

국내 모험자본시장과 SME 성장금융

남 재우

2019년 5월 10일



Contents

I 혁신성장과 모험자본시장

II 모험자본시장 현황 및 문제점

III 대출형사모펀드(PDF)

I. 혁신성장과 모험자본시장

2

모험자본시장의 역할

I. 모험자본시장

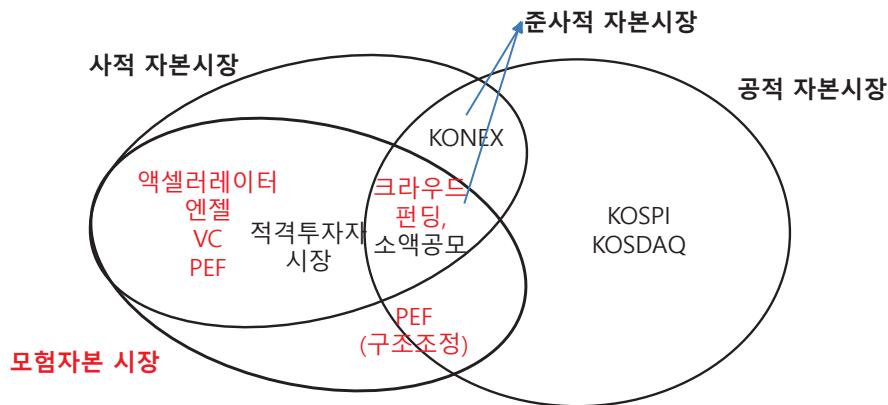
- ❖ **저성장 및 인구고령화로 국민경제와 자본시장의 활력 저하**
 - 성장기업이 정체되면서 기업의 신규상장과 주식시장 참여자 감소로 자본시장의 역동성 저하
 - 연기금과 보험자산의 지속적 증가로 기관투자자의 운용수익률 제고 필요성 대두
 - 1970년대 이후 개발경제 체제 하에서 경제성장을 위한 자본 공급을 목적으로 하는 거래소 중심의 공적 자본시장 패러다임 한계 봉착
 - 2009년 자본시장법 제정으로 포괄주의를 도입하는 등 자본시장의 역동성을 제고하려는 노력이 있었음에도 불구하고 거래소 중심의 자본시장 규제 철학 지속
- ❖ **성장기업의 발굴과 지원을 통한 부가가치 창출은 국민경제와 자본시장의 활력을 되찾을 수 있는 방안으로서 모험자본이 증추적 역할 수행**
 - 소극적 경영개입과 표준적 자산투자에 국한된 공적 자본이나 공모펀드 → 경영참여를 통하여 적극적 부가가치를 창출하는 사모펀드나 전문투자자로 자본시장 자금중개기구의 축 이동
 - 이러한 전문투자자들은 신생기업이나 혁신기술에 따르는 정보비대칭 문제를 효과적으로 완화

3

사적자본시장의 구성

❖ 사적 자본시장은 실질적으로 기업 성장단계별 시장구조에 따른 투자 자본, 즉 모험자본의 수요와 공급이 이루어지는 자본시장

- 협의의 벤처캐피탈이 아닌 광의의 모험자본은 투자 판단의 오류, 불확실성 등에 따른 투자실패의 결과 전적으로 귀속되는 기업투자를 위한 지분 자본
- 자본공급의 위험은 사업불확실성(uncertainty), 경영통제(control) 위험, 유동성(liquidity) 위험
- 실질적으로는 중개주체 및 형태에 따른 구분 (엔젤, 크라우드펀딩, VC, PEF 등)



자료 : 국내 모험자본시장의 현황 분석과 발전 방향(2017), KCM

모험자본시장의 구조

❖ 발행시장과 유통시장으로 구분

- 사적자본 발행시장의 가장 큰 특징은 전문투자자가 활동하는 사적 자본시장의 성격에 맞도록 대부분의 증권 발행이 사모발행(private placement)을 통해 이루어짐
 - 발행회사 : 정보공개의 최소화, 신속한 발행 가능성, 신속적 발행조건, 주주 관리의 편의 등
 - 투자자 : 희망 투자 조건의 협의 가능성, 집중 투자 및 경영참여를 통한 위험관리 등 (EC(2008))

❖ 발행시장은 직접투자 시장과 간접투자 시장으로 구분

- 직접투자 시장은 자본의 공급자가 직접 자기의 자본을 자본 수요자에게 공급하는 시장
 - 슈퍼엔젤을 포함한 엔젤투자자, 액셀러레이터, 크라우드펀딩 투자자 등
- 간접투자 시장은 자본의 최종적인 공급자가 전문투자자에게 자금을 위탁 운용하는 시장
 - 자본의 공급자는 연기금, 대학/재단, 금융기관, 고액자산가(HNW) 등의 출자자

