

증권형 크라우드펀딩 투자설명서 형태소분석을 통한 투자자 보호방안에 관한 연구

정주영* · 박근우**

A Study on Investor Protection through Morphological Analysis of Equity Crowdfunding Investment Manual

Joo Young Jung* · Keun Woo Park**

■ Abstract ■

An equity crowdfunding system of Korea has been introduced since January 25, 2016. The crowdfunding has contributed to remove the funding gap for startups in Korea. In the three years since the introduction of the system, the amount issued has been growing annually 31 percent. In 2018, the general investors who participated in equity crowdfunding, account for 93.8% of the total market size. General investors are a large part of equity crowdfunding. Investors, however, are facing the information asymmetry problems. General investors rely heavily on the investment prospectus provided by startups to obtain the information they need to determine their investment decisions. Under these circumstances, startups have the incentive to provide information that is advantageous to them, and investors are likely to be adversely affected by the investment prospectus. In this study, we collected the novel crowdfunding prospectus dataset: a total of 459 investment prospectus and conducted a morphological analysis. The analysis showed that the more positive the word, the higher the success rate of investors' subscriptions. We also compared projects that were heavily invested by general investors with projects that were heavily invested by professional investors. Then, we were able to examine that the success rates of project subscription, which were heavily invested by general investors, were higher than the projects of professional investor type. It can be interpreted as a general investor driven crowdfunding market. Based on these results, we propose three policies. First, the supervisor should be strengthened to provide more detailed information on investment risk factors in the prospectus. Second, the crowdfunding intermediary should monitor information provided by startups. Third, an investor should be asked to add a question to the investment compliance test that allows the investor to recognize the problem in the manual.

Keyword : Equity Crowdfunding, Morphological Analysis, Information Asymmetry, Startup Investor, Investment

1. 서론

창업·벤처기업의 성장 과정은 일반적으로 Seed, Start-up, Early-growth, Expansion 등 4단계로 구분할 수 있는데, Seed 단계는 사업초기부터 3년 까지의 기간을 말하며, 기업가의 창의적인 아이디어를 시장성있는 상품으로 만들기 위해 검토하고 시제품을 개발하는 단계이다(고운승 2016, OECD 2006). Seed 구간은 흔히 창업·벤처기업이 창업 후 1~3년 사이 시제품 생산에 필요한 자금과 지식을 획득하기 어려워 고전하는 구간인 죽음의 계곡(death valley)의 시기와 겹치게 되는데(이창영, 김진수, 2016; 이정우, 2016), 이 단계에서 벤처캐피탈의 투자를 받기에는 기업 규모가 작고, 가족 및 지인으로부터 자금을 조달하기에는 자금 규모가 커서 어디에서도 자금을 빌릴 수 없는 자금조달 공백(funding gap)이 발생하게 된다(Collins and Pierrakis, 2012; Hornuf and Schmitt, 2016).

2008년 글로벌 금융위기는 창업·벤처기업의 자금 조달을 더욱 어렵게 만들었다. 금융위기를 돌파하기 위해 전 세계 금융기관들은 자금 확충을 해야 했고, 우선적으로 민간대출을 축소하게 되면서 그 여파가 창업·벤처기업들의 자금 조달도 차단되었다(남우석, 민대환, 2014). 이러한 상황을 돌파하기 위해 창업·벤처기업들은 금융기관의 대안으로 리워드형 크라우드펀딩을 통해 자금을 조달하게 되었고, 2012년 4월 미국에서는 오바마대통령이 JOBS 법(Jumpstart Our Business Startups Act)을 공포하면서 증권형 크라우드펀딩 시작을 알리게 되었다(정주영, 민중후, 2019).

우리나라에서도 세계적인 흐름에 맞춰 증권형 크라우드펀딩에 관한 논의가 진행되었고, 2015년 7월 6일에 증권형 크라우드펀딩 제도를 규정한 자본시장법 개정안이 국회를 통과하여, 2016년 1월 25일부터 제도를 시행하고 있다. 제도 도입 이후 3년 동안 증권형 크라우드펀딩 시장은 연평균 31%씩 꾸준히 성장하고 있어 창업·벤처기업들이 크라우드펀딩을 통해 자금조달 공백(funding gap)을 해소

하는데 도움을 받고 있는 것으로 보이며, 창의적인 아이디어는 있지만 자금 조달에 어려움을 겪어 좋은 아이디어가 사장되는 것을 방지하기 위한 소기의 정책성과는 달성한 것으로 보인다(정주영, 민중후, 2019).

창업·벤처기업들의 자금 조달의 필요성은 크라우드펀딩 도입 전부터 꾸준히 있어 왔다. 하지만 투자자입장에서 창업·벤처기업에 투자를 할 때 심각한 정보비대칭으로 인한 리스크를 주식 가격에 반영하고자 하는 반면, 기업은 적정 가치에 비해 상당한 지분을 희생하는 것으로 생각하는 등 투자자와 기업 간 견해차이로 투자 성사가 쉽지 않았다(양영석, 2019). 인터넷·IT기술의 발달로 대중의 소통이 증가되면서 크라우드펀딩이 활성화되기 좋은 환경이 되었지만, 창업·벤처기업들이 가지고 있는 본연의 정보비대칭의 문제는 완전히 해결되지 않고 있다. 크라우드펀딩 제도 도입 취지는 창업·벤처기업에 자금을 조달함으로써 창업을 지원하고, 이를 토대로 경제부양에 기여할 것이라는 데 초점을 두고 있지만(신현탁, 2017), 투자자보호가 수반되지 않아 투자자들에게 외면을 받게 되면 크라우드펀딩 시장은 정체될 수 있다. 따라서 크라우드펀딩 시장의 지속적인 성장을 위해서는 투자자보호에 대한 제도는 꾸준히 개선되어야 한다.

창업·벤처기업의 투자는 정보비대칭 문제가 상장 기업들에 비해 매우 심각하여 초고위험의 성격을 가진다(신현탁, 2017). 그래서 창업·벤처기업에 대한 투자는 주로 벤처캐피탈 등 투자에 대한 전문 지식과 자금력이 있는 전문투자자들이 참여하는 시장이었다(박혜진, 공경신, 2019). 하지만 2018년 말 기준으로 증권형 크라우드펀딩에 참여한 투자자를 분석해보면 일반투자자¹⁾가 전체 중 94%를 차지하고

1) 본 연구에서 언급하는 투자자는 자본시장법상 정의를 따른다. 전문투자자는 동법 시행령 제118조의17제2항에서 정의하며, 소득적격투자자는 최근 2년간 온라인 소액투자중개를 통해 5회 이상, 1,500만원 이상 투자한 투자자 등 동법 시행령 제118조의17제3항제1호에서 정의한다. 일반투자자는 전문투자자 및 소득적격투자자에 해당하지 않는 투자자이다.

있다. 일반투자자들은 벤처캐피탈, 엔젤투자자 등 전문투자자에 비해 자금력 및 투자 정보력 측면에서 열위에 있기 때문에 동등한 조건에서 경쟁할 경우 손실은 일반투자자들에게 집중될 가능성이 높다.

창업·벤처기업을 대상으로 하는 크라우드펀딩이 지니는 정보비대칭의 문제를 고려하여, 자본시장법은 발행기업이 중개업자 홈페이지를 통해 투자자에게 제공해야할 자료에 관한 규정을 명시하고 있다(법 시행령 제118조의16). 하지만 제공하는 자료 중에선 발행기업이 제 3자의 모니터링 없이 형식상 요건만 갖춰 투자자에게 실질적으로 도움이 되지 못하는 정보를 제공하는 경우도 있다. 중개업자의 경우에도 증권 발행과 관련하여 플랫폼에 게재되는 내용을 사실 확인해야할 의무가 있지만(자본시장법 제117조의11), 구체적으로 투자자에게 전달되는 내용의 적정성을 모두 확인해야할 근거는 없다. 가령, 발행기업이 홈페이지에 게재해야할 사항 중 “증권 발행가액의 산정 방법 및 근거”가 있지만, 발행기업이 제시한 기업 및 해당 산업의 성장률, 증권의 발행 가격(주가, 채권 이자율 등) 등에 관한 사항이 합리적으로 산출되었는지 여부를 모니터링하는 주체가 없는 상황이다. 이러한 상황에서 크라우드펀딩에 참여하는 일반투자자들은 투자 정보를 대부분 발행기업이 중개업자를 통해 제공하는 자료에 의존할 수밖에 없다. IPO의 경우, 애널리스트 분석 자료 등 다양한 경로의 자료를 통해 정보를 접할 수 있는 것과 비교해보면 크라우드펀딩은 정보 취득에 어려움이 존재한다.

크라우드펀딩 투자자들이 투자대상기업의 정보를 어떤경로로 받아들이는지 알려진 바가 없다. 특히, 이러한 환경에서는 크라우드펀딩 투자자들은 발행기업이 제공하는 자료에 의존할 수밖에 없는 환경일 것이다. 본 연구는 이점에 주목하여 크라우드펀딩 투자자들의 의사결정이 투자설명서에 의해 영향을 받는다는 점을 형태소 분석을 통해 제시한다. 형태소 분석은 투자설명서의 내용을 분해하여 어조(tone)를 분석하는 연구방법 중 하나

이다. 과거 투자설명서의 연구를 통해 주가수익률에 영향을 줄 수 있다는 연구 등을 고려할 때, 투자자들이 투자설명서의 정보를 반영하여 투자한다면 긍정적인 미래를 제시한 투자설명서에 더 투자할 것이다. 실제 본 연구분석 결과 긍정적인 경향의 투자설명서가 높은 청약성공률을 보임을 확인할 수 있었다. 이는 곧 투자설명서가 투자자들의 투자의사결정에 영향을 주는 것을 의미할 것이며, 투자자들의 올바른 투자의사결정을 위해 투자설명서 관리·감독 방안에 대한 논의의 필요성이 존재함을 의미한다.

