 있다. 즉, 투자플의 참여방식을 대출형과 지분형으로 나눈 후, 민간 출자자별로 각 기관의 위험 추구 성향에 맞게 대출형, 지분형, 혹은 각 유형 별 혼합 투자하는 방식으로 할 경우 좀 더 적극적인 투자 유치를 이끌어 낼 수 있다.

특히 이와 같은 형태로 투자플의 수익 구조가 풍성해질 경우, 관련 기관들은 민간 재원 확보 및 지배 구조 개선의 일환으로 장기 채권까지 발행할 수 있다.

〈그림 8〉 OCIO(outsourced chief investment officer) 개념도



〈그림 9〉 글로벌 펀드 투자 개념도



벤처금융 투자 생태계 발전을 위해서는 비전펀드 등과 경쟁이 가능한 글로벌 메가 펀드가 필요하다. 세계화는 벤처금융과 생태계 성공의 필수다. 여기서 기업의 세계화와 금융의 세계화는 서로 중요한 보완재다. 글로벌 펀드 조성에는 국내 이해관계자들이 어느 정도 협상력을 가질 수 있는 중규모의 해외펀드와 협력해야 한다. 너무 유명한 VC는 피할 필요가 있다. 그 이유는 전이(spillover)효과를 극대화해

야하기 때문이다.

글로벌 펀드의 출범을 통해 기대되는 효과는 다음과 같다. 첫째, 정부 중심의 생태계에서 민간의 역할을 증대시킬 수 있다. 수익성 중심의 글로벌 펀드를 통해, 민간 LP들의 참여를 유도한다. 그리고 글로벌 벤처캐피털들의 국내 산업 참여 유도하여, 회수 시장을 활성화한다. 글로벌 금융의 중요성은 넷플릭스를 봐도 된다. 넷플릭스의 국내 진출이 국내 창작자들에게 새로운 기회를 준 측면이 있음을 주목할 필요가 있다. 그리고 국내 주요 플랫폼 기업들이 전략적 투자자로 성장할 수 있는 제도적 기반도 함께 마련되어야 할 것이다.

둘째, 글로벌 운용사(FoFs, 벤처캐피털)들과의 협력을 통해, 금융의 글로벌 프랙티스를 도입한다. 그래서 국내 금융기관들의 투자·사후관리·LP대응 등에서 체계적인 글로벌화를 추구한다. 국내 기관들의 글로벌 시장에 대한 역량 강화 및 글로벌 벤처캐피털들로부터의 선진화된 투자 전략을 습득한다.

셋째, 회수의 다변화다. 해외 투자자 및 대기업과의 네트워크 구축으로 세컨더리, 국내 기업들의 해외 M&A 및 IPO 등 회수 경로를 다변화할 수 있다. 특히, 국내 세컨더리 마켓 활성화가 가능할 것으로 기대된다. 아직까지 국내시장에서는 유의미한 규모의 세컨더리 시장이 조성되지 못하고 있다. 글로벌 펀드는 J-곡선의 완화를 위해 세컨더리 투자를 적극적으로 활용할 것을 예상된다. 이를 통해 국내 벤처캐피털 시장에 세컨더리 투자가 활성화될 것을 기대할 수 있다.

넷째, 전이(spillover)효과를 통한 국내 기업의 해외 진출 지원이다. 글로벌 모태펀드를 통한 네트워크 확대는 국내 벤처 기업들의 해외 진출 시 적극적으로 활용할 수 있다, 이를 바탕으로 장기적인 관점에서 글로벌 투자자들의 국내 기업에 대한 후속적인 투자를 기대할 수 있다. 뛰어난 VC는 전이(spillover)를 통해서 가치를 창출한다.<sup>31)</sup> 국내 투자자들이 해외 포트폴리오회사에서 지식을 습득하여 이를 국내 콘텐츠 생태계에 spillover 해야 한다. 글로벌화된 콘텐츠 금융 시스템이 국내 개발사와 창작자를 위한 거대한 넷플릭스 역할을 해야 한다.

#### IV. 결론

본 연구는 국내 벤처생태계와 벤처금융의 양적인 성장을 고찰하고 질적, 효율적 벤처금융 생태계의 필요성을 주장한다. 그리고 이를 달성하기 위하여 제도 경쟁력의 중요성을 주장한다.

