

혁신성장의 혈관, 혁신금융 확대 방안

-문재인 대통령의 혁신금융 비전-

최환석 (민주연구원 연구위원)

경제 역동성이란 기업가정신 발현과 혁신 창출을 통해 경제의 효율성과 생산성이 향상되는 과정을 의미한다. 아이디어와 혁신에 기반한 신생기업이 시장에 진입하면서 새로운 일자리를 창출하고, 시장 경쟁력과 사회적 적합성을 갖춘 기업이 성장하면서 경제 전반의 생산성이 제고된다. 과거 한국은 세계에서 경제가 가장 역동적인 국가 중 하나로 주목받아 왔으나, 최근 역동성이 약화되면서 경제활력 회복을 지연시키는 요인으로 작용하고 있다.

역동성 제고를 위해서는 무엇보다 혁신금융의 확대가 필수적이다. 혁신금융이란 그 동안 위축되었던 금융 본연의 자금 중개기능을 강화하여 생산적인 부문에 대한 자금 공급을 확대하는 것을 의미한다. 새로운 결합을 통한 혁신 창출을 위해서는 기업가에게 필요한 자금을 적시에 공급할 수 있는 금융의 역할이 매우 중요하다. 혁신금융을 통해 벤처기업의 성장 단계별 자금조달 접근성을 강화하고 선도산업을 육성하며, 시장 내 정보 비대칭성 및 금융시장의 취약성을 완화시킬 수 있을 것으로 기대된다.

지난 달 문재인 대통령이 혁신금융 비전을 선포하는 등 그 동안 정부는 생산적 분야로의 자금 공급 확대를 위해 지속적으로 노력해왔다. 하지만 정부의 노력이 성공적인 마중물 역할을 수행하기 위해서는 중장기적으로 민간자본의 투자 활성화를 동반할 수 있는 제도적 방안 마련이 필요하다. 이를 위해 기업 성장 단계별로 다음과 같은 방안에 대해 고민해볼 필요가 있다. 첫째, 기업형 벤처투자(CVC) 확대를 통해 초기단계의 투자를 활성화시킬 수 있을 것으로 판단된다. 높은 정보 비대칭성으로 충분한 투자가 일어나기 힘든 창업 초기단계에서 CVC는 투자기업에 대한 정보를 상대적으로 많이 공유하고 있고, 혁신의 결과물에 대한 전유성 문제가 발생할 가능성이 낮다는 장점을 지닌다. 특히 전통적인 벤처캐피탈이 재무적 목적의 투자를 우선시하는 반면, CVC는 모기업과의 전략적 연계성에 초점을 둔 경우가 많아 투자기업의 성공가능성을 향상시킬 수 있다. 둘째, 성장단계의 벤처투자 활성화를 위해 연기금의 벤처캐피탈 출자확대를 고려해볼 필요가 있다. 투자 전문성과 자금력을 갖춘 연기금의 벤처캐피탈 출자확대를 통해 벤처기업의 혁신성장을 지원하는 것은 물론, 연기금의 투자 수익률을 제고할 수 있을 것으로 예상된다. 마지막으로 M&A 시장 활성화를 통해 투자자금 회수 방안을 다양화하고 민간자본의 투자 유인을 제고시킬 수 있다. M&A 활성화를 통해 투자자금의 회수 가능성과 시장 유동성을 향상시킴으로써 벤처생태계의 질적 성장을 유도할 수 있을 것으로 판단된다.

♣ 이 글의 내용은 집필자의 의견이며, 민주연구원의 공식 견해가 아님을 밝힙니다.

1. 혁신금융 필요성

□ 최근 한국 경제의 역동성(dynamism)이 약화되면서 경제활력 회복이 지연

○ 경제 역동성은 기업가정신과 혁신에 바탕한 창조적 파괴를 통해 자원배분 효율성과 생산성이 향상되는 과정을 의미¹⁾

- 아이디어와 혁신에 기반한 신생기업이 시장에 진입하면서 새로운 일자리 창출에 기여
- 경쟁력과 사회적 정합성(legitimacy)을 갖춘 기업의 성장을 통해 평균적인 기업의 질이 향상²⁾
- 장기적으로 역량이 부족한 기업이 퇴출되고 새로운 혁신적 기업이 그 자리를 채우는 과정이 반복되면서 경제 전반의 생산성이 제고

