

모험기업의 성장단계별 자금조달전략*

Financing Strategies in the Stage of Venture Business Life Cycle

김 재 명**

(Kim, Jai Myung)

논문접수일 : 97. 11

게재확정일 : 97. 12

목 차

- | | |
|--------------------------|-----------------------|
| I. 서론 | IV. 모험기업의 성장단계별 재무전략 |
| II. 자금조달행태에 관한 이론적 근거 | 1. 모험기업의 자금조달결정 특성 |
| III. 기업성장단계에 대응한 금융상품 분석 | 2. 성장단계별 자금원천 선택구조 |
| 1. 지분자본원천 분석 | 3. 성장단계별 자금조달 유형선택 전략 |
| 2. 부채자본원천 분석 | V. 결론 |

I. 서 론

기존의 중소기업들과는 달리 왕성한 기업가정신을 가지고, 고도의 기술 또는 첨단기술을 바탕으로 제품을 개발하고 시장을 개척하는 모험기업들은 새로운 일자리,

* 본 논문은 1996년도 강원대학교 석재복합신소재제품연구센터의 연구비 지원에 의하여 수행되었음.

** 강원대학교 경영학과 교수

기술혁신, 향상된 재화와 서비스, 그리고 국내외적인 경쟁우위 확보를 창출하므로써 경제에 주요한 역할을 담당하고 있다. 특히 핵심인사를 보유할 수 있는 경영, 높은 매출총이익률, 월등한 품질, 신속한 기회 대응, 규제변화에 대응한 시장진입, 마케팅 혁신, 틈새전략, 유리한 구매협정, 매출액에 대한 마케팅비용의 높은 비중, 핵심 공급업자와의 보다 광범위한 경험, 그리고 보다 크고 성장이 빠른 시장을 갖고 있는 고도의 잠재적 모험사업을 대상으로 하는 창업기업의 성공가능성은 매우 높다.(Sapienza, 1991)

한편 모험기업은 사업에 내포된 위험이 크고, 현금유출입의 특성이 기존 기업의 모습과 크게 다르기 때문에 창업자금은 물론 성장단계별 소요자금 조달이 기업성공의 관건이 됨을 알 수 있다. 즉 모험기업이 금융시장에서 이용 할 수 있는 자금 유형과 특성을 분석하고, 이를 중심으로 하여 성장 단계별 자금조달계획을 수립할 필요가 있다.

따라서 본 연구에서는 모험기업의 자금조달전략을 성장단계별로 구분하여 제시하고자 하였다. 이를 위해 본 연구는 먼저 기존 연구결과를 바탕으로 모험기업, 자금시장, 그리고 재무전략에 관한 이론을 문헌적으로 연구하였다. 그리고 창업 내지 신규사업 진출 및 육성과 관련된 각종 제도적 정보에 관해 2차 자료를 중심으로 조사하여 자금조달전략을 제시하는 방법으로 연구하였다.

II. 자금조달 행태에 관한 이론적 근거

조직변화의 동태적 측면은 기업성장시 각 단계마다 나타나는 경영상의 문제를 해결하는데 시사하는 바가 크다. 특히 각 단계마다 변화하는 상황에 적합한 기능별 전략형성과 조직 자체의 유지 및 생존에 직결되는 중요성을 갖고 있다. 특히 조직구조가 전략을 형성하기 보다는 조직의 전략이 구조를 형성한다는 점에 주목해야 한다.(Chandler, 1962) 본 연구는 이와 같은 조직의 라이프사이클을 현금흐름의 특성에 기초하여 창업, 성장, 성숙, 안정/퇴출 등 5단계로 구분한 뒤 자금조달 행태를 분석하였다.

기업의 자금조달은 다양한 금융수단이 거래되는 자금시장을 통해 이루어진다. 이때 구체적인 자금조달원천을 탐색하고 결정해야 하는 기업가는 자산비용, 조달기간과 시기, 소유권과 경영통제, 재무위험, 기업성장단계 등을 고려해야만 한다. 특히 기업의 성장은 시설·설비의 증가, 종업원의 증가, 규모의 확대 등을 선행요건으로 하는 매출액 증가로 이루어진다. 이와 같은 경영성과는 자본의 조달과 운용을 통해 실현되기 때문에 기업성장은 바로 자본조달 및 운용과 연결된다.

1. 성장단계

기업성장과 자본조달 원천에 대한 분석 가운데는 Evans의 견해가 대표적이다. Evans에 따르면 기업성장 초기에는 대체로 금융시장과 자본시장의 자금을 최대한 동원하고, 기업규모가 대규모화하면서 외부금융보다 내부금융에 크게 의존하는 경향을 나타낸다고 보았다. 즉 성장단계에서는 주식과 회사채에 의해 자본을 조달하고, 성숙단계에 들어가면 유보이익이 자금조달의 주요 원천이 되며, 안정단계에서는 감가상각이 주요한 자금원천이 된다는 가설이다. 이와 같은 성장단계별 자금조달원천이 정형화된 공식은 아니지만 기업이 성장하면서 내부금융의 비중이 커지고 있음을 지적하고 있다. 한편 내부금융의 비중이 확대된다는 것은 유보할 수 있는 순이익의 규모가 커진다는 것을 의미하며, 이에 기초한 기업의 신용도 증가는 국내 뿐만 아니라 국제자본시장에서의 자본조달능력도 제고시킨다.

이에 앞서 Donaldson(1961, 1971)은 대기업들의 경우 경영자들이 감가상각과 내부유보와 같이 기업내부에서 형성된 자금원천인 내부금융을 선호하고, 외부자금은 특별한 이득이 주어질 경우에만 이용하려한다고 주장했다. 경영자들이 외부금융을 기피하는 이유는 경영자가 의사결정권을 행사하는 상황에서 외부금융에 의존할 경우 초래될 경영자의 지배권과 독립성 침해 가능성을 우려하기 때문이라고 분석했다.

2. 자본조달순위

Myers-Majluf(1984)는 경영자와 주주들 사이에 정보의 비대칭성이 존재할 경우, 기업은 일정한 우선순위에 따라 자본조달이 이루어진다고 주장했다. 즉 자본조달 순위이론(Pecking order theory)에 따르면 정보의 비대칭이 존재하는 경우 구주주의 부를 극대화하기 위해서는 신주발행 보다는 내부금융 또는 부채에 의해 소요자금을 조달하는 것이 유리하다는 것이다. 왜냐하면 신주를 발행하여 자금을 조달한 경우에는 유리한 투자기회로 인한 기업가치 증가분을 구주주와 신주주가 공유하게 되지만, 내부금융이나 부채로 조달한 경우에는 기업가치 증가분 모두가 구주주의 몫이 되기 때문이다. 또한 내부금융과 부채 가운데서는 조달비용이 저렴한 내부금융이 상대적으로 선호된다. 이와 같은 자본조달순위이론을 요약하면 다음과 같다.

(1) 일반적으로 위험증권보다 안전증권의 발행이 더 유리하다. 기업이 외부자본을 조달하기 위해서는 채권시장을 이용해야하나 가능하다면 내부유보를 통해 지분자본을 조달하려 한다. 즉 부채를 사용하는 외부금융이 지분자본에 의한 금융보다 더 좋다.

(2) 투자기회가 영업현금흐름을 증가하고 저위험부채를 통한 자금조달능력이 소진된 기업은 소요자금 조달을 위해 위험증권을 발행하기 보다는 유리한 투자기회를 보류하는 것이 기존 투자자의 이익에 부합된다.

(3) 기업은 투자필요조건이 적절할 경우 배당을 제한하므로서 재무여유를 구축할 수 있다. 이 때 현금은 시장성 증권으로 보유하거나 차입여력 비축 형태로 보유한

다.

(4) 기업이 주식 매각이나 기타 위험증권 매각으로 현금을 충당해야 할 경우 배당을 지급해서는 안된다.

(5) 경영자가 우월한 정보를 갖고 있는 상태에서 자금조달을 위해 주식을 발행할 경우 다른 것이 동일하다면 주가는 하락할 것이다.

이와같은 자금조달순위이론에 의하면 목표자본구조가 존재할 수 없다. 왜냐하면 내부금융이 최우선 자금조달원천이 되고, 신주발행이 조달순위의 맨 마지막에 있으므로 부채와 자기자본의 구성비를 결정한다는 것은 무의미한 일이기 때문이다.(조담, 1992)

3. 대리인 문제

경영자가 증권가치를 감소시킬 수 있는 의사결정을 하려는 동기를 가질 경우 대리인 문제가 존재한다. Barnea-Haugen-Senbet(1981)는 이와 같은 대리인 문제가 (1) 비대칭정보 수준이 클수록, (2) 대리인이 기업의 상이한 계약당사자간에 부를 이전시킬 능력과 동기를 갖고 있거나, (3) 대리인의 부분적 소유권이 기업자산을 소비할 수 있도록 허용할 경우 보다 심각해지는 경향이 있음을 밝혔다. 특히 기업규모가 작을수록 처음 두가지 요인에 의한 대리인 문제를 제거하려는 비용이 커진다. 왜냐하면 중소기업의 경우 기업의 실상을 자금공급자들에게 제공한다는 것이 매우 어렵고, 자산기초를 변화시킬 유연성을 갖고 있기 때문이다. 이로 인해 중소기업의 경우 부채와 관련된 대리인 문제가 보다 더 심각한 과제라 할 수 있다. 따라서 중소기업들의 부채의존도가 높아지는 현상의 일부는 상대적으로 높은 부채비용을 부담해야 하지만 이 보다 지분자본비용이 훨씬 더 높기 때문임을 알 수 있다.

