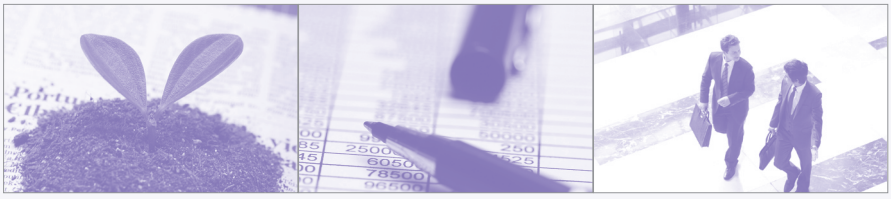
논 문

기업벤처캐피탈(CVC) 기능에 대한 고찰과 정책시사점*

손 수 정**｜과학기술정책연구원 연구위원



Ⅰ. 서론

Ⅱ. 기술금융의 역할과 한계

Ⅲ. 기업벤처캐피탈(CVC)의 기능과 현황

Ⅳ. 기업벤처캐피탈(CVC)의 기회와 위협

Ⅴ. 정책 시사점

* 접수일(2018년 9월 6일), 1차 수정일(2018년 10월 30일), 게재확정일(2018년 12월 7일)

** E-mail : 손수정(sjsohn@stepi.re.kr)

http://doi.org/10.33219/jsmef.2018.38.4.002

논문초록

기업벤처캐피탈(CVC) 기능에 대한 고찰과 정책시사점

손 수 정

1950년대 포드자동차의 외부 혁신재원 활용을 위한 투자모델로 시작한 기업벤처캐피탈(CVC)은 이후 지속적인 성장으로 벤처생태계 활성화를 위한 기술금융으로 자리 잡았다. 특히 기술의 유출 또는 지배적 관계에 따른 부정적 평가에도 불구하고, 자본 투입뿐 아니라 기업이 갖는 성장 경험과 전략 등의 전수(공유)를 통한 벤처 성장에 있어 최선의 파트너가 될 수 있으며, M&A의사결정도 시장관점에서 효율적으로 진행될 수 있다는 인식 확립은 CVC 성장의 주요 동력이라 할 수 있다. 현 시점에서 CVC의 역할과 기능이 더 강조되고 중요한 이유는 4차 산업혁명으로 표현되는 지능형 디지털 전환시대의 혁신환경 변화는 기술, 자본, 네트워크 자원을 모두 보유한 전략적 파트너에 대한 필요가 더욱 강해졌기 때문이다. 즉, 투자를 하는 기존 기업도 투자를 받는 신규 벤처기업도 상호 전략적 파트너로서 기능할 수 있는 CVC 모델이 중요한 시기이다. 이러한 관점에서 본 연구는 글로벌 벤처투자 시장의 CVC 활동 현황을 확인하고, 이를 통해 CVC의 기능과 가치를 이해하고자 한다. 또한 4차 산업혁명이라는 혁신환경의 변화 속에 국내 벤처생태계 활성화를 위한 CVC의 필요성에도 불구하고 CVC를 제한하는 원인과 이에 대한 정책적 시사점을 제시하고자 한다.

주제어 기술금융, 기업벤처캐피탈(CVC), 벤처생태계, 벤처자본

경제학 문헌분류 G2, O3, N2

Abstract

A Review on function of CVC

Sohn Soo Jung

Corporate Venture Capital (CVC) was started in the 1950s by Ford Motor Company as an investment model for external innovative ventures. It has continually evolved into a technology financing to foster a venture ecosystem. CVC has been criticized because of technological leakage and hierarchical relations; however, it has been valued as a stable partner for the ventures' development by providing financial inputs and sharing its growth experience and strategy. At this point, CVC's role and function are more emphasized because changes in the innovation environment in the era of intelligent digital transformation has expanded the need for strategic partners. It is critical to have a strategic partner with resources such as technology, capital and network. CVC model is essential for both investor enterprises and new ventures to work in a strategic partnership. This report aims to study CVC activities in global investment market for ventures and to understand its role and value. Furthermore, the study will explain the reasons for restricting CVC in South Korea despite of its good role in fostering Korean venture ecosystem and will suggest policy implications.

Keywords Technology finance, Corporate Venture Capital, Venture Ecosystem, Venture capital

JEL Classification G2, O3, N2

Ⅰ. 서론

혁신기반 경제성장은 한국이 직면한 일자리 및 산업 부가가치 제약을 풀기위한 성장 기조로 주목받고 있다. 혁신의 중요성 인식은 한국이 갖는 글로벌 수준의 R&D 투입에서도 확인할 수 있다. GDP 대비 R&D 투자는 이스라엘과 함께 가장 높은 투입규모를 시현하고 있으며, 투자비중의 성장세는 지난 10년(1996~2015년) 간 OECD 평균 0.4%p 성장에 비해, 한국은 2.0%p의 높은 성장을 보이고 있다[1]. 높은 R&D 투입에 따른 연구성과가 산업역량으로 이어지는 혁신성장이 실현되기 위해서는 기술과 제품, 연구실과 시장을 잇는 기술사업화 또는 벤처생태계가 원활히 작동해야 한다. 이처럼 기술이 경제적 성과로 이어지기 위해서는 주요 동력이라 할 수 있는 사람, 기술, 자본 등의 세 가지 요소가 중요하며, 이러한 요소들을 하나로 엮을 수 있는 동력은 자본이라 할 수 있다. 즉, 자본의 논리에 의해 좋은 인력을 확보하고, 좋은 인력에 의해 창출된 좋은 기술을 활용한 경제적 수익, 즉 또 다른 자본을 창출하겠다는 순환 구조가 기술사업화 또는 벤처생태계를 성공적으로 유도하는 경로인 것이다. 일반적으로 기술가치평가 기반 자본의 융통이라는 '기술금융(technology finance[2])'은 기술사업화 또는 벤처생태계 육성 등 기술 기반 경제적 수익 창출을 위해 투입되는 자본으로 이해할 수 있으며, 혁신성장의 가치에 비례하여 그 중요성이 강조되며 성장해왔다.

그러나 기술금융은 주어진 역할이나 기능의 중요성, 필요성에 비해 태생적인 한계를 갖고 있어서, 시장 수요를 충족하는 수준의 공급이 이루어지지 못하고 있다. 이는 기술과 금융의 기본적으로 상충되는 특성에 기인한다. 즉, 도전성, 불확실성이 내재되어 있는 기술과 보수성, 안정성을 추구하는 금융이 만나 속성으로 보면 '잘못된 만남'인 것이다. 그럼에도 불구하고 기술금융이 혁신성장을 실현하기 위한 중요한 도구로서 활용되는 것은 기술이 진화해서, 제품이 되고, 경제적 수익이 되는 혁신의 과정에 참여하는 수많은 벤처들이라 해도, 그들의 우수 기술력과 도전적 기업가정신만으로는 기업을 창업하고, 성장시킬 수 없기 때문이다. 즉, 제품의 양산과 판매 모든 과정은 기술성과 도전성을 뒷받침하는 자본이 필요하다. 결과적으로 '기술과 금융의 잘못된 만남'이 '기술과 금융에 의한 해피엔딩'으로 결말짓기 위하여 다양한 기술금융의 유입과 확대 모델이 필요하며, 이러한 관점에서 벤처활성화와 함께 다양한 모델들이 시도되어 왔다.

이러한 시도에 있어서 기술금융의 시장실패 영역에 개입하여 기술금융의 마중물 역할을 하는 것

1) OECD, Main Science&Technology Indicators online database

2) OECD(2006), 한국성장금융(2017), 현대경제연구원(2018) 등은 기술금융을 아이디어 또는 기술의 가치평가에 근거하여 필요한 자금을 융자, 보증, 출연, 투자 등 방식으로 확보하는 것으로 명시하고 있다.

이 공공의 기술금융이라 할 수 있고, 최적의 기술금융 투입 모델을 통해 기업성장과 그에 따른 지대추구(rent-seeking) 활동을 하는 것이 민간의 기술금융이다. 공공은 기술금융 시장의 시장실패 요인으로 제기되는 정보의 비대칭성과 기술의 불확실성 완화에 중점을 두고 민간이 직면하는 기술투자에 따른 자본 손실 위험성을 줄이고자 한다. 이를 위해 기술성숙도(TRL: Technology Readiness Level) 격차를 좁혀 정보의 비대칭성을 완화하기 위한 노력, 창업 초기 기업이 갖는 불확실성에 따른 위험을 함께하기 위한 노력 등을 융자, 투자, 보증 등의 모델을 통해 추진하고 있다. 한편, 민간에서 이루어지는 기술금융의 대표적인 모델은 벤처캐피탈(Venture Capital, VC)이다. VC는 하이테크 스타트업 기업에게 단순히 자본만을 제공하는 것은 아니다. 이들은 자본과 함께 코칭, 모니터링, 네트워킹, 컨설팅 등의 지원을 통해 기업 성장의 경로를 관리해준다. 따라서 스스로 창업을 하고 성장을 한 경험을 갖는 벤처캐피탈투자자(Venture capitalist)가 보다 효율적인 벤처투자를 할 수 있다는 관점에서 성공 벤처기업인들이 후배 기업가를 위해 엑셀러레이터[3] 역할을 수행하는 사례들이 환영받고 있는 것이다. 이러한 VC는 IVC(Independent Venture Capital, 독립벤처캐피탈)와 CVC(Corporate Venture Capital, 기업벤처캐피탈) 등으로 구분가능하다. IVC는 개인 또는 기관 투자자들이 출자한 자본을 기술기업에 투자함으로서 지대추구활동을 하는 주체들이며, CVC는 모기업이 출자한 자본을 기술기업에 투자하는 주체이다. 다만, 이때의 지대추구 행위는 단순히 자본수익 이외에 기술전략 또는 비즈니스 전략 관점의 정보를 얻는 것도 포함한다는 점에서 IVC와 구분되고 있다. 이런 이유로 CVC는 기술벤처에 투자하는 재무적 기술금융 기능 보다는 대기업의 사업다각화를 위한 전략적 기술금융 기능이 주목받으면서 한국에서는 대기업의 금융업 진입이라는 시각에서 부정적 평가 또는 과소평가되어왔다. 하지만, 빠르게 변화하는 기술주기와 디지털 전환에 따른 다양한 융합 콘텐츠의 시현 등은 비즈니스를 위한 보다 넓은 네트워크와 전문 파트너십을 필요로 하게 되었고, 이러한 필요에 가장 적합한 투자자는 기존의 시장에 진입해서 비즈니스를 수행하고, 수행 경험을 기반으로 시장의 흐름을 읽고 정보화해서 제공해줄 수 있는 기업투자자이다.

