

한국 벤처캐피탈리스트의 투자결정에 미치는 요인 연구

구중희 (고려대 기술경영전문대학원 박사과정 수료)*

김영준 (고려대 기술경영전문대학원 교수)**

이수용 (국민대 경영학부 겸임교수)***

김도현 (국민대 경영대학 교수)****

백지연 (국민대 경영학과 석사과정)*****

국 문 요 약

벤처캐피탈리스트(VCs)는 높은 성장 잠재력을 가지고 있으나 위험도(risk)가 높은 가진 혁신적인 벤처기업을 발굴하고 성장시키는데 중요한 역할을 한다. 벤처기업의 투자는 상장기업 투자와는 달리 시스템에 의존하지 않고 벤처캐피탈에 소속된 VCs 개인의 의사결정에 따라 투자가 결정된다. 한국의 벤처캐피탈 산업은 성장기에 진입하였으나 데이터의 부족으로 벤처캐피탈에 관한 연구가 부족한 상황이다. 이러한 배경을 바탕으로 이 연구에서는 한국 VCs의 투자 의사결정 기준에 영향을 미치는 여러 가지 요인을 분석하고자 한다.

본 연구에서는 문헌고찰을 통해 VCs가 투자 의사결정시 고려하는 주요 요인들을 선형 연구하여 검토하고 이에 따라 연구 질문을 도출하였다. 한국 VCs의 투자 의사결정기준을 학자들이 공통으로 제시하는 창업자, 제품/서비스, 시장, 재무, 네트워크 특성을 중심으로 연구를 진행하고자 한다. 이 연구를 위해 현직 벤처캐피탈에 근무하고 있는 투자심사역을 대상으로 설문조사를 통해 자료를 수집하여 AHP분석을 활용하여 분석하였다. 본 연구를 통하여 그 간에 연구가 부진했던 한국 벤처캐피탈의 이해와 더불어 한국의 벤처투자환경에서 한국의 VCs가 어떤 기준과 우선순위로 투자 의사결정을 하며 그 기준에 영향을 미치는 요인은 무엇인지에 대해 이해하고자 하였다. 본 연구 투자의 결과는 벤처기업의 투자유치전략 수립에 가이드라인을 제시함으로써 기업육성에 중요한 벤처투자의 활성화에 크게 기여할 것으로 본다.

핵심주제어: 벤처캐피탈리스트, 투자의사결정요인, AHP분석, 창업자의 특성, 제품서비스의 특성, 시장의 특성, 재무적 특성, 네트워크

1. 서론

혁신적인 신규 벤처기업들은 국가의 경제발전을 다음 단계로 이끌고 갈 새로운 견인차에 해당한다. 벤처기업은 그 자체로 국가의 경제성장에 동력을 제공할 뿐 아니라 기존 대기업들까지도 혁신시킬 수 있는 새로운 아이디어와 방안의 보고로 중대한 역할을 수행하고 있으며, 이 역할 비중은 앞으로 점차 증가될 전망이다(최원식 외, 2015). 또한 벤처기업이 기술개발을 통해 확보한 기술혁신은 국가 및 경제성장에 중요한 역할을 하고 있다(Aghion & Howitt, 1992). 반도체분야의 인텔, 바이오분야의 제넨텍, 공유경제의 상징인 우버, 검색의 제왕 구글, 전 세계의 가장 큰 온라인 B2B마켓인 알리바바, 국내의 경우 대표적인 검색 서비스업체인 네이버, 메신저의 대명사 카카오, 대표적인 게임업체인 엔씨소프트와 같이 VCs

가 지원하는 벤처기업의 놀라운 발전은 경제성장을 위한 엔진으로서 주목을 받아 왔다.

벤처기업은 국가 경제발전과 더불어 일자리 창출에 긍정적인 영향을 준다. 이에 따라 한국 정부는 2017년 중소기업청을 중소벤처기업부로 재편하는 움직임을 보였다. 동 부처의 조사에 따르면 2018년 상반기 벤처투자를 받은 550개 기업이 2017년 말 대비 2,118명의 신규 일자리를 창출한 것으로 보고 되었으며, 특히 벤처캐피탈(venture capital, VC)로부터 벤처투자를 받은 기업의 일자리 창출효과가 두드러진 것으로 나타났다(중소벤처기업부, 2018.8.16.).

VC는 높은 위험성을 가지고 있지만 고수익의 가능성이 상대적으로 높은 벤처기업 또는 중소기업에 투자하는 사모투자(private equity investment)의 한 형태를 가리킨다(Gompers & Lerner, 2004). 벤처캐피탈리스트(venture capitalist, VCs)는 일정

* 주저자, 고려대학교 기술경영전문대학원 박사과정 수료, jhkoo67@gmail.com

** 교신저자, 고려대학교 기술경영전문대학원 교수, youngkim@korea.ac.kr

*** 참여저자, 국민대학교 경영학부 겸임교수, mailee171@gmail.com

**** 참여저자, 국민대학교 경영대학 교수, drkim@kookmin.ac.kr

***** 참여저자, 국민대학교 경영학과 석사과정, bgy6269@gmail.com

· 투고일: 2019-07-06. · 수정일: 2019-08-20. · 게재확정일: 2019-08-26.

기간 내에 높은 성장 잠재력을 지닌 기업에 투자할 자본을 제공할 수 있는 자본투자자(equity investor)이다(Gordon, 2014). VCs의 투자목적은 고성장, 고수익의 잠재력을 지닌 기업에 자금을 지원하여 VC기업 및 투자자 모두에게 높은 수익을 제공함으로써 투자 가치를 창출하는 것이다(De Treville et al., 2014). VCs는 벤처기업을 발굴하고 성장시키는데 가장 큰 영향을 미치는 금융 주체로서 새로운 산업의 성장을 촉진하고, 혁신과 개발을 확산시킴으로써 강력한 경제성장에 기여한다(Bygrave et al., 2001). 또한 VCs는 성장 가능성이 높은 새롭고 혁신적인 벤처기업을 식별하여 대상기업에 자금을 투자하는 가장 핵심적인 역할을 하며(Sharma, 2015), VCs가 지원하는 벤처기업은 VCs의 지원을 받지 않는 벤처기업보다 일반적으로 성공할 가능성이 높은 것으로 나타난다(Gompers & Lerner, 2004). 또한 Savaneviciene et al.(2015)는 VCs는 신생 벤처기업이 기업의 발전 과정에서 겪어야 하는 죽음의 계곡(death valley)을 극복하기 위한 촉매제 역할을 한다고 제시했다. 따라서 VCs의 벤처기업에 대한 투자를 위한 VCs의 의사결정은 국가경제의 발전뿐만 아니라 개별 기업의 성장에도 중요한 역할을 한다.

이와 같은 이유로 해외에서는 VCs의 의사결정에 관한 연구가 1970년대 이후 활발하게 이루어져 왔다. 그러나 VCs의 의사결정 관련 연구가 해외에서는 오랜 기간 동안 학자들의 많은 관심을 받아온 분야임에도 불구하고 국내에서는 VCs 활동에 대한 접근성의 어려움, VC기업의 활동에 대한 기밀성, 연구 자료의 부족 등의 여러 제한점으로 인해 VCs의 의사결정 연구는 거의 이루어지지 않았다. 소수의 학자들에 의해서 의사결정 기준(차명수, 2009) 의사결정모형(반성식·송경모, 2004), VCs의 경험과 의사결정(반성식, 2004, 구경철 외, 2008)에 대한 연구가 이루어졌을 뿐이다. 최근에 들어서는 기업벤처캐피탈의 투자 결정요인에 관한 연구(조세근, 2019)를 제외하고는 VCs의 의사결정에 관한 연구는 국내에서는 거의 찾아보기가 힘들다. 또한 국내에서 지금까지 이루어진 VCs의 의사결정 연구의 표본 및 연구 방법적 측면에서 살펴보면 연구 표본은 표본 표집의 한계성으로 인하여 최대 30명 내외의 적은 표본을 대상으로 이루어졌다는 한계점을 가지고 있다. 연구방법의 측면에서도 인터뷰법을 통한 사례연구나 소수를 대상으로 하는 설문지법을 통한 조사 연구가 이루어졌을 뿐이다. 또한 VCs의 의사결정 기준과 결정 기준의 우선순위에 대하여 지금까지는 창업자나 제품의 일부 특성 등의 일부만 단편적으로 분석이 이루어져 왔으며 창업자, 제품서비스, 시장 등 전체적으로 분석하고 조망하는 연구는 찾아보기 힘들다.

이에 본 논문에서는 VCs가 투자하고자 하는 벤처기업을 결정하는 과정에서 활용되는 투자 결정요인 중에서 핵심이 되는 투자 의사결정 기준을 연구하고자 한다. 벤처기업의 투자를 결정하고 투자에 직접적으로 참여하는 역할을 담당하는 투자자의 관점에서 선행문헌을 통해 투자의 결정요인을 연구하고 실제 투자자인 VCs가 활용하는 투자 의사결정 기준을 기반으로 가중치를 적용한 투자 의사결정 기준의 우선순위

도출을 목적으로 한다. 먼저 VCs의 투자 의사결정에 관한 국내, 외에서 이루어진 연구들을 고찰하여 VCs의 의사결정 과정에서 투자를 결정하는 기준의 요인들과 요인의 구성적 특성을 알아보고, 이러한 의사결정 기준의 우선순위를 도출하여 VCs의 투자 의향에 대한 가설을 검증하고자 한다. 의사결정 기준은 학자들이 공통적으로 제시하는 창업자, 제품/서비스, 시장, 재무, 추천방식의 특성을 주요 기준으로 삼았고, 가설 검증을 위해 본 연구에서는 대규모 샘플인 207명의 VCs를 대상으로 AHP분석을 진행함으로써 벤처기업의 투자를 결정하는데 중요한 역할을 담당하는 VC기업 및 기타 투자 기관에 속한 투자심사역인 VCs가 벤처기업 투자시 실제로 적용하는 투자 의사결정 기준과 기준의 우선순위를 도출하였다. 본 연구의 결과를 통해 VCs의 벤처기업 투자 결정에 대한 지표와 기준을 제공하고 VCs와 같은 투자자들에게 투자를 받고자 하는 예비 창업자와 기창업자들에게 투자유치전략에 대한 시사점을 제시하고자 한다. 더불어 연구의 한계점으로 VCs의 투자 의사결정은 투자분야에 따라 의사결정 기준과 중요도가 다를 수 있으나, 어떤 차이점이 있는지 분석하지 못한 점을 밝힘으로써 앞으로 이루어져야 할 향후 연구 방향을 제시하고자 한다.

II. 이론적 배경

2.1 벤처캐피탈의 투자

2.1.1 VCs의 투자와 벤처기업

VCs는 벤처기업이 성장할 수 있도록 기업의 초기단계부터 후기단계까지 위험자본을 제공하고, 벤처기업이 공개 가능할 만큼 성장한 단계에 이르면 벤처기업의 기업공개를 도와 투자자본을 회수하여 이익을 실현하는 역할을 한다(정대용·손민호, 2010). VCs의 투자는 고위험 고수익(high risk, high return)을 지향하므로 투자의 대부분이 실패하더라도 소수의 투자에서 거둔 성과가 다른 투자에서의 실패를 보상할 수 있으며, 심지어 초기투자에 비해 10배에서 100배에 달하는 수익률을 가져올 수도 있다(Kenney, 2000). 또한 VCs가 지원하는 기업의 생존율은 65%(Sahlman, 1990)에서 85% (Dorsey, 1979) 사이에 있는 것으로 나타나 VCs가 지원하는 기업의 성과는 비지원 기업에 비해 높은 것으로 나타났다(Timmons & Spinelli, 1994).

VCs의 벤처기업에 대한 자금의 공급은 벤처생태계(venture ecosystem)를 선 순환시켜 기술은 있으나 자본이 없는 유망한 벤처기업이 지속적인 성장을 추구할 수 있도록 지원함으로써 벤처생태계에서 벤처기업을 활성화시킨다. 즉 VCs는 담보 중심의 안전성을 추구하는 은행과 같은 전통적인 금융기관과는 달리 높은 위험(high risk)을 극복하여 높은 수익(high return)을 창출하는 벤처기업을 매력적인 투자대상으로 본다(Gompers & Lerner, 2001).

벤처기업에 대한 VCs의 투자는 포트폴리오기업(portfolio firm)의 높은 위험을 부담하는 대신 포트폴리오기업의 경영성과를 지분의

형태로 함께 나누는 수익 구조를 가지므로, 투자 검토 시 피투자기업의 기술력, 미래 성장가능성 및 시장규모 등에 가치를 두게 된다. 더불어 VCs는 단순히 투자 자금을 조달하는 역할 이외에도 피투자기업이 내부적으로 축적하지 못한 재무적 지식 및 비즈니스 마인드, 체계적인 비즈니스 모델과 같은 기업 경영에 대한 지식의 제공하는 가치부가활동(value adding activity)을 통해 피투자기업의 역량을 강화하는 기능을 한다(Lerner, 2000).

