

벤처캐피탈 투자역량이 벤처기업의 투자성과에 영향을 미치는 요인에 관한 연구

(A Study on the Effect of Venture Capitals' Investments
Capabilities on the Investment Performance of Venture Company)

전 양 우¹⁾, 하 규 수²⁾

(Yang-Woo Chun and Kyu-Soo Ha)

요 약 유망한 벤처기업이 경제혁신에 주요 역할을 담당한다는 것은 잘 알려져 있다. 그러므로 창업기업의 성장에 있어 벤처기업은 필수적인 역할을 담당하고 있다. 벤처캐피탈의 투자성과에 관한 문헌들은 벤처캐피탈 투자전략이 벤처캐피탈의 특성과 역량에 크게 의존하는 것으로 나타났다. 따라서 벤처캐피탈의 투자역량은 중요하다. 즉, 벤처기업은 투자대상의 결정, 투자방법, 투자 후 사후관리 방법 등 벤처캐피탈은 다양한 투자역할을 담당하고 있다. 본 연구는 벤처캐피탈의 투자역량이 투자성과에 미치는 영향을 이해하기 위해 수행되었다. 이를 위해 서울과 경기도 지역의 70개 벤처기업을 대상으로 실증분석을 실시하였다. 본 논문의 경험적 증거는 다음과 같이 요약된다. 첫째, 벤처 기업의 재무성과는 벤처캐피탈의 재무역량과 벤처캐피탈의 투자평가에 영향을 받는 것으로 나타났다. 둘째, 벤처기업의 경영성과는 벤처캐피탈의 마케팅지원 컨설팅과 벤처캐피탈의 투자평가에 영향을 받는 것으로 나타났다.

핵심주제어 : 벤처캐피탈, 투자평가, 투자역량

Abstract It is well known that the encouraging startups play a major role for innovation in an economy. Thus, venture capital are indispensable for the growth of startups. The literature on investment performance of venture capital reveals that the investment strategies depend largely on the characteristics and capabilities of venture capital. Therefore, investment capability of venture capital is important. There are various investing roles that can be identified by venture capital when determining what kind of startup to invest in, whom to invest with, how to invest, how to post-investment management after investment, and so on. This research was conducted to understand the effect of investment capabilities of venture capital on investment performance. To do so, we surveyed 70 venture businesses in the Seoul and Gyeonggido region for an empirical analysis.

The empirical results of this paper are summarized as follows. First, the financial performance of venture firms is influenced by the financial capacity of venture capitalists, and investment evaluation of venture capital. Second, the business performance of venture firms is influenced by the marketing support consulting of venture capital, and investment evaluation of venture capital.

Key Words : Venture Capital, Investment Performance, Venture Firms

* Corresponding Author : ksh@hoseo.edu

Manuscript received Dec. 1, 2016 / accepted Dec. 23, 2016

1) 호서대학교 벤처경영학과

2) 호서대학교 벤처경영학과 교신저자

1. 서 론

벤처기업은 혁신주도형 경제로의 전환에 있어서 가장 중요한 역할을 제공하는 주체라고 할 수 있다. 벤처기업은 아이디어와 기술력을 기반으로 지식경제사회에서 경쟁해나가는 주체이며 벤처기업의 성과가 국가 경제성장의 기반이 되므로 이에 따라 2016년 중소기업청은 범정부적 창조경제 정책 추진을 통해 기술창업 기업이 글로벌 스타 벤처로 “도약·성장(Scale-up)” 할 수 있도록 뒷받침하는 창업기업 육성정책 혁신전략을 발표했다. 그간 공급자 중심의 양적 투입 확대를 통해 창업 저변을 확대하는데 집중하였던 창업정책에서 글로벌 시장경쟁력을 확보할 수 있는 스타 벤처기업 육성으로 변화하고 있다.

따라서 정부는 벤처기업의 성장과 육성을 위한 여러 가지 지원정책을 펴왔다. 벤처특별법상 벤처기업으로 확인 이후 가장 큰 지원혜택은 세제혜택이 있으며, 이 외에도 코스닥 상장시 자본금 및 자기자본 기준이익률 기준 하향 적용과 설립 후 경과년수 및 부채비율 적용면제 등 심사가 우대 등의 금융혜택과 지식재산권과 관련한 지원혜택을 제공하고 있다. 그럼에도 불구하고 벤처기업의 창업 후 3년간 생존율을 살펴보면 세계적으로 높지 않다. 이는 벤처기업의 자립이 쉽지 않다는 점을 말해주는 것이다. 따라서 생존율은 단순히 벤처기업이나 스타트업의 역량으로는 한계가 있음을 알 수 있다.

벤처기업의 생명은 끊임없는 창조와 도전에 있으며 많은 벤처기업들이 이륙(take-off) 전에 실패를 경험하고 이러한 상황을 극복하기 위해 가장 필요한 것이 벤처캐피탈의 지원이다. 중소벤처기업은 설립 이전 단계에서부터 자금조달이 필요하며, 설립 시부터 조직의 구축, 개발, 생산, 마케팅 등 기업의 제반 활동에 필수적으로 자금조달이 필요하다. 초기 단계의 기업일수록 창업자 및 설립에 뜻을 같이하는 동료나 친지로부터 자금 조달이 이루어지나, 기업이 본격적인 형태를 갖추고 나아가려면 엔젤투자자들을 거쳐 벤처캐피탈 투자를 필요로 하게 된다[1]. 벤처캐피탈은 연구단계, 설립초기 단계를 비롯하여 창업초기 단계에 있는 중소벤처기업에 투자하고 있으며,

재무구조 개선을 목적으로 하는 기업이나, 상장 후 모습을 갖추려는 기업에 대한 투자도 하고 있다. 벤처캐피탈은 단순히 자금을 공급하는 것 이상의 역할을 수행하기도 한다. 그들은 투자받은 기업이 지속성장할 수 있도록 경영 및 기술관리 등 각종 컨설팅 서비스를 제공하는 코칭역할도 담당한다. 벤처캐피탈의 창업기업에 대한 금융 및 비금융적 지원기능으로 인해 그들은 국가차원에서 전략적으로 육성되어야 할 주체로서 오랫동안 관심을 받아왔다.

