

Does Venture Capital Require an Active Stock Market?

Bernard S. Black & Ronald J. Gilson

번역: 김화진(미국변호사)
조상욱(변호사), 김경연(변호사)

【번역자 머리말】

이 글은 미국 스탠포드 법대의 블랙 교수와 스탠포드/컬럼비아 법대의 길슨 교수가 공동으로 연구하여 Journal of Applied Corporate Finance, 제11권 제4호(1999년 겨울호), 36-48면에 발표한 논문을 동 교수들의 승인을 받아 번역한 것이다. 이 글은 Journal of Financial Economics, 제47권(1998), 243-277면에 “Venture Capital and the Structure of Capital Markets: Banks versus Stock Markets” 라는 제목으로 발표된 논문의 요약판이기도 하다. 이 글은 벤처 캐피탈 산업, 증권시장의 발달, 증권법 및 회사법 등 3자간의 관계를 규명하려는 학술적 노력의 일환으로 쓰여진 것인데, 이 분야에 있어서는 기념비적인 연구로 알려져 있고, 아마도 법학자들이 발표한 논문들 중에서는 가장 널리 읽혀지고 인용되는 논문일 것이다. 블랙 교수와 길슨 교수는 The Law and Finance of Corporate Acquisitions, 제2판(1995)의 공저자로서, 그리고 무수한 연구논문들을 통해서 세계적인 명성을 가지고 있는 학자들이다. 블랙 교수의 연구논문들은 SSRN 웹사이트 내의 <http://papers.ssrn.com/author=16042>, 길슨 교수의 연구논문들은 <http://papers.ssrn.com/author=17982>에 각각 게재되어 있다.

이 글에서 필자들은 미국, 독일, 일본 등 3개국의 현황을 비교 고찰한 결과, 미국에서는 벤처 캐피탈 산업과 증권시장이 양자 공히 잘 발달되어 있으나 독일과 일본은 전혀 그렇지 못하다고 하면서 이는 결코 우연이 아님을 지적한다. 필자들에 의하면, 벤처 캐피탈 산업은 벤처 캐피탈 회사들이 투자대상 기업들의 IPO를 통해 성공적으로 투자자본을 회수할 수 있어야만 잘 발달할 수 있는데, 그를 위해서는 증권시장의 활성화가 필수적이라는 것이다. 이와 같은 관찰과 이론은 우리나라의 관련 업계와 증권시장에도 시사하는 바가 크다고 할 것이다. 벤처 캐피탈 산업의 발달은 벤처 캐피탈 회사들이 투자대상 회사가 신규 상장되거나 M&A를 통해 다른 기업에 인수되는 과정을 통해 투자자본을 회수할 수 있는 길이 열려 있지 않다면 기대할 수 없는 것이고, 그를 위해서는 증권시장의 활성화가 반드시 필요하기 때문이다(필자들은 IPO가 M&A와는 달리 벤처 기업가의 경영권 유지를 가능하게 해 주기 때문에 더 중요한 투자자본 회수수단이라고 한다). 벤처 캐피탈 산업이 성장하지 못하면 우수한 기술을 가진 신생 벤처기업들이 성장하기 어려우므로, 결론적으로 증권시장의 활성화는 벤처기업들의 성장 및 우리 경제의 발전과 필연적인 상관성을 가지게 된다.

한편, 최근에는 이 글이 말하는 증권시장이란 반드시 국내 증권시장을 말하는 것은 아님에 주목하여 증권시장 및 기업 자금조달의 국제화, 국제 벤처 캐피탈의 활약 등에 관한 연구가 다수 진행되고 있다. 즉, 한 나라의 벤처 캐피탈 산업이 성장하기 위해서는 반드시 그 나라의 증권시장이 활성화되어야만 하는 것은 아니며, 기업들이 잘 발달된 외국시장에 진출

할 길이 열려 있다면 벤처 캐피탈들의 투자는 확대될 수 있다는 것이다. 나아가, 블랙 교수와 길슨 교수가 말하는 벤처 캐피탈은 해당 증권시장이 소재하는 바로 그 나라의 벤처 캐피탈만을 의미하는 것이 아님도 지적되고 있다. 즉, 이 글의 설득력의 범위가 국경을 초월하는 차원으로 확대되고 있다. 바꾸어 말하면, 우리나라의 증권시장이 여러 가지 이유에서 활성화되지 못하더라도 우리나라의 벤처기업들은 외국의 증권시장을 이용할 수 있으며, 실제로 그러한 대안이 현실적인 것으로 드러나면 외국의 벤처 캐피탈을 유치할 수도 있고, 역으로 외국 벤처 캐피탈의 유치는 벤처기업들의 외국 증권시장 진출을 더 용이하게 해 줄 것이다. 역설적이지만, 그러한 패턴이 정착된다면 그것은 우리나라의 제도개선과 증권시장의 발달에도 도움이 된다. 이의 대표적인 모델은 이스라엘 회사들인데, 이 분야에서는 집중적인 연구의 대상이 되고 있다. 이에 관한 가장 최근의 연구로는 미국 펜실베이니아 법대 록(Edward B. Rock) 교수의 논문 “Greenhorns, Yankees and Cosmopolitans: Venture Capital, IPOs, Foreign Firms and U.S. Markets” (WP, February 2001)가 있다. 이 논문은 Theoretical Inquiries in Law에 발표될 예정인데, http://papers.ssrn.com/paper.taf?abstract_id=269340에 게재되어 있다. 미국 벤처 캐피탈 산업의 현황에 대해서는 일반적으로, 남유철, 『벤처@실리콘 밸리』(2000); Udayan Gupta 편, Done Deals: Venture Capitalists Tell Their Stories(2000) 참조. 벤처투자의 법적인 기초에 대하여는 김건식, “벤처투자과 법적 인프라,” 『증권법연구』, 제1권 제1호(2000), 237면 참조.

벤처기업들뿐 아니라, 일반적으로 각국 기업들의 외국 증권시장 상장이 현재 세계적인 추세로 나타나고 있는데, 그로부터는 증권시장들간의 경쟁과 기업지배구조의 수렴현상이 발생한다. 최근 컬럼비아/하버드 법대의 카피(John C. Coffee, Jr.) 교수는 세계의 150개 증권시장들이 공시 및 지배구조상의 요건 차별화 경향을 통해 양분될 것이며, 이는 기업지배구조가 소유분산형과 소유집중형으로 양분되어 있는 것과 대체로 같은 맥락을 형성할 것이라고 내다보았다. “The Competition Among Securities Markets: What Strategies Will Dominate?” (WP, September 2001), http://papers.ssrn.com/paper.taf?abstract_id=283822. 동 교수는 여기서 상장회사들에게 엄격한 요건을 부과하는 증권시장들이 투자자들의 신뢰를 얻어 우세하게 될 것임을 예측하고 있다. 카피 교수는 세계 각국의 기업들이 증권시장을 쇼팽하고 복수 증권시장에 동시 상장하는 것이 보편화되면 증권시장간에 치열한 경쟁이 발생할 것이고 다수의 증권거래소들이 설 자리를 잃게 될 것으로 예측한다. 카피 교수는 1800년대에 미국에 약 250개의 증권거래소가 있었으나 교통과 통신의 발달로 현재와 같이 그 수가 줄어들었음을 상기시키면서, 이러한 역사적 전례는 국제적인 평면에서 재현될 수 있는 것으로 보고 있다. 이스라엘은 이러한 측면에서도 좋은 예가 된다. 나스닥에는 현재 외국회사로는 최다인 96개의 이스라엘 회사들이 상장되어 있는데, 록 교수는 이스라엘의 경우 미국계 벤처 캐피탈들의 투자와 경영지원 과정을 거치고 미국 나스닥에의 상장을 통해 역시 미국계 기관투자자들로 지배주체를 바꾸어 가는 패턴이 정형화되어 있음을 밝히고 있다. 이 때문에 텔아비브 증권거래소의 상장규칙과 이스라엘의 증권 및 회사법은 미국식의 스탠더드를 대폭 수용하였다(이른바 피기배킹). 증권시장의 국제적 통합과 기업지배구조의 수렴에 관하여는 김화진, “국제기업지배구조론,” 『주식』(2001년 11월호), 36-77면을 참조. 피기배킹 패러다임에 관하여는 일반적으로, Bernard Black, “The Legal and Institutional Preconditions for Strong Securities Markets,” 48 UCLA Law Review 781(2001) 참조.

이 글은 세계 각국의 학계와 관련 업계에 큰 영향을 미친 논문으로 유명하다. 우리나라의 학계, 관련 업계와 증권시장에도 이 글이 경제정책 모델, 비즈니스 모델을 창안하는 데 유

익한 기초자료가 될 수 있을 것으로 생각된다. 아울러 이 글과 최근의 후속 연구들은 증권 시장의 세계적 통합 추세 진전에 즈음해서 우리나라 증권시장이 지향해야 할 정책방향을 암시해 준다고 하겠다.

