

벤처생태계의 스케일업(scale-up)과 패러다임 변화

KDB미래전략연구소 미래전략개발부
강준영 연구위원(kangjy@kdb.co.kr)
김혜진 선임연구원(ghkim@kdb.co.kr)

- I. 머리말
- II. 벤처생태계의 분류 및 개념
- III. 해외벤처 비즈니스 · 투자 트렌드
- IV. 패러다임 변화와 국내 벤처투자의 현실
- V. 맺음말

4차 산업혁명이 본격화되면서 해외 시장에서는 유니콘, 데카콘 등 거대 기술기업들이 등장하고 있으며 이들은 기존에 없던 새로운 시장을 창출하고 있다. 그리고 이들 혁신기업의 성장에 대해서는 놀랄 만큼 빠른 속도로 성장 자금을 대규모로 공급하는 초대형 벤처투자자본이 뒷받침하고 있다. 이러한 기술기업 및 벤처투자자본 대형화의 이면에서는 “AI를 지배하는 자가 세상을 지배할 것”이라는 AI 중심 경제·산업 재편에 대한 공감대가 동인(動因)으로 작용하고 있다.

구체적으로 보면, 우리나라의 ‘벤처기업’은 여전히 중소기업 일부로 설명되는 반면 해외의 ‘스타트업’은 규모와 관계없이 ‘새로운 제품이나 서비스를 만들고 빠르게 성장하는 기업’으로 정의된다. 이들 스타트업은 전통산업을 AI를 활용하여 재해석함으로써 새로운 시장을 개척하고 있다. 또한, 경쟁사보다 먼저 사업 규모를 키우기 위해 자원을 비효율적으로 쓰는 위험도 감수하는 ‘블리츠스케일링(Blitzscaling)’이 새로운 비즈니스 방법론으로 대두되고 있기도 하다. 다른 한편에서는, 제때 투자하기 위해 핵심절차로 여겨지던 재무분석 기반의 가치 평가마저 생략하고 ‘투자의 속도’를 확보하는 경향이 나타나고 있다. 그렇지만, 우리나라는 이러한 양상과는 동떨어진 모습으로 큰 변화가 필요한 상황이다.

첫째, 국내 벤처투자시장의 양적 팽창에도 불구하고 ‘소규모 투자’와 ‘작은 펀드 규모’는 여전하다. 메가 테크펀드가 잇달아 설립되고 있는 미국과 비교해 볼 때 건당 벤처투자 평균규모는 2013년 1/3 수준에서 2018년 1/6로, 동기간 벤처펀드의 평균규모는 1/3 수준에서 1/7로 시간이 갈수록 격차는 확대되고 있다. 천문학적 자금이 필요한 AI 비즈니스의 본격화에 대비하여 기업 성장에 충분한 규모의 자금공급을 할 수 있는 체계, 즉 투자의 대형화가 필요하다.

* 본고의 내용은 집필자의 견해로 당행의 공식입장이 아님

둘째, 투자 대형화를 위한 재원이 부족하다면 간막이 규제를 완화하는 것도 대안이 될 수 있다. 우리나라에서 펀드는 종류별로 근거법이 다르고 소관 부처도 달라 복잡다기하다. 장기적으로 펀드 투자·운용방식을 법률로써 세밀하게 규제하는 것을 지양하고 미국과 같이 꼭 필요한 사항만 담은 네거티브 규제 체계로 전환하는 것을 고려할 필요가 있다. 다만, 투자 운용의 자율성을 확보하면서도 투자자 보호를 위한 규율체계는 균형 있게 조정되어야 할 것이기에 장기적인 관점에서 신중하게 접근해야 할 것이다.

셋째, ‘투자분야 전문화’ 등 투자업계의 질적 도약이 필요하다. 국내 벤처투자 업계는 소규모 투자에 익숙하며, PEF 업계는 제조업, 도소매업 등 전통산업의 경영개선 분야에 주력한다. 또한, 공통적으로 투자심사에 회계이익, 재무분석 기반의 벨류에이션에 지나치게 의존하기 때문에 상대적으로 투자속도도 느리다. 반면, ‘투자분야 전문화’가 이루어진 해외 테크펀드는 전문성을 바탕으로 속도감 있게 규모 있는 투자를 하고 있으며, ‘소프트뱅크 비전펀드의 군(郡)’과 같이 투자기업 간 ‘지식·인적자원 공유’로 시너지를 창출하고 있다.

넷째, AI 분야에 대한 국가적인 육성이 시급하다. 마야흐로 AI를 중심으로 하는 거대한 신시장이 열리고 있다. AI를 그저 아이디어가 넘치는 벤처기업, 즉 중소기업이 담당하는 ICT·SW산업의 일부라는 선입견에서 벗어나 ‘세상을 변화시킬 기술, 혁신의 동인’으로 인식하고 범국가 차원에서 대응할 필요가 있다.

마지막으로, 벤처기업을 둘러싼 오래된 인식의 틀을 바꿀 필요가 있다. 우리나라의 벤처기업은 중소기업이라는 틀 안에 머물러 있다. 벤처기업이 ‘중소기업 규모 기준, 매출액 상한’을 넘어 유니콘으로 성장하고 이 유니콘이 다시 데카콘으로 지속 성장할 수 있도록 하는 정책지원 체계의 마련이 필요하다.

지금 해외에서는 벤처기업, 벤처투자자본을 단순히 키우는 것에 그치지 않고 ‘시대를 아우르는 생각들의 변화’, 즉 패러다임의 변화를 함께 맞이하고 있다. 당면한 우리나라의 경제성장과 일자리 창출을 위해, 글로벌 경쟁력 확보 관점에서 ‘속도’, ‘규모’, ‘AI’에 대한 집중적인 관심과 대응이 필요한 시점이다.

I. 머리말

4차 산업혁명이 본격화되면서 미국을 비롯한 해외에서는 유니콘, 데카콘 등 거대 기술기업들이 속속 등장하고 있으며 이들은 기존에 없던 새로운 시장을 창출하고 있다. 그리고 이들 혁신기업의 성장에 대해서는 놀랄 만큼 빠른 속도로 성장 자금을 대규모로 공급하는 초대형 벤처투자자본이 뒷받침하고 있다. 이러한 기술기업 및 벤처투자자본 대형화의 이면에서는 “AI를 지배하는 자가 세상을 지배할 것”이라는 AI 중심 경제·산업 재편에 대한 공감대가 동인(動因)으로 작용하고 있다. 근래 들어서는 ‘속도’, ‘규모’, ‘AI’ 중심의 벤처생태계 변화가 경제사회 패러다임에 미치는 영향에 대해서도 논의되기 시작한 양상이다. 즉, 해외 시장은 숨 가쁘게 변화에 변화를 거듭하고 있다고 하겠다.

반면, 우리나라 벤처기업들은 여전히 중소기업 규모에만 머물러 있는 상황이다. 한편에서는 성장을 꺼리는 피터팬 증후군마저 회자되고 있다. 국내 벤처투자시장도 양적으로는 팽창하고 있지만, 선택과 집중보다는 백화점식의 소규모 투자가 지배적이다. 또한, 미국은 차치하고 중국에도 뒤처지고 있는 AI 분야 투자와 연구개발은 이제 태동 단계에 불과하다. 경제성장이 제약되고 있는 우리나라의 새로운 성장(scale-up)을 위해, 발상의 전환이 필요한 시점이라 할 것이다.

본고의 구성은 다음과 같다. II장에서는 벤처기업과 벤처투자자본에 대한 용어 및 개념을 살펴보고 III장에서는 ‘속도’와 ‘규모’, 그리고 ‘AI’를 중심으로 재편되고 있는 벤처비즈니스와 벤처투자의 트렌드 변화를 분석한다. IV장에서는 소프트뱅크 비전펀드 사례를 중심으로 벤처투자의 패러다임 변화와 국내 벤처투자의 현실을 다루며, 마지막 V장에서는 우리나라 벤처생태계의 성장을 위해 고려해야 할 점을 기술한다.

II. 벤처생태계의 분류 및 개념

일반적으로 ‘생태계(Ecosystem)’는 ‘폐쇄적 범위에서 완결성을 가지는 순환계’를 의미한다. 이러한 맥락에서 ‘벤처생태계’는 ‘벤처기업 설립 - 벤처투자 - 회수금 재투자(세컨더리 시장)’의 순환계로 설명되지만, 본고에서는 양대 축인 벤처기업과 벤처투자자본을 중심으로 살펴보기로 한다.

1. 벤처기업의 분류 및 개념

우리나라에서 ‘벤처기업’의 개념은 비교적 명확하다. 벤처기업 육성에 관한 특별조치법(이하 “벤처기업법”) 제2조의 2에 그 정의를 ‘중소기업으로서 벤처투자를 받았거나, 연구개발비 비중이 높거나, 기술평가 보증·대출을 받은 기업’ 등으로 열거하고 있기 때문이다. 결국, 우리나라에서 벤처기업은 ‘일정한 요건¹⁾을 충족하는 중소기업, 즉 중소기업의 부분집합’으로 간추려진다. 또한, 벤처기업은 고위험 사업을 하는 신생기업이라는 대중의 인식 때문에 창업기업의 개념과도 연결되기도 한다. 우리나라에서 창업기업은 중소기업창업지원법(이하 “창업지원법”)에 ‘업력(業歷) 7년 이내인 중소기업’으로 정의되어 있으며, 이 중 ‘업력 3년 이내인 중소기업’을 초기창업기업으로 따로 구분한다.

반면, 해외에서 ‘벤처기업(Venture company)’이라는 용어는 그 생명력을 상실²⁾하여 더이상 쓰이지 않고 있다. 이러한 사실이 알려지게 된 계기는 역설적으로 벤처기업 정책을 총괄하는 중소벤처기업부의 출범과정이었다. 2017년 7월 출범한 중소벤처기업부는 그 영문명칭을 ‘Ministry of SMEs and Startups’로 정하면서, 그 이유를 “영문명칭은 외국인을 상대로 하는 것이므로 벤처기업을 지칭하는 정확한 영어 표현인 Startups로 표기한다”라고 밝혔다.³⁾

이렇듯 벤처기업을 대체하게 된 용어, ‘스타트업(Startups)’의 유래는 명확하지 않다. 다만, 실리콘밸리에서 창업이 활성화되던 1950년대 후반, 창업기업이라는 의미로 쓰기 시작한 것으로 알려져 있다.⁴⁾ 이후 미국의 Eric Ries(2011), ‘The Lean Startup’에서 개념화하여 소개되면서 창업기업을 넘어선 의미로 대중화되었다.

Eric Ries에 따르면 스타트업은 ‘극심한 불확실성 속에서 새로운 제품이나 서비스를 만드는 조직’을 말한다. 이 정의에서는 회사 유형, 회사 규모, 사업 분야 등에 대해서 말하지 않는다는 특징이 있다. 즉, 대기업, 정부인 경우에도 이러한 정의를 따른다면 스타트업이라는 것이다. 실제로 그는 한 대기업의 신규 서비스 론칭팀을 스타트업으로 규정하기도 했다. 한편, Y-Combinator의 창업자인 Paul Graham에 따르면 스타트업은 “매우 빠르게 성장하도록 디자인된 기업으로 지리적 제한 없이 성장에

1) ‘High risk, High return 사업’이라는 전통적 의미를 염두에 두고 객관적 요건을 설정하였다.
 2) venture company를 영한사전에서 찾아보면 ‘벤처기업’으로 나타나지만, 영영사전에는 나타나지 않는다. 또한, 해외 일상대화에서 venture company는 ‘venture capital company’의 오기(誤記)로 인식된다.
 3) 중소벤처기업부(2017), “보도참고자료(중소벤처기업부 직제 시행규칙, 중소벤처기업부령 제1호)”
 4) Gregory Gromov(2010), “From the Gold Mines of El Dorado to the Golden Startups of Silicon Valley”

집중한다”고 했다.

자본시장에서는 종종 비즈니스·시장 특성을 매, 비둘기, 곰, 황소와 같이 동물로 묘사하곤 한다. ‘유니콘(Unicorn)’은 2013년 벤처투자자 Aileen Lee가 처음 사용한 용어로 ‘기업가치 10억달러 이상인 스타트업’을 의미한다.⁵⁾ 이런 회사를 만들거나 투자하는 것은 상상 속 동물을 찾는 것만큼 어려운 일이라는 의미로 쓰였다. 또한, ‘데카콘(Decacorn)’은 2015년 블룸버그의 Sarah Frier가 처음 사용한 용어로 ‘기업가치 100억달러 이상인 스타트업’을 의미한다. 유니콘이 뿔이 하나인 상상의 동물이라면, 데카콘은 뿔을 10개 가진 동물로 유니콘보다 드문 기업이라는 점을 강조한다.

한편, 빠른 성장을 대변하는 용어로는 ‘스케일업 기업(Scaleups)’⁶⁾이 있다. 이는 ‘고용이 10명 이상이면서 매출 또는 고용이 3년 연속 평균 20% 이상 성장하는 기업’을 의미한다. 이런 특성은 OECD가 고성장 기업(High-Growth Enterprises)⁷⁾으로 2007년에 처음 소개하였으며, 2014년 영국의 Sherry Coutu가 같은 개념을 ‘Scaleups’로 이름 붙이면서⁸⁾ 대중화되었다. 스케일업 기업은 오롯이 ‘높은 성장성’에만 집중하는 개념이며 이 중 업력 5년 이내인 기업을 높이 뛰는 영양의 일종인 ‘가젤 기업(Gazelles)’로 구분한다.

