디지털산업정보학회 논문지 제7권 제1호-2011년 3월

벤처기업의 자금조달 방법에 따른 기업의 재무적 성과의 차이 분석

서 정 한* · 추 동 우** · 노 두 환***

A Study on Financial Performance of Venture Companies in accordance with Its Financing channels

Suh, Jung Han · Chu, Dong Woo · Roh, Doo Hwan

〈Abstract〉

This paper discuss the role of venture capital as a critical financing sources for Venture Business particularly technology oriented firms. Thus this study is to analyse what makes the difference in financial performance among the companies. In particular, this paper focuses on their financing channels, which would have greater influence on their financial performance according to having venture capitals or not. As a result, taking into consideration of financial performance of the companies, there were significant differences in financial performance between venture companies with the capital and one without it. Therefore, it is necessary to reconsider capital policies for venture business and also those policies will be well alliance with nurturing the ventures not only support financing aids but also build up the institutional improvement plan.

Key Words : Venture Capital, Financing of Venture Business, Financial Performance

Ⅰ. 서론

벤처기업의 자금조달 방법의 가장 큰 특징은 발전단계에 따라 자금의 조달 방법이 달라지는 경향을 보인다는 점이다[1-2]. 발전단계의 초기에는 주로 설립자나 설립자와 직접적인 관련이 있는 가족이나 친구의 투자가 주로 이루어지며, 창업단계에서 엔젤이나 벤처캐피탈의 투자가 이루어진다. 그 이유는 벤처기업의 경우 역사가 깊지 못하고 경영기반이 취약하여 일반금융 기관에서는 위험부담이 커서 투자를 회피하기 때문이다. 따라서 엔젤과 벤처캐피탈은 벤처기업 창업 초기에 위험을 감수하더라도 벤처기업에 자금을 제공하는 반면 기업이 성장을 하게 되면 높은 수익을 가져오기 때문에 high risk, high return형 벤처자본으로 분류되고 있다.

또 하나의 대표적인 자본 조달의 방법으로는 정부의 자금지원정책을 이용하는 방법이다. 하지만 정부지원을 받은 기업들은 벤처캐피탈의 투자를 받은 기업에 비해 성장이 저조하다는 비판을 받고 있다. 이에 본 연구에서는 벤처캐피탈의 자금조달과 정부지원 자금지원에 따라 벤처

* (사)디지털융합연구원 선임연구원
** (사)디지털융합연구원 연구원
*** 한양대학교 경영학과 석사과정

기업의 재무적인 성공에 영향을 미치는지를 알아보고자 한다. 엔젤투자의 경우는 기업마다의 정확한 투자금액과 회수금액의 조사가 어렵고 엔젤투자자들 마다의 투자의 형태가 다르기 때문에 본 연구에서는 제외하였다.

본 연구의 실증분석에서는 「2008년 벤처기업정밀실태조사」의 원자료를 이용하여 자금조달의 방법 즉, 벤처캐피탈의 투자 유무와 정부 자금지원의 투자 유무에 따라 벤처의 재무적 성과에 차이가 있는지를 검증하고자 한다. 또한, 벤처캐피탈의 경영지원에 대한 재무적 성과의 차이를 추가적으로 검증하였다.

Ⅱ. 이론적 배경

벤처기업에 대한 연구가 계속 진행되면서 학자들에 따라서도 벤처기업은 다양하게 정의되고 있다. Cooper[3]는 연구개발을 강조하거나 기술적으로 새로운 지식을 이용하는데 중점을 둔 회사라 했고, 한정화[4]는 새로운 아이디어와 기술을 가지고 새로운 사업에 도전하는 고위험과 고 성과를 특징으로 하는 기술집약적 신생기업을 총칭한다고 하였다. 이장우[5]는 높은 위험은 있지만 성공의 경우 높은 기대이익이 예상되는 경우로서 벤처사업에 도전하는 창업가에 의해 주도되는 기업군, 또는 새로운 아이디어와 기술을 가지고 사업에 도전하는 모험적인 중소기업이라고 정의하였다.

벤처기업에 대한 초창기 연구는 주로 경영자의 특성이 경영성과에 큰 영향요인으로 작용하고 있다는 것을 보여주고 있다. Carland와 Hoy[6]의 연구에서는 경영자의 특성이 벤처기업의 경영성과에 가장 큰 영향을 작용하고 있음을 보여주고 있다. Stuart와 Abetti[7]은 벤처기업의 성공요인으로 창업자의 역량, 시장과 기술에 대해 전문성을 지닌 팀의 존재유무와 안정된 시장, R&D 투자, 조직의 균형적인 전략의 중요성을 주장하였다. Sexton와 Bowman[8]의 연구에서는 성공적인 벤처기업 경영자들에게 뚜렷한 성취욕구가 나타남을 규명하였다. 그러나 Brockhaus[9]의 연구에서는 경영자의 성취욕구와 경영성과 간의 유의적인 관련성을 찾지 못하였다. 박정민과 나상균[10]의 연구에서는 벤처기업 창업자의 특성이 벤처기업의 성공요인과 경영성과에 어떠한 영향을 미치는지 분석하였으며, 연구결과 벤처기업을 경영하는 최고경영자의 특성은 벤처기업의 성공요인인 타 기업과 협력관계, 기술관리, 자금관리, 경영관리요인에 유의한 영향을 미치는 것으로 나타났다.

조직문화가 벤처기업의 경영성과 요인 중 하나라는 연구도 다양하게 제시되었는데 Cooper[3]은 종업원들이 회사에 대해 자부심을 느낄 수 있도록 형성된 조직문화는 소기업이 다른 대기업과 직접 경쟁을 할 수 있는 힘이 된다고 하였다. Ducheneau와 Gartner(1990)은 성공적인 벤처기업이 기업경영에 있어서 참여적 경영과 낮은 의사결정단계를 갖는 특징을 갖고 있다고 주장하였다. 이장우[5]의 연구에서는 우리나라의 경우 성공적인 벤처기업의 경우 대기업에 비해 상대적으로 작은 계층구조와 분권화된 의사결정 구조를 가지고 있어 신속한 의사결정을 이루는 사례연구 결과가 보고되고 있다. 하지만 이장우와 장수덕(1999)의 연구에서는 성공한 벤처기업과 일반 벤처기업 간에 조직구조적인 특성의 차이가 있는가를 검증한 결과 유의적인 구조적 차이를 발견하지 못하였다.

