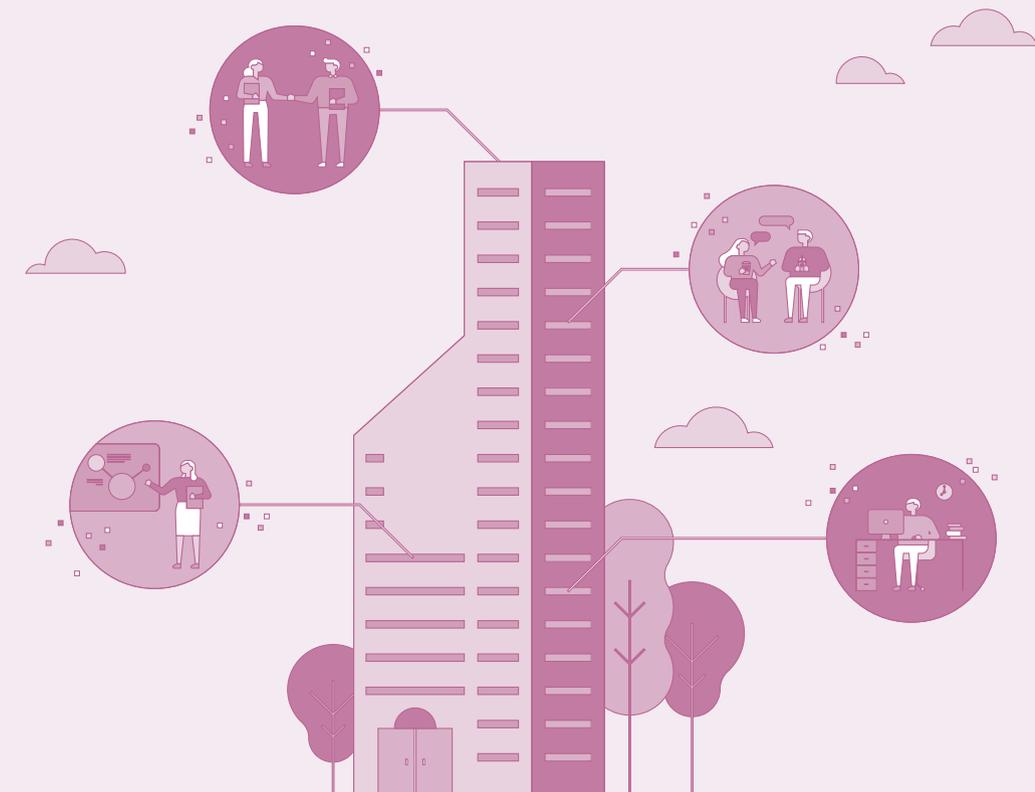


# 혁신창업 활성화를 위한 중소벤처기업 자금공급 확대방안 연구

향후 상법에 CN과 SAFE의 발행 근거를 도입하여 합법적인 발행이 이루어질 수 있도록 할 필요가 있으며, 이어 「중소기업창업법」 등 벤처투자 관련법에 CN과 SAFE를 열거하거나, 투자대상을 한정적 열거주의에서 포괄주의로 전환하거나 현행 한정적 열거주의를 예시적 열거주의로 전환하고 중기부장관이 지정할 수 있도록 위임 규정을 도입하는 방안을 고려할 수 있을 것이다.

한정미(한국법제연구원 산업·경제·금융법제연구실 선임연구위원)  
성희환(인하대학교 법학전문대학원 교수)



## I. 연구의 배경 및 목적

최근 기업의 생태계를 보면 그 변화의 주기가 매우 빠르게 나타나고 있으며, IT기술을 기반으로 하는 기업이 기술력 및 혁신성을 갖춘 경우가 증가하였다. 이들에게는 혁신적인 기술이나 경영방식의 지속적인 개발과 함께 창업이나 초기 운영을 위한 자금조달, 특히 기업들의 투자유치면에서는 장기적인 투자를 유인할 수 있도록 하는 제도적 기반의 문제가 크게 대두되고 있다.