먼저 실리콘밸리식 벤처캐피털 계약을 적극 도입하고 안정적으로 작동할 수 있도록 해야 한다. 그리고

31) 예를 들어 A라는 회사에 투자하면서 생성된 지식을 B라는 회사의 성공을 위해 활용한다. 여기서 A는 해외회사, B는 국내회사라고 해보자. 한편 국내 투자자들도 해외투자자들과 공동투자를 하며 spillover 채널이 될 수 있다.

실리콘밸리식 벤처캐피탈 계약의 제도적 뒷받침 하에 전략경영의 자원기반이론(RBV: resource-based view)에 근거 국내 대기업과 플랫폼 기업들의 전략적 리소스와 역량을 활용할 필요가 있으며, OCIO를 통한 벤처금융역량을 결집할 필요가 있다.

실리콘밸리식 벤처캐피탈 계약의 특징은 투자자의 현금에 관한 권리(cash flow rights)와 의사결정에 관한 권리(control rights)의 세부사항이 구체적으로 구분되어 별개로 계약된다는 점이다. 이는 교조적인 주주평등의 원칙이나 법리와 대비되지만 실리콘밸리 등 전 세계 주요 국가의 벤처 계약의 실무를 반영하고 학술적으로 불완전계약이론 등 주류 경제학의 관점에도 부합한다.

세계적인 경쟁력을 가진 국내 대기업들의 전략적 리소스를 벤처생태계에서 활용하기 위해서는 CVC (corporate venture capital) 관련 규제를 대폭 간소화할 뿐만 아니라 구글, 인텔, 퀄컴의 사례와 같은 세계적인 CVC가 등장할 수 있도록 유도해야 한다. 한편 플랫폼은 모든 국가에서 벤처생태계의 금융, 투자, 엑시트 등에서 핵심적인 역할을 한다. 데이터 관련 플랫폼의 다각화 전략을 지원하여 벤처생태계와 win-win 구조를 만들 수 있도록 해야 한다. 한편 국내 플랫폼 기업들의 한계인 플랫폼의 플랫폼 (platform of platforms) 분야에서의 약점을 극복할 수 있는 방향으로 국내 플랫폼 기업들의 발전을 지원하고 이 과정에서 국내 벤처생태계가 같이 성장할 수 있도록 해야 할 것이다. 한편 이미 연기금 투자펀드 등 형태로 성공적으로 운영되고 있는 OCIO제도를 벤처생태계에 도입하면 관련 금융역량을 효과적으로 동원할 수 있을 것이다.

본 연구는 정책 논문으로 계량적 논의를 생략한다. 후속 연구에서는 설문 등으로 본 논문의 주요 시사점에 대한 주요 이해관계자들의 의견을 수렴할 필요가 있다. 한편 이론 수립을 위한 사례기반 질적연구(Eisenhardt, 1989; Eisenhardt & Graebner, 2007)를 통해서 구체적인 플랫폼 전략과 세계적인 경쟁력을 갖춘 CVC 출현을 위한 전략, OCIO 디자인 연구를 수립할 수 있다. (끝).

## 참고문헌

- Accenture. (2020). *Increasing Competition in Semiconductor Industry*.  
<https://www.accenture.com/us-en/blogs/high-tech/semiconductor-competition-increasing>
- Agarwal, R., Audretsch, D., & Sarkar, M. B. (2007). The process of creative construction: Knowledge spillovers, entrepreneurship, and economic growth. *Strategic Entrepreneurship Journal*, 1(3-4), 263-286.
- Aghion, P., & Bolton, P. (1992). An Incomplete Contracts Approach to Financial Contracting. *The Review of Economic Studies*, 59(3), 473-494. <https://doi.org/10.2307/2297860>
- Almeida, H. V., & Wolfenzon, D. (2006). A theory of pyramidal ownership and family business groups. *The Journal of Finance*, 61(6), 2637-2680.
- Audretsch, D. B., & Keilbach, M. (2008). Resolving the knowledge paradox: Knowledge-spillover entrepreneurship and economic growth. *Research Policy*, 37(10), 1697-1705.
- Audretsch, D. B., & Lehmann, E. E. (2005). Does the knowledge spillover theory of entrepreneurship hold for regions? *Research Policy*, 34(8), 1191-1202.
- Baradaran, M. (2011). Reconsidering the Separation of Banking and Commerce. *George Washington Law Review*, 80, 385.
- Barney, J. B. (1991). Firm resources and sustained competitive advantage. *Journal of Management*, 17(1), 99-120.
- Barney, J. B. (2001). Resource-based theories of competitive advantage: A ten-year retrospective on the resource-based view. *Journal of Management*, 27(6), 643-650.
- Barney, J. B., & Arian, A. M. (2001). The resource-based view: Origins and implications. *The Blackwell Handbook of Strategic Management*, 5, 124-188.
- Baron, D. P. (1995a). Integrated strategy: Market and nonmarket components. *California Management Review*, 37(2), 47-65.
- Baron, D. P. (1995b). The nonmarket strategy system. *MIT Sloan Management Review*, 37(1), 73.
- Belderbos, R., Jacob, J., & Lokshin, B. (2018). Corporate venture capital (CVC) investments and technological performance: Geographic diversity and the interplay with technology alliances. *Journal of Business Venturing*, 33(1), 20-34. <https://doi.org/10.1016/j.jbusvent.2017.10.003>
- Brander, J. A., Amit, R., & Antweiler, W. (2002). Venture-Capital Syndication: Improved Venture Selection vs. The Value-Added Hypothesis. *Journal of Economics & Management Strategy*,