기업의 자금조달 방식에 따라 기업의 재무성과에 실제적으로 기여하였는지 여부에 대해서 많은 선행 연구들이 수행되었으며 다수의 연구들이 자금조달 방식에서 긍정적인 영향을 입증하였다. 하지만 대부분의 연구들이 자금조달과 재무성과 간의 단순한 관계만을 실증분석 하였으며, 첨단 기술과 새로운 아이디어를 바탕으로 창업하는 벤처기업이 직면하는 가장 큰 어려움인 자금조달의 형태에 따라 기업의 성과에 어떠한 영향을 미치는지에 관해서 간과하고 있다. Bruno와 Tyebjee[11]는 자금 지원을 받지 못한 기업에 비해 자금지원을 받은 기업이 보다 높은 성장성을 나타낸다는 실증 분석을 통해서 벤처기업에 있어 벤처자금의 공급과 유입은 벤처기업 생존이나 성과에 있어 매우 중요한 역할을 한다고 주장한다.

Dushnitsky와 Lenox[12]는 기업벤처투자가 투자기업의 혁신능력 향상에 미치는 효과를 분석한 결과 벤처투자가 특허성과에 긍정적인 영향을 미치며, 산업의 지적 재산권 보호가 약할수록 투자기업의 이전 지식에 대한 흡수능력이 높을수록 더 큰 효과가 있음을 주장하고 있다. Covin과 Slevin[13]은 벤처기업은 신생기업이기 때문에 자금조달시장에서 많은 제약을 받고 있어 벤처캐피탈 자금은 벤처기업들에 있어 기본적이고 유일한 외부적 자금의 원천이 된다고 한다.

벤처기업 성과결정요인에 대해서는 다음과 같은 연구들이 진행되어 왔다. Quinn[14]의 연구에서는 벤처기업의 성과결정요인으로 기업가의 추진력, 조직의 규모의 증대와 관리의 어려움에 대한 혼란과 장애를 극복, 기존 자원의 최대 활용, 위험감수 정신, 시장에 대한 장기적인 안목, 기업 자금조달 원천의 다양화, 시장수요 및 수요자 욕구의 명확한 인식 등을 들고 있다. Roure와 Maidique[15]는 기업 운영상의 탑다운 경영, 마케팅능력, 고객으로부터의 needs에 대한 감지능력, 지속적인 연구개발 활동 및 개발능력, 기업 내의 원활한 의사소통능력이 벤처기업의 성과결정요인이라고 주장하였다. Stuart와 Abetti[16]는 하이테크 벤처기업을 대상으로 연구했다. 그 결과 성공요인으로 능력 있는 기업가, 시장과 기술에 대한 전문성을 갖춘 팀, 기업이 제공하는 제품과 서비스의 시장이 비교적 안정적일 것, R&D에 대한 신중한 투자, 효율성이 높은 경영, 조직과 전략의 정상적인 균형 등을 들고 있다. Roure와 Keeley[17]는 매력적인 시장기회의 파악과 초창기의 자금확보, 필요한 핵심인력의 확보, 신제품에 대한 기술적인 향상, 중요한 고객, 원료공급자와의 이해관계정립, 제조, 마케팅, 경영에 필요한 자금의 확보, 급변하는 환경에 적응할 수 있는 기업전략의 수립, 필요한 조직의 구성 등을 성공요인으로 꼽고 있다.

Hlavacek[18]은 벤처기업의 실패요인으로 비효율로 인한 비용과다지출, 소비자 변화로 인한 시장규모협소, 유통의 문제, 기술적 문제, 창업자의 능력부족, 부서간의 분쟁, 최고경영자의 지원부족 및 성급함, 영업사원의 비협조, 부정확한 마케팅조사, 그리고 예산부족을 들었다. 그 밖에도 벤처기업의 성공요인에 관한 다양한 논문들이 있으며, 대표적인 성공요인 연구들의 연구대상과 주요 성공요인들을 정리하면 아래 <표2-1>과 같다.

<표 2-1> 벤처기업의 성공요인에 관한 연구 사례[1)]

연구자	연구대상	주요 성공요인
Park & Mailie (1982)	벤처기업의 실증적 평가	1. 제품: 제품성능, 판매성, 방어성 2. 회사/기업가능력 마케팅 기술능력 생산능력(개인특성, 기업경영의 노하우 등) 3. 환경: 시장구조 특성, 경쟁도, 공급자, 정부정책 4. 벤처사업: 지원도, 투자, 전략
Sykes (1986)	19개 사내, 18개 벤처캐피탈 기업	1. 내부요인(기업가와 제품): 창업자의 경험과 경영문제, 제품관련 시장이나 기술위험 2. 외부요인(투자자와 벤처기업): 자금과 관련된 환경요인
Macmillan (1987)	67개 벤처캐피탈에서 150개 사업을 분석하여 지원벤처 선정시 결정요인 파악	1. 기업가 및 팀: 조직 지속력과 능력 위험감수, 시장파악, 벤처개념 인식 2. 제품/서비스: 첨단기술 사업계획 시장의 소구력 3. 시장: 경쟁관계, 목표시장의 성장률 4. 재무: 5년 이내 회수능력 5. 성과: ROI, 시장점유율
Chandler (1994)	펜실베니아주의 49개 벤처기업	1. 시장매력도 2. 자원기반 능력 3. 자원기반 능력과 전략의 적합성
Abetti (1997)	일본의 컴퓨터관련 벤처	1. 광범위한 리더십을 달성할 수 있는 잠재력 2. 혁신을 통한 시장 세분화 3. 잘 정의된 목표하에 전략의 집중과 장기적 비전 4. 열정적인 추진력과 조직의 유연성 5. 숨어있는 혁신자보다 비전을 실행하기 위한 실행자, 도전자의 활동

1. 벤처기업의 자금조달 방법

1-1 벤처캐피탈

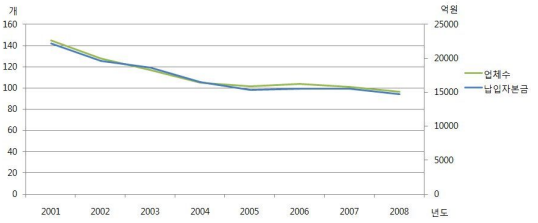
벤처캐피탈의 정의는 새롭게 성장하는 기업을 찾아

1) 안연식, 김현수 (2002) "소프트웨어 벤처기업의 성과에 영향을 미치는 요인에 관한 실증연구"

그 기업에 장기간 투자하는 자금[2] 또는 높은 잠재수익을 가진 회사에 투자되는 고위험 자금[3]으로 정의된다. 즉 벤처캐피탈이란 성장가능성은 있으나 아직 시장에 자리 잡지 못한 회사를 발굴하여 그 회사에게 투자하는 기업 또는 조직을 의미한다. 따라서 벤처캐피탈은 사업기회는 좋으나 자금조달이 어려운 시점의 초기 벤처기업에 자본으로 투자하였다가 투자기간이 어느 정도 경과하고 벤처기업이 성장하면 자금회수가 이루어진다. 자금회수의 방법에는 여러 방법이 있겠으나 주로 기업공개(IPO), 인수·합병이 이루지는 시기에 벤처기업에 자본으로 투자할 때 교부받은 벤처기업의 주식을 매각하는 방법이 대표적이다. 따라서 벤처캐피탈은 이자보상만을 위해 자금을 제공하는 기존 금융권과는 달리 기업의 성장을 위해 각종 경영지원을 하면서 직·간접적으로 경영에 참여한다는 경우가 많다.