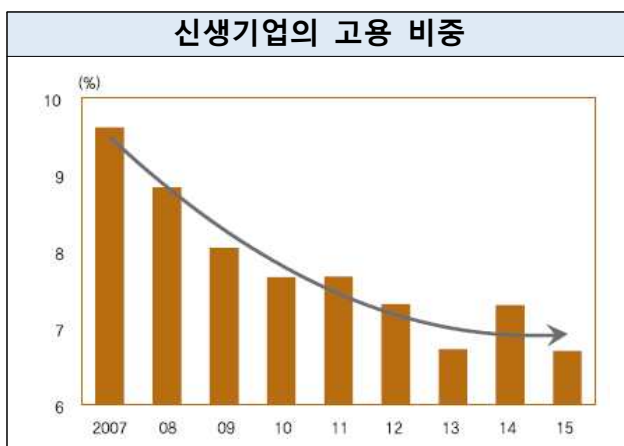
○ 그러나 한국 경제의 역동성이 위축되면서 최근 경제활력 회복을 지연시키는 요인으로 작용

- 한국 경제의 경제 역동성지수는 지난 15년간 지속적으로 하락*하는 흐름을 시현³⁾

* 경제 역동성지수(p): ('02) 4.48 → ('16) 1.57

- 신생기업의 시장 진입과 성장이 위축되면서 양질의 일자리 창출과 경제적 자원의 효율적 배분을 제한
- (신생기업 진입) 신생기업의 시장 진입률이 하락하고, 이들의 고용 비중 및 일자리 창출 기여율 역시 지속적으로 감소
- (기업 성장) 일자리 창출과 생산성 개선 기여도가 상대적으로 큰 고성장 젊은 기업(일명 가젤 기업)*이 감소하는 흐름

* 혁신적이고 생산성이 높은 일부 창업기업만이 생존에 성공하기 때문에 일자리 창출과 생산성 개선에 고성장 젊은 기업이 매우 중요한 역할을 담당함



자료: 한국은행, 통계청



자료: 한국은행, 통계청

1) Schumpeter, J. (1942), Capitalism, Socialism, and Democracy, Harper.

2) Bosma, N., V. Schutjens, and E. Stam (2006), Creative destruction and regional competitiveness, EIM Research Report H200624, Zoetermeer, NL..

3) 이정익, 조동애 (2017), 우리 경제의 역동성 점검, 한국은행 조사통계월보.

□ 경제 역동성 강화를 위해서는 혁신금융을 통한 벤처기업 자금지원 확대와 생산적 분야에 대한 투자 촉진이 필수적

○ 혁신금융 확대는 그 동안 위축되었던 금융 본연의 자금 중개기능을 강화하여 생산적 부문에 대한 자금 공급을 확대하는 것을 의미

- 「Other People's Money」의 저자인 John Kay는 금융의 본질적인 기능을 지급·결제 기능, 대출자와 차입자 간의 자금 중개기능, 개인의 자산관리 및 리스크관리로 구분

- 글로벌 금융위기 이후 금융기관들의 레버리지 거래나 모기지 금융에 대한 과도한 쏠림현상이 경제 역동성을 저해시키고 금융시장의 취약성(vulnerability)을 증폭시킨 주요 원인 중 하나로 지목*

* 시카고대학 경제학과 교수인 Raghuram Rajan은 자본주의의 역동성을 저해하는 주범으로 대형 금융회사를 지목하였고, 전 영국 금융감독청장인 A. Turner는 금융회사가 혁신적인 사업에 자금을 공급하기보다는 부동산 투자, 레버리지 투자 등을 과도하게 확대했기 때문에 금융시장 불안이 증가하였다고 주장

○ 이와 유사하게 한국 역시 금융회사의 보수적 경영방식과 민간자금의 부동산 시장 쏠림 등으로 금융의 생산적 자금 중개기능이 제한적으로 작동

- 금융위기 이후 은행권이 가계대출 위주의 소매금융에 집중*하고, 기업대출에서도 담보·보증 등 안전자산 위주의 대출에 편중**하면서 금융의 생산적 기능이 약화