【차 례】

서 론

미국과 독일의 벤처 캐피탈

벤처 캐피탈 펀드와 투자자본 회수의 중요성

1. 벤처 캐피탈 펀드와 투자대상 회사간의 관계
2. 투자자본 회수가 펀드와 펀드 투자자간의 관계에 미치는 영향

기업공개에 의한 투자자본 회수 가능성

1. 계약의 구조
2. 기업가에 대한 유인
3. 경영권에 대한 묵시적 계약과 그 장점
4. 실증적 검증

다른 국가의 사례

국가별 벤처 캐피탈의 차이에 대한 다른 설명

1. 자본 시장간의 제도적 차이와 기능적 차이
2. 벤처 캐피탈의 연기금으로부터의 자금조달
3. 국가별 노동시장 규제에 차이
4. 벤처 캐피탈과 기업문화

은행 중심 자본시장에서의 벤처 캐피탈에 대한 시사점

결 론

서 론

미국에서는 대규모 회사의 지배구조에 있어서 비교적 소규모의 은행들이 제한된 역할만을 수행하고 있고, 고도로 발달된 증권시장에서의 기업공개(IPO)가 빈번하게 일어나고 있다. 이와는 대조적으로, 일본의 주거래 은행과 독일의 겸업주의 은행은 각각 일본 회사와 독일

회사의 규모에 비해 대형화되어 있을 뿐만 아니라, 대규모 회사의 감독에 관하여 미국의 은행에 비해 보다 큰 역할을 담당하고 있다. 그리고 일본과 독일 양국 모두 기업공개시장이 활성화되어 있지 않다.

일본, 독일의 자본시장과 같은 은행 중심의 자본시장을 옹호하는 입장에서는, 증권시장 중심의 자본시장에서 투자자들이 단기적인 기대를 하게 되는 결과 회사의 경영진이 단기전략을 수립하게 되는 반면, 은행 중심 체제에서는 안정적인 자본시장이 발달되고 장기계획의 수립이 가능하다고 주장한다. 반대로, 증권시장 중심의 자본시장을 옹호하는 입장에서는, 은행 중심의 체제에는 결여되어 있는 시장의 기업지배에 대한 적응능력을 강조하면서, 자본시장이 “장기적”인 기업 전망을 유도할 수 있는 능력을 가지고 있음을 보여주는 실증적인 증거를 풍부하게 제시하고 있다.

이 글에서는 은행 중심의 자본시장과 증권시장 중심의 자본시장 간의 상대적 효율성을, 양자간 존재하는 체제상의 2차적 차이점—증권시장 중심의 자본시장에서는 훨씬 강력한 벤처 캐피탈 산업이 존재한다는 사실—을 설명함으로써 논의해 보기로 한다. 여기서는 “벤처 캐피탈”을 미국에서 이해되는 바와 같이 특화된 조직(“벤처 캐피탈 펀드”)이 자본투자를 필요로 하는 고성장, 고위험의 회사(흔히 첨단기술 회사)에 제품개발 또는 회사발전을 위해 행하는 투자로 정의하기로 한다. 이미 성장한 회사의 경영자가 현재의 회사 소유주로부터 회사를 매수하는 것을 도와주는 “바이아웃”(buyout) 금융은, 비록 유럽에서 소위 “벤처 캐피탈” 회사가 흔히 그러한 형태의 금융을 제공하고 있기는 하지만, 벤처 캐피탈의 범주에서 제외하기로 한다.

미국의 벤처 캐피탈 시장은 다른 국가들의 공공연한 선망의 대상으로서, 이들 국가들은 미국의 벤처 캐피탈 시장을 모방하려고 시도하였으나 성공을 거두지 못하였다. 이 글은 그와 같은 실패의 원인이 무엇인지를 설명한다. 즉, 벤처 캐피탈 시장을 활성화하기 위해서는 벤처 캐피탈리스트가 기업공개를 통해 투하자본을 회수할 수 있도록 해 주는 고도로 발달된 증권시장이 필요하다는 것이다.

증권시장과 벤처 캐피탈 시장간의 연계를 이해하기 위해서는 벤처 캐피탈 펀드와 그 투자자간, 그리고 벤처 캐피탈 펀드와 기업가간의 묵시적 또는 명시적인 계약적 약정(contractual arrangement)을 이해할 필요가 있다. 이와 관련하여, 이 글에서는 미국 벤처 캐피탈 시장이 가지고 있는 두 가지의 특징을 설명하고자 한다. 첫째로, 투하자본 회수(exit)의 중요성, 즉 벤처 캐피탈리스트가 투자대상 회사의 장기 투자자가 되기보다는 적절한 시기에 투자를 회수하려고 하는 이유에 관하여 보기로 한다. 둘째로, 투하자본 회수가 이루어지는 방식의 중요성, 즉 벤처 캐피탈리스트가 성공적 신생회사로부터 그 기업공개를 통해 투하자본을 회수할 수 있다는 가능성 때문에 기업가와 신생기업이 향후 경영권과 관련하여 은행 중심 자본시장에서는 불가능한 묵시적 계약을 체결하게 되는 이유에 관해 보기로 한다. 기업공개를 통한 투하자본 회수 가능성에 기인하는 향후 경영권에 관한 묵시적 합의는, 벤처 캐피탈이 증권시장 중심의 자본시장을 가진 국가들에서 보다 큰 성공을 거두고 있는 이유를 설명하는 데 도움이 된다.

미국과 독일의 벤처 캐피탈

미국은 그 규모와 내용 두 가지 측면에서 독일보다 훨씬 잘 발달된 벤처 캐피탈 시장을

보유하고 있다. 미국의 벤처 캐피탈 펀드 수는 독일의 벤처 캐피탈 펀드의 수보다 많고, 국가 경제 규모에 대비한 펀드의 규모 역시 대형화되어 있다. 미국의 펀드는 초기 단계에 있는 벤처회사 또는 첨단기술산업에 막대한 투자를 하고 있는 반면, 독일의 벤처 캐피탈은 주로 비첨단 기술산업 분야에서 초기 단계를 벗어난 회사들에 대해 자금을 제공한다.

미국의 벤처 캐피탈 시장은 600개 이상의 벤처 캐피탈 펀드가 활동하는 매우 큰 규모의 시장이다. 1996년의 경우 벤처 캐피탈 펀드에 신규로 투자된 금액은 모두 65억 달러였다 (<그림 1> 참조). 1996년에는 모두 276개의, 벤처 캐피탈이 투자한 회사들이 공개되었는 바, 위 회사들의 시가총액은 총 580억 달러에 이르렀고, 120억 달러의 수익이 실현되었다 (<표 1> 참조).

<그림 1>은 공개되는 벤처 캐피탈 투자대상 회사의 수와 벤처 캐피탈 펀드에 투자된 신규 자본의 규모를 연도별로 나타낸 것인데, 공개되는 벤처 캐피탈 투자대상 회사 수의 변동과 그로 인한 자본투자 규모의 변동 사이에 대략 1년의 간격이 있다는 것을 보여준다. 이는 기업공개를 통한 투자자본 회수의 가능성(공개되는 벤처 캐피탈 투자회사의 수에 의해 표현됨)과 투자자의 벤처 캐피탈 펀드에 대한 투자성향(신규 자본투자로 측정됨)간에 강력한 상관관계가 있음을 시사하고 있다. 이러한 상관관계가 존재한다는 사실은 증권시장과 벤처 캐피탈 시장간의 연계에 대한 이 글의 주장과 부합하며, 회귀분석 결과는 특정 연도에 공개되는 벤처 캐피탈 투자회사의 수와 그 다음해의 벤처 캐피탈 펀드에 대한 투자규모간에 중대한 통계적 상관관계가 있음을 보여 준다.

<표 2>에서 보는 바와 같이, 미국의 벤처 캐피탈 펀드는 여러 종류의 재원으로부터 투자를 유치하지만 그 중 연기금의 투자규모가 가장 크다. 반면, 독일에서는 은행이 벤처 캐피탈 펀드의 주요한 투자자이다.

1994년 미국 벤처 캐피탈 펀드의 신규 투자에서는 시드(seed) 투자와 신생회사 투자를 포함한 초기 단계 투자가 37%(<표 3> 참조), 기업확장을 목적으로 하는 후기 단계 투자가 45%의 비중을 차지하였다. 그러나 기업확장을 위한 투자는 대부분 초기 단계의 금융을 제공받은 바 있는 회사를 상대로 행해지므로, 벤처 캐피탈 투자의 대부분이 초기 단계에서 벤처 캐피탈의 금융지원을 받은 바 있는 회사를 상대로 행해진다고 볼 수 있다. 특히, 미국 벤처 캐피탈 투자의 대부분, 예를 들어 1994년에는 신규투자의 68%가 기술기반 회사에 행해졌다(Venture Economics, 1995).

큰 성공을 거둔 대규모 미국 회사들은 초기 단계에서 벤처 캐피탈의 투자를 받아 사업을 시작하였고, 오늘날 미국에서 거시경제적으로 중요한 의미를 지니고 있다. 그러한 회사들은 생명공학 분야(예컨대, Genentech, Biogen), PC와 워크스테이션 분야(Apple, Compaq, Sun Microsystems), PC 부품 분야 및 하드 드라이브와 라우터(router) 등의 관련 부품 분야(Seagate Technologies, Connor Peripherals, Cisco Systems), PC 소프트웨어 분야(Lotus Development, Harvard Graphics), 그리고 반도체 분야(Intel, Advanced Micro Devices) 등을 포함하여 미국이 세계적인 선도국가로 인정받고 있는 몇몇 급성장 분야에서 중요한 역할을 맡고 있다.

