

자본시장과 벤처기업의 재무활동*

이기환** · 김강혁***

The Capital Market and the Financing of Venture Businesses

Ki-Hwan Lee** · Kang-Hyuk Kim***

< 목 차 >

Abstract	IV. 실증분석
I. 서론	V. 결론
II. 벤처기업의 재무활동 특성	참고문헌
III. 코스닥시장과 벤처기업의 재무활동	

Abstract

This paper reviews the role of capital markets in the financing of new venture businesses. We discuss the role of KOSDAQ stock market as both the financing market and the harvesting market. Then, to vitalize the financing of the starts-up firms, the role of venture capital is discussed. We also suggest the promotion policies of venture capital. And we examine the role of angel who provides risky capital directly to new and growing firms. We also suggest the several ideas to promote the angel capital.

It is argued that the role of the private capital markets in the financing of newly established firms should be expanded.

I. 서론

1997년 벤처기업육성에 관한 특별법 제정으로 벤처기업에 대한 지원은 다각도로 이루어져 왔다. 이러한 정책적 배려로 2001년 말 벤처기업의 수가 11,000개에 이르는 등 우리 경제가 새로운 활력을 찾는 데 상당히 기여한 것으로 평가되고 있다. 그런데 최근에는 몇몇 벤처기업가의 그릇된 기업경영으로

* 이 논문은 2002년 재무관련 5개 학회 춘계공동학술연구발표회의 슈펙스특별심포지엄에서 발표되었음.
** 한국해양대학교 해운경영학부 부교수, *** 한국해양대학교 대학원 해운경영학과 석사과정.

벤처기업에 대한 비난도 일각에서 제기되고 있기도 하다.

사실 첨단 기술과 새로운 아이디어를 바탕으로 벤처기업을 창업할 때 직면하는 가장 큰 어려움은 자금조달인 것으로 많은 연구에서 밝혀지고 있다. 첨단 신생기업의 창업이 가장 활발한 미국의 경우를 보면 이러한 기업들의 자금조달의 애로를 극복하기 위해 다양한 자금원이 활용되고 있는 것을 알 수 있다. 즉 Nasdaq 시장이라는 증권시장을 통한 자금조달과 벤처캐피탈, 엔젤캐피탈 등 비공식 자기자본시장(private equity market)을 통한 자금조달 등 벤처기업의 자금원이 다양화되고 있는 것으로 보고되고 있다¹⁾. 우리 나라도 벤처기업을 비롯한 중소기업의 자금조달을 원활화하기 위하여 1987년에 개설된 장외주식시장을 개편하여 1996년 7월에 Kosdaq 시장을 출범시킨 후 벤처기업의 발전에 상당한 역할을 수행한 것으로 평가를 받고 있다. 그리고 1986년 이후 중소 및 벤처기업의 창업에 자금을 제공하던 벤처캐피탈 회사가 최근에는 139개에 이르고, 1997년에는 엔젤캐피탈이 도입되는 등 창업기업의 자금 조달원이 보다 다양화된 것으로 평가되고 있다.

이 논문에서는 최근 우리 나라에서 관심을 끌고 있는 벤처기업의 재무활동이 자본시장에서 어떻게 이루어지고 있는지를 논의하는 데 초점을 두고 있다. 따라서 제 I 장 서론에 이어 제 II 장에서는 벤처기업의 자금조달상의 특성과 우리 나라 벤처기업의 성과를 간략히 고찰하고 있다. 새로운 기술과 아이디어를 기반으로 창업하는 벤처기업은 창업초기 자금조달이 가장 어려운 바, 가족, 친구, 엔젤 등 다양한 그룹으로부터 자금을 조달하고 있다. 그리고 일정 시간이 경과한 후 창업기업은 주식시장을 활용하여 자금을 조달하고 또한 증권시장을 통해 투자 자금을 회수하기도 한다. 제 III 장은 코스닥시장을 통한 벤처기업의 자금조달에 초점을 두고 논의가 이루어지고 있다. 제 IV 장은 벤처기업의 자금조달에 있어 벤처캐피탈과 엔젤의 역할에 대한 고찰이 이루어지고 있다. 제 V 장은 벤처기업의 재무활동을 보다 원활화하기 위해 자본시장의 역할제고에 대한 방안을 제시하고 있다. 제VI장은 논문의 결론이다.

II. 벤처기업의 재무활동 특성

1. 벤처기업의 성과

1997년 초부터 새롭게 전개된 벤처붐은 정부의 지속적인 지원정책의 구사로 벤처기업의 경영성과는 상당히 나아진 것으로 보고되고 있다. <표 1>은 최근의 벤처기업 경영성과를 보고하고 있는 바, 매출액증가율, 매출액 대비 경상이익률, 고용증가율 등에서 1999년도에 비해 훨씬 나아진 것으로 나타나고 있다. 이러한 벤처기업의 경영성과는 동기간의 중소기업과 대기업의 성과에 비해 훨씬 양호한 것을 알 수 있다. 특히 벤처기업은 고용증가율 면에서 중소기업에 비해 훨씬 높아 고용창출에도 크게 기여한 것을 알 수 있다. 우리 나라도 최근 조성된 정보통신 관련 기업의 창업 활성화로 새로운 일자리를 창출한 것으로 나타나고 있는 것은 미국의 신생 기업들이 포춘지의 500대 기업에 비해 훨씬 많은 고용을 창출한 것으로 보고되고 있는 사실과 거의 비슷한 양상을 보이고 있는 것으로 판단된다²⁾.

이처럼 고용창출 등의 면에서 많은 기여를 하고 있는 중소 및 벤처기업이 자금조달 등의 측면에서

1) 한국개발연구원(2001).

2) 1979-1995년 사이 포춘지의 500대기업에서는 4백만 개의 일자리가 상실되었으나, 중소기업은 2천 4백만 개의 새로운 일자리를 창출한 것으로 보고되고 있다(Osnabrugge and Robinson, 2000).

대기업에 비해 상대적으로 불리한 위치에 놓여 있는 것 또한 사실이다. 따라서 벤처기업에 대한 자금 조달을 보다 다양화 내지 다원화하여 앞으로 창업 기업이 가장 크게 애로를 겪는 자금문제를 보다 원 활화하는 방향으로 정책을 구사하는 것이 필요할 것이다.

<표 1> 벤처기업의 경영성과

	2000년 경영성과			1999년 경영성과		
	벤처기업 ¹⁾	중소기업 ²⁾	대기업 ³⁾	벤처기업 ¹⁾	중소기업 ²⁾	대기업 ³⁾
매출액 증가율	44.3 %	12.5 %	16.7 %	36.8 %	10.8 %	6.6 %
1인당매출증가율	16.1 %	-	-	15.2 %	8.9 %	10.2 %
매출액대비경상이익률	4.9 %	3.3 %	0.3 %	7.3 %	2.9 %	1.0 %
고용증가율 ⁴⁾	24.3 %	3.8 % (5.9 %)		18.8 %	1.4 % (2.8 %)	

주: 1) 2000년 벤처기업 경영성과는 1999년 이전에 창업하고 1999년과 2000년의 매출액, 경상이익, 종업원 수에 대해 모두 응답한 기업만을 대상으로 분석하였으며, 고용증가율의 경우 ()의 수치는 제조업만을 의미함.

2) 한국은행, 기업경영분석(2000, 2001년).

3) 중소기업청, 벤처기업정밀실태조사(2000년).

4) 통계청, 경제활동인구조사(2001년).

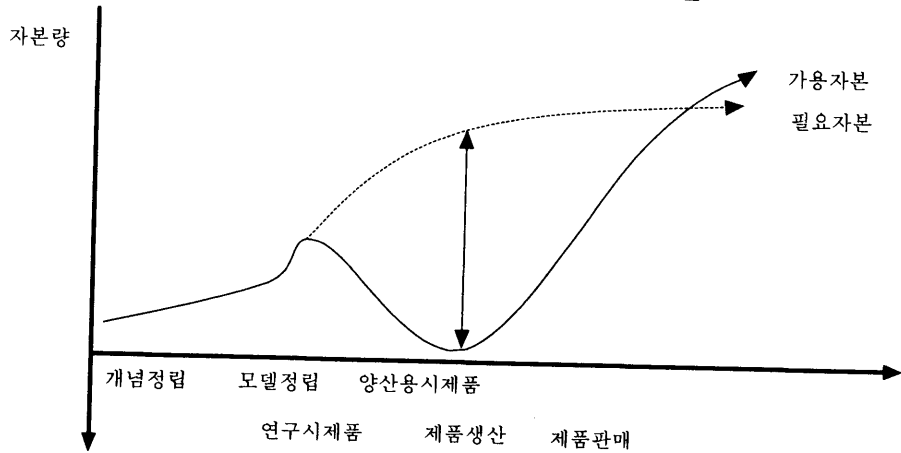
자료: 중소기업청, 2000년도 벤처기업정밀실태조사, 2001.

2. 벤처기업의 자금조달 행태

벤처캐피탈, 엔젤캐피탈 등 벤처금융의 특징중의 하는 창업준비단계부터 성숙단계까지 단계별로 자금이 지원되는 경향이 있다는 점이다(Lerner, 1994; Gompers, 1995). 새로운 기업이 창업되어 성장하는 과정에서 각 단계마다 필요로 하는 자금의 종류와 규모 등이 다른 것도 또한 특징이다. <그림 1>은 한 기업이 창업준비단계를 거쳐 성장단계에 진입하기까지의 자금원을 정리하여 보여주고 있다. 창업준비 단계에서는 창업자 개인의 자금과 친인척 그리고 친구 등으로부터 자금을 주로 조달하고 있다. 그리고 창업단계에서는 엔젤과 벤처캐피탈이 주요 자금원이 되고 있다. 사업확장단계 이후인 후기 단계에서는 증권시장을 통해 자금을 조달 할 수 있는 것으로 논의되고 있다. 여기서 나타나고 있는 것처럼 창업과정에서부터 성장단계까지 각 단계별로 자금의 종류가 다양한 것을 알 수 있다. 그리고 이러한 자금 중 벤처캐피탈, 엔젤 등의 자금은 은행 등 금융기관으로부터 대출형태로 지원하는 것이 아니라 주로 지분투자형태로 제공되는 점에서 다른 특성을 지니고 있기도 하다.

따라서 이러한 자금과 벤처기업의 재무활동을 연계하여 다루는 것은 이 논문의 주제에 크게 벗어나지 않는 것으로 사료된다. 여기에 나타나 있는 각종 자금 중 이 논문에서 주로 관심을 갖는 것은 벤처기업의 재무활동에 있어 자본시장의 역할이다. 따라서 우선은 창업기업의 후기 단계에서 벤처기업이 주로 활용하게되는 자본시장인 주식시장의 역할과 기능 등을 살펴볼 것이다. 한 기업이 창업 후 일정기간이 경과한 뒤 본격적인 성장단계에 진입하면, 증권시장의 발행시장에서 자금을 조달할 뿐만 아니라 기업의 성공 및 확장을 위해서거나 자금제공자들의 투자자금 회수를 위해 M&A 활동이 증시를 통해서 이루어지기도 한다. 이러한 점을 고려할 때 증권시장은 벤처기업의 재무활동에 있어 중요한 장이 되고 있다. 다음으로는 최근 벤처기업의 주요 자금원으로서 그 역할을 수행하고 있으며 비공식자기가

<그림 1> 창업기업의 성장단계별 자본조달



성장단계		창업예비 단계	창업단계	시장진입 단계	사업확장 단계	성장중기 단계	본격성장 단계
		씨앗자금	창업자금	시장개척 자금	초기확장 자금	메자닌자금/연결자금	IPO
		창업초기자금			기업확장자금		기업매수/인수자금
주요 내부 자본	창업자	←-----→					
	이익					←-----→	
	채권 관리				←-----→		
주요 외부 자본	친척/친구	←-----→					
	엔젤		←-----→				
	벤처캐피탈				←-----→	←-----→	
	부채				←-----→		
	장외 시장					←-----→	
	주식 시장						←-----→
	전략적 파트너십			←-----→			

(←-----→): 성장단계별 주요 자본조달의 원천

자료: 이장우(2000).

본시장에서 증추적 역할을 수행하는 엔젤과 벤처캐피탈에 살펴보고자 한다. 벤처캐피탈과 엔젤로 형성되는 사적자기자본시장도 광의로 보아 자본시장으로 볼 수 있으며, 벤처기업의 자금원으로서 그 비중

이 증대되고 있어 여기서도 이 위험자본에 대해 살펴보고자 한다. 특히 벤처캐피탈과 엔젤캐피탈은 창업기업의 초기에 위험을 감수하며 자금을 제공하고 있는 점에서 고위험 고수익형 자본의 성격을 지니고 있다. 이들 자본의 제공자도 투자기간이 어느 정도 경고한 후에는 투자한 기업의 주식 매각 등을 통한 자금회수를 기대하고 있다. 자금회수가 이루어지는 방법에 따라 다소 차이가 있겠으나 대부분의 경우 증권시장을 통해 IPO, M&A 등이 이루어지고 있어 자본시장은 매우 중요한 역할을 수행하는 것으로 사료된다.

<표 2>는 미국의 창업 중소·벤처기업들의 자금조달원을 보여주고 있는 데, 1차 자금조달에서는 창업자 개인의 저축에 의존하는 비율이 74%에 이르고 있으며, 2차 및 3차 자금조달에서는 엔젤에 의한 자금제공이 각각 34%와 29%로 가장 높게 나타나고 있다. 그리고 3차의 경우 주식발행을 통한 자금조달의 비중도 26%에 이르고 있는 것으로 조사되고 있다.

