

# 불완전계약 이론에 기반한 중소기업 정책금융의 새로운 역할

-중소기업진흥공단의 역할과 기능 재고찰을 중심으로-\*

강형구 (한양대학교)

빈기범 (명지대학교)

한병석 (한양대학교)\*\*

## < 요약 >

본 연구에서는 불완전계약이론(incomplete contract)을 국내 정책금융에 관한 논의에 최초로 적용하였다. 그간 중소기업에 대한 정부의 재정자원을 활용한 정책자금 지원의 필요성에 관한 연구는 많이 있었다. 그러나 그 불완전 계약의 문제를 어떻게 해소할 것인지에 대한 연구는 상당히 부족했다. 따라서 정책자금 공급이라는 본연의 목적을 충실히 달성하면서 기존 연구의 한계를 보완할 수 있는 대안을 검토하는 것은 학문적, 정책적으로 매우 큰 의의를 갖는다. 본 연구에서는 이러한 목적을 달성하기 위해 불완전계약이론을 바탕으로 중소기업 정책자금 제도 개선에 관한 정책적 시사점을 도출하고자 하였다.

구체적으로는 불완전계약에 기반한 새로운 정책금융 계약의 도입을 위해 정책자금 공급자(집행기관)가 가질 수 있는 법률에 근거한 권한 설정과 이의 행사를 위한 전문성 확보 관점에서 개선방안을 제시한다.

이상의 논의를 통해 본고는 정책적, 학술적으로 다음과 같은 기여를 하였다: (i) 먼저 중소기업과 정책금융에서 발생하는 불완전계약의 문제 해결을 위한 제도 개선 사항을 검토하여 정책자금의 공급을 적극적으로 확대할 수 있는 이론적 근거를 제시하였다. (ii) 이 과정에서 정책자금과 정책금융기관이라는 이분법적 접근방식이 더 이상 유효하지 않음을 논증하였다. (iii) 자금공급자의 권한 행사에 따른 지배구조 관련 시장의 활성화를 통해 국내 자본시장의 발전에 기여할 수 있는 논거를 마련하였다. 한편 본 연구는 정책적 시사점의 제시에 그치지 않고 국내 중소기업 정책자금 공급의 큰 축을 담당하는 중소기업진흥공단의 사례를 예로 들어 실무 적용성을 높일 수 있는 방안을 함께 검토하였다.

핵심 단어 : 불완전계약, 중소기업, 정책금융, 정보비대칭, 중소기업진흥공단

JEL 분류기호 : D8, G28, G38

\* 본 논문은 00 연구비를 지원받아 작성되었습니다.

\*\* 연락담당 저자. 주소: 서울 성동구 왕십리로 222, Email: bhan@hanyang.ac.kr;

Tel: 02-2220-2883

투고일 수정일 게재확정일

# 1. 서론

중소기업은 고용창출, 내수 등의 측면에서 국가경제에 매우 중요한 경제주체이다. 2014년 기준으로 중소기업<sup>1)</sup>은 사업체수로는 전체의 99.9%, 종사자수로는 87.9%의 비중을 차지하고 있다. (중소기업중앙회, 2016) 침체된 경제의 활성화를 위해서라도 중소기업에 대한 투자를 증가시킬 거시경제적, 국가적 필요성은 지대하다. 그러나 현실적으로 중소기업에 대한 투자는 정보비대칭성에 따라 최적의 상황보다 항상 과소투자가 발생하게 된다. (Myers, 1977) 이러한 문제를 해결하고자 정보비대칭성에 따른 시장실패(market failure)를 이론적 근거로 정부 주도의 신용보증, 직접대출, 간접대출, 출자 등의 다양한 중소기업 정책금융제도가 시행 중이다.

중소기업의 중요성에 대한 문제의식은 주요 선진국도 마찬가지이다. 외국에서 정부 주도의 정책금융 체계는 영국의 BBB(British Business Bank), 유럽의 EIB(European Investment Bank), 독일의 KfW(Kreditanstalt für Wiederaufbau), 캐나다 BDC(Business Development Bank of Canada), 일본의 JFC(Japan Finance Corporation) 등의 사례에서도 쉽게 찾아볼 수 있다. 특히 미국 중소기업청(SBA, Small Business Administration)이 시행 중인 SBIC(Small Business Investment Company) 프로그램은 중소기업의 발굴과 육성에 성공적인 것으로 평가받고 있다. (Anson, 2006) 그러나 새롭게 등장한 인터넷 플랫폼을 통한 중소기업금융을 강조하고 있는 주장(Mills and McCarthy, 2015)과 같이 여전히 중소기업 정책금융제도의 개선과 발전을 위한 연구는 계속되고 있다.

한편 시장실패와 관련하여 정책자금의 지원필요성에 대한 대표적인 연구는 Stiglitz and Weiss(1981)를 들 수 있다. 이들은 금융기관이 신용을 배분하는 행위는 정보의 비대칭성에 대한 논리적인 대응임을 밝히고 있다. 그러나 이러한 이론에 근거한 기존의 정책금융수단 역시 한계를 지니고 있다. 중소기업이 정책적 지원에 의존하여 생산성 향상 보다는 생존을 제고에 중점을 두고 있는 경우가 많기 때문이다. (김현, 2008; 장우현, 2016) 이는 정책금융을 통한 정부지원이 오히려 시장과 기업의 효율성 제고에 역행한 결과로 해석할 수 있다. 시장에서 경쟁하는 기업이 도태되거나 구조조정되는 것은 시장실패가 아니라는 점에서 기존 정책금융 제도가 가진 한계점이기도 하다.

학술적으로도 Stiglitz and Weiss(1981)에 근거한 중소기업을 위한 정책금융에 대해서는 이미 많이 연구가 되어 있고 오히려 진부한 느낌도 있다. 정책금융제도에 대한 기존 연구의 한계점으로는 정보의 비대칭성이 있으므로 지원이 필요하다는 논거는 제시하고 있으나 그 필요성의 출발점인 정보의 비대칭성을 어떻게 해소할 것인가에 대해서는 뚜렷한 답을 주고 있지 못하고 있다.

따라서 정책자금 공급이라는 본연의 목적은 충실히 달성하면서 기존 제도의 한계를 보완할 수 있는 대안을 검토하는 것은 학문적, 정책적으로 매우 의미 있는 연구이다. 본고에서는 이러한 목적을 달성하기 위해 “불완전계약이론(incomplete contract theory)”을 바탕으로 중소기업 정책금융 제도 개선에 관한 정책적 시사점을 도출하고자 한다.

---

1) 중소기업은 통상적으로는 종사자가 300인 미만인 사업체를 지칭한다. 하지만, 법적으로는 “중소기업기본법”의 제2조(중소기업자의 범위) 및 동법 시행령 제3조(중소기업의 범위)를 준용하는 경우가 많다. 이에 따르면, 매출액 기준이 있는데 이는 업종마다 400억원 이하, 600억원 이하, 800억원 이하, 1,000억원 이하, 1,500억원 이하 등으로 다르며, 자산총액은 공히 5천억원 이하여야 한다. 나아가, 대기업집단에 속하지 않아 소유와 경영의 독립성이 있어야 한다.

불완전계약이론은 계약에 명시되지 않은 사항에 대한 의사결정권의 주체를 사전에 정해 계약의 비효율성을 최소화할 수 있다고 주장한다 (Hart, 2005) 이러한 개념을 기존의 정책금융 제도에 응용해 보면 정책자금 공급 이후 정책자금 집행기관이 채권자(creditor)로서의 역할을 적극적으로 행사할 수 있는 근거를 마련하여 정보비대칭성 비용을 최소화 할 수 있다는 점에 주목할 필요가 있다. 즉, 정책자금 공여에 대한 계약 시 명시되지 않은 사항에 대한 의사결정권의 주체를 정부(또는 정책금융 집행기관)로 하여 소유권에 대한 통제권한(control of ownership)을 확보한다면, 기업 경영자와의 정보 비대칭에 따른 문제를 완화할 수 있기 때문이다. (Grossman and Hart, 1986) 이러한 개혁은 정책자금 수혜기관의 기업지배 구조에 관한 변화를 수반하고 정책자금 제공 기관의 경영 역량 확충을 요구할 것이다. 결국 불완전계약이론을 활용한 새로운 정책금융 제도는 소유권에 대한 통제권 확보를 통해 정책금융의 공급자(정부) 입장에서는 수혜자인 기업 경영자의 도덕적 해이, 역선택 등과 같은 기존 제도상의 문제를 최소화할 수 있을 것이다.

본고에서 제시하고자 하는 불완전계약이론을 활용한 새로운 정책금융 제도는 다음의 세 가지 측면에서 정책적 시사점을 가진다. (i) 먼저 정책자금의 공급을 적극적으로 확대할 수 있다 즉, 정보비대칭성을 완화할 수 있는 새로운 정책금융의 시행 방법론을 제시함으로써 중소기업에 대한 투자활성화라는 목적을 달성할 수 있다. 정책금융계약에서 채권자 또는 투자자인 정부의 관점에서 볼 때 소유권에 대한 통제 권한을 추가로 확보할 수 있는 계약 조항의 추가를 통해 기존 방식에서는 지원할 수 없었던 상황까지도 정책금융의 제공이 가능해지기 때문이다. 이는 정보의 비대칭성에 따른 문제를 해결하는 과정에서 자연스럽게 자금 공급이 확대되는 효과를 거둘 수 있다는 측면에서 기존 제도의 큰 변화없이 추진 가능하다는 장점이 있다. (ii) 다음으로 정책금융기관의 역할 확대이다. 기존제도 하에서는 정책금융기관의 역할이 자금공급에 초점이 맞추어져 있어, 그 역할을 제한적으로 해석할 수 있다. 그러나 불완전계약이론을 접목한 새로운 정책금융 제도에서는 정책금융기관의 역할이 소유권에 대한 통제를 위해 경영진 파견, 구조조정 실시 등 다양한 투자 후 활동(post investment)으로 확대될 필요가 있기 때문이다. 따라서 이러한 관점에서는 정책자금과 정책자금공급기관을 이분법적으로 접근하는 방식은 더 이상 유효하지 않게 되는데, 이를 위해서는 정책금융기관의 전문성 강화가 주된 경영상의 목표로 자리매김 되어야만 한다. (iii) 마지막으로 국내 자본시장의 발전을 지원할 수 있다는 것이다. 기존의 정책금융 제도는 시장 실패를 보완하는 것을 목적으로 하고 있어 주로 민간금융기관의 대출을 통한 자금공급에 한정되어 있다. 그 결과 금융시장의 발전 특히 자본시장의 발전을 위한 시장기능 활성화에는 미흡하다는 평가를 받고 있다. 따라서 새로운 정책금융제도는 소유권에 대한 적극적인 통제를 통한 채권자의 권한행사가 지배구조시장(market for corporate control)의 활성화로 이어져 국내 자본시장의 발전에도 기여할 수 있을 것이다. 이는 다시 투자 회수 시장을 발달시켜 중소기업에 대한 금융시장 생태계의 발전에도 기여할 것이다.

