

# 제도적 거리가 해외벤처투자에 미치는 영향 : 유로존 출범 시 영국의 사례를 중심으로

김유진 (서강대학교 경영학과 조교수)\*

## 국 문 요 약

본 연구는 한 국가와 주변 지역 간 제도적 거리가 해외벤처투자 (Cross-border Venture Capital investment)에 미치는 영향을 연구한다. 상대적으로 벤처투자 경험이 풍부한 국가의 벤처캐피탈은 해외벤처투자를 통하여 해외의 유망한 스타트업을 발굴하고 투자 기회를 선점할 유인이 있으며, 해당 국가의 스타트업의 국제화에도 일조한다고 알려져 있다. 해외벤처투자는 투자자와 스타트업 간의 물리적 거리와 문화적 차이에 따른 정보 비대칭 등의 위험요소가 크기 때문에 해외로 진출하는 벤처캐피탈의 경우 현지화나 현지 투자자와의 파트너십을 통하여 불확실성을 최소화하고자 한다. 그럼에도 불구하고 해외벤처투자에 수반되는 리스크가 상당하기 때문에 벤처투자자는 주로 제도적으로 모국과 유사한 경제에 투자한다고 알려져 있다. 그러나, 기존의 문헌 연구는 주로 모국과 투자국간의 거리와 양국간 투자흐름의 상관관계를 횡단면적으로 분석 (Cross-sectional analysis)했기 때문에 제도적 거리가 해외투자에 미치는 인과관계를 살펴보기란 쉽지 않다. 이 연구는 1999년 유로화 출범 시 영국이 유로존에 가입하지 않으며 영국을 둘러싼 주변국가와의 제도적 거리가 증가한 역사적 배경을 사용하여 그 인과관계를 추정하고자 한다. 영국과 유럽대륙의 투자자에 의한 해외벤처투자를 살펴본 결과 유로존 도입 이후 두 지역간 해외벤처투자 흐름이 감소하는 것으로 나타났다. 최근 몇 년 동안 정치적, 경제적 불확실성 및 보호무역주의가 증가하며 탈국제화가 진행되는 추세인 바, 국가 간 제도적 거리가 해외벤처투자에 미치는 영향을 살펴보는 것이 시의적으로 의의를 줄 수 있다고 사료된다.

핵심주제어: 해외벤처투자 (Cross-border venture capital investment), 벤처캐피탈 (Venture Capital), 제도 (Institution), 제도 변화 (Institutional change), 유럽연합 (European Union), 유로존

## 1. 서론

해외벤처투자 (Cross-border Venture Capital investment) 는 벤처투자생태계가 자리잡지 않은 지역의 스타트업에 성장동력을 제공하는 중요한 자원으로 인식된다(Wright et al., 2002; Wang & Wang, 2011). 해외벤처투자는 주로 1990년대에 들어서 미국에서 활동하던 벤처캐피탈들이 국제화의 조류를 타고 한국과 중국을 포함한 동아시아와 유럽으로 투자 영역을 넓히며 시작되었다(Dossani & Kenney, 2002). 해외투자자는 본국에서의 풍부한 벤처투자경험을 바탕으로 잠재력이 큰 스타트업을 발굴하거나 본국에서 큰 성공을 거둔 비즈니스 모델을 모방하는 스타트업에 투자하는 방법으로 해외 시장의 벤처투자시장의 성장을 견인하는 한편, 해외 투자에 따른 불확실성이나 정보 비대칭 (information asymmetry)을 해결하기 위한 방편으로 해당 시장의 로컬 벤처투자자와 파트너십을 맺으며 로컬벤처투자자의 성장에도 기여한다고 알려져 있다(Tan et al., 2008; Tarrade, 2012). 특히, 국제화를 지향하거나 잠재력이 있는 스타트업에게 해외 시장의 투자자나 파트너를 소개하는 등 국제적 네트워킹과 멘토링을 제공하여 벤처투자 생태계가

비교적 덜 구축된 지역의 스타트업이 규모를 확장 (scale-up) 하며 국제적 기업으로 성장하는데 도움을 준다는 결과도 보고되었다(Baygan & Freudenberg, 2000; Aizenman & Kendall, 2008). 이렇듯 해외벤처투자는 스타트업이 규모를 확장하여 국제화를 추진하는데 중요한 역할을 담당한다(Bottazzi et al., 2004).

그러나 해외벤처투자는 국내벤처투자에 비해 두드러지게 큰 불확실성을 가진다. 이는 여러 요인에 기인하는데 첫 번째 요인으로는 투자자와 스타트업 간 물리적 거리가 국내벤처투자에 비해 더 멀다는 점이다. 벤처투자의 대상이 되는 스타트업은 대개 혁신적인 비즈니스 모델을 추구하며 이전의 비즈니스 경험이 전무하거나 부족한 창업가 팀에 의해 창업되는 경우가 많아 계약이나 가치 평가를 위한 정보 교환과 모니터링이 필수적이다. 자연히 투자자와 스타트업 사이의 거리가 가까울수록 이러한 정보 교환과 모니터링이 용이해지기 때문에 동일한 조건의 투자기회가 있을 때 벤처투자자들은 주로 가까운 거리에 위치한 스타트업에 투자하는 경향이 있다(Mäkelä & Maula, 2008).

