

투자자는 언제 투자를 거절당하는가

김하영*

한양대학교 창업융합학부 석사과정

김용연**

한양대학교 창업융합학부 석사과정

조종혁***

한양대학교 창업융합학부 석사과정

배태준****

한양대학교 산업융합학부 조교수

국문 요약

최근까지의 국내외 투자 의사결정 요인을 살펴보면 주로 벤처캐피탈리스트 투자 성공 요인이 연구되어 왔다. 하지만, 2018년 이후 폭발적으로 증가한 투자 자금과, 우수한 스타트업의 성장으로 인해, 기업가들의 투자 거절 사례가 빈번하게 발생하고 있다. 따라서 투자자는 우수한 스타트업에 투자하기 위해 어떤 조건에서 투자를 거절당하는지 인지해야 할 필요가 있다.

본 연구는 주로 초기 창업자들에게 투자하는 국내외 벤처캐피탈리스트 7명을 인터뷰 하여 거절된 투자의 요인을 살펴보고, 우수한 스타트업 투자 유치를 위한 방향을 제시하려고 한다. 연구 결과 최근 3년 이내 투자자들은 잦은 투자 거절 경험을 하였으며, 기업가의 투자사 거절 요인은 1) 투자자의 낮은 산업 전문성, 2) 투자자의 낮은 장기 지향성이다. 먼저, 기업가는 많은 투자 기회를 인식하며, 과거와 달리 비재무적 조건에 비중을 두는 것으로 나타났다. 그 중 투자 기업의 전문성은 특히 기술 스타트업에서 많이 발견되며, 투자자가 피투자기업이 속한 산업의 기술적 이해가 낮을수록 투자가 거절될 수 있으며, 투자 목적의 경우, 투자사가 제시하는 투자의 목적이 장기 지향성이 낮을수록 투자가 거절될 수 있다. 이는 스타트업의 대표와 투자사의 상호성에도 부정적인 영향을 주기 때문이다. 따라서 초기 기술 기업에 투자하는 투자사일수록 투자사가 보유하고 있는 산업전문성과 일치하는 스타트업에 투자를 제안해야 하며, 초기 기술 기업의 기업가는 높은 기업 애착도가 있으므로, 스타트업과 컨택하는 단계에서부터 투자사의 투자 성향에 대해 끊임없이 알리며, 장기지향적인 투자를 제안해야 한다.

핵심어: 벤처캐피탈, 투자 심사역, 투자 거절, 산업전문성, 장기 지향성

1. 서론

한국벤처캐피탈 협회에 따르면 국내 투자 재원은 2020년 1분기 운영 중인 조합은 928개, 27조 7,226억원이 운영되고 있으며, 385개사에 7,463억원이 투자되었다. 국내 투자는 주로 초기 투자(37.6%)가 이뤄졌으나, 업력별 신규 투자 금액을 비교해보면 2016년 대비(6,156억) 중기 투자가 2.5배이상 증가한(17,214) 수치를 보여준다. 국내 신규 투자 비중을 살펴보면 주로 우선주 발행(25,428억)을 통한 투

자가 이뤄져 지분 투자가 활발히 일어남을 알 수 있고, 이외에도 보통주발행(7,379억원), 신주인수권부사채발행(2,747억원)으로 다양한 방법으로 투자가 이뤄지고 있음을 알 수 있다. 다음으로, 코스닥 상장한 VC 투자 기업을 살펴보면, VC들의 수는 2019년 기준 총 53개사이며, 투자 비중은 54.6%를 차지하고 있다. 이를 통해 VC들의 투자 활동이 국내 투자 생태계에서는 가장 높은 비중을 차지하며, 이들의 성과가 국내 투자 성과 비율과 연결된다는 것을 짐작할 수 있다.