한편 본고는 국내에서 최초로 불완전계약이론을 정책금융 제도 논의에 적용했다는 점에서 그 학술적 의의가 있다. 그간 국내에서는 타 주제를 다루면서 불완전계약이론의 일면을 간략히 언급하는 정도로만 관련 연구가 진행되어 왔다. 그러나 본고에서는 불완전계약 이론을 중소기업에 대한 금융지원제도 개선연구에 본격적으로 활용하였다는 점에서 새로운 연구분야를 개척하였다는데 의미를 둘 수 있다.

본 연구는 다음과 같이 구성되어 있다. 다음 장에서 국내외 선행연구를 살펴보고, 제3 장에서는 불완전계약이론의 정책금융 적용 논거를 고찰할 것이다. 제4장에서는 제도개선방

안과 사례연구를 제시하고, 결론에서는 본고의 시사점을 요약하고, 한계점과 추가 연구과제를 제시할 것이다.

## 2. 선행연구

지금까지 불완전계약이론에 기반 한 정책금융에 대한 연구는 상대적으로 부족한 편이다. 불완전계약과 금융계약(Financial contracting)에 대한 연구는 Aghion and Bolton(1992)을 대표로 들 수 있는데 그 중요성을 감안하여 이 연구에 대해서는 제3장에서 상세히 논의하고자 한다. 따라서 본장에서는 연구목적 달성을 위해 관련 연구를 계약을 통한 지배구조 개입, 계약 당사자간의 관계 특성, 국내 사례로 구분하여 살펴보고자 한다.

불완전계약이론을 정책금융계약의 관점에서 논의하기 위해서는 먼저 금융기관이 계약을 통해 지배구조에 개입하는 행위에 대한 연구를 살펴볼 필요가 있다. 이를 통해 불완전계약이론의 개념을 명확히 할 수 있기 때문이다. 일반적인 기업의 자본구조에서 채권자, 주주, 경영자<sup>2)</sup> 간에는 이미 불완전계약이 존재하고 있다. 경영행위에 대한 모든 사항을 금융계약에 반영할 수 없기 때문이다. 따라서 불완전계약이론의 핵심 요소인 채권자의 소유권에 대한 통제 권한(예: Aghion and Bolton (1992))도 마련되어 있는데, 은행과 같은 금융기관이 기업의 지배구조에 개입하는 행위에 관해서는 다음과 같은 연구를 참고로 할 수 있다.

Shleifer and Vishny(1997)는 금융기관과 같은 자금공급자는 원리금의 회수를 담보하기 위해 기업의 지배구조에 주목할 수밖에 없다고 주장하면서, 계약과 같은 법률적 보호가 그 근간으로 작용한다고 논거를 제시했다. 이와 같은 법률적 근거는 기업의 성과가 기대에 미치지 못하는 경우 더욱 중요한 역할을 하게 된다. 실제 Kang and Shivdasani(1997)는 기업의 자본구조에서 금융기관의 신용공여 비중이 높을수록 자산매각, 경영진 교체, 인력감축 등과 같은 구조조정이 활발하게 진행된다는 것을 실증했다.

Admati and Pfleiderer(1994)는 금융기관과 같은 채권자가 경영진이 실익이 없는 사업을 계속 진행하는 것을 통제할 수 있다는 주장을 했고, Kaplan and Minton(1994) 금융기관이 경영성과가 저조한 기업의 경영상 의사결정에 중요한 역할을 한다는 사실을 입증했다. 이처럼 금융기관이 법률적 근거를 기반으로 하여 지배구조에 영향을 주고 이를 통해 기업성과 극대화화 및 자본공여자로서의 권리보호를 도모하고 있다는 점은 정책금융 제도의 수립과 운영시 매우 정치한 계약의 필요성을 시사하고 있다.

다음으로 계약당사자간 관계 특성과 불완전계약에 대한 연구이다. Crocker and Reynolds(1993)에서는 계약의 완전성을 높이는 비용과 불완전성에 따른 손실을 고려하여 때로는 의도적으로 불완전계약을 맺기도 하는데, 이는 계약대상(목적물)과 계약 당사자의 특성에 영향을 받는다는 사실을 입증했다. 따라서 이러한 단점을 보완하기 위해 Tirole(2007)에서는 기존 유사계약을 기준으로 하여 계약당사자 상호 간의 유불리를 고려하여 계약의 불완전성을 보완한다고 주장했다.

---

2) 대기업의 경우 주주와 전문경영인이 분리되어 있어, 채권자와 주주, 경영자 세 이해관계자를 고려하는 것이 일반적 학술적인 접근이다. 다만, 한국에서 이른바 재벌 그룹에 대해서는 주주, 지배소수주주(창업주 일가, 친인척 및 후손 등), 채권자로 구분하는 것이 맞을 것이다. 재벌 그룹내 계열사에 전문경영진이 있을 수 있으나, 실질적으로 이들의 임명 권한은 지배소수주주에게 있으며, 전문경영진이 독립적인 판단과 행위를 하기는 어렵다. 중소기업의 경우 대부분 주주와 경영자가 동일하거나 경영자가 창업주로서 지배적인 지분을 지니고 있다. 이하에서는 주주와 경영자를 혼용하여 사용하였다.

Berglöf(1988)에서는 은행 중심(bank-oriented)의 금융시장에서는 기업의 소유구조가 보다 안정적이는데, 이는 자금공급의 당사자인 은행과 기업이 맺고 있는 계약이 장기적이라는 특성을 지니기 때문이라고 주장했다. 실제 이러한 장기적이고도 안정적인 관계는 기업이 은행거래에서 신뢰(reputation) 쌓게 된 결과라는 연구(Diamond, 1989)는 계약당사자간 역할의 중요성을 잘 보여주는 것이다.

한편 국내연구는 시장실패에 대응하기 위해 크게 정부의 직접적 역할을 강조한 연구와 시장기능을 적극적으로 활용해야 한다는 문헌으로 나누어 볼 수 있다. 먼저 정부역할의 중요성에 대해서는 정책자금 공여 및 신용보증기능 강화를 위해서는 현재 시행되고 있는 제도의 개선점을 제시한 연구를 살펴볼 필요가 있다.

중소기업의 환경변화에 따른 정책자금의 역할 재정립에 대한 연구(장지인, 윤병섭 2007)에서는 중소기업의 경영환경이 급변하고 있으므로 정부의 중소기업지원 정책 역시 지원범위, 한도, 대상은 물론 지원기관의 역할도 재정립될 필요성이 있다고 주장한다. 이와 관련하여, 정승일(2009)은 민간 시장에서 기술혁신형 기업들이 구조조정시 한계기업으로 분류되어 추가적인 투자를 받기 어려운 문제점이 있으므로 관련 국가기관들이 공동협력하여 정책자금을 지원해야 한다는 내용을 담고 있다. 그리고 자본의 투입보다는 기업가 정신 고취가 중요하므로 융자 중심에서 투자 중심으로 지원정책의 변경이 필요하다는 연구(이윤준 외, 2012)도 있다.

또한 지원정책의 성과관리와 관련한 연구(배경화, 2006)도 있는데, 여기에서는 현재의 중소기업 정책자금 성과관리 체계가 과거의 재무적 성과만을 중요시하는 측정법을 사용하고 있어 고객 및 내부 프로세스, 혁신노력 등과 같은 비재무적 지표를 관리하는 방향으로의 개편이 필요하다는 주장을 하고 있다. 즉, 전략적 성과관리(BSC, Balanced Score Card)의 도입 필요하다는 것이다. 이러한 국내 연구들은 특정상황하에서 자금공급자의 역할에 주목하는 불완전 계약의 이론과 접목가능하며, 이 경우 자금공급자가 구체적으로 어떻게 가치 창출에 기여하는지에 대한 시사점을 제공한다.

시장중심의 해결방식을 제시한 연구들은 정부정책이 정부중심의 직접투자는 물론 민간 투자자의 적극적인 참여를 함께 지원해야 한다는 내용이 주를 이루고 있다. 송종국(2004)은 기술개발의 특성에 따른 기술자금의 시장실패 해결을 위한 방안으로 벤처캐피탈의 활성화가 필요하다고 주장한다. 정보의 비대칭성을 해결할 수 있는 방안으로는 금융중개기관의 역할 강화가 필요하다는 연구(박상진·최선규, 2000)에서는 자금조달 계약 후 도덕적 해이 문제를 방지·완화할 수 있는 방안을 계약에 포함하여야 한다는 내용을 제시하고 있다.

나아가, 기존의 정책금융은 양적공급확대에 초점이 맞추어져 있으므로 질적인 측면에서의 개선을 위해 민간의 금융중개기능 정상화를 위한 인프라 개선과 시장형성이 중요하다는 연구(유경원 외, 2014)도 참고할 만하다. 특히 중소기업 금융의 장기적 활성화를 위해서는 소규모 지역금융기관의 관계형 금융 특화전략이 필요하다는 연구(정균승, 2010)는 기존 지원제도의 한계점을 보완하는 대안으로 중요한 의미를 가지고 있다고 여겨진다. 즉 이러한 연구들은 불완전 계약 하에서 투자기업의 경영에 개입할 때 민간의 역량을 어떻게 조화롭게 투입할 수 있을지에 관한 시사점을 제공한다.

이상의 기존 연구를 종합해 보면 그간 중소기업에 대한 정책자금 지원은 시장실패를 보완하기 위해 채권형(융자형) 계약을 중심으로 하여 양적공급에 초점이 맞추어져 왔으나 새로운 금융 및 경제 환경에 대응하기 위해 개선이 필요하다는 주장이 주를 이루고 있음을 알 수 있다. 특히 기존 정책금융제도의 지원방식에 대한 개선은 물론 정책금융 제공기관의 역

할변화가 필요하다는 주장은 주목할 만하다. 따라서 정책금융기관의 역할 변화가 필요한 시점에서 정책금융제도의 개선을 위한 방안으로 불완전계약이론 측면에서의 연구는 더욱 중요하다.