해외벤처투자에 대한 의사결정은 비단 물리적 거리뿐만 아

\* 주저자, 서강대학교 경영대학 조교수, yseongkim@sogang.ac.kr

· 투고일: 2020-11-11

· 1차수정일: 2020-12-14

· 2차수정일: 2020-12-22

· 게재확정일: 2020-12-29

나라, 서로 다른 두 국가 간 제도적 차이에 의해서도 영향을 받는다. 제도경제학에 따르면 제도란, 한 권역의 경제주체들의 상호작용 및 의사결정에 영향을 미치는 전반적인 규약과 계약이라고 정의할 수 있다(North, 1971). 그런데 문화적, 정치적, 경제적인 측면에서 크게 상이한 두 경제 간에 발생하는 거래는 제도적으로 유사한 지역 안에서 발생하는 거래에 비하여 더 큰 거래비용 (Transaction cost)이 발생하므로 (Williamson, 1979), 경영 및 투자와 관련한 계약에서 합의점에 도달하기가 쉽지 않다(Dai et al., 2012). 예를 들어, 미국의 벤처투자자가 중국의 스타트업에 투자한다고 가정할 때, 해당 시장에서는 통상 스타트업이 각 단계에서 얼마만큼의 금액을 필요로 하는지, 그 근거는 무엇인지, 가치평가 (evaluation) 와 실사 (due diligence) 에는 어떤 정보가 필요하며 어떤 가치평가 방식을 이용해야 하는지, 이사회에 정치적 네트워크를 가진 멤버가 필요한지 아닌지, 자본희석 (capital dilution)과 사업의 확장 (scale-up) 간 발생하는 트레이드오프를 어떤 식으로 감안할 것인지 등 많은 측면에서 중국 내 벤처 투자자와 미국의 벤처투자자 간 의견 차이가 발생할 수 있다(Kim, 2018). 만약 이러한 제도적 차이에서 상대방에게 정보를 효율적으로 전달하는데 너무 많은 비용이 들거나 정보 비대칭이 발생할 경우에는, 제도적 거리가 큰 두 경제 간 벤처투자자와 같은 불확실성이 큰 거래가 발생하기 어렵다(Humphery-Jenner & Suchard, 2013).

제도적 거리가 해외벤처투자에 어떤 영향을 미치는가에 대해서 최근 활발한 연구가 이루어지고 있다(Mäkelä & Maula, 2008; Li et al., 2014; Moore et al., 2015; Kim, 2018). Moore et al.(2015)은 규제적 (regulative), 규범적 (normative), 문화인지적 (cultural-cognitive) 제도가 해외벤처투자의 흐름을 감소시킨다는 것을 발견했다. 그러나 많은 경우 이러한 연구는 두 경제 간 제도적 차이를 횡단면적으로 (cross-sectional) 측정하고 이와 해외벤처투자 흐름의 상관관계를 연구한 경우가 많기 때문에 내생성 이슈에서 자유로울 수 없다는 한계가 있다. 예를 들어, 제도적 거리가 가까운 두 경제는 그렇지 못한 경제에 비하여 같은 대학을 졸업한 창업가 및 투자자들의 네트워크 처럼 해외벤처투자의 흐름을 용이하게 만드는 다양한 요소들을 공유할 수 있다. 그러므로 이러한 관찰 불가능한 (non-observables) 제3의 변수가 두 변수에 동시에 영향을 미칠 경우에는 단순 상관관계 분석이 인과관계를 적절하게 측정할 수 없다. 만약 제도적으로 유사하던 두 경제나 국가가 일련의 사건으로 갑자기 제도적으로 멀어지거나 그 반대의 경우를 수반하는 제도적 변화 (institutional change)가 존재한다면, 해외벤처투자가 이 변화에 어떻게 반응하는지를 측정하여 좀 더 인과관계를 면밀히 이해할 수 있겠으나, 문제는 이러한 급격한 제도 변화는 비교적 자주 관찰하기 힘든 희소한 사건이라는 점이다.

그럼에도 불구하고, 제도적 거리가 해외벤처투자에 미치는 영향을 이해하는 것은 최근 들어 더욱 중요한 문제로 대두되고 있다. 1,2차 세계대전 이후 WTO와 IMF의 출범 및 중국의

시장 개방 등으로 대표되는 다자간 협력으로 국제화가 급물살을 타고 진행되었던 20세기와 달리, 최근에는 세계 전역에서 자국우선주의와 보호 무역 등 국가 간 대립이 심화되는 경우가 목도되고 있다. 2018년 본격적으로 시작된 미중간 무역 전쟁이 대표적인 사례이며, 유럽에서는 영국이 유럽연합 (European Union, 이하 EU)에서의 탈퇴를 선언하며 브렉시트 (Brexit)와 관련한 조정이 난항을 거듭하고 있다(Tetlow & Stojanovic, 2018; Busch & Matthes, 2016). 한국에서도 최근 몇 년 간 이전까지 정치적, 경제적으로 밀접하게 관련되어있던 주변국과 마찰이 심화되며 국제적 교역의 흐름이 축소되는 일련의 사건들이 관찰되어 왔다. 2020년 전세계를 덮친 COVID-19의 팬데믹 상황이 이러한 국가 간 대립과 자국 우선주의를 더욱 악화시킬 것이란 사실은 사뭇 자명해 보인다 (Fernandes, 2020; Ozili & Arun, 2020).

