

## 스타트업의 초기 투자유치 프로세스: (주)레티널 사례를 바탕으로\*

김하영 (한양대학교 경영학과 학부생)\*\*

배태준 (한양대학교 창업융합학과 조교수)\*\*\*

원치운 (한양대학교 경영대학 박사과정)\*\*\*\*

### 국 문 요 약

스타트업의 투자 의사결정에 대한 연구들은 활발하게 이루어져 왔다. 하지만, 주로 투자자의 관점에서 연구가 되었기 때문에 피투자 기업의 전략적인 활동은 간과되어왔다. 특히, 스타트업 투자는 일시적으로 한 순간의 결정으로 이루어지는 것이 아닌, 투자 유치 진행과정을 통해 결정된다. 뿐만 아니라, 단계별로 의사결정의 핵심 요소가 달라질 수 있으므로, 스타트업의 초기 투자 유치를 이해하기 위해서는 투자자 만남에서 투자 유치 성공에 이르기까지 전 과정에 걸쳐, 스타트업 기업의 전략적 행동을 분석할 필요가 있다. 이를 위해 핀미러 기술을 활용한 증강현실 (Augmented Reality, AR) 스타트업인 (주)레티널의 사례를 통해 “어떻게” 초기 스타트업이 투자 유치에 성공할 수 있었는지, 피투자자인 스타트업 관점에서 연구하였다. 구체적으로, 본 연구에서는 스타트업이 투자를 받기 전 존재 자체를 알리기 위한 정당성 확보하는 단계를 추가시켜 기존 투자 프로세스 모델을 확장하였다. 이를 바탕으로 1) 정당성 확보, 2) 친화, 3) 검토, 4) 협상 단계 등 4 단계로 투자 진행 프로세스를 나누었고, 각 단계별 주요 요인을 분석하고, 스타트업의 전략적 활동을 파악했다. 본 연구는 스타트업의 투자 유치와 관련된 복잡한 과정과 피투자자인 스타트업 기업의 성공적인 전략적 행동들을 이해하는데 많은 도움이 될 수 있을 것으로 판단된다.

핵심주제어: 스타트업, 학생창업, 투자프로세스, 투자 의사결정요인, 사례연구, (주)레티널

## 1. 서론

스타트업 투자 데이터베이스인 더브이씨(2019)에 따르면 국내 신생 벤처 및 스타트업의 투자는 2018년 말 기준으로 1051건의 투자가 이루어졌으며, 약 8조 5039억 원 규모의 투자액이 유치되었다. 또한 중소벤처기업부의 ‘2019 상반기 개인 벤처펀드 출자액’ 발표에 따르면 엔젤 투자 역시 2018년 5,389억 원의 투자 규모를 기록하며, 전년 대비 70% 대폭 증가하였다.

학계에서는 오래전부터 스타트업의 외부 투자의 중요성을 인식하고, 벤처캐피탈과 엔젤 투자와 관련된 다양한 연구들이 활발하게 이루어지고 있다. 구체적으로, 투자자 유형에 관한 연구(De Clercq et al., 2006; Hellman & Thiele, 2015), 벤처캐피탈과 엔젤투자자의 투자 의사결정요인에 대한 연구(반성식·송경모, 2004; Tyebjee & Bruno, 1984; Sudek, 2007; Sharma 2015; Appelhoff et al., 2016; Pasquini et al., 2019), 그리고 투자자 유형에 따른 투자 진행 프로세스를 분석한 연구들이 진행되어 왔다(Tyebjee & Bruno, 1984; Paul et al., 2007).

몇 개 예외를 제외하면, 스타트업 투자와 관련된 기존 연구들은 두 가지 공통점을 지닌다. 첫째, 거의 모든 연구는 투자자의 관점에서 어떤 기업이 선택되는지를 주로 분석하였다. 구체적으로, 이들 연구는 스타트업의 사업계획서를 분석하거나(Brush et al., 2012), 컨조인트 분석으로 투자자의 선호도를 파악하거나(Hsu et al., 2014), 투자자들을 인터뷰하고 설문조사하는 방식을 취했다(Smith et al., 2010, Sudek, 2007). 하지만, 이런 접근법은 투자유치를 위해 피투자 기업들이 구체적으로 어떻게 행동하는지를 기업관점에서 파악할 수가 없다. 두 번째 공통점은 투자유치의 처음부터 끝까지 전 단계를 모두 분석하기보다는, 스크리닝 단계와 같이 특정 시점만을 연구하거나(Clark, 2008; Mason & Harrison, 2003; Smith et al., 2010), 투자의 과정을 세분화 하지 않은 채, 일반화를 하였다(Feeney et al., 1999; Stedler & Peters, 2003; Van Osnabrugge, 2000). 하지만 투자 유치는 과정이고, 단계별로 복합적인 성격이기 때문에 해당 프로세스를 단계별로 구분해야 이해하기 쉽다(Maxwell et al., 2011). 뿐만 아니라 각 단계별로 의사결정의 핵심 요소가 다를 수 있기 때문에(Mittens et al., 2012),

\* 본 논문은 전국 9개 대학 기업가정신센터에서 주관한 2018 벤처 창업 학술 연구대회의 발표 논문임

\*\* 주저자, 한양대학교 경영학과 학부생, gkdud95@gmail.com

\*\*\* 교신저자, 한양대학교 일반대학원 창업융합학과 부교수, tjbae@hanyang.ac.kr

\*\*\*\* 공동저자, 한양대학교 경영대학 박사과정, wonzzang9230@naver.com

· 투고일: 2019-11-11 · 수정일: 2019-12-17 · 게재확정일: 2019-12-25

투자유치의 처음부터 마지막까지 세부 단계별로 구체적인 확인이 필요하다. 따라서, 기존 연구에서 간과되었던 점을 보완하고자 본 연구는 다음과 같은 연구 질문을 제시한다.

**연구질문 1: 스타트업 투자 유치 진행 단계별로 영향을 미치는 요인은 무엇인가?**

**연구질문 2: 투자 유치를 성공하기 위해 진행 단계에 따라 피투자자인 스타트업은 구체적으로 어떤 활동들을 하는가? 그리고 그 활동이 투자에 어떻게 영향을 미치는가?**

본 연구의 목적은 앞서 제시한 연구 질문에 대한 답을 확인하기 위해 성공적으로 투자를 유치한 스타트업을 선정하여, 피투자자 관점에서 투자자와의 만남에서부터 최종 투자 유치 결정에 이르기까지 전 과정을 심층적으로 분석하고자 한다. 뿐만 아니라, 진행과정에서 각 단계별로 해당 스타트업이 전략적으로 어떤 활동들을 했으며, 그런 활동들이 결과적으로 어떤 결과를 초래했는지 면밀히 살펴보고자 한다. 이를 위해 본 연구는 ㈜레티널을 사례 기업으로 선정하고, 김재혁 대표와의 수 차례 심층 인터뷰를 바탕으로 확보된 내용과 관련 보도자료 및 선행연구들을 검토하여 분석하고자 한다.

본 논문은 서론에 이어 2장에서는 사례기업인 ㈜레티널의 소개와 함께 4차 산업 혁명의 핵심 분야인 증강현실(AR) 기술에 대한 소개를 하고 있다. 3장은 본 연구와 관련된 스타트업의 투자에 대한 선행연구를 검토하였으며, 4장은 인터뷰 내용에 대한 자료를 활용하여, 스타트업 투자 프로세스의 단계와 단계별 스타트업의 전략 및 활동을 분석하여 결과를 제시하였다. 마지막으로 5장은 본 논문의 결론과 시사점을 제시한다.

## II. 사례기업 소개

### 2.1 레티널 (LetinAR)

최근 몇 년 간 구글, 마이크로소프트, 애플 등 글로벌 IT기업들이 주목하고 있는 AR글라스 분야에서 이슈가 되고 있는 한국의 스타트업이 있다. 바로 학생창업의 성공사례로 평가 받고 있는 ㈜레티널(LetinAR)이다. 레티널은 핀미러 기술을 적용한 AR(Augmented Reality, 증강현실) 글라스를 개발한 스타트업이다. 2016년 설립된 레티널은 고등학교 동창인 김재혁 대표와 공동창업자 하정훈 CTO를 포함한 3명으로 구성된 스타트업 팀으로 시작하였다.