### 3. 불완전계약 이론의 정책금융 적용논거

#### 가. 국내 중소기업 정책금융 현황과 개선방향

중소기업에 대한 정책금융은 정보비대칭성 및 이에 따른 시장실패 문제점을 보완하고자 금융시장에서 상대적으로 열위에 있는 중소기업을 위해 정부가 직접 또는 간접적인 방법으로 신용보증, 대출, 투자와 같은 방식으로 자본을 공급하는 것으로 정의할 수 있다. 이는 금융중개기능의 시장실패를 정부의 개입을 통해 해결하고자 하는 것으로 중소기업이 국민경제에서 차지하는 비중과 위상을 고려할 때 그 당위성은 재론할 필요가 없다. 실제 우리나라의 경우 이미 중소기업의 정책금융 의존도가 주요국 가운데 가장 크다는 점에서 정책자금의 역할에 대한 중요성을 확인할 수 있다. 우리나라에서는 이러한 중소기업 정책금융에 있어 중앙은행인 한국은행도 막대한 규모로 참여하고 있는 것은 매우 특징적이다. 이는 한국이 GDP 대비 총연구개발비 비중이 약 4.3%로서 세계 5-6위권인 것과는 무관하지 않다. 국가별 의존도는 다음의 표에서 확인할 수 있다.

〈표 1〉 주요국 중소기업 자금조달 비중

(단위: %)

구분	캐나다	영국	미국	한국
상업대출	91.9	95.0	88.6	87.8
정책금융	7.1	2.4	9.1	12.1
벤처금융	1.0	2.6	2.3	0.1

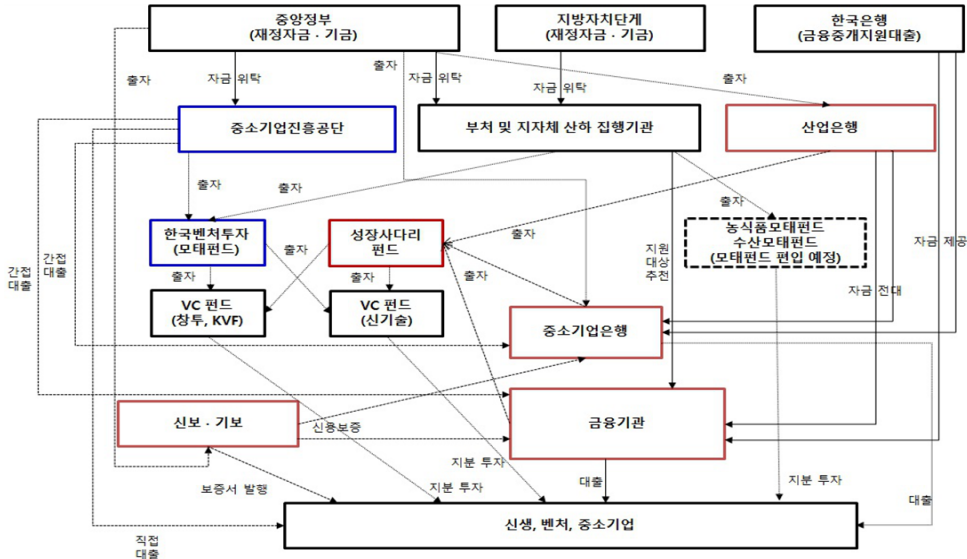
\*출처: 금융위원회 2013

이처럼 우리나라 중소기업의 정책자금을 통한 자금조달규모가 큰 것은 전통적으로 국내 은행들이 담보 중심의 여신 관행을 가지고 있기 때문이다. 따라서 정보비대칭성이 큰 신생·벤처·중소기업은 금융기관을 통한 자금조달이 더욱 어려워지는 구조가 고착화되어 있다. 이러한 문제점을 해결하고자 정부에서는 개발경제 초기단계인 1960년대부터 중소기업에 대한 의무대출 비율과 중소기업진흥공단, 신용보증기금 등과 같은 정책금융기관 설립을 통해 정책자금의 지원을 도모해 왔다. 심지어, 국책은행인 중소기업은행은 한국전쟁 직후인 1950년대부터 그 필요성이 논의되기도 하였다.

정부에서 지원하고 있는 중소기업 정책금융은 크게 신용보증, 대출, 출자의 세 가지 방식으로 나누어 볼 수 있다. 먼저 신용보증은 담보능력이 부족한 중소기업을 대상으로 신용보증기금, 기술보증기금, 지역신용보증재단 등에서 기업의 채무 이행을 보증하는 형태로 운영되는데, 은행은 이들 기관의 보증서를 바탕으로 중소기업에 대출을 공여하고 있다. 정부대출제도는 한국은행의 금융중개지원대출(舊 총액한도대출), 중소기업진흥공단 대출, 한국산

업은행(舊 정책금융공사) 온렌딩(간접대출) 등으로 운영되고 있으며, 출자는 한국벤처투자의 모태펀드나 한국성장금융의 성장사다리펀드 등을 통하여 민간 VC펀드에 투자하는 방식으로 정부재원을 지원하고 있다. 이상의 지원체계는 다음과 같이 요약해 볼 수 있다.

〈그림 1〉 국내 중소기업 정책금융의 지원체계 개요



기존에 시행되고 있는 국내 정책금융 지원 제도는 정보비대칭성에 기인한 시장실패를 보완하는 역할을 주요한 목표로 하고 있다. 이러한 과정에서 정책금융기관의 기능이 민간금융기관의 역할과 중복되는 영역까지 확장되는 문제점도 있다. 따라서 정부에서는 정책금융기관의 역할을 조정하고, 기존의 융자 중심 지원방식을 투융자복합금융, 투자옵션부보증제와 같은 다양한 방식으로의 확대를 추진하고 있다. (금융위, 2013)

그러나 국내은행의 담보여신 중심의 영업관행과 경기순응형 자금공급 행태가 단기간 내에 개선되기 어렵다는 점에서 정책금융기관의 역할축소 보다는 지원방식의 재편이 더욱 중요한 정책과제로 시행되어야 할 것이다. 즉, 중소기업에 대한 자금공급은 보다 활성화시킬 수 있고, 이 과정에서 국내 민간금융시장의 발전을 함께 촉진시킬 수 있는 방안을 우선적으로 고려하여야 할 필요가 있다. 이러한 필요성은 본고에서 제시하고자 하는 불완전계약이론에 기반한 새로운 정책금융제도의 중요성을 재확인한다는 점에서 더욱 그렇다.

현재 국내 정책금융기관은 정책자금의 대부분을 융자 방식으로 지원하고 있다. 그러나 기존 융자제도는 정보비대칭에 따른 경영진의 도덕적 해이와 같은 근본적 문제를 해결할 수 없다. 한편 기존 융자 제도를 급격하게 민간으로 재편하는 것은 그 효율성 측면에서도 적절하지 않다. 동일한 융자 제도 하에서 민간 주체가 공여한다고 하여 달라질 것은 없다. 그러므로 기존 제도의 한계를 불완전계약이론을 접목하여 보완한다면 정책금융기관의 리스크를 크게 줄이면서 중소기업 부문에 대한 자금공급 활성화라는 목적을 충실히 달성할 수 있는 것이다.

한편, 정부가 추진하고 있는 자본시장의 발전을 위한 투융자복합금융, 투자옵션부보증제와 같은 방식으로의 전환에 있어서도 전통적인 채권형(융자형) 지원에서와 마찬가지로 중소기업

업 금융을 특징짓는 정보의 비대칭성 문제는 여전히 남는다. 용자와 달리 투자는 자금의 공급자인 정부가 더욱 큰 리스크를 부담하게 된다. 따라서, 기존의 정책자금의 자금공급 계약과는 다른 방식으로 진행되어야 하는데, 이 경우 역시 계약의 불완전성을 보완하고자 하는 불완전계약이론의 확장을 통해 중소기업에 대한 정책자금의 지원확대가 가능할 것이다.

불완전계약 이론은 정책자금 계약에서 명시되지 않은 사항에 대한 의사결정권의 주체를 정부로 명확히 하여 계약의 비효율성을 최소화하여 할 수 있고, 그 결과에 따른 소유권의 통제와 이의 거래를 통해 자본시장의 발전을 추가적으로 도모할 수도 있다는 큰 장점이 있다. 한국 경제에서 중소기업에 차지하고 있는 중요성을 감안할 때 새로운 정책금융 제도에 대한 연구는 시급하고도 중요한 과제이다. 이하에서는 이러한 필요성을 바탕으로 불완전계약 이론을 정책자금의 지원에 활용할 수 있는 이론적 논거를 제시하고자 한다.

## 나. 불완전계약 이론의 적용 논거

불완전계약 이론을 정책금융계약에 어떻게 반영할 것인가에 대한 논의에 앞서 일반론적인 측면에서 기업의 자본구조에 대해 살펴볼 필요가 있다. 이미 채권자와 경영자(주주) 사이에는 불완전계약이 존재하고 있기 때문이다. 이를 확장하여 해석해 보면 정책금융 계약에 대한 이론적 근거를 보다 명확하게 도출할 수 있다.

통상의 용자나 채권 계약에서 채권자는 계약 시 약정되는 이자와 원금의 회수가 충분히 담보된다면, 기업의 경영성과와 지배구조에 대해서 상대적으로 덜 관심을 갖게 된다. 한편 경영자(주주)는 종업원, 채권자, 정부 등에게 경영성과를 배분하고 남게 되는 잔여이익을 취한다. 따라서 종업원이나 채권자 등의 이해관계자에 비해 추가적인 위험을 경영진(주주)는 부담하게 되는데 이에 대한 보상으로 경영권을 보유하고, 기업 경영상의 주요한 의사결정을 하게 된다.

하지만, 경영상황이 악화되어 채권자에 대한 원리금상환의무가 지켜지지 않게 되면 채권자는 법정관리신청과 같은 자신의 (조건부적) 권리를 활용하여 경영에 직접 개입하게 된다. 채권자와 경영자 사이의 정보비대칭성에 기인한 계약의 불완전성을 보완할 수 있는 장치가 이미 용자 또는 채권 계약에 마련되어 있다는 점을 주목해야 한다. 이와 같이 소유권에 대한 통제권한을 확대한다면, 정부의 정책금융은 물론 민간에서의 금융계약에서도 비용과 감시에 따른 비용을 최소화 할 수 있다.