이러한 배경 하에 본 연구는 국내 벤처생태계 활성화를 위한 기술금융으로서 CVC 활성화의 필요성 및 가능성에 대해 살펴보고자 한다. 이를 위해 우선 기술금융이 갖는 역할과 한계를 정리하고(II장), CVC의 기능과 현재까지 CVC가 어떻게 성장해왔으며, 어떤 투자활동을 보이는가를 확인해보고자 한다(III장). 그리고 CVC 모델과 혁신환경 변화의 관점에서 CVC의 의미(IV장)와 정책적 시사점(V장)을 제시하고자 한다.

3) 「중소기업창업지원법 시행령」제2장의 2에 따르면 창업기획자를 엑셀러레이터(Accelerator)로 명시하고 있다. 즉 엑셀러레이터는 기술창업에 있어서, 기획, 투자, 보육 등의 과정에서 기업과 함께 하면서 기업의 시장진입과 성장을 유도하는 주체라 할 수 있다.

Ⅱ. 기술금융의 역할과 한계

1. 기술금융의 개념 및 유형

기술금융에 대한 일반 정의는 기술이라는 자산의 가치평가를 기반으로 하는 자본 융통이라는 해석이 가능하다. 이에 대해 한국성장금융(2017)은 기업이 필요한 자금을 기술평가를 통해 지원(융자, 보증, 출연, 투자 등)하는 것으로 제시하고 있다. 국내에서 기술 기반 보증활동을 수행하는 기술보증기금[4] 은 창업, R&D, 사업화 등 기술혁신 과정에서 필요한 자금을 기술평가를 통해 공급하는 기업금융의 형태로서 기술금융을 정의하고, 지원방법 및 회수조건에 따라 투융자와 보증, 출연, 복합금융 등으로 구분하고 있다. 금융위원회(2015.6.8.)가 제시하는 기술금융은 기술력 있는 기업 또는 특허권 등 기술자체에 대한 평가(TCB[5] 평가결과를 체계적으로 반영)를 기반으로 대출, 투자 등의 방식으로 자금을 공급하는 것이다. 민간의 시각에서 현대경제연구원(2018)은 기술금융을 창업, R&D, 기술사업화 등 기술혁신 과정에 필요한 자금을 기술평가를 통해 공급하는 기업금융으로 정의한다. 이상에서 살펴본 다양한 해석을 종합하면, 결과적으로 기술금융은 기술자산에 대한 가치평가를 기반으로 적정 자본을 융통하는 것이라 할 수 있겠으며, 그 목적인 시장진입 및 성장까지 연결해 보면, 기술사업화금융 또는 혁신금융이라는 표현이 더 적절할 것이다.

기술금융은 자금융통 방식에 따라 보증, 융자, 투자 등으로 구분할 수 있다. 보증은 가치평가 기반 보증 규모를 평가하여 보증서를 담보로 금융기관을 통한 자본을 융통하는 것으로, 한국의 기술보증기금이 대표적인 사례라고 할 수 있다. 융자 또한 가치평가 기반 금융기관을 통해 자본을 융통하는 모델이다. 기술금융 활성화에 있어서 보증이나 융자 보다 기술이 갖는 시장의 가치를 토대로 기술의 기회와 위험을 함께 나누는 투자가 가장 최선의 자본 융통방식이라 할 수 있다. 투자에 있어서 가장 중심적 역할을 수행하는 주체는 벤처캐피탈이다. 시장에서 벤처캐피탈이나 모험적 투자의 성숙 수준은 벤처기업 성장의 중요 기반이 되고 있다. 특히 벤처캐피탈은 첨단기술 중심의 벤처기업 성장을 위한 가장 최적화된 자본이라 할 수 있다. 벤처캐피탈은 일반적으로 Barkley, et al.(2001), Kaplan & Lerner(2010), McCahery & Vermeulen(2013), 송치승(2016) 등이 제시하는 바와 같이, 투자 중심의 재무적 목적을 갖는 전통적 벤처캐피탈(TVC: Traditional Venture Capital)을 의미하며, 비전통적(non-traditional) 벤처캐피탈 모델의 일종인 전략적 목적과 재무적 목적을 모

4) 기술보증기금 홈페이지, 검색일 2018.7.9.

5) TCB(Tech Credit Bureau, 기술신용평가사)는 기술금융을 전문 지원하는 주체로, 2014년 7월 금융위원회에 의해 기술신용정보 활용의 활성화를 위해 도입되었다.

두 갖는 기업벤처캐피탈(CVC: Corporate Venture Capital)이 있다. 본 연구는 CVC 중심의 전개를 위해 전통적 벤처캐피탈과 비전통적 벤처캐피탈 모델 구분이 아닌, Colombo et al.(2016), 임은천 · 김도현(2017) 등이 접근하는 모기업을 갖는 벤처캐피탈과 개별기업으로서의 IVC(독립벤처캐피탈; Independent Venture Capital) 구분을 활용하고자 한다. Colombo et al.(2016)은 모기업을 갖는 벤처캐피탈을 펀드 조성 주체의 특성에 따라 CVC(기업벤처캐피탈), GVC(정부벤처캐피탈, Governmental Venture Capital), BVC(은행벤처캐피탈, Bank-controlled Venture Capital) 등으로 구분하고 있다. 이처럼 다양한 벤처캐피탈들이 갖는 투자활동의 목적함수는 유형별로 차이를 갖는데, 일반적으로 VC가 선호하는 출구전략은 IPO와 매각 등이다. 반면, GVC의 또 다른 출구는 일정 수준 성장한 기업을 민간 VC 중심 투자 환경으로 연결해 주는 것이다. 부가가치 창출 활동 또한 VC의 성격별로 다르다. IVC는 특정 금융기법과 계약 조항들을 이용해서 투자기업 스스로가 성장을 위해 노력할 수 있도록 투자기업을 관리한다. CVC는 모기업이 창업기업에 자금을 투자하고, 기존에 잘 갖추어진 모기업 인프라를 제공해 창업기업의 성장을 지원하는 모델로 평가받고 있다. 대기업 자회사 혹은 계열사인 창업투자회사나 신기술금융사를 이르는 것이 일반적이나, 실제로는 전략적 투자자(SI)관점에서 모그룹의 자체 자금을 스타트업 또는 벤처기업에 투자하는 투자사를 의미하기도 한다(이도형, 2017). VC의 보육방식에 따라서도 외부기업 벤처링(External Corporate Venturing)과 내부기업 벤처링(Internal Corporate Venturing)으로 구분 가능하다. 외부기업 벤처링은 기업간 인수합병, 전략적 제휴, 공동투자 등을 통한 지식 및 자산 이전활동을 의미하며, 내부기업 벤처링은 기업 내부 피고용자 혹은 조직의 기업가적 활동 및 분사한 피고용자에 대한 투자, 내부적 사업개발 펀드 등을 의미한다(김주성 · 홍다혜, 2014). CVC는 외부기업 벤처링 방식에 보다 중점을 두는 모델이라 할 수 있다.

2. 기술금융의 구조적 한계

현대경제연구원(2018)은 국내 기술금융의 문제점으로 기술신용대출의 기능이 기술을 담보로 하고 있지 않다는 것, 벤처투자의 공공의존도가 높다는 것, 창업 초기 기업에 대한 투자가 매우 저조하다는 것, 그리고 중간회수시장이 협소하다는 것을 지적하고 있다. 이들 각각에 대해 세부적 이슈를 보면, 첫째 기술 중심의 가치평가의 경우 특히 금융위원회에서 제시한 TCB(Tech Credit Bureau, 기술신용평가)가 평가기관의 지정, 기업 중심 평가 등 가치평가가 갖는 근본적인 기능에 부합하지 못하다는 부정적 평가가 제기되고 있다.