두 국가간 경계를 넘나들던 해외투자의 흐름이 제도적 거리의 변화에 어떻게 영향을 받는지 알아보는 것은, 비단 국제금융시장 뿐 아니라 최근의 일련의 정치적 흐름이 비즈니스의 국제화에 어떤 영향을 미치는지를 이해하는데 도움을 줄 수 있는 문제이다. 특히, 전 세계적으로 제도나 표준이 비교적 일관되게 적용되는 채권이나 주식 시장과 달리 사모투자 (Private equity)와 벤처투자 (VC investment)의 경우 투자의 규모와 흐름이 시장과 정치 환경의 변화에 따라 상대적으로 크게 영향을 받기 때문에 해외투자에 대한 의사결정이 제도적 거리의 변화에 상당한 영향을 받을 수 있다(Matusik & Fitza, 2012). 그러나 최근 일어난 일련의 정치적 상황의 효과를 실증 분석하기에는 아직 축적된 데이터의 기간이 충분하지 않을 뿐 아니라 여러 지역에서 동시다발적으로 갈등의 수위가 높아지고 있기 때문에 하나의 사건이 해외벤처투자에 미치는 영향을 분리해서 보기가 쉽지 않다.

따라서 본 논문은 제도적 거리의 변화가 해외벤처투자의 흐름에 미치는 영향을 인과적으로 분석하기 위하여, 1999년 유럽 연합이 유로화를 도입했을 때 자발적으로 이에 가입하지 않기로 결정했던 영국 및 EU 가입국 간의 해외벤처투자 흐름을 연구배경으로 삼아 실증분석을 진행하였다. 1985년부터 2015년까지 바이오테크 영역에서 일어난 유럽 지역의 해외벤처투자 라운드의 흐름을 조사한 결과, EU국가의 유로존 도입 이후 영국인 투자자의 EU 지역의 스타트업에 대한 벤처투자가 유의미하게 감소한 것으로 나타났다. 그러나 동일한 기간 EU에 가입하지 않았던 스위스, 노르웨이 등의 유럽 국가와 영국 간 해외벤처투자의 흐름은 유의미하게 변화하지 않았는데, 이는 EU의 유로존 도입으로 EU와 영국 간 제도적 거리가 변화한 것이 두 지역 간 해외벤처투자 흐름의 감소에 원인이 되었으리라는 결과를 뒷받침한다. 한편, 같은 기간 EU 국가에 위치한 VC는 영국에 위치한 스타트업에 대한 투자를 20%이상 감소시켰으며 대신 EU 내에 위치한 스타트업에 대한 투자를 크게 늘린 것으로 나타났다. 마찬가지로 EU에 가입하지 않은 스위스와 노르웨이 및 EU 간의 해외벤처투자에 있어서는 유의미한 변화가 나타나지 않았다. 이 또한, EU와 영국

의 금융제도, 정치 및 문화적 견해 간 거리가 증가하면서 EU와 영국 간 해외벤처투자 흐름이 축소되었다는 사실을 뒷받침한다.

본 연구 결과는 상대적으로 내수시장이 작고 GDP의 상당부분을 미국, 중국, 동남아시아 등 해외 시장과의 교역에 의존하고 있는 한국의 경우에 시의적절한 의의를 제시할 수 있다. 최근 정부의 정책 지원과 양적확장 (Quantitative easing) 등의 요인에 힘입어 한국의 창업 시장이 가파른 성장세를 보이고 있다(Kwak & Rhee, 2018). 위와 같은 한국의 경제적 특성으로 스타트업 또한 국제화를 추진하는 것은 생존에 중요한 과제이므로, 국제화의 성공을 위해 어떤 정책적, 환경적 요인이 중요한가에 대해 이해하는 것은 필수적이다. 해외벤처투자는 로컬 스타트업을 VC의 모국과 유사하거나 가까운 시장으로의 국제화와 현지화에 도움을 줄 수 있다는 연구 결과에 비추어 볼 때(Dai et al., 2012), 주변국과의 정치, 경제, 문화 전반에 이르는 제도적 거리가 벤처투자의 유치 및 스타트업의 해외 진출에 어떤 영향을 미치는지를 간접적으로 추론하는 것은 투자와 창업 생태계를 둘러싼 급변하는 국제 비즈니스 환경을 이해하는데 도움을 줄 수 있다.