〈표 1〉 벤처기업 관련 용어의 분류 및 개념

분류기준 및 명칭		내용
국내	벤처기업	· 개념 : 중소기업으로서 벤처투자를 받았거나, 연구개발비 비중이 높거나, 기술평가 보증·대출을 받은 기업 · 출처 : 벤처기업육성에 관한 특별조치법
	업력 창업자 (창업기업)	· 개념 : 중소기업을 창업하여 사업개시한 날부터 7년이 지나지 않은 자 · 출처 : 중소기업창업지원법
	초기창업자 ¹⁾ (초기창업기업)	· 개념 : 중소기업을 창업하여 사업개시한 날부터 3년이 지나지 않은 자 · 출처 : 중소기업창업지원법

5) Aileen Lee(2013), “Welcome to the unicorn club : Learning from billion-dollar startups”

6) 본고에서는 ‘스케일업 기업(Scaleups)’의 경우 ‘고성장하는 기업’이라는 명사형으로, ‘스케일업(scale-up)’은 ‘성장시키다 또는 키우다’라는 동사형으로 각각 구분하여 쓰기로 한다.

7) OECD(2007), “High-growth enterprises and gazelles-preliminary and summary sensitivity analysis”

8) Sherry Coutu(2014), “The Scale-up Report on UK Economic growth”

분류기준 및 명칭		내용	
해 외	스타트업 (Startups)	· 개념 : 극심한 불확실성 속에서 새로운 제품이나 서비스를 만드는 조직 · 출처 : Eric Ries(2011)	
	기업 가치	유니콘 (Unicorn)	· 개념 : 기업가치가 10억달러(약 1.2조원) 이상인 스타트업 · 출처 : Aileen Lee(2013), TechCrunch
		데카콘 (Decacorn)	· 개념 : 기업가치가 100억달러(약 12조원) 이상인 스타트업 · 출처 : Sarah Frier(2015), Bloomberg
	성장 속도 · 업력	스케일업 기업 (Scaleups)	· 개념 : 고용이 10명 이상이면서 매출 또는 고용이 3년 연속 평균 20% 이상 성장하는 기업 · 출처 : Sherry Coutu(2014) 및 OECD(2007)
		가젤 기업 ^{주2)} (Gazelles)	· 개념 : 고성장기업(또는 스케일업 기업) 중 업력 5년 이내인 기업 · 출처 : OECD(2007)



주1) 우리나라에서는 초기창업기업의 의미를 ‘스타트업’이라는 용어로 사용되기도 하지만, 미국에서 초기 창업기업의 의미는 ‘Early stage startups’라는 표현으로 사용
 주2) 1981년 미국의 경제학자 David Birch가 처음 사용했으나 업력 제한이 없는 개념으로 사용

앞서 스타트업은 ‘매우 빠르게 성장하도록 디자인된 기업’이라고도 했다. 이러한 사전적·정성적 개념을 사후적·정량적으로 구분한 것이 ‘스케일업 기업’이라 할 수 있겠다. 이렇듯 개념으로만 소개되고 있는 스케일업 기업이 어떤 모습의 기업인지 알아볼 필요가 있다.

많은 이들은 스케일업 기업에 대해 기저효과를 떠올리며 ‘낮은 업력과 작은 규모’일 것이라고 예상하는 듯하다. 그러나, 분야별 여러 연구⁹⁾에서 파악된 스케일업 기업은 전통적인 예상과는 달리 후기 중소기업 또는 중견·대기업의 모습이다. 평균 매출액의 경우 국내 상장기업 기준으로 2,646억원, 글로벌 ICT기업에서는 8.1억달러로 중소기업 규모 기준을 크게 상회한다. 평균 업력은 중소기업을 분석대상으로 한정하더라도 8.2년으로, 창업기업으로 보기는 어렵다.

9) 고용 자료수집의 제약으로 스케일업 기업에 대한 종합적인 실증연구는 드물다. 섹터별 연구결과를 살펴보면, 모집단 차이로 인해 그 특성에 차이를 보이거나 대략적인 모습은 파악할 수 있다.

〈표 2〉 주요기관의 스케일업 기업(Scaleups) 분석 내용

구분	분석대상	주요 특성
과학기술 정책연구원 ^{주)} (2016)	직원 50명 이상인 국내 상장기업	· 고용증가율 : 12.0% · 평균 매출액 : 2,646억원
정보통신 기술진흥센터 (2017)	직원 10명 이상인 전세계(S&P DB) ICT산업 영위 기업	· 고용증가율 : 35.8% · 평균 매출액 : 8.1억달러
중소벤처 기업부 (2017)	직원 10명 이상인 중소기업 정부지원사업 수혜 국내 중소기업	· 고용증가율 : 48.0% · 평균 매출액 : 144억원 · 평균 업력 : 8.2년

주 : 경기침체 상황을 감안하여 ‘매출증가율 15% 또는 고용성장률 10%이상’으로 완화기준 적용
 자료 : 과학기술정책연구원(2016), “2016년 고성장 기업의 특성과 성장궤적”, 정보통신기술진흥센터
 (2017), “ICT 스케일업 기업의 고용창출 효과에 관한 탐색적 분석”, 중소기업기업부(2017), “고
 성장 기업, 일반기업에 비해 일자리 창출 역량 월등”

한편, ‘매출 또는 고용의 급성장’이라는 특성 정의에서 짐작할 수 있듯이 스케일업 기업은 일자리를 많이 창출하는 기업이다. 소수의 스케일업 기업이 창출하는 일자리는 범국가적인 수준으로 알려져 있다. Kauffman Foundation(2010)에 따르면, 5%의 고성장기업이 미국의 신규 일자리의 2/3를 창출했다. 또한, NESTA(2009)에 따르면, 6%의 고성장기업이 영국 신규 일자리의 54%를 만들었다. 우리나라 중소기업청(2014)은 9.8%의 고성장기업에 의해 신규 일자리의 33.4%가 창출된다고 발표하기도 했다.¹⁰⁾ 이러한 일자리 창출 능력에 주목하여 각국 정부는 창업 지원의 틀에서 벗어나 이들 스케일업 기업(고성장 후기 중소기업, 중견·대기업)에 대해서도 정책지원의 대상으로 포함시키는 양상이다.

이상과 같이 우리가 알고 있던 벤처기업에 대해 해외에서 새롭게 설명하는 용어들이 나타나고 있다. 이들 용어의 공통점은 규모, 사업 분야에 대한 제한이 없다는 사실이다. 그러나, 우리나라에서는 여전히 규모의 상한¹¹⁾을 정하는 중소기업의 틀 안에서만 벤처기업을 다루고 있다.

10) 정보통신산업진흥원(2019), “국내·외 고성장기업 지원정책 및 시사점”, 한국산업기술진흥원(2018), “고용있는 성장을 위한 고성장기업 육성방안”

11) 중소기업기본법 시행령 별표1(중소기업 규모 기준) : 업종에 따라 매출액 400~1,500억원 이하 (전자·기계 제조업 매출액 1,000억원 이하, 방송통신·정보서비스업 매출액 800억원 이하 등)

2. 벤처투자자본의 분류 및 개념

벤처생태계의 또 다른 축인 벤처투자자본은 이름 그대로 벤처기업, 즉 스타트업에 자금을 투자하는 자본이다. 다만, 단순한 투자에 그치지 않고 스타트업 육성 역할도 담당한다. 우선, ‘비즈니스 인큐베이터(Business incubator)’는 스타트업에 사무공간 등 인프라를 제공하는 사업자를 말한다. 이는 Joseph Mancuso에 의해 1959년 뉴욕에서 개설된 바타비아 산업센터(Batavia industrial center)가 저렴한 공간을 제공하면서 시작되었다. 한 지붕 아래 여러 사업체가 모여면서 커뮤니티가 형성되었고 지식·노하우 공유의 장으로 발전하였다. 다만, 사무공간 등 하드웨어 지원에 중점을 두었고 자금 지원은 금융회사에게 소개 또는 중개해주는 역할에 그쳤다는 한계를 가졌다.¹²⁾

반면, 2005년 설립된 Y-Combinator를 시초로 하는 ‘액셀러레이터(Accelerator)’는 경영·기술 컨설팅 등 소프트웨어적인 지원과 창업자금 지원도 하는 투자육성 회사이다. Y-Combinator는 스타트업 사업소개장인 ‘데모데이(Demo day)’를 여는 것으로 유명하다. 이 자리에서 매년 약 300개 팀을 선정하고 이들 기업에 대해 7%의 지분을 받는 대신 12만달러씩 지원한다. 뿐만 아니라, 3개월 동안 경영 전반에 대해 집중적으로 지도하기도 했다. 이 과정을 마친 다수의 스타트업은 벤처캐피탈로부터 후속투자를 유치했으며 지속적인 졸업생 간의 네트워킹을 통해 에어비엔비, 드롭박스, 스트라이프 등 유니콘으로 성장해 갔다.

<그림 1> Y-Combinator 데모데이



자료 : Business insider(2015)

<표 3> Y-Combinator의 주요 성과

구분	내용						
개요	<ul style="list-style-type: none"> · 4,000명의 창업자 졸업생 커뮤니티 · 2,000개 스타트업에 투자 · 투자기업 가치합계 1,000억달러 						
주요 투자 기업	<table border="0"> <tr> <td> 숙박 공유</td> <td> 파일 공유</td> </tr> <tr> <td> 핀테크</td> <td> 소매 유통</td> </tr> <tr> <td> 자율 주행</td> <td> 소매 유통</td> </tr> </table>	숙박 공유	파일 공유	핀테크	소매 유통	자율 주행	소매 유통
숙박 공유	파일 공유						
핀테크	소매 유통						
자율 주행	소매 유통						

자료 : ycombinator.com

12) 스타트업 운영비용을 지원하기도 하지만, 엄밀히 보면 벤처투자자본으로 분류하기 어려운 측면이 있다.

근래 들어 액셀러레이터가 전 세계적으로 빠르게 확산¹³⁾하는 등 주목받고 있지만, 규모나 역사 측면에서 벤처투자자본의 분류는 여전히 ‘벤처캐피탈(Venture capital)’이라 할 수 있다. 벤처캐피탈이라는 용어는 1929년 미국 대공황 이후 자금난을 겪는 기업에 투자하는 자본의 의미로 쓰이기 시작했다. 1938년 1월 13일자 Wall Street Journal은 ‘수익에 대한 보상이 확실하지 않은 투자자본’이라고 소개하기도 했다.

이러한 개념 논의에서 나아가 현대적인 벤처캐피탈의 시작은 1946년 미국에서 설립된 ARDC(American Research and Development Corporation)로 알려져 있다. 이는 ‘자금을 모집’하여 ‘신기술 기업에 투자’한 최초의 사례였다. 이후 1960년대를 거치면서 재무적 투자자인 소수의 유한책임사원(Limited partner)으로부터 자금을 모집하여 무한책임사원(General partner)이 운용사로서 투자를 담당하는 사모(私募)펀드¹⁴⁾ 형태가 정립되었고, 벤처캐피탈이 사모펀드 형태를 주로 활용¹⁵⁾하면서 오늘날 벤처캐피탈이라는 용어는 ‘스타트업에 투자하는 사모펀드’로 인식되고 있다. 한편, ‘엔젤캐피탈(Angel capital)’은 예비창업자, 초기창업자에 투자하는 자금력 있는 개인 또는 개인들의 모임을 말한다. 근래 들어 엔젤캐피탈은 액셀러레이터로 전환하는 양상이다.

〈표 4〉 벤처투자자본의 분류 및 개념

구분	내용
비즈니스 인큐베이터 (Business incubator)	· 개념 : 스타트업에 사무공간 등 인프라를 제공하는 사업자 · 유래 : 1959년 설립된 바타비아 산업센터(Batavia industrial center)
액셀러레이터 (Accelerator)	· 개념 : 경영·기술 컨설팅 지원과 창업자금 지원을 하는 투자육성 회사 · 유래 : 2005년 설립된 Y-Combinator
벤처캐피탈 (Venture capital)	· 개념 : 타인으로부터 ‘자금을 모집’하여 ‘신기술 기업에 투자’하는 자본, 일반적으로 ‘스타트업에 투자하는 사모펀드’의 의미를 가짐 · 유래 : 1946년 사모펀드의 형태로 설립된 미국의 ARDC(American Research and Development Corporation)
엔젤캐피탈 (Angel capital)	· 개념 : 예비창업자, 초기창업자에게 대상으로 투자하는 자금력 있는 개인 또는 개인들의 모임으로 직접투자 또는 펀드 운용 · 유래 : 1920년대 미국 브로드웨이에서 오페라 공연을 후원한 자본가

자료 : 과학기술정책연구원(2016), “창업대중화의 주역, 액셀러레이터” 재구성

13) 10XFactory에 따르면, 2005년 태동한 액셀러레이터는 2018년말 기준 전세계에 약 7,000개로 확산

14) 자금모집 대상을 소수의 투자자로 제한한다는 측면에서 불특정 다수로부터 자금을 모집하는 공모펀드와 대비되는 개념이다.

15) 벤처캐피탈이 주로 사모펀드 형태를 띠는 것은 초기사업에 대한 자금조달은 리스크에 익숙하고 이를 적절히 관리할 수 있는 소수의 전문투자자를 대상으로 자금을 모집해야 한다는 공감대에 기반한다.

