

## 벤처캐피탈의 조직적 특성과 투자 전략에 관한 연구

### A Study on Organizational Characteristics and Investment Strategies of Venture Capital Firms in Korea

이주헌\* , 김성민 \*\*

\* 연세대학교 정경대학 경영학과 교수(dardenlee@yonsei.ac.kr)

\*\* 연세대학교 정경대학 경영학과 대학원(bossmc@hanmail.net)

#### Abstract

In the risk capital market there are various types of investors competing each other. In the past, venture capital firms depended on government subsidies to stay in business. In order to be survived in today's competitive market, they need to have had the necessary knowledge and organizational resources to build their own competitive advantages. We examine the relationship between organizational characteristics, human resources, and investment strategies of venture capital firms in Korea.

#### 1. 서론

본 연구의 목적은 벤처캐피탈 회사의 조직상황적 특성, 인적자원 특성과 투자전략 간의 연관관계를 실증적으로 분석하는 것이다. 벤처캐피탈 회사가 창업자본의 대명사처럼 일컬어지지만 창업자본 시장에는 다양한 유형의 자본이 존재하고 서로 경쟁하고 있다(Lee, 2002). 우리나라에서는 1974년 벤처캐피탈 회사가 최초로 설립된 이래 신설 벤처캐피탈 회사의 수가 계속 증가하고 있다(이석규, 1999). 과거 벤처캐피탈 회사는 정부의 지원과 보조금에 의존하여 사업을 유지하였기 때문에 경영성과가 낮고 조직의 역량이 부족해도 생존할 수 있었다(고성수, 1996). 하지만, 오늘날 경쟁적 시장에서 생존, 발전하기 위해서 벤처캐피탈 회사는 경쟁우위를 형성하기 위해 필요한 지식과 조직자원을 확보해야 하고 투자전략을 수행할 수 있어야 한다(Hamel and Prahalad, 1989; Barney, 1991). 이러한 취지에서 본 연구는 벤처캐피탈의 조직상황적 특성에 따른 인적자원 특성의 차이, 인적자원 특성의 차이에 따른 투자전략의 차이, 그리고 조직상황적 특성에 따른 투자전략의 차이를 검증하였다.

벤처캐피탈 회사는 신생기업이나 초기 성장단계에 있는 벤처기업에 투자를 통해 부가가치를 창출하는 조직이다. 벤처캐피탈 회사는 일반적으로 피동적인 투자뿐만 아니라 능동적으로 경영·기술 지도의 비재무적 협력을 제공함으로써 투자기업의 위험과 수익을 개선하여 자신들의 이익을 극대화하는 것으로 알려져 있다(Timmons, 1987; Gorman and Sahlman, 1989). 벤처캐피탈은 전문화된 인력을 바

탕으로 발전가능성 있는 벤처기업을 발굴하고 벤처기업에 가치 부가적 활동을 제공함으로써 외부투자자에 가치를 제공하는 시스템으로 이해될 수 있다(이석규, 1999). 즉, 벤처캐피탈 회사는 경쟁우위를 확보하기 위해 조직상황적 특성에 적합한 핵심역량을 축적하고 향상시키기 위해 노력해야 한다.

조직의 전략형성요인을 연구하기 위해 환경과 전략, 전략과 자원, 전략과 성과 등의 관계에 대한 다양한 연구가 수행되고 있다(Galunic and Eisenhardt, 1994; 이장우 등, 1993). 특히, 기업의 전략적 목표를 충족하기 위해 인적자원을 확보하고 활동을 연계, 통합하는 활동의 중요성이 점점 증대하고 있는 실정이다(Schuler, 1992). 본 논문은 벤처캐피탈의 전략적 투자활동을 위한 인적자원의 특성을 조직적 특성과 연계해서 연구하였다.

벤처캐피탈에 대한 필요성과 관심은 증대하고 있지만 학술조사 및 연구는 이제까지 활발하지 못하였으며 벤처캐피탈 회사의 자료도 매우 빈약하다. 본 논문은 웹페이지와 벤처캐피탈 회사의 자료를 기초로 데이터를 수집하여 조직상황적 특징, 인적자원 특성, 그리고 투자 전략 간의 관계를 연구하였다. 이와 같은 연구는 우리나라 벤처캐피탈 회사의 특성에 따른 인적자원정책 및 투자전략을 세우는데 유용한 관점을 제공하게 될 것이다.