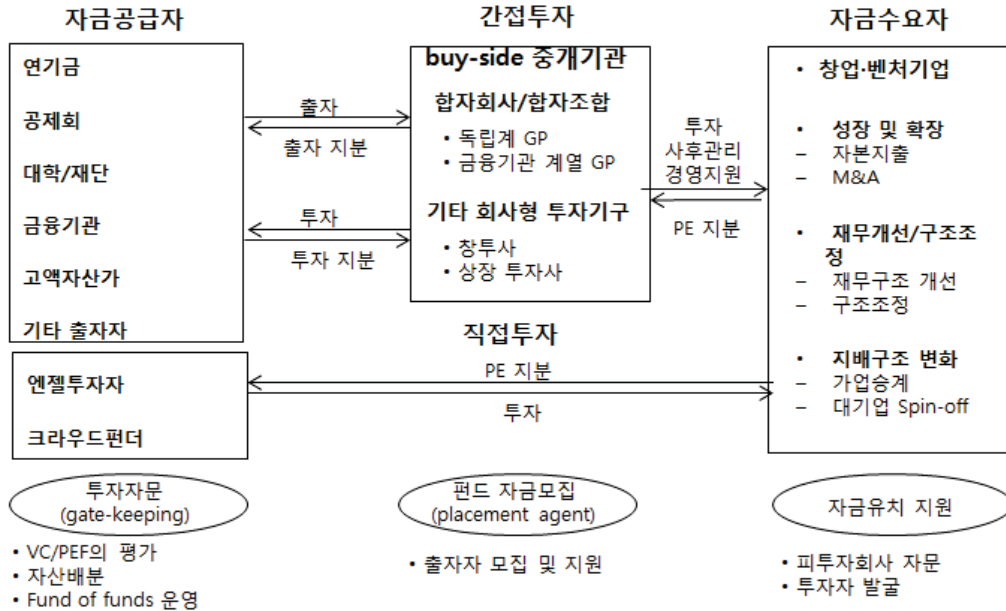
❖ 유통시장은 크게 피투자기업에 대한 지분이 거래되는 투자지분 유통시장(secondary-direct)과 투자조합의 출자지분이 거래되는 출자지분 유통시장(secondary)으로 구분

❖ 기타 중개기관

- 출자자에 대한 투자자문사(gatekeeper), 펀드 자금모집을 주선하는 모집주선인(placement agent), 피투자기업을 자문 중개기관, 유통시장 중개기관 등

모험자본 투자시장

모험자본시장의 구조 (투자시장)



자료 : 국내 모험자본시장의 현황 분석과 발전 방향(2017), KCMII

모험자본시장 발전의 중요성

❖ 모험자본시장 활성화는 건전한 혁신기업 생태계 조성의 필수조건(KCMII(2017))

- 국민경제의 성장과 발전
 - 혁신을 주도하고 경제성장 및 고용창출의 원동력
 - Lerner(2002), Kaplan & Lerner(2010), NVCA(2011), WEF(2015), Schnitzer & Watzinger(2015), Desi(2012), Gonzales-Uribe(2014), Dubin(2011), NCVA(2011), Appelbaum & Batt(2012) 등
- 기업 효율성 개선
 - 기업지배구조 개선, 경영지원과 가치제고 활동을 통해 기업경영의 효율성 제고, 기업 구조조정 수행
 - Hellmann & Puri(2002), Kaplan & Stromberg(2009), Acharya et al(2008), Lestlie & Oyer(2009), Kaplan et al(2011), Aldatmaz(2015), Davis et al(2011) 등
- 자본시장 선순환 구조 확립
 - 국민경제에 축적된 자산운용을 통한 자원의 효율적 배분 및 수익 창출 (Lim(2013))
- 자본시장 효율성 촉진
 - 전문투자자를 통한 정보생산과 정보비대칭성의 감소가 이루어지며 이를 바탕으로 장기 모험자본을 공급
 - Gompers et al(2005), Kaplan & Lerner(2010) 등
- 금융투자업 발전 촉진
 - 기업 및 운용사 관련 IB 서비스 역량 및 자산운용 역량 강화