부채자본원천을 통한 자본조달에 관한 일반적 구조는 Smith-Warner(1979), Mayers-Smith(1983), Pettit-McConnell(1984) 등에 의한 연구가 있었지만 중소기업의 부채조달에 관해 직접 적용할 수 있는 것은 아니었다. 이에 반해 Pettit-Singer(1985)는 중소기업의 차입계약 본질에 대한 가설을 제시하였다. 즉 중소기업은 단기차입, 보다 상세하고 엄격한 계약조항, 자산(특히 기업자산이 아닌 개인자산)에 의한 보증, 지분참여 및 신주인수권 부여, 그리고 사모가 지배적이라는 것을 제시하였다. 이와 같은 가설은 대리인 문제를 반영하고 있다고 할 수 있다.

4. 중소기업 특성

중소기업은 재무제표 공시, 증권거래소와 장외시장이 요구하는 규모와 수익성 조건이 조직화된 시장을 이용하는데 제약조건이 되고 있다. 특히 자기자본비용은 비대칭정보가 심각할 경우 더 높아질 수 있다.(Myers-Majluf, 1984) 우월한 투자기회를 갖는 중소기업은 그 정보를 외부관계자들에게 전달하는데 어려움이 존재하고, 이 경

우 기업의 지분자본가치는 비대칭정보가 존재하지 않을 경우보다 낮다. 그렇기 때문에 낮은 시장가격으로 발행된 신주는 창업지분 소유주의 지분가치를 희석시켜 자기 자본비용을 상승시킬 것이다. 그러므로 미래투자기회와 관련된 이득을 희석시킴에도 불구하고 이루어지는 신주의 공개발행은 미래투자기회의 전망이 좋지 않다는 신호로 해석될 수 있다. 특히 이와 같은 현상은 기업가치가 미래투자기회에 보다 종속적이며, 소유와 경영의 집중이 상대적으로 높은 중소기업의 경우 더욱 심각해질 수 있다.

외부지분자본원천에 의존하는 정도가 낮은 중소기업은 차입약정서에 의한 차입과 사모형태의 신주발행이 이루어짐은 물론 경우에 따라서는 사적인 보증까지 포함되고 있다. 이와 같은 것들은 경영자들이 외부자본 공급원천들의 이익을 위해 행동하도록 유도하고 있다. 최근 벤처형 중소기업의 경우 지분참여와 같은 합성금융수단(hybrid instruments)을 발행하여 자금을 조달하고 있는 현상도 비대칭정보와 대리인비용에 의해 설명할 수 있다. 즉 비대칭정보와 대리인 이론이 대기업과 중소기업 간의 재무의사결정 행태가 어떻게 다른지 분석할 수 있는 적합한 개념적 틀임을 알 수 있다. 따라서 기업규모별로도 재무의사결정 행태를 분석해 볼 필요가 있다.

또한 중소기업이 자금조달방법으로 사용하는 사모의 이득은 발행비용과 보고비용이 저렴하고, 지분계약 형태가 상대방 욕구를 반영할 수 있으며, 비대칭정보 문제를 독점적 정보의 공개없이도 해결할 수 있다. 다만 이와 같은 이득은 투자자 탐색비용과 지분투자의 유동성 결핍에 의해 상쇄될 수 있을 것이다.

Ⅲ. 기업성장단계에 대응한 금융상품 분석

일반적으로 금융수단은 확정만기, 확정이자율, 원금보장, 이익참여, 경영권, 만기가치 확정 여부 등에 의거 금융기관별로 다양한 금융상품이 개발되고 있다. (표 1)은 전통적 금융수단별 특성을 비교한 것이다. 금융기관들은 다양한 방법을 통하여 정교한 위험관리기법의 수단이 되는 금융상품들을 개발하고 있다.

(표 1) 전통적 금융수단의 특성비교

	예 금	회 사 채	우 선 주	전환사채	주 식	신주인수권
확정만기	■	■		■		■
확정이자율	■	■	■	■		
원금보장	■					
이익참여				■	■	■
경영권					■	
만기가치 확정	■	■		■		

자료 : Julian Walmsley, *The New Financial Instruments*(Wiley, 1988), pp. 57~59.

이와 같은 금융상품들은 기업이 소요자금을 조달하는 원천이 되며, 지분자본과 부채자본 원천으로 대별할 수 있다. 각각의 자본원천은 독특한 특성을 갖고 있기 때문에 기업의 성장단계별 현금흐름 특성에 기초한 선택이 필요하다. 일반적으로 기업이 사용하는 자금조달원천은 지분자본과 부채자본으로 나누어지며, 라이프사이클 차원의 현금흐름과 관련하여 다음과 같은 특성을 갖고 있다.

1. 지분자본원천 분석

지분자본은 기업 소유주의 개인적 투자이며, 사업 실패시 투자자들이 투자액을 상실할 위험을 가정하고 있다는 점에서 위험자본(risk capital)이라고도 한다. 물론 사업이 성공할 경우에는 이득을 공유할 수 있는 지분자본의 이점은 대부금과 같이 상환할 필요가 없다는 것이다. 지분투자자들은 기업이익에 참여할 권한을 부여받으며, 통상 기업의 미래에 대해 의견을 개진할 권한을 갖고 있다. 한편 지분자본의 단점은 기업 소유권의 일정부분(또는 대부분)을 타인에게 양도해야 한다는 것이다.

(1) 개인저축

창업자금으로 고려되는 최우선순위 자금은 자신의 자금으로서 가장 저렴한 자금 조달원천이다. 일반적인 규칙으로서 창업자금의 적어도 50%는 지분자본의 형태로 제공되어야 한다.(Scarborough-Zimmerer, 1996) 만일 기업가가 투하자본 손실위험을 인수하지 않는다면 여타 잠재투자자들도 투자위험을 감수하려하지 않을 것이기 때문이다. 더욱이 필요자본의 절반미만을 기업가가 투자할 경우에는 과중한 부채로 자금을 조달해야 되고, 높은 상환일정은 현금흐름에 상당한 압박을 가하게 된다. 더욱이 외부자금을 빨리 사용할수록 기업소유권도 빨리 포기하게 된다.(Fenner, 1991) 다만 독창적 기업가는 경영권 양도없이 초기 투하자본의 10% 남짓만을 투자할 수도 있다.

(2) 친구와 친척

창업자의 자금이 고갈된 뒤에는 모험기업에 투자할 의사를 갖고 있는 친구와 친척이 중요한 자금조달원천이 된다. 친구와 친척들은 창업자와의 관계 때문에 투자할 의사가 높고, 다른 지분 투자자들에 비해 참을성이 있다. 그럼에도 불구하고 비현실적인 기대나 오해의 위험은 우정과 가족의 화합을 해칠 수 있다. 이와 같은 문제를 회피하기 위해 기업가는 투자기회와 사업참여에 따른 위험의 본질을 정직하게 제시해야만 한다.

(3) 에인젤

개인저축과 친구·친척의 자금이 고갈된 뒤 필요한 창업자본 부족분은 개인투자

자 또는 에인젤(angels), 즉 기업의 지분과 교환해서 모험기업에 투자하려는 부유한 개인들로부터 조달한다. 개인투자자 시장은 비조직화 되어 있어서 사업초기 투자액을 정확히 추정할 수는 없으나 모험기업이 외부로부터 조달할 수 있는 가장 큰 지분자본 원천이라 할 수 있다.

전문적 모험자본기업의 투자를 상대적으로 위축시키고 있는 에인젤 대부분은 사업경험과 자금관리경험을 갖고 있으며, 창업초기에 투자하는 것을 선호한다. 이러한 에인젤들은 자신들의 경험을 활용할 수 있는 사업대상을 탐색하고, 자금뿐만 아니라 자신의 지식, 경험, 그리고 정열을 투자하려한다. 일반적으로 에인젤은 7년 이상을 기다릴 수 있는 자금원천이며, 배당이나 이자를 통한 소득을 기대하는 것이 아니라 기업가치의 증가로부터 소득을 얻으려 한다. 1)

(4) 동업자

기업가는 초기 자본규모를 확대하기 위해 합자회사 형태로 동업자의 지분참여를 허용할 수 있다. 다만 이 경우에는 경영권과 이익분배에 미치는 영향, 즉 창업자의 소유권이 희석될 경우 의사결정과정과 미래 경영방침에 대한 통제를 상실할 가능성이 증가하는 것을 고려해야한다.

(5) 대기업

최근에는 중소기업에 자금을 지원하면서 사업에 참여하려는 대기업도 자금원천이 될 수 있다. 즉 신기술, 신제품 또는 신시장에 대한 접근을 목적으로 국내 대기업은 물론 외국기업들도 모험기업과 전략적 제휴를 시도하고 있어 또 다른 자본원천이 되고 있다.