VCs의 투자는 보통 엔젤(Angel)이나 액셀러레이터(accelerator)에 의한 최초투자(seed Funding)단계 이후 발생하게 되는데 기업성장 단계에 따라 1차(series A), 2차(series B) 등 단계적으로 투자하게 되며 기업공개(Initial Public Offering, IPO)나 인수합병(M&A) 등의 엑시트(exit)를 통해 투자자금을 회수하게 된다. VCs의 투자는 초기 투자단계부터 회수단계까지 오랜 시간이 소요되는 위험도가 높은 투자이므로 VCs는 투자시 피투자기업의 지분을 확보하여 지배력을 가지게 되며, 피투자기업의 사외이사로 선임되어 이사회를 통해 기업의 의사결정에 깊숙하게 참여하게 된다(이희우정희석, 2012).

2.1.2 VCs의 투자 절차

VCs의 투자 의사결정 과정은 벤처기업의 결정에 있어 선택 위험을 줄이기 위해 고안되었다(Fried & Hisrich, 1994). 올바른 투자 결정이 새로운 벤처기업에 대한 투자의 실패 위험을 완화하기 때문에 VCs는 의사결정 과정에 따라 벤처기업을 평가하고 결정한다(Batterson, 1986). 의사결정 과정에 대한 이해가 높으면 VCs는 벤처기업의 의사결정 과정에서 보다 신중한 결정을 내릴 수 있어 성공 가능성이 높은 투자를 할 수 있는 벤처기업을 구분하는데 도움이 된다(Jain, 2001).

Tyebjee & Bruno(1984)는 VCs의 의사결정 과정 연구의 기본을 이루는 5단계의 과정을 제안하였다. 이 과정은 투자대상기업의 발굴 단계(deal origination), 사전검토 단계(deal screening), 평가 단계(deal evaluation), 투자협상 및 계약 단계(deal structuring), 사후관리 단계(Post investment activity)를 포함한다. Tyebjee & Bruno(1984)는 Wells(1974)와는 대조적으로 벤처기업과 협상을 통해 투자계약을 맺는 과정을 새롭게 제시했으며, 투자 후 포트폴리오 기업의 경영에 참여하여 기업의 가치를 부가하는 사후관리 단계 후 투자 자금을 회수하는 엑시트(exit) 단계를 제시하지 않았다.

국내 VC기업의 일반적인 투자절차는 투자심사역이 투자대상기업을 여러 채널을 통해 거래(deal)를 발굴한 후 검토가치가 있다고 판단되면 기업 내부에서 IR(investor relations)을 진행한다. 본격적으로 심사를 진행하게 되면 투자대상기업의 사업성과 기술성 심사, 재무 분석, 가치평가(valuation) 협의가 이루어지며 이후 투자심사위원회를 개최하여 투자여부를 결정한다. 투자가 결정되면 투자계약서를 체결한 후 사외이사로 이사회에 참여하거나 주주 간담회를 통해 포트폴리오 기업의 가치를 부가하기 위한 사후관리활동(Post investment activity)을

제공한다. 포트폴리오 기업이 회수할 정도의 성장을 이루면 상장전략을 수립 후 증권거래소의 상장이나 M&A를 통해 투자 자금을 회수하게 된다. 통상 한 개 포트폴리오 기업이 심사에서 투자까지 소요되는 기간은 최소 2~6개월 정도가 소요되며, VC펀드 운용기간은 4년 동안 투자를 진행하여 총 4년~5년 동안 회수에 집중하게 된다.

2.1.3 VCs의 투자와 투자 의사결정 요소

VCs의 벤처기업에 대한 투자 결정은 신생 벤처기업이 가지고 있는 불확실성이라는 특성 때문에 벤처기업의 경제적인 가치를 평가하고 의사결정을 하는데 많은 어려움과 도전이 존재한다. 그러나 고성장, 고수익의 가능성이 높은 벤처기업에 대한 투자 결정은 벤처기업의 생존과 성공 그리고 VC기업의 높은 성과와도 직접적인 관계가 있기 때문에 VCs 뿐만 아니라 창업자와 그 외 다른 이해 관계자에게도 매우 중요한 일이다.

벤처기업의 투자 결정에 있어서 사용된 VCs의 의사결정 기준은 VCs를 연구하는 여러 학자들의 주요 연구 주제로서 1970년대 이후 지속적으로 관심을 받으며 다양한 관점에서 실증적 연구가 수행되어 왔다 <표1 참조>.

이들의 문헌을 검토해 보면 연구를 위해 표본의 수, 자료 수집 방법, 연구방법, 통계 분석 방법 등이 다양하게 사용되었으며, 광범위한 관점에서 연구가 이루어졌음을 알 수 있다. 연구의 표본의 측면에서 살펴보면 초기의 연구는 주로 5명 내외에서 수십 명 내외의 비교적 적은 표본의 VCs를 대상으로 연구되었으며, 이후 수십 명에서 백여 명에 이르는 표본에 대한 연구가 진행되었지만, 이와 같은 표본의 수 또한 VCs의 의사결정 연구 영역 이외의 다른 일반적인 영역의 연구에서 사용되는 표본의 수와 비교하면 상대적으로 적은 편이다. 연구의 자료 수집과 연구방법 측면에서는 의사결정 연구 초기부터 사용되었던 방법인 전화나 면대면 인터뷰법, 설문지법이 주로 사용되었으나, 과거 회상(retrospect)에 의존하는 사후조사 연구(post hoc) 방법에 대한 비판으로 구두 프로토콜(verbal protocol) 분석, 컨조인트(conjoint) 분석 등의 연구방법을 적용한 연구들이 등장하였다(Shepherd & Zacharakis, 1999).

의사결정 기준에 대한 연구로 최초로 여겨지고 있는 Wells(1974)은 VCs의 의사결정 과정에서 창업팀, 시장, 제품과 재무적 특성에 관한 기준이 사용된다는 것을 언급했으며, 사전 검토(screening) 단계와 평가(evaluation) 단계에서 각각 다른 평가 기준을 사용한다는 것을 발견했다. VCs의 의사결정 과정에서 VCs는 투자대상기업의 투자 적합성(portfolio fit)에서부터 검토를 시작하여 투자를 결정할 때까지 투자와 관련된 자세한 부분을 검토하고 분석하기 때문에 사용되는 의사결정 기준은 산업별 또는 VCs 별로 다를 뿐 아니라 동일한 VCs도 의사결정 단계에 따라 다르게 사용한다(Valkonen, 2018).

Tyebjee & Bruno(1984)는 의사결정 기준을 시장의 특성, 제품 또는 서비스의 특성, 경영 능력 및 환경적 위협과 같은 4

가지 주요 범주로 분류하였으며, 미국의 VCs를 대상으로 연구를 진행한 MacMillan et al.(1985)은 27개의 의사결정 기준을 창업자의 성격(personality), 창업자의 경험(experience), 제품/서비스의 특성, 재무적 고려사항, 창업팀의 특성 등의 6가지 범주로 구분하였다. Muzyka et al.(1996)은 73명의 VCs를 대상으로 컨조인트 분석을 사용한 연구에서 의사결정 기준을 경영팀, 경영능력, 제품/시장, 전략/경쟁, 재무적 기준, 거래의 특성, 펀드 요인과 같은 7개의 범주로 구분하여 의사결정 기준의 순위를 조사했는데 창업자/팀의 리더십 잠재력과 관련 산업경험이 VCs가 가장 중요한 의사결정 기준으로 나타났다. 또한 Beim & Levesque(2004)는 VCs가 기업의 투자 가능성에 대해 기업의 평가 과정에서 벤처기업 경영진의 질(quality), 제

품의 독특성과 시장에서의 기회, 자본의 확대 가능성 등의 광범위한 기준을 고려한다고 주장했다.

2.2 VCs의 투자 의사결정 기준

Lehtonen(2011)은 VCs가 고려하는 의사결정 기준으로 창업자의 일반적인 특성, 창업자의 산업경험, 전략 초점, 교육, 새로운 벤처 경험, 목표 시장, 제품 또는 서비스, 창업자 및 창업팀의 리더십 잠재력으로 제시했다. Khanin et al.(2008)은 VCs의 중요한 의사결정 기준으로 최고 경영자, 시장의 특성, 시장 성장성, 제품, 위험(risk), 수익, 엑시트(exit), 계약의 품질(quality), 전략, 고객 및 경쟁을 가장 중요한 기준으로 제시했다.

<표 1> VCs 의사결정 대표 선행 연구

Study	method & Data Collection	Sample	Statistical Analysis	Summary Findings
Tyebjee & Bruno (1984)	telephone survey, questionnaires	46 VCs	regression factor discrimination	VCs의 평가 과정과 투자 의사 결정 기준에서 시장매력도와 제품 차별화, 경영 능력, 환경적 위험 및 현금화 가능성을 중요시 한다.
MacMillan et al. (1985)	questionnaire	102 VCs	means % factor & cluster	VCs가 사용하는 27가지 투자 의사결정 기준은 6개의 범주로 분류된다.
Khan(1987)	questionnaire, Interviews	36 VC firms	regression	VCs의 의사결정 기준 중에서 창업자의 특성은 성공적인 벤처기업의 성과와 관련이 있다.
MacMillan et al. (1987)	questionnaire	67 VCs	factor, regression & cluster	VCs의 결정 기준 중에서 창업자의 경영능력과 시장 친밀도는 성공적인 벤처기업의 특징이다.
Sandberg et al. (1988)	Interviews	1 VC, 3 proposals	simultaneous verbal protocol	VCs의 벤처기업 평가 기준은 산업의 특성, 창업팀의 실적, 전략에 영향을 받는다.
Keeley & Roue (1989)	archival-business plans	4 VCFs	regression Chi-Sq, kruskal wal	투자를 위한 의사결정시 기업의 성과를 예측할 수 있는 기준들이 1982년을 기점으로 변화가 있다.
Hisrich & Jankowicz (1990)	interviews	5 VCs	repetory grid, factor Cluster	VCs는 벤처기업의 투자 제안서에서 경영진 팀, 시장지속성, 제품-시장 독특성과 같은 투자 기반, 위험의 일반적 특성을 참조한다.
Hall & Hofer(1993)	interviews	4 VCs	means, frequencies, proportions	VCs의 의사결정에 중요한 기준은 산업의 성장성과 수익성이다.
Meyer et al.(1993)	interviews	5 VCs	content & non- parametric	VC는 기업의 실패 요인으로 제시된 기준은 외부시장의 조건과 경영 기술 전략, 제품, 자본화의 실행 등으로 본다.
Muzyka et al.(1996)	interviews, questionnaire	31 VCs	pair-wise trade off conjoint	VCs의 투자 결정에 있어서 재무, 제품시장, 전략적 경쟁 자금, 경영진 팀, 역량, 거래 요인 등이 중요한 요소이다.
Zacharakis & Meyer (1998)	policy capturing	53 VCs	regression	VCs는 자신의 의사결정 과정에 대한 자기성찰(introspection)이 부족하다. 또한 의사결정 과정을 충분히 이해가 없어도 일관성을 보인다.
Zacharakis & Shepherd (2001)	conjoint analysis	53 VCs	ANOVA	VCs는 투자 의사결정에 있어서 과신하는 경향이 있으며 과신은 의사결정에 부정적인 영향을 준다.
Franke et al. (2008)	conjoint analysis	51 VCs	probit regression	투자 의사결정을 위한 창업팀에 대한 평가 과정에서 VCs는 창업팀의 산업경험을 가장 중요하게 여긴다.
Potel & D'Souza (2008)	Multidimensional scaling (MDS)	58 expert & 27 VCs	logistic regression, logit and Bayesian	VCs의 의사결정에서 시장 관련 요인을 중요시 하며, 창업팀의 자격(qualification)은 벤처기업 잠재력을 고려하기 위한 선행 조건이다.
Kollmann & Kuckertz (2010)	questionnaire	51 VCs	non-parametric Wilcoxon-Test	특정한 불확실성하에서 VCs의 의사결정 과정과 의사결정 기준은 영향을 받는다.
Monika Dhochak & Sharma (2015)	questionnaire	108 VCs	exploratory factor analysis & AHP	VCs의 의사결정기준 중에서 창업자의 특성, 재무적 고려사항, 제품/서비스의 특성은 VCs의 투자 의사에 영향을 미치는 중요한 기준이다.
반성식 외(2002)	questionnaire	89 VCs (Korea 50/ US 39)	regression & ANOVA	VCs 투자 의사결정에 영향을 미치는 8개의 의사결정 기준인 기업가의 시장정통성, 리더십 능력, 창업경험, 소유권 보호, 시장규모, 시장성장성, 경쟁자의 수, 경쟁의 강도를 한국과 미국을 비교하여 분석하였다.
반성식·송경모(2004)	questionnaire	53 VCs (Korea)	regression & ANOVA	VCs의 투자의사결정에 적용되는 8개의 기준에 대한 의사결정 실험을 통해 벤처기업의 성공가능성을 분석하였다.
구경철 외(2008)	questionnaire	20 VCs (Korea)	AHP & t-test	VCs의 투자결정 요인은 기업의 성장성과 수익성이며, 세부적으로 경영진 및 고용인의 자질, 시장변화 대응력, 마케팅 능력, 제품 차별성, 경쟁, 상황, 기술력을 중요시한다.
치명수(2009)	questionnaire	32 VCs (Korea)	regression & judgment analysis	VCs의 의사결정 기준에서 가중치가 부여된 기준은 창업자(팀)의 능력, 잠재적 수익률, 시장 상황 순이다.