독일의 벤처 캐피탈 산업은 미국의 활발한 벤처 캐피탈 산업과 대조를 이루고 있다. 1994년 말 기준으로 독일에는 85개의 벤처 캐피탈 펀드가 있었는데, 이들은 1년 투자액 4억 달러 미만, 누적투자 유치액 83억 도이치 마르크(55억 달러)를 기록하였을 뿐이다. 벤처 캐피탈 투자는 1994년 독일 GDP의 0.01%에 해당하였는데, 이는 미국의 1/6 수준에 불과한 수치이다. 독일의 벤처 캐피탈 펀드가 초기 단계 투자 또는 첨단기술산업 투자를 하는

경우는 매우 드물다. 1994년 독일 벤처 캐피탈 투자의 8%만이 신생회사에 행해졌고(<표 3> 참조), 11%만이 기술 관련 투자였다.

독일에서는 벤처 캐피탈리스트가 독일 증권시장에서의 기업공개를 통해 투자대상 회사에 투하한 자본을 회수하는 것이 대체로 불가능하다. 독일에서 벤처 캐피탈 펀드는 주로 회사로 하여금 벤처 캐피탈 펀드가 보유하던 지분을 환매하도록 하는 방법(이는 벤처 캐피탈의 자금조달을 통해 빠르게 성장해온 미국 회사들로서는 사용할 수 없는 방법이다), 또는 제3자에 대한 회사의 매각을 통해 투하자본을 회수한다(<표 4> 참조).

요컨대, 미국과 독일은 우리가 설명하고자 하는 전형을 보여 준다. 즉, 미국은 첨단기술회사의 초기 단계에 주로 투자하는 다이나믹한 벤처 캐피탈 산업을 보유하고 있고, 독일은 그에 비견할 만한 산업을 보유하고 있지 못하다.

벤처 캐피탈 펀드와 투하자본 회수의 중요성

증권시장과 벤처 캐피탈 시장간의 연계를 이해하기 위해서는 우선 벤처 캐피탈 펀드에 의한 투하자본 회수의 중요성을 파악할 필요가 있다. 아래에서는 성공적인 투자로부터의 투하자본 회수가 벤처 캐피탈 펀드와 투자대상 회사간의 관계 및 펀드와 그 투자자간의 관계 양자에 있어서 중요한 이유에 관하여 시론을 제시해 보기로 한다.

1. 벤처 캐피탈 펀드와 투자대상 회사간의 관계

벤처 캐피탈리스트는 투자대상 회사에 자금을 공급하는 데 그치지 않는다. 벤처 캐피탈리스트는 투자대상 회사에게 경영 지원, 사업수행에 대한 엄격한 감독, 그리고 신용자본(reputational capital)—투자대상 회사가 제3자로부터 신용을 얻을 수 있게 하는 벤처 캐피탈리스트의 능력—등을 자금과 함께 제공한다.

경영 지원

벤처 캐피탈 펀드는 신생회사를 성장시키는 데 필요한 경험이 풍부하고, 동일한 업종 또는 관련 업종에 대한 다수의 투자를 통해서 획득한 시장 지식을 보유하고 있다. 벤처 캐피탈 펀드는 경영능력이 부족한 초기 단계의 회사가 사업 발전과 함께 새로 필요로 하게 되는 경영진 채용, 기술인력 고용 등에 관한 지원과, 투자대상 회사가 신제품개발 단계에서 생산, 마케팅, 그리고 유통으로 사업을 확장해 나가는 과정에서 직면할 것으로 예상되는 문제들을 해결하는 데 도움을 준다. 벤처 캐피탈리스트가 보유한 산업에 대한 지식, 신생회사들에 대한 축적된 경험은 새로운 신생회사의 경영진 발굴에 도움을 준다.

사업수행에 대한 엄격한 감독과 통제

벤처 캐피탈 펀드는 자본투자를 한 이상 기업가의 사업수행을 감독하려는 강한 유인을 가지는 것은 물론, 투자한 자본의 규모에 비하여 매우 강력한 통제 수단을 보유하고 있다. 이

러한 통제력은 벤처 캐피탈의 투자가 단계적으로 수행된다는 사실과도 관련이 있다. 투자대상 회사에 대한 최초의 투자액은 투자대상 회사가 사업계획을 이행하기 위해 필요로 하는 금액에 훨씬 미달하는 것이 보통이고, 벤처 캐피탈리스트는 투자대상 회사가 필요로 하는 추가 투자를 할 것인지를 이후 시점에 결정한다. 벤처 캐피탈 펀드와 투자대상 회사간의 계약은 벤처 캐피탈 펀드에 또 다른 통제 수단을 제공한다. 벤처 캐피탈리스트는 보통주로 전환되는 경우나 보유하게 될 의결권을 전환 이전의 상태에서 이미 보유하게 하는 전환사채나 전환우선주를 배정받는 것 이외에도, 그가 보유하고 있는 의결권에 비례하는 것보다 훨씬 많은 수의 이사를—종종 절대 다수—선임할 수 있는 것이 보통이다. 이러한 벤처 캐피탈리스트의 이사회 통제는, 벤처 캐피탈리스트가 필요한 경우 최고 경영자인 기업가를 교체하는 것을 가능하게 한다. 설혹 벤처 캐피탈리스트가 이사회를 통제하지 못하는 경우라 하더라도, 벤처 캐피탈리스트는 투자계약을 통하여 투자대상 회사의 중요한 사업수행상의 결정을 거부할 수 있는 권리를 가지기도 한다. 그러나 아래에서 논하는 바와 같이 벤처 캐피탈리스트는 벤처 캐피탈리스트로서의 신용을 중시하기 때문에 이것이 그의 권한남용을 저지해 준다.

신용자본

벤처 캐피탈 펀드는 투자대상 회사의 신용을 제고하는 중개자로서의 역할을 수행하는바, 이는 기업공개에서 유가증권 인수를 담당하는 투자은행의 역할과 매우 유사한 것이다. 벤처 캐피탈에 의한 자금조달은 투자대상 회사에 대한 제3자의 신용도를 증가시킨다. 벤처 캐피탈리스트가 참여한다는 사실은 회사의 성공 가능성에 대한 믿음직스러운 시그널이 되기 때문에, 능력 있는 경영자들이 벤처 캐피탈이 투자한 회사를 위해 일하고자 할 가능성을 높여 준다. 벤처 캐피탈리스트가 투자대상 회사의 경영상태 및 기술적 발전을 감독·보증하는 경우에는, 투자대상 회사의 거래처들은 투자대상 회사에 대한 지원과 신용거래를 보다 더 늘리게 된다. 마찬가지로 고객들 역시, 향후 투자대상 회사의 약속대로 제품의 공급이 이루어질 것이라는 사실을 훨씬 더 신뢰하게 된다. 벤처 캐피탈리스트의 신용은 투자대상 회사가 후일 기업공개를 함에 있어서 우수한 주간사 회사를 유치하는 데 도움을 주기도 한다. 벤처 캐피탈 펀드는 투자를 업으로 하는 자이고 투자대상 회사에 자체 자금을 제공하는 까닭에, 투자대상 회사와 거래하는 제3자에게 벤처 캐피탈리스트가 보여주는 신용은 그 신뢰성이 높다.

벤처금융에 있어서 범위의 경제

벤처 캐피탈리스트가 참여함으로써 제공되는 경영지원, 감독, 그리고 신용있는 중개 서비스는 자본의 제공과 더불어 상당한 범위의 경제(economies of scope)를 이룬다. 이러한 범위의 경제가 발생하는 원인에는 여러 가지가 있다. 투자대상 회사는 벤처 캐피탈 펀드로부터 제공되는 경영지원과 감독이 가지는 가치를 평가해야만 한다. 마찬가지로, 잠재적 직원, 공급자 그리고 고객들은 투자대상 회사의 미래에 관한 벤처 캐피탈 펀드의 명시적·묵시적 보증을 평가해 보아야만 한다. 금융적 기여와 비금융적 기여의 결합은 벤처 캐피탈리스트가 제3자에게 제공하는 정보의 신뢰도를 향상시키며, 벤처 캐피탈리스트가 투자대상 회사에 대해 비금융적인 기여를 제공하겠다고 한 약속을 더욱 공고하게 붙드는 역할을 한다. 또한,

금융적 기여와 비금융적 기여가 결합되는 경우, 벤처 캐피탈 펀드의 투자자는 투자수익을 통하여 펀드의 비금융적 기여가 지닌 가치를 평가할 수 있게 된다.