Ⅲ. 해외벤처 비즈니스·투자 트렌드

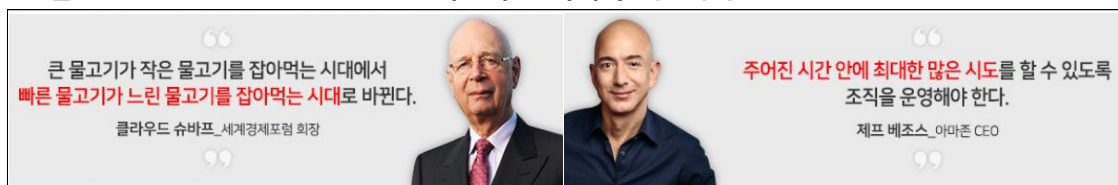
창업 활성화로 벤처기업 수가 늘고 있고 또한 신규 벤처투자자본의 시장진입으로 벤처투자 시장이 커지고 있다는 것은 더이상 새로운 사실이 아니다. 4차 산업혁명이 본격화되고 있는 지금, 눈여겨보아야 할 것은 이러한 ‘수(數)의 확대’을 넘어 개별 벤처기업과 개별 벤처투자자본의 ‘규모의 증대’가 이루어지고 있다는 사실이다. 본 장에서는 이를 중심으로 살펴보기로 한다.

1. 벤처비즈니스의 변화

(1) 속도와 규모의 경영

4차 산업혁명을 주창한 Klaus Schwab은 ‘규모 경쟁’ 보다는 ‘속도 경쟁’에 더욱 주목해야 한다고 했다. 이러한 언급은 경영계 전반에도 폭넓은 공감대를 형성하였으며, 구체적으로는 고객 니즈의 민첩한 반응을 강조하는 ‘Agile 방법론’이 상당한 주목을 받았다.

〈그림 2〉 비즈니스 리더와 속도경영



자료 : 김성남(2018), “미래조직 4.0”

2001년 미국 유타주에 모인 17명의 소프트웨어 과학자들은 고객 니즈의 민첩한 반응을 위해 Agile 방법론을 제안하였다. 이 방법론은 일반원칙으로 절차와 도구, 포괄적 문서화, 계약과 협상, 계획준수보다는 개성과 상호작용, 산출물의 작동 자체, 고객과의 협력, 민첩한 변화대응을 중시한다는 것을 강조한다. 또한, 이러한 일반원칙을 달성하기 위해서는 ‘끊임없는 시행착오와 개선’¹⁶⁾을 핵심 프로토콜로 제안하였다. 이것은 완벽한 제품을 한 번에 만드는 것이 아니라 시제품을 만들어 공개하고 피드백을 지속 반영하는 절차를 말한다.

16) 대략적인 계획수립 이후 ‘설계 → 개발 → 테스트 → 시제품 적용(고객반응 확인)’을 반복한다.

<그림 3> Manifesto for Agile Software Development(애자일 소프트웨어 개발 선언)

<p>We are uncovering better ways of developing software by doing it and helping others do it. Through this work we have come to value:</p> <p>Individuals and interactions over processes and tools Working software over comprehensive documentation Customer collaboration over contract negotiation Responding to change over following a plan</p> <p>That is, while there is value in the items on the right, we value the items on the left more.</p> <p>Kent Beck, James Grenning, Robert C. Martin Mike Beedle, Jim Highsmith, Steve Mellor Arie van Bennekum, Andrew Hunt, Ken Schwaber Alistair Cockburn, Ron Jeffries, Jeff Sutherland Ward Cunningham, Jon Kern, Dave Thomas Martin Fowler, Brian Marick</p>	<ul style="list-style-type: none"> 우리는 소프트웨어를 개발하고 다른 사람의 개발을 도와주면서 소프트웨어 개발의 더 나은 방법들을 찾아가고 있다. 이 작업에서 우리는 다음의 가치를 중시한다. 절차와 도구보다 개성과 상호작용을 포괄적 문서화보다 작동하는 소프트웨어를 계약과 협상보다 고객과의 협력을 계획 준수보다 변화에 대응하기를. 왼쪽에 있는 것들도 가치 있지만, 우리는 오른쪽의 것들에 대해 더욱 큰 가치를 둔다.
---	--

자료 : agilemanifesto.org

Agile 방법론은 상당한 주목을 받아 왔지만 제안된 지 이미 20년이 지난 개념으로 최근에는 비판적 평가도 나타나고 있다. 2018년 3월 Harvard Business Review는 이 방법론의 실제 적용에는 HR(인사, 조직) 분야에 집중¹⁷⁾되고 있으며 이때 적용되는 Agile 방법론은 프로토콜은 제외하고 일반원칙만 적용하는 ‘Agile의 아류’라고 평가하였다. 또한, 일각에서는 이 방법론에 대해 조직 내부의 속도 향상·개선에만 집중하는 경향이 있으며 ‘비즈니스 창출’ 및 ‘구성원의 수용성’¹⁸⁾ 측면에서 한계를 보인다고 비판하고 있다.¹⁹⁾

최근에는 속도경영에 대한 새로운 개념으로 ‘Blitzscaling’이 더욱 주목받고 있다. 이 개념은 LinkedIn의 창업자, Reid Hoffman에 의해 2016년에 제안된 것으로, 진격·기습을 뜻하는 ‘blitzkrieg’와 성장을 뜻하는 ‘scaling’이 합쳐진 조어(措語)이다. 불확실한 상황에서 기업을 성장시키려면 효율보다 속도를 우선해야 한다는 것이 핵심 아이디어로, 경쟁사보다 먼저 사업 규모를 키우기 위해 자원을 비효율적으로 쓰는 위험도 감수해야 한다는 것이다. Reid Hoffman은 한 강연에서 “절벽에서 떨어지고 있는 동안 비행기를 조립하라. 날개 조립만으로는 부족하며 제트엔진까지 장착하라”라고 설명했다. 이는 적절한 시기에 적절한 문제를 해결하지 못하면 도태되기 때문에 짧은 시간 내에 고도로 집중해야 한다는 것을 강조한 비유라 하겠다.

17) 딜로이트 설문조사(2017)에 따르면 Agile 방법론 검토기업의 79%가 HR 분야에 관심을 보였다.

18) Agile 방법론을 채택한 기업 또는 프로젝트의 경우 근로 강도가 증가함에 따라 구성원의 불만이 높아지는 경향, 이에 따라 RPA자동화 도입 등 업무부담을 줄이는 노력이 중요해진다.

19) HR에 적용하는 Agile 방법론은 과거 유행했던 업무프로세스 개선(Business Process Reengineering), 과업 중심의 TF(Task Force) 또는 매트릭스(Matrix) 조직 등과 사실상 무차별하다는 견해이다.

구체적으로 Blitzscaling 방법론은 4가지 적용 요건을 강조한다. 이는 진입하려는 시장이 매우 커야(Big market) 하고 서비스·제품을 빠르게 배포(Massive distribution) 할 수 있어야 하며, 단기적으로는 이익을 현저히 낮추기도 하지만 사업이 정상에 올랐을 때 얻을 수 있는 총이익이 커야(High gross margins) 한다. 또한, 고객 증가에 따라 서비스 경쟁력이 향상(Network effects)될 수 있어야 한다.

언뜻 보면 상식적인 내용으로 보인다. 그러나 적용하려는 대상이 스타트업이라면 이야기가 달라진다. 스타트업이 큰 시장을 대상으로 빠르게 진입하려면 현저히 낮은 이익을 감당해야 하며 많은 현금을 빠르게 소모할 수밖에 없다. 또한, 이를 운영할 수 있는 인력, 조직도 빠르게 갖추어야 한다. 실제로 대표적인 데카콘인 우버(Uber)는 사업초기 새로 고용한 엔지니어에게 “이전 직장에서 함께 근무한 엔지니어 중 가장 뛰어난 세 명은 누구입니까?”라고 묻고는 어떠한 인터뷰, 이력 조사도 하지 않고 그들을 채용했다. 즉, 우버는 성장을 위해 기술 역량을 빠르게 확보해야 했고 이를 위해 ‘비합리적인 인적자원 운용’도 감수했다.

<표 5> Blitzscaling 방법론의 적용 요건

구분	내용
Big market (큰 시장)	· 진입하려는 시장이 크지 않으면 기업은 성장 한계에 처할 수밖에 없음 · 대표적인 예로, 아마존의 목표시장은 ‘모든 것’(Everything store)이었음
Massive distribution (대규모 배포)	· 서비스를 대규모로 배포(Distribution)할 수 있어야 함 · 드롭박스의 경우, Viral marketing(고객간 전파)으로 시장에 빠르게 안착함
High gross margins (높은 총이익)	· 사업이 정상에 오를 때 얻을 수 있는 총이익이 커야 함 · 다만, 단기적으로는 저가격 정책으로 이익을 현저히 낮추기도 함
Network effects (네트워크 효과)	· 수요자 증가에 따라 서비스에 대한 체감 가치가 증가하여야 함 · 에어비앤비의 경우, 가입자가 늘어날수록 서비스 경쟁력이 증가하였음

자료 : Reid Hoffman, Chris Yeh(2018), “Blitzscaling”

이러한 아이디어는 기존의 경영상식과는 동떨어진 내용이며 과격하기까지 하다. 일각에서는 Reid Hoffman의 주장에 대해 도저히 가능하지 않다고 비판하기도 했다. 그러나 근래 들어 설립 후 이익을 낸 적이 없지만, 시장을 지배하는 거대 유니콘²⁰⁾들이 계속 나타나고 있다. 한편, Blitzscaling 역시 속도를 강조하지만, 이 개념이 집중하는 ‘급격한 성장 속도’는 자연스럽게 ‘사업 대형화’로 연결되므로 속도뿐만 아니라 규모도 중요해진다.

20) Uber, Wework, Lyft, DIDI Chusing, Slack, Pinterest, Coupang(쿠팡) 등

(2) AI 비즈니스로의 재편

스타트업이 Big market에 진입할 수 있게 된 이유를 살펴볼 필요가 있다. 2018년 4월 EU집행위원회는 증기기관 및 전기와 마찬가지로 AI를 세상을 변화시킬 기술로 지목하였다. AI는 그 자체로도 중요하지만, 전통산업을 새로운 형태로 재창조하기 때문이다. 예를 들어 모빌리티에 AI 기술을 결합하면 자율주행 기술로 변화하며, 제조 분야의 경우 지능형 팩토리, 에너지 분야의 경우 지능형 전력망 또는 스마트 시티 등으로 변화한다.

<표 6> AI 적용에 따른 기존 산업의 변화

구분	발전방향	현 수준	향후
모빌리티	부분 자율주행 → 완전 자율주행	(테슬라) 오토파일럿(자율주행 3단계) 구현(2016)	(벤츠) 자율주행 5단계 AV 상용화(2021)
제조	공장 내 자동화 → 공장 간 연계 자동화	(아디다스) 신발 주문~제작까지 1일 소요(2016)	(보쉬) 전 세계 250개 공장 연결(2020)
에너지	건물 에너지 효율화 → 국가 전력망 효율화	(딥마인드) 구글 데이터센터 냉각효율 40% 개선(2016)	(GE) 전체 전력망의 전력배분 효율성 제고

자료 : 과학기술정보통신부(2018), “인공지능(AI) R&D 전략”

이렇듯 ‘AI가 촉발하는 획기적인 변화’는 ‘새로운 시장이 창출’된다는 것을 의미한다. 결국, 스타트업은 지배사업자의 견제 없이 거대시장을 선점할 수 있게 된 것이다. 유니콘을 넘어 데카콘이 된 우버는 전통적인 운송 중개, 즉 렌터카 사업에 AI를 접목하여 차량공유라는 새로운 시장을 개척하였다. 또 다른 데카콘인 위워크(Wework)는 입주자의 감성 니즈를 자극하면서 최적의 사무공간을 만들어 내었다. 그들은 부동산 임대업을 재해석하면서 오피스 임대업의 스타벅스를 표방한다고 했다.

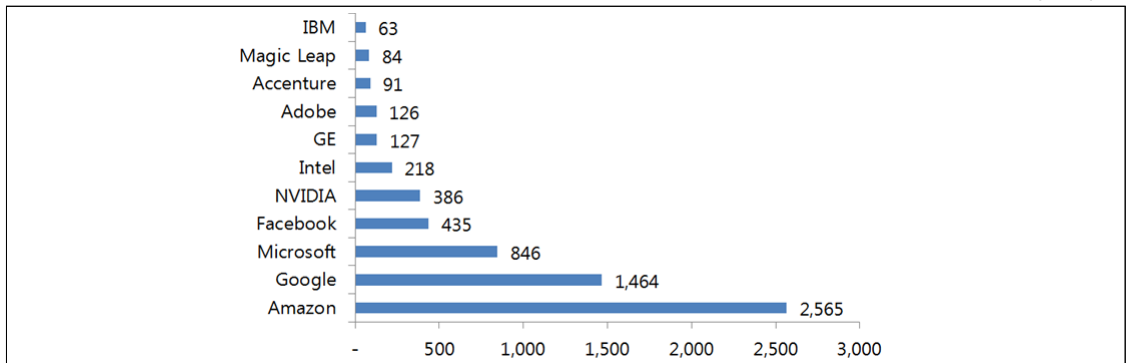
물론 이들 기업이 AI를 마케팅에 사용할 뿐이라는 비판, 사업의 지속가능 여부에 대한 여러 의문²¹⁾들이 있다. 그렇지만, 이들은 차이를 만들면서 빠르게 성장하고 있으며 그 반작용으로 기존 전통산업들이 빠르게 잠식되고 있다는 사실은 부인하기 어렵다. AI의 등장으로 렌터카 사업, 부동산 임대업이 신산업이 되는 시대가 된 것이다. 전통적으로 표준산업분류 코드에 따라 육성산업과 규제산업을 명확히 나누는 것에 익숙한 우리나라에서는 이러한 흐름을 반추(反芻)해 볼 필요가 있다.