다음 벤처투자의 공공의존성과 초기기업에 대한 투자 저조는 서로 연결될 수 있다. 초기 벤처에 대한 적극적 투자는 공공과 민간의 많은 재원들이 이 구간에 투입되고 있는 변화를 보이고 있으나, 단기성과 요구, 인큐베이션 역량의 부족 등 초기 벤처 구간이 필요로 하는 시드캐피탈 성격의 자본의 속성에 부합하지 못하는 문제는 지속되고 있다. 특히 이러한 현상 전반에 내재되어있는 공공의 개입은 벤처자본 자생력을 위축시키고 있다는 비판을 피하기 어렵다. 국내 벤처투자 시장의 규모가 아닌 그 속성을 살펴보면, 민간 벤처캐피탈 주도가 아닌 공공의 모태펀드[6] 주도로 성장해왔다는 문제를 확인할 수 있다. 〈표 1〉에서 제시된 바와 같이, 주요국들의 벤처캐피탈 정부의존도를 보면 한국은 평균(26%)을 크게 상회하는 수준(62%)으로 나타나고 있다.

〈 표 1 〉 국가별 벤처캐피탈의 정부 의존도

(단위 : %)

구분	미국	영국	일본	프랑스	독일	이스라엘	한국	25개국 평균
정부펀드 의존도	17	24	36	45	44	13	62	26

자료: Brander, Du and Hellmann(2015)

이처럼 공공에 의존하여 성장해온 벤처투자 시장은 수익을 우선하는 민간 중심의 벤처투자시장 비활성화에 따른 투자 사각지대를 양산했다. 특히 창업초기기업, 지방소재기업은 벤처투자시장에서 소외되는 경향이 여러 통로를 통해 제기되어왔다. 〈표 2〉에서 제기된 바와 같이, 초기 투자비중('16년 기준)이 이스라엘 70.4%, 일본 85.0%, 그리고 OECD 평균 68.2%인데 반해 한국은 36.8%를 보이고 있으며, 투자건수에 있어서도 OECD 평균 80.3%에 비해 상당히 낮은 45.9% 보이고 있다. 즉, 창업초기 투자에 대한 필요가 가장 강하게 제기되는 시점의 투자비중이 평균 30% 내외 수준을 보이고 있어, 창업초기의 불확실성을 기업가와 기업가의 가족이나 친인척, 친구라는 비공식적인 경로에 부담지우고 있는 것이다.

6) 2000년 중기청이 500억원을 출자해 현재의 모태펀드의 모태가 된 다산벤처라는 창투사를 설립. 이는 산업별, 기업의 성장단계별로 출자를 목적으로 한다. 관련 부처별 펀드가 존재했으나, 2005년 한국벤처투자(KVIC: Korea Venture Investment Corporation)로 단일화(모태펀드)하고, 벤처기업 육성을 지원한다.

〈 표 2 〉 주요국 창업단계별 VC 투자 비중

국가명	투자액 비중(%)		투자건수 비중(%)	
	초기	중후기	초기	중후기
독일	48.5	51.5	81.9	18.1
일본	85.0	15.0	50.2	49.8
미국	39.0	61.0	74.1	25.9
이스라엘	70.4	29.6	82.9	17.1
한국	36.8	63.2	45.9	54.1
OECD 평균	68.2	31.8	80.3	19.7

자료: 현대경제연구원(2018), p.9

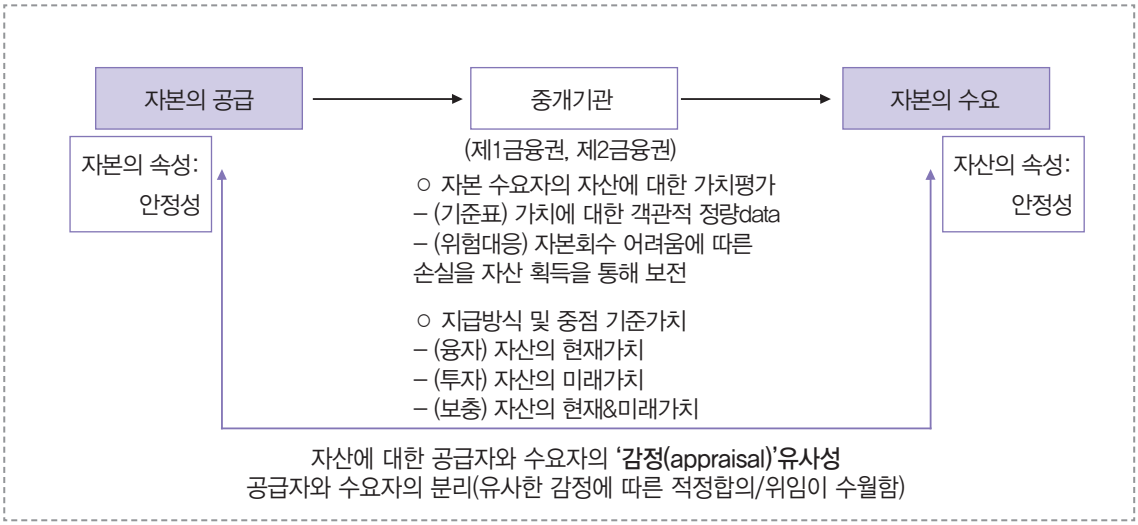
마지막으로 중간회수시장의 협소는 중간회수 수단으로 가장 대표적인 M&A가 미국과 유럽의 9분의 1 수준이고, 중국의 절반 수준에 불과하다는 것에서도 확인할 수 있다.

이상에서 제기된 기술금융의 한계는 많은 연구자들이 공감하는 현재 시장의 모습이라 할 수 있다. 결과적으로 기술중심의 가치평가, 공공 개입의 축소, 초기 투자 모델 및 중간회수시장 다양화 등의 해법 설계를 통해 기술금융의 구조적 한계가 개선되어야 한다. 하지만 이러한 개선은 실질적으로는 요원하다. 개선이 어려운 이유는 근본적으로 '기술금융'이라는 잘못된 만남에서 시작한다.

〈그림 1〉에서 제시된 바와 같이, 기본적으로 금융은 자본의 융통이다. 이때 일반 금융은 자본의 수요자가 갖는 자산(부동산 및 신용자산 등)의 평가 가치를 기반으로 자본에 접근한다. 이때 평가 기준이 되는 자산과 평가를 통해 융통하고자 하는 자본 모두 안정성을 추구하는 속성을 갖는다. 즉, 자본과 자산 모두 위험회피적(risk averse) 성향이 강하다는 것이다. 유사한 성향을 기반으로 유사한 감정(appraisal)을 공유할 수 있는 자본과 자산 각각의 공급자와 수요자는 신뢰성 기반으로 적정합의 및 중개기관으로의 위임활동이 수월하다. 또한 이들의 중개기관인 금융기관은 자산에 대해 구축된 표준 가치 측정자료를 활용하여 해당 자산의 가치를 도출하고 이를 기반으로 융통 자본량을 결정한다. 만약의 경우, 측정된 가치 이외의 대외적 충격에 의해 설정된 가치 확보가 어렵더라도 해당 유형 자산은 자본의 공급자 권리 범위에 남는다.

〈 그림 1 〉 금융의 구조

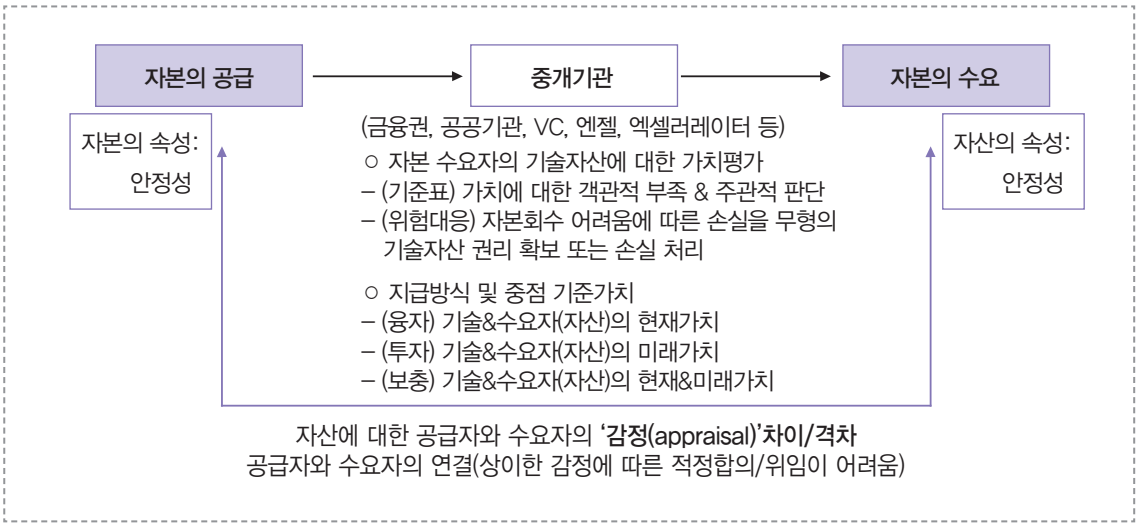
(금융 : 자산 기반 자본의 융통)



반면, 기술금융의 경우 〈그림 2〉에서 제시된 바와 같이, 자본을 공급하고자 하는 주체가 자본에 대해 갖는 속성은 안정성이나, 자본을 수요하고자 하는 주체가 갖는 자산 즉, 기술은 모험성이 강한 속성을 갖는다. 즉 모험성을 전제하는 자산에 대해 안정성을 추구하는 자본을 연결하는 것이다. 특히 기술이라는 자산에 대한 합의가능한 객관적 수준의 자료 확보 및 평가된 감정 규모에 대한 공감 또한 어렵다. 특히, 앞서 금융에서 가정한 측정된 가치 이외의 대외적 충격에 의해 설정된 가치 확보가 어려운 경우, 일반 금융에서는 해당 유형 자산은 자본의 공급자 권리 범위에 남는다고 하였으나, 기술금융은 해당 자산이 무형의 기술자산이므로 자본의 공급자 권리 범위에 남는다는 것이 상당히 제한적일 수밖에 없다. 이처럼 기술금융에 있어서 감정 격차 뿐 아니라 무형자산이 갖는 근본적인 한계 등으로 인해 자본의 공급자와 자본의 수요자 간 적정합의 및 위임이 어려워지는 것이다. 이처럼 신뢰할 수 있는 합의 및 위임의 어려움은 결과적으로 기술금융 수급의 불균형을 가져온다.