그러나 본 연구의 한계 또한 분명히 존재한다. 이 연구의 실증분석은 급격한 제도적 거리의 변화를 일으킨 정치, 경제적 사건 간 해외벤처투자의 인과성을 파악하는데 초점이 있으나, 구체적으로 어떠한 채널을 통하여 그러한 변화가 일어나는지에 대해서는 설명할 수 없다. 제도적 차이가 어떤 식으로 해외투자의 흐름에 영향을 미치는지에 대해서는 여러 가지 메커니즘이 존재할 수 있다. 예를 들어, 정치적 상황의 변화가 후속 라운드의 투자에 미치는 리스크를 우려한 스타트업이 해외벤처투자자로부터 투자를 받기 꺼리기 때문일 수도 있고, 국민연금 등 정부 기금에서 투자 자금을 모집하는 벤처캐피탈의 특성상 투자자 (Limited partner, 이하 LP)로부터의 압박을 우려해 해외투자를 철회하기 때문일 수도 있으며, 해외 투자자와 국내 투자자 간의 파트너십에 지장을 주기 때문일 수도 있다. 어떠한 요인이 주된 메커니즘인지 이해하는 것은 이후 자국우선주의가 심화될 경우 한국 스타트업이 해외벤처투자자로부터 지속적으로 투자를 유치하기 위해 어떠한 제도적 지원이 필요한지를 연구하는데 중요한 실마리를 제공할 수 있으며 이는 향후 후속 연구가 필요한 부분이라 사료된다.

## II. 이론적 배경

### 2.1 제도적 변화와 거래 비용

제도란, 한 권역의 경제주체들의 상호작용 및 의사결정에 영향을 미치는 전반적인 규약과 계약이라고 정의할 수 있다(North, 1971). 제도는 해당 권역의 조직이나 개인이 공유하는 게임의 법칙 (Rule of the game)으로 볼 수 있으며, 제도적 환경에 의해 설정된 조건 (constraints)은 행위 주체에게 주어

기회 (Opportunity set)를 마련하여 해당 주체들의 의사결정이나 생존 여부에 결정적인 영향을 미친다. 제도 경제학은 경제적 행위에 영향을 주는 제도의 역할이나 제도가 진화해 가는 프로세스에 영향을 주는 원인 및 이러한 변화가 경제주체의 상호작용에 미치는 결과를 전방위적으로 연구하는 학문으로써, 안정적인 제도적 장치가 장기적인 경제성장에 필수 조건이라는 점을 역설해 왔다(Acemoglu et al., 2005; Scott, 1995). Scott(1995)에 의하면 제도적 특성은 크게 세 가지로 분류된다. 먼저 규제적 (regulative) 측면에서 제도는 한 사회 내의 행위 규칙을 결정하는 법과 원칙으로 이해 가능하다. 두 번째로, 규범적 제도는 사회적으로 구조화된 인간의 행위에 영향을 미치는 사회적 규범, 가치, 믿음 그리고 가정 등을 의미한다. 마지막으로 제도는 문화, 인지적 측면에 의해서도 형성되는데, 한 지역 내 대부분의 사람들이 공유하는 사고의 틀 (frames), 추론 방법, 정보를 선별하고 받아들이는 방식으로 이해될 수 있다.

제도적으로 서로 상이한 경제 간의 거래는 동일한 경제 내에서 발생하는 거래보다 높은 수준의 거래비용을 발생시킨다(Williamson, 1979). 표면적으로 빈번히 관찰되는 경우는 규제적 측면의 제도와 관련된 경우가 많은데, 가령 두 지역 간 산업을 규제하는 방식이나 원칙이 달라 거래 당사자가 이에 대한 정보를 수집하고 협상하거나 문제를 해결하는데 오랜 기간과 비용이 수반되는 경우이다. 예를 들어, 2019년 중국 정부는 중국에서 사업을 하는 국내 국유 기업뿐만 아니라 사기업과 해외 기업도 반드시 공산당 지부를 설치해야 한다는 안을 신설하여 중국 기업에 투자하거나 중국 시장에 진출한 외국인들의 우려를 불러 일으켰는데, 이에 대한 해석은 민주자본주의와 사회주의 체제 중 어떤 관점으로 기업을 바라보느냐에 따라 극명하게 달라질 수 있으며, 이러한 규제적인 차이점은 실제로 중국에 투자하거나 진출하고자 하는 외국 기업의 의사결정에 상당한 영향을 미칠 수 있다. 경제적 거래는 이러한 표면적인 차이를 넘어서서, 문화적, 인지적인 차이에 의해서도 영향을 받을 수 있다(Robinson & Acemoglu, 2012). 최근의 미중 분쟁은 언뜻 보면 2018년에 촉발된 관세 부과와 관련한 경제적 분쟁으로 보일 수 있으나 그 이면에는 미국과 중국이 서로 다른 가치를 중심으로 국제사회에서 문화적, 사회적, 정치적인 리더십을 차지하기 위한 전방위적인 갈등이 있는 것이 사실이다. 2017년 한국과 중국 간의 THAAD 설치 이슈나 미중 간의 이러한 경제분쟁은 한 국가의 기업과 개인의 다른 국가의 비즈니스 환경이나 문화에 대한 인식에 변화를 가져옴으로써, 해당 지역 간의 투자와 거래 등의 흐름에 장기적인 영향을 줄 수 있다(Campbell, 2004).

