

생산적 금융의 의미와 과제

김자봉
(은행법학회장,
한국금융연구원 선임연구위원)

목차

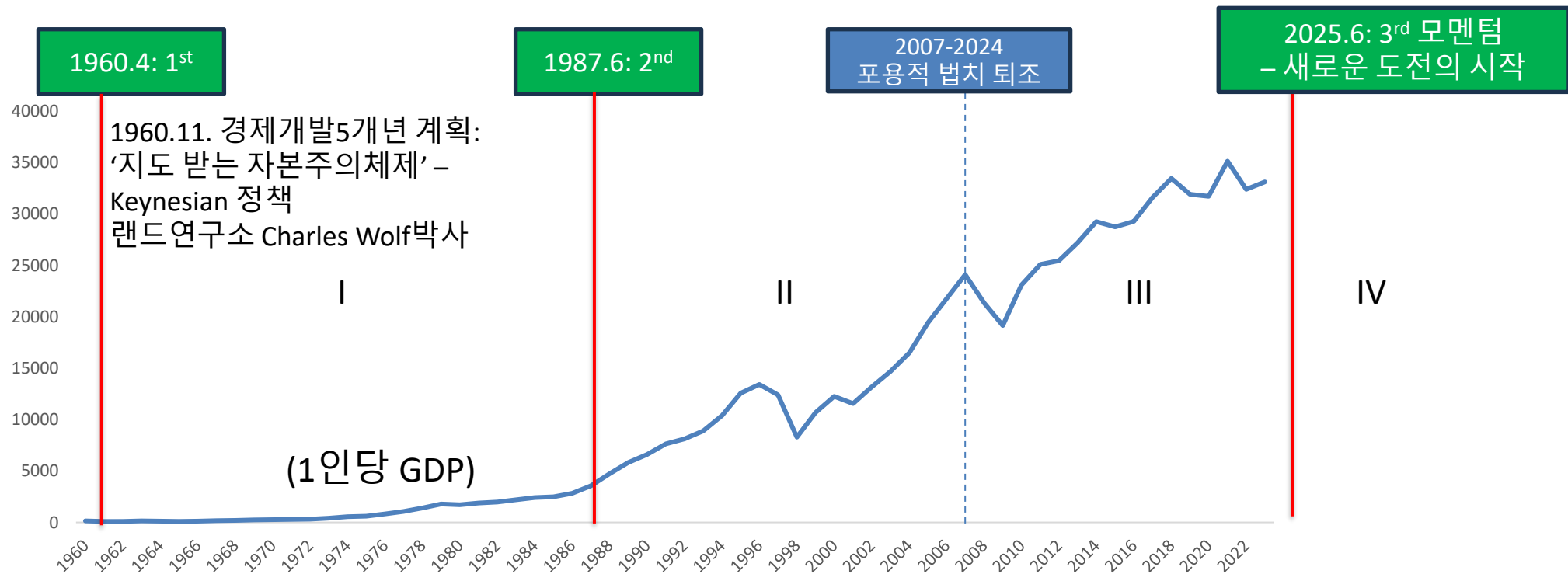
- 1) 한국경제의 두 가지 근본문제
- 2) 생산적 금융의 의미: 진짜성장과 기술선도성장
- 3) 생산적 금융의 해외 사례
- 4) 과제

목차

- 1) **한국경제의 두 가지 근본문제**
- 2) 생산적 금융의 의미: 진짜성장과 기술선도성장
- 3) 생산적 금융의 해외 사례
- 4) 과제

