

한국 벤처캐피탈의 선별력에 대한 분석*

손동원** · †허원창**

A Study on Selection Capability and Investment Efficiency of Korean Venture Capitals

Dong-Won Sohn** · †Wonchang Hur**

■ Abstract ■

This paper examines the investment efficiency of Korean venture capitals during 1987~2006 (20 years), focusing on their selection capability. Despite the Korean government's efforts, venture capital industry has evolved in a slow speed. Since the genesis of venture paradigm in Korea at 1997, venture capital industry as a macro unit has been fully discussed in Korean contexts. But venture capital's activities at micro level regarding each investment's outcome have not been examined. This study attempts to fill the voids of micro knowledge about each investment success rates by venture capitals. We analyzed venture investment records in 4,791 venture startups and their success rates. Their investment criteria were relevant to high potential industries and amount of tangible assets. But their criteria were not relevant to R&D intensity and financial growth of venture firms, which may indicate low level of maturity about Korean venture capital industry. We found that Korean venture capital's investment pattern may be originated from the low return of investment, so that efficiency of IPO markets is a prerequisite for the upgrade of venture capitals' efficiency. Some policy implications are discussed.

Keywords : Venture Capital, Selection Capability, Investment Return, IPO Market

논문접수일 : 2012년 07월 06일 논문수정일 : 2012년 08월 20일 논문게재확정일 : 2012년 08월 31일

* 이 논문은 인하대학교의 지원에 의해 연구되었습니다.

** 인하대학교 경영학부

† 교신저자

1. 문제제기

1997년 벤처특별법으로 시작한 한국 벤처패러다임은 어느덧 약 15년의 세월을 통과하고 있다. 한국벤처의 지난 성장궤적은 벤처 생태계의 완성도를 높이는 것과 벤처기업 육성이라는 두 축을 중심으로 진행되었다. 벤처붐모지에서 출범했기 때문에 정부의 육성 의지가 중요했었고 또 정책 의존도가 높았지만, 현재까지의 벤처성장과정은 여러 차례의 굴곡을 피할 수 없었다. 우선 벤처특별법 제정 직후부터 벤처붐(1999년에서 2000년도 상반기까지)이 있었고, 그 이후 구조조정기, 제도약기, 침체기 등으로 이어지고 있다. 각 시기의 중간 시점에서 ‘벤처어게인’ 혹은 ‘제2의 벤처붐’과 같은 정책 슬로건을 내걸고 다시 벤처 중흥을 되찾고자 노력도 있었지만, 실질적인 벤처 중흥을 도출하지는 못하면서 아직 침체를 완벽하게 벗어나지 못한 상태가 이어지고 있다.

벤처 침체를 극복하려면 무엇보다 벤처 동력의 핵심인 벤처캐피탈이 활성화되어야 한다[18]. 벤처캐피탈은 자본이득(capital gain)을 얻으려고 투자하는 경제행위자이다[10, 12]. 벤처캐피탈은 벤처기업에 대한 투자를 결행하는 주체이므로, 벤처시스템의 작동을 촉발시키는 방아쇠(trigger)에 해당한다[7]. 벤처캐피탈이 제대로 작동한다면 벤처활동 활성화의 근간인 자생적인 성장 조건이 조성되는 것이기 때문이다.

한국 벤처캐피탈의 성숙도는 그들이 갖는 위험과 보상의 균형과 밀접하게 연관된다. 일반적으로 위험이 크거나 혹은 보상이 크다면 그것은 벤처생태계의 낮은 성숙도를 말하거나 혹은 벤처생태계 요소 사이의 부조화 상태인 ‘생태엇박자(ecological mismatch)’를 알려주는 신호이다[1]. 이러한 ‘생태엇박자’가 수정되지 않으면 한국 벤처 생태계는 낮은 실적을 낳는 상태로 지속될 가능성이 높다. 이러한 점에서 벤처캐피탈의 활동에 대한 평가는 한국 벤처중흥을 위해 매우 중요한 영역이다. 또한 벤처캐피탈 평가는 단순히 그 자체의 평가에 머무는 것

이 아니라 선별 능력, 투자대상의 우수성, 그리고 회수시장의 건전성 등이 총체적으로 반영된다는 점에서 다른 연관 요소들에 대한 실질적인 해결책도 제안한다는 특징을 갖고 있다.

한국 벤처캐피탈에 대한 연구는 벤처붐 이후에 일시적으로 집중되었다가, 조정기를 거치면서 급격하게 감소해왔다. 벤처붐 당시 벤처투자가 활발해지면서 벤처캐피탈의 현황과 과제에 대한 연구가 집중된 적이 있다[2]. 그러나 조정기 이후는 벤처캐피탈에 대한 연구 자체도 침체기로 들어선다. 한편 2004년도 이후 ‘벤처어게인’이라는 정책슬로건 하에서 벤처의 제도약을 추진하면서, 회수시점인 기업공개(IPO)에서 벤처캐피탈의 역할을 부각시키려는 노력도 있었다. 그러나 이 노력은 코스닥 시장에 등록하는 기업 중 벤처캐피탈 지원기업의 비중이 높아지는 것을 지목하면서 벤처캐피탈의 역할을 끄집어 낸 것에 그쳤기 때문에 벤처캐피탈의 투자활동에 대한 직접적인 판단근거로 인정하기는 어려웠다.

한국경제에서 벤처캐피탈의 투자행위에 대한 객관적인 평가가 적었던 이유는 무엇보다도 데이터 가용성이 낮았기 때문이다[4]. 실증 데이터의 부족은 벤처캐피탈에 대한 과학적 평가를 어렵게 했다. 따라서 벤처캐피탈 시장 전체에 대한 총량적인 기준으로 평가할 수밖에 없었다. 예를 들면 벤처투자조합 결성 금액과 같은 투자 자금의 총량의 많고 적음에 의해 벤처투자를 평가하는 관행이 그것이다. 그런데 이러한 총량적 평가는 구체적인 투자 건을 통해 벤처캐피탈이 얻는 투자실적을 반영하지 못한다. 이렇듯 개별 투자 건인 미시적인 투자행위를 보지 못했기 때문에 과학적 근거 없는 논의만을 산출하며, 한국 벤처캐피탈의 성숙도를 정확히 말해 주지 못했다고 평가된다.

본 연구는 이러한 한계를 극복하고자 벤처캐피탈의 ‘개별 투자행위’에 기초하여 평가하고자 한다. 그 평가의 배경에는 벤처캐피탈의 본연적 활동인 벤처캐피탈 사이클의 핵심을 이루는 투자와 회수에 대한 중요성이 자리 잡고 있다. ‘벤처캐피탈 사

이클(venture capital cycle)'은 펀드조성에서 시작하여 투자, 회수 그리고 재투자로 이어지는 일련의 순환과정을 말한다[10]. 각 단계마다 성숙한 기능을 수행하고 있는지 여부가 벤처캐피탈의 성숙도를 평가하는데 중요한 지표임에 분명하다. 본 연구는 벤처캐피탈 사이클이라는 관점에서 충실함과 동시에, 미시적 투자 건의 실적에 기초하여 벤처캐피탈의 투자 선별행위의 특성을 분석한다. 이 개별 투자 건별 분석은 각 투자 건이 담고 있는 성공과 실패에 대한 생생한 정보가 분석되어서 한국 벤처캐피탈 투자의 실질적인 의미를 전해줄 것으로 기대된다. 본 연구진의 최대한 노력으로 볼 때, 실제 투자 건을 데이터로 설정해서 한국 벤처캐피탈을 평가하는 시도는 본 연구가 최초이므로 차후 분석의 토대가 되는 탐색적 결과를 도출할 것으로 기대된다. 또한 이 투자 선별성에 초점을 맞춘 분석은 벤처캐피탈이 과연 무엇을 하는 경제제도(institution)인지라는 그 원천적 본질을 정확히 고찰하는 의미를 갖는다[1, 9, 16].