II. 모험자본시장 현황 및 문제점

II. 현황 및 문제점

글로벌 모험자본시장

❖ 모험자본 유형별 글로벌 시장규모 현황 및 특징

- (유형) 최근 모험자본의 전체 시장규모 추정치는 4,343억달러
 - PE 3,101억\$(71.4%), VC 511억\$(11.8%), CF 345억\$(7.9%), 엔젤 254억\$(5.8%), 엑셀러레이터 124억\$(2.9%)규모
- (지역) 미국을 포함한 북미지역 2,797억달러로 전체 시장의 2/3를 차지
 - 유럽은 834억\$(19.2%)로 북미시장의 1/3 수준이며, PE, 엔젤, 증권형 CF의 비중이 상대적으로 높음
 - 아-태지역은 572억\$(13.2%)이며, VC와 CF의 비중이 상대적으로 높음

모험자본 유형별 시장규모 및 지역별 비중

(단위: 억달러)

지역	엑셀러레이터 (투자규모)	크라우드펀딩(CF) (자금모집)		엔젤투자 (자금모집)	VC (자금모집)	PE (자금모집)	합계
		전체	증권형				
북미	122.8(99.3%)	172.5(50.1%)	8.7(60.0%)	246(96.9%)	336.1(65.8%)	1,911.3(61.6%)	2,797.4(64.4%)
유럽	0.5(0.4%)	64.8(18.8%)	5.8(40.0%)	6.6(2.6%)	62.2(12.2%)	700(22.6%)	834.2(19.2%)
아-태	0.1(0.1%)	106.1(30.8%)	-	1.2(0.5%)	94.4(18.5%)	370(11.9%)	571.8(13.2%)
기타	0.3(0.2%)	1.1(0.3%)	-	-	18.1(3.5%)	120(3.9%)	139.6(3.2%)
합계	123.7(100.0%)	344.5(100.0%)	25.6(100.0%)	253.8(100.0%)	510.8(100.0%)	3,101.3(100.0%)	4,343.0(100.0%)

주 : 엑셀러레이터 투자규모는 2014년, 크라우드펀딩 규모는 2015년 전망치, 증권형 중 미국은 2015년 9월, 영국은 2015년, 영국을 제외한 유럽은 2014년 기준, 엔젤투자와 PE 및 VC 자금모집 규모는 2015년 기준치

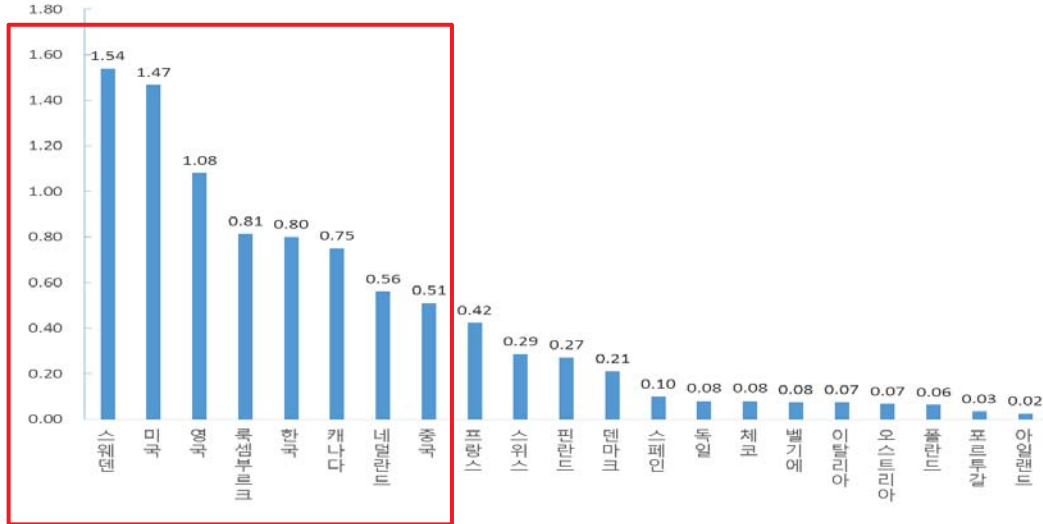
자료 : 국내 모험자본시장의 현황 분석과 발전 방향(2017), KCMI

모험자본시장의 규모

❖ 경제규모를 감안하더라도 모험자본시장이 발전한 국가는 소수에 불과

- GDP 대비 모험자본시장규모의 비중이 1% 이상인 국가는 3개국(스웨덴, 미국, 영국)에 불과
- 0.5% 이상인 국가도 8개국 수준이며, 우리나라는 0.8%로 룩셈부르크 및 캐나다와 유사한 수준

GDP 대비 모험자본 시장규모(2015년 기준, %)