이와 같이 의사결정 기준과 관련된 선행 연구에서 다루어진 VCs가 주로 사용하는 의사결정 기준은 학자들마다 다양하게 제시하였지만 공통적으로는 창업자/팀의 특성, 제품/서비스의

특성, 시장의 특성, 재무적 특성, 그 외의 기타 특성의 5가지의 범위로 구분할 수 있다<표2 참조>.

<표 2> VCs 의사결정 기준

Category	criteria	Category	criteria	Category	criteria	
Entrepreneur/ Team Characteristics	Mgmt. skills/Leadership	Product/ Service Characteristics	Product attributes	Market Characteristics	Market size	
	Completeness of team		Proprietary		Market growth/potential	
	Marketing Skills		Uniqueness/differentiation		Projected market share	
	Mgmt. Financial skill		Project Growth in Turnover		Competitive strength/number	
	Mgmt. stake in firm		Stage of development		Sensitivity to business cycles	
	Articulate about venture		Technology life cycle		Buyer concentration	
	Personal motivation		Expected profit margin		Venture creates new market	
	Capable of sustained effort		Technical edge/Innovation		Cash-out method	
	Ability to evaluate risk		Resistance to risk		Expected rate of return	
	Relevant track record		Scalability		Expected risk	
	Market familiarity		Barriers to entry	Percentage of equity		
	Entrepreneur personality		Product superiority	Investor provisions		
	References		Existing customer base	Size of investment		
	Others		Network effects	Market acceptance/interest	Financial Characteristics	Funding base
Geographic location		Potential for partnerships	Liquidity of investment			
Deal Factors		Prototype / R&D Level	Valuation			
Study						
Tyejbee & Bruno(1984), MacMillan et al(1985), MacMillan et al(1987), Robinson(1987), Keeley & Roure(1990), Dixon(1991), Hall & Hofer(1993), Rah et al.(1994), Fried & Hisrich(1994), Muzyka et al.(1996), Boocock & Woods(1997), Zacharakis & Meyer(2000), Vinig & Haan(2002), Beim & Lovesque(2004), Kaplan & Stromberg(2004), Martel(2006), Narayanasamy et al.(2012), Miloud et al.(2012), Kollmann & Kuckertz(2010) 등						

2.1.1 창업자(entrepreneur)의 특성

창업자(팀)은 벤처기업의 성공과 실패에 중요한 역할을 한다. 따라서 창업자/팀의 특성은 VCs가 투자 결정에서 가장 중요하게 여기는 기준 중 하나이다. VCs는 뛰어난 업적, 우수한 기술 전문성 및 마케팅 기술 등을 보유하고 있는 창업자를 선호한다(Franke et al., 2006).

선행연구에 의하면 MacMillan et al.(1985)은 VCs의 의사결정에 영향을 미치는 창업자의 특성을 성격(personality)과 경험(experience)으로 구분하였으며, Dixon(1991)은 창업자의 질적(quality) 측면과 기술적(skill) 측면을 가장 중요한 투자 요소로 보았다. Muzyka et al.(1996)은 VCs가 벤처기업의 사업계획서 평가에서 창업자/팀의 리더십 잠재력, 산업 전문성, 실적이 유의한 의사결정 기준이라는 것을 발견하였다.

Silva(2004)는 벤처기업에 대한 VCs의 관심은 주로 창업자(팀)의 질(quality)에 있으며, 창업자의 벤처기업에 대한 몰입 정도와 창업자가 가진 비즈니스 아이디어를 평가하고 검증하는데 집중한다고 제시했다. 또한 벤처기업의 초기단계 평가에서는 재무적인 특성은 중요한 의사결정 기준이 되지 않는다는 것을 제시하면서 VCs의 투자 의사 결정에서 창업자 특성의 중요성을 강조했다(Silva, 2004). 특히 창업자의 경험은 벤처기업이 VCs에게 투자를 받을 기회를 유의미하게 증가시키는 것으로 나타났다(Hsu, 2007).

창업자가 보유하고 있는 경험은 벤처기업의 뛰어난 성과를

가져오는 벤처기업 활동과 직접적인 상관관계가 있으므로 (Stuart & Abetti, 1990), VCs가 투자 의사결정에서 중요하게 여기는 기준이다. Ge et al.(2005)는 창업자가 벤처기업 관련 산업경험, 경영경험 및 창업경험을 보유하고 있다면 VCs가 신생 벤처기업을 훨씬 더 우수하게 평가한다는 것을 실증적으로 증명했다. 예를 들어 창업경험을 보유하고 있는 창업자는 해당 분야에 대한 지식의 활용이 가능하고, 기업가적 프로세스(entrepreneurial process)에 대한 이해를 경험을 통해 보유하고 있으므로(DeTienne & Chandler, 2007), VCs의 투자 의사결정에서 중요하게 고려된다. 또한, 창업경험을 통해 확보한 인적자원 네트워크를 활용해 기업 경영 및 성과 창출을 위한 정보와 지식을 얻는데 더 용이할 수 있을 뿐만 아니라, 외부로부터 기업가적 활동에 대한 호의적 태도를 형성할 수 있다 (Pruett, et al., 2009). 창업자의 특성과 관련하여 VCs의 투자 결정기준을 살펴보면, VCs는 산업 경험이 있는 창업자에 투자하는 것을 선호하며 창업자가 소유한 능력 측면에서는 기술 및 경영, 전문성 측면에서는 혼합적인 교육 배경을 가진 창업자를 선호하는 것으로 나타났다(Goslin & Barge, 1986; Dixon, 1991; Franke et al., 2008). 그러나 벤처기업의 사업계획서를 평가하는 동안 창업자/팀의 특성에 너무 많이 의존한다는 비판을 받기도 한다(Mishra, 2004).

창업자의 인적, 사회적 자본 관점에서 창업자의 학력/학벌은 VCs의 벤처기업에 대한 가치평가에서 긍정적인 요소로 작용

한다(Hsu, 2007). 창업자의 높은 학력은 벤처기업의 재무적 성과에 유의한 영향을 주며(Birley & Norburn, 1987), 창업자의 높은 학벌을 의미하는 명문대가 가지고 있는 엘리트 집단의 네트워크는 그 자체로 높은 사회적 자본으로 간주될 수 있다(Belliveau et al., 1996). 또한 VCs의 신생 벤처기업에 대한 투자 판단은 벤처기업과의 정보비대칭으로 인해 본질적으로 선택에 대한 위험을 내포하고 있다. 이러한 상황에서 벤처기업이 이전에 투자를 받았던 경력은 제 3자의 인증효과로 인해 투자의 성공에 대한 확신을 증가시키는 신호로 작용할 것이다(Beatty & Ritter, 1986). 따라서 창업자의 산업경험, 경영경험, 창업경험, 투자유치경험이 많고 학력/학벌의 수준이 높을수록 VCs의 투자의향이 높아질 것이라는 가설을 설정하였다.

H1: 창업자의 경험이 많을수록 VCs의 투자 의향이 높아질 것이다.

- 1-1: 창업자의 산업경험이 많을수록 VCs의 투자 의향이 높아질 것이다.
- 1-2: 창업자의 경영경험이 많을수록 VCs의 투자 의향이 높아질 것이다.
- 1-3: 창업자의 창업경험이 많을수록 VCs의 투자 의향이 높아질 것이다.
- 1-4: 창업자의 학력/학벌이 높을수록 VCs의 투자 의향이 높아질 것이다.
- 1-5: 창업자의 투자유치경험이 많을수록 VCs의 투자 의향이 높아질 것이다.

2.2.2 제품/서비스(product/service)의 특성

벤처기업의 제품/서비스는 VCs가 투자 여부를 결정하는데 있어 중요하게 고려되는 요소 중 하나이다. 벤처기업의 제품/서비스는 경쟁자와 구별되는 특성을 가지고 있어야 투자를 위한 요구 조건을 충족할 수 있으므로 VCs는 투자 의사결정에 벤처기업의 제품/서비스와 관련된 기준을 신중하게 비교 평가한다. 벤처기업이 경쟁자보다 경쟁우위를 확보하기 위해서는 제품/서비스가 독특하고 혁신적이어야 한다(Mason & Stark, 2004). Caves(1972)는 제품 차별화가 산업에서 가장 중요한 구조적 요소 중 하나이며 기업성과와 긍정적으로 관련되어 있다고 주장하였다.

이와 같이 기업성과에 영향을 줄 수 있는 제품/서비스가 타 기업과는 비교되는 경쟁력 있는 비용, 혁신적으로 앞선 기술, 그리고 제품을 판매할 시장의 준비 등의 조건을 갖추고 있다는 것은 VCs의 투자 결정에 영향을 준다(Mishra, 2004). 또한 벤처기업의 제품이 시장에서 고객의 요구를 충족하며, 비용 측면에서도 효율적이고, 특허 등으로 제품이 보호되는가도 VCs의 투자 결정에 중요하다(Mishra, 2004).

따라서 VCs는 벤처기업의 제품/서비스 측면에서 제품의 혁신성, 경쟁 우위(competitive advantage), 특허와 같은 독점적인 제품 보호 및 제품을 구매할 잠재 고객의 요구 수준과 같은

의사결정 기준을 적용하여 평가한다(Wells, 1974; Khan, 1987).

제품/서비스의 특성 중 신규성(newness)은 시장과 고객에게 새로움의 정도로 정의되며(Olson et al., 1995), 기업의 생존 및 수익성에 영향을 주는 혁신성을 나타내는 요소이다(Cooper & Kleinschmidt, 2011). 제품/서비스의 신규성과 기업의 성과와의 관계에 대해서는 다양한 이견(Goldenberg et al., 2001; Calantone et al., 2003; Steenkamp & Gielens, 2003)이 존재한다. 그러나 제품의 신규성은 대중과 소비자의 관심을 받는 매력적 요소로 시장에서 긍정적인 요소로 작용하며(Centeno & Hart, 2012), 시장의 초기 진입자로 새로운 시장을 형성하는 경쟁우위를 차지하는 역할을 할 수 있다.

또한 제품이 시장에서 실현 가능한지와(Bruno & Tyebjee, 1986), 제품에 대한 기능적인 프로토타입(prototype)이 존재하는지는 제품/서비스에 대한 투자 의사결정에서 VCs가 중요하게 여기는 요인이다(MacMillan et al., 1987). 벤처기업의 제품/서비스가 단순히 개념적 수준의 아이디어 단계보다는 프로토타입의 개발 또는 특허의 취득 단계까지 개발이 이루어진 경우에는 VCs의 투자 자금 유치에 긍정적으로 작용하는 것으로 나타났다(Conti et al., 2013). 이와 같은 선행이론을 근거로 다음과 같은 가설을 설정하였다.

H2: 벤처기업 제품/서비스의 신규성과 완성도가 높을수록 VCs의 투자 의향이 높아질 것이다.

- 2-1: 벤처기업 제품/서비스의 신규성이 높을수록 VCs의 투자 의향이 높아질 것이다.
- 2-2: 벤처기업 제품/서비스의 완성도가 높을수록 VCs의 투자 의향이 높아질 것이다.

2.2.3 시장(market)의 특성

시장(market) 환경이나 조건의 변화와 같은 요인들은 벤처기업에 영향을 미칠 수 있다(Aaker & Day, 1986). 시장에서의 성공에 대한 요구 조건은 시장의 진화에 따라 변화할 가능성이 있다(Shepherd et al., 2000). VCs의 투자 결정에서 시장에서의 성공은 투자 수익을 결정하는 중요한 요소로서, 성장 가능성이 높은 강력한 시장은 VCs의 투자 행동에 영향을 주는 필수적인 조건이다. 따라서 투자 결정에서 벤처기업이 목표로 하는 시장에 접근 가능한지가 VCs의 주요 관심사이다(Tyebjee & Bruno, 1984). 또한 벤처기업의 제품/서비스가 기존 시장의 수요를 충분히 충족시킬 수 있는지, 기존 시장에서 새로운 요구를 자극할 수 있는지, 또는 새로운 시장을 형성할 수 있는지도 VCs에게는 중요한 의사결정 기준이다(MacMillan et al., 1985; 1987).

Rah et al.(1994)는 시장 매력도(attractiveness)가 창업자/팀의 경영능력(management capability)보다 벤처기업의 성공을 30% 더 예측 가능한 기준임을 발견했다. 또한 VCs는 투자 의사결정에서 엔젤(angel)이나 은행 투자자에 비해 시장의 잠재적 성장 가능성, 시장에서의 경쟁 수준, 진입 장벽과 같은 시장의

특성을 더 중요시하는 것으로 나타났다(Mason & Stark, 2004). 시장의 규모는 시장이 충분히 커서 벤처기업이 수익성을 달성할 수 있는 기회가 있는지와 관련된 것이고, 성장 가능성은 시장이 충분히 빠르게 성장할 수 있는지와 관련된 것이다.

