creative commons

COMMONS DEED

저작자표시-비영리-변경금지 2.0 대한민국

이용자는 아래의 조건을 따르는 경우에 한하여 자유롭게

- 이 저작물을 복제, 배포, 전송, 전시, 공연 및 방송할 수 있습니다.

다음과 같은 조건을 따라야 합니다:

저작자표시. 귀하는 원저작자를 표시하여야 합니다.

비영리. 귀하는 이 저작물을 영리 목적으로 이용할 수 없습니다.

변경금지. 귀하는 이 저작물을 개작, 변형 또는 가공할 수 없습니다.

- 귀하는, 이 저작물의 재이용이나 배포의 경우, 이 저작물에 적용된 이용허락조건을 명확하게 나타내어야 합니다.
- 저작권자로부터 별도의 허가를 받으면 이러한 조건들은 적용되지 않습니다.

저작권법에 따른 이용자의 권리는 위의 내용에 의하여 영향을 받지 않습니다.

이것은 이용허락규약(Legal Code)을 이해하기 쉽게 요약한 것입니다.

Disclaimer

dCollection

법학 석사 학위논문

스타트업 지원 정책에 대한 비판적 검토

- 기업지배구조 문제를 중심으로 -

2023 년 2 월

서울대학교 법학전문대학원

법학과

이 태 희

스타트업 지원 정책에 대한 비판적 검토

- 기업지배구조 문제를 중심으로 -

지도교수 정 준 혁

이 논문을 법학전문석사 학위논문으로 제출함
2022 년 11 월

서울대학교 법학전문대학원
법학과
이 태 희

이태희의 법학전문석사 학위논문을 인준함
2023 년 1 월

위 원 장 송옥렬 (인)

부위원장 노혁준 (인)

위 원 정준혁 (인)

국문초록

스타트업에 대한 관심은 국내, 해외 가릴 것 없이 급격하게 늘어나고 있다. 많은 민간자본이 벤처투자로 흘러가고 있으며, 대기업 중심의 경제구조를 개편하고자 하는 정부도 스타트업에 많은 관심을 두고 있다. 특히 우리 정부는 2017년 중소벤처기업부를 신설하고, 2020년 「벤처투자 촉진에 관한 법률」을 제정하는 등 스타트업 육성에 적극적인 움직임을 보여왔으며, 벤처투자를 촉진하고 스타트업의 상장을 유도하기 위한 스타트업 지원 정책을 추진하고 있다.

그러나 스타트업 기업지배구조의 특성을 무시한 일방적인 지원 정책은 바람직하다고 보기 어렵다. 스타트업의 경우, 기업지배구조를 구성하는 각 구성원과 그들의 행동양식이 일반기업과 다르다. 일반 기업에서는 주주, 이사, 대표이사 등 경영진이 기업지배구조를 형성하며, 이들 사이에 주인-대리인 문제가 기업지배구조의 핵심이라고 볼 수 있다. 그러나 스타트업 기업지배구조는 창업자와 투자자의 투자계약을 통해 형성된다. 창업자와 투자자는 서로 이해가 충돌하기도 하지만 궁극적으로는 새로운 투자를 유치하고 엑시트를 통한 자금회수를 최우선 목표로 한다. 이로 인해 일반 기업에 비해 창업자를 비롯한 경영진에 대한 감독 및 견제 기능이 약화된 기업지배구조를 갖게 된다.

스타트업 창업자에 대한 감독 및 견제의 약화는 창업자가 투자자 등 주주의 압력에서 벗어나 자유롭게 혁신을 추구하며 기업가치를 높일 수도 있다는 점에서 긍정적인 요소로 여겨지기도 한다. 그러나 창업자, 경영진에 대한 감독 및 견제가 약화된 기업지배구조는 긍정적인 면만 있는 것이 아니다. 창업자의 사익추구나 위법,

부적절한 경영을 방지하기 어려워지기 때문이다. 이로 인해 투자자, 직원, 거래처, 소수주주 등 여러 이해관계자에게 피해를 안길 수도 있으며, 상장한 스타트업과 같이 일반 투자자가 유입된 경우 그 피해가 일반 투자자에게까지 이어질 가능성이 크다.

본 논문은 WeWork, Theranos, Nikola, Zenefits, 그리고 옐로모바일이라는 5개 스타트업의 사례를 분석한다. 이를 통해 창업자에 대한 감독 및 견제 기능이 약화된 스타트업의 기업지배구조 문제와 이로 인해 발생하는 개별적, 사회적 손실을 살펴봄으로써, 현재 우리나라에서 추진하고 있는 스타트업 지원 정책을 비판적으로 검토하고자 한다.

간략히 정리하자면, 공적자금을 투입하여 벤처투자를 지원한다면 그 지원을 받는 스타트업의 창업자에 대한 적절한 감독, 통제가 이루어지고 있는지 사후적인 감독이 필요하다. 벤처투자자의 자금회수를 위해 중간회수시장을 활성화하려면 비상장기업에 대한 정보가 부족한 일반 투자자에 대한 피해로 이어질 수 있음을 인지하고 이를 방지할 방법을 마련해야 한다. 스타트업에 대한 상장요건을 완화한다면 일반 투자자 보호를 위한 적절한 대책도 함께 고민해야 한다. 즉. 스타트업 지원 정책 수립에는 스타트업 기업지배구조의 취약성에 대한 고려가 필요하며, 창업자에 대한 감독과 통제의 결여가 가져올 문제와 그에 대한 적절한 보완책에 대한 검토를 수반해야 한다.

주요어 : 스타트업, 기업지배구조, 벤처투자, 투자계약, 중간회수시장, IPO
학 번 : 2020-28858

목 차

제 1 장 서론 ····· 1

제 1 절 연구배경 및 목적 ····· 1

제 2 절 연구내용 및 방법 ····· 3

제 2 장 스타트업의 기업지배구조 ····· 5

제 1 절 스타트업 ····· 5

제 2 절 스타트업과 벤처투자 ····· 7

1. 벤처투자 ····· 7
2. 벤처투자계약 ····· 8
3. 벤처투자와 기업지배구조 ····· 11

제 3 절 스타트업 기업지배구조의 특징 ····· 12

1. 주식회사의 기업지배구조 ····· 12
2. 스타트업의 경우 ····· 13
3. 소결 ····· 18

제 3 장 스타트업 기업지배구조의 문제점 ····· 20

제 1 절 사례 분석 ····· 20

1. WeWork ····· 20
2. Theranos ····· 23
3. Nikola ····· 27
4. Zenefits ····· 31
5. 옐로모바일 ····· 35

제 2 절 원인 분석 ····· 40

1. 창업자 측면 ····· 40
2. 투자자 측면 ····· 44

제 3 절 기업지배구조 문제로 인한 피해 ····· 49

1. 개요 ····· 49
2. 개별적 손실 ····· 50
3. 사회적 손실 ····· 54
제 4 절 소결 ····· 55

제 4 장 스타트업 관련 법제 및 정책 검토 ····· 57
제 1 절 자금지원 정책 ····· 57
1. 개요 ····· 57
2. 정책 현황 ····· 57
3. 해외 사례 ····· 65
4. 검토 ····· 70

제 2 절 중간회수시장 활성화 정책 ····· 72
1. 개요 ····· 72
2. 정책 현황 ····· 72
3. 해외 사례 ····· 74
4. 검토 ····· 75

제 3 절 상장요건 완화 정책 ····· 75
1. 개요 ····· 75
2. 정책 현황 ····· 76
3. 해외 사례 ····· 80
4. 검토 ····· 83

제 5 장 결론 ····· 85

참고문헌 ····· 87
Abstract ····· 95

표 목 차

[표 1] 스타트업 지원 정책 정리 ····· 63
[표 2] 「유가증권시장 상장규정」 제29조 ····· 77
[표 3] 「코스닥시장 상장규정」 제28조, 제30조 ····· 78
[표 4] 「코스닥시장 상장규정」 제31조 ····· 79
[표 5] 상하이증권거래소 과창판 상장요건 ····· 82

그 림 목 차

[그림 1] 벤처투자계약의 구조 ····· 9
[그림 2] 모태펀드 운용구조 ····· 58
[그림 3] 성장사다리펀드 운용구조 ····· 59
[그림 4] TIPS 사업구조 ····· 62
[그림 5] SBIC 프로그램 구조 ····· 66
[그림 6] 기술 인큐베이터 프로그램 구조 ····· 69

제 1 장 서론

제 1 절 연구의 배경 및 목적

1990년대 말에서 2000년대 초반까지 나타났던 '벤처붐' 현상이 2010년대 중반 이후 다시 나타나면서, 신생 벤처기업을 뜻하는 스타트업(Startup)에 대한 관심이 나날이 커지고 있다. 국내 벤처투자액의 증가가 이를 잘 보여준다. 국내 벤처투자 규모는 꾸준히 증가하여 2021년 벤처투자액은 7조 6,800억 원에 달했으며 이는 2020년 대비 78.4% 증가한 수치이다.[1] 2022년 벤처투자 규모 증가세가 주춤하기는 했으나 3분기까지는 2021년과 비슷한 규모를 유지하여 여전히 벤처투자에 대한 관심은 높은 것으로 보인다.[2] 기업가치 1조 원 이상의 대규모 스타트업을 뜻하는 유니콘(Unicorn) 숫자 또한 꾸준히 증가하여 2022년 7월 기준 국내 스타트업 가운데 23개 기업이 유니콘으로 인정받았다.[3] 많은 민간자본이 벤처투자로 흘러가고 있으며, 대기업 중심의 경제구조를 개편하고자 하는 정부도 스타트업에 많은 관심을 두고 있다. 특히 우리 정부는 2017년 중소벤처기업부를 신설하고, 2020년 벤처투자 촉진에 관한 법률을 제정하는 등 스타트업 육성에 적극적인 움직임을 보여왔다. 스타트업을 신성장 동력으로 삼아 경제성장, 일자리 창출, 국내 기업의 경쟁력 강화 등 여러 효과를 기대하기 때문이다. 이러한 흐름 아래 정부는 적극적인 스타트업

---

1) 중소벤처기업부, "'지난해 벤처투자 78% 증가한 7조6802억원... 역대 최대", *대한민국 정책브리핑*, 2022. 1. 27., https://www.korea.kr/news/policyNewsView.do?newsId=148898565.

2) 중소벤처기업부, "올 1~3분기 벤처투자 5.4조원으로 역대 최대 기록", 2022. 10. 27. 보도자료.

3) 중소벤처기업부, "'기업가치 1조 이상' 유니콘기업 총 23개... 5곳 늘었다", *대한민국 정책브리핑*, 2022. 7. 21., https://www.korea.kr/news/policyNewsView.do?newsId=148903855.

관련 정책을 추진하고 있고, 스타트업 육성 및 규제 완화에 초점을 맞춘 다양한 입법정책 논의도 활발해지는 추세이다.

그러나 맹목적으로 스타트업을 지원하는 정책은 바람직하다고 보기 어렵다. 방만한 경영으로 투자금이나 정부지원금을 탕진하는 경우는 물론, 최근 테라노스(Theranos)의 창업자가 사기죄 유죄판결을 받은 것처럼 창업 자체가 사기인 경우도 얼마든지 존재할 수 있기 때문이다.[4] 이를 간과한 채 벤처투자 규모, 유니콘 숫자 등 스타트업 생태계의 외적 성장에만 집중하여 창업자와 스타트업에 단순히 자금을 몰아주는 방향으로 벤처투자 정책을 추진하는 것은 문제가 있다.

특히, 스타트업의 기업지배구조는 그 특성상 창업자에 대한 감독 및 통제가 이루어지기 어렵다. 스타트업은 투자자로부터 자금을 유치하고 이를 기반으로 회사를 성장시켜 IPO, M&A 등 자금을 회수하는 일련의 과정을 겪는데, 그 과정에서 창업자, 경영진, 투자자, 이사에 이르기까지 지배구조에 관여하는 주체들은 모두 다음 단계의 투자와 대규모 엑시트(Exit)를 최우선 과제로 삼는다. 이로 인해 스타트업 투자자의 관심은 창업자의 장기적인 회사 경영이 아니라 스타트업의 외적인 성장에 쏠리게 되고, 창업자에 대한 감독과 견제가 제대로 이루어지지 않게 된다. 창업자에 대한 적절한 감독 및 견제가 부재한 상황에서는 창업자 및 경영진이 부당하게 사익을 추구하거나 위법부당한 업무집행을 하더라도 통제하기 어렵게 되고, 이는 자칫 다양한 이해관계자에게 손해를 끼치는 결과로 이어질 수 있다.

본 논문은 스타트업의 기업지배구조가 야기하는 문제에 주목하였다. 스타트업의 기업지배구조에 어떤 특징이 있는지, 이러한 특징이 어떻게 창업자에 대한 감독과 견제를 약화하는지, 구체적인 원인이 무엇인지, 나아가 이러한 문제를 고려할 때 현재 추진되는 정책 및 제도가 적절한지 검토해보고자 한다.

본 논문에서 다루는 스타트업의 기업지배구조 문제는 아직 국내에서 깊이 논의되고 있지는 않다. 그러나 미국의 경우, 우버(Uber), 테라노스

---

4) 아래 제3장 제1절 2. Theranos 참고

(Therano), 위워크(WeWork) 등 굴지의 스타트업에서 발생한 문제들이 일부 창업자의 도덕성 부족이 아닌 스타트업의 지배구조에 내재한 문제로 인정받으며 새로운 회사법적 쟁점으로 다루어지고 있다[5]. 스타트업 생태계가 활성화되고 벤처투자 규모가 커짐에 따라 국내에서도 지배구조 문제가 더 활발히 논의될 가능성이 크다. 이에 본 논문은 스타트업의 기업지배구조가 야기할 수 있는 문제들을 미리 짚어보고, 현재 활발히 진행중인 스타트업 육성 및 지원 관련 입법정책적 논의를 비판적인 관점에서 검토해보고자 한다.

제 2 절 연구의 내용 및 방법

먼저 스타트업의 기업지배구조를 분석하고자 한다. 스타트업이 구체적으로 무엇을 의미하는지 밝히고 스타트업의 기업지배구조에 참여하는 각 주체의 역할을 확인한다. 스타트업의 기업지배구조가 어떻게 형성되며, 그 과정이 일반 기업과 구조적으로 어떻게 다른지 분석함으로써 스타트업 기업지배구조의 특성을 밝히고자 한다.

그다음으로 스타트업에서 기업지배구조가 문제 된 사례를 분석하고자 한다. 스타트업 생태계와 벤처투자 규모에서 가장 선진적인 미국의 사례를 중심으로 각각의 경위를 밝히고 문제가 발생한 이유를 살핀다. 각 사례로부터 스타트업의 기업지배구조가 왜 창업자에 대한 감독 실패로 이어지는지 그 원인을 구체적으로 분석한다. 나아가 스타트업의 기업지배구조 문제가 단순히 투자자의 손해로 끝나는 것이 아니라 사회경제적 파급력이 매우 크다는 것을 밝힘으로써 스타트업 기업지배구조 문제의 심각성을 살핀다.

끝으로 앞서 논의한 스타트업의 기업지배구조 문제의 관점에서 현재 추진중인 스타트업 관련 정책을 검토한다. 감독과 견제가 부실한 스타트

---

5) Amy Deen Westbrook, “What to do about poor corporate governance at unicorns”, The CLS Bluesky Blog, 2021. 1. 18. (https://clsbluesky.law.columbia.edu/2021/01/18/what-to-do-about-poor-corporate-governance-at-unicorns/, 2022. 5. 20. 방문)

업의 기업지배구조를 고려할 때, 단순히 자금투입과 규제완화만이 능사가 아니기 때문이다. 본 논문은 1) 벤처투자 지원 정책, 2) 중간회수시장 활성화 정책, 3) 상장요건 완화 정책을 중심으로 스타트업 관련 정책을 비판적으로 검토하고 보완할 점을 제시하고자 한다.

제 2 장 스타트업의 기업지배구조

제 1 절 스타트업

‘스타트업’은 비교적 최근에 사용되기 시작한 신조어이다. 1970년대 사용되기 시작하여 1990년대부터 2000년대 사이 MS, 애플 등 소위 ‘빅테크’ 기업들이 등장하면서 보편적으로 사용되기 시작했다.[6] 그래서 여전히 스타트업에 대한 정의는 사람마다 다르고, 이는 미국에서도 마찬가지이다. 보편적인 정의에 따르면, 스타트업은 ‘초기 단계의 기술 기업(Early-stage technology company)[7]’, ‘불확실한 시장에서 새로운 제품 또는 새로운 서비스를 창출하려는 조직(Human institution designed to bring something new under conditions of extreme uncertainty)[8]’ 등 신생 기업, 그중에서도 첨단기술을 기반으로 빠른 성장이 기대되는 기업을 지칭하는 경우가 일반적이다.[9] 국내에서는 과거부터 기술 기반의 신생기업을 ‘벤처기업’이라고 지칭해왔고, 벤처기업육성에 관한 특별조치법 등 현행 국내법에서도 벤처기업이라는 용어를 사용하고 있으나, 본 논문은 현행법상 벤처기업의 조건을 충족하지 못한 기업까지 포함하기 위해 스타트업이라는 용어로 통일하여 사용하고자 한다.

스타트업에 대한 관심은 국가를 불문하고 확산되는 중이다. 2021년 전 세계 스타트업에 대한 투자액은 역대 최대규모인 6,210억 달러로 2020년

---

6) The Hub, “What is a Startup? the Hub definition”, The Hub insights, 2022. 4. 26., https://insights.thehub.io/insight/what-is-a-startup-the-hub-definition/

7) John F. Coyle and Green Joseph, "Startup Lawyering 2.0," *North Carolina Law Review* 95, No.5 (2017. 6.):.1404.

8) Eric Reis, *The Lean Startup: How Today's Entrepreneurs Use Continuous Innovation to Create Radically Successful Businesses* (Crown Business, 2011).

9) 배기홍, *스타트업 바이블*, (서울: 파이카, 2010), 34.

2,940억 달러의 2배가 넘는 수치를 기록했다[10]. 스타트업이 시장에 성공적으로 자리를 잡고 기업가치 1조 원 이상으로 성장한 경우를 일컫는 '유니콘(Unicorn)'은 2021년 4분기 959개로 전년 동기 569개 대비 69% 증가하였다[11]. 이러한 흐름 아래 국내 스타트업 생태계도 눈에 띄게 성장하는 중이다. 2012년 이후 연간 신설되는 법인의 개수는 매년 역대 최고치를 경신하여 2020년에는 12만 개를 돌파했다[12]. 연간 신규 벤처투자액 또한 꾸준히 상승곡선을 그려왔다. 2021년 벤처투자액은 사상 최초로 3분기 만에 5조 원을 돌파했으며 이는 전년동기 대비 81.8% 늘어난 수치이다.[13] 유니콘 수도 마찬가지이다. 2017년 3개였던 유니콘은 2022년 7월 기준으로 23개로 늘어났다[14]. 2022년 들어 전 세계적인 경기불황으로 인해 벤처투자 규모가 줄어들기는 했으나[15], 스타트업이 국내 경제의 중요한 주체로 자리매김했다는 사실은 변함이 없다.

상법은 회사를 합명회사, 합자회사, 유한책임회사, 주식회사, 유한회사로 나눈다. 스타트업은 대개 주식회사일 뿐, 상법상 스타트업이 별도로 정의되지는 않는다. 자본금 10억 원 미만의 회사에 대하여 일부 특례를 제공되나, 이는 스타트업이 아닌 일반 중소기업에도 똑같이 적용되는 규정이므로 스타트업에 대한 별도의 규정으로 보기 어렵다. 따라서 스타트업의 기업지배구조는 기본적으로 일반 주식회사와 같은 규정에 의해 규율된다고 볼 수 있다.

스타트업에 관하여 별도로 규율하는 법령은 대부분 스타트업 육성과 관련된 특별법이다. 벤처투자 촉진에 관한 법률(이하 '벤처투자법'이라 한다.), 벤처기업육성에 관한 특별조치법(이하 '벤처기업법'이라 한다.),

---

10) CB Insights, *2021 state of venture,* 2021. 1. 12., 8.
11) 위의 글, 10.
12) 중소벤처기업부, *한국 창업 생태계의 변화 분석,* 2021. 4. 26., 2.
13) 중소벤처기업부, "3분기 누적 벤처투자 5.3조원, 사상 첫 5조원 돌파", 2021. 10. 26. 보도자료.
14) 중소벤처기업부, "'기업가치 1조 이상' 유니콘기업 총 23개... 5곳 늘었다", *대한민국 정책브리핑*, 2022. 7. 21., https://www.korea.kr/news/policyNewsView.do?newsId=148903855.
15) 오대석, "글로벌 벤처캐피털 투자 4분기 연속 감소... 2년만에 '최저'", *매일경제*, 2023. 1. 26., https://www.mk.co.kr/news/stock/10619851.

중소기업창업 지원법(이하 '중소기업창업법'이라 한다.) 등이 대표적이다. 벤처기업법은 중소기업의 하나로서 투자금이 5천만 원 이상이고 자본금 중 투자금 합계의 비율이 10% 이상이 되는 등 일정한 요건을 충족한 기업을 벤처기업으로 정의하고, 벤처기업 또는 벤처투자에 대한 지원 및 벤처기업의 합병 등에 관한 특례를 주요 내용으로 한다. 중소기업창업법은 중소기업의 창업 과정에서 필요한 지원을 내용으로 한다. 벤처투자법은 과거 벤처기업법과 중소기업창업법으로 나뉘어 있던 개인투자자, 개인투자조합, 창업기획자, 창업투자회사, 벤처투자조합, 모태펀드, 한국벤처투자 등 벤처투자 주체에 대한 규제를 일원화하기 위해 2020년 제정되었다[16]. 이들 법령은 모두 스타트업의 성장을 촉진하고 벤처투자를 활성화하는 데 초점을 맞추고 있다.

제 2 절 스타트업과 벤처투자

1. 벤처투자

창업자가 아이디어를 상품 또는 서비스로 만들어 출시하고 이를 통해 수익을 창출하기까지는 오랜 시간이 필요하다. 창업자는 자신 또는 가족이나 친구로부터 얻은 초기 자금을 통해 사업을 시작한다. 상당수의 창업자는 스타트업의 상품이 시장에 제대로 출시되기도 전에 초기 자금을 모두 소진하게 되고[17], 이후에도 사업을 이어나가기 위해서는 반드시 외부로부터 사업자금을 조달해야 한다.

스타트업은 대출과 투자라는 2가지 방법을 통해 자금을 조달한다. 먼저, 정책자금 및 금융기관을 통한 대출은 투자보다 더 간단하게 자금을 조달하는 방법이다. 그러나 성장단계에 있고 수익창출 여부가 불확실한 스타트업은 신용도가 낮을 수밖에 없으므로 대출을 통해 조달할 수 있는

16) 이효경, "벤처투자촉진을 위한 제도적 방안에 관한 일고찰", *상사법연구* 제37권 제4호 (2019): 172.
17) 스타트업법률지원단, *스타트업 법률가이드*(서울: 박영사, 2018), 20.

금액의 한계가 뚜렷하다. 나아가 현금흐름이 좋지 못할 경우, 대출금을 추후 상환해야 한다는 부담도 크다. 반면, 투자는 조달할 수 있는 금액에 한계가 없다. 투자자는 지분을 얻어 주주로 합류하는 것이기 때문에 상환우선주를 가진 주주가 상환권을 행사하는 등 예외적인 사정이 없는 한 조달한 자금을 상환해야 할 필요가 없다. 다만, 투자자에게 회사의 성과를 나누어줘야 하고, 투자계약에 따른 여러 제약이 존재할 수 있다는 점은 스타트업에 부담으로 작용할 수 있다. 스타트업은 대부분 투자를 선호한다. 자금조달 규모가 크고 투자유치과정에서 사업을 발전시키거나 검증받을 수 있는 등 장점이 더 많기 때문이다.[18]

투자자가 스타트업에 투자하는 것을 '벤처투자'라고 부른다. 벤처투자에서 자금을 조달하는 형태는 크게 직접투자와 간접투자로 나눌 수 있다. 엔젤투자자(Angel investor), 엑셀러레이터(Accelerator), 크라우드펀딩(Crowd Funding) 투자자 등은 직접 자기의 자본을 스타트업에 공급하는 직접투자자에 해당하고, 벤처캐피탈(Venture Capital)과 PE(Private Equity)는 개인, 기관투자자를 포함한 출자자(Limited Partner)로부터 출자금을 위탁받아 스타트업에 투자하는 간접투자자에 해당한다.[19] 스타트업은 이러한 투자자들로부터 경영자금을 유치하여 기업가치를 높이고, 투자자들은 높아진 스타트업의 기업가치를 통해 투자한 자금을 회수한다.

2. 벤처투자계약

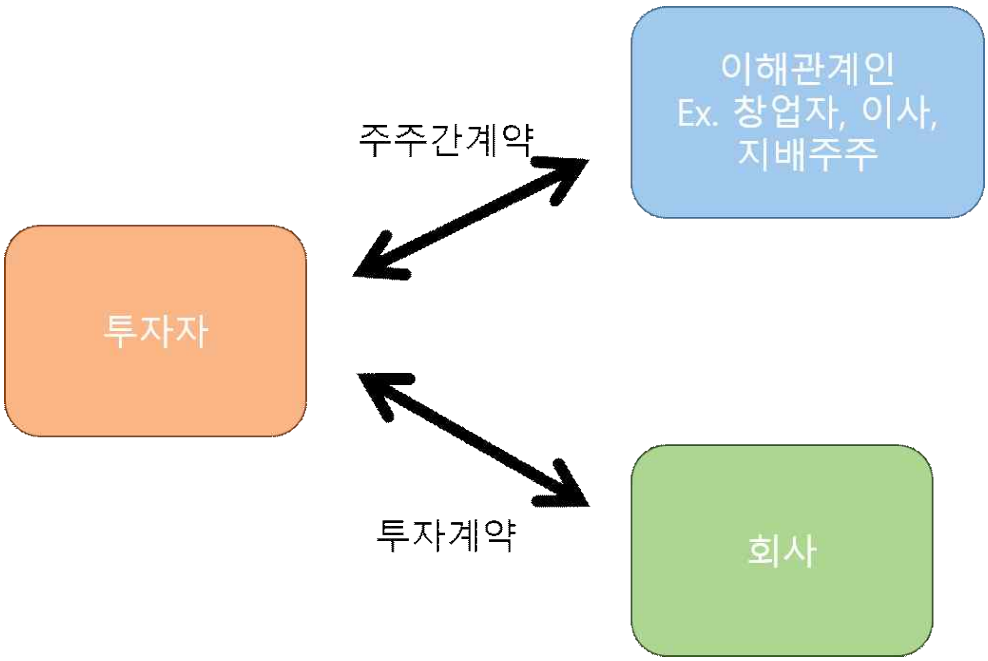
가. 개관

스타트업은 벤처투자계약을 통해 투자를 유치한다. 투자계약의 내용은 크게 두 가지의 계약으로 나뉜다. 하나는 회사와 투자자 사이의 투자계약이고, 다른 하나는 기존 주주를 포함한 이해관계자와 새로 주주가 되

---

18) 위의 책, 21.
19) 박용린 외, *국내 모험자본시장의 현황 분석과 발전 방향*(서울: 자본시장연구원, 2017), 9.

는 신규투자자 사이의 주주간 계약이다.[20] 원칙적으로 두 계약은 별개의 계약으로 분리될 수 있으나 하나의 투자계약서에 혼용되어 사용되는 것이 일반적이다.



[그림 1] 벤처투자계약의 구조

나. 투자계약

회사와 투자자 사이의 투자계약은 통상적인 신주 혹은 사채인수계약과 다르지 않다. 가장 흔히 활용되는 상환전환우선주에 기초한 투자계약에는 신주의 발행과 인수의 상세(발행주식총수, 인수주식 총수, 주당 액면가, 주당 인수가, 총 인수금액, 납입기일 등), 거래완결(주금의 납입과 주권의 인도) 절차, 거래완결의 선행조건, 진술보증, 거래종결 전 의무 및 확약, 계약의 해제 등을 규정한다.[21] 또한, 투자자에 관하여 상환전환우선주에 부착된 이익배상우선권, 청산우선권, 간주청산우선권, 상환권,

20) 한국벤처투자(주), *벤처기업을 위한 벤처캐피탈 투자계약서 해설서*(.서울: 한국벤처투자, 2018), 9.
21) 위의 글, 388.