본 논문의 제 2장에서는 연구의문을 설정하며, 제 3장에서는 연구방법론을 소개함과 동시에 분석 결과들을 설명한다. 마지막으로 제 4장에서는 본 연구가 도출한 발견들이 주는 시사점과 정책적 의미를 토론하고 결론을 맺었다.

2. 연구 의문(Research Question)의 설정

본 연구는 벤처캐피탈의 투자와 회수라는 두 영역을 아우르는 핵심적인 한 가지 질문을 던진다. 구체적으로, 벤처캐피탈의 핵심 동인인 투자대상 선별행위에 대한 질문에 초점을 두었다. 투자대상의 선별은 벤처캐피탈의 투자실적이 시작되는 단초이다[10, 11]. 투자자의 입장에서 볼 때 잠재력이 높고 경쟁력이 높은 벤처기업을 투자대상으로 정했을 때 그 투자가 성공할 가능성이 높다. 즉, 좋은 투자대상을 선별하는 것은 다른 어느 조건보다 투자실적의 결과를 좋게 하는 요인임에 분명하다. 일반적

으로 성숙한 벤처캐피탈이라고 표현할 때, 그 의미는 어떤 대상에게 투자했을 때 어떤 수준의 수익을 얻을지를 사전에 판단하는 능력이 우수한 투자주체를 지칭할 것으로 본다.

그런데 벤처투자의 결과는 회수 통로를 거친 산물이다. 즉, 투자가 결과가 판정되는 시점은 회수 영역을 통과하고 난 이후의 시점이다. 이런 점에서 벤처캐피탈의 투자역량은 투자에 내재한 고위험(high risk)을 감당할 만큼 회수 영역에서 수익을 보장하고 있는지 여부와도 연관된다[6, 7]. 벤처캐피탈은 본질상 고위험을 감당해야 하는데, 시장에서 그 고위험을 감당할만한 보상(return)을 주지 못한다면, 벤처캐피탈은 그 고위험을 감당할 인센티브가 없는 셈이다. 즉, 벤처캐피탈에게 투자 위험에 상응하는 보상구조가 설정되어 있지 않다면 벤처캐피탈의 성장을 기대할 수 없는 것이다[1, 4].

벤처캐피탈이 추구하는 자본이득(capital gain)은 투자대상을 제대로 선별하는 것에서 출발하는데, 이는 투자할 만한 기업에 투자해야만 높은 이득을 얻기 때문이다. 그렇다고 수익이 확실한 벤처기업들만을 선정하는 보수적 투자를 말하는 것은 아니다. 수익결과에 대한 확실성이 없는 상태에서, 자신만의 혜안에 의해 큰 수익대상을 발굴하고 그것을 통해 큰 이득을 얻을 수 있는 능력이 바로 선별력인 것이다. 물론 이 과정에서 많은 실패가 있을 수 있다. 그런데 투자대상의 미래 잠재력을 읽어내고 그것을 실제 고수익으로 연결시키는 능력이 바로 벤처캐피탈 분야의 성숙 중 하나일 것이다. 벤처캐피탈 사이클의 입장에서 볼 때, 벤처캐피탈의 투자대상 선별능력은 그 사이클의 시작 단계에서부터의 각 인효과(imprinting)로서 의미가 크다. 시작이 잘 되어야 최대의 투자효과를 얻을 수 있기 때문이다. 특히 벤처기업의 R&D와 특허에 대한 정보로서도 그 기업의 미래실적을 판단하기 쉽지 않다는 연구를 고려할 때[17], 최초 선별시점의 정확한 판단은 결과에 미칠 영향이 클 수밖에 없다.

실제로 한국 벤처캐피탈에 대한 지속적인 비판 중 하나로서 벤처캐피탈의 낮은 선별력이 지적되

어 왔음을 주목해야 한다[4]. 일각에서는 선별력이 낮은 벤처캐피탈을 정리하여 선별력을 높이기 위해 벤처투자 펀드의 대형화 등이 정책대안을 언급하기도 했다. 이런 점에서 본 연구에서 우리 벤처캐피탈의 선별력이 과연 어떠한지를 실증적으로 검증하는 것은 이에 대한 실질적인 해결방안을 마련하는 객관적인 토대가 될 것이다.

벤처캐피탈의 선별력 이슈와 연관되어, 한국에서 벤처캐피탈들이 투자할만한 대상으로서 벤처기업이 풍부하냐라는 이슈가 여전히 남아있다. 일부에서는 벤처인증기업의 수에 비해서 벤처캐피탈이 투자할 만한 대상이 극히 제한적이라는 주장도 있는 반면, 다른 쪽에서는 유망 벤처기업은 많은데 벤처캐피탈의 능력이 부족해서 투자가 부진하고 심지어 투자가 보수적 성향을 갖는다고 평가한다[5]. 이 두 입장이 맞서는 상황에서 그것을 가장 잘 해결할 수 있는 방안은 실증적인 답을 도출하는 것이다. 벤처캐피탈의 선별력에 대한 검증은 이에 대한 직접적인 답을 도출하는 것은 아니지만, 최소한의 간접적인 시사점을 줄 것으로 기대한다.

2006년을 기준으로 한국경제에서 벤처캐피탈의 총 투자자금 총량은 약 1조 2천억 원이었다. 이에 대한 많고 적음의 과학적 평가는 사실상 어렵다. 국가별로 벤처에 투입될 수 있는 자금량을 결정하는 변수들이 다양하고, 또한 그 변수들에 영향을 미치는 원인들도 너무도 다양하기 때문이다. 여기서 한국의 금융 측면에서 주목해야 하는 것은 벤처에 투입되는 자금 중 벤처캐피탈과 같은 자본 파이낸싱(equity financing) 보다 대출 파이낸싱(loan financing)의 비중이 상대적으로 높다는 점이다. 2006년의 예를 볼 때, 정책자금 7조 원 이상, 기보 11조, 신보 29조, 지역신보 4조원 등이 모두 대출 파이낸싱에 해당한다. 앞서 언급한 벤처캐피탈 투자자금인 1조 2천억 원에 비해서는 42.5배나 된다. 이렇게 투자 금융에 비해 대출 금융이 전통적으로 발달된 금융 판도에서, 벤처캐피탈의 투자배수는 이러한 판도를 변화시킬 동력이 된다는 점에서 주목해야 할 분야로 평가된다.

본 연구는 한국 벤처투자의 실증적 증거로서 벤처캐피탈이 과연 어떤 벤처기업들에 투자했는지, 또한 그들의 어떤 속성에 주목했는지를 말해주게 될 것이다. 이는 단순 현상 분석을 넘어서, 우리 벤처생태계의 중요한 단면을 실증적으로 보여주는 중요성을 갖는다. 또한 벤처캐피탈이 투자대상으로 선정한 벤처기업별 투자수익률 측면에서도 현실적인 시사점을 전할 것으로 믿는다.

앞서 언급한 바와 같이, 투자 선별력은 회수 조건과도 밀접한 연관성을 갖는다. 투자회수 영역에서 중요한 이슈는 벤처캐피탈이 얻는 투자배수(배수)의 문제이다. 본 연구는 투자대상별 투자 건을 관찰 값으로 설정하고 각 건에서 얻은 투자배수 값을 산출했다. 아직까지 우리나라에서는 투자배수에 대한 총량적 지표도 아직 없는 실정이며, 아무런 평가기준도 없는 상황이므로 명확한 판단기준을 논하기는 아직 이르다. 참고적으로 2007년 미국 벤처캐피탈협회에 따르면, 2005년에 미국 벤처캐피탈이 투자한 금액은 미디엄(medium)으로 약 2,500만 달러정도 된다. 이 투자가 IPO에 의해 회수된 보상은 미디엄 IPO가치로 약 25,000만 달러였다. 즉, 투자회수로서 약 10배의 수익을 내고 있다는 말이다. 한국의 벤처 투자에서 10배의 회수배수를 기대할 수는 없겠지만, 10배수의 투자배수는 기초적인 평가기준이 될 수는 있다. 10배의 투자배수라는 조건에서는 각 투자 건에 내포된 투자위험이 감당될 것이며 이에 따라 신생 벤처기업 및 혁신기술 쪽의 투자에 적극적일 수 있다. 벤처 재투자자와 신성장동력 분야로의 벤처투자 활성화들이 이에 의해 지원받을 것이다.