일반적으로 불완전계약이 발생하는 이유는 계약 당시에는 향후 발생할 다양한 가능성을 모두 계약에 담을 수 없거나, 이를 반영하기 위해서는 지나치게 많은 비용이 발생하기 때문이다. (Williamson, 1989; Hart and Moore, 1990) 따라서 소유권 통제에 대한 사항을 정책금융계약에 반영하면 중소기업의 정책금융에 대한 새로운 이론적 근거나 관점을 도출할 수 있다. 즉 정책금융 기관은 자금 공여자로서의 특정한 상황에 투자기업의 경영에 개입하고 필요한 경우 구조조정을 실시하고 임원진을 교체하고 부분 매각 등의 절차를 밟아나가는 등 지배구조와 회사의 운영에 대한 권리를 행사할 수 있도록 명확히 할 수 있다. 앞서 예시했던, 채권자와 경영자 사이의 통상적인 금융계약에서도 채권자의 조건부적 권리 행사가 가능함을 볼 때, 불완전계약이론에 기반한 새로운 정책금융제도의 수용성은 매우 높을 것이라 예상된다. 이와 더불어 이러한 경영권과 지배구조에 관한 권리를 적극적으로 행사하는 것이 정책금융기관의 의무임을 자각하도록 하고 각종 성과평가에도 반영해야 할 것이다.

불완전계약에 관하여 상당히 많은 문헌이 있으나 Aghion and Bolton(1992, 이하 AB)의



연구가 중소기업 정책자금에 관하여 시사 하는 바가 매우 크다. 따라서 이하에서는 AB에서 강조하고 있는 법률적 근거와 전문성을 중심으로 새로운 정책금융제도의 도입을 위한 불완전계약이론의 적용 논거를 자세히 살펴보고자 한다. 불완전계약이론에서는 계약에 있어 정보비대칭성을 해소할 수 있는 가장 중요한 요소로, 투자대상 기업의 경영상황에 따라 의사 결정과정에 적절한 영향을 미치거나 자산에 대한 소유권을 상황에 따라서 적절하게 재배분할 수 있는 법률적 근거와 그 권한을 충분히 행사할 수 있는 전문성을 강조하고 있다.

먼저 법률적 근거와 관련하여, AB의 투자 계약 후 회사의 성과에 따라 어떻게 회사의 지배구조를 가져갈 것인지를 미리 결정하는 것이 중요하다는 주장을 살펴볼 필요가 있다. 이에 대한 근거로 AB는 투자자와 기업가간 불완전계약이 발생하는 것은 어떤 변수들이 회사의 미래 성과에 큰 영향을 미칠 수 있으나 금융 계약 시점에서는 이를 계약에 충분히 반영할 수 없음을 들고 있다. 따라서 불완전계약이론의 접목을 위해서는 계약시 투자자의 권한에 대해 적극적으로 명시하는 것이 매우 중요한 출발이다. 구체적으로는 정책자금을 지원한 집행기관이 피지원 기업의 경영성과가 기대에 미치지 못하는 경우 경영자로부터 회사의 소유권을 박탈하고 사모펀드, M&A 등 지배구조시장에 회사나 회사의 핵심자산을 매물로 내놓을 수 있는 권한 등을 사전에 계약서에 명시하여 계약의 불완전성을 보완하는 방식을 정책자금 제도의 기본적 요소로 구성할 수 있을 것이다.

다음으로 새로운 정책금융제도의 핵심요소인 “전문성” 과 관련하여, 경영참여 및 구조조정 등과 같은 소유권 행사를 위한 정책금융 집행기관의 내부적 역량 확보가 중요하다. 본고에서 제시하는 새로운 정책금융 제도 하에서는 경영에 참여하게 되는 이벤트가 발생하는 경우 정책자금 공급자는 피지원 기업의 경영자로 역할 전환을 하여 해당 기업의 구조조정이나 M&A, 자산 매각 등을 통해 해당 기업 자산에 대한 통제권을 소유하고 행사해야하기 때문이다.

실제 AB의 연구는 Kaplan and Stromberg(2002)에 의해 실증되었는데, 기업성과가 좋지 않은 경우 자금공급자가 직접 경영권을 행사하게 된다는 것을 밝혔고, 많은 벤처에 관한 금융계약서에서 이러한 근거가 통계적으로 유의하게 발견되었다. 이는 불완전계약이론에 기초한 새로운 자금공급제도가 이미 실무적으로는 활용될 수 있는 기반을 충분히 갖추고 있고 실제로도 많이 사용되고 있음을 의미한다는 점에 주목해야 한다. 따라서, 정책금융기관이 단순 자금공급자가 아닌 경영 전반에 대한 이해와 노하우를 보유한 전문적 지원기관으로의 역할 전환이 필요하다는 점은 이론적, 실증적으로도 그 근거를 확보하고 있다. 또한 경영참여 수준과 관련하여서는 투자자가 단순히 자금을 지원하는 차원을 넘어 내부 조직 구성, 경영진 구성 등을 조력하는 형태를 통해 보다 적극적으로 개입하여야 한다는 주장을 참고할 필요도 있다 (예: Hellman and Puri, 2002). 이는 새로운 정책자금과 연계된 새로운 정책자금 집행기관의 역할을 적극적으로 해석할 수 있는 근거이기도 하다. 따라서 새로운 정책금융 제도에서는 정책자금 집행기관의 경영참여를 위한 전문성이 핵심역량으로 평가되어야 할 것이다. 실제로 Hellman and Puri(2002)에 의하면 벤처 금융이 가치를 창출할 때 그 중의 상당한 부분이 바로 벤처캐피털리스트의 경영개입 때문에 발생함을 보였다.

한편 AB는 기업의 자본조달 방식 중 불완전계약이론을 가장 효과적으로 활용할 수 있는 경우도 제시하였다. 이로부터 새로운 정책자금의 제공 방식에 대한 이론적 근거를 도출할 수 있다. AB는 특정한 상황이 발생했을 때 소유권의 이전을 전제로 하는 경우는 “대출(융자)” 방식이 가장 효과적이라고 밝히고 있다. 주식으로 자금을 조달하는 경우 이미 소유권의 이전이 전제된다. 따라서 불완전계약이론을 기반으로 정책자금 계약을 명확히 할 경우 오히려 현재 정책자금의 주된 방식으로 활용되고 있는 대출 또는 융자(standard debt

contract) 계약의 본질에 충실한 방식이 되는 것이다. 이는 기존 정책자금계약에 대하여 매우 중요한 시사점을 제공하고 있다. 한편 새로운 정책금융제도의 수용성이 기업뿐만 아니라 정책금융기관에서도 높을 것이다. 왜냐하면 기존 정책금융기관의 존재에 관한 새로운 정당성(legitimacy)을 제공하고 정책자금의 존재에 관한 논쟁을 넘어서 건설적이고 합리적인 대안을 제공하는 것이기 때문이다. 이는 기존 제도의 한계점을 보완하는 관점에서 볼 때 매우 큰 장점이 된다.

그간 불완전계약이론에 대한 상대적으로 낮은 관심으로 인하여 정책자금과 정책자금 공여기관의 역할을 지나치게 좁게 해석해왔다. 극단적으로 이야기하면 정책자금기관은 자금만 제공하고 민간의 경영활동에 개입하지 않는 것이 오히려 정상(norm)인 것처럼 인식되고 있는 실정이다. 그러나 이는 오히려 AB가 말한 표준용자계약(standard debt contract)의 본질에 어긋나는 것이다. 즉 우리 논의는 오히려 기존의 정책자금 정책에 관하여 비정상을 정상화하는 것에 가깝다. 따라서 이상의 논의를 종합해 볼 때 새로운 정책자금의 역할은 기존 정책자금의 기본적 공급방식인 채권 또는 용자계약(debt contract)를 확장하는 개념으로 접근하는 것이 효과적이다. 이러한 방식을 통해 정책자금 공급기관이 축적해온 경험, 정보, 노하우를 적극적으로 활용할 수 있고, 경영성과의 결과에 따라 경영진 파견, 구조조정, M&A, 자산양수도 등 다양한 경영옵션행사가 가능하며, 나아가 자본시장의 활성화를 함께 도모할 수 있다.

결론적으로 정책금융기관의 적극적 역할을 명시한 계약조건이 포함된 정책금융 지원제도를 고안·개발하고 시행한다면, 계약의 불확실성을 최소화하여 중소기업에 대한 자금지원을 보다 크게 확대할 수 있다는 점에서 정책금융 본연의 목적을 충실히 달성하는 장점을 거둘 수 있다. 또한 중장기적으로 이러한 자금공급자의 권한 행사에 따른 M&A 등 지배구조나 경영권 시장과 관련된 더 넓은 자본시장의 생태계 구축에도 기여할 수 있는 부가적인 그러나 매우 파급효과가 큰 장점도 있다.

## 4. 제도개선 방안 및 사례연구

### 가. 정책금융 제도개선 방안

정책금융계약은 기본적으로 불완전계약이다. 중소기업 정책금융 사례는 아니지만, 최근 주 채권자가 산업은행과 같은 국책은행인 대우조선해양이나 한진해운의 부실 사태는 그러한 정책금융계약의 불완전성이 시현된 단적인 사례이다. 부실의 주요 원인으로 이해관계자들이 용자계약의 불완전성을 제대로 이해하지 못하고 주요 경영 이벤트가 발생했을 때 채권자가 경영에 제대로 개입하지 못한 것을 지적하지 않을 수 없다. 산업은행 등의 책임론이 대두되는 것도 이와 무관하지 않다. 예를 들어 채권단이 부실의 징후가 보일 때 경영에 개입하여 PEF 등에 자산을 매각하고 경영진을 교체하는 등의 선제적인 대응이 필요했을 것이다. 그리고 이러한 활동이 가능하고 오히려 채권단의 의무가 되도록 애초에 용자계약이 디자인 되었어야 할 것이다. 향후 이러한 불완전계약의 관점에 의거하여 정책자금 계약을 이해하지 않는다면 위와 같은 부실사태가 반복적으로 나타나지 않을 거라고 말할 수 없을 것이다. 실제 중소기업이 직면하게 될 미래의 모든 가능한 상황을 전부 계약에 반영하는 것은 불가능하다. 따라서 불완전계약이론은 시장실패에 대응한 정책금융의 역할에 대해서 매우

중요한 시사점을 제공하고 있다. 특히 중소기업 생태계에서 대우조선해양이나 한진해운 등의 사태가 발생한다면 이는 중소기업들에게 더욱 치명적인 타격을 장기적으로 가할 가능성이 크다. 따라서 향후 중소기업 정책금융 계약을 불완전계약의 관점에서 이해하고 집행하는 것은 기타 정책금융 집행보다 오히려 더 시급한 과제이다.

