

# 비공식투자자의 창업기 투자의사결정요소 연구

## Study on Investment Decision-making Factors of Informal Investors for Start-up Investment

김태년, 박선영, 송영화  
건국대학교 기술경영학과

Tae-Nyeun Kim(shipleader@naver.com), Sun-Young Park(sypark@konkuk.ac.kr),  
Yeong-Wha Sawng(ywsawng@gmail.com)

### 요약

창업은 국가 경제성장에 기여하고 고용창출 효과가 크므로 국가는 창업활성화의 다양한 정책들을 추진하고 있다. 그러나 기술창업은 2016년 현재 2013년 대비 오히려 5.0%p 감소하였다. 정부가 추진하는 창업투자활성화는 벤처캐피탈과 엔젤 펀드들을 통해 창업 이후 성장기 또는 주식상장 2~3년 전의 유망한 벤처기업들에 주로 투자되며, 실제적으로 창업기의 투자와는 투자의 시기적 차이가 있고, 이러한 벤처기업에 투자하는 투자의사결정요소에 관한 연구는 많다. 창업활성화는 민간의 창업투자가 활발하도록 환경조성이 필요하며 창업기에 투자하는 민간 투자금의 현금화 가능성과 수익성에 관해 투자자들의 기대에 대한 연구가 필요하다. 창업기에는 창업자, 가족, 친구, 바보들 등의 비공식투자자들에 의해 투자되고 공식투자자들인 벤처캐피탈 및 엔젤펀드 등의 전문투자자에 비해 비정형화된 투자의사결정이 이루어지는 것이 일반적이다. 본 연구는 비공식투자자의 특성과 투자의사결정요소, 그리고 투자금의 현금화 가능성 및 투자수익성이 투자의도에 미치는 영향을 분석하는 것으로서, 현금화 가능성은 자영업창업의 투자의도에 매개효과가 있고, 투자수익성은 기업창업의 투자의도에 매개효과가 있는 것으로 분석되었다.

■ 중심어 : 비공식투자자 | 투자의사결정요소 | 창업기 투자 | 투자수익성 | 투자의도 |

### Abstract

The startup, which is a common noun to start a small business, has been recently one of main targets for policymakers due to its important role for job creation and considerable potential for sustainability of an economy. However, technological entrepreneurship decreased by 5.0% p from 2013 to 2016. The revitalization of entrepreneurial investment promoted by the government is mainly supported in fruitable venture companies at grow stage or 2~3 years before IPO through venture capital firms and angel funds. It is far from an investment at start-up. It is therefore necessary to motivate private investment to be active in the private start-up sector. In addition, the start-up investment requires institutional support and government support to meet the expectations of investors about the possibility of payback and profitability of private investment invested in the founding period. As a small entrepreneur at a comparably early stage in the lifecycle of business, investments for the startup are generally made by informal investors such as family, friends and fools, and their decision making processes are relatively non-programmed compared with ones for listed corporales such as venture capital and angel fund agency. This study focuses on analyzing decision making factors in investment, and verifying an impact of such factors, specifically the possibility of investment payback and investment profitability, in a decision-making process for the startup especially at the very early stage.

■ keyword : Informal Investor | Investment Decision-making | Start-up Financing | Investment Return | Investment Intension |

## I. 서론

국가경제 성장의 중요한 원동력이며 고용창출의 효과가 큰 창업에 있어 세계 각국은 다양한 방법의 창업 진흥 정책에 따라 많은 예산을 투입하고 있다. 우리나라는 전체인구의 약 13%가 초기창업활동에 종사하며, 선진국 가운데 창업활동이 가장 활발한 국가 중 하나이다[1].

일자리 창출의 한축을 담당하는 창업 및 벤처투자는 특히 창업 후 3년 이내 기업의 고용증가율과 밀접하며 [2] 소상공업의 고용창출은 주로 창업을 통해 이루어지는 것으로 나타났다[3].

Jon Hoyos에 따르면 투자자들은 크게 두 종류로 나뉘는바, 창업기의 주요투자자들인 창업자 자신 외에도 3Fs인 가족(Families), 친구들(Friends) 그리고 바보들(Fools:아이디어만 듣고 무모하게 투자하는 사람들)인 비공식투자자(Informal Investors)들과, 벤처기업에 주로 투자하는 벤처캐피탈과 투자전문엔젤 및 엔젤펀드 등의 공식투자자(Formal Investors)들이다[4].

공식투자자들의 투자의사결정요소들에 대한 선행연구들은 벤처캐피탈 등의 투자전문가들이 상장을 앞둔 유망한 벤처기업에 투자하므로 투자금의 회수에 대한 불확실성이 낮고 투자기간도 짧아 투자금의 회수 및 수익성을 투자결정에 매개 변수로 활용하지 않는 반면에, 창업기에 투자는 투자금 회수와 수익성이 불확실하며 투자기간도 길고 투자의 주체도 투자평가에 비전문가인 비공식투자자들에게 설문조사를 하여 기존 선행연구들과의 차별성은 ①투자주체가 비공식투자자이며, ②투자시기가 창업기에 투자하는 투자의도이고, ③비공식투자자들의 투자의사결정요소들에 대한 연구이다.