벤처 캐피탈리스트의 비금융적 기여는 초기 단계의 회사에서 특별한 가치를 지닌다. 그런데 투자대상 회사 경영진의 경험이 풍부해지고, 회사 경영능력이 입증되면서, 투자대상 회사가 스스로의 신용을 쌓아감에 따라 벤처 캐피탈리스트의 경영경험, 감독 그리고 신용 있는 중개 서비스에 대한 필요성은 감소된다. 따라서, 어떤 단계에 이르면, 벤처 캐피탈리스트의 비금융적 기여는 새로운 초기 단계의 회사에게 제공되는 편이 훨씬 더 유익하게 된다. 그러나 위에서 논의한 바와 같이, 범위의 경제가 금융적 기여와 비금융적 기여를 연계시키고 있기 때문에 벤처 캐피탈리스트가 비금융적 기여 능력을 효과적으로 재활용하기 위해서는 이미 성공을 거둔 회사로부터 투하자본까지도 회수하여 이를 초기 단계 회사로 전환시킬 필요가 있다.

2. 투하자본 회수가 펀드와 펀드 투자자간의 관계에 미치는 영향

투하자본 회수는 벤처 캐피탈 펀드와 해당 펀드에 대한 투자자간의 관계에 있어서도 역시 효율적이다. 투하자본 회수는 벤처 캐피탈리스트와 자본 공급자간의 관계에 대한 세 가지의 양자간 문제를 해결해 준다. 첫째, 연금이나 보험회사와 같은 자본 공급자들은 새로운 투자를 수행할 사람을 선정하는 데 있어서 벤처 캐피탈리스트가 가진 능력을 평가할 방법을 필요로 한다. 둘째, 자본 공급자는 벤처 캐피탈에 투자를 할 것인지, 만약 투자한다면 어느 정도를 투자할 것인지를 결정하기 위해서, 다른 투자와 비교할 때 벤처 캐피탈 투자의 위험과 수익이 어느 정도인지를 평가할 필요가 있다. 셋째, 자본 공급자는 별볼일없는 사업으로부터 자금을 회수할 방법을 확보할 필요가 있다. 벤처 캐피탈 펀드의 특정 투자로부터의 투하자본 회수는, 자본 공급자가 서로 다른 벤처 캐피탈리스트들간의 능력 및 다른 투자와 비교하였을 때의 벤처 캐피탈의 수익성 모두를 측정할 수 있는 기준이 된다. 동시에, 회수된 자본은 자본 공급자로 하여금 별볼일없는 사업으로부터 보다 성공적인 사업으로 자금을 재순환시킬 수 있도록 한다.

벤처 캐피탈 펀드와 자본 공급자간에 체결되는 통상적인 조합계약(limited partnership agreement)은 양자간 관계에 있어서의 투하자본 회수의 효율성을 반영하고 있다. 그러한 조합계약들은 통상적으로 최대 7년 내지 10년 정도의 계약기간을 정하고, 이 기간이 지나면 반드시 당해 조합이 청산되어 유한책임 조합원에게 배당이 이루어질 것을 규정한다. 이 기간 동안 특정 회사에 대한 투자로부터 수익이 발생하는 경우, 그 수익은 유한책임 조합원에게 분배된다. 특히, 벤처 캐피탈 펀드의 경우는 조합계약에서 정한 기간이 종료하기 훨씬 이전에 투하자본을 회수할 강력한 유인을 가지고 있다. 완결된 투자를 기초로 작성된 펀드의 실적 기록은, 그 펀드가 자본 공급자로 하여금 다음 조합에 투자하도록 설득하는 데 있어 주요한 기능을 담당한다.

각 조합을 청산하도록 명시적으로 규정하는 자본 공급자와 벤처 캐피탈리스트간의 계약은, 자본 공급자가 성공적인 벤처 캐피탈리스트에 의해 운영되는 다음 조합에 재투자할 것이라는 묵시적인 계약에 의하여 완전해진다. 재투자에 대한 기대는 벤처 캐피탈 펀드가 어느 하나의 조합에 한정되지 아니하는 인프라와 전문지식에 대해서도 투자를 가능하게 한다. 벤처 캐피탈리스트와 그 투자자들간의 명시적인 계약과 묵시적인 계약은 <그림 2>에 나타난 바와 같다.

요컨대, 벤처 캐피탈 펀드와 자본 공급자간의 관계에 있어서의 투하자본 회수의 효율성은 벤처 캐피탈리스트와 투자대상 회사간의 관계에 있어서의 투하자본 회수의 효율성과 보완적인 관계에 있다. 양자를 동시에 고려해 보면, 위와 같은 결과는 개별적인 투자로부터의 투하자본 회수가 벤처 캐피탈 산업의 활성화에 중심적인 요소가 된다는 것을 강하게 뒷받침하고 있다.

기업공개에 의한 투하자본 회수 가능성: 미래의 경영권에 관한 목시적 계약

이상과 같은 분석은 벤처 캐피탈 시장에서의 투하자본 회수의 중요성을 입증하고 있다. 그러나 이것만 가지고는 여전히 증권시장 중심의 자본시장과 은행 중심의 자본시장을 구별하기 어렵다. 증권시장에서는 기업공개라고 하는 하나의 특별한 형태의 투하자본 회수방법이 가능하다. 그러나 벤처 캐피탈 펀드가 그 이외의 형태로 투하자본을 회수하는 것은 은행 중심의 자본시장과 증권시장 중심의 자본시장 어느 쪽에서도 가능하다. 예컨대, 투자대상 회사가 보다 큰 규모의 회사에 매각될 수도 있다. 실제로 미국에서도 벤처 캐피탈리스트는 종종 기업공개가 아닌 투자대상 회사의 매각을 통해 투하자본을 회수하고 있다(<표 1> 참조).

투자대상 회사의 매각을 통한 투하자본 회수는 경우에 따라서는 가장 효율적인 방식이 될 수 있다. 예를 들어, 대규모 회사에서는 생산과 마케팅이 보다 잘 이루어지고, 소규모 회사에서는 이노베이션이 보다 잘 이루어질 수 있다. 이러한 경우, 신생회사를 생산 또는 마케팅에 전문성을 가진 다른 회사에 매각하는 것은, 투하자본의 회수 규모를 보다 크게 함으로써 신생회사의 투자자들에게 회사의 매각을 통한 시너지 소득의 일부를 돌려 줄 것이다. 다른 경우에 있어서는 기업공개가 투하자본 회수에 있어서 가장 효율적 형태가 될 수 있다. 기업공개가 투하자본 회수의 수단으로서 미국에서 활용되는 빈도를 고려하면, 기업공개가 회사 매각에 비교하여 높게 평가되는 투하자본 회수방법이라고 할 만한 개연성이 있어야 한다. 따라서, 결과론적으로, 기업들에 금융을 제공하는 벤처 캐피탈의 입장에서는 기업공개를 통한 투하자본의 회수가 회수 대가를 극대화할(또는 할 것이라고 기대되는) 방법일 때, 은행 중심의 자본시장에서보다 기업공개에 의한 투하자본 회수가 가능한 증권시장 중심의 자본시장에서 보다 높은 수익을 얻을 수 있을 것이다. 그러나 이와 같은 투하자본 회수형태의 선택 가능성이 투자 결정에 미치는 영향은 극히 미미하다고 할 것이다. 이것만으로는 미국과 독일의 벤처 캐피탈 산업간의 극명한 차이가 설명되기 어렵다.

따라서, 아직 벤처 캐피탈 시장과 증권시장간에 발견되는 연계를 설명할 수 있는 이론이 완전히 제시된 것은 아니다. 즉, 비록 투자대상 회사의 매각을 통한 투하자본 회수가 종종 발생한다 할지라도, 벤처 캐피탈 시장의 활성화에 있어서는 기업공개를 통한 투하자본 회수의 가능성이 매우 중요하다는 설명이 있어야 할 것이다. 이하에서는 기업공개를 통한 투하자본 회수의 가능성이 벤처 캐피탈리스트와 기업가로 하여금 투자대상 회사의 미래의 경영권에 관하여 은행 중심의 자본시장에서는 쉽게 이루어질 수 없는 목시적 계약을 체결하도록 만든다는 사실을 설명하기로 한다.

1. 계약의 구조

기업공개 가능성이 벤처 캐피탈 계약에 미치는 영향은 투자자본의 회수가 발생하는 시점이 아니라 기업가와 벤처 캐피탈리스트 간에 최초로 투자를 위한 계약이 체결되는 시점에서 평가된다. 벤처 캐피탈 계약의 세 가지 요소는 다음과 같이 설명될 수 있다. ① 가급적이면 벤처 캐피탈 펀드가 기업공개를 통해 투자자본을 회수하는 것을 기업가가 선호할 것, ② 어떻게 이와 같은 기업가의 선호가 미래의 경영권에 대한 자율 집행력을 가진 묵시적 계약에서 표현될 것인가의 문제, 그리고 ③ 어떻게 이러한 묵시적 계약이, 투자대상 회사의 매각이 유일한 투자자본 회수방법인 경우에는 제공되기 어려운 유인을 기업가에게 제공할 것인가의 문제. 이러한 묵시적 계약을 체결하도록 하는 유인은 기업가의 경영과정(entrepreneurial process)에 있어 매우 중요한 자산의 가치를 가지기 때문에, 증권시장 중심의 자본시장에서는 그러한 계약이 가능하다는 사실이 벤처 캐피탈 시장과 증권시장을 연계시키는 것이다.

