

# ‘글로벌 유니콘 클럽’ 기업의 특성 및 기업가치 영향 요인에 대한 탐색적 연구 : 2018-2019 ‘유니콘 클럽’ 기업을 중심으로

이영달\*

DGIST 대구경북과학기술원 이사

오소영\*\*

뉴욕시립대학교 버룩칼리지 석사과정

## 국 문 요 약

‘기업 생태계’에서 ‘유니콘’이란 표현법은 2013년 ‘Aileen Lee’에 의해 명명된 이래, 특히 한국에서 ‘스타트업 생태계’의 국제적 수준 비교의 차원에서 활발하게 다루어졌다. 정부 차원에서는 이를 정책적 목표로 설정하여, ‘2022년까지 유니콘 기업 20개 목표’를 제시한 바 있다. 이와 같이 ‘유니콘 클럽 기업’에 대한 현상이 정책적 목표 차원에서 다루어지며, 대중적으로 더욱 확산되는데 반해, 이에 대한 실체적 및 본질적 이해 목적의 학술적 연구는 충분치 못하였다.

본 연구는, 첫째, 2018년 기준 ‘유니콘 클럽’ 기업 326개 및 2019년 479개의 기업을 대상으로 이들의 특성을 심층적이고 다면적으로 분석하였다. 그동안 주로 국가 별 ‘유니콘 기업’ 수 및 산업 분류 기준 일반현황 중심의 대중적 소개가 주된 내용이었다. 그러나, 본 연구는 투자자를 포함한 기초 현황을 상세 분석하였고, 사례분석을 포함한 질적 탐색을 수행하였다. 또한 군집분석, 판별 분석, 다층 회귀분석 등 양적 탐색을 함께 수행하였다. 개별기업의 ‘기업가 요인-산업(시장)환경 요인-자원 요인-전략 요인’, 즉 ‘ERIS 모델’에 기반하여 그 특성을 살펴보았다. 둘째, 기업가치에 영향을 미치는 요인들을 앞서 분석한 특성 요인 및 투자자 특성과 연계하여 살펴보았다. 그리고 마지막으로는 이들을 토대로 ‘기업 생태계’ 관점에서 유니콘 현상’을 바르게 이해하고, 또한 정책적 측면에서 이를 생산적으로 활용하는 방향을 제시하였다.

핵심어: 유니콘 클럽, 유니콘 기업, 기업가치평가, 혁신 생태계, 기업 이론.

## 1. 서론

‘유니콘(unicorn) 클럽’은 2013년 ‘Aileen Lee’에 의해 처음 소개되고, 기업가치 10억달러 이상의 비상장 스타트업을 개념정의 하는 것으로 업계에서 명명되었다. 10년이 채 안 되는 짧은 시간에 스타트업의 기업가치가 10억달러 이상으로 평가 받는다는 ‘연금술’과 같은 스토리, 그리고 ‘희소성’으로 인해 스타트업과 관련 미디어 등 업계 관계자들이 폭발적으로 반응하면서, ‘유니콘 신드롬’ 현상이 만들어졌다(이영달, 2019). 그러자 일반 대중들도 이에 대해 큰 관심을 갖게 되었다. 높은 투자수익률을 기대하며 엔젤투자 조합이나 벤처투자 관련 펀드에 개인들의 자금이 몰리기 시작했다. 벤처캐피털 산업에서는 ‘유니콘 기업’에 투자한 포트폴리오를 가진 것을 자사의 성과로 간주하는 분위기가

형성되었다. 일부 유망한 스타트업에는 투자자금이 경쟁적으로 몰리면서 기업가치가 급등하는 현상이 발생했다. 또한 일부 벤처캐피털은 ‘유니콘 기업 포트폴리오’를 지닌 명성을 얻고자(‘벳지 효과’) 상당한 자금을 투자하고, 미약한 지분을 획득하는 비합리적 투자에 나섰다(Backus & Bhardwaj, 2014). 그러자 당시 미국 SEC 의장인 ‘Mary J. White’는 2016년 3월 실리콘밸리를 직접 찾고, 업계 관계자들에게 과도한 기업가치평가로 인해 자본시장이 왜곡되지 않도록 유의해줄 것을 엄정 경고 하였다. 비상장 스타트업의 기업가치평가에 대한 이해가 제한적인 개인 투자자의 피해를 염려한 선제적 조치이다. 관련 내용은 SEC 홈페이지에도 게시가 되었고 한차례 더 공개적인 경고를 하였다. 정부나 공공부문에 이를 유의할 것을 경고한 바, 2017년 이래 미국의 정부 및 공공 부문에서는 ‘유니콘 기업’이란 표현법을 더 이상 사용하지 않는 추세이다. 미국

\* Dr.Lee2033@gmail.com

\*\* soyoung.oh104@gmail.com

의 업계 관계자들 사이에서도 이를 사용하는 빈도와 정도는 가파르게 감소하고 있다(이영달, 2019).

이러한 흐름과는 달리 한국에서는 2020년 중소벤처기업부의 정책 목표로 ‘유니콘 기업 20개 조기 달성(∼’22)’을 설정하고 있다. 여전히 미디어와 업계 관계자들은 ‘유니콘 기업 수 = 스타트업 생태계의 수준’으로 등식화 하는 이해를 지니고 있다. 이와 같은 이해격차가 발생하는 배경에는 ‘유니콘 클럽’ 기업을 실제적으로 이해할 수 있는 학술적 연구가 부족한 것이 핵심적 원인이라 할 수 있다. 미국에서도 ‘유니콘 클럽’ 기업에 대한 학술적 연구는 양과 깊이 모두에서 상대적으로 제한적인 수준이다. ‘기업가정신(entrepreneurship)’ 분야에서 본원적 연구활동을 활발히 행하는 Aldrich & Ruef(2017)는 연구자들이 ‘유니콘’과 ‘가젤(Gazelles)’ 신드롬 현상의 본질을 보지 못하고, 미디어와 업계에서 주목받는 희소한 사례에 편승한 연구를 행하고 있음을 지적하였다.

한때 ‘유니콘 신드롬’ 현상이 만들어 지는데 주요하게 기여했던 미디어들은 ‘Uber’, ‘Lyft’ 등 ‘유니콘 클럽’ 출신 기업들이 기업공개(IPO) 후 시장가치가 급락하고, 공유 오피스 ‘유니콘 기업’인 ‘WeWork’의 기업가치가 급락하는 것을 기점으로, ‘유니콘 시대의 종언(End of the Unicorn, Jessica Powell, 2019)’, ‘유니콘 거품(The unicorn bubble, John Stepek, 2020)’과 같은 제목의 비판적 컬럼들을 소개하고 있다.

학계에서는 ‘유니콘 신드롬’ 현상이 발생한 초기 단계부터 보다 균형적 시각이 필요함이 강조되었다. Brown & Wiles(2015)는 스타트업이 비즈니스에 필요한 대규모 자본을 조달할 수 있는 환경이 열려 ‘유니콘 기업’과 같이 10억 달러 이상의 규모를 자본시장으로부터 조달할 수 있게 된 부분은 분명 긍정적으로 평가되어야 하고 이에 동의했다. 그러나 균형감을 갖고 상호관계활동을 하지 않으면 스타트업이나 투자자 모두에게 생산적인 과정이 되지 않을 수 있음을 경고하였다. 특히 ‘유니콘 클럽 뱀지 효과’와 같이 ‘유니콘 클럽’의 타이틀을 얻기 위하여 스타트업과 투자자 모두 합리적인 가치평가가 아닌, 의도와 조작된 가치평가를 할 수 있는 기회주의적 행동이 반영될 수 있음을 인식해야 함을 강조하였다. Bock & Hackober(2020)는 학술적 영역에서는 ‘유니콘 클럽’이라는 시류적 표현법에 주목하기보다, 이들이 단기간 내 10억달러 이상의 기업가치로 평가 받는 동인(drivers)을 살피는 것이 중요함을 강조하였다. 이들의 연구는 ‘CB Insights’를 중심으로 미디어를 통해 소개된 ‘유니콘 클럽’의 일반적 현황 분석을 넘어, 단기간에 기업가치평가가 급등하는 이들 기업의 배경원인과 특성 에 대한 과학적 연구의 첫출발과 같다. 즉, 존재하는 현상

에 대한 과학적 고찰의 시작이라 할 수 있다. 따라서, 본 연구는 ‘유니콘 클럽’ 기업의 현황을 스타트업과 투자자 각각의 관점에서 다면적으로 살펴보고, 초단기간 내 높은 기업가치로 평가받는 이들의 특성을 과학적 방법론에 의해 탐색해보고자 한다. 이를 통해 현장 실무에도 본 현상과 ‘유니콘 클럽’을 객관적으로 이해할 수 있는데 참고를 제공하고자 한다.

## II. 질적 탐색(Qualitative Exploring)

‘글로벌 유니콘 클럽’ 기업의 현황이나 특성은 대부분 미디어에 의해 다루어졌다. 따라서 주로 기술통계 중심의 정보 제공과 일부 사례를 소개하는 형태로 대중에게 소개되었다. 또한 학술적 연구도 다면적/다차원적 접근을 하기 보다는 ‘이벤트 스테디’와 사례연구 중심으로 이루어졌다(Brown & Wiles, 2020). 따라서 본 ‘질적 탐색’은 ‘유니콘 클럽’의 특성을 살펴보고, 향후 본 주제의 연구를 위한 모형과 가설의 도출을 목적으로 한다.

본 ‘유니콘 클럽’ 현황에 대한 분석은 2018년과 2019년 말 기준 ‘CB Insights’를 통해 만들어진 리스트를 기초로 연구자가 각 개별 기업에 대한 정보를 추가적으로 조사하여 정리한 사항이다. 기초현황 정보는 ‘블룸버그 기업정보’ 등 기업정보를 제공하는 기관의 자료를 참고 하였다.

### 2.1. 국가별 현황 분석

미국에서는 ‘유니콘 클럽’의 현황을 살필 때, ‘산업 특성’을 가장 우선적으로 다룬다. 미국 외 국가에서는 ‘국가별 현황’에 보다 관심을 가진다. 2019년 말 기준 국가별 ‘유니콘 기업’ 수는 미국이 228개로 전체 수 479개의 47.6%에 달한다. 중국은 122개로 25.5%의 비중이다. 미국과 중국의 ‘유니콘 기업’ 수는 총 350개로 전체의 73.1%에 해당한다.

<표 1> 국가별 ‘유니콘 클럽’ 기업 수(2019)

No.	국가	기업 수	비중	누적비중
1	United States	228	47.60%	47.6%
2	China	122	25.47%	73.1%
3	UK	25	5.22%	78.3%
4	India	21	4.38%	82.7%
5	Germany	13	2.71%	85.4%
6	<b>South Korea</b>	<b>10</b>	<b>2.09%</b>	<b>87.5%</b>
7	Brazil	7	1.46%	88.9%
8	Israel	7	1.46%	90.4%
9	France	5	1.04%	91.4%
10	Indonesia	5	1.04%	92.5%
11	Switzerland	4	0.84%	93.3%
12	Canada	3	0.63%	93.9%
13	Hong Kong	3	0.63%	94.6%

14	Japan	3	0.63%	95.2%
15	Singapore	3	0.63%	95.8%
16	Sweden	3	0.63%	96.5%
17	Australia	2	0.42%	96.9%
18	Colombia	2	0.42%	97.3%
19	South Africa	2	0.42%	97.7%
20	Spain	2	0.42%	98.1%
21	UAE	2	0.42%	98.6%
22	Estonia	1	0.21%	98.8%
23	Ireland	1	0.21%	99.0%
24	Lithuania	1	0.21%	99.2%
25	Luxembourg	1	0.21%	99.4%
26	Netherlands	1	0.21%	99.6%
27	Philippines	1	0.21%	99.8%
28	Portugal	1	0.21%	100.0%
합계		479	100%	

\*출처: 연구자 정리, 원자료-CB Insights

15	Japan	4.2	0.29%	98.2%	451	0.12%	97.9%
16	Switzerland	4.0	0.28%	98.5%	728	0.19%	98.1%
17	UAE	3.5	0.24%	98.7%	479	0.13%	98.2%
18	Hong Kong	3.0	0.21%	98.9%	1,564	0.41%	98.6%
19	South Africa	2.6	0.18%	99.1%	843	0.22%	98.9%
20	Spain	2.4	0.17%	99.3%	990	0.26%	99.1%
21	Colombia	2.2	0.15%	99.4%	1,744	0.46%	99.6%
22	Estonia	1.9	0.13%	99.6%	410	0.11%	99.7%
23	Ireland	1.2	0.08%	99.6%	132	0.03%	99.7%
24	Lithuania	1.1	0.08%	99.7%	260	0.07%	99.8%
25	Luxembourg	1.0	0.07%	99.8%	176	0.05%	99.8%
26	Netherlands	1.0	0.07%	99.9%	170	0.04%	99.9%
27	Philippines	1.0	0.07%	99.9%	15	0.00%	99.9%
28	Portugal	1.0	0.07%	100.0%	422	0.11%	100.0%
합계		1,437.0	100%		378,010	100%	

\*출처: 연구자 정리, 원자료-CB Insights

<표 3> 국가별 ‘유니콘 클럽’ 현황(2019, 중앙값)

No.	국가	기업가치 (\$B)	조달자본 (\$M)	매출액-2019 (\$M)	매출액 승수
1	Australia	3.9	331.8	158.0	46.3
2	Singapore	3.5	5,243.5	73.0	17.8
3	Indonesia	2.9	2,050.0	50.0	40.8
4	UK	2.0	499.9	121.2	26.7
5	Sweden	2.0	1,400.0	200.0	10.0
6	Estonia	1.9	409.9	120.0	15.8
7	UAE	1.8	239.5	50.0	50.0
8	Germany	1.7	480.0	100.0	13.3
<b>9</b>	<b>Korea Rep.</b>	<b>1.6</b>	<b>217.9</b>	<b>317.9</b>	<b>5.9</b>
10	India	1.6	899.9	149.9	18.6
11	Canada	1.5	330.0	100.0	17.8
<b>12</b>	<b>United States</b>	<b>1.5</b>	<b>381.8</b>	<b>114.3</b>	<b>14.7</b>
<b>13</b>	<b>China</b>	<b>1.4</b>	<b>378.0</b>	<b>90.0</b>	<b>17.2</b>
14	Israel	1.3	325.0	82.0	17.1
15	South Africa	1.3	421.4	1,314.0	1.6
16	Japan	1.2	147.2	8.0	200.0
17	Spain	1.2	495.1	158.0	8.5
18	Ireland	1.2	131.5	819.0	1.5
19	France	1.1	449.3	300.0	3.5
20	Lithuania	1.1	260.3	72.0	15.3
21	Colombia	1.1	871.9	736.6	1.4
22	Switzerland	1.0	133.3	47.2	32.6
23	Brazil	1.0	310.0	179.0	15.7
24	Netherlands	1.0	170.0	101.0	9.9
25	Luxembourg	1.0	176.0	153.0	6.5
26	Hong Kong	1.0	521.5	156.0	6.4
27	Portugal	1.0	422.0	289.0	3.5
28	Philippines	1.0	15.4	8,500.0	0.1

\*출처: 연구자 정리, 원자료-CB Insights

<표 2> 국가별 ‘유니콘 클럽’ 기업가치(2019)

No.	국가	기업가치 (\$B)			조달자본 (\$M)		
		기업가치 (\$B)	기업가치 (\$B)	기업가치 (\$B)	조달자본 (\$M)	조달자본 (\$M)	조달자본 (\$M)
1	United States	687.1	47.81%	47.8%	162,599	43.01%	43.0%
2	China	429.0	29.85%	77.7%	105,896	28.01%	71.0%
3	India	75.2	5.23%	82.9%	26,422	6.99%	78.0%
4	UK	67.7	4.71%	87.6%	25,856	6.84%	84.9%
<b>5</b>	<b>Korea Rep.</b>	<b>26.0</b>	<b>1.81%</b>	<b>89.4%</b>	<b>5,731</b>	<b>1.52%</b>	<b>86.4%</b>
6	Germany	25.6	1.78%	91.2%	10,275	2.72%	89.1%
7	Indonesia	24.4	1.70%	92.9%	8,950	2.37%	91.5%
8	Singapore	19.1	1.33%	94.2%	10,487	2.77%	94.2%
9	Brazil	16.3	1.13%	95.4%	2,690	0.71%	94.9%
10	Israel	9.1	0.63%	96.0%	2,621	0.69%	95.6%
11	Sweden	9.1	0.63%	96.6%	4,341	1.15%	96.8%
12	Australia	7.8	0.54%	97.2%	664	0.18%	97.0%
13	France	6.2	0.43%	97.6%	2,304	0.61%	97.6%
14	Canada	4.6	0.32%	97.9%	791	0.21%	97.8%

국가별 개별기업의 기업가치 중앙값을 보면, 호주의 기업들이 \$3.9B으로 가장 높은 수준이다. 그러나 표본이 2개인 관계로 유의미한 사항은 아니다. 미국과 중국은 각각 \$1.5B 수준을 보이고 있으며, 인도는 \$1.6B, 그리고 영국은 \$2.0B를 보여, ‘유니콘 기업’ 20개 이상 국가 중 개별 기업가치가 가장 높은 국가이다. 한국은 \$1.6B로 미국 및 중국보다 소폭 높은 수준이다.