학창시절부터 과학에 관심이 많던 김재혁 대표와 하정훈 CTO는 항상 새로운 것들을 관찰하고 만들어보는 것을 즐겨하였다고 한다. 레티널의 핵심 기술인 바늘구멍 원리를 응용한 ‘핀미러’ 기술 또한 그 중 하나이다. 이는 바늘구멍 원리(핀홀)를 이용해 개인의 시력 차이나 초점거리와 무관하게 뚜

렷한 상을 보여주는 것으로 김정훈 대표와 하정훈 CTO는 기존 스마트 글래스가 가지고 있던 흐릿한 초점과 좁은 시야로 인해 어지럼증을 유발하는 단점을 핀미러가 삽입된 특수렌즈를 개발해 문제를 해결했다.

학생 창업가라는 타이틀로 인해 아직 부족하다는 평가와 끊임 없는 시선 때문에 창업 초기 어려운 시기를 겪었지만, 기술에 대한 자부심과 인내, 그리고 창업에 대한 열정으로 문제들을 극복해 나갔다. 그 결과, 기술에 대한 소개를 목적으로 참가했던 해커톤 및 경진대회에서 긍정적인 평가를 받아 플래티넘 기술투자에서 투자를 받았다. 또한, 지난 2017년 미국 라스베이거스에서 열린 국제전자제품박람회(CES)에서 좋은 반응을 이끌며 구글과 화웨이로부터 투자 제안을 받기도 하였다. 창업한지 1년 만에 네이버와 카카오 등에서 투자유치에 성공하고, 2019년 KB인베스트먼트의 투자까지 유치함으로써 누적 투자금액이 60억원을 달성하는 등 성공적인 투자 유치 사례로 꼽힌다.

### 2.2 증강현실 (Augmented Reality)

증강현실은 사람의 눈으로 보는 현실의 세계에 가상의 물체를 겹쳐서 보여주는 기술을 말한다. 대표적으로 전투기 조종석에 장착되어 있는 HUD(Head-Up Display)를 예로 들 수 있다. Azuma(1997)에 따르면, 증강현실 기술은 세 가지 특징을 가지고 있어야 한다. 첫째, 실제와 가상이 결합해야 하고, 둘째, 실시간 상호작용이 가능해야 하며, 셋째, 3D 가상객체의 영상이 등록되어야 한다는 것이다. 증강현실은 지난 20년간 정보통신분야에서 가장 빠르게 발전한 기술 중의 하나이며, 향후 주목해야 할 신기술 분야이다(노경희 외 2010). 증강 현실 시장은 마이크로소프트 Hololens, 구글의 Google Glass 등을 중심으로 확대되고 있으며, 기술전문 대기업을 중심으로 생태계가 형성된다는 특징을 보인다(이덕우·권정흠, 2018).

증강 현실 시장의 기술적 난제는 바로 ‘초점’이었다. 많은 대기업들이 시도했던 스마트 글래스는 안경에 뜬 정보를 보는 동시에 안경 밖 사물을 뚜렷이 보는 것이 불가능했다. 이는 반대도 마찬가지였다. 레티널은 바로 이 문제를 해결하고자 핀 홀 기술을 응용해(바늘 구멍원리) 개인의 시력차이나 초점 거리와 무관하게 뚜렷한 상을 보여주는 핀미러 렌즈(AR 렌즈) 개발했다. 이를 통해, 레티널은, 기존 난제였던 초점문제 및 색 번짐 현상을 해결했다(원수섭, 2018).

## III. 선행연구

### 3.1 스타트업의 투자유치

일반적으로 다수의 스타트업들은 창업 초기 제한된 자원으로 인해 어려움을 겪게 된다(Simon & Hitt, 2003; McKelvie & Wiklund, 2010). 실제로 2018년 창업기업 실태조사에서 창

업가들이 창업 시 장애요인으로 창업자금 확보에 대한 어려움이 가장 큰 요인으로 나타났다. 따라서 스타트업의 생존과 성장에 있어 필요한 자금을 조달하는 것은 매우 중요한 부분이다(Grichnik et al., 2014)

기존 연구들에서 실증적 분석한 결과, 스타트업 및 벤처기업 투자는 경영성과 및 혁신성과, 고용창출 등에서 긍정적인 영향을 미친다는 것을 알 수 있다(Davila et al., 2003; Chemmanur et al., 2011). 특히 벤처캐피탈의 투자를 받은 기업은 비투자기업에 비해 경영성과 및 성장성 측면에서 긍정적인 영향을 미친다고 밝혔다 (김진우·서병철, 2010; Kelly & Kim, 2013). 또한 벤처캐피탈 투자가 기업의 매출과 고용 증가에 긍정적인 효과를 미치는 것을 확인했다(Chemmanur et al., 2011; Paglia & Harjoto, 2014). 경영성과나 고용증가 외에도 벤처캐피탈의 투자는 기업의 혁신성과에 영향을 미치는 것으로 알려져 있으며(강원진 외 2명, 2012), 벤처캐피탈의 투자가 기업 내부 R&D활동과 제품 출시에 긍정적인 영향을 미치는 것으로 나타났다(Da Rin & Penas, 2007).

이와 같은 선행연구들을 통해 스타트업에서 외부자금 조달 및 투자유치는 창업 초기 어려움을 극복하고 성장을 촉진하는 측면에서 매우 중요한 부분이라는 것을 알 수 있다.

### 3.2 투자의사결정요인

벤처캐피탈, 엔젤, 엑셀러레이터, 대기업, 정부 및 은행 등 다양한 유형의 투자자들은 자본이 부족한 스타트업에 있어 중요한 역할을 하고 있다. 이와 관련하여 기업가정신 및 창업 분야에서는 신생 벤처 및 스타트업에 대한 투자의사결정요인을 분석한 연구가 국내외에서 활발하게 진행되어 왔다(반성식·송경모, 2004).

일반적으로 투자자의 투자 의사 결정요인을 분석한 기존 연구들에서 투자자들은 창업가의 특성(학력, 경력, 열정, 네트워크 등), 사업 아이템, 시장성, 창업 팀, 비즈니스 플랜 및 투자자와의 관계, 잠재적 수익률 등과 같은 요인들이 투자를 결정하는데 있어 주요 요인으로 작용한다는 것을 제시하고 있다(반성식·송경모, 2004; Tyejee & Bruno, 1984; Sudek, 2007, Sharma, 2015; Appelhoff et al., 2016; Pasquini et al., 2019).

Tyejee & Bruno(1984)는 벤처캐피탈들이 가장 중요하게 생각하는 투자 의사 결정요인으로 시장의 규모, 성장성, 시장 수용성의 중요성을 강조하였으며, Mason & Stark(2004)의 연구에서는 투자적합성, 재무 상태, 판매율, 시장의 크기와 같은 요인들을 고려하는 것으로 설명하였다.

Mishra(2004)는 의사결정 요인으로 기업가의 성격, 기업가의 경험, 제품 또는 서비스의 특성, 시장 특성 및 벤처 관리 팀의 특성 6가지를 제시했다. 마찬가지로 MacMillan et al.(1985)는 제품의 혁신성과 판매 계획을 강조했으며, Franke et al.(2006)의 연구에서는 VC의 투자 의사결정 요인으로 팀 구성에 주목하여 벤처팀의 과거 직업 경험과 훈련경험의 유사성

을 제시한 바 있다.

투자 의사결정 기준과 관련한 선행 연구 중 창업가의 특성을 다룬 연구 또한 활발히 진행되고 있다. Bachher & Guild(1996)은 VC들은 기술 기반 스타트업의 가장 고려되는 투자자들의 의사결정 요인으로 기업가적 팀의 능력을 제시했으며, Mason & Harrison (2003)는 엔젤 투자자들 또한 VC와 마찬가지로 시장 리스크에 집중하여, 기업가의 창업 이전 경험을 제시했다. Feeney et al.(1999)는 VC의 투자의사결정 요인으로 개방성, 정직성, 사실성 및 완전성과 같은 주관적인 특성들을 고려했으며, 나아가 Sudek(2007)은 엔젤 투자자들이 고려하는 의사결정 기준으로 투자자의 신뢰성, 팀 경영능력, 리더의 열정, 투자 회수 기회를, Pasquini et al.(2019)은 VC의 중요한 투자자의사 결정요인으로 네트워크를 강조했다. Parhankangas & Ehrlich(2014)는 VC들의 의사결정 기준으로 기업가의 첫인상을 주목하였는데, 기업의 소개 어조, 기술혁신추진 의지, 투자자와의 의견 적합성과 같은 기준의 중요성을 언급한 바 있다. Warnick et al.(2018)은 엔젤 투자자들의 중요한 투자의사결정 요인으로 제품과 벤처 설립 개발에 대한 기업가의 열정을 제시하며, 특히 피드백에 대한 기업가의 개방성, 수용성을 강조했다. Maxwell et al.(2011)은 엔젤 투자자들의 초기 의사결정에는 기업이 가지고 있는 내/외부 위험에 중점을 두었으며, 했고, Sharma(2015)은 초기 투자일수록 엔젤 투자자들은 시장에 대한 전망 보다는 기업가의 주관적인 특성을 더 고려한다는 것을 확인했다. <표 1>은 투자 결정 요인에 관한 선행연구를 간략히 정리하였다.