한국의 2006년 지표를 보면, 평균 158억 투자했으며, IPO된 기업에게서 442억 원 가치를 냈다. 인수 합병 등 다른 회수통로가 취약한 실정을 감안한다면, 이는 투자의 회수배수가 3배 미만에 그친다는 것이며, 이는 벤처캐피탈이 감당해야할 위험에 비해 회수하는 배수가 지나치게 낮은 것임을 말해준다. 이 계산은 총량에서 도출한 값이어서 구체적인 투자별 수익률을 말하는 것은 아니다. 본 연구는

투자대상별 회수실적을 분석하여, 한국 벤처캐피탈의 회수 상황에 대해 실험적인 의미를 토론할 터전을 제공하게 될 것이다.

본 연구는 투자액 규모별 수익률을 통해 어느 투자 수준에서 투자배수가 높아지거나 낮아지는지 여부를 확인시킬 것이다. 실제로 한국 벤처캐피탈이 어떤 규모의 투자를 벌이는지도 아직 실증적으로 확인되지 않았다. 투자액 규모별 투자 회수 상황에 대한 실증적 증거들도 향후 벤처투자 결정에 대해 실질적인 시사점을 줄 것으로 믿는다.

한국벤처는 2007년 벤처특별법을 연장하면서 소위 “벤처 2기”를 출범시켰다. 그 “벤처 2기”의 중간선을 통과하는 현 시점에서 벤처를 움직이는 핵심요소인 벤처캐피탈을 진단하는 것은 한국 벤처시스템 전체에 대한 기본 동력을 정돈하는 의미를 가질 것으로 믿는다. 본 연구는 한국경제라는 고유성 측면에서 평가해야하기 때문에 벤처캐피탈의 선별성이라는 질문에 대한 사전적인 평가기준을 갖고 있지는 않다. 이렇게 사전 평가기준이 설정되지 않은 상황에서 본 연구는 한국 벤처캐피탈의 투자역량의 본 모습을 최초로 분석한다는 의미를 갖는다. 이런 점에서 본 연구는 특정 연구가설을 설정하고 그것을 직접적으로 검증하는 방식보다는, 탐색적 연구의 입장에서 조금 광범위할 수 있는 연구의문을 설정하고 실증분석에서 도출한 실험적 발견을 통해 한국 벤처투자에 관한 시사점을 토론하여 차후 연구의 토대로 활용되는 것을 기대한다.

3. 연구방법

벤처캐피탈의 투자대상 선별은 기업의 기술성, 성장성, 수익구조, 신뢰성, CEO의 역량 등 일반적인 사업타당성 평가기준에 따라 이루어지지만, 실질적인 투자심사과정은 전문가의 주관이나 직관적 판단이 개입될 여지가 많고, 더욱이 선별기준 및 절차는 각 벤처캐피탈의 투자사업 영위와 관련된 고유의 영역이므로 그에 대한 타당성 및 합리성을 객관적으로 평가하기는 어렵다.

또한 선별의 성과는 투자수익으로 나타나지만 이는 절대수치임으로 이것의 좋고 나쁨을 비교할 수 있는 객관적 기준이 존재하지 않는다. 더욱이 투자된 기업들에서 거둔 투자수익률만 가지고는 선별이 잘 되었는지를 객관적으로 평가할 수 없는데, 이는 투자하지 말아야 할 기업에 투자한 오류뿐만 아니라, 투자했어야 할 기업에 투자하지 않은 오류 또한 선별능력과 관련되어 있기 때문이다. 즉 엄밀한 선별능력의 판단을 위해서는 선별된 기업들뿐만 아니라 선별과정에서 제외된 기업들과의 성과를 동시에 고려해야만 한다. 그러나 VC가 어떤 기업들을 대상으로 선별작업을 하였는지는 알기 어려우며, 특히 투자하지 않은 기업의 투자기회 손실을 객관적으로 계량할 방법은 없다.

따라서 본 연구에서는 선별능력의 객관적 진단에서 벗어나, 선별행위의 특징을 기술하고 그것의 수익률과의 연관성을 분석하고자 한다. 구체적으로 선별행위의 결과로 선정된 투자대상 기업들을 대상으로 하여 그들에게서 공통적으로 발견되는 속성들에 주목하고 이러한 속성들이 실제 수익률과 어떻게 관련되어 있는가를 살펴봄으로써 선별의 성과를 진단할 수 있는 한 가지 근거를 제시하는 데 초점을 두고자 한다.

3.1 연구 데이터

본 연구에서 사용한 데이터는 벤처캐피탈협회(KVCA, Korea Venture Capital Association)가 집계한 1987~2006년까지 20년 동안의 벤처캐피탈의 투자기록으로 총 4,791개 기업에 대한 투자이력을 포함하고 있다. <표 1>은 데이터에 나타난 벤처캐피탈의 연도별 투자금액의 총량을 나타낸 것으로, 20년간 누적 투자금액은 7조 7천여억 원에 이른다. 중소기업청 통계에 의하면 2002년 이후 우리나라 벤처캐피탈의 매년 신규투자는 평균적으로 약 1,000개 기업에 1조 원 규모인 것으로 파악되고 있는 바, 본 데이터는 우리나라 전체 벤처캐피탈에 대한 대표성을 가질 수 있을 만큼의 충분한 투자기

목을 포함하고 있는 것으로 판단된다.

〈표 1〉 연간투자규모(4,791개 기업)

년도	신규투자금액(백만 원)	기업 수
1997년 이전	237,653	301
1998년	61,469	110
1999년	557,613	625
2000년	2,021,103	1,828
2001년	1,073,021	1,245
2002년	852,054	939
2003년	865,192	824
2004년	894,291	804
2005년	962,432	813
2006년 1분기	246,402	227
누적투자금액	7,771,235	

연도별 신규 투자금액의 추이를 보면 벤처붐이었던 2000년과 2001년 벤처캐피탈의 투자가 급격하게 증가하였다. 2000년 한 해만 1,828개의 기업에 2조 원이 넘는 금액이 투자된 것으로 나타났으며, 이는 1997년 이전 10여 년 동안 투자된 전체 금액의 약 10배에 달하는 수치이다. 이후 벤처붐의 위축과 함께 투자총액은 다시 줄어들었으나, 2002년 이후 다시 완만한 증가세를 보이고 있다.

연구에서 사용한 원천 데이터는 투자자인 벤처캐피탈의 투자실적을 파악하기 위한 목적으로 집계된 것으로 투자대상 기업에 대한 정보는 사업자등록번호(일부의 경우 기업명)만이 포함되어 있다. 투자대상 기업에 대한 정보를 얻기 위하여 KIS(Korea Investors Service)에서 제공하는 기업정보 데이터베이스를 활용하였는데, 이 때문에 KIS 데이터베이스에 등록되어 있지 않은 투자대상 기업의 투자기록은 분석에서 제외되었다. 또한, 기업에 대한 투자와 회수는 일반적으로 여러 기간에 걸쳐 발생하기 때문에 투자회수가 최종적으로 완료되기 전에는 정확한 투자수익률을 측정하기 힘들다. 가령, 투자가 진행 중인 상황에서 특정한 시점의 투자수익률은 지금까지의 투자금액 중 회수된 일부금액에 대한

것이므로 회수되지 않은 나머지 투자금액에 대한 잠재적 수익은 반영하지 못한다. 따라서 본 연구에서는 2006년 현재 회수가 완료된 경우에만 수익률 계산하였다.

