

# 한국 벤처 캐피탈리스트의 특징과 의사결정 기준에 관한 연구: 창업자의 경험을 중심으로

이수용\*

국민대학교 대학원 박사과정

김도현\*\*

국민대학교 글로벌창업벤처대학원 교수

구중희\*\*\*

고려대학교 대학원 박사과정

## 국 문 요 약

벤처 기업의 평가와 관련하여 벤처 캐피탈리스트들의 의사결정에 대한 지금까지의 선행 연구들의 주 초점은 벤처 캐피탈의 의사 결정 과정과 이에 관련된 의사 결정 기준이지만, 연구의 또 다른 상호 보완적인 흐름은 의사 결정에 상대적인 가치와 중요성에 영향을 주는 요인에 관한 것이다. 즉, 벤처 캐피탈리스트의 의사결정에 있어서 인적 자본 요소인 벤처 기업의 창업자 또는 창업팀의 특징이 더 중요하다는 주장과 불확실성을 특징으로 하는 제품/서비스의 특징, 시장/산업의 특징, 재정적 특징이 창업자/창업팀의 특징 보다 더 중요하다는 두 가지 관점이 선행 연구에 존재한다.

그러나 벤처 캐피탈리스트의 의사 결정에 영향을 주는 것으로 알려진 두 가지 주장은 각각 독립적으로 연구되어 왔기 때문에 창업자의 특징과 불확실성의 요소가 결합된 상호 영향이나 상대적인 중요도가 벤처캐피탈의 의사결정에 어떤 영향을 주는지에 관한 연구는 거의 없다.

이러한 배경에서 본 논문의 목적은 인적 자본 이론을 도입하여 벤처 캐피탈리스트의 의사 결정에 중요한 의사 결정 기준인 창업자의 특징 중 창업자의 경험(산업 경험, 창업 경험, 경영 경험)과 불확실성으로 발생하는 요인의 상대적인 중요도에 대한 이해를 증진시키는 것이다.

본 연구에서는 창업자의 특성과 불확실성의 특성을 벤처 캐피탈리스트의 의사 결정 과정에 실험적으로 적용할 수 있는 가상의 시나리오를 기반으로 하는 컨조인트 분석법을 적용하여 창업자의 특성과 불확실성을 포함하고 있는 8가지 요인(속성)의 중요도를 연구한다.

## 1. 서론

벤처 캐피탈리스트가 벤처 기업의 투자 결정을 하기 위한 의사 결정 과정은 여러 단계를 거쳐 진행되는데, 이 과정에는 여러 요인의 의사결정 기준을 고려하여 투자 여부를 결정한다(Tyebjee & Bruno, 1984 등). 이전까지의 대부분의 선행 연구는 벤처 캐피탈리스트의 의사 결정에 영향을 미치는 기준들을 범주화하였는데, 특히 벤처 창업자의 경영 기술과 경험과 같은 창업자/창업팀의 특성, 벤처 기

업의 제품/서비스의 특성, 제품/서비스의 시장 성장성 및 시장 규모와 같은 시장/산업의 특성, 예상 수익과 회수 기간과 같은 재무적 특성의 4가지 범주에서의 의사결정 기준을 포함하고 있다 (Macmillan et al., 1985; Bachher and Guild, 1996; Muzyka et al, 1996).

이러한 벤처 캐피탈리스트의 의사결정 기준은 학자들의 관점에 따라 의사결정에 있어서 창업자 또는 창업팀의 특성이 더 중요하다는 주장과 제품/서비스의 특성, 시장/산업의 특성, 재무적 특성 등이 더 중요하다는 주장의 두 가지 의견이 문헌에 존재한다. 이중 가장 뚜렷한 의사 결정 기

\* mail171@naver.com

\*\* drkim@kookmin.ac.kr

\*\*\* jhkoo67@gmail.com

준을 제공하는 요소와 관련하여 선행 문헌에서는 상당한 논란이 있었다. Khanin et al. (2008)은 벤처 캐피탈 투자 기준에 관한 문헌을 두 그룹으로 나누어 벤처 캐피탈리스트가 투자 결정을 내리는데 필수적인 경영 기술의 중요성을 주장하는 그룹과 경영 기술보다 시장 규모, 시장 성장률 및 제품 품질이 더 중요하다는 주장하는 그룹에 대한 연구를 하였다. 흥미로운 것은 몇몇 저자들은 이 문제에 대해 여러 연구에서 서로 다른 의견을 표방하기도 했다.