벤처지원제도의 목적은 신생 벤처기업들의 기술개발 능력과 시장성장성을 신장시키는데 있다고 할 수 있다. 그러나 벤처기업들의 기술투자와 시장성장성에 대한 불확실성은 매우 커서 기업들의 투자수요와 정부지원의 정책방향이 일치하지 않아 기업들의 만족도가 낮은 경우가 많다[2]. 벤처기업에 대한 지원에 대한 제도적 관점에서 보더라도 정부의 재정 지원이 정부부처별로 분산·추진되어 효율적인 집행이 이루어지지 못하였다는 지적이 업계와 관련단체에서 제기되고 있다. 벤처기업의 경영상 가장 큰 애로점인 자금난 해소를 위해 벤처기업지원제도의 보다 효율적인 운용이 요구되고 있으나 자금지원제도 운영상의 문제, 지원체제의 복잡성, 이용자들의 이해부족 등으로 자금지원의 실효성이 저하되고 있다[2].

지금까지 벤처기업의 육성을 위한 관심과 이슈는 벤처캐피탈이나 엔젤활성화 방안이나 정책의 문제점에 대한 정책에 대한 관심이 높았다. 이에 따라 관련 연구들은 효과적인 투자채원 조달, 투자자금 회수지원, 세제개편 등의 정책을 중심으로 진행되어 왔다. 상대적으로 투자자금 이외에 투자과정에서 고려되는 벤처캐피탈의 역량이나 심사역의 역량, 벤처캐피탈의 사후 지원 등에 대한 부분은 매우 제한적으로 진행되어 왔다. 이에 따라 벤처기업의 지원을 받은 기업을 대상으로 벤처지원의 실질적인 성과에 미치는 영향력이나 관심은 부족하다. 따라서 이미 투자를 받은 경험이 있는 중소벤처기업의 입장에서 실질적인 투자의 성과에 영향을 미치는 요인을 살펴볼 필요가 있다.

본 연구에서는 벤처기업 지원에 대한 유효성을 분석하기 위해 벤처기업자금을 지원받은 기업들

을 대상으로 투자 이후 벤처캐피탈이나 심사역의 역량, 투자 이후 지원 컨설팅, 벤처캐피탈의 심사 투자평가가 실질적인 벤처기업의 투자성과에 미치는 영향력을 분석하였다. 이를 통해서 보다 실질적인 벤처기업지원의 유효성을 높이고 투자성과의 향상을 위한 효율적인 벤처기업지원 방안을 제시하고자 한다.

2. 이론적 배경

2.1 벤처캐피탈의 역할 및 특성

벤처캐피탈은 벤처시스템에서 핵심적인 기능을 수행하고 있다. 벤처캐피탈은 공개된 기업이 아닌 미공개기업을 대상으로 지분투자(private equity investment)를 수행하는 전문 투자자 집단이다. 투자(investment)의 목적은 자금공급시점과 회수시점에서의 투자대상의 가치차이를 통해 수익을 극대화하는 것이다. 주식투자 또는 채권투자는 잘 알려진 대로 각각 주식이나 채권의 시세차익을 목적으로 행해지고 있는 투자행위이다. 투자신탁회사, 증권회사 등은 이러한 투자행위를 전문적으로 하는 기관이다. 주식, 채권 등에 대한 투자활동은 투자대상(주식 또는 채권)의 내재적인 가치변화에 영향을 주지 못 하는 수동적인 투자활동이라는 데에 특징이 있다. 즉, 투자대상의 가치변화는 개별투자자에게 시장에서 주어진 변수에 불과할 뿐이다. 따라서 주식 또는 채권에 대한 투자활동은 투자대상의 가치변화 시점들을 선택하는 것이다.

벤처캐피탈에 의한 미공개기업에 대한 투자도 마찬가지로 투자대상기업의 가치의 차이를 이용하여 수익을 극대화하는 데에 그 목적이 있다. 벤처캐피탈의 투자활동은 앞서 언급한 일반 투자 전문회사들의 투자활동과는 크게 차이가 있다. 벤처캐피탈은 투자대상 기업의 자금을 제공하고 지분을 인수한 후 투자대상기업의 가치변화를 수동적으로 받아들이는 투자활동을 하는 것이 아니다. 특히, 자금을 제공 역할뿐만 아니라 그 기업의 가치를 제고시키기 위해 주체적으로 제반 활동인 경영지원, 인사지원 등을 한다. 이 경우 투

자대상의 가치는 벤처캐피탈에게 외부적으로 주어진 변수가 아니라, 통제할 수 있는 변수가 되는 것이다. 따라서 벤처캐피탈의 투자활동은 기업가치 제고를 통한 수익극대화를 위한 제반 행위라고 정의될 수 있다

벤처캐피탈의 투자과정은 벤처기업의 발굴 → 사전검토 → 평가 → 계약 → 모니터링과 경영지원 등의 순차적인 행동으로 이해할 수 있다. 벤처캐피탈의 활동은 소위 모험자본의 순환(venture capital cycle) - 투자자금조달(fundraising), 투자활동, 회수(exit)을 통해서 이루어진다. 그 중 벤처캐피탈에 의한 수익창출과 수익성은 투자행위에 크게 의존한다[3].