이와 같은 과정을 통해 최종적으로 연구에 사용된 데이터(이후 KVCA-KIS 데이터로 칭함)에는 910개의 투자대상 기업에 대한 정보가 포함되었다. 〈표 2〉는 원천 데이터와 KVCA-KIS 데이터간의 차이를 대략적으로 비교한 것이다. 표에서 나타난 바와 같이 KVCA-KIS 데이터 상의 투자대상 기업의 수는 원천 데이터의 18.9%로 줄어들었지만 이들 기업에 투자된 금액은 전체의 약 31.1%로 기업 당 투자금액이 더 높고, 총투자수익(총수익/총투자금액)과 기업별 평균 투자수익(기업 당 투자수익률의 평균) 모두 원천 데이터에 비해 차이를 보이고 있음을 알 수 있다. 이는 KIS 데이터베이스에는 상대적으로 재무실적이 양호한 기업들이 주로 포함되었기 때문인 것으로 판단된다. 따라서 벤처캐피탈의 선별능력을 판단함에 있어, 원천 데이터에 기록된 모든 투자실적을 고려하지 못함으로써 발생하는 편향이 있음을 유의해야 한다.

〈표 2〉 연구 데이터

주요지표	KVCA 원천 데이터	KVCA-KIS 데이터
출처	한국 벤처캐피탈협회 (KVCA)	KVCA와 KIS 데이터 매칭
투자대상기업수	4,791 개	910 개
총투자금액	7조 7천억	2조 4천억
기업당 평균 투자금액	약 17억 원	약 27억 원
총투자수익률	4.2%	43.3%
기업별투자 수익률 평균	16.6%	55.6%

3.2 선별행위의 특징

연구 데이터에 포함된 기업들은 VC가 투자대상으로 선별한 기업들이므로 이들에게서 발견되는 특징

은 VC의 투자선별행위를 이해하는 단서가 될 수 있다. 구체적으로 1) 투자시점, 2) 상장여부, 3) 기업규모, 4) 업종의 네 가지 속성을 대상으로 각 속성의 값에 따른 기업분포, 투자규모 및 수익률의 차이를 비교하였다.

3.2.1 투자 시점

<표 3>은 KVCA-KIS 데이터에 포함된 투자대상기업들에 대한 투자시작 시점의 분포를 나타낸 것이다. 표에 의하면 총 910개 기업 중 창업 3년 이내에 투자가 시작된 기업은 403개로 전체의 약 44.3%이며 이들에 대한 총투자금액 총액은 약 1조 2천억으로 전체 기업에 대한 최초투자금액의 총액인 2조 4천억의 약 50%에 이른다. 특히 창업년도에 투

자가 발생하는 경우가 전체의 13.8%인데 이들에 대한 평균 투자금액은 약 35억 원으로 전체 기업에 대한 평균 투자금액에 비하여 다소 높다. 이처럼 투자회수에 대한 불확실성이 높은 창업 3년 이내에 첫 투자가 주로 이루어진다는 것을 통해 VC가 고위험-고수익을 추구하는 투자 자본으로서의 속성을 보임과 동시에, 창업가의 자금조달을 지원하는 창업 자본으로서의 역할도 수행하고 있음을 알 수 있다[8, 13]. 그러나 창업 3년 이내에 발생한 투자에 대한 수익률은 평균을 밑돌고 있는데, 이러한 결과는 투자수익률이 회수시장과 밀접하게 관련되어 있는 바, 창업초기 기업의 상장가능성에 대한 불확실성과 관련되어 있을 것으로 판단된다. 이에 대해서는 다음 절에서 자세히 살펴보도록 한다.

<표 3> 투자시작시점에서 투자대상기업의 업력

투자시점 업력(년)	기업 수	총투자금액	기업당 평균 투자금액	기업당 평균 수익률	수익률 표준편차
0	126(13.85%)	448,185,612,866	3,557,028,674	56.48%	1.99
1	165(18.13%)	473,595,121,625	2,870,273,464	45.73%	1.86
2	112(12.31%)	320,643,384,947	2,862,887,366	30.27%	0.94
3	82(9.01%)	239,338,164,492	2,918,758,104	117.67%	3.68
4	60(6.59%)	189,607,206,144	3,160,120,102	26.49%	0.78
5	64(7.03%)	178,619,809,021	2,790,934,516	26.28%	1.42
6	49(5.38%)	123,943,104,888	2,529,451,120	74.86%	2.42
7	29(3.19%)	56,851,611,616	1,960,400,401	107.30%	2.65
8	30(3.30%)	50,206,323,059	1,673,544,102	93.80%	2.57
9	26(2.86%)	66,620,736,507	2,562,336,020	16.90%	0.49
10	25(2.75%)	43,327,402,403	1,733,096,096	77.23%	1.64
11	19(2.09%)	32,459,435,564	1,708,391,345	98.22%	3.87
12	12(1.32%)	33,183,326,260	2,765,277,188	116.69%	1.96
13	8(0.88%)	9,968,886,575	1,246,110,822	64.56%	1.14
14	13(1.43%)	53,635,662,403	4,125,820,185	-0.22%	0.59
15	7(0.77%)	9,838,625,000	1,405,517,857	18.86%	0.64
16	6(0.66%)	17,903,038,060	2,983,839,677	70.42%	1.57
17	8(0.88%)	9,406,104,010	1,175,763,001	10.85%	0.23
18	7(0.77%)	13,811,142,480	1,973,020,354	-8.51%	0.52
19	5(0.55%)	15,549,687,600	3,109,937,520	71.90%	1.00
20~	57(6.26%)	87,950,210,035	1,542,986,141	51.73%	2.91
계	910(100%)	2,474,644,595,555	평균 2,719,389,665	평균 : 55.6%	2.11

3.2.2 상장여부

투자대상 기업들의 상장여부를 살펴보면(<표 4> 참조), 총 910개 기업 중 2006년 현재 상장기업은 총 399개로 전체의 약 43.8%이며 이들 중 대부분이 코스닥 상장기업이다. 이들 상장기업에 대한 투자시점은 61건을 제외하고는 모두 상장 이전에 이루어졌다. 따라서 56%의 비상장기업들까지 포함하면 VC의 투자는 대부분(약 93.3%) 비상장기업을 대상으로 하고 있다. 이는 ‘벤처캐피탈’이 정의상 비상장 벤처기업에 투자하는 실체임을 재차 확인시킨 셈이다. 상장여부에 따른 수익률을 비교해 보면 VC의 투자수익률 제고에 있어 회수시장의 역할이 절대적임을 알 수 있다[13, 14]. 코스닥 상장기업의 경우 투자수익률은 약 126%로 2배 이상의 수익을 거두고 있는 반면 비상장기업의 경우 거의 원금을 회수하는 정도의 수익에 그치고 있다. 또한 비상장기업들의 2006년 현재 평균업력은 약 10.1년이었다. 이 결과는 최근 수년 동안 코스닥 시장에 IPO하는 기업들의 평균 업력이(연도에 따른 차이가 약간 있기는 하지만) 10~12년을 넘어서고 있는 결과와 일치한다. 연구 데이터에 나타난 상장기업들의 경우 벤처캐피탈의 투자 이후 평균적으로 약 3년 이내에 상장에 성공했다는 점은 흥미로운 결과이다. 여기서 확인되는 주목할 점은 회수시장이 활성화되어 있지 않은 상황에서 벤처캐피탈은 투자 이후 3년 이내에 상장가능성이 있는지 여부를 중요한 투자 기준으로 설정하고 있었음을 알 수 있다. 벤처캐피탈이 이른바 위험을 감수하는 모험자본이지만, 투자라는 행위의 속성상 가급적 위험을 줄이고 기대수익을 높히려는 의지를 갖고 있다는 것을 확인할 수 있다.