또한 KVIC MarketWatch(한국벤처투자)에 따르면, 해외

* 제1저자, gkdud95@gmail.com

** jhyukz@hanyang.ac.kr

*** kimc00@hanyang.ac.kr

**** 제2저자, tjbaenol@gmail.com

투자 시장 중 미국은 2019년 3분기 기준 162개 펀드가 296억달러 규모로 조성되었으며, 5천만 달러 미만의 마이크로 펀드의 비중은 33.3%로 하락하였으나, 5억달러 규모를 초과하는 메가펀드는 15개(2019년 3분기 기준), 144억 달러 규모로 결성되었다. 초기 투자는 2016년부터 빠르게 규모가 증가하여 2018년 428만 달러로 증가했으며, 후기 투자도 지난 몇 년과 동일하게 활발하게 이루어지고 있다. 더불어 기존 전통적인 VC들 외에도 비전통적 VC들이 대거 등장하여, 시장 내에서 투자자들의 비중과 이들의 성과에 주목하고 있다.

하지만, 최근까지의 국내외 투자 의사결정 연구를 살펴보면, 투자자가 더 주도적인 입장에서 투자를 결정할 때, 고려하는 요인에 대한 분석이 대다수다.

따라서, 본 연구의 목적은 기존 입장과 반대로 투자자가 언제 투자를 거절당하는지 살펴보는 데 있다. 이를 위해 초기 기술 투자 기업에 투자하는 국내외 7개의 벤처캐피탈 리스트를 대상으로 개별 인터뷰를 진행하여 국내외 투자 거절 현상에 대한 이해와, 투자자들이 투자를 거절당하는 요소인 1) 투자자의 산업 전문성 부재, 2) 기업가와 투자자의 투자 목적 불일치를 탐색하여, 투자자들의 전략적인 투자 제안 접근방향성에 대해 제시하고자 한다.

II. 연구 배경 및 가설

2.1. 투자거절

스타트업의 자금조달은 벤처 산업의 자금 조달 환경에 큰 영향을 받는다. 정부의 투자 육성 정책에 힘입어 국내 투자 자금 조달 환경은 높은 벤처 자금 유동성을 보이며, 이는 투자자들간 우수 기업 투자 유치 경쟁으로 이어져 기업가들에게 많은 투자 기회를 제공한다(곽성신, 1999).

때문에 기업가는 과거와 달리, 투자 기회를 조금 더 면밀하게 살펴보려는 시도가 늘고 있으며, RH Rea(1989)에 따르면 기업가는 빠르게 성장해야 하는 상황에 놓이지 않거나, 회사의 성장에 제약받지 않는 새로운 시장 개척이 필요하지 않다면, 투자자에게 굳이 접근하지 않으려고 한다. 이러한 현상을 크게 투자에 대한 기업가의 리스크와 투자를 통해 얻는 기업가의 이익으로 생각해볼 수 있다. 먼저 자금 조달 계약의 중요한 기능 중 하나는 계약 조건에 따라 제어권을 이전하는 옵션이 있다. 이러한 제어권은 일반적으로 기업의 성장 과정 중 갑작스럽게 성과가 나빠졌을 때, 투자자에게 유리한 입장을 가지게 되어, 기업가는 잠재적인 리스크를 가지게 된다(Kaplan & Stromberg, 2003).

다음으로 투자자는 투자 이전에 비대칭 정보의 감소를 위해 새로운 벤처에 대한 정보를 수집하는 과정을 거치는데, 위 과정에서 기업가와 투자자는 거래 비용이 발생되며(Bruno & Tyebjee, 1983), 따라서 기업은 재무적 지원 외에도 투자자의 조언과 기업가에게 있어 지분 투자가 최적의 금융 계약일 경우에 투자를 선택하게 된다.

명제1: 자금시장의 변화로 인해 기업가의 투자 거절은 최근 몇 년 사이 증가하였다.