21) 자세한 내용은 24페이지에서 설명하기로 한다.

딥마인드 인수전에 나섰지만 실패²³⁾했다는 사실이다. 구글의 승리로 끝난 이 사건은 구글과 페이스북의 운명을 바꾼 사건으로 회자되고 있다. 2016년 3월 결코 인간을 능가할 수 없을 것이라는 예상을 깬 AI, 알파고(AlphaGo)가 등장했으며 이후 구글의 모든 사업에 AI가 접목되고 있다.²⁴⁾ 반면, 페이스북은 여전히 사람과 사람 사이의 연결에 집중하는 플랫폼 구축과 광고 영업에 주력했다. 결국, 개인정보 유출 논란에 휘말리면서 주가가 폭락하였고 미래 성장성에 대한 의문마저 제기되는 상황이다.

한편, 2016년 AI붐이 형성되자 실리콘밸리 기업들은 앞다투어 AI 인력 확보에 나섰다. 아마존은 당시 약 2,600억원을 투자해 1,178명의 AI 인력을 확보했던 것으로 알려져 있다. AI 인력 영입 투자규모의 순서가 근래의 기업가치 순서와 크게 다르지 않다는 것을 눈여겨볼 필요가 있다.

<그림 5> 미국 주요 기업의 2016년 AI 인력 투자금액 (단위 : 억원)



자료 : 한국무역협회(2018), Paysa(2017) 재인용

우리나라 대중들의 인식 속에는 AI가 아이디어가 넘치는 벤처기업, 즉 중소기업이 담당하는 분야라는 선입견이 있는 듯하다. 그러나 AI 비즈니스는 이미 중소기업이 감당하기 어려운 천문학적 자금이 필요한 시장²⁵⁾이다. 더구나, 천문학적 자금을 투자 하더라도, 성공확률은 높지 않으며 엄청난 투자비 덕분에 상당기간 손실을 감내해야 한다. 즉, 대기업도 대응하기 버거운 시장이다. 바야흐로 거대한 신시장이 열리고 있다. 하지만, 이를 선점하기 위해서는 엄청난 투자자본이 뒷받침되어야 한다.

23) 업계에서는 Hassabis의 Facebook에 대해 회의적인 시각(여전히 사람과 사람을 연결하는 플랫폼 구축에 집중하고 딥마인드의 경영자율성 보장에 우호적이지 않음)을 원인으로 추정하였다.

24) The Economist(2016.12.15.), “What DeepMind brings to Alphabet”

25) 내생적 성장에 집중했던 국내 대기업도 거액투자에 나선 상황이다. 삼성전자가 빅스비 개발을 위해 스타트업을 인수하고, 현대자동차도 2.4조원을 투자하여 자율주행 조인트벤처를 설립중이다.

2. 해외 벤처투자의 변화

벤처비즈니스가 속도와 규모를 중심으로 변화하고 있는 것과 마찬가지로, 이들 기업에 투자하는 벤처투자자본도 역시 속도와 규모를 요구받고 있다.

(1) 속도의 투자

앞서 살펴본 Y-Combinator는 업종도, 사업화 단계도 다른 300개 기업에 대해 7% 지분을 받는 대신 12만달러를 지원했다. 이는 선정된 기업들에 대해 가치평가 없이, 동일한 기업 가치평가²⁶⁾를 적용하여 투자한다는 것과도 같다. ‘기업 가치평가 없이 신속하게 투자한다’라는 개념은 실리콘밸리에는 이미 보편화 되어 있다. 2013년 Y-Combinator가 창안한 ‘미래지분을 위한 간단 계약(SAFE, Simple Agreement for Future Equity)’은 투자자와 창업자의 미팅 바로 다음날 투자자금 입금을 가능하게 하는 방식으로 유명하다. 최근에는 국내 시장에서도 주목받고 있으며, 이로 인해 ‘조건부지분인수계약’²⁷⁾이라는 이름으로 법제화 및 도입이 추진되고 있다.²⁸⁾

SAFE는 투자자에게 장래에 지분을 취득할 수 있는 권리를 부여하는 증권형태의 투자방식으로, 투자 계약시 신주 발행가액에 대한 최소한의 조건만 결정하고 취득할 주식의 발행가액, 즉 가치평가와 세부적인 투자조건 결정은 미래로 이연시킨다. 이를 통해 투자조건 협상과 계약서 작성 등에 드는 시간과 법률비용으로 말미암아 제때 투자하지 못하는 문제를 방지한다. 다만, SAFE는 그 이름과도 같이 5페이지 이내로 이루어진 간단 계약으로 주주, 채권자 등 이해관계자가 많지 않아 법률관계가 단순한 경우에만 활용할 수 있다는 제약이 있다.

이 계약의 주요 구성 요소로는 후속사건(Events), 평가 상한(Valuation cap), 할인율(Discount rate)이 있다. 먼저, 후속사건은 SAFE 형태로 투자한 이후 미뤄두었던 투자조건을 결정하는 시점을 말하며, 구체적으로는 후속투자, 기업공개, 인수합병 등 가치평가가 수반되는 사건을 의미한다. 후속사건이 발생하면 SAFE 투자자에게 자동

26) ‘12만달러 ÷ 7% = 171만달러’로 평가된다.

27) 미국에서 ‘조건부지분인수계약’의 범주는 지분형인 SAFE와 채권형인 CN(Convertible note)으로 나뉜다. 지분형인 SAFE와 달리 채권형인 CN은 전환사채의 일종으로 만기와 이자가 있다. CN은 기업보다는 투자자에게 유리하다는 점을 고려하여 국내 도입에는 제외되었다.

28) 정부가 ‘18.11.26일 국회에 제출한 ‘벤처투자촉진에 관한 법률안 제2조 제1호 라목’에 ‘투자금액의 상환만기일이 없고 이자가 발생하지 아니하는 계약으로서 중소벤처기업부령으로 정하는 요건을 충족하는 조건부지분인수계약을 통한 지분 인수’라고 법적 근거를 규정했다.

으로 신주를 전환할 수 있는 권리가 발생하며, 이때 투자자가 권리를 행사하면 최초 투자금(Purchase amount)에 대해 조정된 전환비율로 신주가 발행된다. 평가 상한과 할인율은 조정 전환비율 결정과 관련된 요소이다. 평가 상한의 경우, 후속사건 시점에서 기업가치 평가액이 미리 정한 평가 상한을 넘어서면 미리 정한 평가 상한을 기준으로 전환비율을 산정하여 신주를 배정받을 수 있게 한다. 할인율의 경우는 SAFE 투자자에게는 후속사건 시점의 가치 평가액을 그대로 쓰지 않고 미리 정한 비율로 할인한 값을 기준으로 전환비율을 산정하여 신주를 배정받을 수 있도록 한다. 일반적으로 평가 상한과 할인율은 불확실성이 높은 창업초기 단계에 투자하는 SAFE 투자자에게 후속사건 투자자보다 낮은 가격으로 투자할 수 있게 한다는 측면에서 그 본질이 같다.

<그림 6> 표준 SAFE 계약서

<p>THIS INSTRUMENT AND ANY SECURITIES ISSUABLE PURSUANT HERETO HAVE NOT BEEN REGISTERED UNDER THE SECURITIES ACT OF 1933, AS AMENDED (THE "SECURITIES ACT"), OR UNDER THE SECURITIES LAWS OF CERTAIN STATES. THESE SECURITIES MAY NOT BE OFFERED, SOLD OR OTHERWISE TRANSFERRED, PLEDGED OR HYPOTHECATED EXCEPT AS PERMITTED IN THIS SAFE AND UNDER THE ACT AND APPLICABLE STATE SECURITIES LAWS PURSUANT TO AN EFFECTIVE REGISTRATION STATEMENT OR AN EXEMPTION THEREFROM.</p> <p>" [COMPANY NAME] "</p> <p>SAFE "</p> <p>(Simple Agreement for Future Equity) "</p> <p>THIS CERTIFIES THAT in exchange for the payment by [Investor Name] (the "Investor") of \$[Purchase Amount] (the "Purchase Amount") on or about [Date of Safe], [Company Name], a [State of Incorporation] corporation (the "Company"), issues to the Investor the right to certain shares of the Company's Capital Stock, subject to the terms described below.</p> <p>This Safe is one of the forms available at http://ycombinator.com/documents and the Company and the Investor agree that neither one has modified the form, except to fill in blanks and bracketed terms.</p> <p>The "Post-Money Valuation Cap" is \$[Valuation Cap]. "</p> <p>The "Discount Rate" is [100 minus the discount]%. "</p> <p>See Section 2 for certain additional defined terms.</p> <p>1. Events "</p> <p>(a) Equity Financing. If there is an Equity Financing before the termination of this Safe, on the initial closing of such Equity Financing, this Safe will automatically convert into the number of shares of Safe Preferred Stock equal to the Purchase Amount divided by the Conversion Price.</p> <p>In connection with the automatic conversion of this Safe into shares of Safe Preferred Stock, the Investor will execute and deliver to the Company all of the transaction documents related to the Equity Financing; provided, that such documents are the same documents to be entered into with the purchasers of Standard Preferred Stock, with appropriate variations for the Safe Preferred Stock if applicable, and provided further, that such documents have customary exceptions to any drag-along applicable to the Investor, including, without limitation, limited representations and warranties and limited liability and indemnification obligations on the part of the Investor.</p> <p>(b) Liquidity Event. If there is a Liquidity Event before the termination of this Safe, this Safe will automatically be entitled to receive a portion of Proceeds, due and payable to the Investor immediately prior to, or concurrent with, the consummation of such Liquidity Event, equal to the greater of (i) the Purchase Amount (the "Cash-Out Amount") or (ii) the amount payable on the number of shares of Common Stock equal to the Purchase Amount divided by the Liquidity Price (the "Conversion Amount"). If any of the Company's securityholders are given a choice as to the form and amount of Proceeds to be received in a Liquidity Event, the Investor will be given the same choice, provided that the Investor may not choose to receive a form of consideration that the Investor would be ineligible to receive as a result of the Investor's failure to satisfy any requirement or limitation generally applicable to the Company's securityholders, or under any applicable laws.</p> <p>Notwithstanding the foregoing, in connection with a Change of Control intended to qualify as a tax-free reorganization, the Company may reduce the cash portion of Proceeds payable to the Investor by the amount determined by its board of directors in good faith for such Change of Control to qualify as a tax-free reorganization for U.S. federal income tax purposes, provided that such reduction (A) does not reduce the total Proceeds payable to such Investor and (B)</p>	
--	--

자료 : ycombinator.com

<표 7> SAFE의 주요 구성 요소

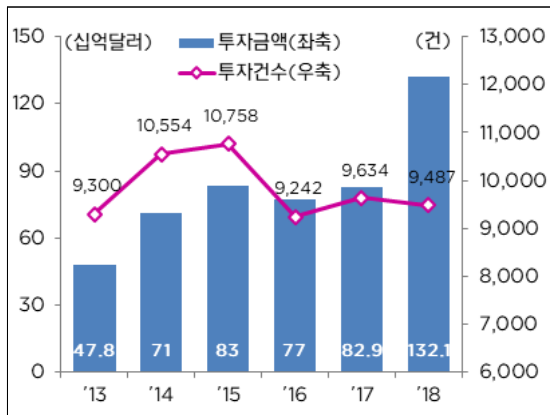
구분	내용
후속사건 (Events)	<ul style="list-style-type: none"> · 후속 투자 : 벤처캐피탈 등 다른 일반 투자자의 후속 지분투자 · 유동화 사건 : 기업의 매각, 상장 등 기업 채권의 현금화가 가능해지는 사건
평가 상한 (Valuation Cap)	<ul style="list-style-type: none"> · 후속 투자 시점에서 기업가치 평가액이 평가상한을 넘어설 경우, SAFE 투자금에 대한 전환 비율은 평가상한 금액을 기준으로 산정
할인율 (Discount Rate)	<ul style="list-style-type: none"> · 후속 투자 시점에서 기업 가치 평가액을 그대로 쓰지 않고, 기업 가치평가액에 대해 일정한 비율로 할인 적용하여 전환비율을 산정

전통적으로 대출 방식에서는 상환가능성을 가장 중요하게 심사하는 반면, 투자금융에서는 성장성을 반영한 기업 가치평가를 강조한다. 그러나, 선진 벤처투자시장에서는 제때 투자하기 위해 핵심절차로 여겨지던 가치평가마저 생략하고 '투자의 속도'를 중시하는 경향이 뚜렷해지고 있다.