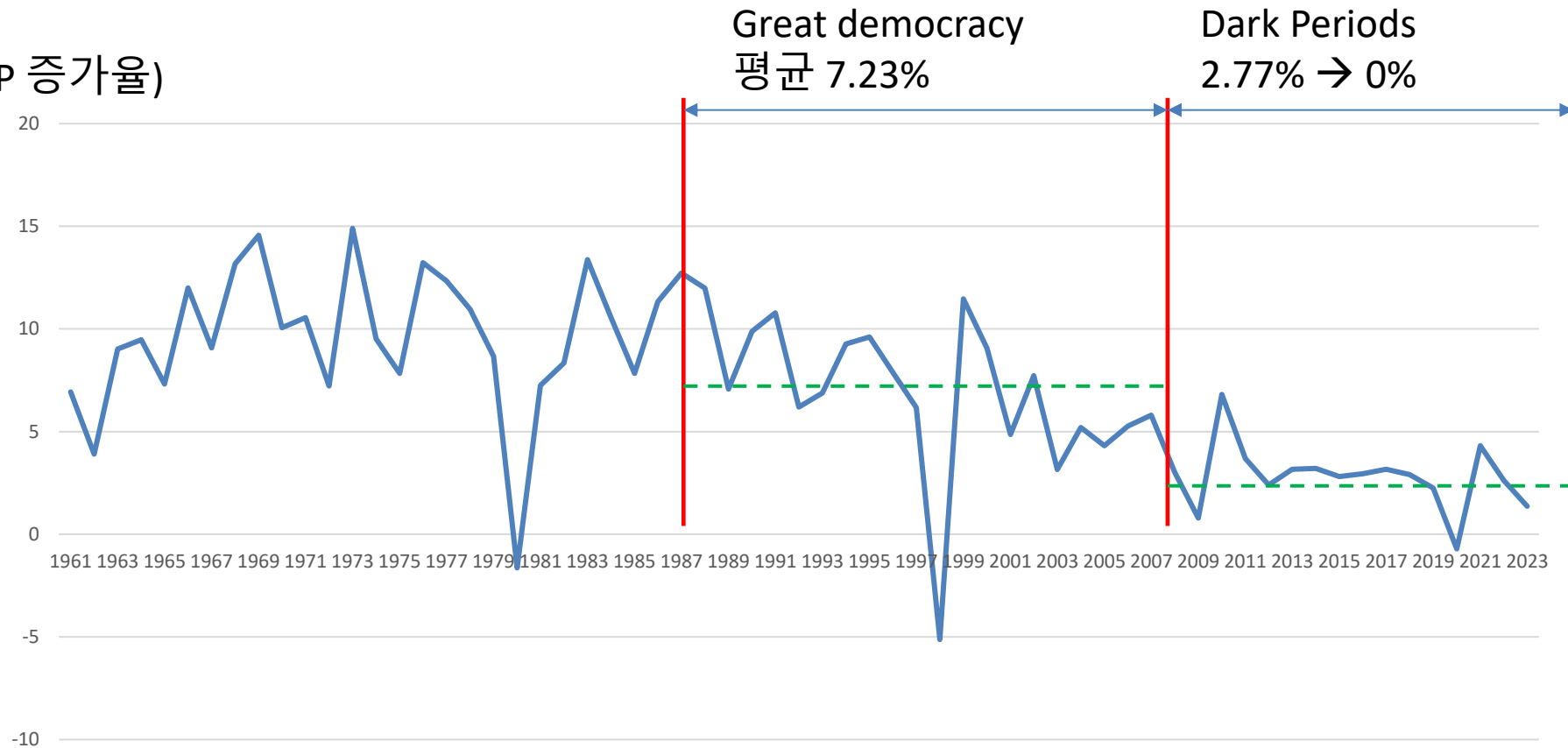
한국: 민주주의 정치경제학의 글로벌 사례

- 인과관계: 민주화(포용적 법치: 창의성, 다양성, 공정성) → 산업화(경제성장). Not vice versa.
 - Acemoglu and Robinson(2012). <Why Nations Fail(2012)>: 제3장 번영과 빈곤의 기원 – “38선의 경제학”
 - GDP 총합 비율: $\text{sum}(1987-2023)/\text{sum}(1960-2023)*100=97.02\%$



근본문제1: 성장률의 지속적인 하락 – 모방성장의 필연적 결과

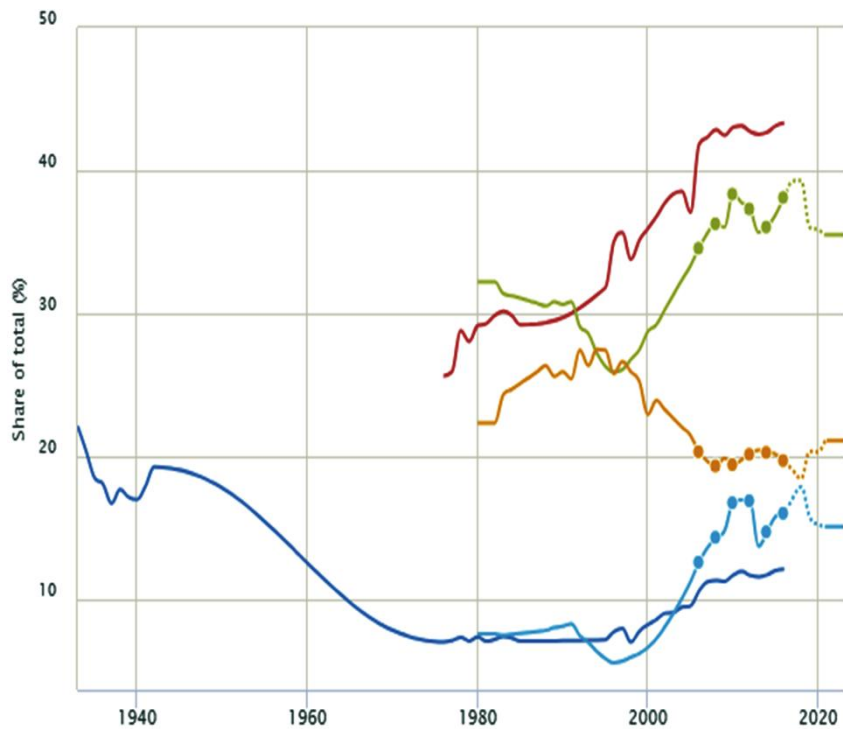
(1인당 GDP 증가율)



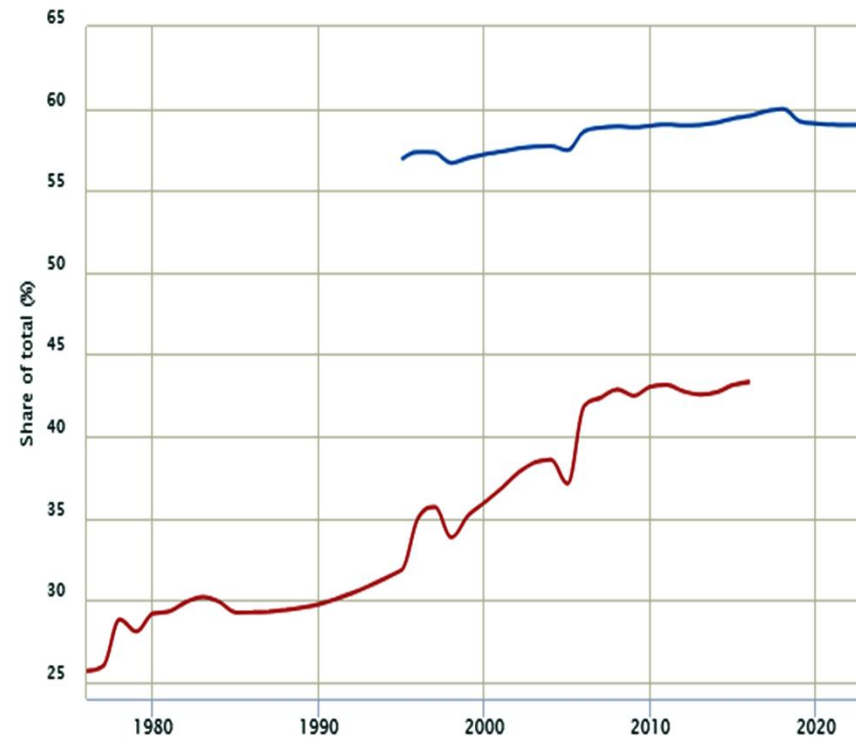
모방성장전략은 더 이상 무의미

- Michael E. Porter, *Competitive Advantage: Creating and Sustaining Superior Performance*, NY: Free Press, 1985
- 경쟁우위의 두 가지 전략: Superior value stems from
 - (1) **모방전략: offering lower prices than competitors for equivalent benefits or**
 - 모방 - 우리나라 그간의 성장전략. 중국, 베트남 등의 등장 이후 경쟁력 상실
 - 중국: 2001년 WTO 가입. 베트남: 2001년 미-베트남 이종통상협정 이후 최혜국 대우 이후 수출급증
 - (2) **선도자전략: providing unique benefits that more than offset a higher price**
 - 창의-혁신적. 원천기술 중심. 실리콘 밸리. Innovation의 결과로서 competitive advantage 확보-신제품의 등장
- 2000년 직전 선도자전략으로의 전략 변경이 지속되었다면 잠재성장률의 추락을 막을 수 있었을 것.
 - 외환위기 거치면서 IT 등 6T 중심의 선도자전략의 맹아가 10년 후 소실