### 2.2 제도적 거리와 해외벤처투자

앞에서 제도적 차이는 서로 상이한 두 지역 간 거래의 흐름에 유의미한 영향을 미칠 수 있다고 언급했다. 특히, 해외벤

처투자 (Cross-border VC investment)는 투자 프로세스와 대상인 스타트업의 특성 상 여타 성숙된 (established) 금융시장에 비해 불확실성이 커 경제적, 사회적 환경 변화에 의해 받는 영향이 상당히 크다. 벤처캐피탈은 일찍부터 해외의 투자 기회를 선점하기 위하여 해외투자에 관심을 보여 왔다(Dossani & Kenney, 2002). Gompers et al.(2005)에 따르면 아시아와 유럽에서 활동하는 VC펀드의 50% 이상이 해외에 기반을 둔 것으로 보고되었는데, 특히 미국으로부터 기타 지역으로 나가는 해외벤처투자는 1988년부터 2003년까지 네 배 이상으로 급격하게 증가하였다.

벤처투자는 비즈니스 모델이 아직 정립되지 않았거나 초창기 상태인 창업기업에 초기 단계부터 투자하여 해당 기업의 경영 전반의 의사결정에 긴밀하게 참여하며 이를 성장시켜 투자 수익을 얻는다는 점에서 주식 시장, 자본 시장 혹은 선물 및 환율 시장과 같이 이미 성숙되었거나 완성된 투자기회에 투자하여 재정적 수익만을 추구하는 금융시장과 차별화된다. 간략하게 요약하면, VC펀드는 LP로부터 자금을 조달하여 펀드를 조성하는 것부터, 스타트업의 스크리닝, 가치평가, 실사를 통하여 투자할 기업을 선정 후 약 3-5년 동안 스타트업의 이사회와 같은 자문 기구를 통하여 중요한 의사결정과 후속 라운드 자본조달, IPO나 M&A 등 엑시트에 필요한 지원 등 세밀한 매니지먼트를 통해 투자한 스타트업을 엑시트(exit) 시키고자 한다. 이 과정은 평균 5 - 7년 정도가 걸리는 장기적인 투자이며, 창업 초기 단계의 스타트업의 특성상 정확한 정보를 기반으로 한 예측이 어렵고 불확실성이 크다(Ramsinghani, 2014). 때문에 유능한 스타트업을 발굴하여 엑시트시키는 데에는 노하우 등 기업 내부에 축적되는 암묵적 지식 (tacit knowledge)가 중요하다(Zook, 2004).

해외벤처투자자 (Cross-border VC)는 본국에서 축적한 풍부한 투자경험과 노하우를 갖고 있어, 벤처투자시스템이 아직 자리잡지 않은 지역에서 전도유망한 스타트업을 발굴하고 성장시키는 데 있어 로컬투자자보다 경쟁우위를 지닌다. 또한, 개도국이나 스타트업 생태계가 빠르게 성장하고 있는 지역의 경우, 미국에서 유학하거나 창업 경험을 쌓은 뒤 모국으로 돌아온 소위 돌아온 창업가들 (returnee entrepreneurs)이 해당 시장에서 크게 성공을 거둔 비즈니스 모델을 모방하여 창업을 하는 경우가 종종 관찰된다(Liu et al., 2010). 이런 경우, 모국으로 돌아간 창업가들이 수학하거나 거주했던 지역의 벤처투자자는 해당 창업가들과 일찍부터 네트워크를 형성하여 해외의 우수한 투자 기회를 포착할 수 있다. 마지막으로 해외벤처투자자는 해외 시장의 투자자나 파트너와의 국제적 네트워킹과 해외 시장에 대한 이해를 바탕으로 로컬 스타트업의 국제화에 기여한다는 연구 결과도 보고되었다(Baygan & Freudenberg, 2000; Aizenman & Kendall, 2008). 이처럼 해외벤처투자 (Cross-border Venture Capital investment) 는 벤처투자생태계가 자리 잡지 않은 지역의 스타트업에 중요한 성장 동력을 제공한다(Wright et al., 2002; Bottazzi et al., 2004; Wang & Wang, 2011).

위와 같은 이점에도 불구하고 해외벤처투자자는 국내벤처투자에 비해 두드러지게 큰 불확실성을 가진다. 해외벤처투자자는 특히 시장에서의 각 거래 주체가 보유한 정보가 균등하지 않은 정보 비대칭 (Information asymmetry) 상황에 취약하다(Dierkens, 1991; Kim, 2018). 벤처투자자가 위치한 국가와 투자 대상이 되는 스타트업이 위치한 국가 간 물리적 거리가 멀면 멀수록 정확한 정보의 확보가 어려울 뿐만 아니라 스타트업에 대한 모니터링이 어려워진다. 이는 해외벤처투자자를 역선택 (adverse selection)이나 도덕적 해이 (moral hazard) 등과 같은 문제에 취약하게 만든다(Akerlof, 1978). 해외벤처투자의 어려움은 물리적 거리뿐만 아니라, 문화나 관습, 규제와 같은 제도적 차이에 의해서도 가중된다. 기존 연구에 따르면, 개도국과 같이 경제 성장을 위해 필요한 제도가 잘 구축되어 있지 않은 경우 해외벤처투자자가 직면할 수 있는 이러한 문제가 더욱 악화될 수 있다(Bruton & Ahlstrom, 2003; Humphery-Jenner & Suchard, 2013).