자료 : 국내 모험자본시장의 현황 분석과 발전 방향(2017), KCM



모험자본시장의 전통적 투자자

❖ 모험자본시장에서 전통적 의미의 투자자는 엔젤투자자, VC, PE 등

- 엔젤투자자는 '창업기업 또는 창업초기 기업'을 대상으로 투자 자금을 '직접투자'
- VC는 출자금을 위탁 받아 고성장이 예상되는 창업기업, 창업초기기업, 확장단계기업에 투자하고, 관리 및 투자성과보수를 수취하는 전문투자자
- PE는 VC와 유사하나 투자 대상이 주로 성장단계 및 성숙단계의 기업

엔젤투자자, VC 및 PE 투자자

항목	엔젤투자자	VC 투자자	PE 투자자
배경	과거 창업자	재무, 과거 창업자, 경영컨설팅,	재무, 경영컨설팅, 업계 전문가
직접/간접	자신의 자금을 직접 투자	출자금을 통한 펀드 운용	출자금을 통한 펀드 운용
투자대상	창업 및 창업초기	창업, 창업초기~후기	창업 후기 및 성숙단계
투자수단	보통주	일반적으로 우선주	일반적으로 보통주
투자처 발굴	개인 네트워크 및 엔젤그룹	투자자 네트워크 및 적극적 발굴	투자자 네트워크 및 적극적 발굴, 경매
실사	직접 실사	직접 실사	직접 실사
지리적 근접성	지역기반 투자	전국적 투자 및 해외투자	전국적 및 해외투자
투자 후 역할	적극적, 실질적 지원	이사회 참여, 전략적 지원	이사회 참여, 전략적 지원
투자 수익	투자수익이 투자의 주요 동기는 아님	추가적 펀드결성을 위해 매우 중요	추가적 펀드결성을 위해 매우 중요

자료 : ODEC(2011) 재인용



새로운 유형의 모험자본 투자자

❖ 모험자본시장이 성숙해가면서 가장 역동성이 높은 영역인 창업기업(스타트업)을 중심으로 한 새로운 유형의 투자자 그룹 형성

- 인큐베이터는 비영리 및 지역기반으로 창업기업에 대한 장기(1~5년) 보육서비스 및 창업공간 제공
- 액셀러레이터는 영리를 목적으로 창업자 또는 창업기업 제품의 시장 출시 지원
 - 액셀러레이터 프로그램의 최종 목표는 지원대상 창업기업의 VC 등으로부터 투자 유치

인큐베이터와 액셀러레이터의 비교

	인큐베이터	액셀러레이터
고객	과학에 기초를 둔 모든 사업(바이오테크, 나노 의료장비, 클린에너지 등), 비기술 사업, 모든 연령과 성별, 해당 산업과 섹터에서의 경험이 있는 사람	웹 기반, 모바일앱, 소셜네트워킹, 게임, 클라우드기반, 소프트웨어 설계 등 즉각적인 대량 투자를 필요로 하지 않는 사업, 컨셉을 증명할 수 있는 사업
사업모델	90% 이상이 비영리 목적	주로 영리를 목적
스폰서	대학교, 경제단체, 지역단체, 정부	기업가와 투자자
선발과정	대부분 지역사회에서 경쟁적 선발	다양한 지역, 국가에서 경쟁적 선발
지원기간	1~5년 이상(평균 33개월)	단기(1~6개월) 간의 boot camps
투자	보통 직접적인 투자는 하지 않음	(미국) 팀당 18만~25만 달러(지분율 4~8%) 투자
시설	인큐베이션 기간 동안 합리적인 가격 또는 무료로 보육 공간 제공	부트캠프 기간 동안 회의 장소 제공하며, 일부는 공간을 장기적으로 제공하기도 함

자료 : Dinah Adkins(2011), 과학기술정책(2015.6)에서 재인용



글로벌 시장의 특징과 시사점

❖ 모험자본시장의 구조와 발전양상의 다양성

- 글로벌 모험자본시장은 소수의 국가를 중심으로 발전 (미국 및 영국)
- 중국, 캐나다, 한국, 프랑스 등은 전통적인 VCPE를 중심으로 모험자본시장 발전

❖ 전통적인 VCPE 이외의 모험자본시장의 성장

- 미국의 경우 액셀러레이터, 크라우드펀딩, 엔젤투자 등 다양한 시장 발전
- 모험자본 시장이 성숙하지 않은 다수의 유럽 및 아시아에서는 엔젤 및 VC 중심
 - GDP 대비 모험자본시장의 규모가 작을수록 엔젤 및 VC 시장의 비중이 높은 경향 (독일, 핀란드, 벨기에 등)