<표 2> 미국 창업기업의 자금조달원

자금원	1차 자금조달	2차 자금조달	3차 자금조달
창업자의 개인저축	74%	7%	13%
가족 및 친구	5	4	0
비즈니스 엔젤	7	34	29
벤처캐피탈	5	13	6
비금융법인	6	15	16
상업은행	0	15	10
주식발행	3	10	26

자료: Roberts(1991).

<표 3> 우리 나라의 벤처기업 자금조달원

	평균	표준편차	최대치	비율
창업자의 자기자금	176.1	493.5	9,900	61.0%
창업멤버의 출자	50.7	287.8	7,500	15.9%
친구나 지인의 투/융자	25.8	191.4	5,530	8.9%
벤처캐피탈의 투/융자	19.8	147.1	3,500	2.4%
일반 금융기관의 투/융자	42.0	272.9	9,020	5.6%
엔젤 투자	6.2	120.7	5,000	0.6%
정부 창업 지원자금	21.8	180.0	5,300	3.3%
기타	24.4	289.9	9,200	2.3%
창업자금 총액	366.9	963.6	13,900	100.0%

주: 1999년 9월에 3,003 벤처기업을 대상으로 조사한 기준임.

자료: 한정화, 김영배 외(2000).

<표 3>은 우리 나라 벤처기업의 창업자금조달원을 보고하고 있는 바, 평균 창업자금은 3억 7,000만원으로 나타나고 있다. 창업자금의 구성을 보면 창업자의 개인 자금이 61%를 차지하고 있으며 다음

으로는 창업멤버에 의한 조달비중이 16%, 그리고 친구와 지인의 투자비중이 9% 정도에 이르는 것으로 보고되고 있다. 벤처캐피탈이나 엔젤에 의한 투자는 각각 2.4%와 0.6%로 나타나 미국에 비해 매우 미비함을 알 수 있다³⁾.

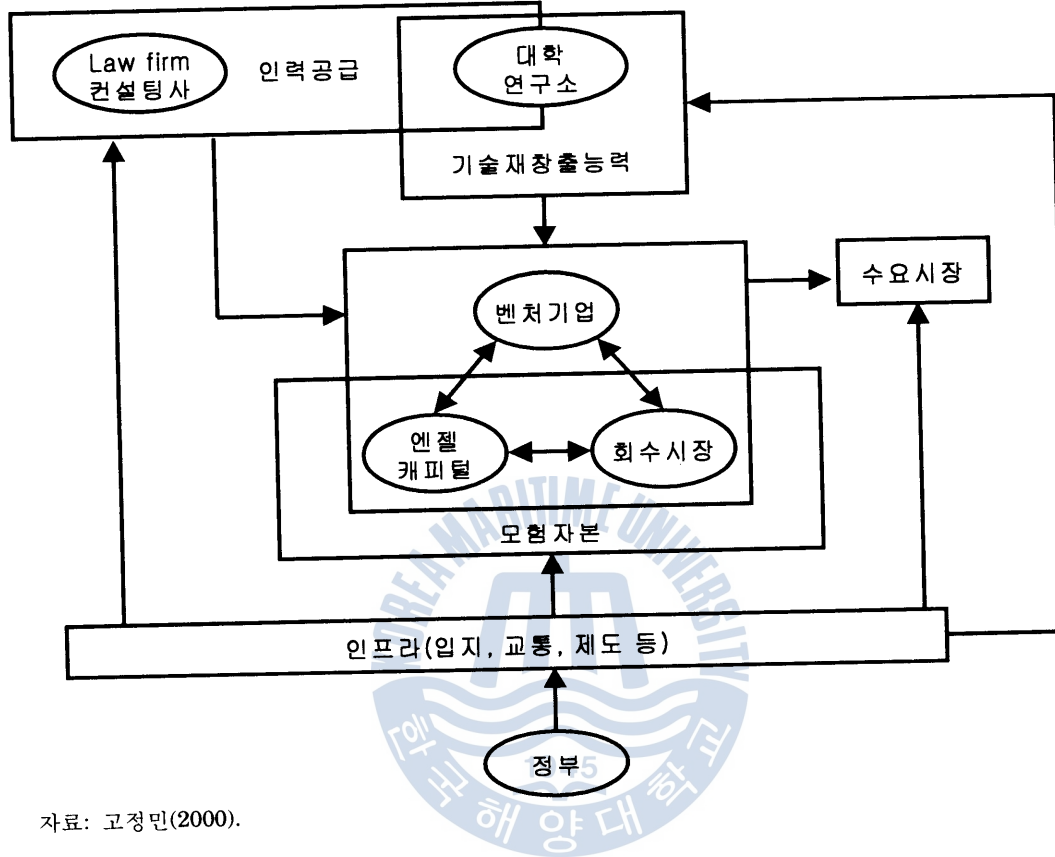
3. 벤처기업과 자본시장

자본시장은 일반적으로 기업의 자금조달의 장으로서 그 역할이 중요한 것으로 논의되고 있다. 다음으로는 기업이 발행한 증권의 시장성을 부여함으로써 새로운 증권발행을 통한 기업의 자금조달을 가능하게 하고 있다. 특히 증권의 유동성을 제고하는 기능을 수행하고 있는 유통시장의 발달은 발행시장에서 새로운 증권 발행을 통한 기업의 자금조달을 가능하게 하여 기업의 자본구조를 개선하는 데도 기여할 것이다. 세 번째로는 유통시장에서 발행된 증권의 지속적인 거래를 통해 기업의 경영성과를 반영한 기업가치를 결정하는 역할도 수행하는 것으로 논의되고 있다. 즉 각 증권의 미래 수익과 위험을 고려하여 각 증권의 가격을 결정하는 역할은 기업의 새로운 증권발행에 있어 하나의 기준을 제시하는 점에서도 그 의의는 큰 것으로 생각된다. 끝으로 자본시장은 벤처기업에 자금을 제공한 벤처캐피탈회사, 엔젤투자자 등 이해관계자들이 벤처기업을 성장시킨 후 투자 자금을 회수하는 데 있어서도 매우 중요한 역할을 수행하고 있다. 이는 한편으로는 벤처기업의 자금조달과 관련이 있기도 한 것으로, 벤처기업은 자금조달의 장으로서 자본시장을 활용할 뿐만 아니라 M&A 등을 통해 벤처기업의 투자자금을 회수하는 데 있어서도 자본시장은 활용되고 있는 것으로 평가된다. 새로이 창업되는 첨단 벤처기업이 발전하기 위해서는 자금조달의 장과 회수의 장으로서 역할을 수행하는 자본시장의 육성과 발전이 필요함이 미국의 첨단기업 발전과정에서 실증되고 있다.

최근 벤처기업과 관련한 여러 문제가 제기되면서 벤처산업은 큰 어려움에 직면하고 있는 바, 이 어려움을 극복하기 위해서는 건전한 벤처인프라가 구축되어 벤처기업의 발전이 지속적으로 이루어질 필요가 있다. <그림 2>는 첨단기술형 기업이 활발하게 창업되고 있는 미국을 벤치마크하여 작성한 벤처생태계를 보여주고 있는 바, 여기서도 우리는 벤처기업의 활발한 창업과 발전을 위해서는 중소 및 벤처기업을 위한 자본시장이 중요함을 알 수 있다. 자본시장은 벤처기업의 창업 때 가장 큰 어려움을 겪는 자금의 조달을 원활하게 해 줄 뿐만 아니라 자금제공자들이 일정 기간 경과 후 투자자금을 회수하는 장으로서도 중요한 역할을 수행하게 되는 것으로 평가를 받고 있다. 따라서 벤처기업에 자금이 원활하게 흘러 들어오고 그 자금이 제대로 활용되어 벤처기업의 성장을 도모하고 나아가서는 투자자들에게 높은 수익률을 제공하기 위해서는 이들 기업에 적합한 자본시장의 육성이 바람직함이 미국의 나스닥증권시장 발전에서 많은 시사점을 얻을 수 있다. 그리고 최근에는 벤처기업의 자금원으로서 중요한 역할을 수행하고 있는 벤처캐피탈과 엔젤도 벤처기업에 대해 자기자본을 제공하고 있는 측면에서 자본시장의 한 축으로 볼 수 있을 것이다. 그리고 이들 사적 자기자본(private equity)은 투자자본의 회수를 위해서는 자본시장을 적극적으로 활용하고 있다.

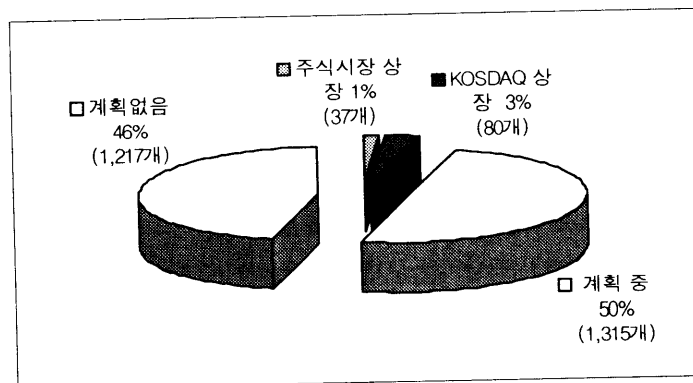
3) 서울 소재 벤처기업 254개사를 대상으로 조사한 자료에 의하면 벤처기업의 자금조달원은 정부지원금 39.4%, 금융권차입 35.9%, 벤처캐피탈 12%, 엔젤 1.4%, 주식공모 2.3% 등으로 조사되고 있다(대한상공회의소, 1999).

<그림 2> 바람직한 벤처생태계의 모습



자료: 고정민(2000).

<그림 3> 주식시장 상장 여부 (n=2,649)



자료: 한정화, 김영배 외(2000)

<그림 3>은 우리 나라 벤처기업들이 앞으로 주식시장에 그들의 기업을 상장 내지 등록을 계획하고

있는지에 대한 조사결과로 50% 이상이 주식시장을 활용할 계획인 것으로 나타나고 있다. 이런 점을 보더라도 우리는 벤처기업들이 앞으로 추가적인 자금조달과 투자자금의 회수를 위해 증권시장을 적극적으로 활용할 가능성이 높은 것을 알 수 있다.

Ⅲ. 코스닥시장과 벤처기업의 재무활동

Black and Gilson(1998)은 주식시장이 상대적으로 발달되어 있는 미국과 그렇지 않은 독일 및 일본의 벤처금융 원활화 정도를 비교·연구하고 있다. 즉 이들은 전업주의를 채택하고 있는 미국과 겸업주의를 채택하고 있는 나라에 있어 벤처금융의 발달에 있어 어떠한 차이가 있는지를 분석하고 있다. 증권시장이 발달한 미국과 은행권의 역할이 상대적으로 큰 일본 및 독일에서의 벤처자본의 발달을 비교·분석한 결과 자본시장이 발달한 미국이 벤처캐피탈이 활성화되어 있으며 이로 인해 첨단기술 중심의 벤처기업의 발달이 가능하게 되었다고 주장하고 있다. 이 연구에 의하면 주식시장이 발달되어 있을 때 첨단기술기업에 투자한 벤처캐피탈리스트가 손쉽게 투자자금을 회수할 수 있어 이익을 보다 쉽게 실현할 수 있게 되며, 이는 또 다른 우량 벤처기업에 대한 투자를 할 수 있는 기회를 제공하므로 자연히 벤처기업에 대한 자금조달이 원활히 이루어지는 환경이 조성될 수 있음을 밝히고 있다. 반면 은행권의 영향력이 큰 나라의 경우 상대적으로 증권시장의 미발달로 투자자금의 회수가 어려워 벤처금융의 발달이 상대적으로 낙후되었고 이로 인해 첨단산업의 발전이 미국에 비해 뒤져 최근에 와서는 독일이나 일본의 기업이 상대적으로 경쟁력이 저하된 것으로 평가되고 있기도 하다. 이처럼 한 나라의 금융제도가 어떻게 짜여져 있는가에 따라 중소·벤처기업의 자금조달에 있어 상이한 결과를 가져오고, 나아가서는 한 나라의 기업 경쟁력에 영향을 미칠 수 있다.

우리 나라를 비롯한 많은 나라들이 1990년 중반에 들어 중소 및 벤처기업을 위한 자본시장을 개설하여 운영하고 있는 데 이는 상대적으로 불리한 위치에 있는 소규모 기업들의 자금조달의 원활화를 위해 취해진 정책이다. 이처럼 각국에서 새로이 개설된 시장으로는 일본의 **Jasdaq**, 유럽의 **Easdaq** (**Nasdaq-Europe**), 영국의 **AIM**과 **techMarket** 등이 있으며 프랑스, 독일 등에서 새로운 시장을 개설하여 중소기업의 자금조달과 운용을 지원하고 있다.

이처럼 각 나라에서 거래소시장과 달리 새로운 증권시장을 개설한 것은 무엇보다도 중소 및 벤처기업들의 자금조달을 원활히 하는 데 1차적인 목적이 있으며, 다음으로는 벤처캐피탈과 엔젤자본의 투자자금의 회수의 장으로서도 그 역할을 수행할 것으로 기대되고 있다. 그리고 벤처기업의 생성과 퇴출을 통한 자금배분의 기능을 새로이 개설된 주니어 마켓이 수행할 것으로도 보여진다.