이에 본 연구에서는 제 2장에서 이론적 배경이 되는 크라우드펀딩의 개념 및 현황과 관련 법규, 그리고 정보비대칭 및 형태소분석에 대해 설명하고, 제 3장에서는 연구방법론을 설명한다. 제 4장에서는 연구 결과 및 시사점에 대해 논의하고, 제 5장 결론에서는 본 연구를 요약·정리한다.

2. 이론적 배경

2.1 크라우드펀딩 개념 및 현황

2.1.1 크라우드펀딩 유형별 개념

크라우드펀딩이란 온라인플랫폼 상에서 문화·예술 프로젝트, 사업, 개인대출, 기부 등을 위해 필요한 소규모의 자금을 다수의 개인 및 조직으로부터 조달하는 것을 의미하며(Kirby and Worner, 2014), 크라우드펀딩에 참여하는 주체는 ① 프로젝트를 통해 자금을 모으려는 프로젝트 진행자, ② 프로젝트에 자금을 제공하고 유·무형의 보상을 받는 투자자 또는 후원자, ③ 프로젝트를 공개하고 프로젝트 진행자와 투자자를 연결해주는 크라우드펀딩 플랫폼으로 구분할 수 있다(Ordanini et al., 2011).

크라우드펀딩의 유형을 구분하는 법은 다양한 기준이 있지만, 주로 자금조달의 목적과 방식에 따라 기부형, 리워드형, 대출형, 증권형으로 구분한다(Burtch et al., 2013; 이채린 외, 2015). 또한 금전적

보상 여부에 따라 보상이 없는 기부형 및 리워드형과 이자, 시세차익 등 금전적인 보상이 있는 대출형 및 증권형으로 구분할 수 있다(Kirby and Worner, 2014; 남우석, 민대환, 2014). 기부형은 후원자들이 프로젝트의 취지에 공감하여, 무상으로 자금을 기부하는 형태이다. 불우이웃 돕기, 난치병 환자 치료비 지원, 개발도상국 봉사 활동을 위한 자금 지원 등의 프로젝트들이 기부형에 해당한다.

리워드형은 투자자들이 시장에 창의적인 제품 및 아이디어를 가진 기업에 자금을 제공하고 해당 기업의 제품이나 콘텐츠 등 비금전적 보상을 받는 방식이다. 리워드형은 주로 스타트업이나 중소·벤처 기업들이 주로 참여하고 있지만, 대기업들도 신제품의 시장 반응을 파악하기 위해 리워드형 크라우드펀딩을 활용하기도 한다. 최근 일본의 소니는 자사의 크라우드펀딩 플랫폼인 퍼스트플라이트에서 입는 에어컨인 '레온 포켓' 제작을 위한 프로젝트를 시작하였으며, 프로젝트를 시작한 지 1주일 만에 목표금액인 6,600만 엔을 달성하였다(ZDNet Koera, 2019).

대출형은 온라인플랫폼을 통해 차입자는 대출의 방식으로 자금을 조달하며, 투자자는 원리금수취권을 통해 이자 수익을 받게 된다. 대출형 크라우드펀딩은 주로 P2P대출로 불리는데, 현재 우리나라는 P2P대출플랫폼 업자가 대출정보를 제공하고, 차입자와의 대출계약 및 실행은 연계대부업자가 하는 이원화된 구조로 되어 있다. 국내 P2P대출의 규모는 2019년 6월 말 기준으로 누적취금액 4조 2,541억 원이며, 그 중 부동산 관련 대출이 2조 1,389억 원(50.3%)으로 가장 많은 비중을 차지하고 있다.²⁾

증권형 크라우드펀딩은 소규모 창업·벤처기업들이 크라우드펀딩 플랫폼을 통해 투자자들을 모집하여 자금을 조달하고, 투자자들에게 주식 및 채권 등 증권을 발행하는 방식이다. 우리나라의 증권형 크라우드펀딩 제도는 2016년도에 제도가 도입되어,

현재 15개의 증권형 크라우드펀딩 중개업자가 등록되어 있으며,³⁾ 2016년부터 2018년 말까지 3년간 417개의 창업·벤처기업들이 크라우드펀딩 플랫폼에서 총 483건의 증권 발행을 통해 755억 원의 자금을 조달하였다.⁴⁾

2.1.2 증권형 크라우드펀딩 참여자별 현황

우리나라의 증권형 크라우드펀딩 참여자는 플랫폼사업자인 온라인소액투자중개업자, 발행기업, 투자자로 구분할 수 있다. 15개사의 온라인소액투자중개업자 중 와디즈가 증권형 크라우드펀딩 중개업에 가장 적극적으로 사업을 확장하고 있다(정주영, 민중후, 2019). <표 1>을 보면, 2016~2018년 동안 와디즈의 증권 발행 실적은 387.4억 원으로 전체 금액 중 51.3%를 차지하고 있으며, 2위인 오픈트레이드(11.4%)와 비교해 압도적으로 우위에 있는 상황이다. 또한 전업 중개업자들의 규모를 살펴보면, 와디즈의 총자산은 105억 원으로 타 전업 중개업자들이 평균 10억 원인 것에 비해 규모가 큰 것을 확인할 수 있다(정주영, 민중후, 2019).⁵⁾ 온라인소액투자중개업 도입 전부터 투자중개업을 영위하던 겸업 중개업자들(증권사)과 전업 중개업자 중 와디즈를 제외하면 대부분의 전업 중개업자는 영세한 편이다. 그리고 전업 중개업자는 대부분 적자를 기록하고 있는 점을 감안하면, 온라인소액투자중개업을 지속적으로 영위할 수 있을지 여부도 불투명한 상황이다(정주영, 민중후, 2019).

3) 2019년 8월 말 기준으로 전업 중개업자는 오픈트레이드, 와디즈, 오마이컴퍼니, 크라우디, 펀딩포유, 이안투자, 네오스프링, 아시아크라우드펀딩, 한국크라우드투자 등 9개사이며, 겸업 중개업자는 IBK투자증권, 코리아에셋투자증권, 유진투자증권, 키움증권, KTB투자증권, 우리종합금융 등 6개사로 총 15개 업체가 증권형 크라우드펀딩 중개업을 영위함(출처: 크라우드넷).

4) 금융위원회 보도자료(2019. 4. 12.) 「크라우드펀딩 주요 동향 및 향후 계획」을 참고하여 작성함.

5) 정주영, 민중후(2019)는 2018년 말 영업 중인 중개업자를 기준으로 하였으며, 당시 등록 폐지 심사가 진행 중이던 인크는 제외함.

2) 한국P2P금융협회가 홈페이지에 공시한 데이터를 활용하였으며, 부동산 관련 대출은 부동산 담보, 기타 부동산 담보, 부동산PF 합계액임.

〈표 1〉 2016~2018년 중개업자별 증권발행 실적
(단위 : 건, 억 원, %)

| 중개업자명 | 발행 수 | 발행금액 |
|--------|---------------|-----------------|
| 와디즈 | 229 (47.4) | 387.4 (51.3) |
| 오픈트레이드 | 56 (11.6) | 86.3 (11.4) |
| IBK증권 | 30 (6.2) | 71.0 (9.4) |
| 클라우드 | 32 (6.6) | 64.7 (8.6) |
| KTB증권 | 13 (2.7) | 27.9 (3.7) |
| 기타 | 123 (25.5) | 117.6 (15.6) |
| 총 합계 | 483 | 754.9 |

출처 : 한국예탁결제원 데이터를 참고하여 작성.

〈표 2〉 2016~2018년 증권형 크라우드펀딩 투자자별 현황
(단위 : 억 원, 백 명, %)

| 구분 | 투자금액 | | | 투자자 수 | | |
|----------|----------------|-----------------|-----------------|----------------|-----------------|-----------------|
| | 2016 | 2017 | 2018 | 2016 | 2017 | 2018 |
| 일반 투자자 | 76.5 (43.8) | 143.2 (51.2) | 176.6 (58.7) | 55.9 (92.9) | 155.1 (94.2) | 156.2 (93.8) |
| 소득적격 투자자 | 11.4 (6.6) | 19.7 (7.1) | 18.0 (6.0) | 1.8 (3.0) | 5.2 (3.1) | 6.3 (3.8) |
| 전문 투자자 | 86.6 (49.6) | 116.7 (41.7) | 106.2 (35.3) | 2.5 (4.1) | 4.4 (2.7) | 4.1 (2.4) |
| 합계 | 174.5 | 279.6 | 300.9 | 60.2 | 164.7 | 166.6 |

출처 : 한국예탁결제원, 금융위원회(2019. 4. 12.) 「크라우드펀딩 주요 동향 및 향후 계획」를 참고하여 재구성.