<표 1> 투자결정요인에 관한 선행연구

투자결정요인	연구자
제품 (혁신성, 판매계획)	Mishra(2004) MacMillan et al.(1985)
시장 (규모, 성장성, 수용성)	Mason & Stark(2004) Tyejee & Bruno(1984) Sharma(2015)
창업가 (경험, 학력, 지식, 열정, 네트워크)	Sudek(2007) Pasquini et al.(2019) Parhankangas & Ehrlich(2014) Warnick et al.(2018) Sharma(2015)
재무상태 (재무성과, 판매율)	Mason & Stark(2004)
기타 (팀 내외 위험, 팀 구성)	Franke et al.(2006) Maxwell et al.(2011)

### 3.3 스타트업의 투자 유치 프로세스

투자진행 프로세스를 설명하기 위한 연구는 주로 투자자 관점(supply-side perspective)에서 어떤 경로를 거쳐 신생벤처에 투자가 이루어지는지를 분석하였다.(Tyejee & Bruno, 1984;

Paul et al., 2007). 전반적인 투자 프로세스는 벤처캐피탈, 엔젤 등 투자자의 유형에 따라 큰 차이를 보이지는 않지만, 세부적으로는 각각의 차이가 분명히 존재한다(Haines et al., 2003; Paul et al., 2007).

특히 이러한 투자 유치 진행과정은 대부분이 비공개로 진행되기에 자세한 분석이 어려울 뿐 아니라 투자 사례 별 각각 다른 상황과 환경에 놓여 수많은 요인들이 영향을 미치므로 투자 진행과정을 일반화하는 것에 어려움이 존재한다. 뿐만 아니라, Mitteness et al.(2012)의 연구에 의하면, 최초 사업계획서 제출단계부터 최종 투자 유치 결정까지 모든 단계를 성공적으로 거칠 확률은 약 4%에 불과하다.

### 3.3.1 벤처캐피탈

일반적으로 벤처캐피탈의 투자 프로세스는 투자대상 기업의 발굴(Deal Origination/Sourcing), 사전 검토(Deal Screening), 기업평가(Deal Evaluation), 투자 조건 협상 및 계약 진행(Deal Structuring), 투자 사후관리(Post-Invest Activities)와 같은 5단계로 구분할 수 있다(Tyebjee & Bruno, 1984).

기업의 발굴 단계에서는 투자자들이 비공식적인 네트워크와 기업의 제품이나 시장에 관련된 컨퍼런스를 참여하여 잠재적 투자 기업들을 탐색하게 된다. 이후 사전 투자 단계에 접어들게 되면 투자자들은 투자의 규모와 벤처 펀드의 투자 정책, 투자 기업의 기술과 시장, 기업의 지리적 위치와 과거 투자 경험을 통해 기업을 탐색한다. 기업 평가 단계에서는 선행 단계의 기업 평가를 바탕으로 투자안을 평가하는데 이때 투자자들은 차별적인 기준(시장의 크기, 제품의 차별성, 기업가의 수용력 등)을 활용하여 각 요인의 순위로 기업을 평가하게 된다. 투자 조건 협상 및 계약 진행 단계에 접어들게 되면 투자액 산정 및 최종 투자 결정이 이루어진다. 이 때 투자자는 선행 단계에서 수행한 결과들을 통해 기업의 미래 위험성과 기대 수익률을 추정하여 투자 금액과 보상을 선정하게 된다. 마지막으로 투자 사후 관리 과정에서는 투자자들은 적극적으로 투자 기업의 비즈니스에 관여하는데, 공식적으로 기업의 임원을 제시하거나, 비공식적인 네트워크를 제공, 비즈니스 전략 구상에 참여하는 행동을 취하고(Tyebjee & Bruno, 1984), 이러한 투자자들의 사후 관리 과정은 기업의 인수합병이나, 장외 매각까지 이어지는 경우도 있다(Bruno & Cooper, 1982).

### 3.3.2 엔젤

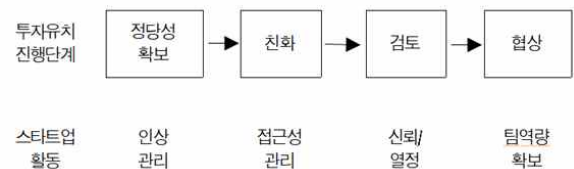
Paul et al.(2007)은 엔젤 투자 프로세스를 설명하기 위해 이론적 바탕으로 기존 벤처캐피탈의 투자프로세스 모델을 활용하여 1)친화 단계(familiarization stage), 2)검토 단계(screening stage), 3)협상 단계(bargaining stage), 4)관리 단계(managing stage), 5)수확 단계(harvesting stage)로 발전시켰다.

친화 단계에서 투자자들은 주로 비즈니스 동료, BAN, 투자 조직들을 통해 투자 기업을 탐색하며, 2~3페이지의 요약된 사업계획서를 통해 기업을 파악하게 된다. 이후 검토 단계에서

첫 대면 이후 투자자와 기업이 서로 추가적인 정보 수집을 위해 추가적인 만남이 일어나는데 이때, 투자자들은 주로 자신의 사업 네트워크를 이용하며, 자금 투자뿐 아니라 멘토링 등 비즈니스에 기여할 수 있는 기회를 탐색한다. 협상 단계에서 접어들어 엔젤 투자자들은 내부적으로 기업에 대한 의사 결정을 마치며, 공식적으로는 투자 금액과 투자금을 어떻게, 언제 사용할 것인지 협상이 이뤄진다. 관리단계에서는 엔젤투자자들의 역할이 두드러진다. 엔젤 투자자들은 과거 산업경험, 지식을 바탕으로 기업의 비즈니스에 적극적인 조언을 제안한다. 마지막 수확 단계는 엔젤투자자들과 벤처캐피탈리스트의 의사결정 차이가 나타난다. 위 단계에서 엔젤 투자자들은 투자에 대한 대가를 측정하며, 자세한 시장 분석 보다는 주로 형평적인 측면에서 대가를 제시한다(Hisrich & Jankowicz, 1990).

## 3.4 피투자자 관점의 투자 프로세스

스타트업의 투자유치와 성공은 투자자 일방의 선택에 의해서 이루어지는 것이 아니며, 스타트업 기업과 투자자 사이의 탐색과 매칭의 결과물이다(Cipollone & Giordani, 2019). 따라서 본 연구는 기존 투자자 중심의 연구와 달리, 피투자자 관점으로 투자 프로세스를 재구성하였다. <그림 1>은 피투자자 관점에서의 투자 프로세스와 각 단계별 스타트업의 활동을 정리하였다.



<그림 1> 피투자자 관점의 투자 프로세스 및 스타트업 활동

본 연구는 Paul et al.(2007)의 투자 프로세스를 확장하여, 친화단계에 앞서 정당성 확보 단계를 넣어, 총 4단계의 투자유치 진행 단계를 제시한다. 뿐만 아니라, 각 단계별로 투자자가 중요시하는 투자 결정 요인을 반영하여, 스타트업이 중점적으로 추구해야 하는 전략적 활동들을 선정하였다.