(2) 규모의 투자

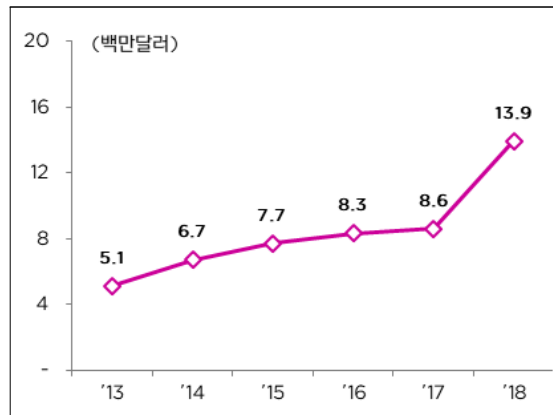
글로벌 금융위기 이후 미국의 벤처투자 규모는 가파르게 증가하고 있다. 특히, 2018년 미국 벤처투자액은 전년 대비 59% 증가한 1,321억달러를 기록하여 역사상 최초로 1,000억달러를 돌파하였다. 그러나, 투자 건수는 9,487건을 기록하여 2016 이후 유사한 수준을 유지하고 있다. 결과적으로 건별 평균 벤처투자액은 2018년 들어 전년 대비 62% 증가한 14백만달러(약 154억원)를 기록하는 등 가파르게 상승하였다. 미국은 전체 벤처투자 시장의 성장과 함께 개별 투자금액의 대형화가 지속되는 가운데, 특히 2018년의 투자금액 대형화가 두드러진다고 할 수 있다.

<그림 7> 미국의 벤처투자 추이



자료 : PitchBook·NVCA(2019)

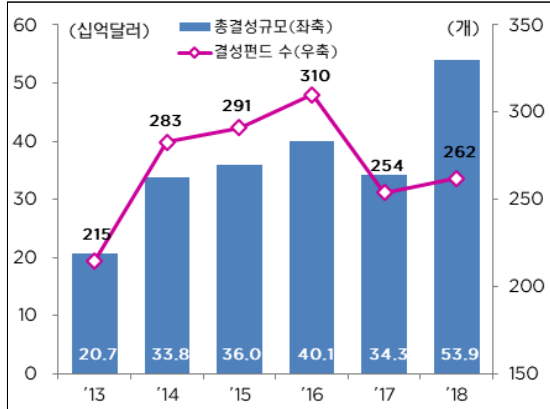
<그림 8> 미국의 평균 벤처투자액 추이



자료 : PitchBook·NVCA(2019)

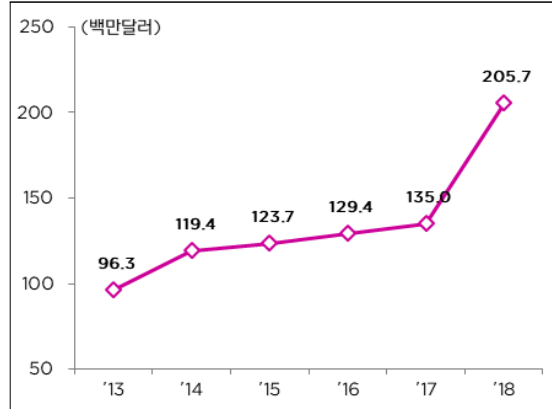
한편, 벤처투자 시장의 가파른 성장에 발맞추어 벤처투자자본의 규모도 빠르게 증가하고 있다. 미국의 벤처펀드의 총결성 규모는 2013년 207억달러에서, 2018년 539억달러로 2.6배 성장하였다. 그러나, 연간 결성한 펀드의 수는 2018년 262개로 2017년의 254개와 유사한 수준이며, 5년 전인 2013년과 비교하더라도 22% 증가한 수준에 불과하다. 결과적으로 미국의 벤처펀드 평균규모는 2013년 96백만달러(약 1,150억원)에서 2018년 206백만달러(약 2,270억원)으로 약 2.1배 증가하였다. 미국은 벤처투자금액의 대형화 추세에 맞추어 벤처투자자본의 대형화도 동시에 이루어지고 있음을 확인할 수 있다.

<그림 9> 미국의 벤처펀드 결성 추이



자료 : PitchBook·NVCA(2019)

<그림 10> 미국의 벤처펀드 평균규모 추이



자료 : PitchBook·NVCA(2019)

(3) 벤처투자 대형화의 동인 : 메가 테크펀드 및 SI투자

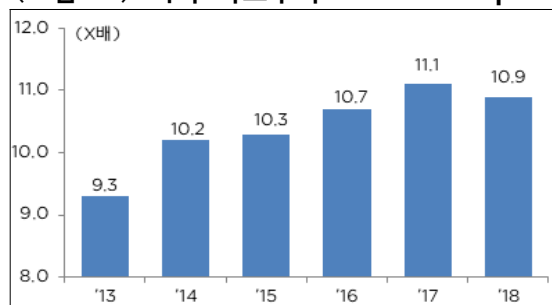
미국 시장에서 벤처펀드 규모 및 건별 벤처투자금액 급증의 원인으로 2017년에서 2018년 동안의 메가 테크펀드(Mega tech fund)의 결성 경쟁을 들 수 있다. 2017년에는 1,000억달러 규모의 소프트뱅크 비전펀드를 필두로 이에 자극받은 Sliver Lake 펀드, Vista 펀드 등이 잇달아 설립되었다. 미국에서는 2018년에도 이러한 경향이 지속되면서 10억달러 이상의 메가 테크펀드가 11개 결성되기도 했다.²⁹⁾ 이들 초대형 펀드의 등장은 투자기업에 대한 밸류에이션 상승을 견인하고 있으며 이는 다시 펀드의 대형화를 유도하는 양상이다.³⁰⁾

<표 8> Mega Tech Fund (단위 : 십억달러)

명칭	규모	설립시기
Softbank Vision Fund	100	2017.5월
Silver Lake Partners V	15	2017.4월
Vista Equity partners VI	11	2017.5월
Sequoia Capital Fund	8	2018.6월
Tiger Global Partners XI	3.8	2018.10월
TCV X	3	2019.3월

자료 : Preqin, Economist(2018.5.10), FT(2018.6.26)

<그림 11> 미국 사모투자 EBITDA-multiple



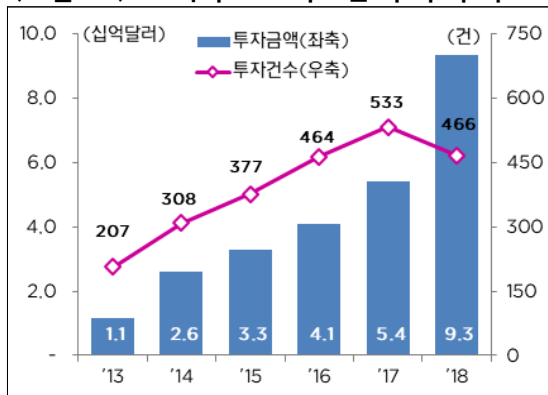
자료 : Bain&Co(2019)

29) PitchBook·NVCA Venture Monitor(2019.1.7)

30) 딜 규모가 커짐에 따라 메가펀드가 등장하였다고 평가하기도 하지만, 메가펀드 등장에 따라 딜 규모가 커지고 있다는 견해도 있어 현 단계에서 선후관계를 파악하기는 어렵다.

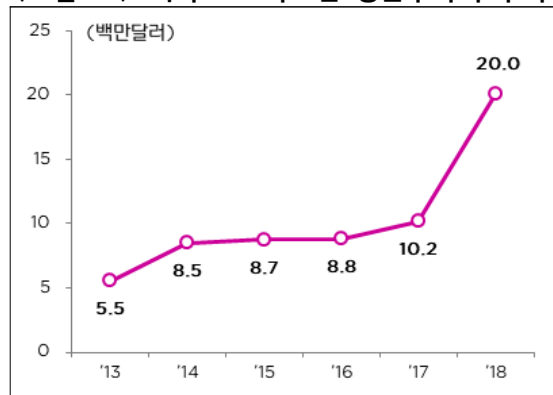
그러나, ‘메가 테크펀드의 등장’이라는 표면적인 현상보다 시장에서 가장 주목하고 있는 지점은 ‘AI 투자의 본격화’이다. 2018년 들어 미국의 벤처투자 시장은 AI 분야 스타트업에 93억달러를 투자하여 전년 대비 72% 증가하였으나 투자 건수는 466건으로 전년 대비 오히려 13% 감소하였다. 그 결과, 미국 시장에서 AI 분야 스타트업에 대한 투자금액은 가파르게 상승하여 2018년 건별 투자금액은 전년 대비 2배 증가한, 평균 20백만달러(약 220억원)에 이른다. 이는 미국 벤처투자시장의 건당 투자금액 14백만달러 보다 43% 큰 규모이다. 일반화에는 다소 이른 시점이지만, 미국의 AI 스타트업 투자시장은 ‘선택과 집중을 통한 투자 대형화’ 조짐을 보이고 있다고 할 수 있겠다.

<그림 12> 미국 AI스타트업 투자 추이



자료 : PWC-CB Insights(2019)

<그림 13> 미국 AI스타트업 평균투자액 추이



자료 : PWC-CB Insights(2019)

IV. 패러다임 변화와 국내 벤처투자의 현실

지금까지 살펴본 ‘속도’, ‘규모’, ‘AI’ 중심의 비즈니스 및 벤처투자의 변화는 자본시장을 넘어 경제사회 전반의 패러다임을 바꾸고 있다. 이러한 변화 양상을 소프트뱅크 비전펀드를 중심으로 알아보고 이러한 변화에 마주하는 국내 벤처투자의 현실에 대해 살펴보기로 한다.

1. 벤처투자 패러다임 변화 : 소프트뱅크 비전펀드 사례 중심

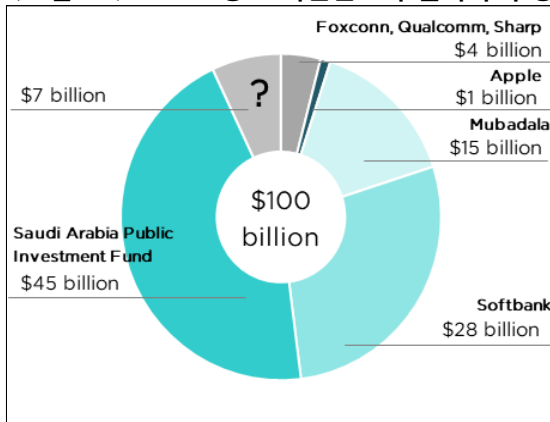
(1) 속도와 규모의 투자

소프트뱅크 손정의 회장은 1995년에 27세의 Jerry Yang을 만나 피자와 콜라를 먹으며 얘기를 나눈 뒤 1억 5천만달러를 투자했으며, 2000년에는 마윈의 비전에 공감하여 단 6분의 면담으로 2천만달러를 투자하기도 했다. 이처럼 놀라운 ‘투자의 속도’는 오늘날까지도 회자되고 있으며, 이 투자는 Yahoo와 알리바바의 성장과 기업 상장으로 이어지면서 손꼽히는 성공사례가 되었다.

근래 들어 손정의 회장의 투자는 속도 보다는 규모가 더욱 부각되고 있으며, 그 중심에는 1,000억달러 규모의 소프트뱅크 비전펀드(이하 “비전펀드”)가 있다. 2017년 설립된 비전펀드는 사우디아라비아와 일본의 자본을 바탕으로 하고, 영국 런던에 거점³¹⁾을 둔 다국적 투자자본이다. 이 펀드는 결성 당시 미국의 벤처투자 규모의 1년 3개월 치에 해당했으며 기존 최대였던 블랙스톤 펀드(2006년 설립)의 217억달러를 크게 뛰어넘는 규모로, 스타트업 투자의 패러다임을 변화시킨 일대 사건으로 평가되었다.

비전펀드는 투자대상의 선별에 있어 ‘이익창출 능력’이 아닌 ‘규모에 기반을 둔 시장지배’를 중요시했다. 이는 앞서 살펴보았던 Blitzscaling의 지향점과도 맞닿아 있다고 하겠다. 구체적으로는 글로벌 성장 잠재력을 갖추어 시장점유율이 50~80%에 이를 수 있는 기업을 대상으로 ‘성장에 충분한 자금’을 투자했다. 이때 모든 투자는 펀드매니저의 기업 발굴, 투자심의위원회의 심사를 거쳐 최종적으로 ‘손정의 회장과 창업자 간의 독대’를 거침에 따라 ‘손정의의 비전’이 반영되도록 운영되고 있다.

<그림 14> 소프트뱅크 비전펀드의 출자자 구성



자료 : financhill.com

<표 9> 소프트뱅크 비전펀드의 운용전략

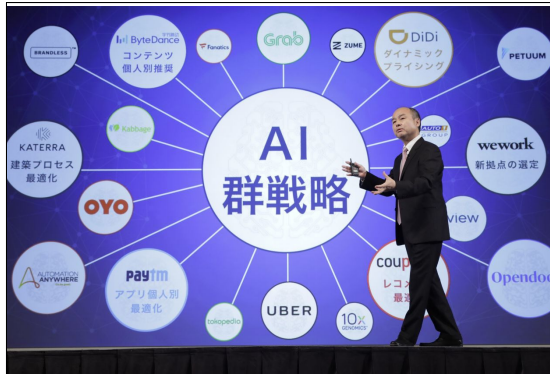
구분	내용
투자 대상	<ul style="list-style-type: none"> · 글로벌 성장으로 시장점유율이 50~80%에 달할 잠재력을 갖춘 기업 · 투자건당 5억~수십억 달러로 20~40% 지분 확보(투자금액 하한선은 1억달러) · 모빌리티 공유, 헬스케어, 핀테크 등 전 산업에 걸쳐 AI가 활용중인 분야
의사 결정 구조	<ol style="list-style-type: none"> ① 펀드 매니저(실리콘밸리 7명, 도쿄 2명, 런던 2명)가 투자대상 발굴 ② 펀드 투자심의위원회에서 심사 ③ 투자대상 창업자와 손정의 면담

자료 : WIRED UK(2019.2.7)

31) 펀드 운용은 소프트뱅크 그룹의 계열사인 ‘Subsidiary of SBG in UK’가 담당한다.