* 국내 은행 대출잔액 중 가계대출 비중(%): ('13) 43.8 → ('15) 44.6 → ('17) 46.5

** 기업대출 중 담보대출 비중(%): ('08) 54.4 → ('12) 61.2 → ('17) 68.2

- 장기간의 저금리 기조로 빠르게 확대된 시중 민간자금 역시 부동산 쏠림이나 부동산화* 현상이 심화되면서 전체적인 투자활력이 감소

* 부동산자금 추이(조원): ('08.1) 496 → ('14.1) 721 → ('18.11) 1,084

○ 이로 인해 역량 있는 벤처기업의 진입과 성장이 제한되고 있으며, 경제 역동성 강화를 위해 혁신금융의 확대가 필요

- 새로운 결합을 통한 혁신 창출을 위해서는 기업가에게 필요한 자금을 적시에 공급할 수 있는 금융의 역할이 중요⁴⁾

- 현재 담보 여력이나 신용등급이 상대적으로 제한적인 벤처기업 및 비상장 중소기업을 중심으로 자금 확보 어려움이 가중되는 상황

- 생산적인 부문에 대한 자금중개 기능을 강화하여 기업가정신을 활성화하고 경제의 역동성을 제고할 필요

4) Schumpeter, J. (1912), The theory of economic development, Oxford University Press.

II. 기대효과

□ 혁신금융 확대를 통해 혁신 창업생태계 구축, 선도산업의 육성, 시장 내 정보 비대칭성 및 금융 시장 취약성 완화를 유도

○ (혁신 창업생태계 구축) 기업 성장단계(growth cycle)별 자금조달 접근성 강화를 통한 혁신 창업생태계 구축

- 기업 성장단계별 특성과 위험을 반영한 모험자본(entrepreneurial capital)*을 확대하여 '창업-성장-성숙-회수'로 이어질 수 있는 창업생태계 구축

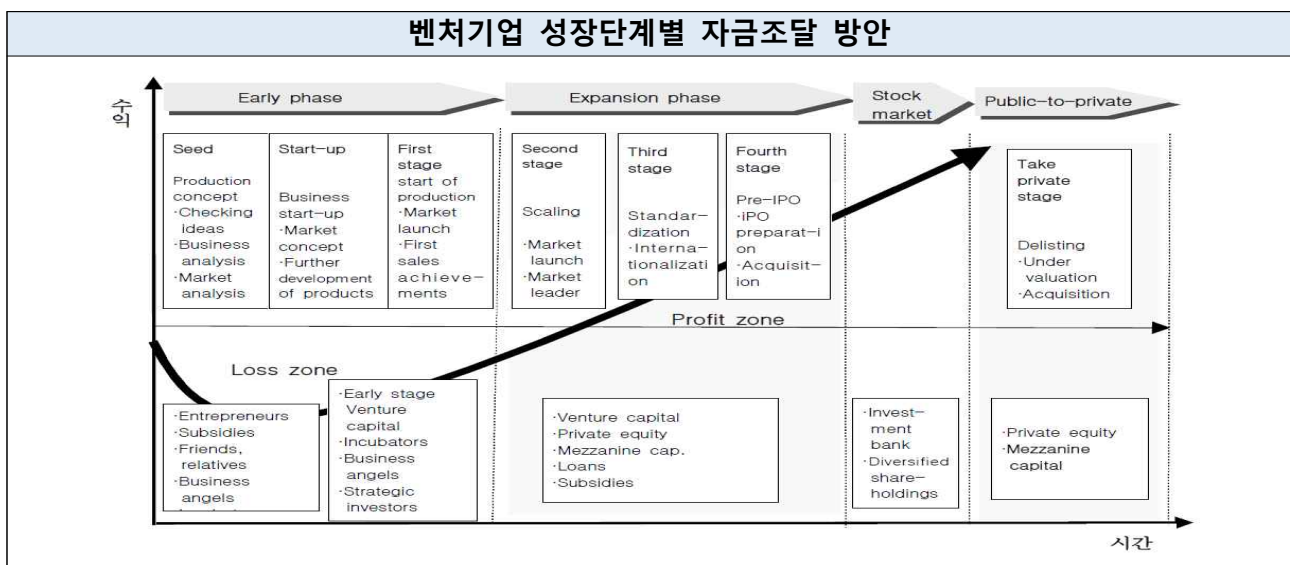
* 모험자본은 혁신형 창업기업의 자금조달과 성장을 지원하는 전문투자자를 포괄하여 지칭하는 용어로 잠재력이 뛰어난 기업을 선별하고 이들에게 자금과 정보, 노하우 등을 지원하며, 투자대상 기업의 투명성을 개선시킴으로써 기업성과를 향상시키고 궁극적으로 고용창출과 경제성장을 유도하는 것으로 알려져 있음)