전환권 등의 내용을 담게 된다.[22]

의결권부 상환전환우선주(RCPS, Redeemable Convertible Preference Shares)는 가장 흔히 사용되는 투자수단으로서, 이익배당 및 잔여재산 분배 우선주에 상환주 및 전환주가 결합된 형태의 주식이다.[23] 투자자는 상황에 따라 전환권이나 상환권, 공동매도참여권 등 다양한 상황에 대처할 수 있는 수단을 마련함으로써 벤처투자에 따른 리스크를 완화할 수 있다. 스타트업 입장에서도 다른 투자수단에 비해 유용하다. 사채와 달리 이자를 부담하지 않아도 되는 것은 물론 회계상, 재무상 장점도 존재한다. 상장회사에 적용되는 한국채택국제회계기준(K-IFRS)에 따르면, 상환전환우선주는 부채로 분류되고 있으나, 기업공개 전 비상장회사에 적용되는 기업회계기준(K-GAAP)에 따르면 상환전환우선주는 부채가 아닌 자본으로 인식된다. 기업공개 즈음에는 투자자들이 이를 보통주로 전환하는 경우가 많아 결국 자본으로 편입된다.

다. 주주간 계약

주주간 계약은 기존 주주와 신규투자자간의 이해관계 등을 구체적으로 다룬다. 주로 주식처분제한 규정, 이사 선임 규정, 신주인수권, 스톡옵션(Stock Option) 규정, 회사 업무집행에 관한 투자자의 동의권 및 협의권 규정, 투자자의 우선매수권 및 공동매도권 규정, 비밀유지 규정, 주식매수청구권 규정 등에 관한 사항을 포함한다.[24] 투자자는 이사선임권과 이사로 하여금 일정한 행위를 하도록 하는 프로큐어 조항(Procure Clause), 회사 경영에 관한 사전동의권 등 주주간 계약의 조항을 통해 회사의 경영 및 업무집행에 관여할 수 있다.

특정 투자자에게 위와 같은 권한을 부여하는 주주간 계약이 주주평등의 원칙 등 회사법의 기본원리와 충돌한다는 이유로 효력이 부정되기도

---

22) 위의 글, 389.
23) 박상철, “벤처투자계약의 국내법상 수용”, *상사법연구* 제37권 제2호(2018): 387.
24) 스타트업 법률지원단, 앞의 글, 60.

하나,[25] 실무상 벤처투자계약을 체결할 때, 투자 조건으로 발행회사의 사전 협의, 통지 및 동의 의무 등을 규정하고 이를 위반할 경우 투자금 회수 등 구제수단에 관한 규정을 두는 경우는 매우 흔하다.[26]

3. 벤처투자와 기업지배구조

본 논문은 이러한 벤처투자를 통해 성장하는 스타트업의 기업지배구조에 대해 다룬다. 앞서 살펴본 바와 같이 스타트업은 외부에서 투자를 받으면서 그 대가로 투자자에게 주식을 제공하고 사전동의권, 이사선임권 등 주주간 계약을 통해 특정한 권리를 부여하게 된다. 그 과정에서 스타트업의 지배구조는 투자자의 권한이 강해지는 쪽으로 변화한다. 그러나 이러한 변화에도 불구하고 스타트업의 기업지배구조는 창업자에 대한 감독과 통제를 하기에 부족한 점이 많다. 본 논문은 이 점을 지적하고자 한다.

물론 국내에서 벤처투자를 유치할 수 있는 스타트업은 많지 않다. 2019년 기준으로 전체 스타트업 중 벤처캐피탈(투자조합 포함)로부터 투자를 받은 경험이 있는 곳은 3.6%로 비교적 적은 편이고[27], 상당수는 정부 정책지원금 또는 은행 등 일반금융을 통해 자금을 조달하고 있다.[28] 그러나 이는 스타트업 전체에 대한 통계일 뿐, 성장가능성이 뚜렷하고 향후 IPO 또는 M&A를 통한 엑시트 가능성이 인정되는 스타트업으로서 대규모 자금조달이 필요한 경우에는 벤처캐피탈과 같은 전문투자자가 전환사채, 상환전환우선주 등 주식과 연계된 자금조달수단을 통해 투자한다.[29] 본 논문에서 말하는 기업지배구조 문제는 벤처투자를 받을 수 있

---

25) 서울고등법원 2021. 10. 28. 선고 2020나2049059 판결.
26) 법무법인(유) 광장, “신주인수계약상 신주인수인 권리의 한계를 제시한 고법 판결(서울고등법원 2021. 10. 28. 선고 2020나2049059 판결)”, *법무법인(유) 광장 뉴스레터* 2021. 11.
27) 유정희, 엄수지, 권수연, *2020년 벤처기업정밀실태조사*(서울:벤처기업협회, 2020.), 140.
28) 위의 글, 48.
29) 김한철, “벤처투자계약상 자기주식취득에 관한 법적 쟁점 검토”, *금융법연구* 제18권 제2호(2021): 125.

을 정도로 성장가능성이 뚜렷한 스타트업에서 다뤄진다. 따라서 이하에서는 스타트업이 벤처캐피탈과 투자계약을 통해 자금을 조달하는 것을 전제로 스타트업의 기업지배구조 문제를 다루고자 한다.

제 3 절 스타트업 기업지배구조의 특징

1. 주식회사의 기업지배구조

일반적인 주식회사는 상법에 기반한 기업지배구조를 갖는다. 상법에 따르면 주주, 이사회, 대표이사 등 회사를 구성하는 주체들은 각각의 역할과 책임이 구분되어 있으며 그에 따라 주식회사의 기업지배구조가 형성된다.

주주총회는 상법과 정관에 정하는 사항에 대해 결의를 할 수 있다(상법 제361조). 회사의 지분을 가진 주주들은 주주총회에 모여 의결권을 행사함으로써 회사의 경영에 참여한다.

이사회는 주주총회에서 선임된 이사들로 구성된다. 기본적으로 회사의 업무집행은 이사회 결의로 하기 때문에 이사회는 업무집행기관의 성격을 갖는다(상법 제383조 제1항). 동시에 이사회는 감독기관으로서 이사의 직무 집행을 감독해야 한다(상법 제393조 제2항). 이사회는 감독권의 실효성을 확보하기 위한 수단으로 대표이사로 하여금 다른 이사 또는 피용자의 업무에 관하여 이사회에 보고할 것을 요구할 수 있고, 이사는 3월에 1회 이상 업무의 집행상황을 이사회에 보고해야 한다. 이사는 회사에 대하여 수임인으로서 선량한 관리자의 의무를 부담한다(상법 제382조 제2항). 나아가 개별 이사들은 다른 이사에 대한 감시의무를 부담한다.[30] 이에 따라 이사는 대표이사 등 다른 이사의 직무수행이 적법, 적절한지 감시하고 위법, 부적절한 행위를 방지하기 위해 적절한 조치를 해야 한다.

대표이사의 선임은 정관에서 주주총회의 권한으로 하지 않는 한 이사

30) 노혁준 외, *신체계 회사법* 제8판(서울: 박영사, 2020), 219.

회의 결의에 의한다(상법 제389조 제1항). 이사회에서 업무집행에 관한 의사결정이 이루어지면 실제 업무집행은 대표이사 산하의 경영조직에 의해 수행된다. 현실적으로 대부분 회사는 대표이사의 지휘, 감독하에 경영조직이 운영되고 있으며 이사회는 이러한 경영조직에 의한 업무집행을 감독하게 된다.

2. 스타트업의 경우

스타트업의 지배구조가 운영되는 모습은 일반적인 주식회사와 차이가 있다. 먼저, 스타트업은 창업자를 중심으로 빠르게 성장하는 회사이므로 주주총회나 이사회보다는 창업자를 중심으로 하는 경영진에 의해 중요한 의사결정이 이루어진다. 스타트업에 투자한 투자자들은 주주총회, 이사회보다는 주주간 계약을 통해 경영에 관여하며, 그들의 주요 관심사는 경영진에 대한 감독 및 견제보다는 엑시트를 통한 자금회수에 있다. 나아가 스타트업의 지배구조는 창업부터 엑시트까지 단계별 투자를 거치며 변화한다. 아래에서는 각 투자 단계를 중심으로 일반적인 주식회사와 다른 스타트업 기업지배구조의 특징을 자세히 살펴보고자 한다.[31]

가. 창업 단계(Founding stage)[32]

창업 단계는 투자가 시작되기 전 단계이다. 스타트업 창업은 창업자의 혁신적인 아이디어에서 시작하는 경우가 대부분이다. 창업 단계의 창업자는 자기 아이디어를 현실적인 상품 또는 서비스로 구체화하는 동시에 회사를 구성해나가야 한다. 스타트업의 존립 자체가 불안한 상태이므로 외부투자자로부터 투자를 받는 것은 매우 어려운 일이다. 창업자는 기술개발 등 운영을 위해 대출을 받거나 친구, 가족으로부터 자금을 구한다.

---

31) 투자단계 구분은 Elizabeth Pollman의 「Startup governance」에 기초하여 편집하였다.
32) Elizabeth Pollman, “Startup governance”, University of Pennsylvania Law Review Vol.168 No.1 (2019): 196-197.

이러한 창업 초기 단계는 기업지배구조가 거의 문제 되지 않는다. 회사는 창업자가 의사결정 및 업무집행에 대한 모든 권한을 가지고 있는 매우 단순한 지배구조로 되어 있다. 따라서 2명 이상의 공동창업자 사이에 심각한 충돌이 발생하는 경우가 아닌 한, 기업지배구조로 인한 이해관계나 갈등이 존재하기 어렵다.

나. 시드 단계(Seed stage)[33]

시드 단계는 스타트업이 본격적으로 투자를 받는 단계이다. 시드 단계의 스타트업은 아직 상품이나 서비스를 제대로 출시하지 않은 단계이기 때문에 수익을 창출하기가 매우 어려우므로 창업자는 회사 운영을 위해 엔젤투자자나 엑셀러레이터 등 외부투자자로부터 투자를 유치해야만 한다.[34] 성장가능성을 인정받은 스타트업은 비록 상품이나 서비스가 출시되지 않았더라도 시드 단계의 투자를 통해 자금을 마련하고 기업 규모를 확장할 기회를 얻는다. 시드 단계 투자는 창업 후 첫 투자로서 사업 아이템을 검증하는 단계이다. 우리나라에서는 2021년 기준 평균 18억 원 정도로 투자규모가 크지 않은 것이 일반적이나[35], 최근 벤처투자 시장이 활발해지면서 시드 단계임에도 불구하고 100억 원 이상 규모의 투자유치가 일어나기도 한다.[36]

시드 단계 투자자는 보통주를 통해 스타트업에 투자하고 주주의 지위를 얻지만, 주로 소규모 투자를 하기 때문에 투자지분율이 높은 편은 아니다. 이들은 스타트업이라는 고위험·고수익 상품에 투자한 만큼 스타

---

33) 위의 글, 197.
34) Aidin Salamzadeh and Hiroko Kawamorita Kesim, “Startup Companies: Life Cycle and Challenges”, 2015, Proceedings of the 4th International Conference on Employment, Education and Entrepreneurship (EEE).
35) 스타트업 레시피, *스타트업 레시피 투자리포트 2021*(서울: 미디어레시피, 2022), 21.
36) 노자운, “떡잎만 보고 수백억을 태워?... 스타트업 몸값, 하늘 찌른다.”, 조선비즈, 2022. 1. 21. https://biz.chosun.com/stock/analysis-prospect/2022/01/21/2ERKM7KFXZCU3O6P3ZUJNHX42Q/.

트업이 빠르게 성장할 수 있도록 창업자에게 자금이나 경영 관련 노하우를 제공하려는 경향이 강하다.[37] 엔젤투자자, 엑셀러레이터 등 시드 단계 투자자는 투자계약을 통해 자금을 지원하고 기업가치를 높여 추후 대규모 수익을 회수하고자 하는 것이 목표이므로 주주로서 주주총회나 이사회를 통해 창업자를 견제할 동기가 크지 않다. 따라서 시드 단계의 기업지배구조도 지배주주 겸 대표이사인 창업자가 중심이며 주식회사의 기업지배구조에 따른 견제와 통제는 사실상 부재한다.

다. 시리즈 A 단계(Series A round)[38]

시리즈 A 단계는 스타트업이 본격적으로 벤처캐피탈의 투자를 유치하는 단계이다. 창업자는 장기적인 이윤을 창출할 수 있는 비즈니스 모델을 개발하여 벤처캐피탈로부터 투자를 유치하고, 이를 스케일업을 위한 투자금으로 사용한다. 시리즈 A 단계 투자를 유치하는 스타트업은 사업과 서비스가 더욱 구체화되어 시장에서 성장가능성을 인정받은 것으로 여겨진다.

시리즈 A 단계 투자 규모는 점점 성장하는 추세이다. 미국에서는 시리즈 A 단계 평균 투자 유치 규모가 2021년 1,560만 달러에서 2021년 2,220만 달러로 약 30% 성장했으며 꾸준히 성장하는 추세이다.[39] 우리나라에서는 2021년 기준 평균 시리즈 A 단계 투자규모가 68억 원이며[40], 최근 인공지능 스타트업 업스테이지는 설립 1년 만에 시리즈 A에서 316억 원 규모의 투자를 유치하는 등 투자규모가 점점 커지는 추세를 보인다.[41]

---

37) 양현봉, 박종복, “국내 엔젤투자 실태분석과 발전과제”, *중소기업금융연구* 제40권 제2호 (2020): 59.
38) Elizabeth Pollman, 앞의 글, 198.
39) "Series A, B, C Funding: Averages, Invetors, Valuations“, fundz, (https://www.fundz.net/what-is-series-a-funding-series-b-funding-and-more 2022. 5. 20. 확인).
40) 스타트업레시피, 앞의 글, 21.
41) 박호현, “막 싹 틔운 시리즈A에도 300억 뭉칫돈... 스타트업 ‘투자판’ 커졌다.”, *서울경제*, 2021. 9. 8., https://www.sedaily.com/NewsView/22RDX6CCGA.

시리즈 A 단계에서 벤처캐피탈은 일반적으로 벤처투자계약을 통해 상황전환우선주를 확보하여 스타트업의 주주가 된다. 벤처캐피탈이 외부투자자로 합류하면서 창업자의 지분율이 창업 초기에 비해 줄어들게 되고, 이로 인해 창업자와 투자자 사이에 갈등이 발생할 여지가 발생한다. 그러나 시리즈 A 단계 스타트업의 투자자는 창업자의 적법, 적절한 업무수행보다는 기업가치를 높여 대규모 후속 투자를 유치하는 것이 더 큰 이득이기 때문에 창업자에 대한 감독과 통제 유인은 부족하다.

이사회 구성도 달라진다. 벤처캐피탈은 주주간 계약에 그 임직원 또는 벤처캐피탈이 지명한 사람을 투자대상이 되는 스타트업의 이사로 선임하는 조항을 포함하기도 한다. 지명된 이사는 이사회 결의에 참여하거나 창업자의 경영을 감독함으로써 벤처캐피탈의 투자가 손실로 이어지지 않도록 하는 역할을 맡는다. 과거에는 벤처캐피탈이 이사를 지명하여 스타트업의 경영에 참여하기도 했으나, 최근에는 이사지명권을 활용하는 경우 자체가 줄어들었고 지명하더라도 기타 비상무이사로 선임하는 경우가 많다.[42] 벤처캐피탈도 스타트업을 성장시켜 자금을 회수하여 수익을 내는 것이 주된 목적이다. 따라서 비교적 초기 투자 단계에 해당하는 시리즈 A 단계에서 창업자를 과도하게 압박하기보다는 스타트업이 빠르게 성장할 수 있도록 자금을 지원하는 역할에 머무는 경우가 많다.

라. 시리즈 B 단계(Series B round) 이후[43]

시리즈 B 단계는 스타트업의 제품 또는 서비스가 시장에서 인정받은 후 사업규모를 확장하기 위해 투자를 유치하는 단계이며, 이후 스타트업이 시장에 안정적으로 자리를 잡으면 시리즈 C, 시리즈 D 단계로 이어지는 후속투자를 유치하게 된다. 시리즈 B 단계부터는 어느 정도 시장의 검증이 완료된 상태이기 때문에 투자 단계를 거듭할수록 큰 규모의 투자가 이루어진다. 우리나라에서 평균적으로 시리즈 B 단계는 178억 원, 시

42) 한국벤처투자(주), 앞의 글, 87-88.
43) Elizabeth Pollman, 앞의 글, 198-200.

리즈 C 단계는 325억 원, 시리즈 D 단계는 849억 원 규모의 투자가 유치된다. 시리즈 B 단계부터는 고위험-고수익 투자를 노리는 벤처캐피탈뿐만 아니라, 투자은행, PE가 운용하는 사모펀드(Private Equity Fund), 헤지펀드(Hedge Fund) 등 벤처투자를 전문으로 하지 않는 투자자들도 참여하기 시작한다.

시리즈 B 단계부터는 투자자간의 이해가 충돌하는 경우가 쉽게 발생한다. 예를 들어, 투자자 a는 시리즈 A 단계에서 1,000,000원을 투자하면서 1주당 1,000원으로 평가하여 상환전환우선주 1,000주를 발행받은 상황을 가정해보자.

1) 먼저, 시리즈 B 이후 단계에 합류한 투자자 b가 똑같이 1,000,000원을 투자하면서 그보다 낮은 1주당 500원에 2,000주를 발행받았다고 가정하자. 이 경우, 기존 투자자인 a의 지분은 b의 절반에밖에 미치지 못하게 되고, a가 보유한 지분이 희석된다. a는 이를 방지하기 위해 투자계약 당시 지분희석을 방지하는 리픽싱(Refixing, 전환비율 조정) 조항을 포함시켜 추후 b와 같이 1주당 500원 수준으로 전환권을 행사하여 2,000주를 보유하는 등 방법을 취할 것이다.

2) 반면, b가 a의 10배인 10,000,000원을 투자한 경우를 생각해보자. 스타트업의 기업가치가 높아져 1주가 10.000원으로 평가되었고 a와 똑같이 1,000주를 발행받았다. b는 a보다 10배의 금액을 냈지만, 두 투자자의 지분율은 같다. a의 입장에서는 스타트업의 실질적인 가치나 창업자의 경영보다는 b와 같은 투자자들이 후속 투자에 참여하도록 하는 것이 자금회수에 유리하다. 또한, b가 합류하는 과정에서 스타트업의 기업가치가 1주당 10,000원 이상으로 상승했다면 a는 이미 주가를 통해 높은 수익을 거두고 있으므로 기업운영보다는 조속한 엑시트를 통해 자금을 회수하려는 동기가 상대적으로 강하다. 반면, b는 높은 비용을 들여 투자에 참여했기 때문에 상대적으로 더 큰 규모의 엑시트를 목표로 하게 되고, 기업가치를 제고하기 위해 경영에 관심을 두는 경향이 상대적으로 강하다. 벤처투자에서 상대적으로 초기 투자자에 해당하는 벤처캐피탈에 비해 PE가 대규모 자금을 투자하고 이사지명 등 경영에 관여하려는 경

향이 강한 이유도 이러한 이해관계의 차이에 기인한다. 그러나 b 역시 최종적으로 스타트업의 엑시트가 목표라는 점에서 일반적으로 기업의 경영에 관여하는 PE와는 그 정도에 있어서 분명한 차이가 존재한다.

시리즈 B 단계 이후에는 기업지배구조가 복잡해진다. 여러 단계의 투자가 진행되면서 창업자의 지분율은 점점 희석되고 투자자들이 서로 다른 이해관계를 가진 주주로 합류한다. 초기 투자자는 창업자가 후속 투자를 유치해 기업가치를 높이고 엑시트에 가까워지길 기대한다. 후기 투자자는 대체로 초기 투자자에 비해 더 높은 가격에 대규모 투자계약을 체결하기 때문에 더 큰 규모의 엑시트를 통한 자금회수를 기대한다. 이로 인해 초기 투자자보다 상대적으로 기업가치와 창업자의 리스크 관리에 관심을 두게 된다. 그러나 후기 투자자 역시 최종 목표가 엑시트이므로 창업자에 대한 감독과 통제 유인은 여전히 부족한 것이 현실이다.[44]

시리즈 B 이후 단계에서는 이사회 구성도 다양해진다. 투자자가 다양해진 만큼 각 투자자가 지명한 이사들이 이사회에 합류하고 이들은 투자자를 대표하여 스타트업 경영에 관여하게 된다. 그러나 앞서 설명한 바와 같이 벤처캐피탈은 이사지명권을 이용하는 것보다는 주주간 계약을 통해 필요한 범위에서 경영에 관여하는 경우가 많고, PE와 같은 후기 투자자가 이사지명권을 활용한다고 하더라도 스타트업의 엑시트가 최종 목표라는 점에서 여전히 창업자에 대해 감독과 통제 유인이 일반적인 주식회사보다는 부족하다.

3. 소결

스타트업의 기업지배구조는 일반적인 주식회사와 다른 특징이 있다. 중요한 것을 꼽자면, 스타트업의 지배구조는 1) 창업자와 투자자 사이의 벤처투자계약에 의해 형성되고, 2) 투자 단계에 따라 기업지배구조가 변화하며, 3) 투자자의 목적이 경영진에 대한 감시보다는 엑시트에 초점이 맞추어져 있어 창업자에 대한 감독 및 견제가 소홀해지기 쉽다. 특히 스

44) Elizabeth Pollman, 앞의 글, 179.

타트업은 수익과 같은 실질적인 성과보다는 창업자의 아이디어 자체와 그 성장가능성을 중심으로 기업가치를 평가받기 때문에, 후속 투자유치와 엑시트라는 목표를 위해서는 창업자를 중심으로 하는 강한 추진력에 중점을 두게 된다. 주주간 계약에 의한 창업자 통제는 투자자에게 직접적인 불이익을 주는 등 만약의 경우에 대비하는 것을 목적으로 하는 경우가 많아 실질적으로 창업자를 감독하지 못한다.

이러한 스타트업의 특징적인 지배구조는 창업자 주도 아래 짧은 시간 안에 사업규모를 확장하고 기업가치를 높이는 데 긍정적인 역할을 한다. 그러나 창업자의 경영 및 업무수행에 대한 감독 및 견제는 일반적인 주식회사에서 주주 및 이사회에 의한 것에 비해 미약할 수밖에 없다. 감독과 견제가 결여된 기업지배구조는 늘 불안요소를 내재한다. 창업자의 과도한 사익추구나 부실한 경영전략에도 불구하고, 창업자에 대한 통제가 이루어지지 못한 채 투자유치와 기업가치의 외적 성장에만 관심을 둘 얼마든지 존재한다. 아래 제3장에서 다룰 일련의 사례는 스타트업의 부실한 기업지배구조가 낳을 수 있는 문제점을 잘 보여준다.

제 3 장 스타트업 기업지배구조의 문제점

제 1 절 사례 분석

1. WeWork

가. 기업 개관

위워크(WeWork)는 2010년 설립된 스타트업으로 공유오피스(Shared workspace) 비즈니스의 대표주자이다. 위워크의 비즈니스 모델은 건물을 임대하여 업무공간으로 꾸민 뒤 중견기업, 스타트업, 1인기업, 프리랜서 등 다양한 고객의 개별 수요에 맞게 필요한 업무공간을 제공하는 것이다.[45] 창업자는 애덤 노이만(Adam Neumann)과 미겔 맥켈비(Miguel McKelvey)로, 이들은 2010년 뉴욕(New York City)에 첫 오피스를 개점한 이후 빠르게 회사를 성장시킴으로써 공유오피스 비즈니스를 확산시키는 데 크게 기여했다.

나. 성장과정

위워크는 건물을 구매하거나 장기 임대를 하는 데 많은 자금이 필요했고, 일련의 투자유치를 통해 이를 확보했다. 애덤 노이만과 미겔 맥켈비는 위워크의 전신(前身)인 그린데스크(GreenDesk)의 지분을 매각해 얻은 300만 달러와 신용카드, 친구 등 다양한 곳에서 얻은 현금을 통해 뉴욕 소호(SoHo) 지역에 1호점을 열었다. 지점이 늘어나고 추가적인 투자

---

45) Aurelie Leclercq-Vandelannoitte and Henri Isaac, “The new office: how coworking changes the work concept”, *Journal of business strategy* Vol. 37 No. 6 (2016): 5.

유치가 필요하자 2012년 1월 친구와 가족으로부터 685만 달러의 투자를 받았다. 이후 2012년 7월에는 1,700만 달러 규모의 시리즈 A 투자를, 2013년 5월에는 4,000만 달러 규모 시리즈 B 투자를, 2014년 2월에는 1억 5,000만 달러 규모의 시리즈 C 투자를 차례로 유치하며 빠르게 성장해나갔다. 2014년 12월 시리즈 D 투자를 받을 즈음 이미 위워크는 50억 달러의 가치를 인정받는 회사가 되어 있었고, 골드만삭스(Goldman Sachs), JP 모건(JP Morgan)과 같은 대형 투자자들도 위워크의 투자자로 합류했다.[46] 이후 위워크는 시리즈 H 투자까지 유치했다. 특히 소프트뱅크(Softbank)는 2019년 10월까지 약 185억 달러를 투자했을 정도로 위워크의 전망을 긍정적으로 평가했다.[47] 위워크는 2019년 IPO 직전 약 470억 달러로 기업가치를 높게 평가받았고, 유치한 투자금으로 전 세계 125개 도시에 600개 이상의 건물을 확보하는 등 끝없는 성공가도를 달릴 듯 보였다.

다. 문제 및 원인

그러나 2019년 IPO를 준비하는 과정에서 위워크의 문제가 탄로 났다. 위워크의 비즈니스는 창업 이후 수익성이 점점 악화되어 2019년 3분기에만 무려 12억 5,000만 달러의 적자가 발생한 상태였다.[48] 애덤 노이만은 CEO로서 여러 이해충돌 문제를 야기했고 회사의 수익성을 제고할 경영 방안을 제시하지 못했다. 이로 인해 위워크의 IPO는 연기되었다. 이듬해

---

46) Donald C. Langevoort and Hilary A. Sale, “Corporate Adolescence: Why did “WE” not work?”, *Texas Law Review* Vol.99 No.7 (2021): 5.
47) Connie Loizos, “SoftBank says it has now invested $18.5 billion in WeWork, ‘more than the GDP’ of Bolivia, which has 11.5 million people”, *Techcrunch*, 2019. 10. 25.
(https://techcrunch.com/2019/10/24/softbank-notes-it-has-now-invested-18-5-billion-in-wework-more-than-the-gdp-of-bolivia-which-has-11-5-million-people/.
48) Sara Ashley O’Brien, “WeWork’s losses doubled to $1.25 billion last quarter”, *CNN*, 2019. 11. 14.
https://edition.cnn.com/2019/11/13/tech/wework-losses-ipo/index.html.

인 2020년 3월 위워크의 기업가치는 470억 달러에서 29억 달러까지 폭락했고, 공동창업자 애덤 노이만(Adam Neumann)과 미겔 맥켈비(Miguel McKelvey)는 모두 위워크에서 지위를 내려놓고 나가게 되었다.[49]

문제의 핵심은 CEO 애덤 노이만을 아무도 통제하지 못한 것이었다. 애덤 노이만은 이미지메이킹과 투자유치에는 탁월한 능력을 갖추고 있었다. 그러나 정작 회사를 경영하는 일에 방만했다. 수익성에 대한 고려없이 단기 아파트임대사업인 위리브(WeLive)를 시작했고 위그로우(WeGrow)라는 학교를 설립해 운영하는 등 무분별하게 사업을 확장하여 연 16억 달러 수준의 적자 폭을 더 키웠다. CEO로서 사익추구 행위도 서슴지 않았다. 회사에 'We' 상표권을 6백만 달러에 팔았고, 보유주식을 기반으로 10억 달러를 회사로부터 빌릴 권한을 가지고 있었으며, 자신이 소유한 건물을 위워크에 임대하여 임대료를 챙겼다.[50]

감독의무를 부담하는 이사회는 경영진의 잘못된 업무집행을 통제하지 않은 채 침묵했다. 애덤 노이만은 이사회 의장이었으나 이사회에 거의 등장하지 않았고 회의를 생략하곤 했다. 애덤 노이만과 투자자들 모두 내부통제에 무관심했기 때문에 가능한 일이었다. 가장 큰 투자자였던 소프트뱅크는 빠른 성장만을 강조하며 애덤 노이만을 지지했고, 골드만삭스와 같은 투자은행도 위워크의 IPO를 통한 자금회수를 기다렸을 뿐 애덤 노이만에 대한 견제에 큰 관심을 기울이지 않았다[51]. 주주와 이사회의 감독 없이 애덤 노이만은 의사결정권을 사실상 독점하고 있었다. 내부통제는 전혀 이루어지지 않은 채 IPO에 대한 기대만 점점 부풀어가는 상태였다. 위워크 내부에서 누구도 문제를 제기하지 않았기에 애덤 노이만의 방만한 경영과 이익충돌 문제는 해결되지 않은 채 쌓여갔다. 위워크에 누적되어 온 기업지배구조 문제는 IPO 과정에서 낱낱이 드러났고 그에 따라 위워크의 IPO 계획은 실패로 돌아갔다.