벤처캐피탈은 벤처부문의 시장실패의 원인인 벤처기업이 본질적으로 가지고 있는 특성들을 완화시키는 역할을 한다[4]. 첫째, 은행 등 일반 금융기관을 통해서 대출을 못 받아 자금조달이 어려운 성장기의 기업에게 자금지원을 수행한다. 둘째, 벤처캐피탈의 다양한 경험으로 축적된 지식으로 투자된 벤처 기업의 사업의 미래에 대한 불확실성을 완화시키기 위한 사후관리(post-investment management)를 한다. 셋째, 전문적인 투자기관으로서 벤처기업과 기업외부투자자 사이에 발생할 수 있는 정보의 비대칭성을 약화시킬 수 있다. 이러한 벤처캐피탈의 역할 혹은 기능으로 인해, 벤처기업은 벤처캐피탈의 자금과 경영지원에 대한 수요가 존재하며, 외부투자자는 벤처캐피탈을 통하여 벤처기업에 투자를 할 기회를 갖게 되어 결과적으로 벤처부문으로 자금이 유입될 수 있다.

벤처캐피탈 및 외부투자자는 투자대상기업의 지분획득에 의한 경영권 행사가 아니라, 사후관리를 통한 투자대상기업의 기업가치 제고후 투자회수를 통해 높은 수익을 목적으로 한다. 벤처캐피탈의 투자활동에서 가장 중요한 세 단계는 어떤 기업에 투자할 것인가를 결정하는 투자대상기업 선정과정, 투자대상 기업이 선정되었다면, 그 기업에게 어떤 재원으로, 얼마의 자금을, 어떤 조건으로 투자할 것인가의 문제를 해결하는 과정, 계약이 이루어진 후, 투자대상기업이 기업가치 제고를 위해 기업활동을 잘하고 있는지 감시하는 것이다.

2.2 벤처캐피탈 성과에 대한 선행연구

벤처기업 지원의 유효성은 지원에 따른 기업의 성과와 기업의 정책 만족도로 평가할 수 있다. 그동안 벤처기업의 지원성이나 유효성에 관해서는 다양한 연구가 이루어져 왔다. 벤처캐피탈리스트들의 사후관리 정도를 상(깊게 관여), 중(중간), 하(자유방임)로 나누어 사후관리 정도와 예상수익률과의 관계를 살펴보았다. 실증분석 결과 사후관리 정도가 낮은 경우는 예상수익률이 높지 않은 기업들에게서 주로 발견되었다. 반대로 벤처캐피탈이 투자기업의 경영활동 등에 깊게 관여하는 경우에는 예상수익률이 비교적 높은 벤처기업에 대해서 일어났다[5].

1994년부터 2000년까지 실리콘밸리의 벤처캐피탈 투자기업 193개사와 비투자기업 301개사의 성과를 비교한 결과 VC투자기업이 고용창출 등 성장성 측면에서 비투자기업보다 성과가 더 우수했음을 보여주었다[6]. Chemmanur et al.[7]은 1972년부터 2000년까지 미국의 벤처캐피탈 투자기업 1,881개사를 대상으로 총요소생산성(TFP)을 측정했는데, VC투자기업이 비투자 기업에 비해 생산성이 더 많이 증가했음을 보여주었다. 반면 Wang et al.[8]은 싱가포르 상장기업 중 VC투자기업과 비투자기업의 성과를 비교했는데, VC투자기업이라고 IPO 이후 주식가치가 더 높아지지 않는다고 주장하였다.

Rosa et al.[9]은 1991년부터 1999년 사이에 호주증권거래소에 상장된 투자기업 38개와 비투자기업 295개를 대상으로 주식 저가발행 정도와 주식시장에서의 장기간 성과차이를 비교했는데, 벤처캐피탈로부터 투자받은 기업의 성과가 오히려 낮았다고 주장하였다. Florin[10]의 경우에도 1996년 상장한 미국의 277개 기업을 대상으로 한 분석에서 VC투자기업이 비투자기업보다 경영성과가 더 향상되었다는 증거는 없었다고 주장하였다.

Koh & Koh[11]은 싱가포르의 벤처캐피탈 산업은 혁신과 경제성장을 견인하는 역할을 수행했는데, 싱가포르를 비롯한 아시아 여러 나라들에서 1990년대 이후 벤처캐피탈 산업의 활성화는 창업초기 혁신기업들의 자금 확보에 긍정적 역할을 했다고 하였다. Tang & Chyi[12]는 GMM 모

형을 통해 벤처캐피탈 투자 자료를 분석한 결과 벤처캐피탈 산업의 발전은 대만경제 전반의 생산성 성장에 유의적인 영향을 미쳤다.

벤처캐피탈의 투자효과에 대한 국내 선행연구에서 국내의 기업형 벤처캐피탈로부터 투자받은 벤처기업의 재무 및 혁신성과에 미치는 영향과 결정요인을 실증적으로 분석하였는데, 특히 기업간의 기술적 근접성이 벤처기업의 혁신성과 및 재무성과(성장성 및 수익성)에 미치는 영향을 중점적으로 분석하였다. 기술적 접근성이 기술혁신에 긍정적인 영향을 미치는 반면, 재무성과 측면에서는 벤처기업이 부품소재산업에 포함되어 있는 경우에만 양의 상관관계를 가진다고 보여주었다[13].