❖ 우리나라는 모험자본시장이 발전한 국가이나, 시장구조의 다변화는 미흡

- 전통적인 VCPE 중심의 국가로 규모 면에서는 캐나다 및 프랑스와 유사한 수준
- VC 이외에 창업 및 초기기업에 중점을 두는 모험자본은 다른 선진국에 비해 미흡한 상황
 - 액셀러레이터, 크라우드펀딩, 엔젤투자 등의 시장이 발전될 수 있는 환경 조성 필요
- 시장의 다변화 측면에서는 미국과 영국 이외에도 독일의 사례를 참고할 필요
 - 독일은 모험자본시장의 규모 자체는 크지 않지만, 산업(제조업)에 기반한 모험자본시장 구축

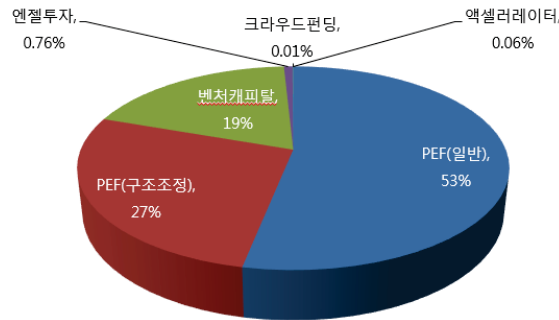


국내 모험자본시장 - 구성

❖ 운용자산(AUM) 기준 국내 모험자본시장의 전체 규모는 65조원 (2014년)

- PEF는 총 52조원의 약정액으로, 국내 모험자본시장의 80%
- VC는 벤처캐피탈조합 재원으로 산정하여 12조원 규모이며, 전체 모험자본시장의 19%
- 엔젤투자는 엔젤투자액 추정치와 엔젤투자매칭펀드 설정액 합산으로 0.8%
- 기타 액셀러레이터와 크라우드펀딩은 0.1% 미만

국내 모험자본시장의 구성



자료 : 국내 모험자본시장의 현황 분석과 발전 방향(2017), KCM

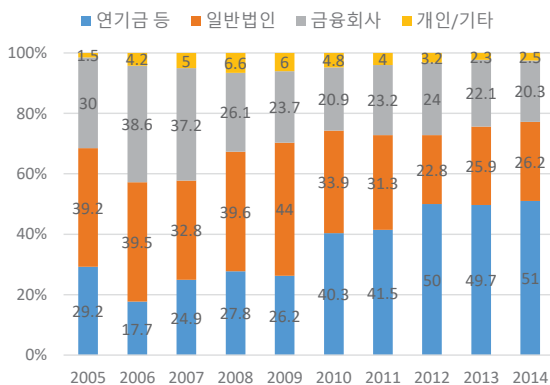
국내 모험자본시장 - 출자자

❖ PEF의 주요 출자자는 대형 연기금(국민연금 등) 및 정책자금 운용기관(정책금융공사 등)

- 연기금 비중은 제도 초기인 2005년 29% 수준에서 51%까지 빠르게 증가

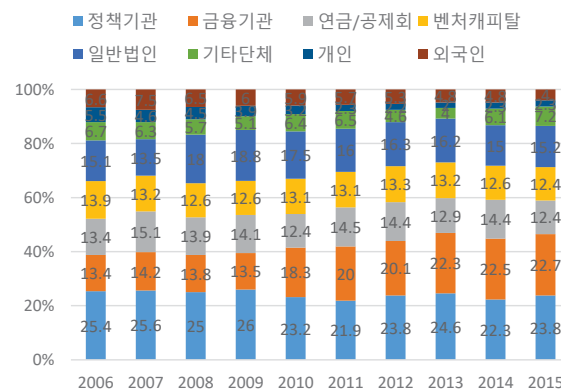
❖ VC 조합은 정책기관이 23.8%로 가장 높지만, 투자자별 쏠림현상은 완화되는 양상

PEF 주요 출자자 추이



자료 : 국내 모험자본시장의 현황 분석과 발전 방향(2017), KCM

VC조합 주요 출자자 추이



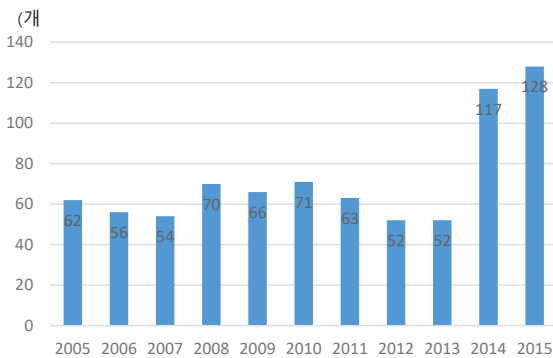
[Provider:article] Download by IP 211.245.36.97 at Monday, May 20, 2019 3:59 PM