(6) 모험자본기업

모험자본(venture capital)이란 “연구개발을 강조하거나 기술적으로 새로운 지식을 이용하는데 중점을 두는 회사에 투자되는 자금”(Cooper, 1981), “소수의 핵심기술자가 기술혁신 아이디어의 개발과 상업화를 기본동기로 하여 설립한 업체에 투자되는 자금”(Bollinger-Hope-Utterback, 1983)이다. 모험자본기업은 5~7년간에 걸쳐 300~500%의 연간 수익률을 실현하는 고도의 성장력과 이익잠재력을 갖고 있다고 판단되는 신규기업의 지분을 매입하는 영리목적의 사기업이다.

모험자본기업도 다른 금융기관들과 같이 기업의 재무상태에 대한 경력을 검토하지만 사업의 미래 수익잠재력에 보다 관심을 갖고 있다. 따라서 지분의 할애를 조건으로 투자하며 장기적 자본이득을 제고시키려는 모험자본기업은 지분 매각을 통해

1) Scarborough-Zimmerer는 제안된 투자기회의 30%를 채택하는 것이 일반적인 에인젤들의 목표수익률은 통상 35~50%로서 전문적 모험자본기업들의 60~75% 보다 낮은 경향이 있다고 주장했다.

투자금액의 5배 정도를 회수할 수 있도록 투자한다.(Kotite, 1993) 이를 위해 모험자본기업들은 주로 경영능력, 경쟁우위, 성장산업 여부, 기타 무형의 요소에 집중된 엄격한 심사를 거쳐 투자여부를 결정하며, 1년에 1~2건에 대해서만 투자를 하는 것이 일반적이다.

(7) 기업공개

기업은 주식을 일반 투자자들에게 매각하는 기업공개를 통해서도 자금을 조달할 수 있다. 다만 기업공개가 모든 중소기업에 가능한 것은 아니며, 특히 창업기업을 공개할 수 있는 경우는 매우 드물다. 일반적으로 성공적인 기업공개는 창업단계를 지나 상당한 성장 잠재력을 확증시킨 고성장 기업에 국한된다.(Owens, 1990)

한편 기업공개를 통한 지분자본 조달은 기업공개에 따른 장단점을 분석한 뒤 결정해야만 한다. 먼저 기업공개에 따른 이점은 거액자금조달 능력확보, 미래 자금조달 용이, 기업이미지 제고, 핵심 종업원의 유인과 보유, 기업인수 수단, 증권거래소 상장 등이 있다. 이와는 달리 창업자의 소유권 희석, 사생활의 상실, 증권거래소에 대한 보고, 사무비용, 주주에 대한 책임, 그리고 경영권 상실 가능성 등의 단점을 갖고 있음을 고려해야 한다.

(8) 내부지분자본 원천

기업은 경영활동과정과 경영성과를 통해서 자체적으로 지분자본을 조달할 수 있다. 먼저 기업은 자본의 증감거래에서 발생하는 자본잉여금과 투하자본의 이용과정인 기업의 영업활동과정에서 발생하는 이익잉여금이 지분자본의 원천이 될 수 있다. 특히 미처분이익잉여금은 주주에게 배당되지 않은 이익으로서 기업의 자본조달 원천이 된다.

다음으로 고정자산의 가치감소분을 비용으로 환산한 감가상각비도 중요한 내부 지분자본원천이 될 수 있다. 왜냐하면 감가상각비는 실제로 현금이 유출되지 않는 특성을 갖고 있기 때문이다.

(9) 해외증권시장

때로는 국내 증권시장보다 미국이나 영국 등 해외 증권시장에서도 지분자본을 획득할 수 있다.

2. 부채자본원천 분석

부채자본은 기업이 일정한 자본비용 지급과 원금상환을 약정하고 조달하는 자금이다. 대부분의 모험기업가들이 창업에 소요되는 자금을 다양한 형태의 부채자본으로 조달하고 있다. 자금을 차입하기가 까다롭다는 제약이 따르기는 하지만, 부채자

본을 제공하는 원천은 지분자본 투자자들보다 훨씬 많고 다양하다.

이와 같은 부채자본은 창업자로 하여금 온전한 소유권을 유지할 수 있도록 하지만, 미래 일정 시점에서 이자를 지급하고 대차대조표상에 부채로 표시되어야 한다. 더욱이 모험기업의 창업자금은 대기업의 경우보다 높은 자본비용을 부담해야만 한다. 그럼에도 불구하고 지분자본보다 저렴한 비용을 갖는 부채자본은 기업의사결정을 간섭하지 않음은 물론 경영성과를 할애할 필요가 없다는 이점을 갖고 있다.

(1) 상업은행의 부채자본 원천

상업은행은 중소기업에 가장 다양한 자금을 제공하는 핵심적 금융기관이다. 일반적으로 기업가들은 초기 부채자본원천으로 은행을 고려한다. 즉 기존 중소기업에 대한 대부금의 대부분이 은행에서 제공되며, 창업자본 중에서 창업자 자금 다음으로 큰 비중을 차지한다.

그럼에도 불구하고 은행은 보수적 대출 관행을 갖고 있으며, 높은 위험을 갖는 창업기업보다는 체계가 잡힌 중소기업이나 대기업에 대출하기를 선호한다. 만약 창업단계에서 대출을 하려 할 경우에는 대부금을 상환할 수 있는 충분한 현금흐름이 있는지, 충분한 담보가 있는지, 또는 관련기관의 보증이 있는지를 확인한다. 따라서 창업단계의 기업이 은행자금을 사용하는 것은 현실적으로 상당히 어렵다.

중소기업에 단기자금을 주로 제공하는 은행은 기업의 과거 영업기록에 관심을 갖고, 이에 기초하여 미래 기업위상을 추정한다. 또한 은행은 매출 안정성은 물론 원리금 상환을 가능케 할 적절한 현금흐름을 창출하는 제품이나 서비스 능력에 대해서도 관심을 갖고 있다.

1) 단기대부금

중소기업에 제공되는 가장 전형적인 형태의 상업대부금은 1년미만의 단기대부금이다. 이 자금은 재고자산을 확보하고, 생산활동을 지원하며, 신용매출 제고, 또는 현금할인을 이용하기 위해 조달되는 운전자본으로 사용된다. 따라서 기업은 재고자산과 매출채권이 현금화하면 단기 대부금을 상환하는데 사용해야만 한다.

단기대부금 형태는 다양하지만 통상 3~6개월내에 일시 상환하도록 하되, 때로는 이자를 대부금에서 먼저 공제하기도 한다. 단기대부금은 보증수속과 유지에 따른 비용이 높아 무보증 형태로 제공되는 것이 일반적이다. 그렇기 때문에 은행을 만족시킬 수 있는 재무적 강점을 갖고 있지 못한 모험기업은 단기대부금을 활용하는데 큰 제약이 따른다.

한편 일정 금액이상의 상업자금 대부시 보증금의 형태로 유지하도록 요구하는 보상예금 규모는 은행마다 차이가 있고, 보상예금에 대한 이자율도 차별 적용되고 있다. 또한 은행은 신용한도를 설정하고 운용한다. 즉 사전에 결정된 신용한도 내에서 별도의 신청없이 자금을 사용하도록 하고 있다. 신용한도는 통상 기업 운전자본의 40~50%를 기준으로 설정되며, 고도의 계절적 사업에 대해서는 더 많은 신용한

도를 제공한다. 이 신용한도는 1년 단위로 연장되며, 재무상태가 양호한 경우를 제외하고는 담보를 요구한다. 또한 모든 무보증 대부금을 정기적으로 청산하도록 하고 있는 경우 기업은 이 상환시기를 현금잔고가 가장 높아지는 시기에 맞추어야 할 것이다.

2) 중·장기 대부금

중·장기 대부금은 1년 이상의 기간동안 사용 가능한 자금원천으로서 통상 고정자산과 성장에 필요한 자산을 증가시키기 위해 사용된다. 상업은행들이 제공하는 이 자금은 창업, 공장건축, 부동산과 장비구입, 그리고 기타 장기투자를 위해 사용된다. 한편 중·장기 대부금의 상환은 월별 또는 분기별로 이루어지는 것이 보통이다.

(2) 비은행금융기관

1) 자산기초대부자

자산기초대부자들은 매출채권이나 재고자산과 같은 다른 유허자산을 담보로 자금을 제공한다. 즉 현금에 취약하지만 자산은 풍부한 기업들이 급속한 성장과 일시적 현금위기에 대비하기 위해 매출채권이나 재고자산과 같은 비생산적 자산을 사용하여 자금을 조달하는 것이다.

중소기업들이 자산기초 대부를 통해 조달할 수 있는 차입금 규모는 대부자가 빌려주는 자산가치비율, 즉 선불비율(advance rate)에 의존한다. 선불비율은 대상자산과 대부자의 질에 의해 큰 차이가 있다. 일반적으로 재고자산은 판매가 용이하지 않은 자산이기 때문에 선불비율이 10~50%로 아주 낮으나, 매출채권의 경우에는 85%까지 인정될 수 있다.

통상적인 경기순환은 중소기업으로 하여금 매출채권금융과 재고자산금융을 효과적으로 결합할 수 있도록 한다. 즉 매입되는 재고자산을 담보로 플레징(pledging)하여 재고자산금융을 받고, 판매가 되면 재고자산 금융을 상환하기 위해 매출채권 금융을 이용한다. 그런 뒤 수금이 되면 매출채권금융을 상환하는 것이다. 또한 자산기초 자금조달 방식은 실제로 사용되는 자본에 대해서만 이자를 지불하게 한다는 측면에서 효율적인 자금조달 방법이다. 다만 자산기초 대부는 위험이 높고, 이를 개시하고 유지하는 비용이 소요되어 전통적 은행대부보다 훨씬 비싼 것이 단점이다.