본고에서 제시하고자 하는 불완전계약에 기반한 새로운 정책금융계약은 금융계약 시점의 의사결정구조(지배구조)와 계약 이후의 의사결정구조(지배구조)를 어떻게 설정할 것인지를 사전 또는 금융계약 시점에 결정하고(앞장에서 논의한 ‘법률적 근거’에 해당), 이러한 지배구조를 실제로 행사할 수 있어야 한다(앞장에서 논의한 ‘전문성’에 해당)는 것을 의미한다.

결론적으로 불완전계약이론에 기반한 정책금융의 관점을 따르면, 정책자금과 정책자금 집행기관의 이분법이 더 이상 유효하지 않다. 단순히 정책자금을 공급하고 그 재무적인 성과에 초점을 맞추어 자금지원의 성과를 평가하는 방식이 아니라, 집행기관의 자금공여 이후 각종 경영상황에 대한 지속적인 모니터링과 적극적인 경영참여가 요구되기 때문이다. 정책자금 집행기관은 피지원 회사의 의사결정 과정에서 중요한 역할을 담당할 수 있어야 한다. 즉, 정책자금 집행기관은 지금까지의 제한적 역할에서 벗어나 정책자금 집행과정에서 자금 공급대상을 선별하는 능력은 물론 경영상의 의사결정을 위한 역량을 강화하는 방향으로 폭 넓게 재인식될 필요가 있다. 따라서, 정책자금의 역할과 집행기관의 역할이 별개로 간주되어서는 안 되며 정책자금의 새로운 역할 탐색과 함께 정책자금 집행기관의 혁신이 동시에 이루어지는 것이 가장 이상적이다.

이하에서는 이러한 불완전계약이론의 주요 시사점을 바탕으로 하여 기존 정책금융 계약의 한계를 보완하기 위한 개선방안을 법률적 근거 설정 단계, 전문성 행사 단계 등으로 구분하여 검토한다. 아울러, 전문성 행사 단계에서는 소유권 이전의 이전 단계와 이후 단계로 나누어 개선방안을 제시하고, 마지막으로 성과평가와 관련된 사항도 함께 논의한다. 이러한 순서로 논의를 전개하는 것은 불완전계약에서 법률적 근거와 전문성을 핵심요소로 간주하고 있고, 실무절차상 정책자금 공급시 계약을 통해 조건을 명시하고 이를 근거로 사후관리를 진행하는 순으로 업무가 처리되기 때문이다.

먼저 불완전계약이론의 실무적용을 위한 선결요건인 법률적 근거(covenant) 설정에 대한 검토가 필요하다. 계약의 불완전성을 최소화하기 위해 경영참여의 근거가 되는 법률적 근거의 요건을 분명히 하는 것이 중요하기 때문이다. 따라서 정책자금의 지원을 위한 계약에 지배구조와 관련된 의사결정을 언제, 누가할 수 있는지에 대한 분명한 기준을 사전에 설정하여야 한다.

실무적으로는 계약 시 장래의 모든 가능성에 관한 모든 내용을 계약시점에 한 번에 결정하는 것이 아니라 환경이 변할 때마다 순차적으로 반영할 수 있도록 계약조항을 마련하여 새로운 계약 작성에 따른 비용을 최소화하는 것이 효과적인 방안이 될 수 있다. 이러한 법률적 근거가 부가되면 근거 조항이 없을 때는 정책자금이 공급되지 못할 수도 있지만, 경영참여를 위한 근거가 추가된 이후에는 자금공급자의 불확실성을 감소시키게 된다. 즉, 정보 비대칭성을 해소할 수 있는 복수의 법률적 근거가 추가되어, 특정 상황 발생시 경영참여 등을 통해 향후 소유권에 대한 통제를 할 수 있게 되므로 그동안 다른 융자프로그램을 받지 못하는 기업에 대해서도 지원이 가능해질 것이라는 측면에서 매우 중요한 의미를 지닌다.

한편, 법률적 근거 마련과 이를 실제 행사할 수 있는 역량 즉 전문성의 보유는 별개로 생각할 수 없다. 법률적 근거가 있더라도 이를 집행할 수 있는 역량이 없다면 새로운 정책

자금 제도의 실효성은 반감될 것이기 때문이다. 따라서 구체적으로 어떠한 법률적 근거가 사전에 반영되어야 하고 이에 따른 경영참여 대안은 어떤 것이 있는지를 다음의 전문성 행사단계에서 함께 논의한다.<sup>3)</sup>

두 번째로 불완전계약에 기반한 새로운 정책금융제도의 핵심요소라고 할 수 있는 전문성 행사 단계에서의 검토사항이다. 전문성 행사는 계약서에 명시한 권한을 실제로 행사하는 단계라는 점에서 매우 중요한 요소이다. 즉 역할의 개시는 사전에 합의된 계약조항에 근거하여 미리 약정한 조건이 충족되는 경우 경영자로부터 정책자금공급자로의 의사결정권한과 자산통제권이 이전되는 것(contingent allocation of asset and control rights)을 의미한다. 따라서, 어떤 상황, 어떤 조건에서 계약서 상 권한이 행사되어 자금공급기관의 역할을 개시할 것인지와 어떠한 대안을 행사할 것인지가 역할행사단계의 핵심이 된다. 이에 대하여 Dewatripont and Tirole(1994)의 주장이 참고로 할만하다. 이들은 각각의 경영상황(economic circumstance)에 따라서 어떠한 전문성 행사(contingent action)가 가능한지를 아래와 같이 제시하였는데 공통점은 리스크를 축소하는 것이라는 점을 분명히 하고 있다.

〈표 2〉 경영상황별 선택가능 대안

경영상황(economic circumstance)	전문성 행사 대안(action)
재무적 한계상황, 저성과	자산매각, 청산, 보수적 사업대안 선택, 구조조정 실시 (조직재구성, 급여 및 수당 통제)
혁신성(innovation) 부족 (연구개발기업)	프로젝트 중단, 규모축소, 개발방향 전환
부실여신 (은행)	리스크 부담 축소, 자산매각

〈표 2〉와 같이 사전에 약정한 경영상황(시그널)이 발생하는 경우, 정책금융기관의 역할은 단순한 자금공급자에서 소유권 행사가 가능한 경영자로 변경되는데, 이후 단계에서의 고려사항은 다시 소유권의 완전한 이전의 이전단계와 이후단계로 구분하여 검토해 볼 수 있다. 소유권의 완전한 이전을 전제로 하는 것은 궁극적인 소유권 보유 여부에 따라 정책금융기관의 경영개입에 대한 정도와 이에 따른 리스크 부담의 차이가 있기 때문이다.

먼저 소유권의 완전한 이전의 이전단계에서 지배구조와 관련된 의사결정 사항이다. 여기에는 앞장에서 논의한 Hellmann and Puri(2002)의 적극적 경영참여(professionalization) 전략을 참고할 수 있다. 이들은 불완전계약이론의 자산통제권의 이전(contingent control allocation)과 관련된 직관을 확장하여, 단순히 자금을 지원하는 차원을 넘어 내부 조직 구성, 경영진 구성 등을 조력하는 방법으로 적극적 개입하는 것을 “적극적 경영참여(professionalization)”의 개념으로 제시하였다. 이는 새로운 정책자금과 연계하여 정책금융기관이 비록 사전에 명시된 권한에 따라 역할이 개시되었으나, 아직 그 정도가 의사결정과정의 초기 단계에 머무르게 되는 단계에서부터 적용할 수 있다는 점에서 의미가 있다. 정책금융기

3) 본고는 불완전계약 이론을 논거로 새로운 정책금융제도의 도입방안을 제시하는 것이 목적이므로 실제 계약서에 반영되는 구체적인 조항은 추후연구에서 다루고자 한다. 실무적으로는 정책금융의 계약구조를 파생상품적 요소 등을 활용해서 정교하게 가져가야 할 필요가 있다. 이는 실제 계약에 파생상품을 사용한다는 의미보다는 전통적 채권계약에 함축되어 있는 파생상품적 요소를 활용해야 한다는 의미로 해석되어야 한다. 그러나 장기적으로는 파생상품을 명시적으로 반영하는 정책금융제도를 개발하는 것도 중요하다.

관의 입장에서는 적극적인 경영개입에 앞서 해당 기업에 대한 이해를 보다 높일 수 있고, 해당기업은 완전한 소유권의 이전에 앞서 자구적인 노력을 마지막으로 할 수 있다는 점에서 양자 모두에게 장점을 가져다 줄 수 있다.

아울러, 소유권 이전 단계와 관련된 사항으로는 자금을 지원받은 기업을 쉽게 포기할 수 없는 방안도 검토하여야 한다. 즉, 경영실적 악화에 따른 소유권이전 이후에 기존의 경영자가 경쟁 가능한 새로운 기업을 영위할 수 없도록 하는 경쟁제한계약(non compete agreement)도 고려하여야 하는데(Kaplan and Stromberg, 2003), 이와 같은 제도적 장치를 통해 기존 경영자의 도덕적 해이를 최소화할 수 있기 때문이다.

다음으로 소유권의 완전한 이전이 이루어진 이후 단계에서는 구조조정, M&A 등과 같은 적극적 기업가치 향상 작업을 진행할 수 있는 전문역량 및 그러한 역량의 배양이 중요하다. 이를 통해 정책금융기관 입장에서는 투입된 재원에 대한 회수 가능성과 그러한 채권의 가치를 극대화할 수 있기 때문이다. 이러한 기업가치 극대화는 결국 정책금융기관의 기업가치평가, 자본시장활용역량 등으로부터 큰 영향을 받게 된다. 따라서 불완전계약이론에 기반한 새로운 정책자금의 도입을 위한 선결요건은 다름 아닌 정책금융기관의 역량 강화로 귀결될 수 밖에 없다. 그러므로 정책자금과 정책금융기관의 이분법적인 접근법에서 벗어나 역량강화를 위한 전문가 확보 등이 병행되어야 한다. 정책자금계약에 정책금융기관의 역량이 반영되어야 하며 결국 정책금융기관별로 각자의 역량에 맞는 다양한 정책금융 계약이 등장할 것이고 이는 다시 정부의 정책 가능 수단을 높이고 중소기업의 자금조달시의 선택권을 늘릴 것이다.