기업가치평가 방법 중 하나인 ‘상대가치평가법’에서 준용하는 ‘매출액 승수(기업가치/매출액)’의 기준에서는 2019년 매출액 기준, 미국의 ‘유니콘 기업’들이 중앙값 14.7을 보

이고 있고, 중국의 기업들은 17.2, 인도 18.6, 영국은 26.7의 수준을 보이고 있다. 한국은 5.9로 주요 4개국 보다 상대적으로 저평가 되고 있다. 개별 기업의 기업가치 및 가치평가 수준을 보면, 주요 4개국 중 미국, 중국, 인도, 그리고 영국 순으로 개별 기업의 가치도 크고, 가치평가 수준도 상대적으로 더 높은 현황을 보이고 있다.

## 2.2. 산업별 현황 분석

산업별로는 핀테크(64개, 13.4%); 커머스(63개, 13.2%); 인터넷(59개, 12.3%); 인공지능(39개, 8.1%); 헬스케어(38개, 7.9%); 자동차 및 운송(35개, 7.3%) 순으로 분포를 보이고 있다. 이들 6개 산업은 '유니콘 기업'의 전체 산업 중 62.2%에 달한다. 조달 자본, 즉 투자된 자금은 '자동차 및 운송(19.2%)' 산업이 가장 규모가 크며, 커머스(12.2%); 핀테크(12.1%); 헬스케어(11.1%) 산업도 상대적으로 투자금 규모가 큰 산업에 해당한다.

<표 4> 산업별 '유니콘 클럽' 현황(2019)

산업	기업 수(개)		기업가치(\$B)		조달자본 (\$M)		매출액-2019 (\$M)		매출액 승수
Fintech	64	13.36%	218	15.20%	45,609	12.10%	16,804	8.40%	13.00
E-commerce & direct-to-consumer	63	13.15%	147	10.20%	46,076	12.20%	41,082	20.50%	3.60
Internet software & services	59	12.32%	113	7.80%	24,798	6.60%	15,367	7.70%	7.40
Artificial Intelligence	39	8.14%	170	11.80%	30,973	8.20%	23,927	11.90%	7.10
Health	38	7.93%	110	7.70%	41,941	11.10%	12,502	6.20%	8.80
Auto & transportation	35	7.31%	162	11.30%	72,699	19.20%	10,686	5.30%	15.20
Other	28	5.85%	100	7.00%	21,219	5.60%	16,052	8.00%	6.20
Data management & analytics	27	5.64%	87	6.10%	18,246	4.80%	4,571	2.30%	19.00
Supply chain, logistics, & delivery	26	5.43%	74	5.20%	20,453	5.40%	12,302	6.10%	6.00
Mobile & telecommunications	21	4.38%	44	3.10%	9,606	2.50%	15,835	7.90%	2.80
Edtech	20	4.18%	42	2.90%	9,945	2.60%	2,757	1.40%	15.20
Hardware	17	3.55%	64	4.50%	8,334	2.20%	9,767	4.90%	6.60
Cybersecurity	16	3.34%	35	2.40%	6,127	1.60%	2,407	1.20%	14.50
Consumer & retail	14	2.92%	27	1.90%	7,610	2.00%	6,983	3.50%	3.90
Travel	12	2.51%	44	3.00%	14,376	3.80%	9,677	4.80%	4.50
<b>Total</b>	<b>479</b>	<b>100.0%</b>	<b>1,437</b>	<b>100.0%</b>	<b>378,012</b>	<b>100.0%</b>	<b>200,719</b>	<b>100.0%</b>	<b>7.16</b>

\*출처: 연구자 정리, 원자료-CB Insights

기업가치평가에 있어 향후 기대 수준을 가늠할 수 있는 '매출액 승수=기업가치/매출액'는, '자동차 및 운송'과 '교육기술' 산업이 각각 15.2로 가장 높은 수준을 보였다. 매출액 규모가 작음에도 상대적으로 높은 가치평가를 받은 산업이다. 즉, 향후의 성장 기대치가 그만큼 큰 것으로 기업가치평가를 했다고 해석할 수 있다.

'커머스(3.6)'와 '컨슈머 리테일(3.9)'은 유통업 고유의 특성 있어 상대적으로 낮은 수준을 보이고 있다. 타 산업 대비 매출액 규모가 크고, 미래 기대 보다는 현재 실적이 상대적으로 더 강조되는 산업적 특성을 지니고 있다.

<표 5> 산업별 '유니콘 클럽' 현황(2019, 중앙값)

산업	기업가치 (\$B)	조달자본 (\$M)	매출액 '19 (\$M)	매출액 승수
Auto & transportation	2.5	874.8	109.0	22.9
Hardware	2.0	448.5	103.5	18.8
Fintech	1.6	516.1	118.0	13.4
Cybersecurity	1.6	340.9	101.3	15.6
Health	1.5	495.0	80.0	18.8
Data management & analytics	1.5	328.0	100.0	15.0
Other	1.5	345.1	320.0	4.6
Supply chain, logistics, & delivery	1.5	528.4	259.3	5.6
Internet software & services	1.4	307.6	104.0	13.5
Travel	1.4	586.6	148.3	9.4

Consumer & retail	1.4	308.4	173.5	8.0
Artificial Intelligence	1.3	293.4	100.0	13.3
Edtech	1.2	304.0	90.0	13.7
E-commerce & direct-to-consumer	1.2	401.0	150.0	8.0
Mobile & telecommunications	1.0	293.1	110.0	9.1

\*출처: 연구자 정리, 원자료-CB Insights

중앙값을 기준으로 산업을 살펴보면, '자동차 및 운송' 산업이 개별기업의 기업가치가 \$2.5B로 가장 높은 수준을 보이고 있다. 가장 낮은 산업으로는 '모바일 및 텔레커뮤니케이션'으로 \$1.0B 이다. 이 두 산업은 개별 기업의 기업가치에 있어 1.5배 수준 차이를 보이고 있다. 자율주행자동차 및 모빌리티 부문의 높은 기대치가 반영되어, '자동차 및 운송' 산업은 개별 기업의 기업가치, 조달자본, 매출액 승수 측면에서 가장 높은 수준을 보이고 있다. 그만큼 향후 성장성이 가장 큰 산업 영역으로 해석할 수 있다.

'자동차 및 운송' 산업에 이어, 매출액 승수 기준, '하드웨어(18.8)', '헬스케어(18.8)', '사이버 보안(15.6)', '데이터 관리 및 분석(15.0)', '교육기술(15.0)' 산업에 타 산업보다 상대적으로 더 높은 기대평가가 반영되어 있다고 해석할 수 있다.

<표 6> 주요 국가별 ‘페르소나 유니콘 기업’

Country	United States	China	India	United Kingdom	Korea, Rep.
Socioeconomic factors					
<b>GDP (current US\$, million, 2019)</b>	\$21,374,418	\$14,342,902	\$2,875,142	\$2,827,113	\$1,642,383
<b>GDP per capita (current US\$, 2019)</b>	\$65,118.4	\$10,261.7	\$2,104.1	\$42,300.3	\$31,762.0
<b>GDP per capita growth (annual %, 2019)</b>	2.34%	6.11%	5.02%	1.41%	2.03%
<b>Population (million, 2019)</b>	328.2	1,398	1,366	66.8	51.7
<b>Ease of doing business (World Bank, 2019)*</b>	84	78	71	84	84
*(0=lowest performance to 100=best performance, source: World Bank, Doing Business project)					
<b>Average</b>					
기업가치 (\$B)	\$3.01	\$3.52	\$3.58	\$2.71	\$2.60
업력	8.6 years	7.4 years	9.3 years	8.8 years	14.8 years
매출액(\$M)	\$295.7	\$684.1	\$277.4	\$525.8	\$899.6
매출액 승수	10.2	5.1	12.9	5.2	2.9
펀딩액 (\$M)	\$713.2	\$897.4	\$1,258.2	\$1,034.2	\$573.1
<b>Median</b>					
기업가치 (\$B)	\$1.5	\$1.42	\$1.6	\$2.0	\$1.6
업력	7.5 years	6.0 years	8.0 years	6.0 years	10.5 years
매출액(\$M)	\$114.3	\$90.0	\$149.9	\$121.2	\$317.9
매출액 승수	13.1	15.8	10.7	16.5	5.0
펀딩액 (\$M)	\$381.8	\$378.0	\$899.9	\$499.9	\$217.9
<b>Mode</b>					
빈도수 상위 산업	Internet Software & service (n=42)	E-commerce (n=28)	Supply chain, logistics, delivery (n=5)	Fintech (n=10)	E-commerce (n=3)
	Fintech (n=31)	Auto & transportation (n=16)	Fintech (n=4)	Health (n=3)	Other (n=2)
	Health (n=24)	Internet Software & service (n=11)	E-commerce (n=4)	Other (n=2)	Travel (n=1)
주요 투자자	Sequoia Capital Google Ventures Andreessen Horowitz New Enterprise Associates Khosla Ventures	Sequoia Capital China Tencent Holdings Qiming Venture Partners IDG Capital Alibaba Group	SoftBank Group Tencent Holdings Alibaba Group Tiger Global Management Sequoia Capital India	General Catalyst Woodford Investment Management Toscafund Asset Management SoftBank Group KKR	Sequoia Capital IMM Investment Founder Collective Wellington Management

\*연구자 정리

### 2.3. 국가-산업 별 현황 비교

‘글로벌 유니콘 클럽’을 주요국가와 산업별로 이를 대표할 수 있는 ‘페르소나’ 관점에서 비교해보면 일정한 시사점을 발견할 수 있다. 각 현황 분석 항목들의 중앙값을 기준으로 ‘페르소나’를 추출 해보면 다음과 같다.

미국의 ‘페르소나 유니콘 기업’은, 1) 기업가치는 \$1.5B, 2) 업력은 7.5년, 3) 사업분야는 인터넷, 4) 세쿼이어 캐피털 등으로부터 총 \$382M의 투자자본을 유치, 5) 2019년 매출액은 \$114M, 6) 매출액 승수는 13.1 등으로 특정될 수

있다. 중국의 ‘페르소나 유니콘 기업’은, 1) 기업가치는 \$1.4B, 2) 업력은 6년, 3) 사업분야는 커머스, 4) 세쿼이어 캐피털 차이나 등으로부터 총 \$378M의 투자자본을 유치, 5) 2019년 매출액은 \$90M, 6) 매출액 승수는 15.8 등으로 특정될 수 있다. 이를 종합 비교해보면, 중국의 ‘유니콘 기업’들이 미국 보다 상대적으로 고평가를 받고 있다고 할 수 있다. 중국 ‘유니콘 기업’의 대표 산업이 ‘커머스’인데, 이는 상대적으로 낮은 매출액 승수값을 지니고 있다.

그럼에도 불구하고 전체적으로 미국 보다 높은 평가를 받고 있다. 한국의 ‘페르소나 유니콘 기업’은, 1) 기업가치

는 \$1.6B, 2) 업력은 10.5년, 3) 사업분야는 커머스, 4) 세쿼이어 캐피탈 등으로부터 총 \$218M의 투자자본을 유치, 5) 2019년 매출액은 \$318M, 6) 매출액 승수는 5 등으로 요약될 수 있다. 주요 국가에 비해 업력이 더 많으며, 투자자본

유치 금액도 상대적으로 작다. 또한 매출액 승수는 주요국가의 절반 수준에 이르고 있어 상대적으로 보수적인 평가를 받고 있는 것으로 해석 할 수 있다.

<표 7> 주요 산업별 ‘페르소나 유니콘 기업’

Industry	Fintech	Artificial Intelligence	Auto & transportation	E-commerce & direct-to-customer	Internet software & services
<b>Average</b>					
기업가치 (\$B)	3.4	4.4	4.6	2.3	1.91
업력	9.1	7.7	5.7	8.3	8.9
매출액(\$M)	284.8	613.5	333.9	720.7	264.9
매출액 승수	12.0	7.1	13.8	3.2	7.2
펀딩액 (\$M)	724.0	794.2	2,077.1	755.3	420.3
<b>Median</b>					
기업가치 (\$B)	1.6	1.3	2.5	1.2	1.4
업력	7.0	4.0	4.0	8.0	8.0
매출액(\$M)	118.0	100.0	109.0	150.0	104.0
매출액 승수	13.4	13.3	22.9	8.0	13.5
펀딩액 (\$M)	516.1	293.4	874.8	401.0	307.6
<b>Mode</b>					
빈도수 상위 국가	United States (n=31)	United States (n=22)	China (n=16)	China (n=28)	United States (n=42)
	United Kingdom (n=10)	China (n=9)	United States (n=8)	United States (n=18)	China (n=11)
	China (n=4)	Israel (n=3)	India (n=2)	India (n=4)	India (n=1)
주요 투자자	Ribbit Capital DST Global Union Square Ventures Tiger Global Management SV Angel	Sequoia Capital China Sequoia Capital Qualcomm Ventures New Enterprise Associates Andreessen Horowitz	SoftBank Group Tencent Holdings Sequoia Capital China Sequoia Capital Greylock Partners	Sequoia Capital China Tencent Holdings Sequoia Capital SoftBank Group Alibaba Group	Tiger Global Management Battery Ventures Tencent Holdings New Enterprise Associates Insight Partners

\*연구자 정리

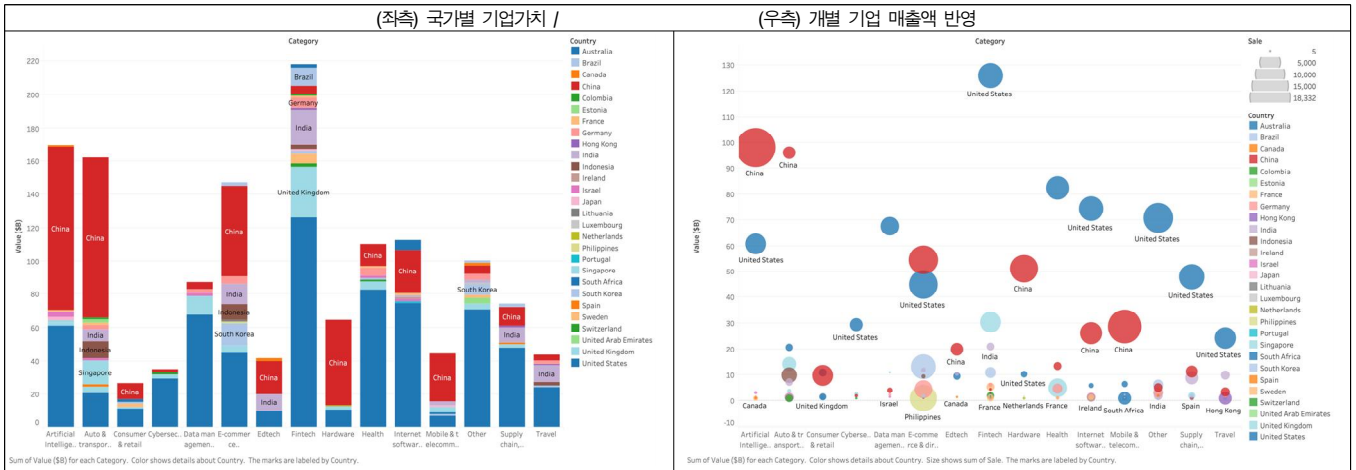
산업별 ‘페르소나 유니콘 기업’은 다음의 <표 7> 주요 산업별 ‘페르소나 유니콘 기업’과 같이 요약 될 수 있다. ‘자동차 및 운송’ 그리고 ‘인공지능’ 산업의 경우, 업력이 4년으로 ‘유니콘 클럽’ 초기 산업인 ‘커머스’와 ‘인터넷’ 산업 8년의 절반 수준이다.