〈표 2〉에서 증권형 크라우드펀딩에 참여한 투자자 현황을 살펴보면, 2016년에 60.2백 명이 크라우드펀딩에 투자하였고, 2017년과 2018년에는 각각 164.7백 명, 166.6백 명으로 연평균 66% 상승하였다. 이 중 일반투자자는 2018년도 말 기준으로 156.2백 명으로 전체 166.6백 명 중 94%를 차지하여 일반투자자의 비중이 거의 대부분을 차지하는 것을 볼 수 있다. 투자금액 기준으로는 일반투자자는 전체 300.9억 원 중 194.6억 원을 차지하여 65%를 차지하고 있다. 이는 일반투자자와 소득적격투자자는 각각 연간 1,000만원, 2,000만원의 투자한도가 있지만,

전문투자자의 경우 투자 한도가 없기 때문이다(자본시장법 시행령 제118조의17제4항). 투자 한도의 제약에도 불구하고 크라우드펀딩 성장은 일반투자자들이 이끌고 있는 것으로 보인다. 일반투자자의 경우 2016년 이후 3년 간 투자자 수 및 투자 금액 모두 성장을 지속하고 있는데, 전문투자자의 경우 2018년에 투자자 수 및 투자금액 모두 전년 대비 감소한 것으로 나타났다(정주영, 민중후, 2019).

현재 자본시장법에서는 크라우드펀딩을 통해 증권을 발행할 수 있는 발행기업을 규정하고 있는데, 그 대상이 7년 이내 창업·벤처기업으로 하고 있다(자본시장법 제9조제27항).⁶⁾ 증권형 크라우드펀딩에 참여한 417개사의 평균 업력은 3년 4개월로 나타났으며, 업력 4년 이하의 기업이 전체 483건 중 350건으로 72.5%를 차지해 창업 초기의 소규모 벤처기업이 크라우드펀딩을 통해 증권을 발행하여 자금 조달을 하는 것으로 나타났다(정주영, 민중후, 2019).

2.2 증권형 크라우드펀딩 투자자의 정보비대칭 문제와 투자설명서의 의의

Akerlof(1970)는 중고차 시장에서 딜러와 소비자 간 정보비대칭이 좋은 품질의 자동차를 퇴출시키면서, 시장의 비효율성이 증가하는 시장실패가 나타난다고 하였다. 이러한 정보비대칭 문제는 금융시장에서 기업이 자금을 조달할 때 흔히 나타나는 일반적인 문제이기도 하다(Schwiebacher and Larralde, 2010). 증권형 크라우드펀딩 시장에서도 마찬가지로 대부분의 투자자들이 투자 기업의 전망에 대해 기업가 대비 열악한 정보를 가지게 되어 심각한 정보비대칭이 존재한다(Ahlers et al., 2015; Courtney et al., 2017). 증권형 크라우드펀딩 투자자들이 증권 청약 과정에서 발생하는 정보비대칭은

6) 자본시장법 시행령 제14조의5제2항1호에 따라 업력 7년 이내가 아니어도 「벤처기업육성에 관한 특별조치법」에 따른 벤처기업과 「중소기업 기술혁신 촉진법」에 따른 기술혁신형 중소기업 또는 경영 혁신형 중소기업은 예외적으로 허용하고 있음.

두 가지 측면에서 생각해볼 수 있다. 첫 번째는 국내 증권형 크라우드펀딩에서 증권을 발행하는 기업들은 평균 업력이 3년 4개월로 대부분 업력이 길지 않은 창업·벤처기업들이라는 점이다. 일반적으로 창업·벤처기업들은 상장기업과 비교하면 정보의 접근성이 상당히 제한된다. 상장기업의 경우 애널리스트의 기업보고서, 신문기사, 신용정보평가사 보고서, 해당기업의 IR 자료, 증권신고서 등 다양한 경로로 정보를 제공받을 수 있지만, 크라우드펀딩 투자자들은 현실적으로 발행기업이 제공하는 정보에 의존할 수밖에 없는 환경이기 때문에 정보비대칭 문제가 더욱 심각하게 나타날 수 있다(Ahlers et al., 2015). 가령, 애널리스트의 커버리지는 분석기업의 정보비대칭 문제를 완화시켜 기업가치에 긍정적인 영향을 미치는데(Mola et al., 2012), 크라우드펀딩에 참여하는 창업·벤처기업은 애널리스트 커버리지에 속하지 않기 때문에 정보비대칭 문제가 상장기업에 비해 더욱 심각하게 부각될 수 있다. 또한 기업들은 자신의 아이디어를 타사에서 도용할 것을 우려하여 증권형 크라우드펀딩 청약과정에서 투자자들에게 정보 제공을 제한적으로 할 가능성이 있다(Schwiebacher and Larralde, 2010).

두 번째로는 증권형 크라우드펀딩은 소액을 투자하는 일반투자자들이 주도하는 시장이라는 점이다. <표 2>에서 증권형 크라우드펀딩의 투자자 구성 및 투자 금액을 살펴보면 2018년도 말 기준 일반투자자의 비중은 93.8%이며, 일반투자자의 평균 투자 금액은 113만원이다. 우선 일반투자자들은 엔젤투자자 및 벤처캐피탈 등 전문투자자에 비해 벤처 투자에 대한 전문 지식이 상당히 부족한데, 이러한 이유로 벤처 기업들은 전문투자자와 일반투자자에게 다른 정보를 제공할 수 있으며, 증권 청약 과정에서 일반투자자들의 평균 투자 금액을 고려할 때 정보 획득 및 분석을 위한 합리적인 비용 수준에서 정보비대칭을 해소하기에는 어려움이 존재한다(Kuti et al., 2017). 또한 벤처기업가는 일반적으로 투자자가 전문성이 부족하고, 투자자 수가 많을 경우 정보

제공을 꺼리는 경향이 있다(Schwiebacher and Larralde, 2010). 이러한 이유로 일반투자자들이 중심이 되는 증권형 크라우드펀딩은 전문투자자 중심인 금융시장에 비해 정보비대칭 문제가 심각할 수 있다.

앞서 언급한 바와 같이 증권형 크라우드펀딩 청약과정에서 발생하는 투자자들의 정보비대칭 문제에도 불구하고 투자자들은 발행기업이 크라우드펀딩 플랫폼을 통해 제공한 정보를 기반으로 투자의 사결정을 해야 한다. 발행기업이 투자자에게 제공하는 중요한 정보는 크게 두 가지로 나뉘볼 수 있는데, 첫 번째는 발행기업의 과거 재무 정보를 제공하는 재무제표이며, 두 번째로는 해당 기업이 속한 산업 및 기업의 사업 전망, 자금사용목적, 투자 위험요소 등의 정보를 제공하는 투자설명서로 구분할 수 있다. 김영도, 정현석(2018)은 국내 증권형 크라우드펀딩 발행기업의 재무정보를 활용한 실증분석을 통해 과거 재무정보가 증권 발행 성공 여부에 영향을 미치지 않는다는 사실을 발견하였는데, 이는 크라우드펀딩 특성상 과거의 재무적 성과보다는 기업 전망에 대한 판단이 투자자의 투자의사결정에 영향을 미치는 것으로 판단하였다. 기존 문헌의 연구결과를 바탕으로 본 연구에서는 투자자에게 경영 계획, 산업 및 사업 전망 등 기업의 미래에 대한 정보를 제공하는 투자설명서에 주목을 하였다. 정보비대칭 문제가 있는 증권형 크라우드펀딩 시장에서 투자자는 발행기업이 제공하는 정보에 의존할 수밖에 없는 점과 과거의 정보보다는 미래 전망에 대한 정보가 중요하다는 점을 고려할 때 투자자에게 투자설명서는 증권 청약과정에서 매우 중요한 자료로 볼 수 있다.

2.3 관련 법규

크라우드펀딩의 메커니즘에서 가장 중요한 개념은 집단지성(wisdom of crowd)으로 볼 수 있는데, 이는 대중(crowd)이 개인보다 문제해결에 효율적이라는 전제에서 시작한다(Schwiebacher and

Larralde, 2010). 집단지성은 투자자의 관점에서 벤처 투자 과정에서 발생하는 정보비대칭을 완화하는데 도움을 줄 수 있다. 가령, 투자 대상 기업에 대한 정보의 접근성 및 수준은 투자자들 사이에서도 차이가 날 수 있는데, 투자자는 정보 공유를 통해 투자의사결정에 도움을 받을 수 있다(진성민, 2014). 자본시장법에서는 증권형 크라우드펀딩의 집단지성 취지를 반영하기 위해 중개업자는 플랫폼에서 공개되는 투자자들의 의견을 임의로 삭제 또는 수정을 금지하여 투자자들의 투자 의견들을 왜곡하지 못하게 하였으며(자본시장법 제117조의7제10항제3호), 자본시장법 시행령 제118조의16제5항에서는 청약금액이 모집금액의 80%를 미달하는 경우에는 투자자들의 집단지성에 의해 증권 발행이 부적합한 것으로 판단되어 발행을 취소하도록 규정하였다.