혁신성을 갖춘 기업이나 벤처기업들의 창업과 성장을 위해서는 초기 모험자본의 조달이 가장 큰 문제가 되고 있으며, 현행 회사법제 등에서 규정되고 있는 자본조달 방식을 통해서는 혁신적인 기술기반기업이나 벤처기업들이 수월하게 자금을 조달하기 어려운 상황이라 할 수 있다.

미국, 중국, 홍콩 등 자본조달 시스템이 발달한 국가에서도 최근 주식 발행 및 회수 관련 다양한 제도의 변화가 나타나고 있으며, 창업기업이나 기술기반 기업들에 대한 적극적인 투자유치를 위한 지원정책으로 주식발행 관련 회사법을 개정하거나 증권거래소 규정을 개정하는 등 기존의 정형적인 틀을 벗어나는 방식의 투자에 대한 허용을 추진하고 있다. 기술기반 기업의 성장이나 혁신기업의 창업활성화는 기업 자체의 성장에 그치는 것이 아니라 미국 실리콘밸리 벤처기업들의 자금조달 사례, 구글의 기업공개 사례, 페이스북의 기업공개 사례, 중국 알리바바의 뉴욕증시 상장사례 등을 통해 보면, 외국투자자본의 유입이나 국내기업의 투자제도 제한 문제로 인한 해외이전을 방지하여 국가 전체의 경제성장과도 직접적인 관련이 있는 것으로 나타나고 있어 정부 차원에서 적극적인 정책을 추진하고 있는 것으로 판단된다.

우리나라에서도 「중소기업창업 지원법(이하 ‘중소기업창업법’이라 함)」을 통한 창업지원 및 자금지원, 「벤처기업 육성에 관한 특별조치법(이하 ‘벤처기업법’이라 함)」에 따른 투자유치 지원 및 투자기구를 통한 투자활성화 정책을 추진하고 있으나 이 법들에서 제시되고 있는 투자방안 및 창업활성화를 통해서는 “혁신창업 생태계 조성”을 위한 자금조달의 다양화, 창업자의 창업정신이 유지되는 외부자금조달 방식의 결여 등 한계가 있는 것으로 볼 수 있다.

새로운 자금조달 수단에 대해서는 많은 방식이 논의될 수 있을 것이나 이 연구에서는 중소벤처기업이 창업단계 또는 창업 후 성장단계에서의 자금조달이 원활히 이루어질 수 있는 방안을 중점으로 판단하여, 오랫동안 논의가 되어 온 차등의결권제도 Dual Class Stock, 기존의 자금조달체계에 해당하지는 않으나 주요국에서 활용되고 있는 컨버터블 노트 Convertible Note 및 세이프 SAFE: Simple Agreement for Future Equity라는 새로운 유형의 자금조달제도에 대해 집중하여 검토하고 이 제도들에 관한 국내 도입방안을 제시하는 것을 목적으로 한다.

## II. 중소벤처기업 자금조달 관련 문제점

중소벤처기업의 경우 창업 이후 기간이 길지 않기 때문에 법인의 신용이나 창업자의 신용이 높지 않은 경우가 많고 특히 벤처기업의 경우 주로 벤처기업을 창업한 창업자의 기술력 등 인적자원이 바탕이 되는 것이기 때문에 금융권에서 주로 활용하는 담보로 제공할 만한 유형자산을 갖추고 있지 않은 경우가 많다.

통계에 따르면, 개인사업자로 창업하게 되는 경우나, 법인사업자로 창업하게 되는 경우 모두 자기자금이 90%를 넘는 비율을 차지하는 것으로 나타나고 있는데, 이는 외부자금 조달로 인한 경영권 침해를 받고 싶어 하지 않는 이유도 있는 것으로 보인다.

주식회사 등 법인에 있어서는 외부 자금의 조달이 기업의 경영권과 직접적인 영향관계에 있으며, 외부자금의 유입은 결국 창업자 또는 대표자에 대한 경영권 위협으로 작용할 가능성이 있기 때문이다.