‘핀테크’, ‘인공지능’, ‘인터넷’ 산업은 미국 기업들이 주도하고 있고, ‘자동차 및 운송’ 그리고 ‘커머스’ 산업은 중국 기업들이 주도하고 있어 국가 별 산업특성이 달리 나타난다.

<그림 1>의 좌측을 보면, 미국 기업들이 주도하는 산업과 중국 기업들이 주도하는 산업을 비교 해볼 수 있다. ‘핀테크’, ‘헬스케어’, ‘데이터 관리 및 분석’, ‘사이버 보안’ 등의 산업은 미국 기업들이 확인한 주도권을 가진 산업이다.

‘자동차 및 운송’, ‘커머스’, ‘인공지능’, ‘하드웨어’, ‘모바일 및 텔레커뮤니케이션’ 산업은 중국 기업들이 주도권을 가진 산업이다.

양국의 산업경쟁력과 그 궤를 같이 한다고 할 수 있다. <그림 1>의 우측을 보면, 각 산업별로 선도기업이 후발기업 대비 기업가치와 매출액 모두에 있어 상당한 격차를 지니는 것을 확인할 수 있다. 전산업에 걸쳐 미국기업들이 선도기업 지위를 지니고 있고, 중국 기업들은 ‘인공지능’, ‘자동차 및 운송’, ‘컨슈머 및 리테일’, ‘커머스’, ‘하드웨어’ 산업에서 선도기업의 지위를 지니고 있다.



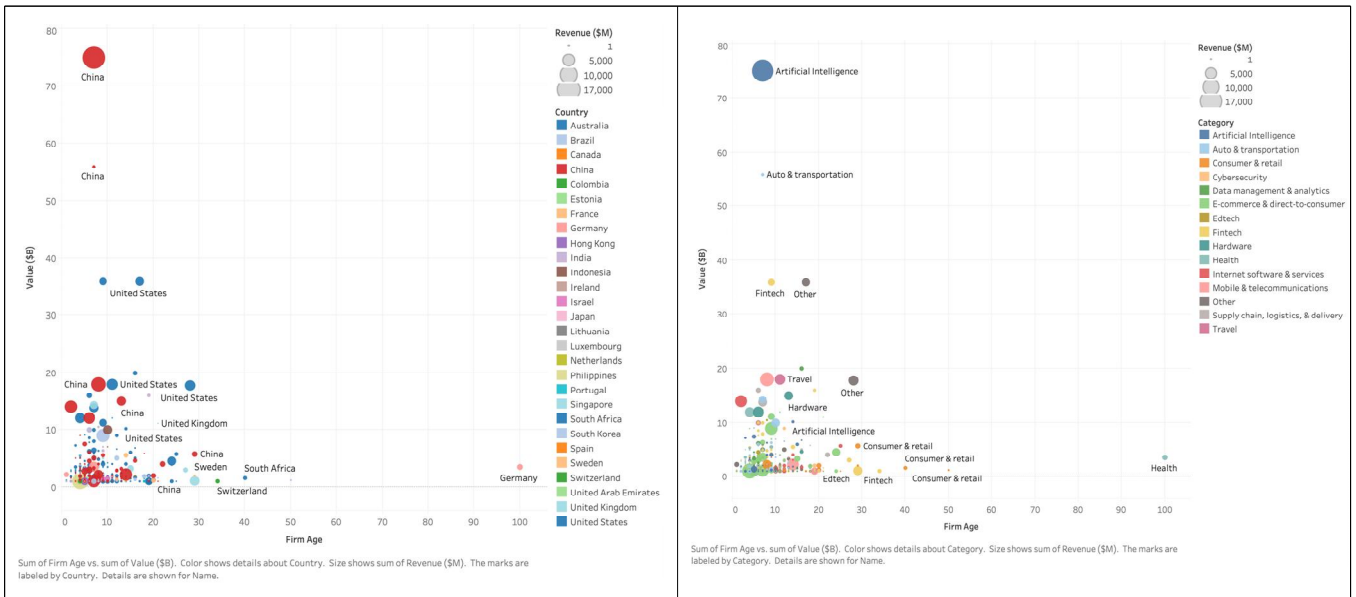
\*연구자 작성

<그림 1> 산업별/국가별 유니콘 기업 현황

## 2.4. 기업가치 구간 별 현황 비교

기업가치와 업력 그리고 연간 매출액에서 최소값과 최대값의 차이가 크게 발생하고 있다.

2019년 말 기준 ‘글로벌 유니콘 클럽’은 <그림 2>와 같이



<그림 2> 국가별/산업별 유니콘 기업 현황

기업가치의 경우 최소 10억달러에서 최대 750억달러, 업력은 최소 1년에서 최대 100년의 차이를 지닌다. 2019년 연간 매출액은 최소 1백만달러에서 최대 170억달러의 범주를 지니고 있다. 따라서, 이를 전체적인 관점에서 평균적 특성을 탐색하기에는 표본특성이 지닌 범주가 너무 넓다. 따라서, 기업가치를 10억달러 단위로 균등하게 구분하여 각 집단 별 특성을 파악해보는 과정이 필요하다.

지난 10년간 미국에서 기업공개(IPO)한 기업의 평균적(중위값 기준) 기업가치는 최소 \$0.232B(2016년)에서 최대 \$0.457B(2011년)이다. 그리고 지난 2019년 IPO 시점에서 기업가치 중위값은 \$0.456B 였다). 기업가치 측면에서만 보면, ‘유니콘 클럽’에 속한 기업들은 IPO 시 기업가치의 중위값 수준을 넘어선 상태이다.

기업공개 요건 충족의 문제와 투자자의 전략적 판단에

1) Statista 2020, Median firm valuation before initial public offering in the United States from 2008 to 2019

따라 기업공개 시점이 선택 될 수 있는 것으로 해석이 가능하다. 기업공개시점을 선택하는 문제와는 별개로, ‘유니콘 클럽’ ‘가입’의 개념에서 각 10억달러 구간을 미국 대학의 학년별 애칭을 준용하여 구분 지었다. 그리고 50억달러

가 초과할 경우, 이는 IPO 시 기업가치의 역사적 중위값의 10배가 초과하기에 ‘유니콘 클럽’을 ‘졸업(graduate)’하는 것으로 간주하여 그룹화를 하였다.

<표 8> 기업가치 구간별 ‘유니콘 기업’ 현황

그룹 구분	Freshman	Sophomore	Junior	Senior	Graduate	Total
구간	\$1.0B-\$1.99B	\$2.0B-\$2.99B	\$3.0B-\$3.99B	\$4.0B-\$4.99B	> \$5.0B	N/A
N	299 (64.42%)	64 (13.36%)	34 (7.10%)	17 (3.55%)	65 (13.57%)	479 (100%)
업력(중앙값)	7.0 years	7.0 years	6.5 years	8.0 years	7.0 years	7 years (2012)
기업가치 평균	\$1.2 B	\$2.3 B	\$3.3 B	\$4.3 B	\$11.5 B	\$3.0 billion
기업가치 중앙값	\$1.0 B	\$2.2 B	\$3.3 b	\$4.1 B	\$7.8 B	\$2.0 billion
기업가치 합계	\$359.8 B (25.77%)	\$147.0 B (10.23%)	\$113.4 B (7.89%)	\$72.3 B (5.03%)	\$744.6 B (51.81%)	\$1,437 billion (100%)
매출액 중앙값	\$100 M	\$100 M	\$148.3 M	\$300 M	\$430 M	\$115 million
매출액 합계	\$71,254 M (35.50%)	\$20,705 M (10.32%)	\$14,320 M (7.89%)	\$8,049 M (5.03%)	\$86,392 M (43.04%)	\$200,720 million (100%)
<b>최빈값(Mode)</b>						
산업	Internet software & services (n=44, 14.7%)	Internet software & services (n=9, 14%) E-commerce & direct-to-consumer (n=9, 14%)	Fintech (n=7, 20.6%)	Fintech (n=3, 17.6%)	Fintech (n=12, 18.5%)	Fintech (n=64, 13.36%)
국가	United States (n=141, 47.15%)	United States (n=27, 42.19%)	United States (n=18, 52.9%)	United States (n=11, 64.7%)	United States (n=31, 47.69%)	United States (n=228, 47.60%)

\*연구자 작성

기업 수 기준 빈도가 가장 많은 구간은 64.4%의 기업이 속한 ‘Freshman(\$1.0B-\$1.99B)’ 구간이다. 이를 이어 13.6%의 기업이 속한 ‘Graduate(> \$5.0B)’ 구간이다. 특히 본 구간은 개별기업의 기업가치 중앙값이 \$7.8B으로, ‘Freshman (\$1.0B~1.99B)’ 구간의 중위값 \$1.0B 대비 7배 이상의 수준을 지닌다. 그러나 업력은 7년으로 ‘Freshman’ 구간과 차이를 보이지 않는다. ‘자동차 및 운송’과 ‘인공지능’ 산업의 경우, 업력이 4년(중위값)으로 매우 짧다. 즉, 기술적 통계 기준 기업가치와 업력은 유의하지 않은 관계이다.

기업가치가 \$3B 이상 구간에서는 ‘핀테크’ 산업의 기업이 가장 많은 빈도를 차지하고 있었다. 상대적으로 낮은 기업가치를 지닌 \$1.0B~\$2.99B 구간은 ‘인터넷’ 산업의 기업이 가장 많은 분포를 보였다.

기업가치 구간 별 분석을 통해, ‘글로벌 유니콘 클럽’의 특징 중 업력은 기업가치와 유의미한 영향관계에 있지 아니며, 핀테크 산업이 단시간 내 초고평가를 받는 ‘유니콘 클럽’ 성격을 가장 두드러지게 대표하고 있는 것으로 추론된다.

기업가치 평균값에 해당하는 30억달러를 기준으로, 연간

매출액도 유의한 차이를 보이고 있다. ‘Senior’ 및 ‘Graduate’ 구간은 하위 구간 보다 2019년 기준 매출액 중위값이 2배 이상 높은 수준이다. 또한 기업가치와 비례관계로 증가하는 흐름을 보이고 있다. 다만, 투자자본(invested capital)과 매출액과의 상호관계는 추가적으로 살펴봐야 자본 투입규모에 따른 경영성과(매출액)의 특성을 구체적으로 살필 수 있을 것이다.

### 2.5. 기업가치 구간 별 ‘페르소나 기업’

‘유니콘 클럽’의 분류는 ‘기업가치’를 기준으로 한다. 앞서 기술한 바와 같이, 기업가치 최소 수준은 10억달러이고, 최대 수준은 750억달러이다. 따라서 이를 평균적 시각에서 ‘유니콘 기업’의 특성을 단면적으로 설명하는 것은 함목적이지 못하다. 따라서, 기업가치 구간 별 중위값과 최빈값을 기준으로 대표성을 지니는 ‘페르소나’를 추출하고, 이를 살펴봄으로써 ‘유니콘 기업’의 특성을 보다 세부적이고 합리적으로 설명할 수 있을 것이다.

<표 9>는 각 구간별 ‘페르소나 기업’의 기초 정보와 비즈



니스모델을 분석한 사항이다. 이들 ‘페르소나 기업’은 각각 다른 산업에서 사업을 영위하고 있다. 그러나 공통적인 것은 이들이 제안하는 가치는 ‘솔루션’ 또는 ‘플랫폼’의 성격을 지니고 있다. 따라서 협력 파트너 관계가 상대적으로 더 중요한 특성을 지니고 있다. 이들은 조달한 규모 있는 재무적 자원을 토대로 협력 파트너들과 ‘작은 혁신 생태

계’를 조성하고 개발하기 위한 접근법을 취하고 있다는 것이 공통점이다. 또한 중간 유통과정을 별도로 거치지 않고, 개인 및 기업 고객과 디지털 기반의 직접 유통활동을 펼치는 점도 ‘유니콘 클럽’의 각 구간 별 ‘페르소나 기업’에 발 견되는 특징이다.