마지막으로 정책자금 지원성과에 대한 평가에 대한 것이다. 정책자금의 성과측정도 단순히 투자대비 재무성과가 아니라 정책자금 투입이후 중소기업의 현황에 따라 어떠한 액션이 이루어졌는지, 그러한 액션이 경영성과에 어떠한 영향을 미쳤는지에 초점을 맞춰야 할 필요가 있다.<sup>4)</sup> 즉, 앞서 정책자금과 정책자금 공급기관을 이분법적으로 고려하는 방식이 새로운 제도 하에서 더 이상 유효하지 않다는 것을 논의하였는데, 이를 근거로 하면 정책자금에 대한 성과평가제도 역시 적절한 경영참여 행위가 있었는지와 그에 따른 결과를 평가하는 것이 핵심 절차가 되기 때문이다.

구체적으로는 정책자금공급 계약시 규정되는 시그널을 적극적으로 인지하고 이에 합당한 경영참여 대안을 행사하거나 조치를 취하였는지, 그리고 그 선택의 결과가 어떠한지를 평가하는 방식을 취해야 할 것이다. 이와 같은 비재무적 요소에 대한 평가 강화가 필요하다는 연구는 이미 많이 있는데, 정책금융의 성과평가지 재무적 요소 이외에 고객, 내부 프로세스, 혁신 및 학습 등과 같은 비재무적인 요소를 고려하여야 한다는 연구(배경화, 2006)를 참고로

4) 예를 들어 본 논문에서는 아래의 산식을 적극적 경영참여(Professionalization)에 관한 정책자금 성과 지표로 활용해 볼 수 있다고 제안한다.

Let us define  $A$  as professionalization action,  $\tau(A)$  as the time of professionalization action,  $S$  as signals about SME states,  $I$  as investment (debt financing). Then the speed of professionalization action is:

$$P(\tau(A) < T | S, I) : \text{Speed of professionalization action}$$

More broadly, we define ‘the expected cumulative conditional net performance after professionalization’ as follows.  $\Delta\pi(\omega_s)$  denote the performance enhancement at state  $\omega_s$  at time  $s$  (after professionalization action).

$$E\left(\int_{\tau(A)}^{\infty} e^{-\beta s} \Delta\pi(\omega_s) d\omega_s \mid S, I\right)$$

할만하다. 선행연구에서는 정책자금의 지원결과에 대한 성과평가는 지원 전 과정에 관련된 요인들의 종합적인 관리를 효과적으로 수행했는가를 통해 보다 분명하게 측정할 수 있다는 것을 강조했다. 이는 본고에서 제시한 성과평가 방식에 대한 실무적용성에 대한 추가적인 논거로 활용 가능하다. 이상에서 논의한 개선방안은 아래와 같이 요약해 볼 수 있다.

**<표 3> 단계별 및 주체별 주요 검토사항 요약**

구분	법률적 근거 설정	전문성 행사		성과평가
		소유권이전초기	소유권이전이후	
정책금융기관	시그널 유형 및 개시 조건 합의	경영진 파견 등	구조조정 등	전문성 행사 관련사항
경영자		자구노력	비경쟁조항 준수	비재무적 사항 평가 확대

한편 정책자금의 지원방식에 대해서는 기존의 용자 제도를 중심으로 하여 보다 다양한 방식으로 확대할 필요가 있다. 앞장에서는 불완전계약의 이론을 접목한 새로운 정책금융제도는 용자 계약(debt contract)에 기반하는 것이 가장 효과적이라는 논거를 제시했었다. 따라서, 용자계약을 기반으로 한 새로운 정책금융 제도의 도입을 우선적으로 고려하여야 한다. 이러한 목적의 효과적인 달성을 위해 ‘투자형 대출(VDL, Venture Debt Lending)’을 새로운 형태의 정책자금으로 중소기업에 제공하는 것을 제안한다.

투자형 대출(VDL)은 이익이나 담보가 없는 초기 기업(start-up)에 주로 제공되는 일종의 용자 계약이다. 자금공급자(투자자)의 위험을 줄이기 위하여 자금공급계약에 주식인수권(warrant, rights to purchase equity) 등이 포함되는 특징이 있다. 경우나 필요에 따라서는 추가 투자권(right to invest) 등 다양한 계약조항(covenants)을 추가할 수도 있다. 그러나 VDL에서 일반적인 계약조항(covenants)은 여타의 일반 용자에 비해 오히려 단순한 편이다. VDL은 용자계약이면서도 지분투자를 통한 자본참여(equity financing)의 특성을 많이 가지고 있어 Rassenfosse and Fischer(2016)에서는 채권(debt)과 주식(equity)의 하이브리드(hybrid) 형태로 간주하고 있다.

일반적으로 해외에서 VDL은 은행에서 설립한 특수한 조직이나 특화된 금융기관(venture debt shops) 등에 의해서 일반적으로 제공되고 있는데, 국내의 경우 중기특화증권사 등을 활용하여 정책자금을 VDL 방식으로 초기 중소기업에 확대된 형태로 제공하는 방안을 고려할 수 있다. 정부에서도 기존 중소기업은행 등의 전통적인 용자 기능에 IBK증권과 같은 증권계 자회사를 활용하여 중소기업에 대한 맞춤형 지원을 강화하고, 투자옵션부보증 제도와 같이 다양한 자금지원 제도를 추진하고 있는데, 이는 VDL의 조기 활성화에 큰 도움이 될 수 있다.

## 나. 중소기업진흥공단 적용 사례 연구

이 절에서는 앞서 논의한 중소기업 정책금융 제도 개선 사항을 실제 현장에서 적용하기 위한 방안으로 우리나라 중소기업 정책금융의 중추기관인 중소기업진흥공단(이하 중진공단)을 중심으로 하나의 사례를 검토하고자 한다. 중소기업을 위한 유사 정책금융기관 중 중진공단에 대한 사례를 우선적으로 논의하는 이유는 불완전계약이론의 실무 적용을 위한 핵심 전제조건인 적극적 경영 참여(professionalization)와 관련된 내부역량을 이미 상당부분 갖추

고 있기에, 새로운 정책금융의 도입에 가장 적합한 기관 중 하나로 파악해 볼 수 있기 때문이다.<sup>5)</sup> 또한 앞서 새로운 정책금융제도의 자금공급방식은 기존의 용자계약을 중심으로 진행하는 것이 가장 효과적이라는 이론적 근거를 제시했는데 중소기업을 대상으로 한 정책금융 기관 중 직접대출은 중소기업진흥공단에서만 전문적으로 수행하고 있기 때문이다.

특정 조직의 경쟁우위(competitive advantage)는 어떤 역량(자원)을 가지고 있고, 이를 어떻게 활용하느냐에 좌우된다. 따라서 조직의 전략은 핵심 역량에 기반을 두고 실행되는 것이 타당하다. 이와 같은 논거를 기반으로, 이하에서는 중진공단에 대해서 불완전계약이론을 기반으로 한 새로운 정책금융 제도에 필요한 전문성의 보유 여부와 이의 활용을 위한 업무 추진방안을 구체적으로 살펴보고자 한다.<sup>6)</sup>

먼저 중진공단이 적극적인 경영참여에 필요한 전문성을 보유하고 있는지는 다음의 검토를 통해 평가해 볼 수 있다. 중진공단은 중소기업 종합지원기관으로 1979년 설립된 이후 기술사업성 평가, 컨설팅 등 중소기업에 대한 현장 중심의 지원을 통해 중소기업에 대한 다양한 정보를 보유하고 있다는 강점이 있다고 자체 보고서에서 밝히고 있다.<sup>7)</sup> 구체적으로 살펴보면 중진공단은 정책자금 용자 사업을 비롯하여 수출·마케팅지원, 인력지원, 컨설팅·기술지원, 성과보상공제사업 등 국내 중소기업의 기업현황, 대표자역량, 기술수준 등 중소기업의 경영전반에 걸친 에 대한 방대한 데이터베이스(database)를 이미 구축하고 있다. 이는 민간 금융기관이 서류 및 담보심사 위주의 여신심사를 진행하고 있다는 점을 고려해 볼 때 중소기업의 현장 및 다양한 계층의 니즈(needs)에 대한 이해를 통해 관계형 금융으로의 역할 확대까지 가능하게 하는 핵심자산으로 평가할 수 있다.

또한 중진공단은 현장중심의 경영/기술 전문가를 다수 보유하고 있어, 이들 전문가들이 재무구조가 취약하지만 기술사업성이 우수한 기업을 선정하는데 주도적인 역할을 하고 있다는 점도 내부 인적 역량의 비교우위를 보여주고 있다. 국내 은행의 경우 중진공단보다 인력 규모가 크나, 인력의 대다수가 여·수신 업무에 배치되어 있고, 여전히 상환 능력 위주의 신용평가를 중시하고 있기 때문이다. 그리고 중진공단은 30년 이상의 기술평가 경험과 전문성을 바탕으로 기업규모, 업종 및 기술유형에 따라 54개의 모형으로 구성된 기업진단·평가시스템을 이미 가동 중에 있다. 이처럼 중진공단이 보유하고 있는 중소기업과 관련된 방대한 정보, 경영현실에 대한 전문 역량, 그리고 이를 계량화할 수 있는 시스템은 중진공단이 불완전계약이론에 기반한 새로운 정책자금의 핵심 공급자로서의 역할을 충실히 하는데 있어, 그 전문성을 대내외적으로 입증하는데 적극적으로 활용될 수 있다.