〈 그림 2 〉 기술금융의 구조

(기술금융 : 기술자산 기반 자본의 융통)



이상에서 살펴본 바와 같이, 기술기반 자본을 융통하는 주체가 단순히 금융자산 투자자인 경우 투자자산의 안정성 확보를 위해 보다 많은 안전장치를 투자처에 요구하게 될 것이다. 이러한 안전장치는 결과적으로 기술기업의 도전적 전략 설계를 제한할 수 있다. 따라서 자본을 융통하는 주체를 금융자산 투자자가 아닌 기술기반 비즈니스를 수행하는 기업으로 설정하고, 이들의 자금력 뿐 아니라 비즈니스 역량을 투자처로 유입한다는 관점에서 본고는 기업의 벤처캐피탈 활동을 지지해 보고자 한다.

Ⅲ. 기업벤처캐피탈(CVC)의 기능과 현황

1. 기업벤처캐피탈(CVC)의 기능

1.1 CVC의 투자동기

기업벤처캐피탈 또는 기업 주도형 벤처캐피탈, CVC(Corporate Venture Capital)는 앞서 살펴본

바와 같이, 기업이 자기자본 및 평가기준을 가지고 유망 벤처에 투자하는 활동을 일컫는다.

CVC는 전략적 이유를 갖고 투자활동을 하고 있으며, 투자활동에 의해 벤처의 전략적 파트너이자 벤처에 대한 지분 소유자라는 이중적 지위를 갖는다. CVC의 투자활동이 지식파트너와 비즈니스에 필요한 지식의 다양성을 확보할 수 있다는 측면에서 혁신을 위한 지식의 다양성이 높아질수록 더 유용한 비즈니스 모델일 수 있다. 기업 단독으로 수행하지 못하는 기술개발 또는 확인하지 못하는 비즈니스 동향에 대한 인지라는 관점에서 금융 중심의 목적 외에 제품개발, 신규시장 진입, 사업다각화 등 비즈니스 전략 중심의 목적으로 활용 가능한 것이다. 이러한 투자 기업 스스로의 목적 뿐 아니라 투자를 받는 포트폴리오 기업[7] 입장에서도 CVC로 하여금 알려지지 않은 창업아이템 발굴이나 초기 벤처에 대한 투자 견인 뿐 아니라 시장 진입시 전략적 파트너를 확보한다는 관점에서도 매우 중요하게 평가되고 있다.

이런 특성들로 인해, 금융 중심의 투자활동을 수행하는 IVC와 비교해서 파급효과나 투자수익 특성 등이 다를 수 있다. 파급효과 면에서 보면, IVC는 추가적인 기타자금 조달이나 우수 인력 채용 등과 관련된 네트워크를 더욱 다양하게 가져갈 수 있으며, CVC는 경쟁기업들뿐 아니라 IVC에게 미래 비즈니스 동향 및 전략방향에 대한 유용한 정보(signal) 제공을 할 수 있다. 즉, CVC의 벤처 투자 활동이 해당 모기업이 바라보는 미래 시장의 흐름이라는 신호로 해석 가능한 것이다. 예를 들어, ICT 분야의 글로벌 선도기업이 의료기기 관련 기술력을 갖는 벤처기업에 투자를 확대한다면, ICT 분야 경쟁 기업들 입장에서는 향후 시장의 ICT와 의료기기의 융합 확대를 예측할 수 있다. 투자수익 관점에서 보면, 일단 CVC가 기업의 지분을 확보하면, 그들은 투자한 기업의 주주(principal)로서, 포트폴리오 기업들의 성과에 영향을 받는다. 기업들의 투자활동의 영향 관계에 대해 Maula, et al.(2006)은 CVC와 IVC로 부터 펀딩을 받은 미국의 기술기반 창업기업들의 데이터를 활용하여, CVC와 IVC가 서로 다른 부가가치 창출효과를 갖지만, 상호 보완적 관계 형성이 이루어진다고 제시하였다. 특히 IVC의 경우 투자 기업에 대한 다양한 재원 포트폴리오를 구성하고 제공하며, CVC는 초기 기업들에게 제품 및 시장개발에 있어서 IVC 보다 더 효율적인 지원이 가능하다고 제시하였다.

7) CVC 활동을 수행하는 대기업 입장에서 기술 또는 제품군 다각화 관점에서 투자 기업을 선별하고 있다고 보고 이들을 대기업의 포트폴리오 기업으로 표현하기도 한다.

1.2 CVC의 투자효과

앞서 제시한 바와 같이, CVC는 벤처기업에게 단순히 자본만 투자하는 것이 아니라 대기업이 갖는 경영 및 생산 경험과 노하우를 기반으로 비즈니스 전반의 지원이 가능하며, 벤처기업 제품의 수요처 기능도 가능하다. 이러한 이유로 CVC는 벤처기업의 투자 뿐 아니라 시장의 전략적 파트너가 될 수 있다는 점이 강조되어 왔다. CVC의 기능에 대해 Stuart, Hoang & Hybels(1999), Dushnitsky & Lenox(2005), Benson & Ziedonis(2010), Wadhwa, Phelps & Kotha(2016), Galloway, Miller, Sahaym & Arthurs(2017) 등의 여러 학자들은 상이한 환경을 가정하고 분석함으로써 기능에 대한 다양한 해석을 제시하였다. 이들 연구들이 제시하는 결과를 보면, CVC의 긍정적 효과와 부정적 효과, 그리고 환경에 따라 상이한 효과를 보이는 경우로 구분된다.

우선 CVC의 긍정적 효과에 대해 Stuart, Hoang & Hybels(1999)는 CVC 투자를 받은 스타트업들은 그렇지 않은 기업들에 비해 상대적으로 빠른 시점에 높은 가치를 평가받고 IPO 되는 사례들을 제시하였다. Dushnitsky & Lenox(2005)는 CVC 투자를 받는 벤처뿐 아니라 모기업의 혁신에도 긍정적 영향을 미친다고 주장하였다. 이들에 따르면, CVC 투자는 모기업 스스로도 새로운 벤처들로부터 학습의 기회를 얻을 수 있는 경로가 될 수 있어, 오픈이노베이션의 긍정적 관점에서도 이해 가능하다. 이들에 따르면 모기업의 학습 경로는 크게 세 가지로 구분가능한데, 첫째는 투자심사(due-diligence) 과정을 통한 학습이고, 둘째는 투자 심사위원회 자리에 앉아서 신규 기술 동향을 파악할 수 있다는 것이다. 마지막으로 설령 투자에 실패하더라도, 기술의 매력도 내지 시장의 기술에 대한 반응 등을 확인할 수 있다는 점이 투자를 수행한 모기업에게 긍정적 성과로 남게 된다는 것을 제시하고 있다. Sahaym, Steensma & Barden(2010)은 기업 R&D가 CVC에 어떤 영향을 미치며, 이러한 관계가 산업에 따라 다른가를 미국 제조업 데이터를 활용하여 보이고 있다. 이들의 분석에 따르면, R&D 투자는 CVC 투자의 활성화를 유인하며, 특히 R&D와 CVC의 강한 연계성은 기술의 쓰임이 빠르게 변화하는 산업에서 빠르게 투자를 조달하고, 리스크를 줄이기 위한 수단으로서 두드러진다고 보았다. 특히 기존의 기술 또는 비즈니스 모델들과의 결합 등이 다양하게 이루어질 수 있어서 신규 비즈니스 창출 기회도 유발한다고 본다.

반면, Benson & Ziedonis(2010)는 CVC의 부정적 효과를 언급하였다. 이들에 따르면, 1987년~2003년 기간동안 61개의 상위 CVC에 의해 이루어진 기업인수 중 17%는 기업투자자의 비즈니스 포트폴리오 구성 차원에서 진행된 것으로 확인했다. 특히 이들의 연구에 따르면 이러한 목적으로 진행된 기업인수의 경우 상당수가 긍정적인 부가가치 창출을 이루지 못한 '주인의 저주(Owner's curse)'가 나타난 것으로 분석하였다. 이러한 결과를 초래하는 여러 이유들 중에는 기업인수에 과잉

지불(overpaying)이 이루어지기 때문이라는 주장을 제기하였다.