근본문제2: 심화되는 소득불평등 - 대중소기업 간 공정 경쟁 부재와 내외생적인 소득분배 개선 메커니즘의 미작동



소득 불평등 추이



소득불평등을 초과하는 자산불평등 추이

출처: WID(world inequality database)

목차

- 1) 한국경제의 두 가지 근본문제
- 2) 생산적 금융의 의미: 진짜성장과 기술선도성장**
- 3) 생산적 금융의 해외 사례
- 4) 과제

두 가지 근본문제를 해결하는 두 가지 방안

1) 근본문제1에 대한 방안

- 기술선도성장 + 공정성장(R&D 기술탈취 억제) → 생산적 금융/공정금융

2) 근본문제2에 대한 방안

- 모두의 성장 + 공정성장(중기/소상공인, 소비자보호) → 포용금융/공정금융

기술선도성장: 지식자본이 성장의 직접 요소

- Paul Romer(1990, JPE). “Endogenous Technological Change.”
- $Y(t) = L_Y(t)^{1-\alpha} \int_0^{A(t)} x(i, t)^\alpha di = L_Y(t)^{1-\alpha} A(t) \bar{x}^\alpha \rightarrow A(t)$ 개 품종의 벡터 혹은 기업의 개수 $\rightarrow A(t)$ 성장으로 MPK 체감 없는 장기성장
- $\dot{A} = \delta A L_A = I_A =$ 지식자본투자 $\rightarrow$ 막대한 고정비용
- $g_Y = (1 - \alpha) \frac{\dot{A}(t)}{A(t)} + \alpha \frac{\dot{k}(t)}{k(t)}$

지식증가율: 새로운 아이디어 탐색이 경제성장의 핵심.
 $\rightarrow$ 글로벌 프런티어 R&D 역량 $\rightarrow$ 기술선도성장

지식축적과 자본축적 v. 금융

- 지식축적 방정식 $I_A(t) = \lambda A L_A = \dot{A}$
 - $I_A = (1 - \rho_{R\&D}) v^{GP+LP} Y(t)$
 - v : VC 투자율, $\rho_{R\&D}$: R&D 투자의 정보비대칭성 → 생산적 금융 + 공정금융(기술탈취 억제)
- 자본축적 방정식 $\dot{K}(t) = I_K(t) - dK(t)$
 - $I_K(t) = \min[(1 - \theta)\tilde{s}, (1 - \delta)\tilde{l}] Y(t)$
 - $s = (1 - \theta)\tilde{s}$, θ : 금융접근성 제약 정도 → 포용금융+공정금융(수요측면)
 - $l = (1 - \delta)\tilde{l}$, δ : 불확실성, 정보비대칭성 정도 → 포용금융+공정금융(공급측면)

기술선도 성장과 모두의 성장

- 성장률 분해

- $g = (1-\alpha) \times \text{기술성장률} + (\alpha) \times \text{자본성장률}$

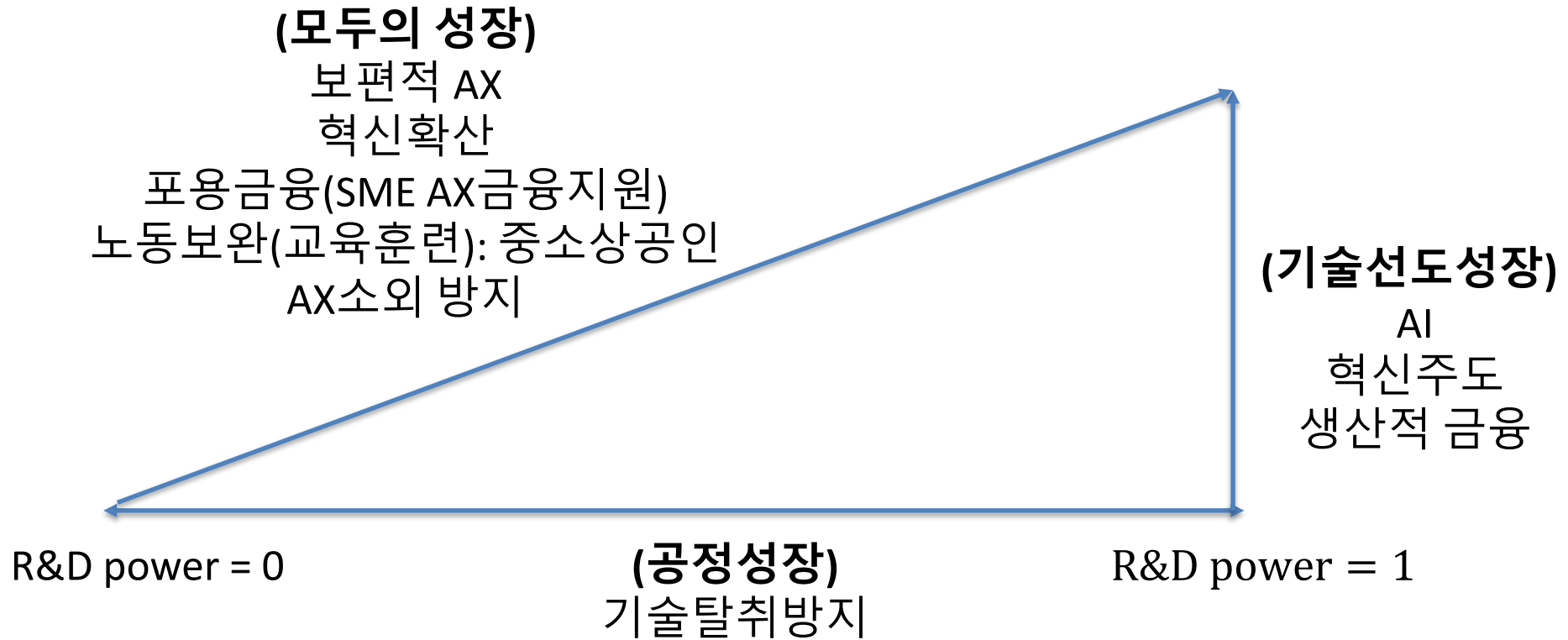
$$= \underbrace{(1-\alpha)(1-\rho_{\text{R\&D}})V^{\text{GP+LP}}\left(\frac{k}{A}\right)^{\alpha}}_{\text{생산적 금융}} + \alpha \underbrace{\left(\min[(1-\theta)\tilde{s}, (1-\delta)\tilde{l}]\left(\frac{k}{A}\right)^{\alpha-1} - d\right)}_{\text{포용 금융}}$$