2) 거래신용

거래신용(trade credit)은 정상적인 영업활동 과정에서 외상으로 원재료나 제품을 구매함으로써 발생하는 부채계정이다. 거래신용은 손쉽게 이용할 수 있기 때문에 대부분의 기업가들에게 매우 중요한 자금조달 원천이 된다. 신용위험이 높다고 평가되는 신설기업에 대해 은행이 자금제공을 거절할 경우 기업가들은 통상 실현가능한 자금조달 원천으로 거래신용에 관심을 갖게 된다. 왜냐하면 판매자와 공급자들은 중

소기업 소유주들의 제품구매에 30~90일까지 무이자 외상을 제공하려는 의사를 갖고 있는 것이 일반적이기 때문이다.

3) 장비공급업자

대부분의 장비판매업자들은 구매자금을 제공하면서 자사 제품을 구매하도록 권유한다. 거래신용과 유사한 이 방식은 제공조건에서 약간 차이가 있다. 통상 장비판매업자들은 장비 내용연수에 걸쳐 적절한 청약금과 합리적인 상환조건으로 자금을 제공한다. 어떤 경우에는 내용연수가 지난 뒤 잔존가치로 장비를 재매입한다거나, 신규장비에 대한 또 다른 신용공여 계약을 제공하기도 한다.

다만 미래이익에 의해 부채를 상환해야 하는 중소기업들은 이러한 자금조달 원천을 과도하게 사용해서는 안된다. 또한 판매업자의 상환조건이 다른 자금제공자들의 상환조건보다 불리할 수 있기 때문에 상환조건을 엄격히 비교해야만 한다.

4) 상업금융회사

은행차입이 어려운 중소기업은 은행 차입금과 동일한 형태의 자금원천으로 상업금융회사를 활용할 수 있다. 상업금융회사(commercial finance companies)는 보다 높은 위험의 대부금 포트폴리오를 수용한다. 이들도 원리금의 회수에 기본적으로 관심을 갖고 있지만 차입자의 재무상태, 즉 대차대조표보다는 담보를 통해 원리금 상환을 확보하려 한다. 그렇다고 차입기업의 재무적 지위를 신중히 평가하지 않음을 의미하는 것은 아니다.

이와같은 특성으로 인해 상업금융회사의 이자율은 상업은행의 경우보다 비싼 것이 일반적이다.

5) 보험회사

보험회사는 보험계약자대부(policy loans)와 저당증서대부(mortgage loans)의 형태로 중소기업에 자금을 제공하고 있다. 보험계약자대부는 보험증권에 기초하여 납입된 보험료 금액을 기준으로 제공되는 것으로서 현금가치(cash value)의 95%까지 차입이 가능하다. 통상 이자는 연단위로 부과되나 상환은 무기한 연장될 수 있다.

또한 실물재산에 대해 장기로 자금을 제공하는 저당증서대부를 제공한다. 이 대부는 구입되는 실물자산의 가치에 기초하여 제공되는데 통상 실물자산의 75~80%까지 대부가 이루어진다. 특히 보험회사의 대부는 기업의 현금흐름을 압박하지 않도록 25~30년에 걸쳐 상환이 이루어지는 것이 대부분이지만, 이 이외에 중기자금도 제공하고 있다.

6) 회사채

회사채는 대기업의 인기있는 부채자본조달 수단이나 중소기업 소유주들도 이처럼 가치있는 자본원천을 활용할 수 있다. 물론 아주 작은 소기업들은 회사채를 발행

할 수 없지만, 은행이나 기타 금융기관들이 대출을 거부했을 경우 회사채를 통해 자금을 조달할 수 있는 중소기업의 숫자가 점차 증가하고 있다.

7) 사모

사모(private placements)는 하나 또는 소수의 투자자, 통상 보험회사와 연금기금에 회사채를 매각하는 방식으로 전통적 대부금과 회사채간의 성격을 갖는 부채자본 조달 수단이다. 이와 같은 사모를 통해 발행된 증권은 은행의 변동금리보다 확정이 자율이 적용되고, 은행대부기간보다 길며, 증권거래소에 대한 보고의무가 없는 것이 일반적이다.

8) 기타 비은행금융기관

이 이외에도 다양한 형태의 비은행금융기관들이 부채자본의 원천이 되고 있다. 예를 들면 새마을금고, 신용협동조합, 상호신용금고 등이 상업용과 산업용 재산에 대해서도 자금을 제공하고 있다.

(3) 중소기업관련 정책기관

중소기업관련 정책기관들은 서로 다른 설립목적에 기초하여 다양한 자금원천을 제공하고 있다. 그 대부분이 낮은 이자율로 일정기간 거치후 분할상환하도록 하는 정책자금을 제공하고 있다. 다만 공업기반 기술개발이라든지 산·학·연 공동기술 개발자금 등과 같이 소요자금의 일정비율을 보조하는 형태로 지원되는 자금도 있다.

1) 통상산업부

통상산업부는 공업의 균형있는 발전도모와 환경·유통 등 산업기반 구축을 위한 산업기반기금의 지원을 추천하고 있다. 이 기금은 생산성 향상 및 고부가가치화사업, 유통합리화 사업, 중소기업 기반조성사업 등을 대상으로 지원된다.

2) 중소기업청

중소기업청은 중소기업의 자생력과 국제경쟁력을 강화하기위해 중소기업에 대한 재정·금융 및 세제, 판로확보 및 경영안정, 인력확보·창업 및 입지, 자동화·정보화 등의 구조 고도화, 기술개발 및 기술지도, 중소기업유통업체에 대한 구조 개선 및 대기업과 중소기업간의 협력지원 등 중소기업 지원에 관한 전반적 사항을 주요 임무로 하고 있다.

3) 지방정부

지방정부가 해당지역의 중소기업 육성계획을 수립하고, 중소기업진흥공단 등과 함께 개별중소기업을 지원하고 있다. 이 자금은 지방정부별로 차이가 있는데 일반적으로 자동화, 정보화, 창업조성, 기술개발 사업전환, 지역특화산업, 소기업육성, 대기

업 계열화 추진 등 구조조정사업 추진업체에 지원되고 있다.

4) 중소기업진흥공단

중소기업진흥공단에서는 중소기업구조개선을 위해 자동화, 정보화, 기술개발사업화에 소요되는 자금을 지원하고 있다. 또한 동종 또는 관련업종 및 관련기술을 영위하는 중소기업이 공동으로 입지문제를 해결하고, 생산시설, 공해방지시설, 시험검사시설 및 창고를 공동으로 설치·운영하는 등 자본, 경영 및 기술협조를 이루어 원가절감, 품질 및 생산성 향상을 도모하여 경쟁력을 배양할 수 있도록 협동화 사업을 지원하고 있다. 이 이외에 정보화 사업, 입지 지원사업 등을 시행하고 있다.

5) 중소기업협동조합중앙회

중소기업협동조합중앙회는 중소기업자의 상호부조 정신과 정부의 중소기업육성시책을 바탕으로 기금을 조성하여 중소기업의 도산방지와 안정적 경영활동을 도모하고자 하는 중소기업공제 사업기금을 운용하고 있다. 이 기금은 중소기업 도산방지공제금 대출 및 중소기업 공동구매 및 판매사업자금지원에 사용된다.

6) 기타 지원기관

환경관리공단은 중소기업 오염방지시설, 환경기술산업의 육성, 및 환경기술 연구·개발을 위한 자금을 지원하고, 한국산업안전공단은 산업재해예방과 쾌적한 작업환경을 조성하기 위해 산업재해시설을 설치하는 경우에 소요되는 산업재해예방자금을 지원하고 있다. 에너지관리공단은 집단에너지공급사업, 절약시설 설치사업, 대체에너지 이용 촉진사업, 그리고 공급배관 건설사업 등 에너지 이용 합리화 기금을 지원하고 있다.

이 이외에도 한국무역협회의 해외시장개척기금, 노동부의 장애인 고용촉진기금, 한국자원재생공사의 재활용산업육성자금, 정보통신부 정보화촉진기금 등이 지원되고 있다.

(4) 내부자금조달원천

중소기업의 부채자본조달은 외부금융기관과 정부관련기관에만 의존하기 보다 기업 스스로 자금을 창출할 능력을 갖고 있어야 한다.

1) 팩토링

중소기업은 매출채권을 팩터(factor)에게 매각하므로써 자금을 창출할 수 있다. 팩토링회사는 매출채권 회수위험을 고려해야 하기 때문에 고객의 신용을 조사한 뒤 신용상태가 양호할 경우에만 승인한다. 또한 팩터는 고객의 신용상태와 재무적 지위, 중소기업의 신용정책, 산업특성 등에 기초하여 매출채권 액면가치의 60~95%까지를 지급해 준다.

팩토링은 급속히 성장하는 기업, 특히 은행차입이 어려운 창업기업에 이상적인 내부 자금조달원천이 될 수 있다. 다만 팩토링은 값비싼 자금조달방법이기 때문에 이 자금을 사용하기에 앞서 적절한 매출채권 관리가 선행되어야만 한다.