- 특히 한국은 정부 지원이 예비창업이나 창업초기(1~3년) 단계에 집중되어 있어 창업기업의 5년 후 생존율이 OECD 국가 중 최하위 수준을 기록*하는 등 죽음의 계곡((death valley) 단계에서 벤처기업들이 큰 어려움에 봉착

* 창업기업 5년 후 생존율(% , '17): 프랑스 44.2, 영국 41.0, OECD 평균 40.9, 독일 38.3, 한국 27.5

- 고성장 젊은 기업에 대한 장기자금 지원을 강화하여 경제 전반의 일자리 창출과 생산성 개선을 유도하는 한편,
- 재기와 도전이 순화될 수 있는 생태계 구축을 통해 창업의 질적 내실화 추구*

* 미국은 실패-재도전의 병목현상 해소를 위해 실패자의 재창업을 지원하고 있으며, 이스라엘 역시 요즈마 펀드 등을 통해 실패경험이 있는 창업가에 대한 지원을 지속



자료: OECD (2013), Policies for seed and early stage finance: Findings from the 2012 OECD financing questionnaire.

5) Lerner, J. (1999), The government as venture capitalist: The long-run impact of SBIR program, The Journal of Business, 72(3): 285-318.

- (선도산업 육성) 불확실성이 높은 선도산업에 대한 투자를 촉진하고 신성장동력을 발굴
 - 리스크가 높거나 불확실성이 큰 산업은 시장실패로 인해 민간투자가 자체적으로 활성화되기 어려운 구조적 문제가 존재
 - Stiglitz and Greenwald(2014)는 리스크가 높은 영역에서 시장은 효율적이지 않다고 언급하며, 학습(learning)이 요구되거나 4차 산업혁명과 같이 불확실성이 큰 분야에 대해서는 적극적인 정부의 역할이 필요하다고 주장⁶⁾
 - Mazzucato(2015) 역시 불확실성이 매우 높은 신기술에 대해서는 민간투자가 활성화되기 쉽지 않기 때문에 산업자금, 정책금융 등 국가 또는 정부 지원의 필요성을 강조⁷⁾
 - 혁신금융을 통해 이러한 시장실패를 완화하고 불확실성이 높은 선도산업에 대한 투자를 촉진하여 새로운 성장동력을 발굴
- (정보 비대칭성 완화) 전문적 금융기관을 통해 벤처기업 내외부 간의 정보 비대칭성을 완화시키고 시장 내 자금조달 접근성을 강화
 - 일반적으로 벤처기업은 담보가치가 제한적이고 지식과 기술 등 무형자산에 대한 전유성 문제가 발생할 가능성이 높기 때문에 기업 내외부 간의 정보 비대칭성이 매우 크게 발생⁸⁾
 - 금융기관은 자금의 중개자(intermediary)로서 자금 수요자 및 공급자의 신용상태 평가, 지원 대상 선별, 도덕적 해이 방지를 위한 감시, 정보의 수집 및 축적 등의 역할을 수행
 - 벤처기업에 대한 금융기관의 내재가치 및 위험 평가, 거래 중개 등의 역할을 통해 기업 내외부 간의 정보 비대칭을 완화시키고 실물경제의 발전을 유도할 수 있음⁹⁾
- (금융시스템 취약성 완화) 경기변동 및 리스크 발생에 따른 시스템 변동성 완화
 - 레버리지 및 파생상품 거래 등에 대한 금융기관의 과도한 투자행태는 금융시스템의 잠재적 취약성을 확대시키는 요인으로 작용*
 - * 글로벌 금융위기 역시 미국 대형은행의 모기지 상품을 활용한 과도한 부동산 대출 및 그에 따른 파생효과가 주원인으로 지목
 - 또한 금융권의 경기순응적 경영방식은 경기상승기에는 과잉투자, 경기하락기에는 과소투자의 부작용을 초래하는 등 경기진폭을 확대시키는 요인으로 작용
 - 생산적 금융 확대에 따른 실물경제 활성화는 금융시장 내 급격한 변동성 발생에 따른 영향이 경제 전반으로 확산될 수 있는 리스크를 완화시킬 수 있음

6) Stiglitz, J., and Greenwald, B. (2014), Creating a learning society: A new approach to growth, development, and social progress, Columbia University Press, NY.