### 3.4.1 정당성 확보단계-인상관리 전략

스타트업 관점에서의 투자 프로세스의 첫 단계는 창업자가 특정 투자자와 만나기 전, 다시 말해 특정 투자자와 친화 단계로 들어가기 전, 자신을 알리는 활동을 하는 것부터 시작할 수 있다. 이는 정당성 확보(Legitimacy Building) 단계이다. 신생 스타트업의 경우 투자자를 비롯한 외부집단에 거의 알려져 있지 않기 때문에, 먼저 정당성을 확보함으로써 투자 등 외부 자원에 대해 접근할 수 있는 기회를 가지게 되고, 나아가 회사의 생존 가능성을 담보할 수 있게 된다(Aldrich &

Fiol, 1994; Meyer & Rowan, 1977; Zucker, 1987). 이와 관련된 연구들에서는 인지적(Cognitive) 정당성은 신생벤처 또는 스타트업이 얻어야 하는 가장 중요한 것으로 인식하고 있으며 (Choi & Shepherd, 2005; Suchman, 1995). 이러한 인지적 정당성은 주요 이해관계자들이 해당 창업가 또는 회사에 대한 이해와 자질에 대한 평가로 정의하고 있다(Shepherd & Zacharakis, 2001; Suchman, 1995).

정당성 확보 단계에서 스타트업은 인상관리(impression management) 전략을 활용해야 한다. 인상관리란 자기 홍보(self-promotion) 전략으로, 투자자나 이해관계자와 같은 목표 대상이 가지고 있는 창업가 및 회사에 대한 인식이나 이미지를 관리해 나가는 것이다. 특히 이러한 인상관리는 다양한 조직적 맥락에서 개인(행위자)이 목표 대상들의 인식에 영향을 미치게 하는 프로세스이며(Gofman, 1959), 인상 관리 행동은 초기 기업의 성과에 긍정적인 영향을 미친다(Bolino et al., 2008). 실제 90여명의 투자 전문가들을 대상으로 진행된 Nagy et al.(2012)의 연구에서는 인상 관리 행동이 실제로 이해관계자의 신생벤처의 인지적 정당성 인식에 영향을 미치는 것으로 나타났다. Mason & Harrison(2003)의 연구에서는 기술 기반 벤처 창업가의 인상 관리 능력이 외부 투자자로부터 자금을 조달하는데 있어 중요한 부분이라는 사실을 확인했다.

### 3.4.2 친화단계-접근성 관리

투자유치 과정의 두 번째 단계는 친화(familiarization) 단계이다. 스타트업 투자 프로세스 중 친화(familiarization) 단계는 투자자와 피투자자의 관계 형성 및 서로에 대해 알아가는 과정으로 설명하고 있다(Paul et al., 2007). 친화단계에서 투자자는 여러 경로를 통하여 자금조달을 원하는 스타트업을 찾고, 잠재력을 가지고 있는 스타트업을 확인하며, 어느 정도 규모의 투자를 원하는지 파악하게 된다(Paul et al., 2007). 투자자는 친화단계에서 스타트업 기업과 처음 만나게 되고, 이후 정보를 교환하며, 서로 간 잠재적 사업적 관계가 가능할지 파악하는 노력을 한다. 이때 투자자는 향후 이루어질 관찰(monitoring)과 감독(supervising)에 소요되는 거래비용(transaction cost)를 고려하게 된다(Sorenson & Stuart, 2001).

친화단계에서 스타트업은 접근성 관리(Proximity management)를 통해 투자자의 향후 거래비용을 줄여주는 전략을 고려할 필요가 있다. 이를 통해 창업자는 투자자가 원하면 언제든지 접근이 가능하다는 것을 보여주고, 개인적인 커뮤니케이션을 통해 신뢰를 형성하며(MacNeil, 1980; Shepherd & Zacharakis, 2001; Thomas & Trevino 1993), 연대감을 높일 수 있다(Madhok, 1995; Leifer & Mills, 1996). 실증연구에서 투자자와 창업 기업의 물리적 접근성이 투자의사결정에 긍정적인 영향을 미친다는 것이 알려진 바 있다(Gupta & Sapienza, 1992; Powell et al., 2002). 뿐만 아니라, 공유하는 것이 많을수록 투자자는 피투자 기업을 긍정적으로 평가하는 것으로 나타났다(Murmicks et al., 2011).

### 3.4.3 검토단계-신뢰/열정 관리

검토(screening) 단계에서는 투자 전 체계적인 평가가 이루어지는 단계로 투자기회 이면에 있는 창업가와 기업에 대한 데이터 확인이 이루어진다(Paul et al., 2007). 특히, 사업 계획에 대한 철저한 확인과 추가적인 만남으로 보다 구체적으로 창업가의 배경 및 현재 상황 등을 확인하게 되는 단계이다. 이때, 투자자는 기본적으로 정보가 비대칭한 상황에 놓이게 되고, 이런 비대칭정보(information asymmetry)로 인해, 추후 역선택의 위험이 있다(Trester, 1998). 뿐만 아니라, 시장(market)과 관계(relationship)의 두 가지 리스크를 동시에 지니게 된다(Fiet, 1995).

검토단계에서 스타트업은 첫째, 투자자와 신뢰 형성이 요구된다. 신뢰(trust)는 투자자와 피투자기업 사이의 관계의 위험을 줄여주는 중요한 요소로 파악 된다(Maxwell et al, 2011; Shepherd & Zacharakis, 2001). 둘째, 열정을 보여주는 전략이 요구된다. 실증연구에서도 창업자의 열정은 투자 가능성 판단에 긍정적인 영향을 미치는 것으로 나타난다(Cardon et al., 2009; Elsbach & Kramer, 2003; Sudek, 2007; Van Osnabrugge, 2000).

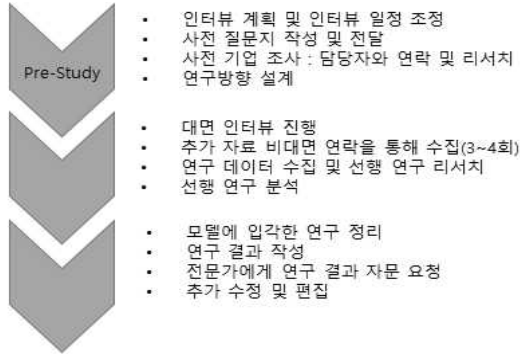
### 3.4.4 협상단계-팀역량 확보

협상(bargaining) 단계에서는 보통 실사 평가가 완료된 시기이며, 공식적인 IR을 통한 구체적인 투자 금액과 시기를 논의하여 투자가 성사되는 단계이다(Paul et al., 2007). 공식적인 투자 계약서에는 명시되어 있지 않지만 추가 후속 투자를 고려할 수 있기 때문에 매우 중요한 단계이다.

협상단계에서 스타트업은 팀 역량(Team capability)를 확보하고 강조할 필요가 있다. 혁신기술을 기반으로 한 스타트업은 기본적으로 높은 수준의 불확실성이 존재하며, 기술은 인적자원에 내재되어 있는 경우가 많으므로(Kerr et al., 2014), 투자유치의 마지막 협상단계에 있어, 기술과 시장을 구현해 낼 수 있는 능력 있는 초기 창업팀을 구성하여, 투자자들을 설득시키는 것이 중요하다. 최근 무작위 현장실험을 통한 연구에서도, 초기 창업기업의 최종 투자의사결정에 우수한 창업팀의 확보가 가장 핵심적인 요소임이 나타났다(Bernstein et al., 2017).

## IV. 레티널 투자 프로세스 분석

본 연구는 초기 기술 스타트업인 (주)레티널의 투자 과정을 분석하기 위해 선행연구와 참고자료 등을 통한 질적 접근법과 함께 수 차례 심층 인터뷰를 통해 수집된 자료로 단일 사례 연구를 실시하였다. 심층 인터뷰로 진행 과정은 인터뷰 대상자인 김재혁 대표에게 사전 인터뷰 내용 전달(1~2회), 본 인터뷰(1회) 약 3시간, 비대면 연락(수차례)을 통해 진행되었다. 도출된 분석 내용은 창업 관련 분야의 전문가에게 자문 및 검증을 통해 연구의 타당성을 높였다.



<그림 2> 연구 설계

인터뷰의 내용은 다음 <표 2>와 같다. 인터뷰에서 사용된 문항들은 인터뷰를 진행하기에 앞서 전문가의 의견을 반영하여 전반적인 스타트업의 투자 유치 프로세스와 각 단계별 구체적인 활동들을 조사하기 위해 해당 내용들에 초점을 맞추었다.