VCs가 투자하는 벤처기업이 목표로 하는 시장 측면에서 볼 때, 벤처캐피탈은 상당한 시장규모와 높은 성장률을 선호하는 경향이 있으며, 이것은 시장 특성이 높은 수익률의 성장과 가치 창출을 위한 전제 조건이기 때문이다(Tyebjee & Bruno, 1981; Bachher & Guild, 1986). 즉, VCs는 수익 창출과 가치 창출을 극대화하기 위해 빠른 속도로 성장하고 있는 시장이나 산업을 찾겠다고 할 수 있다(Zider, 1998). 이와 같은 맥락에서 Vinig & de Haan(2002)은 미국과 네덜란드의 VCs를 대상으로 한 연구에서 벤처기업이 진출하고자 하는 시장에서 빠른 시장 성장성과 시장 경쟁 정도, VCs의 시장 친숙도, 기존 시장과 새로운 시장의 형성을 의사결정의 주요 기준으로 제시했다. Kollman & Kuckertz(2010)은 시장의 특성과 관련된 의사결정 기준 연구에서 시장의 규모와 시장의 성장 가능성에 초점을 두고 연구하였다.

이에 본 연구에서 벤처기업의 제품/서비스와 관련된 시장이 형성되지 않은 가능성이 있을지라도 시장이 매우 빠르게 성장하는 것은 VCs의 투자사결정에 중요한 요소라고 판단하였다. 특히 벤처기업의 제품/서비스와 관련된 시장의 형성이 확실한 경우일지라도 VCs는 시장의 형성 속도가 느린 경우보다는 시장의 형성 속도가 빠른 것을 선호할 것이다. 따라서 다음과 같은 가설을 설정하였다.

H3: 벤처기업 제품/서비스의 시장성이 좋을수록 VCs의 투자 의향이 높아질 것이다.

3-1: 시장이 매우 빠르게 성장할 것으로 예측되나 시장이 형성되지 않을 가능성이 있는 경우가 시장은 느리게 성장할 것으로 예측되나 시장이 확실하게 형성될 경우보다 투자의향이 높아질 것이다.

2.2.4 재무적(financial) 특성

VCs는 투자 대상에 대한 평가에서 예상되는 수익과 같은 재무적 정보를 중요시한다(Manigart et al., 1997). Mishra (2004)의 연구에 의하면 VCs는 투자대상 기업의 선정에 있어서 투자 자본의 유동성, 수익, 엑시트(exit)의 조건에 상당한 중요성을 부과하는 것으로 나타났다. 그러나 Ruhnka & Young (1991)은 VCs가 벤처기업에 투자하기로 결정할 때 내리는 의사 결정과정은 복잡한 과정을 거치며, 초기 단계의 벤처기업의 투자에서는 투자 의사결정에 사용 가능한 재무 데이터의 부족으로 인해 투자에 대한 위험을 측정하는 작업이 어렵다는 점에 주목하였다. 또한 변화하는 시장의 상황은 벤처기업에 대한 가치 평가, 투자 시기와 간격 결정, 위험과 투자수익 평가와 같은 VCs의 벤처기업 투자와 관련된 여러 측면에 영향을 미치는 것으로 나타났다(Inderst & Müller, 2002).

VCs는 벤처기업의 재무적 잠재력에 관하여 기대수익률(expected rate of return)과 기대수익과 관련된 위험(risk) 요소를 동반한 투자 기준의 중요성을 강조한다(Poindexter, 1977; MacMillan et al., 1985; Gompers & Lerner, 1999). VCs는 자본 투자의 결정에 있어 꾸준한 배당금이나 이자 수익을 보다는 고위험을 감수하면서 고수익의 대규모의 재무적 이익을 기대한다(Wilson, 1985). Zider(1998)의 연구에 의하면 VCs는 벤처기업의 초기 단계 투자인 경우에 전형적으로 투자금의 5배에서 10배의 수익을 예상하는 것으로 나타났다. 즉, VCs는 평균 5년 동안의 투자 기간 동안 피투자기업의 투자 가치가 최대 10배까지 증가할 것으로 기대한다.

이러한 배경에서 본 연구에는 VCs는 투자 결정에 있어 높은 위험이 있을지라도 높은 수익을 기대하며 예상 수익률이 높아질수록 투자의향이 높아질 거라는 가설을 설정하였다. 특히 벤처기업의 제품/서비스에 대한 시장 형성되지 않는 위험이 있을지라도 일단 시장이 형성된다면 높은 수익이 예상되고 투자금의 회수기간이 짧을수록 벤처기업에 대한 투자의향이 높아질 것이라는 것이라고 가정하였다. 이에 다음과 같은 가설을 설정하였다.

H4: 투자자금에 대한 재무적 상황이 좋을수록 VCs의 투자 의향이 높아질 것이다.

4-1: 투자자금에 대한 예상수익률이 높을수록 VCs의 투자 의향이 높아질 것이다.

4-2: 투자자금에 대한 회수시기가 빠를수록 VCs의 투자 의향이 높아질 것이다.

2.2.5 추천방식

VCs는 강력한 유대관계와 네트워크를 형성하는 것을 특징으로 한다(Hochberg et al., 2007). VCs의 네트워크는 직접적으로 또는 간접적으로 VCs 개개인의 의사결정에 중요한 영향을 주며(Shepherd et al., 2003; Zacharakis et al., 2007; Wuebker et al. 2015), 의사결정 기준들 간의 상대적인 중요도(weight)에도 영향을 주는 요인이다(Hochberg et al., 2007).

Gompers et al.(2010)는 사회적 네트워크(social network)의 관점에서 VCs가 보유한 개인 네트워크를 통해 연쇄 기업가(series entrepreneur)와 이전 신디케이션(syndication) 파트너로부터 투자를 선택한다는 점을 강조하면서 재무적인 의사결정에서 개인적 유대관계가 갖는 중요한 역할을 강조하였다. 이러한 관점에서의 선행연구들은 VCs의 개인적인 관계를 활용한 정보 수집 프로세스인 직접적인 네트워크 연계로부터의 정보 전달은 VCs의 투자 의사결정과 투자 이후의 결과에 영향을 준다는 것을 제시하고 있다. 즉, VC 환경에서 VCs의 직접적 유대관계는 투자자 간의 다양한 형태의 협력으로 발전한다는 것이다.

VCs는 개인적 관계를 통해 공동의 투자 활동(Guler & Guillén, 2010), 이사회에서의 관계 구축(Hallen et al., 2014), 후

속 투자 모집 및 구조화, 피투자기업(portfolio firm)에 대한 사후투자(post-investment) 지원 등의 영역에서 정보를 공유하는 것으로 나타났다(Hellmann & Puri, 2002).

VCs의 공동투자와 투자 성과와의 관계에 관련된 선행연구에서는 VCs의 공동투자는 투자에 대한 검토(screening)의 과정에서 VCs간에 서로의 경험, 기술, 자본 등을 공유하여 투자의 성공가능성을 높이고(Kaplan & Stromberg, 2004), 투자의 위험을 감소시키며, 투자의 영역을 확장시키는 것으로 나타났다(Sorenson & Stuart, 2008). 따라서 VCs의 공동 투자와 관련된 네트워크가 잘 이루어지는 경우에 투자 자금을 대한 회수 가능성이 높아지면서 투자 성과가 향상되고 피투자기업의 생존가능성도 높아진다(Hochberg et al., 2007).

이에 VCs는 투자 의사결정에 있어서 거래의 원천이 어디인가에 따라 투자 선택에 영향을 받을 것이라는 가설을 설정하였다. 특히 공동투자가 가능한 동종업계에 종사하는 VCs를 포함한 지인으로부터 투자와 관련된 추천을 받는 경우는 투자와 관련성이 낮은 업계의 지인으로부터의 추천이나 투자 관련 행사를 통한 추천보다 투자의향이 더 높을 것이라고 가정하였다. 따라서 다음과 같은 가설을 설정하였다.

H5: 동종업계에 종사하는 지인으로부터 추천을 받을수록 VCs의 투자 의향이 높아질 것이다.

5-1: 동종업계에 종사하는 지인으로부터 추천을 받는 경우가 그렇지 않은 경우보다 투자 의향이 높아질 것이다.

III. 연구방법

3.1 계층분석법(Analytic Hierarchy Process: AHP)이론

3.1.1 AHP 이론의 유용성과 특징

AHP이론은 1970년에 미국 펜실베이니아대학의 Thomas L. Saaty 교수가 고안한 기법으로, 인간은 복잡한 의사결정시 계층구조화, 상대적 중요도 추정, 논리적 일관성 확보 등의 단계를 거친다는 점에 착안된 방법이다. AHP는 구성요소간의 상호의존을 계층구조화하고 논리적 판단 및 직관, 감정 그리고 경험까지도 함께 고려하여 문제 해결능력을 향상시키는 의사결정 기법이다(구경철 외, 2008). 즉, AHP는 다수의 속성들을 계층적으로 분류하여 각 속성의 중요도 파악을 통해 최적의 대안을 선정하는 기법으로 정의할 수도 있다(최재원, 2011).

AHP를 활용한 연구는 다음과 같은 유용성과 특징을 포함한다(이장우, 2005). 첫째, 계층화를 통해 의사결정 문제를 해결한다. 최상위 계층에는 ‘목적(goal)’, 그 하위계층에는 ‘평가기준(criteria)’, 최하위 계층에는 평가대상인 ‘대안(alternatives)’을 설정하여 순차적으로 문제를 해결한다.

둘째, 요소들 간의 쌍대비교를 통해 상대적 중요도를 추정한다. 이 과정에서는 흔히 9점 척도가 사용된다.

셋째, 정성적(qualitative) 요소와 정적(quantitative) 요소를 동

시에 반영할 수 있다. 정량적 분석이 곤란한 의사결정의 경우 평가자들의 직관적, 합리적 평가에 근거해 정량적 요소뿐만 아니라 정성적 요소까지 반영할 수 있다.

넷째, 상이한 척도를 지닌 요소들의 비교, 통합이 가능하다. 다섯째, 평가자들의 판단에 대한 논리적 일관성을 검증할 수 있다. 이에 따라 결과에 대한 신뢰성을 높일 수 있다. 이처럼 AHP는 의사결정 문제를 계층화, 세분화함으로써 문제를 파악하고 요소 간 쌍대비교와 비교 결과에 대한 일관성 검정을 통해 오류정보를 배제할 수 있고, 요소의 중요도에 대한 객관성, 신뢰성 확보 등을 통해 우선순위 결정에 있어 신뢰성이 매우 높다는 장점이 있다. 하지만 AHP는 새로운 대안을 추가하거나 평가기준상 오류가 있는 경우 처음부터 다시 진행해야 한다는 단점이 있다. 그리고 모든 평가기준이 상호 독립적 관계를 가정하므로 동일 계층에서 평가기준이 상호의존적 관계인 경우 적용성이 떨어진다. 또한 계층이나 평가요소의 수가 증가하는 경우 쌍대비교 횟수가 기하급수적으로 늘어나며, 대안 개수가 10개 이상인 경우에는 쌍대비교 횟수가 급속히 늘어나 설문조사가 어려워질 수 있다.

3.1.2 AHP 분석의 절차

AHP를 활용하여 우선순위를 도출하기 위해서는 총 4단계의 분석으로 진행한다(Saaty, 2008). 1단계는 AHP에서 가장 중요한 단계로 의사결정 문제를 상호 연관된 결정 요소의 계층구조로 분해하여 의사결정 계층 구조를 설정하는 단계이다. 구조를 설정하는데 있어 계층의 수는 문제의 복잡성과 의사결정자가 문제를 해결하는데 필요한 요소의 세부 정도에 따라 달라진다.

Saaty(1980)는 쌍대비교를 위해 각 계층에서 요소의 수를 최대 9개까지만 설정하는 것을 제안하나 이는 필수조건은 아니다. 2단계에서는 쌍대비교를 통해 의사결정 요소들의 중요도 혹은 선호도를 평가한다. 이를 통해 상위 계층을 달성하는데 특정한 평가기준이 다른 평가기준보다 얼마나 상대적으로 더 중요한가를 평가할 수 있다. 쌍대비교는 상위 계층부터 순차적으로 진행된다.

3단계는 쌍대비교 행렬 작성을 통해 각 계층에서 요소의 상대적 가중치를 측정한다. 즉, AHP는 ‘고유값(eigenvalue)’ 방법으로 행렬의 표준화 과정을 통해 상대적 가중치를 추정하고 최하위계층에 있는 속성들에 대한 상대적인 비중 혹은 우선순위를 구하기 위해 상대적 가중치를 종합한다.

4단계는 의사결정 문제의 목표를 달성하기 위한 대안 결정의 종합 순위를 얻기 위해 의사결정 요소의 상대적 가중치를 합산하는 단계이다. 이를 반복하면 최상위 계층에 대한 하위 계층에 대한 하위 계층 요소의 상대적 가중치가 산출된다. 이를 통해 각 요인들간의 상대적 중요도를 측정하여 우선순위를 파악할 수 있다(Zahedi, 1986).