기술선도성장을 지원하는 생산적 금융

$$g^{ss} = \boxed{(1 - \alpha)(1 - \rho_{R\&D})v^{GP+LP} \left(\frac{k}{A}\right)^\alpha} + \alpha \left(\min[(1 - \theta)\tilde{s}, (1 - \delta)\tilde{l}] \left(\frac{A}{k}\right)^{1-\alpha} - d \right)$$

- R&D 금융=생산적 금융의 핵심
 - 개념검증 포함 with R&D Grant, Tier 1 지분투자.
(독점이윤의 과소혁신을 해소하기 위한 정부의 R&D보조금)
 - 투자성 대출, M&A로 이어지는 “혁신금융 생태계”의 시작점

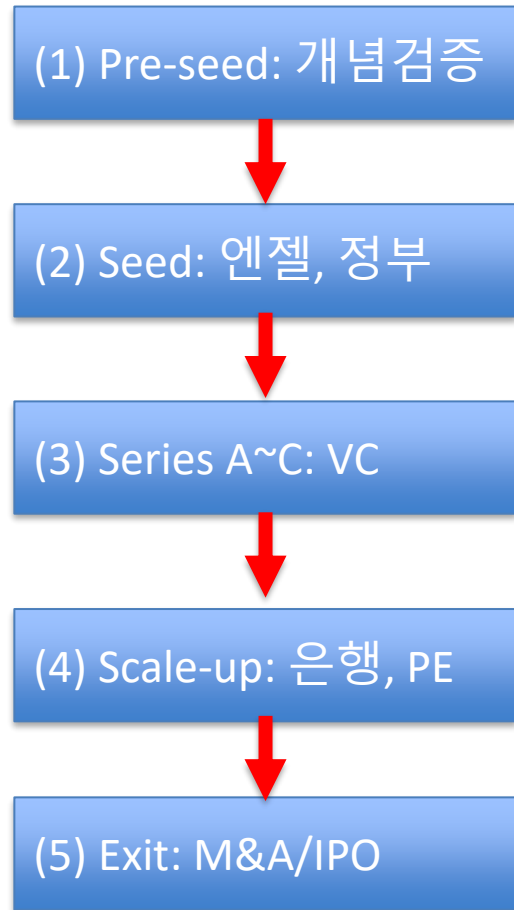
진짜 성장의 삼각형



목차

- 1) 한국경제의 두 가지 근본문제
- 2) 생산적 금융의 의미: 진짜성장과 기술선도성장
- 3) 생산적 금융의 해외 사례**
- 4) 과제

실리콘밸리의 '생산적 금융생태계': Bayesian mechanism



- 순방향과 역방향의 전략적 상호작용
 - 어느 단계도 임의로 건너뛸 수 없는 상호관계

생산적 금융생태계의 이론적 기반: “Schumpeter의 혁신금융”

- 쉘페터: 혁신과 금융의 관계
 - 『경제발전의 이론』(1911)
 - 혁신은 미래가치를 현재에 실행하는 행위. 금융은 미래가치의 현재화를 위해 필요한 구매력을 공급
 - 은행은 단순한 예금·대출 기관이 아니라 혁신을 가능하게 하는 사회적 장치이며, 아이디어의 미래 가치를 현재의 구매력으로 전환
 - 이 통찰이 현대 생산적 금융의 이론적 뿌리

혁신금융과 일반금융

- 혁신금융은 일반금융과 근본적으로 다른 문제를 풀어야 함.
- 일반금융은 현재 가치를 담보로 미래를 봄. 과거 재무 데이터, 담보, 현금흐름을 중시
- 혁신기업은 담보도 매출도 수익도 없음: 가진 것은 아이디어, 기술, 사람뿐
- 혁신금융이 풀어야 하는 세 가지 문제
 - 첫째, 극도의 불확실성. 혁신은 본질적으로 성공 여부를 사전에 알 수 없음. 창조적 파괴의 결과는 확률 분포가 없는 예측불가 과정이어서 과거 데이터로 미래를 예측하는 일반금융의 리스크 평가 모델이 작동하지 않음.
 - 둘째, 긴 시간 지평. 혁신은 빠르면 3년, 길면 10~20년이 걸림. 분기 실적을 보는 일반금융의 시간 감각으로는 혁신기업을 지원할 수 없음.
 - 셋째, 정보비대칭성. 혁신기업의 가치는 외부에서 평가하기 어려움. 기술의 진짜 가능성을 창업자는 알아도 외부자는 알기 쉽지 않음.

혁신금융의 ‘생태계’ 체계

- 혁신금융의 세 가지 문제를 풀기 위해 정보검증의 단계를 구분하는 금융생태계 구축
 - (1) Pre-Seed → (2) Seed → (3) Series A → (4) Series B → (5) Series C → (6) Scale-up → (7) IPO/M&A
 - **(pre-seed)** 아이디어의 개념검증. ARPA형 개념검증 기관의 중요성, 정부 R&D grant → 자본시장 “라벨링 효과” 창출
 - **(seed)** 씨앗 단계에서는 기술, 사람의 평가. 엔젤투자자, 액셀러레이터 등 손실을 감수하는 지분투자
 - **(Series A~C)** 가능성이 일부 확인된 초기 성장 단계. 벤처캐피탈(VC)을 중심으로 기관투자자가 중요한 역할. 미국에서 VC 생태계의 72%는 캘퍼스, 예일기금 등 10~15년을 건딜 수 있는 연기금 등
 - **(Scale-up)** 사업성이 검증되고 빠르게 성장하는 스케일업 단계에서는 은행 등 벤처대출이 역할. 지분을 희석하지 않는 성장지원 자금
 - **(IPO/M&A)** 주된 회수경로는 M&A. 출구가 IPO뿐이면 준비 안 된 조기 상장으로 오히려 성장 동력을 잃음. 미국에서 투자 회수의 70~80%는 M&A이며 세제 인센티브도 제공

지식자본투자의 개념검증

- 개념검증은 지식자본투자의 **첫번째 hurdle**

- ① **pre-seed에서 개념검증**

- 영, 미, 독일 등에서 국가적 과제로 인식
- '아무도 도전 않는 기술의 개념. 비용은 지분/상환의무 없이 정부가 부담

- ② **ARPA – 고위험 R&D 임무 설정, 비용지원과 관리**

- 미국: Advanced Research Projects Agency: 국방부 – DARPA(1958), 국토안보부 – HSARPA(2002), 에너지부 – ARPA-E(2009), 보건복지부 – ARPA-H(2022), 정보기관 – IARPA(2007) - 각 부처별 조직: 대학/연구소/기업 등 다양한 기관이 공통의 프로토콜에 합의하도록 중립적인 조율자 역할
- 영국: Advanced Research and Invention Agency(ARIA, 2023) – 범부처 조직
- 유럽: Joint European Disruptive Initiative(JEDI, 2018) – 범부처 조직