손정의 회장은 4차 산업혁명의 여러 핵심기술 중에서 AI를 모든 화두의 중심에 두고 “미래는 AI를 거머쥔 자가 지배한다”라고 이야기했다. 그리고, 이러한 AI 중심 新시대의 실현방식으로 ‘군(群) 전략’을 제시하였다. 이 전략은 업계 최고들의 연합과 시너지만이 그의 비전인 ‘AI가 모든 사업을 재정의하는 세상’을 가능하게 하리라 믿고 비전펀드를 AI 분야 최고기업들의 ‘군(群)’으로 구성하겠다는 것이다. 그 결과 비전펀드는 앞서 나왔던 우버, 위워크 등 88개 스타트업에 엄청난 규모로 투자하였고 많은 경우 과점주주가 되었다.³²⁾

<그림 15> 소프트뱅크 비전펀드의 AI 군(群)전략



자료 : Bloomberg, WSJ(2019.2.6)

<표 10> 소프트뱅크 비전펀드의 주요 포트폴리오

회사명	영위사업	금액(십억달러)
DIDI Chusing	모빌리티 공유	11.8
ARM	모바일 반도체	8.2
Uber	모빌리티 공유	7.7(투자중)
WeWork	공유 오피스	4.4
Grap	모빌리티 공유	3.0
Coupang	전자 상거래	2.7
OneWeb	위성네트워크	1.2
SoFi	소매(학자금)금융	1.0

자료 : Recode.net, 언론보도 종합

(2) 테크버블(Tech bubble) 논란

그러나, 엄청난 ‘건당 투자규모’는 투자기업에 대한 ‘과도해 보이는 밸류에이션’으로 연결되면서 끊임없는 논란을 촉발하고 있다. 비전펀드가 투자하는 많은 기업들은 창업 후 이익이 난 적 없는³³⁾ 기업으로, 상당수 전문가들은 “비전펀드가 기술 기업을 지나치게 높은 가격으로 사들인다”고 비판하고 있다. 실제로 이들 기업들은 수년 내 흑자전환이 어렵기 때문에 회계이익 또는 전통적인 현금흐름 예측만으로는 과도해 보이는 밸류에이션을 설명하기 어려운 상황이다. 일각에서는 비전펀드가 구성한 포트폴리오에 대해 “이들 기업의 경쟁력과 가치의 근원은 AI가 아니라 비전

32) 비전펀드는 엄청난 투자규모로 인해 과점주주 또는 지배주주가 되었지만, 경영권은 창업자에게 일임하고 조력자의 역할만 담당하였다.

33) 모빌리티 공유 대표기업인 Uber, DIDI Chusing은 한 번도 이익이 나지 않은 기업이며 쿠팡 역시 손실이 큰 폭으로 증가중인 상황이다. 2018년 연결FS 기준 쿠팡의 영업손실은 1조 970억원으로 '17년 6,389억원 대비 72% 증가하였다.

펀드이다”라는 혹독한 비판마저 제기하기도 한다. 이들 기업이 AI 기술로 가치를 창출한 것이 아니라, 자본의 힘으로 기업가치를 끌어올린 것에 불과하다는 것이다.

이런 가운데, 소프트뱅크는 2019년 10월 6일 열린 FY19 2분기(7~9월) 결산보고에서 7,001억엔(약 7조 7천억원)의 순손실을 기록했다고 발표했다. 그 원인이 바로 계열 관계인 비전펀드의 대규모 손실이었으며, 중심에는 바로 핵심 투자자산인 위워크의 기업상장 실패와 급격한 평가가치 하락이 있었다.

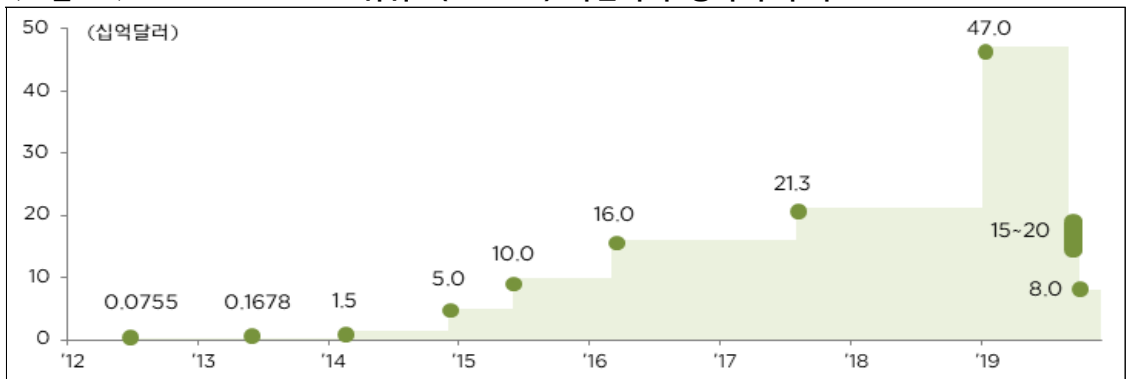
2019년 초만 해도 470억달러에 달했던 위워크의 가치는 9월 가치평가에 대한 대주주와 시장수요자간 이견으로 상장 실패한 후, 불과 10개월만에 1/6 수준인 80억달러로 폭락하였다. 시장에서는 위워크의 사업모델에 대해 ‘빌딩 전체를 임차한 후 인테리어를 개선하고 분할하여 재임대한다’는 점에서 새로울 것이 없다고 비판했다. 이는 2000년 초반에 겪었던 ‘테크버블 붕괴’를 떠올리게 하는 사례로 주목받고 있다.

〈표 11〉 위워크(Wework) 기업가치 평가 내용 (단위 : 십억달러)

구분	1 st round (2012.7)	2 nd (2013.5)	3 rd (2014.2)	4 th (2014.12)	5 th (2015.6)
주축 투자자	Benchmark Capital	Jefferies Financial	JPMorgan Chase	T Rowe Price & GoldmanSachs	Fidelity Management
가치 평가액	0.0755	0.1678	1.5	5.0	10.0
구분	6 th (2016.3)	7 th (2017.8)	8 th (2019.1)	IPO예측(2019.9)	9 th (2019.10)
주축 투자자	Hony Capital & Legend Holdings	Softbank Vision Fund	Softbank Group	수요가격 조사	Softbank Group
가치 평가액	16.0	21.3	47.0	15~20	8.0

자료 : WSJ(2019.10.22.), “SoftBank to Boost Stake in WeWork in Deal That Cuts Most Ties With Neumann”

〈그림 16〉 위워크(Wework) 기업가치 평가액 추이



자료 : WSJ(2019.10.22.), “SoftBank to Boost Stake in WeWork in Deal That Cuts Most Ties With Neumann”

손정의 회장은 “결산이 너털너털해졌다. 폭풍우 상황이다. 판단 잘못이었다”라면 서도 여러 비판에 대해 “큰 틀의 영향은 없으며 꾸준히 진행해나갈 것”이라고 했다. 이어 “인터넷이 처음 등장했을 때도 같았다. 당시에 거깃이라는 불안의 목소리들이 지배적이었지만 현재 구글, 페이스북, 아마존이 됐다”라고 항변했다.³⁴⁾ 손정의 회장의 시각을 따르면, 이들 기업의 성공 여부는 ‘원가절감을 통한 이익전환’에 있는 것이 아니라 ‘어떻게 AI를 적용하여 차이를 만들어 낼 것인지’ 또는 ‘비전펀드의 AI 군(群) 사이에서 어떠한 시너지를 창출할 것인지’가 판단 기준이 될 것이다.

우버와 디디추싱(DIDI Chusing)은 자율주행 기술을 개발하고 있으며 위워크는 AI를 활용한 감성 공간 활용 및 공실률 저감을 지향하고 있다. AI 서비스가 본격화되지 않은 현시점에서는 지켜볼 필요가 있다고 하겠다.

(3) 테크래시(Techlash)의 부각

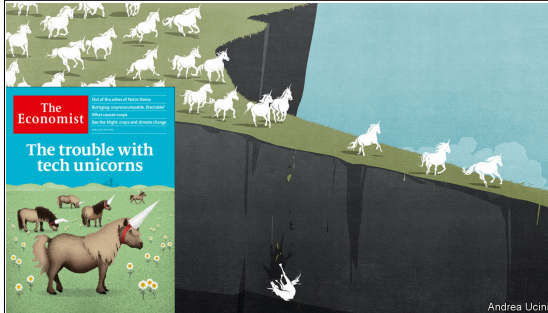
기술이 촉발하는 경제사회 변화에 대해서는 언제나 두 가지 시각이 존재했다. 과감한 투자와 ‘AI 기업이 모든 사업을 재정의하는 세상’이라는 비전을 이야기하는 손정의 회장의 시각과 달리 2019년 4월 The Economist는 유니콘을 고갈모자 쓴 조랑말로 비유했다. 2013년 Aileen Lee의 비유(상상의 동물 찾기만큼 어렵다)와는 달리 2018년 들어 유니콘이 드물지 않게 된 현실을 비꼰 것이다. 더구나, 이들 기업이 절벽을 향해 달려가고 있다고 묘사하면서 ‘이익 없는 유니콘’의 지속가능성에 대해 의문을 제기하기도 했다.

이렇듯 ‘기술이 촉발하는 현상’들에 대한 의심 어린 시각은 앞서 살핀 테크버블, 유니콘의 지속가능성 논란을 넘어 경제사회 전반으로 그 범위가 확장되고 있다. 근래 들어 미국에서는 ‘테크래시(Techlash)’라는 용어가 시대의 화두로 부상하고 있다.³⁵⁾ 이 단어는 기술(tech)와 역풍(backlash)의 합성어로 기술 변화에 대한 반발심 또는 견제가 나타나는 사회현상을 말한다. ‘고임금 기술기업 집중으로 실리콘밸리 지역의 주거비용 급증에 따른 노숙자 증가 및 시위 확산’, ‘아마존의 독과점 (Amazon effect)에 따른 규제 도입 논의’, ‘개인정보 남용 의혹으로 2018년 4월 페이스북 CEO인 Mark Zuckerberg의 미국 의회 청문회 출석’, ‘유럽의 디지털세(구글세) 도입 추진’ 등이 대표적인 사례라고 할 수 있다.

34) 매일경제(2019.11.7), “손정의, 최악에도 비전펀드 2호 예정대로”

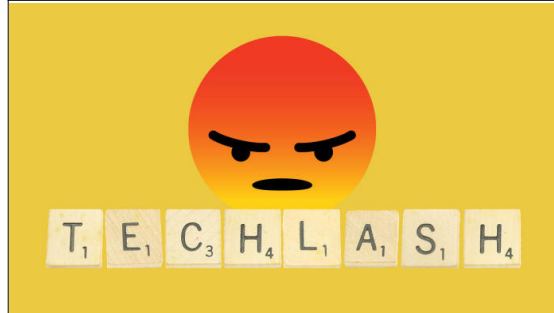
35) 2018.12.17자 FT는 2018년을 대표하는 ‘한해의 단어’로 Techlash를 선정하였다.

<그림 17> The Economist 2019년 4월호 삽화



자료 : The Economist(2019.4.20)

<그림 18> FT 선정 'Year in a Word'



자료 : FT(2018.12.17)

그러나, 이 시점에서 우리가 주목해야 할 점은 해외에서는 2013년 유니콘, 2015년 데카콘 등장을 이미 경험하고 2018년 들어서야 비로소 기술기업이 유발하는 부작용을 논의하고 있다는 사실이다. 우리나라는 유니콘이 9개³⁶⁾ 등장했다고 기뻐하는 단계로 글로벌 트렌드에는 한참 뒤져있다. 부작용이 발생할 가능성을 염려하여 시작조차 하지 못하는 상황은 피해야 할 것이다.³⁷⁾ 머지않은 미래에 글로벌 경쟁력을 갖춘 거대 기술기업이 국경이라는 지리적 제약 없이 전 세계 시장을 빠르게 잠식해 나갈 것이기 때문이다.

2. 국내 벤처투자의 현실

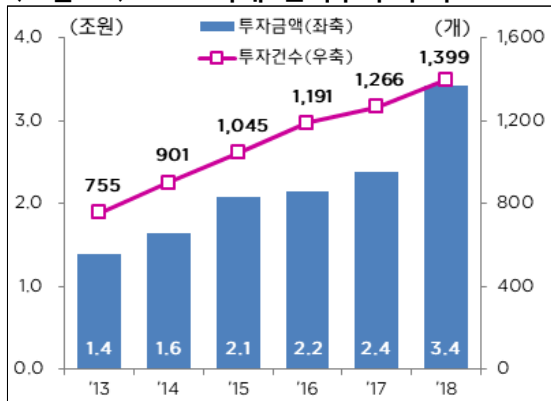
(1) 소규모 투자의 지속

국내 벤처투자 규모는 2018년 들어 전년 대비 42% 증가한 3.4조원을 기록하여 최초로 3조원을 넘어섰다. 그러나, 우리나라 건별 벤처 투자금액을 미국과 비교해 보면 다른 양상을 보인다. 2013년 국내의 건별 투자금액은 18억원 수준으로 미국의 5.1백만달러(약 56억원) 대비 약 1/3 수준이었다. 그러나 2018년 국내는 24억원으로 미국의 14백만달러(약 154억원) 대비 약 1/6로 감소하였다. 즉, 미국은 투자의 대형화가 뚜렷한 반면, 국내는 시장규모의 성장에도 불구하고 투자의 대형화와는 거리가 멀다. 우리나라와 미국 사이의 평균투자액 격차는 시간이 갈수록 확대되고 있을 뿐이다.