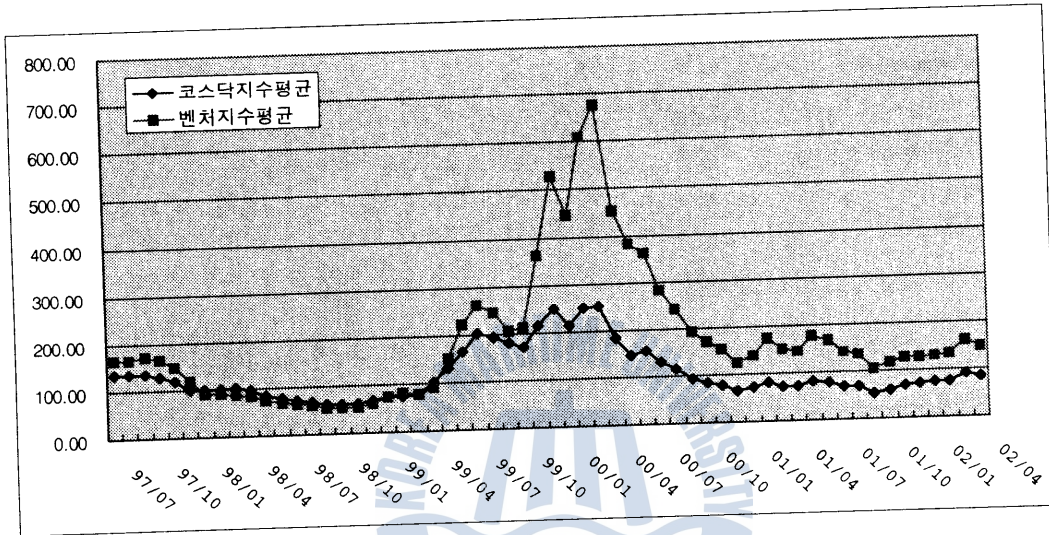
1999년 이후 급격히 성장한 코스닥시장도 벤처기업의 자금조달과 운영 등의 기능을 수행하며 벤처기업의 재무활동 공간을 제공하고 있다고 생각된다. 따라서 우선 최근 급성한 코스닥시장의 성장추이를 간략히 살펴보고 벤처기업이 코스닥시장을 통해 어느 정도 자금을 조달하고 있는지를 그리고 벤처기업의 투자자금이 코스닥시장을 통해 어느 정도 회수되고 있는지를 살펴보고자 한다.

1. 코스닥시장의 성장추이

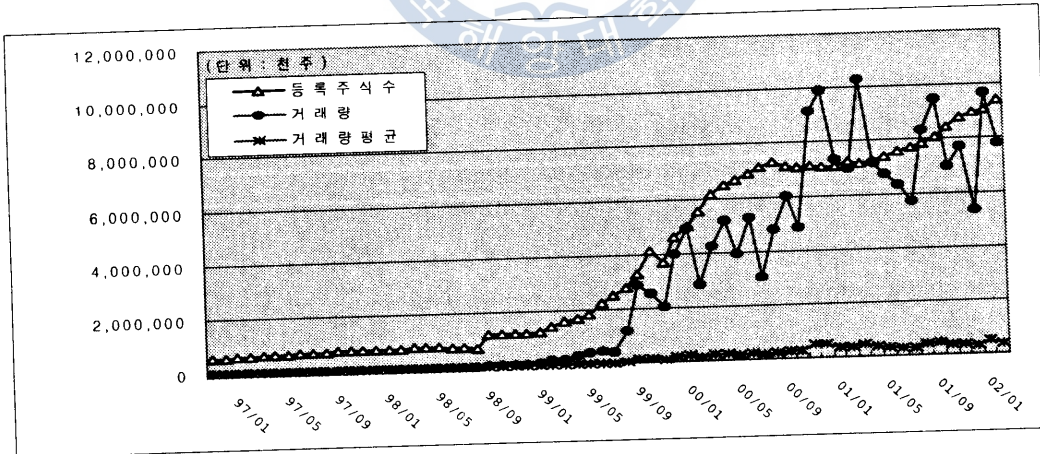
최근 벤처기업의 전용증권시장으로서 주목을 받고 있는 코스닥시장의 성장 추이를 우선 <그림 4>

의 코스닥시장 지수 변동을 통해 살펴보면, 1997년 말 119.51이던 지수가 1999년 초에는 76.40까지 내려갔다가 1999년말과 2000년 초에는 절정에 달해 벤처기업의 자금조달을 용이하게 할 수 있었음을 알 수 있다. 2000년 초에는 한 때 코스닥지수가 280선까지 상승하기도 하였으며, 벤처지수는 한 때 800선까지 도달하기도 하여 벤처붐이 절정에 이르렀다.

<그림 4> 코스닥지수의 변동



<그림 5> 코스닥시장의 거래량 및 등록 주식수

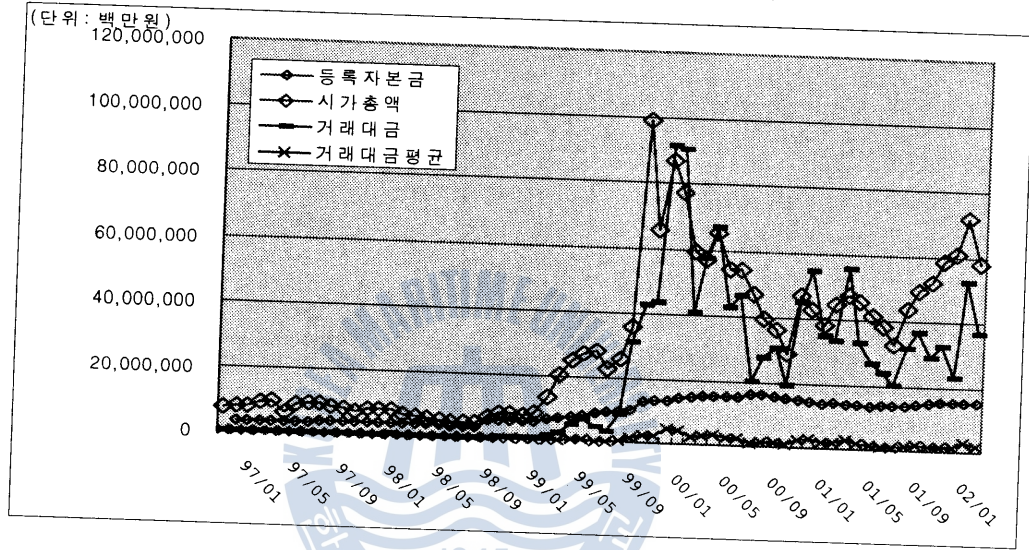


1996년 7월 코스닥시장이 개설되기 전까지 주식장외시장의 가장 큰 문제는 거래량이 매우 부진하여 등록된 기업의 주식에 대한 유동성을 부여하지 못했다는 점일 것이다. 그런데 1997년 이후 정부의 벤처기업에 대한 육성정책과 코스닥시장의 활성화정책에 힘입어 1999년 이후 코스닥시장에 대한 등록기업의 급증으로 등록주식수가 급격히 증가하고 있는 것을 <그림 5>에서 알 수 있다. 그리고 거래량과 거

10 국제해양문제연구 제14권 제2호

래대금도 1999년 이후 급격히 증가하고 있는 것으로 나타나고 있으며, 2000년 초에는 거래소시장을 능가한 경우도 있었다(<표 4>참조). 이처럼 거래량이 폭발적으로 증가한 것은 벤처붐의 조성과 이에 따라 개인투자자들이 코스닥시장에 대한 투자를 새로운 고수익을 제공하는 투자수단으로 인식하여 적극적으로 참여하였기 때문으로 풀이된다. <그림 6>에서 보는 바와 같이 코스닥 등록기업의 시가총액이 1999년 말에는 약 100조원에 이르렀다.

<그림 6> 코스닥시장의 거래대금 및 시가총액



<표 4> 코스닥시장의 기업형태별 거래실적

(단위: 백만주, 십억원, %)

구분	1999		2000		2001	
	거래량	거래대금	거래량	거래대금	거래량	거래대금
벤처기업	6,064	73,522	28,346	375,073	47,493	258,509
일반기업	2,574	33,055	22,640	203,091	46,871	166,517
증권투자회사	36	231	64	326	29	154
계	8,674	106,808	51,050	578,490	94,393	425,180
(일평균)	35	429	212	2,400	384	1,728
증권거래소	69,359	866,923	73,785	627,133	116,417	491,365
(일평균)	278	3,482	306	2,602	473	1,997
외국인순매수	△0.7	190	△18	1,610	△56	1,264

주) 코스닥시장의 증권투자회사는 99년 2월 18일부터 매매 개시 되었음.
 자료: 한국증권업협회/코스닥위원회, 코스닥시장백서, 2001, 2002.

한편 이처럼 코스닥시장이 급성장 하는 가운데 벤처기업의 비중을 <표 4>에서 보면 1999년 이후

벤처기업의 거래량과 거래대금이 일반기업을 능가하고 있는 것을 알 수 있다. 여기서 우리는 코스닥시장의 유통시장을 벤처기업이 발행한 주식의 거래에 의해 주도되고 있는 것으로 나타나고 있다. 특히 2000년 이후 코스닥시장의 거래량과 거래대금은 거래소시장에 버금가는 규모로 증가하였음을 알 수 있다.

2. 코스닥시장과 벤처기업의 자금조달

코스닥시장은 1996년 7월 1일부로 이전의 주식장외시장을 새로이 개편하여 개설한 증권시장으로 개설 초기에는 그 역할이 매우 미미하여 벤처 및 중소기업의 기업자금조달의 장으로서 제대로 기능을 수행하지 못하였다. 그러나 1999년 벤처기업의 붐이 절정을 이루면서 코스닥시장은 개인투자자들에게 매력적인 투자상품을 제공하면서 거래량이 폭등하여 2000년 초에는 한 때 거래소시장을 능가하는 시장으로 부상하였다. 이처럼 시장이 급속히 성장하면서 많은 부작용을 낳기도 하였으나, 거래소시장 중심이던 우리 나라의 직접금융시장은 진입 장벽이 높아 중소 및 벤처기업은 주식발행을 통한 자금조달이 어려운 실정이었다. 그런데 코스닥시장이 투자자들의 관심을 끌면서 1999년 이후부터는 우리 나라의 발행시장을 코스닥시장이 주도하고 있는 등 벤처기업의 자금조달과 투자자들의 자금회수의 장으로서 그 역할은 매우 높아진 것이 사실이다.

<표 5> 코스닥시장 신규등록기업 추이 및 현황

	신규등록			등록취소			등록현황		
	일반기업	벤처	계	일반기업	벤처	계	일반기업	벤처	계
1987	18	3	21	2	1945	2	16	3(0.16)	19<0.05>
1990	12	10	22	3	-	3	44	22(0.33)	66<0.10>
1992	42	13	55	2	4	6	95	31(0.25)	126<0.18>
1993	79	10	89	5	1	6	169	40(0.19)	209<0.30>
1994	106	12	118	15	2	17	260	50(0.16)	310<0.44>
1995	44	4	48	11	7	18	293	47(0.14)	340<0.47>
1997	32	31	63	-	-	55	273	86(0.24)	359<0.46>
1998	4	4	8	-	-	36	217	114(0.34)	331<0.44>
1999	102	58	160	39	-1	38	280	173	453<0.62>
	42		100	37		36	222	(0.38) ² /(0.44)3	395<0.54>
2000	134	116	250	54	45	99	360	244	604<0.86>
	62		178	-12		33	296	(0.40) ² /(0.45)3	540<0.77>
2001	51	137	188	64	-	64	347	381	728<1.06>
	41		178	9		9	328	(0.52) ² /(0.54)3	709<1.03>

주: 1) 1999년부터 나타난 첫 번째 값은 뮤추얼펀드가 일반에 포함된 경우이며 두 번째 수치는 뮤추얼펀드가 제외된 수치. 뮤추얼펀드 등록현황은 1999년 58개, 2000년 64개, 2001년 19개임.

- 2) ()은 전체대비 벤처비중임.
- 3) ()은 증권투자회사를 제외한 상태에서의 벤처비중임.
- 4) < >은 거래소 상장기업수 대비 비중임.
- 5) 소속부변경 사유로 일부 수치가 -값 나타냄.

자료: 한국증권업협회/코스닥위원회, 코스닥시장백서, 2000/2001.

<표 6> 나스닥시장의 현황

(단위: 10억달러, 백만주)

구분	등록기업수	시가총액	거래량	거래대금	주가지수
1998	5,068	2,589	202,040	5,759	2,192.69
1999	4,829	5,205	270,771	10,951	4,069.31
2000	4,734	3,597	442,753	20,477	2,470.52
2001	4,109	2,900	471,216	10,935	1,950.40

자료: 한국증권업협회/코스닥위원회, 2001년 코스닥시장백서, 2002.

<표 7>은 코스닥시장을 통해 조달된 자금의 추이를 보여주고 있는 바, 1999년 이후 코스닥시장이 IPO시장을 주도하고 있는 것을 알 수 있다. 2000년도에는 공개기업 중 거래소시장에 상장된 기업은 없는 것으로 보고되고 있다. 코스닥시장에서의 기업공개를 통한 자금조달 추이를 보면 1997년에 1,000억원에 불과하던 것이 2000년도에는 2조 5,600억원을 능가하고 있으며, 2001년도에는 1조 3,000억원을 나타내 전년도에 비해 크게 감소한 것으로 보고되고 있다. 기업공개를 통한 자금조달 방법이 아닌 즉 유상증자, 회사채발행 등을 통한 자금조달도 1997년 이후 상당한 규모에 이르고 있다. 1997년 868억원에 불과하던 유상증자규모도 2000년도에는 5조원이 넘었고, 2001년도에는 1조 5,000원 수준에 머무르고 있다. 코스닥등록기업의 회사채 발행을 통한 자금조달의 경우도 1997년도에는 9,900억원이던 것이 2000년도에는 3조원을 초과하였고, 2001년도에는 다소 줄어든 2조 9,000억원에 이르고 있다. 코스닥시장을 통한 자금조달규모의 총액을 보면 1997년도에는 1조 1,700억원이던 것이 2000년도에는 10조원에 달하였으나, 벤처분이 다소 주춤하면서 2001년도에는 자금조달규모가 전년도에 비해 5조원 이상 감소한 규모인 5조 8,000억원으로 나타나고 있다. 2001년도에 코스닥시장을 통한 자금조달 규모가 급격히 감소하였지만 벤처에 대한 육성책을 구사하기 시작한 1997년에 비해 벤처 및 중소기업의 자금조달이 코스닥시장을 통해 이루어지는 비중은 매우 증대된 것을 알 수 있다.

