

사회적 증권거래소의 설립을 통한 사회적 기업금융시장의 국제경쟁력 강화

김 병 연



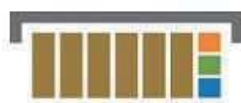
글로벌법제 연구 13-22-①-2

글로벌 법제와 정책연구

금융

사회적 증권거래소의 설립을 통한 사회적 기업금융시장의 국제경쟁력 강화

김 병 연



한국법제연구원
KOREA LEGISLATION RESEARCH INSTITUTE

사회적 증권거래소의 설립을 통한 사회적 기업금융시장의 국제경쟁력 강화

For Improving International
Competitiveness of the Financial Markets
for Social Enterprises Through the
Establishment of Social Stock Exchange

연구자 : 김병연(건국대 법학전문대학원 교수)
Kim, Byoung Youn

2013. 6. 30.

요약문

I. 배경 및 목적

- 사회적 목적 실현과 기업의 영리성간 결합을 통한 사회적 기업 생태계의 활성화 필요성
 - 기업은 본질적으로 정관상 설립목적을 통하여 영리를 추구하는 특징을 가지고 있으나, 사회적 기업은 영리를 추구하는 것이 본질적인 특징이 아니라 정관상 사업목적 자체가 사회적 목적의 추구임
 - 이러한 결과 사회적 기업의 사업활동은 일반적인 영리기업에 서와 같은 최대한 영리추구라는 목적을 지향하는 것이 아니며,
 - 고용, 환경, 복지 등 ‘사회적 목적’의 실현은 영리성을 추구하는 기업의 본질과는 맞지 않는 면도 있지만, 사회의 공동복지의 증진을 지향하는 ‘사회적 목적’의 실현은 현대 자본주의가 지향하는 물질만능과 실적지상주의의 폐단을 극복함으로써 공동의 선을 제고함에 있어서 반드시 필요한 것으로 인정되고 있음
 - 그러나 기업의 운영은 그것이 영리적 기업이건 비영리적 기업이건, 영리성을 추구하는 일반적인 기업이건 사회적 목적을 추구하는 사회적 기업이건 간에 기업의 활동에 필요한 자금의 확보와 공급이 필수적임에도 불구하고 자금의 공급자를 찾기가 용이하지 않다는 것이 문제임

- 즉 이러한 사회적 목적들의 실현을 위해서는 자금의 확보가 절실한데, 사회적 목적의 추구를 위해 기업을 설립하고 운영하려는 자들은 일반적으로 자체적인 자금이 부족한 것이 사실이기 때문에 그러한 기업에 자금을 투자할 투자자를 확보하여야 하는데 그것이 용이하지 않다는 것이 현실적인 어려움임
- 기존의 경우 주로 정부의 재정적 지원이나 기업활동을 통하여 사회적 목적을 실현하는 것에 동의하는 대기업 및 일반 대중들로부터 모집된 일종의 기부자금으로 공급하는 것이 절대적인 부분인데, 정부 재정이나 기부금은 각각 재정계획이나 기부금 모집의 안정적 조달의 한계로 인하여 일회적 혹은 단발적인 자금조달이 될 가능성이 높은 바, 기업활동의 자금조달창구인 자본시장을 통한 안정적인 자금조달방법을 적극 모색하는 것이 필요함

II. 주요 내용

□ 사회적 기업의 개념

- 사회적 기업은 사회적 목적의 실현이라는 점에 중점을 두게 되면 공공적인 성격이 강하게 나타나게 되고, ‘기업’이라는 측면에 중점을 두게 되면 영리성을 강조하게 된다는 점에서 이중적 특징을 가지고 있음
- 사회적 기업을 정의하자면, 영리적인 기업 활동을 통해 수익을 창출하고 창출된 수익은 사회적 목적을 위해 재투자하는 기업이라 할 수 있음

□ 사회적 기업의 자금조달

○ 사회적 기업은 사회적 목적을 이루기 위한 자원 마련이나 운영을 위한 자금조달의 필요성 등을 위하여 영업활동을 하는 영리조직이 필요함

- 그러나 사회적 기업은 사회적 목적을 이루는 것이 주된 목적이기 때문에 경제적 활동을 통해 발생한 이익을 배분하는 것보다는 순환적으로 사회적 목적을 위해 자체적인 활동에 대한 재투자 내지 다른 사회적 기업에 투자하는 것을 원칙으로 삼고 있음

□ 사회적 기업활동에 대한 자금 지원에 있어 한계를 가지는 정부재정이나 기부금의 역할을 극복하고 자본시장을 통한 지원방안을 모색할 필요성이 있음

○ 사회적 기업이 정부나 기부금과 같은 일회성 지원에 의존하지 않고 지속적이고도 안정적인 자금조달 확보를 위해서 자본시장을 통한 자금공급지원 시스템을 정립하는 것이 필요함

- 기존의 거래소를 통하여 사회적 기업금융을 실현하려는 시도는 현재의 사회적 기업의 재무구조 하에서는 그 목적 달성이 용이하지 않음
- 현재 우리나라의 경우를 예로 들더라도 유가증권시장은 물론이고 코스닥시장을 통하여서도 기존의 상장요건 등의 엄격함을 고려한다면 기존의 자본시장거래소를 통한 자금의 조달은 쉽지 않음
- 결국 사회적 기업이 자본시장에서 자금을 조달하기 위해서는 브라질과 같은 프로젝트 상장형 거래소의 형태를 취하거나 영

국과 같이 자본시장 중간조직(Intermediaries)인 금융투자회사들을 통하여 사회적 영향 투자자(social impact investors)들이 간접적으로 사회적 기업에 자금을 조달하는 방법이 유력함

Ⅲ. 기대효과

- 사회적 기업에 자금을 조달하기 위한 소위 사회적 증권거래소를 조속한 시일 내에 준비할 필요성이 있음
 - 우리나라의 경우 중소기업 전용거래소를 표방하는 KONEX가 2013년 7월 개장을 앞두고 있는데, 벤처 및 중소기업을 대상으로 한다는 점에서 기존 코스닥시장과 유사하지만, 코스닥시장에 비해서 상장요건 등이 완화되어 있고 전문투자자들만이 투자하는 시장이라는 점에서 기존 코스닥시장과는 차이가 있고, 지정자문인을 통하여서 거래하도록 한다는 점에서 자본시장 중간조직인 broker를 통하여 거래하는 영국의 social stock exchange와 유사하다고 할 수 있음
 - JP Morgan에 따르면 사회적 영향투자자들의 투자예상규모는 2013년 기준으로 \$9 billion에 달하며, 10년 뒤에는 \$200 내지 \$650으로 성장할 것으로 보고 있음
- 국제경쟁력을 갖춘 사회적 증권거래소의 필요성
 - 사회적 기업의 필요성과 그 규모가 점차적으로 증가되어 가고 있는 반면, 자금조달의 방법과 통로는 과거 정부의 재정, 기업과 개인으로부터의 기부 등으로부터 자본시장을 이용한 자금조달로 그 통로가 이동하고 있는 중임

- 현재 프로젝트 상장형으로 운영되고 있는 브라질과 남아프리카 공화국, 사회적 영향투자자(social impact investors)와 사회적 기업을 연결하는 자본시장형 사회적 증권거래소의 형태로 운영되는 영국, 싱가포르, 캐나다가 있음
 - 지분상장을 통하여 자금조달을 하는 방식중 자본시장 중간조직(intermediaries)을 이용하여 사회적 영향투자자와 사회적 기업을 연결하는 형식보다는, 직접 지분을 매수 또는 매도할 수 있도록 하는 방식이 사회적 기업의 자금조달 생태계를 활성화 하는 데 더 도움이 될 것임
- 향후 사회적 기업금융 규모가 급증할 것으로 예상되는바 사회적 증권거래소의 설립과 활성화를 통하여 국제적 경쟁력을 제고함으로써 사회적 기업들을 많이 유치하도록 할 필요성이 있으며 이것을 결국 궁극적으로 국내 자본시장의 경쟁력을 높이는 것이 될 것임

▶ 주제어 : 사회적 기업, 사회적 기업금융, 사회적 증권거래소, 중간조직, 사회적 영향투자, 사회적기업 육성법

Abstract

I . Background and objectives

- Combination of Social Objectives and Corporate Profit for Activating Social Enterprises Ecosystem
 - Unlike typical commercial companies, the objectives under the articles of incorporation of social enterprises are the pursuit of social objectives.
 - So, the business activities of social enterprises are not profit-oriented as much as in a typical commercial enterprise.
 - Social objectives cover employment, environment, welfare, etc. They are different from the nature of typical companies.
 - However, regardless of profit pursuing or non-profit pursuing companies, it is essential for all corporations to finance for their business activities.
 - In general, social enterprises is a lack of investors to fund due to their low-profit business.
 - Currently, government finances and donations are the major source of the social enterprises' financial resources. But, government finances and donations are not the stable way of financing.

II. Main Contents

Definition of Social Enterprises

- Social Enterprise is the entity that has two different characteristics: public from the perspective of realizing social objective and private or profitable from the perspective of focusing ‘corporation’.
- A social enterprise is an organization that applies commercial strategies to maximize improvements in human and environmental well-being, rather than maximizing profits for external shareholders. Social enterprises can be structured as a for-profit or non-profit, and may take the form of a co-operative, mutual organization, a social business, or a charity organization.
- The term has a mixed and contested heritage due to its philanthropic roots.

Financing Social Enterprises

- For example, it is not easy to finance through KOSDAQ market as well as through the securities market, considering their rigid listing requirements.
- It is required to overcome limitations of the government finance and donations in financing social enterprise activity, and to set up funding support system through the capital market for stable financing social enterprise business.
- It is not easy to achieve financing and supporting the activities of

the social enterprises through existing Exchanges under the current financial structure of the social enterprises.

III. Expected Effect

Necessity of Social Stock Exchange with International Competitiveness

○ While the need for social enterprises and its size are becoming gradually increased, the ways and channels of funding have been moving from the government's finances and donations from the businesses and individuals to direct funding in the capital markets, as the passage is in the process of moving.

- In order to raise funds in the capital markets for social enterprises it is better to establish an effective system: project listing type like BVSA in Brazil or equity listing type that social impact investors may participate in the capital market through financial intermediaries like SSE in England.

- In the future, volume of social enterprises financing is expected to surge in scale, and so the establishment of social stock exchange for social enterprises is very urgent by improving the international competitiveness of the domestic capital markets through inviting foreign companies for listing in domestic stock exchange like KONEX.

► **Key Words : Social Enterprise, Social Enterprise Financing, Social Stock Exchange, Intermediaries, Social Impact Investment, Social Enterprise Promotion Act**

목 차

요 약 문	5
Abstract	11
제 1 장 서 론	17
제 1 절 연구의 목적	17
제 2 절 연구의 범위	20
제 2 장 사회적 기업의 개념정의와 현황	23
제 1 절 사회적 기업의 개념	23
I. 사회적 기업의 이중적 성격	23
II. 우리나라에서의 사회적 기업의 개념	24
제 2 절 사회적 기업의 운영 및 자금조달	26
I. 사회적 기업의 운영	26
II. 사회적 기업의 자금조달	31
제 3 장 사회적 기업금융과 자본시장	35
제 1 절 사회적 기업금융의 의의 및 유형	35
I. 사회적 기업금융의 의의	35
II. 사회적 기업금융의 유형	36
제 2 절 사회적 기업금융과 자본시장	38
I. 사회적 기업금융시장의 확대필요성	38
II. 사회적 기업금융과 중간조직(Intermediaries)	39

제 4 장 사회적 증권거래소의 설립과 운영	47
제 1 절 사회적 기업금융투자의 EXIT Platform 구축 필요성 ..	47
I. 사회적 증권거래소의 의의 및 기능	47
II. 사회적 영향투자자를 위한 EXIT Platform의 구축 필요성 ..	48
제 2 절 사회적 증권거래소의 해외사례	53
I. 개요	53
II. 브라질의 사회적 증권거래소	54
III. 영국의 Social Stock Exchange	56
IV. 싱가포르의 사회적 증권거래소 시스템	58
V. 캐나다의 GREENSX	60
제 3 절 사회적 증권거래소의 설립과 운영	62
I. KONEX 시장의 개설과 사회적 기업금융	62
II. KONEX 시장에서의 거래	63
III. 사회적 증권거래소의 국제경쟁력 강화	69
제 5 장 결 론	73
참 고 문 헌	77

제 1 장 서 론

제 1 절 연구의 목적

본질적으로 영리를 추구하는 기업은 영리획득의 대상인 사회공동체에 대하여 일정한 책임을 져야 한다는 차원에서 기업과 사회의 공생협력관계 강화방안으로 그 동안 기업의 사회적 책임(CSR: Corporate Social Responsibility)을 강조하여 왔다. 정책적으로도 기업의 CSR경영을 적극 유도할 수 있는 방법을 모색해 왔고, 그러한 노력의 결과 사회적 책임을 다하는, 즉 CSR경영을 하는 기업에게 투자하는 사회적 책임투자(SRI: Social Responsibility Investment)를 활성화함으로써 기업들의 사회적 책임을 유도하려는 움직임도 있었다. 이러한 기존의 수단들이 기업의 사회적 책임을 이루기 위한 간접적인 시도라고 한다면, 최근 사회적 기업의 활성화 움직임은 기업의 설립목적 자체가 단순한 영리획득을 위한 사업의 운영이 아니라, 정관상 기업목적에 고용이나 환경 등과 같은 사회적·공익적 목적을 달성하기 위한 것으로 표방함으로써 사회적 목적을 이루기 위한 직접적인 시도라는 점에서 큰 차이가 있다.

사회적 목적을 정관상 사업목적으로 하는 소위 ‘사회적 기업’들은 그 목적 사업의 성격상 높은 영리획득의 가능성이 낮은 것이 사실이다. 그 결과 금융기관 등 금융권으로부터의 차입도 쉽지 않고 투자자를 모집하는 것도 용이하지 않아 사회적 기업들은 운영에 필요한 자금조달에 어려움을 겪고 있는 실정이다. 현재는 『사회적기업육성법』과 『협동조합기본법』 등의 특별법 제정으로 정부재정으로부터의 보조금에 사실상 의존하고 있는 실정이며, 일부는 crowd funding을 하기도 하고,¹⁾ 기업들이 운영하는 재단으로부터의 출자 내지 지원을 기대하

1) 최근 crowd funding 관련 입법 작업이 진행 중이다.

기도 한다. 그러나 이러한 자금조달방법은 안정적인 자금공급의 측면에서도 문제가 있고 후술하는 바와 같이 자금운영에 대한 감시기능의 부족으로 인해 도덕적 해이(moral hazard)가 발생하는 등 기업운영을 매우 불안정하게 한다.

현재 『사회적기업육성법』에 따르면 기업운영으로부터 발생한 이익을 다시 사회적 기업운영에 재투자하도록 요구하고 있으며(법 제3조 제3항), 사회적 기업에 재정지원을 한 ‘연계기업’은 사회적 기업의 영업이익을 취할 수 없도록 되어 있다(법 제3조제4항). 통상적으로 기업은 기업운영에 필요한 자금의 조달을 위해서 거래소라고 하는 자본시장에 증권 등을 상장시켜 투자자로부터 투자를 이끌어내는 것이 일반적이다. 대규모의 자본이 단순히 기부의 형태로 출자되기를 기대하는 것은 시장경제 시스템에서는 무리가 있다. 따라서 대규모 자본이 기업운영에 필요한 자본으로 전환되기 위해서는 영리를 추구하는 회사가 회사의 운영으로부터 발생한 이익을 배당하는 것처럼, 출자자에게 어떤 형태로든 이익이 돌아가는 것이 필요하다.

한편 자본시장을 통한 자금조달방법은 외부의 일반투자자가 사회적 기업의 경영에 개입하도록 만든다는 점에서 사회적 기업의 운영주체들은 자신의 기업경영에 장애가 발생할 가능성을 염려하는 목소리를 내기도 한다. 그러나 사회적 기업들도 정부나 비영리재단 등으로부터 기부가 축소되면 기업경영 자체가 어렵게 되거나 장기적인 경영계획을 세우기 어렵다는 현실적인 어려움을 충분히 고려하는 자세가 필요하다. 또한 정부나 비영리재단으로부터의 지원에 의존하게 되면 결국 자금의 공급자로부터의 경영감시가 일반적인 주식회사의 경우보다 느슨할 수밖에 없기 때문에 도덕적 해이(moral hazard)에 대한 우려가 있다는 점도 인식하여야 한다. 사회적 기업에 출자를 하려는 주체들도 사회적 기업을 단순히 기업활동을 통하여 이윤획득을 하는 차원에서

만 접근하지 말고, 우리 사회의 전체적인 복지를 증가시킨다는 차원에서 소위 ‘사회적 이윤(social profit)’을 창출하는 인격체로 보아야 하고, 사회적 이윤은 단기에 달성되는 것이 아니라 장기적으로 달성되는 성격의 것이라는 점을 인식하는 것이 중요하다.