이기환, 윤병섭[19]의 연구에서는 벤처캐피탈의 기능을 1차적인 기능인 자금지원 기능과 부가적인 기능인 성장지원 기능, 기업공개지원 기능으로 구분하고 있다. 자금지원 기능은 직접투자를 통해 기업이 성장한 후 자본이득을 실현함으로써 일반금융기관의 한계를 넘는 금융활동으로 보고 있으며, 성장지원 기능은 경영전반에 걸친 전문적인 조언을 통하여 투자기업의 성장을 지원하고 벤처기업의 이사회에 참석하여 지분의 역할을 수행하는 것을 의미한다. 기업공개 지원 기능은 투자기업의 기업공개 시 지원하는 기능으로 주식방출의 기능을 수행하고 할증부 증자에 참여함으로써 기업의 자금과 성장을 간접적으로 지원하는 것이다. 이에 본 연구에서는 벤처캐피탈의 기능을 자금지원 기능과 경영지원 기능으로 구분하여 각각의 기능이 벤처기업에 어떠한 영향을 미치는 지를 살펴보고자 한다.

우리나라의 벤처캐피탈은 1986년 「중소기업창업지원법」과 「신기술사업 금융지원 관련 법률」이 제정되면서 법적인 근거가 마련되었고[5] 1999~2000년에 벤처붐을 계기로 그 규모가 급증하였으나 2000년 이후 감소하여 현재는 일정수준을 유지하고 있다. 벤처캐피탈의 신규투자액 또한 1999~2000년에 크게 증가하였다. 하지만 2001년 이후 전반적인 불경기와 코스닥시장의 침체 등의 영향으로 2004년까지 감소하였으며, 그 이후에는 경기에 변화에 민감하게 반응하며 변동하고 있다.



<그림 2-1> 창투사 설립현황[4]

<표 2-2> 벤처캐피탈 신규주자와 피투자회사수[6]

(단위: 개 억원

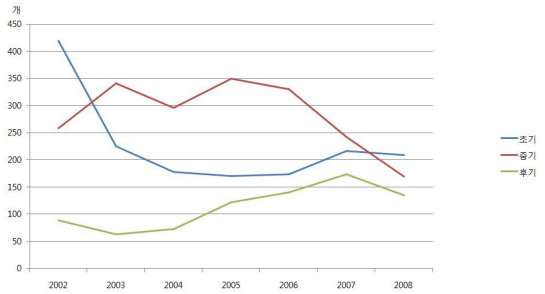
구분	2001	2002	2003	2004	2005	2006	2007	2008	2009.7
신규 투자액	8,913	6,177	6,306	6,044	7,573	7,333	9,917	7,247	3,992
피투자 회사 수	1,119	768	630	544	635	617	615	496	290
회사당 평균 투자액	8.0	8.0	10.0	11.1	11.9	11.9	16.1	14.6	13.7

또한, 업력별 신규투자 업체수를 살펴보면, 2002년에는 주로 3년 이하의 초기업체의 투자가 주를 이루었으나, 2003년 이후에는 5~7년의 중기업체에 그리고 2005년 이후7이상의 후기업체의 투자가 증가했음을 알 수 있다. 벤처캐피탈의 업종별 신규투자 현황을 살펴보면, 정보통신 부분이 가장 많은 투자가 이루어졌으며 일반 제조, 엔터테인먼트, 생명공학, 서비스/교육, 유통 등의 순으로 투자가 이루어졌다.

2008년 과학기술정책연구원[7] 보고서에서 따르면 벤처

2) Bygrave and Timmons(1992)
3) Barry et al. (1999)
4) 한국벤처캐피탈협회 자료 이용
5) 정우성 (2001) "엔젤캐피탈과 과세제도"
6) 한국벤처캐피탈협회 자료 이용

캐피탈의 투자는 벤처기업의 재무적인 성과 즉, 매출액과 무형자산, 유형자산, 자본 등에서 큰 증가를 가져다주고 있다. 위험조정수익률은 일반 제조업의 투자가 가장 높게 나타나고 있으며, 문화 콘텐츠산업 투자가 가장 낮게 나타나고 있다. 또한, 위험조정수익률의 관점에서 볼 때 벤처캐피탈 투자는 코스피 투자와 코스닥 투자, 부동산 투자보다 더 나은 수익률을 보여주고 있다. 또한, 이 보고서에서는 이명박 정부의 금융규제 완화와 금융시장 전반의 선진화 전략에 따라 벤처캐피탈 시장의 변화를 예상하고 있다. 2009년 2월부터 시행된 자본시장통합법에 따르면 금융투자회사도 벤처캐피탈 업무를 겸업할 수 있다. 따라서 일부 금융투자회사도 벤처투자의 새로운 플레이어로 진출할 것으로 전망된다. 하지만 금융투자회사는 주로 후기 벤처투자 또는 사모펀드 벤처투자에 주력할 것으로 예상되며, 따라서 벤처투자에서 실적과 평판을 인정받은 벤처캐피탈 회사들에게는 큰 영향을 미치지 않을 것으로 전망하고 있다.



<그림 2-2> 업력별 신규투자 현황8)

1-2 정부지원정책

벤처기업에 대한 정부의 지원정책은 제도적인 지원정책과 벤처기업의 직접적인 투자를 통한 지원정책으로 구분할 수 있다. 정부의 제도적 지원정책은 대표적으로 1997년 8월「벤처기업육성에 관한 특별조치법」을 제정하여 다양한 벤처정책을 추진하였다. 하지만 본 연구에서는 벤처기업의 자금조달과 관련하여 정부의 직접적인 투자에 대해서만 다루어 보기로 한다.