허남수 외[14]은 벤처기업공개와 벤처캐피탈리스트의 역할분석을 통해서 벤처캐피탈리스트의 명성에 따라 초기 초과수익률은 차이가 있는 것으로 나타났다. 또한 벤처캐피탈리스트를 중심으로 국내 IT벤처기업의 IT벤처기업의 특성을 경영자·팀 특성, IT제품 서비스특성, 시장특성, 제품특성 등 4개의 요인으로 분류하고, 이들 특성과 투자 벤처기업에 대한 현금화가능성 및 투자결정의사 변인들 간의 인과관계를 실증적으로 검증하였다[15]. 이기환 외[16]은 소프트웨어기업을 대상으로 벤처캐피탈의 자금지원효과를 분석하여 기존 연구의 탐색적 접근방식의 한계점을 제시하고 실증분석을 통한 보다 체계적인 분석을 시도하였다.

분석결과 벤처캐피탈의 지원을 받은 소프트웨어기업의 성장성이 지원을 받지 않은 기업의 성장성보다 높게 나타났으며, 이를 통해 벤처캐피탈 지원을 받은 기업이 성장성이 높은 것을 벤처캐피탈의 기업 선별 능력이 뛰어난 점을 원인으로 분석하였다. 또한 창업 초창기에 벤처캐피탈 회사로부터 자금지원을 받은 소프트웨어기업의 성장성이 그렇지 않은 기업보다 높은 것으로 분석되고 있어 창업과 성장을 촉진하기 위해서는 초기단계에 지원이 이루어지는 것이 바람직하다고 하였다.

정부의 벤처기업 지원제도에 대한 유효성을 분석하기 위해 벤처기업 자금을 지원받은 기업들을 대상으로 기술적 관심도와 성과 및 만족도의

관계를 분석한 결과 벤처기업의 기술 관심은 기업의 재무적, 고객, 학습 및 성장관점의 성과와 관련이 깊고, 벤처지원제도의 만족도는 재무적, 고객, 내부프로세스 관점의 성과에 의해 유의한 영향을 받는 것으로 나타났다[2]. 벤처캐피탈의 자금투자가 벤처기업 경영성과에 미치는 영향을 분석한 결과 벤처캐피탈의 자금투자를 받은 벤처기업의 성장성이 투자를 받지 못한 기업의 성장성보다 높게 나타나는 것으로 조사되고 있다. 벤처캐피탈의 자금투자규모별 분석 결과 자금투자 규모가 많을수록 성장성과 수익성이 높은 결과를 나타냈다. 이러한 결과로 볼 때 벤처캐피탈 자금투자는 벤처기업과 외부투자자사이의 정보비대칭 문제와 대리인문제를 완화시켜 외부 투자자들의 자금이 원활히 유입되도록 하며 투자기업의 기업 가치 제고에 긍정적인 효과를 나타내고 있는 것으로 판단하였다[17].

한국 벤처캐피탈의 투자결정모형 도출에 관한 연구에서 설문결과를 통하여 분석한 결과 벤처캐피탈리스트들은 투자결정시 대상 기업의 성장성과 수익성을 주로 고려하고 있으며, 세부요인으로 경영진 및 직원의 자질, 시장변화대응력, 시장상황, 마케팅능력, 제품차별성, 경쟁상황, 기술력 등을 중요하게 고려하고 있었다[18]. 2000~2006년까지 우리나라 정부와 민간 벤처캐피탈이 투자한 벤처기업의 재무성과를 비교분석한 결과 정부는 업력이 짧고 규모가 작은 창업기업을 선호했으나 정부벤처캐피탈로부터 투자받은 기업의 생산성은 민간투자기업에 비해 더 약화되고 있었다. 정부벤처캐피탈은 벤처기업의 시장실패 극복 등에 기여하지만 투자기업의 생산성 향상에는 역부족이라는 한계를 보여주고 있다[19].

벤처캐피탈이 수행하는 경영감시가 철저할수록 벤처캐피탈의 투자성과와 벤처기업의 경영성과가 높으며, 벤처캐피탈이 받게 되는 보상수준도 크게 나타남을 제시하고 있다[20]. 벤처기업지원정책의 실효성에 대한 연구결과 벤처기업의 세제지원정책과 자금지원정책이 정책수요자인 벤처기업 관점에서 가장 만족스러운 벤처기업지원정책으로 평가되었다[21]. 김현진[22]은 공공벤처캐피탈의 공동투자가 벤처기업의 성과(IPO, M&A, 폐업, 법적관리, 회생절차)에 미치는 영향력을 분석하였다.

3. 연구방법

3.1 연구가설

본 연구에서는 기존의 선행연구들에 대한 고찰과 벤처캐피탈업계 종사자들과의 면담을 통하여 도출한 연구가설을 제시하고 이후 실증분석을 통하여 연구목적에 달성하고자 한다.

가설 1: 투자받은 VC는 벤처기업의 투자성과에 정적인 영향을 미칠 것이다.

가설 1-1: VC의 재무역량은 벤처기업의 투자성과에 정적인 영향을 미칠 것이다.

가설 1-2: VC의 명성은 벤처기업의 투자성과에 정적인 영향을 미칠 것이다.

가설 1-3: VC의 역량은 벤처기업의 투자성과에 정적인 영향을 미칠 것이다.

가설 2: 투자받은 VC의 심사역은 투자성과에 정적인 영향을 미칠 것이다.

가설 2-1: 심사역의 전문성은 벤처기업의 투자성과에 정적인 영향을 미칠 것이다.

가설 2-2: 심사역의 신뢰성은 벤처기업의 투자성과에 정적인 영향을 미칠 것이다.

가설 3: 투자후 지원 컨설팅은 벤처기업의 투자성과에 정적인 영향을 미칠 것이다.