<표 3> 계층 정의 및 세부항목의 조작적 정의

제1계층	제2계층	제3계층 (세부항목의 조작적 정의)	관련 문헌
창업자 (entrepreneur)의 특성	산업경험	창업자가 창업 이전에 관련 산업에 종사한 경력이 5년 이상이다. 창업자가 창업 이전에 관련 산업에 종사한 경력이 5년 미만이다. 창업자가 창업 이전에 관련 산업에 종사한 경력이 없다.	Shepherd(1999), Shrader et al.(1997), Miloud et al.(2012), Carpentier & Suret(2015)
	경영관리경험	창업자가 창업 이전에 팀장 이상의 관리자 경력이 있다. 창업자가 창업 이전에 관리자 경력이 없다.	Muzyka et al.(1996), Shrader et al.(1997), Shane(2000), Miloud et al.(2012)
	창업경험	창업자가 창업 경험이 다수 있다. 창업자가 창업 경험이 한 번 있다. 창업자가 창업 경험이 전혀 없다.	Shrader et al.(1997), Zhang(2011), Hsu(2007), Miloud et al.(2012)
	학력/학벌	창업자가 관련 분야의 명문대의 박사 학위를 가지고 있다. 창업자가 관련 분야의 명문대의 학사 학위를 가지고 있다. 창업자가 관련 분야의 일반대의 박사 학위를 가지고 있다. 창업자가 관련 분야의 일반대의 학사 학위를 가지고 있다.	Shrader et al.(1997), Hsu(2007)
	투자유치경험	창업자가 공식적인 투자자에게 투자를 받은 경력이 있다. 창업자가 비공식적인 투자자에게 투자를 받은 경력이 있다. 창업자가 기존에 투자를 받은 경력이 없다.	Drover et al.(2017), Hsu(2007)
제품/서비스 (product/service)의 특성	신규성	제품/서비스가 해외에도 없고, 국내에도 없다. 제품/서비스가 해외에는 있으나, 국내에는 없다. 제품/서비스가 해외에도 있고, 국내에도 있다.	Dahlqvist & Wiklund(2012), Hyytinen et al.(2015)
	완성도	제품/서비스가 시장에 즉시 출시 가능한 수준이다. 제품/서비스가 개발 중이다.	MacMillan et al.(1985), Riquelme & Rickards(1992)
시장(market)의 특성	시장성장성	시장이 매우 빠르게 성장할 것으로 예측되나 시장이 형성되지 않을 가능성도 있다. 시장은 느리게 성장할 것으로 예측되나 시장은 확실하게 형성될 것이다.	Bachher & Guild(1996), Shrader et al.(1997), Mishra(2004), Eloranta(2018)
재무적(financial) 특성	예상수익률	높은 수준의 수익률(8배-10배)을 기대한다. 적정 수준의 수익률(2배-3배)을 예상한다.	Shrader et al.(1997), Muzyka et al.(1996), Mishra(2004), Eloranta(2018)
	회수시기	3년 이내에 투자 자금 회수가 가능할 것으로 예상한다. 3년 이상-5년 이내에 투자 자금 회수가 가능할 것으로 예상한다. 투자 자금 회수에 5년 이상이 걸릴 것으로 예상한다.	
네트워크	추천방식	투자 업계에 종사하는 지인으로부터 추천을 받았다. 비투자업계에 종사하는 지인으로부터 추천을 받았다. 관련 행사 또는 직접 연락 등으로 투자가 시작되었다(추천 없음).	Wuebker et al.(2015), Bosma et al.(2002), Liu & Chen(2014)

3.1.3 논리적 일관성의 확인

AHP를 사용함에 있어 평가의 신뢰성을 낮추는 가장 큰 요인은 쌍대비교 과정에서의 평가자 판단의 일관성(consistency) 문제이다. 다양한 요소들로 구성된 복합적인 의사결정 문제는 평가결과의 모순성 혹은 상충성의 위험이 있으므로 판단의 일관성을 검증하는 것은 중요하다. 쌍대비교의 일관성을 측정하기 위해 일관성 비율(consistency rate: CR), 일관성지수(consistency index: CI), 임의지수(random index: RI)를 사용한다. 이는 일관성이 유지될 경우 얻을 수 있는 CI값과 평가가 순수하게 무작위로 이루어질 때 얻을 수 있는 RI값을 비교하여 그 비율로 일관성을 판단하는 방법이다. 일관성 평가는 각 단계별로 우선순위를 도출했을 때 일관성 평가를 진행함으로써 평가의 일관성이 유지되는지를 확인하는 것이 중요하다.

일관성 평가는 CI와 RI의 비율로 판단하며, 일반적으로 CR 값이 0.1미만인 경우 일관성이 있는 것으로 판단한다. 0.2이하

까지 허용 수준으로 간주하며, 0.2를 초과하는 경우에는 평가의 일관성에 문제가 있는 것으로 판단하며 재조사를 진행해 일관성을 확보해야 한다(최재원, 2011).

3.2 AHP 조사설계

AHP를 활용하여 VC의 의사결정 우선순위를 도출하기 위해서는 평가항목이 우선 선정되어야 한다. 본 연구에서는 이전의 VC의 투자 의사결정과 관련된 선행 문헌에서 연구된 항목을 중심으로 현재의 투자 여건과 환경을 반영하는 AHP 세부평가요인을 도출하고자 하였다. 먼저 선행연구를 중심으로 투자 의사결정 기준을 연구하고 정리하여 5개의 영역에서 세부 평가 기준을 수집하였다.

수집된 의사결정 기준은 중요도, 기준간의 중복성, 투자 환경과 여건에 따라 통합 및 조정되는 과정이 필수적이다. 따라

서 선행연구에서 도출된 여러 의사결정 기준을 국내에서 현역 VCs로 활동 중인 투자심사역과 벤처기업 전담 회계사, 창업관련 전공 대학교수 등 벤처 투자와 관련된 10명의 전문가들을 대상으로 표층집단인터뷰(focus group interview: FGI)를 실시하였다. 표층집단인터뷰는 개별 전문가들에 대한 개방형 질문에 대한 응답 형식과 인터뷰 형식으로 진행되었다. 또한 표층집단인터뷰의 내용을 기반으로 인터뷰 집단을 제외한 7명의 현역 투자심사역의 설문조사 형식의 전문가견해조사를 통하여 최종 평가 기준을 설정하였다.

AHP 설문에 최종 설정된 VCs의 투자 의사결정 기준은 <표 3>에서 보는 바와 같이 상위 계층은 창업자의 특성, 제품/서비스의 특성, 시장의 특성, 재무적 특성, 기타의 요인인 네트워크로 선정되었으며 관련된 30개의 평가항목으로 구성하였다. AHP 설문에서 제 1계층은 창업자의 특성, 제품/서비스의 특성, 시장의 특성, 재무적 특성, 네트워크로 구성하였다. 창업자의 특성은 창업자의 산업경험, 경영관리경험, 창업경험, 학력/학벌, 투자유치경험으로 구성되며, 제품/서비스의 특성은 벤처기업 제품/서비스의 신규성과 완성도로 구성하였다. 시장의 특성은 시장성장성으로 기준을 설정하였으며, 재무적 특성은 투자자금에 대한 예상수익률과 회수시기로 구성하였다. 또한 기타의 특성 중에서 거래(deal)의 원천(source)에 대한 요인으로 거래(deal)에 대한 추천방식인 네트워크를 AHP 설문의 평가 요인으로 구성하였다. 계층구조의 세부항목 및 세부항목의 조작적 정의에 대한 내용은 <표 3>과 같다.

AHP 설문은 개별 응답자의 메일에 설문에 접속할 수 있는 온라인 주소를 첨부하여 배포하는 방식인 웹기반(web-based) 조사방법으로 실시하였다. 웹기반 AHP 설문은 2018년 1월 31일을 기준으로 한국벤처캐피탈협회에 등록되어 있는 국내 VCs 400명을 대상으로 무작위로 2018년 2월 5일부터 3월 14일의 기간에 걸쳐 이루어졌으며, 207명의 응답이 최종 분석에 활용되었다. 세부적인 참여 응답자의 현황은 <표 4>와 같다.

3.3 분석결과 및 시사점

3.3.1 제1계층에서의 우선순위 분석결과

본 연구에서는 국내 현역 VCs의 벤처기업의 투자결정에 있어 적용하는 의사결정 기준의 우선순위와 가중치를 도출하고자 AHP 기법을 적용하여 조사 및 분석하였다. AHP 기법은 복잡한 문제에 대한 하위 기준의 세분화로 상위 목표 관점에서 하위 기준들을 평가하여 가중치를 부여하는 방식으로 VCs의 의사결정 기준 결정에서도 같은 방법으로 평가기준 및 각각의 심사평가항목을 계층화하여 평가할 수 있다는 점에서 매우 적절한 기법이다(Saaty, 1990; 김우재이홍배, 2015).

본 연구에서는 선행연구를 통해 도출된 여러 의사결정 기준들 중에서 전문가들의 표층집단인터뷰(FGI)와 전문가견해조사를 통해 최종 도출된 30개의 세부 평가항목들을 중심으로 AHP 분석을 실시하여 우선순위 및 상대적 중요도를 분석하고 가설을 검증하였다.

<표 4> 표본의 인구통계학적 특성

항목	구분	빈도수	비율 (%)
성별	남	190	91.8
	여	17	8.2
나이	29세 이하	1	0.5
	30세 이상~35세 미만	13	6.3
	35세 이상~40세 미만	45	21.7
	40세 이상~45세 미만	46	22.2
	45세 이상~50세 미만	59	28.5
	50세 이상~55세 미만	33	15.9
보유 학위	55세 이상~60세 미만	10	4.8
	학사	83	40.1
	석사 수료	89	43
	석사(MBA포함)	8	3.9
	박사 수료	8	3.9
심사 분야	박사	19	9.1
	ICT제조/화학소재/전기/기계/장비	93	44.9
	IT서비스/유통서비스	55	26.6
	바이오/의료	42	20.3
	게임/디지털콘텐츠	10	4.8
	영상/공연/음반	1	0.5
심사 경력	기타	6	2.9
	3년 미만	21	10.1
	3년 이상~5년 미만	41	19.8
	5년 이상~10년 미만	53	25.6
	10년 이상~15년 미만	38	18.4
	15년 이상~20년 미만	43	20.8
	20년 이상	11	5.3
	합계	207	100

제1계층의 분석결과로 VCs의 투자 의사결정 기준에 선호도는 <표 5>와 같이 창업자의 특성이 33.0%로 우선순위가 가장 높았으며, 제품/서비스의 특성이 중요도에 대한 선호도가 29.8%로 그 뒤를 이었다. 세 번째로 높은 요인은 시장의 특성으로서 23.9%였으며, 네 번째로 높은 요인은 재무적 특성으로서 7.6%, 마지막으로 네트워크가 5.7%의 중요도를 나타내었다.

<표 5> 제1계층의 분석 결과

연구 목적	제1계층	선호도	CR
VCs의 의사결정 기준	창업자의 특성	33.0%	0.00839
	제품/서비스의 특성	29.8%	
	시장의 특성	23.9%	
	재무적 특성	7.6%	
	네트워크	5.7%	
CR : 일관성비율 (consistency rate)			

3.3.2 제2계층에서의 우선순위 분석결과

제2계층에서는 제1계층의 결과에 따라서 5개 항목을 각각을 100으로 계산하여 제2계층의 각각의 기준의 선호도를 환산하였다. 제2계층에서의 선호도는 <표 6>에서와 같이 창업자의 특성 기준의 상호 비교에서 창업자의 산업경험은 44.0%로서 가장 우선순위에 있었으며 경영관리경험 16.8%, 창업경험 16.8%, 학력/학벌 12.4%, 투자유치경험 10.0%의 비율 순으로 선호도가 나타났다. 제품/서비스의 특성과 관련해서는 제품/서비스의 신규성 선호도가 54.4%로 45.6%의 선호도를 보인 완성도보다 더 중요하게 여기는 것으로 나타났으며, 투자자금과 관련된 기준인 재무적 특성에서는 예상수익률의 선호도가 61.9%로 38.1%인 회수시기보다 더 높은 선호도를 보였다.