#### 2. 이론적 배경

##### 2.1 전략과 인적자원

전략은 환경변화에 대한 조직의 적응과정으로 조직의 전략형성과정을 살펴보면 외부환경과 내부조직의 속성에 의해 결정된다. 초기 전략연구에서는 기업의 외부환경에 대한 적응과정으로 전략의 선택을 강조하였다(Porter, 1980). 하지만, 자원기준 관점에 따르면 기업이 보유하고 있는 자원의 유무에 의해 경쟁력이 좌우된다고 강조하였다(Hamel and Prahalad, 1989; Barney, 1991). 자원기준관점은 전략과 내부자원의 연계를 강조하였다(황호영, 최영균, 1997).

벤처캐피탈은 외부투자자의 출자를 통해 자금을 확보하고 기업의 자산이 증가하게 된다. 만약 과거 실적이 좋지 못하다면 외부투자자로부터 자금을 유지하는데 어려움을 겪을 수밖에 없으며 벤처캐피탈은 존속 발전하지 못했을 것이다. 그러므로, 설

립기간이 오랜 벤처캐피탈은 명확한 경쟁우위를 확보할 확률이 높을 것이고 이는 내부적으로 경쟁력 있는 인적자원을 갖고 있을 확률이 높을 것이다.

## 2.2 전략과 투자행태

벤처캐피탈 회사는 창업투자시장의 비효율성을 보완하고 수익을 얻는 전문적 투자자로서 정보 비대칭성(information asymmetry)을 개선한다는 점에서 긍정적인 경제적, 사회적 역할을 한다고 볼 수 있다. 이러한 정보 비대칭성을 뛰어넘는 활동을 수행하기 위해 벤처캐피탈 회사는 독특한 투자행태를 발전시켜 왔다. 벤처캐피탈은 투자대상을 선정할 때 분산전략보다는 산업 및 성장 단계 등의 기준에 특화하는 경우가 많다. 벤처캐피탈 투자는 자금 투입뿐만 아니라 지속적 가치 부가적 활동 수행이 요구되기 때문에 전문지식이 요구되기 때문에 산업 및 단계적 특화가 발생한다.

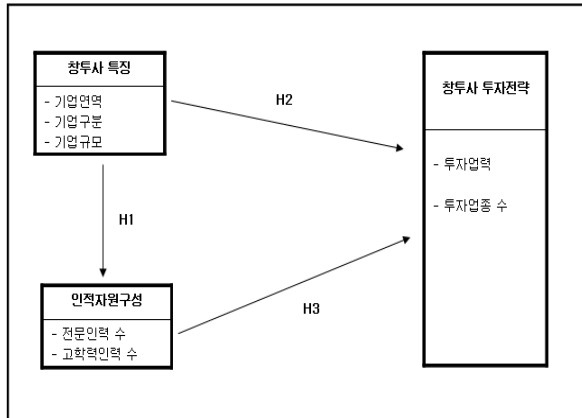
미국 벤처캐피탈 회사의 대부분은 투자대상 기업의 성장 단계가 창업초기에만 집중하거나 상대적으로 성숙한 기업에만 전문화하는 등의 경향이 있다. 이러한 투자대상 특화는 투자조합 결성 시 규약에 포함되는 경우가 많은 것으로 알려져 있다(Sahlman, 1990).

## 3. 연구모형과 가설

### 3.1 연구모형

본 연구에서는 국내 벤처캐피탈의 조직상황적 특성, 인적자원 특성 및 투자전략 간의 상관관계에 대해 <그림 1>과 같은 연구모형을 수립하였다.

<그림 1> 연구모형



### 3.2 가설

앞에서 논의한 바와 같이 벤처캐피탈 회사의 조직상황적 특성은 벤처캐피탈 회사가 독특한 전략을 형성하게 될 것으로 예상된다. 즉, 조직상황적 특성이 다른 벤처캐피탈 회사는 다른 인적자원 특성을 나타낼 것으로 예상된다.