2) 리스

오늘날 중소기업은 사무실과 전화로부터 컴퓨터와 중장비에 이르기까지 리스를 이용할 수 있다. 값비싼 자산에 자금이 장기간 고정되는 것을 피하면서 이용할 수 있는 리스는 감가상각이 필요한 자산에 투자하지 않는 것이다. 또한 청약금이 필요 없고, 비용이 장기간에 걸쳐 분산되므로 기업의 현금흐름을 개선시킬 수 있다.

3) 크레디트 카드

어느곳에서도 자금조달 원천을 찾지 못할 경우 크레디트 카드를 이용하여 자금을 조달할 수 있다. 물론 이자는 비싸지만 다른 대안이 없을 경우 생각해 볼 수 있다.

IV. 모험기업의 성장단계별 재무전략

1. 모험기업의 자금조달결정 특성

기업재무이론을 연구하는 경우 CAPM, 베타와 같은 현대재무이론 대부분의 신뢰성과 적합성에 대해 의문을 제기하고 있다.(Nichols, 1993) 예를 들면 주식 변동성 척도인 베타의 타당성에 대한 회의, 비선형 동태이론과 카오스이론에 의한 새로운 재무패러다임 모색, 투자자들이 항상 합리적이지 않으며, 경영자의 시장중심적 관점이 기업의 쇠퇴를 초래한다는 것을 주장하면서 과학적 방법을 회피하고 있다. 이와 같은 효율적 시장가설, 포트폴리오이론, CAPM 등 3가지 개념은 금융시장이 가치극대화를 추구하는 기업과 어떻게 관련되어 있는지에 대해 심대한 영향을 미쳐왔다. 이처럼 현대재무이론은 논리정연한 이론임에도 불구하고 세계경제에 어떠한 단순한 해답도 존재하지 않는다는 것을 상징적으로 보여주고 있다.

그럼에도 불구하고 기업가의 핵심과제는 재무이론의 한계, 기업재무분야에서의 차이, 그리고 이들이 의미하는 바를 이해하기 위한 지식을 획득하는 것이다. 이를 위해 (1) 현금 흐름과 현금, (2) 시간과 시기, (3) 자본시장, (4) 자본조달전략, (5) 방향영향, (6) 위험/보상 관계, (7) 가치평가방법, (8) 전통적 재무비율, 그리고 (9) 목표 등의 개념을 고려할 필요가 있다.

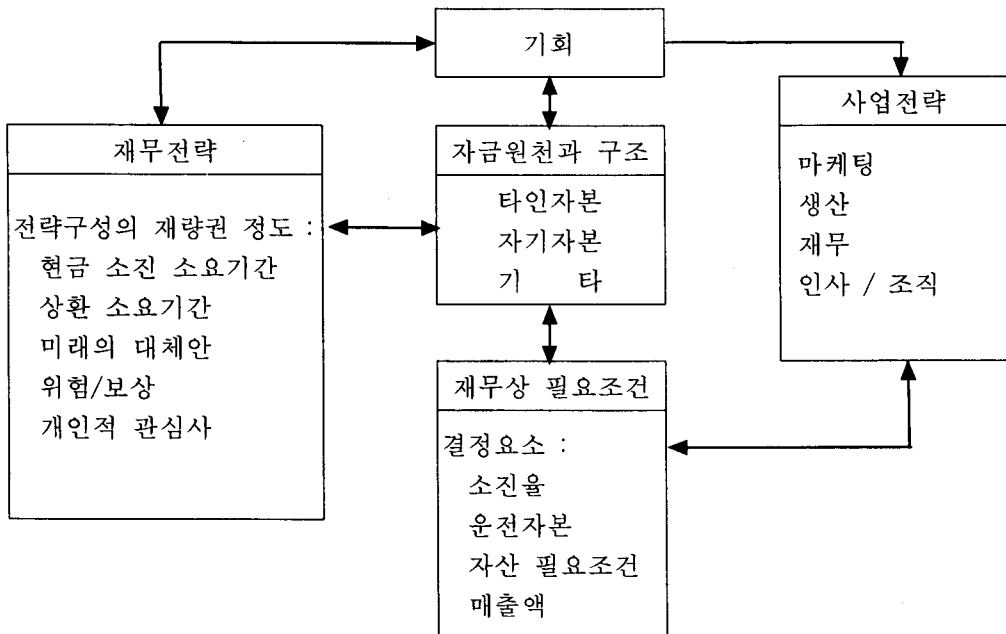
한편 아무리 성공 가능성이 높은 모험사업이라 할지라도 사업의 성공과 생존여부를 좌우하는 결정적인 과제는 자금조달전략을 개발하고, 어떤 대체안이 있는지를 탐

색하며, 소요자금을 획득하는 것이다. 그럼에도 불구하고 (1) 보다 많은 현금이 보다 적은 현금보다 선호되고, (2) 보다 빠른 현금이 보다 늦은 현금보다 선호되며, 그리고 (3) 보다 작은 위험을 갖는 현금이 보다 많은 위험을 갖는 현금보다 선호된다는 지극히 단순한 기업가의 3가지 핵심적 재무원칙이 소홀히 다루어지고 있는 것이 일반적이다. 더욱이 재무분석은 기업규모와 관계없이 기업가에게는 힘겨운 과제이며, 다양한 재무의사결정에 익숙한 경영팀조차도 경영전략과 재무적 의사결정을 기업의 도전과 선택에 연결시키는데 숙달되어 있지 못하다.

그렇다면 모험사업에 소요되는 자금 규모는 어느 정도이며, 언제 필요한가? 얼마 동안이나 사용되어야 하며, 어디에서 누구로부터 조달할 수 있는가? 그리고 자금조달 과정은 어떻게 관리되어야 하는가 등이 기업가가 기업의 성장 단계별로 직면하는 핵심과제이다.

일반적으로 모험기업의 재무전략구조는 (그림 1)과 같다. 이에 따르면 기회는 사업전략을 도출하고, 이에 기초하여 재무필요조건, 자금원천과 구조, 그리고 재무전략이 유도됨을 알 수 있다. 시장기회와 이를 포착하는 전략이 구성되면 기업가들은 창업, 운영, 설비확장, R&D 등에 소요되는 자금을 검토해야 한다.

(그림 1) 모험기업의 재무전략구조



자본구조에 기초하고 있는 각각의 자금조달 전략은 미래 자금조달 옵션에 영향을 미친다. 이와 마찬가지로 각 자금조달 원천은 재무전략과 소요자금 분석에 의미를 갖는 특별 요건과 비용을 명시적 또는 묵시적으로 수반하고 있다. 따라서 기업가들은 가능한 자금조달 원천별로 있을 수 있는 가혹한 상황을 인식하고, 사업타당성

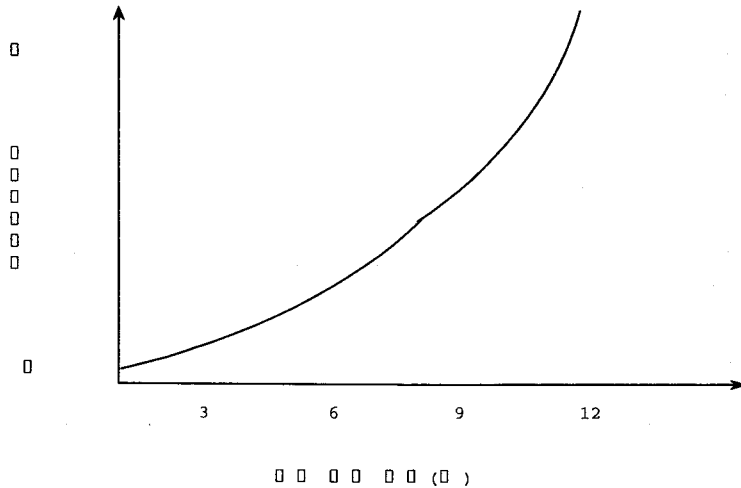
을 평가한뒤 선택해야 하며 협약을 도출해야만 한다. 이런 과정을 거쳐야만 경영자는 소요자금을 적절한 시기에 적절한 조건으로 조달할 수 있는 원천을 탐색할 수 있다.

모험사업과 관련된 외부 소요자금을 결정하는데 있어서 핵심적인 개념은 자유현금흐름(free cash flow)이다. 기업 또는 프로젝트를 통해 창출되는 자유현금흐름은 투자에 따른 이익, 창출되는 이익, 그리고 주어진 매출액과 순이익을 달성하기 위해 소요되는 운전자본과 기계·설비 등에 대한 투자액을 설명하는 개념이다.

$$\begin{aligned} \text{자유현금흐름} &= \text{영업이익} - \text{법인세} + \text{비현금지출비용} - \text{운전자본 증가분} - \text{자본적 지출} \\ &\quad (\text{단, 운전자본 증가분} = \text{거래현금잔고} + \text{매출채권} + \text{재고자산} + \text{기타유동자산} \\ &\quad \quad - \text{매입채무} - \text{미지급세금} - \text{기타유동부채}) \end{aligned}$$

한편 (그림 2)에서 볼 수 있는 것처럼 현금고갈에 이르는 시간이 멀수록 기업가는 다양한 지분자본과 부채자본 원천에 대한 교섭력이 증가함을 알 수 있다. 일반적으로 1년 이상의 여유를 갖고 있는 기업가의 경우 상환조건, 가격, 그리고 기타 계약 조항 등을 아주 유리하게 마무리지을 수 있다. 이것은 자금이 필요하지 않을 때 조달하는 것이 이상적임을 의미한다.