예를 들어 MacMillan et al.은 1885년의 논문에서는 기업가(가수)의 특성이 제품의 품질(말)보다 더 많은 벤처 캐피탈리스트의 투자 결정에 영향을 미친다고 주장했으나 1987년의 논문에서의 연구는 정확히 반대의 의견을 주장했다.

이와 같은 연구들은 벤처 캐피탈리스트들이 기업가의 경영 기술 보다 제품/시장 특성에 더 많은 관심을 가지거나 (Zacharakis and Meyer, 1998), 기업가의 기술이 덜 중요하다는 것을 보여줌으로써 벤처 캐피탈의 투자 과정과 의사결정 기준에 대한 이해를 향상시켰다고 주장한다. 그럼에도 불구하고 학자들은 기업가의 특성을 결정적인 요소로 기술하고 있다 (Muzyka et al.,1996).

## 2. 이론적 배경

### 2.1. 창업자의 경험과 의사결정

인적 자본 이론의 관점에서 기업가의 특성에 대한 학자들의 관심이 기업가정신의 개념에 적용된 연구에 반영되어 왔다. 선행 연구들은 인적 자본이 기업가 정신 분야에서 특별한 중요성을 갖는 이유를 설명하고 있으며 (Ardichvili, Cardozo, & Ray, 2003, Shane, 2000). 특히, 교육, 경험, 지식 및 기술을 포함한 인적 자본의 속성은 기업가적(entrepreneurial) 기업의 성공을 위한 중요한 자원으로 오랫동안 주장되어 왔다(Marvel et al.,2016).

인적 자본은 기업가적 기회(entrepreneurial opportunity)를 발견하고 창출하는데 필수적이다(Marvel, 2013). 인적 자본의 요소인 새로운 지식의 축적은 새로운 벤처 기업을 위한 이점(advantages)을 창출하는 것을 지원한다. 즉, 선행 지식은 다른 사람들이 볼 수 없는 구체적인 기회를 발견할 수 있도록 준비하는 기업가의 경각심(entrepreneurial alertness)을 증가시킨다(Shane, 2000; Venkatraman, 1997). 재정적 자원을 확보하고 벤처 기업을 창업함으로써 기업가적 기회(entrepreneurial opportunity)를 활용하는 데에도 도움이 된다. 또한 인적 자본은 계획과 벤처 전략에 긍정적인 영향으로 관련되며, 이는 성공에 긍정적인 영향을 미친다.

창업자의 인적 자본 중에서 축적된 선행 지식이 반영된 창업자의 다른 유형의 경험은 서로 다른 기술을 제공한다. 따라서 본 연구에서는 창업자의 경험을 산업경험, 창업 경험 경영 경험의 세 가지 차원으로 연구한다.

### 2.2. 불확실성과 의사결정

벤처 캐피탈리스트들은 의사결정 과정에서 벤처 기업을 둘러싼 정보를 평가함으로써 성공 또는 실패의 잠재적 가능성을 판단하여 투자 여부를 결정한다. 벤처 캐피탈리스트가 평가하는 대부분의 요인들은 정량화되어 합리적인 의사결정에 따라 결정되지만 미래의 성과를 완벽하게 알 수 없는 결과의 확률 또는 가능성에 대한 투자이기 때문에 벤처 캐피탈리스트의 투자 활동 자체가 불확실성에 대한 활동이라고 할 수 있다.

벤처 기업을 둘러싼 환경적 상황은 사회적, 경제적, 국가적 상황에 따라 예측하기 어려운 불확실성을 가지고 있다.