다음으로는 이상에서 논의한 중진공단의 전문성을 바탕으로 한 새로운 정책금융제도의 실무적인 실행 방안에 대해 검토해보고자 한다. 이는 새로운 정책금융 제도의 실무 적용성

- 
- 5) 중진공단 이외에도 신용보증기금, 기술신용보증기금 등의 정책금융기관을 고려할 수 있으나 본고에서는 용자계약을 중심으로 한 제도개선사항을 검토하고 있으므로 중진공단에 대한 사례연구를 우선적으로 검토하였다. 신용보증기금, 기술신용보증기금 등의 경우는 은행의 대출에 대한 보증이 주요업무이다. 또한 중소기업은행의 경우도 예금수신을 기반으로 하고 있다는 점에서 자본시장에서 채권발행을 통해 정책금융재원을 조달하고 있는 중진공단과는 차별화된 영업구조를 가지고 있으므로 논의의 대상에서 제외하였다.
  - 6) 적극적 경영참여(professionalization)를 위해서는 중소기업에 대한 자금공급, 기업진단사업 및 조기경보시스템 활용 계약시 이에 대한 법률적 근거(covenant)를 마련하는 것이 중요하다. 적극적인 지원 후 단계(post-investment) 활동을 위한 근거 조항(covenant)이 용자계약에 담겨질 필요가 있기 때문이다. 즉, 권한의 적절한 반영이 중요한 선결과제가 된다. 그러나 본장에서는 앞서 법률적 근거에 대한 논거를 제시하였으므로 전문성을 활용하는 방안에 초점을 맞추었다.
  - 7) 중소기업진흥공단의 내부역량에 대해서는 ‘2016년 용사사업 심층평가 보고서’를 참고하였다.

을 구체적으로 제시한다는 점에서 의의가 있다. 일반적으로 중소기업에 대한 정책자금의 지원과정은 크게 ‘지원 전 단계(pre-investment)’와 ‘지원 후 단계(post-investment)’로 나누어 볼 수 있다. 지원 전 단계의 경우 기존 제도 하에서도 정책자금 공급을 위한 사업성 평가, 기존 대출의 성과평가 등을 통해 의사결정이 이루어져 왔으므로, 본고에서는 연구목적의 달성을 위해 중소기업진흥공단의 지원 후 단계 활동에 그 초점을 맞추고자 한다.

그러나 적극적 경영참여(professionalization)의 장기적 목표 중의 하나인 경영진(지배구조) 교체는 벤처캐피탈 투자 수준의 경영개입이 필요하다는 점을 고려해 볼 때 정책금융 공급기관이 당분간 수용하기는 현실적으로 어려울 수 있다. 따라서 정책개선 사항의 실무 적용성을 고려해 볼 때 중진공단이 우선적으로 수행할 수 있는 업무는 기업진단 및 연계지원 등으로부터 단계적으로 지원 후 단계(post-investment) 행위를 수행하는 것이 적절한 것으로 보인다. 중진공단은 이미 업종별 전문가가 기업의 경영전반에 걸친 다양한 문제점을 파악하여 이에 대한 맞춤형 해결방안을 제시하고 이에 대한 사후관리까지를 그 범위로 하는 업무를 기업진단사업<sup>8)</sup>이라는 형태로 진행하고 있는데, 이는 본고에서 논의한 적극적 경영참여(professionalization)에 해당되는 것이다. 따라서 본고에서 제안하는 새로운 형태의 정책자금 계약은 이러한 기업진단사업을 더욱 확장하는 형태로 구체화될 수 있을 것이다. 즉, 단계별 자금지원(staged financing)<sup>9)</sup>을 기업진단사업과 연계하는 방법을 초기 단계로 고려해 볼 수 있다. 또한 신용공여한도(line of credit)<sup>10)</sup>와 같은 형태로 용자를 진행하면서 신용공여를 기업진단결과와 연계시킬 수도 있다. 신용공여한도의 사용 정도를 일종의 시그널로 간주하여 기업진단을 바탕으로 한 경영 개선활동을 하는 것이다. 이를 통해 중소기업 관련 데이터와 노하우를 가진 중진공단이 투입된 정책자금에 대한 업무집행사원의 역할을 하면서 적극적 경영참여(professionalization)를 효과적으로 수행할 수 있을 것으로 기대한다.

중진공단은 조기경보 시스템을 운영하고 있는데, 이를 적극적 경영참여(professionalization)를 위한 시그널 생성에 충분히 활용할 수 있다. 예를 들면, 해당 회사의 신용도가 급락하거나, 갑자기 차입금이 늘어나거나 혹은 해당회사가 속한 업종에 심각한 문제가 발생하는 경우 조기경보시스템을 통해 실제 현장에서 문제가 있는지 없는지를 신속히 판단할 수 있다. 따라서 중진공단에서는 조기경보 시스템을 활용하여 적극적 경영참여에 필요한 시그널을 생성하고 조치를 취하는 절차를 강화할 필요가 있다. 이를 위해서 조기경보 시스템의 활용이 용자계약의 항목(signal for contingent contracting)으로 명시적으로 반영될 수 있을 것이다.

한편 채권자로서의 적극적 권한 행사는 해당 기업에 지원한 정책자금의 비중이 소유권의 통제에 유효한 영향력을 행사할 수 있는 수준인지를 판단하는 것이 중요한 절차가 된다. 개별 정책자금 공급자의 관점에서 보면 특정 정부기관에 공여한 정책자금의 비중이 어떤 기업에서 작을 수 있다. 그러나 이를 정책자금 공급자 전체로 본다면 충분히 표준적 채권계약(standard debt financing) 체계 하에서 적극적 경영참여를 강제할 수 있을 것이다. 앞장에서

8) 자세한 내용은 중소기업진흥공단 홈페이지(www.sbc.or.kr)를 참조하기 바란다.

9) 투자대상이 되는 기업 또는 사업이 사전에 약정한 계획대로 진행되고 있는지를 평가하여 그 단계별로 자금을 지원하는 방식을 의미한다. 불완전계약 이론을 활용한 새로운 정책자금의 공급계약시 법률적 근거를 마련하는 단계에서 초기자금 이외의 추가자금을 공급하는 조건을 명시하는 방식을 통해 적용할 수 있다.

10) 용자를 진행하는 방식에 따라 일시에 필요자금을 전액 집행하는 경우를 Term Loan으로, 대출한도를 사전에 약정하고 필요시 자금을 집행하는 경우를 Line of Credit으로 구분해 볼 수 있다. 불완전 계약의 관점에서는 계약의 불완전성을 최소화하는 것이 필요하므로 후자가 보다 적합한 대출 방식으로 간주될 수 있다.



논의한 바와 같이 국내에서는 중소기업의 정책자금 의존도는 이미 상당히 높은 수준이다. 따라서 중소기업에 대한 정보와 이의 분석능력을 가장 많이 갖춘 중진공단 등이 적극적 경영참여(professionalization)를 총괄하여 담당하는 것도 하나의 방안이 될 수 있다.<sup>11)</sup>

중진공단은 이미 기업진단 사업을 조직의 핵심역량으로 간주하고 있다. 따라서 이를 기반으로 한 적극적 경영참여를 통해 새로운 방식의 정책자금 공급 방식을 추진할 수 있는 여건은 충분히 마련되어 있는 셈이다. 결론적으로, 불완전계약이론에 기반한 새로운 정책금융 제도는 기존 정책금융기관의 노하우를 활용한 역할 확대를 통해 중소기업에 대한 정책자금의 적극적인 공급을 촉진할 수 있다는 점에서 매우 중요한 정책적 의미를 지닌다.

## 5. 결론

불완전계약이론은 실질적인 금융 계약에 내재한 정보비대칭성에 따른 문제를 완화할 수 실마리를 제공한다. 이로부터 매우 중요한 학문적, 정책적 시사점이 도출될 수 있다. 현재 우리나라에서 정부 재정자원을 원천으로 한 중소기업 정책자금은 정책 분야 연구의 주된 주체가 되었고, 학계에서도 현실적인 중요한 이슈로 자리 잡고 있다. 그간 정책금융기관을 주축으로 한 대출 및 보증을 중심으로 한 양적확대로 금융시장과 민간금융기관의 변화가 필요하기도 하다. 한국 경제에서 중소기업이 차지하는 비중과 중요성을 감안할 때 새로운 정책금융제도에 대한 연구는 매우 시급하고도 중요한 과제이다.

중소기업 정책자금의 지원범위와 대상, 한도 등과 같은 미세조정은 지속적으로 이루어져 오고 있다. 하지만, 본고에서는 그러한 다소 피상적인 문제보다는 보다 근원적이고 심층적으로 정책금융기관의 역할 재조정에 집중하였다. 여기에 2016년 노벨 경제학상 수상 분야인 불완전계약이론은 중요한 시사점을 주고 있다. 이에 본고에서는 불완전계약 문헌과 관련 논의에 근거하여 중소기업 정책자금에 관한 정책적 시사점을 새롭게 도출하고자 하였다. 구체적으로는 불완전계약이론에 기반한 새로운 정책금융 계약의 도입을 위해 정책자금 공급자의 법률에 근거한 권한 설정과 이의 행사를 위한 전문성 확보라는 관점의 개선방안을 제시하였다. 또한 이의 실무적용을 위한 사례연구를 중소기업진흥공단을 중심으로 진행하였다. 본고의 주요 연구결과는 다음과 같이 요약할 수 있다.

먼저 정책자금 투입에 따른 법률적 근거를 마련하는 권한 설정 단계에서는 해당 정책자금 계약 시 지배구조와 관련된 의사결정을 언제, 누가할 수 있는지에 대한 분명한 기준을 설정하여야 한다는 논거를 제시하였다. 전문역량의 행사 단계에서는 사전에 명시된 상황에 따른 소유권 이전 정도에 따라 경영진 파견, 구조조정, M&A, 자산양수도 등과 같은 경영참여가 순차적으로 진행되어야 한다는 이론적 근거를 제시하였다.

본고에서 제시한 불완전계약이론에 기반한 새로운 정책자금 제도는 정책자금 계약에서 명시되지 않은 사항에 대한 의사결정권의 주체를 정부(또는 정책자금기관)로 하여 계약의 비효율성을 최소화할 수 있고, 그 결과에 따른 소유권의 통제 및 소유권 거래를 통해 민간금융시장의 발전을 추가적으로 도모할 수도 있다. 이를 통해 정책금융 계약에서 채권자 또는 투자자인 정부의 관점에서는 소유권에 대한 통제권한을 추가로 확보할 수 있는 계약조항

11) 통상의 경우 특정 중소기업은 민간금융기관과 정책금융기관의 지원자금을 함께 활용하는 경우가 대부분이므로 적극적 경영참여를 위한 민간금융기관과의 역할 분담에 대한 논의도 중요한 연구주제가 된다. 본 주제에 대해서는 후속 연구에서 자세히 다루고자 한다.