3.2.3 기업규모

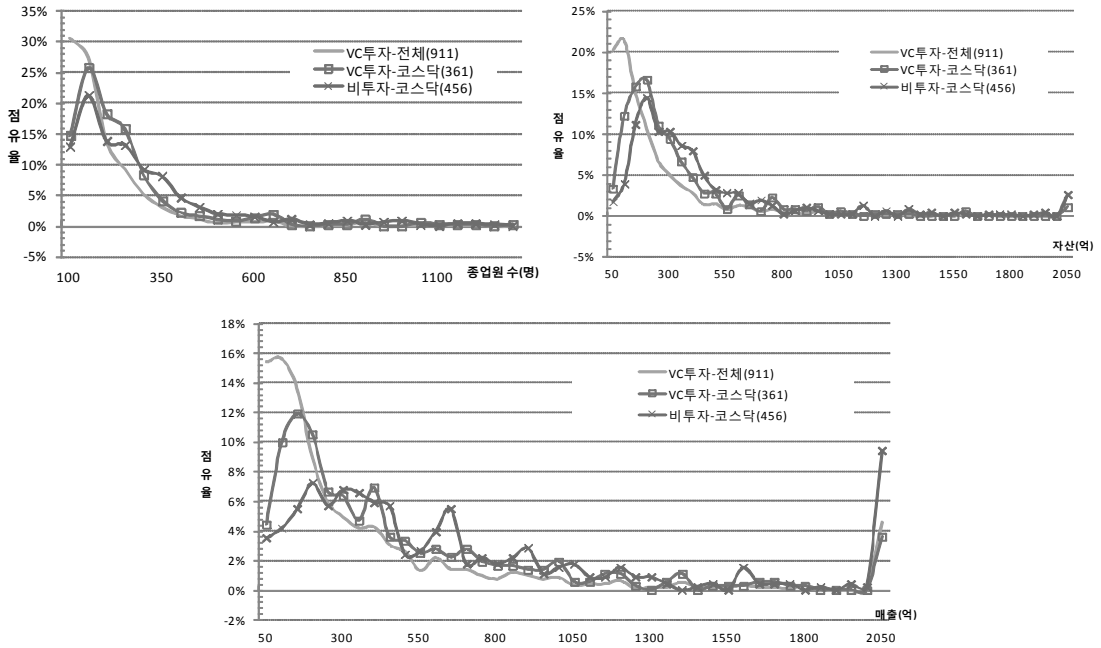
다음으로 기업규모에 따른 투자대상 기업의 분포와 그에 따른 투자규모 및 수익률 차이를 살펴보고자 한다. 기업규모를 나타내는 변수로써 종업원 수, 총 자산, 그리고 매출액을 이용하여 각 변수의 구간별 기업분포를 <그림 1>과 같이 표시하였다. 또한 기업규모의 크고 작음을 판단하기 2006년 현재 코스닥 상장기업 중 과거에 VC 투자를 받은 적이 없는 기업들(456개, 이하 비투자기업군)의 기업규모를 비교대상으로 선정하였다. 따라서 비투자기업군은 연구데이터에 포함되지 않은 새로운 기업군이다. 비투자기업군은 VC의 투자대상에서 제외된 채 상장에 이른 기업들이므로 VC 투자를 받은 후 상장한 기업군과 좋은 비교대상이 될 수 있다.

<그림 1>을 보면 종업원 수, 자산, 매출액의 경우 모두에서 기업분포가 지수분포와 유사한 형태를 띠고 있다. 다만 매출액이나 자산의 경우 매우 큰 값을 가지는 기업들이 상당수 포진하고 있다. 비투자기업군과 비교해보면 VC 투자를 받은 기업군에서 각 변수의 최초구간에서 더 높은 점유율을 보이고 있음을 알 수 있다. 이는 투자대상의 56%가 현재 비상장기업이기 때문인 것으로 판단되지만, 코스닥에 상장된 기업들만을 대상으로 한 비교에서도 그 차이는 작지만 유사한 경향이 발견되고 있어, VC의 포트폴리오에는 비교적 규모가 작은 기업의 비중이 높은 경향이 있다고 추측할 수 있다.

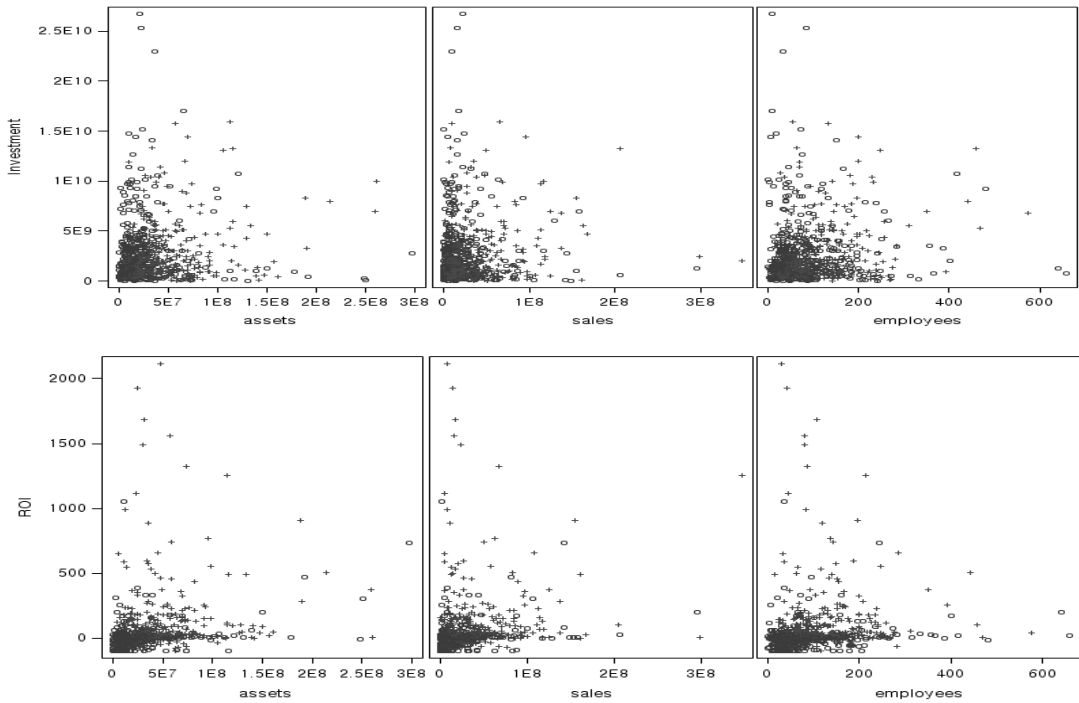
한편, 기업규모와 투자수익률 간의 관계를 살펴보면 기업규모가 작을수록 수익률이 낮은 경향이 발견된다. <그림 2>의 기업규모에 따른 투자규모 및 수익률의 산점도를 보면 작은 규모의 기업들에

<표 4> 상장여부에 따른 수익률

소속구분(2006년 현재)		기업 수(비율)	기업당 수익률	비고
비상장	금감위등록	207(22.75%)	2.63%	평균 업력은 약 10.1년
	외감	304(33.41%)	0.42%	
거래소상장		38(4.18%)	113.89%	최초 투자에서 상장까지 소요기간 평균 : 2.81년
코스닥상장		361(39.67%)	126.33%	
전체		910(100%)	55.61%	상장 이후 투자는 61건으로 전체의 약 6.7%



〈그림 1〉 종업원 수, 자산, 매출액에 따른 투자대상기업의 분포



〈그림 2〉 기업규모와 상장여부에 따른 투자금액 및 수익률 분포(0-비상장, +-상장)

대한 투자규모가 낮지 않음에도 불구하고(위의 그래프) 이들 대부분이 수익률 0% 이하에 분포하고 있음을 알 수 있다(아래 그래프). 다만 규모에 관계 없이 상장기업의 경우 비교적 높은 수익률을 보이고 있어 상장여부가 수익률에 큰 영향을 미침을 다시 한 번 확인할 수 있다.