이러한 문제를 해결하기 위해 해외벤처투자자는 여러 가지 전략을 사용하는데, 하나는 로컬 벤처투자자와 파트너십을 맺어 언어나 문화적 요소에서 오는 정보의 교환 비용과 거래 비용을 감소시키는 방법이다(Tan et al., 2008; Dai et al., 2012; Tarrade, 2012). Cumming & MacIntosh(2001)은 벤처투자자는 국내에서 투자할 때보다 해외에 투자할 때 투자와 관련된 의사결정에 검증가능한 객관적 정보 (hard information)를 활용하는 경향이 더 높다는 점을 발견했다. 그러나 이러한 전략들이 해외벤처투자에 수반하는 위험성을 완전히 제거할 수는 없기 때문에 사실 많은 해외벤처투자자가 채택하는 전략은 최대한 익숙하고 유사한 시장에 진입하는 것으로, 해외벤처투자는 물리적 거리가 가깝거나(Mäkelä & Maula, 2008), 제도적으로 유사한(Moore et al., 2015) 시장을 바탕으로 이루어지는 경향이 높다.

위의 연구에 비추어 볼 때, 만약 서로 다른 경제 사이의 제도적 거리가 증가할 경우, 해외벤처투자에 필요한 거래비용이 증가할 것이라고 추측할 수 있다. 만약, 이러한 제도적 변화가 커서 가치평가, 계약, 후속 라운드 유치, 엑시트 등 중요한 제반 사항에 대한 합의점에 도달하는데 너무 많은 비용이 들거나 정보 비대칭이 발생하여 설득력 있는 정보를 효율적으로 전달하기 어려워지는 경우에는, 해외벤처투자자와 같이 불확실성이 큰 거래에 대한 유인이 감소할 수 있다. 이러한 제도적 변화는 정치 및 경제 공동체의 가입과 탈퇴, 자유무역협정과 같은 국제 무역 기구의 창설이나 쇠퇴, 정치적 마찰로 인한 무역의 단절이나 제한 등의 이유로 발생할 수 있다.

이 논문에서는 실증 연구 배경으로 유럽연합이 1999년 EU 내 공동 화폐인 유로화를 도입하기로 결정하였을 때 영국이 이에 대립각을 세우면서 최종적으로 유로화존에 가입하지 않기로 결정한 전후 EU 국가와 영국 사이의 해외벤처투자의 흐름이 어떻게 변화하는지를 살펴보고 있다. 그러므로 다음 장에서는 이와 관련된 역사적 배경을 간단하게 소개하고, 본 연구의 주제를 실증 연구 배경에서 검증할 수 있는 몇 가지 가

설을 제시하고자 한다.

### III. 연구 배경 및 가설 설정: 유로화 도입과 EU 및 영국의 대응

유럽 연합의 주요 국가들이 10여 년의 준비를 거쳐 유럽 내 단일통화인 유로화 (EURO, €)를 도입하기로 결정하는 과정에서 영국은 유로존을 도입하지 않고 자국 화폐인 파운드를 유지하기로 결정하였다. 이는 단일 화폐의 도입으로 인한 통화 정책의 한계를 우려한 조치이기도 하지만 오랫동안 유럽 대륙 내 국가와 대립하며 정체성을 확립해 왔던 영국 특유의 영국 유일주의 (UK exceptionalism)가 전면에 드러난 것으로 해석하기도 한다. 실제로 이후로도 유럽 연합 내에서 영국의 독자적인 움직임은 독일, 프랑스 등 유럽 연합을 실질적으로 이끌고 있는 국가와 적지 않은 대립과 우려를 불러 일으켰고, 이것이 증폭되어 2016년 마침내 일어난 사건이 영국의 유럽 연합 탈퇴 선언 (Brexit, 이하 브렉시트)이라고 할 수 있다. 이 장에서는 유럽연합에 가입한 국가들이 단일 화폐인 유로를 도입하는 과정에서 영국이 유로존에 가입하지 않은 이유와 그 의의에 대해서 간략하게 설명한다.