<표 9> 기업가치 구간별 ‘페르소나 기업’

구분		Freshman (\$1.0B-\$1.99B)	Sophomore (\$2.0B-\$2.99B)	Junior (\$3.0B-\$3.99B)
기초 정보	기업명	monday.com	OneTrust	Circle Internet Financial
	사업분야	Internet software & services	Internet software & services	Cybersecurity
	설립년도	2012	2016	2013
	창업자/팀	Roy Mann & Eran Zinman (co-founder)	Kabir Barday (solo-founder)	Jeremy Allaire & Sean Neville (co-founder)
	2019년 소재지	United States (2020년: Israel)	United States	United States
	2019년 투자유치액	\$234 million	\$410 million	\$271 million
	2019년 추정매출액	\$50 million	\$96 million	\$10 million
	종업원 규모	251-500	501-1000	251-500
	주요 투자자	Entree Capital, Genesis Partners, Insight Partners	Insight Partners	General Catalyst, Digital Currency Group, Accel
비즈니스 모델	1. 가치 제안	팀이 효율적으로 업무를 완수하는 곳	글로벌 데이터 규정 준수 및 보안을 위한 솔루션	세계에서 가장 신뢰할 수 있는 디지털 통화
	2-1. 고객 세그먼트	팀 기반으로 프로젝트를 수행하는 조직	대기업 및 중소기업	기업, 개발자, 금융기관
	2-2. 고객관계	<ul style="list-style-type: none"> <li>다양한 프로젝트 관리 기능 기반 빠른 비즈니스 적용</li> <li>프로젝트 추적 기반 쉬운 협업 및 성과 측정</li> <li>높은 가시성과 프로세스 간소화</li> <li>소비자가 앱 제작 및 적용 가능</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>전 세계 개인정보보호법 기반 개인정보 관리</li> <li>공급업체 위험 관리</li> <li>세계 보안표준 적용</li> <li>AI 데이터 검색 및 분류</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>안전하고 빠른 글로벌 무료 결제</li> <li>새로운 시장 및 산업 접근(80개 이상 국가 지원)</li> <li>API로 타 블록체인과 결합 및 확장</li> </ul>
	2-3. 유통채널	웹(모바일) 기반 Work OS	웹 기반 SW	모바일 애플리케이션
	3. 매출원	등급별* 월간/연간 결제 시스템 (베이지스탠다드-프로-엔터프라이즈) *파일 저장 용량, 연동 앱 및 추가 기능, 보안 수준, 지원 및 관리 범위, 리포팅 및 분석 제공에 따른 차등 가격	제품별*기능별** 월간 결제 시스템(대기업, 스타트업, 특별 산업별 차등 가격) *제품별: 개인정보관리, 소비자 선호 및 동의 관리, 통합 리스크 관리, 타사 위험 관리, 윤리 및 규정준수, 데이터 거버넌스 **기능별: 각 제품별 세부 프로그램 선택 개별 결제 가능	장외(OTC) 시장과 디지털 거래소 비트코인 및 기타 디지털 통화 거래 수익
	4-1. 전략적 파트너	채널, 추천, 기술 파트너 및 전략적 기술개발 제휴	컨설팅 및 법률회사	금융회사, 카드사
	4-2. 핵심활동	파트너십을 통한 기업 맞춤형 솔루션 개발 적용	지속적인 글로벌 관련 규정 업데이트	안정적 디지털 통화 결제 기반 글로벌 비즈니스 확장
	4-3. 핵심자원	강력한 데이터 연동과 주요 SaaS 도구와의 호환성	글로벌 개인정보보호 및 보안 규정 데이터 기반 회사별 맞춤 프로그램 개발	미국 국채로 보장하는 안정적인 화폐(USDC) 사용 (1USDC = 1\$)
	5. 비용구조	<ul style="list-style-type: none"> <li>SW 개발 및 공급 비용(유지관리 및 보안, 지속적 기술개발)</li> <li>파트너 및 제품 마케팅비</li> <li>인건비 및 운영비</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>SW 개발 및 공급 비용(유지관리 및 보안, 지속적 기술개발)</li> <li>인건비 및 운영비</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>앱 유지관리 및 보안 비용</li> <li>블록체인 기술개발 비용</li> <li>인건비 및 운영비</li> </ul>

\*연구자 작성

<표 10> 기업가치 구간별 ‘페르소나 기업’

구분	Senior (\$4.0B-\$4.99B)	Graduate (> \$5.0B)	Summa cum laude	
개요	기업명	Toast	Robinhood	Toutiao (ByteDance)
	사업분야	Social & Communication	Fintech	Contents Platform
	설립년도	2011	2013	2012
	창업자/팀	Steve Fredette & Aman Narang & Jonathan Grimm (co-founder)	Baiju Bhatt, Vlad Tenev (co-founder)	Zhang Yiming (solo-founder)
	소재지	United States	United States	China
	2019년 매출액	360 (\$M)	300 (\$M)	17,000 (\$M)
	종업원 규모	1001-5000	251-500	10001+
	주요 투자자	T. Rowe Price, Bessemer Venture Partners	500 Startups, K2 Global	Tencent Holdings, General Atlantic
비즈니스 모델	1. 가치 제안	더 나은 레스토랑을 위한 올인원 관리 플랫폼	수수료 제로 주식 및 암호화폐 거래	짧고 강렬한 영상 콘텐츠 공유 플랫폼 (TikTok)
	2-1. 고객 세그먼트	유형별 레스토랑 (고급 및 일반 레스토랑, 카페 및 베이커리, 패스트 캐주얼, 바 & 나이트클럽) 및 기업	모든 거래 이용자 (특히 밀레니얼 세대)	모든 소셜 미디어 이용자 이슈에 민감한 젊은 층
	2-2. 고객관계	<ul style="list-style-type: none"> <li>모바일 예약, 주문 및 결제</li> <li>올인원 POS로 주문, 관리, 결제 등을 한번에 처리 가능</li> <li>마케팅 프로그램 및 분석 기능</li> <li>운영·채용 가능 및 개선 사항 추적 분석 제공</li> <li>별도 지원팀에서 추가 지원</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>사용자 친화적 앱과 앱 기반 알람</li> <li>모든 거래에 대한 무료 수수료</li> <li>투자 가이드 및 관련 뉴스</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>쉬운 영상 제작 지원 기능</li> <li>앱을 통한 영상 공유 및 전 세계 이용자와 연결</li> <li>연속적인 도전 영상 참여</li> </ul>
	2-3. 유통채널	POS 소프트웨어 및 하드웨어	모바일 애플리케이션 웹사이트 및 API	모바일 애플리케이션
	3. 매출원	올인원*디지털주문** 월간 결제 시스템 *All-in-One: 단일 플랫폼 내 모든 기능을 포함하여 기능에 따라 Starter - Essentials - Growth로 나뉘며, HW는 고객 맞춤으로 주문 가능 **Digital Ordering Solution: HW 없이 온라인으로 가능한 프로그램으로, Toast Now - Toast Now Plus - Toast Now Premium으로 구분	<ul style="list-style-type: none"> <li>이자수익(현금 및 주식)</li> <li>프리미엄 서비스 (Robinhood Gold)</li> <li>시장 조성 수수료(투자전문가로부터 거래된 달러 당 \$0.00026 리베이트)</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>광고(브랜드, 해시태그)</li> <li>인앱 구매(특목 코인을 통한 구매, 선물)</li> <li>크리에이터 콘텐츠 계약</li> </ul>
	4-1. 전략적 파트너	SW 제공 기술기업 및 로컬 컨설턴트, 공급업체	투자자, 기술기업	기업 등 광고주
	4-2. 핵심활동	<ul style="list-style-type: none"> <li>운영자의 수익 및 운영 개선</li> <li>시스템 설치 및 사용 교육</li> <li>SW 및 HW 개발</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>앱 보안 및 유지관리</li> <li>프리미엄 서비스 마케팅</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>지속적 앱 디자인 및 사용성 개선</li> <li>콘텐츠 개발 및 확산</li> </ul>
	4-3. 핵심자원	<ul style="list-style-type: none"> <li>70개 이상의 기술 파트너</li> <li>소프트웨어 &amp; 하드웨어 통합 제공 및 관리</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>모든 거래 수수료가 무료 정책</li> <li>직관적이고 커스터마이징 가능한 앱</li> <li>단일 앱으로 금융 포트폴리오 관리 제공</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>독창적인 SNS 플랫폼</li> <li>AI 영상 추천 알고리즘</li> <li>매력적인 콘텐츠</li> <li>인플루언서 이용자 보유</li> </ul>
	5. 비용구조	<ul style="list-style-type: none"> <li>SW/HW 개발 및 제작, 공급 비용(유지관리 및 보안, 지속적 기술개발)</li> <li>POS 유지 관리 비용</li> <li>파트너 및 제품 마케팅비</li> <li>인건비 및 운영비</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>앱 유지관리 및 보안 비용</li> <li>기술개발 비용</li> <li>인건비 및 운영비</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>앱 유지관리 및 보안 비용</li> <li>지속적인 콘텐츠 개발 및 마케팅 비용</li> <li>인건비 및 운영비</li> </ul>

\*연구자 작성

## 2.6. ‘유니콘 클럽’의 투자자

‘유니콘 클럽’에 투자를 한 투자 빈도는 총 1,359로 파악되었다. 이 중 빈도 수 10을 넘는 투자자는 총 26개 이고, 이들의 투자 빈도 합계는 424로 전체 투자 빈도의 31%이다. 투자 빈도의 5%를 넘는 투자자는 없으며, 최다 빈도

투자자는 ‘Sequoia Capital(61회, 4.63%)’은 중국과 인도에 자회사를 두며, 전 세계적 투자활동을 펼치고 있고, 중국에서는 ‘Tencent Holdings (29회, 2.20%)’, 아시아 지역에서는 ‘SoftBank Group(28회, 2.12%)’가 활발히 투자활동을 펼치고 있는 것으로 파악 된다.

<표 11> ‘유니콘 클럽’의 투자자 및 투자 빈도

2019 Unicorn Club Investors		Freq.	%
Total		1,359	100%
1	Sequoia Capital - Sequoia Capital China, Sequoia Capital India	61	4.63%
2	Tencent Holdings	29	2.20%
3	SoftBank Group - Softbank Corp., Softbank, Softbank Capital	28	2.12%
4	Accel - Accel Partners, Accel India	21	1.59%
5	New Enterprise Associates	19	1.44%
6	Andreessen Horowitz	19	1.44%
7	Tiger Global Management	18	1.37%
8	Google Ventures	16	1.21%
9	Khosla Ventures	15	1.14%
10	Goldman Sachs	15	1.14%
11	IDG Capital	14	1.06%
12	General Atlantic	14	1.06%
13	Bessemer Venture Partners	13	0.99%
14	Qiming Venture Partners	12	0.91%
15	Lightspeed Venture Partners	12	0.91%
16	Greylock Partners	12	0.91%
17	General Catalyst	12	0.91%
18	Alibaba Group	12	0.91%
19	Kleiner Perkins Caufield & Byers	11	0.83%
20	Index Ventures	11	0.83%
21	KKR	10	0.76%
22	ICONIQ Capital	10	0.76%
23	GGV Capital	10	0.76%
24	Founders Fund	10	0.76%
25	DST Global	10	0.76%
26	Battery Ventures	10	0.76%

\*출처: 연구자 정리, 원자료:CB Insights

‘매출액 승수(기업가치/매출액)’은 기업가치평가 실무에서 상대평가방법을 준용 시 활용되는 지표이다. 실무에서는 ‘EBITDA 승수’를 보편적으로 활용하지만, ‘유니콘 클럽’의 기업들은 세전영업이익(EBIT)이 ‘부’의 값을 지니는 경우가 더 많은 관계로 이를 준용하기에는 한계가 있어, ‘매출액 승수’가 실질적인 참고 지표가 될 수 있다. 이는 기업가치의 평가 수준을 가늠할 수 있는 사항이다. ‘매출액 (2019년) 승수’ 기준 전체 ‘유니콘 클럽’은 중앙값 기준 매출액 대비 15배로 기업가치를 평가 받고 있었다. 구간별로 보면, ‘10.00~99.99’ 구간에 51.4%로 가장 많은 기업들이 분포 되어 있었고, 이 구간의 ‘매출액 승수’ 중앙값은 22이다. ‘매출액 승수’가 1,000이 넘는 초고평가 기업도 6개가 있는데, 이들은 개별기업의 기업가치 중앙값도 \$3.8B로 가장 높았다. 즉, 매출액은 상대적으로 매우 작은 수준이나, 기업가치는 상대적으로 매우 높은 평가를 받은 것이다.

<표 12> ‘매출액 승수’ 기준 ‘유니콘 클럽’ 현황

그룹 구분	Group A	Group B	Group C	Group D	Group E	Total
구간 설정	0-9.99	10.00~99.99	100~499	500~1,000	> 1,000	
N	159 (35.10%)	233 (51.43%)	48 (10.60%)	7 (1.55%)	6 (1.32%)	453 (100%)
매출액 승수	5	29	224	616	2,470	85

평균						
매출액 승수 중앙값	5	22	200	600	1,610	15
매출액 중앙값 (\$M)	\$429 M	\$88 M	\$10 M	\$2 M	\$2 M	\$115 million
매출액 합계 (\$M)	\$67,291 M (85.35%)	\$2,332 M (16.09%)	\$1,093 M (0.54%)	\$22 M (0.01%)	\$13 M (0.01%)	\$200,720 million
기업가치 중앙값 (\$B)	\$1.3 B	\$1.6 B	\$2.0 B	\$1.2 B	\$3.8 B	\$2 billion
기업가치 합계 (\$B)	\$507.0 B (36.00%)	\$675.7 B (47.98%)	\$184.8 B (13.12%)	\$14.2 B (1.01%)	\$26.6 B (1.89%)	\$1,472 billion (100%)

\*출처: 연구자 분석

<표 13> ‘유니콘 클럽’ 각 구간별 투자 빈도 Top 5

Freshman		Sophomore		Junior		Senior		Graduate	
\$1.0B-\$1.99B		\$2.0B-\$2.99B		\$3.0B-\$3.99B		\$4.0B-\$4.99B		> \$5.0B	
Sequoia Capital	29	Sequoia Capital	9	Accel	4	Sequoia Capital	3	Sequoia Capital	18
Tencent Holdings	14	Insight Partners	5	Tencent Holdings	3	Temasek Holdings	2	SoftBank Group	9
SoftBank Group	13	Tencent Holdings	4	Khosla Ventures	3	Index Ventures	2	Tencent Holdings	7
Tiger Global Management	11	Index Ventures	4	Warburg Pincus	2	Foxconn Technology Company	2	Founders Fund	6
New Enterprise Associates	11	Greylock Partners	4	Tiger Global Management	2	Andreessen Horowitz	2	Andreessen Horowitz	6
(상) 기업가치 / (하) 매출액 승수									
Group A		Group B		Group C		Group D		Group E	
0-9.99		10.00-99.99		100-499		500-1,000		> 1,000	
Sequoia Capital	19	Sequoia Capital	14	Sequoia Capital	7	Tencent Holdings	2	Tencent Holdings	3
Tencent Holdings	9	SoftBank Group	13	Tencent Holdings	5	Sequoia Capital	2	Temasek Holdings	1
General Atlantic	7	New Enterprise Associates	12	SoftBank Group	4	Yinxinggu Capital	1	SoftBank Group	1
Andreessen Horowitz	7	Google Ventures	12	Tiger Global Management	3	Warburg Pincus	1	Sequoia Capital	1
Accel	7	Bessemer Venture Partners	11	Qiming Venture Partners	3	Volcanics Ventures	1	RedBird Capital Partners	1

\*출처: 연구자 분석

<표 13>는 앞서 설명한 ‘유니콘 클럽’에 대한 ‘기업가치’ 및 ‘매출액 승수’ 기준 구간을 구분한 후 각 구간 별 투자빈도 상위 5개 투자자를 파악한 사항이다.

‘Sequoia Capital’과 ‘Tencent Holdings’ 그리고 ‘SoftBank Group’, 이상 3개의 투자자가 전체 투자활동을 주도하는 가운데, ‘Tencent Holdings’가 상대적으로 가장 적극적인 투자성향을 지니는 것으로 파악 된다. 이는 ‘Sequoia Capital’이 전문 투자자로서 ‘재무적 투자(financial investing)’를 전업으로 한다면, ‘Tencent Holdings’는 ‘전략적 투자(strategic investing)’를 하는 특성을 지닌다. 같은 ‘전략적 투자’ 활동을 하는 ‘Google Ventures’는 상대적으로 보수적인 투자를 하는 것으로 파악된다.

## 2.7. 질적 탐색을 통한 명제의 도출

‘글로벌 유니콘 클럽’의 기업과 투자자 특성을 질적으로 탐색해본 결과 다음과 같은 명제를 얻을 수 있다.

첫째, 평균적으로 7년이 소요되는 상대적으로 짧은 기간에 기업가치 10억달러(한화 약 1조2천억원) 이상으로 평가받는 사례는 기업생태계에서 극히 일부분의 희소한 사례로 인식하는 과정이 필요하다. 이를 일반화 하거나, 정책적 목표로 삼는 것은 ‘기업-투자자-정부’ 모두 위험을 스스로 자초하는 것으로, 기업생태계에 ‘연금술’의 영향을 초대하는 것과 같다.