본 연구는 첫째 창업기의 비공식투자자들의 특성과 투자의사결정요소들을 분석하고, 둘째 창업기 투자금의 기대회수기간에 대한 기댓값 및 회수방법에 대한 실증분석, 셋째 창업초기투자자들의 기대수익성과 현금화 가능성이 창업기 투자의도에 매개효과가 있는지를 연구한다.

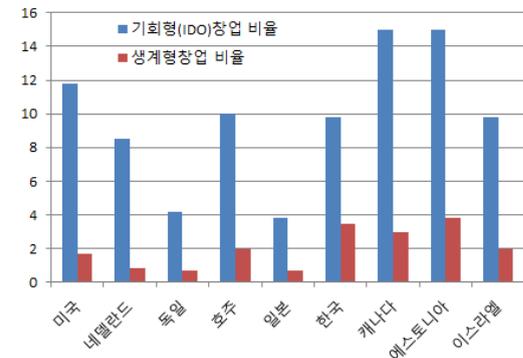
## II. 이론적 배경

### 1. 창업의 특성

창업은 세법에서 사업자를 개인사업자와 법인사업자로 구분하며, 상법에서는 기업을 개인기업과 회사기업으로 구분하는데, 개인기업은 개인(자연인)이 운영하는 기업이고 회사기업은 회사(법인)가 운영하는 기업으로, 통계청의 “자영업 현황분석 2017”에 따르면 개인이 독립적으로 소유-운영하는 사업 활동을 자영업으로 정의한다.

GEM 보고서에 따르면 창업의 분류는 새로운 기회를 추구하는 창업(기회추구 창업; opportunity-motivated)과 다른 대안이 없는 창업(생계형 창업, 필요에 의한 창업 necessity-motivated)으로 구분하여 매년 일반 성인들을 대상으로 설문조사를 통해 창업현황을 분석한다 [1].

표 1. 기회형창업과 생계형창업 비율(GEM 2017)



### 2. 비공식투자자의 특성

비공식 투자자(Informal Investor)와 대별되는 공식 투자자(Formal Investor)는 벤처캐피탈, 비즈니스 엔젤로서 투자시기는 창업 이후 상장 직전에 투자를 주로하며, 비즈니스 엔젤은 자신의 돈을 투자하고 전문지식, 노하우, 경험 및 자신의 네트워크를 제공하여 관련 비즈니스의 전개에 적극적으로 개입한다[4].

비공식투자자들의 투자는 창업에 아주 큰 벤처자금의 원천(Lloyd Steier & Royston Greenwood, )이며, 비공식적인 재정 원천은 공식적인 재정을 압도하는 정도

로 크며(GEM 보고서, 2017), 창업자 및 창업자와 친분이 있는 친구, 친척, 직장동료[5]들이 비공식투자자들이다.

표 2. 비공식투자자의 특성

비공식투자자의 특성	비고
3Fs (창업자, 가족, 친구), 지인들의 투자자	창업자와의 관계
Business Angel도 포함하나 항상 동의어는 아님	투자전문그룹은 아님
Business Angel은 비공식투자자들의 일부분이다	Stephen, 2007
비공식자금은 공식자금 보다 훨씬 크다	개별투자자들 투자금 총액
투자한 기업의 자금흐름에 참여 안 한다	경영에 참여 안한다.
창업기에 투자한다.	창업자와 개별적 투자관계

비공식 엔젤투자자의 특성에 관한 선행연구에서 스페인의 비공식투자자는(Stephen G. Morrissette, 2007) 47~50세 남자(85~95%), 대출이상(60~80%), 재산은 11억원 이상, 70% 이상이 창업 및 경영자이고 83% 기업가정신의 경험이 있는 사람이며, 평균 6천만원 ~ 9천만원 정도 투자를 하고, 투자정보 및 진행은 친구 및 비즈니스관련을 통하고, 투자수익성은 25~30% 정도이며 투자금 회수는 평균 5년 정도이며[6], 선행논문들에서 비공식투자자의 의사결정요소들을 [표 3]과 같이 정리한다.

### III. 연구 방법

#### 1. 연구 모형

본 연구에서 창업기에 투자하는 비공식투자자의 투자 의도를 파악하기 위해 ①창업의 특성과 정부지원요인, 재무특성이 창업투자자의도에 미치는 영향, ②창업의 특성과 정부지원요인, 재무특성이 투자수익성에 미치는 영향, ③창업의 특성과 정부지원요인, 재무특성이 현금화 가능성에 미치는 영향, ④투자 수익성과 현금화 가능성이 투자자의도에 매개효과를 검증하는 연구모형은 다음과 같다.