사회적 기업은 정부나 비영리재단으로부터 그 운영자금을 조달하는 것이 기존의 대부분이었으나, 사회적 기업생태계의 활발한 작동과 자생력을 키우기 위해서는 자본시장에서 자금을 조달하도록 하는 방안이 필요하다. 사회적 기업금융이 자본시장 즉 거래소(exchange)를 중심으로 이루어지는 경우에는 정부나 비영리재단에 의한 자금공급의 경우처럼 복잡한 자금공급절차를 거치지 아니하고 사회적 기업의 창의적인 아이디어와 잠재적인 사업가치만으로 자금조달을 이루어낼 수 있다는 장점이 있다. 국내 사회적 기업들이 자금을 조달할 수 있는 국내자본시장이 형성되지 않는다면 결국 공적 자금의 공급에 의존하거나 다른 나라의 사회적 증권거래소로 옮겨가는 결과가 발생할 수도 있고, 이는 결국 사회적 기업생태계의 안정적인 발전에 장애를 주는 것이다.

결국 ‘public’ 혹은 ‘social sector’ 에서의 자금공급으로는 대규모의 사회적 기업으로 성장하는 것은 한계가 있다. 오히려 자본시장에서의 자금공급은 투자자의 결정에 의해 대규모로 이루어질 수 있다는 장점이 있다. 물론 자본시장을 통한 자금공급은 투자자에 대한 배당부담이 원천적으로 발생할 뿐만 아니라, 거래소이용과 투자자에 대한 정보제공의 필요상 각종 공시제도의 운영 등으로부터 기본적인 비용부담이 발생한다는 부담이 있는 것이 사실이지만, 사회적 기업활동의 활성화를 이끌어내기 위한 대규모 자금의 유입은 자본시장 시스템을 이용하는 것이 가장 효율적이라는 시각 하에 이 연구를 진행하고자 한다.

제 2 절 연구의 범위

본 연구에서는 먼저 연구대상의 명확성을 제고하기 위해서 사회적 기업에 대한 현행법과 제도상 개념정의를 시도하고, 사회적 기업금융으로 기능할 수 있는 국내의 다양한 자본시장제도를 점검함은 물론 우리나라에 적용될 수 있는 외국의 사회적 기업금융 현황을 검토한다. 그리고 사회적 기업금융시장의 활성화를 통하여 외국의 사회적 기업이 국내 사회적 증권거래소에 상장을 유치함으로써 국내 자본시장의 경쟁력 강화에 기여할 방안을 모색한다.

본 연구에서는 사회적 기업의 특성을 고려하면서도 대규모의 자본유입을 통한 사회적 기업금융의 활성화를 위해 자본시장을 이용한 자금조달방법에 관하여 구체적으로 살펴보고자 한다. 사회적 기업금융을 활발히 하기 위한 방법으로는 크게 2가지 측면에서 접근할 필요가 있다. 먼저 사회적 기업이 기존의 거래소와 같은 자본시장을 통하여 자금을 조달하는 소위 ‘사회적 증권거래소’의 설립과 운영을 통하여 국내의 사회적 기업 생태계를 활성화시키는 방법을 모색하여야 한다. 다음으로는 해외 사회적 기업들이 우리나라 사회적 증권거래소에 상장할 수 있도록 우리나라 사회적 증권거래소의 국제경쟁력을 강화할 수 있는 방안을 마련하는 것이 필요하다는 점도 인식하여야 한다.

현재 브라질의 사회적 증권거래소는 전형적인 자본시장 거래소의 시스템 그 자체는 아니며 NGO 등이 추진하는 프로젝트에 자금을 출연하는 형태를 취하고 있다. Rockefeller 재단이 중심이 되어 2013년도 하반기에 시작될 예정인 런던의 ‘사회적 증권거래소(Social Stock Exchange)’는 사회적 기업의 주식을 거래하기는 하지만 투자자들이 직접 웹사이트에서 거래할 수 있는 형태는 아니고, broker를 통하여 거래하는 형태로 추진하고 있다. 그리고 2015년 개장을 목표로 준비하

고 있는 Canada의 사회적 증권거래소인 GREENSX는 기존의 자본시장 증권거래소의 형태처럼 직접 투자자가 사회적 기업의 지분을 거래할 수 있도록 추진하고 있다.

사회적 기업에 자금조달을 용이하게 하기 위한 이러한 국제적인 움직임 속에서 국내의 사회적 기업들의 자금조달에 도움이 되는 방안을 모색하는 것은 매우 중요한 일이다. 이에 국내의 사회적 기업들의 자금조달을 용이하게 하는 것은 물론 외국의 사회적 기업들이 우리나라의 사회적 증권거래소에 상장을 추진하도록 함으로써 사회적 증권거래소의 국제경쟁력을 강화하는 방안에 관해서도 연구하고자 한다.

제 2 장 사회적 기업의 개념정의와 현황

제 1 절 사회적 기업의 개념

I. 사회적 기업의 이중적 성격

일반적으로 기업은 영리성을 추구함을 그 본질적인 특징으로 한다고 인식되고 있다. 기업은 지속적으로 추구하는 영리활동을 통하여 발생한 이익을 배분함을 목적으로 하는 독립적인 경제활동단위를 말한다. 기업은 충분한 이익을 창출하고 일자리를 제공함으로써 사회적 책임을 다한 것으로 보아야 한다고 보는 기업이이익우선론의 입장도 있고, 기업이 기업 활동을 통하여 근로자, 주주, 고객의 행복을 극대화하는 것이 기업경영의 최고 가치라고 보는 사회공헌우선론의 입장도 있다.²⁾

사회적 기업은 사회적 목적의 실현이라는 점에 중점을 두게 되면 공공적인 성격이 강하게 나타나게 되고, ‘기업’이라는 측면에 중점을 두게 되면 영리성을 강조하게 된다는 점에서 이중적인 면을 가진다는 특성을 나타낸다. 사회적 기업을 정의하자면, 정관상 목적인 사업이 고용, 환경 등 사회적 목적의 실현에 두는 기업이라고 할 수 있는데, 영리적인 기업 활동을 통해 창출된 수익을 사회적 목적을 위해 재투자하는 기업이라고 보기도 한다.³⁾ 사회적 기업은 사회적 목적의 실현을 추구한다는 점에서 사회복지사업을 하는 기존의 자선단체나 사회단체와 유사한 측면이 있다. 사회적 기업이라는 용어는 새로운 기업적 형태로서 기존의 제3의 영역인 사회적 경제 그리고 비영리조직⁴⁾과

2) 홍복기외 8인공저, 『회사법: 사례와 이론』, 박영사, 2013, 7쪽.

3) 조영복/곽선화/류정란, 『사회적기업: 다양성과 역동성, 배경과 공헌』, 사회적기업연구원, 2010, 6쪽.

4) 비영리조직의 조직적 특성은 다음과 같이 요약된다. 첫째, 일반 사기업과 달리 영

는 구별되어 사용되고 있다고 보는 견해도 있다.⁵⁾

II. 우리나라에서의 사회적 기업의 개념

1. 사회적기업 육성법상 ‘인증 사회적기업’

우리나라에서 사회적 기업의 용어 사용은 사회적 일자리를 제공하기 위한 목적으로 입법된 「사회적기업 육성법」에서 그 개념을 도입하면서부터이다. 그러나 사회적 기업의 개념정의에 대하여 논의를 한 것은 아니고, 소위 ‘인증 사회적기업’이라고 하여서 일정한 인증요건을 갖추어 고용노동부장관의 인증을 받게 함으로써(제7조) 그 용어의 사용이 시작되었다. 즉 ① 일정한 조직형태⁶⁾를 갖출 것, ② 유급근로자를 고용하여 재화와 서비스의 생산·판매 등 영업활동을 할 것, ③ 사회적 목적의 실현을 조직의 주된 목적으로 할 것, ④ 이해관계자가 참여하는 의사결정 구조를 갖출 것, ⑤ 영업활동을 통해 얻는 수익이 대통령령으로 정하는 기준⁷⁾ 이상일 것, ⑥ 정관이나 규약을 갖출

리성을 추구하지 않는다. 둘째, 비정부성을 갖는다. 셋째, 조직구성이 자발성을 갖는다. 넷째, 독립성의 다른 표현으로 자주성을 갖는다. 다섯째, 제도적으로 하나의 조직을 갖춘 실체성을 갖는다. 여섯째, 정치적으로 비정파성을 갖는다. 일곱째, 공익성을 추구한다. 한상진, 『사회적 기업의 복합 이해당사자 구조와 사회적 기업가의 역할 - ‘재활용 대안기업 연합회 ‘를 중심으로 -』, 환경사회학연구 ECO 제13권 제1호, 한국환경사회학회, 2009, 272쪽.

- 5) 실제 사회적 기업은 이윤극대화 이외의 여러 목적을 추구하지만 일부 사회적 기업은 협동조합이기 때문에 이윤의 분배를 허용하고 있다. 이는 모든 사회적 기업이 이윤비분배제약에 따르는 것이 아님을 방증한다. Carlo Boraga/Jacques Defourny 역음, 박대석/박상하/고두갑 옮김, 『사회적기업 I』, 시그마프레스, 2009, 322쪽.
- 6) 사회적 기업이 되기 위해서는 민법상 조합이나 법인, 상법에 의한 회사·합자조합, 특별법에 따라 설립된 법인 기타 비영리민간단체 등 대통령령으로 정하는 조직형태를 갖추어야 한다(사회적기업 육성법 제8조제1호 및 동법 시행령 제8조). 광관훈, 사회적 기업 육성법제 및 기타 창업관련 법제 정비방안, 『증권법연구』 제13권 제3호(2012), 11면 참조.
- 7) “영업활동을 통하여 얻는 수입이 대통령령으로 정하는 기준 이상”이란 법 제8조 제3항에 따라 사회적기업의 인증을 신청한 날이 속하는 달의 직전 6개월 동안에 해당 조직의 영업활동을 통한 총수입이 같은 기간에 그 조직에서 지출되는 총 노

것8), ⑦ 이윤의 3분의 2 이상을 사회적 목적을 위하여 사용할 것9), ⑧ 기타 대통령이 정하는 사항을 갖추고 고용노동부장관의 인증을 받은 기업만이 ‘사회적기업’이라는 명칭을 사용할 수 있도록 하고 있다.

2. ‘인증 사회적기업’ 용어의 문제점과 개선방안

현행 사회적기업 육성법상 인증제도가 엄격하게 운영되는 결과, ‘인증’받지 못한 기업들은 사회적 목적 실현을 위해 설립되고 실제로 사회적 목적 실현 활동을 하고 있음에도 불구하고 ‘사회적기업’이라는 용어를 사용할 수 없다는 문제점이 있다. 외국의 경우 사회적 기업이라는 용어의 사용에 제한을 두지 않고 있다.

이에 대하여 현재의 인증제도를 등록제로 전환할 필요성이 있다는 견해도¹⁰⁾ 있고, 등록제로 전환한다고 하여도 등록요건을 엄격하게 한다면 인증제와 큰 차이가 없기도 하다.¹¹⁾ 그리고 사회적기업 육성법의 경우 인증절차를 거치지 않고는 ‘사회적기업’이라는 용어를 사용하지 못하게 하는 것은 ‘사회적기업’에 대하여 국가의 재정지원이 이루어지기 때문이라고도 할 수 있는데, 이러한 상황에서 등록요건을 대폭 완화하는 방법도 그리 바람직한 것은 아닐 것이다. 결국 사회적 목적 실현이라는 기본적인 요건만 충족하면 일단 ‘사회적 기업’이라는 용어를 사용하게 하되, 법률의 규정에 따라 국가의 지원을 받기 위해서는 추가적인 인증요건을 요구하는 방법이 적절하다고 생각된다.¹²⁾

무비(서비스나 생산에 투입되는 인력에 대한 비용을 말한다)의 100분의 30 이상인 경우를 말한다(사회적기업 육성법 시행령 제10조).

8) 사회적기업 육성법 제9조에서 정하고 있는 일종의 정관의 기재사항을 말한다.

9) 회계연도별로 배분 가능한 이윤이 발생한 경우에는 이윤의 3분의 2 이상을 사회적 목적을 위하여 사용하여야 하는데, 「상법」에 따른 회사·합자조합인 경우만 해당한다(사회적기업 육성법 제8조제1항제7호).

10) 김성기, 『사회적 기업의 이슈와 쟁점 - ‘여럿이 함께’의 동학 -』, 아르케, 2011, 101-102면.

11) 곽관훈, 앞의 논문, 15면.

12) 곽관훈, 위의 논문, 15면.

제 2 절 사회적 기업의 운영 및 자금조달

I. 사회적 기업의 운영

1. 서

사회적 기업의 운영과 관련하여 크게 두 가지 측면에서 접근하여 살펴보아야 한다. 하나는 재무적인 측면이고 둘째는 지배구조와 관련된 것이다. 전자는 사회적 기업뿐만이 아니고 기업활동에 필수적인 요소인 자금조달의 문제이다. 앞서 살펴본 바와 같이 기업에 자금조달이 되는 경로는 정부재정, 기부금 모집 등이 있는데, 여기에서는 사회적 기업 전반적인 재무현황에 관한 것을 먼저 살펴보기로 한다. 지배구조의 문제는 사회적 기업가들이 가장 관심을 가지는 쟁점 중의 하나이기도 하고,¹³⁾ 사회적 기업의 본래의 목적인 사회적 목적을 실현하기 위한 방향으로 기업을 운영할 수 있도록 유지되어야 하는 것이 중요하기 때문이다.

사회적 기업은 사회적 목적을 이루기 위한 자원 마련이나 운영을 위한 자금조달의 필요성 등을 위하여 영업활동을 하는 영리조직을 가지고 있다. 그러나 사회적 목적을 이루는 것이 주된 목적이기 때문에 경제적 활동을 통해 발생한 이익을 배분하는 것보다는 순환적으로 사회적 목적을 위해 자체적인 활동에 대한 재투자 내지 다른 사회적 기업에 투자하는 것을 원칙으로 삼고 있다.¹⁴⁾

우리나라 사회적기업 육성법에 의하면 회계연도별로 배분 가능한 이윤이 발생한 경우에는 이윤의 3분의 2이상을 사회적 목적을 위하여

13) 외부의 투자적인 자본이 유입되어 주식회사의 형태로 운영된다 보면 결국 기업의 운영주체가 원하지 않게 교체되는 점을 우려하는 측면이 있다.

14) 권재열, 사회적 기업 출자 활성화를 위한 회사법적 개선방안, 『증권법연구』 제13권제3호(2012), 87면.

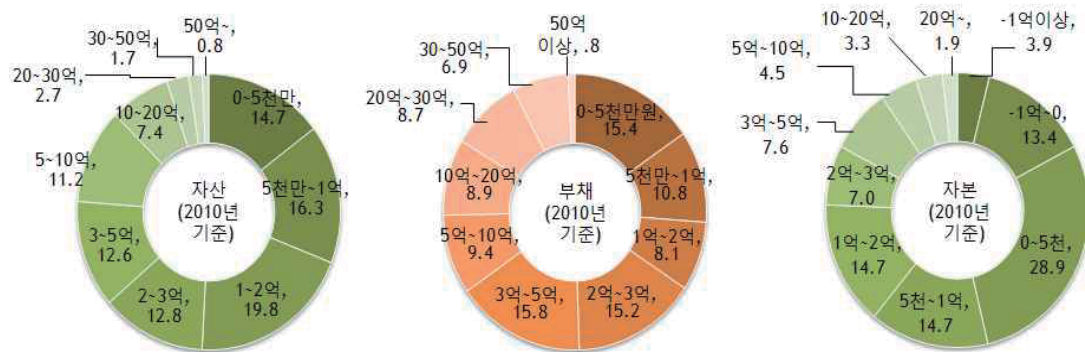
사용할 것을 요구하고 있으며(제8조제1항제7호), 청산하는 경우에는 배분 가능한 잔여재산이 있으면 그 3분의 2이상을 다른 사회적 기업 또는 공익적 기금 등에 기부하도록 규정하고 있다(제9조제1항제9호). 한편 영국의 지역공동체회사인 CIC(Community Interest Company)의 경우에도 법령이 허용하는 경우에만 출자자에 대하여 배당할 수 있으며,¹⁵⁾ 배당을 허용하는 경우에도 배당한도를 설정할 수 있다.¹⁶⁾

2. 사회적 기업의 재무현황

(1) 사회적기업의 자산 및 자본규모

2010년 12월 31일 기준으로 우리나라 사회적기업의 재무상태를 추측해 볼 수 있는 재무구조 분석은 다음의 그림과 같다.¹⁷⁾ 전체적인 재무상태는 열악한 실정인데, 자산규모와 자본규모는 소규모이고, 부채규모는 그에 비해 과중되어 있다.

[표 1] 사회적기업의 자산 및 자본, 부채규모



15) Companies (Audit, Investigations and Community Enterprise) Act 2004 Section 30(1).

16) Companies (Audit, Investigations and Community Enterprise) Act 2004 Section 30(2).

17) 이하 재무현황 자료는 박선화, 『사회적기업 성장단계별 성과 및 지속가능성 분석 I - 사회적기업의 사회적·경제적 성과분석』, 한국사회적기업진흥원, 2011의 자료와 노희진의 4인, 『사회적거래소 설립 및 운영방안 연구』, 2012. 10, 자본시장연구원, 32-35면에서 재인용하였다.

전반적으로 사회적기업의 자산규모는 매우 열악하다. 자산 50억원 이상인 경우가 4개로 전체의 0.8%에 불과하고, 30억-50억원이 8개, 20-30억원이 13개, 10억-20억원이 36개로 자산 규모 10억원 이상의 사회적기업은 61개로 전체 응답 사회적기업의 12.6%에 불과하였다. 이에 반해 자산규모 5천만원이하인 경우가 71개, 5천-1억원이 79개로 자산 1억원 미만인 경우가 전체의 31.0%를 차지하고 있다.