<표 2> 김재혁 대표 인터뷰 항목

구분	질문 내용
1	누가, 언제(아침/점심/저녁), 어떻게(전화/메시지/이메일/서면) 연락을 제시하였는가?
2	최초 연락 시 투자를 언급 하였는가? 회사를 언급 하였는가?
3	투자 제안을 받았을 때 어떤 방식(전화/문자)으로 연락을 받았는가?
4	투자 진행 시 어떻게 프레젠테이션을 진행하였는가?
5	프레젠테이션의 장소와 발표 시간은 얼마나 소요 되었는가?
6	프레젠테이션의 시작은 회사 소개를 했는가? 대표 소개를 했는가?
7	대표를 먼저 소개했다면 학력을 말했는가? 경험을 말했는가?
8	회사의 소개 방식(영상, 글)은 어떠했는가?
9	프레젠테이션 후 어떤 피드백을 받았는가? 첫 번째 투자 유치과정에서 받은 피드백은 무엇이었는가?
10	투자자들이 언급한 팀의 역량은 무엇이었는가?
11	투자자들에게 신뢰를 주었다고 생각한다면 어떤 부분에서 신뢰를 주었다고 그들이 언급하였는가?
12	투자자들에게 어떤 점을 강점으로 제안하였으며, 그들은 어떤 점을 강점으로 받아들였는가?
13	첫 번째 투자 후 어떤 보도 자료를 냈는가?
14	첫 번째 투자 후 얼마 만에 후속 투자 제의를 받았는가?
15	첫 번째 투자가 후속 투자에 어떤 영향을 미쳤는가?

## 4.1 레티널의 투자 단계별 핵심활동 분석

### 4.1.1 정당성 확보 단계의 인상 관리

레티널은 투자 단계 초기 정당성 확보 단계에서 ㈜레티널이라는 회사의 존재를 많은 사람들에게 알리기 위한 노력들을 해왔다. 특히 기술을 소개하기 위해 해커톤 대회 및 창업 경진대회 등 불특정 다수에게 기술을 발표했고 이와 같은 활동들로 플래티넘 기술 지주회사로부터 첫 투자를 받게 되었다.

2015년 당시 경기도 주관 슈퍼맨 창조 오디션에 참가를 한 ㈜레티널은 시제품도 없이 실험 결과를 사람들에게 알리기 위해 참가한 대회로 대회에서 수상은 하지 못했지만, 평소 하드웨어 기술에 관심을 가지던 플래티넘 기술 지주회사에 눈에 띄게 되면서 ㈜레티널의 존재 확인과 동시에 투자가 이루어졌다. 이 후 약 1년 동안 2달에 한 번 주기로 해커톤과 경진대회를 참가하며 기술을 위주로 회사를 소개하였다. 뿐만 아니라 2016년 네이버와의 투자 역시 지방 해커톤 대회에서 참가를 계기로 투자를 유치하게 되었다.

세 번째 투자가 이루어진 것 또한 창업 경진 대회를 통해 진행되었는데 당시, 대회에 참가한 경쟁 회사로 코딩 교육용 로봇 모듈 플랫폼 스타트업인 ‘릭스로보’와의 만남이 계기였다. 비록 참가 대회에서 경쟁자로 알게 되었지만 ‘릭스로보’의 소개로 세 번째 투자자를 소개받게 되었고 최종 투자까지 받게 되었다.

㈜레티널은 투자 초기 단계부터 해커톤 참가와 창업경진대회에 참가하여 현재의 비즈니스 성과가 아닌 인상 관리를 통해 역량과 성공 가능성을 보여줌으로써 투자자의 불확실성을 최소화시키고, 나아가 스타트업의 인지도 정당성을 강화시켜 나갔다.

### 4.1.2 친화 단계의 접근성 관리

네이버 스타트업 팩토리의 투자를 진행함에 있어 친화 단계에서 ㈜레티널은 관계자들과 전화나 SNS를 통해 지속적인 연락을 주고받으며 접근성을 높이는 노력을 해나갔다. 특히, 이 과정에서 앞서 진행된 선행투자 상황과 학생창업으로써 가지고 있는 기술적 한계에 대해 꾸밈없이 솔직한 내용들을 전달하고자 했다.

레티널이 CES 참가를 한 후, 관계자들과 만나 CES에서의 반응이나 최근 근황에 대해 자연스럽게 이야기를 나누는 등 투자자들과 매우 친밀한 접근을 통해 김재혁 대표는 잠재적 투자자들과 마치 멘토-멘티와 같은 관계를 만들 수 있었다. 이를 통해 아직 기술 개발이 더딤에도 불구하고 네이버 스타트업 팩토리 담당자에게 ‘기술이 재밌고, 앞으로 회사는 어떤 방향을 계획하고 있는가?’ 라는 질문들이 오고 갔다.

또한 네이버 스타트업 팩토리에서 진행하는 기술 세션에 매달 꾸준히 참여하는 등 성실함을 보여주어, 투자자 입장에서 향후 관리와 감시에 들어가는 거래비용이 크지 않을 것임을 안심시킬 수 있었다.

카카오와의 세 번째 투자도 친화단계에서 접근성 관리에 초점을 맞추었다. 첫 만남 후 투자 관계자로부터 기술에 대한 IR을 요청받으며 레티널의 기술에 관심을 보였다. 2017년 6월 1차 IR 이 후 2018년 초까지 약 6개월 가량 서로에 대해 알아가는 만남을 가지며 구체적인 투자에 대한 논의를 거쳐 본격적인 투자 진행이 이루어 졌다. 레티널은 이 기간 동안 시제품을 소개하는 등 비즈니스에 대한 피드백이 오가며 상호간의 접근성을 높여 서로 신뢰할 수 있는 관계를 만들어 나

갔다.

결과적으로 레티널은 본격적인 투자 진행에 앞서 투자자와 지속적인 커뮤니케이션을 통해 친밀한 관계를 유지하며, 레티널의 현 상황을 꾸며지지 않는 모습과 성실함을 보여줌으로써 투자자가 레티널에 쉽게 접근할 수 있도록 하였다.

### 4.1.3 검토 단계에서의 신뢰와 열정

스타트업에 대한 전반적인 평가가 이루어지는 검토단계에서, 레티널의 경우, 매출과 같은 객관적으로 드러나는 지표를 가지고 있지 않았다. 하지만, 레티널의 김재혁 대표는 투자자들에게 투자금을 어떻게 사용할지 계획을 제시하는데 집중하며, 투자금을 허투루 쓰지 않겠다는 의지를 보여주었다. 이를 통해, 투자자의 의심을 불식시키며, 신뢰를 쌓을 수 있었다.

뿐만 아니라, 학생 창업자임에도 불구하고 기술 실현도와 비즈니스에 대한 열정을 적극적으로 보여줌으로써 투자를 결정하는데 긍정적인 영향을 주었다고 판단된다. 예를 들어, 레티널의 공동창업자는 약 10년 전부터 네이버 블로그 및 커뮤니티에 관련 기술 분야에 대해 본인의 학습과 산업 전망 등에 대해 글을 작성해 왔는데 이 중에는 구체적인 제품 스케치도 있었으며, 이러한 이력을 어필하여 기술에 대해 오랜 열정과 관심이 있었음을 강조했다.

### 4.1.4 협상 단계에서의 팀 역량 확보

레티널은 심사역들로부터 기술에 대한 의구심을 받아왔다. 투자 심사역들은 ‘마이크로소프트, 소니가 이미 개발하고 있는 기술을, 어떻게 학생 창업자들이 구현할 수 있는가?’ 라는 질문을 자주 하였고, 레티널의 창업 당시 하드웨어와 소프트웨어 개발이 분리되어, 소프트웨어 부분은 서울대학교 팀에서 진행이 되었기 때문에 팀의 명확한 구조도 갖춰지지 않았다는 지적을 받았다. 이에 레티널은 광학 기술 소프트웨어 기술에 비해 느린 기술 상용화가 예상되는 하드웨어 기술의 한계를 인지하고 기존 분리되어 운영되었던 팀을 해체하는 결정을 내렸다. 이 후 협상단계를 진행하며 구체적인 투자에 대한 논의와 함께 김재혁 대표는 투자자들로부터 지적을 받은 기술적 한계를 극복하기 위해 하드웨어 기술 개발이 가능한 인재들을 영입하기 시작했다. 또한 시니어급 멘토들을 팀으로 영입하여 팀 역량을 키워나갔다. 이와 같은 팀 구조 변화의 결과로 자체적인 기술 개발과 시니어급 팀원들의 의견을 적극적으로 반영하여 시장 가능성을 제시함으로써 광학 기술의 실현 가능성을 제시하였다. 또한, 과거에 비해 안정적인 회사 내부 경영과 부족했던 팀 역량을 보충을 하며 투자자들은 긍정적인 시각을 가지며 후속 투자까지 유치하게 되었다.