2.2. 투자자의 낮은 기술(산업) 전문성

초기 기업일수록 빈번한 투자 거절을 경험하면서, 기업가는 투자를 결정할 때, 투자자가 기업을 성장시킬 수 있는지 고민한다. 구체적으로 기업가의 서비스 제공 역량 인지 능력 및 스타트업이 속한 산업과 기업주기에 대한 깊은 이해와 지식이 있으며(Bruno & Tyebjee, 1983; Smith, 1999), 허남수 외 1명(2002)에 따르면 이러한 투자자의 산업 전문성은 투자자의 재무적 성과와도 양의 상관관계를 갖는다고 하여 설명력을 높인다. 이러한 투자자의 산업 전문성은 특히 기술 기업에서 더 많이 강조되는데, 이는 초기 기술기업이 겪는 재무적 어려움, 고객 확보 어려움, 학습 및 성장의 어려움을 극복할 수 있는 요인으로 스타트업의 기술 관심도가 있기 때문이다(Kim et al., 2007). 그러나, 기술에 대한 인식은 스타트업과 투자자가 서로 다를 수 있다. JM Berg(2016)에 따르면 아이디어의 창작자와 관리자는 새로운 아이디어를 인식하는 관점이 다른데, 이는 창작자일수록 자신의 아이디어를 과대평가하는 경향이 있기 때문이다. 또한 Rea(1989)에 따르면 기업가는 종종 강한 비전을 바탕으로 새로운 제품에 대한 매력도를 평가하며, 비즈니스 문제가 발생해도 제품이 우수하다면 충분히 처리할 수 있다고 생각한다. 따라서 두 가지 이유로 기업가는 기술에 대해 투자자 보다 더 높은 이해도를 가지고 있다고 생각한다. 이는 투자자의 불충분한 투자 산업 전문성은 투자자의 능력 평가에 부정적으로 작용할 수 있다.

명제2: 투자자의 산업 전문성이 부재할 경우 투자 거절 확률이 높다

2.3. 투자자의 낮은 장기 지향성

대규모 신규 벤처의 탄생은 보통 기업가와 벤처 투자자의 협력으로 발생되며(Amit, et al., 1990a), Bygrave &

Timmons(1991)는 벤처캐피털 자체의 제공 투자자와 기업가의 지속적인 협력 관계가 벤처의 성과에 더 중요한 영향을 미친다고 한다. Cable & Shane(1997)에 의하면 투자자와 기업가의 장기 협력을 위해 이들은 초기에는 투자자 혹은 기업가의 목표에 일방적으로 맞추어 강한 상호 관계를 구축한다고 한다. 또한 기업가들은 투자자들을 재무적 자원 제공뿐 아니라 전문적인 네트워크 활동과 모니터링을 제공하여 벤처 운영의 전문성을 키워주는 파트너로 생각하며(Rea,1989), 투자자의 재무적 능력 보다 자주 연락하며 공감과 신뢰를 형성하려는 투자자의 행동적 특성에 더 비중을 두기도 한다(Fairchild ,2011). 따라서 Florin(2005)에 의하면 투자자는 투자는 IPO를 통해 기업을 고성장의 길로 이끌겠다는 비전을 공유하거나, Sapienza & Gupta (1994)에 의해 알려진 투자자들의 초기 벤처 기업가의 운영 목표에 대한 의구심을 줄이면서 투자의 장기 지향성을 보여주어야 하며, 재무적 가치 외에 부가가치들을 활용하여 얼마나 협력할 수 있는지 보여 주어야 한다(Smith, 1999; Zacharakis, 2002).

명제3: 투자사의 장기 지향성이 낮을수록, 투자를 거절할 확률이 높다

III. 연구방법

스타트업의 투자 거절 사례에 관한 연구는 국내외 적으로 매우 드물며, 주로 대표자들의 인터뷰나 관계자들의 글로 접할 수 있다. 따라서, 본 연구에서는 정량적 접근이 아닌 향후 연구 방향을 제시할 수 있는 인사이트를 얻고자 한다. 따라서 본 연구는 심층인터뷰를 통해 기업이 투자자를 거절하는 사례의 빈도와, 이유, 조건을 밝히는데 주력했다.

3.1. 연구대상

연구 표본으로 국내 벤처캐피탈리스트 4명과 해외 벤처캐피탈리스트를 3명을 선정하여, 심층 인터뷰를 진행했다. 심층 인터뷰는 사전 인터뷰와 심층인터뷰로 진행됐으며, 비대면 전화 인터뷰(1시간~ 1시간30분) 및 서면 인터뷰(이메일)이 진행되었다. 인터뷰 내용은 녹취 및 이메일로 주고받았으며, 분석 내용은 인터뷰 자료를 근거로 이루어졌다. 인터뷰의 설문 형식은 자유응답식 설문을 채택하여, 투자사의 사적인 정보라는 한계 내에서 최대한 광범위한 의견을 도출하였다. 다음은 사전 질문지이다. 사전 질문은

전화 및 서면을 통해 이루어졌으며, 사전 질문 후 2주의 시간을 두고 심층 인터뷰를 진행하여 주제에 대한 높은 이해도 및 충분한 고민을 통한 답변을 이끌어낼 수 있었다.