사회적기업의 자본 규모 역시 자산규모와 마찬가지로 소규모 사회적 기업이 대부분이었다. 자본 20억원 이상인 경우는 9개로 전체의 1.9%에 불과하였고 자본규모 5억원 이상인 경우는 47개에 불과하였고, 더구나 자본잠식상태에 있는 사회적기업은 84개나 되었다. 자본금 5천만원 미만의 비중이 28.9%로 가장 많았고, 5천-1억원, 1억-2억원이 각각 14.7%로 나타났다.

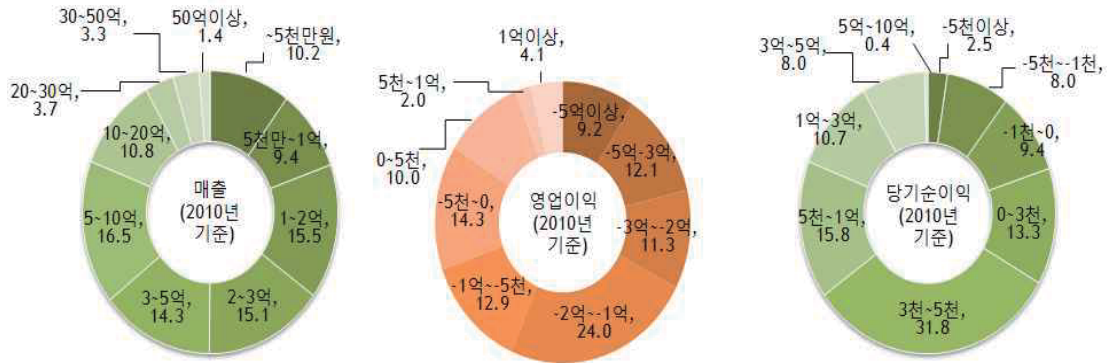
이에 반해 사회적기업의 부채 규모는 50억원 이상이 4개, 10억원 이상의 부채를 가진 경우도 122개였다. 물론 부채가 전혀 없는 것으로 응답한 사회적기업도 35개(7.3%)에 달했다.¹⁸⁾

(2) 사회적 기업의 매출 및 이익

사회적기업의 매출액 및 영업이익, 당기순이익의 규모 역시 위에서 살펴본 자산, 자본, 부채규모에서 나타나는 것과 크게 다르지 않다. 매출액의 경우 50억원 이상인 경우는 7개, 30억원 이상은 37개이며, 매출액 1억원 미만은 96개(19.6%)로 나타나고 있다.

18) 이러한 사회적기업들의 2010년말 자산, 자본, 부채규모는 광선화, 『사회적기업 3주년 성과분석』, 2012. 12. 15, 고용노동부, 180-182면에서 나타나는 2009년 기준의 상황과 비교해 볼 때 전체적으로 악화되었음을 알 수 있다. 이는 뒤이어 서술하는 매출, 영업이익, 당기순이익의 경우에도 마찬가지로의 상황이다. 광선화, 위의 보고서, 136-144면 참조.

[표 2] 사회적기업의 매출 및 영업이익, 당기순이익 현황



매출액 상위 5대 사회적기업의 매출 규모는 전체 사회적기업 매출의 19.5%를 차지하고 있었으며, 매출액 상위 30대 사회적기업의 매출 총액은 전체 사회적기업 매출의 43.3%를 차지하는 것으로 보아, 사회적기업의 재무구조와 마찬가지로 상위 사회적기업에 대한 집중도가 매우 높음을 알 수 있다.

영업이익 규모에 관해서 보면, 1억원 이상의 영업이익을 내는 경우는 20개이며, 전체 사회적기업 중 영업이익을 달성한 기업은 79개로 16.1%에 불과하였다. 반면, 영업손실을 기록한 기업 중 1억원 이상의 영업손실을 낸 곳이 전체의 69.5%에 달하였다.

영업이익 상위 5대 사회적기업의 영업이익 규모는 66억 4,900만원에 달했으며, 또한 영업이익 상위 30대 사회적기업의 영업이익 총액은 99억 8,800만원이었다. 영업력이 비교적 우수한 상위 사회적기업은 높은 영업이익을 실현하고 있으나 사회적기업 5개 중 4개 이상은 영업손실을 보이고 있는 상황이다.

당기순이익 현황을 보면, 5억원 이상 규모의 당기순이익을 실현한 경우는 2개에 불과하였고, 1억원 이상 당기순이익을 실현한 경우는 93개였다. 영업이익이 실현되지 않았음에도 당기순이익이 발생하는 것은 정부 및 대기업 등의 재정지원에 의한 영업외수익에 의해 순이

익을 실현하였기 때문이다. 당기순손실을 보인 곳은 97개로, 사회적기업 5개 중 2개는 외부 재정지원에도 불구하고 손실을 보이고 있음을 알 수 있다. 당기순이익 상위 5개 사회적기업의 당기순이익 규모는 41억 6,600만원에 이르렀으며, 상위 30대 사회적기업의 당기순이익 총액은 전체적으로 93억 9,800만원에 달하였다.

3. 사회적 기업의 지배구조

기업을 운영함에는 일상적인 경영에서부터 자본의 변동이나 구조변경 등의 중요한 의사결정에 이르기까지 많은 결정을 내려야 한다. 회사 혹은 조합의 경우 자금을 출자한 사원 혹은 조합원들이 의사결정에 참여하기는 하지만, 대표자를 선임하여 그 결정을 위임하는 것이 일반적이다. 그런데 기업활동이 다양한 이해관계자(stakeholder)¹⁹⁾들의 협력에 의해 이루어지는 것이기 때문에, 소위 지분을 가진자인 shareholder 뿐만 아니라, 회사와 경제적인 연관성을 가지고 회사의 영향을 받는 경제주체들인²⁰⁾ 이해관계자들에 대한 고려가 중요하다고 보는 것이 최근의 경향이다.²¹⁾

기업에 있어서 이해관계자주의가 강하게 부각되는 것에 비추어본다면, 사회적 기업은 기업활동에 누가 참여하고 기업의 주인이 누구인가라는 물음에서 한 걸음 더 나아가 회사의 정관상 목적이 사회적 목적의 실현이므로 결국 이해관계자들이 논의의 중심에 설 수밖에 없다. 따라서 사회적 기업의 지배구조는 자본소유에 기반을 두지 않고 이해관계자들의 참여에 의하여야 한다는 결론으로 이끌리게 된다.²²⁾

19) 주주, 경영자, 채권자, 근로자, 회사와 계약관계로 연결된 자, 기업이 영리를 획득하는 대상인 사회공동체 등이 이에 해당된다.

20) 김화진, 『상법강의』, 박영사, 2013, 155면.

21) 안택식, 기업의 사회적 책임, 『주식회사법대계 I』, 법문사, 2013, 215면.

22) 권재열, 앞의 논문, 84면.

현행 사회적기업 육성법에 따르면 사회적 기업으로 인증받기 위한 요건으로서 서비스 수혜자와 근로자 등 이해관계자가 참여하는 의사결정구조를 요구함으로써(제8조제1항제4호) 사회적 기업에는 이해관계자의 원리가 지배함을 밝히고 있다.²³⁾ 이러한 사회적기업 육성법의 입장에 대하여 소유자가 존재하는 주식회사의 경우에는 주식회사의 본질적인 특성에 반한다는 점과 사회적 기업을 위한 자본시장이 발달되어 있지 않은 상황에서 정부의 감시가 제대로 작동하지 않을 경우 도덕적 해이(moral hazard)가 발생할 가능성이 있다는 우려를 표하기도 한다.²⁴⁾ 사회적 기업의 형태가 조합, 회사 등 여러 가지가 있기 때문에 한 가지 지배구조의 원리를 적용하는 것은 적절하지 않고 다양한 사회적 기업에 활용될 수 있는 여러 가지 기업유형을 고려하여 지배구조를 고민할 필요가 있다.

II. 사회적 기업의 자금조달

1. 사회적 기업의 자금조달의 특징

사회적 기업이 그 운영에 필요한 자금을 조달하는 방법은 정부나 비영리재단을 통하는 것이 대부분이었다. 그러나 정부나 비영리재단 등으로부터의 기부가 축소되면 사회적 기업활동의 축소라는 결과로 이어지기 때문에 안정적인 사업자금의 조달을 위해서는 자본시장을 통한 방법을 활용할 필요성이 있다.²⁵⁾ 사회적 기업생태계의 기능을 활발하게 하고 자생력을 키우기 위해서는 자본시장에서 자금을 조달하도록

23) 사회적 기업의 정관에는 기관 및 지배구조의 형태와 운영방식 및 중요사항의 의사결정 방식에 대하여 정하여야 한다(제9조제1항제5호).

24) 권재열, 앞의 논문, 87면에서는 이러한 문제점을 해결하기 위한 방안으로서 주식회사인 사회적 기업이라면, 사회적 기업의 특징을 고려하여 이해관계자가 참여하는 의사결정구조를 구축하면서도 동시에 회사 및 출자자의 이익과 충돌되는 것을 방지하기 위해서 이들을 사외이사로 선임하여 이사회에 구성원이 되도록 하는 방안을 제시하고 있다.

25) 김병연, 사회적 기업금융과 자본시장법적 검토, 『증권법연구』 제13권제3호(2012), 95면.

하는 것이 필요하며, 그것이 더 효율적이고 장기적으로도 안정적이다.

정부나 비영리재단으로부터의 기부의 형식을 통한 자금조달의 장점은 법령에서 요구하는 일정한 기준에 맞는 경우 간단한 절차를 거쳐 즉각적인 자금의 공급이 가능하다는 점이다.²⁶⁾ 그러나 현행 사회적기업 육성법에 따른 자금의 지원은 그 후속조치로써 기업운영에 대한 감시장치가 거의 작동하지 않는다는 점에서 도덕적 해이(moral hazard)가 발생할 가능성이 있다. 이에 반해 단점으로는 정부의 재정상황이나 기부자의 경제형편에 따라서 자금의 공급이 원활하게 이루어지지 않을 경우 기업의 경영 자체가 어렵거나 장기적인 경영계획을 세우기 어려운 점이 있다.²⁷⁾ 또한 정부재정이나 기부금에 의한 자금공급으로는 대규모의 사회적 기업으로 성장하는 것에 한계가 있다.

이에 반해 사회적 기업의 자금조달이 자본시장을 통하여 이루어지는 경우에는 사회적 기업의 창의적인 아이디어와 잠재적인 사업가치만으로 자금조달을 이루어낼 수 있다는 장점이 있다. 그러나 자본시장에서의 자금공급은 원천적으로 투자자에 대한 배당의 부담이 발생한다는 점에서 배당을 기본적으로 제한하고 사회적 기업활동에 재투자하는 사회적 기업의 특성과는 맞지 않은 면이 있다. 그리고 투자자 보호의 목적상 공시제도의 운영에 따른 각종 공시의무 이행의 부담과 비용이 발생한다는 점도 자본시장을 통한 자금공급방법을 택함에 있어서 장애요인이 될 수 있다.

2. 기업의 사회적 책임과 사회적 책임투자

사회적 기업에 대한 자금조달은 기업의 사회적 책임과도 관련이 있다.²⁸⁾ 기업운영과 관련하여 사회공동체는 영리획득의 대상임과 동시

26) 김병연, 위의 논문, 95면.

27) 김병연, 위의 논문, 95면.

28) 김병연, 위의 논문, 97면.

에 자금조달의 창구라고 하는 양면적인 성격을 가지고 있다. 그 결과 사회공동체는 기업에 대하여 사회적 책임을 부담할 것을 요구하여 왔다. 그러나 전술한 바와 같이 ‘사회적 책임’이라고 하는 말은 그 문자적인 의미에서도 상호 모순을 내포하고 있다.²⁹⁾ 책임은 법적으로 강제할 수 있어야 하고 또 책임을 이행하여야 할 대상이 명확하게 확정될 수 있어야 함에도 불구하고 특정할 수 없는 ‘사회’라고 하는 불확정의 대상에 대한 것이라는 점을 지적한다.³⁰⁾ 그리고 법적으로 강제할 수 있는 수단도 마땅치 않음은 물론 어떤 경우에 책임이 발생하는가에 대한 판단기준도 제시하기 힘들다는 한계를 가지고 있다. 결국 이것은 법적 책임의 차원에서 이해할 수는 없고, 단지 사회공동체의 일원으로서 기업에 대하여 공익적·도덕적 책임감을 요구하는 것으로 이해하는 것이 적절하다.³¹⁾

이렇게 기업의 사회적 책임을 강제할 수단이 적절하지 않음에 따라 ‘사회공동체’는 자본시장에서 자금을 조달하는 기업들에 대하여 다른 방식으로 사회적 책임의 이행을 강제하는 수단을 개발했다. 즉 기업의 사회적 책임(Corporate Social Responsibility: CSR)을 이행하는 경영을 할 것을 유도하는 방법으로 사회적 책임을 다하는 즉 CSR경영을 잘하는 기업에게 투자하는 사회적 책임투자(Social Responsibility Investment: SRI)를³²⁾ 활성화함으로써 기업들의 사회적 책임을 유도하려는 시도가 있었다.³³⁾

29) 기업의 사회적 책임에 관한 일반적인 논쟁은, 안택식, 앞의 논문, 206-207면 참조.

30) 이철송, 『회사법강의』, 2012, 68면.

31) 이철송, 위의 책, 62면.

32) 사회적 책임투자에 관한 동향은 곽관훈, “사회책임투자(SRI)와 기관투자자의 역할”, 『비교사법』 제13권2호, 2006; 박환일, “세계적인 사회적 책임투자(SRI) 동향”, 『경영법무』 Vol.117, 2004. 1; 오성근, “기업의 사회적 책임(CSR)과 사회적 책임투자(SRI)에 관한 고찰”, 『비교사법』 제13권4호, 2006.

33) 곽관훈, “사회책임투자(SRI)와 기관투자자의 역할”, 『비교사법』 제13권2호, 2006, 464면.

3. 사회적 기업의 출현과 자금조달방법의 발전

기업이 그 본질적인 특성인 영리성을 추구한다면 기업운영에 필요한 자금을 조달함에 있어서 심각한 장애가 발생할 가능성은 없다. 단지 사업목적의 종류와 생산단가, 판로의 확보, 마케팅 등 효율적인 기업운영과 관련된 기업활동의 내재적인 요소는 물론이고 국내 및 국제 경제 환경의 동향에 따른 영향을 받을 뿐이다. 그러나 기업의 목적 자체를 사회적 목적을 달성하는 것에 둔다면, 일단 영리성이 일반기업에 비해서는 떨어질 수밖에 없으며, 그러한 결과 기업운영에 필요한 자금조달에는 어려움이 발생하게 되는 것이다.³⁴⁾ 이러한 특징들을 반영하여 정부재정이나 기부금에 의존해 온 것이 사회적 기업들의 운영자금조달의 내재적 한계라고 할 수 있다.

그러나 이런 상황은 자금조달의 안정적인 보장을 가져올 수 없기 때문에 기업운영의 원활함을 해치는 것이다. 따라서 사회적 기업에 대한 자금조달을 일반적으로 기업들이 자금을 조달하는 예컨대 거래소(exchange)와 같은 자본시장을 이용하는 방법을 적극적으로 모색할 필요가 있다. 사회적 목적 실현을 하는 사회적 기업들이 기존의 정형화된 거래소를 이용하는 것은 쉽지 않다. 따라서 사회적 기업들이 자금을 조달할 수 있는 새로운 형태의 거래소를 활용하는 것이 적절하다. 즉 기존의 거래소와 운영형식은 다소 상이하지만 영국, 브라질과 같은 국가들이 운영하고 있는 사회적 증권거래소의 형식을 통하여 사회적 기업들이 자금을 조달하는 방법을 적극적으로 모색하는 것이 초기 단계에 있는 우리나라의 사회적 기업활동의 활성화에 도움이 되고, 더 나아가 국제적으로 경쟁력있는 사회적 증권거래소의 운영을 통하여 우리나라 자본시장의 경쟁력을 제고하는데 도움이 될 수 있도록 하는 것이 필요하다.

34) 김병연, 위의 논문, 99면.

제 3 장 사회적 기업금융과 자본시장

제 1 절 사회적 기업금융의 의의 및 유형

I. 사회적 기업금융의 의의

최근 사회적 기업의 활동이 활발하게 전개됨에 따라 사회적 기업의 활동에 필요한 자금을 조달하는 사회적 기업금융에 대한 논의가 활발히 이루어지고 있다. 기업이 그 운영에 필요한 자금을 조달하는 구체적인 방법은 금융기관으로부터 직접 자금을 대출받는 것과 다양한 형태의 주식과 사채를 발행하여 자본시장으로부터 자금을 조달하는 방법이 있다.