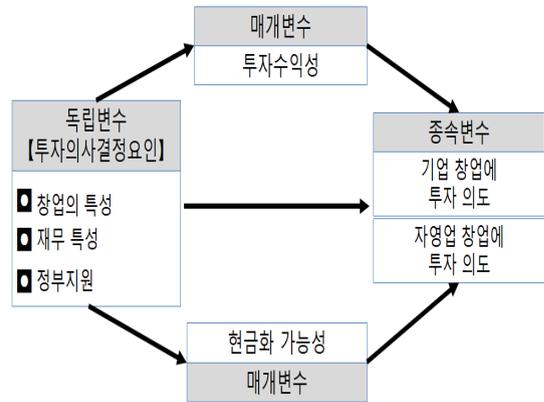


그림 1. 연구 모형

표 3. 투자의사결정요소

		엔젤 투자의사결정요소			벤처캐피탈 투자의사결정요소			
		Mason & Harrison 1996	van Osnabruaqa 2000	Sudek 2006	구경철 2008	Andrew L. Maxwell 2010	이장우 2014	
창업의 특성	창업팀	기술 경험	○	○	○	○	○	○
		영업능력	○	○	○	○	○	○
		경영능력	○	○	○	×	○	×
		신뢰, 성실	○	○	○	○	○	○
	제품 서비스	차별성	○	○	×	○	×	×
		우수성	○	○	○	○	×	×
		혁신성	○	○	×	○	○	○
시장	시장규모	○	○	○	○	○	○	
	성장성	○	○	○	○	○	○	
	수익성	○	○	○	×	○	×	
재무 특성	자본금 규모	○	○	○	×	○	○	
	운영자금 여유	○	○	○	○	○	○	
	자금 조달 능력	○	×	×	×	○	○	
	순이익 정도	○	○	○	○	○	○	

## 2. 연구 가설

가설1. 창업의 특성과 재무 특성, 정부지원은 투자자의 창업투자자의도에 정(+)의 영향을 미친다.

가설2. 창업의 특성과 재무 특성, 정부지원은 투자자의 현금화 가능성이 정(+)의 영향을 미친다.

가설3. 창업의 특성과 재무 특성, 정부지원은 투자자의 투자수익성에 정(+)의 영향을 미친다.

가설4. 현금화 가능성은 창업기 투자의도에 정(+)의 영향을 미친다.

가설5. 투자수익성은 창업기 투자의도에 정(+)의 영향을 미친다.

가설6. 창업의 특성과 재무 특성, 정부지원이 투자자의 투자의도에 미치는 정(+)의 영향에 있어 투자금의 현금화 가능성이 매개효과가 있다.

가설7. 창업의 특성과 재무 특성, 정부지원이 투자자의 투자의도에 미치는 정(+)의 영향에 있어 투자금의 투자수익성 가능성이 매개효과가 있다.

## 3. 변수의 조작적 정의

### 3.3.1 독립변수

일반인을 대상으로 설문할 비공식투자자의 창업기 투자의사결정요소들에 대해 인용할 만한 국내외 선행연구가 부재하여 독립변수는 벤처캐피탈의 벤처기업에 투자의사결정 요소들에 대한 선행연구들[5][7][8]과 엔젤(Angel Agency, 조합, Crowd Funding, 등)의 벤처기업에 투자의사결정 요소들에 대한 선행연구들[9-11]에서 공통적으로 많이 인용되고 투자의사결정요소 평가에서 중요도 순위가 상대적으로 높은 투자의사결정요소들을 선정하여, 일반성인 17명에게 설문지를 주고 선정한 투자의사결정요소들에 이해 정도 및 응답이 용이한 항목들을 비공식투자자들의 투자의사결정요소들로 최종 선정하였다.

정부지원에 대한 변수들은 창업활성화를 위한 다양한 정부지원정책들 중에서 2018년도 중소-벤처기업지원사업(중소-벤처-소상공업) 책자에서[12] 창업기에 투자하는 비공식투자자들의 투자의사결정에 영향을 미칠 수 있는 정부지원정책 중에서 많이 인지되고 있는 벤처기업에 투자금의 50% 소득공제 혜택을 주는 “투자

금 세제 혜택”, 1인창업 등에 직접 창업자금을 지원하는 “창업지원금”, 창업에 관련된 창업정보 및 창업투자정보를 제공하는 “창업투자정보”, 창업을 위한 “규제완화. 면제”를 “창업지원”의 투자의사결정요소들로 선정하였다.

### 3.3.2 매개변수

본 연구의 매개변수는 투자수익성과 투자금의 현금화 가능성 그룹으로 구분하여 독립변수들의 종속변수로서 창업의 특성, 재무특성, 정부지원의 평가요인들을 평가 한 이후 투자수익성과 현금화 가능성이 높으면 투자의도가 높아질 것이라는 매개 역할을 하는 매개 변수로 정하였다.

투자수익성은 투자의 기대수익률, 사업소득의 이익 배당 기대, 투자금으로 받은 주식을 매도하는 매매차익, 투자를 재산증식으로의 기대로 요소들을 정하였다.