한편 국내 증권형 크라우드펀딩에서의 자금 조달은 자본시장법에서 정의하는 증권의 모집에 해당하지만, 특례를 적용하여 증권 발행 시 증권신고서 제출 의무를 면제하였다(자본시장법 제117조의10). 하지만 발행기업은 증권신고서를 제출하지 않는 대신, 증권의 발행조건,⁷⁾ 중개업자와의 채무관계 등 이해관계에 관한 사항, 기업의 재무상태⁸⁾ 및 사업계획서 등 투자자가 투자의사결정에 필요한 정보들을 중개업자 홈페이지에 게재하여야 한다. 중개업자에게는 발행기업이 게재한 내용에 대해서 사실 확인을 하도록 의무화하여 투자자들이 부정확한 정보로 피해를 입지 않도록 하였다(자본시장법 제117조의11 및 시행령 제118조의18).⁹⁾

- 7) 발행기업은 ① 모집에 관한 일반사항, ② 모집되는 증권의 권리내용, ③ 모집되는 증권의 취득에 따른 투자위험요소, ④ 자금의 사용 목적, ⑤ 증권 발행가액의 산정 방법 및 근거 등의 사항을 게재해야 함(자본시장법 시행령 제118조의16제1항제1호).
- 8) 재무상태를 기재한 서류는 모집금액에 따라 ① 온라인 소액증권발행인의 대표이사 확인, ② 공인회계사의 확인과 의견표시, ③ 회계감사인의 감사의견 중 하나를 받은 것이어야 함(자본시장법 시행령 제118조의16제1항제2호).
- 9) 중개업자는 발행기업의 사업 목적 및 내용, 모집금액

2.4 금융시장과 형태소 분석

형태소 분석은 의미를 가질 수 있는 가장 작은 단위의 말을 의미하는 형태소를 분류하고 분석하는 것을 의미하는데(곽수정 외, 2013), 금융시장에서도 형태소 분석을 활용한 연구들이 꾸준히 진행되고 있다(김유신 외, 2012; 유은지 외, 2013). 금융시장에서는 더 이상 전통적인 재무 분석에만 국한하지 않고 투자정보를 제공하는 다양한 보고서의 문장 및 단어 등의 분석을 통해 유의한 정보를 발견하여 투자에 활용하려고 한다.

대표적으로 Loughran and McDonald(2011)은 기업들의 사업보고서(10-K)를 활용하여 감성분석을 시도 하였다. 사업보고서(10-K)는 각 기업이 매 회계연도 말에 제출하는 보고서로 사업에 대한 설명, 위험요소 등 비재무정보와 재무정보를 모두 포함하고 있다. Loughran and McDonald(2011)는 사업보고서(10-K)에 나타나는 어조(tone)와 수익률 간 관계가 있다고 하였다. 나아가 Loughran and McDonald(2014)에서는 사업보고서(10-K)의 가독성(readability)이 낮을수록 이상 수익률(abnormal return)의 변동성이 높아진다고 주장하는데, 투자 정보를 제공하는 사업보고서 및 투자설명서의 가독성이 낮을수록 투자자들이 투자 정보를 확인하기 어려워 불확실성이 높아질 수 있음을 보여주는 결과라 할 수 있다. Jegadeesh and Wu(2013)에서는 기존 Loughran and McDonald(2011)의 주장과 같이 긍정어와 부정어가 사업보고서(10-K)의 발표 후 반응과 관계가 존재함을 보였다. 또한 국내 연구에서도 기업 연차보고서의 주주서한 어조(tone)가 회계투명성과 관련이 있을 수 있다는 연구결과가 발표되었다(강창수, 2018). 이러한 연구결과들은 일관되게 투자 정보를 제공하는 기업의 연차보고서 또는 투자설명서가 정보를 취득하는 사람들의 재무적 행동에 영향을 미칠 수 있음을 보여주고 있다.

의 사용 목적이 사업계획에 적합한지 여부, 발행기업과 그 대주주 및 임원의 범죄경력에 관한 사항 등에 관한 사항을 확인해야 함.

3. 연구 방법

3.1 연구방법론

본 연구에서는 형태소분석을 통해 얻은 긍정어와 부정어가 크라우드펀딩의 성공가능성에 미치는 영향을 살펴보기 위해 로짓분석을 시행하였다. 로짓분석은 종속변수가 1 또는 0과 같이 이분형 변수일 경우 사용되는 분석방법론이다. 일반적으로 연속형 변수를 사용할 경우 선형회귀분석을 사용할 수 있으나, 이분형 종속변수에 선형회귀분석을 사용할 경우 종속변수의 예측값이 음으로 나타날 수 있다. 이에 이진형 종속변수에서는 로짓분석을 활용한다. 여기서 분석 대상은 청약 시 증개업자 홈페이지에 게재되는 투자설명서로 하였는데, 그 이유는 본고의 제 2.2절에서 언급한 바와 같이 크라우드펀딩 투자자는 심각한 정보비대칭으로 투자의사결정을 위한 정보 획득을 투자설명서에 의존할 수밖에 없는 구조이기 때문이다. 분석에 사용된 투자설명서는 각 증개업자를 통해 획득하였으며, 발행기업의 재무데이터 및 증권 청약률 등 발행 정보에 관한 데이터는 한국예탁결제원을 통해 구득하였다. 분석 대상 기업의 투자설명서들은 모두 텍스트(txt)파일로

전환하여 형태소 분석을 실시하였다. 형태소 분석은 Python의 라이브러리인 Konlpy와 내부의 꼬꼬마라는 형태소 분석기를 이용하였다. 꼬꼬마 형태소 분석기는 서울대학교 IDS연구실에서 개발한 것으로 자연어 처리 시 말뭉치들을 구분한다. Loughran and McDonald(2011)의 연구와 같이 구분된 형태소는 감성사전을 통해 감성분석을 실시하게 되며, 여기서 사용된 사전은 KOSAC(Korea Sentiment Anlysis Corpus)의 Sentiment Lexicon이다. 감성은 크게 긍정(Positive), 부정(Negative), 중립(Neutral) 등 세 가지로 구분되며, 구분된 감성을 바탕으로 투자설명서의 긍정어, 부정어, 중립어를 산출하게 된다. 본 연구에서는 순 긍정어 수, 긍정어 및 부정어 비율을 산출하여 분석에 활용하였으며, 아래와 같이 로짓모형을 구성하였다.

• Model 1.

$$\text{Success} = \alpha + \beta_1 \text{Net Positive} + \beta_2 \text{Face val} + \beta_3 \text{Target} + \beta_4 \text{eq_bd} + \beta_5 \text{Ind}$$

• Model 2.

$$\text{Success} = \alpha + \beta_1 \text{Positive ratio} + \beta_2 \text{Negative Ratio} + \beta_3 \text{Face val} + \beta_4 \text{Target} + \beta_5 \text{eq_bd} + \beta_6 \text{Ind}$$

〈표 3〉 변수 정의

| 변수 | 정의 |
|------------------|---|
| Positive Counts | • 긍정어 수 |
| Netgative Counts | • 부정어 수 |
| Neutral Counts | • 중립어 수 |
| Net Positive | • 순 긍정어 수 • Net Positive = Positive Counts - Negative Counts |
| Positive Ratio | • 긍정어 비율 • Positive Ratio = Positive Counts / (Positive Counts + Negative Counts + Neutral Counts) |
| Negative Ratio | • 부정어 비율 • Negative Ratio = Negative Counts / (Positive Counts + Negative Counts + Neutral Counts) |
| Success | • 청약 성공더미, 청약률 80% 이상 달성 시 1, 아니면 0 |
| Face val | • 액면가 |
| Target | • 목표가액(단위 : 천만원) |
| eq_bd | • 증권 종류(회사채, 이익참가부사채, 보통주, 우선주) 더미 |
| Ind | • 산업 더미 |

3.2 기초통계량

본 연구는 2016~2018년 동안 크라우드펀딩에 참여한 발행기업 중 데이터가 존재하고, 투자설명서가 텍스트(txt)파일로 전환이 가능한 총 459건의 자료를 기준으로 분석을 시도하였다. 기초통계량은 <표 4>와 같이 구성되어 있다. 우선 Success 터미의 평균을 확인한 결과 0.575로 나타나, 본 연구자료에서의 크라우드펀딩 성공률은 58%인 것으로 확인되었다. 다음으로 긍정어 수인 Positive counts의 평균값이 1,296개로 나타났고, Negative counts의 평균값이 878개로 나타났다. 또한 투자설명서 중 긍정어의 비율은 평균 57.3%로 부정어의 비율이 38.8%로 나타나 투자설명서의 전반적인 어조(tone)는 긍정적으로 작성된 것으로 판단된다. 크라우드펀딩의 목표가는 평균 1억 3,877만원으로 나타났으며, 액면가는 평균 3,185원으로 나타났다.

4. 연구 결과 및 시사점

4.1 연구 결과

본 연구는 크라우드펀딩의 성공 여부에 투자설명서의 어조(tone)가 영향을 미칠 수 있는지에 대해 로짓분석을 실시하였다. 투자자들은 투자설명서를 통해 기업의 정보를 획득하고 투자를 결정하게 된다. 투자자들이 취득할 수 있는 정보의 양이 제한적일 경우 투자자들의 투자설명서에 대한 의존도는 더욱 높아 질 것이며, 투자설명서의 어조(tone)가

긍정적일 경우 투자자들은 기업 전망에 대해 긍정적인 판단을 할 가능성이 높을 것이다. 김봉준, 황의록(2007)은 상품에 대한 긍정적인 리뷰는 소비자들의 구매의향을 높이는데 영향을 미친다고 하였다. 또한 주식시장에서도 감성분석에 대한 연구가 진행되었는데, 긍정어와 부정어는 주가에도 영향을 미칠 수 있다는 사실이 다양한 연구를 통해 밝혀지고 있다(김유신 외, 2012; Loughran and McDonald, 2011). 특히 나중연 외(2013)에 따르면, 금융소비자들의 경우 정보탐색을 잘하지 않는 정보취약자의 가능성이 존재한다. 이와 같이 투자설명서는 일종의 투자자들이 참고할 수 있는 제한된 정보창구이며, 투자 의사결정에 중요한 영향을 미칠 수 있다. 이러한 연구결과들은 긍정적인 어조(tone)의 투자설명서가 발행기업의 크라우드펀딩 성공률에 영향을 미칠 가능성이 존재함을 밝히고 있다.