금융기관으로부터의 대출은 창업단계에 있거나 사업 초기에 있는 사회적 기업에는 이용하기 쉽지 않은 수단이며,³⁵⁾ 자본시장에서 주식과 사채를 발행하는 것도 기업의 기존의 영업실적 등이 뒷받침되어야 하기 때문에 역시 어려움이 있다. 이러한 상황에 있는 사회적 기업들에게 사회적 목적이라는 취지를 보고 기부하는 일반인 내지 재단으로부터의 출연이나 소위 ‘사회적 책임투자(Social Responsibility Investment: SRI)’가 가능할 수 있지만, 현실적으로 사회적 기업과 SRI 펀드를 연결시켜주는 자본시장 중개조직(intermediaries)이 없다면 이러한 방법도 용이한 것만은 아니다. 사회적 기업의 입장에서든 투자자나 기부자를 찾기 어렵고, 사회적 목적기업에 투자 내지 기부하는 자들도 적절한 투자대상기업 내지 기부대상기업을 찾기가 쉽지 않은 것이 사실이다.³⁶⁾ 따라서 자금의 수요자와 공급자를 연결해주는 역할을 하

35) 기업의 영업실적이 일천하고 대출에 필요한 담보의 제공 등이 쉽지 않기 때문이다.

36) 따라서 사회적 기업에 대한 자금의 공급을 출자 내지 투자라는 한 가지 방법으로 제한하지 말고, 기부를 활성화하여 사회적 기업에 자금을 공급하는 방법도 함께 검토할 필요가 있다.

는 자본시장의 금융중개기관(financial intermediaries)이 사회적 기업금융에서는 일반 기업의 경우보다 더 중요한 역할을 하여야 할 필요가 있다.³⁷⁾

사회적 기업금융이 활발하게 되기 위해서는 기업의 활동을 통한 이윤획득을 금전적인 차원에서만 접근하지 말고 소위 ‘사회적 이윤(social profit)’을 창출하는 인격체로 보아야 하고,³⁸⁾ 사회적 이윤은 단기에 달성되는 것이 아니라 장기적으로 달성되는 성격의 것이라는 점도 고려하여야 한다.³⁹⁾ 왜냐하면 기존의 자본시장에서의 기업금융의 원리는 최고 수익의 발생과 투자자에 대한 배당을 위해 노력하여야 한다는 것이기 때문에, 사회적 이윤을 고려하지 않는다면 사회적 기업금융의 토대는 이루어지기 어렵기 때문이다.

II. 사회적 기업금융의 유형

사회적 기업의 운영에 필요한 자금을 조달하는 구체적인 방법은 사원들에 의한 내부출자, 금융기관 등으로부터의 차입, 주식과 사채의 발행 등을 통한 자본시장으로부터의 조달의 형태가 있다. 내부출자는 사회적 기업의 특성상 많은 자금의 출자가 어렵고, 아직 영업실적이 거의 없고 자산이 별로 없는 사회적 기업이기 때문에 금융기관으로부터의 대출도 여의치 않다. 결국 장기적으로 본다면 자본시장을 통한 사회적 기업금융의 방법을 적극적으로 모색할 필요가 있다. 사회적 기업도 결국 기업활동을 통한 이익⁴⁰⁾의 발생이라는 점은 일반적인 기

37) 김병연, 앞의 논문, 99면.

38) 정은희, “사회적 증권거래소(사회적증시)설립 방안 연구”, 『사회적 기업연구』 제2권 제2호(2005), 88면.

39) 김병연, 앞의 논문, 100면.

40) 여기에서의 이익에는 배당의 목적으로 말하는 이익은 당연히 포함된다. 사회적 목적으로 운영하는 사회적 기업이라 하더라도 지속적인 적자는 ‘기업’에는 맞지 않기 때문에 적절한 이익이 발생하는 것은 당연하다.

업과 동일하기 때문이다.

현재 사회적 기업금융의 형태는 정부재정이나 crowd funding과⁴¹⁾ 같은 기부의 형태와 시장에서의 투자(즉 출자)의 형태로 움직이고 있다.⁴²⁾ 우선 전자의 형태는 현행 ‘사회적 기업육성법’의 경우처럼 정부재정으로부터 기부(grant)의 형태로 기업활동을 지원하기도 하고 비영리재단이나 social bank의 형태로 지원하는 형태가 있다. 후자는 일반적인 기업의 경우처럼 주식이나 사채를 발행하여 그러한 증권이 거래됨으로써 자금이 조달되는 것이다.

장기적으로 본다면 자본시장에서 주식·사채 등을 발행하고 사회적 목적을 위한 펀드의 설립 및 운용을 하는 투자(investment)의 방법이 사회적 기업금융에 더 필요하다.⁴³⁾ 영국의 경우에도 사회적 기업금융과 관련하여 public or social sector⁴⁴⁾의 비중이 상대적으로 높는데,⁴⁵⁾ 이러한 현상은 정부나 비영리재단으로부터의 기부가 축소되면 사회적 기업활동의 축소는 당연한 결과가 되기 때문에 안정적인 사업자금의 조달을 위해서는 자본시장에서의 자금조달이 더 효율적이고 장기적으로도 안정적인 자금조달을 할 수 있기 때문이다.⁴⁶⁾

41) crowd funding은 대중투자자로부터 소액의 자금을 모집하여 투자한다는 점에서 과거 유행하였던 ‘netizen fund’와 유사하다. 그러나 후자는 수익률이 주된 본질이지만, 전자는 수익률보다는 기부의 성격을 강하게 가지는 형태라는 점에서 차이가 있다. 김병연, 앞의 논문, 100면 각주 8.

42) V. Kasturi Rangan, Herman B. Leonard, & Susan McDonald, The Future of Social Enterprise, Harvard Business School Working Paper 08-103, 2008, p.4.

43) 김병연, 앞의 논문, 101면.

44) <http://data.parliament.uk/briefingpapers/PublisherService.svc/briefingpapers/SN05758.pdf>

45) 일반적인 기부의 형태가 아니라 public으로부터의 투자의 개념이 강하다.

46) 김병연, 앞의 논문, 101면.

제 2 절 사회적 기업금융과 자본시장

I. 사회적 기업금융시장의 확대필요성

기업의 주된 자금조달원은 자본시장이며, 그 중에서도 거래소(exchange)에 상장된 기업들은 실적에 따라 투자자들로부터 자금을 조달한다. 투자자의 입장에서 거래소에 상장된 기업의 지분을 자유롭게 거래할 수 있다는 것은 자신이 원하는 때에 언제든지 자신의 투자를 회수할 수 있다는 점에서 매력적이다. 한편 기업들은 투자자들의 자금을 끌어들이기 위해서 기업의 실적을 향상시키는 노력을 하고, 정부나 감독당국은 공시제도의 운영과 불공정거래행위 규제 등 다양한 형태의 투자자보호 장치를 통하여 시장의 신뢰성을 지키기 위한 노력을 하게 된다.

사회적 기업도 그 운영에 필요한 자금을 안정적으로 조달하기 위해서는 정부재정이나 기부금 등에 의존하기 보다는 자본시장을 통하는 것이 자금의 안정적인 공급의 확보와 장기적인 기업의 성장을 위해서도 유익하다. 사회적 기업은 일반적으로 기업의 규모는 작지만, 벤처창업의 경우와 유사하게 창의적인 아이디어와 잠재적인 사업가치만으로 투자자들로부터 자금조달을 이끌어 낼 가능성이 있다.⁴⁷⁾

상법에 의한 주식과 사채의 발행을 통한 자금의 조달은 절차의 복잡성과 시간의 소요로 인하여 불편함에 비해, 거래소와 같은 자본시장을 통한 자금의 공급은 시장에서 이루어지는 일정한 공시제도의 이행만으로 투자자의 결정에 의해 신속하게 자금을 조달할 수 있다.⁴⁸⁾

47) 김병연, 앞의 논문, 101면.

48) 발행시장의 경우 투자대상이 처음 시장에 나온다는 이유로 인하여 투자자보호의 차원에서 엄격한 공시규제 등이 적용되기는 하지만, 사회적 기업금융의 확대필요성의 측면에서 본다면 발행시장과 유통시장은 큰 차이가 없으나, 발행시장에서는 일시적인 대규모 자금의 조달이라는 점에서, 유통시장은 안정적인 자금의 수급과 투

발행시장과 달리 유통시장의 경우에는 이미 상장된 증권 등에 대하여 투자자의 결정만 있으면 되기 때문에 신속한 자금의 공급이 이루어지게 된다.

자본시장을 통한 자금조달에 있어서는 거래를 위해서 증권 등의 객관적인 가치가 주어져야 한다. 자본시장의 경우에는 이러한 투자대상에 대한 평가가 시장에서 이루어지지만, 정부나 비영리재단으로부터의 자금지원의 경우에는 시장이 없기 때문에 도덕적 해이를 방지하기 위해서는 적절한 평가기준을 수립해야 한다는 부담이 있다.⁴⁹⁾

II. 사회적 기업금융시장과 중간조직

1. 금융투자회사의 역할

사회적 기업금융시장이 활성화되고 규모가 커지기 위해서는 사회적 기업에 대한 전문투자자, 사회적 책임 투자펀드 등 대규모 자본이 유입될 수 있는 인프라를 조성하여야 한다.⁵⁰⁾ 그러한 인프라로 기능할 수 있는 것은 결국 현재도 자본시장에서 자금중개기능을 행하고 있는 금융투자회사들⁵¹⁾이다. 즉 사회적 기업활동에 대한 금융이 활성화되기 위해서는 사회적 금융의 중간조직(Intermediaries)이 활성화될 필요성이 있다. 사회적 기업금융의 중간조직은 사회적 기업활동에 필요한 자본과 유·무형의 자원, 전문인력, 네트워크 시장 등을 연계하여 사회적 기업 생태계가 활발하게 작동할 수 있도록 촉매제의 역할을 하는 사회적 벤처의 중간조직 중에서 금융 부문에서 역할을 하게

자자금 회수의 보장이라는 측면에서 기능하게 된다.

49) 김병연, 앞의 논문, 101면 각주 11.

50) 김병연, 앞의 논문, 107면.

51) 현행 자본시장법상 금융투자업은 투자매매업, 투자중개업, 집합투자업, 투자자문업, 투자일임업, 신탁업이 있으나, 자본시장에서 자금조달을 중개하는 기능은 주로 투자매매업과 투자중개업일 것이다.

된다.⁵²⁾

특히 소규모의 사회적 기업의 설립 초기에는 공공부문으로부터의 집중적인 투자와 경영지원이 필요하지만, 어느 정도 궤도에 오른 후에는 사회적 목적을 실현하는 사회적 기업에 투자하고자 하는 일반 투자자들도 자유롭게 투자할 수 있도록 하는 투자환경을 조성할 필요도 있고⁵³⁾ 대규모의 자금을 유치하기 위해서는 투자행위를 위한 인프라가 조성되어야 하는 것이다. 지금까지는 사회적 기업금융활동이 주로 정부나 공공기관, 비영리재단 중심으로 움직여 왔는데, 외국의 경우 민간 부문에서 이러한 역할을 담당하고 있다.⁵⁴⁾ 정부나 공공기관 중심의 사회적 기업금융의 경우 정부·공공기관이나 비영리재단이 결국 중간조직의 역할을 하게 되는 것이지만, 민간에서 사회적 기업금융이 이루어지는 경우에는 기존의 금융투자업자가 이러한 역할을 수행하여야 할 것이다.⁵⁵⁾ 그런데 이러한 자본시장 중간조직의 활성화는 결국 영리를 목적으로 하는 기업의 본질과도 조화가 될 수 있어야 한

52) 김병연, 앞의 논문, 107면.

53) 사회적 벤처기업의 성장에 있어서 적절한 시기에 이루어지는 투자가 매우 중요하다고 지적하고 있다. Cynthia Shammugalingam et al., Growing Social Ventures - The role of intermediaries and investors: who they are, what they do, and what they could become, Young Foundation Policy Paper(2011.2), p.34.

54) 국내의 경우 2011.10 기준으로 정부출자 86억, 미소금융중앙재단이 43억의 기금을 조성한 바 있고 100여개 업체에 자금을 지원하고 있다. 민간의 경우 ‘미래에셋 사회적기업 지원펀드’가 40억 정도를 조성하였으나 2011.10 기준으로 투자대상 기업을 선정하지 못하는 등 투자실적이 없는 실정이다.

55) 미래에셋벤처투자는 2012년 8월 21일 사회적기업에 투자하는 40억원 규모의 ‘미래에셋 사회적기업투자조합2호’를 결성했다. 위 투자조합은 성장 가능성이 높은 사회적기업에 대한 재정 및 경영지원을 통해 고용을 창출하고 다양한 사회 서비스를 제공하는데 투자목적을 두고 있다. 이번 출자는 고용부, 삼성화재보험, SK행복나래, 포스워드, 포스플레이트 등이 참여했다. 미래에셋벤처투자는 출자와 함께 기업분석, 투자집행, 리스크관리 등도 담당한다. 미래에셋벤처투자는 2011년에도 총 42억원(고용부 25억원, 민간출자 17억원) 규모로 ‘사회적기업투자조합 1호’를 설립하여 2012년 8월 현재 4개기업에 12억원을 투자하였다. 운용기간은 7년이고 4년의 투자 후 3년간 회수하는 것으로 되어 있다. 한편 민간출자는 현대차그룹(5억원), SK(5억원), 미래에셋증권(5억원), 미래에셋벤처투자(2억원)로 구성되어 있다.

다. 즉 사회적 기업의 활동영역은 일반적으로 수익이 높지 않기 때문에 이러한 기업들을 위해 과연 기존의 자본시장 중간조직이 얼마나 적극적으로 이 분야에 진출할 것인지는 의문이 있다. 결국 수익의 발생이 기대되는 분야와 그렇지 않은 분야로 양극화가 이루어질 수 있는데, 이를 방지하기 위해서는 후자의 분야에 대한 공적인 지원이 필요하다.⁵⁶⁾

2. 자본시장에서의 자금조달과 상법 및 자본시장법상 규제

상법상 회사가 주식이나 사채와 같은 증권을 발행하는 경우 상법상 각종 채무규제가 적용된다. 사회적 기업이 주식회사인 경우에는 주식청약서 및 사채청약서⁵⁷⁾에 의한 증권의 발행, 자본금 및 준비금제도, 재무제표 및 영업보고서 등 회계제도의 적용, 이익배당에 관한 상법상 원칙 등이 적용된다.

거래소에 상장된 기업이 주식과 사채를 발행하는 경우에는 자본시장법⁵⁸⁾상 상장기업에 대한 각종 규제가 적용된다. 증권을 모집·매출하는 경우에는 증권신고서를 금융위원회에 제출·수리되어야 하고, 그 신고서의 효력이 발생해야만 모집·매출이 가능하다(제119조, 121조). 그리고 투자설명서를 작성하여 투자자에게 제공하는(제123조) 등 각종 공시의무를 이행하여야 한다.

증권의 발행은 일반적으로 영업을 위하여 하는 것이기 때문에 금융투자업에 관한 규제가 적용될 수 있다. 즉 누구의 명의로 하든지 자기의 계산으로 금융투자상품의 매도·매수, 증권의 발행·인수 또는

56) 생각해 볼 수 있는 방안으로는 기존의 금융투자회사에게는 인센티브를 부여하는 방안이 있을 수 있고, 아니면 정책적 차원에서 정부나 공공단체에서 출자하여 공공적 성격을 가지는 중간조직을 설립하여 활동하게 하는 방법이 있을 수 있다.

57) 사채발행의 경우 총액인수나 채권매출의 경우 외에는 사채청약서에 의해서 이루어진다(상법 제474조, 476조).

58) 자본시장과 금융투자업에 관한 법률을 말한다.

그 청약의 권유, 청약, 청약의 승낙을 영업으로 하게 되면 자본시장법상 ‘투자매매업’에 해당된다(자본시장법 제6조2항). 따라서 회사가 자금조달을 목적으로 증권을 발행하게 되면 ‘투자매매업’에 해당되어 금융투자업 인가를 받아야 한다. 그러나 자본시장법은 자기가 증권을 발행하는 경우에는 투자매매업으로 보지 않아 금융투자업의 적용을 배제하고 있다(자본시장법 제7조1항).

결국 사회적 기업금융의 결과 자본시장법상 규제의 적용가능성이 대두되지만, 사회적 기업이라는 특수성을 감안하여 비용 감소를 통하여 사회적 기업을 지원한다는 차원에서 접근한다면 규제의 면제를 검토함으로써 규제부담비용을 절감시켜 줄 수 있을 것이다.⁵⁹⁾

3. 자본시장에서의 자금조달과 사회적 증권거래소

(1) 사회적 기업의 자본시장 이용의 한계

거래소시장은 거래소에 상장(listing)⁶⁰⁾된 주식을 가지고 있는 사람들의 거래가 중개인(증권회사)을 통해서 이루어지는 곳이고,⁶¹⁾ 이러한 거래체결의 상황과 매매정보들이 실시간으로 제공되어 거래소는 결국 매매체결을 보증하는 공간을 의미한다.⁶²⁾ 기업들은 이러한 거래소에

59) 이것은 결국 사회적 목적을 추구하는 사회적 기업의 배려에 대한 사회적 합의의 문제이다.

60) 상장(listing)이라 함은 거래소가 거래를 위해서 정형화되어진 주식 등을 거래소에서의 매매 대상으로 하기 위하여 해당 거래소에 일정한 자격이나 조건을 갖춘 거래물건으로서 등록하는 것을 말한다. 김병연·권재열·양기진, 『자본시장법: 사례와 이론』, 박영사, 2012, 18면.

61) 즉 이른바 회원권(seat)(주식회사형 거래소인 경우에는 주주로서의 지분이 될 것)을 가진 자인 증권회사와 같은 금융투자회사만이 거래소시장에서 거래가 가능하다.

