

벤처캐피탈의 투자 위험 관리와 성과와의 관계

김은섭*

아이디 벤처스 대표

배태준**

한양대학교 창업융합학과 교수

한정화***

한양대학교 경영대학 교수

국문 요약

본 연구는 벤처캐피탈의 투자심사단계 및 투자 이후 사후관리단계에서의 리스크 관리·활용과 투자성과 사이의 관계를 살펴보았다. 즉, 투자심사단계에서는 투자대상기업을 발굴한 벤처캐피탈의 리스크 분석 및 대응방안의 활용수준과 투자성과와의 관계를 규명하였고, 사후관리단계에서는 리스크 관리를 위한 모니터링 활동과 투자성과와의 관계를 규명하였다. 본 연구에서는, 첫째, 투자심사단계에서의 경영리스크 및 재무·법률 리스크 분석 및 활용 수준이 정량적인 투자성과, 특히, 특허 등록수에 긍정적인 영향을 미치는 것으로 나타났다. 둘째, 벤처캐피탈의 주요 역할인 투자 이후의 모니터링에 대하여는, 주관적 투자 만족도에 긍정적인 영향을 미치는 것으로 나타났다. 본 연구를 통하여 투자대상기업을 발굴하여 리스크 관리 중심으로 투자를 심사·집행하고, 투자 이후 리스크 관리 중심으로 투자기업의 가치를 증대하기 위하여는 벤처캐피탈리스트의 역할이 특히 중요하다는 것을 알 수 있었다. 투자기업이 보유한 자원·역량에 한계가 있다는 점을 고려할 때, 벤처캐피탈의 역량이 투자기업에 지원되는 것은 해당 기업이 지속적으로 성장하기 위한 바탕이 될 것이다.

핵심어: 벤처캐피탈(Venture Capital), 투자 위험(Risk of Investment), 사전 사후 모니터링(Monitoring at ex-ante and ex-post), 투자 성과 (Performance of Investment)

1. 서론

벤처캐피탈에 의한 투자는, 높은 위험성(risk)을 가지고 있다. 이러한 원인으로는, 첫째, 경영활동을 수행하는데 수반되어 투자기업 내·외부에 자체적으로 발생하는 불확실성(uncertainty)이 있고, 둘째, 대리인이론(Agency Theory) 측면에서 정보 불균형(Information Asymmetry), 세 번째, 목표의 불일치(Goal Incongruence)에 의한 투자자와 투자기업 사이의 이해상충(conflict of interest) 등이 제기된다. 이에, 학자들은 벤처투자의 불확실성과 위험에 대응하기 위한 방어책에 대한 연구를 진행하여 왔다 (김건우·서병철, 2010; 이석규, 2000; 이인찬·윤충한, 2000).

하지만, 현재까지 연구는 벤처캐피탈이 직면하고 있는 위

험(risk) 자체에 대해서는 함구하고 있는 실정이다. 투자심사단계 또는 투자 후의 위험 관리 (risk management)가 적절하지 못하여, 벤처캐피탈의 수익률이 개선되지 못하고 있다는 업계 전문가의 진단이 많음에도 불구하고, 현상에 대한 체계적인 연구가 미흡한 것이 사실이다. 따라서 벤처캐피탈이 사전적 혹은 사후적으로 리스크 관리를 하는지 유·무, 또는 리스크 관리 정도에 따라 투자기업의 성과가 달라지는 지에 대해서는 아쉽게도 알려진 바가 없다.

본 연구는 투자 심사단계부터 투자 심사 이후 계약서 작성, 그리고 사후 관리단계에서의 벤처캐피탈이 투자기업에 대한 '위험 관리 (risk management)' 활동이 투자기업의 성과에 어떻게 영향을 미치는지 직접 알아보고자 한다. 이를 통해, 벤처캐피탈의 투자 주기 상에서 위험 관리 모델

* 제1저자, kdojoon@hanmail.net

** 교신저자, tjbae@hanyang.ac.kr

*** 제2저자, hanjh@hanyang.ac.kr

을 구축하고, 벤처캐피탈의 투자 수익을 증대에 이바지하고자 한다. 뿐만 아니라, 벤처캐피탈의 위험 관리와 투자 성과와의 관계를 정량적으로 분석함으로써, 벤처캐피탈에 대한 연구 영역을 확대하고, 실무적으로도 벤처캐피탈리스트의 위험 관리 역량 강화의 필요성을 일깨우고자 한다.