본 연구에서는 크라우드펀딩의 청약률이 80% 이상 달성한 경우 성공으로 판단하고 크라우드펀딩의 성공에 투자설명서가 어떠한 영향을 미치는지 분석하였다. 이에 투자설명서의 어조(tone)를 순 긍정어수와 긍정어의 비율로 나누어 분석을 시도 하였다. 본 연구의 분석에 따르면, 순 긍정어가 많아질수록 크라우드펀딩의 성공률이 유의하게 높아지는 것을 확인할 수 있다. 본 분석에서 액면가의 경우 크라우드펀딩의 성공률과 통계적 유의성을 찾기 어려웠다. 목표가는 크라우드펀딩의 성공률과 유의한 정(+)의 관계가 존재함을 확인할 수 있었다. 이러한 결과로 유추해 볼 때 투자설명서는 크라우드펀딩 성공에 영향을 줄 수 있는 것으로 판단된다.

<표 4> 기초통계량

| 변수 | 관측수 | 평균 | 표준편차 | 1분위수 | 중위수 | 3분위수 |
|-----------------|-----|----------|----------|---------|----------|----------|
| Success | 459 | 0.575 | 0.495 | 0.000 | 1.000 | 1.000 |
| Positive counts | 459 | 1296.081 | 587.117 | 879.000 | 1232.000 | 1684.000 |
| Negative counts | 459 | 878.370 | 407.128 | 577.000 | 853.000 | 1188.000 |
| Positive ratio | 459 | 0.573 | 0.034 | 0.554 | 0.574 | 0.596 |
| Negative ratio | 459 | 0.388 | 0.036 | 0.364 | 0.384 | 0.410 |
| Net Positive | 459 | 416.536 | 233.793 | 252.000 | 389.000 | 549.000 |
| Face Val | 459 | 3185.839 | 3012.412 | 500.000 | 1000.000 | 5000.000 |
| Taget | 459 | 13.877 | 12.821 | 5.000 | 10.000 | 20.000 |

〈표 5〉 Model 1. Logistic Regressions

| | Success | |
|--------------|--------------|-----------------------|
| | Coefficients | Z-value ¹⁾ |
| Net Positive | 0.001*** | (2.79) |
| Face val | -0.000 | (-0.51) |
| Target | 0.044*** | (4.66) |
| Constant | 0.377 | (0.31) |
| Ind | Yes | |
| eq_bd | Yes | |
| No. Obs. | 459 | |
| pseudo R-sq | 0.076 | |

1) Huber and White's Robust standard error.

*p < .1, **p < .05, ***p < .01.

다음으로 본 연구는 투자설명서의 어조(tone)를 긍정어 비율과 부정어 비율로 구분하여 성공여부에 영향을 미치는지 분석을 실시하였다. 분석결과는 <표 6>과 같이 나타났다. 우선 긍정어 비율이 높을수록 투자성공비율이 유의수준 10%에서 높아지는 것을 확인할 수 있었다. 반면, 부정어의 비율과 투자성공여부는 통계적으로 유의하지 않았다. 이러한 결과는 증권형 크라우드펀딩에 참여하는 투자자들은 고수익 고위험에 대한 기대감이 존재한다. 특히, 이러한 고수익 고위험군 자산에 투자함에 있어 제한된 정보하에서 투자자들은 확증편향을 가지기 쉽다. Park et al.(2013)에 따르면, 투자자들은 완전한 지식이 존재하지 않는 주식에 대해서 자신이 투자한 특정주식에 대한 긍정적인 정보에 더 크게 반응하는 것을 확인할 수 있다. 이는 크라우드펀딩 투자자들의 의사결정에서 확증편향과 같은 성향이 존재할 수 있음을 나타낸다. 이에 투자설명서의 긍정적 어조가 투자자의 의사결정에 영향을 미칠 수 있음을 <표 5>, <표 6>의 결과와 같이 보여주는 것으로 판단된다. 또한, 로짓분석의 특성상 오차항이 이분산을 따를 가능성이 존재하고 샘플의 수가 459개로 크지 않다. 이에 본 연구에서는 Robust standard error를 활용한 z-value를 나타내었다.¹⁰⁾

10) 실제 normal standard error를 활용할 때에도 z-value의 큰 차이는 없어 표에서는 보고하지 않음.

〈표 6〉 Model 2. Logistic Regressions

| | Success | |
|----------------|--------------|-----------------------|
| | Coefficients | Z-value ¹⁾ |
| Positive Ratio | 15.060* | (1.66) |
| Negative Ratio | 11.621 | (1.37) |
| Face val | -0.000 | (-0.51) |
| Target | 0.044*** | (4.66) |
| Constant | -12.323 | (-1.44) |
| Ind | Yes | |
| eq_bd | Yes | |
| No. Obs. | 459 | |
| pseudo R-sq | 0.068 | |

1) Huber and White's Robust standard error.

*p < .1, **p < .05, ***p < .01.

〈표 7〉 투자자 유형별 크라우드펀딩 청약율 T-test

| | No. Obs. | Mean (t-value) | Std. Err |
|-------------|----------|------------------|----------|
| 일반투자자 위주 펀딩 | 156 | 106.935 | 2.032 |
| 전문투자자 위주 펀딩 | 113 | 95.928 | 1.026 |
| 차 이 | 269 | 11.007*** (4.32) | 2.543 |

*p < .1, **p < .05, ***p < .01.

<표 7>은 크라우드펀딩 청약률을 기준으로 투자자 유형에 따른 t-test를 실시한 결과를 나타낸다. 투자자 유형은 투자금액을 기준으로 구분하였는데, 발행금액 중 일반투자자들의 비중이 높다면 “일반투자자 위주 펀딩”으로 분류하였고, 전문투자자들의 비중이 높을 경우에는 “전문투자자 위주 펀딩”으로 구분하였다. 분석 결과 “일반투자자 위주 펀딩”의 평균 청약률이 “전문투자자 위주 펀딩”의 평균 청약률보다 높은 것을 확인할 수 있었다. 이 분석결과는 “일반투자자 위주 펀딩”의 수가 더 많고, 청약률이 더 높은 것으로 보아 크라우드펀딩 시장은 투자정보가 제한적인 일반투자자들을 중심으로 형성되어 있음을 확인할 수 있다.

4.2 본 연구의 시사점 및 의의

본 연구는 증권형 크라우드펀딩 투자설명서의 단어 분석을 통해 설명서 상 긍정어가 많을수록 투자자들은 투자의사결정 시 기업 전망에 대해 긍정적으로 받아들여 투자를 결정하는 것으로 나타났다. 이는 투자자들이 투자의사결정을 할 때 투자설명서상 어조(tone)의 영향을 받는다는 의미로 기업 가치가 동일하더라도 발행인이 투자설명서를 어떻게 작성하느냐에 따라 청약 결과가 달라질 수 있음을 의미한다. 기존에도 크라우드펀딩에서 투자 정보를 전달하는 방식에 따라 청약 결과에 영향을 줄 수 있다는 연구는 있었다. 이정은, 신형덕(2014)은 리워드형 크라우드펀딩 중개업자인 텀블벅의 프로젝트들을 분석한 결과, 프로젝트를 설명하는 동영상 및 시각적 이미지, 프로젝트를 설명하는 텍스트 정보의 양은 프로젝트 성공률에 긍정적인 영향을 미친다고 하였으며, 전성민(2014)은 동영상 및 시각적 이미지뿐만 아니라, 투자자들에게 지속적으로 연락을 하거나 소셜미디어를 활용하는 경우에도 프로젝트 결과에 긍정적인 영향을 미친다고 하였다. 본 연구는 기존의 연구에서 주장한 투자 정보 전달방식이 청약 결과에 영향을 줄 수 있다는 점을 지지하는 동시에, 정보를 전달하는 어조(tone)도 청약 결과에 긍정적인 영향을 미친다는 결과를 확인하였다는 점에서 의의를 가진다.

투자자들이 투자의사결정을 할 때 기업 가치 및 전망이 아닌 투자설명서의 어조(tone)에 영향을 받는다는 사실은 투자자보호 측면에서 중요한 의미를 가진다. 크라우드펀딩에서 증권 발행을 통해 자금을 조달하는 창업·벤처기업의 경우 투자자들이 정보를 취득할 수 있는 경로가 상당히 제한적인데, 이 경우 투자자들은 투자의사결정 시 투자설명서에 의존할 수밖에 없다. 크라우드펀딩 투자설명서는 중개업자의 홈페이지에서 공개되지만, 발행기업이 작성하기 때문에 증권 발행에 유리한 내용 위주로 제공될 가능성이 있으므로, 투자자는 이러한 상황을 인지하고 투자의사결정을 내리는 것이 중요하다.