36) 쿠팡, 크래프톤, 옐로모바일, 위메프, 우아한형제들, 비바리퍼블리카, 엘앤피코스메틱, GP클럽, 야놀자(2019.10.25일 현재, CB Insights)

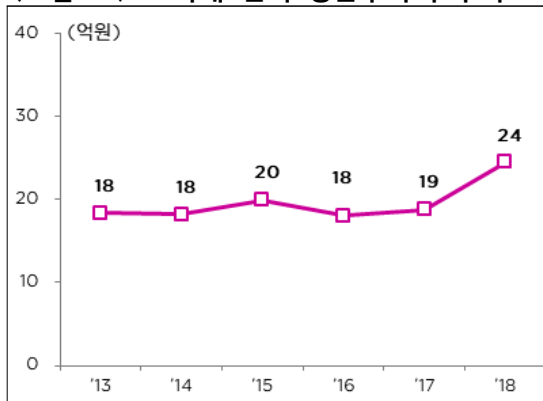
37) 2019.11.3일 대표적 규제기관인 공정거래위원회 위원장이 국내 차량공유 서비스의 합법성 논란에 대해 “새로운 서비스는 시장경쟁 측면에서 긍정적”이라고 밝힌 것은 시사하는 바가 작지 않다.

<그림 19> 국내 벤처투자 추이



자료 : 중소벤처기업부(2019.1월)

<그림 20> 국내 벤처 평균투자액 추이



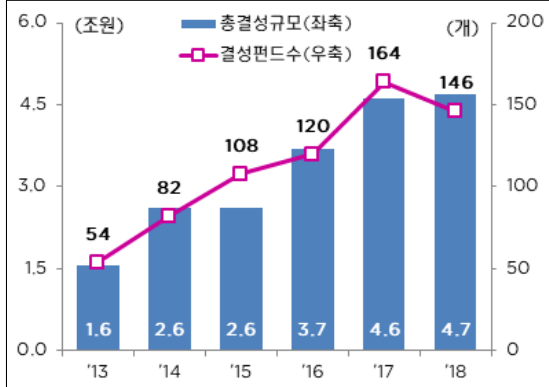
자료 : 중소벤처기업부(2019.1월)

한편, 벤처투자 시장의 가파른 성장에 발맞추어 벤처투자자본의 규모도 빠르게 증가하고 있다. 우리나라의 연도별 벤처펀드 설립 규모는 2013년 1.6조원에서 2018년 4.7조원으로 2.9배 성장하였다. 미국이 같은 기간 동안 207억달러에서 539억달러로 2.6배 성장한 것을 고려하면, 국내 벤처펀드 시장의 성장 속도가 오히려 미국을 능가하고 있다는 것을 의미한다. 이러한 국내 벤처투자펀드 시장의 급성장은 2017년 추경편성 0.8조원, 2018년 혁신창업펀드의 3년간 2조원 조성 등 정부의 강력한 벤처 지원정책에 힘입은 바가 크다.

그러나, 개별 벤처펀드의 규모를 살펴보면 미국과 우리나라 사이의 격차는 오히려 확대되고 있다. 2013년 당시 국내 벤처펀드의 평균규모는 290억원으로 미국의 96백만달러(약 1,050억원) 대비 약 1/3 수준이었다. 그러나, 2018년을 기준으로 보면 국내 벤처펀드의 평균규모는 321억원으로 미국의 206백만달러(약 2,270억원) 대비 약 1/7 수준으로 감소하였다.

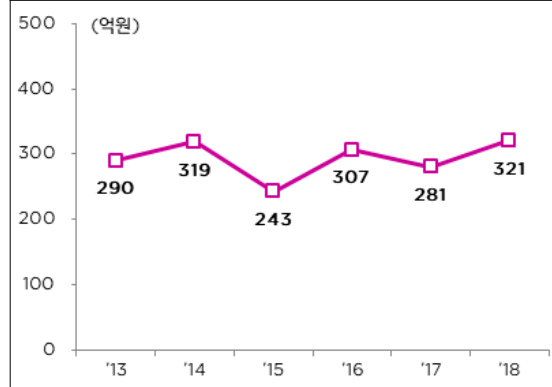
결국, ‘수조원 단위로 투자하는 메가 테크펀드 설립 경쟁’은 논의로 하더라도 대형화가 지속적으로 진행된 미국 벤처투자 시장의 평균적인 모습(2,270억원 규모의 벤처펀드, 154억원 규모의 투자금액)을 국내 시장(321억원 규모의 벤처펀드, 24억원 규모의 투자금액)과 비교해 보면, 그 규모에 있어 너무나 큰 차이가 있다는 사실을 알게 된다. 우리나라가 지금까지 집중해 왔던 강력한 벤처 지원정책이 소규모 투자에 만족하는 벤처기업 및 벤처펀드의 수(數)의 확대로만 이어진 것이 아닌지에 대해 되돌아볼 필요가 있다.

<그림 21> 국내 벤처펀드 결성 추이



자료 : 중소벤처기업부(2019.1월)

<그림 22> 국내 벤처펀드 평균규모 추이



자료 : 중소벤처기업부(2019.1월)

(2) 복잡한 규제 환경

미국을 비롯한 해외에서 사모펀드는 원칙적으로 법률의 규제를 받지 않으며 공모펀드 규제영역의 바깥에서 자생적으로 발전하였다.³⁸⁾ 따라서, 해외에서 사모펀드의 분류는 오롯이 투자운용사의 운용전략을 기준으로 구분된다. 스타트업에 투자하는 벤처펀드, 경영권 인수 전략의 바이아웃(Buyout)펀드, 위험을 회피한다는 명칭의 뜻과는 달리 투자대상의 제한 없이(주식, 채권, 파생상품 등) 고수익을 추구하는 헤지(Hedge)펀드 등이 대표적이다. 이런 맥락에서 1,000억달러 규모의 비전펀드는 초대형 사모펀드이지만 투자대상으로 보면 벤처펀드가 된다.

반면, 국내는 사모펀드라는 용어를 벤처펀드와 대비되는 협의로 사용하고 있다. 일반적으로는 창업지원법 또는 벤처기업법에 근거하여 설립되는 벤처펀드와 자본시장법에 근거하는 사모펀드(협의)로 구분된다. 더구나, 이러한 벤처펀드와 사모펀드는 투자운용 방식을 기준으로 법적으로 재차 세분되므로 그 구분이 매우 복잡하다. 우선, 중소기업에만 투자하는 벤처펀드는 업력 7년 이내의 창업기업에 주로 투자해야 하는 ‘창업투자조합’과 그렇지 않은 ‘벤처투자조합’으로 구분된다. 이들은 상장기업 및 기발행주식 투자제한 등에서도 차이를 보인다. 또한, 중소기업 뿐만 아니라 대기업도 투자하는 사모펀드는 기업지분을 10%이상을 투자해야 하는 PEF(경영참여형)과 10% 이상 투자하는 경우 의결권을 오히려 제한받는 헤지펀드(전문투자형)로 구분된다.³⁹⁾

38) 금융위원회(2018), “사모펀드 체계 개편방향”

39) 이 이외에도 여신전문금융업법에 의한 신기술사업투자조합, 자본시장법에 의한 창업벤처사모투자전문회사 등이 있으나, 이들은 상대적으로 시장규모가 크지 않아 논외로 한다.

〈표 12〉 **국내의 벤처펀드와 사모펀드(협의) 비교**

구분	벤처펀드		사모펀드(협의)		
	창업투자조합	벤처투자조합(KVF)	PEF	헤지펀드	
법상 명칭	중소기업 창업투자조합	한국벤처투자조합 (Korea Venture Fund)	경영참여형 사모집합투자기구	전문투자형 사모집합투자기구	
도입 연도	1986년	1997년	2004년	2015년	
근거 법령	중소기업 창업지원법 (창업지원법)	벤처기업 육성에 관한 특별조치법(벤처기업법)	자본시장과 금융투자업에 관한 법률 (자본시장법)		
소관 부처	중소벤처기업부		금융위원회		
투자 제한	기업지분율	제약 없음	제약 없음	10%이상 투자 의무(경영참여)	10%이상 투자시 의결권 행사 제한
	대출	불가능(단, 콘텐츠 가능)	불가능	불가능	가능
	대기업	불가능	불가능	제약 없음	제약 없음
	상장기업	투자비율 제한(펀드 20%)	제약 없음	제약 없음	제약 없음
	창업기업	의무투자 비율(펀드 40%)	제약 없음	제약 없음	제약 없음
	기발행주식	의무투자 산정시 제외	제약 없음	제약 없음	제약 없음

우리나라에서는 벤처기업뿐만 아니라 벤처펀드에 대한 요건도 명확하게 정의되어 있다. 그러나, 이러한 체계는 현실에 있어 상당한 맹점을 가진다. 일례로 대다수 국내 유니콘들은 국내 벤처캐피털로부터 투자받지 못하고 해외 벤처캐피털로부터 투자를 유치⁴⁰⁾할 수밖에 없었다. 이를 들여다보면, 국내 유니콘은 중소기업에만 투자하는 소규모의 벤처펀드에서는 충분한 투자를 받을 수 없었고, 경영권 참여를 허용해야 하는 국내 PEF로부터 투자받는 것은 꺼렸을 가능성이 크다. 실제로 자본시장법에 의한 국내 PEF의 경우에는 미국 벤처펀드와 규모에 있어 필적⁴¹⁾할 만하지만 경영참여(10%이상 바이아웃형) 투자가 의무화되어 있어 스타트업 입장에서는 경영권 희석화 위험이 따른다. 결국, 국내 벤처펀드의 규모와 투자대상의 한계, 국내 PEF의 투자방식의 한계로 인해, 우리나라에서는 유니콘, 데카콘 등 대형 스타트업을 뒷받침할 대형 벤처투자자본을 찾기 어려운 상황이라 하겠다.

이런 점들을 인식한 정부는 2018년부터 펀드 운용규제, 즉 투자제한을 완화하는 정책⁴²⁾을 추진하고 있다. 이는 ‘창업투자조합과 벤처투자조합 제도의 일원화’ 및 ‘PEF(경영참여형)와 헤지펀드(전문투자형)의 운용규제 일원화’를 주된 내용으로 한다.

40) 조선일보(2019.9.16.), “국내 유니콘에 투자한 해외 자본, 먹튀 아닌 메이저리그 스카우터”
 41) 국내시장에서 미국 벤처펀드의 평균인 2,400억원 규모의 PEF(경영참여형)를 찾기는 어렵지 않다.
 42) 중소벤처기업부(2018.2.23), “벤처투자 촉진에 관한 법률안 입법 예고” 및 금융위원회(2018.9.27), “사모펀드 체계 개편방향”에 따라 제반 법률개정안이 국회에 제출되었으나, 여전히 계류중이다.

규제의 일원화가 소관부처별로 각각 이루어지고 있다는 한계는 있지만, 오랫동안 강화되기만 했던 운용규제를 완화하기 시작했다는 점에서 의의가 크다. 다만, 이러한 정책의 실행을 위해 필요한 창업지원법, 벤처기업법, 자본시장법 등 개정은 여전히 국회 계류 중이다.

(3) 투자분야의 전문화 부족

앞서와 같이 대형 펀드가 결성되고, 규제가 완화된다고 해서 국내 시장에서 혁신 유니콘, 데카콘이 충분한 자금을 투자받을 수 있을지는 의문이 남는다. 국내 벤처 펀드 업계는 100억원 미만(평균 24억원) 규모의 투자에 익숙하다. Big market을 대상으로 빠르게 성장하는 기업들에 대한 거액심사에 신중할 수밖에 없다. 또한, 수천억원 규모의 투자에 익숙한 국내 PEF 업계는 전통산업의 경영개선 분야에 주력하고 있다.⁴³⁾ 아무래도 신산업에 대한 이해가 부족할 수밖에 없다.

또한, 국내 벤처펀드 업계와 PEF 업계는 공통으로 투자심사에 회계이익, 재무분석 기반의 밸류에이션에 지나치게 의존하며, 이에 따라 투자속도도 느리다. 외환위기, 인터넷 버블 붕괴, 글로벌 금융위기를 잇달아 겪으면서, 국내 벤처투자자본의 심사가 지나치게 보수화되었기 때문이다. 돌이켜 보건대, 이익이 나지 않는 쿠팡과 같은 기업에 대해 제때 3조원에 달하는 거액을 투자할 국내 투자자는 찾기 어려웠을 것이다.