이상의 CVC 투자의 긍정적, 부정적 효과 외에 CVC 투자의 효과가 투자규모, 유형, 환경 등에 따라 달라질 수 있다는 많은 연구결과도 제시되고 있다. Wadhwa, Phelps & Kotha(2016)는 40개의 통신장비제조업체들의 CVC 투자포트폴리오 데이터를 활용하여 CVC 투자 포트폴리오와 기업의 혁신성과와의 관계를 분석하고 있다. 이들은 CVC 투자와 혁신성과와의 역U자 관계를 제시하여, 적정수준까지는 CVC 투자가 혁신을 견인하지만, 적정수준 이상의 투자는 오히려 포트폴리오 기업의 혁신활동을 제한할 수 있음을 보이고 있다. 또한 포트폴리오 내에서 이용가능한 지식자원의 수준에 따라서도 효과가 달라진다는 것을 제시하였다. Mohamed & Schwienbacher(2016)는 CVC 투자 의사의 공지가 어떤 효과를 가져 올 수 있는가를 2002~2012년 기간동안 미국 CVC 투자 2,588건 중 1,000건의 투자 표본을 활용하여, 무엇이 CVC로 하여금 투자 공지를 진행토록 하는가를 확인하였다. 이들에 따르면 투자 공지는 CVC 모기업이 R&D투자에 보다 많은 재원을 투입할 수 있는 대기업일 때 더 잘 이루어진다. 이러한 공지는 특히 대기업이 비대칭적 정보에 따른 문제에 직면해 있을 때 공지에 따른 정보 비대칭성을 완화하고자 하는 전략으로 이용된다. 한편 CVC 모기업이 하이테크 분야 그리고 보다 경쟁이 심한 산업에 속해있는 경우 공개에 따라 초래되는 비용이 더 클 수 있어서 CVC 투자 정보 공개가 덜 이루어진다. 이처럼 이들의 연구는 CVC의 투자 현황 공개는 CVC 모기업의 특성에 따른 전략적 선택에 의해 진행된다는 것을 강조하고 있다. Anokhin, Wincent & Oghazi(2016)는 4년 동안 이뤄진 163개 투자를 통해 CVC의 전략적 효과를 분석하였다. 이들은 분석을 위해 CVC 투자의 성격을 Driving(추진형), Emerging(탐색형), Enabling(보완형), Passive(수동형) 등의 4가지 유형으로 구분하였다[8)9)]. Driving과 Enabling 투자는 기업의 혁신기회로부터 이익창출 등의 긍정적 역할을 하고 있으며, Emerging과 Passive투자는 그렇지 못한 것으로 분석되었다. 즉, CVC 기여효과가 일률적으로 나타나는 것이 아니라 투자 모기업 및 투자를 받는 기업의 특성, 투자 목적, 투자 유형 등의 성격에 따라 상이하다는 것을 인식할 필요가 있다. Galloway, et al.(2017)은 기업 거버넌스 구조에 따른 제휴에 대한 영향요인을 분석하였다. 이들은 CVC, VC, 기업 설립자들은 초기 기업들간의 탐험적 제휴 형성에 영향을 줄 것으로 보고, 122

8) 이종훈(2018.10.20)은 체스브로우의 2002년 논문에서 적용한 해석을 활용하여 Driving(추진형)은 기존 사업전략의 강화 및 진보를 위한 전략적 접근, Emerging(탐색형)은 향후 신규 사업의 개발 및 탐색, Enabling(보완형)은 기존 사업전략 및 제품 판매를 보완, Passive(수동형)는 기존 역량을 활용하여 수익성 강화에 초점을 둔다고 정리하였다.

9) Driving CVC 투자는 신규 벤처의 기술력 향상에 관련된다. Emerging CVC 투자는 그들이 투자 모기업의 기능적 역량에 강하게 연결되어있더라도, 시장 개척을 지원하지는 않는다. Enabling CVC 투자는 시장 잠재력 개발에 집중한다. Passive CVC 투자는 어떤 매칭기능을 수행하지 않는 가장 IVC와 유사한 형태를 갖는 모델이다.

개의 초기 기업들을 분석하였다. 분석에 따르면 CVC 투자를 받은 기업들은 혁신 중심의 이용제휴(exploitation alliance)를 추구하는 경향을 갖는 반면, VC 투자를 받은 기업들은 혁신 중심 보다는 마케팅 중심의 탐험제휴(exploratory alliance)를 선호하는 경향을 보였다. 즉, 투자원의 성격에 따라 기업 전략이 달라지는 것을 제시하였다.

2. 기업벤처캐피탈(CVC)의 현황

2.1 CVC의 연혁

CVC의 시작은 일반적으로 1951년 Ford Motor 투자에서 시작하는 것으로 알려져 있다. 이후 1960년대에는 Xerox(1960), J&J(1961), Motorola(1963) 등이 등장하였으며, 1980년대에는 Microsoft(1983), Safeguard(1983), Sony(1984) 등이 활동에 참여하였다. 1990년대 들어서는 많은 글로벌 ICT 중심 기업들이 CVC 활동에 참여했는데, 이 시기에 진행된 상위 20위 CVC 대부분이 IT기업들인 것으로 알려져 있다(Benson & Ziedonis, 2010). 주요 기업들로는 Intel(1992), Comdisco(1992), Compaq(1992), AOL(1993), Cisco(1995), Dell(1995), Comcast(1996), MCI Worldcom(1996), Qualcomm(1999), Sun Micro(1999), Global-Tech(1999), Citigroup(1999) 등이 있다. GE는 2013년 GE Ventures를 창업하고 활발한 위험 투자를 진행하고 있다.

이처럼 CVC의 지속적 성장은 CVC 투자에 따른 투자기업과 포트폴리오 기업 모두의 성장 경험에서 비롯한 것으로 볼 수 있다. 실제 Fortune 500 기업들 중 1990~2000년 기간 동안에는 약 17%가 CVC 투자활동을 수행하였으며, 2008~2011년 기간 동안에는 약 29%가 적극적인 CVC 투자활동을 보인 것으로 제시되었다(Mohamed & Schwienbacher, 2016). 특히, 일반적으로 빠른 기술 변화와 높은 경쟁구조에 직면한 산업에 속한 기업들이 CVC 활동에 더 흥미를 갖는다. 또한 강한 기술 및 마케팅 자원을 갖고 다양한 벤처 경험으로부터 창출된 자원들을 갖는 기업들이 더 적극적으로 CVC 활동에 참여한다(Basu, Phelps & Kotha, 2011).

2.2 CVC의 지역 활동

Cumming, Grilli & Murtinu(2017)에 의해 제시된 유럽내 지역별 VC 활동의 특성을 보면, IVC 투자는 영국과 독일에서 가장 활발하게 나타나고, GVC 투자는 스페인과 핀란드, 독일 등에서 활발

하게 나타난다. 또한 GVC-IVC 결합 투자는 프랑스에서 가장 빈도가 높았다. 이처럼 지역이 갖는 혁신환경에 따라 기술금융 시장의 주도자들이 달라 질 수 있다.

CVC의 경우, Dushnitsky & Lenox(2005)에 따르면, 2000년에는 160억달러 이상이 투자되어 전체 벤처캐피탈 투자의 15% 수준에 이르며, 400여개의 CVC 프로그램이 작동하고 있다. 국가별로 보면, 미국 396개, 일본 87개, 영국 62개, 독일 53개, 중국 52개, 한국 40여개 기업들이 CVC를 운영하고 있다[10]. 또 다른 보고에 따르면 2015년 기준 미국내 CVC 조직은 1,501개이며, 투자액은 약 750억달러라고 밝히고 있다[11]. 미국내 CVC 투자가 활발하게 이루어지는 주(state)는 캘리포니아(60%), 뉴욕(17%), 메사추세츠(14%), 텍사스(3%), 워싱턴(3%), 기타(3%) 등으로 벤처생태계 역량과 비례하여 분포하고 있다(CBInsight, 2017).

CVC의 아시아 지역에서의 투자 성장세 또한 두드러지게 나타나고 있는데, 특히 중국기업과 인도기업에 대한 투자가 증가하였으며, 중국의 경우 1년 만에 94%(84건('16)→ 163건('17)) 성장세를 보이고 있다(CBInsight, 2017). 동기간 인도는 40건에서 57건의 성장을 보였다. 일본의 경우 2011년 120억엔에서 2017년 709억엔으로 규모가 증가했으며, 도요타는 일본 인공지능 스타트업 프리퍼드 네트웍스에 105억엔('17)을 투자하고, 미국 실리콘밸리에 Toyota AI Ventures를 설립하고 CVC 활동을 확대하고 있다. 투자건수 기준 세계 300대 CVC 중 일본 CVC가 32개에 해당하는 등 일본의 CVC는 영향력과 참여 규모 모든 면에서 급격한 성장세를 보이고 있다(김보경, 2018).