<표 7>의 연구결과는 크라우드펀딩이 일반투자자들 비중이 높다는 것을 의미한다. 크라우드펀딩에 참여하는 투자자 그룹 중 일반투자자는 기업 분석 능력 및 정보력에서 가장 열위에 있다. 즉, 일반투자자는 전문투자자들에 비해, 정보비대칭 문제를 가장 심각하게 직면할 수 있는 투자자 그룹으로, 투자자보호 관점에서 가장 중요하다고 볼 수 있다.

4.3 정책적 제언

본 연구의 결과는 발행인이 작성한 투자설명서의 내용에 따라 투자자의 투자의사결정에 영향을 미칠 수 있음을 의미한다. <표 5>의 결과를 살펴보면, 순 긍정어 비율이 높을수록 청약 성공률이 높아지는 것을 확인할 수 있다. 앞서 언급한 바와 같이 발행기업은 청약 성공 가능성을 높이기 위해 부정어를 최소화하고, 긍정어를 많이 사용할 유인이 발생하게 된다. 여기서 투자자 보호와 관련하여 문제가 되는 점은 부정어를 최소화하는 과정에서 투자자에게 제공되어야 하지만 기업의 입장에서 불리한 정보들을 의도적으로 누락하거나 축소할 가능성이 있다는 점이다. 증권형 크라우드펀딩의 경우 참여 기업들의 영세성을 고려하여 특례를 통해 상장기업의 주식 공모와는 상당히 간소한 절차와 규제를 적용받게 된다. 가령, 상장기업이 주식 공모를 진행하는 경우 증권신고서를 금융감독원 전자공시시스템에 게재하여야 하며, 증권신고서의 중요사항 중 내용 누락, 거짓 기재, 투자자의 합리적인 투자판단을 저해하는 내용이 있는 경우에는 금융당국이 정정할 것을 요구할 수 있다(자본시장법 제122조제1항). 하지만 증권형 크라우드펀딩은 투자설명서를 중개업자 홈페이지에 게재를 하며, 투자설명서에 대한 내용에 대해서는 관리·감독 받지 않는다.

자본시장법 시행령 제118조의16에서는 발행기업이 투자자들을 위해 증권의 발행조건, 발행기업의 재무상태 및 사업계획서 등에 관한 사항을 중

다. 모집되는 증권의 취득에 따른 투자위험요소

- (1) 사업위험
 - 사업의 성격이 제조 판매로 초기 생산비에 대한 부담이 있음
 - 인기 캐릭터의 순위 변동에 따라 판매 수량에 변동이 있을 수 있음
- (2) 회사위험 : 해당사항 없음
- (3) 기타 투자위험 : 특이사항 없음

<예시 1>

다. 모집되는 증권의 취득에 따른 투자위험요소

투자자가 모집 대상 증권을 취득함에 따라 노출되는 위험(가치 하락, 원리금 회수지연, 불능 등)을 초래하는 제반 요인을 사업위험, 회사위험 관점에서 구분하여 중요사항 순으로 기재하였습니다.

- (1)사업위험
유가하락으로 인한 환율상승
상품 수입시기에 따른 손익발생
- (2)회사위험
수입,수출의 특성상 예상 님기일(상품인도에 따른 해상,항공 운항) 연체

<예시 3>

출처 : 크라우드펀딩 발행기업 투자설명서.

[그림 1] 투자설명서상 투자위험요인의 부실 정보제공 사례

개업자 홈페이지에 게재하도록 하고 있으며, 게재 사항에 대한 구체적 방법은 금융투자협회의 「증권형 크라우드펀딩 표준업무방법서」(이하 “표준업무방법서”)와 금융감독원의 「온라인소액투자증권 발행인 게재사항 작성기준」(이하 “발행인 게재사항 작성기준”)에서 규정하고 있다. 「발행인 게재사항 작성기준」에는 투자자들이 크라우드펀딩을 통해 증권을 취득함에 따라 노출되는 위험을 사업위험, 회사위험, 기타 투자위험 등으로 구분하여 작성할 것을 명시하고 있다. 하지만 실질적인 내용에 대한 구체적인 기준이나 투자설명서 내용에 대한 외부의 관리·감독이 없기 때문에, 발행기업은 투자자에게 제공되어야 할 중요한 정보인 투자위험요소에 대해 형식적 요건만 충족하는 선에서 작성하고 부정적인 표현을 최소화함으로써 청약 성공 가능성을 높이려 할 수 있다.

본 연구에서는 <표 5>의 결과를 토대로 발행기

다. 모집되는 증권의 취득에 따른 투자위험요소

- (1) 사업위험 :
 - 핀테크관련 감독기관의 규제
 - O2O 성격상 재휴가명점의 확장이 계획에 미치지 못함에 따라 예상보다 매출 실권이 낮아질 수가 있음
- (2) 회사위험 : 해당사항 없음
- (3) 기타 투자위험 : 특이 사항 없음

<예시 2>

2. 투자위험요소

| | |
|------|---|
| 사업위험 | 자본력 있는 경쟁사 및 중국 저가 모조품이 출현될 수 있고 각종 수입 규제 활동이 발생 시 사업에 위험이 발생할 수 있습니다. |
| 회사위험 | 시기에 맞는 설비 확충 실패하거나 생산 및 각 파트의 인재를 확보의 어려움이 있을 수 있습니다. |
| 기타위험 | [신주의 환금성 제약] - 금번 청약에 참여하여 배정받은 신주는 비상장주식의 특성상 유동성에 큰 제약이 있습니다. [발행일정 변경 위험] - 청약기간이 연장되거나 투자판단과 밀접하게 연관된 주요내용이 변경될 경우 명시된 일정이 변경될 가능성이 존재합니다. [독자적 투자판단의 필요성] - 본 설명서에 기재된 사항 이외의 투자위험요소를 검토하여 투자자 개인의 독자적인 판단이 필요합니다. |

<예시 4>

업이 청약 성공 가능성을 높이기 위해 순 긍정어를 증가시킬 유인이 있다는 사실을 확인하기 위해 투자설명서의 세부 내용을 살펴보았다. 투자설명서를 살펴본 결과 발행기업들이 부정적인 표현을 최소화하는 과정에서 투자자의 투자 의사결정에 중요한 사항인 투자위험요인을 부실하게 작성하고 있는 것을 볼 수 있었다. 상당수의 기업들은 [그림 1]에서 보는 바와 같이 투자설명서에서 투자위험요인에 분량을 적게 할당한 경우가 많으며, 일반적으로 증권신고서의 투자위험요인에 대한 설명 분량에 비해 상당히 적은 것으로 보인다. 또한 투자위험요인의 설명 분량뿐 아니라 내용상에도 문제점을 확인할 수 있었다. <표 8>을 살펴보면 투자위험요인의 서술에서 ① 일반적인 내용으로 발행기업의 위험을 확인할 수 없는 유형, ② 위험요인 현실화될 가능성이 없음을 강조한 유형, ③ 기업의 성장 등 기업 전망에 대한 긍정적인 측면을 강조한

<표 8> 투자설명서상 투자위험요인 서술의 문제점 유형

| 구분 | 내용 |
|------|---|
| 유형 ① | • 일반적인 내용으로 발행기업의 고유위험을 확인할 수 없는 유형 |
| 예시 ① | - 회사의 잠재적 위험으로서는 수익이 지출비용을 초과하지 못하여 누적손실이 발생하는 재무적위험 을 생각해 볼 수 있습니다. |
| 유형 ② | • 위험요인 현실화될 가능성이 없음을 강조한 유형 |
| 예시 ② | - 당사의 사업위험으로서 생각해 볼 수 있는것은 영어contents제작사에서 제공하는 영어contents제공의 중단입니다. ... 중략 ... 현실적으로 영어contents 제공 중단의 위험이 없다고 판단 합니다. |
| 유형 ③ | • 기업의 성장 등 기업 전망에 대한 긍정적인 측면을 강조한 유형 |
| 예시 ③ | - 당사가 개발한 주수계산기 도입 및 여성테마 여행 앱 "○○○"의 경우 올 2월 중 오픈이 될 것이며, 현재 까지 매출은 대교여행 상품판매와 광고를 진행하면서 허니문 및 아이와 함께하는 여행 등 일반 여행상품 매출이 많은 비중을 차지하고 있습니다. 기존에 여행업 경력자들로 모여있다 보니 예상외의 여행업 매출이 오르고 있어 작년에 손익분기를 넘을 수 있었는데요. 여성플랫폼의 기능에 초점을 주게 되면, 다소 기존수익률에서 잠시 떨어질순 있으나 플랫폼기능으로 더 많은 수익을 목표로 하고 있기에 1년 이후에 200% 이상 성장을 생각합니다. 플랫폼의 제기능(수익창)을 발휘하기까지 6개월~1년 정도 마케팅기간을 두어야 될 걸로 예상됩니다. |

출처 : 크라우드펀딩 발행기업의 투자설명서를 참고하여 재구성.