비상장주식 유통시장 – KOTC

❖ K-OTC는 유가증권시장 및 코스닥시장에 상장되지 않은 비상장기업 주권의 매매를 위하여 한국금융투자협회가 개설 및 운영하는 장외 주식시장

- 등록 및 지정기업수는 2010년 이후 다소 감소 추세였으나 2014년 이후 크게 증가
 - 등록기업부 : 기업의 신청에 따라 금융투자협회가 매매거래 대상으로 등록한 비상장주식 발행 기업
 - 지정기업부 : 기업의 신청 없이 금융투자협회가 직접 매매거래 대상으로 지정(비신청지정제도)한 기업
- 현재 일평균 거래대금은 28억원 규모로, 전체 장외시장의 20% 수준으로 추산

K-OTC 등록 및 지정기업 추이



자료 : K-OTC

K-OTC 시장 현황

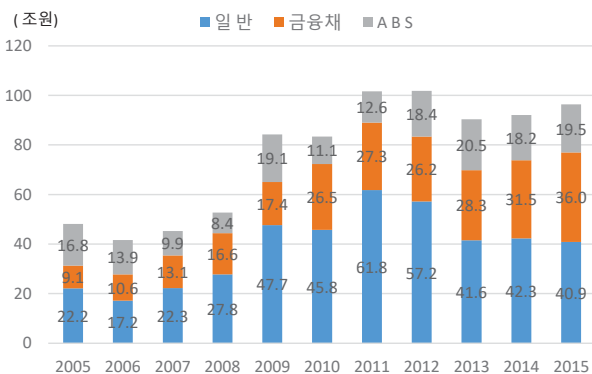
구분	항목	2014년 말	2015년 말
등록기업부	회사수	48	42
	종목수	56	47
	등록주식수	198,409	188,764
	자본금	129,235	127,260
	시가총액	485,213	532,873
지정기업부	회사수	69	86
	종목수	69	86
	지정주식수	2,217,638	2,851,339
	자본금	4,066,854	4,083,302
	시가총액	12,226,779	10,581,994

중소기업의 자금조달 – 회사채

❖ 회사채 발행을 통한 기업의 자금조달 규모는 2011년 최고치에 달한 이후 감소 추세이며, 기업 규모별로는 중소기업의 발행 비중이 1%미만으로 매우 저조

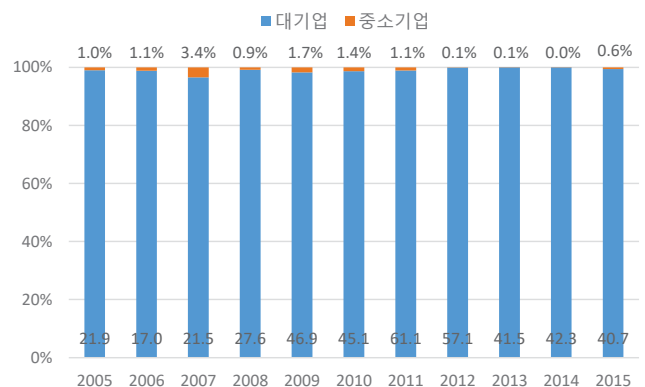
- 신용등급 AA이상 회사채 발행 비중이 77.9%로 안전자산 선호가 심화되는 양상
- 중소기업의 일반회사채 발행규모는 2009년 이후 지속적으로 감소