가설 3-1: 마케팅지원 컨설팅은 벤처기업의 투자성과에 정적인 영향을 미칠 것이다.

가설 3-2: 재무지원 컨설팅은 벤처기업의 투자성과에 정적인 영향을 미칠 것이다.

가설 3-3: 경영지원 컨설팅은 벤처기업의 투자성과에 정적인 영향을 미칠 것이다.

가설 4: 투자받은 VC의 심사 투자평가는 벤처기업의 투자성과에 정적인 영향을 미칠 것이다.

3.2 측정도구

본 연구에서는 벤처캐피탈 투자로 인한 벤처기업의 투자성과를 알아보기 위하여 벤처캐피탈 투자와 관련한 세부 측정변수는 다음과 같다. 벤처캐피탈의 역량은 선행연구[23, 24, 25, 26]를 참고로 하여 벤처캐피탈의 명성으로 규모, 인지도 등

을 측정하였으며 재무적인 부분으로 벤처캐피탈의 수익성과 건전성 등을 측정하였고, 역량으로는 투자한 벤처캐피탈의 전공자 보유와 펀드의 성격 등을 5점 리커트 척도로 측정하였다.

벤처캐피탈리스트(심사역)의 역량은 선행연구[25]를 참고로 하여 전문성 영역인 심사역의 전문지식, 정확성, 정보제공, 자료분석 능력을 측정하였으며, 신뢰성으로는 적극성, 정확성, 정보보호능력을 측정하였으며, 이를 5점 리커트 척도로 측정하였다.

투자 후 컨설팅은 선행연구[23, 24, 27]를 참고로 하여 벤처투자후 벤처캐피탈의 재무분야로 후속 투자, 다른 VC 소개, 다른 기관 투자자 소개, 실질적 도움 분야를 측정하였으며, 영업과 마케팅 분야로는 거래선 확충, 제품 영업, 마케팅 신제품 개발, 연관기업 소개, 연구기관 소개, 정보제공 정도를 측정하였다. 일반 경영 및 관리 분야로 정기적 상담, 이사회 참석, 관리인력 소개에 대한 부분을 측정하였다. 이를 5점 리커트 척도로 측정하였다.

벤처캐피탈의 심사역량으로는 선행연구[13, 14, 28]를 참고로 하여 재무상태, 성장성, 기술력, 수익성, 핵심인력, CEO, 회사 가치, 기술력 등을 5점 리커트 척도로 측정하였다.

투자성과는 선행연구[15, 22, 29]를 참고로 하여 경영성과와 재무성과를 분리하여 측정하였으며, 경영상 성과분야는 투자이후 회사의 개선, 재무적 신인도, 은행차입 금리하향, 직원채용의 용이성, 업계내 인지도 상승, 거래선 확충 분야 증가되었는지를 측정하였다. 재무적 성과는 투자이후 매출액, 총자산, 영업이익, 당기순이익, 종업원수가 증가되었는지를 측정하였다. 이를 모두 5점 리커트 척도로 측정하였다.

3.3 조사표본과 통계분석 기법

본 연구의 연구가설을 검증하기 위하여 2016년 9월 1일부터 9월 30일까지 30일 동안 벤처캐피탈로부터 투자받은 경험이 있는 벤처기업을 대상으로 설문조사를 수행하였다. 최종 150부를 배포하였으나 분석에 무의미하거나 성의 없는 설문지를 제외한 70부를 본 연구에 사용하였다.

본 연구에서 이용한 통계분석기법은 자료특성과 분석목적에 따라 빈도분석(Analysis of Frequency), 요인분석(Factor Analysis), 신뢰도검정(Reliability Test), 다중회귀분석(Multiple Regression Analysis)을 실시하였으며, 다중공선성문제를 파악하기 위하여 VIF 등 검증을 실시하였다.

4. 결 과

4.1 조사대상자의 일반적 특성

조사대상자의 일반적 특성은 다음과 같다.

Table 1 Characteristics of the sample

		Frequency	Percent
Paid-in capital	700mil. KRW or below	21	30.4
	701~1600mil. KRW	27	39.1
	1601mil. KRW or above	21	30.4
Firm Age	7years or below	23	32.9
	8~15years	27	38.6
	16years or over	20	28.6
Total Asset Sizes	4000mil. KRW or below	20	30.3
	4001~12000mil. KRW	26	39.4
	12001mil. KRW or above	20	30.3
Sales	1100mil. KRW or below	20	30.8
	1101~11000mil. KRW	20	30.8
	12000mil. KRW or above	25	38.5
Number of employees	20 below	23	32.9
	21 ~ 50	19	27.1
	51 over	28	40.0

4.2 측정 항목의 신뢰도와 타당도 분석

본 연구에서 사용된 척도의 타당도와 신뢰도를 검증하기 위해서 탐색적 요인분석과 신뢰도 분석을 실시하였다. 먼저 탐색적 요인분석으로서 요인추출 모델로는 주성분 분석(principle component analysis)을 사용하였고, 요인 적재치의 단순화를 위해서 Varimax방식을 수행하였다. 요인의 수는 고유치 1.0을 기준으로 하여 결정하였다. 그 결과는 다음과 같다.

Table 2는 벤처캐피탈의 역량에 대한 요인분석 결과를 제시하고 있으며, 고유치가 1.0이상인 3개의 요인으로 추출되었으며, 문항의 특성을 고려하여 요인 1을 VC 재무역량, 요인 2을 VC 명성, 요인 3을 VC 역량이라 하였다. 또한 벤처캐피탈의 역량의 Cronbach α 값이 0.605 이상으로 나타나 신뢰도 수준을 확보하였음을 알 수 있다.