일반적으로 투자 협상 단계에서는 구체적인 투자규모 및 투자시기를 포함한 모든 논의를 마치고 투자금 실행 계획 보고서를 작성하며, 최종 투자를 받게 된다. 레티널 또한 이러한 절차를 거치며 이 과정에서 팀에 대한 역량 강화를 통해 기술적 한계를 보완해 나가며 향후 투자 방향에 전략적으로 접

근한 것으로 판단된다.

투자진행 단계별 레티널의 핵심 전략과 활동은 <표 3>에서 요약 정리하였다.

<표 3> 투자 진행 단계별 레티널의 핵심 전략과 활동

투자단계	핵심전략	주요내용
정당성 확보	인상 관리	지속적으로 해커톤 및 창업 경진대회 참가 혁신적인 기술을 개발 중인 스타트업이라는 이미지를 대중들에게 홍보함으로써 잠재적 투자자들에게 관심을 유도 인상 관리를 통해 기술 역량과 성공 가능성을 보여줌으로써 투자자의 마음에 대한 불확실성을 최소화시키고 나아가 스타트업의 인지도 정당성을 강화 참가 대회의 경쟁 상대 또한 투자 유치의 중요한 역할
친화	접근성 관리	전화 통화 및 SNS를 통해 투자 관계자와의 지속적인 커뮤니케이션을 통해 관계 형성에 노력 학생 창업으로써의 한계에 대해 꾸밈없이 솔직한 내용들을 전달 매달 기술 세션에 참여하는 등 비즈니스에 일하는 진지한 자세와 성실함을 보여줌으로써 투자자의 신뢰를 확보
검토	신뢰 및 열정	투자자들에게 투자금을 어떻게 사용할지 계획을 제시하는데 집중 기술 실현에 대한 자신감과 투자금을 허투루 쓰지 않겠다는 의지를 표현 과거부터 현재까지 관련 기술 분야에 대한 활동들을 보여줌으로써 기술에 대한 오랜 열정과 관심을 강조
협상	팀 역량	기술적 한계를 보완하기 위해 하드웨어 기술 개발이 가능한 인재 영입 시니어급 멘토들을 팀으로 영입하여 구체적인 기술의 실현 가능성을 제시 그 결과, 과거에 비해 안정적인 회사 내부 경영이 가능해짐 팀 역량을 강화시킴으로써 투자자들의 긍정적 시각으로 후속 투자 연결

## V. 결론 및 시사점

### 5.1 요약 및 결론

본 연구는 스타트업이 투자유치 프로세스에서 스타트업 관점에서 구체적인 투자 진행과정을 재해석하고, 각 단계별로 창업자가 취할 수 있는 실천적인 전략이 무엇있지를 알아보고자, (주)레티널의 사례를 통해 실증적인 분석을 실시 하였다.

사전 연구의 분석을 통해, 피투자자의 관점에서 투자 프로세스는 1) 정당성 확보, 2) 친화, 3) 검토, 4) 협상 단계로 재해석 될 수 있었다. 뿐만 아니라, 각 단계별로 스타트업의 전

략적 활동들도 도출할 수 있었다. 구체적으로 1) 인상관리, 2) 접근성 관리, 3) 신뢰/열정 제시, 4) 팀 역량 확보 이다.

본 연구는 (주)레티널의 인터뷰를 통해, 위에 제시된 투자 프로세스와 전략적 행동이 타당한지를 살펴보았다. 구체적으로, 인지적 정당성 확보 측면에서 (주)레티널은 스스로 존재를 알리기 위해 지속적으로 창업경진대회 및 해커톤에 참여를 해왔다. 특히, 투자유치를 위해 투자자들을 대상으로 (주)레티널이 혁신적인 기술창업 회사로서의 이미지를 만들어가며 투자자들과의 첫 만남부터 긍정적인 인상을 남기도록 노력한 것으로 확인했다. 또한 참가한 대회에서 경쟁회사로 만난 것을 계기로 투자 관계자 소개가 이루어졌고 결국 투자유치까지 성공하게 되었다.

두 번째, 서로 알아가는 단계인 친화 단계에서는 첫 미팅 이후, 투자자와의 접촉을 늘려나가며 투자자와의 관계를 형성하는 전략적 행동을 취하였다. 예를 들어, 지속적인 커뮤니케이션을 통해 현재 개발 상황이나 문제점들을 솔직하게 공유하며, 이를 극복하기 위해 다양한 노력들과 성실함을 보여줌으로써 투자자의 접근성을 높여주었다.

검토단계에서는 투자금의 사용 계획을 구체적으로 제시함으로써, 투자자와의 신뢰를 높여주고, 객관적 지표로 나타나는 성과가 없음에도, 기술에 대한 열정을 보여줌으로써 긍정적인 평가를 받았다.

본격적인 협상단계에서 (주)레티널은 구체적인 투자금액과 투자시기에 대한 논의와 함께 기술적 한계를 보완하고 팀 내부 운영을 위해 팀 구조를 재조정 하며 팀 역량을 강화시킴으로써 투자자들에게 비즈니스에 대한 안정감을 보여주었고, 이는 긍정적인 인식과 향후 후속 투자에 중요한 영향을 미친 것으로 나타났다.

## 5.2 시사점

본 연구의 학문적 시사점으로는 첫째, 스타트업의 투자에 대한 연구에서 기존 투자자의 관점에서 벗어나 피투자자인 스타트업의 관점에서 연구를 확장시켰다는 점이다. 투자를 유치하기 위한 스타트업에서 실제 행해지는 전략적 행동을 보다 자세한 분석이 이루어 졌다는 점에서 학문적 시사점을 가진다.

둘째, 국내 창업분야의 연구들은 투자결정요인에 대해 투자 이후 시점에서 투자자를 대상으로 단편적인 투자결정 요인을 파악하였지만 본 연구에서는 단계별로 구분하여 접근하였다. 투자자의사결정요인을 파악하기 위해 복잡한 투자 프로세스를 이해하기 쉽게 단계별로 구분하여 해당 단계별 핵심요인들이 복합적으로 작용한 결과물을 사례를 통해 분석하였다는 점에서 의의가 있다.

셋째, 그 동안 투자 프로세스의 초기를 분석한 연구가 부족하다는 점을 감안했을 때, 잠재적 투자자를 최초로 만나는 시점을 설명하기 위해 기존 투자 프로세스 모델에서 정당성 확

보 단계를 확장시켰다는 점에서 이론적 의의를 가진다.

또한, 실무적 시사점은 다음과 같다. 첫째, 다수의 창업가들은 투자를 유치할 때, 유창한 피칭이나 외적으로 드러낼 수 있는 지표 뿐 아니라, 투자를 받기 전 심사자를 접촉하는 단계부터 투자가 이루어지는 단계까지 상황에 맞는 전략적 행동을 취하며 종합적으로 주의를 기울여야 한다.

둘째, 창업가는 투자의 기회가 언제 어디서 찾아올지 불분명하기에 항상 준비된 자세가 필요하다. 투자자와 창업가가 알아가는 관계에서 불특정 다수에게 회사를 알리는 과정처럼, 인위적으로 회사를 소개하려고 하지 않으며, 자연스럽게 커뮤니케이션을 통해 회사의 아이템이나 핵심 기술을 소개하는 기회가 투자로 연결될 수 있다는 점이다. 따라서 투자자들은 잠재적 투자자에 대해 늘 경계하며 평소에 맺어지는 관계가 투자에 직·간접적인 영향을 줄 수 있음을 시사한다.

셋째, 스타트업의 투자 프로세스와 핵심요인을 확인하는데 그치는 것이 아니라 스타트업의 입장에서 투자를 유치하기 위해 비록 사소한 부분일지라도 철저한 준비와 대응이 필요하다는 것을 확인하였다는 점에서 향후 창업가 및 스타트업이 투자 진행 과정에서 놓칠 수 있는 부분들을 확인하는 자료로 활용될 것으로 기대한다.

## 5.3 한계점 및 향후 연구방안

본 연구는 스타트업의 투자 초기 프로세스를 단계별로 구분하여 투자 유치에 영향을 미칠 수 있는 요인을 규명했다는 점에서 의의가 있으나, 다음과 같은 한계점이 존재한다.