<표 6> 제2계층의 분석결과

제1계층	제2계층	선호도	CR
창업자의 특성	산업경험	44.0%	0.0021
	경영관리경험	16.8%	
	창업경험	16.8%	
	학벌/학력	12.4%	
	투자유치경험	10.0%	
제품/서비스의 특성	신규성	54.4%	0.0000
	완성도	45.6%	
재무적 특성	예상수익률	61.9%	0.0000
	회수시기	38.1%	

CR : 일관성비율 (consistency rate)

<표 7> 세부항목 간 상대적 중요도 및 우선순위

제1계층	제2계층	제3계층 (세부항목)	선호도	상대적 중요도	세부항목별 우선순위	전체 우선순위	CR	가설 검정		
창업자의 특성 (0.330)	산업 경험 (0.145)	산업경력 5년 이상	65.7%	0.095	1	3	0.06238	H1-1	지지	
		산업경력 5년 미만	24.4%	0.036	2	8				
		산업경력 무	9.9%	0.014	3	19				
	경영관리경험 (0.055)	팀장 이상의 관리자 경험 유	78.8%	0.044	1	6	0.00	H1-2	지지	
		관리자 경험 무	21.2%	0.012	2	23				
	창업경험 (0.055)	다수의 창업경험	다수의 창업경험	47.8%	0.027	1	12	0.01776	H1-3	지지
			1번의 창업경험	36.0%	0.020	2	14			
			창업경험 무	16.2%	0.009	3	25			
	학벌/학력 (0.040)	명문대 박사학위	명문대 박사학위	45.2%	0.018	1	16	0.00128	H1-4	지지
			명문대 학사학위	33.3%	0.014	2	22			
			일반대 박사학위	11.9%	0.005	3	28			
			일반대 학사학위	9.6%	0.004	4	30			
	투자유치경험 (0.032)	공식적 투자자 유치 경력	공식적 투자자 유치 경력	58.1%	0.019	1	15	0.01858	H1-5	지지
비공식적 투자자 유치 경력			25.3%	0.008	2	26				
투자 유치 경력 무			16.6%	0.005	3	27				
제품/서비스의 특성 (0.239)	신규성 (0.130)	해외무 국내무	30.1%	0.039	2	7	0.00157	H2-1	기각	
		해외유 국내무	46.7%	0.061	1	5				
		해외유 국내유	23.2%	0.030	3	10				
	완성도 (0.109)	즉시 시장 출시 가능	76.3%	0.083	1	4	0.00	H2-2	지지	
		개발 중	23.7%	0.026	2	13				
시장의 특성 (0.297)	시장성장성 (0.297)	빠르게 성장, 비형성 가능성	52.3%	0.156	1	1	0.00	H3-1	지지	
		느리게 성장, 형성 확실	47.7%	0.142	2	2				
재무적 특성 (0.076)	예상수익률 (0.047)	높은 수익률	67.5%	0.032	1	9	0.00	H4-1	지지	
		적정 수익률	32.5%	0.015	2	17				
	회수시기 (0.029)	3년 이내 자금 회수	3년 이내 자금 회수	49.1%	0.014	1	20	0.01337	H4-2	지지
			3년 이상~5년 이내 자금 회수	36.8%	0.011	2	24			
			5년 이상 자금 회수	14.1%	0.004	3	29			
네트워크 (0.056)	추천방식 (0.056)	투자업계 지인 추천	48.1%	0.027	1	11	0.00123	H6-1	지지	
		비투자업계 지인 추천	25.1%	0.014	3	21				
		추천 무	26.7%	0.015	2	18				

CR : 일관성비율 (consistency rate)

3.3.3 제3계층에서의 우선순위 분석결과 및 가설 검증

VCs의 의사결정 기준의 전체적인 우선순위 분석결과로 전체 세부항목 기준의 상대적 중요도 값에 따라 빠른 시장성장성과 시장 비형성의 가능성(0.156)에서부터 학력/학벌 기준인 일반대 학사학위(0.004)까지 30개의 각 세부항목 기준의 상대적 중요도가 <표 7>과 같이 도출되었다. 즉 전체 30개의 세부항목 기준에서 ‘시장이 매우 빠르게 성장할 것으로 예측되나 시장이 형성되지 않을 가능성도 있다’의 기준이 VCs의 가장 중요한 투자 의사결정 기준인 것으로 나타났으며, 느린 시장성장성과 확실한 시장 형성(0.142), 5년 이상의 창업자의 산업경력(0.095), 즉시 시장 출시가 가능한 제품/서비스(0.083), 해외에는 있으나 국내에는 없는 제품/서비스(0.061)의 순으로 상위 5개 기준을 형성하고 있는 것으로 나타났다.

분석된 측정 항목인 의사결정 기준 간 상대적 중요도 및 우선순위 따른 분석은 각 계층에서의 상대적 중요도를 통해 최종적으로 계층 간의 중요도를 종합한 전체 우선순위를 도출하였다. 이때 비일관성 지수는 모두 0.1이하로서 분석에 적합한 값이 도출되었다.

VCs의 투자 의사결정 기준의 우선순위 분석결과는 <표 7>에서 나타난 바와 같이 창업자의 산업경험은 산업경험이 5년 이상인 경우의 선호도가 65.7%로 5년 미만인 24.4% 및 경력이 없는 경우인 9.9%보다 높게 나타나 가설 H1-1은 지지되었다. 또한 창업자의 경영관리경험의 경우 팀장이상의 관리자경험이 있을수록 선호도 78.8%로 가장 높은 선호도를 보였으며, 창업자의 이전 창업경험은 다수의 창업경험이 47.8%로 우선순위를 보였다. 창업자의 학력/학벌 기준은 창업자의 학력과 학벌을 박사학위와 학사학위, 일반대와 명문대로 비교한 4가지 세부항목 중에서 명문대의 박사학위 기준이 45.2%라는 가장 높은 선호도 보였다. 창업자의 투자유치경험 기준은 창업자가 공식적인 투자자로부터 투자를 유치한 경험이 있는 경우의 선호도는 58.1%로 비공식적인 투자자에게 투자를 받은 경험이 있거나 투자유치경험이 없는 경우보다 선호도가 높게 나타났다. 이러한 결과는 가설 H1-2, H1-3, H1-4, H1-5를 모두 지지하는 것으로 나타났다. 이에 가설 H1은 전체적으로 지지되었다. 그리고 창업자의 학벌/학력 기준의 분석결과에서 특징적인 것은 일반대 박사학위(11.9%) 기준보다는 명문대 학사학위(33.3%) 기준의 선호도가 높게 나타나 학력보다는 명문대와 같은 학벌을 더 선호하는 것으로 나타났다. 창업자의 산업경험, 경영관리경험, 창업경험, 투자유치경험들은 사업진행시 빠른 실행력과 시행착오를 줄이고 회사의 자금고갈을 줄이는 중요한 평가사항으로 그 연수와 경험의 유무는 VCs 입장에서 중요한 요소이다. 학벌에 대한 선호도는 사업에 중요한 네트워크에 기인한 것으로 해석된다.

제품/서비스의 기준과 관련하여서는 벤처기업의 제품과 서비스가 해외에는 있으나 국내에는 없는 경우의 선호도가 46.7%로 가장 높게 나타나 가설 H2-1은 기각되었다. 제품/서

비스의 완성도 기준은 제품/서비스가 시장에 즉시 출시가 가능할 만큼 개발된 경우의 선호도가 76.3%로 제품/서비스가 개발 중인 경우보다 높게 나타나 가설 H2-2는 지지되었다. 따라서 가설 H2는 부분적으로만 지지되었다. 신규성의 경우 해외 국내 모두 제품/서비스가 없는 경우 신규시장을 개척하는 과정에서 대부분의 기업이 실패하므로 투자 선호도가 떨어진다. 공유모델 중 하나인 공유자전거의 경우 중국을 포함하여 여러 나라에서 유사모델로 창업이 되었으나, 많은 기업이 파산되면서 한국에서는 거의 투자가 되지 않았다. 반면 세계 최대 온라인쇼핑몰인 아마존과 같이 직매입방식과 자체물류시스템을 도입한 쿠팡과 같이 해외에서 검증된 사업모델이 국내에 도입되는 경우, 시장형성 가능성을 높게 보기 때문에 VCs 입장에서는 검증된 해외사례가 있는 제품/서비스를 선호하는 것으로 해석된다. 완성도측면에서는 제품과 서비스는 실제 고객에게 출시되기 위해서는 많은 시행착오와 비용, 인력이 수반되므로 즉시 시장출시가 준비된 기업을 선호한다.

시장의 특성인 시장성장성 기준은 시장이 매우 빠르게 성장할 것으로 예측되나 시장이 형성되지 않을 가능성도 있는 경우가 52.3%의 선호도를 보이며 시장은 느리게 성장할 것으로 예측되나 시장은 확실하게 형성될 것이라는 기준보다 더 중요도가 높은 것으로 나타났다. 따라서 가설 H3은 전체적으로 지지되었다. 시장성장속도는 벤처캐피탈리스트가 가장 중요하게 생각하는 시장의 특성으로 기업의 성장에 매우 중요한 요소이다.

재무적 특성인 투자자금에 대한 예상수익률은 높은 수준의 수익률에 대한 기대 기준의 선호도가 67.5%를 보이며 적정 수준의 수익률에 대한 기대 기준의 선호도인 32.5%보다 높게 나타났다. 또한 투자자금의 회수시기는 3년 이내에 투자자금에 대한 회수의 선호도가 49.1%의 선호도를 보여 회수시기에 대한 다른 세부항목의 기준들보다 높게 나타났다. 이로서 가설 H4 또한 전체적으로 지지되었다. 벤처펀드를 출자하는 국내 유한책임출자(LP)입장에서 VC펀드를 평가하는 주요한 지표는 자본이익규모와 투자회수기간의 평가개념이 도입된 수익률지표인 내부수익률(IRR)로 VC펀드의 성과보수지급기준이 되는 지표이기도 하다.

VCs의 의사결정 기준에서 네트워크와 관련된 거래(deal)의 출처(source)에 관한 추천방식 기준은 같은 투자 업계에 종사하는 지인으로부터 추천을 받은 경우의 선호도가 48.1%로 가장 높게 나타나 가설 H5는 지지되었다. 또한 추천이 없는 경우, 즉 투자 관련 행사 또는 투자를 희망하는 벤처기업으로부터의 직접적 연락으로 투자가 시작되는 경우의 선호도(26.7%)가 비투자업계에 종사하지만 직접적인 유대관계를 가지고 있는 경우로부터의 추천을 받는 경우의 선호도(25.1%)에 비해 높게 나타나는 결과를 보였다. 벤처기업 투자는 많은 검증을 해야 하는 관계로 산업과 사업의 이해도가 높고, 창업자의 특성을 잘 이해하고 있는 투자업체의 지인으로부터 추천받은 기업을 일반적으로 선호한다.

III. 결론

정부의 적극적인 벤처기업 육성정책과 모험자본의 높은 수익률에 따라 많은 자금이 벤처기업에 몰리고 있다. 매뉴얼에 따라 이루어지는 기존 금융권의 기업금융 심사기준과는 달리 창업자의 인적자본에 의해 결정되는 VCs의 의사결정기준 연구는 데이터 수집의 어려움으로 인해 심층연구가 어려웠다. 본 연구는 현직 투자심사역을 207명을 대상으로 AHP를 활용하여 의사결정기준의 우선순위와 상대적 중요도를 3계층으로 구분하여 분석하였다.

제1계층으로 창업자의 특성, 제품/서비스의 특성, 시장의 특성, 재무적 특성, 네트워크 등 5개영역으로 구분하여 의사결정 기준의 순위와 선호를 조사한 결과 창업자의 특성 33%, 제품/서비스의 특성 29.8%, 시장의 특성 23.9% 재무적 특성 7.6%, 네트워크 5.7% 순서로 나타났다.

제2계층으로는 창업자의 특성 기준의 상호 비교에서 창업자의 산업경험은 44.0%, 경영관리경험 16.8%, 창업경험 16.8%, 학력/학벌 12.4%, 투자유치경험 10.0%의 비율 순으로 선호도가 나타났다. 제품/서비스의 특성과 관련해서는 제품/서비스의 신규성 선호도가 54.4%로 45.6%의 선호도를 보인 완성도보다 더 중요하게 여기는 것으로 나타났으며, 투자 수익성과 관련된 기준인 재무적 특성에서는 예상수익률의 선호도가 61.9%로 38.1%인 회수시기보다 더 높은 선호도를 보였다.

제3계층에서 전체 30개의 세부항목 기준의 상대적 중요도 값에 따라 빠른 시장성장성과 시장 비형성의 가능성에서부터 학력/학벌 기준까지 상대적 중요도를 도출하였다. 우선순위 분석결과 시장의 성장성과 시장 비형성가능성의 기준이 VCs의 가장 중요한 투자사결정 기준인 것으로 나타났으며, 느린 시장성장성과 확실한 시장 형성, 5년 이상의 창업자의 산업경력, 즉시 시장출시가능 제품/서비스, 해외에는 존재하나, 국내에는 미출시 된 제품/서비스(0.061)의 순으로 상위 5개 기준을 차지하고 있다.

2013년 10억달러 가치이상의 비상장스타트업을 지칭하는 유니콘이란 단어가 등장하기 전 한국의 벤처투자는 제조업, 게임, IT서비스등 다양한 분야에 투자되고 있었으나, 대부분 매출액기반의 기업을 중심으로 이뤄졌고 이는 회수방안이 매출액중심의 코스닥상장이 유일한 국내 여건상 당연한 결과였다. 회수시장의 돌파구로 스타트업의 인수합병을 고려한 기업형 벤처캐피탈(CVC: Corporate Venture Capital)을 통한 대기업의 스타트업생태계 참여가 활발하게 진행되고 있으나 제도적으로 아직 그 역할의 제한을 받고 있다(김도현, 2013). 최근 해외에서 다양한 분야의 유니콘기업들이 새로운 사업모델과 신시장을 개척, 성장하면서 국내에서도 온라인상거래체인 쿠팡, O2O서비스업체인 우아한형제들(배달의민족), 핀테크업체인 바리리퍼블리카(토스), 게임업체인 크래프톤(배틀그라운드) 등의 유니콘기업들이 탄생하게 되었다. 매년 코스닥 상장사의 50% 이상이 VC투자기업이고 그중에서도 상장기업가치가 1조

가 넘는 기업들이 등장하면서 시스템을 통해 상장사를 투자하는 자산운용사와는 달리 개인의 의사결정에 의해 진행되는 VCs 의사결정기준의 주요요소와 중요도를 이해하는 것은 국가발전의 향후 성장동력인 벤처기업육성정책에 있어 매우 중요하다. .

이는 또한 시장의 성장성, 시장형성 가능성, 창업자의 산업경력, 해외에서 검증된 국내 미출시 제품/서비스 등으로 벤처캐피탈의 투자를 유치하고자 하는 벤처기업 투자유치전략 수립 및 벤처캐피탈의 후속투자를 유치해야 하는 벤처기업 엑셀러레이터, 벤처기업 인큐베이팅 관련기관, 엔젤투자자 등 초기투자자 및 벤처캐피탈의 투자유치를 교육하는 관계자들에게 매우 중요한 가이드라인이 될 것으로 판단되며, 최근 벤처투자에 적극적으로 참여하고 있는 기업형 벤처캐피탈 실무자들에게도 투자 판단기준을 구체적으로 제시했다고 할 수 있다.