사실, 영국이 유럽의 내륙에 위치한 다른 국가들과 정치적, 경제적 측면에서 독자적인 움직임을 견지해 온 것은 최근의 일이 아니다. 섬나라에 위치한 영국의 특성상, 일찍이 로마제국의 영향력 하에서 비교적 동일한 문화적 영향을 받은 유럽 내 여타 국가들과는 일찍부터 다른 아이덴티티를 형성해 왔다. 이후, 14세기 이후 포르투갈, 스페인, 네덜란드 등 유럽 대륙의 국가들이 해상무역 교역로를 탐색하기 시작한 대항해 시대가 열렸을 때 영국은 후발주자였으나, 이후 특유의 의회 정치와 국제금융시장에서의 안정적인 자금 모집을 바탕으로 막강한 해군을 양성하여 트라팔가 해전 이후 해상 무역로를 장악하고 ‘해가 지지 않는 나라’인 대영제국을 건설하기에 이른다(박지향, 1997). 영국은 명예혁명 (Glorious Revolution)을 거치면서 의회 정치와 법률에 입각한 조세 제도 등의 기반을 마련하였고, 이는 결과적으로 정치적 불안정성을 감소시켜 영국이 채권 시장에서 다른 유럽 내 국가보다 월등히 낮은 금리로 자본을 조달할 수 있도록 함으로써 이후 해양 무역 항로를 장악하고 대제국을 건설하는 발판이 되었다 (North, 1993; Weingast, 1993). 또한, Robinson & Acemoglu(2012)은 후발주자로 식민지 건설에 뒤늦게 뛰어든 영국은 스페인 등 기존 국가와 달리 미국 등 북미 지역에 건설한 식민지를 유지하기 위해 인센티브를 바탕으로 한 제도 (Institution) 를 도입해야만 했으며 이런 시장제도의 도입이 영국과 이후 영국 식민지의 경제성장에 긍정적인 영향을 미쳤다고 주장하였다. 이렇듯 프랑스 등 유럽 내 주요 국가와의 대립 속에서 독자적 정체성을 확립해 온 영국은 대영제국의 건설에 힘입어 아담 스미스 (Adam Smith)로 대표되는 경제학과 1차 산업혁명 등 세계 경제에 커다란 영향을 미친 굵직한 사건을 리드하며 학

자, 정치인은 물론 전반적인 대중에게 영국 유일주의 (UK exceptionalism)를 각인시키게 된다(Wilks, 1996; McCormack, 2016). 실제로 고용정책, 조세, 통화 정책 등 중요한 경제정책에서 영국과 EU 내의 국가는 선명한 온도차를 보이는데, 후자가 상대적으로 큰 정부 접근 방식 (Big government)를 선호하며 정부의 적극적인 시장 개입을 선호한다면 전자는 정부의 시장 개입을 최소화하는 작은 정부 (Small government)를 선호하는 대표적인 국가 중 하나이다(김영세, 2007).

EU 내에서 유럽연합을 주도하는 독일, 프랑스 등 주요 국가와 영국의 온도차가 극명하게 갈렸던 사건으로 유로화의 도입과 영국의 유로존 미가입을 들 수 있다. 제1차, 2차 세계대전 이후 유럽 내에서는 국가 간 대립이 가져온 파국에 대한 자성의 목소리가 높아지면서 1951년의 유럽 석탄 철강 공동체 (European Coal and Steel Community; ECSC)와 1957년의 유럽경제공동체 (European Economic Community; EEC), 이후 프랑스와 서독일, 이탈리아 및 베네룩스 3국을 중심으로 한 유럽공동체 (European Communities; EC)를 거쳐 유럽을 단일 정치경제공동체로 통합하고자 하는 유럽 연합에 대한 논의가 급물살을 타고 전개되었다. 1992년 맺어진 마스트리히트 조 (Maastricht Treaty)에서는 비록 기대되던 범유럽 헌법 제정은 이루어내지 못했지만 유럽 시민권 (European citizenship)의 부여와 유럽에서 통용될 단일 화폐 등에 대한 논의의 물꼬를 텃다는 점에서 유럽연합의 역사에서 중요한 분수령이 되었다.

유럽을 통합하는 과정에서 유럽 연합의 주요 국가와 영국 간 첫 번째 불협화음이 감지된 것 또한 이 마스트리히트조약인데, 그 이유는 영국이 유럽 단일 통화를 쓰는 것에 반대하며 정식 통화로 파운드를 계속 사용할 것임을 주장했기 때문이다. 단일 통화를 도입한다는 것은 유럽 내 개별 국가가 각각 경제적 상황에 맞추어 통화량을 조절하는 등의 통화정책을 사용할 수 없다는 점을 의미했으므로 영국은 유럽 연합에 가입은 하되, 개별 회원 국가의 금융 시장 통제력을 현저하게 제한하는 단일 화폐 도입에 회의적이었다. 유로화 도입을 두고 영국 내에 유럽회의주의 진영 (Euroscpticism)과 유럽연합을 지지하는 진영 간 갑론을박이 벌어지던 중(Leconte, 2010), 실상가상으로 블랙먼데이 (Black Monday)로 대표되는 금융위기가 영국을 덮치면서 영국은 부득이 유럽 내 단일화폐도입을 위한 유럽금융시스템 (European Monetary System; EMS)의 시범 격으로 운영되던 유럽환율메커니즘 (European Exchange Rate Mechanism; ERM)에서 급히 이탈해야만 했다. 이는 “ERM 위기 (ERM crisis)”라고 불릴 정도로 유럽을 경제공동체로 발전시켜 나가려는 움직임에 예기치 않은 찬물을 끼얹은 사건이기도 했다. 이후로도 영국 안팎에서 영국을 유럽 단일 경제공동체로 편입시키려는 논의와 시도는 꾸준히 이루어져 왔으나, 결정적으로 1997년 노동당이 EU 가입 이후 영국 내 일자리가 유럽 대륙의 노동자에 의해 대체될 것을 우려하여 유럽경제공동체에 신중한 입장을 보였던 노동자와 일반 서민의 지지를 기반으로 친EU 성향을 보이던 보수당을 꺾고 압승하면서 결국 유로화는 영국의 가입 없이 1999년 1월 국

제금융시장에 처음 등장하게 된다.