첫째, 본 연구는 단일 사례 연구로써 (주)레티널이라는 하나의 사례로 분석이 이루어졌기 때문에 일반화를 시키기 어려운 점에서 연구의 한계점을 가진다. 연구의 주제 특성 상 실질적으로 많은 데이터 확보의 어려움이 있지만 향후 다중 사례 분석과 같이 여러 기업을 대상으로 분석이 진행된다면 훨씬 더 다양한 결과를 도출해 낼 것으로 기대 된다.

둘째, 본 연구에서는 각 단계별 영향을 미치는 요인을 4가지로 정리하였다는 한계점이 있다. 본 연구에서 제시한 요소들 이외에도 다른 요인이 영향을 미칠 가능성이 있으며, 상황에 따라 의사결정을 좌우하는 요인은 변할 수 있기 때문이다.

따라서, 각 단계별 영향을 미치는 요인들이 어떠한 관계를 가지는지 추가적인 연구를 통해 보다 심도 있게 살펴봐야 할 것이다.

## REFERENCE

- 강원진·이병헌·오왕근(2012). 국내 벤처기업의 성장단계별 외부자원 활용이 기술혁신 성과에 미치는 영향, *벤처창업연구*, 7(1), 35-45.
- 김진우·서병철(2010). 벤처캐피탈의 자금투자가 벤처기업 경영성과에 미치는 영향, *산업경제연구*, 23(4), 1911-1931.
- 노경희·지형근·임석현(2010). 증강현실 콘텐츠 기반 수업이 학습성



- 취, 학습흥미, 몰입에 미치는 효과, *한국콘텐츠학회논문지*, 10(2), 1-13.
- 더브이씨(2019). 2018년 스타트업 투자 현황, Retrieved 2019. 10. 31. from <https://thevc.kr/news>
- 반성식·송경모(2004). 한국 벤처캐피탈리스트의 투자의사결정 요인과 투자평가 모형, *대한경영학회지*, 17(1), 267-291.
- 원수섭(2018). LetinAR-쌓아가는 이들, *Asan Entrepreneurship Review*, ISSN 2384-1206, Vol.4 No.11,02, Retrieved <https://asan-aer.org/archives/648>
- 이덕우·권정흠(2018). 차세대 방송 제작을 위한 가상 및 증강현실 기술의 적용 사례 및 동향 분석: 전문가 심층 인터뷰 중심으로, *방송공학학회논문지*, 23(1), 11-18.
- 중소벤처기업부(2019). 올 6월까지 개인 벤처투자 출자 1,373 억원 작년 한해 기록 초과, Retrieved (2019.07.31.) from <https://www.mss.go.kr/site/smba/ex/bbs/View.do?cbIdx=86&bcIdx=1013000&parentSeq=1013000>.
- Aldrich, H. E., & Fiol, C. M.(1994). Fools rush in? The institutional context of industry creation, *Academy of management review*, 19(4), 645-670.
- Appelhoff, D., Mauer, R., Collewaert, V., & Brettel, M. (2016). The conflict potential of the entrepreneur's decision-making style in the entrepreneur-investor relationship, *International Entrepreneurship and Management Journal*, 12(2), 601-623.
- Azuma, R. T.(1997). A survey of augmented reality, *Presence: Teleoperators & Virtual Environments*, 6(4), 355-385.
- Bachher, J. S., & Guild, P. D.(1996). Financing early stage technology based companies: investment criteria used by investors, *Frontiers of Entrepreneurship Research*, 996.
- Bahn, S. S., & Song, K. M.(2004). Evaluation Model and Factors for Investment Decision Making of Korean Venture Capitalists. *Association of Business Administration of Korea*, 42, 267-291.
- Bernstein, S., Korteweg, A., & Laws, K.(2017). Attracting early-stage investors: Evidence from a randomized field experiment, *The Journal of Finance*, 72(2), 509-538.
- Bolino, M. C., Kacmar, K. M., Turnley, W. H., & Gilstrap, J. B.(2008). A multi-level review of impression management motives and behaviors, *Journal of Management*, 34(6),1080-1109.
- Bruno, A. V., & Cooper, A. C.(1982). Patterns of development and acquisitions for Silicon Valley startups, *Technovation*, 1(4), 275-290.
- Brush, C. G., & Cooper, S. Y.(2012). Female entrepreneurship and economic development: An international perspective, *Entrepreneurship & Regional Development*, 24(1-2), 1-6.
- Cardon, M. S., Wincent, J., Singh, J., & Drnovsek, M.(2009). The nature and experience of entrepreneurial passion, *Academy of management Review*, 34(3), 511-532.
- Chemmanur, T. J., Krishnan, K., & Nandy, D. K.(2011). How does venture capital financing improve efficiency in private firms? A look beneath the surface, *The Review of Financial Studies*, 24(12), 4037-4090.
- Choi, Y. R., & Shepherd, D. A.(2005). Stakeholder perceptions of age and other dimensions of newness, *Journal of management*, 31(4), 573-596.
- Cipollone, A., & Giordani, P. E.(2019). Entrepreneurs meet financiers: Evidence from the business angel market, *Journal of Business Venturing*, 34(5), 105913.
- Clark, C.(2008). The impact of entrepreneurs' oral 'pitch' presentation skills on business angels' initial screening investment decisions, *Venture Capital*, 10(3), 257-279.
- Da Rin, M., & Penas, M. F.(2007). *The effect of venture capital on innovation strategies*. NBER Working Papers No. 13636, Cambridge, MA..
- Davila, A., Foster, G., & Gupta, M.(2003). Venture capital financing and the growth of startup firms, *Journal of business venturing*, 18(6), 689-708.
- De Clercq, D., Fried, V. H., Lehtonen, O., & Sapienza, H. J. (2006). An entrepreneur's guide to the venture capital galaxy, *Academy of Management Perspectives*, 20(3), 90-112.
- Elsbach, K. D., & Kramer, R. M.(2003). Assessing creativity in Hollywood pitch meetings: Evidence for a dual-process model of creativity judgments, *Academy of Management journal*, 46(3), 283-301.
- Feeney, L., Haines Jr, G. H., & Riding, A. L.(1999). Private investors' investment criteria: insights from qualitative data, *Venture Capital: An international journal of entrepreneurial finance*, 1(2), 121-145.
- Fiet, J. O.(1995). Risk avoidance strategies in venture capital markets, *Journal of Management Studies*, 32(4), 551-574.
- Franke, N., Gruber, M., Harhoff, D., & Henkel, J.(2006). What you are is what you like—similarity biases in venture capitalists' evaluations of start-up teams, *Journal of Business Venturing*, 21(6), 802-826.
- Gofman, E.(1959). *The presentation of self in everyday life*, New York: Anchor.
- Grichnik, D., Brinckmann, J., Singh, L., & Manigart, S. (2014). Beyond environmental scarcity: Human and social capital as driving forces of bootstrapping activities, *Journal of Business Venturing*, 29(2), 310-326.
- Gupta, A. K., & Sapienza, H. J.(1992). Determinants of venture capital firms' preferences regarding the industry diversity and geographic scope of their investments, *Journal of business Venturing*, 7(5), 347-362.
- Haines Jr, G. H., Madill, J. J. & Riding, A. L.(2003). Informal investment in Canada: financing small business growth, *Journal of Small Business and Entrepreneurship*, 16, 13-40.
- Hellman, T., & Thiele, V.(2015). Friends or foes? The interrelationship between angel and venture capital markets, *Journal of Financial Economics*, 115(3), 639-653.
- Hisrich, R. D., & Jankowicz, A. D.(1990). Intuition in venture capital decisions: An exploratory study using a new technique, *Journal of business venturing*, 5(1), 49-62.
- Hsu, C. C., Tan, K. C., Jayaram, J., & Laosirihongthong, T. (2014). Corporate entrepreneurship, operations core competency and innovation in emerging economies, *International Journal of Production Research*, 52(18),