둘째, 단기간 내 초고평가가 이루어진 사례는, ‘혁신적인 비즈니스모델×배후시장의 규모×시장 성장성=성장 잠재력’의 맥락에서 이루어진다. 특히 ‘배후시장의 규모’가 중요한데, 미국(영국 등 영어권), 중국, 인도와 같이 10억명 이상의 배후시장을 기초로 한 ‘Billion Economy’에 기반 할 때 상대적으로 기업가치가 고평가되는 흐름을 발견할 수 있었다. 23개의 기업이 ‘Billion Economy’ 외 국가에서 창업한 후 주로 미국으로 본사를 옮김으로써 기업가치가 상대적으로 고평가 되는 사례가 이를 설명하고 있다. 따라서, ‘Billion Economy’에 해당하지 않는 국가에서 ‘매출액 승수’ ‘100’ 이상으로 기업가치를 평가하는 경우는 고위험 투자에 해당 할 개연성이 높다.

셋째, 업력 보다는 산업이 기업가치에 더욱 유의하게 영향을 미친다. 기업가치의 규모와 수준을 구간화 하여 살펴본 결과, 업력은 모두에 유의한 영향을 주지 못하고 있다. 그러나, ‘인공지능’, ‘자동차 및 운송’, ‘핀테크’, ‘헬스케어’ 산업 등은 최근 급신장하는 산업으로, 상대적으로 고평가되는 흐름이 발견된다.

넷째, 비즈니스모델 차원에서는 요소기술에 기반하기 보다는 ‘솔루션’과 ‘플랫폼’에 기반한 가치제안이 이루어 질

때 상대적으로 고평가가 이루어지는 것으로 파악되었다. 또한 해당 기업을 중심으로, ‘미니 혁신 생태계’가 만들어질 때 상대적으로 고평가가 이루어지고 있었다. 다만 이때는 초기단계에 규모 있는 투자를 통해 ‘혁신 생태계’를 조성할 수 있는 ‘구심력’을 먼저 확보하는 흐름을 보였다.

다섯째, ‘유니콘 배지 효과’에 대한 경계가 필요하다. ‘유니콘 클럽’에 투자하는 ‘Big 3 투자자’를 따라 후속투자에 참여하는 경우 상대적으로 초고평가 되는 흐름을 발견할 수 있다. 따라서 후속적인 실증연구를 통해 ‘유니콘 배지 효과’에 대한 과학적 검증이 필요하다.

## III. 양적 탐색(Quantitative Exploring)

‘글로벌 유니콘 클럽’에 대한 양적 연구는 매우 미미한 수준이다. 가설 수립을 위한 탐색적 연구도 제한적이고, 특히 가설 검증을 위한 데이터의 수집이 어려운 특성이 있어 적극적인 연구활동이 전개되지 못하였다.

Bock & Hackober(2020)의 연구는 ‘글로벌 유니콘 클럽’에 대한 양적 연구의 시작과 같다고 할 수 있다. 그간의 연구는 주로 설명적 접근(descriptive approaches)에 그쳤지, 기업가치에 영향을 주는 동인(drivers)이 무엇인지에 대한 실증적 규명은 제대로 이루어지지 못하였음을 강조하였다. 이들의 연구는 첫째, ‘유니콘 클럽’에 가입할 확률을 높이는 요인이 무엇인지, 둘째, 일부 ‘유니콘 기업’이 일반적인 기업가치평가의 수준을 넘어서는 결정적 요인이 무엇인지를 규명하는 연구를 수행하였다.

‘투자자 평판’, ‘경제적 클러스터’, ‘기업벤처캐피탈(CVC)’, ‘성장전략’을 독립변수로, B2B vs. B2C’, ‘플랫폼 모델’, ‘창업팀의 규모와 다양성’, ‘GDP 성장률(설립년도 vs. 자금조달 기간)’을 통제변수로 설정하였다. 그리고 종속변수는 ‘유니콘 클럽 가입 여부(더미 변수, 로짓 모델)’로 설정하였다.

이들의 연구결과는 다음의 시사점을 제공하고 있다. 첫째, 투자자의 평판이나 명성은 ‘유니콘 클럽’ 가입에 유의한 영향이 없다. 둘째, 경제적 클러스터(도시 단위 스타트업 생태계)에 기반 할 때, ‘유니콘 클럽’에 가입할 확률은 제한적인 지지가 발견되었다. ‘실리콘 벨리’에 한정하여 통계적으로 유의한 영향이 있으며, 타 도시의 경우는 유의하지 않았다. 셋째, ‘기업벤처캐피탈(CVC)’의 투자가 이루어질 때, ‘유니콘 클럽’가입 확률이 높다. CVC는 스타트업에게 생산 자원 및 시장 접근 등을 제공함으로써 스타트업의 성장을 지원하는 기능을 한다. 넷째, 투자자는 M&A를 통한 공격적 성장전략을 선호한다.

그러나, 본 연구는 양적 연구의 초기단계가 지니는 제약

성을 지니고 있다. 우선적으로 종속변수를 기업가치 10억 달러 이상과 이하로 나누어 ‘더미 변수’화 시킨 부분은 본 연구를 ‘이벤트 스터디’의 범주에 머물도록 함으로써, 양적 연구의 목적성의 기초를 충실히 했다고 볼 수 없다. 또한 ‘경제적 클러스터’는 도시 단위를 기초로 하고, 통제변수로 국가단위의 GDP 성장률을 채택함으로써, 연구모형의 정치성(rigorousness) 오류가 있을 수 있음을 간과하였다. 또한 자금과 인력 등 자원조달의 관점에서는 도시 단위의 클러스터가 유의할 수 있지만, 대상 시장의 관점에서는 국가단위가 연구 모형의 적합성 차원에서는 더 유의할 수 있음을 간과하였다.

따라서, 본 연구는 ‘유니콘 클럽’에 대한 양적 연구를 위한 기초 단계로서, ‘기업가-산업/시장-자원-전략’의 요인이 ‘기업가치’와 어떤 상호관계를 지니는지(한정화, 2013)를 살펴보기 위해 ‘군집분석’, ‘판별분석’, ‘회귀분석’을 각각 실시하고자 한다.

### 3.1. 표본과 데이터

본 연구를 위한 표본은 ‘CB Insights’에서 제공하는 ‘글로벌 유니콘 클럽’ 리스트를 기초로 하였다. 데이터는 본 연구자들의 추가적인 자료원 수집을 통해 이루어졌다. 기업과 창업자의 기초 정보는 ‘Bloomberg’ 기업정보 및 ‘Pivco’ 기업정보를 통해 수집되었다.

사업의 정의, 전략 선택 등 판별이 필요한 사항에 대해서는 ‘텔파이 방식’을 준용하여, 경영학 석사 및 박사과정 재학생 3인이 판별 가이드라인에 따라 이를 수행하였다.

### 3.2. 변수의 정의와 조작화

본 연구를 위하여 종속변수는 2019년 말 기준 각 기업별 ‘기업가치’로 설정하였다. 그리고 독립변수는 ‘기업가(E)-자원(R)-산업/시장 환경(I)-전략(S) 요인’으로 구성하였으며, 각 변수 별 정의는 <표 14>과 같다.

<표 14> 변수의 정의

종속 변수		변수 정의
Value(\$B)		2019년 유니콘 기업의 기업가치
ln(value)*		ln(2019년 유니콘 기업의 기업가치)
독립 변수		변수 정의
기업가 요인	Gender	창업자의 성별, '0=Female', '0=Corp.', '1= Male'
	Age	창업자 연령 (2019년 기준)
	Education	창업자 학력 '1=고등학교 졸업, 2=대학중퇴, 3=학사, 4=석사, 5=박사'

	STEM	창업자 전공배경 STEM 분야 여부, '0 = 해당하지 않음', '1 = 해당 함'
	Prior Experience	창업자 창업 전 경력 여부, '0 = 해당하지 않음', '1 = 해당 함'
	Career Relevance	창업자 창업 전 경력 관련성 여부, '0 = 해당하지 않음', '1 = 해당 함'
자원 요인	Funded	총 조달 자본 (2019년 기준, \$ million)
	ln(fund)*	ln(총 조달 자본, 2019 년 기준)
	Cofound	창업자 공동 창업 여부, '0 = 해당하지 않음', '1 = 해당 함'
	Firm Age	기업 업력 (2019년 기준)
산업/시장 환경 요인	Population	기업의 본사가 위치해 있는 국가의 인구 수 (The World Bank, 2019)
	ln(pop)*	ln(기업의 본사가 위치해 있는 국가의 인구 수, 2019)
	GDP	GDP (Current US\$, The World Bank, 2019)
	ln(GDP)*	ln(GDP, Current US\$, 2019)
	GDP Growth	GDP per capita growth rate (The World Bank, 2019)
	EDB	Ease of Doing Business Score, '0=lowest performance to 100=best performance, (World Bank, Doing Business project, 2019)
Income	GNI per capita를 기준으로 한 'Income Group' 구분, '1= Low income, 2= Lower middle income, 3=Upper middle income, 4=High income' (The World Bank Atlas Method, 2019)	
전략 요인	Global	사업의 대상 시장이 글로벌 시장일 경우, '0 = 해당하지 않음', '1 = 해당 함'
	Online	사업의 대상 시장이 Online일 경우, '0 = 해당하지 않음', '1 = 해당 함'
	M&A	기업의 성장 전략이 M&A일 경우, '0 = 해당하지 않음', '1 = 해당 함'
	Moved	기업의 국적을 변경하였을 경우, '0 = 해당하지 않음', '1 = 해당 함'
	B2B	기업의 전략이 B2B(Business-to-Business)일 경우, '0 = 해당하지 않음', '1 = 해당 함'
	Pioneer	기업의 전략이 Pioneer일 경우, '0 = 해당하지 않음', '1 = 해당 함'
	Generic	기업의 본원적 전략이 원가 우위일 경우, '1 = Cost Leadership', 집중화인 경우 '2=Focus', 차별화인 경우, '3=Differentiation'

\*ln(x) 변수로 표기한 것은 logarithm을 적용한 변수들로 회귀분석에 사용

\*\* 출처: 연구자 작성

각 변수들 간 상관관계는 후면 별첨 <표 21>와 같으며, 판별분석을 위한 구간 설정은 별첨 <표 22>와 같다.

### 3.3. 군집분석(Clustering Analysis)

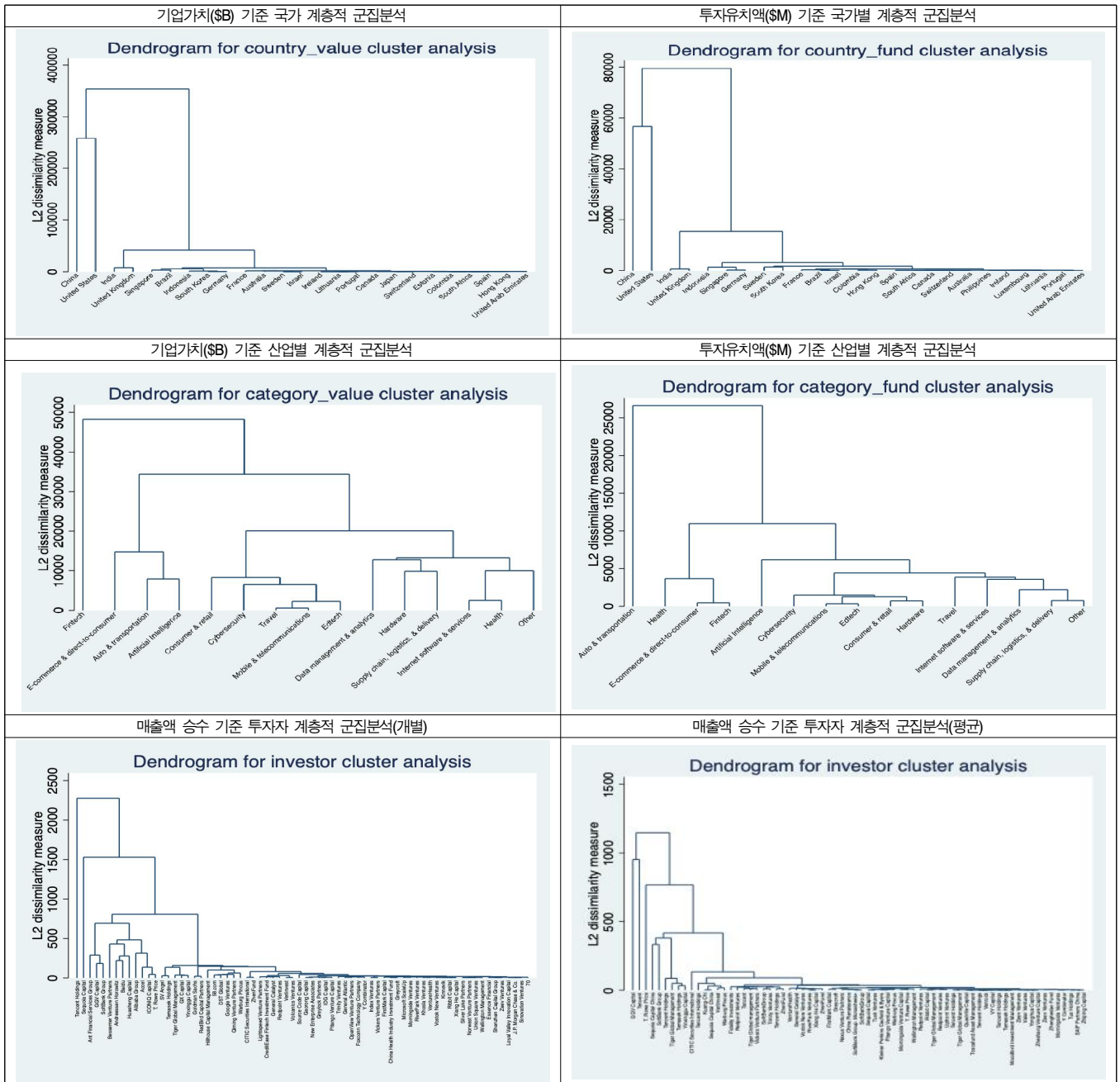
기업가치 및 투자유치액을 기준으로 국가와 산업에 한 계층적 군집분석(hierarchical clustering)을 수행하였고, 투자자의 경우, 매출액 승수를 기준으로 군집분석을 실시 하였다. 계층적 군집분석은 최단연결법(singlelinkage: nearest neighbor)에 의하여 군집을 병합하였으며, STATA 16의

cluster single linkage와 dendrogram 명령어를 사용하였다.

기업가치(\$B)를 기준으로 하여 기업의 본사가 위치한 국가를 대상으로 계층적 군집분석을 수행한 결과, 중국과 미국이 같은 군집으로 묶이며, 그 외의 국가들이 하나의 군집으로 묶인다(L2dissimilarity measure 30,000 기준). 세부적으로는 인도와 영국이 하나의 군집, 브라질, 인도네시아, 한국, 독일을 포함한 나머지 국가들이 하나의 군집으로 정

의될 수 있다(L2 dissimilarity measure 3,000 기준).

투자유치액(\$M)를 기준으로 하여 기업의 본사가 위치한 국가들을 계층적으로 군집분석을 실시한 결과, 기업가치를 기준으로 한 계층적 군집분석과 유사하게 중국과 미국이 같은 군집으로 묶이며, 그 외 국가들이 하나의 군집으로 묶인다(L2dissimilarity measure 60,000 기준).



\*출처: 연구자 작성

<그림 3> 계층적 군집분석 결과

세부적으로는 인도와 영국이 하나의 군집, 인도네시아, 싱가포르, 독일, 스웨덴, 한국, 프랑스 등의 국가들을 포함한 나머지 국가들이 하나의 군집으로 묶인다(L2

dissimilarity measure 10,000 기준).