17(3), 423–452. <https://doi.org/10.1111/j.1430-9134.2002.00423.x>

Cantillo, M. (1995). *The Rise and Fall of Bank Control in the United States: 1890–1920*. University of California at Berkeley.

Carney, M., Gedajlovic, E. R., Heugens, P. P., Van Essen, M., & Van Oosterhout, J. (2011). Business group affiliation, performance, context, and strategy: A meta-analysis. *Academy of Management Journal*, 54(3), 437–460.

Chesbrough, H. (2002, March 1). Making Sense of Corporate Venture Capital. *Harvard Business Review*, March 2002. <https://hbr.org/2002/03/making-sense-of-corporate-venture-capital>

Chun, K. H. (2021). Validity of Investor Protection Arrangements between the Corporation and the Investor. *KOREAN COMMERCIAL LAW ASSOCIATION*, 40(3), 71–124.

Coase, R. H. (1937). The Nature of the Firm. *Economica*, 4(16), 386–405. <https://doi.org/10.2307/2626876>

Conner, K. R., & Prahalad, C. K. (1996). A resource-based theory of the firm: Knowledge versus opportunism. *Organization Science*, 7(5), 477–501.

Das, S. R., Jo, H., & Kim, Y. (2011). Polishing diamonds in the rough: The sources of syndicated venture performance. *Journal of Financial Intermediation*, 20(2), 199–230. <https://doi.org/10.1016/j.jfi.2010.08.001>

Dewatripont, M., & Tirole, J. (1994). A theory of debt and equity: Diversity of securities and manager-shareholder congruence. *The Quarterly Journal of Economics*, 109(4), 1027–1054.

Dierickx, I., & Cool, K. (1989). Asset Stock Accumulation and Sustainability of Competitive Advantage. *Management Science*, 35(12), 1504–1511. JSTOR.

Eisenhardt, K. M. (1989). Building theories from case study research. *Academy of Management Review*, 14(4), 532–550.

Eisenhardt, K. M., & Graebner, M. E. (2007). Theory building from cases: Opportunities and challenges. *Academy of Management Journal*, 50(1), 25–32.

Ewens, M., Gorbenko, A., & Korteweg, A. (2022). Venture capital contracts. *Journal of Financial Economics*, 143(1), 131–158. <https://doi.org/10.1016/j.jfineco.2021.06.042>

Ford, C. (2019). *The Banking/Commercial Separation Doctrine in Comparative Perspective* (SSRN Scholarly Paper ID 3506371). Social Science Research Network. <https://doi.org/10.2139/ssrn.3506371>

Gertner, R. H., Scharfstein, D. S., & Stein, J. C. (1994). Internal versus external capital markets. *The Quarterly Journal of Economics*, 109(4), 1211–1230.

Grossman, S. J., & Hart, O. D. (1986). The costs and benefits of ownership: A theory of vertical

and lateral integration. *Journal of Political Economy*, 94(4), 691–719.

Hart, O. (1995). *Firms, Contracts, and Financial Structure*. Clarendon Press.

Hart, O., & Moore, J. (1999). Foundations of incomplete contracts. *The Review of Economic Studies*, 66(1), 115–138.

Helfat, C. E., & Eisenhardt, K. M. (2004). Inter-temporal economies of scope, organizational modularity, and the dynamics of diversification. *Strategic Management Journal*, 25(13), 1217–1232.

Hellmann, T., & Puri, M. (2002). Venture capital and the professionalization of start-up firms: Empirical evidence. *The Journal of Finance*, 57(1), 169–197.

Hoberg, G., & Phillips, G. (2016). Text-Based Network Industries and Endogenous Product Differentiation. *Journal of Political Economy*, 124(5), 1423–1465.