- 5467-5483.
- Kang, W. J., Lee, B. H. & OH, W. G.(2012). The Effects of the Utilization of External Resources on the Technological Innovation Performance Along the Stages of Growth in Korean Ventures, *Asia-Pacific Journal of Business Venturing and Entrepreneurship*, 7(1), 35-45.
- Kelly, R. N., & Kim, H.(2013). *Venture Capital as a Catalyst for High Growth*. Industry, Canada, Industrie Canada.
- Kerr, W. R., Nanda, R., & Rhodes-Kropf, M.(2014). Entrepreneurship as experimentation, *Journal of Economic Perspectives*, 28(3), 25-48.
- Kim, K. W., & Seo, B. C.(2010). Effect of Venture Capital Investment on the Management Performance of Venture Company, Korean Industrial Economic Association, *Journal of Industrial Economics and Business*, 23(4), 1911-193
- Leifer, R., & Mills, P. K.(1996). An information processing approach for deciding upon control strategies and reducing control loss in emerging organizations, *Journal of Management*, 22(1), 113-137.
- Nagy, B. G., Pollack, J. M., Rutherford, M. W., & Lohrke, F. T.(2012). The influence of entrepreneurs' credentials and impression management behaviors on perceptions of new venture legitimacy, *Entrepreneurship Theory and Practice*, 36(5), 941-965.
- Noh, K. H., Ji, H. G., & Lim, S. H.(2010). Effect of Augmented Reality Contents Based Instruction on Academic Achievement, Interest and Flow of Learning, *Journal of the Korea contents association*, 10(2), 1-13
- Macneil, R. D.(1980). The relationship of cognitive style and instructional style to the learning performance of undergraduate students, *The Journal of Educational Research*, 73(6), 354-359.
- MacMillan, I. C., Siegel, R., & Narasimha, P. S.(1985). Criteria used by venture capitalists to evaluate new venture proposals, *Journal of Business venturing*, 1(1), 119-128.
- Madhok, A.(1995). Opportunism and trust in joint venture relationships: An exploratory study and a model, *Scandinavian Journal of Management*, 11(1), 57-74.
- Mason, C. & Harrison, R.(2003). 'Auditioning for money' what do technology investors look for at the initial screening stage?, *The Journal of Private Equity*, 6(2), 29-42.
- Mason, C., & Stark, M.(2004). What do investors look for in a business plan? A comparison of the investment criteria of bankers, venture capitalists and business angels, *International small business journal*, 22(3), 227-248.
- Maxwell, A. L., Jeffrey, S. A., & Lévesque, M.(2011). Business angel early stage decision making, *Journal of Business Venturing*, 26(2), 212-225.
- McKelvie, A., & Wiklund, J.(2010). Advancing firm growth research: A focus on growth mode instead of growth rate, *Entrepreneurship theory and practice*, 34(2), 261-288.
- Meyer, J. W., & Rowan, B.(1977). Institutionalized organizations: Formal structure as myth and ceremony, *American journal of sociology*, 83(2), 340-363.
- Mishra, A.(2004). Indian venture capitalists (VCs): Investment evaluation criteria, *ICFAI Journal of Applied Finance*, 10(7), 71-93.
- Mittens, C. R., Baucus, M. S., & Sudek, R.(2012). Horse vs. jockey? How stage of funding process and industry experience affect the evaluations of angel investors, *Venture Capital*, 14(4), 241-267.
- Mittens, C., Sudek, R., & Cardon, M. S.(2012). Angel investor characteristics that determine whether perceived passion leads to higher evaluations of funding potential, *Journal of Business Venturing*, 27(5), 592-606.
- Murnieks, C. Y., Haynie, J. M., Wiltbank, R. E., & Harting, T.(2011). 'I like how you think': Similarity as an interaction bias in the investor-entrepreneur dyad, *Journal of Management Studies*, 48(7), 1533-1561.
- Paglia, J. K., & Harjoto, M. A.(2014). The effects of private equity and venture capital on sales and employment growth in small and medium-sized businesses, *Journal of Banking & Finance*, 47, 177-197.
- Parhankangas, A., & Ehrlich, M.(2014). How entrepreneurs seduce business angels: An impression management approach, *Journal of Business Venturing*, 29(4), 543-564.
- Pasquini, R. A., Robiolo, G., & Sarria Allende, V.(2019). Matching in entrepreneurial finance networks, *Venture Capital*, 21(2-3), 195-221.
- Paul, S., Whittam, G., & Wyper, J.(2007). Towards a model of the business angel investment process, *Venture Capital*, 9(2), 107-125.
- Powell, W. W., Koput, K. W., Bowie, J. I., & Smith-Doerr, L.(2002). The spatial clustering of science and capital: Accounting for biotech firm-venture capital relationships, *Regional Studies*, 36(3), 291-305.
- Trester, J. J.(1998). Venture capital contracting under asymmetric information, *Journal of Banking & Finance*, 22(6-8), 675-699.
- Sharma, A. K.(2015). Venture Capitalists' Investment decision criteria for new ventures: A Review, *Procedia-Social and Behavioral Sciences*, 189, 465-470.
- Shepherd, D. A., & Zacharakis, A.(2001). The venture capitalist-entrepreneur relationship: control, trust and confidence in co-operative behaviour, *Venture Capital: an international journal of entrepreneurial finance*, 3(2), 129-149.
- Sirmon, D. G., & Hitt, M. A.(2003). Managing resources: Linking unique resources, management, and wealth creation in family firms, *Entrepreneurship theory and practice*, 27(4), 339-358.
- Smith, D. J., Mason, C. M., & Harrison, R. T.(2010). *Angel investment decision making as a learning process. Working Paper 10-05. Hunter Center for Entrepreneurship*. University of Strathclyde. November 2010.
- Sorenson, O., & Stuart, T. E.(2001). Syndication networks and the spatial distribution of venture capital investments, *American journal of sociology*, 106(6), 1546-1588.
- Stedler, H., & Peters, H. H.(2003). Business angels in

- Germany: an empirical study, *Venture Capital: An International Journal of Entrepreneurial Finance*, 5(3), 269-276.
- Suchman, M. C.(1995). Managing legitimacy: Strategic and institutional approaches, *Academy of management review*, 20(3), 571-610.
- Sudek, R.(2007). *Investigating the angel funding process: How entrepreneur enthusiasm, trustworthiness and venture attributes affect angel investment decision processes*, Unpublished doctoral dissertation, Claremont University.
- Thomas, J., & Trevino, L.(1993). Information processing in strategic alliance building: a multiple case approach, *Journal of Management Studies*, 30, 779-814.
- Tyebjee, T. T., & Bruno, A. V.(1984). A model of venture capitalist investment activity, *Management science*, 30(9), 1051-1066.
- Van Osnabrugge, M.(2000). A comparison of business angel and venture capitalist investment procedures: an agency theory-based analysis, *Venture Capital: An international journal of entrepreneurial finance*, 2(2), 91-109.
- Warnick, B. J., Murnieks, C. Y., McMullen, J. S., & Brooks, W. T.(2018). Passion for entrepreneurship or passion for the product? A conjoint analysis of angel and VC decision-making, *Journal of Business Venturing*, 33(3), 315-332.
- Zucker, L. G.(1987). Institutional theories of organization, *Annual review of sociology*, 13(1), 443-464.

## Investment Process of Start-up: A Case Study of LetinAR\*

KIM, HA YOUNG\*\*

BAE, TAE JUN\*\*\*

WON, CHI WOON\*\*\*\*

### Abstract

Although a well-established line of research has addressed the funding decision, the activities of investee startups to receive funding have been overlooked because prior research has been conducted from investor's point of view. In addition, funding does not result from one off decisions but from decision process with many stages. Moreover, the emphasis placed on specific investment criteria varies by different stages during the process. Therefore, understanding the initial funding of startups requires to analyze the strategic behaviors of startups throughout the entire funding decision process from first meeting with investors to funding success.

This study investigates the initial funding process of startups, and the analysis is based on a case study of LetinAR one of the successful startups founded by students in South Korea. This study investigates how early start-ups were able to receive funding from startup's point of view, and the analysis is based on a case study of LetinAR, an augmented reality(AR) startup using Pin mirror technology. By adding "legitimacy building" stage that had not been addressed previously, we divided funding process into four stages: 1) legitimacy building, 2) familiarization, 3) screening, and 4) bargaining phase. We did not only analyze major criteria, but also strategic activities of startup at each stage. This study makes a contribution by helping us understand complicated process of funding and the successful strategic behavior of investor backed startups.

*Keywords: Start-up, Student Entrepreneur, Investment Process, Investment Decision Making, Case Analysis, LetinAR*

---

\* This paper is presented at the 2018 Venture Entrepreneurship Research Conference organized by 9 university entrepreneurship centers nationwide.

\*\* First Author, Hanyang University Business School Undergraduate, gkdu95@gmail.com

\*\*\* Corresponding Author, Assistant Professor, Department of Entrepreneurship graduate school, Hanyang University, tjbaenol@gmail.com

\*\*\*\* Co-Author, Ph.D. Candidate, Business School, Hanyang University, wonzzang9230@naver.com