**가설 1 :** 벤처캐피탈 회사의 조직상황적 특성이 인적자원 특성에 영향을 미칠 것이다.

**가설 1-1 :** 기업연혁이 벤처캐피탈 회사의 전문인력 수에 영향을 미칠 것이다.

**가설 1-2 :** 기업연혁이 벤처캐피탈 회사의 고학력인력의 수에 영향을 미칠 것이다.

**가설 1-3 :** 기업구분이 벤처캐피탈 회사의 전문인력 수에 영향을 미칠 것이다.

**가설 1-4 :** 기업구분이 벤처캐피탈 회사의 고학력인력 수에 영향을 미칠 것이다.

**가설 1-5 :** 기업규모가 벤처캐피탈 회사의 전문인력 수에 영향을 미칠 것이다.

**가설 1-6 :** 기업규모가 벤처캐피탈 회사의 고학력인력 수에 영향을 미칠 것이다.

앞에서 논의한 바와 같이 벤처캐피탈 회사의 조직상황적 특성은 그들이 구사하는 투자전략에 있어서 차이를 가져올 것으로 생각된다. 본 연구에서는 벤처캐피탈 회사가 구사하는 투자전략으로 포트폴리오 벤처기업의 업력과 벤처캐피탈 회사가 투자하는 투자업종 수에 대해 논의하였다.

**가설 2 :** 벤처캐피탈 회사의 조직상황적 특성이 벤처캐피탈 회사가 구사하는 투자전략에 영향을 미칠 것이다.

**가설 2-1 :** 벤처캐피탈 회사의 기업연혁이 투자 포트폴리오 벤처기업의 업력에 영향을 미칠 것이다.

**가설 2-2 :** 벤처캐피탈 회사의 기업연혁이 회사가 투자하는 투자업종 수에 영향을 미칠 것이다.

**가설 2-3 :** 기업구분이 벤처캐피탈이 투자하는 투자 포트폴리오 벤처기업의 투자업력에 영향을 미칠 것이다.

**가설 2-4 :** 기업구분이 벤처캐피탈이 투자하는 투자업종 수에 영향을 미칠 것이다.

**가설 2-5 :** 벤처캐피탈의 기업규모가 투자 포트폴리오 벤처기업의 업력에 영향을 미칠 것이다.

**가설 2-6 :** 벤처캐피탈의 기업규모가 투자하는 투자업종 수에 영향을 미칠 것이다.

마지막으로 벤처캐피탈 회사의 인적자원의 특성이 벤처캐피탈 회사가 구사하는 투자전략과 상관관계가 있을 것이다.

**가설 3 :** 벤처캐피탈 회사의 인적자원구성이 그들이 구사하는 투자전략에 영향을 줄 것이다.

**가설 3-1 :** 벤처캐피탈 회사의 전문인력 수가 투자 포트폴리오의 벤처기업의 업력에 영향을 미칠 것이다.

**가설 3-2 :** 벤처캐피탈 회사의 전문인력 수가 투자업종 수에 영향을 미칠 것이다.

**가설 3-3 :** 벤처캐피탈 회사의 고학력인력수가 투자 포트폴리오의 벤처기업의 업력에 영향을 미칠 것이다.

**가설 3-4 :** 벤처캐피탈 회사의 고학력인력수가 투자업종 수에 영향을 미칠 것이다.

## 4. 연구결과

### 4.1 기술적 통계량

본 연구는 벤처캐피탈 협회에 등록된 벤처캐피탈 회사의 재무제표와 웹페이지에서 수집한 자료를

중심으로 데이터를 확보하고 연구하였다. 최종적으로 비교적 정확한 자료를 확보할 수 있는 벤처캐피탈 회사 50개 업체를 선별하여 연구하였다.