<https://doi.org/10.1086/688176>

Hoshi, T., Kashyap, A., & Scharfstein, D. (1991). Corporate structure, liquidity, and investment: Evidence from Japanese industrial groups. *The Quarterly Journal of Economics*, 106(1), 33–60.

Kang, H.-G., Burton, R. M., & Mitchell, W. (2011). How potential knowledge spillovers between venture capitalists' entrepreneurial projects affect the specialization and diversification of VC funds when VC effort has value. *Strategic Entrepreneurship Journal*, 5(3), 227–246.

<https://doi.org/10.1002/sej.115>

Kaplan, S. N., & Strömberg, P. (2003). Financial contracting theory meets the real world: An empirical analysis of venture capital contracts. *The Review of Economic Studies*, 70(2), 281–315.

Khan, L. M. (2019). The separation of platforms and commerce. *Columbia Law Review*, 119(4), 973–1098.

Khanna, T., & Yafeh, Y. (2007). Business groups in emerging markets: Paragons or parasites? *Journal of Economic Literature*, 45(2), 331–372.

Krainer, J. (1998). The separation of banking and commerce. *FRBSF Economic Letter*.

Mahoney, J. T., & Pandian, J. R. (1992). The resource-based view within the conversation of strategic management. *Strategic Management Journal*, 13(5), 363–380.

Manigart, S., Lockett, A., Meuleman, M., Wright, M., Landström, H., Bruining, H., Desbrières, P., & Hommel, U. (2006). Venture Capitalists' Decision to Syndicate. *Entrepreneurship Theory and Practice*, 30(2), 131–153. <https://doi.org/10.1111/j.1540-6520.2006.00115.x>

Nöldeke, G., & Schmidt, K. M. (1995). Option contracts and renegotiation: A solution to the hold-up problem. *The RAND Journal of Economics*, 163–179.

Nöldeke, G., & Schmidt, K. M. (1998). Sequential investments and options to own. *The Rand*

*Journal of Economics*, 633–653.

OECD. (2020). *Digital disruption in financial markets—OECD*.

<http://www.oecd.org/daf/competition/digital-disruption-in-financial-markets.htm>

Peteraf, M. A. (1993). The cornerstones of competitive advantage: A resource-based view. *Strategic Management Journal*, 14(3), 179–191.

Phalippou, L. (2010). Venture capital funds: Flow–performance relationship and performance persistence. *Journal of Banking & Finance*, 34(3), 568–577.

<https://doi.org/10.1016/j.jbankfin.2009.08.022>

Porter, M. E., & Kramer, M. R. (2011, January 1). Creating Shared Value. *Harvard Business Review*, January–February 2011.

<https://hbr.org/2011/01/the-big-idea-creating-shared-value>

Rumelt, R. P. (1974). *Strategy, Structure, and Economic Performance*. Harvard University Press.

Sakhartov, A. V. (2017). Economies of scope, resource relatedness, and the dynamics of corporate diversification. *Strategic Management Journal*, 38(11), 2168–2188.

Sakhartov, A. V., & Folta, T. B. (2014). Resource relatedness, redeployability, and firm value. *Strategic Management Journal*, 35(12), 1781–1797.

Sakhartov, A. V., & Folta, T. B. (2015). Getting beyond relatedness as a driver of corporate value. *Strategic Management Journal*, 36(13), 1939–1959.

Stein, J. C. (1997). Internal capital markets and the competition for corporate resources. *The Journal of Finance*, 52(1), 111–133.

Stiglitz, J. E., & Weiss, A. (1981). Credit Rationing in Markets with Imperfect Information. *The American Economic Review*, 71(3), 393–410.

The Economist. (2017, April). Why the decline in the number of listed American firms matters. *The Economist*. <https://www.economist.com/business/2017/04/22/why-the-decline-in-the-number-of-listed-american-firms-matters>

Williamson, O. E. (1975). *Markets and Hierarchies: A Study in the Internal Organizations*. Free Press.

강형구, 강창모, & 전성민. (2022). 온라인 플랫폼의 분류 프레임워크: 국내 플랫폼 사례연구를 중심으로. *정보시스템연구*, 31(1), 59–90.

CNBC. (2022, January). Amazon, Microsoft and Alphabet went on a buying spree in 2021 despite D.C.'s vow to take on Big Tech. <https://www.cnbc.com/2022/01/22/amazon-microsoft-alphabet-set-more-deals-in-2021-than-last-10-years.html>