순번	질문 내용
1	투자사가 투자외사를 결정하는 요인이 무엇인가?
2	회사의 투자 프로세스는 어떻게 되는가?
3	투자사는 투자 프로세스 중 어떤 부분을 가장 중요하게 생각하는가?
4	투자를 거절하는 스타트업이 있는가?
5	투자를 거절한 기업에게 재투자를 제안해서 성공한 적이 있는가?
6	투자를 거절하는 스타트업이 있다면, 그때의 투자사의 기본은 어떤가?
7	투자 거절이 발생하는 상황에도 불구하고 투자에 성공한 적이 있는가?
8	투자 시장에서 투자를 거절하는 스타트업이 많아지고 있는가? 만약 그렇다면 어떤 이유인가?

다음은 심층 인터뷰 질문지이다. 본 연구는 국내/해외 VC를 대상으로 동일한 질문을 진행하여 투자 거절 사례 현상의 흐름을 이해하고, 유사점과 차이점을 비교하였다.

순번	질문 내용
1	최근에도 투자 거절 사례가 있었는가?
2	투자를 거절한 기업의 업종/업력/매출/직원수는 어떠하였는가?
3	투자를 거절한 기업은 과거에 투자 경험이 있었는가, 초기 투자였는가 또 한 투자 단계는 어떤 단계였는가?
4	투자 거절은 투자의 어느 시점에 발생한 것인가?
5	투자 거절의 사유는 어떤 것이었나?
6	투자가 이뤄지기 전 투자 기업과 얼마나 오래 만나고, 지속적으로 만났는가?
7	투자를 거절한 기업의 대표는 평소 자신의 기업에 대해 어떤 생각을 가지고 있는가
8	투자를 받아들인 기업은 업종/업력/매출/직원수는 어떠하였는가
9	투자를 거절한 기업과 받아들인 기업을 비교했을 때, 투자자의 입장에서 어떤 차이가 있는가

3.2. 연구결과

3.2.1. 증가하는 투자 거절

국내 투자자들을 대상으로 한 인터뷰에 의하면 3명의 투자자들 1년에 2~3회 이상 투자 거절을 경험하였으며, “투자해야 하는 자금은 많은 반면, 유망한 스타트업이 적어, 투자할만한 실제 기업들은 손에 꼽는다. 그래서 투자 거절을 많이 당한다.”

“최근에 투자 거절을 경험했고, 유망한 기업이라 많은 하우스가 제안했으며, 큰 금액보다는 투자사의 능력을 보았

다.”

해외 투자자들은 110~115개의 스타트업에 투자를 제안했을 때, 약 10~15개의 스타트업에서 거절을 경험하거나, 더 적은 규모의 투자자들도 1년에 5회 이상의 투자 거절을 경험한다고 말했다.

“보통 더 좋은 도전의 제안이 있는 경우나, 조건이 너무 형편없을 때 거절당하는 경우가 많다.”

“다른 VC들도 거절당하는 경우가 많으며, 유명 VC일수록 좋은 스타트업에 투자할 가능성이 높다.”

이들은 주로 기업의 초기 투자에 참여하는 적극적인 투자자들인 것을 감안했을 때, 국내외의 모두 초기 기업 투자 단계 내에서도 기업가의 투자 거절 사례가 빈번하게 발생하고 있으며, 특히 기술 기반 스타트업에서 자주 발견되고 있음을 알 수 있다.

3.2.2. 투자자의 낮은 산업 전문성

국내 투자자들에 의하면 이들이 투자를 거절당하는 기업은 주로 기술 기업(바이오 등) 이었고, 업력은 3년 이내였다. 직원의 수는 3~10명 이내의 소규모이며, 매출은 적거나 없는 기업이었다.

“하우스마다 시드 투자에 사용하는 비용은 유사하고, 하우스마다 분야가 있고 강점이 있는데, 더 좋은 하우스가 있었다.”

“(기술투자쪽으로)네임벨류가 있는 투자사의 대표자가 직접 컨택하여 투자했고, 이런 경우 투자에 성공하지 못하는 데, 투자금 자체 보다는 투자사의 네트워크나 역량을 많이 보는 것 같다. 또한 (투자를 거절한 대표는) 기술에 매우 치우치는 편이었다.”