### III. 차등의결권제도 검토 및 해외 입법례

차등의결권을 도입한 기업의 경우 안정적인 장기투자가 가능하도록 하면서, 헤지펀드에 의한 공격에 대한 경영권을 방어하기 위한 수단으로 활용하는 것으로 알려져 있다. 기업의 확장과 자금수요에 따라 증권시장에 상장을 하지만, 창업자의 개인기업적인 속성은 계속 유지해야 한다는 점이 차등의결권제도 도입의 이유로 제시되고 있는 것이다.

우리나라는 대주주의 경영권 남용 가능성 등을 이유로 차등의결권 제도를 도입하지 아니하였으나 미국·일본·프랑스 등 경제협력개발기구(OECD) 30개국 중 20개국 이상이 차등의결권 도입 중인 것으로 나타났다.

외국의 경우 차등의결권을 도입한 대표적인 기업으로 구글, 페이스북, 그루폰 링크드인, 알리바바 등이 있는데, 미국의 S&P 100대 기업의 경우 2014년도 이래 9.0%의 비율을 유지해온 반면 실리콘밸리 150대 기업의 경우 2011년 2.9%를 기록한 이후 지속적인 성장을 보이다 2017년 처음으로 하락 추세를 보이고 있으며, 실리콘밸리 기업만을 살펴본 Fenwick & West LLP의 자료와 달리 미국 전체 기업의 차등의결권 도입 추이를 살펴보면 오히려 도입률이 증가하는 것으로 분석되었다.

다만, 미국에서는 차등의결권 등 종류주식에 관하여 모범회사법의 원칙적인 규정을 각 주에 반영하는 반면, 실제 주식이 유통되는 증권거래소의 규칙은 그 시대에 따라 상장허용 및 금지의 태도가 변화되어 왔다는 점을 고려할 필요가 있다.

한편, 홍콩은 회사법상 원칙적으로 1주 1의결권 원칙이 적용되지만, 정관으로 달리 정할 수 있도록 하고 있는데, 2018년 2월 “신생·혁신기업을 위한 상장제도(Listing Regime for Companies from Emerging and Innovative Sectors)”라는 보고서를 발간하고 신생혁신기업 상장활성화를 위해 혁신성장기업의 상장, 바이오 기업의 상장에 대한 혁신적인 제도개선을 예고한 이후 2018년 4월 30일부터는 이를 완화하여 차등의결권구조를 가진 혁신적인 회사의 경우 상장을 허용하였다.

여기에서 혁신기업의 요건을 보면 ① 기업의 성공이 핵심사업에 있어서의 신기술의 적용, 혁신, 또는 기존 기업과 해당 기업을 차별화하는 새로운 비즈니스 모델에 의한 것일 것, ② 연구개발(R&D)이 기업의 기대가치의 중요한 기여부분을 차지하며, 주요 활동 및 비용을 구성할 것, ③ 기업의 성공이 그 고유한 특징이나 지적재산으로 인한 것임을 입증할 수 있을 것, ④ 유형자산의 시가총액이나 무형자산 가치가 현저히 클 것이 제시되었다.

또한, 중국의 경우 회사법에서 1주 1의결권 원칙을 기본으로 하고 유한책임 회사에 한하여 정관으로 정하는 경우에 한하여 의결권을 달리 정할 수 있도록 하고 있는데, 2018년 9월 26일 국무원은 “혁신 창업 고질량 발전에 관한 혁신과 창업 업그레이드판 의견”을 통해, 혁신창업기업이 직접적으로 자금을 조달할 수 있는 통로를 확장하기로 발표하고 정책의 추진을 위하여 과학기술기업에 대해서 차등의결권을 채택한 지배구조를 허용하는 내용의 회사법 등 법률규범과 자본시장 관련 규칙의 개정을 추진하고 있다.

#### IV. 차등의결권 도입 방안

차등의결권제도는 창업초기 기업에게 유용한 제도라기보다는 중소벤처기업이 성장단계에 있을 때 장기적인 책임경영 체제를 확립하고, 기업이 정신을 보장하며, 장기투자가 가능하도록 하는 제도이다. 따라서 중소벤처기업에 대한 적용을 전제로 구체적인 적용대상은 「벤처기업법」상의 벤처기업을 주 대상으로 하고 추가적인 혁신성을 고려하여 창업자에 대해 확대할 필요가 있다.