II. 이론적 배경 및 가설

2.1. 심사단계에서의 위험 분석 활용

벤처캐피탈리스트는 투자대상기업과의 정보의 비대칭성과 대리인 문제를 적절히 조절하면서 투자대상기업에 대한 투자 심사를 진행하며, 투자심사 단계에서 도출된 투자대상기업의 다양한 리스크에 대하여 분석하고, 이를 적절히 회피, 보완, 활용함으로써 투자심사단계의 역할을 수행하게 된다.

투자심사단계에서 도출된 리스크에 대한 대응방안으로는 우선적으로 투자조건, 즉, 투자대상기업의 회사가치, 투자규모, 지분율, 이사회 참여 등을 통하여 1차적으로 진행하고, 2차적으로 이를 투자계약서 등에 명기함으로써 리스크를 관리하게 된다.

Gorman & Sahlman(1989)에 따르면, 벤처캐피탈리스트의 주요한 역할은 투자대상 기업을 선별하고, 해당산업과 기업실적 등을 분석하며, 실사(Due Diligence)와 관련하여 기업과의 인터뷰, 평판 모니터링 등을 통하여 최종적으로 투자조건 등의 협의과정을 거쳐 투자여부를 결정하고, 이를 투자계약서에 반영하여 투자집행을 수행하고, 또한 투자 이후 모니터링과 지원을 통하여 투자기업의 성장을 도모한다고 주장하였다. 이에 따라 본 연구는 벤처캐피탈의 위험 분석·활용이 투자 성과에 영향을 미칠 것으로 예상한다.

가설1: 심사단계에서 벤처캐피탈의 위험 분석·활용이 높을수록, 투자 성과가 높아질 것이다.

2.2. 투자 이후 위험 모니터링

투자 이후 사후관리단계에서 벤처캐피탈리스트는 투자기업 CEO의 기회주의적 행동을 감시하고 조절할 수 있는 기술과 경험이 필요하므로, 벤처캐피탈리스트는 일반 투자자와 비교할 때, 상대적으로 투자대상기업의 선별능력이 우월하여야 할 뿐만 아니라 모니터링 능력도 앞서야 한다(Chan, 1983; Amit et al., 1988).

구경철(2008)은 벤처캐피탈리스트의 주요한 업무로서 투자대상기업의 선별과 실사(dued diligence)도 중요하지만, 투자 이후 투자기업에 대하여 지속적으로 모니터링을 하고, 이사회 참여 등을 통하여 투자기업의 부족한 부분을 지원하여 투자기업이 성장할 수 있도록 하며, 투자자금을 성공적으로 매각하여 투자수익(capital gain)을 달성해야 한다고 주장하였다(Gorman & Sahlman, 1989). 일본 벤처캐피탈을 대상으로 한 Yoshikawa et al.(2004)의 연구에 의하면, 일본 벤처캐피탈은 투자 리스크관리를 위하여 적극적인 모니터링(Active managerial monitoring)과 포트폴리오 다각화(Portfolio diversification)를 선호하는 반면, 미국의 벤처캐피탈은 적극적인 모니터링을 투자수익의 극대화를 위한 사적정보(private information)를 획득하기 위하여 이용하고 있다고 하고 있으며, 결과적으로 투자 후 모니터링(monitoring)의 중요함을 강조하고 있다.

가설2: 투자 이후 벤처캐피탈의 위험 모니터링 수준이 높을수록, 투자 성과가 높아질 것이다.