(그림 2) 현금고갈 소요시간과 기업가의 상대적협상력



2. 성장단계별 자금원천 선택 구조

자금조달이 필요한 경우 수 많은 요인들이 다양한 자금조달 유형의 이용 가능성과 적합성 그리고 자본비용에 영향을 미친다. 즉 지금까지의 성취와 업적, 투자자의 위험인식, 산업과 기술, 모험사업의 성장 잠재력과 예상되는 철수 시기, 모험사업의 예상성장율, 모험사업의 나이와 발전단계, 투자자의 필요요구수익률 또는 내부수익률, 소요자본 규모를 고려해야한다. 또한 모험사업에 대한 사전 평가, 성장·통제·유동성 그리고 수확에 관한 창업자의 목표, 상대적 협상지위, 투자자의 요구조건과 계약조항, 그리고 사업기회와 경영팀에 대한 투자자나 채권자의 관점 등이 이들을 결정하는 요인들이다.

자금조달원천을 식별하기위해 유용한 방법은 기업의 재무수명주기라고 불리우는 것을 고려하는 것이다. Wetzel(1979)는 매출액으로 구분되는 상이한 단계별로 이용가능한 자본 유형과 비용을 나타내고 있다.²⁾ 각각의 자본원천들은 투자하고자 하는 금액 규모, 기업의 수명주기와 관련하여 투자하고자 하는 시기, 그리고 추구하고자 하는 기대수익률이나 자본비용이 각기 다르다. 또한 이용가능한 자본원천들은 상이한 단계와 성장률별로 기업에 따라 크게 변화하며, 국가별로도 차이가 있다.

기업의 자본구조는 자기자본과 타인자본으로 구성되어있다. 먼저 창업자본의 근간을 이루는 지분자본 원천의 대부분은 기업이 성장 초기 단계를 지나면서 이용가능해 진다. 다만 창업 초기단계에서 이용가능한 자금원천들 가운데 개인저축/친구와 에인젤 등을 통한 자금조달은 기업성장과 더불어 그 역할이 축소된다. 특히 창업지분자본의 과도한 희석없이 성장을 위해 건전한 재무적 바탕을 갖고 있을 경우 추가 지분자본과 부채자본을 획득할 필요가 있다.

통상 단기부채는 운전자본으로 사용되고 매출액에서 상환되며, 장기 부채는 운전자본은 물론 담보가치가 있는 자산이나 장비 매입을 위해 사용된다. 그리고 자기자본은 은행에서 차입할 수 없는 부분 총당, 경영권 유지, 그리고 대부금 지급 불능 위험 감소를 위해 사용된다. 그러나 이제 막 시작하는 모험기업은 자기자본이나 모험자본과 같이 모든 은행부채에 대해 후순위 장기부채를 상당한 쿠션을 갖고 있지 않고는 장·단기 부채를 조달하기가 매우 어렵다. 즉 단기부채 상환에 필요한 매출액, 이익, 현금을 창출할 능력을 입증하기 어렵고, 더 나아가 수년간에 걸쳐 수익성있는 경영을 유지할 능력과 장기부채 상환능력이 상대적으로 취약할 뿐만 아니라 담보를 통한 은행차입에도 한계가 있다.

일반적으로 은행은 창업기업들에게 부채 대 자기자본 비율 한도까지만 대출을

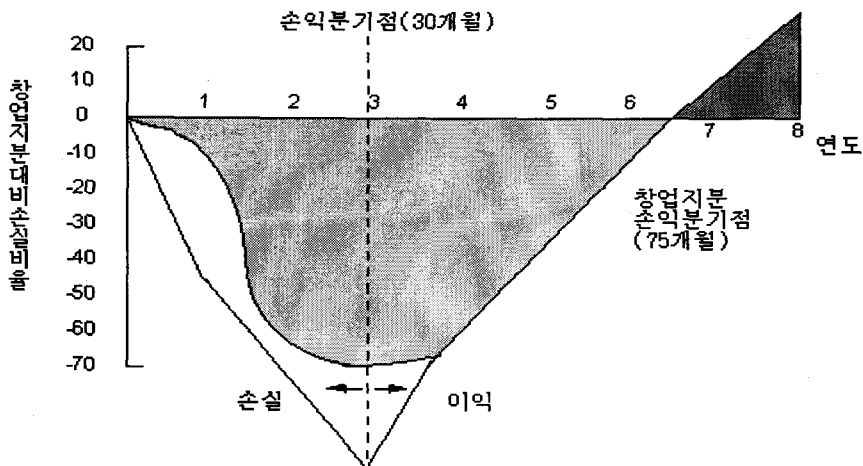
2) 기업의 상승잠재력에 의거 고도성장기업(high-potential firm), 기본기업(foundation firm), 그리고 안정적 라이프스타일기업(lifestyle firm)별로 이용가능 자금원천에 차이가 있음을 보여주고 있다. 즉 매출액이 2천만불 이상이면서 급속히 성장하는 고도성장기업은 기업공개를 비롯하여 가장 폭넓은 자금 조달 원천을 갖고 있으나, 기본기업은 선택여지가 제한되고, 라이프스타일 기업은 창업자 개인의 저축과 적립가능한 담보가능 자산으로 국한된다고 보았다.

허용한다. 즉 대개의 창업기업들은 후순위 부채와 동일한 운전자본 목적의 부채를 차입할 수 있다. 창업기업은 또한 중소기업지원기관, 제조업자와 공급업자는 물론 리스를 통해서도 차입할 수 있다.

일시적 사용을 위해 자금을 조달하고자 하는 기존기업은 부채와 자기자본 획득이 훨씬 용이하다. 은행, 전문 투자자, 그리고 리스회사나 금융회사와 같은 자금원천들은 양호한 투자 전망 뿐만 아니라 장·단기 보증채무에 대해 중요한 고객으로서 기존 기업들을 탐색하고 있다. 더욱이 기존기업과 확장기업은 개인적 또는 제도적 원천으로부터 자기자본을 조달하기가 더욱 쉬울 뿐만 아니라 차입조건도 창업기업보다 유리하다.

창업단계의 중소기업들은 고객과 수익흐름을 갖고 있는 기존기업들과 비교하여 “재무지옥(financial hell)”을 겪고 있는 것이 일반적이다. 왜냐하면 새로운 기업들은 창업 초기에 막대한 자금을 필요로 하지만 지분자본은 물론 다양한 부채를 조달할 만한 처지가 못된다. 더욱 상황을 어렵게 하는 것은 성장이 빠를수록 현금수요가 더욱 높아진다는 점이다. 특히 (그림 3)에서 볼 수 있는 것처럼 현금유입이 현금유출을 능가하기까지 상당히 오랜기간동안 현금이 유출되고 있다.³⁾ 이러한 현금흐름 특성이 모험기업이 직면하는 자금조달과제의 핵심적 측면이 되는 것을 알 수 있다.

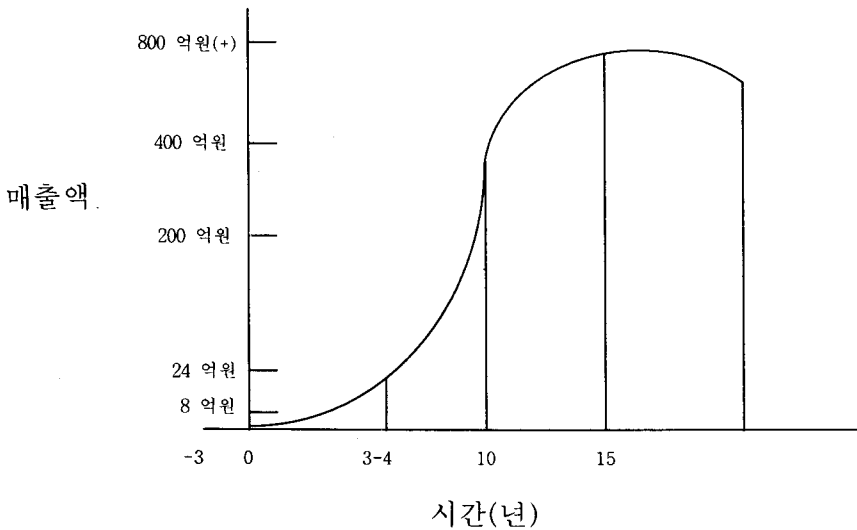
(그림 3) 중소형 모험기업의 초기 손실



3) 1972년 부터 1982년까지 다양한 수명단계에 있는 157개 미국 기업들의 누적현금 흐름을 나타낸 것으로서 영업손익분기점에 이르는데 30개월이 소요되었고, 초기 투자자본을 회수하는데는 평균적으로 75개월이 소요되었다.

한편 Timmons(1994)는 (그림 4)과 같이 새로운 모험기업의 라이프 사이클을 매출액과 관련하여 보여주고 있다. 다만 이와 같은 유연한 S-형 수명주기모형은 현실세계에서 매우 드문 경우이다. 실제로는 많은 부침을 갖는 울퉁불퉁하고 들쭉날쭉한 선으로 나타난다. 즉 위기와 철수를 수반하는 급속한 성장기간을 경험하고 있다. 특히 새로운 모험기업들은 변천과정을 거치면서 반드시 각 단계마다 상이한 이슈에 직면하게 된다.(Greiner, 1972; Woodward, 1981) 또한 기업가들이 자금을 조달하는 방식은 그 기업의 경영목표를 달성하기위해 추구하는 방식을 결정하게 된다.(Eileen, 1988) 이에 기초하여 기업의 라이프사이클별 자금조달 행태를 다음과 같이 연계시킬 수 있다.