3.2.4 업종

마지막으로 업종에 따라 투자대상기업의 분포와 기업 당 투자금액을 비교하였다. 업종에 대한 구분은 1차 산업, 금융, 기타 서비스, 바이오제약, 엔터테인먼트, 유통, 일반제조, IT로 구분하였으며 상대적으로 기업의 수가 많은 IT산업의 경우 다시 IT제조, IT소프트웨어, IT서비스로 세분하였다. <표 5>에서 보는 바와 같이 대부분의 투자대상기업은 IT 및 전통적 제조업으로 나타났고, 바이오제약이나 엔터테인먼트 등은 상대적으로 그 비중이 작았다. 이러한 결과는 한국의 산업구조 상 대부분의 중소기업이 IT, 자동차, 조선 등 제조업종에 해당하기 때문인 것으로 보인다. 그러나 기업 당 투자금액은 IT제조, IT소프트웨어, 바이오제약 등이 상대적으로 높았으며 특히 엔터테인먼트 산업의 경우 다른 산업에 비하여 월등히 높게 나타난 점이 주목할 만하다. 즉 비교적 첨단산업이나 성장하고 있는 신생

산업에 속하는 기업군에 보다 과감한 투자가 일어나고 있음을 알 수 있다. 한 가지 흥미로운 점은 앞선 분석과 달리 상대적으로 많은 투자가 일어난 업종에서의 수익률이 다른 업종에 비하여 더 높게 나타나고 있음을 알 수 있다. 따라서 성장하고 있는 신산업에 대한 투자가 수익률 제고에 매우 중요한 선별요인임을 짐작할 수 있다.

3.3 투자금액과 수익률

지금까지 투자대상기업의 주요 속성들을 통해 벤처캐피탈이 어떠한 기업들을 투자대상으로 선별하였는지 개략적으로 살펴보았다. 그 결과 창업초기의 기업, 비상장기업, 종업원 수나 자산 및 매출에서 작은 규모의 기업, 바이오 및 엔터테인먼트 업종의 기업 등이 투자대상에서 높은 비중을 차지하고 있었다. 앞 선 분석이 주로 기업속성에 따른 수(數)적 분포를 통해 선별특성을 살펴본 것과 달리 본 절에서는 선별행위에서 발견된 특징이 실제 기업 당 투자규모의 차이와 관련이 있는지를 회귀분석을 통해 살펴본다. 나아가 투자규모의 차이를 설명하는 요인이 투자수익률의 차이에도 영향을 미치고 있는지 살펴보고자 한다. 이를 위해서 투자금액과 투자수익률을 종속변수로 하는 다음 두 개의

<표 5> 업종 별 투자금액 및 수익률

업종	기업 당 평균 투자금액(원)	기업 수	평균 수익률	표준 편차
1차 산업	2,413,354,111	9(0.99%)	15.05%	0.35
IT서비스	2,193,334,539	52(5.71%)	32.54%	1.48
IT소프트웨어	2,777,415,885	124(13.63%)	58.54%	2.52
IT제조	3,064,710,151	227(24.95%)	72.97%	2.54
금융	1,536,135,605	19(2.09%)	4.25%	0.82
기타 서비스업	2,352,814,572	69(7.58%)	27.53%	1.15
바이오제약	2,922,803,033	23(2.53%)	190.74%	4.09
엔터테인먼트	5,549,056,985	48(5.27%)	92.41%	2.50
유통	2,399,131,710	47(5.16%)	47.18%	3.12
제조업	2,263,400,894	292(32.09%)	40.87%	1.20
계		910(100%)	평균 : 55.6%	

선형회귀 모형을 가정하였다.

$$\begin{aligned}
 & +\beta_7 \times \text{RND} + \beta_8 \times \text{G_SALE} + \beta_9 \times \text{G_ASSET} \\
 & + \beta_{10} \times \text{S_IT} + \beta_{11} \times \text{S_MFG} + \beta_{12} \times \text{S_BIO} \\
 & + \beta_{13} \times \text{S_ENT} \tag{2}
 \end{aligned}$$

3.3.1 회귀 모형

첫 번째 회귀 모형은 투자금액을 종속변수로 하고 투자대상의 속성을 독립변수로 하는 선형회귀 모형이다. 모형은 식 (1)과 같다. 식 (1)에 대한 회귀분석을 통해 투자대상기업의 어떠한 속성에 의하여 투자금액이 달라지는가를 알아보고자 하였다. 각 변수에 대한 설명은 <표 7>에 제시하였다.

$$\begin{aligned}
 \text{INV} = & \beta_0 + \beta_1 \times \text{IPO} + \beta_2 \times \text{AGE} + \beta_3 \times \text{EMP} \\
 & + \beta_4 \times \text{ASSET} + \beta_5 \times \text{CAP} + \beta_6 \times \text{SALE} \\
 & + \beta_7 \times \text{RND} + \beta_8 \times \text{G_SALE} + \beta_9 \times \text{G_ASSET} \\
 & + \beta_{10} \times \text{S_IT} + \beta_{11} \times \text{S_MFG} + \beta_{12} \times \text{S_BIO} \\
 & + \beta_{13} \times \text{S_ENT} \tag{1}
 \end{aligned}$$

두 번째 회귀식인 식 (2)는 식 (1)과 종속변수가 투자수익률로 변경된 것을 제외하고는 동일하다. 식 (2)를 통해 앞서 고려한 요인들 중 어떠한 요인들이 투자수익을 높이는데 영향을 주는가를 알아보고자 한다.

$$\begin{aligned}
 \text{ROI} = & \beta_0 + \beta_1 \times \text{IPO} + \beta_2 \times \text{AGE} + \beta_3 \times \text{EMP} \\
 & + \beta_4 \times \text{ASSET} + \beta_5 \times \text{CAP} + \beta_6 \times \text{SALE}
 \end{aligned}$$

각 회귀식의 실증을 통해 도출된 유의한 요인들을 비교해 보면 투자금액의 차이에 영향을 준 기업 속성이 실제 수익률이 차이에도 유의한 영향을 주고 있는지를 알아볼 수 있다. 이를 통해 지금까지 발견된 선별특성과 투자수익률과의 관련성을 살펴볼 수 있다. <표 6>은 위 모형에서 고려된 변수들에 대한 설명이다.

3.3.2 분석결과

<표 7>에 제시된 첫 번째 회귀식에 대한 실증 결과를 보면 투자금액의 차이를 가장 유의하게 설명하는 요인은 투자시점 시 업력으로 신생기업일수록 더 많은 금액을 투자하는 것으로 나타났다. 또한 IPO에 성공한 기업일수록 투자금액이 높았다. 한편 기업규모와의 관계에서는 종업원 수와 자산규모가 큰 기업일수록 투자금액이 높은 것으로 나타났다. 앞서 기업분포에서는 종업원 수나 자산규모가 작은 기업들의 수가 상대적으로 더 많았지만, 기업 당 투자금액은 규모에 비례하고 있음을 의미한다. 이는 결국 자산 등 기업의 사업투자규모

<표 6> 변수측정

변수명	변수측정	평균
투자수익률(ROI)	순이익/투자금액	55.6%
투자금액(INV)	기업별 투자총액	24.8억
상장여부(IPO)	상장여부(1 상장, 0 비상장)	0.36
업력(AGE)	최초 투자시점 시 업력	5.91년
연구개발비(RND)	매출액 대비 연구개발비(2004~2006년 평균)	11%
자본금(CAP)	자본금(2006)	160억
자산총액(ASSET)	자산총액(2006)	1,130억
매출액(SALE)	매출액(2004~2006년 평균)	818억
매출액성장률(GSALE)	2004~2006년 평균 매출액증가율	84.1%
자산증가율(GASSET)	2004~2006년 평균 자산증가율	43.2%
업종구분(더미변수)	제조(S_MFG), IT(S_IT), 엔터테인먼트(S_ENT), 바이오(S_BIO)	-

〈표 7〉 회귀분석 결과

독립변수	종속변수 = log 투자금액		종속변수 = 수익률(%)		
	Beta	t-value	Beta	t-value	
Intercept	19.924***	24.43	-1.704	-1.16	
상장여부 및 투자시점	IPO	0.159*	1.74	1.095***	6.67
	AGE	-0.034***	-6.31	-0.011	-1.11
종업원 수, 자산, 자본, 매출 규모	EMP	0.132**	2.08	0.005	0.04
	ASSET	0.139**	2.22	0.381***	3.4
	CAPITAL	-0.037	-0.77	-0.229***	-2.65
	SALES	-0.062	-1.17	-0.083	-0.88
연구개발	RND=0	0.003	0.04	0.103	0.61
	RND	0.014	1.25	0.000	0.01
성장성	GSALE	-0.008**	-2.31	-0.008	-1.26
	GASSET	0.012	0.93	-0.003	-0.14
업종구분	S_MFG	-0.189	-1.46	0.037	0.16
	S_IT	0.032	0.26	0.246	1.13
	S_ENT	0.524***	2.67	0.525	1.49
	S_BIO	0.119	0.45	1.380***	2.89
R ²	9.2%		11.4%		

주) *** 유의수준 99%, ** 유의수준 95%, * 유의수준 90%.