---

49) Donald C. Langevoort and Hilary A. Sale, 앞의 글, 3-10.
50) 위의 글, 19-20.
51) 위의 글, 27-28.

라. 현황

위워크의 기업가치는 폭락했다. 많은 투자자에게 손실을 안겼으며, 2019년 11월 전체 직원의 19%에 달하는 2,400명의 직원이 해고되었다.[52] 이후 2021년 10월 기업인수목적회사(SPAC(Special Purpose Acquisition Company)인 보우X(BowX)와 합병을 통해 뉴욕증권거래소에 우회 상장을 하긴 했으나, 합병 당시 평가된 기업가치는 90억 달러로 여전히 과거 470억 달러의 20%에도 미치지 못하는 수준이다.[53]

2. Theranos

가. 기업개관

테라노스(Theranos)는 2003년 설립된 의료기술 스타트업이다. 손가락에서 나온 몇 방울의 피만으로 콜레스테롤 수치부터 암까지 수백 개의 질병 테스트를 더 빠르고, 더 정확하며, 더 저렴하게 수행할 수 있는 기술을 개발한 회사로 알려졌다.[54] 창업자 엘리자베스 홈즈(Elizabeth Holmes)는 여러 언론을 통해 미국에 의료혁신을 가져올 인물로 소개되었고, 투자자들의 주목을 한 몸에 받으며 테라노스를 키워나갈 수 있었다.

---

52) Peter Eavis, “WeWork will lay off 2,400 workers”, *The Newyork Times,* 2019. 11. 21.
https://www.nytimes.com/2019/11/21/business/wework-layoffs.html.
53) Sarah Hansen, “WeWork will go public via SPAC deal at $9 billion valuation - Less than 20% of its 2019 Softbank valuation”, *Forbes*, 2021. 3. 26.
https://www.forbes.com/sites/sarahhansen/2021/03/26/wework-will-go-public-via-spac-deal-at-9-billion-valuation-less-than-20-of-its-2019-softbank-valuation/?sh=2542f53334eb.
54) Caitlin Ropper, “This woman invented a way to run 30 lab tests on only one drop of blood”, *Wired*, 2014. 2. 18.
https://www.wired.com/2014/02/elizabeth-holmes-theranos/.

나. 성장과정

엘리자베스 홈즈는 2003년에 19살의 나이로 스탠포드 대학교(Stanford University)를 자퇴하고 테라노스의 전신에 해당하는 Real-time Cures를 설립했다. 2004년부터 가족 및 지인들의 초기투자를 받아 약 600만 달러의 자금을 유치했다. 이를 바탕으로 2005년 카트리지에 피를 담아 읽을 수 있는 '테라노스 1.0'이라는 프로토타입을, 2007년에는 '에디슨'이라는 새로운 프로토타입을 개발했다. 2007년에는 4,300만 달러 규모의 투자를 유치하며 기업가치가 1억 9,800만 달러로 올랐고, 몇 차례 투자 단계를 거쳐 2010년에는 10억 달러의 기업가치를 인정받았다.[55] 당시 테라노스는 월그린(Walgreens)과 세이프웨이(Safeway) 등 드럭스토어에 본격적으로 판로를 개척하기 시작했다. 그러나 테스트 결과의 신뢰도가 떨어지고 제품 개발 및 납품 기한을 맞추지 못하는 상황이 지속되었다. 테라노스는 2013년 아직 준비되지 않았다는 일부 연구진의 반대에도 불구하고 새로운 웹사이트와 함께 테라노스 미니랩(miniLab)을 일단 출시했다. 2014년에는 4억 달러의 투자금을 유치하며 90억 달러에 가까운 기업가치를 달성했고, 테라노스 지분의 50%를 보유하던 엘리자베스 홈즈는 거대한 수익을 챙길 수 있었다. 테라노스는 벤처캐피탈과 PE뿐만 아니라 미디어 재벌인 루퍼트 머독(Rupert Murdoch), 월마트(Walmart) 창업주인 월튼 가문(Walton family) 등 저명한 투자자들로부터 투자를 받았고, 헨리 키신저(Henry Kissinger) 전 국무장관, 조지 슐츠(George Shulz) 전 국무장관, 윌리엄 페리(William Perry) 전 국방장관 등 저명 인사들이 이사회에 합류하면서 더욱 유명해졌다.[56]

---

55) Zaw Thiha Tun, "Theranos: A Fallen Unicorn", Investopedia, 2022. 1. 4. (https://www.investopedia.com/articles/investing/020116/theranos-fallen-unicorn.asp, 2022. 5. 20. 확인)

56) Sophia Kunthara, "A closer look a Theranos' big0name investors, partners and board as Elizabeth Holmes' criminal trial begins", C*runchbase news,* 2021. 9. 14. https://news.crunchbase.com/news/theranos-elizabeth-holmes-trial-investors-board/.

다. 문제 및 원인

그러나 테라노스의 핵심인 혈액 검사 기술은 존재하지 않는다는 문제가 제기되기 시작했다. 테라노스의 기업가치는 10억 달러에 이르렀으나 엘리자베스 홈즈는 여전히 테라노스의 기술이 어떻게 작동하는지 구체적으로 대답하지 못했다. 2015년 7월, 테라노스는 첫 번째 FDA 승인을 받았다. 과학자들은 이를 계기로 테라노스의 기술에 대해 의문을 제기하기 시작했다. 이후 2015년 10월 WSJ(Wall Street Journal)의 존 캐리루(John Carreyrou) 기자는 테라노스가 기술개발에 어려움을 겪고 있다는 점을 지적하는 첫 번째 기사를 실었다.[57] 테라노스에서 퇴직한 직원들을 통해 테라노스의 에디슨 기계로는 15가지 테스트밖에 수행할 수 없고, 대다수의 테스트는 다른 회사의 기계를 이용해서 진행하고 있으며, 그 테스트 결과마저 정확하지 않다는 점 등을 폭로했다. 엘리자베스 홈즈는 반박하고자 했으나, 이후 이어진 미 FDA(Food and Drug Administration), CMS(Centers for Medicare & Medicaid Services)의 조사 등을 통해 테라노스의 기술이 사실상 사기였음이 드러났다. 2018년 미국 증권거래위원회(SEC)와 투자자들이 홈즈를 고소하였고, 2022년 1월 캘리포니아 지방법원에 의해 엘리자베스 홈즈는 사기 등 혐의로 유죄 판결을 받게 되었다. 아직 선고는 내려지지 않았는데 홈즈는 최대 20년 징역과 엄청난 벌금을 받을 것으로 전망된다.[58]

엘리자베스 홈즈는 테라노스를 실리콘밸리에서 가장 주목받는 스타트업 가운데 하나로 성장시켰다. 투자 유치에 탁월함을 보였던 엘리자베스

---

57) John Carreyrou, “Hot startup Theranos has struggled with its blood-test technology”, *Wall Street Journal,* 2014. 12. 1. https://www.wsj.com/articles/theranos-has-struggled-with-blood-tests-1444881901.

58) Erin Griffith and Erin Woo, “Elizabeth Holmes found guilty of four charges of fraud”, *The Newyork Times*, 2022. 1. 3. https://www.nytimes.com/live/2022/01/03/technology/elizabeth-holmes-trial-verdict.

홈즈는 더욱 단단한 입지를 갖게 되었고 그녀의 의지대로 회사를 경영해 나가기 시작했다. 엘리자베스 홈즈가 절차나 원칙을 쉽게 무시했다. 테라노스의 최고재무책임자(CFO)였던 헨리 모즐리(Henry Mosley)가 투자자들 앞에서 '테라노스 1.0'의 검사 결과를 조작해 보여준 것에 대해 문제를 제기하고 투자자를 속이는 것이라고 지적하자, 엘리자베스 홈즈는 그를 "팀 플레이어가 아니"라는 비난과 함께 해고해버렸다.[59] 홈즈는 이사진의 역할을 단순히 자리를 차지하고 있는 것에 불과하다고 생각했으며, 2013년 12월에는 자신이 소유한 모든 주식에 1주당 100표를 부여하는 결의안을 강제로 통과시켜 주주총회 의결권의 99.7%를 차지하기도 했다.[60] 기업가치는 90억 달러에 이르렀으나 기업지배구조는 1인 회사와 다르지 않았다. 투자자들과 이사회는 엘리자베스 홈즈의 경영에 대해 전혀 감독하거나 통제하는 기능을 하지 못했다. 회사의 핵심인 기술을 이해하는 이사는 드물었다. 엘리자베스 홈즈의 화려한 언변과 명성은 허위와 과장을 덮었고, 기업가치가 급등하고 있었기에 투자자들은 굳이 엘리자베스 홈즈를 통제할 유인도 없었다. 이처럼 감독과 통제가 결여된 기업지배구조 아래 테라노스의 거짓말은 거품처럼 불어났고 결국 실리콘밸리 최악의 사기극이라는 결말로 이어졌다.

라. 현황

테라노스는 결국 2018년 9월 4일 폐업했다. 엘리자베스 홈즈와 테라노스 최고운영책임자(COO)였던 라메시 서니 발와니(Ramesh Sunny Balwani)는 사기 혐의로 기소되었고, 서로에게 책임을 떠넘기는 진흙탕 싸움 끝에 엘리자베스 홈즈와 라메시 서니 발와니 모두 유죄판결을 받아 엘리자베스 홈즈는 11년 징역형을 선고받았고, 라메시 서니 발와니는 13년의 징역형을 선고받아 항소한 상태이다.[61]

---

59) John Carreyrou, *배드 블러드,* 박아린 역(서울: 와이즈베리, 2019), 19.
60) 위의 책, 430.
61) Kalley Huang, "No. 2 Theranos Executive Is Sentenced to Nearly 13 Years for Fraud", *The Newyork Times*, 2022. 12. 7.,

3. Nikola

가. 기업 개관

니콜라(Nikola)는 2014년 설립된 자동차 제조 스타트업이다. 에너지 분야와 물류 분야에서 혁신을 만들겠다는 목표로 전기 트럭과 수소 트럭을 개발한다. 니콜라는 배터리 방식의 전기차보다 주행거리가 짧고 무겁다는 단점의 극복을 공언하며 차세대 수소 충전 방식의 운송수단을 개발하겠다는 포부를 내놓았다. 차량을 제조하는 니콜라 모터(Nikola Motor)와 수소 충전 인프라를 담당하는 니콜라 에너지(Nikola Energy)로 구성되어 있으며, 창업 6년 만인 2020년 미국 나스닥(Nasdaq)에 상장하며 실리콘밸리에서 명성을 크게 얻었다.

나. 성장과정

니콜라의 창업자는 트레버 밀턴(Trevor Milton)이다. 그는 2014년 배출가스 없는(Zero-emission) 트럭을 만들겠다는 계획으로 니콜라를 설립했다.[62] 니콜라는 2015년 철강 제조업체 워딩턴 인더스트리(Worthington Industries)로부터 2백만 달러의 초기투자를 받았고[63], 이를 이용해 2016년 시제품 니콜라 원(Nikola one)을 개발해 내놓았다. 니콜라 원은 수소 연료전지로 작동하는 수소 트럭이었고, 당시 투자자들의 뜨거운 관심을

---

https://www.nytimes.com/2022/12/07/technology/sunny-balwani-theranos-sentenced.html

62) Neal E. Boudette and Jack Ewing, “Head of Nikola, a GM. Elecric Truck Partner, Quits Amid Fraud Claims”, *The Newyork Times*, 2020. 9. 21. https://www.nytimes.com/2020/09/21/business/nikola-trevor-milton-resigns.html.

63) Cristin Flanagan and Gregory Calderone, “Worthington less bullish on Nikola after tiny investment surges”, *Bloomberg*, 2020. 6. 9. (https://www.bloombergquint.com/business/worthington-less-bullish-on-nikola-after-tiny-investment-surges.

얻았다.

니콜라는 꾸준히 투자를 유치하여 기업가치를 늘렸다. 2018년 Series C 투자로 2억 1천만 달러 규모의 자금을 유치한 데 이어, 2019년 Series D에서는 보쉬(Bosch)와 한화(Hanwha)로부터 2억 3천만 달러 규모의 투자를[64], CNH 인더스트리얼(CNH Industrial)로부터 총 2억 5천만 달러 규모의 투자를 유치하였고,[65] 이로써 니콜라는 33억 달러 수준의 기업가치를 인정받게 되었다. 2020년 6월 4일에는 니콜라가 나스닥(Nasdaq)에 IPO를 하면서 상장기업이 되었다. 기존에 상장된 기업인수목적회사 VectoIQ와 합병하는 방식으로 상장했다. 나스닥 상장 5일만에 자동차를 단 한 대도 팔지 않은 채 시가총액 300억 달러를 달성하며 100년 넘은 자동차 회사 포드(Ford)의 시가총액을 앞지르기도 할 정도로 뜨거운 관심을 모았다.[66]

주문도 밀려들었다. 니콜라 원을 발표한 2020년 니콜라는 7,000건 이상의 사전주문(Pre-orders)이 들어왔다고 발표했고, 실제로 2018년 주류업체 앤하이저부시(Anheuser-Busch)는 2025년까지 이산화탄소 배출을 25% 줄이는 목표를 달성하기 위해 니콜라의 수소트럭 800대를 사전 주문하는 등[67] 니콜라는 큰 인기를 끌었다. 2020년 니콜라는 총 10억 달러의 잠재적 매출이 기대되는 14,000건의 사전주문이 있다고 발표했으며

---

64) Nikola, “Bosch and Hanwha have invested over $230 million in Nikola”, Nikola, 2019. 9. 5.
(https://nikolamotor.com/press_releases/bosch-and-hanwha-have-invested-over-230-million-in-nikola-65 2022. 5. 20. 확인)

65) Nikola, “CNH Industrial to lead Nikola’s Series D round with $250M USD investment”, Nikola, 2019. 9. 3.,
(https://nikolamotor.com/press_releases/cnh-industrial-to-lead-nikolas-series-d-round-with-250mm-usd-investment-64 2022. 5. 20. 확인)

66) 조귀동, “[수소경제] 수소트럭 니콜라, 車 한 대도 없이 포드 시총 제쳤다”, *조선비즈*, 2020. 6. 10.
https://biz.chosun.com/site/data/html_dir/2020/06/10/2020061001320.html.

67) Sebastian Blanco, “Anheuser-Busch’s order for 800 Nikola Hydrogen Trucks is a play for Younger beer drinkers”, *Forbes*, 2018. 5. 3.
https://www.forbes.com/sites/sebastianblanco/2018/05/03/anheuser-busch-800-nikola-hydrogen-trucks/?sh=21f3a9474d4c.

이러한 시장의 기대는 니콜라의 시가총액이 상장 이후 단기간에 치솟는데 영향을 주었던 것으로 보인다.

다. 문제 및 원인

그러나 니콜라의 주가는 1달도 되지 않아 급락하기 시작한다. 블룸버그통신은 과거 니콜라가 2016년 공개했던 니콜라 원은 수소 연료 배터리가 들어있지 않은 빈 껍데기에 불과하고, 니콜라는 자동차 생산을 할 수 있는 설비조차 제대로 공개하지 못하고 있다는 점을 폭로했다.[68] 매출이 한 푼도 없는 회사가 나스닥에 상장까지 할 수 있었던 것은 니콜라의 기술에 대한 기대 때문이었다. 그러나 이후 니콜라에 대한 회의적인 시각이 많아지기 시작했다.[69] 트레버 밀턴은 의혹을 전면 부인했으나 니콜라에 대한 의심은 커졌다. 2020년 9월 10일에는 더욱 충격적인 폭로가 이어진다. 투자 분석 회사 힌덴버그 리서치(Hindenburg Research)는 니콜라가 발표한 "Nikola One in Motion" 동영상이 니콜라 원을 운행하는 것이 아니라, 니콜라 원을 언덕에 끌어 올린 뒤 이를 굴러 내려가게 하는 장면이라고 말했다. 트레버 밀턴의 주장과 달리 니콜라는 자체 배터리 기술이 없어 GM의 배터리를 사용할 계획이고, 핵심 부품은 제3자로부터 사오거나 특허를 사용하고 있다고 폭로했다.[70] 미국 증권거래위원회(SEC)와 미국 법무부는 이러한 의혹에 대해 조사에 착수했고, 결국 트레버 밀턴은 2020년 9월 20일 니콜라 이사회 의장 자리에서 물러나게

---

68) Edward Ludlow, "Nikola founder exaggerated the capability of his debut truck", *Bloomberg*, 2020. 6. 18., (https://www.bloomberg.com/news/articles/2020-06-17/nikola-s-founder-exaggerated-the-capability-of-his-debut-truck.

69) Danny Honstantinovic, "A brief history of Nikola: How a beacon of electric vehicles became an alleged fraud", *The Business of Business*, 2020. 9. 12., https://www.businessofbusiness.com/articles/Nikola-electric-vehicle-fraud-stock-tumbling-Tesla-history-of/.

70) Hindenburg Research, "Nikola: How to Parlay an ocean of lies into a partnership with the largest Auto OEM in America", Hindenburg Research, 2020. 9, 10., (https://hindenburgresearch.com/nikola/ 2022. 5. 20. 확인)

되었다.

스타트업이 아이디어를 기반으로 투자를 유치하고 이를 기반으로 기술을 연구하는 동안 매출을 만들지 못하는 것은 문제가 아니다. 이는 스타트업의 본질이며 오히려 이러한 적자를 메워주는 것이 벤처투자가 존재하는 이유이기도 하다. 문제는 니콜라처럼 창업자가 거짓에 근거해 투자자와 이해관계자를 기망하고 이를 기반으로 기업가치를 높여 이익을 챙길 때 발생한다. 니콜라는 미국 증권거래위원회에 결국 1억 2,500만 달러의 벌금을 내기로 합의하였다. 창업자 트레버 밀턴은 2021년 4월 350만 주의 니콜라 주식을 매각한 뒤 현재 사기 혐의로 기소된 상태이다.[71] 니콜라의 주식가격은 하락을 거듭하여 상장 후 90달러까지 치솟았던 주가가 현재는 10달러 미만을 벗어나지 못하고 있다.

니콜라의 문제도 결국 수단과 방법을 가리지 않고 투자를 유치하려는 트레버 밀턴에 대해 아무도 감독 및 통제를 하지 못하는 데 원인이 있었다. 니콜라가 2020년 6월 나스닥에 상장되기 전까지 트레버 밀턴은 이사회 의장과 대표이사를 겸하면서 니콜라 전체의 경영을 좌우했다. 이사회와 경영진은 전문성보다 트레버 밀턴의 주관에 따라 구성됐다. 운송수단을 다뤄본 적 없는 케빈 링크(Kevin Lynk)를 수석 엔지니어로 고용했고, 콘크리트 공사를 하던 자기 동생 트래비스 밀턴(Travis Milton)을 수소 생산 및 시설 담당 이사로 고용했으며, 골프 클럽과 스파를 경영하던 데일 프로우스(Dale Prows)를 시설 개발 총괄로 고용한 것 등이 대표적인 사례이다.[72] 니콜라의 보상 체계도 스톡옵션에 기반했기 때문에 직원, 이사, 고문 등 임직원들 모두 니콜라의 빠른 IPO를 바랄 수밖에 없는 구조였다.[73] 트레버 밀턴이 개발되지도 않은 기술과 존재하지도 않는 설비를 이용해 투자를 받아오고 창업 6년 만에 IPO를 달성하더라도 그

---

71) Niluksi Koswanage, “Nikola founder sold 3.5 million shares at $13.89 each”, *Bloomberg,* 2021. 4. 3., (https://www.bloomberg.com/news/articles/2021-04-03/nikola-founder-sold-3-5-million-shares-at-13-89-each.

72) Mak Yuen Teen, “Nikola: Fast track to a dead end”, *corporate governance case study* Vol.10 (2021): 431-432.

73) 위의 글, 432.

에 대한 문제제기를 기대하기가 어렵다. 오히려 빠른 투자유치와 엑시트는 니콜라 임직원 대부분이 기대하는 상황이었을 것으로 보는 것이 더 합리적이다.

라. 현황

니콜라는 논란을 딛고 2021년 12월 전기트럭을 시범적으로 인도하였으며, 2022년 본격적인 첫 전기트럭 생산에 들어갔다. 원래 계획했던 수소연료전지 트럭 대신 테슬라와 같이 전기배터리로 움직이는 전기트럭을 생산한다. 2022년 인도 물량은 300대~500대 정도로 예상하고 있으며, 이를 통해 첫 매출을 달성할 수 있을 것으로 보인다.

4. Zenefits

가. 기업 개관

제네피츠(Zenefits)는 중소기업을 위한 HR(Human Resources) 서비스를 제공하는 스타트업이다. 온라인 소프트웨어를 통해 직원들의 보험, 급여 등 HR 관련 업무를 자동으로 처리해준다. 주된 고객은 스스로 HR 관리를 하기 어려운 중소기업이다. 공동창업자인 파커 콘래드(Parker Conrad)와 락스 스리니(Laks Srini)는 중소기업의 HR 관리에 대한 수요를 파악하고 이를 온라인 소프트웨어로 대체함으로써 중소기업 입장에서 불필요하게 투입되는 시간과 비용을 줄이겠다는 혁신적인 아이디어를 제시했다.[74] 제네피츠는 HR 관리하는 소프트웨어를 제공하되, 중소기업 고객과 보험사를 연결하는 플랫폼 역할을 하며 수수료를 받아 수익을 창출한다.

---

74) Claire Suddath and Eric Newcomer, “Zenefits was the perfect startup. Then it self-disrupted”, *Bloomberg*, 2016. 5. 9. (https://www.bloomberg.com/features/2016-zenefits/.

나. 성장과정

파커 콘래드는 2003년 암젠 벤처스(Amgen Ventures)라는 프로덕트 매니저(product manager)로 직장생활을 시작했고, 이후 2011년 위키인베스트(Wikiinvest, 현재 SigFig)라는 투자관리 스타트업을 공동창업하였다.[75] 이후 위키인베스트를 나온 파커 콘래드는 2012년 9월 제네피츠를 창업하였다. 투자와 창업에 밝았던 파커 콘래드는 600만이 넘는 미국 중소기업의 HR 서비스에 대한 수요를 정확하게 파악하고 있었다.[76] 제네피츠는 중소기업으로 하여금 HR에 들어가는 비용과 시간을 대폭 줄여주었다. 또한 중소기업과 보험사를 연결하여 중소기업이 보험 상품을 구매하면 수수료(brokerage commission)를 받았고 이는 매년 발생하는 고정적인 매출로서 사업을 안정화하는 뒷받침이 되었다. 제네피츠는 완벽한 스타트업에 가까웠다. 창업자는 뚜렷한 비전을 가졌고, 보험업이라는 침체 산업에 새로운 바람을 일으켰으며, 창업초기부터 안정적인 현금흐름을 갖추고 있었다.[77] 사업을 시작하여 같은 해 말에 100만 달러 매출에 도달했고, 2014년에는 2,000만 달러로 매출이 급등했으며 2015년 말에는 매출이 1억 달러에 이르렀다. 제네피츠에 대한 시장의 높은 기대는 투자로 이어졌다. 안드레센 호로비츠(Andreesseen Horowitz) 등 투자자들이 초기부터 적극적으로 투자에 참여하였다. 1,500만 달러 규모의 시리즈 A와 6,650만 달러 규모의 시리즈 B에 이어[78], 2015년 시리즈 C에서는 5억 달러의 대규모 투자금을 유치함으로써 3번의 투자만에 5억 8천만 달러에 이르는 자금을 끌어모았다.[79] 이로써 기업가치는 45억 달러까지 치솟았

---

75) Crunch base (https://www.crunchbase.com/person/parker-conrad, 2022. 5. 20. 확인)

76) Claire Suddath and Eric Newcomer, “Zenefits was the perfect startup. Then it self-disrupted”, *Bloomberg,* 2016. 5. 9., https://www.bloomberg.com/features/2016-zenefits/.

77) 위의 글.

78) Ryan Lawler, “Cloud HR startup Zenefits raises another $66.5M from Andreessen Horowitz and IVP at a $500M Valuation”, *Techcrunch*, 2014. 6. 3. https://techcrunch.com/2014/06/03/zenefits-66-5m-a16z-ivp/

79) Farhad Manjoo, “Zenefits Scandal Highlights Perils of Hypergrowth at

고 15명에 불과했던 직원은 창업 3년 만에 1,600명에 가까울 정도로 성장하였다.

다. 문제 및 원인

2016년 초 창업자이자 CEO였던 파커 콘래드는 갑작스럽게 사임했다. 제네피츠가 위법하게 영업을 하고 있다는 사실이 밝혀지면서 문제가 발생했다. 제네피츠의 서비스에는 중소기업과 보험사를 연결해주는 것도 포함되어 있었다. 캘리포니아에서는 보험을 팔거나 추천하려면 주법에 따른 자격증이 필요하고, 이를 얻기 위해서는 52시간의 온라인 연수 과정을 거쳐야 한다. 그러나 파커 콘래드는 'the macro'라는 크롬 확장 프로그램을 이용해 직원들이 연수 과정을 이수하지 않았음에도 연수 과정을 이수한 것으로 인정되게 만들어 캘리포니아 주정부 법을 우회하였다. 또한, 다른 주에서 보험을 판매하기 위해서는 그 주의 보험중개시험을 통과해야 한다. 그러나 제네피츠 직원들은 미국 전역에서 자격증도 없이 보험을 판매하였다. 워싱턴주를 비롯한 각 주에서 조사가 시작되었다. 캘리포니아주 보험청은 보험판매자격이 없는 직원이 보험 업무를 처리한 건수가 2,000여 건에 달한다는 점을 적발하여 캘리포니아주 사상 최대 규모인 700만 달러의 과징금을 부과하였고.[80], 매사추세츠주를 비롯하여 다른 주의 보험 관련 행정청에서도 제네피츠를 조사하는 데 이르렀다.[81]

당시 이사회에는 CEO 파커 콘래드, 공동창업자이자 CTO였던 락스 스리니, COO였던 데이비드 삭스(David O. Sacks), 그리고 안드레센 호로비츠의 파트너인 라스 달가드(Lars Dalgaard)가 포함되어 있었다.[82] 안드레센 호로비츠의 투자로 인해 합류한 라스 달가드는 제네피츠의 성

Start-ups", *The Newyork Times*, 2016. 2. 17., https://www.nytimes.com/2016/02/18/technology/zenefits-scandal-highlights-perils-of-hypergrowth-at-start-ups.html.

80) 박정희, "美 금융당국, 스타트업 보험브로커에 최대 과징금 부과", *Kiri 리포트 글로벌 이슈* 제409호 (2016): 29-30.

81) Claire Suddath·Eric Newcomer, 앞의 글.

82) Farhad Manjoo, 앞의 글.