(그림 4) 모험기업의 수명주기별 매출액 추세



3. 기업성장단계별 자금유형 선택전략

(1) 창업단계

창업단계는 다수인이 창의력을 바탕으로 공통의 목표를 달성하기위해 결속하여 탄생하는 단계이다. 이 단계는 통상 창업초 2~3년, 많게는 7년 동안으로서 직접적이고, 헌신적인 추진력, 정력, 기업가적 재능을 특징으로 한다.

이 단계는 창업에 소요되는 자금이 조달되어야 하지만 창업자의 자금동원 능력에 한계가 있다. 또한 사업성패 여부에 대한 불확실성 때문에 현금흐름 추정에 위험이 따르고, 그 결과 자금조달에 어려움을 겪는 단계이다. 규모의 경제나 학습곡선에 따른 이득이 거의 존재하지 않고 기업에 대한 명성도 존재하

지 않는다. 그리고 이 단계에서는 시장반응이 피드백되고, 손익분기점에 이르기 전 자금고갈이 발생하기도 한다. 더욱이 하나 또는 소수의 제품·시장·사람에 집중되어 있어 환경변화에 따른 위험도 상대적으로 크다. 다만 기존 매출액에 미치는 영향과 상관없이 기술혁신을 할 수 있다는 이점을 갖고 있다.

창업단계에서 직면하는 제약조건을 성공적으로 통과하면서 창업기업은 종업원, 시장과 재무적 결과, 그리고 경쟁 탄력(competitive resiliency)이란 증대한 부분이 확립되고, 투자자, 은행, 그리고 고객신뢰가 획득된다. 매출액 수준은 업종과 규모에 따라 달라지지만 일반적으로 20억원대에 이르게 된다.

창업단계에서는 개인저축/친구와 친척, 에인젤, 모험자본기업 등의 지분자본원천이 가장 이용가능한 자금원천이고, 이에 반해 부채자본원천들은 대부분 이용할 수 없는 현금흐름 유형을 갖고 있다. 다만, 상업은행, 거래신용, 상업금융회사, 통상산업부·중소기업청·중소기업진흥공단 등의 중소기업지원 정책기관들이 특별한 정책목적의 기초로하여 이용 가능한 부채자본원천들이다.

(2) 성장단계

일반적으로 신기술이나 신제품에 대한 시장진입이 확인되는 성장단계에 이르게 되면 매출액은 400억원까지 증가하게 된다. 초기성장단계에서는 지속적 경쟁우위 확보를 위한 설비확장과 지속적 기술개발 활동 등이 필요하고, 이와 같은 경영활동은 창업단계와 유사한 수준의 막대한 자금을 필요로 한다. 이 단계에서 창업자 또는 외부 영입 경영자는 조직의 목표와 관리방향을 적극적으로 제시하고 설정하는 등 강력한 리더십을 통해 성장한다. 특히 권한과 의무체계, 직무할당, 부문화, 그리고 조직구조의 체계화가 이루어지므로서 구성원들은 조직의 성공과 사명에 몰입하게 된다. 그러나 아직 자본축적이 미약하여 재무구조가 부실하고 은행대출에 어려움이 따라 자금조달이 쉽지 않은 것이 일반적이다.

그러나 고속성장기에 이르면 매출액과 이익의 증대가 눈에 띄게 증가하게 되고, 자본축적과 담보력을 갖추게 되어 은행대출이 용이해지므로 다양한 형태의 위험자본은 물론 부채자본도 활용할 수 있게 된다. 더욱이 기업확장, 신제품 개발, 신시장 개척을 위해 필요한 자본을 소요자본 규모, 자본비용, 소유구조 등을 고려하여 자본원천을 선택할 수 있다.

이와 같은 성장단계에 있는 기업이 활용할 수 있는 자본원천은 개인저축, 에인젤, 동업자, 모험자본기업 등의 지분자본과 상업은행, 거래신용, 리스, 그리고 크레디트카드와 같은 부채자본이 가장 이용 가능한 원천이다. 또한 기업공개 성공 가능성이 존재하는 등 대부분의 자금조달원천이 이 단계에서 이용 가능하다고 볼 수 있다.

(3) 성숙단계

성장단계로 부터 400억~800억원 이상의 매출액을 달성하게 되는 성숙단계의 기업은 생존의 문제 보다는 지속적이고 수익성 있는 성장이 관심사로 등장하고, 사회적 책임 또한 중요한 과제로 등장한다. 일반적으로 성숙단계에 들어서면 성장이 둔화되고, 신제품, 서비스, 그리고 시장은 점점 소진된다. 또한 성장기에 이루어진 내부통제시스템의 증가는 조직을 관료조직화하고, 그 결과 경영환경 변화에 탄력적으로 대응하지 못하므로서 혁신을 수행할 수 없게 된다. 또한 조직규모의 대규모화는 공식적인 프로그램에 의한 효율적 운영에 한계가 존재함을 보여주게 된다.

이 단계에서 성장지향형 기업의 경우에는 새로운 산업에 진출을 시도하게 된다. 이 경우 변화하는 시장수요에 대응하는 전략을 수립해야만 하고, 산업수명주기가 전략적으로 중요한 의미를 갖게 된다. 다만 창업과 성장단계에 참여했던 위험자본 투자자들은 기존의 투자자금을 회수하려한다.

성숙단계에 이른 기업은 기업공개 성공 가능성이 높고, 가장 폭넓은 자금조달원천을 갖고 있다. 예를 들면 기업공개, 해외증권시장, 각종 잉여금 등의 지분자본원천과 상업은행, 자산기초대부자, 거래신용, 장비공급업자, 상업금융회사, 회사채, 사모, 팩토링, 리스 등의 부채자본원천을 이용하기가 매우 용이한 단계이다. 따라서 경영자는 다양한 자금조달원천 가운데서 선택적으로 자금을 조달할 수 있는 상대적 협상력을 행사할 수 있는 단계이다.

(4) 안정단계

이 단계에서 기업의 주력 제품은 성숙한 시장에서 치열한 경쟁과 낮은 마진을 경험하게 되고, 소비자의 수요변화를 충족시키지 못하고 있어 매출액은 800억원대에서 안정 내지 감소하기 시작한다. 재고자산의 증가로 인해 생산과 마케팅 활동규모의 감축이, 그리고 재고자산 감축이 주요 관심사가 된다. 이와 함께 인적자원의 재배치, 판매촉진비 절감과 가격위주의 경쟁이 이루어진다. 다만 고품질과 적정가격, 지속적 원가절감 등으로 현금생성이 가능치 못할 경우 제품철수계획이 등장하게 된다.

더욱이 새로운 시장과 신제품으로 이전할 수 있는 형편도 못되고, 전통이 모든 것을 지배하여 새로운 사람과 아이디어는 항상 벽에 부딪힌다. 특히 새로운 아이디어와 제품을 가진 경쟁자들이 등장하면 기업은 소극적 방어에 머물게 된다. 이 경우 조직은 경영혁신을 도모하기위해 경영진을 교체하든지 합병을 시도하게 된다.

이와 같은 안정단계에서는 기업공개, LBO, MBO와 같은 방식을 통한 지분자본의 회수가 가장 보편적으로 나타나는 단계이며, 성숙단계의 기업과 유사한 대부분의 부채자본원천을 이용할 수 있다.

그러나 성숙·안정단계에 이른 뒤 혁신과 내부적 합리성을 통한 재할에 실패할 경우 사멸의 과정을 경험하게 된다. 즉 더 이상 생존할 수 있는 존립의

근거가 없으면 사멸할 수 밖에 없다. 즉 부채상환 능력의 상실, 과도한 재고 자산과 부실채권에 의한 자본회수 불능, 이로 인한 수익성의 격감, 그리고 구성원간의 갈등과 조직이탈 등이 나타난다. 이와 같은 현상은 창업단계시 겪는 자금조달상의 어려움을 초래하고 결국 청산절차를 거쳐 사멸하게 된다.