본 연구는 VCs의 의사결정 단계 중에서 사전검토단계에서 사용되는 투자사결정기준을 분석하였다. 따라서 다음과 같은 한계를 갖는다. 첫째는 투자단계별 분석의 한계이다. 투자자의 의사결정은 운영하는 재원 및 펀드의 종류에 따라 다른 투자전략과 투자단계, 투자분야에 따라 의사결정 기준이 다를 수 있다. 벤처기업 성장단계별로 시드는 엔젤투자자나 엑셀러레이터가 투자하고, Pre Series-A는 엑셀러레이터나 기보나 신보, 중진공과 같은 공공VC가 투자하며, Series-A이상은 벤처캐피탈을 통해서 투자하고, Pre-IPO는 자산운용사나 증권사가 만든 코스닥펀드나 메자닌펀드를 통해 투자가 이뤄진다. 각 성장단계별로 투자사결정기준의 항목과 기준은 다를 수 있으나, 본 연구에서는 Series-A이상의 투자단계를 투자하는 VCs를 대상으로 한 연구로 그 한계를 갖는다.

둘째로는 투자분야별 분석의 한계이다. 다양한 투자분야 특히 최근 투자가 가장 많이 증가하고 있는 비IT 분야 중에 대표적인 바이오의료분야의 경우 창업자가 대부분 박사학위의 고학력 소지자로 오랫동안 연구개발 분야에서 일한 경력을 보유하고 있다. 기존 IT관련 벤처기업들과 달리 창업자의 특성, 제품서비스의 특성, 시장의 특성 또한 달라 의사결정 기준이 다를 수 있으나, 본 연구에서는 그 차이를 분석하지는 못하였다. 이 분야의 경우 심사역 또한 대부분 생물학 화학 약학 의학분야등의 석사 박사이상의 고학력 소지자로 IT분야 경력의 심사역과는 다른 인적 특성(학력, 나이, 산업경력, 직무경험, 투자분야)을 보유하고 있어 어떤 의사결정기준의 차이가 있는지에 대한 연구도 향후 필요하다.

REFERENCE

구경철·이철규·유왕진(2008). 학술연구: 한국 벤처캐피탈의 투자결정모형 도출 및 타당성 분석, *기업가정신과 벤처연구 (JSBI)(구 벤처경영연구)*, 11(4), 1-20.
김도현(2013). 창업생태계 강화와 대기업의 역할, *벤처창업연구* 8(2), 83-91

- 김우재·이홍배(2015). 창업보육센터 입주심사 항목의 창업기업 판별 유효성, *산업경제연구*, 28(2), 809-834.
- 반성식·Andrew Zacharakis·송경모(2002). 벤처캐피탈리스트의 투자 의사결정모형: 한국과 미국의 비교연구, *채무관리연구*, 19(2), 271-279.
- 반성식(2004). 한국 벤처캐피탈리스트의 투자결정 과정: 경험 많은 벤처캐피탈리스트가 보다 좋은 의사결정을 하는가?, *산업경제연구*, 17(4), 1339-1358.
- 반성식·송경모(2004). 한국 벤처캐피탈리스트의 투자의사결정 요인과 투자평가 모형, *대한경영학회지*, (42), 267-291.
- 이희우·정희석(2012). 벤처캐피탈의 투자가 투자기업 초기 IPO에 미치는 영향, *디지털융복합연구*, 10(10), 19-29.
- 이장우(2005). *IT 有望 新産業의 優先順位 決定에 관한 研究 : AHP 模型을 中心으로*, 박사학위논문, 한림대학교 대학원.
- 정대용·손민호(2010). 벤처투자결정요인이 벤처캐피탈리스트간의 평판과 추천에 미치는 영향에 관한 연구, *한국경영학회 통합학술발표논문집*, 1-23.
- 조세근(2019). *기업벤처캐피탈의 투자 결정요인에 관한 실증 연구: 기술창업기업 투자를 중심으로*, 박사학위논문, 중앙대학교 대학원.
- 중소벤처기업부(2018. 08. 16.). 2018년 상반기 벤처투자 고용창출 효과분석 결과 발표자료, retrieved (2019. 06. 01.) from <https://www.mss.go.kr/site/smba/ex/bbs/View.do?cbIdx=86&bcIdx=1007774>
- 차명수(2009). 학술연구: 벤처캐피탈의 투자의사결정 연구: 판단분석의 활용, *기업가정신과 벤처연구 (JSBI)(구 벤처경영연구)*, 12(4), 19-43.
- 최원식·James Manyika·김주완·임정수·오세윤·김수호·이국환·안진형(2015. 03.). *벤처산업 선순환 구조 구축 한국 벤처기업 생태계 조성을 위한 지속가능한 장기성장 경로 모색*, McKinsey & Company.
- 최재원(2011). *AHP 와 DEA 를 활용한 창업기업의 경영성과 개선 방안 연구*. 창업보육센터 입주기업을 중심으로, 박사학위논문. 경희대학교.
- Aaker, D. A., & Day, G. S.(1986). The perils of high-growth markets, *Strategic Management Journal*, 7(5), 409-421.
- Aghion, P., & Howitt, P. (1992). A Model of Growth Through Creative Destruction, *Econometrica*, 60(2), 323-51.
- 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, Andrew Zacharakis, Song, K. M.(2002). Investment Decision Making Model of Venture Capitalist, *Korean journal of financial management*, 19(2), 271-279.
- Bahn, S. S.(2004). Korean VCs' Investment Decision Process: Does More Experience at the Venture Capital Task Result in the Better Decision?, *Journal of Industrial Economics and Business*, 17(43), 139-1358.
- Bahn, S. S., & Song, K. M.(2004). Evaluation Model and Factors for Investment Decision Making of Korean Venture Capitalists, *Korean Journal of Business Administration*, (42), 267-291.
- Batterson, Leonrad A.(1986). *Rasing venture capitaal and the entrepreneur*, Prentice-Hall, Englewood Cliffs, NJ
- Beatty, R. P., & Ritter, J. R.(1986). Investment banking, reputation, and the underpricing of initial public offerings, *Journal of Financial Economics*, 15(1-2), 213-232.
- Beim, G., & Lévesque, M.(2004). *Selecting projects for venture capital funding: a multiple criteria decision approach*, In *17th International Conference on Multiple Criteria Decision Making*, Vancouver, Canada.
- Belliveau, M. A., O'Reilly III, C. A., & Wade, J. B.(1996). Social capital at the top: Effects of social similarity and status on CEO compensation, *Academy of management Journal*, 39(6), 1568-1593.
- Birley, S., & Norburn, D.(1987). Owners and managers: The venture 100 vs the fortune 500, *Journal of Business Venturing*, 2(4), 351-363.
- Boocock, G., & Woods, M.(1997). The evaluation criteria used by venture capitalists: Evidence from a UK venture fund, *International Small Business Journal*, 16(1), 36-57.
- Bosma, N., van Praag, M., Thurik, R., de Wit. G.,(2002). *The Value of Human and Social Capital Investments for the Business Performance of Start-ups*, Tinbergen Institute Discussion Paper, No. 02-027/3
- Bygrave, W. D., Lange, J. E., Kotha, R. R., & Stock, W.(2001). Venture capital investments and the growth of revolutionary new industries, In *Frontiers of Entrepreneurship Research, Proceedings of the Babson Kauffman Conference on Entrepreneurship Research* (Wellesley, MA: Babson College), 523-535.
- Calantone, R., Garcia, R., & Dröge, C.(2003). The effects of environmental turbulence on new product development strategy planning, *Journal of Product Innovation Management*, 20(2), 90-103.
- Carpentier, C., Suret J. M.(2015). Angel group members' decision process and rejection criteria: A longitudinal analysis, *Journal of Business venturing*, 30(6), 808-821
- Caves, R. E.(1972). *American industry: Structure, conduct, performance* (No. HC 106.5. C38 1972).
- Centeno, E., & Hart, S.(2012). The use of communication activities in the development of small to medium-sized enterprise brands, *Marketing Intelligence & Planning*, 30(2), 250-265.
- Cha, M. S.(2009). *A Study of Venture Capital's Investment Decision Making: Using Judgement Analysis*, *The Korean Venture Management Review*, 12(4), 19-43.
- Choi, J. W.(2011). *A Study on the Improvement of Management Outcomes in the Start-up Companies using AHP and DEA : Focusing on the tenant companies of Business Incubator Center*, Doctral dissertation Graduate School of Kyung Hee University.
- Choi. W. S., James, W., Lee, J. W., Lim, J. S., Oh, S. W., Kim. S. H., Lee, K. H., An, J. H.(2015. 03.). *Build a virtuous cycle structure for venture industry: Seeking sustainable long-term growth path for creating eco-system in Korean venture business*, McKinsey & Company
- Chung, D. Y., & Son, M. H.(2010). A Study on the Effect of Venture Investment Decision Processes on the

- Reputation and Recommendation among Venture Capitals, *Korean Academic Society Of Business Administration*, 1-23.
- Conti, A., Thursby, J., & Thursby, M.(2013). Patents as signals for startup financing, *The Journal of Industrial Economics*, 61 (3), 592-622.
- Cooper, R. G., & Kleinschmidt, E. J.(2011). *New products: The key factors in success*, Marketing Classics Press.
- Dahlqvist, J., & Wiklund, J.(2012). Measuring the market newness of new ventures, *Journal of Business Venturing*, 27(2), 185-196.
- De Treville, S., Petty, J. S., & Wager, S.(2014). Economies of extremes: Lessons from venture-capital decision making, *Journal of Operations Management*, 32(6), 387-398.
- DeTienne, D. R., & Chandler, G. N.(2007). The role of gender in opportunity identification, *Entrepreneurship theory and practice*, 31(3), 365-386.
- Dhochak, M., Sharma, A. K.(2015), Impact of global financial crisis on Indian venture capital firms: an empirical evaluation, *Journal for International Business and Entrepreneurship Development*, 8(4), 330-345.
- Dixon, R.(1991). Venture capitalists and the appraisal of investments, *Omega*, 19(5). 333-344.
- Dorsey, T.(1979). *Operating guidelines for effective venture capital funds management*, IC² Institute, The University of Texas at Austin.
- Drover, W., Busenitz, L., Matusik, S., Townsend, D., Anglin, A., & Dushnitsky, G.(2017). A review and road map of entrepreneurial equity financing research: Venture capital, corporate venture capital, angel investment, crowdfunding, and accelerators, *Journal of Management*, 43(6), 1820-1853.
- Eloranta, O.(2018) *Investment criteria of Finnish venture capitalists*, Master's Thesis, Business School of Lappeenranta University of Technology
- 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.
- Franke, N., Gruber, M., Harhoff, D., & Henkel, J.(2008). Venture capitalists' evaluations of start-up teams: trade-offs, knock-out criteria, and the impact of VC experience, *Entrepreneurship Theory and Practice*, 32(3), 459-483.
- Fried, V. H., & Hisrich, R. D.(1994). Toward a model of venture capital investment decision making, *Financial management*, 28-37.
- Ge, D., Mahoney, J. M., & Mahoney, J. T.(2005). *New venture valuation by venture capitalists: An integrative approach*, University of Illinois at Urban Champaign Working Paper, 124, 05-0124.
- Goldenberg, J., Lehmann, D. R., & Mazursky, D.(2001). The idea itself and the circumstances of its emergence as predictors of new product success, *Management science*, 47 (1), 69-84.
- Gompers, P., & Lerner, J.(1999). An analysis of compensation in the US venture capital partnership1, *Journal of Financial Economics*, 51(1), 3-44.
- Gompers, P., & Lerner, J.(2001). The venture capital revolution, *Journal of economic perspectives*, 15(2), 145-168.
- Gompers, P. A., & Lerner, J.(2004). *The venture capital cycle*, MIT press.
- Gompers, P., Kovner, A., Lerner, J., & Scharfstein, D.(2010). Performance persistence in entrepreneurship, *Journal of Financial Economics*, 96(1), 18-32.
- Gordon, J.(2014). A stage model of venture philanthropy, *Venture Capital*, 16(2), 85-107.
- Goslin, L. N., & Barge, B.(1986). Entrepreneurial qualities considered in venture capital support, *Frontiers of Entrepreneurship Research*, 22(7), 102-128.
- Guler, I., & Guillen, M. F.(2010). Home country networks and foreign expansion: Evidence from the venture capital industry, *Academy of Management Journal*, 53(2), 390-410.
- Hall, J., & Hofer, C. W.(1993). Venture capitalists' decision criteria in new venture evaluation, *Journal of Business Venturing*, 8(1), 25-42.
- Hallen, B. L., Katila, R., & Rosenberger, J. D.(2014). How do social defenses work? A resource,dependence lens on technology ventures, venture capital investors, and corporate relationships, *Academy of Management Journal*, 57(4), 1078-1101.
- Hellmann, T., & Puri, M.(2002). Venture capital and the professionalization of start-up firms: Empirical evidence, *The journal of finance*, 57(1), 169-197.
- 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.
- Hochberg, Y. V., Ljungqvist, A., & Lu, Y.(2007). Whom you know matters: Venture capital networks and investment performance, *The Journal of Finance*, 62(1), 251-301.
- Hsu, S. H.(2007). Human capital, organizational learning, network resources and organizational innovativeness, *Total Quality Management*, 18(9), 983-998.
- Hyytinen, A., Pajarinen, M., & Rouvinen, P.(2015). Does innovativeness reduce startup survival rates?, *Journal of Business Venturing*, 30(4), 564-581.
- Inderst, R., & Müller, H. M.(2002). *Venture capital contracts and market structure*.
- Jain, B. A.(2001). Predictors of performance of venture capitalist-backed organizations, *Journal of Business Research*, 52(3), 223-233.
- Jo. S. K.(2019). *An Empirical Study on Investment Decision Factors of Corporate Venture Capital: Focusing on investment in NTBVs*, Doctoral dissertation, Graduate School of Chung-Ang University.
- Kaplan, S. N., & Strömberg, P. E.(2004). Characteristics, contracts, and actions: Evidence from venture capitalist analyses, *The Journal of Finance*, 59(5), 2177-2210.
- Kenney, M.(2000). *Understanding Silicon Valley: the anatomy of an entrepreneurial region*, Stanford University Press.
- Khan, A. M.(1987). Assessing venture capital investments with noncompensatory behavioral decision