장에 대한 기대가 컸다.[83] 성장을 위해서는 인력규모를 늘리고 매출을 극대화하는 것이 필요하다. 이에 파커 콘래드는 영업사원 규모를 늘리기 위해 보험 영업에 필요한 적법한 자격증도 없는 직원에게 보험 영업을 하게 했고, 자격증을 따더라도 'the macro'를 통해 불법적으로 취득하게 했다. 데이비드 삭스를 비롯한 제네피츠의 이사회 구성원들은 이러한 불법 경영 사실에 대해 알고 있었으나 이를 심각하게 받아들이지 않았고, 투자자도 제네피츠의 성장에 취해 위법한 경영을 문제 삼지 않았다. 초고속으로 성장하는 중이었기 때문에 파커 콘래드를 감독하거나 통제할 만한 유인이 없었다. 성장만 하면 상관없다는 분위기였기 때문에 회사에서 음주하거나 성관계를 갖는 일이 만연하게 이루어지는 등 기업문화도 망가져 있었다.[84] 결국 불법영업에 대한 행정청의 조사가 시작되고 제네피츠의 잘못된 기업문화에 대한 폭로가 이어진 후 본격적으로 문제가 제기될 수 있었고, 2016년 2월 1일 긴급하게 소집된 이사회 논의 결과, 파커 콘래드가 사임하기로 결정되었다. 후에 라스 달가드가 밝혔듯이 제네피츠는 잘못된 방향으로 가고 있었다.[85] 스타트업이 기존 산업의 틀을 깨고 혁신을 추구하는 것과 기존 산업에 적용되는 규제나 법을 깨고 위법한 경영을 하는 것은 전혀 다른 문제이다.

라. 현황

파커 콘래드가 사임한 후 데이비드 삭스가 제네피츠의 새로운 CEO로 취임하였고, 제네피츠는 새로운 이사 3명을 추가로 선임하여 이사회를 강화했다. 데이비드 삭스는 제네피츠가 법률과 정부의 규제 준수 약속했다. 제네피츠의 사업 축소는 불가피했다. 제네피츠의 기업가치는 45억 달

---

83) Vinay Patankar, "How bad processes are destroying Zenefits", Process.st, 2016. 2. 19., (https://www.process.st/bad-processes/ 2022. 5. 20. 확인)
84) Farhad Manjoo, 앞의 글
85) Brian Solomon, "A lot of things went wrong: Lars Dalgaard on Zenefits scandal", *Forbes*, 2016. 3. 7., https://www.forbes.com/sites/briansolomon/2016/03/07/a-lot-of-things-went-wrong-lars-dalgaard-on-zenefits-scandal/?sh=69ced6de8b7d.

러에서 절반 이하인 20억 달러로 급락했다[86]. 이후 2017년 2월 취임한 새 CEO 제이 풀처(Jay Fulcher)는 직원들에게 보내는 편지에서 회사의 매출 성장과 고용 증가가 모두 무리한 것이었음을 밝혔고, 여러 차례 해고 끝에 과거 1,640명의 직원 가운데 약 30%에도 미치지 못하는 500여 명만 남기는 등 대대적으로 사업 규모를 축소하였다[87].

5. 옐로모바일

가. 기업 개관

옐로모바일은 소위 '벤처 얼라이언스'를 표방하는 사업지주회사이다. 옐로모바일은 투자를 받아서 다른 스타트업을 인수하고, 인수한 스타트업을 육성하여 기업가치를 키우고, 이를 통해 다시 투자를 유치하여 새로운 인수를 하면서 규모를 키워가는 것이 주요 사업 모델이었다.[88] 창업자였던 이상혁 대표는 '작은 물고기 떼가 고래를 이긴다'라는 연합론[89]을 바탕으로 옐로모바일을 스타트업 연합체로 성장시켰고, 이는 해외에서도 선례를 찾기 어려운 독특한 사업구조였기 때문에 투자자들의 이목을 끌 수 있었다.

나. 성장과정

2012년 8월 옐로모바일의 전신인 아이마케팅코리아가 설립된다. 아이마케팅코리아는 설립 당시부터 중소기업을 인수하며 성장하기 시작했다.

---

86) Dan Primack, "Zenefits loses over half of its value", *Fortune*, 2016, 7. 1., https://fortune.com/2016/06/30/zenefits-loses-over-half-of-its-value/.
87) Rolfe Winkler, "Zenefits cuts nearly half of staff", *The Wall Street Journal*, 2017. 2. 9., https://www.wsj.com/articles/zenefits-cuts-nearly-half-of-staff-1486662123.
88) 심재석, "옐로모바일은, 어떻게 성장했고 왜 무너졌을까?", Byline Network, 2020. 6. 9. (https://byline.network/2020/06/9-59/ 2022. 5. 20. 확인)
89) 최정우, *스타트업은 어떻게 유니콘이 되는가*(서울: 쌤앤파커스, 2020), 145.

2013년 3월 이상혁 대표가 취임하면서 같은 달 DSC 인베스트먼트로부터 첫 투자 유치에 성공한 이후, 2013년 9월 벤처캐피탈로부터 100억 원에 가까운 출자를 받았고, 2013년 10월 사명을 옐로모바일로 변경하면서 본격적으로 회사 규모를 키워가기 시작했다.[90]

이상혁 대표가 이끄는 옐로모바일의 핵심전략은 빠른 의사결정이었다. 인수할 회사와 3번의 미팅만으로 인수를 진행하고, 인수가격은 영업이익의 4배로 결정하는 것이 옐로모바일의 인수전략이었다.[91] 대상회사에 대한 실사도 별도로 진행하지 않을 정도로 빠르게 인수가 결정되었다. 대상회사에 대한 꼼꼼한 가치평가보다는 빠른 인수결정이 중요했기 때문에 영업이익의 4배가 매매대금의 기준이었고, 영업이익이 없는 경우 그 전 투자에서 인정받은 기업가치를 기준으로 삼았다.[92] 옐로모바일은 매매대금으로 현금과 함께 옐로모바일의 주식을 지급했다. 옐로모바일의 기업가치가 빠르게 성장하고 있었다. 영업이익의 4배라는 매매대금이 다소 저렴하다고 하더라도, 피인수회사 지배주주 입장에서는 옐로모바일의 주식을 빨리 취득하는 것이 이득이었고 인수 뒤 대상회사의 창업자와 경영진을 그대로 유임시켜 자율성을 보장했기 때문에 아쉬울 것이 없었다.

옐로모바일의 전략이 성공하려면 꾸준히 투자를 유치해 인수자금을 마련해올 수 있어야 했고, 그 인수자금이 인수된 자회사의 성장과 새로운 회사 인수에 효율적으로 사용되어야 했다.[93] 적어도 이상혁 대표는 투자유치에 실패한 적이 없었다. 풍부한 인수자금으로 더 많은 중소기업을 인수했고, 이를 기반으로 기업가치를 높여 더 많은 투자금을 끌어들이며 성장했다. 2014년 11월에는 실리콘 밸리의 벤처투자사 포메이션 8(Formation 8)로부터 1억 500만 달러 규모의 투자를 유치하였고, 1조 원의 기업가치를 인정받으며[94] 국내 스타트업 가운데 쿠팡에 이어 두 번째로 유니콘의 지위에 오른 것이다.

---

90) 신효섭, “옐로모바일의 성공 및 실패에 대한 사례연구”, *KBR* 제25권 제2호 (2021): 91.
91) 최정우, 앞의 책. 74.
92) 위의 책, 90.
93) 위의 책, 92.
94) 신효섭, 앞의 글, .94.

옐로모바일의 전략은 유니콘이 된 이후에도 유지되었다. 2015년 3월 지주회사로 전환하였고, 웹과 모바일 서비스를 제공하는 수많은 중소기업을 인수하여 140여 개의 자회사 및 손자회사를 두게 되었다. 2012년 설립 당시 100억 원에도 미치지 못했던 매출액은 2015년 3,000억 원을 넘겼고 임직원도 4,000여 명으로 증가했으며[95], 인수된 회사들은 SMATO로 불리는 5개의 핵심사업부로 나뉘어 관리되었다.[96] 옐로모바일은 2010년대 가장 성공적인 국내 벤처로 주목을 받고 있었다. 이상혁 대표는 포브스 코리아(Forbes Korea)의 한국 50대 부자 조사에서 34위에 오르며 포브스 코리아 2016년 6월호 표지를 장식하기도 했다. 2016년 당시 옐로모바일의 기업가치는 무려 4조 원이 넘는다는 평가를 받고 있었다.

다. 문제 및 원인

옐로모바일은 성장만큼이나 빠른 추락을 겪었다. 회계자료 부실로 회계법인으로부터 감사의견을 거절당하고, 실적 악화로 고액 상습 체납자 명단에 올라가게 되었으며[97], 투자자에게 지급한 전환사채 및 피인수회사 주주에게 지급해야 하는 잔금 등 수많은 채무를 지급조차 하지 못하는 중이다.

앞서 설명한 바와 같이 옐로모바일의 전략은 투자유치와 인수에 치중되어 있었다. 투자를 받아서 기업을 인수하고, 이를 기반으로 기업가치를 높이고, 이를 바탕으로 다시 투자를 받아 인수하는 과정을 반복했다. 그러나 옐로모바일은 인수된 회사들을 제대로 관리하고 경영하는 데에는 소홀했다. 이는 크게 세 가지 요소로 나누어 분석해볼 수 있다.[98]

---

95) 최영진, “한국 34위 부자 이상혁 옐로모바일 대표... “지속가능한 기업 만드는 것이 더 중요하다””, *중앙일보*, 2016. 5. 8. (https://www.joongang.co.kr/article/20091067#home.

96) SMATO는 쇼핑미디어(Shopping Media), 미디어(Media), 디지털마케팅(Digital Marketing), 여행(Travel), O2O(Online to Offline)의 약자이다.

97) 이재명, “5조원 유니콘에서 15억 원 체납자 된 ‘옐로모바일’”, *서울경제*, 2020. 12. 14., https://www.sedaily.com/NewsVIew/1ZBOHIPMR9.

우선, 인수를 통해 규모가 커지고 계열사의 숫자가 많아졌지만 이를 효율적으로 관리할 능력도 시스템도 없었다. 계열사들을 어떻게 관리하겠다는 구체적인 계획보다는 빠른 의사결정에 의한 인수가 우선이었다. 주먹구구식으로 인수된 회사들은 제대로 경영될 리 없었다. 다양한 계열사가 시너지를 만들어내는 벤처 얼라이언스를 기대했지만, 현실은 적자를 내는 계열사들의 집합에 불과했다. 사업부가 정리되지 않아 갑작스럽게 사업부가 통폐합되거나 회사가 이전되면서 발생하는 비용도 적지 않았다.[99] 계열사끼리 자금을 수없이 빌려주는 과정을 관리하지 못한 탓에 불필요한 세금, 수수료 등 지출이 발생했으며, 그 과정마저 제대로 기록되지 않아 회계자료가 부실해졌다. 2017년부터 본격적으로 문제가 드러나면서 옐로모바일은 회계자료 부실을 이유로 회계법인에 의해 감사의견을 거절당하거나[100] 심각한 적자로 인해 "계속기업으로서 존속능력에 의문을 제기할만한 중요한 불확실성이 존재"한다는 회계법인의 의견이 사업보고서에 기록되기도 하였다.[101]

둘째, 계열사 사이의 시너지는커녕 이해관계 조율도 제대로 이루어지지 않았다. 옐로모바일은 회사를 인수하는 과정에서 창업자와 경영진을 그대로 두었는데, 이러한 계열사 경영진끼리 목표, 경영방식, 이해관계 등이 모두 달랐다. 하나의 사업부 내에서 계열사들은 경쟁관계에 놓이는 경우가 흔했고, 각 사업부가 옐로모바일이 조달한 투자금을 각자 자기 사업부로 끌어들이는 과정에서 사내정치가 발생하기도 했다. 옐로모바일은 계열사들의 이해관계를 조정하고 관리했어야 했다. 그러나 다른 회사를 추가로 인수하는 것 외에 아무런 역할도 하지 않았다.

끝으로, 옐로모바일은 후속투자를 받기 위한 외적 지표에 집착했을 뿐 정작 기업의 본질적 가치를 키우는 경영에 소홀했다. 옐로모바일의 "빠른 의사결정에 의한 인수" 전략은 단기간에 기업 규모와 기업가치를 키우는 데 효과적이었다. 그러나 투자와 인수만으로는 회사를 경영할 수

98) 신효섭, 앞의 글, 100-101.
99) 최정우, 앞의 책, 144.
100) 삼일회계법인, 주식회사 옐로모바일 재무제표에 대한 감사보고서 제6기.
101) 주식회사 옐로모바일 사업보고서 제7기 중 Ⅴ. 감사인의 감사의견 등.

없다. 계열사를 제대로 관리하고 경영해 지속가능한 회사로 만들기 위해서는 다른 고민과 전략이 필요했으나 옐로모바일은 이에 대한 고민보다는 새로운 투자금을 유치하고 또 다른 매물을 찾아다니는 것에만 관심을 두었고 결국 지속가능성을 확보하는 데 실패했다.[102]

옐로모바일의 문제는 '인수'만을 목표로 했다는 데 있었다. 이상혁 대표는 회사를 제대로 성장시키기 위한 경영 능력이나 시스템에는 관심을 두지 않았다. 인수를 위한 빠른 의사결정만을 강조했다. 피인수회사에 대한 실사도 없이 인수하는 경우가 대부분이었다. 5개 사업부와 전혀 관련 없는 회사를 이상혁 대표 단독으로 인수계약을 진행했다가 결국 인수를 철회하고 손해배상을 하면서 자금을 낭비하는 경우도 잦았다.[103] 이상혁 대표가 투자금을 활영해 집중적으로 육성하려고 했던 쿠차와 피키캐스트는 무려 2개 계열사에 850억 원을 투입했음에도 결국 실패로 돌아갔다. 무리한 추가 인수와 이상혁 대표의 독단적 결정에 투자금을 모두 사용하여 정작 인수계약을 체결한 피인수회사에 잔금을 지급하지 못하기도 했다.[104] 투자자들이 수혈한 자금은 이렇게 무분별하게 사용되고 있었다.

그러나 투자자나 옐로모바일 및 계열사 경영진들은 이러한 이상혁 대표의 경영방식을 문제 삼지 못했다. 분명히 문제가 있었고 이를 감독, 통제할 필요가 있었다. 그러나 옐로모바일의 누구도 이상혁 대표에게 이의를 제기하지 못했고, 이상혁 대표의 방향성에 대해서 의문을 제기하는 자는 없었다.[105] 옐로모바일을 창업 3년 만에 국내 2호 유니콘으로 만든 이상혁 대표는 옐로모바일에서 절대적인 존재였다. 이상혁 대표는 모든 스타트업의 고민인 자금 유치를 손쉽게 해내는 능력이 있었다. 투자자로부터 유치해온 대규모 투자금은 기업인수에 사용되었고 기업규모가 커지면서 기업가치는 꾸준히 상승했다. 옐로모바일 주식의 가치가 오르고 있었기에 투자자는 물론 주식교환을 통해 옐로모바일의 주식을 취득한 피인수회사의 경영진도 이상혁 대표의 전략에 수긍했다. 투자받은 자금을

102) 최정우, 앞의 책, 154.
103) 위의 책, 143-144.
104) 위의 책, 129.
105) 위의 책, 131.

낭비해버리더라도 이상혁 대표가 시장에서 다시 투자를 받아올 수 있다는 확신이 있었기 때문이다. 그러나 이러한 믿음은 오래가지 못했고 옐로모바일의 거품이 걷히자 옐로모바일은 모래성처럼 무너져내렸다.

라. 현황

2017년 이후 옐로모바일은 급격히 해체되었다. 피인수회사 경영진에게 지급하지 못한 주식매매대금 지급의무나 계열사로부터 빌린 대여금에 대한 반환의무를 이행하지 못해 채무불이행에 빠지거나 여러 법정 소송에 휘말려 있는 상태이다. 옐로모바일의 채권자들이 승소하더라도 옐로모바일은 사실상 회수가 불가능할 정도로 재정이 악화된 상태이다.[106] 140개가 넘던 계열사는 이미 상당수를 매각하여 2020년 9월 기준 58개로 줄어들었으며[107] 대부분 매각하기 어려울 정도로 별 가치가 없는 계열사로 파악된다. 투자자들의 신뢰가 이미 사라져 과거처럼 투자금을 받아 인수자금을 마련하고 이를 통해 무작정 다른 회사를 인수하는 방식은 유지하기 어려울 것으로 보이는 상황이다.

제 2 절 원인 분석

1. 창업자 측면

가. 될 때까지 되는 척하기

앞서 설명한 바와 같이 스타트업이 시장에서 살아남아 성장하는 데 가장 필요한 것은 투자유치이다. 스타트업은 새로운 기술이나 아이디어

---

106) 조아라, “코인원, 옐로모바일 대여금 200억 원 손실처리... ‘회수 불가’ 판단”, *IT 조선*, 2021. 10. 1., http://it.chosun.com/site/data/html_dir/2021/10/01/2021100100876.html.

107) 나건웅, “왕년의 유니콘 ‘옐로 모바일’... 사실상 ‘공중분해’”, *매경 ECONOMY*, 2021. 3. 23., (https://www.mk.co.kr/economy/view/2021/274436.

를 바탕으로 장기적인 사업확장을 도모하기 때문에 초기부터 외부투자를 받아 운영비용을 마련할 수밖에 없다. 따라서 투자유치를 통한 자금조달은 적어도 스타트업이 스스로 수익을 창출하여 기업을 운영할 수 있게 될 때까지 창업자에게 끊임없이 부과되는 과제이다.

창업자는 투자자들과 시장을 향해 본인의 아이디어와 스타트업의 성장가능성에 대해 설득하고 투자를 끌어내야 한다. 투자유치라는 목표를 위해 창업자들은 스타트업의 장밋빛 미래를 강조하기 위해 아직 실현되지 않은 기술이나 달성되지 않은 목표에 대해서도 자연스럽게 과장과 허위를 섞어 설명하게 된다. 실리콘밸리에서는 이러한 스타트업의 문화를 “fake it till you make it(될 때까지 되는 척하라)”이라고 한다.[108]

창업자가 투자를 받기 위해 투자자를 설득하고 시장의 관심을 끌어내는 과정에서 스타트업의 긍정적인 면을 강조하고 과장하는 것은 자연스럽다. 투자자 역시 스타트업 창업자가 설명하는 대로 스타트업이 성공을 거두리라고 기대하지는 않는다. 그러나 스타트업 숫자가 늘어나고 벤처자금 유입이 활발해지면서 창업자가 사기 수준의 과장 및 허위로 투자자와 언론의 관심을 끌어 투자를 유치하는 경우도 발생하고 있다. 특히 전문적 지식에 기반한 신기술을 내세우는 스타트업은 일반인이 이를 제대로 이해하지 못하기 때문에 기술 자체를 과장하거나 기술개발의 진척 정도를 속이기 쉽다. 이에 대해 기존 투자자나 이사회의 감독, 통제마저 따르지 않게 된다면 개발된 적도 없는 기술을 내세워 대규모 투자를 유치하여 기업규모를 키우는 스타트업이 등장하게 된다. 이는 결국 투자자들에게 막대한 손해로 돌아갈 뿐만 아니라 기업규모 성장과정에서 합류한 다양한 직원들의 대량 해고나 일반 소비자의 피해로까지 이어질 수 있다.

앞서 살펴본 테라노스와 니콜라가 대표적인 경우이다. 테라노스 창업자 엘리자베스 홈즈는 테라노스 창업의 핵심이었던 혈액검사기술을 내세

---

108) Erin Griffith, “Theranos and Silicon Valley’s ‘Fake it till you make it’ culture”, *Wired*, 2018. 3. 14., https://www.wired.com/story/theranos-and-silicon-valleys-fake-it-till-you-make-it-culture/.

워 막대한 투자금을 유치했다. 그러나 테라노스가 내세운 기술은 희망사항이었을 뿐 실제로 개발되지 않은 기술이었다. 니콜라도 마찬가지이다. 니콜라는 수소트럭을 만드는 기술을 내세워 단 한 대의 트럭도 팔지 않은 채 포드를 뛰어넘는 시가총액의 상장사가 되었다. 그러나 개발되지 않은 기술을 허위로 광고하여 투자금을 끌어모은 것이라는 점이 밝혀져 일반 주주들에게까지 막대한 손해를 끼쳤다.

나. 공격적인 성향

창업자들의 공격적인 성향 또한 스타트업의 기업지배구조 문제가 발생하는 원인의 하나이다. 스타트업을 창업하여 경영하는 CEO들은 전문경영인 CEO보다 스스로를 과신하는 경향이 강하다.[109] 창업자들은 스타트업의 미래를 긍정적으로 판단하고 과감하고 공격적인 결정을 내린다. 스타트업은 그 특성상 단기간에 폭발적인 성장 및 엑시트를 목표로 하기 때문에 이를 달성하기 위해서는 창업자들의 공격적인 투자와 경영은 스타트업의 성공에 반드시 필요한 요소 중 하나이다.

그러나 창업자들의 공격적인 성향이 과해지는 경우 스타트업에 오히려 악영향을 끼칠 가능성도 존재한다. 위워크의 애덤 노이만은 연간 2조원의 적자가 발생하고 향후 재무구조를 개선할 가능성이 사실상 없는 상황에서도 경영방식을 바꾸려는 노력이 없었다. 오히려 독단적인 결정으로 불필요한 사업확장을 단행하는 등 위워크의 재무상황을 악화시켰다. 옐로모바일의 김상혁 대표도 마찬가지이다. 김상혁 대표는 오직 인수라는 한가지 전략만을 고수하며 유치한 투자금을 새로운 기업을 인수하는데 사용하였다. 창업 초기 옐로모바일의 기업규모를 키울 당시에는 성공적인 전략이었지만, 옐로모바일을 제대로 경영하고 100개가 넘는 계열사를 관리해야 하는 시점까지 인수전략만을 고집한 결과 수익성을 제고하기는커녕 인수한 기업의 주주들에게 인수자금도 제대로 지급하지 못하게

---

109) JoonMahn Lee, Byoung-Hyoun Hwang, and Hailian Chen, “Are founder CEOs more overconfident than profession CEOs? Evidence from S&P 1500 companies”, *Strategic Management Journal* Vol.38 (2017): 765-766

되었다. 제네피츠는 공격적으로 사업을 확장하다가 불법적인 영업을 하기에 이른 경우이다. 창업자 파커 콘래드는 제네피츠의 성장을 위해 무리하게 직원을 고용하여 보험중개사 자격도 없이 보험중개업을 시키는 불법을 저질렀고 이로 인해 제네피츠는 캘리포니아주 보험청으로부터 사상 최대 과징금 처분을 받고 대규모 해고사태가 벌어지는 등 어려움을 겪어야 했다.

다. 창업자 중심의 이사회 구성

이사회는 주식회사의 집행기관이자 동시에 감독기관의 역할을 한다. 이사에게는 감시의무가 있으며, 특히 실제 업무집행을 하는 대표이사와 임직원을 면밀히 감시해야 할 의무를 부담한다. 스타트업에서도 마찬가지이다. 스타트업의 이사회도 창업자를 비롯한 경영진의 업무집행이 적법하며 적절한지 감시함으로써 내부통제에 기여할 의무를 부담한다[110]. 이 때문에 투자자는 스타트업과 투자계약시 이사회 이사를 지명할 수 있는 권리를 계약조항에 포함해 창업자를 견제하기도 한다.

그러나 스타트업 이사회는 감독 기능이 유명무실한 경우가 많다. 스타트업의 이사회는 독립성을 보장하기 어렵다. 특히 초기 스타트업은 대부분 공동창업자와 경영진이 사내이사로 선임되어 이사회를 구성한다.[111] 이사와 경영진이 구분되지 않는 이사회에서 대부분의 의사결정은 창업자에 의해 결정될 수밖에 없는 구조이다. 투자자가 이사지명권을 요구하기 전까지는 이처럼 창업자가 지배하는 이사회를 유지하며, 대부분 창업자이거나 경영진이 이사를 맡고 있으므로 이사회의 통제기능을 기대하는 것은 어려운 일이다.

투자자가 지명하여 선임된 이사도 이사회의 감독 기능을 크게 강화하는 역할을 하지는 못한다. 투자 단계가 진행되면서 투자자, 특히 VC는 주주간 계약을 통해 스타트업에 이사회 자리를 요구한다. 투자자가 지명

---

110) 위의 글, 27.

111) Sam Garg, “Venture Governance: A New Horizon For Corporate Governance”, *Academy of Managerial Perspectives* Vol.34 (2020): 252, 253

한 이사는 법적으로 회사에 대한 신인의무를 부담하지만 실질적으로는 투자자인 VC의 입장을 대변하여 이사회에 참여한다. 아래에서 살펴보겠지만, 벤처투자의 속성상 투자자는 스타트업의 내실있는 경영보다는 외적인 기업가치의 성장에 따른 엑시트를 목표로 하게 된다. 이에 따라 창업자와 경영진에 대한 감독과 통제에 무관심하게 되므로 그들이 지명한 이사 역시 감독기관으로서 제대로 역할을 하기 어렵다. 앞서 제네피츠의 경우에도 VC인 안드레센 호로위츠(Andreessen Horowitz)의 파트너 라스 달가드(Lars Dalgaard)가 이사회 이사였음에도 불구하고, 제네피츠의 위법행위는 전혀 통제되지 않았음을 알 수 있다. 이처럼 투자자가 지명한 이사도 유명무실한 경우가 많고, 그마저도 실무적으로는 투자자가 이사지명권을 통해 창업자를 감독하거나 통제하려는 경향이 점점 사라지는 추세이다.

끝으로, 스타트업은 이사가 회사에 대한 신의성실의무를 위반하여 창업자의 배임 또는 위법행위를 제대로 감시하지 못했다고 하더라도 이에 대한 책임을 묻기 어렵다. 회사법은 이사가 임무를 게을리 하여 회사에 손해를 발생시킨 경우 회사가 직접 또는 주주가 제3자로서 이사에 대하여 손해배상책임을 물을 수 있도록 규정한다. 그러나 회사가 이사에게 직접 손해배상 책임을 묻는 것은 어렵고[112], 주주가 대표소송을 제기할 수도 있으나 VC 등 투자자들은 대부분 투자계약을 통해 투자원금을 회수할 수 있는 방어수단을 마련해 놓는다. 따라서 스타트업의 이사가 창업자에 대한 감시를 게을리함으로써 손해배상책임을 지게 될 가능성은 크지 않고, 이는 이사가 내부통제 관여에 소홀하게 되는 원인의 하나로 작용한다.

2. 투자자 측면

따라서 창업자의 경영에 문제가 있다면 스타트업에 자금을 투자한 투

112) 조지현, “주식회사 이사에 대한 책임추궁방안 연구 - 독일 주식법 규정을 중심으로”, *상사판례연구* 28권 (2015.): 4.

자자들이 창업자를 감독하거나 통제함으로써 문제를 해결할 것을 기대할 수도 있다. 투자자의 궁극적인 목표는 스타트업 투자를 통해 높은 수익을 내고 엑시트를 하는 것이다. 창업자의 경영이 기업가치를 악화시킨다면 투자자의 자금 회수에 악영향을 주게 되므로 투자자들이 이를 방지하기 위해 노력할 것이라는 기대는 충분히 합리적인 기대이다. 실제로 투자자들은 앞서 설명한 바와 같이 주주간 계약에 이사선임권, 주요사항에 대한 사전동의권 등 창업자를 감독하거나 통제할 수 있는 도구를 미리 마련하기도 한다.[113]

그러나 위와 같은 투자자의 노력에도 불구하고 창업자에 대한 감독 및 통제가 제대로 이루어지는 것은 어려운 일이다. 투자자의 관심은 어디까지나 성공적인 엑시트에 초점이 맞추어져 있다. 스타트업이 이미 일정 규모 이상의 투자를 받아 기업가치가 성장하는 중이라면, 투자자 입장에서는 이미 목표를 달성한 것이므로 창업자의 잘못된 경영을 통제하고자 굳이 추가적인 비용과 노력을 들일 이유가 없다. 이는 창업자의 경영에 대한 투자자의 무관심을 야기하고, 결국 앞서 본 사례들과 같이 수많은 이해관계자의 이해가 얽힌 다음에야 문제가 불거져 큰 피해로 이어지기도 한다. 자세한 분석은 아래와 같다.

가. 투자의 목적

스타트업 투자자는 일반 주주와 그 목적이 다르다. 일반 회사의 주주는 경영진의 충실한 업무집행을 통해 주식의 가치를 높이는 것이 관건이지만, 스타트업의 투자자는 엑시트를 통한 자금회수가 궁극적인 목적이다. 추가적인 투자유치와 성공적인 엑시트를 위해서는 내실있는 경영보다 외부에서 평가되는 기업가치를 제고하는 것이 중요하다. 이러한 단기적 관점에서는 기업을 관리하고 적절한 수익구조를 만드는 것보다 수단과 방법을 가리지 않고 외부에서 많은 자금을 끌어오는 것이 더 중요한 과제이다.[114] 창업자의 아이디어가 외부에서 좋은 평가를 받고 있다면,

113) Elizabeth Pollman, 앞의 글, 173.