<표 7> 코스닥시장에서의 자금조달 현황

(단위: 억원)

	1997	1998	1999	2000	2001	전년대비(%)
기업공개	1,003(34)	2,624(5)	21,082(109)	25,686(182)	13,156(166)	△12,530(△48.8)
(거래소)	4,793(23)	368(3)	17,201(15)	-(-)	1,402(2)	1,402(100)
유상증자	868(50)	18,732(41)	32,859(171)	51,721(275)	15,718(149)	△36,003(△69.6)
회사채발행	9,905(115)	17,239(93)	15,619(134)	31,532(142)	29,853(296)	△1,679(△5.3)
합계	11,776(199)	38,595(139)	69,560(414)	108,939(599)	58,727(611)	△50,212(△46.1)

주: 1) ()은 건수.

- 2) 기업공개는 경우 유가증권신고서상 납입일 기준으로 작성
- 3) 유상증자의 경우 1998년도 이전은 액면가, 1999년도 이후는 발행가를 기준으로 산정, 유상증자 실적중 1998년도는 중소기업은행 정부출자본 1조 7천억원 및 평화은행 1,200억원이 포함하였으며, 1999년도는 뮤추얼펀드 증자분을 제외
- 4) 회사채의 경우 해외발행분 및 자기자본의 10% 미만으로 발행된 사모사채를 제외한 CB, BW를 포함.

자료: 한국증권업협회/코스닥위원회, 코스닥시장백서, 2000/2001.

<표 8>은 코스닥시장에 등록된 기업을 벤처기업과 일반기업으로 나누어 자금조달 추이를 보여주고 있는 바, 기업공개를 통한 자금조달의 경우 1999년도에는 일반기업에 의한 자금조달이 벤처기업에 의한 자금조달보다 더 큰 것을 알 수 있다. 그런데 2000년도와 2001년도에는 벤처기업의 자금조달이 일반기업에 비해 훨씬 많음을 알 수 있다. 그런데 코스닥시장에 등록된 일부 대기업에 의한 유상증자 및 회사채발행을 통한 자금조달이 일반기업에 의한 조달규모가 모두 높은 것으로 나타나고 있으나, 2001년도에 이르러서는 벤처기업에 의한 회사채발행을 통한 자금조달 규모가 급격히 증가한 것으로 나타나고 있다.

<표 8> 코스닥시장에서의 벤처기업 자금조달 추이 (단위: 억원)

	기업공개(건수)		유상증자(건수)		회사채발행(건수)		합계(건수)	
	일반	V.B	일반	V.B	일반	V.B	일반	V.B
1997	-	-	760.5(34)	107.0(16)	9,614(96)	291(19)	10,374.5(130)	398.0(35)
1998	14(1)	49(2)	18,540(21)	191.2(20)	16,550(68)	689(25)	35,104(90)	929.2(47)
1999	15,005(47)	6,076(62)	25,600(75)	7,259(96)	13,690(73)	1,929(61)	54,295(195)	15,264(219)
2000	8,102(62)	17,585(120)	37,535(156)	14,186(119)	29,852(117)	1,680(25)	75,489(335)	33,451(264)
2001	2,713(32)	10,444(134)	10,343(80)	5,375(69)	15,006(116)	14,847(180)	28,062(228)	30,666(383)

주: 1) ()은 건수임.
 2) 1999, 2000년도는 발행가 기준이며, 무추일펀드 증자분은 제외함(1997, 1998년은 액면가 기준).
 3) 유상증자에서 출자전환분은 제외함.
 자료: 코스닥위원회/한국증권업협회, 코스닥시장백서, 2001/2002.

3. 코스닥시장과 벤처기업의 투자자금 회수

증권시장은 벤처기업의 자금조달의 장이 됨과 동시에 벤처기업에 자금을 제공한 투자자들이 지분을 매각하면서 수익을 실현할 수 있는 장으로서도 역할을 수행하고 있다. <표 9>는 1996년 이후 미국의 나스닥 및 뉴욕증권시장의 IPO 추이와 벤처캐피탈 투자기업의 IPO 추이를 보고하고 있는 바, 여기서 우리는 매년 수 백 개의 기업이 IPO를 통해 증시에 상장되고 있는 것을 알 수 있다. 그리고 벤처캐피탈 기업 중 1996년부터 2001년 사이 970개의 기업이 증시의 IPO시장을 통해 투자자금을 회수하고 있는 것으로 나타나 증권시장은 벤처캐피탈의 투자자금 회수시장으로서도 중요한 역할을 수행하고 있는 것으로 판단된다.

<표 10>과 <그림 7>은 벤처캐피탈의 투자회수 방법 중 M&A와 IPO를 비교하여 보여주고 있는데, 1998년과 2001년도에는 M&A에 의한 자금회수가 IPO에 비해 훨씬 많은 것으로 나타나고 있다. 1996년 이후 6년 동안 벤처캐피탈리스트들은 총 1,306개의 기업을 M&A를 통해 자금을 회수한 것으로 나타나고 있다. 아마도 벤처캐피탈의 회수 방법으로 활용되는 M&A도 증권시장을 통해 이루어질 경우가 많을 것으로 판단된다.

<표 9> 미국 IPO 및 벤처캐피탈 투자 기업의 IPO 추이

	IPO 총계	벤처캐피탈투자 기업의IPO	벤처캐피탈투자 기업의 총공모액 (백만달러)	벤처캐피탈투자 기업의 평균공모액 (백만달러)	벤처캐피탈투자기업 의 공모후 시가(백만달러)	벤처캐피탈투자 기업의 공모후 평균시가 (백만달러)
1996	771	268	11,605.60	43.1	56,123.00	208.6
1997	519	131	4,704.50	35.9	20,838.80	159.1
1998	337	75	3,623.90	48.3	16,837.40	224.5
1999	508	233	17,804.70	76.4	114,864.60	493
2000	351	226	21,077.10	93.3	106,324.30	470.5
2001	10	37	3,230.60	87.3	15,078.50	407.5

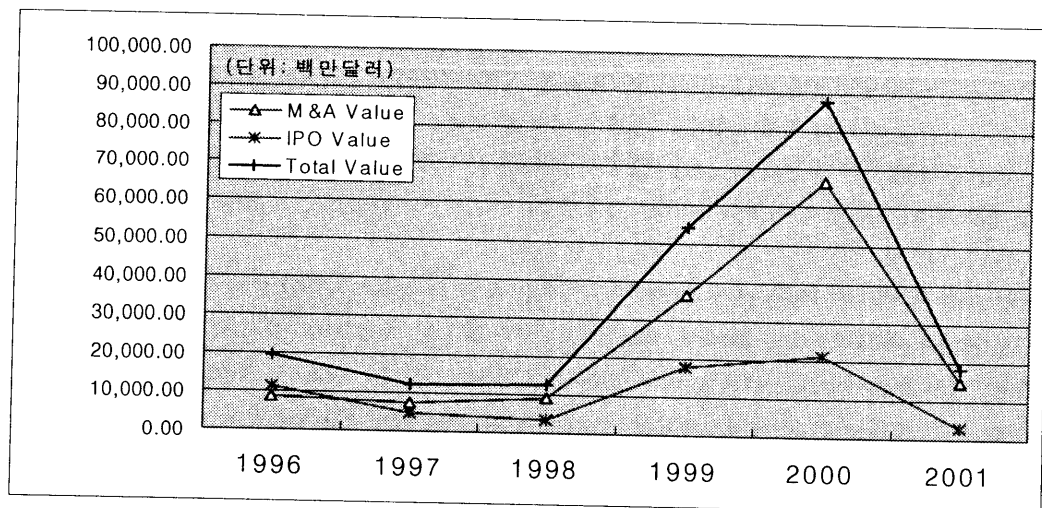
<http://www.nvca.org>

<표 10> 벤처캐피탈의 투자회수 전략

	M&A 거래건수	금액 (백만달러)	IPO 등록수	금액 (백만달러)	총거래수	총금액 (백만달러)
1996	114	8,466.13	268	11,065.60	382	19,531.73
1997	160	7,389.57	131	4,704.50	291	12,094.07
1998	202	8,998.24	75	3,623.90	277	12,622.14
1999	235	36,506.16	233	17,804.70	468	54,310.86
2000	290	66,747.94	226	21,077.10	516	87,825.04
2001	305	14,754.51	37	3,230.60	342	17,985.11
합계	1,306	142,862.55	970	61,506.40	2276	204,368.95

<http://www.nvca.org>

<그림 7> 벤처캐피탈의 회수전략: IPO 및 M&A



<표 11> 벤처캐피탈 투자기업의 IPO 실적

(단위: 사, %)

벤처캐피탈명		IPO 실적			시장점유율
		1999	2000	계	
신기술금융	KTB	11	5	16	24.61
창업투자회사	산은캐피탈	5	2	7	10.77
	TG벤처	2	3	5	7.69
	국민기술금융	0	2	2	3.08
	기은캐피탈	1	1	2	3.08
	국민창업투자	0	3	3	4.61
	한국IT벤처투자	2	1	3	4.61
	CDIB	1	2	3	4.61
	무한기술	3	0	3	4.61
	한국기술	0	3	3	4.61
	UTC벤처	0	2	2	3.08
	기타	9	7	16	24.64
	소계	23	26	49	75.39
합계	34	31	65	100.00	

주: 기타는 각 창업투자회사별 실적이 1회씩임.
 자료: 윤병섭(2001).

<표 12> 엔젤투자기업의 코스닥 및 장외시장 등록

코스닥등록기업		장외시장등록기업	
기업	엔젤클럽	기업	엔젤클럽
신영텔레콤	서울엔젤클럽	대성메디크	스마트21엔젤클럽
하이홈	서울엔젤클럽	로티스	서울엔젤클럽
코텍	서울엔젤클럽	메디페이스	서울엔젤클럽
타프시스템	서울엔젤클럽	브라콤	서울엔젤클럽
하이퍼정보통신	서울엔젤클럽	세양	서울엔젤클럽
장원엔지니어링	스마트21엔젤클럽	제이텔	서울엔젤클럽
한텔	스마트21엔젤클럽	지씨텍	서울엔젤클럽
제이컴테크	기보엔젤클럽	토미스	서울엔젤클럽
하우리	기보엔젤클럽	경우아이티	엔젤월드
마크로젠	경기엔젤클럽	아이세미콘	엔젤월드
10개 기업	4개 엔젤클럽	10개 기업	3개 엔젤클럽

주: 경우아이티는 제3시장에 등록된 기업임.
 자료: 이기환(2001)

<표 11>과 <표 12>는 우리 나라의 벤처캐피탈 및 엔젤캐피탈의 투자기업이 증시를 통해 자금을 회수하고 있는 실적을 보여주고 있다. 우리 나라에서 최근 벤처캐피탈 투자기업이 코스닥시장을 통해

65개 기업이 최초공모주를 발행하고 있음을 알 수 있으며, 10개의 엔젤투자기업이 또한 코스닥시장을 통해 자금을 회수하고 있음을 알 수 있다. 이처럼 우리 나라의 경우도 미국에서처럼 벤처캐피탈회사와 엔젤이 자본시장을 활용하여 투자자금을 회수하고 있는 사실을 볼 때 이러한 위험 감수 자본의 활성화를 위해서는 투자자금의 회수의 장으로서 역할을 수행하는 자본시장을 적극적으로 육성하는 것이 필요하다고 보여진다. 벤처금융의 선순환이 이루어지기 위해서는 벤처금융의 조달시장과 회수시장이 균형을 이루며 발전하는 것이 필요한 바, 현재 그 역할을 수행하고 있는 코스닥시장의 발전을 위한 각종 방안을 강구하여야 할 것이다.

IV. 사적자기자본시장과 벤처기업의 재무활동

최근 미국, 영국 등 첨단기업의 창업이 활발한 나라에서는 이들 기업이 창업과정에서 직면하는 어려움을 해소하기 위해 다양한 자금원을 발굴하여 지원하고 있다. 그 중에서 가장 큰 비중을 차지하는 벤처캐피탈과 엔젤캐피탈이 벤처기업의 자금조달에서 갖는 중요성을 중심으로 살펴보고자 한다.

1. 벤처캐피탈과 벤처기업의 자금조달

1) 벤처캐피탈의 의미

벤처캐피탈은 새로이 창업하는 기업에 자금을 제공함과 아울러 창업기업에 각종 경영지원을 하면서 직접·간접적으로 기업경영에 참여하는 점에서 기존의 금융권에서 기업에 자금을 제공하는 것과는 상당히 다른 면을 지니고 있다. 벤처캐피탈은 위험이 높은 창업 초기의 중소기업에 투자하는 자본으로 정의할 수 있는 바, Bygrave and Timmons(1992)는 새롭고 성장하는 기업을 찾아 그 기업에 장기 투자하는 인내롭고 용감한 자금(patient and brave capital)을 벤처캐피탈로 정의하고 있다. Barry et al. (1990)은 벤처캐피탈을 높은 잠재수익의 실현가능성을 가진 회사에 투자되는 고위험 자금으로 정의하고 있으며, Sahlman(1990)은 고성장 잠재력과 고위험을 동반하는 기업의 창업초기에 투자되는 자금으로 정의하고 있다. 여러 학자들의 벤처캐피탈에 대한 정의에서 나타나듯이 우리는 벤처캐피탈이 창업 초창기의 기업에 주식이나 채권을 인수하면서 자금을 장기적으로 제공하는 특징을 지니고 있어 사적자본시장을 형성하는 중요한 축이 됨을 알 수 있다.