현금화 가능성은 투자의사결정에서 투자수익성과 같이 고려하는 변수로서 투자금을 회수하는 방안으로 창업하여 매도, 인수합병, 그리고 투자금을 창업자 또는 투자한 기업에 매매를 통한 투자금 회수로 저축수단의 가치로 인식하고 창업에 투자하는 의도를 의미한다.

### 3.3.3 종속변수

본 연구의 종속변수인 비공식투자자의 투자의도는 창업기에 투자대상인 창업기업(벤처기업, 중소기업 등의 법인사업자) 또는 자영업(생계형 창업, 즉 요식업, 병원, 부동산중개업 등의 개인사업자)의 창업의 특성, 재무특성, 정부지원요소들과 현금화 가능성 및 투자 수익성에 대한 평가 결과로 투자할 의도(의향)가 있는지를 의미한다.

투자의도, 투자결정[13], 투자의향 등을 종속변수로 하는 투자의사결정에 관한 선행연구들을 살펴보면 설문은 모두 1-5점의 리커트 척도를 사용하였고, “투자를 결정한다”, “투자의도가 있다”, “투자의향이 있다” 등으로 하나의 변수로 설문. 응답한 경우와, “투자의도가 있다, 투자를 권유. 추천한다, 재무자 한다” 등으로 세 개의 요소로 설문응답 조사를 한 주요 선행연구는 다음과 같다.

표 4. 투자의도 설문조사

설문 : 1-5점 리커트(Likert)척도

연구 주제	연구자	년도	투자 결정	투자 의도	투자 만족도	재투자 의도	권유. 추천
벤처캐피탈 투자결정요인	이동희	2011	0				
상장 외국기업의 주식 투자의도	박효영	2013		0			
금융투자상품의 투자행동	이계웅	2014			0	0	
주식시장의 개인투자성향	김 신	2016			0	0	
크라우드펀딩에 참여의도	이상중	2016		0		0	0

투자의도는 “투자를 하겠다”, “투자를 권유하겠다”, “재투자 하겠다”라는 요소로 나누어서 전혀 그렇지 않다 1점, 그렇지 않다 2점, 보통이다 3점, 그렇다 4점, 매우 그렇다 5점으로 평가하는 리커트 5점 척도로 점수가 높을수록 투자의도가 높다는 것을 의미한다.

#### IV. 실증 분석

##### 1. 인구 통계적 특성

비공식투자자의 투자의도를 조사하기 위한 설문은 GEM조사[1]와 같이 경제활동과 투자가 가능한 연령인 25세 이상에서 65세 이하로 일반 사람들이며, 설문조사는 연구자의 인적 Network 인 SNS, 밴드, 동문회 회원들, 벤처기업 투자 경험이 있는 지인들, 특별히 벤처캐피탈, 은행 및 보험회사 등의 투자전문직종에 근무하는 금융/투자직 직업인 사람들과 기업경영/임원들은 주로 중소벤처기업들의 경영자들에게 개별적으로 설문을 요청하였으며, 투자 경험 유무는 기업창업과 자영업 창업으로 투자를 구분하여 327명에게 자기기업식 설문조사 응답을 받았고 응답률은 약 10%이내였다.

설문응답자 327명의 인구통계적 특성은 다음과 같다.

표 5. 연구 대상의 인구통계적 특성

항목	구분	빈도(명)	백분율(%)
성별	남자	229	70.0
	여자	98	30.0
거주지	서울/수도권	175	53.5
	광역시	53	16.2
	시/군, 기타	99	30.3
연령	30대 미만	11	3.4
	30대	38	11.6
	40대	77	23.5
	50대	131	40.1
	60대 이상	70	21.4
학력	고졸 이하	43	13.1
	대졸	173	52.9
	대학원졸	98	30.0
	기타	13	4.0
재산	1억원 미만	59	18.0
	1~3억원 미만	42	12.8
	3~5억원 미만	46	14.1
	5~7억원 미만	69	21.1
	7~10억원 미만	38	11.6
10억원 이상	73	22.3	
직업	자영업	61	18.7
	금융/투자직	42	12.8
	기업경영/임원	45	13.8
	공무원	15	4.6
	회사원	80	24.5
	전문직, 의사, 변호사	24	7.3
	기타	60	18.3
전체		327	100.0

##### 2. 비공식투자자의 특성

연구 대상 327명의 비공식투자자 특성은 다음과 같다.