에 따라 소요되는 투자자본의 크기도 증가함을 의미한다. 그러나 연구개발투자와 매출액성장률, 자산성장률 등 재무성과가 투자규모에 유의한 영향을 미치지 않았는데, 이는 VC의 투자 결정에 있어 불확실성이 높은 연구개발 투자규모보다는 확보한 자산가치가 더 높게 평가되고 있음을 짐작케 한다.

마지막으로, 앞서 살펴본 바와 같이 엔터테인먼트 업종이 상대적으로 많은 투자를 받은 것이 유의하게 검증되었다. 지난 몇 년 동안 한류 붐을 타고 유명연예인이나 연예기획사들이 벤처캐피탈의 투자를 받아 창업을 하고 코스닥에 상장해 성공하는 몇몇 사례가 보고되었다. 본 결과는 실제로 적지 않은 규모의 자금이 엔터테인먼트 업종의 창업기업에 투자되고 있고, 그 규모가 일반 제조업이나 다른 중소기업에 대한 투자에 비해 월등하게 차이나고 있음을 보여준다.

한편 투자수익률의 경우, 표 우측의 회귀분석결과를 보면, 투자수익률의 결정요인으로 가장 큰 영

향을 미치고 있는 변수는 상장여부인 것으로 나타났다. 결과에 의하면 다른 모든 요인이 동일하다고 할 때, 상장한 기업의 투자수익률이 약 109%나 높은 것으로 나타났다. 회귀식 (1)에서는 창업초기일수록 더 많은 투자가 일어난 것으로 나타났는데, 이를 연결해 보면 결국 투자시점에는 창업초기 기업에게 많은 투자가 발생하였고 회수시점에는 상장을 통해 높은 수익을 달성하게 됨을 의미한다. 투자 시점의 업력의 경우 투자금액과 유의한 반비례 관계가 있었으나 투자수익률은 그러한 관계가 나타나지 않았다. 결국 투자수익은 최초 투자시점의 업력과 관계없이 투자 이후 상장에 성공하였는가에 따라 결정되기 때문인 것으로 이해할 수 있다.

한편 투자대상기업의 자산총액과 자본금이 벤처캐피탈의 투자수익률에 큰 영향을 미치는 변수로 파악되었는데, 자산규모가 크고 자본금이 적은 기업에서 더 높은 수익을 올리고 있는 것으로 나타났다. 성장하는 기업은 자산투자가 활발하게 일어남

으로 자본을 축적하는 기업보다는 필요한 자산에 적극적인 투자를 하고 있는 기업이 더 높은 투자수익을 얻을 수 있는 기업임을 시사한다. 마지막으로 상대적으로 높은 투자가 일어났던 엔터테인먼트 업종에서 수익률은 유의한 차이를 보이지 않았으나 바이오제약 업종에서 높은 투자수익을 올리고 있는 것으로 나타났다.

그러나 연구개발투자와 매출액규모, 매출액성장률, 자산성장률 등의 재무성과는 앞선 결과와 마찬가지로 투자수익률의 차이를 유의하게 설명하지 못하고 있다. 벤처캐피탈이 코스닥 상장을 주요한 투자수익의 원천으로 하고 있음으로 미루어 볼 때 상장을 통해 벤처캐피탈의 수익에는 기여하였으나 상장기업들의 재무성과나 연구개발규모는 기대에 미치지 못함을 짐작할 수 있다.

3.4 분석결과와 시사점

지금까지의 결과를 종합해 보면 다음과 같은 시사점을 얻을 수 있다.

첫째, VC는 주로 창업초기의 기업을 투자대상으로 선택하였고 그에 따라 기업의 분포나 기업당 투자금액 모두에서 이들 기업에 대한 투자비중이 유의하게 높음이 발견되었다. 창업초기는 불확실성이 높은 시기임으로 이들에 대한 투자에서 어떤 뚜렷한 선별기준을 연구에서 고려한 속성들만 가지고는 발견할 수 없었다. 가령 연구개발투자나 매출액 등은 유의한 선별기준이 아니었다. 다만 창업초기이므로 투자대상의 분포 측면에서는 종업원 수, 자산 및 매출의 관점에서 소규모 기업들 많았고, 이들 내에서 투자금액은 기업규모에 따라 비례하는 경향이 발견되었다. 그러나 대부분 이러한 소규모 기업에 대한 투자는 수익률이 좋지 않음을 알 수 있었다. 소규모 기업에 대한 투자는 본질상 위험도가 높아서, 사실 벤처캐피탈 입장에서는 다른 투자에서 수익을 얻어 소규모 기업에 대한 투자의 위험도를 상쇄해야 할 필요성이 제기된다 하겠다.

둘째, 투자수익률은 상장여부에 의하여 절대적

으로 좌우되었고, 매출, 재무성장, 연구개발투자 등의 속성들과는 무관하였다. 이를 앞선 결과와 연결하여 보면 결국 선별능력은 창업초기의 기업이 이후 상장여부를 판단할 수 있는가와 동일한 개념이 되며, 이는 곧 회수시장이 요구하는 상장요건을 만족시킬 수 있는가?로 이어질 것이다. 우리나라 코스닥 상장기준은 자본금 30억 이상과 ROE 10%, 당기순이익 20억, 매출액 50억의 재무성과중 한 가지 조건만을 요구하고 있는데(벤처기업의 경우 일반기업의 각 항목의 50%가 기준) 본 연구 데이터의 대부분 비상장기업들이 이 기준을 만족하고 있고, 또 회귀분석 결과에서 연구개발투자, 매출액, 재무성장 등이 투자수익률과 유의한 관계가 없는 바, 이러한 재무지표들이 상장가능성을 판단하는 선별기준이 아님을 짐작케 하며, 상장 이후의 기업의 주식가치에 대한 질적이고 포괄적 평가에 따라 선별이 이루어질 가능성이 높다.

셋째, 벤처캐피탈의 투자는 자산가치가 높은 기업을 중심으로 일어나고 있으며, 연구개발투자나 재무적 성과는 상대적으로 중요한 요소가 아니라는 점이다. 이는 벤처캐피탈의 투자가 기업의 무형적, 장기적 관점의 가치보다는 유형적, 단기적 관점의 가치를 추구한다는 시사점을 얻을 수 있다. 연구개발투자가 높은 벤처와 재무적 성과를 올리고 있는 벤처는 사실상 우수한 벤처가 될 가능성이 높다. 그런데 한국 벤처캐피탈은 이 요인들에 대한 가치를 높게 두지 않고 그 두 변수들과 무관하게 투자대상을 선정한 것으로 나타난다. 이 결과는 한국 벤처 판도에서 근시안적 관점에서 가시적인 유형자산에 대한 가치를 더 높이 준다는 결과로서, 한국 벤처캐피탈에게 장기적인 안목이 필요하다는 시사점을 남기는 것으로 해석할 수 있다.

마지막으로, 바이오와 엔터테인먼트 등 비교적 신산업에 대한 투자가 활발하게 일어나고 있으며 비교적 긍정적인 수익을 올리고 있는 것으로 나타났다. 바이오는 IT산업 이후의 각광받는 신산업이었다는 점이 고려된 것으로 해석되며, 엔터테인먼트는 주로 영화산업에서 단기적으로 투자회수가 발

생한다는 점에서 투자 매력도가 높았던 것으로 판단된다.

4. 결론 및 토론

본 연구에서는 20년간 벤처캐피탈의 투자이력에 대한 분석을 통해 벤처캐피탈의 투자행위에 대하여 분석하였다. 실증분석은 어떠한 기업에 투자되었는가는 선별의 문제와 그들의 투자수익률에 초점을 맞추어 결과를 도출했다. 분석대상 자체가 투자와 회수 영역이 모두 연결되어 벤처캐피탈의 실질적인 관심이 모두 담겨있는 영역이므로 현실적으로 의미 있는 실증결과를 도출한 것으로 믿는다.