한편 <표 13>에서 보면 벤처캐피탈은 자금지원기능, 경영지원 그리고 기업공개지원으로 구분할 수 있는 바, 벤처캐피탈은 우선 벤처기업에 지분형태로 자금을 지원하고 있는 점에서 벤처기업의 자금조달과 관련하여 살펴보아야 할 사항이다. 벤처캐피탈은 벤처기업이 성장하도록 자금을 지원하고 성장 후 상장이나 장외시장 등록, M&A 등을 통하여 자본이득을 획득하고 있다. 특히 자금지원은 각 벤처기업의 성장단계에 따라 1회 또는 수회에 걸쳐 지원되며 이러한 단계적 투자를 통해 벤처기업에 대한 감시역할 또한 수행하고 있는 것이 특징이다. 다음으로 벤처캐피탈은 벤처기업의 성장에 대한 결실, 즉 상장, 장외시장 등록 또는 M&A 등을 통한 투자자금의 회수단계에서 벤처캐피탈이 가지고 있는 명성자본을 통하여 기업의 가치를 극대화시킴과 동시에 기업을 증시에 성공적으로 진입하는 데 중요한 역할을 수행하고 있다.

<표 13> 벤처캐피탈의 주요 기능

기능별 분류	기능	관련 연구결과
자금지원기능	<ul style="list-style-type: none"> · 벤처캐피탈의 1차적인 기능 · 직접투자를 통해 기업이 성장한 후 자본이득을 실현함으로써 일반금융기관의 한계를 넘는 금융 활동 · 미국의 경우 초기투자를 통해 이익실현이 큰 것으로 나타남 	<ul style="list-style-type: none"> · Bygrave and Timmons(1986) · Brophy (1981) · Chiampou and Kallett(1989) · Gompers(1995)
성장지원기능	<ul style="list-style-type: none"> · 벤처캐피탈의 부가적인 기능 · 경영전반에 걸친 전문적인 조언을 통하여 투자 기업의 성장을 지원함 · 벤처기업의 이사회에 참석하여 자문의 역할을 수행함 	<ul style="list-style-type: none"> · Tyebjee and Bruno(1984) · Fried and Hisrich(1988) · 이진주의(1993) · Lerner(1995)
기업공개 지원기능	<ul style="list-style-type: none"> · 벤처캐피탈의 부가적인 기능 · 투자기업의 기업공개 시 지원하는 기능 · 주식(구주)방출의 기능 수행 · 할증부 증자에 참여함으로써 기업의 공개를 지원하고 기업의 자금과 성장을 간접적으로 지원함 	<ul style="list-style-type: none"> · Barry, Muscarella, PeavyIII and Vetsuypens(1990) · Megginson & Weiss(1991) · 이기환 외(1998)

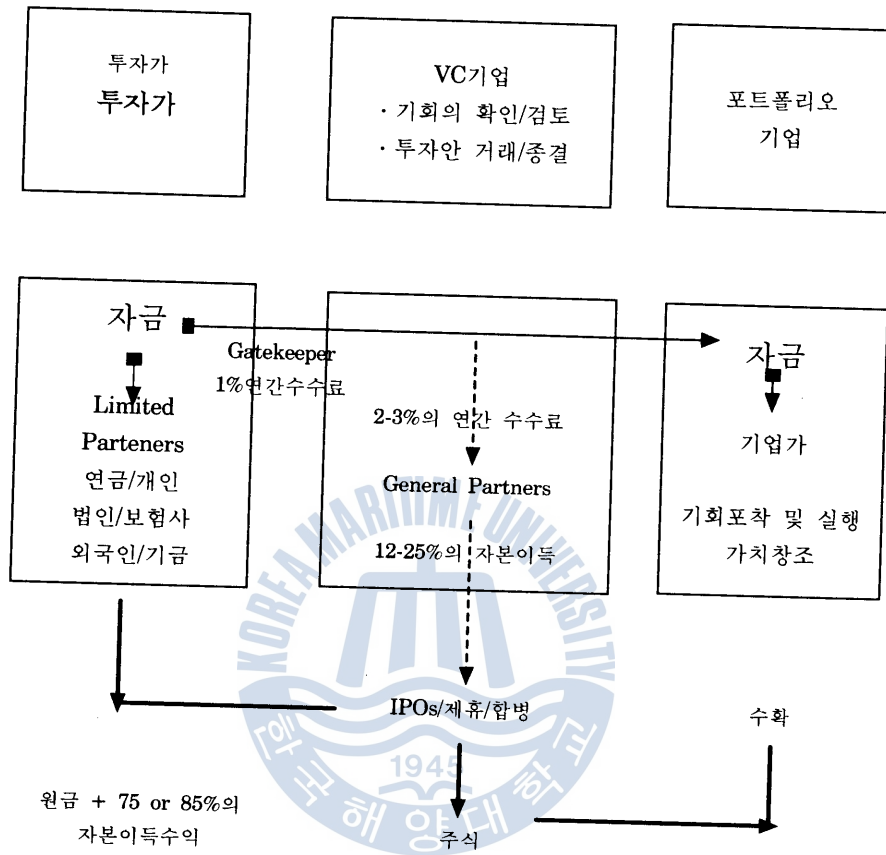
자료: 이기환 외(2000).

2) 벤처캐피탈과 벤처기업의 자금조달

앞에서 살펴 본 바와 같이 벤처캐피탈은 타 금융형태와는 달리 신기술이나 새로운 사업아이디어를 바탕으로 하는 기업의 창업 초창기에 주식, 전환사채, 융자 등으로 자금을 제공하는 금융행위를 수행할 뿐만 아니라 기술, 인적자원의 지원 등 경영지원까지도 그 업무범위로 하고 있다. 벤처캐피탈리스트들은 이러한 투자활동을 통하여 기업을 성장시킨 후 기업공개, M&A 등의 방법으로 투하된 자금을 회수하고 있는 바, 이러한 과정에 소요되는 자금의 원천은 개인, 연·기금, 은행, 보험회사, 정부 등으로부터 조달하고 있다. 벤처캐피탈의 투자과정에서 벤처캐피탈과 벤처기업 그리고 각종 투자자들은 상호 관련되어 있는 바 그러한 관계를 그림으로 나타내면 <그림 8>과 같으며, 여기서 우리는 벤처캐피탈의 투자자금 회수 단계에 이르러서는 증권시장의 역할이 중요함을 알 수 있다.

우리 나라의 벤처캐피탈의 투자동향을 살펴보기에 앞서 벤처캐피탈의 투자가 가장 활발한 미국의 벤처캐피탈 투자를 <표 14>에서 살펴보면, 1995년에 73억 달러에 그쳤던 투자금액이 2000년도에는 1,000억 달러가 넘는 금액이 창업기업에 투자되었다. 그런데 2001년도에는 닷컴기업의 침체 등으로 벤처캐피탈의 투자금액과 투자건수가 2000년도에 비해 크게 줄어든 406억 달러에 머물렀다.

<그림 8> 벤처캐피탈의 자금원, 벤처캐피탈회사 그리고 투자기업과의 관계



자료: Bygrave and Timmons(1992).

<표 14> 미국의 벤처캐피탈 투자 추이

(단위: 건, 백만 달러)

	투자 횟수	투자금액
1995	1,899	7,371
1996	2,627	11,903
1997	3,231	16,063
1998	4,185	21,461
1999	5,686	54,438
2000	8,151	105,910
2001	4,679	40,619
계	30,458	257,764,342,300

자료: www.nvca.org

<표 15>는 벤처캐피탈이 창업기업의 발전단계에 따른 투자 동향을 나타내고 있는 데, 창업자가 사업을 구상하고 기업을 설립하는 단계인 start-up/seed 단계에서의 투자금액이나 건수는 기업의 설립이 이루어진 후에 비해 훨씬 낮은 비중을 보여주고 있다. 본래 벤처캐피탈은 창업초기에 있는 기업에 자금을 지원하는 목적을 갖고 출발했으나 점차 시간이 지나면서 투자 후 빠른 시일 내에 자금을 회수하려는 경향을 보이면서 점차 후기단계에 투자를 집중하고 있는 현상이 드러나고 있다. Gompers(1996)는 이러한 현상을 조기업적과시 현상(grandstanding)으로 설명하고 있기도 하다. 2000년 이후 미국의 벤처캐피탈이 많이 투자되는 업종으로는 소프트웨어, 텔레콤, 소매/유통, 네트워크장비, 바이오 등의 분야인 것으로 조사되고 있다.

<표 15> 창업기업의 성장단계별 벤처캐피탈 투자 추이

(단위: 건, 백만달러)

	투자건수					투자금액				
	Early stage	Expansion	Later stage	Sartup /Seed	Other/Un disclosed	Early stage	Expansion	Later stage	Sartup /Seed	Other/Un disclosed
1995	514	708	222	454	1	1,794	3,069	1,121	1,383	3
1996	770	1,042	301	511	3	3,558	5,093	1,705	1,544	2
1997	890	1,447	358	534	2	3,487	8,173	3,031	1,372	0.1
1998	1,025	1,619	422	721	398	5,416	10,797	3,320	1,842	85
1999	1,716	2,570	584	814	2	12,100	30,276	8,730	3,327	3
2000	2,864	3,867	766	647	7	25,863	60,955	15,929	3,099	64
2001	1,273	2,513	640	252	1	9,271	23,024	7,497	826	1.5
계	9,052	13,766	3,293	3,933	414	61,489,667,800	141,388,682,200	41,333,891,800	13,393,834,400	158,269,100

자료: www.nvca.org.

1997년 이후 벤처붐이 조성되면서 벤처기업에 대한 벤처캐피탈의 투자규모도 크게 증가한 것으로 보고되고 있다. <표 16>에서 보는 바와 같이 2001년 현재 투자금액이 3조원을 넘고 있으며, 자금제공형태는 대개 주식인수 내지 전환사채 인수 등을 통한 지분투자 비중이 높은 것으로 조사되고 있다. 3조원의 투자금액 중 창투회사에 의한 지원이 53%이고 나머지는 조합결성을 통한 지원이 47%에 이르고 있다. 그런데 당해 연도 신규투자규모를 보면 2000년도에 2조원을 상회한 투자규모가 2001년도에 들어서는 벤처붐이 다소 주춤하면서 투자금액도 8,800억원에 그치고 있으며, 투자업체수도 2000년도에는 1,900여 개에 이르렀으나 2001년도에는 1,100여 개에 머물고 있다. 1999년 코스닥시장의 활성화로 투자자금의 회수에 대한 수익률이 높게 시현되면서 많은 신규 창업투자회사가 생겨나 2000년도에는 사상 최대의 벤처캐피탈 투자가 이루어졌다. 이처럼 최근 들어 우리나라에서 벤처캐피탈의 투자가 급격히 증가한 것은 <표 17>에서 보는 바와 같이 창업투자회사의 수가 1999년과 2000년도에 각각 26개 및 65개가 새로이 설립되어 창업기업에 자금을 제공하였기 때문으로 풀이된다.

한편 창업투자회사 및 조합에 의해 이루어진 투자형태를 보면, 1990년대 중반까지는 주식인수를 통한 자금제공이 50%를 초과하지 못하였으나, 1990년대 말에는 50%를 훨씬 상회하고 있는 데 이러한

추이도 코스닥시장의 활성화에 힘입은 바가 큰 것으로 생각된다.

<표 16> 창업투자회사의 연도별 투자실적

(단위: 억원)

구분	1998		1999		2000		2001		
		%		%		%		%	
계	10,408	100.0	14,845	100.0	28,691	100.0	30,382	100	
지원형태 (잔액기준)	투자	6,571	63.1	13,297	89.6	27,324	95.2	na	na
	용자	3,837	36.9	1,548	10.4	1,367	4.8	na	na
	지원업체수	1,286	-	2,743	-	1,973	-	3,121	-
지원주체 (잔액기준)	투자회사	7,137	68.6	10,683	72.0	18,677	67.0	16,065	53
	투자조합	3,271	31.4	4,162	28.0	10,014	33.0	14,317	47
당해연도 신규지원	금액	2,168	-	9,502	-	20,075	-	8,801	-
	업체수	420	-	1,457	-	1,901	-	1,113	-

자료: 중소기업청.

<표 17> 창업투자회사의 설립 추이

(단위: 개, 억원)

	1986-96	1997	1998	1999	2000	2001
신규등록	62	6	13	26	65	4
등록취소	8	-	1	11	5	6
등록누계	54	60	72	87	147	145
납입자본금	7,986	8,863	10,263	12,400	21,391	22,194

자료: 중소기업청.

<표 18> 창업투자회사의 업종별 지원현황

(단위: 사, 억원, %)

업종	업체수				금액							
	1998	1999	2000	2001	1998	1999		2000		2001		
						%	%	%	%			
기계·금속	333	494	155	71	2,457	23.6	2,364	15.9	2,962	10.3	510	6.9
전기·전자	241	800	391	49	2,458	23.6	4,946	33.3	8,595	30.0	364	4.9
항공·섬유	227	204	75	107	1,631	15.8	988	6.7	1,708	5.9	722	9.8
정보	138	653	778	551	772	7.4	2,985	20.1	9,556	33.3	4,116	55.9
유통업	120	124	73	54	858	8.2	681	4.6	890	3.1	333	4.5
기타	227	468	501	141	2,232	21.4	2,881	19.4	4,980	17.4	1,319	17.9
합계	1,286	2,743	1,973	973	10,408	100.0	14,845	100.0	28,691	100.0	7,364	100.0

자료: 중소기업청

<표 18>은 창업투자회사에 의한 벤처캐피탈의 투자 분야를 정리한 것으로 2000년까지는 전기전자 업종에 대한 투자가 가장 높았으나 2001년도에 들어 정보 분야에 대한 투자가 55.9%를 시현하면서 가장 높은 비중을 차지하고 있는 것으로 조사되고 있다.