- ③ **ARPA 운영원칙**

- 고위험 R&D 미션: “technological surprise”
- 연구 임무 설계의 자율성: IPA(Intergovernmental Personnel Act 1970)에 의해 외부전문가를 PM으로 공무원 인사규정 제약 없는 파견방식 3~5년 채용과 해지, PM은 기술적, 과학적 의사결정에 대한 개인 책임면제.
- PM 100여명이 연구 포트폴리오 큐레이터이자 전략가로서 각 1~5개 프로그램 관장.** 연구는 외부수행자(대학,기업, 국립연구소 등)에 위탁
- DARPA 프로젝트 실패율: 85~90%**

개념검증(proof of concept)과 상업화지원

- DARPA 개념검증 유형
 - 1) 위탁 연구기술의 기업 매각. 예, 인터넷(ARPANET → TCP/IP) 혹은 위탁 연구결과의 스피업 스타트업. 예. Siri(2007 → 2010 Apple 인수)
 - 2) SBIR/STTR 소기업 대상으로 계약에 따른 개념검증
 - DARPA PM이 매달 직접 설계한 기술토픽을 공고→ 제안서 지원
 - STTR 요건: 미국내 대학 및 연구기관과 공식 파트너십 필수
 - 연간 200~400건, 약 150~300개 소기업
- DARPA의 상업화 연계 프로그램: EEI(Embedded Entrepreneur Initiative)
 - DARPA 연구를 수행 중인 팀 중에서 PM이 상업화 가능성이 높다고 판단한 팀을 선발
 - 대학연구팀, 국가 연구소팀, SBIR/STTR을 통해 이미 연구 계약을 체결한 소기업/스타트업
 - 해당 스타트업 사업전문가(Embedded Entrepreneur)를 직접 1~2년 고용. 시장분석, 사업계획, VC연결, 기업파트너 협상 등 go-to-market 전략 수립의 비용지원
 - Non-dilutive, non-repayable 지원 - 지분/상환의무 없는 지원

2024년 말, VC의 비상장 스타트업 투자규모

국가	현지 통화 숫자	USD 환산액
미국	\$215.4B	215.4 B USD
영국	\$17.5B	17.5 B USD
EU	€56.7B	62.4 B USD
일본	¥779.3B	5.2 B USD
중국	\$35.2B	35.2 B USD
한국	₩11.9T	8.9 B USD

2024년 말, 실리콘밸리 생산적 금융

구분	2024년 VC 투자액
Silicon Valley (베이 에어리어)	약 \$90 B USD (<u>Startup Genome</u>)
미국 전체	\$215.4 B USD
전 세계 글로벌	약 \$368 B USD

미국 은행의 투자성 대출 글로벌 비교

- VC 지분투자자와 은행의 투자성 대출인 벤처대출(venture debt with warrant. BW와 다름)
 - 벤처대출의 신주인수권 워런트에 대한 은행 위험가중치 100% 특례와 분리형 워런트

2024년 기준 (단위: \$bn)

국가	VC 지분투자(A)	벤처대출(B)	B/A 비율
미국	215.4	53.0	24.6%
영국	17	3~4	20~25%
한국	8.7	0.07	<1%

한국에서 생산적 금융의 제도적 제약

- 한국에서 혁신금융 DNA가 부재한 이유는 생산적 위험을 수용하는 혁신금융 생태계가 형성되지 않았기 때문
 - DARPA형 개념검증과 상업화 지원 기관의 부재
 - 고위험 고수익 초기 R&D벤처기업에 대한 VC, 기관투자자의 투자회피 → 이후 금융생태계의 붕괴
 - 정보비대칭성 해소위한 인프라의 부재. 비상장 법인 중 주식 등록이 0.65% 미만 → 지분구조 확인 사실상 불가. 미국에서는 모든 스타트업 자본투자 리스트(cap table) 관리가 엄격히 이루어져 플랫폼에서 지분 구조 실시간으로 확인 가능
 - 기관투자자 기반의 취약. 국민연금의 VC 투자 비중이 2024년 전체 운용자산의 0.0145% 수준이고 사학연금·공무원연금은 더 낮은 상황
 - 주식 등록과 공시 부족으로 VC펀드의 리스크 관리 불신 → 기관투자자의 VC 펀드 출자 기피 초래
 - 벤처대출에 대한 위험가중치 특례 부재. 미국에서는 벤처대출의 신주인수권증권에 대해 취득원가 대신 공정가치를 적용하고 자기자본 10% 이내 규모는 위험가중치 100%가 적용되는 특례.
 - 한국에서는 비상장 벤처대출의 신주인수권증권이 취득원가로 평가되고 파생상품 분류로 위험가중치 400%

한국에서 생산적 금융의 제도적 제약

- **VC와 은행의 협력 생태계가 미흡.** 해외에서는 지분투자자와 벤처대출의 보완관계를 반영해 VC와 은행 등 대출기관 간에 기밀정보 이외의 신용관련 실사정보 공유로 신용을 보완
 - 한국에서는 서로 협력관계가 없어 여전히 담보와 재무제표에 얽매이는 현상에서 벗어나지 못하는 경향이 강함.
- **M&A 시장 빈약.** 미국, 영국에서는 회수 경로가 M&A, IPO, 세컨더리 펀드, 전략적 투자자 매각 등이 다양하며 **VC 회수의 약 70~80%가 M&A**이고 IPO는 20~30% 수준.
 - M&A 활성화 없이는 준비 안 된 기업의 조기 상장, 상장 후 기관투자자의 매도 행렬이 사라지지 않음.
 - M&A가 활성화되어야 VC가 더 공격적으로 투자할 수 있고, 그 결과 초기를 지나 성장으로 접어드는 Series A 이후 기업들이 벤처대출의 수요자로 성장
 - **세제 인프라가 미흡.** 미국에는 **스타트업 초기 주식을 5년 이상 보유하면 양도차익의 최대 100%를 비과세**하여 기대수익률을 높여 투자를 유인. 한국에는 엔젤투자 등에 대해 기대수익률을 높여 손실을 실질적으로 보전하는 세제 제도 부재
- **이로 인해 'Pre-seed/Seed → Series A~C → Scale-up → Exit → Pre-seed' 상호작용하는 금융생태계 미형성**