표 6. 비공식투자자의 특성

항목	구분	빈도(명)	백분율(%)
창업경험	예	129	39.4
	아니오	198	60.6
기업 창업 투자경험	예	129	39.4
	아니오	198	60.6
자영업 창업 투자경험	예	107	32.7
	아니오	220	67.3
창업자와 관계	본인 창업	102	31.2
	가족 창업	40	12.2
	지인 창업	107	32.7
	전혀 관계없음	78	23.9
투자 기간	3년 미만	82	25.1
	3~5년 미만	121	37.0
	5~7년 미만	82	25.1
	7~10년 미만	17	5.2
	10~15년 미만	4	1.2
	상장(IPO)까지 창업자에 위임	7	2.1
투자 후 회수 방법	배당, 이익 수입	145	44.3
	주식 매각	24	7.3
	회사가 주식인수	61	18.7
	상장(IPO) 후 매도	56	17.1
	인수합병(M&A) 회수	12	3.7
	창업자에 위임	15	4.6
	기타	14	4.3
전체	327	100.0	

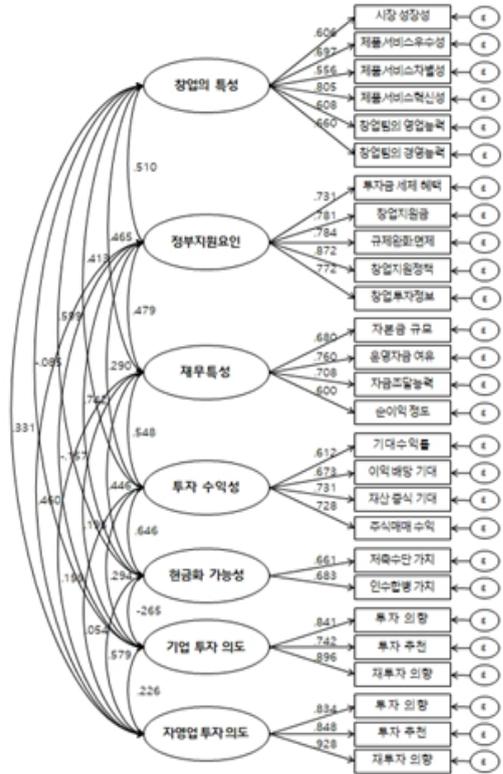


그림 2. 확인적 요인분석 결과

### 3. 확인적 요인 분석

확인적 요인분석에서 모형의 각 경로계수들의 유의성을 살펴본 결과, 창업의 특성( $\beta=.220, p<.01$ )과 재무특성( $\beta=.461, p<.001$ )에서 투자 수익성으로 가는 직접 경로는 정(+)적으로 유의하게 나타났고, 창업의 특성( $\beta=.324, p<.001$ )과 정부지원요인( $\beta=.561, p<.001$ )에서 현금화 가능성으로 가는 직접 경로는 정(+)적으로 유의하게 나타났다.

투자 수익성에서 기업에 대한 투자 의도로 가는 직접 경로는 정(+)적으로 유의하게 나타났고( $\beta=.425, p<.001$ ), 현금화 가능성에서 기업에 대한 투자 의도로 가는 직접 경로는 부(-)적으로 유의하게 나타났다( $\beta=-.376, p<.001$ ).

또한 정부지원요인( $\beta=.203, p<.05$ )과 현금화 가능성( $\beta=.441, p<.001$ )에서 자영업에 대한 투자 의도로 가는 직접 경로는 정(+)적으로 유의하게 나타났고, 투자 수익성에서 자영업에 대한 투자 의도로 가는 직접 경로는 부(-)적으로 유의하게 나타났다( $\beta=-.142, p<.05$ ).

### 4. 연구모형 적합도 분석

연구모형은 창업의 특성과 재무특성이 투자 수익성에 미치는 영향, 창업의 특성과 정부지원요인, 재무특성이 현금화 가능성에 미치는 영향, 투자 수익성과 현금화 가능성이 기업에 대한 투자 의도에 미치는 영향, 정부지원요인과 투자 수익성, 현금화 가능성이 자영업에

대한 투자 의도에 미치는 영향을 보고자하며, 투자 수익성과 현금화 가능성의 매개효과를 검증하는 것으로 연구모형 분석 결과는 다음과 같다.

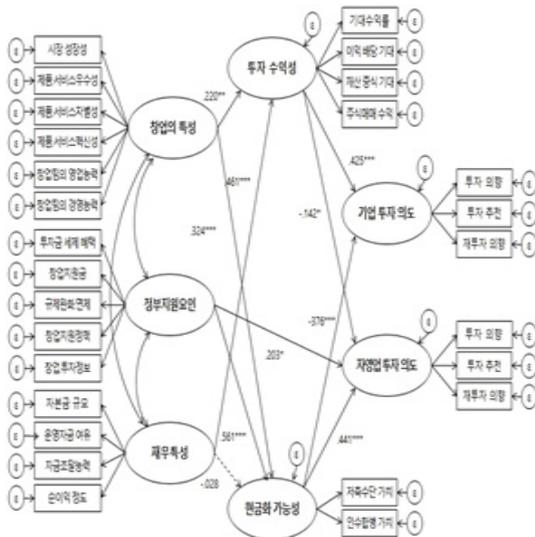


그림 3. 연구모형 분석 결과

연구모형 적합도 검증 결과, 증분적합지수인 TLI는 기준치인 0.9에 근사한 값을 보였으며, CFI는 기준치인 0.9보다 높은 값을 보였다. RMSEA 절대적합지수는 기준치인 .10보다 낮은 값을 보였으며, 전반적으로 양호한 적합도를 보여, 본 연구의 구조방정식 모형은 적합한 것으로 판단되었다.