글로벌 경제 시대를 맞이한 현시점에서 대기업에 편중된 산업구조는 급변하는 경제체제에 적절하게 대처하기 어렵다고 볼 수 있다. 이러한 경제위기를 적절하게 대처하기 위해서는 지식을 기초로 국가경쟁력을 강화하고, 또한 창조적 기업가 정신이 주도할 수 있는 벤처기업의 활성화가 필수 불가결한 요소라고 할 수 있다. 즉, 지식과 아이디어를 산업화하는 데 있어 어떤 기업형태보다도 뛰어난 벤처기업들이 왕성하게 기업운영이 가능할 때, 고용창출과 고수익을 달성하고, 국민경제의 활성화를 통하여 글로벌경제에 국가경쟁력 갖추고, 저렴한 노동력을 무기로 한 후발개도국과의 비용경쟁을 회피하고 선진국과의 고기술 경쟁에서 경쟁적 우위 확보를 통하여 국가경제성장이 지속적으로 가능하기 때문이다. 이러한 배경으로 우리 정부는 벤처기업 활성화를 위해 설립허가 절차를 간소화하거나 재정적 지원을 위하여 금융상의 이점을 제공하는 등 여러 가지 제도적 장치를 마련하여 왔다. 그러나 벤처기업에 대한 정부의 직접적인 투자는 높은 위험성과 시장실패 가능성을 가지고 있으며, 정부의 무분별한 투자는 지원이 불필요한 기업의 무임승차를 야기할 수 있기 때문에 투자금의 적절한 도출과 효율적인 집행구조를 갖추는 것이 투자의 효과를 극대화 시키는 중요한 요소이다. 벤처기업에 대한 정부의 자금 지원형태는 크게 자금, 융자, 보증 등으로 나눌 수 있다.

자금지원은 각 사업별 지원요건에 만족하는 신청자에 한하여, 심사평가하여 상환 없이 지급되는 자금이며, 융자 및 보증 지원은 담보력이 미약하여 시중은행으로부터 자금조달이 어려운 기업을 대상으로 국가에서 직접 돈을 빌려주거나 타기관으로부터 융자 받을 수 있도록 보증을 지원하는 것이다. 2008 년도의 업력 5년 미만의 중소벤처창업자금은 총 6,400억 원에 달하며 총 중소기업 정책자금은 27,019억 원에 달한다.

7) 과학기술정책연구원(2008) "기술금융 지원제도의 효과분석과 개선방안"[20]
8) 한국벤처캐피탈협회 자료 이용

<표 2-3> 2008년도 중소기업 정책자금 지원 규모[9)]

사업명	규모
중소벤처창업자금	6,400 억 원
개발기술사업화자금	1,200 억 원
경영혁신자금	11,031 억 원
긴급경영안정자금	4,113 억 원
구조조정자금	1,200 억 원
소상공인자금	2,875 억 원
합 계	27,019 억 원

2009년 중소기업청에서 발표한 중소기업 창업지원정책에 따르면 다양한 창업지원 정책 사업들을 살펴볼 수 있다. 대표적인 사업을 정리하면 <표 2-4>와 같다. 벤처기업에 대한 투자지원은 중소기업청의 지원정책사업으로 이루어지는데 벤처기업을 따로 분리하여 지원하기 보다는 전체적인 중소기업을 대상으로 지원이 이루어지고 있다. <표2-4>의 경우에도 종소기업 창업지원정책 중 벤처기업의 창업에 해당할 수 있는 대표적인 사업을 정리한 것으로 중소기업을 대상으로 한 전체적인 창업 지원 사업은 입지, 컨설팅, 교육, 정보제공 사업 등을 포함하여 70개가 넘는다.

정부는 신용보증제도를 운영하여 매년 종소기업 신용보증 운영에 소요되는 재원을 출연하고 있는데 년도별 신용보증기금 중 기술혁신형 중소기업 지원은 <표 2-5>와 같다.

신용보증 지원 규모는 2005년 6월 「신용보증제도 개편방안」 시행 이후 지속 축소해오고 있다. 하지만 기술혁신형 중소기업에 대한 지원은 점차 증가 되고 있음을 알 수 있다. 즉, 사업성과 기술성이 우수한 유망 중소기업에 집중 지원을 함으로써 고용 및 부가가치 창출의 효과를 높이고 있으며, 벤처기업의 투자지원은 점차 확대되어가고 있다고 볼 수 있다.

9) 중소기업청(2008) "중소기업에 관한 연차보고서" [21]재구성
10)중소기업청(2009) "중소기업 창업지원정책" [22]재구성
11)중소기업청(2008) "중소기업에 관한 연차보고서" [21]

<표 2-4> 2009년 창업지원 정책[10)]

사업명	구분	규모	내용	신청대상
예비기술 창업자 육성사업	자금	300억 원	창업 준비에 필요한 창업교육, 멘토 지원 상품화제작비, 정보활동비 등을 지원	예비 기술창업자 또는 창업 후 6개월 이내인 자
아이디어 상업화 지원	자금	275억 원	아이디어 발불, 상품화 제작, 소비자 반응평가, 자금 조달 연계 등을 지원	예비 창업자 또는 창업초기기업(3년 미만)
실험실창업 지원 사업	자금	180억원	창업준비 및 창업초기단계에 소요되는 비용을 1인당 평균 27백만원 한도 내에서 70%까지 지원	협약일로부터 1년 이내 창업 예정이거나 사업공고일 기준 창업 6개월 이내인 자
창업초기기업 육성자금	융자	10,000억 원	생산시설에 필요한 시설 자금 또는 창업과 경영에 소요되는 운전 자금을 융자	중소기업 창업지원법 시행령 제3조의 규정에 의한 사업 개시일로부터 7년미만인 중소기업과 창업을 준비중인 자
기술창업기업 특례보증	보증	8,000 억원	기술력을 보유하고 있는 기술창업기업의 원활한 자금을 지원	기업의 기술사업평가 등급에 따라 차등 적용

<표 2-5> 연도별 기술보증기금의 기술혁신형 중소기업 지원계획[11)]

(단위 억 원)

구분	2005	2006	2007	(2008)
기술평가보증	19,000	36,000	61,000	69,000
벤처기업	25,000	44,000	61,000	64,000
이노비즈기업	11,000	28,000	51,000	50,000
계	59,000	80,000	92,000	92,000

2. 기업의 성과

기업의 경영성과와 관련된 기존의 연구에서 경영성과의 개념이 다양하게 제시되고 있는데, 재무적 성과는 대차대조표나 손익계산서 등 관련 재무제표에서 산출한 기업의 수익성, 성장성, 안정성 등 재무 상태에 관한 것이다.