목차

- 1) 한국경제의 두 가지 근본문제
- 2) 생산적 금융의 의미: 진짜성장과 기술선도성장
- 3) 생산적 금융의 해외 사례
- 4) 과제

정책과제 과제1

- 첫째, 정부주도의 개념검증 기관과 상업화연계 기관 설치를 위한 법제
 - 방안1) 한국형 ARPA를 새롭게 설치하는 방안
 - 방안2) (예시) ETRI를 ARPA형 기관으로 전환하는 방안
 - 방안3) 엔비디아 유형의 기업주도 개념검증 방안
- 방안1)
 - 특별법 제정: (예시) 국가첨단도전기술청 설치 및 운영에 관한 법률
 - “PM 전권, 예타 면제, 다년도 예산, OTA 유연계약 허용, 임기제 인사, 실패 면책” 권한 → 임무중심 범부처 연구 추진, 고위험고수익 포트폴리오, PM 재량권
 - 정부출연연법 상 연구기관과는 전혀 다른 작동원리
 - 영국 ARIA Act(2022. 실패면책조항) + DARPA의 EEI프로그램
- 방안2)
 - ETRI 안에 기존 조직과 분리되어 ARPA가 작동할 수 있는 법적 공간 ARPA Unit을 만드는 과제
 - “ETRI 첨단도전기술 프로그램 특별법” 제정 v. 기존 다수 법률 개정(정부출연연법, R&D혁신법, 예산재정, 인사, 계약 및 조달 관련 법 등)
- 방안3)
 - 기업주도 개념검증 위해서는 경업금지의 금지 도입 필요 → R&D 인력의 자유로운 이동 촉진과 명예로운 실패

정책과제 과제2

- 둘째, 벤처기업 주식의 전자등록 의무화. 주식·사채 등의 전자등록에 관한 법률 (전자증권법)의 개정
 - 비상장 주식은 전자등록이 선택사항. 이에 따라 주주명부가 엑셀 사내 장부 수준
 - 정보비대칭성으로 VC 펀드 리스크 불신 초래해 기관투자자의 출자 기피 초래
 - 미국에서는 디지털화 + 제3자 검증의 신뢰 생태계로 2,900조 규모의 세계 최대 비상장주식 자본시장
 - 전자증권법 제25조 제1항
 - (현재) ① 발행인은 전자등록의 방법으로 주식등을 새로 발행하려는 경우 또는 이미 주권등이 발행된 주식등을 권리자에게 보유하게 하거나 취득하게 하려는 경우 전자등록기관에 주식등의 신규 전자등록을 신청할 수 있다. 다만, 다음 각 호의 어느 하나에 해당하는 주식등에 대해서는 전자등록기관에 신규 전자등록을 신청하여야 한다.
 - (개정) ① 발행인은 전자등록의 방법으로 주식등을 새로 발행하려는 경우 또는 이미 주권등이 발행된 주식등을 권리자에게 보유하게 하거나 취득하게 하려는 경우 전자등록기관에 주식등의 신규 전자등록을 신청해야 한다.
 - 명의개서 서비스를 저렴하고 효율적으로 제공할 수 있는 대리인 제도의 도입이 필요
 - 한국예탁결제원(KSD) 중심의 단일 전자 등록 체계를 경쟁 구조로 전환하여 비상장 특화 민간 전자등록기관의 진입을 허용
 - 미국에는 명의개서 대리인 회사가 SEC 등록 260여개, 은행 감독기관 등록 60여개 등 320개 → 미국에서도 만일 명의개서 없고 비상장주식이 투명하게 공시되지 않으면 현재와 같은 기관투자자의 VC펀드 출자는 기대하기 곤란

정책과제 과제3

- 셋째, 기관투자자 기반 확대를 위해 초기 R&D벤처기업 대상의 VC펀드에 출자하는 기관투자자에 대한 평가방식의 개편
 - 국민연금법 제102조(기금운용원칙)의 수익성과 안정성원칙에 대해 벤처투자 의사결정 과정의 합리성은 매년 평가하되 그 성과는 5~10년의 장기적 관점에서 평가되도록 하여 국민연금의 벤처투자비중이 현 0.014%에서 해외처럼 약 1~2% 수준으로 높아지면, 벤처투자시장의 모태펀드 의존이 줄고 VC의 독립성과 위험 감수 능력의 제고
 - 현행 규정
 - 국민연금법 제102조 ③ 제2항제5호(복지사업)와 제6호(기금 본래사업 위한 재산취득)에 따른 사업 외의 사업으로 기금을 관리·운용하는 경우에는 자산 종류별 시장수익률을 넘는 수익을 낼 수 있도록 신의를 지켜 성실하게 하여야 한다(수익성원칙)
 - 국민연금법 제102조 ④ 제2항제3호(증권 매매 및 대여)에 따라 기금을 관리·운용하는 경우에는 장기적이고 안정적인 수익 증대를 위하여 투자대상과 관련한 환경·사회·지배구조 등의 요소를 고려 (안정성원칙)
 - 개정
 - 제102조에 제7항 신설:
 - “제3항과 제4항에도 불구하고 한국형 ARPA의 개념검증 혹은 산업경험에 기반한 민간 VC 지원 하에 개념검증이 이루어진 경우 등에 대한 투자에 대해서는 투자 성과평가 대상 기간을 5~10년 등 투자기관이 설정한 기준에 준하여 행하고, 성과 평가에 대해서도 심사 역 개인이 아니라 기관을 대상으로 하되 경영판단원칙을 적용한다.”