표 7. 구조방정식 연구모형 적합도

$\chi^2$	df	p	TLI	CFI	RMSEA		
					Value	Lower Bound	Upper Bound
730.911	310	<.001	.891	.904	.065	.058	.071

### 5. 투자 의도 요인 분석

투자 의도는 6개의 항목으로 요인분석을 실시하였다. 분석 결과, KMO 측도는 .646으로 나타났으며, Bartlett의 구형성 검증 결과 또한 유의하게 나타나( $p < .001$ ), 요인분석 모형은 적합한 것으로 판단되었다.

요인 분류는 요인 적재량(Factor loading)이 0.4를 초과하면 해당 요인으로 분류하였는데 투자 의도는 두 개의 요인으로 분류되었으며, 두 개의 요인은 81.747%의 요인 설명력을 보였다. 첫 번째 요인은 3개 항목으로 '기업에 대한 투자 의도', 두 번째 요인은 3개 항목으로 '자영업에 대한 투자 의도'로 구성되었다.

표 8. 투자 의도의 요인분석 결과

항목	요인	
	1	2
자영업 창업에 재투자	0.917	0.138
자영업 창업에 투자	0.906	0.009
자영업 창업에 투자 추천	0.905	0.151
창업기업에 재투자	0.024	0.92
창업기업에 투자	0.042	0.896
창업기업에 투자 추천	0.238	0.822
고유값(eigen value)	2.538	2.367
공통분산(%)	42.305	39.442
누적분산(%)	42.305	81.747

KMO 측도=.646, Bartlett  $\chi^2=1291.955(p < .001)$

### 6. 주요변수들 간의 상관관계 분석

주요 변수들 간의 관련성을 알아보기 위해 피어슨의 상관관계분석(Pearson's Correlation Analysis)을 실시하였다.

기업에 대한 투자 의도는 재정특성( $r=.166$ ), 투자 수익성( $r=.255$ )과 유의한 정(+)적 상관관계를 보였고, 정부지원요인( $r=-.122$ ), 현금화 가능성( $r=-.180$ )과는 유의한 부(-)적 상관관계를 보였으며, 창업팀의 시장성과는 유의한 상관관계를 보이지 않았다.

자영업에 대한 투자 의도는 창업팀의 시장성( $r=.279$ ), 정부지원요인( $r=.436$ ), 재정특성( $r=.131$ ), 현금화 가능성( $r=.441$ )과 유의한 정(+)적 상관관계를 보였고, 투자 수익성과는 유의한 상관관계를 보이지 않았다. 한편 잠재변인 간 상관계수 .80 이상의 높은 상관은 나타나지 않아 잠재변인의 다중공선성 문제는 나타나지 않았다.

표 9. 주요 변수들 간의 상관관계분석

	창업의 특성	정부지원요인	재정특성	투자 수익성	현금화 가능성	기업 투자 의도	자영업 투자 의도
창업의 특성	1						
정부지원요인	.457***	1					
재정특성	.393***	.407***	1				
투자 수익성	.357***	.260***	.447***	1			
현금화 가능성	.428***	.560***	.329***	.451***	1		
기업 투자 의도	-.055	-.122*	.166**	.255***	-.180**	1	
자영업 투자 의도	.279***	.436***	.131*	.060	.441***	.220***	1

\*  $p < .05$  \*\*  $p < .01$  \*\*\*  $p < .001$

### III. 결론

#### 1. 가설 검증 요약

경로계수의 유의성 검증 결과는, 창업의 특성과 재무 특성에서 투자 수익성으로 가는 직접 경로는 정(+)적으로 유의하게 나타났고, 창업의 특성과 정부지원요인에서 현금화 가능성으로 가는 직접 경로는 정(+)적으로 유의하게 나타났다.

투자 수익성에서 기업에 대한 투자 의도로 가는 직접 경로는 정(+)적으로 유의하게 나타났고, 현금화 가능성에서 기업에 대한 투자 의도로 가는 직접 경로는 부(-)적으로 유의하게 나타났다.

또한 정부지원요인과 현금화 가능성에서 자영업에 대한 투자 의도로 가는 직접 경로는 정(+)적으로 유의하게 나타났고, 투자 수익성에서 자영업에 대한 투자 의도로 가는 직접 경로는 부(-)적으로 유의하게 나타났다.

각 변인들 간의 직접효과, 간접효과 및 전체효과를 더 자세히 살펴보기 위해 모형의 효과분석을 실시하였다.

모형을 통해 밝혀진 변인 간의 간접효과를 분석하는 것은 변수들 간의 구조적 관계를 좀 더 세밀히 파악하고, 매개효과의 유의성을 검증하는 것을 목적으로 한다.