한편, 필자들의 모델을 위해서는, 이론의 여지가 없는 다음 세 가지의 전제가 필요하다. ① 기업가가 스스로 설립한 회사에 대하여 경영권을 소유하는 것에 상당한 주관적 가치(private value)를 둘 것, ② 실력을 아직 검증받지 못한 기업가가 최초로 벤처 캐피탈 금융이 제공되는 시점에서 경영권을 유지하는 것이, 불가능하지는 않더라도 대단히 어려운 일일 것, 그리고 ③ 벤처 캐피탈리스트가 투자자본을 회수하는 시점에서 성공적인 기업가가 경영권을 다시 획득하는 것이 가능할 것. 이러한 각 전제를 아래에서 검토하기로 한다.

경영권에 대해 부여하는 주관적 가치—대략적으로 말하자면, 자기의 사업을 경영한다는 사실과 관련된 중요한 비금전적 이익—은 벤처 캐피탈 계약 모델의 표준적 특징이다. 더구나, 이러한 전제는 신생회사가 실패하는 확률이 높다는 단순한 사실로부터도 잘 알 수 있다. 만약 경영권에 대해 부여하는 주관적 가치가 크지 않다면 기업가가 되기 위해 안전한 직장을 떠나 새로운 사업을 시작하는 일은 없을 것이다. 하지만, 기업가가 벤처금융을 제공받을 때에는 회사에 대한 경영권을 요구할 수가 없다. 대부분의 기업가는 이전에 신생회사를 운영해 본 경험이 없는 것이 보통이다. 벤처 캐피탈리스트는 그 기업가가 회사를 제대로 운영하지 못하거나, 혹은 투자자를 위해 회사의 가치를 극대화시키는 대신 회사로부터 사적 이익을 도모할지도 모를 위험으로부터 스스로를 보호하기 위해 경영권을 확보하려 하게 된다.

그러나 일단 신생회사가 성공을 거두게 되면 이야기가 달라진다. 기업가는 자신의 경영능력과 자신이 믿고 투자할 만한 신뢰할 만한 기업가라는 사실을 어느 정도 입증한 것이다. 이제는 기업가에게 경영권을 돌려줌으로써 회사의 가치가 극대화될 수 있고, 설혹 회사의 가치가 극대화되지 않는다 하더라도 감소된 회사의 가치는 기업가가 경영권에 대해 부여하는 주관적 가치보다는 적을 것이다. 또한, 경영권을 회복할 기회가 있다는 사실은 기업가로 하여금 성공을 위해 노력하도록 만드는, 물질적인 부(wealth)보다 더 중요한 유인으로 작용한다. 그런데 벤처 캐피탈리스트가 사전에 “성공”이라는 불명료한 개념을 조건으로 기업가에게 경영권을 돌려줄 것을 약속할 수 있는 이유는 무엇일까?

2. 기업가에 대한 유인

기업가가 벤처 캐피탈 펀드에게 회사의 지분을 취득하도록 하는 경우, 벤처 캐피탈리스트

는 회사의 가치에 대한 지분적 이익 및 경영과 관련이 있는 중요한 명시적 권리(예를 들면, 대표이사 해임권) 및 묵시적 권리(예를 들면, 단계별 자금 제공을 통해 회사가 사업을 계속 수행하도록 할 것인지의 여부를 결정할 권리)를 부여받게 된다. 이에 대한 대가로 회사와 기업가측은 벤처 캐피탈리스트로부터 세 가지를 제공 받는다. 즉, 회사는 자본과, 정보 및 감독을 포함한 비금융적 기여, 그리고 제3자에 대한 관계에서의 제고된 신용 등을 제공받게 되는 것이다. 이 명시적 계약은 <그림 3>에서 보여주는 바와 같다. 한편, 이에 더하여 기업가는 경영권에 관한 묵시적 보상계약에 기한 권리를 취득하게 되는데, 이 경우 보상계약상의 권리는 기업공개를 통한 투자자본 회수의 가능성에 달려 있다.

기업공개를 통한 투자자본 회수는 오직 투자대상 회사가 성공을 거둘 경우에만 가능하다. 기업공개가 행하여지면, 기업가는 공개를 통한 증권 매도 부분에 대해서는 현금을 취득하고, 매도하지 아니한 증권 부분에 대해서는 유동성 증가의 이익을 얻으며, 나아가 벤처 캐피탈리스트에게 이전되었던 경영권의 대부분을 회수하게 된다. 벤처 캐피탈리스트의 지분율은 기업공개시 또는 그 이후의 보유 증권 매도, 투자자에 대한 증권으로의 현물 배당, 기업공개시 회사의 신주 발행 등의 사유로 인하여 감소된다. 또한, 공개된 회사는 향후의 금융과 관련해서는 더 이상 벤처 캐피탈리스트에게 의존하지 않게 된다. 기업공개 후 3년을 기준으로, 주요 벤처 캐피탈리스트의 12%만이 투자대상 회사 지분의 5% 이상을 보유하고 있을 뿐이다. 또한, 투자대상 회사에 대한 감독기능의 일부는 이제 증권시장의 애널리스트들에 의해 행해지기 때문에 벤처 캐피탈리스트가 투자대상 회사를 감독할 유인 및 필요성은 감소된다.

또한 펀드는 이사회 참여권과 영업상의 결정에 대한 거부권 등 펀드가 보유하고 있던 특별한 권리를 상실한다. 벤처 캐피탈 펀드가 보유한 전환주식은 기업공개시에 보통주로 자동 전환되는 것이 일반적이다. 투자자 권리 계약에 포함되어 있는 부작위 특약(negative covenant)들도 기업공개시에 그 효력을 상실한다. 이로 인하여 지배적 지분을 가진 기업가는 경영권을 회복하거나, 경영권을 회복하지 못하더라도 지배적 주주가 없는 상황에서 회사의 최고 경영자가 누릴 수 있는 광범위한 재량권을 보유하게 된다. 기업공개를 통한 투자자본 회수시 기업가가 경영권을 회복할 수 있다는 사실은 기업가에게 그가 보유하는 회사 주식으로부터 발생하는 금융적 이익을 넘어서는 강력한 보상을 제공한다. 기업공개를 통한 투자자본 회수는, 기업가에게 있어서 회사의 성공을 조건으로 한 경영권에 대한 매수청구권(call option)의 기능을 담당하는 것이다.

이와는 대조적으로, 벤처 캐피탈리스트가 투자대상 회사를 다른 회사에게 매각하여 투자자본을 회수하게 되면, 기업가가 여전히 상근 경영자의 지위를 유지하더라도 회사에 대한 경영권은 회사를 매수한 사람에게 넘어간다. 즉, 만일 기업공개를 통한 투자자본의 회수가 가능하지 않다면, 기업가는 성공을 거두는 경우에 행사할 수 있는 경영권에 대한 매수청구권이라는 보상을 제공받지 못하게 된다.

3. 경영권에 대한 묵시적 계약과 그 장점

이제 경영권에 대한 묵시적 보상계약의 실행 가능성 및 명시적인 계약에 비한 우월성을 설명할 필요가 있겠다. 실행 가능성의 문제는, 그 내용이 명확하고, 벤처 캐피탈리스트의 계약위반 사실을 확인할 수 있으며, 벤처 캐피탈리스트가 그 위반으로 인하여 시장에서 처벌을 받게 되는 자율집행적인 묵시적 계약이 있을 수 있는지의 문제이다. 이와 관련하여, “

만일, 명성 있는 투자은행이 주간사 회사로서 총액인수방식의 기업공개를 수행한다면, 기업가는 경영권에 대한 매수청구권을 행사할 수 있을 만큼 충분히 성공한 것으로 간주되며, 벤처 캐피탈리스트는 기업공개를 통하여 투자자본을 회수할 것이다” 라고 하는 정형화된 묵시적 계약을 검토하여 보기로 한다. 기업가가 경영권에 대한 매수청구권을 행사할 수 있게 하는 조건을 특정할 필요성은 그에 관한 평가를 제3자에게 위임함으로써 충족된다. 투자은행이 자신이 공개하려고 하는 회사에 대한 내부평가 기준은, 기업공개시 증권의 매출과 관련해서 자신의 자본 및 신용을 기꺼이 투입하는 것에 의하여 신용을 얻게 되는 것으로서, 기업가의 매수청구권 행사조건이 된다.

벤처 캐피탈리스트에 의한 묵시적 계약 위반 사실이 확인 가능하여야 하고 그러한 계약 위반은 시장으로부터 처벌을 받아야 한다는 요건 역시 충족된다. 기업공개를 할 수 있는 투자대상 회사의 수는 벤처 캐피탈 제공자의 수만큼이나 한정적이다. 양 분야의 시장은 수적으로 그리고 지리적으로 상대적인 집중현상을 보이고 있다. 특히 벤처 캐피탈 펀드는 펀드가 소재한 곳에 지리적으로 근접한 투자대상 회사들에 대하여 전문화되어 있는 것이 보통이다. 지리적 근접성은 시장에서의 신용을 확장, 유지하기 쉽게 하기 때문이다. 벤처 캐피탈리스트가 투자대상 회사가 신용도 높은 투자은행을 이용하여 기업공개할 수 있었음에도 불구하고 그를 저지하게 되면, 그러한 사실은 거래계에 신속하게 알려짐으로써 벤처 투자자들 간에 향후 다른 회사에 투자를 할 지위를 차지하기 위한 경쟁에서 해당 벤처 캐피탈리스트를 극히 불리한 위치에 서게 한다.