정책과제 과제4

- **넷째, 은행의 벤처대출을 유인하기 위해 신주인수권증권에 대해 자기자본 대비 10% 이내 등 일정범위 시 위험가중치 100% 적용 및 워런트/SAFE(조건부지분인수계약) 활성화 위해 유가증권 법정주의 완화**
 - **현행 규정: 은행업감독업무시행세칙 별표 3: 신용운영리스크 위험가중자산의 자기자본비율 산출기준**
 - **제38의3(주식 익스포저)**
 - 바. 주식 익스포저에 대한 위험가중치는 250%를 적용하되, **투기적 거래 목적의 비상장주식 익스포저에 대해서는 400%의 위험가중치**를 적용한다. <신설 2020.4.8.> <개정 2026.3.9.>
 - (1) 투기적 거래 목적은 단기매매 목적이거나, **업력이 5년 미만인 기업**의 주식을 보유하는 경우를 의미한다. <신설 2026.3.9>
 - 사. 바.에 불구하고 **특정 경제분야의 지원을 목적으로 정부가 투자금액에 대하여 보조하고 정부의 감독 하에 지분율이나 투자지역 등에 대한 제한을 두고 있는 법적 절차에 따른 주식 등을 보유한 경우에는 100%의 위험가중치**를 적용할 수 있다. 이 경우 동 익스포저는 **자기자본(공제항목 공제후 기준)의 10%**를 한도로 한다.
 - **상법, 자본시장법 등 유가증권 법정주의에 따른 포지티브 규제의 제약: 주식인수형 워런트 발행의 제약**
 - 대법원 판례 2007.2.22. 선고 2005다73020: “신주의 발행은 상법이 정하는 방법 및 절차에 의하여만 가능 ”
 - **개정**
 - **정부 보조 등이 없더라도 자기자본 10% 이내 시 위험가중치 100% 적용 특례 적용하도록 개정**
 - 벤처대출 신주인수권증권의 취득원가보다 낮은 공정가치로 은행의 자회사 vc 혹은 해당 금융그룹 내 자회사 vc에 의한 인수 후 vc가 GP로서 운용하는 펀드로의 편입 허용 → LP 비중 만큼 위험 부담 혹은 이전 효과
 - 벤처대출 부실 시 경영판단원칙 적용으로 여신건전성 위반 명목의 업무상 배임 등 개인책임을 면제
 - **유가증권 법정주의 완화 혹은 상법상 워런트, SAFE(simple agreement for future equity) 수용**
 - **2023년 4분기 미 pre-seed 투자금액의 거의 90%가 SAFE, seed단계 50%**
 - **한국은 2023년말 856억원으로 전체 벤처투자시장에서 1.6%**

정책과제 과제5

- 다섯째, 금융그룹 CVC의 생산적 금융확대를 위한 LP 출자금의 연결기준 RWA 규제 개선

- 현행 규정: IFRS 10 (실질지배)+ 금융지주회사법 제48조(연결자기자본비율)

- → 금융지주회사감독규정 제25-26조(연결위험가중자산 산정) → 은행업감독업무시행세칙 별표 3(신용위험표준방법), 별표 3의2(내부 등급법) → 금융감독원 신용위험 표준방법 세부기준(Basel III CRE 60 국내 이행)
- RWA포함 범위:
 - 국내: GP+LP출자금 총액에 대해 별표3의 LTA(look-through approach) 적용 → 위험가중치 100~400%
 - EU: IFRS 1p B58~B72 대리인-주인 분석 기준에 따른 GP 대리인 분류 - 다수결 LP의 실질적 Kick-out rights(LP의 GP에 대한 사유없는 해임권) 보유 시 GP의 지배력 부정 → 금융그룹 CVC의 연결 제외, 공정가치 측정
 - 미국 US GAAP: 은행지주 자회사인 CVC가 ASC 946 투자회사 인정되면 LP출자금 귀속 자산은 RWA 산정대상에서 제외. 또한 투자회사가 아니어도 → ASC 810 + 약정액 기준 과반수 LP Kick-out rights without cause: GP 해임 사유와 절차는 조합계약(LPA)에 위임한 사적 자치(Delaware Revised Uniform Limited Partnership Act (DRULPA) §17-402) → 연결회피
 - 단일 LP가 w/o cause 해임권 → 그 LP가 연결; 복수 LP 과반수 해임 → 아무도 연결 안 함; 해임권 없는 구조 → GP연결
 - 투자회사요건 ASC 946-10-15-7: 금융그룹 CVC가 모회사 은행의 기업금융 딜소싱 목적 투자거나 전략적 시너지 목적이면 투자회사 요건 미충족

- 개정

- 벤처투자 촉진에 관한 법률에 “LP 과반수 동의에 의한 GP 교체권”을 명문화 → IFRS 1p B58~B72 적용으로 연결회피
 - 현 벤처투자법은 LP의 GP 해임권 규정 없음. 조합원 전원의 동의로 GP의 자발적 탈퇴(제55조). 제50조 제5항은 GP교체 금지
 - LP의 GP 해임 불가: 도덕적 해이
- 금융그룹 CVC(GP) 1% 출자/운용 펀드의 출자금만 그룹 RWA 적용: 1% 출자금 × (100~400%)

정책과제 과제6

- 여섯째, M&A 생태계의 활성화를 위해 비상장 주식의 M&A 매각 시 양도소득세 감면 혹은 초기 기업 지분의 5년 이상 보유 시 매각 양도차익 비과세 혹은 영국처럼 M&A 인수금융에 대한 정책보증 제공
 - 현행 규정: 법인세법
 - 제44조(합병에 따른 과세특례): 자산양도차익 과세이연 - 장부가액 규정
 - 제46조(분할에 따른 과세특례): 인적 및 적격 물적 분할 시 과세이연
 - 하지만,
 - 법 제44조 제2항 제1호 “합병등기일 현재 1년 이상 사업계속” 요건 → 1년 미만 스타트업 M&A흡수 합병 불가(실리콘밸리 acquire hire 핵심인력 선별 채용 인수, 초기 pivot 단계 매각 등)
 - 법 제44조 제2항 제2호 합병 대가 80% 이상을 합병법인 주식으로 지급 요건
 - 시행령 제80조의2 제2항은 법 제44조 제2항 제1호 예외 단서에 SPAC과의 합병만 허용
 - 사업연속성, 고용승계, 지분연속성, 사업계속 사후관리 요건 등을 요구 → 스타트업 M&A의 조기 exit, 현금인수, 선택적 인력흡수, IP/기술위주 거래
 - 이로 인해 스타트업의 M&A를 통한 exit에 과세이연 적용 불가
 - 하지만 미국 IRC §368(Tax-free reorganization): “인수기업이 자사 주식을 거래 대가의 **상당 부분으로** 지급하면 과세이연”

정책과제 과제6

– 현행 규정:

현행 장벽	근거 조문	스타트업 현실과의 충돌
사업영위기간 1년 이상	법 §44조②제1호	창업 후 6~18개월 내 조기 exit 불가
지분연속성 80% 이상	법 §44조②제2호	현금 인수가 대부분 → 요건 충족 불가
사업 계속성	법 §44조②제3호	Exit 후 피인수 사업 소멸, 흡수
고용승계 80% 이상	법 §44조②제4호	acqui-hire, 팀해산형 인수 배제
독립사업부문 요건	법 §46조②제1호	단일사업 스타트업은 분할 자체 불가
3년 사후관리 소급취소	법 §44조의3③	사업 피봇·구조조정형 M&A 위축