표 10. 직접효과 검증 결과 요약

구분	경로	결과
1-1	창업의 특성→투자 수익성	정(+)의 영향
1-2	재무특성→투자 수익성	정(+)의 영향
1-3	창업의 특성→현금화 가능성	정(+)의 영향
1-4	정부지원요인→현금화 가능성	정(+)의 영향
1-5	재무특성→현금화 가능성	-
1-6	투자 수익성→기업 투자 의도	정(+)의 영향
1-7	현금화 가능성→기업 투자 의도	부(-)의 영향
1-8	정부지원요인→자영업 투자 의도	정(+)의 영향
1-9	투자 수익성→자영업 투자 의도	부(-)의 영향
1-10	현금화 가능성→자영업 투자 의도	정(+)의 영향

표 11. 직-간접 효과 분석

경로	직접 효과	간접 효과	총 효과
창업의 특성 → 투자 수익성	.220**		.220**
재무특성 → 투자 수익성	.461***		.461***
창업의 특성 → 현금화 가능성	.324***		.324***
정부지원요인 → 현금화 가능성	.561***		.561***
재무특성 → 현금화 가능성	-.028		-.028
투자 수익성 → 기업 투자 의도	.425***		.425***
현금화 가능성 → 기업 투자 의도	-.376***		-.376***
정부지원요인 → 자영업 투자 의도	.203*	.247**	.450***
투자 수익성 → 자영업 투자 의도	-.142*		-.142*
현금화 가능성 → 자영업 투자 의도	.441***		.441***
창업의 특성 → 기업 투자 의도		-.029	-.029
정부지원요인 → 기업 투자 의도		-.211**	-.211**
재무특성 → 기업 투자 의도		.206**	.206**
창업의 특성 → 자영업 투자 의도		.112*	.112*
재무특성 → 자영업 투자 의도		-.078	-.078

\*  $p < .05$  \*\*  $p < .01$  \*\*\*  $p < .001$

먼저 부트스트랩(Bootstrap)을 통해 직접효과, 간접효과, 총효과의 크기를 산출하고, 그 유의성을 검증하였다.

그 결과, 창업의 특성은 기업에 대한 투자 의도에는 간접적으로 유의한 영향을 미치지 않았고( $p < .05$ ), 자영업에 대한 투자 의도에는 간접적으로 유의한 정(+)의 영향을 미치는 것으로 나타났다( $\beta = .112, p < .05$ ).

정부지원요인은 기업에 대한 투자 의도에는 간접적으로 유의한 부(-)의 영향을 미치는 것으로 나타났고( $\beta = -.211, p < .05$ ), 자영업에 대한 투자 의도에는 간접적으로 유의한 정(+)의 영향을 미치는 것으로 나타났다( $\beta = .247, p < .01$ ).

또한 재무특성은 기업에 대한 투자 의도에는 간접적으로 유의한 정(+)의 영향을 미치는 것으로 나타났고( $\beta = .206, p < .01$ ), 자영업에 대한 투자 의도에는 간접적으로 유의한 영향을 미치지 않았다( $p > .05$ ).

창업투자금의 현금화 가능성과 기대수익성이 투자 의도에 매개 효과가 있는지 검증 결과는 다음과 같다.

표 12. 매개 효과 검증 결과 요약

구분	경로	결과
2-1	창업의 특성→투자 수익성→기업 투자 의도	매개
2-2	재무특성→투자 수익성→기업 투자 의도	매개
2-3	창업의 특성→현금화 가능성→기업 투자 의도	매개
2-4	정부지원요인→현금화 가능성→기업 투자 의도	매개
2-5	재무특성→현금화 가능성→기업 투자 의도	-
2-6	창업의 특성→투자 수익성→자영업 투자 의도	-
2-7	재무특성→투자 수익성→자영업 투자 의도	매개
2-8	창업의 특성→현금화 가능성→자영업 투자 의도	매개
2-9	정부지원요인→현금화 가능성→자영업 투자 의도	매개
2-10	재무특성→현금화 가능성→자영업 투자 의도	-

## 2. 연구결과의 요약

창업기에 투자하는 비공식투자자의 특성은 창업자 및 3Fs이고, 자영업 창업에 투자 기간은 3년 이내에 현금화를 기대하고, 기업 창업에 투자 기간은 7년 이내에 투자수익성의 실현을 기대하며, 투자금 회수방법은 상장(IPO)을 통한 회수 기대는 17.1%, 이익 수익 또는 배당의 기대가 44.3%, 주식을 회사가 인수 또는 개인에게

매매를 통한 회수기대가 26%로 나타났다.

창업기 투자활성화를 위한 정부의 주요정책은 벤처기업의 상장을 통한 투자금회수가 가능하도록 상장을 용이하게 하는데 상장은 평균 12.9년(금융위원회, “코스닥 시장 활성화 방안”, 2015년 통계), 상장 벤처기업 수는 전체벤처기업수 대비 1.2%(벤처통계시스템; 코스닥 벤처지수. 2010)의 현상으로 창업기에 투자금 수익성 및 현금화 기대와는 상당한 차이가 있음을 알 수 있다.