신용시장에서 생존할 수 있어야 한다는 것이 벤처 캐피탈리스트의 활동에 있어서 제약요소가 된다는 사실은 벤처 캐피탈리스트와 기업가간 관계의 또 다른 측면에서 확인된다. 벤처 캐피탈리스트에게 통상 부여되는 향후 자금조달에 있어서의 우선권(right of first refusal)과 함께, 벤처 캐피탈리스트의 단계적 자본투자는 벤처 캐피탈리스트가 기회주의적으로 행동하는 것을 가능하게 한다. 만일, 벤처 캐피탈리스트가 기업가가 사업활동을 계속적으로 수행하는 데 필요로 하는 2단계 자금조달에 있어서 불공정한 가격을 제시한다면, 기업가로서는 속수무책이다. 벤처 캐피탈리스트가 가진 우선권은 투자대상 회사가 벤처 캐피탈리스트 이외의 다른 수단을 통해 자금을 조달하는 것에 심각한 장벽이 된다. 정보를 보다 많이 가지고 있는 당사자인 원 투자자가 대가가 너무 낮다고 판단하는 경우(다른 투자자가) 자금을 제공할 수 있다면 도대체 누가 자금을 제공할 것인가? 신용시장은 이러한 기회주의로부터 발생하는 리스크를 통제할 수 있다.

경영권에 대하여는 명시적 계약보다 묵시적 계약이 선호될 가능성이 높다. 평균 4년에서 10년에 이르는 벤처 투자 기간 동안, 발생 가능한 모든 상황에서 경영권에 대하여 부당한 유인을 제거하면서 명시적 계약내용을 정확하게 규정하는 것은 계약 당사자의 미래 예측 및 계약서 작성에 관한 능력을 넘어서는 일이 될 수 있다. 게다가 벤처 캐피탈리스트는 투자자본 회수시점에 이르러야 비로소 경영권을 넘길 것이며, 그 전에는 이를 거부할 것이다. 경영권 이전에 관해 단순한 기교적인 공식을 채택한 경우에 신용 있는 주간사 회사가 해당 투자대상 회사의 기업공개를 담당할 것인지는 분명치 않다. 결국, 기업가가 기업공개를 통해 경영권을 회복하는 권리를 가지게 되는 시기를 특정하는 명시적 계약은 그 실행이 쉽지 않을 것이다. 그러한 계약은 비록 명시적인 형식을 취하더라도, 실질에 있어서는 묵시적인 계약의 성격을 띠게 될 것이다.

마지막으로, 묵시적-명시적 이분법은 현실을 과도하게 단순화하는 측면이 있음을 유의해야 할 것이다. 경영권에 관한 계약의 어떤 요소는 묵시적인 반면, 어떤 요소는 명시적이다.

예를 들어, 경영권 회복의 계기가 되는 사건, 즉 기업공개 시점은 목시적인 반면, 기업공개 시점에서 벤처 캐피탈 펀드가 경영권의 행사를 중단한다는 것은 명시적이다. 나아가, 기업공개가 아니더라도 투자대상 회사가 사전에 합의한 재무상의 중간 목표를 달성한 경우에는, 벤처 캐피탈리스트가 보유한 전환주식을 보통주로 전환할 것이 간혹 명시적으로 요구되는 경우도 있다.

4. 실증적 검증

위 설명에 의하면, 성공적인 기업가는 회사를 매각하는 경우와 비교하여 회사 가치를 극대화시킬 수 있는 경우뿐만 아니라 기업가가 경영권에 부여하는 주관적 가치가 기업가의 주식 가치상 손실보다 큰 경우에 있어서도 기업공개로 통해 투자자본을 회수하거나 또는 위 형태의 투자자본 회수를 요구할 수 있는 목시적 권리를 가지는 것을 선호하므로, 벤처 캐피탈리스트의 성공적 투자자본 회수는 주로 기업공개로 통해 수행될 것임을 예상할 수 있다. 그 경우 기업공개로 통한 투자자본 회수는 투자대상 회사의 매각에 비해 많은 이익을 발생시키고, 그 정도도 이들 서로 다른 형태의 투자자본 회수로부터 얻어지는 이익간 차액으로 설명되는 것보다 훨씬 클 것이다.

이러한 예상은 실질적으로도 검증된다. 미국 벤처 캐피탈 펀드의 연 수익률은 기업공개로 통해 투자자본을 회수하는 투자에 있어서는 평균 60%를 기록한 반면, 지분 매각을 통해 투자자본을 회수하는 투자에 있어서는 15%를 기록하고 있으며, 캐나다에서도 기업공개로 통한 투자자본의 회수가 훨씬 더 많은 이익을 발생시키고 있다. 만약 벤처 캐피탈리스트가 수시로 주가를 극대화시키는 투자회수 방법을 선택한다면, 이러한 커다란 차이가 발생하는 것은 적절하지가 않다. 필자들의 이론은 또한 앞서 설명한 미국에서의 기업공개로 통한 투자자본 회수의 빈도와 벤처 캐피탈 펀드에 대한 신규 자본투자간의 관계와도 일치하는 것이다.

다른 국가의 사례

필자들의 이론은 벤처시장과 기업공개로 통한 투자자본 회수의 이용 가능성을 연계시키는 것이므로, 이에 의하면 기업공개로 통한 투자자본 회수를 선택할 수 없는 국가에서는 강력한 벤처 캐피탈 시장이 발달되기 어려울 것으로 예상된다. 따라서, 서로 다른 형태의 자본시장을 가지고 있는 국가들에 있어서 벤처 캐피탈의 현황을 간략히 검토하는 것은 우리의 모델이 적절한지를 판단하기 위한 간편한 확인수단이 될 수 있을 것이다. 위에서 독일과 미국을 검토하였으므로, 이제 아래에서는 몇몇 다른 나라들을 살펴보기로 한다.

일 본

일본에서 벤처 캐피탈의 규모가 양적인 면에서 제한적이라는 사실은 위 이론에 부합한다. 일본은 자본시장이 은행 중심이기 때문에 상대적으로 벤처 캐피탈의 규모가 작다. 1995년을 기준으로 볼 때, 일본에는 121개의 벤처 캐피탈 펀드만이 있었고, 그 절반 이상이 모회

사인 은행에 종속되어 모회사 임직원에 의해 운영된다. 모회사인 은행에 종속된 펀드의 임직원은 벤처 캐피탈 자회사에서 순환근무를 수행하다가 모회사인 은행에 복직한다. 따라서, 직원은 첨단기술 투자의 평가에 필요한 특별한 전문적 능력을 개발할 수가 없다. 기타 25개의 일본 벤처 캐피탈 펀드는 증권회사 또는 보험회사에 의하여 운영된다.

주로 직접 금융을 제공하는 미국의 벤처 캐피탈 펀드와는 달리, 일본의 펀드는 주로 대출의 형태로 자금을 제공한다. 일본의 벤처 캐피탈 펀드는 첨단기술을 보유한 회사에 대해 투자하는 경우가 거의 없으며, 대신 소규모 상점이나 음식점에 대한 평범한 투자를 포함한, 제조업과 서비스업에 대한 투자에 중점을 둔다.

영국과 아일랜드

위 이론에 의하면, 매우 활성화된 증권시장을 가지고 있는 영국은 상대적으로 강력한 벤처 캐피탈을 보유하고 있을 것으로 예상되는데, 이러한 예상을 뒷받침할 다음과 같은 증거가 있다. 영국의 GDP는 독일의 3분의 2 수준에 불과하지만 벤처 캐피탈 산업은 누적적 자본투자면에서는 독일의 거의 5배에 이른다. 신규 자본투자가 GDP에서 차지하는 비율의 면에서는 미국의 경우와 비견될 만하다. 런던 증권시장에의 접근이 용이한 아일랜드 또한 GDP에 대비하여 높은 비율의 벤처 캐피탈을 보유하고 있다. 영국과 아일랜드는 벤처 캐피탈의 측면에서는 다른 유럽 국가들과 비교하여 월등히 앞선 국가들이다(<표 5> 참조).