<표 19>는 창업투자회사가 지원한 기업을 업력별로 조사한 것으로 1998년부터 2000년까지는 업력이 1년 이하인 창업기업에 대한 투자비중이 상대적으로 매우 높았으나, 2001년도에 들어서는 그 비중이 2.7%에 그치고 있다. 지난 4년 동안 창업투자회사의 투자기업의 업력을 보면 3년 이하인 경우가 50% 넘는 것으로 보고되고 있다.

<표 19> 벤처캐피탈 투자기업의 업력별 투자규모 추이

(단위: 사, 억원, %)

업력 (창업일 기준)	업체수				금액							
	1998	1999	2000	2001	1998	1999		2000		2001		
						%	%	%	%		%	
1년이하	734	535	1,177	99	3,399	32.7	2,090	14.1	10,014	34.9	826	2.7
3년이하	256	685	430	548	2,303	22.1	3,247	21.9	8,542	29.8	13,452	44.3
5년이하	140	418	148	154	1,626	15.7	2,892	19.5	3,760	13.1	7,262	23.9
7년이하	81	313	106	69	1,580	15.2	1,969	13.3	2,877	10.0	3,471	11.4
14년이하	75	774	103	85	1,495	14.4	4,560	30.7	3,366	11.7	4,696	15.5
14년초과	-	18	9	18	5	-	87	0.6	132	0.5	676	2.2
합계	1,286	2,743	1,973	973	10,408	100.0	14,845	100.0	28,691	100.0	30,382	100.0

자료: 중소기업청

2. 엔젤과 벤처기업의 재무활동

1) 엔젤의 의의

1997년 벤처기업육성에 관한 특별조치법이 제정되면서 부유한 개인 투자가인 엔젤이 벤처기업에 투자할 수 있는 여건이 마련되었다⁴⁾. 이처럼 정책당국에 의한 엔젤투자의 여건조성과 코스닥시장의 활황으로 한 때 많은 엔젤클럽과 엔젤조합이 형성되기 시작하면서 엔젤자금이 벤처기업에 상당한 규모로 제공되고 있는 것으로 알려져 있다. 특히 최근에 벤처캐피탈이 창업기업의 후기 단계에 대한 투자 비중이 높아지면서 엔젤의 필요성과 중요성이 증대되고 있다. 즉 벤처캐피탈이 창업초기의 기업에 대한 자금지원 기피로 창업초기의 자금난이 심각한 바, 엔젤투자자들은 창업초기의 기업에 주식을 인수하는 형태로 자본을 제공하고 있는 점에서 벤처캐피탈과 함께 비공식 자본시장을 형성하는 한 축을 담당하고 있는 것으로 평가되고 있다.

4) Mason and Harrison (1995)은 엔젤 내지 비공식벤처캐피탈을 가족관계에 있지 않은 창업자가 설립한 새로운 성장기업에 직접 위험자본(risk capital)을 제공하는 개인투자가(private investors)로 정의를 내리고 있다. 그런데 최근에는 가족이 제공하는 자금도 엔젤자본으로 포함하는 학자도 있다(Van Osnabrugge and Robinson, 2000)

제 II장의 <그림 1>에서 보는 바와 같이 통상 엔젤은 기업가치가 상대적으로 매우 낮게 평가되는 초기단계에 투자하여 기업성장과 함께 기업가치가 높게 평가된 후에 지분을 매각함으로써, 막대한 자본이득(capital gain)을 얻을 수 있는 투자방안으로 볼 수 있다. 이 점에서 엔젤은 벤처캐피탈보다 고위험·고수익을 선호하고 있다고 할 수 있다.

특히 창업초기 자기자본조달의 한계로 재무구조가 취약한 중소·벤처기업은 부채를 줄여야 하고 자기자본을 늘릴 필요가 있다는 것은 널리 인식되어 있다. 그런데 기업자금조달의 주요 원천인 부채자본의 제공에 있어 중요한 역할을 담당하고 있는 은행은 그 속성상 위험이 많이 내포되어 있는 벤처기업에 많은 자금을 제공하는 것이 현실이다. 따라서 미국의 경우 잘 정비된 비공식 벤처캐피탈 시장(informal venture capital market)이 창업기업의 금융에 주요한 역할을 수행하는 것으로 여러 연구에 의해 밝혀지고 있다. Wetzel(1983)에 의하면 엔젤은 미국에서 가장 규모가 큰 위험자본으로 인식되고 있다. 1990년대 말에 이르러 벤처캐피탈의 투자규모가 급증하기 전까지는 엔젤이 지원하는 기업의 수가 제도권 벤처 캐피탈리스트들이 지원하는 기업보다 20배 이상이나 많고, 지원금액 면에서는 2배나 된다고 한다. Gaston(1989) 교수도 미국에서 외부에서 조달하는 단일 자금원으로서 엔젤이 가장 큰 자금원이라고 주장한다. 투자액 기준으로 보면 비공식투자는 제도적 벤처캐피탈 투자의 8배나 되는 것으로 분석되고 있다. 또한, Freear and Wetzel(1990)도 비공식 투자자는 발아단계 및 초기단계에서의 금융조달에 매우 중요하다고 강조하고 있다. 엔젤투자는 상대적으로 소규모 투자가 지배적이며, 후기 단계 금융이라 해도 백만 달러 이하가 일반적이다. 한편, 영국, 캐나다 등에서도 창업기업이 외부에서 자금을 조달하는 데 있어서 비공식 자금인 엔젤이 매우 중요한 것으로 밝혀지고 있다.

2) 엔젤과 벤처기업의 자금조달

엔젤의 기업에 대한 투자는 비교적 초기 단계에서 이루어지고 있으며, 투자기업에 대해 여러 형태로 참여하고 있는 것으로 보고되고 있다. 그런데 미국의 경우 1990년대 중반까지만 하더라도 엔젤의 투자금액이 훨씬 큰 것으로 추정되고 있으나 최근 1999년과 2000년도에 조성된 인터넷, 정보통신, 바이오 등의 산업 붐으로 벤처캐피탈의 투자규모가 급격히 증가한 결과, 2000년도에 들어서는 벤처캐피탈의 투자규모가 엔젤자금의 규모를 능가하고 있는 것으로 조사되고 있다. Sohl(2001)에 의하면 1995년에서 2000년 사이 미국에서의 벤처캐피탈의 투자규모 추이를 보면 1995년 63억 달러이던 벤처캐피탈이 2000년에는 900억 달러가 초과하는 것으로 보고하고 있다. 그리고 동기간 중 투자건수도 1995년에는 1,128건에 지나지 않았으나 2000년도에는 5,485건에 달하는 것으로 나타나고 있다. 동기간에 엔젤의 투자규모는 400억 달러로 성장한 것으로 추정하고 있으며 이는 약 400,000명이 넘는 엔젤에 의해 공급되고 있으며 엔젤이 지원한 기업은 50,000개에 달하는 것으로 조사되고 있다. 최근 Osnabrugge and Robinson(2000)의 연구에 의하면 미국의 엔젤은 창업기업에 투자할 여력이 300,000달러 이상인 것으로 나타나고 있으며, 투자금액도 144,000 달러가 넘는 것으로 조사되고 있다(<표 20>참조). 그런데 이처럼 엔젤투자의 건당 투자액이 크게 증가했으나 아직 창업을 하는 기업가의 수요는 충족을 시켜주지 못하고 있는 것을 <표 21>에서 보고되고 있는 기업층의 자금수요와 비교해 볼 때 큰 괴리가 있는 것을 알 수 있다.

<표 20> 미국 엔젤의 특성

구분	평균	중앙값	범위
- 엔젤의 잠재적 투자를 위해 유보한 금액	\$311,875	\$225,000	\$40,000-\$1 mil.
- 엔젤의 투자건당 투자금액	\$144,687	\$75,000	\$25,000-500,000
- 엔젤의 지분확보 비율	21%	20%	1-50%
- 과거 3년간 투자한 회원 비율	59%	75%	4-100%
- 연속적 투자자인 엔젤의 비율	48%	45%	5-100%
- 엔젤의 평균 연령	49	50	40-55
- 공동투자 선호 엔젤의 비율	77%	80%	20-100%
- 공동투자건수 비율	72%	75%	20-100%
- 엔젤투자 건수당 엔젤의 수	6	4	2-25
- 엔젤신디케이트에 의한 투자 건당 투자금액	\$601,318	\$300,00	\$50,000-\$3 mil.
- 엔젤신디케이트당 지분확보율	32%	25%	10-100%

자료: Van Osnabrugge and Robinson(2000).

<표 21> 미국 기업가 및 엔젤 매칭서비스의 특성

구분	평균	중앙값	범위
- 기업가가 필요로 하는 최대 금액	\$3.77 mil.	\$2.25 mil.	\$50,000-\$20 mil.
- 기업가의 평균 필요 금액	\$750,000	\$1.14 mil.	\$50,000-\$5 mil.
- 기업가가 필요로 하는 최소 금액	\$334,622	\$100,000	\$10,000-\$5 mil.
- 매칭서비스당 투자자 수	95	53	6-853
- 연간 투자자들이 검토하는 기업 수	49	25	3-300
- 과거 3년간 매칭서비스당 투자자들에게 소개된 투자건수	98	33	2-500
- 투자단계가 발아단계인 비율	22%	20%	0-60%
- 투자단계가 창업단계인 비율	34%	30%	10-80%
- 투자단계가 초기단계인 비율	34%	30%	10-100%
- 매칭서비스 설립 후 성공투자 건수	27	15	2-150

자료: Van Osnabrugge and Robinson (2000).

미국과 더불어 엔젤투자가 비교적 활발한 나라로 영국을 들 수 있는데, <표 22>는 영국에 있어 엔젤의 투자규모를 보여주고 있다. 1996년에 1,700만 파운드이던 투자금액이 1999년도에는 2,800만 파운드로 크게 증가한 것으로 보고되고 있다. 투자단계를 보면 창업초기에 투자되는 금액이 전체 엔젤투자금액의 52%에 해당하는 것을 알 수 있다.

최근 런던경영대학원(LBS)과 미국의 Babson대학은 30여개국을 대상으로 각국의 기업가정신 활동에 대한 연구(global entrepreneurship monitor: GEM)를 수행하고 있다. 이 조사에 의하면 엔젤캐피탈은 미국, 영국 등의 나라에서 창업기업의 초기 자금원으로서 중요한 비중을 차지하고 있는 바, 그 규모가 벤처캐피탈에 버금가는 것으로 조사되고 있다. Bygrave (2001)는 2000년도에 조사대상국 29개 나라에서 비공식 개인투자자들에 의해 창업 기업 및 성장기업에 투자된 금액이 1,960억 달러에 달하는 것으로 보고하고 있다. 이러한 투자금액은 29개국의 총 GDP 대비 1.1%에 해당하는 금액이며, 우리

24 국제해양문제연구 제14권 제2호

나라가 29개국 중 가장 높은 3.7%로 조사되고 있으며 브라질이 조사대상국 중 가장 낮은 0.14%로 나타났다. 한편 2000년도에 24개국에서의 벤처캐피탈 투자금액은 1,239억 달러로 이는 이들 나라들의 총 GDP 대비 0.5%에 해당하는 것으로 조사되고 있다. 벤처캐피탈 투자금액 중 81%에 해당하는 1,006억 달러가 미국에서 투자가 이루어지고 있으며, 나머지 23개국에는 단지 233억 달러만이 투자되고 있는 것으로 조사되고 있다. 이 조사에서 나타나고 있듯이 우리 나라의 비공식 개인투자시장(엔젤캐피탈시장)은 국민경제규모에 비해 상대적으로 매우 높은 것으로 조사되고 있다. 따라서 앞으로 우리 나라의 중소 및 벤처기업의 창업을 보다 활성화하고 나아가 이들 기업의 자금을 원활히 하기 위해서는 엔젤캐피탈시장을 육성하고 이 시장의 정보효율성을 제고할 필요가 있는 것으로 판단된다.

<표 22> 영국 엔젤의 단계별 투자규모

(단위:천파운드, %)

투자단계	투자 금액 (£ 000)				투자 비중(%)			
	1996	1997	1998	1999	1996	1997	1998	1999
발아단계	555	150	568	2,054	3	1	3	7
창업단계	3,279	7,524	3,112	7,344	19	32	16	26
기타초기단계	3,843	3,274	5,006	5,277	22	14	25	19
확장단계	6,239	7,310	5,308	8,422	36	31	26	30
MBO/MBI	1,699	4,000	4,981	3,115	10	17	25	11
기타관리단계	1,799	950	987	2,095	10	4	5	7
소계	17,414	23,208*	19,962	28,307	100	100	100	100

주: * 분류가 불명확한 금액 16만 파운드를 포함할 경우 23,368천 파운드가 됨.
자료: BVCA(2000).

<표 23> 엔젤의 투자규모별 분포

금액규모	건수	인원수	투자 금액 (백만원)
100만원 이하	8,025 (20.9%)	6,415 (19.7%)	4,758 (0.8%)
100만초과~ 5백만원 이하	15,250 (39.8)	12,438 (38.2)	45,198 (8.2)
5백만 초과~ 1천만원 이하	6,596 (17.2)	5,978 (18.3)	53,135 (9.7)
1,000만초과~ 5,000만원 이하	6,717 (17.5)	6,080 (18.7)	155,442 (28.3)
5,000만초과~1억원 이하	1,014 (2.6)	970 (3.0)	75,472 (13.7)
1억초과 ~5억 이하	696 (1.8)	653 (2.0)	141,207 (25.7)
5억초과~10억이하	49 (0.1)	49 (0.2)	32,757 (6.0)
10억이상	15 (0.0)	15 (0.0)	41,360 (7.5)
계	38,362 (100.0)	32,598 (100.0)	549,329 (100.0)

자료: 중소기업청(2001.3).