환경적 불확실성은 불확실성의 근원이 외부 환경에서 기인하며 정확하게 예측할 수 있는 충분한 정보가 부족하거나, 정보가 있다고 하더라도 관련성이 있는 정보와 관련성이 없는 정보를 구별 할 수 없다고 판단하여 무언가를 예측할 수 없다는 인식으로 정의된다.(Milliken, 1987).

그러므로 지금까지 시장에 존재하지 않았거나 아직 대중들에게 낯선 새로운 제품과 서비스의 신규성 정도, 성공 가능성을 예상하기 어려운 시장성장성, 투자한 자금의 회수 및 성과를 내기까지 걸리는 시간적 위험성을 내포하고 있는 투자 자금의 회수 시기는 벤처 캐피탈리스트들이 의사결정의 내려야 하는 상황에서의 불확실성을 내포하고 있는 환경적 요소라고 할 수 있다.

## 3. 연구방법

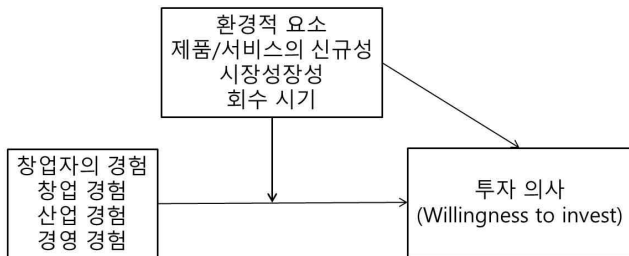
### 3.1. 컨조인트 분석

컨조인트 분석은 응답자의 인지 시스템의 기본 구조를 조사할 수 있는 속성(attribute)을 기반으로 일련의 판단을 내려야 하는 분석 방법으로, 제시된 여러 가지 속성에 대한 응답자들의 전체적 선호를 조사하여 개별 속성들이 응답자에게 주는 효용 및 상대적인 중요도를 파악하는 기법이다. 컨조인트 분석의 이러한 방법적 특징으로 인해 신제품 개념평가, 경쟁 구조 분석, 제품 가격 설정, 광고, 유통 등 마케팅의 주요 분야에 도입되어 특정 상품의 속성들에 대한 소비자들의 선호도를 분석하는 기법으로 1970년 초 반부터 마케팅 분야의 의사결정을 돕는 분석 수단으로 광범위하게 사용되어 왔다.

본 연구에서는 벤처 캐피탈리스트의 의사결정 기준에 창업자의 특성과 불확실성의 환경적 요소를 실험적으로 적용할 수 있는 컨조인트 분석법을 적용한다.

선행 연구에 따르면, 컨조인트 분석은 빈번히 사용되는 사후(post-hoc) 방법론(예:리커트형 척도를 사용한 설문)보다 더 유효한 결과를 산출하기 때문에 벤처 캐피탈리스트의 의사 결정에 대한 연구에 특히 적합하다. 의사 결정 과정에서 발생할 수 있는 지각 및 인지의 과거 의존도를 감소시키고 의사 결정의 편향을 축소시키기 때문에 컨조인트 분석은 응답자의 판단(의사 결정)에 관한 데이터를 얻기 위한 회고적(retrospective) 또는 자기 보고적(self-reported) 응답이 아니라 실시간(real-time) 결정에 의해 이루어진다고 할 수 있다.

### 3.2. 연구 모형



### 3.3. 연구 가설

본 연구의 목적은 인적 자본 이론을 도입하여 벤처 캐피탈리스트의 의사 결정에 중요한 의사 결정 기준인 창업자의 특징 중 창업자의 경험과 불확실성을 포함하는 환경적 요소의 상대적인 중요도에 대한 관한 이해를 증진시키는 것이다. 따라서 벤처 캐피탈리스트의 의사 결정기준의 불확실성의 환경적 요소를 제품/서비스의 신규성, 시장성장성, 투자 자금의 회수시기로 보고 다음과 같은 가설을 설정한다.

#### H1. 불확실성이 높을수록 벤처 캐피탈리스트는 창업자의 산업 경험을 중요하게 여긴다.

H1-1 제품/서비스의 신규성(newness)이 클수록 벤처 캐피탈리스트는 창업자의 산업 경험을 중요하게 여긴다.