Kazanjian과 Drazin[23]은 벤처기업 경영성과의 측정수단으로 매출액수익률과 매출액성장률을 사용하였으며,

Brush와 Vanderwerf[24]는 기업의 경영성과를 측정하는 적합한 방법은 아직 없으며 주로 매출액성장률을 가장 많이 이용한다고 주장하였다.

Tsai[25]은 성과측정의 정확성을 기하기 위하여 객관적 지표와 주관적 지표의 결합지표가 바람직하다는 점을 강조한다. 따라서 재무제표 이외에 주관적인 성과지표가 추가적으로 사용하여야 한다고 주장한다. Venkatraman[26]의 연구에서는 재무성과, 사업성과 그리고 조직효과성의 세 가지 수준에서 성과를 측정하였다.

한태인[27]은 벤처기업에 대한 성과를 측정하는 선행연구를 살펴보면 일반적으로 재무적 성과, 사업적 성과, 그리고 조직효과성으로 구분할 수 있으며, 이중에서 재무적 성과를 벤처기업의 성과측정으로 가장 많이 사용되었다.

본 연구에서는 기업의 경영성과가 평가 위해서 기업의 이해관계자들이 가장 관심을 기울일 뿐만 아니라 기업의 생존이나 발전은 궁극적으로 이와 관련된 지표로 측정되고[28] 경영성과의 가장 보편적인 측정기준으로 사용되는 재무적 지표를 ROA, ROE, 영업이익률, 순이익률, 영업이익증가율, 당기순이익증가율의 형태로 이용하도록 한다.

Ⅲ. 실증연구

1. 표본의 특징

본 연구는 벤처기업협회 및 벤처사업연구원에서 실시한 2008년 벤처기업 정밀실태조사에 대한 2차 데이터를 기초 분석을 실행하였다. 전체 표본은 1000개 업체에서 설문조사에 응답을 충실히 하지 않은 기업을 제외한 나머지 업체 수는 총 853개 업체를 대상으로 분석을 실시하였다. 조사대상기업의 특성을 간단히 살펴보면, 종업원 규모는 1명인 소기업으로부터 383명인 중견기업도 포함되어 있으나 응답 업체들의 평균종업원 수는 30명으로 대부분이 전형적인 중소기업들이라고 할 수 있다. 연평균 매출액 역시53억 97만원이므로 종업원 수에서와 마찬가지로 중소벤처기업이 대부분이라는 것을 보여주고 있다. 또한 창업자들의 평균연령이 40세로서 대부분의 경영자들이 상당히 나이가 젊은 것이 특징이다. 연령별로 보면 50대, 60대 이상도 일부 포함되어 있지만 대부분 40대에 속해 있는 기업인들이다. 이는 벤처기업 특성상 비교적 젊은 사람들이 새로운 분야에 도전하는 표본의 특성을 보여주고 있다.

1,000개의 데이터 중 기업의 재무적 성과 데이터가 누락된 데이터 153개의 데이터를 삭제하고 총 847개의 데이터를 사용하여 분석하였다.

<표 3-2> 표본의 빈도조사

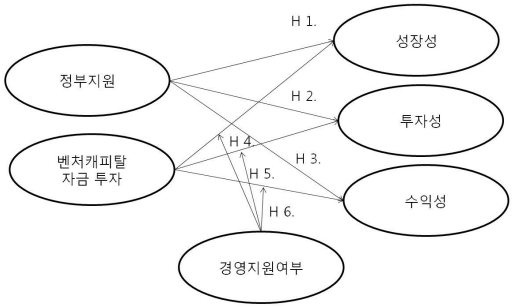
구분		빈도 (N=857)
벤처캐피탈 투자	있음	93
	없음	754
정부 정책자금	있음	248
	없음	599
벤처캐피탈 투자 + 정부 정책자금		33

총 847개 데이터 중 벤처캐피탈의 투자를 받은 벤처기업은 총 93개이고, 지원을 받지 못한 벤처기업은 총 754개로 나타났다. 반면, 정부지원을 받은 기업은 총 248개 회사로 벤처캐피탈의 투자를 받은 기업보다 2.5배가량이 많았다. 또한 벤처 투자와 정부 정책자금 모두 경험이 있는 벤처기업은 33개로 벤처투자를 받은 기업의 1/3 이상이 정부 정책자금 또한 지원 받은 것으로 나타났다.

2. 연구모형

본 연구에서는 벤처기업에 대한 정부정책 자금 지원과 벤처캐피탈을 이용한 자금 유입이 벤처기업들의 재무적 경영성과에 영향을 미치는지를 분석하기 위한 것이다. 또한, 본 연구에서는 벤처캐피탈 투자를 받은 경우에는 벤처

캐피탈 회사로부터 경영지원을 받으면서 벤처캐피탈을 이용한 경우 그리고 벤처캐피탈 회사로부터 경영지원을 받지 아니하면서 자금조달만 한 경우 재무적 성과에 영향을 미치는가를 분석하고자 한다. 따라서, 본 연구에서는 정부 정책 자금 지원을 받은 경우와 벤처캐피탈 회사로부터 경영지원을 받으면서 벤처캐피탈을 이용한 경우 그리고 벤처캐피탈 회사로부터 경영지원을 받지 아니하면서 자금조달만 한 경우를 독립변수로 하고 재무적 성과를 종속 변수로 하는 연구모형을 설정하여 분석하고자 한다.



<그림 3-1> 연구 모형

「2008년 벤처기업정밀실태조사」의 1,000개의 데이터를 이용하여 벤처기업의 정부의 정책자금 경험 여부와 벤처 캐피탈로부터 투자 받은 경험의 여부를 독립변수로 사용하였다. 또한, 벤처캐피탈이 경영에 참여하는 경우와 그렇지 않을 경우 재무적 성과에 차이가 있는지를 분석하기 위하여, 벤처캐피탈의 투자를 받은 경우의 데이터를 선별하여 데이터를 가공하였다.

기업의 재무적 성과의 데이터는 대차대조표와 손익계산서를 상의 금액을 이용하여 ROA, ROE, 영업이익률, 순이익률, 영업이익증가율, 당기순이익증가율을 구하고 복수의 문항으로 구성된 측정도구의 변수사이의 상관성을 고려하여 상관관계가 높은 변수끼리 요인으로 묶어서 분석하기 위하여 요인분석을 실시하였으며 <표>과 같이 6개의 측정항목들이 3 개의 요인으로 묶어져 각각 성장성, 투자성과, 그리고 수익성을 나타내고 있음을 알 수 있다.