회사채 유형별 발행 규모



자료 : 금융감독원

기업규모별 회사채 발행 추이



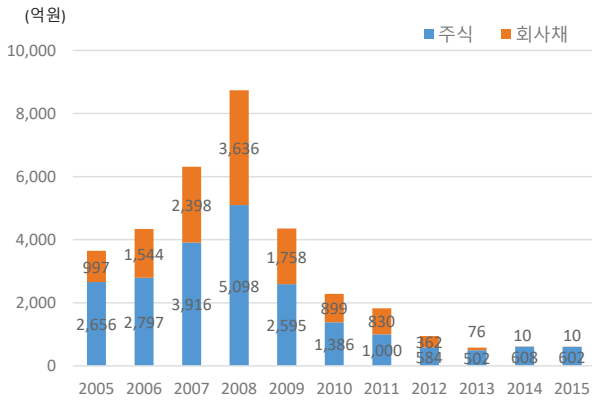
주 : 대기업의 계열같은 발행규모(조원)임

중소기업의 자금조달 - 소액공모

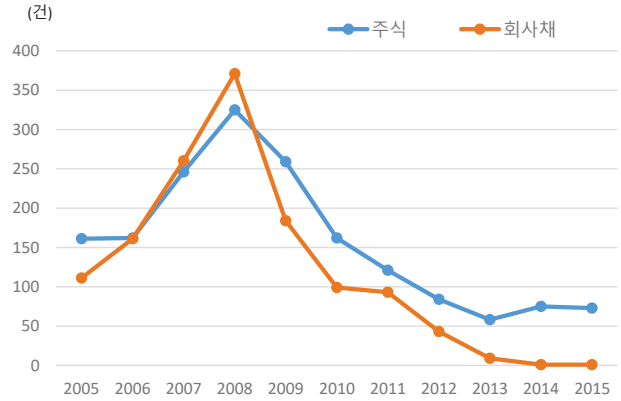
❖ 10억 미만 소액공모를 통한 기업의 사적자금 조달 규모는 금융위기 이후 급격히 감소

- 특히, 채권발행의 소액공모는 거의 미미한 수준으로 2013년 이후 회사채 발행건수는 10건 미만
- 2016년 상반기 집계 결과, 발행총액이 있는 37건의 소액공모 중 코스닥 상장기업이 20건, 유가증권 상장기업이 6건, 기타법인 11건으로 나타남

소액공모 발행 규모



소액공모 발행 건수



자료 : 금융감독원



III. 대출형사모펀드(PDF)



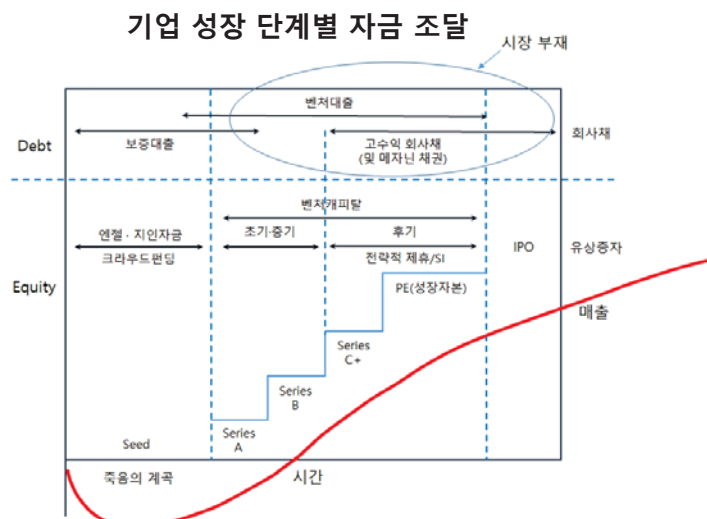
[Provider:article] Download by IP 211.245.36.97 at Monday, May 20, 2019 3:59 PM

혁신성장의 패러다임 전환

- ❖ **혁신성장 생태계 구축에서 최근 각국 정부는 스타트업(strat-up)에서 스케일업(scale-up)으로 정책적 관심이 이전되는 추세(KCMI(2019))**
 - 유니콘 기업: 기업 가치 1조원 이상의 고성장 스타트업
 - 2018년 기준 미국의 유니콘 기업은 150개에 이르며 중국은 85개 수준인 반면, 우리나라는 6개
 - 성장 및 고용창출에 있어 유니콘 기업이 차지하는 비중이 매우 높음
 - 미국의 5% 고성장 스타트업이 전체 신규 일자리의 67% 창출 (Kaufman 재단, 2010)
 - 영국의 6% 고성장 스타트업이 전체 신규 일자리의 54% 창출 (Nesta, 2009)
- ❖ **우리나라의 혁신성장 정책은 정책금융의 마중물 역할을 통한 스타트업 벤처기업에 대한 자금공급 측면의 양적 확장정책으로 평가**
 - 중소기업모태펀드(2005) : 정책모태펀드 한국벤처투자(KVIC)
 - 성장사다리펀드(2013) : 창업-성장-회수의 기업 성장단계 특성에 적합한 자금공급
 - 성장지원펀드(2017) : 정책금융을 통한 융자 및 보증대출 자금을 대규모로 집행