“후기 스타트업의 경우 지분가치를 많이 보지만, 초기 스타트업의 경우 하우스의 능력을 많이 보고 평가한다.”

해외 투자자들에 의하면 주로 기술 분야(AI/IOT/E-COMMERCE/정보보안)의 스타트업들 중 주로 5년 이내의 10명 이하의 직원수를 가진 기업들이 투자를 거절한다고 말했다. 또한 한 투자자는 구체적으로 2백만 달러 이하의 기업들은 투자 승낙 비율이 높은 반면 그 값을 넘어가는 경우 투자 거절이 자주 발생한다고 한다.

이는 최근 증가하는 우수한 스타트업 중 대부분이 기술 기반 기업들이라는 것을 알 수 있으며, 인터뷰에 참여한 기업들 대다수가 기술 시드 투자 포트폴리오를 가지고 있었다는 점을 고려했을 때, 기술 기반 스타트업을 이해할 수 있는 역량이 없는 스타트업은 투자를 제안하기 힘들다는 점과, 기업가는 투자사의 역량 중 기술 이해도를 높게 평가한다는 것을 알 수 있다. 반면 해외 투자자의 경우 주로 시드 투자 유

3.2.3. 투자자의 낮은 장기 지향성

투자자들의 장기 지향성은 기업 경영자에 경영방식에 대한 믿음과 최소한의 참여, 투자자의 비전 공유, 비재무적 가치의 제공으로 측정될 수 있다.

국내 투자자들의 경우 투자를 거절한 기업가들에 대한 의견을 질문한 결과 기업가들은 대부분 기술 중심적이며, 기업에 대한 높은 애착도와 이로 인한 낮은 경영 능력을 말했다. 이러한 접근은 대표자와 투자를 거절한 기업들 간 커뮤니케이션을 통해 대표자의 낮은 장기지향성이 투자자에게 인지 되었다는 것을 고려할 수 있다.

“(투자를 거절한 대표들) 대부분이 본인 자식처럼 기업을 대하고, 너무 그러면 투자하기 어려울 수도 있어서 적당히 실리를 생각해야 한다고 생각한다.”

“기술 중심으로 생각하는 편이며, 이럴 경우 좋은 하우스를 만나 (부족한)경영 능력을 도와주어야 한다.”

“대부분의 기업가는 본인이 끝까지 성장시키려고 한다.”

해외 투자자들도 기존에 발생한 투자 거절을 극복하기 위한 방안에 대해 질문한 결과 고유의 경영 방식을 정착시킨 기업을 찾는 것, 투자자와 창업가의 신뢰를 다질 수 있는 투자 조건 제안 등의 답변을 얻었고, 이는 경영 방식의 어려움, 투자자와 창업가의 신뢰 구축 어려움 등을 유추할 수 있었다.

“(좋은 스타트업에 투자하기 위해서는) 혁신적인 기술과 제품 및 고객이 어느 정도 확보되어 있는 파운더를 찾는 것이 중요하다.”

“(좋은 스타트업에 투자하기 위해서는) 투자자와 창업자 모두에게 좋은 가치 제안을 해야 하며, 창업자와 투자자의 관계도 중요하다.”

“대중성과 거래 네트워킹 소스를 늘려야 한다.”

IV. 결론

본 연구는 스타트업의 투자 연구 분야에서 자주 다뤄지지 않던 투자자의 투자 거절 사례를 통해, 투자자가 우수한 기업의 투자 유치를 위해 어떻게 전략적으로 접근해야 하는지 알아보고자 하였다. 본 연구의 목적은 정량적 접근을 통한 일반화 보다는 인터뷰 사례연구를 통한 향후 연구 방향 제안이다.

연구 결과 첫째, 2018년부터 증가한 투자 자금과 현금 유동성으로 인해 기업가의 투자 거절 사례는 빈번하게 발생하고 있으며, 이는 국내외적으로 동일한 결과를 보였다. 따라서 향후 투자 생태계의 변화에 민감하게 대응하며, 과

거와 달리 우수한 기업 유치에 더 많은 자원과 전략적 접근이 필요하게 되었다.