(표 2) 기업의 라이프사이클 단계별 자금조달원천의 행렬

자금조달원천		창업	성장	성숙	안정(퇴출)
지 분 자 본	개인저축/친구와 친척	매우 가능	매우 가능	가능	불가능
	에인절	매우 가능	매우 가능	가능	불가능
	동업자	가능	매우 가능	가능	불가능
	기업	불가능	가능	가능	매우 가능
	모험자본기업	매우 가능	매우 가능	가능	불가능
	기업공개	불가능	불가능/가능	매우 가능	매우 가능
	해외증권시장	불가능	불가능/가능	매우 가능	불가능
	내부원천(각종 잉여금)	불가능	가능	매우 가능	불가능
부 채 자 본	상업은행	가능	매우 가능	매우 가능	매우 가능
	자산기초대부자	불가능	가능	매우 가능	가능
	거래신용	가능	매우 가능	매우 가능	가능
	장비공급업자	불가능	가능	매우 가능	매우 가능
	상업금융회사	가능	가능	매우 가능	가능
	보험회사	불가능	가능	가능	매우 가능
	회사채	불가능	가능	매우 가능	가능
	사모	불가능	(매우) 가능	매우 가능	가능
	기타 비은행금융기관(연금기금)	불가능	가능	가능	가능
	중소기업지원 정책기관				
	통상산업부	가능	매우 가능	가능	불가능
	중소기업청	가능	매우 가능	가능	불가능
	지방정부	불가능	불가능/가능	가능	가능
	중소기업진흥공단	가능	매우 가능	가능	불가능
	중소기업협동조합중앙회	가능	(매우) 가능	매우 가능	매우 가능
	기타 지원기관	가능	(매우) 가능	가능	가능
	내부원천				
팩토링	불가능	매우 가능	매우 가능	가능	
리스	가능	매우 가능	매우 가능	가능	
크레디트카드	가능	매우 가능	매우 가능	매우 가능	

(표-2)는 기업의 라이프사이클별 경영특성과 자본원천별 특성에 기초한 자금조달원천 행렬표이다. 그러나 투자자 또는 대부자들의 정확한 실제 재무의사결

정행위는 주어진 범위에 속하는 개별투자자간에는 물론 시장 여건, 그리고 국가별로도 변화가 나타난다. 따라서 실제적 자금 원천을 식별하고 자금조달 전략을 개발하는 것은 어떤 유형의 투자자들이 투자대상을 찾고 있는지를 파악하고 있느냐에 달려 있다.

V. 결론

본 논문은 신제품의 사업화와 관련한 모험기업의 라이프 싸이클 단계별 재무전략, 특히 자금조달 전략에 관해 연구하였다. 일반적으로 자본조달원천의 탐색은 자본비용, 재무위험, 소유권과 경영통제, 자본조달기간과 시기, 그리고 기업성장 등을 고려하여 결정한다. 본 연구는 기업성장, 즉 라이프 싸이클 단계를 고려한 자본조달원천의 특성을 분석하고, 모험기업의 재무전략구조를 구성하였다. 이 재무전략구조에 기초하여 모험기업의 성장단계별 자금조달전략에 관해 다음과 같은 결론을 도출하였다.

1. 기업성장단계별 자금조달원천에 성장초기단계에는 주식과 회사채, 성숙단계에는 유보이익, 안정단계에는 감가상각이 주요 자금조달원천이 된다. 특히 대기업의 경우 감가상각과 내부유보와 같이 기업내부에서 형성된 자금원천인 내부금융을 선호한다. 더욱이 정보의 비대칭이 존재하는 경우 기존 주주의 부를 극대화하기 위해 내부금융 또는 부채를 사용하는 것이 유리하다.

2. 또한 기업의 현금흐름에 영향을 미치는 라이프싸이클도 자금조달원천 선택에서 중요한 역할을 담당한다. 본 연구는 기업의 라이프싸이클을 창업, 성장, 성숙, 안정/퇴출단계 등 4단계로 구분하고, 각 단계별 재무특성과 자금원천의 특성을 고려하여 라이프싸이클 단계별 자금조달원천 행렬을 제시하였다.

3. 자금조달원천 행렬에 따르면 모험기업은 라이프싸이클 단계별로 개인저축, 에인젤, 모험자본, 동업자, 기업공개, 그리고 잉여금 등의 지분자본원천과 회사채, 거래신용, 자산기초금융, 은행이나 보험회사 차입, 그리고 정책지원자금 등 부채자본원천을 중첩하여 자본조달원천으로 사용할 수 있다.

한편 중소기업이 가장 어려움을 겪는 라이프싸이클 단계가 무엇이며, 각 단계별로 자금조달행태에 차이가 있는지, 그리고 각 단계별로 균형된 자금공급구조를 갖고 있으며 새로운 금융상품 개발여지에 대한 연구가 있어야 할 것이다.

참 고 문 헌

<국내문헌>

- 조담, 「재무관리」(서울: 무역경영사, 1992), p. 436.
지청, 장하성, 「재무관리」(서울: 법경사, 1995), pp. 686~687.

<외국문헌>

- Adizes, Ichak, "Organizational Passages: Diagnosing and Treating Life Cycle Problems of Organization," *Organizational Dynamics*(Summer, 1979), pp.2~25.
- Barnea, A., R. Haugen, and L. Senbet, "Market Imperfections, Agency Problems, and Capital Structure: A Review," *Financial Management*(Summer 1981), pp.7~22.
- Bollinger, L., Hope, K. and Utterback, J. M., "Review of Literature and Hypotheses on New Technology-based Firms", *Research Policy*, Vol. 12, 1983, pp. 1~14.
- Chandler, A., *Strategy and Structure: Chapters in the History of the American Industrial Enterprise*(Cambridge, MA: MIT Press, 1962)
- Churchill Neil C. and Virginia L. Lewis, "The Five Stages of Small Business Growth," *Harvard Business Review*(April-June 1985)
- Cooper, A. C., "Strategic Management; New Venture and Small Business", *Long Range Planning*, Vol. 14, No. 5, 1981, pp. 39~41.
- Donaldson, D., *Corporate Debt Capacity: A Study of Corporate Debt Policy and the Determination of Corporate Debt Capacity*(Division of Research, Harvard Graduate School of Business Administration, 1961).
- _____, *Strategy for Financial Mobility*(Richard D. Irwin, 1971).
- Eileen David, "Dodging the Bullet" , *Venture*(December 1988), pp. 77, 79.
- Fenner, Elizabeth, "How to Raise the Cash You Need" , *Money Guide*(Summer 1991), p. 45.
- George, William W., "Task Teams for Rapid Growth," *Harvard Business Review*(March-April 1977).
- Greiner, L., "Evolution & Revolution as Organizations Grow", *Harvard Business Review*, 50(July-August 1972), pp. 37~46.
- Kotite, Erika, "Capital Quest" , *Entrepreneur*(October 1993), pp. 103~108.
- Kroeger, Carroll V., "Management Development and the Small Firm," *California Management Review* 17(Fall 1974), pp. 41~47.
- Lippitt, G. L. and W. H. Schmidt, "Crises in a Developing Organization", *Harvard*

- Business Review*, Vol. 45, 1967, pp. 102~112.
- Mayers, D. and C. W. Smith, "The Interdependence of Individual Portfolio Decisions and the Demand for Insurance," *Journal of Political Economy*(April 1983), pp. 304~311
- McGuire, Joseph W., *Factors Affecting the Growth at Manufacturing Firms*(Seattle: Bureau of Business Research, University of Washington, 1963)
- Miller, Danny and Peter H. Friesen, "A Longitudinal Study of the Corporate Life Cycle", *Management Science*, 30(1984), pp. 1161~1183.
- Mintzberg, Henry, *The Structuring of Organizations*(Englewood Cliffs, NJ: Prentice-Hall, 1979)
- Myers, S. C. and N. S. Majluf, "Corporate Financing and Investment Decisions When Firms Have Information that Investors Do Not Have," *Journal of Financial Economics*(June 1984), pp. 187~222.
- _____, "The Capital Structure Puzzle," *Journal of Finance*(July 1984), pp. 575~592.
- Nichols, Nancy A., "In Question : Efficient? Chaotic? What's the New Finance?" *Harvard Business Review*(March-April 1993), p. 50
- Owens, Thomas "Getting Financing in 1990", *Small Business Report*(June,1990), p. 65.
- Pettit, R. R. and Singer, R. F., "Small Business Finance: A Research Agenda", *Financial Management*(Autumn 1985), pp. 47~60.
- Pettit, R. and J. McConnell, "The Impact of Usury Laws on the Effectiveness and Efficiency of the Operation of Small Business," in P. M. Horvitz and R. R. Pettit, eds., *Problems in Financing Small Business*(Greenwich, CT; JAI Press, 1984), pp. 129~172)
- Quinn, Robert and Kim Cameron, "Organizational Life Cycle and Some Shifting Criteria of Effectiveness: Some Preliminary Evidence," *Management Science*, Vol. 29(1983), pp. 33~51.
- Rostow, W. W., *The Stages of Economic Growth*(Cambridge, England: Cambridge University Press, 1960)
- Sapienza, Harry J., "Comets and Duds: Characteristics Distinguishing High and Low Performing High Potential Ventures," in *Frontiers of Entrepreneurial Research*, 1991, p. 124.
- Scarborough, Norman M. and Thomas W. Zimmerer, *Effective Small Business Management*(N.J.: Prentice-Hall, 1996), p. 498.
- Smith, C. W. Jr. and J. B. Warner, "On Financial Contracting: An Analysis of

- Bond Covenants," *Journal of Financial Economics*(June 1979), pp. 117~161.
- Steinmetz, Lawrence L., "Critical Stages of Small Business Growth When They Occur and How to Survive Them," *Business Horizons* (February 1969), p. 29.
- Timmons, Jeffrey A. , *New Venture Creation*(Irwin, 1994), pp. 210~211.
- Walmsley, Julian, *The New Financial Instruments*(Wiley, 1988), pp. 57~59.
- Wetzel, William H. Jr., "The Cost of Availability of Credit and Risk Capital in New England," in *A Region's Struggling Savior : Small Business in New England*, ed. J. A. Timmons and D.E. Gumpert (Waltham, MA : Small Business Foundation of America, 1979), p. 175.
- Woodward, H. N., "Management Strategies for Small Companies," in *Trial and Rewards of the Entrepreneur*(Boston: Harvard Business Review, 1981), pp. 57~66.