7) Mazzucato, M. (2015), The entrepreneurial state: Debunking public vs. private sector myths, Anthem Press, London.

8) Mansfield, E., John, R., Anthony, R., Samuel, W., and George, B. (1977), Social and private rates of return from industrial innovations, The Quarterly Journal of Economics, 91(2): 221-240.

9) Schumpeter, J. (1912), The theory of economic development, Oxford University Press.

Ⅲ. 활성화 방안에 대한 제언

□ 그 동안 생산적 분야로의 자금공급 확대를 위한 정부의 노력이 지속되면서 일부 가시적인 시장 성과를 달성

- 정부는 최근 ‘혁신금융 추진 방향’을 발표하는 등 혁신금융 확대를 통해 역량 있는 스타트업과 중소기업을 육성하기 위해 적극적으로 노력
 - 기존의 부동산담보, 가계금융 위주에서 기업금융 고도화, 기술혁신 촉진을 위한 ‘미래성장성·자본시장’ 중심으로 금융 패러다임을 전환
 - 다양한 기업금융 수요에 대응하기 위해 대출-자본시장-정책금융을 맞추는 혁신금융 시스템 구축
- 이러한 노력으로 기업부문 자금흐름 개선, 자본시장 활성화, 가계부채 안정화 등 일부 성과 달성
 - (기업대출) '17년 이후 중소기업 대출이 상당폭 확대되는 등 기업부문에 대한 자금흐름 개선*
 - * 중소기업 대출잔액 추이(조원): ('16) 611 → ('17) 655 → ('18) 696
 - (자본시장) 코스닥시장 신규상장 및 거래량이 꾸준히 증가*하는 등 자본시장 활성화
 - * 신규상장(개)/일거래량(조원) : ('16년) 70 / 3.39 → ('17년) 78 / 3.69 → ('18년) 90 / 4.93
 - (가계부채) 가계부채 증가율은 5년만에 최저 수준으로 안정화
 - * 가계부채 증가율(%): ('13년) 5.7 → ('15년) 10.9 → ('17년) 8.1 → ('18년) 5.8

혁신금융 추진 방향 주요 내용

- ① 기업여신시스템 전면 혁신
 - 일괄담보제도 도입: 기업의 다양한 이중기업의 다양한 이종(異種)자산을 포괄하여 한 번에 담보물을 평가-취득-처분
 - 미래성장성 및 수익성 기반 평가: 기술-신용평가를 통합한 여신심사모형 내재화, 기업의 미래성장성 및 수익성 기반 평가 인프라 구축
 - 포괄적 상환능력 평가시스템: 모든 자산 + 기술력 + 미래성장성을 통합한 여신시스템 구축
- ② 모험자본 공급을 위한 자본시장 혁신
 - 대규모 모험자본 육성: 성장지원펀드 운용방식 개선 등 대규모 성장자금 지원시스템 마련, 사모펀드 및 대형투자은행 활성화 등
 - 코스닥, 코넥스 시장 활성화: 코스닥 맞춤형 상장기준 마련, 코넥스 신속이전상장 전면 도입
 - 자본시장 세제 개편: 증권거래세율 인하, 금융세제 선진화 추진
- ③ 선제적 산업혁신 지원
 - 산업구조 고도화 지원 확대: 사업재편 및 R&D 집중 지원, 시장중심 구조조정 확대
 - 서비스 산업 혁신 견인: 서비스업 구조개선, 신서비스 창출 지원

□ 다만 정부의 혁신금융 확대 노력이 성공적인 마중물 역할을 수행하기 위해서는 민간자본의 투자 활성화를 동반할 수 있는 제도적 방안 마련이 필수적

○ 기본적으로 민간투자자의 투자유인을 확대시켜 시장 참여를 촉진시키는 방안을 마련할 필요

- 중소기업금융 전문투자중개회사 및 개인 전문투자자 진입요건 개선, 비상장기업 투자전문회사 제도 도입 등을 통해 전문투자자 육성 및 역할 강화
- 벤처투자 및 코넥스시장 활성화 방안을 마련하여 민간자금의 혁신기업에 대한 투자유인 확대
- 정책금융의 레버리지 효과를 통한 실효성 있는 성과 달성을 위해 시중은행 등 민간자본 유입을 적극 유도*