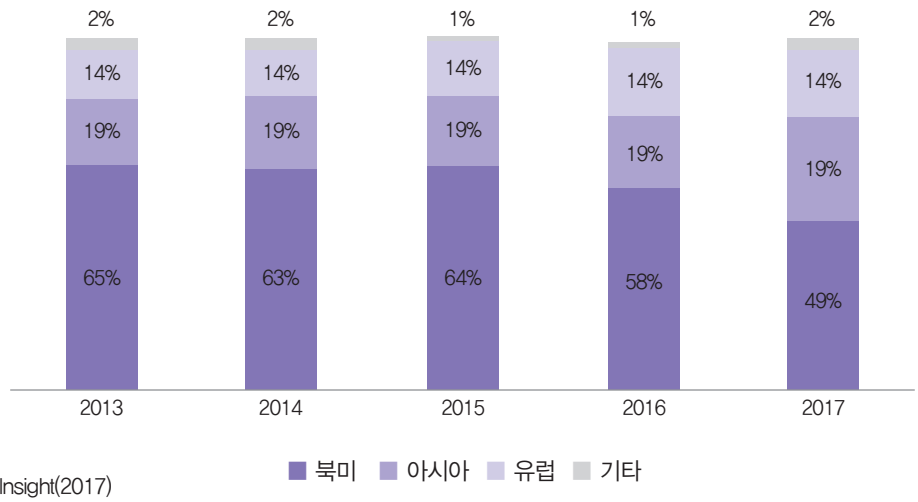
한국은 최근들어 대기업 중심의 벤처투자 모델이 활기를 갖기 시작했다. EY한영의 '글로벌 M&A' 설문조사(매일경제, 2017[12])에 따르면, 설문조사에 응답한 국내기업(47개)의 50%가 CVC를 운영중에 있으며, 16%가 향후 설립계획을 갖고 있는 것으로 나타났다. 이들의 주된 업무는 기술 관련 스타트업에 대한 투자와 인수합병 등으로 나타났다. 국내 활동하는 모델로는 삼성의 삼성벤처투자, 롯데그룹의 롯데액셀러레이터, 한화의 드림플러스/한화인베스트먼트, 한미약품의 한미벤처스, LG의 LB인베스트먼트, 두산의 네오플럭스, 포스코의 포스코기술투자, 코오롱의 이노베이스, 그리고 GS홈쇼핑, 현대차그룹 등도 스타트업 투자에 참여하고 있다. 코오롱 그룹의 경우 사내 자회사로 창업투자회사인 코오롱인베스트먼트를 두고 있으나, '이노베이스'도 설립하여 미디어 콘텐츠 등의 스타트업 투자를 진행하고 있다.

10) 이성규(2016.9.28일자), "왜 벤처기업은 CVC가 필요한가", 이코노빌(http://www.econovill.com/news/articleView.html?idxno=297835, 검색일 2018.5.21.)

11) HarvardBusinessReview Korea(2016.11), "기업주도형 벤처캐피탈(CVC) 말바꾸기"(http://www.hbrkorea.com/magazine/article/view/4_1/article_no/863, 검색일 2018.5.20.)

12) 매일경제(2017.11.30.일자), "스타트업 직접 발굴...VC 품은 기업들"(http://vip.mk.co.kr/news/2017/795448.html)

〈 그림 3 〉 지역별 CVC 투자현황

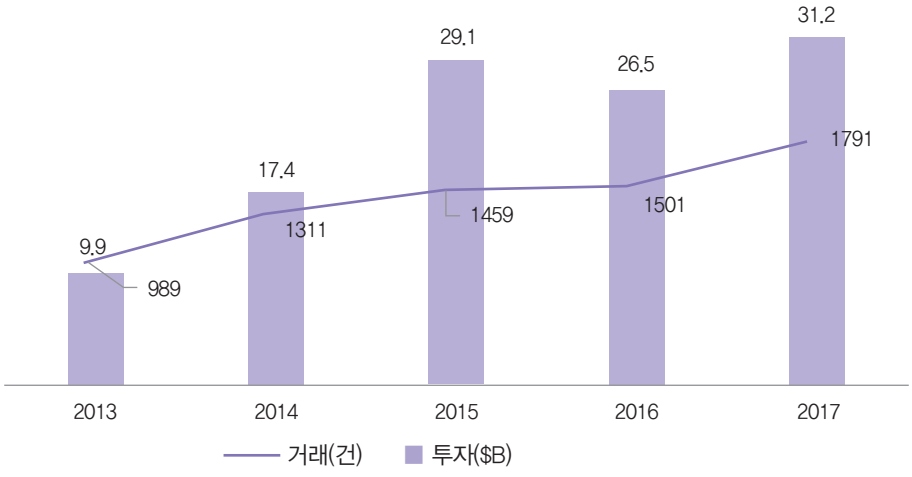


자료: CBInsight(2017)

2.3 CVC의 규모

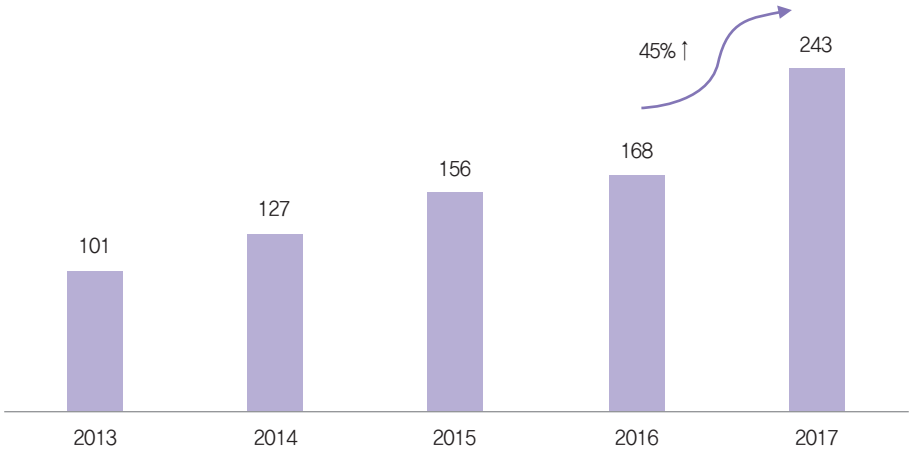
글로벌 벤처캐피탈 생태계의 벤처캐피탈 투자건수 중 약 20%를 CVC가 차지했다. 투자규모는 2016년 대비 2017년 18% 증가한 총 312억달러 규모를 보였으며, 거래는 19% 증가한 1,791건이 이루어졌다(CBInsight, 2017). 건당 규모에 있어서는 2017년 기준 CVC가 일반 VC를 넘어서는 규모를 보이는데, 평균 건당 규모는 CVC 22백만 달러, VC가 17백만 달러 크기로 알려져 있다.

〈 그림 4 〉 글로벌 CVC 활동 현황(2013~2017)



초기 시드단계 투자 또한 2016년 대비 2017년에 45%가 증가했다. 특히, 이 시기에 신규 186개의 CVC가 활동을 시작했다.

〈 그림 5 〉 시드단계(Seed stage)에서 활동하는 CVC(개수)



자료: CBInsight(2017)

산업 분야별 투자는 IVC, GVC 그리고 결합펀드(IVC-GVC) 모두 소프트웨어 산업에서 가장 많은 투자를 하고 있으며, 다음은 바이오 기술 및 제약분야로 나타났다(Cumming, Grilli & Murtinu, 2017). 거래 성장은 헬스케어 분야 17%, 모바일 분야 26%, 인터넷 10%의 성장세를 보였다(CBInsight, 2017). 특히, AI 기업에 대한 투자규모가 2016년 대비 2017년에는 81%(21억달러→38억달러) 증가하였으며, 거래 건수는 32%(150건→198건) 증가했다.

〈표 3〉에서 제시된 바와 같이, 활발한 투자활동을 수행하는 CVC의 모기업 대부분은 구글, 인텔, 퀄컴, MS 등 세계적 시장 점유율을 갖는 글로벌 IT 기업이다. 특히 한국 기업 중 다음카카오와 삼성이 10위권 내에서 활발한 활동을 보이고 있다. GV(Google Ventures)와 CapitalG(Google Capital)는 가장 활발한 투자 활동을 보이는데, GV는 70건 이상의 거래를 진행했으며, CapitalG는 가장 큰 규모의 CVC기반 거래로 보고된 10억달러 Series H 투자 등 대부분의 유니콘(unicorn)[13] 에 투자를 했다('17년 기준).

13) 유니콘(Unicorn) 기업은 기업가치 10억달러 이상의 비상장스타트업 기업을 일컫는다.

〈 표 3 〉 2017년 가장 활발한 CVCs

순 위	CVC 기업	모기업
1	GV(Google Ventures)	Google
2	Intel Capital	Intel
3	Salesforce Ventures	
4	Qualcomm Ventures	Qualcomm
5	GE ventures	GE
6	Legend Capital	
7	Microsoft Ventures	Microsoft
8	Fosun RZ Capital	
9	K CUBE Ventures	Daum Kakao
10	Samsung Venture Investment	Samsung

자료: CBInsight(2017)

CapitalG 뿐 아니라 대부분의 주요 CVC들은 글로벌 유니콘 기업들에 대한 투자를 활발히 진행하고 있다. 특히 투자를 통해 유니콘 기업으로 성장한 기업에 대한 애정이 깊어 이들의 협력파트너로서의 기능도 충실히 수행하는 것으로 알려져 있다.

〈 표 4 〉 2017년 유니콘 투자 현황

순 위	CVC 기업	유니콘
1	CapitalG	CrowdStrike, Lyft, Outcome Health
2	GV	Clover Health, Desktop Metal
3	Lenovo Capital and Incubator Group	Cambricon, NIO
4	Qualcomm Ventures	Mobike, Zoom Video

자료: CBInsight(2017)

Ⅳ. 기업벤처캐피탈(CVC)의 기회와 위협

혁신환경을 이해하고, 혁신환경 변화에 적응하여 새로운 지식을 축적해 나가는 진화의 과정은 혁신성장을 위한 중요 학습이다. 최근들어 관심이 높아지고 있는 혁신환경의 변화 중 하나가 CVC에 대한 인식과 기대일 것이다.