본 연구는 벤처캐피탈의 주요한 수익의 원천은 역시 기업공개(IPO)를 통한 회수시장에 있다는 사실을 다시금 확인시켰다. 따라서 벤처캐피탈의 투자 활성화는 건전한 회수시장의 확립이 매우 중요한 역할을 한다는 것을 확인할 수 있다. 그런데 본 연구에서 확인했듯이, 비상장 기업을 포함한 전체 투자대상기업의 평균 수익률은 55% 정도로 낮고, 상장기업의 경우도 평균적으로 약 2배 남짓 정도의 배수에 머무르고 있기 때문에 현재의 회수시장에서 고위험 투자를 충분히 보완하고 있다고 볼 수 없다는 점이 안타까운 결과이다. 이는 회수시장에서 투자배수가 더 높아져야 하는 과제를 다시 제시하는 결과인데, 여기서 생각해야할 사항은, 코스닥 시장에 모든 벤처기업이 입장할 수 없다는 엄연한 현실이다. 코스닥 시장에 상장하는 것 자체에 극심한 경쟁이 있고, 또 코스닥 시장의 시황 등에 따라 상장 이후의 기업 가치에 대한 불확실성도 높은 것이 현실이다. 이런 상황에서 활발한 벤처 투자와 벤처캐피탈의 활성화를 기대하기 어렵다는 판단이 든다. 이러한 점에서 벤처캐피탈 투자 및 엔젤투자의 회수를 원활하게 촉발시키기 위한 코스닥 시장과 다른 중간단계의 투자회수 통로에 대한 논의[3]는 시의적절하다고 생각된다. 현재 장외 시장으로서 프리보드 시장이 있지만, 활성화 정도가 매우 약한 실정이며 관심도도 지속적으로 떨어지고 있다. 이에

대한 대안으로서, 또 중소 벤처기업의 자금원천을 활성화시키려는 목적으로 현재 중소기업 전용 주식시장(예 : KONEX) 이라는 이름의 시장 신설의 긍정적 공헌을 기대할 수 있는데, 이 시장이 그동안 프리보드에 감당하지 못한 새로운 역할을 감당하고 동시에 기존 코스닥 시장이 위축된다든가 하는 일이 없도록 염려사항들에 대한 보완책이 있어야 할 것이다. 이렇게 창업 초기 기업에게 투자하는 엔젤투자자와 벤처캐피탈이 중간시장에서 회수할 길이 열리는 것은 한국 벤처 투자에 새로운 촉발 요인이 될 것임을 기대할 수 있다.

이와 같이 의미 있는 발견에도 불구하고 본 연구는 몇 가지 한계를 가진다. 첫째로, 4,700여 기업에 대한 방대한 투자기록에도 불구하고 비해 투자대상기업에 대한 정보를 알 수 있는 투자기록은 상대적으로 적어 영세한 대부분 소기업에 대한 투자기록을 분석에 활용하지 못하였다. KIS에 등록되지 않은 이러한 기업에 대한 투자가 어떻게 일어나고 있으며, 이들이 향후 어떻게 성장해 나가는지에 대한 추적은 벤처캐피탈의 본래의 속성을 파악하고 실증하는 데 있어서 매우 소중한 연구가 될 것이다.

또한 본 연구는 ‘투자선별’이라는 이슈를 다루었지만, 실제 투자주체들인 창업투자자나 벤처캐피탈이 내부적인 투자결정에 대하여 어떠한 변수들을 고려하지 못했다. 이러한 사항들은 투자기업들의 주요한 핵심역량으로 쉽게 공개되기 어려운 정보였다. 따라서 본 연구에서는 최대한 객관적인 기업의 속성들만을 투자규모와 수익률을 설명하는 요인 변수로 사용할 수밖에 없었다. 그러나 실제 투자결정에 있어서 투자기업들은 창업자의 평판, 조직의 혁신성, 기술의 전망 등 내부적으로 다양한 원천으로부터 획득된 정보를 많이 사용하고 있다고 알려지고 있다. 향후 이러한 요인들을 고려하여 벤처투자의 선별요인에 대한 보다 광범위한 연구가 활발해 지기를 기대한다.

벤처캐피탈의 성장을 말해주는 몇 가지 총량적인 지표들이 존재함에도 불구하고, 아직 한국 벤처캐피탈의 미성숙에 대한 염려가 적지 않다[4]. 이

러한 염려는 본 연구와 같은 구체적인 벤처캐피탈 투자 행위를 분석하는 작업에 의해 해소될 수 있을 것으로 믿는다. 실제로 본 연구는 한국 벤처캐피탈의 구체적인 투자기록을 통해 그들의 투자 선별과 회수결과를 실증적으로 분석했다는 점에서, 한국 벤처캐피탈이 안고 있는 중요한 당면과제의 해소와 발전방안의 도출에 밑거름이 되기를 기대한다.

참 고 문 헌

- [1] 손동원, 벤처 진화의 법칙 : 벤처기업과 벤처생태계의 공진화, 삼성경제연구소, 2004.
- [2] 이인찬, 한국의 벤처캐피탈, 인성출판사, 2003.
- [3] 이인형, KONEX 설립을 위한 시장설계방안, 자본시장연구원 공청회 자료집, 2012.
- [4] 임채운 외, 벤처기업 생존영향 요인분석, 과학기술정책연구원 보고서, 2008.
- [5] 주현, 규제완화를 통한 중소·벤처기업 투자활성화, 산업연구원 보고서, 2008.
- [6] Ahlstrom, D. and G.D. Bruton, "Venture Capital in Emerging Economies : Networks and Institutional Change," *Entrepreneurship Theory and Practice*, Vol.30, No.2(2006), pp. 299-320.
- [7] Arthurs, J.D. and L.W. Busenitz, "Dynamic Capabilities and Venture Performance : The Effects of Venture Capitalists," *Journal of Business Venturing*, Vol.21, No.2(2006), pp. 195-215.
- [8] Berglund, H., "Early Stage Venture Capital Investing : Comparing California and Scandinavia," *Venture Capital*, Vol.13, No.2(2011), pp.119-145.
- [9] Florida, R. and D. Smith, "Keep the Government Out of Venture Capital," *Issues in Science and Technology*, Vol.9, No.4(1993), pp. 61-68.
- [10] Gompers, P. and J. Lerner, *The Venture Capital Cycle*, Boston, MA : MIT Press, 1999.
- [11] Gompers, P. and J. Lerner, "The Venture Capital Revolution," *The Journal of Economic Perspectives*, Vol.15, No.2(2001), pp.145-168.
- [12] Gorman, M. and W.A. Sahlman, "What Do Venture Capitalists Do?," *Journal of Business Venturing*, Vol.4, No.4(1989), pp.231-248.
- [13] Hsu, D., "Venture Capitalists and Cooperative Start-Up Commercialization Strategy," *Management Science*, Vol.52, No.2(2006), pp.204-219.
- [14] Kenney, M., *Understanding Silicon Valley : The Anatomy of an Entrepreneurial Region*, Stanford, CA : Stanford University Press, 2000.
- [15] Lerner, J., "The Government as Venture Capitalist : The Long-Run Impact of the SBIR Program," *The Journal of Business*, Vol.72, No.3(1999), pp.285-318.
- [16] Lerner, J., "Innovation, Entrepreneurship and Financial Market Cycles," *OECD Science, Technology and Industry Working Papers*, 2010.
- [17] Sohn, D.W., W.C. Hur, and H.J. Kim, "Effects of R&D and Patents on the Financial Performance of Korean Venture Firms," *Asian Journal of Technology Innovation*, Vol.18, No.2(2010), pp.169-185.
- [18] Von Burg, U. and M. Kenney, "Venture Capital and the Birth of the Local Area Networking Industry," *Research Policy*, Vol.29, No.9(2010), pp.1135-1155.