캐나다

캐나다는 국내 기업공개 면에서나 근처 미국 시장에서의 기업공개 면에서 모두 비교적 개방된 시장을 가지고 있다. 캐나다의 벤처 캐피탈 산업은 비교적 활발한바, 이는 필자들의 이론에 부합하는 것이다. 캐나다의 벤처 캐피탈 펀드는 캐나다 첨단기술 회사의 초기 단계 금융에 있어서 큰 역할을 수행하고 있다. 1994년 사모 독립 펀드는 18억 캐나다 달러를 운영하였고, 당시 모든 캐나다 벤처 캐피탈 회사들의 운영자금은 45억 캐나다 달러에 이르렀다. 그러한 수치는 경제 규모를 감안할 때 미국의 수치에 비견할 만한 것이다. 특히 신규 자본의 25%는 초기 단계 금융에 투자되었는데, 이는 미국에서의 신규자본의 초기 단계 금융에 대한 투자비율과 같다. 캐나다에서는 미국에서와 마찬가지로 기업공개를 통한 투자자본 회수가 통상 이용되고 있으며, 기업공개를 통한 투자자본 회수가 가장 높은 수익률을 보인다.

이스라엘

이스라엘은 기존 벤처 캐피탈 산업이 국내 기업공개를 선택할 가능성이 제도적으로 봉쇄된 경우 어떻게 이에 적응하게 되는지를 보여주는 사례로서, 흥미로운 연구대상이다. 이스라엘 경제는 1990년대에 급속도로 성장하였는데, 이는 부분적으로는 정부 주도 경제의 탈규제화 현상에 기인한 것이었지만 벤처 캐피탈 펀드로부터 금융을 제공받기도 한 신생 첨단기술 회사들이 그러한 경제성장에 있어서 중요한 요소였다.

1990년대 초반, 이스라엘의 첨단기술 회사들은 아주 초기 단계에서 텔아비브 증권거래소를 통하여 기업을 공개하였다. 그러나 1994년 초 주가가 붕괴된 이후, 텔아비브 증권거래소

가 초기 단계 회사들의 기업공개를 제한하자 이스라엘 벤처 캐피탈 펀드는 기업공개를 수행할 시장을 미국의 나스닥 시장으로 변경하였다. 1993년부터 1996년 초까지 벤처 캐피탈의 투자를 받은 16개 이스라엘 회사들 중에서 14개가 나스닥에, 1개 회사는 영국의 “AIM” 소기업 시장에, 그리고 나머지 1개 회사는 텔아비브 증권거래소에 각각 상장되었다. 1997년 3월 31일 현재 62개의 이스라엘 회사들이 나스닥에 상장된 상태인바, 그 중 22개 회사의 상장은 1996년 한 해에 이루어졌다. 그 회사들의 대부분은 첨단기술 회사들이다.

국가별 벤처 캐피탈의 차이에 대한 다른 설명

이 글은 은행 중심의 자본시장에서는 이용될 수 없는 계약적 선택수단(contracting option)을 제공하는 증권시장의 역할에 근거하여, 국가별 벤처 캐피탈의 차이가 발생하는 이유를 부분적으로 설명하는 이론을 제시하기 위한 것이다. 아래에서는 국가별로 벤처 캐피탈의 활동수준에 차이가 있다는 사실에 대한 몇 가지 다른 설명에 대해 간단히 검토해 보기로 한다. 그러나 이들 중 어떤 것도 이 글이 제시하는 이론을 완전히 대체하지는 못하는 것으로 보인다.

1. 자본시장간의 제도적 차이와 기능적 차이

자본시장을 조직하는 방법에 따라 반드시 그에 상응하여 자본시장의 기능 또는 실적상의 차이가 발생하지는 않는다. 예컨대, 일본, 독일, 미국은 서로 다른 기업지배구조를 가지고 있음에도 불구하고, 일본 회사와 독일 회사는 미국 회사만큼 빈번하게, 그리고 신속하게 저수익, 저주가를 이유로 최고 경영진을 교체한다. 경제가 발달한 국가에서 기업가의 활동에 대해 금융을 제공하는 방법의 차이와 관련해서도 마찬가지로 그 금융 방법들은 동일한 기능을 수행하고 있다고 볼 수 있다. 만약 어떤 다른 금융 방법이 미국 벤처 캐피탈 시장에서의 금융 방법과 같은 결과를 낳는다면, 자본시장의 제도적 차이는 역사적으로는 흥미로운 차일지 몰라도 기능적으로 중요한 차이를 의미한다고는 할 수 없다.

그러나 자본시장의 기능적 동일성에 대하여 회의를 품게 하는 몇 가지 사례가 있다. 미국은 벤처 캐피탈 시장이 중심적 기능을 수행한 몇몇 산업 분야, 즉 생명공학, 컴퓨터 관련 첨단기술, 컴퓨터 소프트웨어 등의 분야에서 세계에서 가장 앞선 국가가 되었다. 더욱이, 유럽과 미국 모두에서 대형 제약회사들은 기업가에게 직접 금융을 제공하는 것이 아니라, 후기 단계 금융을 제공하거나 보통 미국에 기반을 두고 미국 벤처 캐피탈에 의하여 금융을 제공받은 회사와 제휴관계를 설정하는 방법으로 생명공학 산업의 발전에 대처하고 있다. 이러한 결과는 자본시장의 기능적 동일성이 아니라 기능적 특화를 보여 주는 것이다. 벤처 캐피탈 시장의 차이 때문에 국가별로 서로 다른 종류의 활동이 전개되고 있는 것이다.

2. 벤처 캐피탈의 연기금으로부터의 자금조달

일본과 독일에서는 연기금들이 벤처 캐피탈에 투자하지 않는다. 독일에서는 회사의 연금지급의무가 금융지원을 받지 않기 때문에 대규모 사적 연기금이 존재하지 않는다. 일본 회

사의 연기금은 법률에 의해 벤처 캐피탈에 투자하는 것이 금지되어 있다. 이와 대조적으로, 미국에서는 노동부가 1979년 연기금의 벤처 캐피탈에 대한 투자를 명시적으로 허용하였다. <표 2>에서 보는 바와 같이, 현재 미국 벤처 캐피탈 펀드에 대한 투자의 40% 이상은 연기금으로부터 제공된 것이다.

그러나 살펴건대, 연기금의 규모 및 그에 대한 법규상의 차이는 국가별로 벤처 캐피탈에 관한 차이가 발생하는 사실을 완전하게 설명할 수 없다. 독일의 비기금화된 연금과 미국의 기금화된 연금간의 차이는 근로자 연금 투자를 행하는 주체가 누구인지에 관한 것일 뿐, 투자 그 자체와는 관련이 없다. 연기금을 설립하지 않은 회사는 실제로 근로자가 회사를 은퇴할 때 연금을 지급한다는 내용의 무담보 채무를 부담하는 것이고, 회사는 그로 인하여 사용 가능하게 된 자금을 가지고 벤처 캐피탈에 대한 투자를 포함, 회사가 선택한 모든 방식으로 투자를 수행한다. 한편, 독일 회사 역시, 많은 미국 회사가 1973년 ERISA가 기금화에 관한 최소한의 요건을 제정하기 전에 했던 것과 마찬가지로, 자발적으로 연기금을 설립할 수 있고, 그 경우 연기금의 선택에 따라 연기금은 벤처 캐피탈에 투자할 수도 있을 것이다.

좀더 일반적으로 말해서, 금전이란 절대적 대체제이고, 벤처 캐피탈 투자는 미국에 있어 서조차도 전체 사업투자의 1%에 미달한다. 만약 벤처 캐피탈 투자로부터 많은 수익이 발생한다면, 비록 연기금이 아니더라도 그에 사용될 자금은 다른 재원으로부터 조달될 것이다.

3. 국가별 노동시장 규제의 차이

독일과 다른 많은 서유럽 국가들은 해고와, 특히 퇴직금 지급의무에 관하여 상당한 규제를 가하고 있다. 이와 관련된 규제는 회사에 비용을 발생시킴으로써 신생회사의 설립을 제약할 수 있다. 노동시장 규제에 있어서의 차이는 국가별로 벤처 캐피탈의 차이가 발생하는 사실과 연관되어 있다. 독일은 강력한 고용보호제도와 미약한 벤처 캐피탈을 가지고 있다. 일본에는 해고에 대한 공식적 제한은 거의 없으나, 막 대학을 졸업한 사람들만을 채용하고 그들에게 평생고용을 보장하는 대규모 회사들의 관행이 노동시장의 유연성을 감소시킨다. 이와 대조적으로, 미국과 영국은 훨씬 유연한 노동시장과 보다 활성화된 벤처 캐피탈 시장을 가지고 있다.

그러나 노동시장에 대한 규제와 관행은 벤처 캐피탈의 활성화에 영향을 줄 수는 있겠지만, 이 글에서의 국가별 벤처 캐피탈의 차이가 발생하는 이유에 대한 설명을 완전히 대체하기는 어려워 보인다. 독일을 예로 들어보면, 퇴직금 지급의무는 시간의 경과에 따라 발생하므로, 수십년 동안 운영해 온 공장을 폐쇄하는 오래된 회사에 비해 몇 년간 활동 끝에 실패한 신생회사의 퇴직금 지급의무는 훨씬 덜 무거운 것이다. 특히 미지급 퇴직금은 회사가 파산하는 경우에는 별로 중요하지도 않다. 이 경우 퇴직금 지급의무는 단지 회사 자산에 대한 무담보 채권의 규모를 증가시킬 뿐이다.