본 연구에 포함된 주요 변수들의 서술적 통계량들은 다음의 <표 1>과 같다. 본 연구에서 사용된 표본 벤처캐피탈 회사들의 평균값들을 살펴보면 기업연역 9.5년, 기업구분은 중소기업이 33개(66%), 대기업이 17개업체(34%)로 분류되며 임원과 직원의 총수는 평균 10명으로 국내 벤처캐피탈 회사의 상황을 잘 반영하고 있다.

<표 1> 주요변수의 기술적 통계량

구분	변수	평균	표준편차	최소	최대	비고
벤처캐피탈 회사의 특징	기업연역	9.546	5.153	4.250	19.330	설립기간(년)
	기업구분	1.340	0.479	1.000	2.000	중소기업(1), 대기업(2)
	기업규모	1.160	0.370	1.000	2.000	비상장(1), 코스닥(2)
인적자원구조	전문인력 수	6.040	3.194	1.000	16.000	전문인원 및 직원 수
	고학력인력 수	8.260	4.070	1.000	16.000	4년제 대학이상 대학원포함
벤처캐피탈 회사의 투자전략	3년이하 비율	0.396	0.314	0.000	1.000	창업투자조합 3년이하 투자액 비율
	3~7년이하 비율	0.536	0.314	0.000	0.570	창업투자조합 3년이상 7년이하투자액 비율
	7년이상 비율	0.069	0.123	0.000	0.570	창업투자조합 7년이상 투자액 비율
	투자업종 수	3.800	2.474	1.000	13.000	투자업종수

<표 2> 표본 벤처캐피탈 회사의 특성

기업연역	기업구분	주식구분	기업규모
5년미만 1개사(2%)	중소기업	33개사 (66%)	비상장 42개사 (84%)
5년이상 10년미만 32개사 (64%)	대기업	17개사 (43%)	코스닥 8개사 (16%)
10년이상 14개사 (28%)			
소계	50개사 (100%)	50개사 (100%)	50개사 (100%)

<표 3> 상관관계 행렬표

구분	변수	기업연역	기업구분	기업규모	전문인력수	고학력인력수	3년미만비율	3~7년미만비율	7년이상비율	투자업종수
창투자 특징	기업연역	1								
	기업구분	0.066	1							
	기업규모	0.674	-0.017	1						
인적자원 구조	전문인력수	0.402	0.071	0.668	1					
	고학력인력수	0.474	0.163	0.681	0.797	1				
	3년미만비율	-0.116	0.192	-0.098	-0.096	-0.020	1			
창투자 투자전략	3~7년미만비율	0.176	-0.301	0.111	0.061	-0.012	-0.922	1		
	7년이상비율	-0.163	0.272	-0.033	0.112	0.078	-0.196	-0.200	1	
	투자업종수	0.221	0.041	0.331	0.394	0.600	0.026	-0.071	0.110	1

\*\*상관계수는 0.01 수준(양쪽)에서 유의합니다.  
\*상관계수는 0.05 수준(양쪽)에서 유의합니다.

## 4.2 상관관계분석

<표 3>에는 본고가 설정한 가설에 대한 검증의 핵심 근거를 이루게 될 변수들 간의 상관관계 행렬표가 요약되어 있다. 본 연구에서 변수들 간의 상관관계의 정도를 통계적으로 측정하는 방법 중에 가장 많이 사용하는 “피어슨의 상관계수(correlation coefficient)”를 사용하였다. 일반적으로 상관계수(r) 값이 0.4 이하이면 약한 상관관계, 0.5~0.6 사이에 있으면 보통의 상관관계, 0.7~0.8 사이에 높은 상관관계, 그리고 0.9이면 매우 높은 상관관계, 그리고 1.0이면 완전한 상관관계가 있다고 할 수 있다.

상관분석은 단순히 두 연속형 변수 사이에 어느 정도 밀접한 상관관계가 있는가를 분석하는 것으로 두 변수 사이의 관계에 있어서 원인과 결과의 관계는 설명할 수 없다. 그래서 본 연구에서는 선형회귀분석을 통해 연속형 변수들 사이의 관계에 있어서 한 변수를 원인으로 하고 다른 변수들을 결과로 하여 원인변수들과 결과변수 사이의 선형식을 구하고 그 식을 이용하여 원인변수들의 변수값들이 주어졌을 때 결과변수의 변수값을 예측하는 통계적 분석방법 또한 사용하였다. 독립변수의 선택방법은 가장 많이 쓰이는 선형회귀분석의 단계선택법(stepwise selection method)을 사용하였다.