- models, *Journal of Business Venturing*, 2(3), 193-205.
- Khanin, D., Baum, J. R., Mahto, R. V., & Heller, C.(2008). Venture capitalists' investment criteria: 40 years of research, *Small Business Institute*.
- Keeley, R. H., & Roue, J. B.(1990). Management, strategy, and industry structure as influences on the success of newfirms: *A structural model. Management science*, 36(10), 1256-1267.
- Kim, D. H.(2013). The Role of Large Companies in Entrepreneurial Ecosystem, *Asia-Pacific Journal of Business Venturing and Entrepreneurship*. 8(2), 83-91
- Kim, W. J., & Lee, H. B.(2015). Effectiveness of Screening Items Distinguishing Successful from Unsuccessful Start-up Companies in the Business Incubator Screening Process, *Journal of Industrial Economics and business*, 28(2), 809-834.
- Koo, K. C., Lee, C. G., & Yoo, W. J.(2008). Derivation of the Korean Venture Capital's Investment Decision Making Model and Feasibility Analysis, *The Korean Venture Management Review*, 11(4), 1-20.
- Kollmann, T., & Kuckertz, A.(2010). Evaluation uncertainty of venture capitalists' investment criteria, *Journal of Business Research*, 63(7), 741-747.
- Lee, H. W., & Jung, H. S.(2012). Venture Capital and Its Impact on an Early IPO in the Venture-Backed Companies, *Journal of Digital Convergence*, 10(10), 19-29.
- Lee, J. W.(2005). *Priority Setting of New Promising IT Industries Using AHP Model*, Doctoral dissertation. Graduate School of Hannam University.
- Lehtonen, O.(2011). *An Examination of How Entrepreneurs Can Improve Their Position in Relation to Investors*.
- Lerner, J.(2000). Assessing the contribution of venture capital, the *RAND Journal of Economics*, 31(4), 674-692.
- Liu, Z., Chen, Z.(2014). *Venture Capital Networks and Investment Performance in China*, Carleton Economics Papers, CEP 14-12
- 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.
- MacMillan, I. C., Zemann, L., & Subbanarasimha, P. N.(1987). Criteria distinguishing successful from unsuccessful ventures in the venture screening process, *Journal of business venturing*, 2(2), 123-137.
- Manigart, S., Wright, M., Robbie, K., Desbrieres, P., & De Waele, K.(1997). Venture capitalists' appraisal of investment projects: an empirical European study, *Entrepreneurship Theory and Practice*, 21(4), 29-43.
- Martel, F.(2006). *Venture Capitalists' Investment Process, Criteria, and Performance*, Lausanne: University of Lausanne's Hautes Etudes Commerciales(HEC) Working Paper.
- 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.
- Meyer, G. D., Zacharakis, A. L., & De Castro, J.(1993). A postmortem of new venture failure: An attribution theory perspective, *Frontiers of Entrepreneurship Research*, 17(13), 256-269.
- Miloud, T., Aspelund, A., & Cabrol, M.(2012). Startup valuation by venture capitalists: An empirical study, *Venture Capital*, 14(2-3), 151-174.
- Ministry of SMEs and Startups(2018. 08. 16.). *Results of analysis of employment creation effect of venture investment in the first half of 2018*, Retrieved (2019.06.01.) from <https://www.mss.go.kr/site/smba/ex/bbs/View.do?cbIdx=86&bcIdx=1007774>
- Mishra, A.(2004). Indian venture capitalists (VCs): Investment evaluation criteria, *ICFAI Journal of Applied Finance*, 10(7), 71-93.
- Muzyka, D., Birley, S., & Leleux, B.(1996). Trade-offs in the investment decisions of European venture capitalists, *Journal of Business Venturing*, 11(4), 273-287.
- Narayananamy, C., Hashemoghli, A., & Mohd Rashid, R.(2012). Venture capital pre-investment decision making process: An exploratory study in malaysia, *Global Journal of Business Research*, 6(5), 49-63
- Olson, E. M., Walker Jr, O. C., & Ruekert, R. W.(1995). Organizing for effective new product development: The moderating role of product innovativeness, *The Journal of Marketing*, 48-62.
- Poindexter, J. B.(1977). *THE EFFICIENCY OF FINANCIAL MARKETS: THE VENTURE CAPITAL CASE*.
- Pruett, M., Shinnar, R., Toney, B., Llopis, F., & Fox, J. (2009). Explaining entrepreneurial intentions of university students: a cross-cultural study, *International Journal of Entrepreneurial Behavior & Research*, 15(6), 571-594.
- Rah, J., Jung, K., & Lee, J.(1994). Validation of the venture evaluation model in Korea, *Journal of Business Venturing*, 9(6), 509-524.
- Riquelme, H., & Rickards, T.(1992). Hybrid conjoint analysis: An estimation probe in new venture decisions, *Journal of Business Venturing*, 7(6), 505-518.
- Robinson Jr, R. B.(1987). Emerging strategies in the venture capital industry, *Journal of Business Venturing*, 2(1), 53-77.
- Ruhnka, J. C., & Young, J. E.(1991). Some hypotheses about risk in venture capital investing, *Journal of Business Venturing*, 6(2), 115-133.
- Saaty, T. L.(1980). *The Analytic Hierarchy Process*. McGraw-Hill, New York, NY.
- Saaty, T. L.(2008). Decision making with the analytic hierarchy process, *International journal of services sciences*, 1(1), 83-98.
- Sahlman, W. A.(1990). The structure and governance of venture-capital organizations, *Journal of financial economics*, 27 (2), 473-521.
- Sandberg, W. R., Schweiger, D. M., & Hofer, C. W. (1988). The use of verbal protocols in determining

- venture capitalists' decision processes, *Entrepreneurship theory and practice*, 13(1), 8-20.
- Savaneviciene, A., Venckuviene, V., & Girdauskiene, L.(2015). Venture capital a catalyst for start-ups to overcome the "Valley of death": Lithuanian case, *Procedia Economics and Finance*, 26, 1052-1059.
- Sharma, A. K., Monika(2015). Venture Capitalists' Investment decision criteria for new ventures: A Review, *Procedia-Social and Behavioral Sciences*, 189, 465-470.
- Shepherd, D. A., & Zacharakis, A.(1999). Conjoint analysis: A new methodological approach for researching the decision policies of venture capitalists, *Venture Capital: An International Journal of Entrepreneurial Finance*, 1(3), 197-217.
- Shepherd, D. A., Douglas, E. J., & Shanley, M.(2000). New venture survival: Ignorance, external shocks, and risk reduction strategies, *Journal of Business Venturing*, 15(5-6), 393-410.
- Shepherd, D. A., Zacharakis, A., & Baron, R. A.(2003). VCs' decision processes: Evidence suggesting more experience may not always be better, *Journal of Business venturing*, 18(3), 381-401.
- Shrader, R., Steier, L., McDougall, P., & Oviatt, B.(1997). Venture capital and characteristics of new venture IPOs. *Frontiers of Entrepreneurship Research*, 513-524.
- Silva, J.(2004). Venture capitalists' decision-making in small equity markets: a case study using participant observation, *Venture capital*, 6(2-3), 125-145.
- Sorenson, O., & Stuart, T. E.(2008). Bringing the context back in: Settings and the search for syndicate partners in venture capital investment networks, *Administrative Science Quarterly*, 53(2), 266-294.
- Steenkamp, J. E., & Gielens, K.(2003). Consumer and market drivers of the trial probability of new consumer packaged goods, *Journal of Consumer Research*, 30(3), 368-384.
- Stuart, R. W., & Abetti, P. A.(1990). Impact of entrepreneurial and management experience on early performance, *Journal of business venturing*, 5(3), 151-162.
- Timmons, J. A., & Spinelli, S.(1994). New venture creation: Entrepreneurship for the 21st century (Vol. 4). *Burr Ridge, IL: Irwin*.
- Tyebjee, T. T., & Bruno, A. V.(1981). Venture capital decision making: Preliminary results from three empirical studies, *Frontiers of entrepreneurship research*, 199, 316-334.
- Tyebjee, T. T., & Bruno, A. V.(1984). A model of venture capitalist investment activity, *Management Science*, 30(9), 1051-1066.
- Valkonen, V.(2018). *VENTURE CAPITAL INVESTMENT CRITERIA IN GAME SOFTWARE COMPANIES: Initial investments in the Finnish game industry*.
- Vinig, T. G., & De Haan, M.(2002). How do venture capitalists screen business plans? Evidence from the Netherlands and the US. *Evidence from the Netherlands and the Us*.
- Wells, W. A.(1974). *Venture capital decision-making*, Doctral dissertation, Carnegie-Mellon University.
- Wilson, J. W.(1985). *The New Venturers: Inside the High-Stakes World of Venture Capital*, Addison Wesley Publishing Company.
- Wuebker, R., Hampl, N., & Wuestenhagen, R.(2015). The strength of strong ties in an emerging industry: Experimental evidence of the effects of status hierarchies and personal ties in venture capitalist decision making, *Strategic Entrepreneurship Journal*, 9(2), 167-187.
- Zacharakis, A. L., & Meyer, G. D.(1998). A lack of insight: Do venture capitalists really understand their own decision process? *Journal of Business Venturing*, 13(1), 57-76.
- Zacharakis, A. L., & Meyer, G. D.(2000). The potential of actuarial decision models: Can they improve the venture capital investment decision?, *Journal of Business Venturing*, 15(4), 323-346.
- Zacharakis, A. L., & Shepherd, D. A.(2001). The nature of information and overconfidence on venture capitalists' decision making, *Journal of Business Venturing*, 16(4), 311-332.
- Zacharakis, A. L., McMullen, J. S., & Shepherd, D. A.(2007). Venture capitalists' decision policies across three countries: an institutional theory perspective, *Journal of International Business Studies*, 38(5), 691-708.
- Zahedi, F.(1986). The analytic hierarchy process-a survey of the method and its applications. *interfaces*, 16(4), 96-108.
- Zhang, J.(2011). The advantage of experienced start-up founders in venture capital acquisition: Evidence from serial entrepreneurs, *Small Business Economics*, 36(2), 187-208.
- Zider, B.(1998). How venture capital works. *Harvard business review*, 76(6), 131-139.

A Study on the Factors Affecting Investment Decision of Korean Venture Capitalist

JungHwe Koo*
YoungJun Kim**
SuYong Lee***
Dohyeon Kim****
Jiyeon Baek*****

Abstract

Venture capitalists (VCs) play an important role in finding and growing innovative venture companies with high growth potential but high risk. Venture capital investment does not depend on the system, unlike the investment for listed companies. Korea's venture capital industry has entered a period of growth, but lack of data has led to a lack of research on venture capital. Based on this background, this study attempts to analyze various factors affecting investment decision criteria of Korea VCs.

In this study, I examined the major factors that VCs consider in decision making of investment through literature review, and I have drawn the research question accordingly. I will focus on the characteristics of founders, products / services, markets, financials, and networks that scholars share common investment decision criteria in Korean VCs. For the purpose of this study, the data were collected through the questionnaire surveyed by investment vetters working in current venture capital and analyzed using AHP analysis. Through this study, I tried to understand the Korean venture capital which has been poorly studied and what criteria and priorities Korean VCs make investment decisions in the Korean venture investment environment. The results of this research will contribute to the vitalization of venture investment, which is important for the upbringing of companies, by providing guidelines for establishing investment attraction strategies of venture companies.

Keywords: Venture capitalist, Investment decision-making, AHP analysis, Entrepreneurial characteristics, Product/service characteristics, Market characteristics, Financial characteristics, Deal source

* First Author, Ph.D, Candidate, Graduate School of Management of Technology, Korea University, jhkoo67@gmail.com
** Corresponding author, Professor, Graduate School of Management of Technology, Korea University, youngkim@korea.ac.kr
*** Co-author, Adjunct Professor, Depart. of Business Administration, Kookmin University, mailee171@gmail.com
**** Co-author, Professor, College of Business Administration, Kookmin University, drkim@kookmin.ac.kr
***** Co-author, Graduate student, Depart. of Business Administration, Kookmin University, bji6269@gmail.com