기업가치(\$B)를 기준으로 하여 산업들의 계층적 군집분석을 실시한 결과, Fintech가 하나의 군집, E-commerce &

direct-to-consumer, Auto & transportation, Artificial Intelligence가 하나의 군집, Consumer & retail, Cybersecurity, Travel을 포함한 나머지 산업들이 하나의 군집으로 묶인다(L2 dissimilarity measure 30,000기준). L2 dissimilarity measure를 10,000로 낮추면, E-commerce & direct-to-consumer가 하나의 군집, Auto & transportation과 Artificial Intelligence가 하나의 군집으로 나뉜다. 또한 같은 measure 수준에서, Consumer & retail, Cybersecurity, Travel, Mobile & telecommunications, Edtech이 하나의 군집으로 해석된다.

투자유치액(\$M)을 기준으로 하여 산업들의 계층적 군집 분석을 실시한 결과, Auto & transportation이 하나의 군집, Health, E-commerce & direct-to-consumer, Fintech, Artificial Intelligence, Cybersecurity, Mobile & telecommunications, Edtech, Consumer & retail을 포함한 나머지 산업들이 하나의 군집으로 묶인다(L2 dissimilarity measure 15,000기준). L2 dissimilarity measure를 7,000로 낮추면, Health, E-commerce & direct-to-consumer, Fintech가 하나의 군집, Artificial Intelligence, Cybersecurity, Mobile & telecommunications와 나머지 산업들이 하나의 군집으로 정의될 수 있다.

투자자들을 계층적 군집분석을 이용하여 매출액 승수를 기준으로 군집을 실시한 결과, L2 dissimilarity measure 500의 기준으로는 Tencent Holdings와 Sequoia Capital이 각각 하나의 군집으로 나뉘며, Ant Financial Services Group, GGV Capital, SoftBank Group이 하나의 군집, Bessemer Venture Partners, Andreessen Horowitz, Baidu, Huashang Capital, Alibaba Group, Accel, ICONIQ Capital, T.Rowe Price 등의 투자자가 하나의 군집으로 묶인다. 매출액 승수를 평균값으로 적용하여 군집 분석을 한 결과, GGV Capital과 Tencent Holdings가 하나의 군집으로 묶이며, 상대적으로 가장 고위험 투자 성향을 보이고 있는 것으로 파악되었다.

계층적 군집분석 결과, 앞서 질적 탐색에서 도출한 명제, ‘인구 수 10억명 이상의 내수 시장을 배후로 한 국가(Billion Economy)’가 상대적으로 기업가치가 고평가되며 또한 투자유치액의 규모도 큰 것으로 확인되었다.

산업적 측면에서는, Fintech가 ‘유니콘 클럽’의 주류를 이루며, E-commerce & direct-to-consumer, Auto & transportation, Artificial Intelligence 산업이 타 산업보다 상대적으로 기업가치 및 투자유치액에서 높은 수준을 보이고 있다.

투자자의 경우, Tencent Holdings와 Sequoia Capital이 가장 넓은 범주의 활동을 행하고 있으며, GGV Capital과 Tencent Holdings가 가장 고위험 투자를 행하고 있다. GGV Capital

은 실리콘밸리에 본사를 두고 있으나, 기초 자본과 핵심 운용인력들이 모두 중국계인 점을 고려 하면, 중국계 자본이 사실상 고위험 투자를 주도하고 있는 것으로 해석이 가능하다. 또한 Tencent Holdings의 경우, CVC의 맥락에서 ‘전략적 투자’를 기초 성격으로 하는 관계로 상대적 고위험 투자를 하고 있는 것으로 해석할 수 있다.

### 3.4. 판별분석(ANOVA)

기업가치를 구간화 하여, ‘기업가-자원-산업/시장환경-전략요인’의 세부 내용을 검증하기 위해 ‘카이제곱 분석’을 실행한 결과, 유의확률이 0.05 이상으로 나타나 분포 차이가 없는 것으로 확인 되었다. 다만, ‘투자유치액’은 유의확률이 0.000으로 기업가치 군집들과 분포차이가 있는 것으로 확인 되었다. 이의 결과는 후면 별첨 <표 21>과 같다.

기업가치를 종속변수로 한 판별분석에서는 유의한 요인 변수들이 발견되었다. <표 15> 부터는 이의 결과로서, 기업가(E) 요인에서는, 창업자의 ‘STEM(Science, Technology, Engineering, Mathematics)’ 분야 전공여부는 그렇지 않은 경우 보다 기업가치의 평균 수준이 높은 것으로 확인되었다(유의수준 0.1%). 자원(R) 요인에서는, 조달한 자본 총액의 규모가 기업가치와 유의한 영향관계에 있는 것으로 확인되었다(유의수준 0.1%). 또한 조달자본의 규모가 클수록 기업가치의 수준도 커지는 것으로 확인되었다. 산업/시장환경(I) 요인에서는 유의한 요인변수들이 발견되지 않았다. 전략(S) 요인에서도 유의한 요인변수는 발견되지 않았다.

군집분석과 판별분석을 종합하면, 첫째, 인구 수 10억명 이상의 내수시장을 기반으로 한 국가에서, 둘째, ‘STEM’ 분야를 전공한 창업자가 자신의 전공분야의 전문성을 살려, 셋째, 핀테크 등 고성장 산업을 기반으로 창업을 하고, 넷째, 고위험 투자경향을 보이는 투자자-특히 대형 CVC로부터, 다섯째, 규모 있는 자본을 유치하는 경우 기업가치는 그렇지 않은 경우보다 상대적으로 고평가를 받을 수 있는 확률이 증가할 수 있는 것으로 해석할 수 있다.

이는 질적 탐색의 과정을 통해 도출한 명제와도 그 맥락을 같이 한다고 할 수 있다. 다만 질적 탐색에서 살펴본 비즈니스모델의 경우, 본 양적 탐색에서는 다루어지지 못해 본 사항이 기업가치에 미치는 영향에 대해서는 추가적인 탐색의 과정이 필요하다. 또한 ‘CVC’가 아닌 재무적 투자자들이 ‘유니콘 클럽 뱃지 효과’를 위해 상대적 ‘소규모-고평가-후단계’ 투자를 행하는 부분이 기업가치의 최종적 평가액에 미치는 영향관계를 규명하는 것도 추가적으로 이루어져야 하는 사항이다.

<표 15> 기업가(E) 요인 판별분석

독립변수	구분	N	평균	표준편차	자유도	F	유의확률
Gender	Male	444	3.072	0.65	집단간=2 집단내=472 합계=474	0.57	0.564
	Female	23	2.28	1.69			
	Corp.	8	1.40	5.66			
	Total	475	3.01	5.49			
Education	High school	6	3.09	3.672	집단간=4 집단내=414 합계=418	0.87	0.483
	College Dropout	11	4.83	10.43			
	Bachelor's	165	3.63	8.06			
	Master's	168	2.62	2.81			
	Doctoral	69	3.01	3.48			
	Total	419	3.15	5.80			
STEM	Yes	268	3.50	6.88	집단간=1 집단내=413 합계=414	2.736	0.099
	No	147	2.52	3.02			
	Total	415	3.16	5.83			
Prior Experience	Yes	418	3.07	5.73	집단간=1 집단내=440 합계=441	0.343	0.558
	No	24	3.77	4.60			
	Total	442	3.11	5.67			
Career Relevance	Yes	401	3.552	3.96	집단간=1 집단내=440 합계=441	0.343	0.599
	No	41	3.02	5.82			
	Total	442	3.10	5.67			

\*출처: 연구자 작성

<표 16> 자원(R) 요인 판별분석

독립변수	구분	N	평균	표준편차	자유도	F	유의확률
Cofound	Cofound	310	2.89	4.64	집단간=1 집단내=464 합계=465	0.54	0.463
	Solo-found	156	3.29	7.00			
	Total	466	3.03	5.54			
Firm Age	Youth	362	2.91	5.67	집단간=2 집단내=476 합계=478	0.37	0.690
	Adult	113	3.35	4.87			
	Senior	4	1.82	1.14			
	Total	479	3.00	5.47			
Funded (\$M)	(1) \$1.0M-\$250M	136	1.47	1.36	집단간=4 집단내=468 합계=472	30.19	0.000
	(2) \$251M-\$500M	154	1.68	1.19			
	(3) \$501M-\$750M	67	2.34	1.87			
	(4) \$751M-\$1,000M	30	3.59	2.57			
	(5) > \$1,000M	86	8.18	11.09			
	Total	473	3.00	5.50			

\*출처: 연구자 작성

<표 17> 산업/시장 환경(I) 요인 판별분석

독립변수	구분	N	평균	표준편차	자유도	F	유의확률
Population (million)	1M-250M	108	2.28	2.30	집단간=2 집단내=476 합계=478	1.61	0.201
	251M-500M	228	3.01	4.39			
	>500M	143	3.53	8.07			
	Total	479	3.00	5.47			
GDP (current US\$ billion)	\$1B-\$5,000B	126	2.51	2.72	집단간=2 집단내=476 합계=478	0.95	0.388
	\$5,001-\$15,000B	125	3.47	8.49			
	>\$15,000B	228	3.01	4.40			
	Total	479	3.00	5.47			
GDP growth (%)	-2.0%~0.0%	8	3.085	4.61	집단간=2 집단내=476 합계=478	0.98	0.374
	0.1%~2.0%	319	2.75	3.87			
	>2.0%	152	3.51	7.86			
	Total	479	3.00	5.47			
Ease of Doing Business	50.0-65.0	8	2.16	3.17	집단간=2 집단내=476 합계=478	0.12	0.891
	65.1~80.0	193	3.08	7.03			
	>80.0	278	2.97	4.14			
	Total	479	3.00	5.47			
Income	Low income	0	0	0.00	집단간=2 집단내=476 합계=478	0.82	0.440
	Lower middle income	27	3.73	3.90			
	Upper middle income	133	3.38	8.27			
	High income	319	2.78	3.90			
	Total	479	3.00	5.47			

\*출처: 연구자 작성



<표 18> 전략 요인(S) 요인 판별분석

독립변수	구분	N	평균	표준편차	자유도	F	유의확률
Global	Global	305	3.26	2.68	집단간=1 집단내=477 합계=478	1.893	0.170
	Local	174	2.55	6.54			
	Total	479	3.00	5.47			
Online	Online	339	2.98	5.97	집단간=1 집단내=447 합계=478	0.019	0.889
	Offline	140	3.05	4.03			
	Total	479	3.00	5.47			
M&A	M&A	150	3.31	6.49	집단간=1 집단내=447 합계=478	0.695	0.405
	Organic	329	2.86	4.94			
	Total	479	3.00	5.47			
Moved	Moved	23	3.16	3.85	집단간=1 집단내=447 합계=478	0.019	0.890
	Not Moved	456	2.99	5.54			
	Total	479	3.00	5.47			
B2B	B2B	244	2.90	5.74	집단간=1 집단내=447 합계=478	0.115	0.694
	B2C	235	3.10	5.18			
	Total	479	3.00	5.47			
Pioneer	Pioneer	163	3.53	7.36	집단간=1 집단내=447 합계=478	2.328	0.128
	Fast-follower	316	2.73	4.16			
	Total	479	3.00	5.47			
Generic	Cost-leadership	96	2.71	5.78	집단간=2 집단내=476 합계=478	1.556	0.212
	Focus	199	2.63	3.53			
	Differentiation	184	3.56	6.85			
	Total	479	3.00	5.47			

\*출처: 연구자 작성

### 3.5. 회귀분석(Regression Analysis)

Teece(2007)는 매우 기업가적인 기업은 강력한 ‘동적 기능역량(Dynamic Capabilities)’을 지니고 있음을 주장하였다. 따라서 전통적인 기업이론들은 21세기 들어 초고성장을 행하는 스타트업이나 혁신기업들의 경영성과를 설명하는데 한계점을 지니고 있음을 지적한 바 있다. 최근의 스타트업이나 혁신기업들은 단지 비즈니스 생태계에 적응할 뿐만 아니라 혁신을 통해, 그리고 다른 기업 및 기관들과의 협력을 통해, 비즈니스 생태계를 형성하는 역할을 하는 특성을 지니고 있다. 따라서 기업수준의 ‘감지-포착-재구성’기능을 뒷받침 할 수 있는 고유한 기술, 프로세스, 절차, 조직 구조, 의사 결정 규칙과 같은 ‘동적 기능역량’의 미시적 기반은 개발 및 배포가 어렵기 때문에 ‘자원기반이론’이 지니고 있는 ‘지속가능한 경쟁우위’의 속성을 지니고 있다고 주장하였다.

그러나 본 이론은 기업의 경영성과를 매출액이나 이익 그리고 종업원 수, 신제품의 개발 등의 증가분을 통해 설명되기 때문에, 이 역시 기존 기업의 성과 영향 요인 및 모형을 설명하는데 적합하다. ‘유니콘 클럽’의 ‘기업가치’를 종속변수로 한 본 연구에서 기업이론으로 이를 채택 적용하는 데는 무리가 따른다.

따라서, 본 양적 탐색에서는 전통적인 ‘전략-구조-성과 strategy-structure-performance) 패러다임(Chandler, 1990)’에 기

초하여 기업가치에 영향을 주는 요인 변수들을 탐색해보고자 한다. 또한 ‘유니콘 클럽’은 기본적으로 스타트업으로의 성격을 지니고 있다. 따라서 창업자나 창업팀의 영향 정도가 상대적으로 기존 기업보다 더 높을 수 있다. 따라서 ‘최고경영층이론(Upper Echelon Perspective, Carpenter et al, 2004)’에 기반하여 창업자 특성을 함께 살펴보고자 한다.

한정화(2013)의 ‘기업가(E)-자원(R)-산업/시장환경(I)-전략(S)-성과(P)’ 모형은 ‘SCP 패러다임’과 ‘최고경영층이론’이 결합된 모형이다. 스타트업이나 벤처기업의 성과를 설명하는 모형이라 할 수 있다.

본 연구는 단시간 내 초고평가를 받는 기업들의 ‘기업가치’에 영향을 주는 요인들을 탐색하는 목적인 관계로, 다 단계에 걸친 회귀분석을 실시하고자 한다.

첫 번째는, 종속변수를 전략 선택으로 설정하고, 독립변수를 ‘기업가(E)-자원(R)-산업/시장환경(I)’로 설정한 회귀모형이다.

두 번째는, 종속변수를 기업가치로 설정하고, ‘기업가(E)-자원(R)-산업/시장환경(I)’를 독립변수로, 그리고 ‘전략 선택’을 매개변수로 설정하여 ‘전략’의 매개효과를 측정해보고자 한다.

세 번째는, 전략을 독립변수로, 기업가치를 종속변수로 설정함으로써, 전략 옵션과 기업가치 간 상호관계를 직접적으로 탐색해보고자 한다.

마지막으로는 요인변수 전체를 대상으로 회귀분석을 시

행함으로써, 기업가치에 영향을 주는 요인들이 앞서의 단계적 분석 결과들과 함께 어떤 상호관계성을 지니는지를 탐색해보고자 한다.

첫 번째 전략 선택의 회귀분석의 결과, ‘창업자의 STEM 전공’, ‘기업의 업력’, ‘본사 소재국의 인구’, ‘본사 소재국의 경제규모’는 ‘글로벌 성장 전략’에 유의한 영향관계에 있다. 다만 ‘본사 소재국의 인구’와는 부(-)의 관계에 있어, 인구 규모가 큰 배후시장을 둔 경우, ‘글로벌 성장 전략’을 취하기보다는 ‘로컬 성장 전략’을 취하는 것으로 해석할 수 있다.