Table 3는 심사역의 역량에 대한 요인분석 결과를 제시하고 있으며, 고유치가 1.0이상인 2개의 요인으로 추출되었으며, 문항의 특성을 고려하여 요인 1을 심사역의 전문성, 요인 2을 심사역의 신뢰성이라 하였다. 또한 심사역의 역량의 Cronbach α 값이 0.834 이상으로 나타나 신뢰도 수준이 높은 것으로 조사되었다.

Table 4는 투자후 지원 컨설팅에 대한 요인분석 결과를 제시하고 있으며, 고유치가 1.0이상인 3개의 요인으로 추출되었으며, 문항의 특성을 고려하여 요인 1을 마케팅지원 컨설팅, 요인 2을

재무지원 컨설팅, 요인 3을 경영지원 컨설팅이라 하였다. 또한 투자후 지원 컨설팅에 대한 Cronbach α 값이 0.604 이상으로 나타나 신뢰도 수준을 확보하였음을 알 수 있다.

Table 3 venture capitalists' Capabilities

	factor1	factor2
Professional knowledge of venture capitalists	.917	.223
professionalism of venture capitalists	.899	.237
accuracy of venture capitalists	.879	.344
Information level of venture capitalists	.838	.339
The kindness of venture capitalists	.142	.857
Ethical awareness of venture capitalists	.332	.819
Awareness of Customer Information Protection	.375	.786
Eigenvalues	3.397	2.364
Variance	48.522	33.770
Cronbach'a	.947	.834

Table 5는 투자성과에 대한 요인분석 결과를 제시하고 있으며, 고유치가 1.0이상인 2개의 요인으로 추출되었으며, 문항의 특성을 고려하여 요인 1을 재무적 성과, 요인 2을 경영성과라 하였다. 또한 투자성과에 대한 Cronbach α 값이

Table 2 Venture Capital Capabilities

	factor1	factor2	factor3
Profitability of venture capital	.824	.086	.126
The financial structure of venture capital	.782	.356	.002
Fund management ability of venture capital	.748	-.043	.341
Large-scale of venture capital	.012	.847	.008
Reputation of Venture Capital	.162	.835	-.001
Brand of Venture Capital	.171	.615	.374
Understanding Venture Capital for the Company Industry	.049	.211	.841
Staff expertise of venture capital	.282	-.059	.783
Eigenvalues	1.988	1.977	1.593
Variance	24.845	24.713	19.915
Cronbach'a	.745	.712	.605

0.880 이상으로 나타나 신뢰도 수준을 확보하였음을 알 수 있다. 이외에도 벤처캐피탈 심사 투자평가는 단일차원으로 나타났으며, 신뢰도 분석 결과 Cronbach α 값이 0.857로 나타나 신뢰도 수준을 확보하였음을 알 수 있다.

Table 4 Post-support consulting

	factor1	factor2	factor3
Marketing	.935	.166	.107
Product Sales	.908	.163	.128
Expanding deals	.882	.234	.081
New product development	.821	.080	.171
Technology Development	.762	.265	.163
Introduction to other institutional investors	.272	.859	.011
Introduction to the other investor	.183	.804	-.014
Subsequent investment	.015	.743	.205
Financial help	.306	.701	.298
Board participation of VC	.118	.041	.838
Introduction to management staff	.200	.220	.714
Eigenvalues	3.986	2.663	1.434
Variance	36.233	24.210	13.036
Cronbach'a	.939	.813	.604

Table 5 Investment performance

	factor1	factor2
Increase in operating profit	.940	.168
Increase in net profit	.933	.150
Increase in sales	.804	.380
Increase in the number of employees	.577	.393
Increase in total assets	.548	.292
Easy to hire staff	.220	.915
Increased awareness within the industry	.173	.906
Bank borrowing rates are lower	.326	.787
Easy to expand customers	.374	.771
Eigenvalues	3.359	3.307
Variance	37.327	36.747
Cronbach'a	.897	.880

4.3 연구가설 검증

투자받은 벤처기업의 투자성과에 미치는 영향 요인을 벤처캐피탈의 역량, 벤처캐피탈의 심사역역량, 투자 후 지원 컨설팅, 벤처캐피탈의 심사 투자평가를 중심으로 살펴보기 위해서 다중회귀 분석(Multiple Regression Analysis)을 수행하였다. 가설을 분석하기 위해 회귀분석 모델의 안정성을 확보하기 위한 변수들간의 다중공선성(Multicollinearity)을 검사하였다. 그 결과 공차(Tolerance)와 VIF(Variation Inflation Factor)을 확인한 결과 다중공선성의 문제는 없는 것으로 나타났다.

Table 6 Impact on investment performance

	Financial performance		Management performance	
	b	β	b	β
(Constant)	4.367		2.520	
Paid-in capital	.000	.059	.000	.090
Firm Age	-.165	-.219	-.081	-.096
Total Asset Sizes	.000	.005	.000	-.057
Sales	.000	.066	.000	.017
Number of employees	.021*	.307	.009	.124
Financial capability of Venture Capital	.536	.270	.316	.141
reputation of Venture Capital	-.342	-.208	.257	.138
Capabilities of Venture Capital	.195	.070	-.828	-.262
professionalism of Venture capitalist	.741**	.599	.285	.204
responsibility Venture capitalist	.463	.273	-.157	-.082
Marketing support consulting	.212	.265	.344*	.380
Financial support consulting	-.228	-.236	.018	.017
Management support consulting	.273	.142	.735*	.338
Investment evaluation of Venture Capital	.578**	.567	.446*	.387
F	4.048***		3.884***	
R ²	.563		.553	
Adj R ²	.424		.410	

*p<.05 **p<.01 ***p<.001

먼저 재무성과에 미치는 영향요인을 분석한 결과 F값이 4.048, $p < .001$ 로 나타나 모형의 안정성을 확보하였으며, 변수의 영향력을 확인한 결과 임직원 수, 심사역의 전문성, 벤처캐피탈의 심사 투자평가가 재무성과에 정적인 영향을 미치는 것으로 나타났다. 모형의 설명력은 42.2%로 나타났다.