기업의 R&D 투자는 현재 시장에서의 경쟁력 유지 또는 미래 시장에서의 경쟁력 확보를 위한 기업의 전략이라 할 수 있다. 이러한 이유로 기업의 R&D 투자는 경쟁자에게 투자 방향이나 규모 등을 공개하지 않는 기업의 기밀전략이기도 했었다. 하지만 최근 들어서는 기업의 R&D 관련 투자전략이나 전략적 제휴 등에 대한 공고를 통해 그 자체가 기업을 홍보하는 또는 기업의 시장 선점을 위한 수단으로 활용되기도 한다. 이러한 이유로 기업의 CVC 활동 또한 기업 비즈니스 포트폴리오 관점에서 중요한 정보를 담고 있다고 인식되어왔다. 이러한 인식이 과거에는 기업 확장을 위한 벤처흡수 또는 기술력 모방 또는 유출 관점에서 다소 부정적 시각이 강조되었던 것에 반해, 현재는 CVC 활동이 투자기업의 비즈니스 모델 확대 전략이며 동시에 투자를 받은 기업의 비즈니스 성장 가능성이라는 측면이 강조되고 있다. 특히, 빠른 기술의 변화 속에서 여러 기술에 대한 빠른 이해 또는 다양하게 요구되는 융합의 필요에 대응하기 위해 기업과 기업의 협력적 관계 형성의 수단이라는 긍정적 시각이 주목받고 있다고 할 수 있다. 이미 이러한 인식에 의해 글로벌 선도기업들은 적극적으로 CVC 활동을 해오고 있으며, 국내 주요 기업들 또한 글로벌 시장에서 이러한 활동에 적극 참여하고 있다.

하지만, 벤처투자가 부족한 국내 시장은 재벌기업을 바라보는 고착화된 부정적 시각과 함께 금산분리 등의 규제, 무엇보다 신기술 · 신시장 관련 규모의 경제와 범위의 경제 실현의 어려움 등으로 인해 CVC 활성화가 제한적이다. 일례로, 1999년 설립된 삼성벤처투자의 경우, 2018년 기준 운용조합 규모는 2조 1,955억원이며, 투자실행 9,000억원 규모를 보고하고 있다[14]. 설립 이후 국내로의 투자는 총39건에 대해 468억원을 집행하였으며, 주요 포트폴리오기업들의 업종은 제약, 블록체인, 컨텐츠, 솔루션, 생활, 웹기반 중개 등으로 나타나고 있어, 산업 전후방 연관효과를 유발하는 분야 또는 규모는 제한적인 것으로 판단할 수 있다[15]. 반면 해외투자 동향을 보면, 글로벌 수준의 CVC 등과 협력하여 반도체, IoT, 센서 등의 분야 초기 벤처기업에 대한 적극적인 전략적 투자 활동을 하고 있다. 이는 국내 시장에서의 CVC 활동에 대한 인식과 환경의 제한에 따른 것도 있으나, 투자에

14) http://www.samsungventure.co.kr/
15) http://thevc.kr/SamsungVentureInvestment

따른 수익 창출의 제한 즉, 해당 분야 벤처생태계의 활성화가 부족한 것도 또 다른 주요 이유라고 볼 수 있다.

여러 연구에서 제기되어온 바와 같이, 국내 벤처캐피탈 시장은 벤처시장을 촉진시키기에 충분한 도전적인 벤처자본이 유입되지 못하고 있다. 속성 면에서 보면, 정부 자본 의존성이 높은 벤처캐피탈은 시장 중심의 투자전략을 구축하기에는 감사, 평가 등 제약조건이 많다. 또한 규모와 속성의 한계는 전문성 축적의 기회마저 위협받고 있다. 이러한 한계에 노출된 국내 벤처캐피탈 시장의 활성화를 위해 자본뿐 아니라 비즈니스 전략과 경험의 유입이 가능한 CVC의 확대는 벤처생태계 활성화를 넘어, 이를 통한 혁신성장의 구현이라는 관점에서 그 기능과 역할에 대한 기대와 관심이 높은 것이다.

국내 벤처생태계에 CVC와 유사한 기능 수행이 도입된 사례로 창조경제혁신센터[16] 모델이 있다. 이는 투자자로서의 대기업과 투자를 받는 벤처기업의 파트너십 형성을 강조한 모델로서, 투자와 비즈니스 컨설팅 모두를 지원하고자 한 시도였다. 다만, 대기업의 미래 성장 동력이나 R&D 전략이라는 관점에서 필요 벤처기업을 선별 투자한 모델이 아닌 지역 또는 분야별 특성에 따라 사전적으로 매칭된 분야의 벤처기업들에 대한 전략적 파트너십 관계 형성으로 인해 지속성 내지는 효과성이 부족했던 모델이라 할 수 있다.

기존 혁신환경 하에서 시장을 선점하고, 시장에서의 경쟁력을 확보한 대기업이 새로운 디지털 전환 혁신환경 하에서는 단독 R&D모델로 성장하는 데에는 한계가 있음을 인지하고 보다 다양한 비즈니스 포트폴리오 구축을 위한 수단으로서 CVC 활용의 성과가 기대된다. 또한 투자를 받아야 하는 벤처기업 관점에서도 빠른 시장변화의 대응, 표준기술 중심의 다양한 융합을 위한 수단, 더 나아가 CVC의 효율적인 의사결정을 통한 M&A 활성화를 위해 CVC 확대를 위한 노력이 필요한 시점이다. 이러한 노력은 기술창업 활성화를 통한 산업 및 일자리 성장이 필요한 현 시점이 좋은 기회가 될 수 있다.

물론 이러한 접근은 기술에 대한 상호 존중, 파트너십에 대한 상호 신뢰관계 형성 등이 전제되어야 할 것이다. 투자기업과 벤처기업/포트폴리오기업 간 존중과 신뢰의 문화가 형성되지 않는다면, CVC를 통해 기대할 수 있는 성과 또한 제한적일 수밖에 없음은 주지의 사실이다.

16) 창조경제혁신센터는 기술창업 활성화 및 중소 · 벤처기업의 과학기술혁신 역량 강화 지원을 목적으로 설립되었으며, 광역자치단체별로 별도 재단법인 설립 지정하여 운영하고, 중앙행정기관에서 예산의 일부 또는 전부 출연할 수 있음. 2018년 기준 19개 센터가 전국에 개소하여, 지역 혁신주체들이 상생할 수 있는 운영 프로그램을 개발하여 초기 창업, 투자기능에 집중한 지역별 센터를 특화시키는 방향으로 초점이 이동하였다.

V. 정책 시사점

본 연구는 벤처생태계 활성화 수단으로서 도전적 자본 뿐 아니라 경험에 따른 비즈니스 전략을 함께 지원할 수 있는 CVC 모델을 강조해보기 위한 것이다. 앞서 제시된 바와 같이 국내 벤처생태계에서 기술금융은 기술중심 가치평가의 한계, 초기 벤처에 대한 적극적인 투자자본의 부족, 그리고 기술금융의 시장실패에 대한 정부의 과도한 개입 등의 제한 요인에 직면해 있다.

공공의 의존성을 벗어나 시장 중심의 기술금융 시장을 활성화하기 위해서는 기술금융 시장 자체가 갖는 시장실패 환경에 대한 인식이 선행되어야 한다. 기본적으로 기술시장은 기술의 불확실성, 기술시장의 정보비대칭성 등이 시장실패를 야기하고 이로 인해 정부의 개입이 필요한 영역이다. 그럼에도 불구하고, 현재의 국내 관련 시장은 정부의 개입이 민간의 건강한 자본투자를 방해하는 또 다른 시장실패 심화 요인으로 작용하고 있는 것이다. 즉, 민간 중심의 경쟁적 자본 융통 환경을 통해 성공과 실패 등의 경험을 토대로 자생력을 키웠어야 하는 기술금융 시장은 정부의 공공자본에 의존하여 자생력을 키우기보다는 자생력 확보의 시기를 놓쳤다는 경고가 쏟아져 나오고 있는 것이다. 기술금융 시장의 선진사례로 가장 많이 회자되는 실리콘밸리의 벤처투자 모습을 보면, 치열하게 탐색하고 경쟁한다. 이러한 과정에서 투자의 성공과 실패의 경험이 축적되어 보다 나은 벤처생태계가 구축되는 것이다.

하지만 현재의 국내 기술금융 상황에서, 시장 중심의 치열한 경쟁을 도입하기 위해 공공의 개입을 일시에 제거하는 것 역시 시장이 필요로 하는 해법은 아니다. 앞서 제기한 바와 같이 기술금융이라는 자체가 갖는 한계점 인식을 토대로 공공의 개입 모델을 시장중심으로 전환해가는 동시에, 기술과 금융의 조합에 있어서 자본투자자로서 기업자본가의 개입을 보다 적극적으로 확대해보고자 하는 것이다. 이를 위해 우선적으로 다음의 두 가지를 제안하고자 한다.

첫째, CVC를 기술금융의 중심으로 유도하기 위한 법규제의 개선이다. 현행 관련법에 명시된 대기업집단(상호출자제한기업집단) 소속회사로서 「중소기업창업지원법」에 의한 창투사는 국내 계열회사 주식의 취득 또는 소유 금지(「공정거래법」 제9조제3항[17]), 대기업 계열 벤처캐피탈이 벤처기업에 투자하여 계열사로 편입된 경우 다음 라운드의 투자 제한, 또한 일반지주회사는 금융회사를 소유할 수

17) 「독점규제 및 공정거래에 관한 법률」제9조(상호출자의금지등)③상호출자제한기업집단에 속하는 회사로서 「중소기업창업지원법」에 의한 중소기업창업투자회사는 국내 계열회사주식을 취득 또는 소유하여서는 아니된다.