## 4.3 가설1의 분석

<표 3>에서 볼 수 있듯이, 기업연역과 전문인력 수(0.402), 고학력 인력 수(0.474)는 유의수준에서 정(+)의 상관관계를 보이고 있다. 이는 벤처캐피탈이 오래될수록 전문 인력 수와 고학력 인력 수가 증가하고 있다는 것을 말하는 것으로 가설 1-1과 1-2를 지지하는 내용이다. 그러나 기업구분과 전문인력 수(0.071), 고학력인력 수(0.163)의 관계는 통계적으로 유의적이지 못한 것으로 관측되고 있다. 즉, 가설 1-3과 1-4는 통계적으로 유의적인 설명력을 지지 받지 못하고 있다. 이는 중소기업과 대기업이 전문 인력과 고학력을 고용하는데 차이가 없다고 할 수 있다. 기업규모와 전문 인력 수(0.568), 고학력 인력 수(0.681)는 유의수준에서 정(+)의 상관관계를 보이고 있다. 즉, 가설 1-5와 1-6은 통계적으로 유의하기 때문에 채택된다. 이는 기업의 자산규모가 커질수록 전문 인력과 고학력 인력 수가 늘어난다고 볼 수 있다.

## 4.4 가설2의 분석

기업연역과 투자업력간의 상관분석 결과는 통계적으로 유의하지 않는 결과가 나왔지만 3년 미만 비율(-0.115)과 7년 이상 비율(-0.153)이 음(-)의 상관관계를 보인다. 이는 기업연역이 많을수록 3년 미만과 7년 이상의 업력에 투자를 꺼리는 경향을 보이는 것으로 예측할 수 있다. 가설 2-1은 통계적으로 유의하지 않기 때문에 기각되어진다. 기업연역과 투자업종 수(0.221) 통계적으로 유의하지 않아 기각되지만 오래된 회사일수록 투자업종의 다각화를 선호하는 것을 알 수 있다. 기업구분과 투자업력은 3~7년 미만비율(-0.301)에서만 유의수준에서 음(-)의 상관관을 보이고 있다. 가설 2-3은 부분적으로 지지된다. 기업구분과 투자업종 수(0.041)는 통계적으로 유의하지 않아 기각되어진다. 이는 중소기업과 대기업이 투자업종 수에 차이가 없다는 것을 의미한다. 기업규모와 투자업력은 통계적으로 유의하지 않고 기업규모와 투자업종 수(0.331)는 통계적으로 유의하다. 이는 자산 규모가 클수록 투자업종을 다각화하는 경향이 있으면 투자업력 비율에 영향을 받지 않는다. 따라서 가설 2-5는 기각되어지고 2-6은 채택되어진다.

## 4.5 가설3의 분석

전문 인력 수와 투자업력(-0.095, 0.051, 0.112), 투자업종 수(0.394)의 상관관계 분석에서는 투자업력은 통계적으로 유의하지 않으나 투자업종 수는 유의하다. 이는 벤처캐피탈 회사에 고용된 전문 인력이 조합투자 업력에 따라 투자를 하지 않는다는 결론을 내릴 수 있고 전문 인력 수가 많은 벤처캐

피탈일수록 여러 업종에 투자를 한다는 것을 예측할 수 있다. 가설 3-1은 통계적으로 유의하지 않기 때문에 기각되면 가설 3-2는 통계적으로 유의하기 때문에 채택되어진다. 고학력인력 수와 투자업력 (-0.020, -0.012, 0.078)은 통계적으로 유의적인 설명력을 지지 받지 못하고 있다. 가설 3-3은 기각되어진다. 고학력인력수와 투자업종 수(0.500)는 정(+)의 상관관계를 보이고 있다. 이는 벤처캐피탈 회사의 고학력인력수가 많을수록 투자의 다변화하는 경향이 있는 것으로 예측할 수 있다. 가설 3-4는 채택되어진다.