더욱이, 노동시장에 대한 규제는 국가별 벤처 캐피탈 활동 현황과 완전히 일치하지도 않는다. 캐나다에는 비교적 강력한 노동시장 규제가 있다. 아일랜드와 이스라엘에도 독일에 비견할 만한 규제가 있다. 그러나 이들 국가들은 강력한 벤처 캐피탈을 보유하고 있다.

4. 벤처 캐피탈과 기업문화

마지막으로 설명될 것은 문화적인 것이다. 독일인과 일본인은 미국인에 비해 기업가 정신

이 부족하고 실패를 감수하는 경향이 부족하여, 이것이 벤처 캐피탈 서비스에 대한 수요의 부족을 발생시킨 것이라고 할 수도 있다. 경제활동 형태의 차이에 대한 문화적 설명은 평가하기가 어렵다. 그러한 설명들은 동어반복일 수 있다. 독일과 일본처럼 경제적으로 성공한 국가들에 있어서 문화와 경제제도는 상호 보완적으로 발전해 왔을 것이다. 양자는 내생적으로 결정되기 때문에, 문화 제도가 현존하는 경제 형태와 관련이 있다는 주장은 인과관계의 측면에서 의문스러운 것이다.

그러나 위험감수 성향에 있어서 큰 문화적 차이점이 있다는 주장은 의문스럽다. 모든 국가의 사람들이 수많은 사업을 창업하고, 그 사업 중 대부분의 사업이 실패한다. 현실적으로 나타나고 있는 지배적인 경향에 대한 설명은, 독일인과 일본인이 위험한 새로운 사업을 시도하지 않는 이유가 아니고, 은행이 투자를 회수하기 위하여 담보로 잡을 수 있는 유형자산이 거의 없는 첨단기술 사업을 독일인과 일본인이 시도하지 않는 이유에 대해 이루어져야 할 것이다. 강력한 벤처 캐피탈을 가진 국가에 이민한 기업가들(예를 들어, 이스라엘에 이민한 러시아인과 미국에 이민한 아시아인)의 성공은, 기업가를 원조하는 제도적 하부조직체계가 존재하는 경우 기업가가 등장하게 된다는 사실을 보여준다. 러시아와 인도 역시 기업 활동을 지원하는 문화를 가진 것으로 알려진 나라들은 아닌 것이다.

은행 중심 자본시장에서의 벤처 캐피탈에 대한 시사점

벤처 캐피탈 시장과 증권시장 간의 연관성이 가지는 함의에 대한 검토는 매우 복잡해서, 단순히 은행 중심의 자본시장이 증권시장을 창설하여야 한다고 주장하는 것은 적절하지 않다. 지금까지 그러한 단순한 접근방법이 수차 시도되어 왔으나 모두 실패하였다. 예를 들어, 프랑스와 독일은 1980년대에 비교적 초기 단계의 소규모 회사들을 위한 특별 증권거래소를 설립하였으나 1990년대 중반까지 폐장되었거나 지지부진한 상태이다. 그럼에도 불구하고, 런던증권거래소의 대체 투자 시장을 포함, 소규모 첨단기술 회사를 위한 증권시장 창설 시도가 계속 진행되고 있다. Euro NN, 프랑스 Le Nouveau Marche의 컨소시움, 독일의 Neuer Markt, 벨기에 New Market, 그리고 명백히 미국 나스닥의 형태를 따른 EASDAQ (미국증권업협회가 일부 지분을 보유) 등이 그러하다. 이러한 유럽 벤처 캐피탈의 활성화를 명백한 목적으로 하고 있는 수많은 증권시장의 창설은, 증권시장과 벤처 캐피탈 시장간 관계의 규범적 관련성을 연구하는 것이 가치가 있다는 것을 시사한다.

그러나 은행 중심 체제하에서 부족한 것은 단순히 증권시장만은 아닌 것으로 보인다. 대부 및 투자에 대한 은행의 보수적 접근을 포함, 은행 중심 체제하에서 발전된 2차적 제도들은 증권시장 중심의 자본시장에서의 2차적 제도들에 비해 기업활동에 기여하는 바가 매우 미미하다. 은행 중심의 자본시장에서는 새로운 벤처회사의 장래 전망을 평가할 수 있는, 그리고 미국 벤처 캐피탈리스트가 그러하듯이 비금융적 기여를 제공할 수 있는 벤처 캐피탈리스트가 초기 단계 회사의 기업공개를 수행하는 노련한 투자은행과 마찬가지로 결여되어 있는 것이다. 이들 중 어떠한 제도도 급속히 발전되지는 않을 것이다. 따라서, 강력한 벤처 캐피탈 시장은 과거의 많은 제도간의 상호작용이 투영된 경로의존적 균형상태를 보여준다고 하겠다.

예를 들어, 오늘날 독일은 닭이 먼저인가 계란이 먼저인가의 문제에 직면해 있다. 벤처 캐피탈 시장은 증권시장을 필요로 하는데, 증권시장은 기업가의 공급은 물론이고 순차적으

로 벤처 캐피탈 시장에 대한 수요를 창출할 수 있는 거래를 필요로 한다. 이에 더하여, 장차 회사에 대한 경영권을 회복하는 것에 관심이 있는 독일 기업가는 벤처 캐피탈리스트가 몇 년 후에는 반드시 회사의 경영권을 돌려줄 것이라는 사실을 신뢰하여야 하고, 기업공개를 하고자 할 때 증권시장에 용이하게 접근할 수 있음도 신뢰하여야 한다. 제도적 개선의 문제는 일련의 상호의존적인 제도들과 필요한 경우 이러한 제도들이 예상된 바와 같이 작동할 것이라는 신뢰를 어떻게 동시에 창출하는가 하는 것이다.

이 글의 분석은 활성화된 벤처 캐피탈 시장을 창설하기 위한 또 다른 접근방법을 시사해 준다. 그것은 다른 국가의 제도를 활용(piggybacking)함으로써 다수의 새로운 제도를 창설할 필요를 없앨 수 있다는 것이다. 가장 명백하게, 점차 세계화되는 자본시장에서 다른 나라들은 이스라엘이 미국 증권시장과 그 보완적 하부조직체계를 활용한 선례를 따를 수 있을 것이다. 예를 들어 미국 기준에 부합하는 방식의 회계시스템을 채택한 독일 회사는—이러한 방법은 뉴욕증권거래소에 상장한 Daimler-Benz가 그러하였듯이 중도에 회계방식을 변경하는 것보다 훨씬 가벼운 부담을 발생시킨다—벤처 캐피탈 투자대상 회사가 기업공개를 하기에 가장 적합한 증권거래소인 나스닥에 상장하는 데 아무런 제도상의 장애를 느끼지 못하게 된다. 한편, 나스닥에 상장하는 경우에는, 그 제도적 하부조직체제도 함께 활용하게 된다. 예를 들어, Hambrecht & Quist와 Robertson, Stephens & Co.와 같은 벤처 캐피탈 투자대상 회사의 기업공개에 있어서 선두주자들인 미국 투자은행들은 유럽에 사무실을 개설하고 미국 벤처 캐피탈 펀드를 유럽 기업가에게 소개하기 위한 심포지엄을 개최하고 있다. 실리콘 벨리의 로펌들 역시 활발하게 유럽 회사 중에서 기업공개후보를 찾고 있다.

이러한 제도적 하부조직체계의 활용은 과거의 제도적 문제점을 교정해 줄 뿐 아니라, 시간의 경과에 따라서 해당 국가 국내 제도의 발전을 촉진시킨다. 예를 들어, 단기적으로 외국의 벤처 캐피탈리스트들은 그들이 투자기회를 발견하는 것을 도와줄 현지인들을 고용, 훈련시키는 것이 이익이라는 것을 발견하게 될 것이다. 그러나 중기적으로, 그러한 현지인들 중 일부가 스스로 회사를 설립해서 예전에 그들을 고용하였던 벤처 캐피탈리스트와 경쟁할 수 있게 될 것이다.

결 론

이 글에서는 증권시장 중심의 자본시장과 은행 중심의 자본시장 사이의 한 가지 중요한 차이점을 검토하였다. 활성화된 증권시장과 강력한 벤처 캐피탈 시장간의 연계관계가 바로 그것이다. 이와 관련하여, 벤처 캐피탈리스트가 제공하는 금융적 기여와 비금융적인 기여의 범위의 경제와, 벤처 캐피탈 투자가 가지는 벤처 캐피탈 펀드의 능력에 대한 양적 평가의 필요성 등에 의하여 투하자본 회수의 중요성이 설명될 수 있다는 것과, 특히 기업공개를 통한 투하자본 회수 가능성은 벤처 캐피탈리스트와 기업가가 은행 중심의 자본시장에서는 채택하기 어려운 방식으로 회사 경영권에 대해 묵시적 계약을 체결하도록 한다는 것을 입증하였다. 마지막으로, 이 글은 은행 중심 체제에서 벤처 캐피탈 시장을 발전시키는 것에 장애가 되는 경로 의존성의 장벽을 극복하는 최선책은, 은행 중심의 체제가 증권시장 중심 체제의 제도적 하부조직체계를 피기배킹하는 것임을 시사하였다.