<표 3-1> 재무적 성과의 요인 분석

구분		성분		
		요인1	요인2	요인3
성장성	영업이익증가율	.006	.071	.781
	당기순이익증가율	.000	.233	.731
투자성과	ROA	.123	.901	-.141
	ROE	-.409	.809	-.117
수익성	영업이익률	.988	.110	-.018
	순이익률	.988	.112	-.018

따라서, 본 연구 가설은 다음과 같다.

가설 1. 벤처기업의 성장성은 벤처캐피탈의 자금 투자와 정부 정책자금 지원의 경험에 따라 차이가 있다.

가설 2. 벤처기업의 투자성과는 벤처캐피탈의 자금 투자와 정부 정책자금 지원의 경험에 따라 차이가 있다.

가설3. 벤처기업의 수익성은 벤처캐피탈의 자금 투자와 정부 정책자금 지원의 경험에 따라 차이가 있다.

벤처캐피탈의 자금 투자의 경우에는 앞선 이론적 배경에서 언급했듯이 경영을 지원하는 경우와 그렇지 않은 경우에 재무적 성과에 차이가 있는지를 추가적으로 검토하고자 한다.

가설4. 벤처캐피탈의 투자를 받은 벤처기업의 성장성은 벤처캐피탈의 경영지원 여부에 따라 차이가 있다.

가설5. 벤처캐피탈의 투자를 받은 벤처기업의 투자성과는 벤처캐피탈의 경영지원 여부에 따라 차이가 있다.

가설6. 벤처캐피탈의 투자를 받은 벤처기업의 수익성은 벤처캐피탈의 경영지원 여부에 따라 차이가 있다.

3. 가설검증

본 연구는 벤처기업의 자본조달 방법에 따른 기업 재무적 성과의 차이를 알아보기 위한 것이다. 중다변량분석(Multivarite Analysis of Variance : MANOA)은 종속변수가 두 개 이상이고 서로 상관이 되어 있는 경우 독립변수들에 의한 차이를 검증하기 위한 분석법이다. 본 연구에서는 종속변수가 두 개 이상이긴 하지만 서로 상관되어 있지 않으므로 각각의 종속변수를 변량분석(Analysis of Variance : ANOVA)해야 타당하다. 또한, 종속변수에 영향을 주는 독립변수가 벤처캐피탈의 투자 여부와 정부 정책자금 지원의 경험의 유무 2개 이므로 이원변량분석을 통해 가설을 검증하여야 한다.

<표 3-3> 벤처캐피탈의 투자와 정부 정책자금 지원의 경험에 따른 벤처기업의 성장성에 대한 이원변량 분석

변량원	제곱합	자유도	평균 제곱	F	유의 확률
벤처캐피탈	5.367	1	5.367	5.448	.038
정책자금	4.247	1	4.247	4.311	.020
벤처캐피탈* 정책자금	5.279	1	5.279	5.358	.021
오차	830.515	843			
합계	846.000	847			

결과표 <표 3-3>에 의하면 벤처캐피탈의 투자와 정부 정책자금 지원의 경험에 따른 벤처기업의 성장성은 F값이 각각 5.44와 4.311이고 P<0.5 수준에서 유의미한 차이가 있는 것으로 나타났으며, 또한 벤처캐피탈의 투자와 정책자금 지원의 상호작용은 F값이 5.358로 P<0.5 수준에서 유의미한 것으로 나타났다. 즉, 벤처캐피탈의 투자와 정책자금 지원의 경험은 벤처기업의 성장성에 유의미한 영향을 미친다.

벤처기업의 투자성과에 대한 이원변량분석 결과표 <표 3-4>를 보면 벤처기업의 성장성과는 달리 유의한 결과를 나타내지 못하고 있다. 즉, 벤처케피탈의 투자와 정책자금 지원의 경험은 벤처기업의 투자성과에 유의미한 영향을 미치지 않는다.

<표 3-4> 벤처캐피탈의 투자와 정부 정책자금 지원의 경험에 따른 벤처기업의 투자성과에 대한 이원변량 분석

변량원	제곱합	자유도	평균 제곱	F	유의 확률
벤처캐피탈	3.617	1	3.167	3.169	.075
정책자금	.021	1	.021	.021	.885
벤처캐피탈* 정책자금	.008	1	.008	.008	.927
오차	842.383	843			
합계	846.000	847			

벤처캐피탈의 투자와 정부 정책자금 지원의 경험에 따른 벤처기업의 수익성에 대한 이원변량 분석 결과표 <표 3-5>에 따르면, 벤처캐피탈의 투자에 따른 벤처기업의 수익성은 F값이 7.856으로 P<0.5 수준에서 유의미한 차이가 있는 것으로 나타나며, 정부 정책자금 지원 경험 또한 F값 9.188로 P<0.5 수준에서 유의미한 차이가 나타나고 있다. 또한, 벤처캐피탈과 정책자금의 상호작용도 F값이 10.895 P값이 0.01로 유의미한 영향을 미친다고 할 수 있다.

벤처캐피탈의 투자를 받은 벤처기업의 경우 벤처캐피탈의 경영지원 여부에 따라 재무적 성공에 차이가 있는지를 알아보기 위하여, 벤처캐피탈의 투자를 받은 기업만을 분류하였다. 벤처캐피탈의 투자를 받은 93개의 기업 중에 18개 기업만이 경영지원을 받고 있다고 응답하였다. 벤처캐피탈의 경영지원 유무에 따른 벤처기업의 재무성과에 미치는 영향을 분석한 결과는 아래 표들과 같다.

<표 3-5> 벤처캐피탈의 투자와 정부 정책자금 지원의 경험에 따른 벤처기업의 수익성에 대한 이원변량 분석

변량원	제곱합	자유도	평균 제곱	F	유의 확률
벤처캐피탈	7.744	1	7.744	7.856	.005
정책자금	9.057	1	9.057	9.188	.003
벤처캐피탈* 정책자금	10.740	1	10.740	10.895	.001
오차	830.967	843			
합계	846.000	847			

<표 3-6> 벤처캐피탈의 경영지원 유무에 따른 벤처기업의 성장성 변량분성

변량원	제곱합	자유도	평균 제곱	F	유의 확률
경영지원	2.282	1	2.282	.255	.615
오차	813.922	91			
합계	816.205	92			

<표 3-7> 벤처캐피탈의 경영지원 유무에 따른 벤처기업의 투자성과 변량분성

변량원	제곱합	자유도	평균 제곱	F	유의 확률
경영지원	.110	1	.110	.537	.466
오차	18.673	91			
합계	18.783	92			

<표 3-8> 벤처캐피탈의 경영지원 유무에 따른 벤처기업의 수익성 변량분성

변량원	제곱합	자유도	평균 제곱	F	유의 확률
경영지원	2.548	1	2.548	.568	.453
오차	408.225	91			
합계	410.774	92			

벤처캐피탈의 경영지원 유무에 따른 벤처기업의 재무적 성공 변화를 위한 연구에서는 성장성, 투자성과, 수익성 모두 유의한 결과를 나타내지 못하였다. 즉, 벤처캐피탈의 경영지원 유무는 벤처기업의 재무적 성과의 차이를 찾아 볼 수 없었다.