III. 연구방법

3.1. 연구대상

본 연구에서는 주요 벤처캐피탈 및 벤처캐피탈리스트로부터 의견을 청취하여 1차적으로 설문지를 작성하고, 이들에 대한 면담 결과를 추가적으로 반영하여 설문지를 최종적으로 완성하였다.

1차적으로 무작위로 추출된 벤처캐피탈 및 벤처캐피탈리스트(100개사)에 우편 및 메일의 방식으로 총 200부의 설문지를 발송하여 회신하도록 요청하였고, 2차적으로 주요 벤처캐피탈리스트에 대하여 대면 면담을 실시하였다. 이후, 추가적으로 주요 벤처캐피탈 및 벤처캐피탈리스트에게 우편 및 메일로 100부를 발송하였다.

<표 1> 표본 벤처캐피탈이 투자한 기업

업 력	3년 이하	29	17.4
	3년 초과 ~ 7년 이하	55	32.9
	7년 초과	78	46.7
지 역	서울특별시	128	76.6
	인천광역시	16	9.6
	경기도	23	13.8
투자유치규모	10억원 미만	57	34.1
	10억원 이상 ~ 30억원 미만	87	53.1
	30억원 이상	23	13.8

업종	전기·전자기계	31	18.5
	바이오·의료기기	28	16.8
	ICT서비스	54	32.3
	기타	49	29.3
	미표기	5	3.1

이러한 방식을 통해 송부한 설문지 중에서 회신된 총 167부의 설문지를 바탕으로 본 연구를 수행하였고, 추가적으로 표본의 특허 등록수와 재무현황자료는 특허청의 공개자료(KIPRIS)와 한국기업데이터의 크레탑(CRETOP)의 자료를 활용하는 방식으로 보완하였다. <표 1>은 표본에 포함된 벤처캐피탈들이 투자한 회사이다.

3.2. 변수의 조작적 정의

3.2.1 종속변수

본 연구의 종속변수는 정량적 지표와 정성지표를 사용하고자 한다. 정량지표는 투자기업의 2018년 기준 특허 등록수를 사용하였다. 정성지표는 매출 및 이익 정보가 공개되는 것을 꺼린다는 현실을 감안하여 담당 벤처캐피탈리스트의 주관적 성과지표인 투자 만족도를 활용하고자 한다.

3.2.2 독립변수

첫 번째 독립변수는 투자심사단계에서의 위험 분석·활용이다. 본 연구에서는 총 다섯가지 범주로 벤처캐피탈의 위험 분석·활용 능력을 측정하였다. 첫째, 투자기업의 경영팀과 관련하여 창업자의 경험/경력, 평균수준, 정보관리수준을, 둘째, 제품과 관련하여 제품 속성, 차별성, 지적재산권, 관련시장 상황 등을, 셋째, 재무적인 측면은 재무제표 상황, 유동성 및 자기자본 상황을, 넷째, 경쟁과 관련하여 경쟁강도, 경쟁자의 수 및 역량, 시장성장성, 마지막으로 법률관련 위험이다.

두 번째 독립변수는 투자 후 모니터링 수준이다. 이를 위해서 본 연구에서는 세가지 질문에 대해 그 활용정도를 확인하였다. 먼저, 투자기업에 대한 성과보고서에 대한 follow up 관리 활용, 기업분석/수익성 관리 활용, 마지막으로 정기적인 기업의 성과보고서 검사 등이다. 이를 지표로 환산하여 독립변수화 하였다.

3.2.3 통제변수

본 연구의 통제변수로 투자기업의 설립연도, 투자업력, 업종, 지역을 기반으로 통제하여 분석하였다.

IV. 연구 결과

연구의 분석 결과 <표 2~5>은 다중회귀분석의 결과를 보여주고 있다. 표 2와 3은 가설 1에 대한 검증 결과를 나타내고 있다. 가설 1은 심사단계에서 벤처캐피탈의 위험 분석·활용이 높을수록, 투자 성과가 높아질 것이다 라고 주장하였다. 분석 결과는 정성적인 성과에는 영향을 미치지 않지만, 정량적인 특허 출원수에서는 긍정적인 영향을 미치는 것으로 나타났다. 특히, 경영 및 재무 법률 리스크에 대한 분석과 활용이 유의미한 결과를 도출했다.