62) 이에 반해서 장외시장은 주식을 매도하려는 사람이나 매수하려는 사람이 직접 거래의 상대방을 찾아서 거래가 체결되는 곳이라고 할 수 있다. 증권이 거래되는 장소는 크게 거래소라고 하는 장내시장(exchange)과 장외시장(over-the-counter market: OTC)의 2가지로 구분될 수 있다. 그러나 이러한 구분은 단순한 장소적 개념에 따라 구분되는 것은 아니고, 시장의 운영과 관리 등에 있어서의 차이에 따라 구분되는 것이다.

서 증권을 발행하여 기업운영에 필요한 자금을 조달하게 되고, 거래소는 많은 기업들의 증권이 활발히 거래될 수 있도록 하는 제도적 장치를 마련하고 있다.⁶³⁾

사회적 기업금융의 결과 발행되는 증권은 일종의 지분증권일 가능성이 높는데, 사회적 기업의 증권이 거래소시장에 상장되어 활발하게 거래되는 것은 쉽지 않다.⁶⁴⁾ 왜냐하면 일단 사회적 기업의 규모가 일반적으로 작고 시장에 비교적 덜 알려져 있을 뿐만 아니라, 상장기업에 대한 자본시장법상 공시규제 등을 감당하기에는 인력이나 비용적인 측면에서 적지 않은 부담이 발생하기 때문이다. 결국 사회적 기업은 신용(reputation)의 결여 및 비용부담 등의 이유로 인해 거래소시장을 통하여 기업운영 자금을 조달하는 것은 어렵다.

사회적 기업들이 기존의 거래소 시장을 이용하는 것은 상장요건을 충족하기가 어렵다는 점에서 현실적인 한계이기도 하다. 왜냐하면 대부분의 국내 사회적 기업들은 초기 단계이기도 하고 규모도 적은 경우가 대부분이기 때문이다. 현재 유가증권시장 및 코스닥시장의 상장요건은 다음의 표와 같다.

[표 3] 한국거래소시장의 상장요건 비교

상장요건	유가증권시장	코스닥시장	사회적기업
자기자본	- 100억원 이상	- 15억원 이상	- 자기자본 10억원 이상 26개소 - 자기자본 평균 2.3억원

63) 활발한 증권거래를 위해서는 결국 투자자들의 관심을 집약할 수 있는 방법이 필요하며, 상장제도를 통한 우량기업의 증권거래를 유도하고 투자자보호를 위한 공시제도, 내부자거래·시세조종 등 불공정행위의 예방 및 규제제도 등을 마련하고 있다.

64) 김병연, 앞의 논문, 106면.

제 3 장 사회적 기업금융과 자본시장

상장요건	유가증권시장	코스닥시장	사회적기업
자본상태	-	- 자본잠식 없을 것	- 자본잠식 기업 84개소
경영성과 (택1)	- 법인세 차감 전 계속사업 이익 - 당기순이익 중 시현	- 법인세 차감 전 계속사업이익 시현	- 대상 확인 불가
이익규모 /매출액 (택1)	- 당기순이익 25억원 - 매출액 300억원	- 당기순이익 10억원 - 매출액 50억원	- 당기순이익 5억원 이상 2개소 - 매출액 10억원 이상 94개소

주 : 1) 코스닥시장: 코스닥시장 중 벤처기업에 대한 상장 요건임
 2) 사회적기업: 2010년 말 사업보고서 제출기관 491개소 기준
 3) 유가증권시장 및 코스닥시장의 대표 상장요건을 단순 비교한 것임
 자료: 한국거래소

결국 현재 사회적 기업의 현황을 고려한다면 기존의 거래소의 상장요건을 충족시키기는 쉽지 않기 때문에 기존 거래소를 통해 자금을 조달할 가능성은 거의 희박하다.

(2) 사회적 증권거래소의 필요성

위와 같은 사회적 기업의 특수성으로 인해 기존 거래소를 이용함에 발생하는 문제점을 해결하는 방안으로는 사회적 증권거래소의 설립에 관한 논의가 있다.⁶⁵⁾ 즉 기존의 거래소 외에 가칭 ‘사회적 증권거래소 (social stock exchange)’를 신규로 설립하는 방법인데, 우리나라의 경우

65) 김병연, “사회적 기업금융과 자본시장법적 검토”, 한국증권법학회 특별세미나 (2012.9.22.) 자료집 참조; 남인우·박창균, “Social Finance 활성화를 위한 과제: 사회적 증권거래소를 중심으로”, 『사회적기업 자본시장 활성화방안』(SK경제경영연구소, 2012.7.10.) 자료집 참조; 정은희, “사회적 증권거래소(사회적증시)설립 방안 연구”, 『사회적 기업연구』 제2권제2호(2005), 86면 이하 참조.

기존의 유가증권시장, 코스닥시장, 선물시장을 개설하여 운영하고 있는 한국거래소가 별도의 시장을 개설할 수 있을 것이다.⁶⁶⁾ 물론 기존의 한국거래소가 자회사의 형태로 새로운 거래소를 설립하는 것도 생각할 수 있는 하나의 방법이다. 이에 대하여는 아래에서 다시 살펴보기로 한다.

66) 이와 관련해서는 후술하는 KONEX시장 개설관련논의를 통해서 자세히 살펴보기로 한다.

제 4 장 사회적 증권거래소의 설립과 운영

제 1 절 사회적 기업금융투자의 EXIT Platform (거래소) 구축 필요성

I. 사회적 증권거래소의 의의 및 기능

사회적 증권거래소(Social Stock Exchange: SSE)는 궁극적으로 사회적 영향투자자의 자금회수(exit)를 도와주면서 다양한 사회적 벤처활동 지원을 수행하는 사회적 벤처 생태계의 인프라로 기능할 수 있다.⁶⁷⁾ SSE의 형태를 보면 크게 ‘프로젝트 상장형’과 ‘지분상장형’⁶⁸⁾으로 분류될 수 있는데, 프로젝트 상장형이란 일반적인 상장 및 유통을 목적으로 하기 보다는 특정한 사업계획의 추진을 위해 자금을 모집하고 사업을 진행하는 형태를 말한다. 현재 브라질과 남아공의 거래소는 특정 프로젝트에 대한 자금조달만 가능하므로 상장기능의 일부만을 수행하고 있다.⁶⁹⁾ 즉 브라질과 남아공의 사회적 증권거래소는 기존의 증권거래소와 달리 기업의 주식이나 사채 등이 상장되어 투자자들 간에 거래되는 것이 아니라, 사회적 목적을 달성하려는 NGO와 같은 단체에 의해 수행되는 프로젝트에 자금을 기부하는 형태로 이루어지고 있다.

이에 반해 영국의 Social Stock Exchange(SSE)와 싱가포르의 Impact Partners는 거래소에 회사의 지분을 상장하고 투자자와 사회적 기업을

67) 사회적 거래소의 연혁적 발전에 대하여는 노희진외 4인, 『사회적거래소 설립 및 운영방안 연구』, 2012. 10, 자본시장연구원, 37-38면 참조.

68) ‘지분상장형’의 경우 일반적인 거래소에 상장된 기업의 주식을 직접 매매하지 않고 상장은 거래소에 하되 거래는 broker-dealer를 통해 간접적으로 매매하는 형태가 있는가 하면(영국과 싱가포르의 경우), 일반적인 증권거래소의 경우처럼 직접 투자하고 매매할 수 있는 경우(캐나다의 경우이며 2015년 개장을 목표로 준비 중에 있다)도 있다.

69) 통상적인 거래소의 경우 기업의 주식상장을 통한 자금조달의 기능과 유통시장을 통한 유동성 공급으로 투자자의 자금회수 기능을 수행하고 있다.

연결해 주는 역할을 하면서 투자 형태 및 기간 등에 제약도 없으므로 상장에 가장 가까운 업무를 수행한다고 할 수 있다. 다만 엄밀한 의미에서는 주식의 유통을 목적으로 한 회사주식의 상장(listing)과는 구별된다. 그러한 유형의 거래소는 결국 기존의 자본시장의 모양을 본 뜬 것일 뿐,⁷⁰⁾ 상장기업에 대한 투자를 통하여 수익을 올리려고 하는 기존의 자본시장의 중심인 거래소 시장은 아니다.

사회적 거래소에 관한 해외 사례를 보면 현재 이를 설립하여 운영 중인 국가로는 영국, 브라질, 남아공 및 싱가포르 등이 있다. 현재 이들 국가의 사회적 증권거래소는 대부분 유통시장이 없이 상장시장으로서의 역할만 수행하고 있다.⁷¹⁾

II. 사회적 영향투자자를 위한 EXIT Platform의 구축 필요성

1. 사회적 영향투자

사회적 기업금융의 결과 발행되는 지분증권의 거래가 활발하게 이루어져야 자금의 선순환적인 공급이 가능해진다. 사회적 기업 특히 소규모의 사회적 벤처기업들은 사회적 목적을 지향한다는 점에서 일반적인 영리기업과는 상이한 점이 있고, 영리적인 기업활동의 메카니즘을 활용하여 그 지속성을 향상시킨다는 점에서 일반적인 사회적 서비스와는 차이가 있다. 따라서 사회적 영향투자자도 필요한 경우 투자한 자금을 회수할 수 있는 방법이 제공되어야만 자금의 선순환적인 공급에 도움이 된다.⁷²⁾

70) http://www.bvsa.org.br/content/Rules_BVSA_2012.pdf p.3.

71) 싱가포르(Impact Investment Exchange Asia: IIX)는 2013년 현재 본격적인 개장을 위한 준비가 진행 중이며(<http://www.asiaiiix.com/> 2013년 6월 1일 방문), 캐나다(Green Stock Exchange)는 2015년 개장을 목표로 지금 준비 중에 있다. <http://greensx.net/home/>(2013년 5월 19일 방문).

72) 김병연, 앞의 논문, 108면.

사회적 영향투자(impact investment)는 창업 초기 단계뿐만 아니라 혁신형 사업모델을 갖춘 사회적 벤처의 생애주기에 맞게 자금과 경영컨설팅을 제공하는 일련의 활동을 의미한다. 사회적 영향투자는 이른바 ‘자선형 투자’의 형태인데, 자선형 투자는 단순히 사회적 기업이 필요로 하는 자금을 기부(grant)하는 것으로 그치는 것이 아니라, 투자자로서 사회적 벤처기업이 가지고 있는 사업리스크를 인식하고 이를 극복하기 위한 문제 해결에 적극적으로 개입하면서도 투자이익은 취하지 않는다는 점이 특징이다.⁷³⁾

2. 사회적 영향투자자의 EXIT Platform의 필요성

사회적 기업금융을 활발히 하기 위해서는 사회적 영향투자자들이 자금을 투자하고 그 회수(exit)를 용이하게 할 수 있는 인프라를 구축하는 것이 필요하다. 현재 외국의 사회적 증권거래소의 경우를 살펴 보더라도 그러한 인프라를 구축하는데 많은 시간과 노력을 투자하고 있다.⁷⁴⁾ 프로젝트 상장형이 되었건 지분상장형이 되었건 간에 자금의 회수가 불가능하다면 사회적 영향투자자는 일방적인 기부형 투자자가 아니기 때문에 이들로부터의 투자를 유도하기가 쉽지는 않다.

현재 해외 일부 국가에서 진행되고 있는 사회적 증권거래소는 앞서 살펴본 바와 같이 2가지 유형인데, 프로젝트 상장형 사회적 증권거래소는 기존의 증권거래소와 달리 기업의 주식이나 사채 등이 상장되어 투자자들 간에 거래되는 것이 아니라, 사회적 목적을 달성하려는 NGO와 같은 단체에 의해 수행되는 프로젝트에 자금을 기부하는 형태이다. 그러한 유형의 거래소는 결국 기존의 자본시장의 모양을 본뜬

73) 실리콘 밸리의 대표적인 민간 벤처형 자선기관(Venture Philanthropist)인 REDF (Roberts Enterprise Development Funds)가 대표적인 사례이다. REDF의 연간 투자금액은 100만 달러 이상이다. <http://www.socialedge.org/features/resources/social-entrepreneurship/organizations/the-roberts-enterprise-development-fund>.

74) 물론 이것은 일방적인 기부의 형태는 배제한 경우를 말한다.

것일 뿐,⁷⁵⁾ 상장기업에 대한 투자를 통하여 수익을 올리려고 하는 기존의 거래소의 자본시장은 아닌 것이다. 결국 프로젝트 상장형 거래소는 자금의 유치는 가능하지만 자금의 선순환이 이루어지기는 쉽지 않은 구조이다.

지분상장형 거래소⁷⁶⁾에서는 프로젝트를 중심으로 자금의 유입이 이루어지는 것이 아니고 사회적 기업의 지분을 거래소에 상장시키고 당해 기업에 대한 정보를 공시함으로써 투자자로부터의 신뢰를 구축한다.⁷⁷⁾ 그런 다음 사회적 기업에 관심을 가진 사회적 영향투자자와 사회적 기업을 자본시장 중간조직인 금융회사(financial intermediaries)가 연결시켜 주는 형태이다. 상장된 지분을 직접 거래하지는 않지만, 사회적 기업금융 중간조직이 자본시장의 활성화 기능을 수행한다는 점에서 신뢰성이 있다. 결국 지분상장형 사회적 증권거래소는 기존의 증권거래소와 같이 자유롭게 실시간으로 투자하고 자금을 회수하는 형태는 아니지만, 자본시장 중간조직을 활용하고 그 전문가 중간조직이 존재함으로써 사회적 기업의 현황에 대한 정보를 접할 수 있다는 점에서 정보의 비대칭 문제가 해결되어 투자에 대한 위험을 다소 제거할 수 있다는 점이 장점이라 할 수 있다. 또한 자금의 회수와 관련하여 실시간 회수는 힘들지만 자본시장 중간조직들을 활용해서 탄력적으로 자금을 회수하는 여러 방법들이 존재한다는 점에서도 사회적 영향투자자들에게 매력적인 거래소의 형태이다. 이러한 형태의 사회적 증권거래소는 사회적 기업의 입장에서 본다면 대규모의 자금을 안정적으로 공급함으로써 사회적 기업생태계를 조성하여 종국적으로는 사회적 기업의 토양을 튼튼하게 할 수 있다는 장점이 있고, 사회적 영향투자자의 입장에서는 정보의 비대칭성 문제를 해결하고 자금

75) http://www.bvsa.org.br/content/Rules_BVSA_2012.pdf p.3.

76) 영국과 싱가포르의 경우이다.

77) 물론 이러한 점은 프로젝트 상장형 거래소의 경우도 유사하게 이루어진다.

회수를 돕는 전문가집단이 있다는 점에서 투자위험을 감소시킬 수 있다는 장점이 있는 것이다.

3. 국내의 사회적 영향투자자 EXIT Platform

국내의 경우 사회적 기업에 대한 ‘투자’보다는 ‘기부’의 형태가 주를 이루어왔다. 이러한 기부의 형태는 자금조달의 규모가 크지 않고, 지속적이고 안정적으로 자금이 공급되기 힘들다. 왜냐하면 그 자금조달의 자원(sources)이 예산정책이나 경제환경에 영향을 많이 받는 정부재정이나 비영리재단 혹은 개인기부자들이기 때문이다.⁷⁸⁾ 따라서 사회적 기업금융이 활발하게 안정적으로 기능하기 위해서는 결국 ‘기부’의 형태보다는 ‘투자’의 형태를 이끌어내는 것이 필요하다. 그렇게 하기 위해서는 브라질의 BVSA와 같은 형태보다는 기존 자본시장의 거래소와 같은 기능을 하는 사회적 증권거래소의 형태가 필요하다.⁷⁹⁾ 사회적 증권거래소로서 기능할 수 있는 국내의 Platform의 형태로는 금융투자협회의 Freeboard도 있으나,⁸⁰⁾ 현실적으로 Freeboard를 이용하여 자금을 조달하는 기업은 별로 많지 않고 거래가 활성화되고 있지 않다.⁸¹⁾

한국거래소는 중소기업을 위한 KONEX시장을 개장하려는 의사를 표명하여 왔다.⁸²⁾ 기존 코스닥시장은 중소 벤처기업 등을 위한 성격을 가지고 있지만, 사회적 기업의 규모가 코스닥시장의 규모에도 미치지 못하는 우리나라의 현실에 비추어볼 때 사회적 기업의 입장에서는 코스닥시장을 통한 자금조달은 쉽지 않은 상황이다. KONEX시장

78) 김병연, 앞의 논문, 109면.

79) 결국 프로젝트 상장형도 기부의 성격이 강하기 때문이다. 이런 점에서 볼 때 영국의 사회적 증권거래소인 SSE와 2015년 개장을 준비 중인 캐나다의 GREENSX는 매우 진보적인 형태의 사회적 증권거래소이다.

80) 노희진 외, 사회적 기업의 자본시장 활성화 방안 II, 고용노동부, 2010.

81) 한국거래소, KRX Market 제90호(2012. 8), 34면.

82) 한국거래소, KRX Market 제90호(2012. 8), 29면 이하 참조.

의 개설과 관련하여 기존의 상장요건을 적용하는 경우 그 기준을 맞출 수 있는 사회적 기업이 많지 않고, 그러한 어려움을 감안하여 상장요건을 완화하거나 공시의무를 완화하게 되면 투자에 대한 리스크의 증가와 정보비대칭(information asymmetry)의 심화를 가져올 수 있다.⁸³⁾ 이러한 이유로 인하여 KONEX시장은 당분간 정보취득과 분석능력 및 투자전문성을 고려하여 ‘자기책임의 원칙’을 부담할 수 있는 기관투자자와 같은 전문투자자만이 참여할 수 있도록 할 예정이며⁸⁴⁾, 이는 바람직하다. 중소기업의 자금조달과 관련된 기존의 시장을 비교하면 다음과 같다.