창업자의 이전 커리어 관련성과 공동창업 여부는 ‘Online’ 전략과 정(+)의 관계를 가지는 반면에, 창업자의 연령은 ‘Online’ 전략과 부(-)의 관계를 가진다. 즉, 창업자의 이전 커리어가 현재 기업의 분야와 관련이 있고, 공동창업을 할 경우, 기업은 ‘Online’ 전략 선택에 긍정적인 영향을 미치며, 창업자의 연령이 낮아질수록 ‘Online’ 전략 선택에 긍정적인 영향을 미치는 것으로 해석할 수 있다.

‘Moved(국적 변경)’ 전략 선택은, 기업의 업력, 기업 소재 국가의 GDP, ‘Income(GNI per capita)’에 영향을 받는 것으로 파악 되었다. 다만, 국가의 ‘Income’ 수준은 ‘Moved’ 전략과 부(-)의 관계를 가진다. 즉, 기업의 업력이 길어질수록 기업은 본사의 국적 변경을 선택하는데 긍정적인 영향을 미치며, 국적을 변경한 기업들은 모국의 특성이 ‘GDP’ 규모는 크나, 상대적으로 낮은 수준의 ‘Income Group’임을 시사한다. 그러나, 국적을 변경한 유니콘 기업들의 수는 전체 관측치의 4.8%(n=23)로 이에 대해서는 추가적인 연구가 필요하다.

‘B2B’ 전략은, 창업자의 ‘STEM’ 전공 여부와 유의한 영향 관계에 있다. 즉, 창업자가 ‘STEM’ 전공 이력을 가지고 있을 경우, ‘B2B’ 전략 선택에 긍정적인 영향을 미친다.

기업이 ‘Pioneer 전략’을 선택하는 경우는, 기업의 본사가 위치한 국가의 ‘GDP’, ‘Income’ 수준과 유의한 영향 관계를 지닌다. 기업 소재 국가의 GDP가 높아질수록 ‘Pioneer’ 전략 선택에 긍정적인 영향을 미치는 반면, 국가의 ‘Income(GNI per capita)’과는 부(-)의 관계를 가진다. 즉, ‘Income’ 수준이 높아질수록, ‘Pioneer’ 전략이 아닌 ‘Fast-follower’를 채택하는데 긍정적인 영향을 미친다는 점을 시사한다. 이와 관련하여 상세한 설명을 위해서는 ‘Income’ 변수에 대한 다각적 분석이 필요하다. 추후 연구에서는 본 연구와 같이 ‘GNI per capita’를 그룹별로 나누지 않고, 연속적 변수로 취급해 분석해볼 필요가 있다.

‘본원적 전략(원가우위, 차별화, 집중화)’과 관련해서는,

기업의 업력, 투자유치액, 기업의 본사가 위치한 국가의 ‘GDP’, ‘Ease of Doing Business’ 변수가 유의한 영향 관계를 지니는 것으로 파악 되었다. 자원요인의 경우, 기업 업력과 투자 유치액은 기업의 차별화 전략과 정(+)의 관계를 가진다. 즉, 기업의 업력이 증가할수록, 투자 유치액이 증가할수록, 기업의 차별화 전략 선택에 긍정적인 영향을 미친다. 산업/시장요인의 경우, 기업 소재 국가의 GDP가 높아질수록 기업의 차별화 전략 선택에 긍정적인 영향을 미치는 반면에, 국가의 ‘Ease of Doing Business’의 수치가 증가할수록, 기업의 본원적 전략은 원가 우위 전략 선택에 긍정적인 영향을 미친다.

두 번째 전략의 매개효과를 측정해보기 위한 회귀분석의 결과, ‘Online’ 전략만이 유의한 수준을 나타냈고, ‘Global’, ‘M&A’, ‘Moved’, ‘B2B’, ‘Pioneer’, ‘Generic’ 전략 변수들은 기업가치와 유의한 매개효과가 발견되지 않았다. ‘Online’ 전략 선택은 기업가치와 부(-)의 관계에 있는 것으로 파악 되었다. ‘Offline’ 전략 선택이 기업가치에는 더 긍정적 영향 관계에 있는 것으로 파악 되었다.

세 번째 전략과 기업가치 간 상호관계를 살펴보기 위한 회귀분석에서는, ‘Online’ 전략만이 유의한 수준을 보였다. ‘Global’, ‘M&A’, ‘Moved’, ‘B2B’, ‘Pioneer’, ‘Generic’ 전략 변수들은 기업가치에 통계적으로 유의하지 않았다. 2단계와 같이, ‘Online’ 전략의 경우, 기업가치와 부(-)의 관계를 지닌다. 창업자의 연령, 이전 커리어 관련성, 공동 창업 여부는 ‘Online’ 전략에 통계적으로 유의한 영향을 미치고, 2단계와 3단계에서 ‘Online’ 전략에 유의한 관계를 가지는 관계로, ‘Online’ 전략은 창업자의 연령, 이전 커리어 관련성, 공동 창업 여부 변수들에 대해 매개 효과를 가지는 것으로 해석할 수 있다.

마지막 단계의 종합적 회귀분석에서는, 변수들을 그룹화하지 않은 경우-<표 19>-와, 그룹화를 적용한 경우-<표 20>-로 2가지 모델을 적용하여 분석 하였다.

전체 회귀 모형에서는 창업자의 연령, 기업의 업력, 투자유치액, 기업이 위치한 국가의 인구수, ‘GDP’, ‘GDP growth’, ‘Ease of Doing Business’, ‘Income’ 변수들에 대해 구간을 설정한 경우와 그렇지 않은 경우를 반영하였다.

두 모델 공통적으로 창업자의 ‘STEM’ 전공 여부, 공동 창업 여부, 투자유치액, ‘Ease of Doing Business’, ‘Global’ 변수들은 기업가치에 통계적으로 유의한 영향을 가지며, 창업자의 이전 커리어 관련성과 ‘Income’은 부분적으로 유의한 결과를 나타낸다.

<표 19> 전체 회귀 모형 결과값(변수 그룹화 미 적용)

		Model (i) Entrepreneur	Model (ii) Resource	Model (iii) Industry	Model (iv) Strategy	Full Model (v)
상수		7.612	4.620	6.249	7.4844	5.060
창업자(E)	1.1 GENDER	0.068				0.026
	1.2 AGE	0.036				-0.004
	1.3 EDU	-0.031				0.000
	1.4 STEM	0.166*				0.188***
	1.5 PRI	0.075				0.080
	1.6 REL	-0.334				-0.258
자원(R)	2.1 COF		-0.122**			-0.137*
	2.2 FirmAGE		0.001			0.012
	2.3 ln(FUND)		0.496****			0.536****
산업(I)	3.1 ln(POP)			0.009		0.012
	3.2 ln(GDP)			0.140		0.263
	3.3 GDPgrowth			-0.029		0.030
	3.4 EASE			0.044***		-0.004
	3.5 INCOME			-0.734**		-0.341
전략(S)	4.1 GLOB				0.048	0.123*
	4.2 ONLINE				-0.132	-0.064
	4.3 M&A				-0.020	-0.119
	4.4 MOVED				0.069	0.104
	4.5 B2B				-0.068	-0.014
	4.6 PIONEER				0.063	0.078
	4.7 GENERIC				0.068	-0.008
R2		0.0213	0.4171	0.0296	0.0142	0.4879
Adjusted R2		0.0059	0.4133	0.0193	-0.0005	0.4585

\*: 10% 유의수준에서 통계적으로 유의. \*\*: 5% 유의수준에서 통계적으로 유의 \*\*\*: 1% 유의수준에서 통계적으로 유의. \*\*\*\*: 0.1% 유의수준에서 통계적으로 유의

\*출처: 연구자 작성

<표 20> 전체 회귀 모형 결과값(변수 그룹화 적용)

		Model (i) Entrepreneur	Model (ii) Resource	Model (iii) Industry	Model (iv) Strategy	Full Model (v)
상수		7.690	6.700	7.367	7.4844	5.754
창업자(E)	1.1 GENDER	0.068				0.094
	1.2 AGE_group	0.020				-0.048
	1.3 EDU	-0.028				-0.023
	1.4 STEM	0.166*				0.198*
	1.5 PRI	0.080				0.137
	1.6 REL	-0.330				-0.261
자원(R)	2.1 COF		-0.113*			-0.159**
	2.2 FirmAGE_group		0.061			0.091
	2.3 FUND_group		0.340****			0.359****
산업(I)	3.1 POP_group			-0.085		-0.081
	3.2 GDP_group			0.018		0.080
	3.3 GDPgrowth_group			0.160		0.255
	3.4 EASE_group			0.404****		0.174*
	3.5 INCOME			-0.300**		-0.060
전략(S)	4.1 GLOB				0.048	0.130*
	4.2 ONLINE				-0.132	-0.029
	4.3 M&A				-0.020	-0.099
	4.4 MOVED				0.069	0.097
	4.5 B2B				-0.068	0.041
	4.6 PIONEER				0.063	0.084
	4.7 GENERIC				0.068	0.043
R2		0.0203	0.3873	0.0296	0.0142	0.4492
Adjusted R2		0.0049	0.3833	0.0194	-0.0005	0.4176

\*: 10% 유의수준에서 통계적으로 유의. \*\*: 5% 유의수준에서 통계적으로 유의 \*\*\*: 1% 유의수준에서 통계적으로 유의. \*\*\*\*: 0.1% 유의수준에서 통계적으로 유의

\*출처: 연구자 작성

탐색적 연구를 위해 ‘유니콘 기업’들의 기업가치를 종속 변수로 두고 자원, 산업, 전략 요인들을 분석한 결과, 자원 모델인 Model(ii)의 경우, Model(i), Model(iii), Model(iv) 보다 높은 수준의 설명력을 가진다. 추후 연구 모형에서 다른 자원 변수들이 고려 된다면, 더욱 설명력 있는 모형을 나타낼 수 있을 것으로 예측된다.

‘STEM’ 전공의 경우, 2개의 회귀 모형 Model(i), Model(v)에서 모두 유의한 수준을 나타냈고, 기업가치 상승에 긍정적인 관계를 가진다. 즉, 창업자가 ‘STEM’ 전공 이력을 지니고 있을 경우, 기업가치에 긍정적인 영향을 미친다.

공동 창업의 경우, 2개의 회귀 모형 Model(ii), Model(v)에서 모두 유의한 수준을 나타냈고, 기업가치 상승과는 부(-)의 관계를 나타내고 있는데, 이는 즉 공동 창업을 할 경우 기업가치 상승에는 부정적인 영향을 미치는 것을 시사한다.

투자유치액의 경우, 위 회귀모형에서 가장 높은 설명력을 지니며, 유의수준 또한 0.1% 수준으로 높다. 2개의 회귀모형 Model(iii), Model(v)에서 모두 기업가치 상승과 정(+)의 관계를 지니고 있다.

‘Ease of Doing Business’의 경우, 변수의 그룹화가 적용되지 않은 회귀모형에서는 Model(iii), 그룹화가 적용된 회귀모형에서는 Model(iii), Model(v)에서 유의한 수준을 나타냈고, 기업가치와 정(+)의 관계를 가진다. 그러나, 창업자, 자원, 전략 변수들을 고려했을 때, 유의수준이 회귀 모형에서 하락한 흐름을 보이고 있어, 이에 대한 추가적인 심층적 연구가 필요하다.

‘Income(GNI per capita)’의 경우, 2개의 회귀모형에서 모두 Model(iii)에서는 기업가치에 대해 유의한 수준에서 부(-)의 관계를 가지나, 자원, 전략 변수들을 고려했을 때, 유의수준이 2개의 회귀 모형 모두에서 하락한 흐름을 보이고 있기에 이에 대한 추가적인 심층 연구가 필요하다.

‘Global’ 전략의 경우, 두 회귀모형에서 모두 전략부문을 단독으로 분석하였을 때는 유의하지 않았지만, 창업자, 자원, 산업 변수들과 함께 고려했을 때, 유의한 수준을 보였다. 이 역시 추가적인 심층 연구가 필요하다.

‘M&A’ 전략의 경우, 그룹화 미적용 회귀모형 Model(v)에서 유의한 수준을 나타냈으며, 기업가치와 부(-)의 관계를 가지고 있으나, 그룹화 미 적용 회귀모형 Model(iii)와 그룹화 적용 회귀모형 Model(iii) 및 Model(v)에서는 유의성이 나타나지 않았다.

### 3.6. 양적 탐색을 통한 시사점

본 탐색적 연구에서는 2019년 ‘유니콘 기업’의 기업가치

와 ‘기업가-자원-산업/시장환경-전략 요인’ 간 상호관계를 살펴보았다.

기업가치에 따라 기업을 Freshman, Sophomore, Junior, Senior, Graduate 집단으로 나누었을 때, 기업의 투자유치액(\$M)은 유의한 수준에서 집단간에 분포 차이가 존재하였다.

반면에, 창업자의 성별, 연령, ‘STEM’ 전공 여부, 이전 커리어 여부, 이전 커리어 관련성, 공동창업 여부, 기업의 업력, 기업의 본사가 위치한 국가의 인구 수, ‘GDP’, ‘GDP growth’, ‘Ease of Doing Business’, ‘Income’, ‘Global’ 전략, ‘Online’ 전략, ‘M&A’ 전략, ‘Moved’ 전략, ‘B2B’ 전략, ‘Pioneer’ 전략, ‘Generic’ 전략 변수들은 집단 간에 분포 차이가 존재하지 않았다.

ANOVA 분석을 실시한 결과, 창업자의 ‘STEM’ 전공 여부, 투자유치액 집단 간 평균 차이가 존재하는 것으로 나타났다. ‘STEM’ 전공의 경우, ‘STEM’ 전공을 지닌 창업자의 기업일 경우 그렇지 않은 창업자의 기업보다 기업가치 평균이 유의하게 높게 나타났다. 또한, 투자유치액 집단은 (5) >\$1,000M 집단이 (4) \$751M-1,000M 집단보다 평균이 높으며, 집단 (4)는 (3) \$501M-\$750M 집단보다 높고, 집단 (3)은 (2) \$251M-\$500M 집단보다 높다. 또한 집단 (2)는 (1) \$1.0M-250M 집단 보다 평균이 높다. 기업가치와 투자유치액은 정(+)의 관계를 가지고 있음을 간접적으로 시사한다.

반면, 창업자의 성별, 연령, 이전 커리어 여부, 이전 커리어 관련성, 공동창업 여부, 기업의 업력, 기업의 본사가 위치한 국가의 인구 수, ‘GDP’, ‘GDP growth’, ‘Ease of Doing Business’, ‘Income’, ‘Global’ 전략, ‘Online’ 전략, ‘M&A’ 전략, ‘Moved’ 전략, ‘B2B’ 전략, ‘Pioneer’ 전략, ‘Generic’ 전략 변수들은 집단 간에 분포 차이가 존재하지 않았다.

‘전략 선택’의 경우, ‘Global’ 전략을 종속 변수로 두고, 기업가, 자원, 산업 변수들을 회귀분석한 결과, ‘STEM’, 업력, 기업 본사가 위치한 국가의 인구 수, ‘GDP’가 ‘Global’ 전략 선택에 통계적으로 유의한 영향을 미친다.

‘Online’ 전략의 경우, 창업자의 연령, 이전 커리어 관련성, 공동창업 여부는 ‘Online’ 전략에 통계적으로 유의한 영향을 미친다.

‘Moved(국적 변경)’ 전략의 경우, 기업의 업력, 기업소재 국가의 GDP, ‘Income(GNI per capita)’는 통계적으로 유의한 영향을 미친다.

‘B2B’ 전략의 경우, 창업자의 ‘STEM’ 전공 여부는 ‘B2B’ 전략에 통계적으로 유의한 영향을 미친다.