H1-2 시장 성장성이 클수록 벤처 캐피탈리스트는 창업자의 산업 경험을 중요하게 여긴다.

H1-3 투자 비용의 회수시기가 길수록 벤처 캐피탈리스트

는 창업자의 산업 경험을 중요하게 여긴다.

#### H2. 불확실성이 높을수록 벤처 캐피탈리스트는 창업자의 창업 경험을 중요하게 여긴다.

H2-1 제품/서비스의 신규성(newness)이 클수록 벤처 캐피탈리스트는 창업자의 창업 경험을 중요하게 여긴다.

H2-2 시장 성장성이 클수록 벤처 캐피탈리스트는 창업자의 창업 경험을 중요하게 여긴다.

H2-3 투자 비용의 회수시기가 길수록 벤처 캐피탈리스트는 창업자의 창업 경험을 중요하게 여긴다.

#### H3. 불확실성이 높을수록 벤처 캐피탈리스트는 창업자의 경영 경험을 중요하게 여긴다.

H3-1 제품/서비스의 신규성(newness)이 클수록 벤처 캐피탈리스트는 창업자의 경영 경험을 중요하게 여긴다.

H3-2 시장 성장성이 클수록 벤처 캐피탈리스트는 창업자의 경영 경험을 중요하게 여긴다.

H3-3 투자 비용의 회수시기가 길수록 벤처 캐피탈리스트는 창업자의 경영 경험을 중요하게 여긴다.

### 참고문헌

Ardichvili, A., Cardozo, R. N., & Ray, S.(2003). A Theory of Entrepreneurial Opportunity Identification and Development. *Journal of Business Venturing*, 18(1), 105-123.

Bachher, J. S., & Guild, P. D.(1996). Financing Early Stage Technology based Companies: Investment Criteria used by Investors. *Frontiers of Entrepreneurship Research*, 363(March), 363-376.

Khanin, D., Heller, C., Baum, J. R., & Mahto, R. V.(2008). Venture Capitalists' Investment Criteria: 40 Years of Research. *Small Business Institute® Research Review*, 35, 187-199.

MacMillan, I. C., Siegel, R., & Subba Narasimha, P. N.(1985). Criteria used by Venture Capitalists to Evaluate new Venture Proposals. *Journal of Business Venturing*, 1, 119-128

MacMillan, I.C., Zemann, L., SubbaNarashimha, P.N.,(1987). Criteria Distinguishing Successful from Unsuccessful Ventures in the Venture Screening Process. *Journal of Business Venturing*, 2, 123-137.

Marvel, M. R., Davis, J. L., & Sproul, C. R.(2016). Human Capital and Entrepreneurship Research: A Critical Review and Future Directions. *Entrepreneurship: Theory and Practice*, 40(3),

599-626.

- Marvel, M. R.(2013). Human Capital and Search-based Discovery: A Study of High-tech Entrepreneurship. *Entrepreneurship: Theory and Practice*, 37(2), 403-419.
- Milliken, F. J.(1987). Three Types of Perceived Uncertainty About the Environment: State, Effect, and Response Uncertainty. *Academy of Management Review*, 12(1), 133-143.
- Muzyka, D., Birley, S., & Leleux, B.(1996). Trade-offs in the Investment Decisions of European Venture Capitalists. *Journal of Business Venturing*, 11, 273-287.
- Shane, S., & Venkataraman, S.(2000). The Promise of Entrepreneurship as a Field of Research, *Academy of Management Review*, 25(1), 217-226.
- Tyebjee, T. T., & Bruno, A. V.(1984). A Model of Venture Capitalist Investment Activity. *Management Science*, 30(9), 1051-1066
- Venkataraman, S.(1997). The Distinctive Domain of Entrepreneurship Research. *Advances in Entrepreneurship, Firm Emergence and Growth*, 3(October), 119-138.
- Zacharakis, A. L., & Meyer, G. D.(1998). Do Venture Capitalists Really Understand Their own Decision Process? A Social Judgment Theory Perspective. *Journal of Business Venturing*, 13(1), 57-76.