[표 4] 중소기업 주식시장 비교

	프리보드	코스닥	KONEX
구분	장외시장	장내시장	장내시장
거래세	0.50%	0.30%	0.30%
매매방식	상대매매	경쟁매매	경쟁매매
투자제한	없음	없음	개인 직접투자 금지
시장관리	불공정거래규제 미적용	불공정거래규제 및 거래소 시장감시 적용	
상장요건 (지정요건)	감사의견적정 주권양도제한 없는 곳	자기자본 30억, 시 총 90억 기업가운 데 1)ROE 10% 2) 순이익 20억 3)최근 매출액 100억 또는 기준시총 300억 중 하나 충족	감사의견 적정 기타 재무요건 등은 코스닥의 1/3~1/10 수 준

83) 김병연, 앞의 논문, 110면.

84) 한국거래소, KRX Market 제90호(2012. 8), 44면.

그러나 원래 KONEX는 중소기업을 위한 시장을 표방하면서 시작되었고, 사회적 기업이 사회적인 관심을 받게 되자 사회적 기업도 포섭하겠다는 의도를 뒤늦게 표한 것에 불과하기 때문에, 진정으로 사회적 기업의 특성을 반영하여 시장을 구성한 것은 아니다. 따라서 사회적 기업에게 자금공급을 하는 인프라로 어느 정도로 기능할 수 있을지는 의문이다. 향후 국제적으로 사회적 증권거래소간 경쟁이 촉발되는 경우 전문적인 사회적 증권거래소가 아닌 한국거래소의 KONEX 시장이 얼마나 적절하게 잘 대처하여 경쟁력있는 시장으로 성장할 수 있을 것인지는 지켜볼 일이다.

제 2 절 사회적 증권거래소의 해외사례

I. 개 요

주요국의 사회적 증권거래소(SSE) 설립과정을 보면 개인이 주도적 역할을 하는 경우와 재단에 의해 설립된 경우로 구분된다. SSE의 실질적인 운영은 개인에 의해 설립된 경우는 거래소가, 재단에 의해 설립된 경우는 해당 재단이 운영의 주체적인 역할을 담당하고 있다.

세계 최초의 사회적 증권거래소인 브라질의 BVS&A(Social and Environmental Stock Exchange)는 개인사업가인 Celso Grecco와 당시 브라질 증권거래소(BOVESPA)의 사장이었던 Raymundo Magliano 에 의해 설립되었다. 남아프리카공화국의 SASIX(South African Social Investment Exchange)는 브라질의 BVS&A를 벤치마킹하여 만들어졌으며 운영방식은 브라질과 마찬가지로 프로젝트를 상장하여 자금을 조달하는 방식이다.⁸⁵⁾

85) 다만 브라질과 달리 그 운영은 증권거래소가 아니라 Greater Capital Foundation이 담당하고 있다. 사회적 목적 분야는 Food Security and Agriculture, Small Business Development, Vulnerable People, Animal Protection, Education, Health, Environment and Conservation 등이다.

영국의 경우 2013년 6월 6일 수상 David Cameron은 사회적 영향투자(social impact investment)와 금융시장을 연결하기 위한 새로운 시도로 사회적 증권거래소(SSE)를 개장한다고 발표했다. 싱가포르의 IIX(Impact Investor Exchange Asia)는 파키스탄의 Durren Shahnaz 교수가 개인적 경험과 전문성을 바탕으로 설립을 주도하였으며 거래소의 운영은 싱가포르 주식거래소와는 무관하다.⁸⁶⁾ 캐나다의 GREENSX는 사회적기업인 $E=MC^2$ 재단의 주도하에 현재 설립이 진행되고 있으며 운영주체는 증권거래소(TSX: Toronto Stock Exchange)와 무관한 형태로 설계되고 있다.⁸⁷⁾

II. 브라질의 사회적 증권거래소

최초의 사회적 증권거래소는 브라질 증권거래소(BOVESPA)가 그 자회사로 설립한 BVSA이다. BVSA는 자금을 필요로 하는 사회적 그리고 환경관련 프로젝트에 자금을 공급하기 위한 프로그램⁸⁸⁾으로서 UNESCO의 지원을 받고 있다.⁸⁹⁾ 2003년 6월 12일 사회적 투자거래소(Social Investment Exchange)로 시작하였고,⁹⁰⁾ 2007년부터 환경프로젝트에도 자금을 공급하는 등 그 역할이 확대되고 있다. BVSA의 최초 운용비용 등은 모두 모회사인 BOVESPA가 부담하는 대신, 자금이 투

86) 싱가포르는 현실적으로 운영이 잘 되지 않고 있는 실정이다.

87) 캐나다의 사회적 증권거래소인 GREENSX는 2015년 개장을 목표로 하여 준비하고 있으며, 프로젝트형 거래소나 intermediaries를 이용하는 것이 아니라 직접 사회적기업의 주식을 상장하여 거래될 수 있도록 설계하는 것으로 알려지고 있다.

88) ‘프로그램’이라고 부르는 이유는 명칭이 거래소라고 불리지만, 일반적인 거래소의 경우처럼 주식을 상장하는 형식이 아니고, 제출된 투자지원요청서에 대하여 평가하고 지원이 필요한 프로젝트를 선별하여 지원하는 형식이기 때문이다.

89) http://www.bvsa.org.br/content/Rules_BVSA_2012.pdf p.1.

90) 이에 영향을 받아 2006년 남아공화국의 Johannesburg Stock Exchange로 하여금 남아공 사회적 투자거래소(South African Social Investment Exchange: SASIX)를 시작하도록 영향을 주었다. http://www.bvsa.org.br/content/Rules_BVSA_2012.pdf p.2.

입될 프로젝트의 내용 심사 등을 담당하여 책임감, 투명성, 신뢰성을 보장하는 형태를 취하였고 현재는 CSR분야에 특화된 Attitude Marketing Social이라는 회사에 사회적 증권거래소의 업무를 위탁하고 있다. BOVESPA는 브라질 정부, UNICEF, UNESCO 및 기타 문화, 교육, 환경 분야의 대표를 지명하여 BVSA의 이사회를 구성하고 이사회가 사회적 증권거래소의 업무를 승인하고 감독하는 구조를 취하고 있다.

BVSA는 소위 ‘사회적 주식(social shares)’을 거래하는데, NGO 등의 30여개 프로젝트를 선별하여 2012년 기준으로 약 300만불 규모를 조달하여 NGO에게 전달하는 기능을 수행하고 있다. BVSA 홈페이지에는 거래소에서 평가하여 투자의 대상이 되는 프로젝트의 상장목록(list of projects)이 제시되어 있으며,⁹¹⁾ 투자자는 자신이 지원하고자 하는 프로젝트에 기부(donation)하게 된다.⁹²⁾ 상장목록에 상장된 때로부터 12개월 내에도 당해 프로젝트가 목표로 하는 자금을 출자⁹³⁾받지 못한 경우에는 거래소가 당해 프로젝트를 재평가한 후, 계속하여 상장목록에 들지 퇴출시킬지를 결정하게 된다.⁹⁴⁾

결국 BVSA는 기업의 주식이 상장되는 전형적인 거래소의 형태가 아니라, NGO 등으로부터의 사회적 기업프로젝트가 상장되고, 이에 대하여 자체적으로 검증된 프로젝트와 자금조달자를 연결시켜주는 역할을 하는 것이다.⁹⁵⁾

91) <http://www.bvsa.org.br/list-of-projects>

92) 각 프로젝트마다 ‘donate now’라는 아이콘을 클릭하면 기부할 금액을 선택하도록 되어 있다.

93) 사실상은 기부의 의미가 강하며, 일반인의 경우에는 더더욱 그러하다.

94) 이런 점에서 일반 거래소의 상장 및 상장폐지의 형태와 유사하다.

95) 김병연, 앞의 논문, 112면.

Ⅲ. 영국의 Social Stock Exchange

1. 개 요

영국의 Social Stock Exchange(SSE)는 자금조달을 원하는 사회적 기업과 사회적 가치를 추구하는 사회적 영향투자자(Social Impact Investor)를 연결시켜주는 역할을 추구한다.⁹⁶⁾ 2007년부터 기초적인 준비작업을 하기 시작하였고 록펠러재단의 후원을 받고 있다.⁹⁷⁾ 2013년 6월 6일 영국수상 David Cameron은 사회적 영향투자(social impact investment)와 금융시장을 연결하기 위한 새로운 시도로 사회적 증권거래소(SSE)를 개장한다고 발표하였다. SSE는 영국의 공적 금융감독기관인 금융업규제청인 FCA(Financial Conduct Authority)⁹⁸⁾ 인정하는 투자거래소(Recognized Investment Exchange: RIE)이다.

영국의 SSE는 기존의 증권거래소와 유사한 방식으로 운영된다는 점에서 브라질의 사회적 증권거래소와는 상이하다. 즉 브라질의 BCVSA는 단순히 프로젝트를 상장하고 이에 대한 지원을 받는 구조이지만, 영국의 SSE는 공공의 건강, 교육, 환경문제 등 사회적 목적을 추구하는 중소기업들의 지분이 상장·관리되고 퇴출도 시키는 구조이며, 자본시장의 중간조직인 broker를 통해서만 거래가 가능하다.

96) <http://www.socialstockexchange.com/sse/>

97) SSE는 London Stock Exchange Group, City of London Corporation, Big Society Capital and the Rockefeller Foundation 등의 후원을 받고 있다.

98) FCA(Financial Conduct Authority)는 영국이 2012년 금융관계법을 정비하면서 기존의 FSA(Financial Services Authority)를 대체하는 기관이다. Financial Services Act 2012는 1998년 영란은행법, 2000년 FSMA법 및 2009년 은행법(Banking Act) 중 금융서비스시장 관련규정을 개정하고, 2006년 회사법 785조를 개정함을 목적으로 하고 있는데, 영란은행이 금융안정성에 대한 전반적인 책임을 지게 되었고, 영란은행 안에 거시건전성을 담당하는 새로운 금융정책위원회(Financial Policy Committee; FPC)가 신설되고, 하부 위원회의 성격으로 기존의 FSA를 대체하는 금융업규제청(Financial Conduct Authority, FCA)과 건전성규제청(Prudential Regulatory Authority, PRA)이 설치되었다.

2. SSE에서의 거래 및 특징

SSE에 상장하고자 하는 사회적 기업들은 SSE가 요구하는 일정한 재무적·사회적 요건을 충족시켜야 하고 일정한 공시의무도 부담하여야 한다. 즉 일반 거래소에 상장하는 기업이 사업설명서(prospectus)를 작성하는 것처럼 ‘social prospectus’를 작성하여야 하는데, 이러한 요구는 결국 기업운영에 대한 감시의 역할(monitors work)을 함으로써 투자자 보호의 목적도 달성한다는 것이다.⁹⁹⁾ 결국 자본시장의 존립은 투자자들로부터의 신뢰라는 점을 생각한다면, 사회적 영향투자의 목적으로 투자하는 투자자들에게 투자대상기업들에 대한 완전하고도 투명한 정보를 제공하는 것이 SSE의 주된 역할이라고 할 수 있을 것이다.¹⁰⁰⁾

SSE에서는 일반 거래소와는 달리 지수(index)의 개념을 설정하지 않고 있으며, 투자를 원하는 사회적 영향투자자들은 온라인에서 상장된 기업의 지분(shares)을 직접 거래할 수 있는 것이 아니라, 사회적 기업 금융 중간조직(intermediaries)인 브로커와 접촉하여 자신이 거래하고자 하는 사회적 기업의 지분가격에 대하여 알아보게 되고, 거래가 이루어지면 거래소의 화면에 그 가격이 나타나게 되는 구조이다.

SSE에 상장된 기업의 이익은 일정한 배당정책 하에 투자자와 같이 향유하거나 사회적 목적을 위해 재투자되도록 설계되어 있다. 이러한 점이 바로 사회적 기업에 대한 기부와 다른 점이다. 결국 SSE는 프로젝트가 아닌 사회적 기업 그 자체에 투자한다는 점에서는 브라질의 사회적 증권거래소인 BVSA와 다르지만, 지수(index) 개념이 없이 브

99) SSE에 대한 상장요건 중 하나가 사회적 영향투자전문가들에 의해 작성된 독립적인 Impact Report의 작성이다. 상장절차는 독립적인 Admissions Panel에 의해 검토되고 승인되어야 하며, 그것은 최선의 공시규제를 통하여 투자자들이 믿고 신뢰할 만한 건전한 투자시장을 조성한다는 목적을 위한 것이다.

100) 김병연, 앞의 논문, 112면.

로커와 거래한다는 점에서 기존의 증권거래소와는 다르다. 즉 SSE는 기존 증권거래소와 브라질의 사회적 증권거래소인 BVSA의 중간적인 형태라고 할 수 있다.¹⁰¹⁾

2013년 6월 6일 SSE는 최초로 상장되는 상장기업들을 발표하였는데, 사회적 목적의 건축 설립, 친환경, 쓰레기 처리, 식수, 재활용, 재사용 에너지, 에너지 저소비 교통, 건강, 교육, 문화 등의 영역에서 활동하는 기업들이다.¹⁰²⁾

IV. 싱가포르의 사회적 증권거래소 시스템

1. 개요

싱가포르의 사회적 거래소(IIX)는 2009년 3월부터 설립되어 본격적인 개장준비를 2년여 동안 해왔다. 싱가포르의 사회적 증권거래소는 사회적 투자자와 사회적 기업을 연결시켜 주는 Impact Partners와¹⁰³⁾ 상장된 사회적 기업의 주식을 거래할 수 있는 Platform인 Impact Capital로 구성되어 있다. Impact Partners는 단순히 투자자와 사회적 기업을 연결시켜주는 기능을 담당하며¹⁰⁴⁾ 구체적인 거래와 관련된 것은 Impact Capital 에서 이루어진다.

2011년 3월에 개장한 Impact Partners는 사회적 투자자들(기부자와 기관 포함)이 투자자금을 확보하려고 하는 사회적 기업들과 그들의 사업계획에 대한 접근을 가능하게 하는 독점적 네트워크라 할 수 있다.

101) 김병연, 앞의 논문, 113면.

102) 이 회사들은 Ashley House plc, V22 plc, Straight plc, Scope, Places for People, ITM Power plc, ValiRx plc, Good Energy Group plc, Primary Health Properties plc, Halosource plc and Accsys Technologies plc. 이며, 현재 12개의 회사가 추가적인 상장절차를 밟고 있는 중이다.

103) <http://impactpartners.asiaix.com>

104) 구체적인 투자의 형식은 투자자와 사회적 기업이 협의하여 결정한다.

전통적인 거래소와 유사한 Impact Capital은 상장, 거래, 청산과 결제 등을 지원함으로써 투자자들에게 유동성 공급이 목표이며, 2013년 개장을 계획 중이다.¹⁰⁵⁾ Impact Capital은 주식뿐만 아니라 채권 발행을 통해 사회적 기업을 위한 자본 증식을 가능하게 하는 플랫폼을 제공할 예정이며, 따라서 사회적 기업에게 단순히 기부금형태의 지원만이 아닌 새로운 종류의 자금 모집의 원천을 제공하고, 다만 잠재적으로 다른 재무적 자원보다 낮은 비용으로 제공하려는 것이다. 투자자들은 이자와 원금 수령을 통한 경제적 이익뿐만 아니라, 사회적·환경적 이익도 기대할 수 있을 것으로 보고 있다.

2. 싱가포르 사회적 증권거래소의 운영

Impact Partners는 자본유치를 원하는 예비심사를 거친 사회적 기업들과 투자자들을 연결해주는 온라인 플랫폼의 형식을 취하고 있다. 예비 평가기준을 통해 사회적·환경적 영향과 재무능력을 평가 받은 사회적 기업들만이 Impact Partners의 플랫폼에 상장될 수 있다. Impact Partners 플랫폼 상에서 이루어지는 모든 거래들은 비공개로 이루어진다.

Impact Partners는 투자자들이 사회 환경친화적 투자기회를 찾고 평가하는 과정을 도와주는 플랫폼으로, 청정 에너지, 재생가능 에너지, 마이크로 파이낸스, 지속 가능한 농업, 공정무역과 물 자원 등을 포함하는 많은 분야에 걸친 투자를 지원한다.

Impact 투자는 모두 Impact Partners 웹사이트를 통해서만 진행되어야 한다. 투자자가 관심 있는 투자기회를 Impact Partners의 웹사이트를 통해 찾게 되면 해당 사회적 기업에 대한 추가 정보를 Impact Partners를 통해 요청할 수 있고, Impact Partners는 해당 사회적 기업에

105) 원래 2012년 개장을 목표로 한다고 하였으나 지연되고 있는 실정이다. 따라서 프로젝트 상장형이 아닌 것은 분명하지만, 영국과 같은 지분상장형인지 아니면 기존 자본시장의 거래소와 유사한지는 아직 명확하지 않다.