유형 등을 볼 수 있었다. 투자설명서의 투자위험요인을 작성하는 취지는 투자자들이 투자사결정시 투자 위험을 정확히 인지하여 올바른 투자판단을 할 수 있도록 하는 것이지만, 실질적으로 발행기업의 위험을 정확히 인지하기에는 다소 내용이 부실한 부분이 많다는 점을 확인할 수 있었다. 특히 ① 일반적인 내용으로 발행기업의 위험을 확인할 수 없는 유형의 경우에는, 「발행인 기재사항 작성기준」에 “모든 모집 또는 누구에게나 적용될 수 있는 위험요소는 기재하지 아니한다”라는 기준이 있음에도 불구하고, 일반적 또는 포괄적인 위험요인을 작성한 경우가 많았다. 사례들을 살펴본 결과 발행기업들은 투자자에게 좋은 인상을 심어주고자 투자 위험을 고지하는 항목에서 부정적인 표현을 최소화하는 것을 넘어서 긍정적인 회사 전망을 서술하기도 하였는데, 이러한 내용들이 투자자에게는 기업 전망에 대한 긍정적인 인식을 제공하여 청약률이 증가한 것으로 보인다. 이러한 문제점을 해결하기 위해 크라우드펀딩 투자설명서상 투자위험인지 작성에 대한 세부적인 가이드라인의 보완이 필요하며, 실질적으로 투자자들이 발행기업의 위험요인을 파악할 수 있도록 정보를 제공하도록 해야 한다.

한편 이러한 과정에서 중개업자의 역할을 강화할 필요성이 있다. <표 2>에서 2018년 기준 일반투자자의 비중은 94%라는 점과 <표 7>에서 성공 프로젝트 중 일반투자자 위주의 프로젝트의 청약률이 높다는 결과는 증권형 크라우드펀딩 시장은 일반투자자가 주도하는 시장이라는 점을 알 수 있다. 기본적으로 창업·벤처기업 투자에서는 기업 정보에 대해 기업가가 투자자들에 비해 많은 정보를 가지고 있는데, 증권형 크라우드펀딩에서는 이러한 정보비대칭 문제가 더욱 두드러지게 나타난다 (Ahlers et al., 2015; Courtney et al., 2017). 일반투자자의 창업·벤처기업에 대한 정보 획득 및 분석 능력은 전문투자자들에 비해 현저하게 떨어지는데, 좋은 기업을 구별해내지 못해 잠재적으로 기업 전망 및 실적이 우수한 기업들이 자금 조달에 실패할 수 있으며, 그 반대의 경우도 발생할 수 있다 (Ahlers et al., 2015). 일반투자자 위주인 증권형 크라우드펀딩 시장의 이러한 문제점을 감안할 때 투자설명서에서 발행기업이 투자위험요인 등과 같이 형식적으로 작성할 유인이 있는 항목에 대해서는 중개업자가 모니터링을 하도록 규제할 필요성이 있다. 표준업무방법서에는 “중개업자는 발행인의 기재내용이 금감원의 「온라인소액증권발행인 기재

사항 작성기준」에 따라 작성될 수 있도록 안내할 것”으로 명시되어 있지만, 중개업자는 투자설명서의 형식적·법적 요건의 충족여부만 살펴보는 것으로 보인다. 크라우드펀딩은 제도 취지 상 발행기업이 대부분 영세 기업인 점을 감안하여, 발행기업의 의무 사항을 중개업자가 확인하도록 하고 있다. 가령, 자본시장법 제117조의11에서는 중개업자가 발행기업에 관한 사항에 대해 사실 확인을 할 의무를 규정해놓았다. 이러한 관점에서 볼 때, 중개업자로 하여금 투자자에게 영향을 미칠 수 있는 투자설명서상 내용을 모니터링하고 관리 책임을 지게 할 필요성이 있다.

한편 앞서 언급한 바와 같이 <표 6>의 결과를 통해 증권형 크라우드펀딩 투자자들은 확증편향과 같은 행태로 인해 부정어보다 긍정어에 더 반응하는 것을 확인할 수 있었다. 이러한 결과를 바탕으로 투자자들에게 투자설명서와 관련하여 위험을 확실히 인지하고 청약을 진행할 수 있도록 투자적합테스트에 관련 문항을 추가하는 것을 고려해볼 수 있다. 투자적합성테스트는 일반투자자들이 크라우드펀딩 투자의 위험을 명확히 인지할 수 있도록 간단한 문항에 답을 해야만 청약 자격을 주는 제도인데(자본시장법 시행령 제68조제5항제13의5호), 투자적합성테스트 문항에 “투자설명서는 발행기업이 작성하며, 발행기업이 유리하게 작성할 유인이 있다”는 사실의 인지 여부를 추가한다면 투자자들이 투자설명서의 내용을 좀 더 객관적으로 판단하는데 도움을 줄 수 있을 것으로 보인다.

5. 결 론

본 연구는 형태소분석을 활용하여 증권형 크라우드펀딩 투자설명서의 어조(tone)와 청약 성공 간 관계가 있다는 사실을 도출하고, 이러한 연구 결과가 투자자보호에 미칠 수 있는 영향에 대해 분석하였다. 본 연구에서 투자설명서에 주목한 이유는 세 가지로 볼 수 있다. 첫 번째로는 증권형 크라우드펀딩 시장은 투자 정보가 많지 않은 창

업·벤처기업을 대상으로 전문성이 취약한 일반 투자자들이 주도하는 금융시장이라는 점이며, 두 번째로는 이러한 환경에서 투자자의 투자 의사결정은 발행기업이 제공한 정보에 의존해야 한다는 점이다. 세 번째로는 창업·벤처기업 투자의 특성상 과거 재무정보보다는 미래 전망이 중요할 수 있는데 투자설명서에는 기업 및 산업 전망, 투자 위험요소, 향후 투자 계획 등의 정보가 있기 때문이다.

형태소분석을 통해 투자설명서의 어조(tone)와 청약 성공간의 관계를 분석한 결과, 투자설명서의 어조(tone)가 긍정적일수록 청약 성공 가능성이 높은 것으로 나타났다. 이러한 사실은 발행기업이 증권 발행의 성공 가능성을 높이기 위해서 투자자에게 제공하는 투자설명서에 긍정적인 언어 사용을 늘리고 부정적인 언어 사용을 최소화할 유인이 있는 것으로 판단하였다. 발행기업이 자금을 조달하기 위해 사실을 왜곡하거나 투자자에게 오해를 불러일으키지 않는 선에서 기업의 긍정적인 측면을 부각하는 것은 비판할 수 없지만, 부정어를 최소화하는 과정에서 투자자에게 제공되어야 할 정보조차 누락될 수 있다는 점에서 투자자보호 이슈가 발생할 수 있다. 본 연구에서는 투자설명서의 세부내용을 살펴봄으로써 투자위험요인을 생략하거나 투자위험요인조차 기업의 장밋빛 전망에 대한 내용으로 작성한 사례를 발견할 수 있었다. 이러한 문제점을 해결하기 위해 세 가지 정책적 제언한다. 첫 번째는 투자설명서상 투자위험요인 작성에 대한 보다 더 세부적인 가이드라인을 제시해야 한다. 두 번째는 투자설명서상 투자자에게 중요한 사항에 대해서는 중개업자가 실질적인 내용 작성 여부를 모니터링하도록 의무화해야 한다. 세 번째로는 청약 전 투자자들이 실시하는 투자적합성테스트에 “투자설명서는 발행기업이 작성하여 해당기업에게 유리하게 작성할 유인이 있다”는 사실을 인지할 수 있도록 하는 문항을 추가해야 한다.

본 연구는 투자자가 발행기업의 투자설명서에 의존할 수 없는 상황에서 투자설명서의 어조(tone)가

투자자의 투자 의사결정에 영향을 미친다는 결과를 도출했다는 점에서 의의를 가진다. 크라우드펀딩 제도의 취지와 창업·벤처기업들의 영세성을 고려하였을 때, 상장 기업과 비슷한 수준의 규제를 적용하는 것은 바람직하지 않지만, 투자자보호를 소홀히 할 경우 자금을 공급하는 투자자가 크라우드펀딩 시장을 외면하여 성장이 정체될 가능성이 존재한다. 따라서 우리나라의 증권형 크라우드펀딩 시장의 질적 도약과 지속적인 성장을 위해 투자자들이 올바른 투자 의사결정을 할 수 있도록 제도 보완이 필요할 것으로 보인다.