‘Pioneer’ 전략의 경우, 기업의 본사가 위치한 국가의 ‘GDP’, ‘Income’ 수준은 통계적으로 유의한 영향을 미친다.

‘Generic’ 전략의 경우는, 기업의 업력, 투자유치액, 기업

의 본사가 위치한 국가의 ‘GDP’, ‘Ease of Doing Business’ 변수가 ‘Generic’ 전략과 통계적으로 유의한 관계를 지닌다.

기업가치를 종속변수로 회귀분석을 실시한 결과, 창업자의 ‘STEM’ 전공여부, 공동 창업여부, 투자유치액, ‘Ease of Doing Business’, ‘Global’ 전략 선택 변수들이 기업가치에 통계적으로 유의한 영향을 가지며, 창업자의 이전 커리어 관련성과 기업 본사가 위치한 국가의 ‘Income’은 부분적으로 유의한 결과를 나타낸다. 창업자의 연령, 이전 커리어 관련성, 공동 창업여부는 ‘Online’ 전략에 통계적으로 유의한 영향을 미치고, 2단계와 3단계에서 ‘Online’ 전략에 유의한 관계를 가지기에 ‘Online’ 전략은 창업자의 연령, 이전 커리어 관련성, 공동 창업 여부 변수들에 대해 매개 효과를 가진다.

상기한 양적 탐색 결과는 공통적으로 창업자의 ‘STEM’ 전공여부, 기업의 투자유치액이 기업가치의 평가 정도와 유의한 상호관계를 지니고 있음을 시사하고 있다. 또한 회귀분석 결과를 통해, 기업소재 국가의 ‘Ease of Doing Business’와 ‘Income’, ‘Global’, ‘M&A’ 전략은 부분적으로 유의성을 나타내기에 다면적인 관점에서 추가적인 연구가 필요하다.

#### IV. 결론 및 향후 연구 방향 제언

‘유니콘 클럽’과 ‘유니콘 기업’은 매우 예외적이고, 희소한 사례이다. 이에 대한 균형 있는 이해를 전제로 하지 않고, ‘유니콘 신드롬’ 현상에 빠져들거나, 이를 ‘정책적 목표’로 삼는 것은 기업생태계에 ‘연금술적 분위기’를 스스로 만드는 것과 같다(Harmel & Zanini, 2017; Stepek, 2020). 즉, 스스로 ‘판타지의 세계’에 뛰어드는 것과 같다(Powell, 2019)고 할 수 있다. 이미 미국에서는 ‘유니콘 클럽 뺏지 효과’에 대해 논하고 있고, 염려의 시각으로 업계를 바라보고 있다(Goetz, 2016). 특히 내수 배후 시장 규모가 작은 국가에서는 극히 예외적으로 배출 될 수 있는 사례가 ‘유니콘 기업’이다.

‘유니콘 신드롬’을 생산적으로 활용하기 위해서는 스타트업이 단기간 내 규모 있는 자본을 유치하고, 이 과정에서 고평가가 이루어지는 영향 관계 요인을 살피는 것이 무엇보다 중요하다. 따라서, ‘유니콘 기업’이란 표현법에 함몰되기보다, 스타트업이 기업가치를 ‘건강하게’ 만들어 가는 방법을 제시해주고, 또한 투자자들과 생산적 관계가 형성될 수 있는 장을 만들어 주는 방향으로 관심과 논의가 모아질 필요가 있다.

질적 탐색과 양적 탐색을 통해 스타트업이 단기간 내 규모 있는 자본과 높은 기업가치 평가를 받는 최적 조합은, ‘STEM 전공 창업자(산업 및 기술 전문성) + 신성장 산업 + 솔루션 또는 플랫폼 비즈니스 모델 + 개척자(선도자) 전략 + 글로벌 시장 지향 + CVC 및 고위험 투자자 + 혁신 생태계 조성 및 개발’ 조합이라 할 수 있다.

또한, 창업자의 성별, 연령, 학력, 기업의 업력 등은 투자 유치액이나 기업가치와 유의한 영향관계가 발견되지 않았다. 즉, 상기한 최적 조합 외 자본 조달 규모나 기업가치에 영향을 미치는 변수는 없는 것으로 해석할 수 있다.

따라서, 스타트업은 전문성을 기초로 보다 혁신적인 비즈니스모델을 만들고, 보다 규모 있는 시장을 지향하는 개척자적 방향성을 지향해야 한다. 스타트업이 지녀야 할 가장 본원적인 방향성이라 할 수 있다.

투자의 시각에서 보면, 전략적 투자를 행하는 ‘CVC’가 매우 중요하다. ‘CVC’는 일반적인 ‘VC’ 보다 상대적으로 장기적 안목에서 스타트업과 관계한다. 또한 ‘전략적 목적과 의도’를 함께 지니기 때문에 투자 후 관계도 상호 생산적인 관계로 구성된다.

따라서, 정부의 관점에서는 ‘CVC’들이 보다 활발하게 활동할 수 있는 여건을 조성하는 것이 중요하다. 또한 스타트업과 ‘CVC’ 간 공정거래 환경이 될 수 있도록 관련 법제 환경을 정비하는 것도 중요하다.

스타트업과 투자자 그리고 정부가 ‘3위 1체’가 되어서 해야 할 역할은 ‘혁신 생태계(innovation ecosystem)’를 조성하고 개발하는 과업이다. ‘스타트업 생태계(startup ecosystem)’는 협소한 개념정의이다. 그 성과나 수준을 스타트업의 수, ‘유니콘 기업’의 수와 같은 지표로 측정한다. 연속적이고 순환적인 ‘지속가능 생태계’의 개념으로 확장되어야 한다. 인구학에서 ‘다산다사(多産多死)’와 같은 현상이 기업세계에서 발생한다는 것은 전형적인 후진국형 기업생태계 상황과 마주하고 있음을 의미한다. 기업생태계에 새로운 혁신가들이 계속 유입하고, 이들이 성장 및 수확을 한 후 또 다시 새로운 혁신가로 활동할 수 있는 순환 시스템이 만들어져야 한다.

이러한 맥락에서 ‘유니콘 기업 20개 배출’과 같은 정책 목표의 설정과 실행은, 자칫 ‘유니콘 뺏지 효과’에 정부가 편승하는 것과 같이 해석될 수 있다. 이 ‘뺏지’를 얻기 위해 함목적적이고 합리적인 정책 결정과 자원의 투입이 아닌, 왜곡된 의사결정이나 현상을 만들 수 있다.

스타트업과 투자자 그리고 정부 모두 각자 본연의 역할 기능 그리고 본질을 회복하는 방향성의 상호 협력이 필요하다.

본 연구는 ‘유니콘 신드롬’ 현상은 존재하나, 이에 대한

학술적 연구가 절대적으로 부족한 상태에서 다면적/다층적 분석을 통해 ‘유니콘 클럽’을 세부적으로 고찰한 점에서 의의가 있다. 또한 질적 탐색과 양적 탐색을 통해 ‘유니콘 기업’의 가치평가 영향 요인에 대한 유의한 명제와 시사점을 도출한데 의의가 있다고 할 수 있다.

따라서 후속적인 연구는 상기한 기업가치평가를 위한 ‘최적 조합 모델’에 대한 실증적 연구를 통해 보다 정교한 설명력을 찾는 과정이 필요하다.

또한 이의 연장선에서 스타트업과 벤처기업을 위한 통합적 ‘기업 이론’의 개발도 필요하다. 산업조직론으로부터 파생된 ‘포지셔닝 뷰(Porter, 1987)’, ‘거래비용 이론(Williamson, 1985; 1999)’, ‘대리인 이론(Eisenhardt(1989))’ 등과 ‘자원기반 이론(Barney, 1991)’, ‘동적 기능역량 이론(Teece & Rumelt, 1994),’ 등은 스타트업이나 벤처기업의 성과창출이나 성장을 설명하는 기업이론으로는 충분치 못하다. 또한 국경을 넘나드는 디지털 환경과 혁신생태계 그리고 초국적 근무환경 등을 설명하는 이론으로도 충분치 못하다.

따라서, 본 탐색적 연구는 후속적으로 스타트업이나 벤처기업의 성과 창출 및 성장을 설명할 수 있는 기업이론을 개발하는데 일련의 기초가 될 수 있기를 기대한다.

## 참고문헌

- 이영달(2019). 글로벌 유니콘 기업 현황과 시사점 연구, 대한상공회의소.
- 한정화(2013). 벤처창업과 경영전략, 홍문사.
- Aldrich, H. E., & Ruef, M.(2017). Unicorns, Gazelles, and Other Distractions on the Way to Understanding Real Entrepreneurship in America, *Academy of Management Perspectives*, AMP-2017-0123.R1
- Backus, J., & Bhardwaj, H.(2014). Update: Unicorns Vs. Dragons, TechCrunch, Dec. 15, 2014
- Brown, K. C., & Wiles, K. W.(2015). In Search of Unicorns: Private IPOs and the Changing Markets for Private Equity Investments and Corporate Control, *Journal of Applied Corporate Finance*, 27(3), Sep. 2015
- Brown, K. C., & Wiles, K. W.(2020). The Growing Blessing of Unicorns: The Changing Nature of the Market for Privately Funded Companies, *Journal of Applied Corporate Finance*, 32(3), Summer. 2020
- Bock, C., & Hackober, C.(2020), Unicorns—what drives multibillion-dollar valuations?, *Business Research*, 9 July 2020
- Carpenter, M, A., Geletkanycz, M, A., & Sanders, W, G.(2004). Upper Echelons Research Revisited: Antecedents, Elements, and Consequences of Top Management Team Composition, *Journal of Management* 2004 30(6) 749-778.
- Chandler, Jr., A. D.(1990). Scale And Scope, The Dynamics of Industrial Capitalism, Cambridge(MA): Harvard University Press, 1990
- Eisenhardt, K. M(1989). Agency Theory: An Assessment and Review, *Academy of Management Review*, 14(1), 57-74
- Goetz, J.(2016). How Unicorn Grow, *Harvard Business Review*, Feb. 2016
- Hamel, G., & Zanini, M.(2017). A Few Unicorns Are No Substitute for a Competitive, Innovative Economy, *Harvard Business Review*, Feb. 08, 2017
- Stepek J.(2020). The unicorn bubble, Money Magazine, April 2020
- Porter, M.(1987). From Competitive Advantage to Corporate Strategy, *Harvard Business Review*, May-June, 43-59.
- Powell J(2019). End of the Unicorn, Time, December 2-9, 2019
- Teece, D. J.(2007). Explicating Dynamic Capabilities: The nature and microfoundations of (sustainable) enterprise performance, *Strategic Management Journal*, 28, 1319-1350.
- Teece, D. R., Rumelt, G., D, & Winter, S.(1994). Understanding Corporate Coherence: Theory and Evidence, *Journal of Economic Behaviour and Organization*, 23, 1-30.
- Williamson, O. E.(1985). Transaction-Cost Economics: The Governance of Contractual Relations, *Journal of Law and Economics*, 22, October, 233-261
- Williamson, O. E.(1999). Strategy Research: Governance and Competence Perspectives, *Strategic Management Journal*, 20, 1087-1108

<표 21> 변수 간 상관관계 분석

	Value(\$B)	Gender	Age	Education	STEM Major	Prior Experience	Career Relevance	Fund	Cofound	Firm Age	Population	GDP	GDP Growth	EDB	Global	Online	M&A	Moved	B2B	Pioneer	Generic	
Value(\$B)	1.00																					
Gender	0.04	1.00																				
Age	-0.03	0.06	1.00																			
Education	-0.06	0.18	0.23	1.00																		
STEM Major	0.08	0.19	0.03	0.28	1.00																	
Prior Experience	-0.03	-0.06	0.18	0.04	0.01	1.00																
Career Relevance	-0.03	-0.08	0.17	0.06	0.03	0.77	1.00															
Fund	0.71	0.03	0.00	-0.04	-0.02	-0.01	-0.04	1.00														
Cofound	-0.06	0.03	-0.12	0.03	0.03	0.03	0.02	0.02	1.00													
Firm Age	0.06	0.01	0.37	-0.08	-0.02	-0.07	-0.04	0.03	-0.15	1.00												
Population	0.14	-0.07	-0.09	0.02	0.13	0.04	0.07	0.12	-0.23	-0.06	1.00											
GDP	-0.09	0.00	0.11	-0.02	-0.10	0.05	0.08	-0.13	0.22	0.03	-0.74	1.00										
GDP Growth	0.14	-0.07	-0.07	0.02	0.13	-0.01	0.04	0.11	-0.28	-0.04	0.93	-0.70	1.00									
EDB	-0.05	-0.02	0.14	-0.01	-0.11	0.05	0.07	-0.07	0.10	0.06	-0.60	0.86	-0.53	1.00								
Global	0.05	0.05	0.04	0.03	0.06	-0.02	0.01	0.01	0.06	0.12	-0.31	0.33	-0.28	0.29	1.00							
Online	-0.01	-0.01	-0.16	-0.08	-0.03	0.06	0.09	-0.02	0.12	-0.01	-0.06	0.05	-0.06	0.02	-0.16	1.00						
M&A	0.03	0.07	0.05	0.03	-0.06	0.07	0.09	0.09	0.01	0.07	-0.13	0.06	-0.14	0.03	0.02	0.04	1.00					
Moved	0.01	0.05	0.01	0.00	0.04	0.06	0.07	0.03	0.01	0.09	-0.10	0.16	-0.11	0.12	0.09	0.08	0.05	1.00				
B2B	-0.01	0.03	0.11	0.06	0.18	0.04	0.06	-0.07	-0.04	0.07	-0.03	0.13	-0.03	0.13	0.17	-0.13	-0.02	0.09	1.00			
Pioneer	0.06	0.03	0.09	0.02	0.02	0.01	0.02	-0.04	0.02	0.10	-0.08	0.19	-0.06	0.16	0.05	0.00	-0.06	0.04	0.03	1.00		
Generic	0.06	-0.06	-0.02	0.02	-0.05	-0.03	-0.04	0.05	-0.02	0.07	-0.07	0.08	-0.09	-0.01	0.06	0.04	0.01	0.02	-0.02	0.12	1.00	

<표 22> 판별분석을 위한 구간 설정

Entrepreneur Age						
그룹 구분	1	2	3	4	5	Total
구간	20~30	31~40	41~50	51~60	>60	
N	13	183	147	46	14	403

Fund (\$million)						
그룹 구분	1	2	3	4	5	Total
구간	\$1.0M~\$250M	\$251M~500M	\$501M~\$750M	\$751M~\$1,000M	> \$1,000M	
N	136	154	67	30	36	473

Firm Age				
그룹 구분	Youth	Adult	Senior	Total
구간	0~10	11~30	>30	
N	362	113	4	479

Population (million)				
그룹 구분	1	2	3	Total
구간	1~250M	251M~500M	>500M	
N	108	228	143	479

GDP (current US\$ billion)				
그룹 구분	1	2	3	Total
구간	\$1B~\$5,000B	\$5,001B~\$15,000B	>\$15,000B	
N	126	125	228	479

GDP growth (%)				
그룹 구분	1	2	3	Total
구간	-2.0%~0.0%	0.1%~2.0%	>2.0%	
N	8	319	152	479

Ease of Doing Business (0~100)				
그룹 구분	1	2	3	Total
구간	50.0~65.0	65.1~80.0	>80.0	
N	8	193	278	479

Income Group (GNI per capita, The World Bank Atlas method)					
그룹 구분	Low income	Lower middle income	Upper middle income	High income	Total
구간	<= 1,035	1,036 - 4,045	4,046 - 12,535	>12,535	
N	0	27	133	319	479