4. 결과의 해석

본 연구에서 세운 6개의 가설의 검증 결과를 정리하면 다음과 같다.

본 연구에서는 벤처기업의 자금조달 방법 중 벤처캐피탈의 투자와 정부 정책자금 지원에 따라 기업의 재무적 성과가 달라지는지를 분석하고자 했다. 변량분석을 통한 가설 검증 결과 벤처캐피탈의 투자는 벤처기업의 성장성과 수익성에는 유의미한 변화를 나타내었으나, 투

<표 3-9> 가설검증 결과 요약

가설	내용	검증 결과
1	벤처기업의 성장성은 벤처캐피탈의 자금 투자와 정부 정책자금 지원의 경험에 따라 차이가 있다.	부분 채택
2	벤처기업의 투자성과는 벤처캐피탈의 자금 투자와 정부 정책자금 지원의 경험에 따라 차이가 있다.	기각
3	벤처기업의 수익성은 벤처캐피탈의 자금 투자와 정부 정책자금 지원의 경험에 따라 차이가 있다.	채택
4	벤처캐피탈의 투자를 받은 벤처기업의 성장성은 벤처캐피탈의 경영지원 여부에 따라 차이가 있다.	기각
5	벤처캐피탈의 투자를 받은 벤처기업의 투자성과는 벤처캐피탈의 경영지원 여부에 따라 차이가 있다.	기각
6	벤처캐피탈의 투자를 받은 벤처기업의 수익성은 벤처캐피탈의 경영지원 여부에 따라 차이가 있다.	기각

자성과에는 유의미한 결과를 나타내지 못하였다. 또한, 정부 정책자금 지원의 경험은 성장성에만 유의미한 차이가 있는 것으로 나타났다. 즉, 벤처캐피탈의 자금 투자와 정부 정책자금 지원은 기업의 단기적인 수익성에 영향을 미치지만 투자성과에 차이가 없어 실질적인 투자의 타당성은 크지 못한 것으로 해석할 수 있다. 따라서 벤처기업의 지원에 있어서 더욱 신중한 분석과 선별력을 가지고 단순히 자금이 필요한 기업에 대한 지원이 아닌 장기적인 성장성과 투자성과를 낼 수 있는 장래성 있는 기업에 대한 투자가 이루어져야 할 것이다.

본 연구에서 추가적으로 벤처캐피탈의 투자를 받은 벤처기업들을 대상으로 벤처캐피탈에서 경영지원의 유무에 따라 재무적 성과의 차이를 분석하였다. 하지만, 성장성, 투자성과, 수익성 모두 유의미한 결과를 나타내지 못하였다. 즉, 벤처캐피탈의 경영지원은 실질적으로 벤처기업의 재무적 성과는 차이가 없다는 것을 의미 한다. 그 이유는 벤처캐피탈의 경영지원 미흡, 경영지원의 과정에서 경영진과의 의견충돌, 경영지원에 따른 추가 비용 등 다양하겠지만 벤처캐피탈의 경영지원이 더욱 신중이 이루어져야 한다고 해석할 수 있다. 하지만, 재무적 성과 이외에 다른 부분에서의 지원은 고려되지 않았기 때문에

경영지원이 벤처기업에 도움이 되지 않는다고 판단할 수는 없다. 또한, 벤처캐피탈에 투자를 받은 기업들을 선별하였기 때문에 데이터의 양이 충분하지 않아 유의한 결과가 나타나지 않았을 가능성도 고려되어야 한다.

Ⅳ. 결론

본 연구는 2008년 벤처기업정밀실태조사를 바탕으로 벤처기업에 대한 실증분석을 수행함으로써 벤처기업으로의 정부정책 자금과 벤처캐피탈 자금의 유입이 벤처기업들의 재무적 성과에 의미 있는 영향을 미치는지를 살펴보았으며 추가적으로 벤처캐피탈의 경영지원 여부에 차이에 대해서도 분석해 보았다. 본 연구는 자금조달 방법에 따른 재무적 성과를 성장성, 수익성, 투자성으로 나누어 차이를 분석함으로써 보다 구체적인 문제점과 벤처기업 자금조달의 정책적, 제도적 지원의 방향을 제시 할 수 있다는 것에 의의가 있다.

변량분석에 의한 연구 결과는 자금조달의 방법이 재무적 성과에만 영향을 주는지는 것으로 나타났으며, 성장성은 정부정책 자금 지원에만 유의미한 차이를 보였다. 따라서 벤처캐피탈의 투자는 좀 더 장기적인 관점에서 신중한 투자가 이루어져야 한다는 결론을 보여주고 있다.

하지만 본 연구는 이미 조사되어진 데이터를 이용하여 벤처기업의 자금조달의 방법에 있어서 구체적이고 자세한 데이터를 얻지 못했다는데 그 한계가 있다. 또한, 벤처캐피탈의 경영지원에 있어서 충분한 표본 수가 확보되지 못했다는 문제점도 제기되었다. 따라서 이러한 한계를 극복한 향후의 연구가 다음과 같이 이루어져야 할 것이다.

자금조달 방법에 있어서 정확한 투자 시기와 금액, 그리고 전체 투자금의 비율이 어떻게 되는지의 조사가 필요하겠다. 또한, 본 연구는 기업의 성과는 장기간의 경영활동에 거쳐 이루어짐에도 불구하고 2007년과 2008년 2년간을 대상으로 벤처기업의 재무적 성과만을 분석하였다. 향후 연구는 2년간의 데이터가 아닌 다년간의 재무적 성과 데이터를 토대로 연구를 진행하였을 때 더 의미있는 연구결과가 나타날 것으로 기대된다. 그리고 재무적 성과뿐만 아니라 비재무적 성과를 함께 고려하여 영향관계를 실증 분석한다면 더 유의미한 결과를 기대할 수 있을 것이다.

참고문헌

[1] Lerner, j., "The Syndication of Venture Capital Investments," Financial Management, 23(3), 1994, pp. 16-27.

[2] Gompers, Paul, "Optimal Investment, Monitoring, and the Staging of Venture Capital," Journal of Finance, 50(5), 1995, pp. 1461-1490.