없기에 지주회사의 벤처투자를 위한 창투사 소유 금지(「공정거래법」제8조의2제2항[18]) 등의 조항에 대한 재검토의 필요성을 다시 한 번 제기해보고자 한다. 즉, 현재의 기술금융 관련 법 조항들이 4차 산업혁명 등의 혁신환경 변화 속에서 자생력을 갖춘 국내 벤처생태계 성장을 위해 적절한가에 대한 근본적인 논의와 과감한 변화가 필요한 시점이다.

둘째, CVC를 기술금융의 중심으로 유도하기 위한 재원의 매칭이다. 공공의 자금이 투입되고 있는 모태펀드, 성장사다리펀드, 성장공유형자금지원 등의 금융재원 뿐 아니라 다양한 기술사업화 지원 사업의 주요 운용사 또는 파트너로서 CVC를 지정하는 것이다. 특히, CVC에 의한 전략 분야의 선정, 가치평가, 비즈니스의 진출입 등의 결정에 대한 책임과 권한을 명시함으로서 재무적 기술금융 뿐 아니라 전략적 기술금융 본연의 기능을 발휘할 수 있도록 해야 한다.

빠르게 변화하는 지능형 디지털 전환의 시대는 지식의 축적과 적용, 집단 지성의 필요성이 강조되고 있다. 결국 대기업, 중견기업, 중소기업, 유니콘기업 등이 혼자 성장하는 데에는 한계가 있다는 것이다. 금융업 종사자가 기술혁신을 이해해야하고, 디자인 전문가가 기술혁신을 이해해야 하고, 컨텐츠 제작자가 기술혁신을 이해해야 하며, 배달운송업 종사자가 기술혁신을 이해해야하며, 특히 과학기술 종사자가 금융, 디자인, 문화, 운송 등을 이해해야 하는 시대이다. 즉, 많은 경험과 재원을 확보하고 있는 주체라고 해도 빠르게 변화하는 디지털 환경에서는 예측 불가능한 시장을 늘 경험하고 경쟁해야 한다. 이런 시대에 공공에 의해 제도화된 시장개입은 더 이상 큰 효과를 기대하기 어렵다. 시장에서 활동하는 다양한 주체들이 직접 개입하고 도전할 수 있는 환경을 만들어줘야 한다. 이상에서 제기한 CVC의 활성화 노력은 이처럼 빠르게 변화하는 시장에서 보다 다양한 시장 중심의 주체들에게 기회를 제공해야 한다는 취지이며, 규제와 관행이라는 기존의 틀에 묶여 시기를 놓치는 실수(失手)는 산업경쟁력을 잃는 악수(惡手)가 되는 것이다.

18) 「독점규제 및 공정거래에 관한 법률」제8조2(지주회사등의 행위제한 등)②지주회사는 다음 각호의 어느 하나에 해당하는 행위를 하여서는 아니된다. 1. 자본총액의 2배를 초과하는 부채액을 보유하는 행위, 2. 자회사의 주식을 그 자회사 발행주식총수의 100분의40미만으로 소유하는 행위, 3. 계열회사가 아닌 국내회사의 주식을 당해 회사 발행주식총수의 100분의 5를 초과소유하는 행위 또는 자회사 외의 국내계열회사 주식을 소유하는 행위, 4. 금융업 또는 보험업을 영위하는 자회사의 주식을 소유하는 지주회사가 금융업 또는 보험업을 영위하는 회사외의 국내회사의 주식을 소유하는 행위, 5. 금융회사외의 지주회사인 경우 금융업 또는 보험업을 영위하는 국내회사의 주식을 소유하는 행위

참고문헌

〈국 문〉

1. 금융위원회(2015.6.8.), “기술금융 주요 쟁점 Q&A”
2. 김보경(2018), “오픈 이노베이션으로 활성화되는 일본 스타트업 생태계”, 「Trade Brief no.16」, 한국무역협회
3. 김주성 · 홍다혜(2014), “기업주도형 벤처캐피탈의 국내외 투자현황 및 운영사례 분석”, 「창조경제 시대의 기술 · 시장 전망특집」, Electronics and Telecommunications Trends
4. 매일경제(2017.11.30일자), “스타트업 직접 발굴…VC 품은 기업들”(http://vip.mk.co.kr/news/2017/795448.html) (검색일 2018.5.21.)
5. 송치승(2016), “코스닥 신규상장 전 · 후 전통적 벤처캐피탈 투자기업과 기업벤처캐피탈 투자기업 간 이익조정의 차이가 존재하는가?”, 「대한경영학회지」 29(9), pp.1519-1542
6. 이도형(2017.9.8일자), “사내 벤처캐피탈로 벤처투자 나서는 대기업”, Invest chosun(http://www.investchosun.com/2017/09/08/3217491)
7. 이성규(2016.9.28일자), “왜 벤처기업은 CVC가 필요한가”, 이코노빌(http://www.econovill.com/news/articleView.html?idxno=297835)
8. 이종훈(2018.10.20.일자), “대기업의 개방형 혁신 창구, CVC가 뭐길래”, CLO Insight, (http://clomag.co.kr/article/3116)
9. 임은천 · 김도현(2017), “벤처캐피탈 유형과 기업 성과 관계 연구: 독립형벤처캐피탈과 기업형벤처캐피탈 비교연구”, 「한국산업정보학회논문지」 22(6), pp.85-94
10. 한국성장금융(2017), “기술금융 투자를 위한 기술평가 예산지원 제도 안내”
11. 현대경제연구원(2018), “국내 기술금융 현황 및 시사점”, 「VIP리포트」 통권 721호

〈영 문〉

12. Anokhin, S., J. Wincent, and P. Oghazi(2016), "Strategic effects of corporate venture capital investments", *Journal of Business Venturing Insights* 5, pp.63-69
13. Barkley, D.L., et al.(2001), "Establishing nontraditional venture capital institutions: Lessons learned", RUPRI Rural Equity Capital Initiative report
14. Basu, S., C. Phelps, and S. Kotha(2011), "Towards understanding who makes corporate venture capital investments and why", *Journal of Business Venturing* 26, pp.153-171
15. Benson, D. and Z. Rosemarie(2010), "Corporate venture capital and the returns to acquiring portfolio companies", *Journal of Financial Economics* 98, pp.478-499
16. Branderr, J., Q. Du and T. Hellmann(2015), "The effect of Government-Sponsored Venture capital: International Evidence", *Review of Finance* 19, pp.571-618
17. CBInsight(2017), The 2017 Global CVC Report
18. Colombo, M.G., D.J., Cumming, and S.Vismara(2016), "Governmental venture capital for innovative young firms", *The Journal of Technology Transfer* 41(1), pp.10-24
19. Cumming, D., J. Grilli, and S. Murtinu(2017), "Governmental and independent venture capital investment in Europe: A firm-level performance analysis", *Journal of Corporate Finance* 42, pp.439-459
20. Dashnitshy, G. and M. Lenox(2005), "When do incumbents learn from entrepreneurial ventures? Corporate venture capital and investing firm innovation rates", *Research Policy* 34, pp.615-639
21. Galloway, T., D. Miller, A. Sahaym, and J. Arthurs(2017), "Exploring the innovation strategies of young firms: Corporate venture capital and venture capital impact on alliance innovation strategy", *Journal of Business Research* 71, pp.55-65
22. Harvard Business Review Korea(2016.11), "기업주도형 벤처캐피탈(CVC) 말바꾸기"(http://www.hbrkorea.com/magazine/article/view/4_1/article_no/863(검색일 2018.5.20.)
23. Kaplan, S.N. and Lerner J.(2010), "It Ain't Broke: The past, Present, and Future of Venture Capital", *Journal of Applied Corporate Finance* 22(2), pp.1-12
24. McCahery, J.A. and Vermeulen, E.P.M.(2013), "Conservatism and Innovation in Venture Capital Contracting", ECGI Law Working paper N.213, www.ecgi.org/wp

25. Maula, M., E. Autio and G. Murray(2006), "Corporate venture capitalists and independent venture capitalists: what do they know, who do they know, and should entrepreneurs care?" Chapter in *Venture Capital* 7(1):101-126
26. Mohamed, A. and A. Schwienbacher(2016), "Voluntary disclosure of corporate venture capital investments", *Journal of Banking & Finance* 68, pp.69-83
27. OECD(2006), "The SME Financing Gap"
28. OECD(2017), "Entrepreneurship at a Glance"
29. OECD(검색일: 2018.9.1.), "Main Science & Technology Indicators" online database
30. Sahaym, A., H. Steensma and J. Barden(2010), "The influence of R&D investment on the use of corporate venture capital: An industry-level analysis", *Journal of Business Venturing* 25, pp.376-388
31. Stuart, T., H. Hoang and R. Hybels(1999), "Interorganizational endorsements and the performance of entrepreneurial ventures", *Administrative Science Quarterly* 44, pp.315-349
32. Wadhwa, A., C. Phelps and S. Kotha (2016), "Corporate venture capital portfolios and firm innovation", *Journal of Business Venturing* 31, pp.95-112