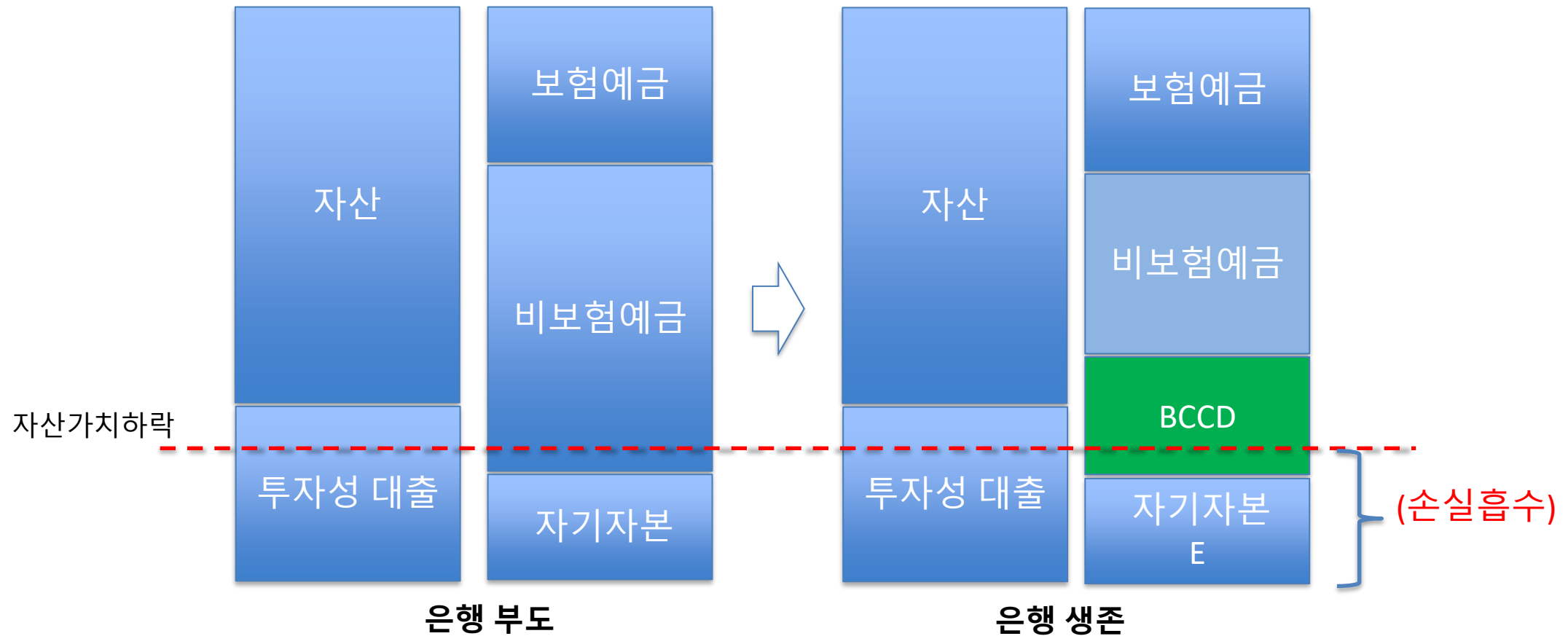
– 개정:

- 법 제44조 제2항 제1호~제4호 규정에 대한 예외 조항 신설 → 제44조 제2항의 2
 - 네 가지 요건을 완화 혹은 폐지하는 방향
- 법 제46조 제2항 제1호 단서 신설 → 창업 후 일정 기간 이내 스타트업에 대한 면제
- 시행령 제80조의2. 예외 신설 → SPAC뿐 아니라 벤처기업도 포함

정책과제 과제7

- 일곱째, 투자성 대출 재원으로 투자성 예금 Bank Callable Convertible Deposit(BCCD)을 제도화하기 위한 규정 개정
 - 투자성 예금 계약: 고객에게 비보험예금의 10%를 CB로 전환할 옵션을 은행이 보유. 성과에 연동하여 더 높은 이자율 혹은 수익율(옵션 프리미엄)
 - 비보험 예금=일반 fixed claim 90%+CB 옵션부 고수익 tranche10%
 - SVB(실리콘밸리은행)의 파산도 막을 수 있는 방안: 자산과 부채의 위험 미스매치 해결
 - 현행 규정: 현행 은행업감독업무시행세칙상 조건부자본증권의 예정사유는 경영개선명령조치 또는 부실금융기관 지정의 경우로 한정되며, 현재는 상각형 자본증권 형태만 발행이 가능
 - 예금자보호법상 보호되는 금융상품은 "원금 지급이 보장되는 금융상품"으로 한정되며, 펀드 등 금융투자상품과 실적 배당형 상품은 보호 대상에서 제외
 - 개정
 - 은행법 제27조(은행 업무)에 조건부 전환형 예금(CDBC) 포함 규정 신설.
 - 은행법 제33조의2(조건부자본증권 및 은행주식 전환형 조건부자본증권)에 CDBC 도입 → 자본시장법 제3조(금융투자 상품) 개정: "은행이 발행하고 은행법에 근거한 BCCD의 D_C tranche는 금융투자상품에서 제외" 명시
 - 예금자보호법 제2조(정의)에 "조건부 원금 보장형 예금" 신설하고 D_F tranche(잔여 고정 예금)는 기존 보호, D_C tranche는 "조건부 보호 예금" 신규 카테고리 명시 — 보험 적용 없이 시장 규율에 맡김

투자성 예금 Bank Callable Convertible Deposit (BCCD)



맺음말: 혁신금융 생태계 구축을 위한 정책과제 리스트

- ① 정부주도 개념검증과 상업화연계 프로그램 운영
- ② 경업금지 폐지로 시장주도 개념검증 촉진
- ③ 비상장 스타트업 주식등록 의무화로 공시투명성
- ④ 기관투자자 평가 체계의 장기화와 경영판단원칙 적용
- ⑤ LP의 GP 견제 도입을 통한 연결기준의 유연화 → 금융그룹 CVC의 생산적 금융 활성화
- ⑥ 벤처대출 신주인수권증권의 위험가중치 100% 특례조항 → 투자성 대출
- ⑦ 투자성 대출을 위한 투자성 예금(BCCD) 도입 → SVB 실패를 해소하기 위한 요건
- ⑧ M&A 법인세법 개정

THE END