* 산업은행과 한국성장금융이 혁신 벤처기업의 성장을 지원하기 위해 공동으로 조성한 성장지원펀드의 '19.1.11자 결성액 2.4조원 중 시중은행 참여는 0.2조원(비중 7.9%) 수준에 불과

○ 한편 중장기적으로 벤처기업의 성장 단계별 민간자본 투자 확대를 위해 다음과 같은 방안에 대해 고민해볼 필요

(초기단계) 기업형벤처투자(CVC) 확대

- CVC는 모기업이 자체적으로 설립한 벤처캐피탈이나 모기업 내부의 투자팀에서 벤처기업에 투자하는 형태의 벤처캐피탈을 의미
- 벤처기업에 대한 CVC 확대는 초기단계의 투자 활성화*에 큰 기여를 할 수 있을 것으로 기대
- * 실제 CVC 투자가 활성화되어 있는 미국의 경우 CVC의 창업 초기단계 벤처기업에 대한 투자금액 비중이 80% 수준을 차지하며 초기단계 벤처투자에 큰 역할을 담당¹⁰⁾
- 이는 높은 정보 비대칭성 등으로 인해 충분한 투자가 이루어지기 힘든 창업 초기단계에서 CVC는 상대적으로 투자기업에 대해 많은 내부정보를 공유하고 있고, 혁신의 결과물에 대한 전유성(appropriability) 문제가 발생할 가능성이 낮다는 장점을 지니기 때문
- 또한 전통적인 벤처캐피탈이 전환우선주 형태의 재무적 목적 투자를 우선시하기 때문에 벤처 기업을 지원하거나 경영에 대한 감시를 수행하는 역할이 제한적일 수 있는 반면,
- CVC는 모기업과의 전략적 연계성에 초점을 둔 보통주 형태의 투자가 많아 투자기업의 경영을 적극 지원하고 장기적인 전략관계를 유지함으로써 투자기업의 성공가능성을 향상시킬 수 있음

(성장단계) 연기금의 벤처캐피탈 출자확대

- 현재 국내 연기금의 벤처캐피탈 출자 비중은 자금결성투자 기준 10% 미만에 그치며 상당히 제한적인 수준*
- * 국민연금의 기금투자대비 대체투자 비중은 '17년 기준 10.7%를 기록하며 대체적으로 증가하는 흐름을 보이고 있으나, 대체투자대비 벤처캐피탈 출자비중은 0.6% 수준에 불과

10) Chesbrough, H. W. (2002), Making sense of corporate venture capital, Harvard Business Review.

- 투자 전문성과 자금력을 갖춘 연기금의 벤처캐피탈 출자확대를 통해 벤처기업의 혁신성장을 지원하는 것은 물론, 연기금의 투자 수익률을 제고할 수 있을 것으로 예상

(회수단계) M&A 시장 활성화

- 해외의 경우 M&A가 투자자금 회수의 핵심 수단 중 하나로 작용하고 있지만, 국내 벤처투자 자금회수는 대부분 기업공개(IPO)를 통해 이루어지는 불균형한 패턴을 보이고 있는 실정*

* '17년 기준 국내 벤처투자 회수에서 M&A는 금액기준으로 기업공개에 14%에 불과한 반면, 미국과 유럽은 각각 77%, 92%에 달하는 것으로 나타남¹¹⁾

- 그러나 창업 이후 기업공개까지 평균 12년 이상이 걸리는 반면, 벤처펀드의 평균 존속기간은 6~7년에 불과해 근본적으로 민간자본의 투자 활성화가 이루어지기 어려운 구조
- 혁신창업 생태계가 성공적으로 작동하기 위해서는 벤처기업으로 모험자본이 지속적으로 투자 되고, 투자된 자금이 원활하게 회수되는 시스템이 필수적
- 벤처생태계의 지속적인 질적 성장을 위해서는 투자회수의 불확실성을 축소시키고 투자회수에 걸리는 기간을 단축하여 민간의 투자 유인을 획기적으로 제고시킬 필요가 있으며,
- M&A 시장 활성화는 민간투자자가 자금을 보다 짧은 시간에 회수할 수 있도록 유동성을 공급하는 중요한 기능을 수행할 수 있을 것으로 기대

11) 연태훈 (2019), M&A 확대를 통한 혁신창업 활성화, 한국금융연구원.