다음으로 경영성과에 미치는 영향요인을 분석한 결과 F값이 3.884, $p < .001$ 로 나타나 모형의 안정성을 확보하였으며, 변수의 영향력을 확인한 결과 마케팅지원 컨설팅, 경영지원 컨설팅, 벤처캐피탈의 심사 투자평가가 경영성과에 정적인 영향을 미치는 것으로 나타났다. 모형의 설명력은 41%로 나타났다.

5. 결론

본 연구의 목적은 벤처기업의 벤처캐피탈로부터 투자 받는 과정에서 벤처캐피탈이나 심사역의 역량, 투자 이후 지원 컨설팅, 벤처캐피탈의 심사 투자평가 등의 환경적 요인들이 실질적인 벤처기업의 투자성과에 미치는 영향력을 분석하였다. 그 결과는 다음과 같다.

첫째, 심사역의 전문성이 재무성과에 미치는 영향력을 통해서 투자과정에서 심사역의 역량이 중요함을 알 수 있다. 일반적으로 벤처투자의 가장 첫 단계인 벤처기업의 발굴은 다양한 형태로 이루어지며, 이 단계에서 벤처캐피탈리스트의 개인적인 전문성이 투자기업의 재무성과에 영향을 미치므로 투자과정에서 중요한 역할을 하고 있음을 유추할 수 있다.

둘째, 본 연구결과 VC 심사 투자평가는 실질적으로 투자성과인 재무성과와 경영성과 모두에 유의미한 정적인 영향을 미치는 것으로 나타나 투자성과를 위해서 중요한 단계임을 규명하였다. 벤처캐피탈은 투자기업을 평가하기 위해서 다양한 평가지표를 이용하고 있는데, 프로젝트의 시장기회는 물론이고 제품의 차별성, 경영관리능력, 환경변화에 대한 대응 등 다각적인 평가를 실시하고 있다. 그러므로 벤처기업 선발 시점에서 벤처캐피탈의 전문적인 평가능력은 투자결과인 투자성과에도 영향을 미침에 따라 전문성을 축적하

는 것이 중요함을 알 수 있다.

셋째, 투자후 지원 컨설팅인 마케팅지원 컨설팅과 경영지원 컨설팅은 벤처기업의 투자성과에 정적인 영향을 미치는 것으로 나타났다. 기본적으로 벤처캐피탈은 벤처기업의 주주이므로 그 역할이 중요하다. 따라서 벤처캐피탈의 역할은 수동적인 차원에서 자금만을 지원하는 것이 아니라 투자한 벤처기업의 성장을 돕기 위해 적극적으로 필요한 자원을 조달해 주거나 컨설팅이 실질적인 벤처기업의 성과에 영향을 미침에 따라 투자한 이후에 투자기업을 사후관리하고 투자기업의 부가가치를 높이는 것에 벤처캐피탈의 진정한 역할의 중요성을 알 수 있다.

결국 본 연구결과는 벤처캐피탈의 전문성인 지식과 경험 등이 실질적으로 투자한 기업을 성장시킬 수 있는 것으로 판단된다. 그러므로 투자를 받은 벤처기업들은 이상의 역할들을 잘 수행해주는 벤처캐피탈로부터 투자 받는 것이 중요하며, 벤처기업은 투자 자금 이외에도 벤처캐피탈의 역량과 사후관리 역량 등에 대한 평가 또한 중요한 것으로 판단된다.

References

- [1] Lee, J. W. and Jang, S. D., "Success Factors of High-Tech Ventures", The Korean Association of Small Business Studies, Vol. 23, No. 4, pp. 23-49, 2001.
- [2] Kim, S. N., Yoon, K. S., and Lee, C. H., "A Study on the Relationship between Technological Needs and the Governmental Support System to Venture Businesses", Review of business & economics, Vol. 20, No. 1, pp. 321-337, 2007.
- [3] Rhee, K. W., Lee, I. C., Kim, S. H., and Lee, K. H., "The Investing Patterns of the Korean Venture Capital Firms: An Empirical Approach", Research Report, Korean Information Society Development Institute Research Report, 2002.
- [4] Kim, Y. H. and Lim, S. J., "Differential