<표 23>은 2000년도에 이루어진 5,493억원에 도달하는 엔젤투자의 규모별 분포를 보여주고 있는 바, 1,000만원 이상 5천만원 이하의 투자규모가 전체 투자금액의 28.0%인 1,554억원을 차지하고 있으며, 다음으로는 1억원 이상 5억원 이하의 투자규모가 25.7%를 차지하고 있다. 투자건수 기준으로 보면 100만원 이상 500만원 이하가 39.8%를 차지하고 있으며, 다음으로는 100만원 이하가 20.9%를 나타내고 있어 엔젤투자자들의 투자금액은 매우 적음을 알 수 있다.

V. 벤처기업의 재무활동원활화와 자본시장의 발전방안

최근 경제구조가 디지털시대로 접어들면서 우리 경제 구조도 지금까지의 대기업 위주에서 이제는 기술력과 아이디어를 바탕으로 창업하는 첨단기업이 한 중심축을 담당하도록 정책을 구사하는 것이 필요한 것으로 논의가 되고 있다. <그림 9>는 지금까지 논의한 벤처기업의 자금조달원인 엔젤, 벤처캐피탈 그리고 증권시장이 서로 어떤 관련을 갖고 작용하여 벤처기업을 육성·발전시켜 우리 경제를 정보화시대에 부응하는 체제로 발전시킬 수 있는지에 대한 방안을 정리한 것으로 볼 수 있다. 제II장에서 살펴본 바와 같이 기술력을 바탕으로 창업하는 벤처기업의 초기에는 위험이 높아 일반금융권으로부터 자금조달이 어려운 것이 현실이다. 따라서 창업초기의 기업에 대한 특성을 충분히 이해하고 그러한 기업이 내포하고 있는 위험을 바르게 알고 투자를 할 수 있는 투자그룹을 발굴·육성할 필요가 있다고 보여진다. 그런데 이러한 위험자본이 벤처기업에 적극적으로 유입되기 위해서는 투자자들이 일정 기간 후 적절한 수익률을 달성할 수 있는 회수시장의 발전이 전제되어야 한다. 따라서 우리는 벤처기업, 벤처캐피탈, 엔젤 그리고 자본시장간의 관계를 염두에 두고 우리 나라에 있어 벤처기업의 자금조달과 투자자금 회수시장으로 중요한 역할을 수행하는 코스닥시장의 발전방안을 먼저 간략히 살펴보고 벤처캐피탈과 엔젤캐피탈의 발전을 위한 논의를 전개하고자 한다.

1. 코스닥시장의 역할 제고 방안

1999년부터 급속도로 성장한 코스닥시장은 벤처기업의 자금조달과 회수시장으로서의 역할은 매우 향상된 것은 사실이다. 제III장에서 살펴보았듯이 코스닥시장은 이제 거래소시장과 경쟁을 하며 중소 및 벤처기업 전용 시장으로서 그 정체성을 확보한 것으로 보여진다. 특히 1999년 이후 발행시장은 코스닥시장이 주도하고 있기도 하며 상장기업 수도 2001년 말 기준으로 볼 때 더 많아지는 등 괄목할 정도로 성장하였다. 코스닥시장의 발전에 대한 초기의 논의는 어떻게 하면 유동성을 제고하고 우량기업을 많이 유치하여 그 정체성을 확보할 것인가에 초점이 맞추어졌다. 그러나 이제는 유동성 문제와 정체성은 어느 정도 해결되거나 확보된 것으로 보여져 이제는 코스닥시장을 질적으로 한 단계 발전시키는 방안을 강구하는 것이 필요할 것으로 판단된다⁵⁾.

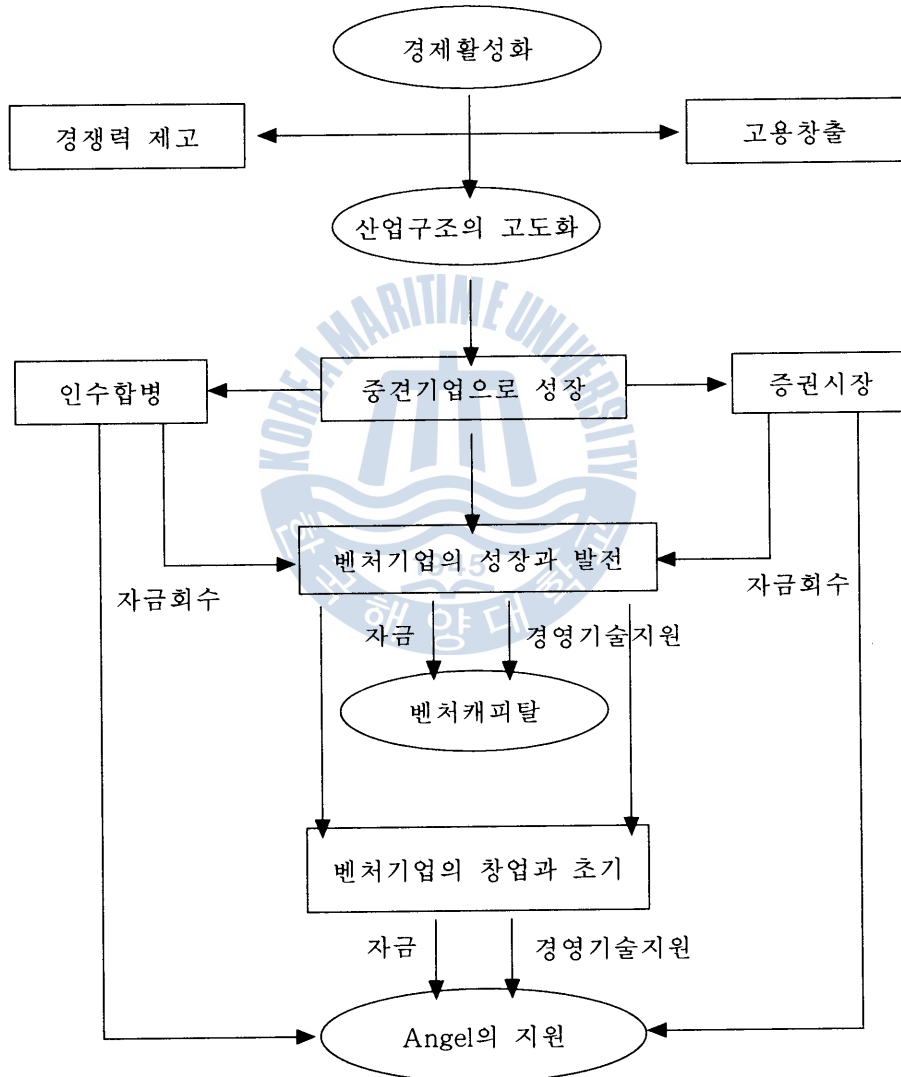
우선, 시장의 투명성 확보와 효율성 제고를 통해 등록기업의 가치에 대한 정확한 평가 이루어지도록 하여 투자자로부터 신뢰를 받는 시장으로 발전시켜야 할 것이다. 이를 위해서는 공시제도의 강화를 통해 기업의 정보를 시장 참여자들에게 적기에 전달되도록 하여 정보비대칭 문제로 인한 시장참여

5) 보다 자세한 논의는 최운열(2001), 황선웅(2001)을 참조하시오.

자들의 불만이 일어나지 않도록 시장운영자는 제도적 장치를 강구하여야 할 것이다.

둘째, 시장의 안정성을 확보하는 것이 필요한 바, 이에 대한 방안을 마련하여야 할 것이다. 특히 현재 코스닥시장의 개인투자자 비중은 90%가 넘고 있는 데 시장의 안정성 제고를 위해서는 기관투자자의 참여를 확대하는 것이 필요한 바, 정책당국은 이에 대한 방안을 마련하는 것이 필요할 것이다.

<그림 10> 벤처기업과 자본시장, 벤처캐피탈, 엔젤



셋째, 등록 및 유지 요건을 국제적 요건에 맞게 조정하여 우량 중소기업 및 벤처기업이 시장의 중심을 이루도록 정책을 구사할 필요가 있을 것이다. 최근 논의가 이루어지고 있는 벤처기업의 등록요건 강화

가 그 방안의 하나가 될 수 있을 것이다. 그리고 등록 취소 요건 등을 최근 강화하여 기준에 미달하는 기업을 신속하게 퇴출시키는 방향으로 제도를 개선한 것은 바람직하다고 사료된다.

넷째, 코스닥시장은 거래소시장에 비해 정보비대칭이 더욱 커 발행시장에서나 유통시장에서 기업에 관한 정보가 시장에 정확히 반영되지 않을 확률이 높으므로 발행시장과 유통시장에서 증권의 가격결정과 유동성에 영향을 미치는 등록 주선인과 시장조성의 기능을 제고하는 방향으로 정책을 강구하는 것이 필요할 것이다.

끝으로 코스닥시장이 건전한 자본시장으로 발전할 수 있도록 제도적 장치를 마련하는 것이 필요하다. 특히 최근 몇몇 벤처기업의 주가조작 등으로 인해 많은 의혹을 받고 있는 데, 앞으로는 코스닥시장에서 이러한 불미스런 일이 발생하지 않도록 주가감시 등을 강화할 필요가 있다고 판단된다.

2. 벤처캐피탈의 활성화 방안

신생 창업기업에 자금을 제공함과 아울러 경영지원을 하는 벤처캐피탈이 코스닥시장의 활성화와 더불어 높은 수익을 실현하면서 투자가 매우 활발하게 이루어졌다. 그러나 최근에는 벤처붐이 다소 줄어들면서 벤처캐피탈의 투자가 위축되고 있고 벤처캐피탈회사의 수도 감소한 것으로 보고되고 있다⁶⁾. 벤처기업이 지속적으로 창업되고 발전되기 위해서는 무엇보다도 이들 창업기업의 자금조달이 원활하게 이루어지는 것이 필요하다. 따라서 창업초기 상대적으로 위험이 높은 기업에 자금을 제공하는 데 목적을 두고 있는 벤처캐피탈의 활성화는 매우 필요한 바, 이에 대해 간략히 살펴보기로 한다.

우선 창업투자회사 등 창업기업에 자금을 제공하는 벤처캐피탈회사에 대한 각종 규제를 없애는 것이 필요하다고 판단된다. 투자기업의 업력에 대한 제한 등을 비롯한 투자에 대한 각종 규제가 많은 데 이러한 규제를 자율에 맡겨 투자활동이 역동적으로 이루어지도록 하는 것이 바람직할 것이다.

둘째, 이처럼 벤처캐피탈의 투자와 관련한 각종 규제를 완화함과 동시에 벤처캐피탈리스트는 전문성을 높여야 할 것이다. 투자업체를 발굴하고 평가하는 데 있어 보다 전문성을 높일 필요가 있다고 판단된다. 이를 위해 벤처캐피탈리스트는 투자분야를 점차 전문화하는 것이 요구되며, 그리고 첨단기술의 가치를 평가하는 방법에 대한 기법을 배울 필요가 있다.

셋째, 1999년 12월에 도입되어 현재 다소 경직적으로 운영되고 있는 보호예수제도(lock-up system)를 벤처캐피탈회사와 투자를 받는 회사간의 계약에 일임하는 방법으로 전환하는 것이 필요할 것이다. 현재 벤처기업의 공개 때 내부자의 지분을 일정 기간 매각하지 못하고 있는 데, 이는 일종의 규제적 성격을 갖고 있으므로 투자자와 피투자기업 간에 자발적 사적 계약형태로 이루어지게 하여 이 계약 내용이 시장에서 하나의 신호 역할을 수행하는 방향으로 정책을 전환하는 것이 필요하다고 보여진다. 즉 현재 투자기간에 따라 코스닥시장에 등록된 후 벤처캐피탈회사 내지 대주주는 3개월 내지 6개월 간 매각하지 못하도록 규제하고 있는 데 이를 계약당사자간의 합의에 의해 정하도록 하여 그 기간이 시장에서 하나의 신호로 역할을 할 수 있도록 하는 것이 바람직할 것이다⁷⁾.

넷째, 벤처캐피탈의 창업기업 등에 투자가 활발하게 이루어지기 위해서는 벤처캐피탈 투자조합 결성

6) 한 때 147개에 달했던 창업투자회사가 2002년 5월 현재는 139개로 줄어든 것으로 나타나고 있다(매일경제신문, 2002.5.22).

7) 이에 대한 보다 자세한 논의는 한국개발연구원(2001)을 참고하시기 바랍니다.

을 통한 투자가 보다 적극적으로 이루어지도록 하는 것이 필요한 것으로 판단된다. 투자조합에 대한 자금출자가 원활하게 이루어지기 위해서는 투자조합을 투명하게 운영하도록 함과 동시에 연·기금의 참여가 이루어지도록 정책적 방안을 마련하는 것이 또한 요구된다.

3. 엔젤캐피탈의 활성화 방안

미국을 비롯한 엔젤캐피탈시장이 가장 잘 발달된 대부분의 나라에서 엔젤캐피탈시장의 활성화와 관련하여 직면하는 공통적 문제점은 엔젤투자자와 창업기업에 대한 정보 부족으로 이 둘 두 주체간에 연결이 제대로 이루어지지 않고 있다는 점이다. 사실 미국 등 대부분의 나라에서 엔젤이 투자할 수 있는 여유 자금은 실제 투자되는 자금 보다 훨씬 많은 것으로 조사되고 있다⁸⁾. 특히 우리 나라 엔젤투자자들은 투자과정에서 가장 큰 어려움을 겪는 부문으로는 투자기업의 평가, 대상기업의 발굴, 경영감시, 투자자금회수 등인 것으로 조사되고 있다⁹⁾.