참고문헌

- 강창수, “Tone at the top이 회계투명성에 미치는 영향”, *기업경영리뷰*, 제9권, 제1호, 2018, 91-108.
- 고윤승, “창업·벤처기업의 자금조달을 위한 크라우드펀딩 탐색적 연구”, *무역통상학회지*, 제16권, 제3호, 2016, 137-157.
- 곽수정, 김보겸, 이재성, “한국어 형태소 분석을 위한 효율적 기본적 사전의 구성 방법”, *정보처리학회논문지. 소프트웨어 및 데이터 공학*, 제2권, 제12호, 2013, 881-888.
- 김봉준, 황의록, “온라인에서의 제품 평가정보가 소비자 구매의사결정에 미치는 영향에 관한 연구”, *한국경영학회 통합학술발표논문집*, 2007, 1-27.
- 김영도, 정현석, “크라우드펀딩 자금조달의 유효성 분석”, *금융연구*, 제32권, 제3호, 2018, 129-167.
- 김유신, 김남규, 정승렬, “뉴스와 주가: 빅데이터 감성분석을 통한 지능형 투자 의사결정 모형”, *지능정보연구*, 제18권, 제2호, 2012, 143-151.
- 나종연, 구혜정, 김효정, 이진명, 이해량, 이화옥, “금융소비자의 정보탐색 유형 분석”, *소비자학연구*, 제24권, 제4호, 2013, 99-123.
- 남우석, 민대환, “한국 크라우드펀딩의 법제화에 관한 연구”, *한국IT서비스학회지*, 제13권, 제4호, 2014, 123-137.
- 박혜진, 공경신, “국내 증권형 크라우드펀딩 현황과 시사점”, *자본시장연구원*, 2019.
- 신현탁, “크라우드펀딩 투자자에 대한 후견적 보호의 한계 및 펀딩플랫폼 활성화 방안”, *증권법연구*, 제18권, 제3호, 2017, 81-111.
- 양영석, “중소벤처기업의 혁신성장과 자금조달강화 방안-‘벤처투자촉진법’ 내 SAFE 도입규정실행타당성 검토 중심으로-”, *법학연구*, 제30권, 제2호, 2019, 121-148.
- 유은지, 김유신, 김남규, 정승렬, “주가지수 방향성 예측을 위한 주체지향 감성사전 구축 방안”, *지능정보연구*, 제19권, 제1호, 2013, 95-110.
- 이정우, “창업대중화의 주역, 액셀러레이터”, *Entrepreneurship Korea*, 제1권, 2016, 7-10.
- 이정은, 신형덕, “크라우드펀딩 사이트의 게시글 정보가 펀딩 성공에 미치는 영향”, *한국콘텐츠학회논문지*, 제14권, 제6호, 2014, 54-62.
- 이창영, 김진수, “기술창업기업의 Death-Valley 극복 영향요인분석과 개선방안에 관한 연구”, *한국경영정보학회 학술대회*, 2016, 545-550.
- 이채린, 이정훈, 신동영, “Crowdfunding 활성화를 위한 투자자 동기요인 분석”, *한국전자거래학회지*, 제20권, 제1호, 2015, 137-151.
- 전성민, “크라우드 펀딩 플랫폼의 벤처창업 활용에 관한 연구: 정보재(Information Goods)를 중심으로”, *벤처창업연구*, 제9권, 제1호, 2014, 97-105.
- 정주영, 민중후, “국내 증권형 크라우드펀딩 전개과정과 특성에 관한 연구-2016년 이후 현황 및 제도 개선 과정을 중심으로-”, *경영사학*, 제34집, 제3호, 2019, 77-98.
- Ahlers, G.K., D. Cumming, C. Günther, and D. “Schweizer, Signaling in equity crowdfunding”, *Entrepreneurship theory and practice*, Vol.39, No.4, 2015, 955-980.
- Akerlof, G.A., “The market for lemons: Quality and the market mechanism”, *Quarterly Jour-*

- nal Economics*, Vol.84, 1970, 488-500.
- Burtch, G., A. Ghose, and S. Wattal, "An empirical examination of the antecedents and consequences of contribution patterns in crowd-funded markets", *Information Systems Research*, Vol.24, No.3, 2013, 499-519.
- Collins, L. and Y. Pierrakis, "The venture crowd : crowdfunding equity investments into business", London : Nesta. 2012.
- Courtney, C., S. Dutta, and Y. Li, "Resolving information asymmetry : Signaling, endorsement, and crowdfunding success", *Entrepreneurship Theory and Practice*, Vol.41, No.2, 2017, 265-290.
- Hornuf, L. and M. Schmitt, "Success and failure in equity crowdfunding", *CESifo DICE Report*, Vol.14, No.2, 2016, 16-22.
- Jegadeesh, N. and D. Wu, "Word power : A new approach for content analysis", *Journal of Financial Economics*, Vol.110, No.3, 2013, 712-729.
- Jeon, S.M., "Feasibility of the Crowd Funding Platforms for Start-Ups : With Focus on Information Goods", *Asia-Pacific Journal of Business Venturing and Entrepreneurship*, Vol. 9, No. 1, 2014. 97-105.
- Jung, J.Y. and J.H. Min, "A Study on the Development Process and Characteristics of The Equity Crowdfunding in Korea-Focusing on the state and system improvement process since 2016-", *The Journal of Business History*, Vol.9, No.34, 2019, 69-90.
- Kang, C.S., "An effect of tone at the top on accounting transparency", *Korean Review of Corporation Management*, Vol.9, No.1, 2018, 91-108.
- Kim, B.W. and U.R. Hwang, "The Effect of Product Evaluation Information on the Consumer Decision Making in the On-Line Context-The Word of Mouth Effect of Product Review and Consumer Replies-", *Academic Publications of The Korean Academic Society of Business Administration*, No.8, 2007, 1-27.
- Kim, Y., N. Kim, and S.R. Jeong, "Stock-Index Invest Model Using News Big Data Opinion Mining", *Journal of Intelligence and Information System*, Vol.18, No.2, 2012, 143-156.
- Kim, Y.D. and H.S. Jeong, "Analysis of Effectiveness of Crowdfunding", *Journal of Money and Finance*, Vol.32, No.3, 2018, 129-167.
- Kirby, E. and S. Worner, "Crown-funding : An Infant Industry Growing Fast", IOSCO Staff Working Report SWP3, 2014.
- Ko, Y.S., "An Exploratory study of Crowdfunding for the financing of Entrepreneurship", *Journal of Korea Research Association of International Commerce*, Vol.16, No.3, 2016, 137-157.
- Kuti, M., Z. Bedő, and D. Geiszl, "Equity-based crowdfunding", *Financial and Economic Review*, Vol.16, No.4, 2017, 187-200.
- Kwak, S.J., B.G. Kim, and J.S. Lee, "Construction of an Efficient Pre-analyzed Dictionary for Korean Morphological Analysis", *KIPS Transactions on Software and Data Engineering*, Vol.2, No.12, 2013, 881-888.
- Lee, C.R., J.H. Lee, and D.Y. Shin, "Factor Analysis of the Motivation on Crowdfunding Participants : An Empirical Study of Funder Centered Reward-type Platform", *The Journal of Society for e-Business Studies*, Vol.20, No.1, 2015, 137-151.
- Lee, C.Y., "A study on improvement methods and influencing factors analysis for over-

- coming the Death-Valley of technology-based start-up”, *Academic publication of The Korea Society of Management Information Systems*, 2016, 545-550.
- Lee, J.E. and H.D., Shin, “The Relationship between the Information Posted on the Web and the Success of Funding in Crowdfunding Site”, *Journal of The Korea Contents Association*, Vol.14, No.6, 2014, 54-62.
- Lee, J.W., “Accelerator, the leader of the founding popularization”, *Entrepreneurship Korea : Spring*, Vol.1, 2016, 7-10.
- Loughran, T. and B. McDonald, “Measuring readability in financial disclosures”, *The Journal of Finance*, Vol.69, No.4, 2014, 1643-1671.
- Loughran, T. and B. McDonald, “When is a liability not a liability? Textual analysis, dictionaries, and 10-Ks”, *The Journal of Finance*, Vol.66, No.1, 2011, 35-65.
- Mola, S., P.R. Rau, and A. Khorana, “Is there life after the complete loss of analyst coverage?”, *The Accounting Review*, Vol.88, No.2, 2012, 667-705.
- Nam, W.S. and D.H. Min, “A Study on the Legislation of Crowd-Funding in Korea”, *Journal of Information Technology Services*, Vol.13, No.4, 2014, 123-137.
- OECD, “The SME Financing Gap(Vol.I) : Theory and Evidence”, OECD Publishing, 2006.
- Ordanini, A., L. Miceli, M. Pizzetti, and A. Parasuraman, “Crowd-funding : transforming customers into investors through innovative service platforms”, *Journal of Service Management*, Vol.22, No.4, 2011, 443-470.
- Park, H.J. and K.S. Kong, “Analysis of Securities-based Crowdfunding Markets in Korea”, *Korea Capital Market Institute*, 2019.
- Park, J., P. Konana, B. Gu, A. Kumar, and R. Raghunathan, “Information valuation and confirmation bias in virtual communities : Evidence from stock message boards”, *Information Systems Research*, Vol.24, No.4, 2013, 1050-1067.
- Rha, J.Y., H.G. Koo, H.J. Kim, J.M. Lee, H.R. Lee, and H.Y. Li, “Consumer Information Search Type for Financial Products”, *Journal of Consumer Studies*, Vol.24, No.4, 2013, 99-123.
- Schwiebacher, A. and B. Larralde, “Crowdfunding of small entrepreneurial ventures”, *Handbook of entrepreneurial finance*, Oxford University Press, Forthcoming, 2010.
- Shin, H.T., “Limitation of the Paternal Protection of Crowdfunding Investors and Measures to Invigorate the Funding Platform”, *The Korean Journal of Securities Law*, Vol. 18, No.3, 2017, 81-111.
- Yang, Y.S., “Alternative of Building up the Equity Financing Base of Small and Medium Ventures including Startups to Boost up their Innovative Growth-Validating Review over the Act of Promoting Venture Investment including SAFE Rule-”, *Chungnam Law Review*, Vol.30, No.2, 2019, 121-148.
- Yu. E.J., Y.S. Kim, N.G. Kim, and S.R. Jeong, “Predicting the Direction of the Stock Index by Using a Domain Specific Sentiment Dictionary”, *Journal of Intelligence and Information System*, Vol.19, No.1, 2013, 95-110.

◆ About the Authors ◆



정 주 영 (jy914@naver.com)

한양대학교 경영대학 재무금융전공 박사과정에 재학 중이다. 관심분야는 핀테크, 클라우드펀딩, 기업지배구조 등이다.



박 근 우 (pkw881@hanyang.ac.kr)

한양대학교 경영대학 재무금융전공 박사과정에 재학 중이다. 주요 연구 분야는 뮤추얼펀드, 개인과 기관의 투자행태, fin-tech 등을 포함한다.