<표 2> 가설1 측정 결과 (정성적 성과)

변수명		투자 만족도				
		b	β	t	P-value	VIF
통제 변수	창업시기	-.028	-.233	-.78		
	업력	-.024	-.191	-.64		
	소재지	-.032	-.037	-.44		
	업종	-.130	-.142*	-1.80		
독립 변수	경영리스크	.049	.049	.58	.56	1.19
	재무·법률 리스크	.125	.125	1.53	.13	1.12
	시장경쟁 리스크	.044	.044	.55	.58	1.08
F		1.226				
R ²		.051				
Adjusted R ²		.009				

<표 3> 가설1 측정 결과 (정량적 성과)

변수명		특허 등록수				
		b	β	t	P-value	VIF
통제 변수	창업시기	.109	.81***	2.919		
	업력	.090	.65**	2.346		
	소재지	.036	.038	.482		
	업종	-.270	-.27***	-3.572		
독립 변수	경영리스크	.176	.16**	2.046	.042	1.19
	재무·법률 리스크	.172	.16**	2.044	.043	1.12
	시장경쟁 리스크	-.080	-.07	-.971	.333	1.07
F		5.362 ***				
R ²		.196				
Adjusted R ²		.159				

가설 2는 투자 이후 모니터링 활동이 투자 기업의 성과에 긍정적 영향을 미칠 것으로 예상하였다. 분석 결과에 볼 수 있듯이 투자 이후 모니터링 활동은 정성적 성과에는 영향을 미치지, 정량적 성과와는 관계가 없는 것으로 나타났다.

<표 4> 가설2 측정 결과 (정성적 성과)

변수명		투자 만족도				
		b	β	t	P-value	VIF
통제 변수	창업시기	-.040	-.326	-1.11		
	업력	-.041	-.325	-1.01		
	소재지	-.026	-.030	-.36		
	업종	-.138	-.152*	-1.93		
독립 변수	투자 후 모니터링	.205	.21**	2.37	.019	1.30
F		2.087 *				
R ²		.073				
Adjusted R ²		0.38				

<표 5> 가설2 측정 결과 (정량적 성과)

변수명		투자 만족도				
		b	β	t	P-value	VIF
통제 변수	창업시기	.10	.75***	2.69		
	업력	.08	.58***	2.03		
	소재지	.11	.115	1.40		
	업종	-.30	-.29***	-3.80		
독립 변수	투자 후 모니터링	.11	.10	1.22	.225	1.30
F		4.99 ***				
R ²		.162				
Adjusted R ²		.129				

V. 연구결과

5.1. 결론

본 연구 가설 1에서 보듯이 사전에 위험을 분석하고 활용하는 정도가 높으면 정량적 측정치인 특허 등록수에 통계적으로 유의적인 의미를 갖는 결과가 도출되었다. 특히, 경영 리스크 및 재무·법률 리스크의 분석·활용수준은 투자 성과에 긍정적인 영향을 미치는 것으로 나타났다. 이는 벤처캐피탈의 리스크 분석·활용을 통하여 장기적인 측면에서 투자기업이 새로운 시장 변화에 대응하기 위한 기술혁신의 주체로서 역할을 수행하는데 벤처캐피탈이 긍정적인

영향을 미치고 있음을 알 수 있다. 하지만, 정성적인 측정치인 투자만족도에는 큰 의미가 없는 것으로 나타났다.

반면, 벤처캐피탈리스트의 주요한 역할 중의 하나인 투자 이후 투자기업에 대한 모니터링 역할의 경우, 사전 위험 분석활동과는 상반되는 결과를 보였다. 가설검정 결과, 투자 이후 모니터링 역할이 높을수록 투자 기업에 대한 주관적 투자 만족도 지표가 통계적으로 유의미한 결과를 보였다. 하지만, 정량적인 특허 출원 개수와는 관련 없었다.