우리 나라의 엔젤투자를 활성화하기 위해서 정책당국이 가장 우선적으로 고려하여야 할 정책방안은 투자대상기업과 엔젤을 연결하는 네트워크(network) 과제이다. 이를 통해 엔젤과 기업간의 공동의 장을 마련하여 정보가 원활히 교류될 수 있도록 하는 것이 필요할 것이다. 이러한 네트워크가 활성화되면 엔젤투자자들이 투자대상 기업을 물색하는 데 있어 정보부족으로 인한 애로를 어느 정도 해소할 수 있을 것이다. 엔젤투자자가 가장 활성화되어 있는 미국에 있어서도 앞으로 엔젤자본의 투자유치를 위해서 가장 중점을 두어야 할 제도적 장치가 엔젤과 기업을 연결하는 네트워크의 구축임을 강조하고 있다(Prowse, 1998). 최근 미국은 벤처캐피탈이 후기단계에 투자하는 비율이 높아지면서 첨단기술기업의 자금조달상의 애로를 해소하기 위하여 엔젤자금의 유입을 촉진하는 일환으로 ACE-Net을 1996년에 구축하여 엔젤투자를 활성화하고 있다. 미국은 현재 ACE-net이 전국에 30여개의 지원사무실을 운영하고 있으며, MIT는 18개의 기업포럼을 운영하는 등 총 70여개 이상이 엔젤투자자와 창업기업가를 연결해주는 매칭서비스를 실시하고 있는 것으로 알려져 있다.

이러한 점을 고려하여 우리 나라의 경우도 현재 운영하고 있는 벤처넷과 각 엔젤클럽의 서비스를 보다 체계적으로 정비하여 엔젤투자자와 자금이 필요한 창업기업을 연결하는 서비스를 보다 확대할 필요가 있다.

둘째, 엔젤투자자들이 염려하고 있는 투자자금의 수확문제(harvesting)를 보다 용이하게 하는 방안을 마련할 필요가 있다. 현재 5년 이상 보유하는 경우에 한해 투자자금에 대한 소득공제와 양도차익에 대한 세금을 면제해 주고 있는 데 투자자들의 입장에서 볼 때 이 기간은 다소 긴 것으로 보여지는 바, 기간을 3년으로 단축하는 것을 고려할 볼 필요가 있다고 보여진다.

셋째, 투자자금의 회수수단을 보다 다양화하는 방안을 마련하는 것이 필요하다고 사료된다. 현재 엔젤 및 벤처캐피탈의 투자자금에 대한 회수방법으로 IPO가 가장 선호되고 있는 것으로 논의되고 있으나, 이를 보다 다양화하는 것이 바람직할 것이다. 즉 기업매각, M&A, 재매입(buy-back), MBO, MBI 등 다양한 방법이 활용될 수 있도록 하는 것이 요망된다. 앞서서도 논의를 하였지만, KOSDAQ 시장이

8) 미국의 경우 엔젤투자자 한 사람 당 잠재적 엔젤투자를 위해 보유하고 있는 금액이 311,875달러인 것으로 조사되고 있다(Sohl, 2001).

9) 김주성(2000).

역동성을 계속 유지할 수 있는 방안을 강구하는 것이 무엇보다도 필요하다.

넷째, 창업 중소 및 벤처기업에 대한 투자는 위험이 많이 따르는 투자라는 사실을 감안하여 엔젤투자자의 벤처기업에 대한 투자를 활성화하고 책임 있는 투자를 유도하기 위해서는 엔젤투자자에 대한 교육과 홍보가 필요한 것으로 생각된다. 사실 우리 나라의 경우 앞서도 잠시 논의하였듯이 다른 나라에 비해 잠재적 엔젤은 매우 많은 것으로 조사되고 있으나, 아직 실제 투자를 하는 엔젤은 그렇게 많은 편은 아닌 것으로 보여진다. 이러한 잠재적 엔젤이 실제 벤처기업에 자금을 제공할 수 있도록 엔젤 투자에 위험과 수익에 대한 교육 그리고 이들의 벤처기업에 대한 투자를 유도하는 홍보를 강화할 필요가 있다.

다섯째, 창업기업가는 엔젤투자자로부터 자금을 유치하기 위해서는 무엇보다도 정직하게 기업을 경영할 필요가 있다. 특히 창업 후 시간이 흐르면서 발생하는 회계자료를 정확하게 기록하여 투명한 경영을 할 때 엔젤투자자로부터 신뢰를 획득할 수 있을 것이며, 이는 나아가 후속적인 투자를 유치하는 데도 도움이 되고 궁극적으로는 엔젤투자시장의 투명성을 제고하는 데도 기여할 것이다.

끝으로 성공한 벤처기업가가 엔젤로 적극 참여하여 엔젤투자를 활성화하는 견인차 역할을 담당하는 것이 필요하다고 보여진다. 엔젤투자자 가장 활발한 미국의 경우 성공한 기업가의 엔젤 참여가 매우 활발하여 창업기업에게 유익한 조언과 자문을 통해 기업을 성공으로 이끄는 사례가 많은 것을 볼 때 우리 나라의 엔젤투자의 활성화를 위해 성공한 기업가가 엔젤로 적극 참여하는 길을 제공하는 것이 필요한 것으로 판단된다.

이상의 논의를 요약하면 창업기업의 초기단계에서 필요로 하는 자금을 지원하는 주체로는 가족 및 친척 등과 더불어 엔젤이 중요한 것으로 판단된다. 그리고 기업이 어느 정도 성숙해 가면 추가로 자금이 필요할 때 벤처캐피탈에 의해 제공되고 또한 대규모의 자금이 필요한 시기에는 기업을 증권시장을 통해 공개함으로써 필요한 자금을 순차적으로 조달할 수 있는 시스템을 갖추는 방향으로 정책을 구사하는 것이 벤처금융을 원활화하는 데 필요하다. 여기서 논의한 벤처금융 메카니즘이 상호 유기적으로 잘 조화를 이루면서 발전해 가면 우리 경제에 필요한 첨단기업의 창업을 활성화하고 나아가 이들 신생 기업이 새로운 경제구조를 형성하는 중심적 역할을 담당할 수 있을 것이다.

VI. 결 론

1997년 이후 정부의 적극적인 지원정책으로 벤처기업의 수가 10,000개를 상회하면서 고용창출 등의 면에서 우리 경제 많은 기여를 한 것으로 논의되고 있다. 벤처기업의 우리 경제에 대한 기여에도 불구하고 벤처기업의 자금조달원은 이전에 비해 상당히 다양해졌으나 아직도 자금조달은 쉽지 않은 것으로 알려져 있다.

본 논문에서는 벤처기업의 재무활동에 있어 자본시장이 갖는 역할을 개략적으로 살펴보았다. 특히 자금조달의 측면과 회수의 관점에서 벤처기업의 전용자본시장으로서 역할을 수행하고 있는 코스닥시장에 대해 우선 살펴보았으며, 다음으로는 최근 벤처기업의 창업초기 위험이 상대적으로 높은 시기에 있어 주요 자금원이 되고 있는 벤처캐피탈과 엔젤캐피탈에 대해서도 고찰하여 보았다. 그리고 이러한 자본시장이 벤처기업의 재무활동의 원활화를 위해 어떠한 방향으로 발전하는 것이 바람직한지를 또한

논의하고 있다. 창업초기에는 위험이 상대적으로 높으므로 이러한 위험을 감수하고 투자할 수 있는 특성을 갖는 자본을 육성하여 첨단기술을 가진 젊은 유능한 기업가들이 많은 창업을 할 수 있는 벤처생태계를 조성하는 것이 필요할 것이다.

참 고 문 헌

- 고정민, "벤처생태계의 형성과 진화", CEO Information 240호, 삼성경제연구소, 2000.
- 김주성, "국내엔젤투자자의 현황 및 투수성향 분석", 한국전자통신연구원, 2000.
- 대한상공회의소, 벤처기업의 경영애로와 해소방안, 1999.
- 성소미, 한국의 벤처, 비봉출판사, 2001.
- 윤병섭, 벤처캐피탈의 보증역할과 벤처기업 최초공모주의 성과 분석, 경남대학교 대학원 박사사학위논문, 2001.
- 이기환·임병균·최해술, "벤처기업 IPO의 장·단기 성과와 벤처캐피탈리스트의 역할", 증권·금융연구, 제4권 제1호, 1998. 7, pp. 49-80.
- 이기환·강천·김기수·조성철·강현성, "소프트웨어기업에 대한 벤처캐피탈의 자금지원 효과분석", 중소기업연구, 한국중소기업학회, 2000.6.
- 이기환, "엔젤의 투자행태와 투자성과 분석", 2001년 재무학회 추계학술대회, 2001.
- 이장우, 벤처창업, 법문사, 2000.
- 장상수·길재욱, "벤처기업 장외등록과 벤처캐피탈의 보증역할에 관한 연구", 재무관리연구, 제 17권 1호, 2000, 111-136.
- 최범수·이기환, 중소·벤처기업의 발전과 장외시장의 활성화, 한국개발연구원, 1996.
- 최운열, "증시환경변화와 코스닥시장의 발전방향", 2001년도 코스닥시장 발전방안 증권정책 심포지움, 한국증권학회, 코스닥증권시장, 2001.
- 한정화·김영배외, 벤처기업 정밀실태조사 보고서, 중소기업청/한국벤처연구소, 2000.
- 한국개발연구원, 벤처캐피탈 산업의 제도개선 방안, 2001.
- 한국증권업협회·코스닥위원회, 코스닥시장백서, 2001, 2002.
- 황선웅, "코스닥등록요건 및 취소요건의 국제정합성 제고방안", 2001년도 코스닥시장 발전 방안 증권정책심포지움, 한국증권학회, 코스닥증권시장, 2001.
- 後藤守男, "ベンチャー-企業育成と証券市場の役割", 投資月報, 日興リサーチセンター, 9月號, 4-25, 1995.
- Barry, C. B., C. J. Muscarella, J. Peavy, and M. R. Vetsuypens, "The Role of Venture Capital in the Creation of Public Companies : Evidence from the Going Public Process", *Journal of Financial Economics* 47, 1990, 447-471.
- Barry, C. B., "New Directions in Research on Venture Capital Finance", *Financial Management* 23(3), 1994, 7-9.
- Black, Bernard S. and Ronald J. Gilson, "Venture Capital and Structure of Capital Markets: Bank versus Stock Markets," *Journal of Financial Economics* 47, 1998, 243-277.

- Bygrave, W. D. and J. A. Timmons, *Venture Capital at the Crossroad*, Harvard Business School Press, 1992.
- Bygrave, W. D., "Informal Finance and Venture Capital: A Closer Look," in Reynolds, P. D. et al. 2001, *Global Entrepreneurship Monitor: 2001 Executive Report*, UNA-USA and Business Council for the UN, 24-27, 2001.
- Coveney, P. and K. Moore, *Business Angels: Securing Start Up Finance*, John Wiley & Sons, 1998.
- Freear, J. and W. E. Wetzel, "Who Bankrolls High-Tech Entrepreneurs?," *Journal of Business Venturing* 5(2), 1990, 77-89.
- Gatson, R. J., *Finding Private Venture Capital for Your Firm : A Complete Guide*, Wiley, 1989.
- Gompers, Paul, "Optimal Investment, Monitoring, and the Staging of Venture Capital", *Journal of Finance* 50(5), 1995, 1461-1490.
- Gompers, Paul, "Grandstanding in Financial Economics 42, 1996, 133-156.
- Gorn the Venture Capital Industry", *Journal of Fpers*, P. A. and J. Lerner, *The Venture Capital Cycle*, The MIT Press, 2000.
- Gompers, P. A. and J. Lerner, *The Money of Invention*, Harvard Business School Press, 2001
- Gorman, M. and W. A. Sahlman, "What Do Venture Capitalist Do?" *Journal of Business Venturing*, May 1989, 231-248.
- Lerner, J., "The Syndication of Venture Capital Investments", *Financial Management* 23(3), 1994, 16-27.
- Lerner, J., "Venture Capital and the Decision to Go Public", *Journal of Financial Economics* 35, 1994, 293-316.
- Mason, C. M. and R. T. Harrison, "Closing the Regional Equity Capital Gap: The Role of Informal Venture Capital," *Small Business Economics* 7, 1995, 153-172.
- Megginson, W. L. and K. H. Weiss, "Venture Capitalist Certification & Initial Public Offerings", *Journal of Finance* 46, 1991, 897-903.
- Packer, F., "Venture Capital, Bank Holding, and the Certification of Initial Public Offerings : Evidence from the OTC Market in Japan," Research Paper 9401, Federal Reserve Bank of New York, 1994.
- Prowse, S., "Angel Investors and the Market for Angel Investment," *Journal of Banking & Finance* 22, 1998, 785-792.
- Roberts, E. B, *Entrepreneurship in High-Technology: Lessons from MIT and Beyond*, Oxford University Press, 1991.
- Sahlman, W. A., "The Structure and Government of Venture Capital Organizations.", *Journal of Financial Economics* 45, 1990, 473-521.
- Sohl, J., 2001, "The Private Equity Market in the USA: What a Long Strange Trip It Has Been,"

Working Paper, University of New Hampshire.

Van Osnabrugge, M. and R. J. Robinson, *Angel Investing: Matching Start-Up Funds with Start-Up Companies*, Jossey-Bass, 2000.

Wetzel, W. E., "Angels and Informal Risk Capital," *Sloan Management Review* 24, Summer, 1983, 23-24.