다만, 공개기업에 대한 적용 여부에 대해서는 신규기업공개시에만 허용하는 것으로 하고 투자자보호 및 제도의 중소벤처기업의 성장을 지원한다는 취지를 고려하여 기존 공개회사의 경우에는 차등의결권 도입을 허용하지 않도록 할 필요가 있으며, 동일한 논리로서 차등의결권주주가 사망하는 경우에는 일반주로 환원된 주식의 상속이 있도록 해야 할 것이며, 양도되는 경우에도 일반주로 환원된 형태로 양도되도록 해야 할 것이다.

#### V. 컨버터블 노트와 세이프 검토 및 도입방안

컨버터블 노트(Convertible Note, 이하 "CN"이라 함)란 계약서 상 약정한 시점 또는 투자자가 전환권을 행사하는 시점에 주식으로 전환하거나 원금을 상환 받을 수 있는 투자 방식을 말한다. CN은 법적 발행근거가 없는 새로운 자금조달 수단으로서 전환가액을 다른 투자자들의 후속투자시에 결정되도록 하고 있는 것이므로 초기 투자 시에 기업과 투자자 간 협상의 가장 큰 이슈인 기업가치 산정과 이에 따른 전환가액 책정의 어려움을 해소하고 신속한 투자협상이 가능하다는 장점이 있다.

한편, 조건부지분인수계약SAFE: 'Simple Agreement for Future Equity'. 이하 "SAFE"라 함은 미래자산을 위한 단순한 계약의 한 유형으로서 채무적 성격이 없는 전환권에 해당하는 것으로 CN을 대체하고자 탄생하였으며, 기업 입장에서는 만기와 이자의 부담이 있는 CN보다 만기와 이자 부담이 없는 SAFE를 선호하는 것으로 나타났다.

CN의 구조는 ① 기업가치 산정 상한액(Valuation Cap), ② 할인율(Discount Rate), ③ 금리/이율(Interest Rate), ④ 만기일(Maturity Date)에 관한 사항을 정하는 방식으로 설계되며, SAFE의 구조는 CN과 비슷하게 ① 기업가치 산정 상한액(Valuation Cap)과 ② 할인율(Discount Rate)을 핵심 요소로 하지만, CN과 달리 만기와 이율 요소는 없다.

CN 과 SAFE는 법에 투자대상으로 직접 규정되어 있지 않다 해도 개인간 민사약정으로 얼마든지 투자 가능할 것이나, 투자가 가능하다는 것과 기업이 SAFE나 CN을 체결 또는 발행하는 것이 가능하다는 것은 별개의 문제일 것이므로 추가적인 고려가 필요한 부분이 있다. 즉, 기업 입장에서는 회사법적 문제가 발생할 위험이 크기 때문에 법상 투자대상으로 열거되느냐에 관계없이 여전히 이러한 계약이나 증권의 발행을 기피할 가능성이 높을 수 있기 때문이다.

따라서 회사법적으로 유가증권법정주의 논란이 해결되지 않는 한 이러한 방식의 투자가 활성화되기는 어려울 수 있으므로 향후 「상법」에 CN과 SAFE의 발행 근거를 도입하여 합법적인 발행이 이루어질 수 있도록 할 필요가 있으며, 이어 「중소기업창업법」 등 벤처투자 관련법에 CN과 SAFE를 열거하거나, 투자대상을 한정적 열거주의에서 포괄주의로 전환하거나 현행 한정적 열거주의를 예시적 열거주의로 전환하고 중기부장관이 지정할 수 있도록 위임 규정을 도입하는 방안 고려할 수 있을 것이다. 다만 이 경우에도 CN, SAFE는 초기벤처기업의 특수성을 고려한 제도임을 감안하여 상장회사에게는 활용 가능성을 배제하는 것이 타당할 것이다.



QR코드를 스캔하면 한국법제연구원에서 발간한 <혁신창업 활성화를 위한 중소벤처기업 자금공급 확대방안 연구> 전문을 볼 수 있습니다.