투자자 입장에서는 엑시트를 방해할 정도의 노골적인 경영실패가 아닌 한, 그 창업자를 통제할 유인이 크지 않다. 창업자가 자신의 지위를 이용해 사적 이익을 추구하거나 회사 재무구조에 악영향을 주는 무리한 사업 확장을 하더라도, 스타트업을 외적으로 빠르게 성장시켜 자금회수만 하면 된다는 소극적인 태도를 갖게 되는 것이다. 이는 투자자가 창업자의 업무집행을 감독하는 데 소홀해지는 원인으로 작용한다.

이는 앞서 설명한 옐로모바일 사례를 통해 쉽게 이해할 수 있다. 앞서 설명한 바와 같이 이상혁 대표는 맹목적인 M&A만으로 옐로모바일을 국내 유니콘 2호의 자리에 올려놓았다. 계열사를 관리할 능력도, 의지도, 자금도 없었지만 끊임없는 M&A를 통해 기업규모를 키웠고 이렇게 외적으로 부풀려진 기업가치를 이용해 새로운 투자를 유치했다. 투자자들은 옐로모바일의 급등하는 기업가치만을 보고 투자했다. 옐로모바일의 외적인 성장은 투자자들에게 성공적인 엑시트를 가져다줄 것처럼 보였다. 투자자들은 높아진 기업가치에 만족했으며 이상혁 대표의 무분별한 M&A에 대해 누구도 문제를 제기하지 않았다. 이러한 경영에 대한 무관심은 옐로모바일이 붕괴할 때까지 이어졌고 결국 수많은 이해관계자의 손실로 이어졌다.

나. 투자자의 태도

스타트업 투자자는 스타트업의 성패와 직접적인 이해관계를 맺고 있기에 스타트업의 내부사정과 기업가치를 면밀히 검토하고 투자 여부를 판단할 것으로 기대된다. 그러나 벤처투자자들은 스타트업의 단계별 투자유치 과정에서 문제를 드러내기보다는 긍정적인 요소를 중심으로 기업가치를 평가하는 경향이 강하다. 투자유치는 스타트업에 대한 가치평가에 기반하고, 가치평가는 새로운 투자 단계에 진입할 때마다 새로 이루어진다. 스타트업 투자자들은 자신이 진입한 이후에도 창업자가 추가적인 투자를 꾸준히 유치해 계속 스타트업의 기업가치를 성장시켜 나가는

114) Elizabeth Pollman, 앞의 글, 202-203.

것이 투자금을 회수하는 데 중요하다. 이로 인해 창업자와 기존 투자자는 다음 투자유치에 방해가 될 만한 나쁜 소식보다는 스타트업 기업가치가 더 높게 평가될 수 있을 만한 소식이 부각되도록 만드는 데 적극적으로 움직인다.[115]

새로 자금을 투자하는 신규투자자도 스타트업의 기업가치를 긍정적으로 바라보려는 경향이 있다.[116] 벤처투자는 다양한 스타트업에 투자한 뒤 소수 스타트업의 '대박'을 통해 수익을 거두는 형태의 투자이다. 스타트업의 내부적인 문제를 면밀히 검토하는 것보다는 장래의 성장가능성을 엿볼 수 있는 긍정적인 요소에 초점을 맞추고 투자계약을 진행하게 된다. 또한, 벤처투자업계로 많은 투자금이 유입되면서 투자경쟁이 격해지는 상황이기에 현실적인 투자자보다는 가장 낙관적인 투자자가 신규투자자로 합류하게 된다. 나아가 대규모로 자금을 위탁받아 투자하는 VC 등 후기투자자들은 대부분 투자대상이 된 스타트업의 현재 가치(일반적으로 가장 최근 투자 단계에서 정해진 주식 가격)가 실적과 직결되므로 자신이 투자한 스타트업의 문제점을 들춰내기보다는 긍정적으로 기업가치를 평가하려는 경향이 강하다.

앞서 본 테라노스는 투자자들의 과도하게 긍정적인 태도가 두드러진 경우 중 하나로 볼 수 있다. 투자자들이 수억 달러의 자금을 투자하면서 테라노스가 개발했다고 주장하는 기술의 진위 여부에 대해 면밀히 검토했더라면 엘리자베스 홈즈의 거짓말은 투자유치 과정에서 이미 문제가 되어 탄로 났을 것이다. 그러나 투자자들은 테라노스의 기업가치가 90억 달러에 이를 때까지 기업가치 증대로 인한 이익에 취해있을 뿐 엘리자베스 홈즈의 경영과 테라노스의 기술개발 과정을 제대로 감독하거나 확인하지 않았다. 이는 테라노스의 거품을 계속하여 키웠고, 위태롭게 커진 거품은 결국 WSJ 존 캐리루 기자의 폭로로 인해 순식간에 무너져내리게 되었다.

---

115) Donald C. Langevoort and Hilary A. Sale, 앞의 글, 16-17.
116) 위의 글, 17.

다. 벤처투자 경쟁 활성화

앞서 제2장 제1절에서 살펴본 바와 같이, 국내뿐만 아니라 전 세계적으로 매년 더 많은 자금이 벤처투자시장으로 유입되고 있다. 전통적인 VC뿐만 아니라 사모펀드(PEF, Private Equity Fund), 뮤추얼펀드(Public Mutual Fund), 공공기관, 국부펀드(Sovereign wealth fund) 등 벤처투자의 자금 출처가 점점 다양해지는 추세이다.[117] 이로 인해 기업가치를 높게 인정받는 스타트업은 IPO를 하지 않은 단계에서도 충분히 대규모 자금을 유치할 수 있게 되었다. 앞서 살펴본 위워크가 소프트뱅크로부터 총 185억 달러에 달하는 투자금을 유치한 것이 대표적인 경우이다. 사적 자본에 의해 자금조달을 할 수 있는 스타트업은 IPO를 서두를 필요가 없다. 미국의 경우, 자본조달이 쉬워지면서 상장하는 스타트업의 숫자가 감소함은 물론 비상장 상태로 남아있는 기간도 2000년 5년(중간값)에서 2016년 10년 6개월로 2배 이상 길어졌다.[118]

벤처투자시장에 자금의 공급이 증가하면서 투자 경쟁도 치열해졌다. 이는 벤처투자계약에 있어서 창업자에게 더 큰 협상력이 생겼음을 뜻한다. 실제로 최근 10년간 벤처투자에서 협상력의 우위는 투자자에서 창업자로 옮겨져왔다고 평가된다.[119] 성장가능성이 높다고 평가되는 스타트업의 경우, 투자자는 창업자를 압박하고 견제하는 지위보다는 창업자에 우호적인 조력자로서 역할을 하게 된다. 투자자는 어차피 엑시트를 통해 수익을 거두는 것이 목표이므로 스타트업의 기업가치만 꾸준히 성장하고 있다면 굳이 창업자의 경영을 감독하는 일에 적극적일 이유가 없다. 오히려 엑시트를 할 때까지 창업자에게 협조하여 충분한 지분을 확보하는 동시에 기업가치 상승 추세에 변함이 없도록 돕는 것이 합리적인 선택이다.

---

117) Evan Epstein, “Why Governance Matters for Your Startup”, *Rock Center for Corporate Governance* No.232 (2018): 5.
118) 위의 글, 4.
119) Donald C. Langevoort and Hilary A. Sale, 앞의 글, 16.

제 3 절 기업지배구조 문제로 인한 피해

1. 개요

지금까지 살펴본 바와 같이 스타트업의 기업지배구조는 창업자 중심으로 구성되어 있고, 투자자가 투자계약을 통해 경영에 간섭할 수 있는 장치를 마련한다고 하더라도 실제로 창업자의 경영을 감독하거나 통제할 유인이 크지 않다. 이로 인해 유니콘 이상으로 크게 성장한 스타트업이라고 할지라도 창업자 또는 경영진의 잘못된 경영으로 인한 내부 문제가 드러나기 어렵고 자체적으로 해결되기는 더더욱 어렵다.

경영상 문제가 가벼운 것에 지나지 않는다면 기업가치에 큰 영향을 주지 않을 것이고, IPO 등 향후 상장되고 정보가 공개되는 과정에서 바로잡힐 가능성도 크다. 그러나 앞서 살펴본 것처럼 창업자가 투자를 받는 과정에서 사기를 치거나, 위법을 저지르거나, 회복하기 어려운 수준의 적자가 쌓여있는 가운데 무분별하게 투자금을 낭비하는 등 심각한 문제가 쌓여있다가 외부로 드러나는 경우 기업가치의 하락은 물론 스타트업의 존립 자체가 위태로워진다. 특히 스타트업의 기업가치는 현재 재무상태나 자산으로 평가되는 것이 아니라 장래의 성장가능성에 대한 투자자들의 신뢰를 바탕으로 평가된다. 이로 인해 니콜라가 단 1원의 매출도 없는 상태에서 포드의 시가총액을 앞질렀던 것처럼 일반 기업에 비해 과도하게 높은 기업가치를 평가받게 된다. 객관적인 자산이 아니라 주관적인 기대를 바탕으로 기업가치가 결정되기 때문에 성장가능성에 대한 신뢰에 금이 가는 순간 기업가치가 폭락하기 쉽고, 후속 투자마저 끊겨 현금흐름이 급속도로 악화되어 파산에 이르기도 한다.

스타트업이 무너지는 것은 단순히 그 스타트업 법인의 문제만이 아니다. 스타트업의 성패와 직접적인 이해관계를 갖는 창업자, 투자자는 물론 직원이나 스타트업과 거래하는 고객사 등 수많은 이해관계자의 피해로 이어질 수 있으며, 스타트업 육성을 위해 많은 공적 자금이 투입되고 있는 현실을 고려할 때 정부의 손실로 이어질 수도 있다. 이에 관한 자세

한 내용은 아래와 같다.

2. 개별적 손실

가. 창업자 및 벤처투자자

기업가치를 가장 직접적으로 표상하는 것은 주가이므로 스타트업의 기업가치가 하락하는 경우 가장 먼저 피해를 입는 것은 주주인 창업자와 투자자이다. 상장하지 않은 스타트업의 경우 이들이 대부분 주식을 가지고 있으므로 가장 직접적인 손해를 입는다고 볼 수 있다.

먼저 창업자의 손해는 문제의 소지가 거의 없다. 창업자는 자신의 잘못된 경영으로 인해 스타트업의 기업가치가 하락한 것이므로 그에 대한 책임을 지는 것은 당연하다.

벤처투자자도 창업자 및 경영진의 잘못된 경영으로 인해 손해를 볼 수도 있다. 그러나 벤처투자자들은 상환전환우선주를 행사하는 등 투자계약상 투자원금을 회수할 수 있는 방어수단이 마련되어 있는 경우가 많아 사실상 채권자로서 지위를 동시에 누린다. 또한, 벤처투자 자체가 다양한 스타트업에 모험적으로 투자를 한 뒤 그중 소수의 스타트업에서 성공적인 엑시트를 하고 거액의 수익을 챙기는 것이므로 투자자로서 감독 및 통제에 실패하여 일부 스타트업에서 손해를 본 것이 사회적으로 주목할 만한 문제라고 보기는 어렵다.

나. 일반 투자자

일반 투자자가 스타트업의 주식을 취득하게 된 후, 스타트업 내부 문제가 드러나 기업가치가 하락한다면 이로 인해 일반 투자자들이 피해를 입게 된다. 일반 투자자가 스타트업의 주식을 취득할 수 있으려면 스타트업이 IPO를 해야 하고, 이를 위해서는 기업실사, 상장예비심사, 공모절차 등을 거쳐야 한다. 일반적으로는 IPO를 준비하는 과정에서 기업지

배구조나 재무구조 등 스타트업의 내부 문제가 드러나게 된다. 앞서 살펴본 위워크도 IPO를 준비하는 과정에서 위워크의 재무상태 및 기업지배구조 문제가 드러남으로써 IPO에 실패한 바 있다. IPO를 거쳐 상장된 스타트업의 경우, 상장심사 과정에서 회계감사, 형식적, 질적 심사요건 검토, 증권신고서 제출 등 과정을 거치므로 일반 투자자들이 억울하게 피해를 입는 경우를 방지할 수 있다.

그러나 일반 투자자들의 스타트업에 대한 투자 참여가 점점 쉬워진다면 이야기가 다르다. 먼저, 일반 투자자들이 스타트업의 비상장주식 거래에 참여하는 경우가 있을 수 있다. 제4장 제2절에서 살펴보는 바와 같이 일반 투자자들이 중간회수시장에 참여할 수 있게 됨으로써 상장 단계에 이르지 못한 스타트업의 주식을 거래할 수 있게 된다면, 스타트업의 내부 문제에 대해 충분한 정보를 얻지 못한 일반 투자자들이 스타트업의 기업지배구조 문제의 피해자가 될 가능성이 있다.

스타트업의 상장요건이 완화되어 외부적으로 평가되는 시장가치만으로 쉽게 상장할 수 있게 되는 것 또한 일반 투자자의 피해를 야기할 수 있다. 제4장 제3절에서 살펴보는 바와 같이 최근 스타트업의 상장과 관련하여 예상되는 시가총액이 일정 수준만 넘으면 매출액이나 수익성 등 다른 형식적 요건을 따지지 않는 방향으로 상장요건 완화 정책이 추진되는 추세이다. 그러나 앞서 살펴본 Nikola의 사례와 같이 부풀려진 성과에 의해 시가총액만 높게 형성된 스타트업이 상장을 하는 경우를 배제할 수 없고, 그러한 스타트업에 일반 투자자들이 투자하게 된다면 이는 스타트업의 기업지배구조 문제로 인한 피해가 광범위한 일반 투자자에게 미치는 결과를 낳게 된다.

다. 그 밖의 이해관계자

기업지배구조의 문제로 인해 피해를 보는 것은 창업자와 투자자뿐만이 아니다. 스타트업은 다양한 자연인, 법인과 직접, 간접적인 이해관계를 맺으며 비즈니스를 하고 있고, 특히 유니콘 규모로 성장한 스타트업

의 경우 직원, 계열사, 고객, 채권자 등 수많은 이해관계자에게 영향을 줄 가능성이 매우 크다. IPO 전 비상장 스타트업은 이해관계자들이 내부 정보를 알기 어렵고 구제수단도 마땅하지 않다는 점에서 더욱 문제가 된다.[120]

1) 직원

비즈니스 형태에 따라 다르지만, 유니콘 스타트업의 경우 적게는 수백명에서, 많게는 수천명에 이르는 인력을 운용한다. 앞서 살펴본 위워크는 2022년 기준 4,400여 명의 직원을 고용하고 있고,[121] 제네피츠도 창업 3년 만에 1,600여 명의 직원을 채용하는 등 인력 규모가 매우 크다. 우리나라의 경우에도, 이미 상장사가 된 국내 1호 유니콘 쿠팡은 2021년 기준 쿠팡 그룹 전체에서 72,763명의 직원 수를 기록했으며[122], 토스를 운영하는 비바리퍼블리카도 2021년 직원수 1,000명을 돌파하는 등 많은 인력이 스타트업으로 몰리고 있다.[123]

스타트업의 기업지배구조로 인해 창업자의 부실경영이나 그릇된 기업문화에 가장 직접적인 영향을 받은 사람들은 직원들이다. 앞서 살펴본 제네피츠의 직원들은 파커 콘래드의 경영으로 인해 불법행위에 가담하게 되었을 뿐만 아니라, 사내 음주, 성관계 등 통제되지 않은 잘못된 기업문화의 가장 큰 피해자들이었다.

창업자가 회사의 기업가치를 하락시키는 경우에도 직원들이 입는 피해는 크다. 우선, 스타트업 직원들은 스톡옵션을 보상으로 받는 경우가 많다. 직원들은 IPO 등 엑시트 이후 큰 이익을 기대하고 스톡옵션을 받

---

120) Amy Deen Westbrook, "We('re) working on corporate governance: Stakeholder Vulnerability in unicorn companies", *University of Pennsylvania Journal of Business Law* Vol.23 No.2 (2021): 555

121) Fortune, "Fortune 500 Wework", Fortune, March 31, 2022, https://fortune.com/company/wework/fortune500/

122) 김기훈, "쿠팡 1년 새 직원 3만명 증가...대기업집단 중 가장 많이 늘어", *연합뉴스*, 2022. 6. 2., https://www.yna.co.kr/view/AKR20220602085300003

123) 이인혁, "토스, 1분기 340명 신규 채용... 직원 1000명 돌파" *한국경제*, 2021. 5. 13., https://www.hankyung.com/economy/article/2021051310891

는 것인데, 스타트업의 기업가치가 하락하고 후속투자 유치가 어려워진다면 엑시트를 통한 차익을 기대하는 것은 사실상 불가능하다. 이 경우 스톡옵션 소유자는 비상장 상태의 주식을 중간회수시장에서 거래하여 유동화하지 않는 이상 이를 유동화할 방법을 찾기는 매우 어려워진다. 또한, 기업지배구조로 인한 문제가 대규모 해고로 이어지기도 한다. 앞서 살펴본 위워크, 제네피츠는 급격한 성장과정에서 채용한 직원들에 대해 대규모 구조조정을 감행할 수밖에 없었고, 상황이 심각한 경우 테라노스 사례처럼 폐업에 이르러 모든 직원이 동시에 일자리를 잃게 되기도 한다.

2) 협력사 및 계열사

성장궤도에 오른 스타트업은 여러 협력사와 지속적인 거래관계를 유지하게 되고, 비즈니스를 확장하는 과정에서 다른 기업을 인수합병하여 계열사로 편입하기도 한다. 이처럼 스타트업과 깊은 이해관계를 맺은 주변 기업들은 스타트업에 문제가 발생할 경우 심각한 타격을 입기도 한다.

일례로 위워크는 IPO 실패 후 급속히 비용과 자산을 감축하는 작업에 돌입했는데, 이로 인해 위워크가 설립한 위그로우가 폐업하고, 2017년 2억 달러에 매수한 밋업(Meetup)과 2019년 2억 2천만 달러에 매수한 Q 등 계열사들은 갑작스러운 구조조정에 들어갈 수밖에 없었다.[124] 앞서 살펴본 옐로모바일의 경우에도 피인수 기업들이 큰 타격을 입었다. 옐로모바일의 재정이 휘청이자 피인수 기업의 창업자들은 옐로모바일로부터 대금을 제대로 받지도 못했을 뿐만 아니라 대가로 받았던 옐로모바일의 주식은 헐값이 되어버렸다. 또한, 계열사로서 옐로모바일에 내부거래로 빌려준 대여금조차 반환받지 못해 지금까지도 법정 분쟁을 치르고 있다.

3) 소비자, 채권자 등

124) Amy Deen Westbrook, 앞의 논문. 560-561.

스타트업의 제품 및 서비스에 하자가 있거나 스타트업이 성능을 과장하여 소비자를 속이는 경우 소비자들에게 피해가 발생하기도 한다. 특히 테라노스와 같은 의료 관련 스타트업의 제품이나 서비스에 문제가 있는 경우 이는 소비자의 건강과 직결되기 때문에 심각한 문제를 유발할 수 있다. 앞서 본 바와 같이 엘리자베스 홈즈는 직원들과 의료계의 우려에도 불구하고 테라노스의 기술을 과장하여 광고하고 '테라노스 1.0'의 검사 결과를 조작함으로써 소비자들을 기망하였다. 테라노스는 후에 그 결과들을 무효화하였지만,[125] 만약 테라노스의 기술력이 폭로되지 않았다면 그 피해는 더욱 심각했을 것으로 충분히 예상할 수 있다.

그 외에 스타트업의 자금조달력과 성장가능성을 신뢰하여 자금을 대여한 채권자도 기업지배구조 문제로 인해 스타트업이 파산할 경우 대여금을 회수하지 못하는 등 피해를 받을 가능성이 있으므로 이들 또한 간접적인 피해자의 하나로 볼 수 있다.

3. 사회적 손실

스타트업의 기업지배구조로 인한 문제는 개별 이해관계자의 피해를 넘어 사회적인 손실로 이어진다. 특정 시장에서 주요 경제주체로 자리를 잡은 스타트업이 붕괴하는 것은 그 자체로 사회경제적인 악영향일 뿐만 아니라, 스타트업 육성을 위해 투입된 국가적 비용과 노력이 허사가 되는 일이기도 하다. 특히, 최근 스타트업 육성을 위한 다양한 정책이 등장하고 이를 위해 공공자금이 조달되고 있다는 점을 생각할 때 스타트업의 기업지배구조로 인한 문제는 단지 개별 스타트업의 문제가 아니라는 점을 알 수 있다.

제4장 제1절에서 살펴보는 바와 같이 매년 수조 원 넘는 공적 자금이 스타트업 육성을 위해 투입되고 있다. 그러나 수많은 수혜기업 중 유니콘 등 고성장기업이 되는 경우는 극히 일부에 불과하다.[126] 정부 지원으

125) Amy Deen Westbrook, 앞의 논문. 559.

로 연명하는 스타트업은 물론, 정부지원을 받고 등록 1년만에 폐업을 하거나 처음부터 허위 사업계획서를 써서 정부의 부실한 평가 시스템을 악용하는 경우도 존재한다.[127] 스타트업을 육성한다는 목표는 바람직하지만 예산 집행 과정이 부실하거나 수혜기업에 대한 사후관리가 제대로 이루어지지 않는다면 결국 혈세를 통해 만들어진 정책자금이 의미없이 낭비되는 결과를 면하기 어렵다.

스타트업 기업지배구조 문제도 같은 맥락에서 바라볼 수 있다. 수많은 공적 자금을 들여 스타트업을 육성하더라도 창업자를 감독, 통제할 수 없는 기업지배구조로 인해 정부의 기대와 다른 결과를 낳을 수도 있다. 그 결과는 창업 초기단계에서 일어나는 창업자의 정책자금 편취에서부터 앞서 본 유니콘 기업들의 가치폭락에 이르기까지 다양한 형태로 나타날 수 있다. 이는 스타트업에 관여된 개별적 주체들의 손해를 넘어 국가적, 사회적 손실이기에 스타트업의 기업지배구조에 관심을 기울일 필요가 있다.

제 4 절 소결

스타트업은 창업자의 경영을 감독하거나 통제하기 어려운 기업지배구조를 갖는다. 이는 스타트업에 내재한 문제이며, 제1절에서 살펴본 것처럼 성장가능성을 인정받아 기업가치가 고공행진하는 유니콘의 경우에도 다르지 않다.

스타트업의 창업자는 성공적인 투자유치를 위해 스타트업의 성과를 실제보다 부풀릴 유인이 있고, 단기간에 폭발적인 성장을 달성하기 위해 공격적인 경영방식을 택하게 된다. 그러나 창업자에 대한 감독 및 견제

---

126) 황민규, '스타트업 열풍'의 부실한 이면..."고성장 기업 비율은 6% 불과"', *조선비즈*, 2020. 3. 10., https://biz.chosun.com/site/data/html_dir/2020/03/10/2020031002429.html.

127) 김경림, '수조원대 정부 예산에 고개 드는 '스타트업 마피아'(下)', *연합인포맥스*, 2021. 11. 19., https://news.einfomax.co.kr/news/articleView.html?idxno=4184344.

는 일반 기업에 비해 부족하다. 투자자는 기업경영 자체보다는 유망한 스타트업을 발굴하여 엑시트를 통해 수익을 창출하는 것을 목표로 하고, 성장궤도에 오른 스타트업 내부사정에 관여할 유인이 크지 않다. 최근 10년간 치열해진 벤처투자 경쟁으로 인해 창업자에 우호적인 태도를 갖게 될 필요가 생겼다.[128] 이로 인해 투자자의 창업자에 대한 경영간섭이 줄어들면서 스타트업의 기업지배구조는 더욱 창업자를 감독, 통제하기 어려운 방향으로 흘러왔다. 스타트업 기업지배구조의 특성으로 인해 발생하는 문제는 단순히 창업자, 투자자의 피해뿐만 아니라 직원, 협력사 등 수많은 이해관계자의 피해로 이어지고, 나아가 스타트업 육성 및 벤처 투자 활성화를 위해 대규모 공적 자금이 투입된다는 점에서 더 큰 사회적 손실로 이어질 가능성도 있다.

이러한 기업지배구조는 스타트업의 특성에 내재하는 것이다. 스타트업은 일반적인 대기업과 달리 창업자의 아이디어를 바탕으로 빠르게 성장하여 엑시트까지 해내야 하고, 이해관계자들 모두가 이를 목표로 한다. 이로 인해 창업자의 강력한 권한을 기반으로 사업에 추진력을 더해야 하고, 대규모 투자 유치에 걸림돌이 되는 내부문제는 부각하기보다 덮어두는 것이 현실적이다. 즉, 스타트업의 기업지배구조 문제는 부도덕한 창업자로 인해 발생하는 예외적인 현상이 아니라 모든 스타트업에 내재하는 문제라고 봄이 타당하다. 따라서 스타트업을 지원하고 육성하고자 하는 입법정책적 논의를 하기 위해서는 이러한 기업지배구조 문제가 상존하고 있음을 인지하고 정책 수립단계부터 이를 함께 고민할 필요가 있다.

128) Donald C. Langevoort and Hilary A. Sale, 앞의 글, 16.

제 4 장 스타트업 관련 법제 및 정책 검토

제 1 절 자금지원 정책

1. 개요

스타트업 관련 정책 중 큰 비중을 차지하는 것은 스타트업에 필요한 자금을 지원하는 정책이다. 우리나라 정부는 특히 창업 초기 단계에 있는 스타트업에 대하여 비즈니스 모델과 기술에 벤처펀드 조성, 정책자금을 통한 융자는 물론 민간투자와 협력을 통해 유망한 스타트업을 발굴하고 그에 대한 투자금을 지원하는 TIPS(Tech Incubator Program for Startup) 프로그램 등 다양한 형태의 자금지원 정책을 추진하고 있다.

2. 정책 현황

가. 벤처 펀드

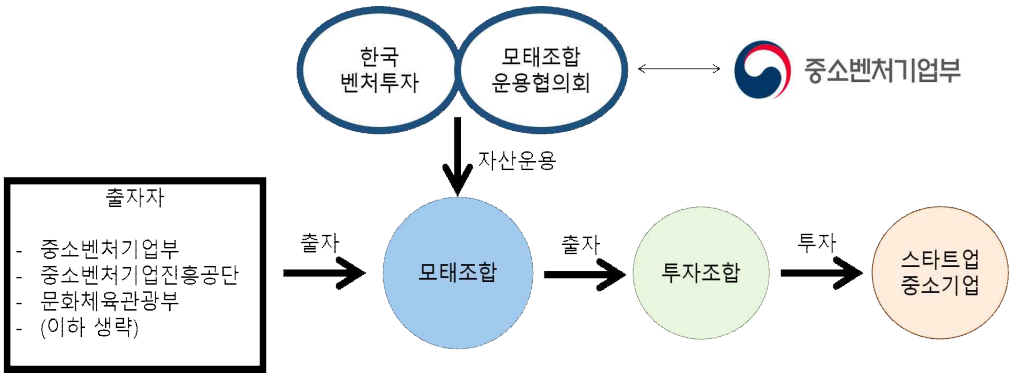
우리나라 정부는 스타트업의 자금조달을 용이하게 하려는 목적으로 벤처 펀드를 조성하여 운영하고 있다. 그중 대표적인 것은 다른 벤처투자 펀드에 투자하며 대규모 투자금을 운용하는 모태펀드(fund of funds)로 '한국모태펀드'와 '성장사다리펀드'가 있다.