둘째로, 투자자의 산업전문성은 투자자의 역량을 결정하는데 중요한 영향을 미친다. 이는 기술 기반 스타트업 일수록 강하게 나타나기 때문에, 초기 기술 스타트업 투자자 일수록 산업에 대한 높은 이해를 기업가에게 어필하여 기업가의 불확실한 동반 성장에 대한 근거를 제시해야 한다.

셋째로, 투자자의 장기지향성은 기업가가 인지하는 요소로, 투자자의 기업가의 주요 자원 소모처 및 경영에 대한 평가를 통해 전달될 수 있다. 따라서 투자자는 지속적인 비전 공유와 기업가에게 적합한 조언 제공을 통해 장기협력관계 구축 가능성을 보여주어야 한다.

본 연구는 다음의 시사점을 갖는다. 기존 연구와 달리 투자자들의 거절 사례를 연구하여, 여러 가지 투자 성공 요인 중 우선으로 고려해야 할 요인에 대해 분석할 수 있었다.

또한 향후 제안하는 연구 방향으로서, 기업의 매출 규모와 투자 성공(실패)요인에 대한 연구 및 국내 투자사의 네트워킹 역량이 투자에 미치는 영향에 대한 연구다. 인터뷰를 통해 제안되었지만, 구체적인 지표가 미비하다는 한계를 갖는다.

본 연구의 한계로는 투자의 거절 사례의 희소성과 폐쇄성으로 인해 투자 프로세스를 세밀하게 나누지 못했다는 점이 있다. 이는 향후 투자 거절을 경험한 기업가들을 중심으로 동일한 연구를 진행하여 비교한다면 다양한 거절 요인을 발견할 수 있을 것이다.

참고문헌

- 곽성신(1999). '특별기획: 나도 화공 벤처기업가가 될 수 있다' 벤처기업의 투자금융 조달. *News & Information for Chemical Engineers*, 17(4), 123-125.
- 전양우·하규수(2016). 벤처캐피탈 투자역량이 벤처기업의 투자 성과에 영향을 미치는 요인에 관한 연구. *한국산업정보학 회논문지*, 21(6), 125-135.
- Amit, R., Glosten, L., & Müller, E.(1990). *Entrepreneurial ability, venture investments, and risk*
- Bruno, A. V., & Tyebjee, T. T.(1983). The one that got away: A study of ventures rejected by venture capitalists. *Frontiers of entrepreneurship research*, 289-306.
- Cable, D., & Shane. S.(1997). A prisoner's dilemma approach to entrepreneur-venture capitalist relationships. *Academy of Management Review* 22(1), 142-76.
- Fairchild, R.(2011). An entrepreneur's choice of venture capitalist or angel-financing: A behavioral game-theoretic approach. *Journal of Business Venturing*, 26(3), 359-374.
- Florin, J.(2005). Is venture capital worth it? Effects on firm performance and founder returns. *Journal of Business Venturing* 20(1), 113-35.
- Hur, N. S., Yoon, B. S., & Lee, K. H.(2002). The impact of the certification role of venture capitalists on IPOs in the KOSDAQ. *The Korean Journal of Financial Management*, 19(1), 153-181.
- Kaplan, S. N., & 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.
- Kim, S. N., Yoon, K. S., & Lee, C. H.(2007). A Study on the Relationship between Technological Needs and the Governmental Support System to Venture Businesses. *Review of business & economics*, 20(1), 321-337..*Management*, 19(1), 153-181, 2002
- Rea, R. H.(1989). Factors affecting success and failure of seed capital/start-up negotiations. *Journal of business Venturing*, 4(2), 149-158.
- Smith, D. G.(1999). *How early stage entrepreneurs evaluate venture capitalists*, in: P. D. Reynolds (Ed.) *Frontiers of Entrepreneurship Research*, 289-303 (Wellesley, MA: Babson College).s haring. *JVianagement Science*, 38(10), 1232-1245.
- Sapienza, H., & Gupta, A.(1994). Impact of agency risks and task uncertainty on venture capitalist-CEO interaction. *Academy of Management Journal* 37(6), 1618-32.
- Valliere, D., & Peterson, R.(2007). When entrepreneurs choose VCs: Experience, choice criteria and introspection accuracy. *Venture Capital*, 9(4), 285-309.