이로서 창업기에 투자활성화를 위해서는 자영업창업에 창업투자금은 3년 이내에 현금화 실현(이익, 사업장 매각 등), 기업창업에 투자금은 5년 이내에 수익성(배당금, 주식매각 등)을 실현할 수 있는 제도가 필요하다. 정부지원제도가 기업 창업의 투자 의도에 부(-)적 상관관계로서 창업기 투자활성화 환경을 구축하는 정부정책은 비공식투자자 투자 의도에 적절한 제도마련이 요구된다.

비공식투자자들의 인구통계학적 특성 및 투자 의도의 투자규모, 투자금회수기간에 대한 의미 있는 연구였고, 창업기업에 투자하는 비공식투자자들과 자영업창업에 투자하는 투자특성의 차이를 알 수 있는 연구였다. 창업기업에 투자 활성화를 위해 투자금을 5~7년 미만에 회수할 수 있는 제도(예, 5년 이상 생존한 기업의 주식을 거래할 수 있는 주식매매시장 개설, 자사주 매입 제도 간편 및 세제 혜택, 등)의 정부정책 마련의 필요성을 시사한다.

연구의 한계로서는 설문 대상자를 불특정 다수의 성인들이 아니라 연구자의 지인들 및 연구자 지인들의 지인들이며, 중소벤처기업 창업자 및 임원들, 그리고 창업 투자에 상대적으로 잘 이해하는 금융/투자직에 종사하는 사람들, 창업투자경험자들, 자영업자들은 주로 요식업, 카센터, 부동산중개업, 1인 창업(무역업, 컨설팅, 등) 등으로 전체업종을 대표하지 않는 한계점이 있다.

## 참고 문헌

- [1] 한국청년기업가정신재단, *GEM보고서*, p.11, 2017
- [2] 중소벤처기업부, “벤처투자\_고용창출\_효과분석\_

결과\_발표(벤처투자과),” pp.1-3, 2018(8).

[3] 안수진, “소상공업의 일자리 창출효과분석,” 한국 창업학회, 제1권, 제1호, pp.214-231, 2006(6).

[4] Jon Hoyos Iruarruzaga, “The informal investment context,” *Investigaciones Regionales*, Vol.26, pp.179-198, 2013.

[5] 이장우, 장수덕, 이병열, *창조경제에서의 기업가 정신과 창업*, 법문사, 2014.

[6] Stephen G. Morrisette, “A profile of angel investors,” *The Journal of Private Equity*, Summer, Vol.10, No.3, p.52, 2007.

[7] 구경철, *AHP를 활용한 벤처캐피탈의 투자결정 모형 도출 및 타당성 분석*, 건국대학교, 박사학위 논문, 2008

[8] Andrew I. Maxwell, “Business angel early stage decision making,” *Journal of Venturing*, Vol.26, No.2, pp.212-225, 2009.

[9] Mason and Harrison, “The Role of Trust in the Informal Investor’s Investment Decision,” *Entrepreneurship theory and practice*, Vol.21, No.4, 1997.

[10] van Osnabrugge, “Angel Investing: Matching Startup Funds with Startup Companies,” John Wiley&Sons, pp.2-448, 2000(5).

[11] Sudeck, “Angel Investment Criteria,” *Journal of Small Business Strategy*, Vol.17, No.2, p.89, 2006(9).

[12] 중소벤처기업부, “2018년도 중소-벤처기업 지원 사업,” 2018.

[13] 이동희, *국내 벤처캐피탈의 IT벤처기업에 대한 투자결정 요인에 관한 연구*, 국민대학교, 박사학위 논문, 2011.

저 자 소 개

김 태 년(Tae-Nyeun Kim)

정회원



- 1999년 2월 : KAIST 기술경영학과(석사)
- 2018년 9월 : 건국대학교 기술경영학과 박사(수료)

<관심분야> : 창업, 벤처창업, 창업투자, 벤처경영, e-Business, Platform Business, Fund Agency

박 선 영(Sun-Young Park)

정회원



- 1992년 : Consumer Economics, The Ohio State University, USA(석사)
- 1995년 : Consumer Economics, The Ohio State University, USA(박사)

• 2009년 3월 ~ 현재 : 건국대학교 기술경영학과 교수  
<관심분야> : 기술경영, 벤처창업, 기업가정신

송 영 화(Yeong-Wha Sawng)

정회원



- 1993년 5월 : Whitworth Univ. 경영학과(경영학사)
- 1995년 5월 : Whitworth Univ. 경영학과(경영학석사)
- 2000년 5월 ~ 2013년 8월 : 한국 전자통신연구원(ETRI) 책임연구원, 연구실장

• 2006년 : 한양대학교 정보기술경영전공(경영학박사)  
• 2011년 8월 ~ 2013년 8월 : 과학기술연합대학원대학교(UST) 교수  
• 2012년 9월 : The Univ. of Tokyo 기술경영학과(기술경영학박사)  
• 2013년 8월 ~ 현재 : 건국대학교 경영대학 기술경영학과 교수

<관심분야> : 기술융합, 기술예측, 기술사업화 등