한편, 국내 벤처기업 입장에서든 빠른 성장, 글로벌 네트워크 확보를 위해 비전 펀드를 비롯한 해외 초대형 테크펀드의 포트폴리오(예: 비전펀드의 群)으로 편입되기를 원했을 것이다. ‘투자분야 전문화’가 이루어진 펀드에서는 투자기업 간 ‘지식·인적자원 공유’로 시너지 창출이 가능하기 때문이다.

근래 벤처투자시장의 양적팽창이 지속되고 있다. 이러한 환경변화에 부응하여 국내 투자업계의 대형화뿐만 아니라 투자분야 전문화와 같은 질적도약이 필요하다 하겠다.

(4) AI 분야 경쟁력 부족

소프트뱅크 손정의 회장은 2019년 7월 방한 당시, “앞으로 한국이 집중해야 할 것은 첫째도, 둘째도, 셋째도 AI”라고 이야기했다. 이어 “한국이 AI 후발국이지만, 한발 한발 따라잡기보다는 한 번에 따라잡는 과감한 전략이 필요하다”라고도 했다.

43) 국내 PEF(경영참여형)는 여전히 제조업, 도소매업 등 전통산업 위주로 투자하고 있다.

2018년 PEF투자 비중(금융감독원) : 제조업 42.6%, 통신·정보 16.8%, 도소매 10.1%, 과학기술 7.8%

실제로 AI 분야에서 우리나라는 주요국과의 경쟁에서 뒤처지기 시작했다. Mckinsey에 따르면, 우리나라는 11~19위권(미국 1위, 중국 2위)으로 평가된다. 세부적으로, 미국은 차지하고 중국과 비교해 볼 때 AI 투자(벤처투자·M&A 등), AI 연구(특허·논문 인용), 변화 참여(MGI 연결성 지수)⁴⁴⁾ 부문에서 뒤져있다.

〈표 13〉 주요국의 AI 분야 경쟁력

구분 ^{주)}	세부 분야								종합	
	AI 투자	AI 연구	자동화생 산성	디지털 흡수력	혁신 기반	인적 자본	변화 참여	노동 시장		
A 그룹	미국	상	상	상	상	상	상	상	중	상
	중국	상	상	중	중	중	중	상	중	상
B 그룹	네덜란드	n/a	중	상	상	상	중	상	상	상
	노르웨이	n/a	중	상	상	상	상	중	상	상
	독일	중	중	중	중	중	상	상	상	상
	스웨덴	중	중	상	상	상	상	중	상	상
	싱가포르	n/a	중	상	중	상	상	상	상	상
	영국	중	상	상	상	상	중	상	중	상
	일본	중	상	상	중	중	상	중	중	상
	핀란드	n/a	중	상	상	상	상	중	중	상
C 그룹	오스트레일리아	n/a	중	상	중	중	중	중	중	중
	뉴질랜드	n/a	중	상	중	중	상	중	상	중
	대한민국	중	중	상	중	상	중	중	중	중
	벨기에	n/a	중	상	중	중	중	상	중	중
	아일랜드	n/a	하	상	상	상	중	하	상	중
	에스토니아	n/a	하	중	중	중	상	중	중	중
	이스라엘	n/a	중	중	중	상	중	중	중	중
	캐나다	중	중	상	중	중	상	중	중	중
	프랑스	중	중	중	중	중	중	상	중	중

주 : 경쟁력은 A그룹>B그룹>C그룹, 동일 그룹내 순서는 ‘가나다’順
 자료 : McKinsey(2018), “Modeling the impact of AI on the world economy” 재구성

44) McKinsey가 만든 세계화를 가늠하는 지표로 “당신은 이 흐름을 타고 있습니까?”와 같은 설문을 통해 각국이 글로벌 흐름에 얼마나 참여하고 있는지를 평가한다.

글로벌 시장에서는 향후 AI를 중심으로 펼쳐질 거대한 신시장에 대비하고 있다. 그러나 우리나라는 AI에 대해 아이디어가 넘치는 벤처기업, 즉 중소기업이 담당하는 것이며 과거 우리가 잘해왔던 ICT·SW산업의 일부라는 선입견에 빠져있는 양상이다.

우리나라에서도 2019년말 'AI 국가전략' 발표를 준비하고 있다. 이는 주요국에 비해 다소 늦은 감이 없지 않지만 'AI가 촉발하는 획기적인 변화, 새로운 시장의 창출' 대응에 있어 중대한 시발점이 될 것으로 기대된다.

V. 맺음말

이제 해외 벤처생태계는 '속도', '규모', 'AI'를 빼놓고는 최근의 트렌드 변화를 설명하기 어려운 상황이 되었다. 유니콘, 데카콘 등 거대 기술기업들이 속속 등장하고 있으며, 이들 혁신기업의 성장을 뒷받침하는 메가 테크펀드가 경쟁적으로 나타나고 있다. 이러한 기술기업 및 벤처투자자본 대형화의 이면에는 'AI가 촉발하는 획기적인 변화', 즉 '새로운 시장의 창출'이 있었다. 그렇지만, 우리나라 벤처생태계는 글로벌 트렌드와는 확연하게 다른 모습으로, 여러 면에서 혁신이 필요한 시점이다.

첫째, 국내 벤처투자시장의 양적 팽창에도 불구하고 '소규모 투자'와 '작은 펀드 규모'는 여전하다. 천문학적 자금이 필요한 AI 비즈니스의 본격화에 대비하여 기업 성장에 충분한 규모의 자금공급, 즉 투자 대형화가 필요하다. 이때 벤처비즈니스의 대형화만으로는 지속가능성이 담보되기 어려우며 벤처투자자본의 대형화만으로는 버블 논란만 가중할 뿐이므로 상호 점증적으로 함께 커져야 할 것이다.

둘째, 투자 대형화를 위한 재원이 부족하다면 칸막이 규제를 완화하는 것도 대안이 될 수 있다. 우리나라에서 펀드는 종류별로 근거법이 다르고 소관 부처도 달라 복잡 다기하다. 장기적으로 펀드의 투자·운용방식을 법률로써 세밀하게 규제하는 것을 지양하고 미국과 같이 꼭 필요한 사항만 담은 네거티브 규제 체계로 전환하는 것도 고려할 필요가 있다. 다만, 펀드 운용의 자율성을 확보하면서도 투자자 보호를 위한 규율체계는 균형 있게 조정되어야 할 것이기에 신중하게 접근해야 할 것이다.

셋째, '투자분야 전문화' 등 투자업계의 질적 도약이 필요하다. 앞서와 같이 대형 펀드가 결성되고, 규제가 완화된다고 해서 국내 시장에서 혁신 유니콘, 데카콘이 충분한 자금을 투자받을 수 있을지는 의문이 남는다. 국내 벤처펀드 업계는 100억원 미만(평균 24억원) 규모의 투자에 익숙하며, 수천억원 규모의 투자에 익숙한 PEF

업계는 제조업, 도소매업 등 전통산업의 경영개선 분야에 주력한다. 또한, 공통적으로 투자심사에 회계이익, 재무분석을 기반의 밸류에이션에 지나치게 의존하고 투자속도도 느리다. 한편, 스타트업 입장에서 ‘비전펀드의 군’과 같은 글로벌 테크펀드의 포트폴리오로 편입되기를 원했을 것이다. ‘투자분야 전문화’가 이루어진 펀드에서는 투자기업 간 ‘지식·인적자원 공유’를 통해 시너지가 창출되기 때문이다.

넷째, AI 분야에 대한 국가적인 육성이 시급하다. 손정의 회장의 “첫째도, 둘째도, 셋째도 AI”라는 언급, 앞서 The Economist의 “향후 20년간 AI가 엄청난 경제적 가치, 4.2조달러(약 5,000조원)를 창출할 것”이라는 내용을 떠올릴 필요가 있다. 바야흐로 거대한 신시장이 열리고 있다. AI의 등장으로 렌터카 사업, 부동산 임대업이 신산업이 되는 시대가 된 것이다. AI를 그저 아이디어가 넘치는 벤처기업, 즉 중소기업이 담당하는 것이며 과거 우리가 잘해왔던 ICT·SW산업의 일부라는 선입견에서 벗어나 ‘세상을 변화시킬 기술, 혁신 동인’으로 인식하고 범국가 차원에서 대응할 필요가 있다.

마지막으로, 벤처기업을 둘러싼 오래된 인식의 틀을 바꿀 필요가 있다. II장에서 살펴보았듯이 우리나라의 벤처기업은 여전히 중소기업의 틀⁴⁵⁾ 안에서 설명되고 있는 반면, 해외에서 스타트업은 규모와 관계없이 ‘극심한 불확실성 속에서 새로운 제품이나 서비스를 만들고 빠르게 성장하는 기업’이었다. 우리나라에서 벤처기업이 중소기업 규모를 넘어 유니콘으로 성장하고 이 유니콘이 다시 데카콘으로 지속 성장할 수 있도록 하는 정책지원 체계 마련이 필요하다. 또한, 해외에서는 경쟁사보다 먼저 사업 규모를 키우기 위해 자원을 비효율적으로 쓰는 위험도 감수하고 있다. 그리고, 투자업계는 제때 투자하기 위해 핵심절차로 여기던 가치평가마저 생략하고 ‘투자의 속도’를 확보한다. 벤처 비즈니스·투자 업계의 인식전환이 필요하다.

지금 해외에서는 벤처기업, 벤처투자자본을 단순히 키우는 것에 그치지 않고 ‘시대를 아우르는 생각들의 변화’, 즉 패러다임의 변화를 함께 맞이하고 있다. 세상은 빠르고도 큰 규모로 바뀌고 있다. 성장에 있어 스스로 한계를 둘 필요는 없다. 당면한 우리나라의 경제성장과 일자리 창출을 위해, 글로벌 경쟁력 확보 관점에서 ‘속도’, ‘규모’, ‘AI’에 대한 집중적인 관심과 대응이 필요한 시점이다.

45) 해외에서는 기업가치 1.2조원인 유니콘, 기업가치 12조원인 데카콘도 성장을 지속한다면 지원 대상이지만, 국내는 중소기업의 범위를 벗어나기 때문에 대기업 규제의 대상이 될 가능성이 크다.

참고문헌

[국문자료]

- 김성남(2018), “미래조직 4.0”
- 강준영(2018), “데이터 경제 시대의 기술 혁신과 패러다임 변화”, 산업은행
- 과학기술정보통신부(2018), “인공지능(AI) R&D 전략”
- 과학기술정책연구원(2016), “2016년 고성장 기업의 특성과 성장궤적”
- _____ (2016), “창업대중화의 주역, 액셀러레이터”
- 관계부처 합동(2019), “제2벤처 붐 확산 전략”
- 금융위원회(2018), “사모펀드 체계 개편방향”
- 서정해·이춘우·이장우(2013), “벤처기업의 개념에 관한 벤처경영자의 인식”
- 이은세(2019), “세이프(SAFE) 투자-과거와 현재 그리고 우리 생태계”, beSUCCESS
- 이정우(2016), “창업대중화의 주역, 액셀러레이터”, 과학기술정책연구원
- 박용린·천창민(2018), “한국형 SAFE 도입의 경제적 의의와 법적 쟁점”, 자본시장연구원
- 정보통신기술진흥센터(2017), “ICT 스케일업 기업의 고용창출 효과에 관한 탐색적 분석”
- 정보통신산업진흥원(2019), “국내·외 고성장기업 지원정책 및 시사점”
- 중소벤처기업부(2017), “보도참고자료(중소벤처기업부 직제 시행규칙, 중소기업
부령 제1호)”
- _____ (2017), “고성장 기업, 일반기업에 비해 일자리 창출 역량 월등”
- _____ (2018), “벤처투자 촉진에 관한 법률안 입법 예고”
- _____ (2019), “2018년 벤처투자 동향”
- 한국무역협회(2018), “실리콘밸리를 통해 본 스타트업 트렌드”
- _____ (2019), “미국 스타트업 동향과 시사점”
- _____ (2019), “한·미·중 스타트업 투자 생태계 비교”
- 한국벤처투자(2018), “초기기업(Seed)을 위한 벤처캐피탈 투자계약서 해설서”
- 한국산업기술진흥원(2018), “고용있는 성장을 위한 고성장기업 육성방안”
- 홍재근(2017), “해외 스케일업 생태계 벤치마킹을 통한 맞춤형 정책 연구”, 중소기업
연구원

[영문자료]

Aileen Lee(2013), “Welcome to the unicorn club : Learning from billion-dollar startups”

Bain&Co(2019), “Global Private Equity Report 2019”

Business Insider(Mar. 23. 2015), “An open letter to Y Combinator founders on Demo Day”

CB Insights(2019), “The Global Unicorn Club”

European Commission(2017), “Building a European Data Economy”

_____ (2017), “Enter the Data Economy”

_____ (2018), “DSM : Artificial Intelligence for Europe”

Gregory Gromov(2010), “From the Gold Mines of El Dorado to the Golden Startups of Sillicon Valley”

McKinsey(2018), “Modeling the impact of AI on the world economy”

OECD(2007), “High-growth enterprises and gazelles-preliminary and summary sensitivity analysis”

Peter Cappelli and Anna Tavis(2018), “HR Goes Agile”, Harvard Business Review

PitchBook·NVCA(2019), “Venture Monitor”

PWC·CB Insights(2019), “MoneyTree Report Q4 2018”

Reid Hoffman and Chris Yeh(2018), “Blitzscaling”

Sean Percival(2015), “Field guide to unicorn startups around the world”

Sherry Coutu(2014), “The Scale-up Report on UK Economic growth”