<표 4> 가설검증 결과의 요약

가 설	가설 평가
<b>가설 1 :</b>	
가설 1-1 : 기업연혁 -> 전문인력 수	채택
가설 1-2 : 기업연혁 -> 고학력인력 수	채택
가설 1-3 : 기업구분 -> 전문인력 수	기각
가설 1-4 : 기업구분 -> 고학력인력 수	기각
가설 1-5 : 기업규모 -> 전문인력 수	채택
가설 1-6 : 기업규모 -> 고학력인력 수	채택
<b>가설 2 :</b>	
가설 2-1 : 기업연혁 -> 투자업력	기각
가설 2-2 : 기업연혁 -> 투자업종 수	기각
가설 2-3 : 기업구분 -> 투자업력	부분적 지지
가설 2-4 : 기업구분 -> 투자업종 수	기각
가설 2-5 : 기업규모 -> 투자업력	기각
가설 2-6 : 기업규모 -> 투자업종 수	채택
<b>가설 3 :</b>	
가설 3-1 : 전문인력 수 -> 투자업력	기각
가설 3-2 : 고학력 인력 수 -> 투자업종수	채택
가설 3-3 : 전문인력수 -> 투자업력	기각
가설 3-4 : 고학력 인력 수 -> 투자업종수	채택

### 5. 결론

본 연구에서는 벤처캐피탈 회사의 조직상황적 특성, 인적자원 특성과 투자전략 간의 연관관계를 실증적으로 분석하였다. 상관관계분석과 선형회귀분석을 통해 얻은 결과에 따르면 첫째, 벤처캐피탈 회사의 조직상황적 특성은 대체적으로 벤처캐피탈의 인적자원 특성에 영향을 주었다. 특히, 벤처캐피탈 회사의 기업연혁과 기업규모가 전문 인력 수와 고학력 인력 수에 영향을 주는 것으로 나타났다. 둘째, 벤처캐피탈 회사의 인적자원의 특성은 부분적으로 그들이 구사하는 투자전략에 영향을 주는 것으로 나타났다. 투자업력에 대한 검증은 기각되었지만 벤처캐피탈 회사가 투자하고 있는 투자업종 수에는 영향을 주는 것으로 나타났다. 셋째, 벤처캐피탈 회사의 조직상황적 특성이 투자전략에 부분적으로 영향을 주는 것으로 나타났다.

### 참고문헌

고성수 (1996), “우리나라 벤처캐피탈 시장의 활성화 방안”, 한국 금융연구원, 정책조사 보고서  
 이석규 (1999), “벤처캐피탈 회사의 특성별 투자행태 및 성과분석”, 중소기업연구, 제21권, 제1호, pp. 205-228.

Barney, J. (1991), Firm resources and sustained

competitive advantage, *Journal of Management*, 17, 99-120.  
 Galunic, D.C. and Eisenhardt, K.M. (1994). Renewing the strategy-structure-performance paradigm. *Research in Organizational Behavior*, 16, 215-255.  
 Gorman, M. and Sahlman, W.A. (1989). What do venture capitalist do?, *Journal of Business Venturing*, 4, 231-248.  
 Hamel, G. and Prahalad, C.K. (1989). Strategic Intent, *Harvard Business Review*, 5-6.  
 Lee, Joo-Heon (2002), *Three Essays in Entrepreneurship*, Ph.D. Dissertation, University of Virginia at Charlottesville, VA.  
 Porter, M.E. (1980), *Competitive strategy: Techniques for analyzing industries and competitors*, New York: Free Press.  
 Sahlman, W.A. (1990), The structure and governance of venture capital organizations, *Journal of Financial Economics*, 27: 473-521.  
 Schuler, R.S. (1992), Strategic human resource management: Linking people with the strategic needs of the business. *Organizational Dynamics*, Summer, 5-19.  
 Timmons, J.A. (1989), Ventue capital: More than money? In S.E. Pratt and J. K. Morris, eds., *Pratt's Guide to Venture Capital Sources*, Wellesley, MA: Venture Economics, 47-51.