의 추가를 통해 기존 방식에서는 지원할 수 없었던 상황까지도 정책금융의 제공이 가능해질 수 있다.

불완전계약이론에 기반한 새로운 정책금융 제도는 정책금융기관은 물론 투자대상이 되는 기업 입장에서 제도에 대한 수용성을 극대화할 수 있다는 점에서 장점이 있다. 정책금융기관의 관점에서는 현재 정책자금의 주류인 용자계약(standard debt contract)을 적극적으로 활용하게 되므로, 그간 축적한 용자와 관련된 전문성을 발휘할 수 있기 때문이다. 또한 기업 입장에서 이미 자금공급 계약시 경영상황에 따라 지배구조의 변화가 발생하게 된다는 점을 충분히 인지하게 된다. 투자자의 역량을 활용한다면 피투자 중소기업의 성과가 향상될 가능성도 높아질 것이다.

불완전계약을 활용한 새로운 정책금융제도의 활성화를 위해서는 장기적으로 용자에 기반한 자금공급 중심에서 정부에서 추진하고 있는 투융자복합금융, 투자우선부보증제도와 같은 파생상품적 특성을 가미한 제도로의 확장도 추진할 필요가 있다. 이러한 지원방식의 다변화를 위해서는 정책금융기관의 기업에 대한 이해도는 물론 금융시장에 대한 전문 역량 제고가 무엇보다도 중요한 요건이 될 것이다. 또한 새로운 정책자금 제도의 도입을 위한 개선방안을 제시하면서 정책자금 집행기관과 정책자금의 이분법이 더 이상 유효하지 않음을 이론적으로 증명하였다는 점에서도 본 연구는 의의가 있다.

한편 본고에서는 정책적 시사점의 제시에 그치지 않고 이의 실무 적용성을 높일 수 있는 방안을 함께 검토하였다는 점에서도 의의가 있다. 중소기업진흥공단의 사례를 예로 들어 기업진단 등을 통해 확보하고 있는 중소기업의 경영과 관련된 전문역량을 활용할 수 있는 방식을 구체적으로 제시하였다. 이를 통해 통상의 경우 지원될 수 없었던 중소기업도 정책자금을 지원할 수 있는 근거를 이론적으로 마련할 수 있을 것이다.

본고에서 제시한 개선방안은 단기적으로는 중소기업이 가지고 있는 정보비대칭성에 대한 단점을 극복하여 더 많은 정책자금지원이라는 정책목표달성을 위한 이론적 근거를 제시할 뿐만 아니라 장기적으로는 새로운 정책금융제도의 시행결과 M&A 등 지배구조시장(market for corporate control)과 관련된 보다 넓은 자본시장의 생태계 구축에도 기여할 수 있는 부가적인 장점도 거둘 수 있다.

하지만, 본고는 새로운 정책금융제도의 도입을 위한 이론적 관점에서의 개선사항을 제시하고자 하였으므로, 실제 자금공급계약에 필요한 세부적인 조항의 검토 및 적극적 경영참여(professionalization)에 필요한 민간금융기관과의 역할에 대해서는 충분히 다루고 있지 못하다. 이는 추후 관련연구에서 실무 적용성을 극대화하기 위한 세부방안을 제시하는 과정에서 검토하고자 한다.

새로운 제도를 도입하는 과정에서 우선적으로 검토하여야하는 점은 제도의 장점이 아니라 제도의 수용성이다. 아무리 좋은 제도라고 할지라도 시장참여자의 관심이 없다면 그 실효성은 무의미하다. 불완전계약에 기반한 새로운 정책금융 제도는 수용성의 측면에서 정책목표 달성에 효과적인 수단임에 분명하다. 모쪼록 본고가 관련 연구의 본격적인 진행을 위한 초석이 되길 바란다.

## 참 고 문 헌

- 김헌, 2008, 정부지원사업이 벤처기업의 기술혁신과 생존에 미치는 영향에 대한 연구, 정책자료 2008-07, 과학기술정책연구원, 1-76.
- 금융위원회, “정책금융 역할 재정립 방안”, 보도자료, 2013
- 박상진·최선규, 2000, 정보통신벤처기업 자금조달 시의 비대칭적 정보의 문제점과 이의 해결을 위한 최적계약 메카니즘에 관한 연구, 한국통신학회 학술대회논문집, 480-483.
- 배경화, 2006, 기술혁신 중소기업 정책금융의 효과적인 성과관리를 위한 성과평가방안, 정책자료 2006-08, 과학기술정책연구원, 1-68.
- 송중국, 2004, 기술혁신을 위한 금융시스템의 발전방안, 정책연구, 1-182.
- 유경원·김경근·배상후, 2014, 창조경제 활성화를 위한 금융지원 방안에 대한 연구, 벤처창업연구, 제9권 제6호, 47-64.
- 이윤준·정기철·장병열·김선우·이민규·김영훈·김서균·정우진·이승호, 2012, 기업가 정신 고취를 통한 기술창업 활성화 방안, 정책연구 2012-11, 산업연구원, 1-275.
- 장우현, 2016, 중소기업 정책금융은 소기의 성과를 거두고 있는가?, KDI FOCUS
- 장지인·윤병섭, 2007, 중소기업의 환경변화와 정책자금의 역할, 국제회계연구, 제17집, 1-22.
- 정균승, 2010, 중소기업의 관계형 대출 연구, 산업경제연구, 제23권 제4호, 1887-1910.
- 정승일, 2009, 기술혁신기업 구조조정 추진체계 개선방안, STEPI Insight, (35), 1-20.
- 중소기업중앙회, “2016년 중소기업 위상지표”, 2016.
- Admati, A.R., Pfleiderer, P.P., 1994. Robust financial contracting and the role of venture capitalists. *Journal of Finance* 49, 371-402.
- Aghion, P., and Bolton, P. (1992). An incomplete contracts approach to financial contracting. *The review of economic Studies*, 59(3), 473-494.
- Anson, M., 2006, *Handbook of Alternative Assets*, 2nd ed., John Wiley and Sons.
- Berglöf, E. (1988). Capital structure as a mechanism of control: A comparison of financial systems. Program in Law and Economics, Harvard Law School.
- Crocker, K. J., and Reynolds, K. J. (1993). The efficiency of incomplete contracts: an empirical analysis of air force engine procurement. *The RAND journal of economics*, 126-146.
- Diamond, D. W. (1989). Reputation acquisition in debt markets. *The journal of political economy*, 828-862.
- Dewatripont, M., and Tirole, J. (1994). A theory of debt and equity: Diversity of securities and manager-shareholder congruence. *The quarterly journal of economics*, 1027-1054.
- Grossman, S. J., & Hart, O. D. (1986). The costs and benefits of ownership: A theory of vertical and lateral integration. *The Journal of Political Economy*, 691-719.
- Hart, O. (1995). *Firms, contracts, and financial structure*. Clarendon Press.
- Hart, O., and Moore, J. (1990). Property Rights and the Nature of the Firm. *Journal of political economy*, 1119-1158.
- Hellmann, T., and Puri, M. (2002). Venture capital and the professionalization of start up firms: Empirical evidence. *The journal of finance*, 57(1), 169-197

- Kang, J. K., and Shivdasani, A. (1997). Corporate restructuring during performance declines in Japan. *Journal of Financial economics*, 46(1), 29-65.
- Kaplan, S.N., Minton, B.A., 1994. Appointments of outsiders to Japanese boards: determinants and implications for managers. *Journal of Financial Economics* 36, 225-258.
- Kaplan, S. N., and Strömberg, P. (2003). Financial contracting theory meets the real world: An empirical analysis of venture capital contracts. *The Review of Economic Studies*, 70(2), 281-315.
- Myers, S. C. (1977). Determinants of corporate borrowing. *Journal of financial economics*, 5(2), 147-175.
- Mill, K. G. and McCarthy, B, 2015, *The State of Small Business Lending: Credit Access during the Recovery and How Technology May Change the Game*, Harvard Business School, Working Paper, 15-004.
- Rassenfosse, G., and Fischer, T. (2016). Venture debt financing: Determinants of the lending decision. *Strategic Entrepreneurship Journal*, 10(3), 235-256.
- Shleifer, A., and Vishny, R. W. (1997). A survey of corporate governance. *The journal of finance*, 52(2), 737-783.
- Stiglitz, J. E., and Weiss, A. (1981). Credit rationing in markets with imperfect information. *The American economic review*, 71(3), 393-410.
- Tirole, J. (2009). Cognition and incomplete contracts. *The American Economic Review*, 99(1), 265-294.
- Williamson, Oliver E. "Transaction cost economics." *Handbook of industrial organization* 1 (1989): 135-182.

# New Role of Policy Funding for SME Based On Incomplete Contract Theory

## - Reconsidering the role and function of SBC

**Hyung-Goo Kang**

Department of Finance, Hanyang Univ.

**Ki Beom Binh**

Department of Economics, Myongji Univ.

**Byungsuk Han\***

Department of Finance, Hanyang Univ.

### Abstract

This study is the first to apply incomplete contract theory to policy funding in Korea. There have been many studies on the necessity of policy funding for SMEs. However, there is a lack of research on how to resolve the asymmetry of information, which is the root cause of the need. Therefore, it is a very meaningful to study alternatives that can fill the gaps of existing studies while achieving the purpose of policy funding. The purpose of this study is to derive policy implications of policy funding for SME based on incomplete contract theory. Specifically, we have proposed ways to establish legal rights of policy fund provider and secure expertise for implementing the rights. Through these discussions, we have made the following contributions. First, we review the policy improvements to mitigate the asymmetry of information and suggest the rationale for expanding the supply of policy funding. In this process, we also argued that the dichotomy of policy funding and policy fund provider is no longer valid and provided practical basis for development of domestic capital market through revitalization of market for corporate control. In addition, we have examined ways to maximize the applicability of implications with the example of SBC(Small Business Corporation). This study has significance both in regard to pioneering a new field of study related to incomplete contracts in Korea as well as providing theoretical grounds with policy funding for SMEs, which could not be supported by governments under incumbent system.

*Keywords* : *Incomplete Contract*, SME(Small and Medium-sized Enterprises), Policy Funding, Information Asymmetry, SBC(Small Business Corporation)

*JEL Classification* : D8, G28, G38

---

\* Corresponding Author. Address: Department of Finance, Hanyang University, 222 Wangsimmiro, Seongdonggu, Seoul ; Email: bhan@hanyang.ac.kr; Tel: +82-2-2220-2883