1) 한국모태펀드

정부에서 조성한 벤처 펀드 중 가장 대표적인 것이 '한국모태펀드'이다. 모태펀드(fund of funds)는 원래 펀드가 가입하는 펀드로서 재간접펀드라고 불리는데, 국내에서는 안정적인 벤처투자재원 공급을 위해 2005년 「벤처기업육성에 관한 특별조치법」에 근거하여 결성된 펀드를 의미

한다. 모태펀드는 정책효율성 제고를 위해 투자재원은 정부가 하되, 투자 의사결정은 전문기관인 한국벤처투자가 담당하고 있다.[129]

한국모태펀드는 중소벤처기업부 등 공공기관을 출자자(Limited Partners)로 두고,[130] 이들로부터 출자를 받아 벤처투자조합에 출자를 함으로써 그들이 투자하는 스타트업에 간접투자를 하게 된다. 운용기간은 2005년부터 2035년까지 30년이고, 2021년 말 기준 7조 2,775억 원 규모의 펀드가 조성되어 있다. 한국모태펀드는 2022년에도 6월까지 이미 1조 원 넘는 출자를 받아 2조 5천억 원 규모의 벤처펀드를 조성했다.[131] 정부는 향후 정부주도에서 벗어나 자금조달, 운용주체 모두 민간이 담당하는 민간주도형 모태펀드를 도입할 계획이다.[132]



[그림 2] 모태펀드 운용구조(출처: 한국벤처투자)

2) 성장사다리펀드

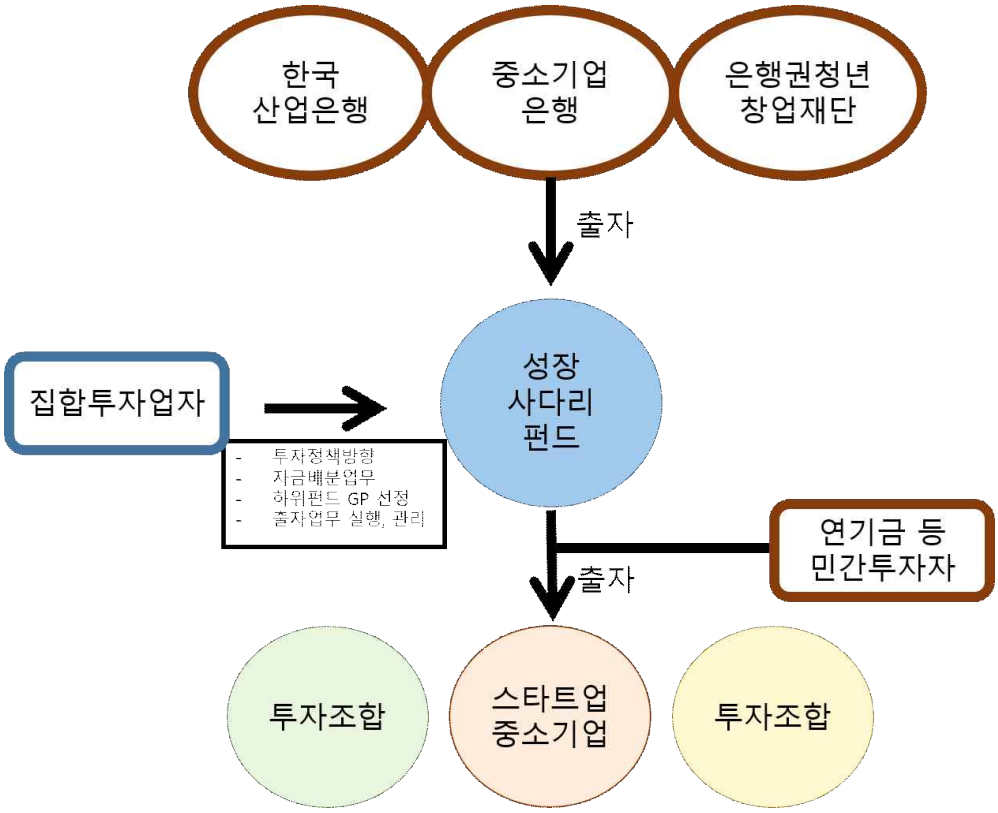
129) 한국벤처투자, “한국모태펀드”, 한국벤처투자, 2021. 12. 31., https://www.kvic.or.kr/business/business1_1_1

130) 중소벤처기업부, 중소기업진흥공단, 문화체육관광부, 특허청, 영화진흥위원, 과학기술정보통신부, 고용노동부, 보건복지부, 국민체육진흥공단, 교육부, 환경부, 해양수산부. 국토교통부(13개 기관)

131) 나기호, “올해 모태펀드 2차 출자사업 공개... 벤처펀드 1조원 조성”, *매일경제*, 2022. 6. 2., https://www.m-i.kr/news/articleView.html?idxno=923976

132) 김명환, 강두순, “정부, 첫 민간 모태펀드 시동...벤처투자 활짝”, *매일경제*, 2022. 7. 7., https://www.mk.co.kr/news/stock/view/2022/07/599018/

성장사다리펀드는 한국모태펀드와 함께 벤처투자를 위해 만들어진 대표적인 모태펀드(fund of funds)이다. 정책자금을 통해 주로 창업단계의 벤처기업에 투자하는 모태펀드와 달리 성장, 회수 단계의 투자가 70% 이상을 차지한다는 점에서 특징적이다. 2013년 조성되어 3년간 총 1조 8,500억 원(산업은행 1조 3,500억 원, 은행권청년창업 3,500억 원, 기업은행 1,500억 원 출자)이 출자되어 성장사다리펀드가 조성되었다. 성장사다리펀드는 민간투자와 합하여 하위펀드를 조성하였으며 시작한 지 4년 만인 2017년에 당초 목표했던 6조 원 규모의 하위펀드 조성을 달성하였다.[133]



[그림 3] 성장사다리펀드 운용구조(출처: 한국성장금융)

133) 김태호, "성장사다리펀드, 6조원 돌파", *한국경제*, 2017. 6. 16., https://www.hankyung.com/finance/article/2017061585861

성장사다리펀드에 이어 2020년에 정책형뉴딜펀드가 등장하였다. 2021년부터 2025년까지 총 20조 원 규모의 펀드를 조성하는 것인데, 정책자금과 민간투자자금을 통해 펀드를 조성하되 정책자금의 비중을 약 35% 수준으로 함으로써 민간참여를 확대하고자 한다.[134] 첫해인 2021년에는 당초 목표액 4조 원을 넘어 5.6조 원 규모의 펀드가 조성되었으며, 2022년에도 정책자금 1조 4천억 원, 민간자금 2조 6천억 원을 활용해 4조원 규모의 펀드를 조성할 계획이다.[135]

나. 정책자금 융자

스타트업의 자금조달을 지원하는 다른 정책으로 정책자금 융자가 있다. 「중소기업진흥에 관한 법률」 제66조, 제67조에 근거하여 중소벤처기업진흥공단이 중소기업 정책자금을 운용, 관리한다. 주로 정책적 지원이 필요한 기술·사업성 우수 중소기업에 장기·저리의 자금을 공급하여 중소기업의 성장 촉진하는 것을 목표로 하며, 고용 창출, 수출, 시설 투자 중소기업 및 혁신성장 분야 등 중점지원분야 영위기업에 대한 자금을 우선 지원한다.[136]

2022년 지원 규모는 총 5조 600억 원이고, 각 기업의 성장단계에 따라 '혁신창업사업화자금(2조 3,000억 원)', '투융자복합금융(1,200억 원), '신시장진출지원자금(4,000억 원)', '신성장기반자금(1조 6,200억 원)', '재도약지원자금(4,200억 원)', '긴급경영안정자금(2,000억 원)' 등 6개의 세부자금으로 구분하여 자금이 지원된다. 개별 기업당 융자한도는 60억 원(수도권 외 70억 원)이 원칙이나, 일부 지원사업 및 정부정책에 따른 우대기업의 경우에는 100억 원을 한도로 융자를 받을 수 있다.

---

134) 한국성장금융, "정책형뉴딜펀드 운용전략", 정책형뉴딜펀드, https://knewdeal.kgrowth.or.kr/fundinfo/structure.asp

135) 금융위원회, "'22년중 4조원 규모의 「정책형 뉴딜펀드」를 조성하여 디지털·그린산업 육성의 마중물 역할을 하겠습니다.", 2022. 1. 3. 보도자료.

136) 중소벤처기업부 공고 제2022-414호, "2022년도 중소기업정책자금 융자계획". 2022. 6. 30.

다. Tips 프로그램

TIPS는 2013년 도입된 “이스라엘 방식의 민간투자주도형 기술창업지원” 프로그램이다. 이스라엘은 대표적인 창업선진국으로, 이스라엘의 스타트업 정책 가운데 가장 핵심으로 꼽히는 것이 ‘기술인큐베이터 프로그램(Technological Innovation Incubator’s Program)’과 ‘요즈마(Yozma) 펀드’[137]이다.[138] 이 둘은 모두 민간의 참여 확대를 도모한 스타트업 정책인데, 그중 ‘기술인큐베이터 프로그램’은 인큐베이터로 불리는 민간 운영기관이 전체 프로그램을 진행하고 정부는 주로 자금을 지원하는 프로그램(정부 85%, 인큐베이터 15% 비율로 투자)이다.

TIPS는 이를 벤치마킹한 프로그램이다. 엑셀러레이터로 불리는 운영사들이 유망한 스타트업(혹은 창업팀)을 선발하여 1~2억 원을 투자하여 스타트업 육성을 진행하면, 그 스타트업에 대해 정부가 기술개발, 사업화, 마케팅 등 최대 7억 원의 추가 자금을 지원한다.[139] 나아가 TIPS 프로그램에 지원할 만큼 성장하지 못한 스타트업을 위한 프리팁스(Pre-TIPS), TIPS 프로그램을 성공적으로 마친 스타트업을 위한 포스트팁스(Post-TIPS)도 연계하여 운영중이다.[140]

TIPS는 공무원에 의한 단순한 정책자금 집행과 달리 업계에서 성공한 창업가·벤처투자자 등 민간 영역 전문가로 이루어진 엑셀러레이터와 협업을 통해 자금이 지원된다. 엑셀러레이터가 특정 스타트업을 선발하여 주도적으로 투자하고 육성하면, 정부는 해당 스타트업에 대한 엑셀러레이터의 판단을 믿고 추가적으로 정부자금을 지원하는 방식이다. 최근

---

137) 요즈마 펀드는 정부 투자 40%,, 민간 투자 60%로 정부지원과 민간 투자가 합쳐져 만들어진 일종의 모태펀드이다.

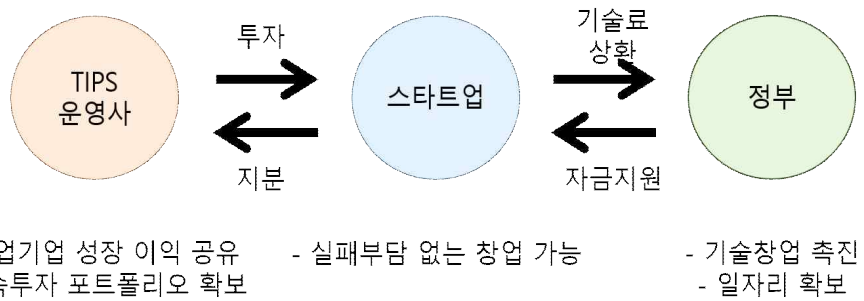
138) 이권형, 손성현, 장윤희, “이스라엘의 기술창업 지원정책과 한·이스라엘 협력 확대방안”, *대외경제정책연구원 전략지역심층연구 15-11*, (2015): 42.

139) 대한민국 정책브리핑, “TIPS(민간투자주도형 기술창업지원)” (https://www.korea.kr/special/policyCurationView.do?newsId=148865474, 2022. 5. 20. 확인)

140) 중소벤처기업부, *2022년도 중소벤처기업 지원사업* (세종: 중소벤처기업부, 2022), 368.

에는「중소기업창업지원법」이 2021. 12. 28. 전부개정되면서 제29조에 근거해 창업기업이나 VC뿐만 아니라 대기업, 중견기업도 엑셀러레이터로 합류할 수 있게 되었다.[141]

TIPS는 엑셀러레이터와 연계 다른 정부 지원 프로그램에 비해 성과가 좋다는 평가를 받는다. TIPS를 통해 2013년부터 2021년 10월 말까지 총 1,442개 창업기업이 선정되었으며, 민간 엔젤투자 3,226억 원, 정부의 R&D 5,936억 원, 창업사업화 822억 원, 해외마케팅 562억 원의 자금을 지원했다. 이를 통해 TIPS 스타트업은 총 11,443명(기업당 10.1명)의 일자리를 창출한 것으로 드러났으며, 기업공개 상장(IPO) 6개사, M&A 34개사, 국내외 후속투자 등 다양한 성과도 나타나고 있다. TIPS 이후 민간투자 유치로 이어지는 경우도 많다. TIPS 스타트업은 국내외에서 총 5조 8,054억 원의 민간투자를 유치했으며, 이는 정부지원금 대비 약 18배의 투자를 유치한 것에 해당한다. 이에 정부는 2021년 1,896억 원이었던 지원금 총액을 2022년 2,683억 원으로 늘리는 등 매년 지원 규모를 확대하고 있고, R&D나 사업화, 마케팅 등 신규과제를 늘려 지원방법을 다양화하고 있다.[142]



[그림 4] TIPS 사업구조(출처: 대한민국 정책브리핑)

---

141) 「중소기업창업지원법」제29조

① 정부는 신산업·기술 창업기업과 대기업, 중견기업 및 중소기업(이하 "대·중견·중소기업"이라 한다) 등 기업 간 상생협력 및 동반성장을 촉진하기 위하여 국내외 창업생태계를 구성하는 공공기관, 민간, 기관 및 단체 등과 긴밀한 협력체계를 구축하도록 노력하여야 한다.

142) 중소벤처기업부 공고 제2021-46호 및 제2022-52호.

TIPS뿐만 아니라 스타트업 육성을 위한 자금지원 정책으로 유니콘 육성 정책, 각종 창업 패키지, 기술개발 지원 등 다양한 사업이 추진되고 있다. 사업 목적에 따라 지원 규모, 지원대상 선정 절차, 비금전적 지원 유무 등이 조금씩 다르지만, 큰 틀에서는 성장가능성이 있는 스타트업을 발굴하여 공적자금을 투입한다는 점에서 유사하다.

라. 그 외 스타트업 지원 정책

벤처펀드, 정책자금 융자 외에도 중소벤처기업부에서 추진하는 다양한 스타트업 관련 정책이 있다. 중소벤처기업부 홈페이지에는 2022년 기준 약 42건의 정책이 제시되어 있으며, 그중 총 자금규모 200억 원 이상의 정책을 정리해보면 아래와 같다.

번호	정책 내용[143]
1	**아기유니콘 육성사업** : 혁신적 사업모델과 성장성을 검증받은 K-유니콘 후보 기업을 발굴, 글로벌 경쟁력을 갖춘 K-유니콘 예비 기업(기업가치 1천억 이상) 육성 [지원내용] - 시장개척자금 최대 3억원(정부지원) - 보증, 정책자금(융자), R&D 등 연계지원
2	**혁신분야 창업패키지** : BIG 3 분야(시스템반도체, 미래차, 바이오헬스) 중소벤처기업의 혁신성장과 소재,부품,장비 관련 스타트업을 육성하기 위한 프로그램(400억원, '20년) [지원내용] - (BIG3 분야) 기술·시장 환경, 기술수준 및 시장성 등을 종합적으로 고려, 15개 세부 분야로 구분하여 해당 분야 기업 선정 및 집중육성(R&D, 정책자금, 벤처투자 연계지원을 내용으로 하는 신산업 분야별 세부 지원항목 설정) - (소부장) 사업화 지원 : (예비)창업자의 사업화를 위해 대기업 연계를 통해 소재,부품,장비 관련하여 경영 및 기술 교육 및 멘토링 등을 위해 소요되는 사업화 자금 등 지원

143) 중소벤처기업부 고객유형별 정책 中 창업·벤처기업 관련 정책을 정리한 것

3	**초기창업 패키지** : 우수한 대학, 공공기관, 민간 등을 통해 창업 3년 이내 기업에 창업아이템을 사업화할 수 있는 자금과 아이템 실증 검증 등으로 구성된 특화프로그램을 지원하여 초기 기업의 안정과 성장을 지원(1,075억원, '20년) [지원내용] - 사업화 자금: 최대 1억원(평균 7천만원 내외) - 특화프로그램: 창업아이템 검증 프로그램(개발 기술제품의 시장 수용성 검증 지원), 초기창업기업 지원프로그램(마케팅 지원, 재무회계 및 지재권 보호지원 등), 주관기관별 선택프로그램 등
4	**창업성공패키지(청년창업사관학교)** : 우수한 창업 아이템 및 고급기술을 보유한 청년 CEO들의 원활한 창업을 위해 청년창업사관학교의 창업교육, 시제품개발, 제품판매 등 사업화과정 및 투자유치, 정책자금 융자 등을 성장단계별로 지원(932억원, '20년) [지원내용] - (사업화 지원금) 최대 1억원 이내(총 사업비의 70% 이하) * 기술개발 및 시제품제작비, 기술정보활동비, 지재권 출원비, 마케팅 비용 - (창업 인프라) 창업아이템의 사업화에 필요한 창업공간, 네트워킹 공간 및 제품개발 장비 등 - (교육 및 코칭) 창업교육, 사업화코칭(상시코칭, 분야별 특화코칭 등) 및 단계별 진도 관리 - (시제품 제작) 제품개발, 디자인 지원을 위한 제품 개발실 운영, 신속시제품 제작 장비 등을 통한 One-Roof 제품개발 지원 - (판로개척) 국내외 전시회 참가 지원(독립부스, 통역비, 운송비 등) - (해외진출) 글로벌 연수 및 멘토링, 해외 IR 및 펀딩 지원 - (후속 연계지원) 졸업기업의 성장을 위해 청년창업사관학교 졸업 후 5년간 연계지원(창업 7년 미만) * 정책자금, 마케팅판로, 기술개발, 글로벌 지원, 투자유치 등
5	**창조경제혁신센터** : 전국 17개 창조경제혁신센터 구축·운영을 통해 지역 인재의 창의적 아이디어 사업화 및 창업 등을 지원(398억 1,200만원)
6	**창업도약패키지** : 창업도약기(3~7년 이내) 기업의 스케일 업과 데스밸리 극복을 위해 제품개선·수출확대·판로확보·R&D 연계 등 사업화 지원(1,275억원, '20년) [지원내용] - (사업화 지원) 창업기업의 스케일업을 통한 높은 성장과 글로벌 기업과 연계한 BM개선 및 판로확대 등 지원 * ①스케일업 플랫폼 ②혁신성장 플랫폼 ③글로벌 스케일업 플랫폼

	- (성장촉진 프로그램) 창업도약기 창업기업의 성과창출 및 성장지원을 위해 유통, 수출, 제품개선 등 서비스 지원
7	**사내벤처 육성 프로그램** : 대기업 등의 혁신역량을 활용, 분사 창업기업(팀)의 사업화 및 성장 지원을 통해 기술창업 활성화 및 개방형 혁신 창업생태계 조성(200억원, '20년) [지원내용] - 사내벤처팀 구성 후 분사한 3년 이내 창업기업으로 지원대상 확대 및 '사업화+R&D' 패키지 성장촉진 프로그램 지원 * 정부지원기준: 사업화(1억원) 또는 분사기업에 한해 '사업화+R&D' 패키지(최대 5억원)
9	**창업성장기술개발** : 성장 잠재력을 보유한 창업기업의 성장촉진과 기술창업 활성화를 도모하기 위한 기술개발을 지원(3,733억원, '19년) [지원내용] * 최대 2년, 5억원 이내(출연금 비율 80% 이내) - 창업기업과제(2,363억원) : 일반 및 혁신형 창업기업의 기술개발 지원 - 디딤돌 창업과제(1,068억원) : 일반 창업기업 및 여성기업 등의 창업 저변 확대형 단기 기술개발 지원(1년, 1.5억원 이내) - 혁신형 창업과제(1,006억원) : 고기술·유망기술 등 4IR 분야 창업 기업의 기술개발 지원(2년, 4억원 이내) - 선도형 창업과제(289억원, 신규) : 혁신성장 선도분야 중 창업기업의 성과 창출 및 창업 진출이 유리한 분야를 발굴하여 지원(1년, 3억원 이내) * 기술창업투자연계과제(1,235억원) : 액셀러레이터 등 TIPS 운영사(기관)가 발굴·투자한 기술창업팀에게 보육·멘토링과 함께 기술개발 지원(최대 2년, 5억원 이내)

[표 1] 스타트업 지원 정책 정리(출처: 중소벤처기업부)

3. 해외 사례

가. 미국

미국은 클러스터 개발, 산학협력, 혁신문화가 결합하여 세계에서 가장 발전된 스타트업 생태계를 갖추고 있는 국가이다.[144] 실리콘 밸리를 중

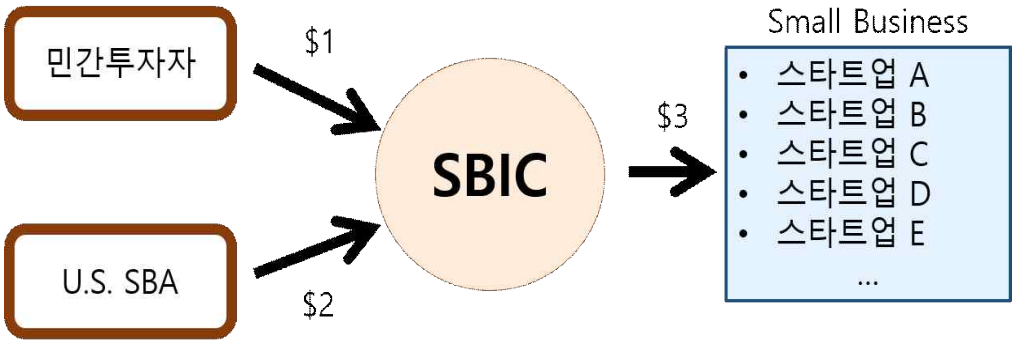
이다. (https://mss.go.kr/site/smba/supportPolicy/supportPolicyList.do?target=2)

144) 김규판 등, "주요국의 혁신성장 정책과 제도: 미국, 유럽, 일본을 중심으

심으로 세계 최대의 스타트업 생태계가 갖추어져 있으며, 그에 따라 스타트업에 필요한 모험자본시장도 가장 발달한 나라이다. 미국을 중심으로 한 북미 모험자본시장은 전 세계 60%가 넘는 달하는 비중을 차지하고 있으며, 엑셀러레이터 시장(99.3%)과 엔젤투자 시장(96.9%) 규모는 미국이 압도적인 비중을 차지하고 있다.[145]

1) SBIC(Small Business Investment Company)

SBIC는 60년 넘은 역사를 가진 미국의 벤처투자 정책이다. SBIC는 1958년 소규모 기업들이 모험자본 및 민간자본으로부터 더 쉽게 자금을 조달할 수 있도록 지원하기 위해 만들어졌다. 미국의 중소기업청에 해당하는 SBA(Small Business Administration)에서 주관하는 정책으로, 민간투자자와 정부가 협력하여 자금이 필요한 중소기업이나 스타트업에 자금을 조달한다.[146] 현재 300억 달러의 자금이 SBIC를 통해 투자되고 있다.



[그림 5] SBIC 프로그램 구조(출처: SBIA)

SBIC의 엄격한 절차를 거쳐 검증된 민간 펀드매니저들에게만 SBIC를

로", 대외경제정책연구원 연구보고서 19-15-1, 146.
145) 박용린 외, 앞의 글, 18-20.
146) SBIA, "About the SBIC Program", SBIA, (https://www.sbia.org/fund-resources/sbic/, 2022. 11. 3. 확인)

통해 펀드를 운영할 수 있는 기회가 주어진다. 은행, 연기금, 민간투자자 등으로부터 자금이 모이면 SBIC는 정부 보증 부채를 통해 레버리지를 만들어준다. 민간투자 1달러당 SBA는 2달러를 출자하고, 출자한도는 최대 1억 7,500만 달러까지이다. 이후 투자가 진행되어 펀드를 청산하는 단계에 이르면, SBIC는 SBA가 보증한 채무를 상환하고, 민간 투자자와 펀드를 통해 얻은 수익을 공유한다.

SBIC의 지원을 받은 중소기업은 최근 20년간 300만 개가 넘는 일자리를 만들어냈으며 6,500만 개의 추가적인 일자리를 지원한 것으로 알려져있다.

2) 스타트업 아메리카 이니셔티브(Startup America Initiative)

SBIC 외에도 미국 정부는 스타트업에 대한 자금 지원을 위해 다양한 정책을 시도해왔다. 대표적인 것이 2011년 1월 오바마 행정부에서 출범한 '스타트업 아메리카 이니셔티브'이다. 스타트업 아메리카 이니셔티브는 고성장 스타트업의 숫자와 그 규모를 증가시킴으로써 경제성장, 혁신, 직업을 만들어내는 것을 목표로 하는. 종합적인 스타트업 지원 정책이다. 스타트업 아메리카 이니셔티브에는 다양한 세부정책이 있는데 그 주요내용 가운데 하나가 민간투자와 연계하여 정책자금을 지원하는 것(Unlocking Access to Capital)이다[147].

스타트업 아메리카 이니셔티브에 따라 SBA는 2개의 10억 달러 규모의 자금조달 정책을 만들어 실시했다.[148] ① 먼저, 임팩트 투자 펀드($1 Billion Impact Investment Fund)는 경기가 침체된 지역에 기반한 스타트업 또는 신재생 에너지와 같은 신흥 영역의 스타트업에 대하여 투자하는 펀드이다. SBA는 임팩트 투자 펀드를 통해 민간 투자자와 협력하여

---

147) The White house President Barack Obama, "Fact Sheet: White house launches "STARTUP AMERICA" Initiative", Obama white house archives, (https://obamawhitehouse.archives.gov/startup-america-fact-sheet 2022. 11. 3. 확인)
148) 위의 글.

최대 2:1 비율로 스타트업에 투자를 하게 된다. ② 또 다른 하나는 초기 단계 혁신 펀드($1 Billion Early-Stage Innovation Fund)이다. 이는 소위 "죽음의 계곡"이라고 불리는 상황에서 자금조달에 어려움을 겪는 창업 초기 단계 스타트업에 자금을 투자하기 위해 만들어진 펀드이다. 이 펀드는 창업 초기 단계 스타트업이 투자를 유치하기 매우 어렵다는 문제를 해결하기 위해 창업 초기 시드단계 투자에 참여하여 민간자본과 1:1 비율로 투자를 진행한다.

나. 이스라엘

앞서 언급한 바와 같이 팁스 프로그램은 이스라엘의 스타트업 지원 정책을 벤치마킹한 것이다. 이스라엘은 대표적인 창업국가로 1990년대 초 '기술 인큐베이터 프로그램'과 '요즈마 펀드'를 통해 스타트업에 대한 투자를 활성화하였다.

1) 기술 인큐베이터 프로그램

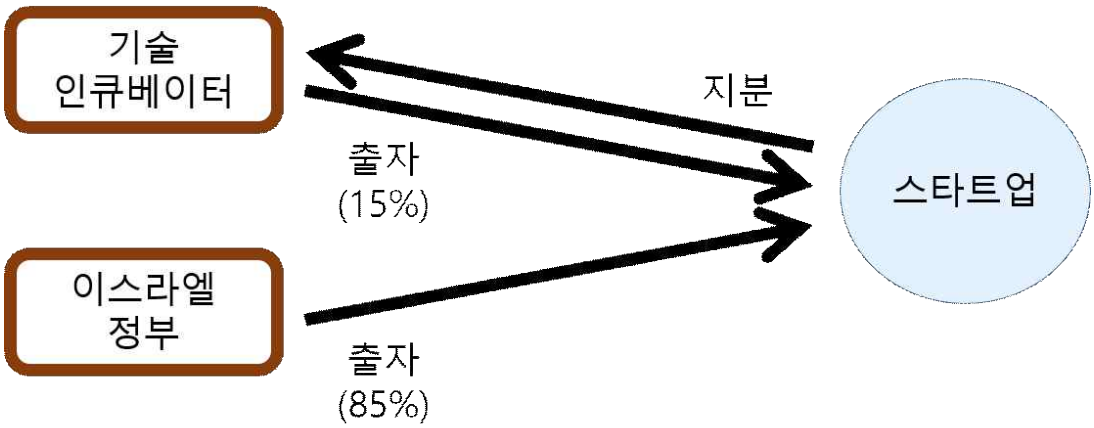
1980년대 이후 구소련 출신의 유대인 과학자와 기술자가 대거 이스라엘 국내로 들어오면서 창업인구가 늘어나자 이스라엘 정부는 이들을 지원하여 사업의 성공가능성을 높이기 위해 기술 인큐베이터 프로그램(Technological Innovation Incubator's Program)을 도입하였다. 1991년 도입되어 24개의 인큐베이터가 설립되었으며 이후 정부 지원을 통해 성장한 후 2002년 효율성 증대를 위해 민영화되었다.