- Contribution in Public Private Venture Capitals to the Financial Results of their Invested Firms”, *Asia Pacific Journal of Small Business*, Vol. 37, No. 1, pp. 115-133, 2015.
- [5] Macmillan, K. L., Taufa, V. K., Barnes, D. R., Day, A. M., and Henry, R. “Detecting Oestrus in Synchronised Heifers Using Tailpaint and an Aerosol Raddle”, *Theriogenology*, Vol. 30, pp. 1099-1114, 1988.
- [6] Davila, A., Foster, G., and Gupta, M., “Venture Capital Financing and the Growth of Startup Forms”, *Journal of Business Research*, Vol. 18, No. 6, pp. 1-30, 2003.
- [7] Chemmanur, T., Krishnan, K., and Nandy, D., “How Does Venture Capital Financing Improve Efficiency in Private Firms?, A Look Beneath the Surface”, Boston College, Working Paper, 2007.
- [8] Wang, C. K., Wang, K., and Lu, Q., “Effect of Venture Capitalists' Participation in Listed Companies”, *Journal of Banking & Finance*, Vol. 27, No. 10, pp. 2015-2034, 2003.
- [9] Rosa, R. D. S., Velayuthen, G., and Walter, T., “The Share Market Performance of Australian Venture Capital-Backed and Non-Venture Capital-Backed IPOs”, *A Pacific-Basin Finance Journal*, Vol. 11, No. 2, pp. 197-218, 2003.
- [10] Florin, J., “Is Venture Capital Worth It? Effects on Firm Performance and Founder Returns”, *Journal of Business Venturing*, Vol. 20, No. 1, pp. 113-135, 2005.
- [11] Koh, F. C. C. and Koh, W. T. H. “Venture Capital and Economic Growth: An Industry Overview and Singapore's Experience”, Singapore Management University Working Paper Series No. 21-2002, 2002.
- [12] Tang, M. C. and Chyi, Y. L., “Legal Environments, Venture Capital, and Total Factor Productivity Growth of Taiwanese Industry”, *Contemporary Economic Policy*, Vol. 26, No. 3, pp. 468-48, 2008.
- [13] Lim, S. J., “The Research on Corporate Venture Capital's Differential Role for the Technology”, Master's Dissertation, Seoul University, 2005.
- [14] Hu, N. S., Yoon, B. S. and Lee, K. H., “The Impact of the Certification Role of Venture Capitalists on IPOs in the KOSDAQ”, *Korean Journal of Financial Management*, Vol. 19, No. 1, pp. 153-181, 2002.
- [15] Lee, D. H. and Kim, H. S., “A Study on Factors of Investment Decision-Making of Domestic Venture Capital in IT Venture Business: Focused on Parameter of Encashment Possibility”, *Korea Society of IT Services Conference*, pp. 303-306, 2011.
- [16] Lee, K. H., Kang, C., Kim, K. S., Jo, S. C., and Kang, H. J., “The Impact of Venture Capital Assistance on the Performance of Software Venture Businesses”, *The Korean Association of Small Business Studies*, Vol. 22, No. 1, pp. 29-61, 2000.
- [17] Kim, K. W. and Seo, B. C., “Effect of Venture Capital Investment on the Management Performance of Venture Company”, *Review of Business & Economics*, Vol. 23, No. 4, pp. 1911-1931, 2010.
- [18] Koo, K. C., Lee, C. G. and Yoo, W. J., “Derivation of the Korean Venture Capital's Investment Decision Making Model and Feasibility Analysis, *Advancing Small Enterprise Innovation Research*”, Vol. 11, No. 4, pp. 1-20, 2008.
- [19] Song, C. S., “Suggestions for Role Enhancement of Venture Capital for the Development of Venture Firms under the

- Creative Economy”, Korean Journal of Financial Studies, Vol. 43, No. 1, pp. 101-143, 2014.
- [20] Song, C. S. and Park, J. P., “An Study on the Effectiveness of Venture Firm Supporting Policies in Korea”, Korean Corporation Management Review, Vol. 20, No. 5, pp. 215-240, 2013.
- [21] Kim, H. J., “Effects of the Public Venture Capital Syndication with the Private Venture Capital on Corporate Performance”, Master’s Dissertation, Yonsei University, 2015.
- [22] Bahn, S. S. and Song, K. M., “Evaluation Model and Factors for Investment Decision Making of Korean Venture Capitalists”, Association of Business Administration of Korea, Vol. 42, pp. 267-291, 2004.
- [23] Bahn, S. S. and Song, K. M., “Korean VCs’ Investment Decision Process: Does More Experience at the Venture Capital Task Result in the Better Decision?”, Review of Business & Economics, Vol. 17, No. 4, pp. 1339-1358, 2004.
- [24] Na, J. D., “Feasibility Analysis of Investment Valuation Model of Korean Venture Capital”, Journal of the Korea Industrial Information System Research, Vol. 2, No. 2, pp. 110-119, 1997.
- [25] Chun, M. H., “Brand Positioning of IT Governance System: Focused on Case Study of Spin-off Venture”, Journal of the Korea Industrial Information System Research, Vol. 12, No. 5, pp. 110-119, 2007.
- [26] Chung, D. Y. and Son, M. H., “A Study on the Effect of Venture Investment Decision Processes on the Reputation and Recommendation among Venture Capitals”, Korean Academic Society Of Business Administration Proceeding, Vol. 8, pp. 1-23, 2010.
- [27] Park, C. S. and Kim, M. S., “Credit Evaluation Model for Medical Venture Business By the Analytic Hierarchy Process”, Asia-Pacific Journal of Business Venturing and Entrepreneurship, Vol. 6, No. 2, pp. 133-147.
- [28] Joo, S. J., Park, S. K., Hong, S. G. and Kim, N. R., “An Empirical Study on the Effect of Informatization of Small and Medium Manufacturers on Business Performance”, Journal of the Korea Industrial Information System Research, Vol. 11, No. 2, pp. 86-97, 2006.



전 양 우 (Yang-Woo Chun)

- 정회원
- 연세대학교 경영학과 경영학사
- 연세대학교 경영대학원 경영학과 경영학석사
- 호서대학교 벤처대학원 벤처경영학과 박사과정
- 관심분야 : 벤처기업, 벤처캐피탈, 경영성과



하 규 수 (Kyu-Soo Ha)

- 종신회원
- 미국 Touro 법과전문대학원 졸업(J.D.)
- 미국 Georgetown 법과전문대학원 졸업(LL.M.)
- 한양대학교 경영학과 경영학박사
- 호서대학교 벤처대학원 교수
- 관심분야 : 창업, 벤처경영, 경영전략