투자자의 관심을 전달하고 소개하게 된다. 이렇게 Impact Partners는 투자자와 사회적 기업을 잇는 중개서비스를 제공할 뿐 거래 협상이나 투자구조와 조건에 대해서는 어떠한 조언이나 권유를 하지 않는다.¹⁰⁶⁾

투자자들이나 사회적 기업이 회계와 법률 등에 관한 전문적 조언을 구하면 Impact Partners는 전문적 서비스를 제공하는 회계사, 은행가, 법률가와 같은 Ecosystem Partners를 소개할 수 있다.¹⁰⁷⁾

V. 캐나다의 GREENSX

1. 개 요

캐나다의 사회적 증권거래소인 GREENSX는 캐나다의 사회적기업인 E=MC² 재단이 현재 2015년 개장을 위해 준비 중에 있다. GREENSX는 친환경적이고 지속가능한 경영을 추구하는 모든 사회적 기업들에게 수익창출과 사회적 목적의 달성이라는 2가지 목적을 위한다는 슬로건을 내세우고 있다. 이러한 노력은 사회적 기업의 한계라고도 할 수 있는, 수익의 발생과 사회적 목적의 달성이라고 하는 다소 조화되기 어려운 2가지 명제를 잡으려는 것이라고도 할 수 있다.

GREENSX는 브라질이나 남아공의 프로젝트 상장형이나 영국의 지분상장형과는 달리 사회적기업의 주식을 증권거래소에 상장시켜 거래될 수 있도록 설계하고 있다. 따라서 브라질이나 남아공과 같은 프로젝트 상장형 사회적 증권거래소에 비해 상장요건, 거래체계, 수수료 등에 있어 기존의 증권거래소에 유사하다. 결국 캐나다의 GREENSX는 사회적 기업의 지분을 직접 상장시켜 당사자간 거래가 되도록 하여 투자자들이 보다 쉽게 사회적 기업에 대한 투자를 할 수 있도록 하고 사회적 기업들도 자본시장 거래소에 대한 접근을 용이하게 함으

106) 이런 점에서 영국의 SSE와 유사하다.

107) 영국의 SSE에 비해서 좀 더 발전된 서비스를 제공하는 것이라고 볼 수 있다.

로써 자본을 직접 조달하도록 하는 형태이다.¹⁰⁸⁾ 결국 기업의 입장에서 전통적인 자본시장으로부터 자본을 조달할 수도 있고, GREENSX의 상장요건에 부합하면 GREENSX에 상장시켜 자본을 조달할 수 있는 선택권이 생겼다고 할 수 있다.¹⁰⁹⁾

2. GREENSX의 운영

GREENSX는 브라질이나 남아공과 같은 프로젝트 상장형 거래소가 아니다. 영국의 SSE와 같이 지분상장형이지만 자본시장 중간조직(intermediaries)을 통해서 거래할 수 있는 경우와는 달리, 투자자들이 시장 상황에 따라 주식을 자유롭게 매수 또는 매도 할 수 있으며 그에 따른 실시간 주가변동을 그래프로 확인할 수 있다. 따라서 전통적인 자본시장 거래소와 거의 유사하다고 할 수 있다. 다만 상장과 관련하여 사회적 기업에 대하여 도움을 제공하고자 일정한 요건을 요구하고 있다. 즉 사회적 기업이 GREENSX에 상장되기 위해서는 변호사, 회계사, 사회 및 환경 등 전문가로 구성된 지정자문단(NOMAD: Nominated Advisor)을 갖추어야 하며, 지정자문단은 사회적 기업의 상장 절차를 지도하며 사회적 기업이 상장된 후에는 지속적으로 상장요건을 충족시킬 수 있도록 조언하는 역할을 수행한다.¹¹⁰⁾

배당과 관련해서는 일반적인 거래소에 상장되어 있는 기업들과 마찬가지로 GREENSX를 통해 자본을 조달한 기업은 배당여부를 기업의 자유재량으로 결정할 수 있다. 그런데 사회적 기업은 일반적으로 벌어들인 수익의 대부분을 기업에 재투자하거나 사회적 이익을 창출하

108) 노희진 외 4인, 앞의 연구보고서, 89면.

109) 이런 측면에서 본다면 일반 기업들도 상장요건에 맞기만 하면 GREENSX에 상장하는 것이 가능하므로 소규모의 기업들이 이용할 수 있는 거래소가 하나 더 생긴다고 볼 수 있다.

110) 이것은 사회적 기업에 대한 일종의 지속적인 적격심사의 성격을 가지는 것이며, 사회적 기업에 대한 투자자 보호장치의 성격도 있고, 영국의 자본시장 중간조직을 통한 자질 통제(quality control)의 성격도 가지는 것이다.

기 위해 사용하기 때문에 GREENSX에 상장된 환경친화적 또는 인간친화적인 비 사회적 기업과는 다른 배당정책을 집행할 수도 있다.

제 3 절 사회적 증권거래소의 설립과 운영

I. KONEX 시장의 개설과 사회적 기업금융

한국거래소는 최근 중소기업을 위한 KONEX(Korea New Exchange) 시장의 개설을 공표하였고,¹¹¹⁾ 2013년 7월 1일 개장하였다. KONEX 시장은 한국거래소의 기존 코스닥 시장의 재무요건에 미달해 상장하지 못하는 초기단계의 중소기업과 벤처기업이 자금조달을 원활히 할 수 있도록 재무요건 등의 진입요건을 완화한 자본시장이다.

기존 코스닥시장도 중소 벤처기업 등을 위한 성격을 가지고 있지만, 사회적 기업의 규모가 그에도 미치지 못하는 우리나라의 현실에 비추어볼 때 코스닥시장을 통한 자금조달도 쉽지 않은 상황이다.¹¹²⁾ 기존 코스닥시장은 기본적으로 투자자 보호에 더 방점을 두는 시장인 반면, KONEX 시장은 위험을 감수하면서 투자하는 전문투자자를 위한 주식시장이며,¹¹³⁾ 결국 코스닥시장의 전단계 투자시장으로 보고 있다.¹¹⁴⁾ 따라서 KONEX시장이 사회적 기업에 자금을 조달할 수 있는 기능을 발휘할 수 있을 것일지 여부는 시간을 두고 지켜볼 필요가 있다.¹¹⁵⁾

111) 한국거래소, KRX Market 제90호(2012. 8), 29면 이하 참조.

112) 코넥스는 기업이 자기자본 5억원, 매출액 10억원, 순이익 3억원 중 하나만 충족하면 상장이 가능하여 매출액 50억원, 자기자본 15억원 이상인 코스닥 상장요건보다 완화된 시장이다.

113) 이런 의미에서 투자자도 위험을 감내할 수 있는 기관투자자와 같은 투자자로 한정된다.

114) 정은보 기획재정부 차관보의 회견내용이다. 이데일리 뉴스 2013년 5월 15일자 참조.

115) 한국거래소는 올해 30~40개 정도의 혁신 중소기업을 KONEX에 상장시킨다는 계획을 발표한 바 있는데, 활발한 상장 유도를 위하여 KONEX시장의 상장 최소요

II. KONEX 시장에서의 거래

1. 개요

KONEX시장은 거래소가 지정하는 ‘지정자문인(Nomad)’을 통하여 상장기업의 상장적격성 심사, 전문투자자에 대한 주식매도 주선, 유동성 공급업무(LP) 등을 행함으로써 기업의 부담을 줄여주면서도 투명성을 제고하려는 시도를 하고 있다.¹¹⁶⁾

가급적 많은 유동성을 유입시키기 위해 KONEX 상장기업에 대한 투자 제한도 최소화할 예정이다. 즉 KONEX 상장기업과 비상장기업 간 M&A의 경우 상장기업에 적용되는 외부평가기관 평가 의무화·우회상장 규제·IFRS 적용 등의 규제 적용에서 배제시키고, KONEX에 상장된 기업에 대해선 출자금의 20% 이내에서 상장기업에 투자하도록 되어있는 창업투자조합에 대한 제한도 적용하지 않을 예정이다. 이와 함께 코스닥 기업 투자에 준하는 세제 혜택도 부여할 예정이며,¹¹⁷⁾ 벤처캐피탈이 KONEX 상장 2년 이내 기업의 신주에 투자하는 경우에는 비상장 벤처기업 신주 투자와 동일한 세제 혜택을 적용하기 위해 조세특례법을 개정할 계획도 나오고 있다.

건은 자기자본 5억원, 매출 10억원, 순익 3억원 가운데 하나만 충족하면 되도록 하였다. 한국거래소는 ‘상장 1호’인 21개 업체를 KONEX 시장에 상장시킨 이후 올해 안에 상장사 50개사, 시가총액 1조원 규모로 키운다는 계획이다.

116) 한국거래소, KRX Market 제90호(2012. 8), 48면.

117) 장내시장 거래세율 0.3% 적용을 비롯해, 개인투자자인 소액주주에 대해 양도세 면제, 대주주(4%, 10억원)에게 중소기업에 적용되는 양도세율을 적용하는 등의 내용이 거론되고 있다.

[표 5] KONEX 상장 21개 기업 자산총액·매출액·당기순이익현황¹¹⁸⁾

자산총액	100억 미만	100 ~ 200억원	200 ~ 300억원	300 ~ 500억원	500억원 이상	합계
기업수	3	7	7	2	2	21

매출액	100억 미만	100 ~ 200억원	200 ~ 300억원	300 ~ 500억원	1,000억원 이상	합계
기업수	2	9	5	3	2	21

당기순이익	순손실	10억원 미만	10 ~ 20억원	20 ~ 30억원	30억원 이상	합계
기업수	1	8	7	2	3	21

2. 매매거래방식 및 투자자에 대한 정보의 공시

매매방식은 기존의 유가증권시장이나 코스닥시장과는 달리 실시간 체결방식이 아니라, 30분 단위로 호가를 접수해 매매체결 가능성이 가장 큰 단일가격으로 매매거래를 체결하는 ‘단일가 경쟁매매 방식’을 채택했다. 매매거래는 기존 유가증권, 코스닥과 동일하게 홈트레이딩 시스템(HTS)이나 전화주문 등으로 가능하며, 기존 증권계좌로도 거래할 수 있다.

거래 단위는 기본적으로 100주로 되어 있다. 상·하한가는 15%로 기존 시장과 동일하며, 개설시간 역시 오전 9시부터 오후 3시까지로 동일하다. 발행 주식을 2% 이상 보유하고 있거나 2억원 이상을 거래할 때만 이용 가능한 경매매시장도 인정되는데, 매도 측이 1인이고 매수 측이 다수인 경매매시장의 운영시간은 오전 7시 30분~8시 30분으로 1시간이다.¹¹⁹⁾

118) 금융위원회·한국거래소, 코넥스시장 설명자료(2013. 6. 30), 5면.

119) 신규시장이므로 거래데이터가 없어서 KONEX지수는 아직 제공되지 않는다.

KONEX시장의 개설과 관련하여 기존의 상장요건을 적용하는 경우 그 기준을 맞출 수 있는 사회적 기업이 많지 않고, 그러한 어려움을 감안하여 상장요건을 완화하거나 공시의무를 완화하게 되면¹²⁰⁾ 투자리스크의 증가와 시장의 신뢰성을 저하시키는 결과를 가져올 수도 있다. 첫 상장 기업들의 ‘적격성 보고서’는 거래소 전자공시 시스템(KIND) 사이트에서 확인할 수 있다. 지정자문인 역할을 하는 증권사가 기업의 회계 투명성을 검증하고 신규 상장기업의 적격성 보고서를 작성하게 된다.

3. 시장참여자

(1) 적격투자자

KONEX시장 투자에 참여할 수 있는 자는 개인보다는 기관투자자 위주로 되어 있다. 즉 증권사, 펀드, 산업은행, 정책금융공사, 은행, 보험사, 국민연금, 벤처캐피탈, 개인투자조합, 적격성을 인정받은 엔젤투자자 등의 참여가 주된 것이다.¹²¹⁾

개인투자자의 경우 기본적으로 참여가 제한되어 있다. 다만, 기본예탁금(현금+대용증권)이 3억원¹²²⁾ 이상인 개인투자자들은 참여할 수 있다. 투자를 희망하는 예탁금 3억원 미만의 일반 개인투자자들의 경우 향후 자산운용사들이 출시하는 KONEX 상장주식 투자펀드에 가입하는 간접투자방식으로 투자할 수 있을 것이다.

120) KONEX 상장기업의 의무공시항목은 29개로 코스닥 상장기업의 64개 항목보다 간편하여 발행·유통 공시 부담을 완화하고 효율성을 강화하였다. KONEX에 상장된 후 1년 이상이 되고, 평균 시가총액이 300억원 이상이면 코스닥 상장요건이 매출액 25억원, 자기자본은 7억 5천만원 이상으로 낮추어져 향후 코스닥 진출에 유리하다.

121) 코스닥시장보다 상장요건이 완화되어 있고 시장감시 기준이 상당 부분 낮춰져 있어 불가피한 조치라고 할 수 있다.

122) 기본예탁금 3억원은 현재 한국형 헤지펀드의 최소 투자금액이 5억원으로 설정된 것과 유사한 정도의 위험 감내능력이라고 보면 될 것이다.

(2) 지정자문인 제도

창업기업 혹은 중소기업들이 KONEX시장을 쉽게 이용할 수 있도록 하고 한편으로는 투자자 보호에 만전을 기하기 위해 상장기업별로 1개의 증권사와 지정자문인 계약을 맺도록 하고 있다. 지정자문인은 상장기업의 발굴 및 적격성 심사, 공시업무 자문, 기업현황 보고서 작성, 규정준수 지도 등 사실상의 후원인 역할을 수행한다.

지정자문인들은 KONEX 시장 개설을 위해 선정된 증권사들로 2013년 4월부터 KONEX에 상장할 기업을 발굴해 적격성 심사를 진행하면서 시장형성의 핵심적인 역할을 수행해 오고 있다. 이러한 지정자문인들은 기업들의 KONEX 상장 이후에도 기업의 공시 업무와 기업설명회(IR)를 지원하고 상장 규정 준수 여부 등을 종합적으로 관리하게 된다. 결국 KONEX시장에서는 기존의 한국거래소가 수행하던 역할을 지정자문인들이 담당하게 되는 것이다. 현재 한국거래소가 지정한 자문인은 총 11개 증권사이며, 현황은 아래와 같다.

[표 6] KONEX 지정자문인별 상장기업

지정자문인	상장기업
우리투자증권	에프엔가이드, 예로페이
신한금융투자	아진엑스텍, 태양기계, 하이로닉
IBK투자증권	아이티센시스시스템즈, 에스에이티, 웹솔루스, 이엔드디
KB투자증권	메디아나, 비엔에스미디어, 엘앤케이 바이오메드
대신증권	비나텍, 스탠다드팜, 테라텍
HMC투자증권	대주이엔티
키움증권	베셀
교보증권	피엠디아카데미
하이투자증권	에스엔피제네틱스
한국대투증권	랩지노믹스, 휴얼셀파워
하나투자증권	아직 없음

[표 7] KONEX시장 신규상장기업 현황 (단위: 백만원)¹²³⁾

기업명	업종 (주요제품)	2012년				지정 자문인	벤처 ¹²⁴⁾ / 이노비즈 ¹²⁵⁾
		자기 자본	자산 총액	매출액	당기 순이익		
대주이엔티	강관제조 (이중보온관, 엘리베 이터가이드레일)	28,937	58,159	119,336	3,542	HMC	벤처&이노
랩지노믹스	의학 및 약학 연구 개발업 (체외진단서비스)	11,470	17,926	15,018	1,093	한국	벤처&이노
메디아나	전기식 진단 및 요 법기기 제조 (환자진단장치)	12,377	25,486	28,955	1,181	KB	벤처&이노
베셀	반도체제조용 기계 제조 (LCD In-Line System 등)	13,056	30,581	38,029	271	키움	벤처&이노
비나텍	전자축전지 제조 (전자축전지)	7,756	23,590	18,608	451	대신	벤처
비엔에스 미디어	비디오 및 영상기기 제조 (디지털전자교탁, 전 자칠판)	6,008	12,591	16,828	527	KB	벤처&이노
스탠다드펌	알루미늄 세련, 정 련 및 합금 제조업 (알루미늄빌렛 제조)	3,241	10,014	29,081	766	대신	일반
아이티센 시스템즈	컴퓨터시스템 통합 자문 및 구축 (SI구축, 설계 등)	13,620	53,524	122,726	4,446	IBK	이노

123) 금융위원회·한국거래소, 코넥스시장 설명자료(2013. 6. 30), 7면.

124) 벤처는 벤처특별법에 따른 기업을 말하며, 자본금중 투자금액 비중이 일정기준을 충족하는 기업 등으로서 이노비즈 기업에 비해 상대적으로 업계 경력이 짧다.