[3] Cooper, A. C. and Bruno, A., "Success among high-technology firms," Business Horizons," 20, 1977, pp. 16-22.

[4] 한정화, "벤처백서," 중소기업청, 2000.

[5] 이장우, "기업경쟁력의 결정요인: 국제비교를 위한 실증연구," 한국산업경영학회 경영연구, 12(1), 1997, pp. 27-52.

[6] Carland, J. W., F. Hoy. W. R. Boulton & J. C. Carland, "Differentiating Entrepreneurs from Small Business Owners: A conceptualization," Academy of Management Revies, 9(2), 1984, pp. 354-459.

[7] Stuart & Abetti., "Start-up Venture: Towards the Prediction of Initial Success," Journal of Business Venturing, 2, 1987, pp. 123-137.

[8] Sexton, D. L. & N. B. Bowman, "Validation of A Personality Index," Frontiers of Entrepreneurship Research, Babson College, Wellesley. MA. 1986, pp. 40-51.

[9] Brockhaus. R. H., "Risk Taking Propensity of Entrepreneurs," Academy of Management Journal, 23, 1980, pp. 509-520.

[10] 박정민, 나상균, "벤처기업의 경영특성 및 성공요인이 경영성과에 미치는 영향에 관한 연구," 산업경제연구, 16(6), 2003, pp. 17-32.

[11] Bruno, A. V. and T. T. Tyebjee, "The Entrepreneur's Search for Capital," Journal of Business Venturing, 1, 1985, pp. 61-74.

[12] Dushnisky, G. and M. Lenox, "When do incumbents Learn from Entrepreneurial Ventures: Corporate Venture Capital and Investing Firm Innovation Rates," Research Policy, 34, 2005, pp. 615-639.

[13] Covin, J. G. & Slevin, T. J, "Competitive aggressiveness, environmental context, and small firm performance", Entrepreneurship Theory & Practice, 14(4), 1990, pp. 35-50.

[14] Quinn J. B., "Technological Innovation, Entrepreneurship and Strategy," Sloan Management Review, 20, 1979, pp. 19-30.

[15] Roure J. B. and Maidique M. A., "Linking Prefunding Factors and High Technology Venture Success : An Exploratory Study," Journal of Business Venturing, 1, 1986, pp. 295-306.

[16] Stuart & Abetti., "Start-up Venture: Towards the Prediction of Initial Success," Journal of Business Venturing, 2, 1987, pp. 123-137.

[17] Roure & Keely., "Predictor of Success in new technology-based Venture," Journal of Business Venturing, 5, 1990, pp. 201-220.

[18] Hlavacek J. D., "Toward More Successful Venture Management," Journal of Marketing, 38, 1974, pp. 56-60.

[19] 이기환, 윤병섭, "사적자본시장과 벤처기업의 자금조달," 벤처경영연구, 제6권 제3호, 2003, pp. 145~172.

[20] 정승일, 손수정, 황석원, 김병우, 채민희, "기술금융 지원제도의 효과분석과 개선방안," 과학기술정책연구원, 2008.

[21] 중소기업청, "중소기업에 관한 연차보고서," 2008.

[22] 중소기업청, "중소기업 창업지원정책," 2009.

[23] Kazanjian, R. K. and R. Drazin, "A Stage-Contingent Model of Design and Growth for Technology Based New Venture," Journal of Business Venturing, Vol. 5, 1995, pp. 137-150.

[24] Brush, C. G. and P. A. Vanderwerf, "A comparison of Methods and sources for Obtaining Estimates of New Venture Performance," Journal of Business Venture, 7(2), 1992, pp. 157-170.

[25] Tsai, W. M. I. C. MacMillan and M. B. Low, "Effects of Strategy and Environment on Corporate Success in Industrial Markets," Journal of Business Venturing, pp. 9-28, 1991.

[26] Venkataraman, S. & V. Ramanujam, "Measurement of Business Performance in strategy Research: A Comparison of Approaches," Academy of management Review, 1986.

[27] 한태인, "한국 벤처기업의 경영자 특성과 성과와의 관계에 관한 연구," 동아대학교 박사학위논문, 2001.

[28] 손성호, "소프트웨어 벤처기업의 재무적 성과 결정요인," 전산회계연구, 2003.

[29] 김기환, "정부 R&D 보조금의 기업성과에 대한 효과분석," 한국개발연구원, 2008.

[30] 오은진, 박성환, "벤처기업의 지분투자실태와 투자성과분석," 회계연구, 제10권 제2호, 2005, pp, 239~280.

[31] 이기환, "엔젤의 투자성과 분석," 중소기업연구, 제25권 제2호, 2003, pp. 155~177.

[32] 임재윤, 서지영, 이광호, 김병우, 강명훈, 김병기, "한국형 벤처생태계 활성화 방안," 과학기술정책연구원, 2006.

[33] Barry, C. B., C. J. Muscarella, J. Peavy, and M. R.

Vetsuypens, "The Role of Venture Capital in the Creation of Public Companies: Evidence form the Going Public Process," Journal of Financial Economics, vol. 47, no. 2, 1990, pp. 447-471.

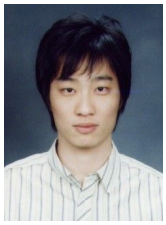
[34] Bygave, W. D. and J. A. Timmons, "Venture Capital at the Crossroad," Harvard Business School Press, 1992.

■ 저자소개 ■

서 정 한
Suh, Jung Han

2008년 9월~현재 (사)디지털융합연구원 선임연구원
한양대학교 경영학과(박사과정)
2007년 2월 한양대학교 경영학과 (경영석사)
2005년 2월 경성대학교 경영학과 (경영학사)

관심분야 : 디지털 컨버전스, IT산업 분석
E-mail : sagile@digital.re.kr



추 동 우
Chu, Dong Woo

2008년 3월~현재 (사)디지털융합연구원 연구원
한양대학교 경영학과 (석사과정)
2008년 2월 한양대학교 경영학과 (경영학사)

관심분야 : 디지털 컨버전스, 기업 전략분석
E-mail : dwchu@digital.re.kr

노 두 환
Roh, Doo Hwan

2010년 9월~현재 한양대학교 경영학과 (석사과정)
2008년 2월 계명대학교 신문방송학과 (신문방송학사)

관심분야 : 디지털 컨버전스, 정보통신산업 분석
E-mail : dhroh@digital.re.kr

논문접수일 : 2011년 2월 21일
수 정 일 : 2011년 3월 3일
게재확정일 : 2011년 3월 7일