5.2. 시사점

본 연구는 다음과 같은 시사점을 가진다. 첫째, 벤처캐피탈에 대한 연구 영역을 확장하였다. 벤처 캐피탈 사이클(Venture Capital Cycle)상의 리스크 관리(Risk Management), 즉, 투자심사—투자계약—모니터링·지원—투자성과(회수) 단계에 이르는 전(全) 단계에서의 리스크 관리에 대해 통합적으로 연구하였다. 또한, 기존 연구는 리스크 관리의 필요성에 대하여 실증분석보다는 선언적 의미 부여 차원에서 중요시하였으나, 본 연구에서는 주관적 성과 만족도라는 지표를 활용하여 벤처캐피탈 및 벤처캐피탈리스트로 하여금 리스크 수준을 감안한 심사와 대응(계약서 작성 등)이 필요하다는 것을 규명하였다.

둘째, 정책당국이 벤처캐피탈을 차등적으로 평가·지원하도록 그 근거를 제시하였다. 벤처캐피탈의 투자 수익률을 제고하기 위해서는 내부 리스크 관리 프로세스의 구축이 필요하다는 점에서, 정책자금의 펀드 출자 시에 이를 주요한 심사기준으로 활용할 수 있어야 하겠다. 단순한 양(量)적인 지표뿐만 아니라 투자기업에 대한 질(質)적인 측면을 고려한 모니터링과 지원에 대한 평가시스템의 개발과 도입도 적극적으로 필요하다고 판단된다.

셋째, 투자심사단계에서 회수에 이르는 전 단계에 있어서 위험 관리(Risk Management)의 중요성에 대한 인식을 제고하였다. 벤처캐피탈 및 벤처캐피탈리스트가 투자심사단계에서 리스크 요인(factor)에 대해 철저히 도출하고 이에 적절히 대응하는 방식을 선택하여 투자한 후, 사후적인 모니터링(monitring) 및 지원(supporting) 활동을 수행하고, 투자기업의 가치증대를 통해 투자성과가 좌우된다는 점을 다시금 강조하였다. 이에, 본 연구는 벤처캐피탈 및 벤처캐피탈리스트로 하여금 리스크에 대한 철저한 관리가 필요함을 각인시키는 결과를 도출하였다.

그리고, 한국모태펀드를 비롯한 공적자금의 공급을 주도하고 있는 앵커출자자의 자(子) 조합 출자심사시 운용사의 리스크 관리시스템을 적극 활용함으로써 자조합의 안정적

및 수익성 제고에 긍정적인 영향을 미칠 수 있을 것으로 판단된다.

참고문헌

- 김건우·서병철(2010). 벤처캐피탈의 자금투자가 벤처기업 경영 성과에 미치는 영향, *산업경제연구*, 23(4), 1911-1931
- 구경철(2008). *AHP를 활용한 벤처캐피탈의 투자결정 모형 도출 및 타당성 분석*, 박사학위 논문, 건국대학교.
- 이석규(2000). 危險(위험)통제를 위한 벤처캐피탈회사의 투자행태 분석, *기업가정신과 벤처연구(구 벤처경영연구)*, 3(2), 55-79.
- 이인찬·윤충환(2000). 벤처캐피탈의 투자행태, *경제학연구*, 48(4), 5-26.
- Amit, R., Glosten, L., & Muller, E.(1990). Entrepreneurial ability, venture investment and risk sharing, *Management Science*, 36, 1232-1245.
- Gorman, M., & Sahlman, W. A.(1989). What do venture capitalists do?. *Journal of business venturing*, 4(4), 231-248.
- Chan, Y.(1983). On the Positive Role of Financial Intermediation in Allocation of Venture Capital in a Market with Imperfect Information, *Journal of Finance*, 38, 1542-1568.
- Yoshikawa, T., Phan, P. H., & Linton, J.(2004). The relationship between governance structure and risk management approaches in japanese venture capital firms. *Journal of Business Venturing*, 19(6), 831-849.