기술 인큐베이터 프로그램은 이스라엘의 수석과학관실에 의해 다음과 같이 운영되어왔다.[149] 수석과학관실은 벤처캐피탈 및 민간 컨소시엄을 대상으로 경쟁 입찰을 낸다. 이후 수석과학관실에서 역량평가를 통해 운영기관을 선정하면 선정된 운영기관은 기술 인큐베이터 전문 관리 회사

149) 이권형, 손성현, 장윤희, "이스라엘의 기술창업 지원정책과 한·이스라엘 협력 확대방안", *대외경제정책연구원 전략지역심층연구* 15-11 (2015): 42-47.

를 설립하여 인큐베이터를 4년간 의무로 운영해야 하고, 기간 만료 1년 전 추가로 4년 더 운영할 수 있다. 운영기관은 입주할 스타트업을 선정하여 수석과학관실에 프로젝트 계획서를 발표하면 수석과학관실이 최종 지원대상 기업을 선정한다.

지원대상이 된 스타트업에 대하여 정부가 85%, 기술 인큐베이터가 15%의 비율로 최대 2년(바이오 기술 3년)간 지원을 하게 된다. 스타트업은 기술에 대한 아이디어만으로 정부 및 기술 인큐베이터로부터 투자를 받게 되고, 기술 인큐베이터는 15%만 출자하더라도 30~50%의 높은 지분을 획득하게 된다. 이를 통해 정부는 민간 주도의 벤처투자 정책을 운영할 수 있게 됨으로써 예산을 효율적으로 활용하게 된다.



[그림 6] 기술 인큐베이터 프로그램 구조

2) 요즈마 펀드(Yozma Fund)

요즈마 펀드는 이스라엘 정부가 정부 투자를 최소화하면서도 벤처캐피탈 등 민간 투자자의 참여를 확대하고 이들의 전문성을 획득함으로써 벤처투자 활성화, 첨단산업 육성 및 투자 촉진, 창업 기업의 해외 진출 장려 등을 목적으로 1993년 조성된 펀드이다.[150] 정부 투자는 최대 40%로 제한하고 민간투자를 60% 이상이 되도록 하여 민간과 해외로부터 자

150) 위의 글. 49-51.

금을 유치하는 일종의 모태펀드(Fund of funds)에 해당한다. 1호 펀드는 1억 달러 규모로 출범하였다. 그중 8천만 달러는 간접투자 방식으로 10개의 자펀드(Yozma Fund)에 투자하였고, 나머지 2천만 달러는 직접투자 방식으로 수석과학관실에서 위험성이 높아 투자가 이루어지기 어려운 첨단산업 분야 투자를 위한 벤처펀드를 직접 운용하였다.

요즈마펀드는 정책 목표를 효과적으로 달성하기 위해 특유의 구조로 운영되었다.[151] 우선, 정책 펀드지만 시장 논리로 펀드를 운용하도록 하는 시스템을 만들었다. 정부로부터 1억 달러를, 민간으로부터 1억 5천만 달러를 유치하는 것을 목표로 하여 민간투자와 해외자금 유치에 노력을 기울였고, 그 일환으로 민간 벤처캐피탈에 정부의 출자지분에 대한 콜옵션(Call Option)을 제공하기도 하였다. 또한, 이스라엘 정부는 요즈마펀드를 통해 해외 벤처캐피탈의 투자를 적극적으로 유치하고 선진적인 벤처캐피탈 생태계를 구축하고자 하였다. 이를 위해 기술 인큐베이터 프로그램을 통해 양성된 기업을 중심으로 처단기술 스타트업 위주의 투자를 진행했으며 실제로 10개 자펀드에는 독일, 네덜란드, 일본, 미국, 싱가포르 등 해외 자본이 참여하였다. 주도권은 민간자본에 있지만 이스라엘 정부 또한 직접 요즈마펀드 경영에 참여하였다. 간접투자 방식으로 운용되는 모든 요즈마펀드 이사회에 참여하여, 벤처캐피탈에는 기술 인큐베이터 프로그램으로 얻은 스타트업 정보를 제공하고, 스타트업에는 이사회를 통해 얻은 벤처캐피탈에 관한 정보를 제공함으로써 정보비대칭성 해소를 위해 적극적으로 움직였다. 끝으로, 요즈마 펀드는 정부에 의한 투자가 중심이 되어 민간 투자를 구축하는 경우를 방지하고자 민영화를 사전부터 계획하였다. 민간 투자자들이 콜옵션을 행사하는 등의 방법으로 정부의 지분을 인수하게 함으로써 정부의 지분을 줄여나갔고, 최종적으로 정부가 가진 지분을 1998년 'Ofer brothers(현재 XT group)'에 매각함으로써 완전히 민영화되었다.

---

151) 이상엽, 이창민, *정책금융 재정지출 효율성 제고방안: 중소·벤처기업 지원을 중심으로* (세종: 한국조세재정연구원, 2014). 166-172.

4. 검토

스타트업에 대한 자금지원 정책은 그 초점이 자금을 지원하는 데 주로 맞추어져 있다. 물론 자금지원은 잠재력을 가진 스타트업이 후속 투자를 받아 성장하기 위한 발판이 되므로 매우 중요한 정책이다. 그러나 스타트업에 대한 지원이 단순히 자금을 마련해주는 데 그치는 것만으로는 성공적인 정책이 되기 어렵다. 창업자에 대한 감독 및 견제가 결여된 스타트업의 기업지배구조 특성을 고려하여 지원 대상 스타트업이 해당 자금을 적절히 집행하는지 감시하는 절차가 필요하다는 점을 간과하지 않아야 한다.

TIPS와 같은 민간투자주도형 창업지원의 경우, 투자자가 지원 대상 스타트업을 선별하고 투자계약을 통해 창업자를 감시하므로 일방적인 자금 지원 정책에 비해 효율적인 자금 지원이 가능하다는 장점이 있다. 그러나 투자자의 목표는 스타트업의 외적 성장을 통한 엑시트이므로 꼼꼼한 감독 및 견제를 통해 창업자를 구속하는 역할을 기대하는 것은 어렵다. 이러한 점에 비추어 볼 때 TIPS를 통한 자금지원의 경우에도 여전히 스타트업의 기업지배구조 문제는 해소된다고 보기 어렵다.

지원자금이 간절한 창업 초기 스타트업에게 기업지배구조 문제에 대한 고려를 요구하는 것은 비현실적이다. 초기 단계 스타트업은 창업자를 중심으로 기업의 비즈니스 모델을 만드는 등 운영 자체에 집중해야 하고, 기업지배구조라는 개념을 적용하기에는 기업규모가 너무 작기 때문이다. 그러나 정책자금을 받아 성장한 후 시장에 의해 후속투자를 받고 기업가치를 키워나가는 단계부터는 기업지배구조 문제에 대한 요소가 정책에 반영될 필요가 있다. 예를 들어, 투자자인 엑셀러레이터로 하여금 TIPS 프로그램 이후 일정 기간 스타트업이 성장하는 동안 스타트업의 기업지배구조에 대한 사후관리를 하도록 인센티브를 부여하는 방법이 있다. 구체적인 방법은 개별 정책마다 다를 수 있지만, 중요한 것은 성장과정에서 간과되기 쉬운 기업지배구조로 인한 문제를 미리 고려한 정책을 마련할 필요가 있다는 점이다.

제 2 절 중간회수시장 활성화 정책

1. 개요

스타트업 육성 정책에서 또 다른 중요한 쟁점 중 하나는 중간회수시장의 활성화이다. 앞서 설명한 바와 같이 벤처투자의 목표는 IPO나 M&A를 통한 엑시트이다. 그러나 국내 스타트업이 상장까지 하는 데 평균적으로 12년이 소요된다고 알려져 있다.[152] 투자자 입장에서 투자회수기간의 장기화는 투자의 매력도를 떨어뜨리게 되는 요소이다. 따라서 IPO나 M&A 단계까지 가지 않더라도 스타트업의 비상장주식 거래를 허용하여 엑시트 기회를 주는 것은 벤처투자 활성화를 위한 수단으로 고려되는 것 중 하나이다.

2. 정책 현황

중간회수시장은 민간 자본이 투자금을 회수하고 이를 통해 재투자할 수 있는 선순환을 통해 벤처생태계를 활성화하는 데 기여할 수 있다. 최근 국내에서는 스타트업 자금조달을 활성화하기 위해 스타트업의 비상장주식을 쉽게 사고 팔 수 있는 중간회수시장에 대한 관심이 고조되는 추세이다.[153]

한국거래소뿐만 아니라 대형 증권사, 핀테크 스타트업 등 다양한 기업이 비상장주식 거래 플랫폼을 출시하고 있으며 앞으로도 수요는 점차 확대될 것으로 보인다. 스타트업에 특화된 대표적인 국내주식시장은 2013년 개설된 한국거래소 산하 중소기업전용 코넥스(KONEX) 시장과 2016년 개설된 스타트업 기업 특화시장 KSM(KRX Startup Market)이 있

152) 최원식 외, *벤처산업 선순환 구조 구축: 한국 벤처기업 생태계 조성을 위한 지속가능한 장기성장 경로모색* (McKinsey & Company, 2015), 14.
153) 김민기, “국내 장외주식시장 현황과 활성화를 위한 과제”. *자본시장포커스* 2021-18호 (2021): 1.

다.[154] 또한, 한국금융투자협회가 운영하는 2014년 8월 기존의 장외주식 시장 '프리보드'를 확대, 개편하여 제도권 거래시장 K-OTC(Korea Over-The-Counter) 시장을 출범하였고, 그 외에도 비제도권 거래시장으로 '증권플러스 비상장', '서울거래 비상장', '비상장레이더' 등이 존재한다.

정부는 벤처투자 활성화를 위해 장외주식시장 관련 규제를 완화해왔다. 먼저 코넥스 시장의 경우, 기본 예탁금 제도 폐지되었고 일반 투자자도 중소기업에 자유롭게 투자할 수 있게 되었다.[155] KSM시장의 경우, KSM 거래전용 애플리케이션을 통한 개인투자자의 투자까지 허용되는 것으로 투자자의 폭이 크게 넓어졌다[156]. 한편, 앞서 언급한 비제도권 거래시장의 경우, 혁신금융서비스 지정을 통해 두나무의 증권플러스 비상장 및 PSX의 서울거래 비상장이 출시되었으며, 그 외에도 장외기업 정보업체 '38커뮤니케이션'과 제휴하여 장외기업 정보를 제공하는 유안타증권의 '비상장레이더'이 있고, 2022년 6월 서비스가 종료된 코스콤의 '비마이유니콘'도 비상장주식을 거래하는 플랫폼의 하나였다.

다만, 벤처투자 활성화 목적이 있더라도 비상장주식 거래에서는 투자자 보호 문제가 존재한다. 이로 인해 최근 금융위원회는 증권플러스 비상장과 서울거래 비상장을 상대로 혁신금융서비스 지정을 2년 연장하면서 투자자 보호장치를 마련할 것을 조건으로 내걸었다.[157] 금융위원회는 그 이유로 위 비상장주식 거래 플랫폼으로 인해 비상장주식 거래가 안전해지는 일부 효과가 있었으나, 위 서비스로 인해 증권신고서 제출 등 매출규제 위반 소지가 있었고, 최소한의 투자자 보호규제도 갖추어지지 않은 상태에서 일반 투자자 유입이 급증하며 발생하는 위험성도 함께 노출

---

154) 김희준, "창업회사의 자금조달 활성화를 위한 법적 기반 연구 - 중간회수시장 구축을 중심으로", *아주법학* 제11권 제2호 (2017), 120.
155) 금융위원회, "5월 말부터 코넥스 시장 투자 문턱이 크게 낮아집니다". 2022. 4. 27. 보도자료.
156) 김희준, 앞의 글, 124.
157) 문상덕, "'비상장 대장주' 컬리, 7월부턴 일반 투자자 거래 막힐 듯", *이코노미스트*, 2022. 4. 7., https://economist.co.kr/2022/04/07/it/general/20220407093923396.html.

되었다고 밝혔다.[158]

3. 해외사례

미국은 대표적으로 비상장주식 거래가 활성화된 국가이다. 주요 비상장주식 거래 플랫폼으로는 쉐어스포스트(SharesPost)와 NPM(NASDAQ Private Marktet)이 있다. 쉐어스포스트는 2009년에 설립된 플랫폼으로 2018년 기준으로 200개 이상의 기술기반 스타트업의 비상장주식을 거래하는 중간회수시장을 제공해왔으며, 40억 달러 이상의 거래규모를 기록하였다.[159] 한편, NPM은 2013년 나스닥과 쉐어스포스트가 합작하여 출범시킨 비상장주식 거래 플랫폼으로 나스닥, SVB, 골드만삭스 등으로부터 투자를 받았다.[160] NPM은 2021년에만 130억 달러 규모의 거래가 일어나면서 현재까지 누적 400억 달러 규모의 거래를 통해 약 550개 기업에 유동성을 제공했으며 10만 명 이상의 전문투자자들이 참여하는 시장이다.[161]

미국 비상장거래에서는 투자자 보호 문제로 인하여 투자 자격을 제한하고 있다. 일반 투자자 입장에서는 비상장기업의 정보에 접근하는 것이 매우 어렵고 특히 성장가능성으로 기업가치를 평가받는 스타트업의 경우, 공개할만한 실적이나 정보 자체가 존재하지 않는 경우도 있기 때문이다. 이로 인해 NPM은 적격기관투자자(Qualified Institutional Buyer)로 인정된 전문투자자들만 온라인으로 참여할 수 있도록 제한되는 등 일

---

158) 금융위원회, “금융위원회와 금융감독원은 비상장주식 거래의 안정성과 투명성 제고를 위하여 노력하고 있습니다.”, 2022. 7. 12. 보도설명자료.
159) 권성수, “유망한 비상장기업 주식, 이제 블록체인 기반 플랫폼에서 거래한다”, *코스콤 리포트* Vol.5 , 2019. 9. 26., https://newsroom.koscom.co.kr/18002
160) Jolie O’Dell, “Nasdaq, SharesPost take private markets semi-public with new SF-based venture”, *Reuters*, 2013. 3. 7., https://www.reuters.com/article/idUS326341173920130306.
161) Adam Pratt, “Nasdaq Private Market Surpasses $40 Billion in Volume”, *GlobeNewswire,* 2022. 1. 26., https://www.globenewswire.com/news-release/2022/01/26/2373646/29075/en/Nasdaq-Private-Market-Surpasses-40-Billion-in-Volume.html.

반 투자자의 비상장주식 거래를 방지하고 있다.

4. 검토

비상장주식을 자유롭게 거래할 수 있는 중간회수시장의 활성화는 투자자들의 투자금 회수를 용이하게 함으로써 스타트업 자금조달에 기여할 수 있다. 그러나 코스피나 코스닥 시장에 상장된 기업과 달리 스타트업은 일반 투자자 입장에서 기업에 대한 충분한 정보의 취득이 어렵고, 앞서 설명한 바와 같이 스타트업은 창업자에 대한 감독 및 통제가 이루어지기 어렵다는 문제도 있다. 이로 인해 일반 투자자는 스타트업의 현재 주식가격이나 기업가치가 어떤 근거로 산출된 것인지 파악하기 어렵고, 나아가 기업지배구조에 따른 위험성도 떠안게 된다. 테라노스처럼 겉보기에 매력적이고 다른 투자자들이 관심을 갖는 스타트업에 투자한 일반 투자자들은 제대로 된 기업의 정보를 파악할 방법이 없고 결국 큰 손실로 이어질 수 있는 것이다. 최근 금융위원회에서 비상장주식 거래 플랫폼에 대한 규제를 내놓은 것도 이러한 우려를 반영한 것으로 보인다.

이를 고려한다면 단순히 벤처투자 활성화를 위해 비상장주식 거래를 늘리는 것에 초점을 두는 정책은 위험하다. 전문투자자들이 참여하는 플랫폼과 일반 투자자가 참여할 수 있는 플랫폼을 엄격히 구분하여 운영해야 하고 일반 투자자들의 참여를 허용한다면 투자 위험성을 명확히 인식할 수 있게 해야 하고, 일반 투자자에 한하여 주식 매수/매도 총액을 제한하는 등 과도한 손실방지 방법을 철저하게 마련할 필요가 있다.

제 3 절 상장요건 완화 정책

1. 개요

스타트업을 육성하고 벤처투자를 활성화하는 또 다른 정책 중 하나는 상장요건을 완화하는 것이다. IPO를 하게 되면, 스타트업은 기업 운영에

필요한 대규모 자금을 조달할 수 있고, 투자자는 보유한 주식을 시장에 처분함으로써 엑시트를 할 수 있게 되기 때문이다. 최근 우리나라 정부는 국내 스타트업의 국내 시장 상장을 촉진하기 위해 코스피, 코넥스 등 스타트업의 상장 요건을 완화하는 정책을 강화하는 추세이다.[162]

2. 정책 현황

가. 유가증권시장 상장요건 완화

「자본시장과 금융투자업에 관한 법률」 제390조 제1항은 한국거래소에 증권상장규정을 정하도록 위임하고 있고[163], 이에 따라 한국거래소는 「유가증권시장 상장규정」 제29조에서 유가증권시장[164] 상장을 위한 형식적 심사요건을 정하고 있다.

2021년 3월 한국거래소는 유가증권시장에서 시가총액 1조원 단독 요건을 신설했다고 밝혔다.[165] 기존에는 매출액이나 영업이익, 자기자본 등 경영성과나 재무상태가 건전성이 인정되어야만 상장이 가능했으나, 신설된 요건을 통해 1조 원 이상의 시가총액을 보유하고 있을 경우 유가증권시장 상장이 가능해진 것이다. 스타트업의 경우 당장의 매출이나 이익보

---

162) 임근호, “코스피 상장요건 완화... 난감한 코스닥”, *한국경제,* 2021. 4. 5., https://www.hankyung.com/finance/article/2021040576681.

163) 「자본시장과 금융투자업에 관한 법률」 제390조(상장규정)
① 거래소는 증권시장에 상장할 증권의 심사 및 상장증권의 관리를 위하여 증권상장규정(이하 “상장규정”이라 한다)을 정하여야 한다. 이 경우 거래소가 개설·운영하는 둘 이상의 증권시장에 대하여 별도의 상장규정으로 정할 수 있다.
② 상장규정에는 다음 각 호의 사항이 포함되어야 한다.
1. 증권의 상장기준 및 상장심사에 관한 사항
2. 증권의 상장폐지기준 및 상장폐지에 관한 사항
3. 증권의 매매거래정지와 그 해제에 관한 사항
4. 그 밖에 상장법인 및 상장증권의 관리에 관하여 필요한 사항

164) 유가증권시장 주가지수인 코스피(KOSPI, Korean Composite Stock Price Index)의 이름을 빌려 코스피로도 표현한다.

165) 천진명, “미래 성장형 기업, 코스피 상장 문턱 낮춘다... 시총 1조 넘으면 가능”, *뉴데일리 경제*, 2021. 3. 3., https://biz.newdaily.co.kr/site/data/html/2021/03/03/2021030300168.html.

다는 성장가능성을 기반으로 기업가치가 평가되므로, 어떤 스타트업이든 기업가치 1조 원 이상의 유니콘으로 인정만 되면 상장할 수 있게 되었다.

구분	내용
기본 요건	영업활동 3년 이상 & 자기자본 300억원 이상
경영성과 선택요건 (택1)	① 매출액 요건(1,000억원 이상 등) & 수익성 요건 충족
	② 매출액 1,000억원 이상 & 시가총액 2,000억원 이상
	③ 계속사업이익 50억원 이상 & 시가총액 2,000억원 이상
	④ 시가총액 5,000억원 이상 & 자기자본 1,500억원 이상
	⑤ 시가총액 1조원 이상

[표 2] 「유가증권시장 상장규정」 제29조 형식적 심사요건

나. 코스닥 시장(KOSDAQ) 기술특례상장

코스닥의 기술특례상장 제도는 당장 이익을 내지 못하는 기술기반 스타트업의 자금조달을 돕기 위해 2005년부터 도입된 제도이다. 기술성장기업의 경우, 당장의 재무상태보다는 전문평가기관의 기술에 대한 평가 또는 상장주선인 추천을 통해 상장 여부를 심사한다. 2015년, 2016년, 2019년 기술특례상장 제도의 상장요건이 완화되면서 이를 통한 상장 사례가 폭발적으로 증가했으며, 특히 2020년 코스닥 시장에 전체 신규 상장 기업 65개 중 26개(40%) 기업이, 2021년에는 전체 75개 중 36개(48%) 기업이 기술특례상장 기업이었다.[166]

그러나 최근 기술특례상장 제도에 대한 규제 강화 목소리가 커지고 있다. 기술 기반 스타트업의 자금조달을 위해 도입된 기술특례상장제도지만, 상장요건을 과도하게 완화하여 일반 투자자의 피해로 이어질 수 있다는 위험이 크다는 문제가 제기되고 있기 때문이다. 최근 신라젠 등

166) 명순명, "'말 많은' 기술특례 상장 손본다... 업종별로 더 깐깐하게 평가 기준 세분화", *매일경제,* 2022. 4. 15., https://www.mk.co.kr/economy/view.php?sc=50000001&year=2022&no=338033.

기술특례상장으로 증시에 입성한 기업들이 특히 문제되었다.[167] 신라젠은 횡령 등의 혐의로 상장폐지 위기에 몰렸다가 겨우 회생 기회를 잡았으며, 샘코(현 어스앤에어로스페이스), 큐리언트, 캔서롭(현 디엑스앤브이엑스) 등은 실적 미달과 감사의견 '거절' 등을 이유로 거래가 정지됐다. 내실 없는 기업이 혜택을 받아 상장했다는 투자자들의 불만이 이어지며 기술특례상장 제도의 신뢰도가 하락하게 된 것이다. 이에 한국거래소는 기술특례상장 제도의 허점을 보완하고자 더 명확하고 일관적인 기술성 평가 기준을 만들어 적용할 전망이다.[168]

구분	상장요건
일반 기업 (택1)	① 수익성·매출액 기준 ex. 계속사업이익 50억원 이상 등 ② 시장평가·성장성 기준 ex. 시가총액 1,000억원 이상 등
기술성장 기업 (택1)	① 자기자본 10억원 이상 ② 시가총액 90억원 이상

[표 3] 「코스닥시장 상장규정」 제28조 형식적 심사요건 및 제30조 기술성장기업에 대한 특례

다. 코넥스(KONEX) 상장 기업 신속이전상장 특례

코넥스 시장은 앞서 설명한 바와 같이 비상장주식이 거래되는 시장이나, 신속 이전상장 제도를 통해 코스닥 시장으로 이전상장이 가능하다. 신속 이전상장 제도는 「코스닥시장 상장규정」 제31조에 규정된 특례로, 코넥스 기업이 코스닥 시장에 원활하게 이전상장할 수 있도록 제공

167) 위의 글
168) 노자운, 이인아, "기술특례상장 손 보는 거래소 "평가기관 늘리고, 객관화 지표 만든다"", *조선비즈*, 2022. 5. 16., https://biz.chosun.com/stock/analysis-prospect/2022/05/16/DGESFEW2IZFEBCWHS2PCZUIYG4/.

되는 코넥스 기업 전용 상장요건이다. 최근 금융위원회는 코넥스 시장에 상장된 중소기업이 코스닥 시장으로 더 쉽게 이전 상장할 수 있도록 재무 요건을 완화하고, 재무상태에 대한 평가 없이 시가총액 및 유동성 평가를 중심으로 이전상장이 가능한 경로를 신설하였다.[169] 이를 통해 코넥스 시장에서 주식이 거래되는 스타트업이 더욱 쉽게 코스닥에 상장할 수 있도록 하겠다는 의도이다.

유형	상장요건
공통요건	① 코넥스 상장 후 1년 경과 ② 지정자문인(상장주선인) 추천 ③ 기업경영의 건전성 충족
트랙1	① 최근 사업연도 영업이익 有 ② 최근 사업연도 매출 100억원 이상 ③ 기준시가총액 300억원 이상
트랙2	① (직전 사업연도) ROE 10% 이상 ② (최근 사업연도) ROE 10% 이상 & 계속사업이익 20억원 이상
트랙3	① 최근 사업연도 계속사업이익 20억원 & ROE 20% 이상
트랙4	① 매출액 증가율 10% 이상 ② 최근 사업연도 매출 200억원 이상 ③ 영업이익 10억원 이상
트랙5	① 소액주주 10% 이상 ② 코넥스시총 2,000억원 이상 & 자본금 초과 ③ 기준시총 3,000억원
트랙6	① 소액주주 20% 이상 ② 코넥스 시총 1,500억 이상일 것 ③ 코넥스 일평균 거래대금이 상장예비심사 신청일 기준 최근 1년간 10억원 이상 ④ 상장주선인이 기업 계속성 보고서를 제출

[표 4] 「코스닥시장 상장규정」 제31조 코넥스시장 상장법인 신속이전 상장특례에 따른 상장요건

169) 금융위원회, “5월 말부터 코넥스 시장 투자 문턱이 크게 낮아집니다”. 2022. 4. 27. 보도자료.

3. 해외사례

가. 미국 JOBS Act

2012년 미 의회는 스타트업의 자본시장 접근성을 높이기 위한 방법으로 JOBS Act(The Jumpstart Our Business Startups Act)를 통과시켰다. 그 주요내용 중 하나가 기업의 상장절차 규제 완화이다. 엄격한 상장절차로 인한 스타트업의 어려움을 완화하기 위한 것으로, 구체적인 내용은 아래와 같이 4가지로 정리할 수 있다.[170]

① 첫째는 기업상장을 위해 제출해야 하는 재무자료를 줄이는 것이다. JOBS Act 제102조 (b)는 최소 3개 연도의 감사받은 재무제표 첨부를 요구하는 기존 기업상장요건에서 규정과 달리 스타트업의 경우, 최근 2개 연도까지만 감사받은 재무제표와 선별된 재무정보만을 제출할 수 있도록 규정하고 있다.

② 둘째는 기업보고서 발행에 대한 제한을 완화하는 것이다. 미국 증권법 제5조(c)는 등록신고서 제출 이전에 매도청약을 금지하고 있고, 매도청약의 의미는 폭넓게 해석된다. 이에 따라 기업상장과정에 있는 스타트업에 애널리스트가 접촉하여 보고서를 발행하는 것이 금지된다. 그러나 스타트업의 경우 이러한 정보의 유통을 원천적으로 금지하게 되면 상장에 참여할 잠재적인 투자자를 물색하여 청약을 받는 것이 사실상 불가능하게 된다. JOBS Act 제105조 (a)에서는 미국 증권법 제2조 (a)(3) 매도의 청약 정의규정의 말미에 "신성장기업의 상장과정에서 리서치리포트의 발행은 청약의 범위에서 제외한다"고 규정하고, 같은 조 (b)는 미국증권거래법 제15조의 D를 수정하여 애널리스트가 발행회사의 경영진 등과 접촉하여 의견을 교환하는 것을 허용하도록 함으로써 스타트업의 정보가 애널리스트에 의해 유통될 수 있도록 허용하였다.

---

170) 이정수, "미국 자본시장접근개혁법('잡스법')의 제정과 우리나라에의 시사점", *증권법연구* 제14권 제1호 (2013): 7-10.

③ 셋째는 기관투자자에 대한 사전마케팅을 허용한 것이다. 미국 증권거래법은 증권신고서 제출 이전에 인수금융기관의 기관투자자 접촉을 사전마케팅(premarketing)으로 보아 금지하며, 투자자의 사전청약도 허용하지 않는다. 그러나 JOBS Act는 제105조 (c)에서 미국 증권법 제5조를 수정하여 발행회사 또는 발행회사의 승인을 받은 자는 잠재적 투자자와 상장과 관련하여 구두 또는 문서로 의견을 교환하는 것을 허용함으로써 실적이 부족한 스타트업이 투자자에게 청약의 유인 및 광고를 할 수 있도록 하였다.