125) 이노비즈는 중소기업기술혁신촉진법에 근거하며, 업계 경력 3년 이상의 중진기업으로서 기술력 및 사업화 능력의 우수성을 중기청으로부터 인증받은 기업을 말

제 4 장 사회적 증권거래소의 설립과 운영

기업명	업종 (주요제품)	2012년				지정 자문인	벤처/ 이노비즈
		자기 자본	자산 총액	매출액	당기 순이익		
아진엑스텍	전자집적회로제조 (전자집적회로, 모션 제어칩 등)	12,507	22,202	17,512	2,893	신한	벤처&이노
에스에이티	평판디스플레이 제 조용 기계 제조 (FPD장비 및 시스템)	11,376	25,737	24,356	333	IBK	벤처
에스엔피 제네틱스	자연과학 및 공학 연구개발업 (유전체 분석 서비스)	7,136	7,655	2,422	347	하이	벤처&이노
에프앤 가이드	데이터베이스 및 온 라인정보제공업 (데이터베이스 제공)	9,761	12,063	10,305	1,704	우리	벤처
엘앤케이 바이오메드	정형외과용 및 신체 보정용 기기제조 (척추 임플란트)	10,534	20,043	14,716	3,113	KB	벤처&이노
엘로페이	응용소프트웨어 개 발 및 공급업 (결제, 송금, 청구서 비스)	2,363	3,263	107	△1,575	우리	벤처&이노
웹솔루스	응용소프트웨어 개 발 및 공급업 (소프트웨어 개발)	6,022	13,518	16,498	862	IBK	벤처&이노
이엔드디	자동차 부품 제조 (매연저감장치 및 광촉매제 제조)	10,660	29,374	20,095	345	IBK	벤처&이노
태양기계	자동차 부품 제조 (배기가스재순환장 치 및 조향장치)	12,237	33,778	30,705	1,236	신한	벤처&이노
테라텍	반도체제조용 기계 제조 (진공게이트 밸브,	16,039	24,638	21,864	1,084	대신	벤처&이노

한다.

기업명	업종 (주요제품)	2012년				지정 자문인	벤처/ 이노비즈
		자기 자본	자산 총액	매출액	당기 순이익		
	가스공급·정제장치)						
퓨얼셀파워	전기장비 제조 (연료전지시스템)	9,221	12,988	11,607	1,587	한국	벤처&이노
피엠디 아카데미	온라인 교육학원 (학원 및 온라인교육)	7,775	18,275	30,012	1,598	교보	벤처
하이로닉	의료용 기기 제조업 (레이저수술기 등)	4,916	6,305	11,260	2,603	신한	벤처&이노

위에서 본 바와 같이 KONEX 시장에는 총 11개 지정자문인으로부터 21개 기업이 신규 상장되었는데, 바이오 기업이 5개사로 가장 많았으며 반도체 장비업체가 4개사이다. 이외에도 소프트웨어 3개사, 자동차 부품 2개사, 친환경 에너지 저장장치, 온라인 정보 등 다양한 업종의 기업들이 있다.¹²⁶⁾

Ⅲ. 사회적 증권거래소의 국제경쟁력 강화

1. 사회적 증권거래소의 각 유형과 특징

사회적 기업에 자금을 조달하는 목적으로 설립되어 운영 중인 사회적 증권거래소는 크게 프로젝트 상장형과 지분상장형의 2가지로 나뉘고, 후자의 경우 투자자가 상장된 사회적 기업의 지분을 직접 매수할 수 있는냐의 여부에 따라 2가지로 다시 나뉜다. 결국 3가지 유형이 있는 셈이다.

먼저 현재 프로젝트 상장형으로 운영되고 있는 브라질의 BVSA과 남아공의 SASIX(South African Social Investment Exchange)가 있다. 둘

126) 사회적 목적을 추구하는 사회적 기업들과 일반적인 중소기업들이 혼합되어 있다.

째 지분상장형이지만 투자자가 직접 실시간으로 사회적 기업의 지분을 매수할 수는 없고 자본시장 중간조직을 이용하여야 하는 형태의 영국의 Social Stock Exchange(SSE)와 싱가포르의 IIXAsia가 있다. 마지막으로 아직 개장이 되지는 않았지만, 캐나다의 GREENSX는 지분상장형이면서 투자자가 상장된 사회적 기업의 지분을 직접 매수할 수 있는 형태이다.

첫 번째의 프로젝트 상장형의 경우 실질적으로는 기부형에 가깝다고 보이고,¹²⁷⁾ 이 경우에는 굳이 투자자가 아니더라도 정부재정이나 일반적인 비영리재단으로부터의 자금 유입도 가능한 경우라고 할 것이다.

두 번째의 지분상장형의 경우 자본시장 중간조직의 역할에 다소 의존하는 경향이 있다. 공시 등이 이루어져서 정보 비대칭의 문제점이 일정 부분 해결된다는 점에서는 전통적인 거래소와 유사하지만, 직접 거래가 불가능하고 중간조직을 통해야 한다는 점은 전통적인 거래소와 상이한 점이다. 결국 자본시장 중간조직의 역할이 중요한데, 수익성을 좇는 일반적인 금융투자회사들이 과연 수익률이 그리 높지 않은 사회적 기업에 대한 자금조달에 적극성을 가질 지 의문이다.¹²⁸⁾

마지막으로 캐나다의 경우처럼 지분상장형이면서 직접 사회적 기업의 주식이나 채권을 거래할 수 있도록 하는 것은 사회적 기업금융의 현실적인 문제점을 해결하려는 노력에서 전통적인 거래소와 유사한 구조를 채택한 것이라고 볼 수 있다. 물론 사회적 증권거래소에 대한 상장절차를 진행할 때에 변호사, 회계사, 환경전문가 등 전문가들로 구성된 지정자문단(NOMAD)의 자문을 받드시 받도록 하고, 상장 후에

127) 노희진 외 4인, 앞의 연구보고서, 96면에서는 이런 점에서 crowd funding과 유사하다고 보기도 한다.

128) 싱가포르 사회적 증권거래소의 경우 사회적 영향투자자가 사회적 기업에 대한 투자를 하기 위해서는 온라인 시스템으로만 접근하도록 하고 있는데, 이것은 비용을 절감함으로써 수익성을 해결하려는 것일 수도 있다.

도 지속적으로 상장요건의 충족 등 여러 가지 면에서 자문을 받도록 함으로써, 직접금융방식의 장점을 택하면서도 자본시장 중간조직의 역할을 공익적인 성격을 가지는 지정자문단 제도를 통하여 이루려고 하는 시도를 하고 있다는 점에서 매우 의미가 있다고 본다.

2. 바람직한 사회적 증권거래소의 모델

(1) 자금조달의 편의성과 합리적 평가기준의 마련

프로젝트 상장형의 경우 전통적인 거래소형태의 경우보다 상장요건이 완화되어 있기 때문에 규제가 엄격하지 않다는 점에서 장점이 있다. 그러나 유동성을 확보하기가 쉽지 않고 투자수익이 낮기 때문에 기부금 형태에 의존할 수밖에 없기 때문에 투자자를 유치하기가 어렵다.¹²⁹⁾

이에 반해 사회적 기업이 발행하는 주식이나 사채를 상장하여 거래하도록 하는 경우에는 자금조달의 편의성을 도모할 수 있다는 장점이 있기는 하지만, 사회적 기업의 사회적 이윤 창출의 의미가 제대로 부각되어야 하고 사회적 목적의 실현과 수익성이라는 점 등을 고려한 사회적 기업에 대한 합리적인 평가기준이 마련되어야 한다는 점에서 우리나라의 경우 아직 성숙된 단계까지는 갈 길이 먼 상황이다.

(2) 사회적 증권거래소의 유형과 현행 법령과의 조화

프로젝트 상장형의 형태로 사회적 증권거래소를 도입한다면 규제가 최소화된다는 장점은 있지만, 대규모 자본을 유입하기에는 미흡하다는 단점이 있다. 지분을 상장하는 거래소의 형태를 택하는 것은 조직화된 유통시장이 확보되어 안정적인 자금조달을 기대할 수 있다는 장점이 있지만, 현행 자본시장법상 거래소 운영을 위한 자본금 요건, 금

129) 일반적인 투자자의 입장에서는 자금회수(exit)의 어려움상 투자결정을 내리는 것이 쉽지 않을 것이다.

융위원회의 허가 등 규제를 만족시키기가 어렵다는 단점이 있다. 그에 더하여 거래소 모델을 이용하게 되면 상장유지비용, 준법감시비용 등 각종 비용의 증가가 우려되고, 그에 더하여 사회적 기업에 대한 평가시스템이 합리적으로 제공되어야 한다는 부가적인 장치도 필요하다. 결국 당장 새로운 거래소를 설립하는 것은 비용적으로나 시간적으로나 무리가 있고 현재 한국거래소가 KONEX시장을 개장하는 것처럼 기존의 거래소가 내부적으로 사회적 기업 전용시장을 개설하거나, 사회적 기업 전용 거래소를 한국거래소가 자회사의 형태로 설립하는 방법 중에서 택하여야 할 것이다.

(3) 사회적 영향투자자의 유인책

재정적인 면에서나 조직적인 면에서 아직까지 발전의 초기 단계에 있는 사회적 기업들이 자본시장에서 대규모 자금조달을 지속적으로 하기 위해서는 사회적 영향투자자들에게 세제혜택(tax incentive) 등 인센티브가 적극적으로 제공되도록 할 필요성이 있다. 왜냐하면 대규모 자본의 유입에 기부적인 측면을 기대하기는 현실적으로 힘든 면이 있고, 사회적 기업의 경우 배당이 자유롭지 못하기 때문에 대규모 자본의 유입이 쉽지 않기 때문이다.

자본시장을 통한 대규모 자본조달의 경우에는 시장 자체적으로 통제 메카니즘이 작동되므로 기부금 출자에서와 같은 도덕적 해이의 문제는 높지 않다. 따라서 사회적 기업에 대한 별도의 평가시스템을 마련할 필요는 없고 기존의 자본시장 메카니즘 내부에서 해결되기 때문에 투자자보호의 장치는 본질적으로 작동한다고 할 것이다.

제 5 장 결 론

사회적 기업도 경제활동을 하는 조직체이기 때문에 기업활동을 활성화하기 위해서는 그에 필요한 자금의 공급이 원활하게 이루어져야 한다. 이러한 사회적 기업금융의 방법에는 크게 자본시장을 통한 투자적 성격의 자금을 공급하는 방법과 기부적 성격을 가지는 정부재정 내지 비영리재단을 통하여 지원을 하는 방법의 2가지가 있을 수 있다. 결국 사회적 기업에 자금을 공급하는 역할을 하는 출자자의 유형에 따라 이원적인 자금조달방법이 가능하다. 전자는 재무적 투자자이고, 후자는 기부적 출자자의 성격을 가진다고 성격지을 수 있을 것이다.

자본시장을 통한 자금의 공급은 사회적 기업의 주식 등을 거래소 시장에 상장하여 기업활동에 필요한 자금을 공급하는 방법이다. 이러한 방법에는 기존의 거래소 시스템에서 사회적 기업을 위한 새로운 시장을 별도로 개설하는 방법과 거래소의 자회사 형태로 사회적 기업 거래소를 개설하는 방법이 있다. 내부적으로 별도의 시장을 개설하는 것과 자회사의 형태로 거래소를 설립하는 것은 각각 장단점이 있다. 우리나라의 경우 한국거래소가 이미 사회적 기업을 비롯한 중소기업 전용 자본시장인 KONEX시장을 개설하고 있으므로 그 진행을 살펴보는 것이 필요할 듯하다.¹³⁰⁾

거래소에 상장을 하는 방법에는 사회적 기업의 지분을 상장하는 방법과 사회적 기업의 특정 프로젝트를 상장하는 방법(브라질 BVSA방식)이 있다. 특히 전자의 경우에는 현행 자본시장법상 중개기능을 하는 금융투자업의 역할이 중요하며, 또한 지분을 상장하는 형태로 이

130) 2013년 7월 1일 개장 이후 아직 초기 단계이기는 하지만, 거래가 활발하지 못한 어려움에 있다. 이러한 상황을 타개하는데 도움을 주고자 금융투자협회는 자산운용사의 불공정거래 모니터링 의무대상에서 KONEX시장종목은 한시적으로 제외하고 있다. <http://economy.hankooki.com/lpage/stock/201307/e2013071115243792480.htm>

루어지는 경우에는 자본시장법상 각종 공시·신고제도 등의 규제가 있기 때문에 아직 초기 단계에 있는 사회적 기업들에게는 이러한 규제들이 재정적·절차적인 부담으로 작용할 수 있다는 점에서 규제완화에 대한 적극적인 검토가 필요하다.

거래소에 지분을 상장하여 거래하는 방식 중 자본시장 중간조직을 이용하는 방식보다는 직접 사회적 영향투자자가 거래할 수 있도록 하는 방식이 더 적절하다고 본다. 왜냐하면 자본시장 중간조직이 수익성의 측면에서 다소 소극적일 것이라고 생각되기도 하지만, 이러한 역할이 캐나다에서 보는 것처럼 지정자문단의 형식으로 해결할 수 있고, 이러한 방식은 자본시장에 대한 신뢰를 제고할 수 있을 뿐만 아니라 사회적 기업에 대한 지원의 성격도 있기 때문이다. 만일 자본시장 중간조직을 활용하는 것으로 방향을 정한다면 기존의 중간조직인 금융투자회사들이 수익성에 대한 부담을 줄여줄 수 있도록 일종의 인센티브를 부여하는 것도 생각해 볼 수 있고, 혹은 정책적 방안으로 사회적 기업들의 자금조달을 도와줄 수 있는 정부나 공공단체로부터의 출자를 바탕으로 별도의 금융투자회사를 설립하는 것도 하나의 방안이 될 수 있다.

한편 기부적 성격을 가지는 정부의 재정지원의 형태나 비영리재단의 기부금 제공 방식의 자금조달도 지속적으로 활용하여야 할 것이며, 이는 현재도 이루어지고 있는 방법이다. 다만 사후 사업수행평가 기준을 마련하여 도덕적 해이(moral hazard)가 발생하지 않도록 하여야 할 것이다.

마지막으로 사회적 기업금융에 관한 여러 가지 논의를 함에 있어서 가장 중요한 전제는 우리 사회가 추구하여야 할 사회적 기업의 조직 형태가 어떠한 모습이어야 하는 것에 대한 공감대가 형성되어야 한다는 점이다. 즉 사회적 목적을 수행하는 조직임을 확실히 하면서도 동시에 경제적 가치를 추구하는데 있어서 제한을 두지 말아야 하며, 또

한 경제조직으로서 자본조달을 하는 과정에서 투자자의 경제적 가치 추구가 보호되면서도 동시에 사회적 기업의 사회적 목적 추구가 제한 받지 않아야 하는 것이어야 한다.¹³¹⁾ 그렇게 하는 것이 현실적으로 사회적 기업에게 자금을 조달하는 여러 통로를 확보하는 것을 좀 더 가능하게 하지 않을까 한다.

131) Jed Emerson & Antony Bugg-Levine, *Impact Investing: Transforming How We Make Money While Making a Difference*, Jossey-Bass, 124(2011).

참 고 문 헌

- 김성기, 「사회적 기업의 이슈와 쟁점 - ‘여럿이 함께’의 동학 -」, 아르케, 2011
- 김화진, 「상법강의」, 박영사, 2013
- 홍복기의 8인공저, 「회사법: 사례와 이론」, 박영사, 2013
- 곽관훈, “사회책임투자(SRI)와 기관투자자의 역할”, 「비교사법」 제13권 2호, 2006
- 곽관훈, 사회적 기업 육성법제 및 기타 창업관련 법제 정비방안, 「증권법연구」 제13권제3호, 2012
- 곽선화, 『사회적기업 성장단계별 성과 및 지속가능성 분석 I - 사회적 기업의 사회적·경제적 성과분석』, 한국사회적기업진흥원, 2011
- 곽선화, 『사회적기업 3주년 성과분석』, 고용노동부, 2012. 12
- 권재열, 사회적 기업 출자 활성화를 위한 회사법적 개선방안, 「증권법연구」 제13권제3호, 2012
- 남인우·박창균, “Social Finance 활성화를 위한 과제: 사회적 증권거래소를 중심으로”, 「사회적기업 자본시장 활성화방안」(SK경제경영연구소, 2012. 7. 10.) 자료집
- 노희진 외, 사회적 기업의 자본시장 활성화 방안 II, 고용노동부, 2010
- 노희진 외 4인, 『사회적거래소 설립 및 운영방안 연구』, 자본시장연구원, 2012. 10
- 김병연, 사회적 기업금융과 자본시장법적 검토, 「증권법연구」 제13권 제3호, 2012

참 고 문 헌

- 박훤일, “세계적인 사회적 책임투자(SRI) 동향”, 『경영법무』 Vol.117, 2004. 1
- 안택식, 기업의 사회적 책임, 『주식회사법대계 I』, 법문사, 2013
- 오성근, “기업의 사회적 책임(CSR)과 사회적 책임투자(SRI)에 관한 고찰”, 『비교사법』 제13권4호, 2006.
- 조영복/곽선화/류정란, 『사회적기업: 다양성과 역동성, 배경과 공헌』, 사회적기업연구원, 2010
- 정은희, “사회적 증권거래소(사회적증시)설립 방안 연구”, 『사회적 기업연구』 제2권제2호(2005)
- 한상진, 『사회적 기업의 복합 이해당사자 구조와 사회적 기업가의 역할 - ‘재활용 대안기업 연합회’를 중심으로 - 』, 환경사회학 연구 ECO 제13권 제1호, 한국환경사회학회, 2009
- Jed Emerson & Antony Bugg-Levine, Impact Investing: Transforming How We Make Money While Making a Difference, Jossey-Bass, 2011
- V. Kasturi Rangan, Herman B. Leonard, & Susan McDonald, The Future of Social Enterprise, Harvard Business School Working Paper 08-103, 2008
- Cynthia Shammugalingam et al., Growing Social Ventures - The Role of Intermediaries and Investors: Who They Are, What They Do, and What They Could Become, Young Foundation Policy Paper, 2011.2.