기업성장 단계별 자금 조달

- ❖ **스타트업 기업의 성장 단계에서 막대한 자금이 소요되는 시기에 경영권 희석을 방지하면서 자금을 조달하기 위한 목적으로 일정 규모의 부채성 자금 조달이 요구됨**
 - 담보가 부족하며 정상적인 매출이 발생하지 않는 상황에서 일반적인 은행 대출은 불가
 - 정책자금에 대한 과도한 의존 역시 혁신성장 생태계 구축에 적합하지 않은 측면



자료 : 자본시장연구원 (2019)

대출형사모펀드(PDF)

❖ 대출형사모펀드(Private Debt Fund; PDF)

- 신생기업이나 비상장 중소기업들 같은 신용등급이 비교적 낮은 기업들은 은행으로부터 자금을 대출 받거나 회사채 발행에 어려움이 있어 자금 조달에 어려움이 있었으나 PDF가 이러한 기업들에 직접 대출하거나 회사채 인수함으로써 자금을 공급해 줌
 - 위험: PEF>메자닌>PDF, 수익률: PEF>메자닌>PDF
- 투자자: 낮은 위험으로 투자기간이 3년~5년으로 짧음(PEF는 약 5년~10년)
- 기업: 신생기업이나 신용등급이 낮은 기업들이 경영권 희석의 우려로부터 자유로우면서 중단기적으로 자금을 공급받을 수 있으며, 복수의 금융기관을 통해 자금 차입을 요청하기보단 단일 PDF를 통해 대규모의 자금을 조달할 수 있는 장점

대출형사모펀드(PDF)의 포지셔닝

	사모펀드: PEF	메자닌펀드	대출형사모펀드: PDF
투자대상	주식이나 지분증권	CB, BW, EB 등 주식전환증권	대출 또는 회사채
위험과 수익률	High	Middle	Low
장점	고수익창출, 투자기간 김	고정수익+알파	고정이자수익, 투자기간 짧음
특징	M&A, 인프라 등 다양하게 투자	중견기업이나 성장산업	M&A 또는 성장자본

주: 현대증권

PDF – 제도 도입

- ❖ 금융당국은 「회사채 시장 인프라 개선 및 기업 자금조달 지원 방안」을 통해 적격투자자로부터 자금을 모아 대출과 채권형태로 운용하여 수익을 내는 대출형사모펀드(Private Debt Fund; PDF) 제도 도입(2016년 7월)
 - 2015년 사모펀드 규제 완화에도 불구하고 사모펀드의 기업 직접 대출은 어려운 상황
- ❖ 대출형사모펀드 도입을 위한 관련법 및 가이드라인 재·개정
 - 2016년 7월 「전문투자형 사모펀드의 금전대여 업무 가이드라인」 마련·시행
 - 전문투자형 사모펀드의 대출이 기업을 중심으로 이루어지도록 개인에 대해서는 직·간접 대출 금지
 - 대출형사모펀드 운용사의 금전대여 타당성 평가체계 구축
 - 대출 심사·승인·실행 등 업무 위탁 시에는 인가·등록업체에만 위탁
 - 2018년 7월 「전문투자형 사모펀드의 금전대여 업무 가이드라인」 변경 시행
- ❖ 2018년 9월 사모펀드 제도 개편으로 사모펀드 일원화 및 관련 규제 완화
 - 전문투자형과 경영참여형 사모펀드를 구분하는 10% 지분보유 규제(경영참여 여부) 전면 폐지
 - 경영참여형 사모펀드를 기관전용 사모펀드로 전환
 - 투자자 기반 확대를 위하여 사모펀드 투자자수를 49인 이하에서 100인 이하로 확대

PDF – 구성 및 현황

❖ 대출형사모펀드의 운용 방식

- 대출형사모펀드는 선순위채권, 후순위채권, 혼합채권, 메자닌 등 다양한 기초자산 편입으로 대출기간 및 수익구조 측면에서 유연한 상품 설계 가능
- 대출형사모펀드의 운용 유형 및 비중
 - 직접대출(direct lending) - 41.5%
 - 메자닌(mezzanine) - 28.5%
 - 부실채권투자(distressed debt) - 18.8%
 - 특별상황(special situation) - 10.5%
 - 벤처대출(venture debt) - 0.2% 및 재간접펀드(fund of fund)
- 2018년 3월말 기준 56개 운용사에서 289개 펀드로 약 12.3조원을 운용 중

가이드라인 도입 이후 PDF 현황

(단위: 개사, 개, 조원)

	PDF로 운용하는 자산운용사 수	PDF 수	PDF 규모
2017년 3월말	34	116	4.4
2018년 3월말	56	289	12.3

주: 금융위원회 보도자료(2018.07.26)



End of Document