④ 넷째는 상장 관련 서류의 비공개 검토이다. 증권거래위원회에 등록신고서가 제출되면 증권거래위원회는 이러한 사실을 공개하고 서류 검토에 들어간다. 그러나 IPO가 실패할 경우, 당해 회사는 계속 비상장기업으로 남아 있음에도 불구하고 이미 제출된 상당량의 기업정보가 외부로 유출되는 결과가 발생한다. 이에 대한 스타트업의 우려를 방지하고자 JOBS Act 제106조 (a)는 상장과 관련한 서류를 제출하였을 때 비공개 검토를 받을 수 있도록 규정하는 한편 증권거래위원회에 대하여 제출받은 서류 및 관련한 정보를 비밀로 유지하는 의무를 부과하였다.

나. 중국의 상장요건 완화

중국은 2019년 상하이증권거래소에서 과창판 시장(科創板, 과학기술혁신판) 개장을 통해 기존의 IPO 허가제가 아닌 IPO 등록제를 처음으로 시행하였다. 과창판 시장은 중국의 빅테크 스타트업을 주요 대상으로 하는 시장이다. 상장요건을 완화하고 1주당 최대 10배의 의결권이 인정되는 특별의결권 주식을 발행할 수 있도록 하는 등 스타트업의 수요를 반영하여 마련되었다.[171]

과창판 시장의 상장요건은 순이익, 자산 규모, 자본금 등을 중심으로 상장여부를 심사하는 기존 상하이증권거래소의 상장요건과 다르다. 예상

171) 김나현, “중국 과창판 시장 주식등록제상의 상장규제 및 발행공시제도에 관한 연구”, *경북대학교 법학연구원 법학논고* 74집 (2021): 421-450.

되는 시가총액의 규모를 먼저 판단한 후 그에 따라 순이익 및 매출액 요건을 달리하는 방식이며, 예상 시가총액이 40억 위안을 넘는 경우 매출이나 순이익과 관계없이 상장할 수 있도록 함으로써 스타트업에 맞추어진 요건을 두고 있다.[172] 세부 내용은 아래와 같다.[173]

예상 시총	내용
10억 위안 이상	① 최근 2년간 순이익 5000만 위안 이상 또는 ② 최근 1년간 순이익 발생 & 매출 1000만 위안 이상
15억 위안 이상	최근 1년간 매출 2억 위안 이상 & 최근 3년간 R&D 투자 비중이 전체 매출의 15% 이상
20억 위안 이상	최근 1년간 매출 3억 위안 이상 & 최근 3년간 현금 순유입(유입 - 유출) 1억 위안 이상
30억 위안 이상	최근 1년간 매출 3억 위안 이상
40억 위안 이상	주요 업무나 상품이 당국의 승인을 받고, 시장 규모가 크며, 이미 일정 단계의 성과를 달성했을 것

[표 5] 상하이증권거래소 과창판 상장요건

중국은 상하이증권거래소를 시작으로 스타트업에 대한 상장요건을 완화하는 동시에 상장 절차도 간소화하는 흐름이다. 상장 심사기간이 오래 걸렸던 심사제를 절차가 간소화된 상장 등록제로 변환하는 중이다. 앞서 살펴 본 상하이증권거래소 과창판 이후, 2020년 선정등권거래소 창업판, 2021년 설립된 베이징 증권거래소 등에 등록제를 적용하여 시행중이다.[174]

---

172) 이한나, “상하이증권거래소의 혁신 벤처기업 전용증시 개설 의미와 평가”, *세계경제포커스* Vol.2 No.7 (2019): 4-5.
173) Shanghai Stock Exchange, 「Rules Governing the Review of Offering and Listing of Stocks on the Science and Technology Innovation Board of Shanghai Stock Exchange」 Article 22, 23.
174) 최윤신, “IPO 허가제서 등록제로... 中 자본시장 혁신”, *더벨*, 2022. 5. 27., https://thebell.co.kr/free/Content/ArticleView.asp?key=202205261635319920107018&svccode=07.

4. 검토

상장은 스타트업이 대규모 자금조달을 하는 수단인 동시에 투자자 및 창업자가 엑시트를 하는 방법이기 때문에 스타트업 이해관계자 모두가 상장에 대한 열망이 강하다. 그러나 스타트업에 상장이 필요하다는 것과 스타트업이 쉽게 상장할 수 있게 된다는 것은 분명 다른 문제이다.

기업의 상장은 일반 투자자의 유입을 의미한다. 실제 제품이나 서비스를 제대로 공급하고 기업을 경영할 수 있는 기반이 갖추어지지 않은 스타트업이 추상적인 기업가치만을 기준으로 쉽게 상장하는 경우 그만큼 일반 투자자가 짊어져야 하는 리스크가 커지게 된다. 대표적인 예시가 SPAC 상장을 통해 나스닥에 IPO를 추진했던 니콜라이다. 시장에 유통된 제품이 전혀 없는 상태에서 높은 기업가치를 인정받아 상장하여 수많은 일반 투자자가 유입되었으나 결국 주가가 폭락했던 니콜라의 예시는 무분별한 스타트업 상장의 부작용을 잘 보여준다. 우리나라 코스닥 시장의 기술특례상장 기업의 경우도 일반 상장기업에 비해 재무상황은 열악하고 정보 비대칭성은 높아 일반 투자자가 떠안아야 하는 위험이 큰 것으로 분석된다는 점에 비추어 보면[175], 일반 투자자 피해 문제는 상장요건 완화 정책에 있어 반드시 고려되어야 하는 문제이다.

상장요건 완화 정책은 유니콘을 비롯해 성장성이 높은 기업들의 국내 상장을 유도하기 위해 증시 환경의 매력도를 높인다는 점에서 의미있는 정책이다. 그러나 상장요건을 완화하고자 한다면 그에 따라 대규모로 유입되는 일반 투자자의 보호에 대한 고려가 동반되어야 한다. 이를 위해서는 일반 투자자들이 상장된 스타트업에 대하여 더 많은 정보를 취득할 수 있는 수단을 마련할 필요가 있다. 2011년 코스닥 시장에 도입되었던 마일스톤 공시제도는 신성장동력기업(이후 '기술성장기업'으로 명칭 변경)에 대해 반기별로 사업계획, 사업진척상황 등을 공시의무를 부과하였으나 실효성이 적다는 문제로 폐지된 바 있는데[176], 이러한 마일스톤 공

175) 박영규, "코스닥시장 특례상장기업의 특성에 대한 연구", *Journal of the Korean Data Analysis Society* Vol.22 No.2 (2022): 681-682

176) 김문철, 전영순, "기술성장기업의 마일스톤 공시효과에 관한 연구", *세무와*

시제도를 참고하여 일반 투자자들이 상장된 스타트업에 대해 충분한 정보를 얻고 이를 바탕으로 투자할 수 있는 제도를 만드는 것이 하나의 방법이 될 수 있을 것이다.

회계저널 제20권 제5호 (2019): 132-133.

제 5 장 결론

스타트업의 기업지배구조에서 창업자, 투자자는 일반 기업의 지배구조에서 주주, 이사, 경영진과 차이가 있다. 스타트업은 투자계약을 통해 기업지배구조가 형성되고, 투자단계에 따라 기업지배구조가 변화한다. 기업지배구조의 핵심은 창업자와 투자자 사이의 투자계약이다. 이들은 서로 이해가 충돌하기도 하지만 궁극적으로는 모두 투자 유치와 엑시트를 통한 자금회수를 최우선 목표로 한다. 창업자에 대한 감시보다는 창업자에 의한 외적 성장이 우선시되기 때문에, 일반 기업에 비해 경영진에 대한 감독 및 견제 기능이 부족한 기업지배구조를 갖게 되고, 이는 창업자에 대한 통제의 약화를 야기한다.

스타트업에서 창업자에 대한 통제의 약화는 창업자가 투자자 등 주주의 압력에서 벗어나 자유롭게 혁신을 추구하며 기업가치를 높일 수도 있다는 점에서 긍정적인 요소로 여겨지는 경우가 많다. 그러나 긍정적인 면만 있는 것은 아니다. 창업자, 경영진이 사익을 추구하거나 위법 또는 부적절한 경영을 추구하다 결국 투자자, 직원, 거래처, 소수주주 등 여러 이해관계자에게 피해를 안길 수도 있으며, 이는 스타트업이 늘어나고 스타트업 규모가 커지면서 더 심각한 문제가 될 가능성이 크다. 해외에서는 WeWork, Theranos, Nikola, Zenefits 등 다양한 사례가 존재하며, 국내에서도 2호 유니콘으로 불리던 옐로모바일의 추락이 스타트업의 기업지배구조로 인한 문제를 잘 보여준다.

스타트업에 대한 관심은 국내, 해외 가릴 것 없이 급격하게 늘어났으며 앞으로도 스타트업이 경제에서 차지하는 비중은 더 커질 것으로 보인다. 이에 따라 정부도 여러 스타트업 관련 정책을 추진중이며, 대부분 스타트업에 대한 지원을 늘리고 규제를 완화하여 더 많은 자금이 스타트업에 흘러들어갈 수 있도록 하는 방향의 정책이다.

벤처투자를 늘리고 유니콘을 육성하는 것이 국내 산업의 발전과 고용창출에 긍정적인 효과를 가져올 것은 분명하다. 그러나 스타트업에 친화

적인 정책이 맹목적으로 추진되는 것은 경계해야 한다. 공적자금을 투입하여 벤처투자를 지원한다면 그 지원을 받는 스타트업의 창업자에 대한 적절한 내부통제가 이루어지고 있는지 사후적인 감시 방법에 대한 고민이 필요하다. 벤처투자자의 자금회수를 위해 중간회수시장을 활성화하려면 비상장기업에 대한 정보가 부족한 일반 투자자에 대한 피해로 이어질 수 있음을 인지하고 이를 방지할 방법을 마련해야 한다. 스타트업에 대한 상장규제를 완화하여 더 쉽게 IPO를 할 수 있게 하려면 Nikola와 같은 사태를 예방하기 위해 일반 투자자를 보호할 수 있는 방안이 필요하다.

스타트업을 육성하고 벤처투자를 촉진하는 정부의 정책방향은 바람직하다. 그러나 단순히 자금을 지원하고 투자를 촉진하는 방향의 정책을 추진하다보면 그에 따른 부작용을 간과하기 쉽다. 스타트업에 내재한 기업지배구조 문제를 이해하고 그로 인해 발생할 수 있는 다양한 부작용을 미리 고려할 때 더욱 성공적인 스타트업 지원 정책을 만들어나갈 수 있을 것이다.

참 고 문 헌

국내문헌

[단행본]

노혁준 외. *신체계 회사법* 제8판. 서울: 박영사, 2020.

박용린 외. *국내 모험자본시장의 현황 분석과 발전 방향.* 서울: 자본시장연구원, 2017.

배기홍. *스타트업 바이블.* 서울: 파이카, 2010.

스타트업법률지원단. *스타트업 법률가이드.* 서울: 박영사, 2018.

스타트업 레시피. *스타트업 레시피 투자리포트 2021.* 서울: 미디어레시피, 2022.

유정희, 엄수지, 권수연. *2020년 벤처기업정밀실태조사.* 서울:벤처기업협회, 2020.

이상엽, 이창민. *정책금융 재정지출 효율성 제고방안: 중소·벤처기업 지원을 중심으로.* 세종: 한국조세재정연구원, 2014.

중소벤처기업부. *2022년도 중소벤처기업 지원사업.* 세종: 중소벤처기업부, 2022.

최정우. *스타트업은 어떻게 유니콘이 되는가.* 서울: 쌤앤파커스, 2020.

한국벤처투자(주). *벤처기업을 위한 벤처캐피탈 투자계약서 해설서.* 서울: 한국벤처투자, 2018.

Carreyrou, John. *배드 블러드,* 박아린 역. 서울: 와이즈베리, 2019.

[학술논문]

김나현. “중국 과창판 시장 주식등록제상의 상장규제 및 발행공시제도에 관한 연구”, *경북대학교 법학연구원 법학논고* 74집(2021).

김문철, 전영순. “기술성장기업의 마일스톤 공시효과에 관한 연구”, *세무와 회계 저널* 제20권 제5호 (2019).

김한철. “벤처투자계약상 자기주식취득에 관한 법적 쟁점 검토”, *금융법연구* 제18권 제2호 (2021).

김희준. “창업회사의 자금조달 활성화를 위한 법적 기반 연구 - 중간회수시장 구축을 중심으로”, *아주법학* 제11권 제2호 (2017).

박상철. “벤처투자계약의 국내법상 수용”, *상사법연구* 제37권 제2호 (2018).

박영규. “코스닥시장 특례상장기업의 특성에 대한 연구”, *Journal of the Korean Data Analysis Society* Vol.22 No.2 (2022)
신효섭. “옐로모바일의 성공 및 실패에 대한 사례연구”, *KBR* 제25권 제2호 (2021).
양현봉, 박종복. “국내 엔젤투자 실태분석과 발전과제”, *중소기업금융연구* 제40권 제2호 (2020).
이정수. “미국 자본시장접근개혁법(‘잡스법’)의 제정과 우리나라에의 시사점”, *증권법연구* 제14권 제1호 (2013).
이효경. “벤처투자촉진을 위한 제도적 방안에 관한 일고찰”, *상사법연구* 제37권 제4호 (2019).
이한나. “상하이증권거래소의 혁신 벤처기업 전용증시 개설 의밍와 평가”, *세계경제포커스* Vol..2 No.7 (2019).
조지현. “주식회사 이사에 대한 책임추궁방안 연구 - 독일 주식법 규정을 중심으로”, *상사판례연구* 28권 (2015.).
천경훈. “주주간 계약의 실태와 법리”, *상사판례연구* 제26권 제3호 (2013).

영어문헌

[단행본]

Reis, Eric. *The Lean Startup: How Today's Entrepreneurs Use Continuous Innovation to Create Radically Successful Businesses.* Crown Business, 2011.

[학술논문]

Coyle, John F. and Joseph, Green. "Startup Lawyering 2.0," *North Carolina Law Review* 95, No.5 (2017. 6.).
Epstein, Evan. “Why Goveranance Matters for Your Startup”, *Rock Center for Corporate Governance* No.232 (2018).
Garg, Sarn. “Venture Governance: A New Horizon For Corporate Governance”, *Academy of Managerial Perspectives* Vol.34 (2020).

Langevoort, D. C. and Sale, H. A. “Corporate Adolescence: Why did “WE” not work?”, *Texas Law Review* Vol.99 No.7 (2021).

Leclercq-Vandelannoitte, A. and Isaac, H. “The new office: how coworking changes the work concept”, *Journal of business strategy* Vol.37 No.6 (2016).

Lee, J., Hwang, B. and Chen, H. “Are founder CEOs more overconfident than profession CEOs? Evidence from S&P 1500 companies”, *Strategic Management Journal* Vol.38 (2017).

Pollman, Elizabeth. “Startup governance”, *University of Pennsylvania Law Review* Vol.168 No.1 (2019).

Teen, Mak Yuen. “Nikola: Fast track to a dead end”, *corporate governance case study* Vol.10 (2021).

Westbrook, Amy Deen. “We(‘re) working on corporate governance: Stakeholder Vulnerability in unicorn companies”, *University of Pennsylvania Journal of Business Law* Vol.23 No.2 (2021).

기타자료

[신문기사]

김경림. ‘수조원대 정부 예산에 고개 드는 ‘스타트업 마피아’(下)’, *연합인포맥스*, 2021. 11. 19.

김기훈. “쿠팡 1년 새 직원 3만명 증가...대기업집단 중 가장 많이 늘어”, *연합뉴스*, 2022. 6. 2.

김명환, 강두순. “정부, 첫 민간 모태펀드 시동...벤처투자 활짝”, *매일경제*, 2022. 7. 7.

김태호. “성장사다리펀드, 6조원 돌파”, *한국경제*, 2017. 6. 16.

나건웅. “왕년의 유니콘 ‘옐로 모바일’... 사실상 ‘공중분해’”, *매경ECONOMY*, 2021. 3. 23.

나기호. “올해 모태펀드 2차 출자사업 공개... 벤처펀드 1조원 조성”, *매일경제*, 2022. 6. 2,

노자운. “떡잎만 보고 수백억을 태워?... 스타트업 몸값, 하늘 찌른다.”, *조선비즈*, 2022. 1. 21.

노자운, 이인아. “기술특례상장 손 보는 거래소 ”평가기관 늘리고, 객관화지표 만든다“”, *조선비즈*, 2022. 5. 16.

명순명. “‘말 많은’ 기술특례 상장 손본다... 업종별로 더 깐깐하게 평가 기준 세분화”, *매일경제,* 2022. 4. 15.

문상덕. “‘비상장 대장주’ 컬리, 7월부턴 일반 투자자 거래 막힐 듯”, *이코노미스트*, 2022. 4. 7.

박호현. “막 싹 틔운 시리즈A에도 300억 뭉칫돈... 스타트업 ‘투자 판’ 커졌다.”, *서울경제*, 2021. 9. 8.,

이인혁, “토스, 1분기 340명 신규 채용... 직원 1000명 돌파” *한국경제,* 2021. 5. 13.

이재명. “5조원 유니콘에서 15억 원 체납자 된 ‘옐로모바일’”, *서울경제*, 2020. 12. 14.

임근호. “코스피 상장요건 완화... 난감한 코스닥”, *한국경제,* 2021. 4. 5.

조아라. “코인원, 옐로모바일 대여금 200억 원 손실처리... ‘회수 불가’ 판단”, *IT조선*, 2021. 10. 1.

조귀동. “[수소경제] 수소트럭 니콜라, 車 한 대도 없이 포드 시총 제쳤다”, *조선비즈*, 2020. 6. 10.

중소벤처기업부. “‘지난해 벤처투자 78% 증가한 7조6802억원... 역대 최대”, *대한민국 정책브리핑*, 2022. 1. 27.

중소벤처기업부. “‘기업가치 1조 이상’ 유니콘기업 총 23개... 5곳 늘었다”, *대한민국 정책브리핑,* 2022. 7. 21.

천진명. “미래 성장형 기업, 코스피 상장 문턱 낮춘다... 시총 1조 넘으면 가능”, *뉴데일리 경제*, 2021. 3. 3.

최영진. “한국 34위 부자 이상혁 옐로모바일 대표... “지속가능한 기업 만드는 것이 더 중요하다””, *중앙일보*, 2016. 5. 8.

최윤신, “IPO 허가제서 등록제로... 中 자본시장 혁신”, *더벨*, 2022. 5. 27.

황민규. ‘스타트업 열풍’의 부실한 이면...“고성장 기업 비율은 6% 불과”‘, *조선비즈*, 2020. 3. 10.

Blanco, Sebastian. “Anheuser-Busch’s order for 800 Nikola Hydrogen Trucks is a play for Younger beer drinkers”, *Forbes*, 2018. 5. 3.

Boudette, N. E. and Ewing, J. “Head of Nikola, a GM. Elecric Truck PArtner, Quits Amid Fraud Claims”, *The Newyork Times*, 2020. 9.

21.

Carreyrou, John. “Hot startup Theranos has struggled with its blood-test technology”, *Wall Street Journal,* 2014. 12. 1.

Eavis, Peter. “WeWork will lay off 2,400 workers”, *The Newyork Times,* 2019. 11. 21.,

Flanagan, C. and Calderone, G. “Worthington less bullish on Nikola after tiny investment surges”, *Bloomberg*, 2020. 6. 9.

Griffith, E. and Woo, E. “Elizabeth Holmes found guilty of four charges of fraud”, *The Newyork Times*, 2022. 1. 3.

Griffith, Erin. “Theranos and Silicon Valley’s ‘Fake it till you make it’ culture”, *Wired*, 2018. 3. 14.

Hansen, Sarah. “WeWork will go public via SPAC deal at $9 billion valuation - Less than 20% of its 2019 Softbank valuation”, *Forbes*, 2021. 3. 26.

Honstantinovic, Danny. “A brief history of Nikola: How a beacon of electric vehicles became an alleged fraud”, *The Business of Business*, 2020. 9. 12.

Huang, Kalley. “No. 2 Theranos Executive Is Sentenced to Nearly 13 Years for Fraud”, *The Newyork Times*, 2022. 12. 7.

Kunthara, Sophia. “A closer look a Theranos’ big0name investors, partners and board as Elizabeth Holmes’ criminal trial begins”, C*runchbase news,* 2021. 9. 14.

Lawler, Ryan. “Cloud HR startup Zenefits raises another $66.5M from Andreessen Horowitz and IVP at a $500M Valuation”, *Techcrunch*, 2014. 6. 3.

Loizos, Connie. “SoftBank says it has now invested $18.5 billion in WeWork, ‘more than the GDP’ of Bolivia, which has 11.5 million people”, *Techcrunch*, 2019. 10. 25.,

Ludlow, Edward. “Nikola founder exaggerated the capability of his debut truck”, *Bloomberg*, 2020. 6. 18.,

Manjoo, Farhad. “Zenefits Scandal Highlights Perils of Hypergrowth at Start-ups”, *The Newyork Times*, 2016. 2. 17.

O'Brien, Sara Ashley. "WeWork's losses doubled to $1.25 billion last quarter", *CNN*, 2019. 11. 14.

O'Dell, Jolie. "Nasdaq, SharesPost take private markets semi-public with new SF-based venture", *Reuters*, 2013. 3. 7.

Pratt, Adarn. "Nasdaq Private Market Surpasses $40 Billion in Volume", *GlobeNewswire,* 2022. 1. 26.

Primack, Dan. "Zenefits loses over half of its value", *Fortune*, 2016. 7. 1.

Ropper, Caitlin. "This woman invented a way to run 30 lab tests on only one drop of blood", *Wired*, 2014. 2. 18.

Solomon, Brian. "A lot of things went wrong: Lars Dalgaard on Zenefits scandal", *Forbes*, 2016. 3. 7.

Suddath, C. and Newcomer, E. "Zenefits was the perfect startup. Then it self-disrupted", *Bloomberg*, 2016. 5. 9.

Winkler, Rolfe "Zenefits cuts nearly half of staff", *The Wall Street Journal*, 2017. 2. 9.

[보도자료]

금융위원회 보도설명자료. "금융위원회와 금융감독원은 비상장주식 거래의 안정성과 투명성 제고를 위하여 노력하고 있습니다.", 2022. 7. 12.

금융위원회 보도자료. "'22년중 4조원 규모의 「정책형 뉴딜펀드」를 조성하여 디지털·그린산업 육성의 마중물 역할을 하겠습니다.", 2022. 1. 3.

금융위원회 보도자료. "5월 말부터 코넥스 시장 투자 문턱이 크게 낮아집니다". 2022. 4. 27.

중소벤처기업부 보도자료. "3분기 누적 벤처투자 5.3조원, 사상 첫 5조원 돌파", 2021. 10. 26.

중소벤처기업부 보도자료. "올 1~3분기 벤처투자 5.4조원으로 역대 최대 기록", 2022. 10. 27.

중소벤처기업부 보도자료. "직방 • 두나무 • 컬리 추가, 유니콘기업 15개사 '역대 최대'", 2021. 7. 23.

[그 외]

권성수. “유망한 비상장기업 주식, 이제 블록체인 기반 플랫폼에서 거래한다”, *코스콤 리포트* Vol.5 , 2019. 9. 26.

김규판 등. “주요국의 혁신성장 정책과 제도: 미국, 유럽, 일본을 중심으로”, 대외경제정책연구원 연구보고서 19-15-1.

김민기. “국내 장외주식시장 현황과 활성화를 위한 과제”. *자본시장포커스* 2021-18호 (2021).

박정희, “美 금융당국, 스타트업 보험브로커에 최대 과징금 부과”, *Kiri 리포트 글로벌 이슈* 제409호 (2016).

법무법인(유) 광장. “신주인수계약상 신주인수인 권리의 한계를 제시한 고법판결(서울고등법원 2021. 10. 28. 선고 2020나2049059 판결)”, *법무법인(유) 광장 뉴스레터* 2021. 11.

삼일회계법인, 주식회사 옐로모바일 재무제표에 대한 감사보고서 제6기.

서울고등법원 2021. 10. 28. 선고 2020나2049059 판결.

심재석, “옐로모바일은, 어떻게 성장했고 왜 무너졌을까?”, Byline Network, 2020. 6. 9.

이권형, 손성현, 장윤희. “이스라엘의 기술창업 지원정책과 한·이스라엘 협력 확대방안”, *대외경제정책연구원 전략지역심층연구 15-11*, (2015).

중소벤처기업부. *한국 창업 생태계의 변화 분석,* 2021. 4. 26.

최원식 외. *벤처산업 선순환 구조 구축: 한국 벤처기업 생태계 조성을 위한 지속가능한 장기성장 경로모색* (McKinsey & Company, 2015.

한국금융연구원. “미국의 SPAC 우회상장 급증 및 관리감독 강화”, *글로벌금융 이슈* 29권 20호 (2020).

CB Insights. *2021 state of venture,* 2021. 1. 12.

Fundz. "Series A, B, C Funding: Averages, Invetors, Valuations“, fundz.net.

Hindenburg Research, “Nikola: How to Parlay an ocean of lies into a partnership with the largest Auto OEM in America”, Hindenburg Research, 2020. 9, 10.

Koswanage, Niluksi. “Nikola founder sold 3.5 million shares at $13.89 each”, *Bloomberg,* 2021. 4. 3.

Nikola, “Bosch and Hanwha have invested over $230 million in Nikola”, Nikola, 2019. 9. 5.

Nikola, “CNH Industrial to lead Nikola’s Series D round with $250MM USD

investment", Nikola, 2019. 9. 3.

Patankar, Vinay. "How bad processes are destroying Zenefits", Process.st, 2016. 2. 19.

Salamzadeh, A. and Kawamorita, K. H. "Startup Companies: Life Cycle and Challenges", 2015, Proceedings of the 4th International Conference on Employment, Education and Entrepreneurship (EEE).

SBIA. "About the SBIC Program", SBIA,

Shanghai Stock Exchange. 「Rules Governing the Review of Offering and Listing of Stocks on the Science and Technology Innovation Board of Shanghai Stock Exchange」.

The Hub. "What is a Startup? the Hub definition", The Hub insights, 2022. 4. 26.

The White house President Barack Obama, "Fact Sheet: White house launches "STARTUP AMERICA" Initiative", Obama white house archives.

Tun, Zaw Thiha. "Theranos: A Fallen Unicorn", Investopedia, 2022. 1. 4.

Westbrook, Amy Deen. "What to do about poor corporate governance at unicorns", The CLS Bluesky Blog, 2021. 1. 18..

Abstract

A Critical Review on the Startup-Friendly Policies

- Focusing on the startup governance -

Lee Taehee

Department of Law

The Graduate School

Seoul National University

Interest in startups is rapidly increasing regardless of domestic or overseas. As private capital investment on startup increases, Government who wants to reorganize the economic structure is also investing public funds on startup. Korean government has been active on supporting startup by establishing Ministry of SMEs and Startups in 2017, enacting "Act on the Promotion of Venture Investment" in 2020. However, it is also necessary to look at the behind-the-scenes of various policies that support startups.

In the case of startups, members of corporate governance structure and their behavior are different from general companies. In general companies, shareholders, directors and CEO forms a corporate governance structure and the owner-agent issue is the core of the

governance. But in startup, the corporate governance is formed by investment contract between founders and investors. In most cases, Founders and investors have same purpose, successful exit through M&A or IPO. It weakens investor's supervision on founder's management.

The weakening of supervision can be considered as a positive factor in startup because it makes founder freely pursue innovation and increase corporate value. But it also has negative side. The corporate governance which doesn't have enough supervision on the founder's malpractice may damage lots of stakeholders such as venture investors, employees, clients and even general investors.

This paper analyzes the case of five startups: WeWork, Theranos, Nikola, Zenefits, and Yellow Mobile. Through this, we can critically review the government's startup policies by looking at the corporate governance problems and the individual and social losses cause by them.

Startup support policy with public funds needs considering how to monitor and supervise the founder's malpractice. Activating early-exit market policy needs recognizing that it can lead to damage to general investors who lack enough information on governance problem of unlisted startups. Relaxing listing requirements policy needs the way to protect general investors who only depend on the expected corporate value. In conclusion, the government needs to consider the vulnerabilities of startup governance in startup support policies and prepare remedial measures to supplement the policies.

keywords : Startup, Corporate governance, Venture capital, Investment contract, Exit, IPO

Student Number : 2020-28858