2장의 이론적 배경에 비추어 이를 정리하면, EU의 정치및경제공동체 출범과 단일 화폐 도입은 EU회원국 내의 시장 제도를 급속히 통일시키며 제도적 거리를 감소시킨 것으로 설명할 수 있다. 유로화의 도입으로 EU내 회원국 간의 거래비용은 크게 감소한 반면, EU의 다른 회원국과 가장 큰 대립각을 세웠던 영국의 경우는 자국 통화인 브리티시 파운드를 계속 공식화폐로 사용했으므로, 유럽 대륙 내에서 발생한 금융 제도의 동형화와 유리된 채 남아 있었다. 간단하게 말해서, 유로화를 쓰는 EU회원 국가 간에 이루어지는 벤처투자는 비록 서로 다른 국가더라도 더 이상 환율이나 기타 금융 규제的影响을 벗어나 마치 단일 국가 내에서 이루어지는 투자처럼 비슷한 제도 하에서 이루어졌다면, 유로화를 쓰는 국가와 파운드를 쓰는 영국 간의 벤처투자는 여전히 영국 내 양적확장(Quantitative easing)과 같은 금융 정책이나 환율 등 금융 전반의 규제와 정책의 영향을 받는 등“해외”벤처투자를 위한 거래비용이 상당부분 제거되지 않고 남아있었다는 것이다.

2장의 이론적 배경과 위의 연구 배경을 중심으로 본 연구가 검증하고자 하는 가설은 다음과 같다. 메인 가설인 가설 1과 가설 2는 유로화 도입 이후 이를 채택한 EU회원국가 이를 채택하지 않은 영국 간의 해외벤처투자의 흐름이 축소되었는지를 테스트하고자 한다.

**가설 1: 유로화 도입 이후 영국인 벤처투자자는 이전과 비교하여 유로화를 채택한 EU회원국으로의 해외벤처투자를 감소시킬 것이다.**

**가설 2: 유로화 도입 이후 유럽 대륙의 EU회원국에 위치한 벤처투자자는 이전과 비교하여 영국으로의 해외벤처투자를 감소시킬 것이다.**

## IV. 데이터 및 연구 모형

### 4.1 데이터

이 연구를 위한 데이터셋은 VentureXpert 벤처투자데이터베이스에서 수집되었다. VentureXpert는 Thomson One 데이터베이스에서 제공하는 전세계 벤처투자 라운드에 대한 세밀한 정보를 제공하는 데이터베이스로, 벤처캐피탈 실증 연구에 가장 많이 사용되고 있는 데이터베이스 중 하나이다(Kaplan et al., 2002; Kim et al., 2018). 영국을 포함하여 EU회원국인 오스트리아, 벨기에, 덴마크, 핀란드, 프랑스, 독일, 그리스, 헝가리, 아일랜드, 이탈리아, 네덜란드, 폴란드, 포르투갈, 스페인, 스웨덴 및 EU미가입국인 스위스와 노르웨이를 포함하여 유럽 전역의 국가에 위치한 벤처캐피탈 기업이 1985년부터 2015년까지 바이오테크, 제약 및 헬스케어 영역에서 투자한 벤처투자 라운드를 수집한 뒤 1인당 GDP(GDP Per Capita), GDP 연

간 성장률(Annual growth rate)을 월드뱅크에서 수집하여 보충하였다.

제약 산업을 본 연구의 배경으로 설정한 이유는, 글로벌 제약시장에서 영국이 중요한 비중을 차지하고 있기 때문이다. 글락소스미스클라인이나 아스트라제네카와 같은 영국에 본부를 둔 제약기업이 많을 뿐 아니라 2010년 기준으로 약 국제적으로 시판되는 약의 20% 정도가 영국에서 개발된 것으로 분석된다(Casper & Matraves, 2003). 그러나 스타트업이 제품을 개발하는 대로 자의적으로 시장에 출시할 수 있는 앱이나 식품 산업 등과는 달리, 제약 산업에서 신약을 실험하고 출시하는 전 과정이 규제당국에 의해 면밀하게 규제되기 때문에 투자에 대한 제도나 환경적 영향을 가장 잘 관찰할 수 있는 산업 중 하나이기도 하다. 또한, 통상 초기 투자 단계에서 백만 달러에서 삼백만 달러 정도가 투자되는 여타 산업과 달리 연구개발과 장비 구입에 막대한 초기 비용이 소요되는 제약 산업의 특성 상 이미 초기 단계에서 천만 달러 정도의 비용이 투자될 정도로 초기 투자 비용과 리스크가 큰 산업의 특성상, 제도적 변화로 인한 불확실성이 벤처투자의 흐름에 미치는 민감성이 상당히 큰 분야이기도 하다(Bertoni et al., 2015; Kim et al., 2018).

최종적으로 분석에 사용된 라운드는 총 7,942건으로 최종 데이터셋의 기초통계량은 <표 1>과 같다.

<표 1> 기초통계량

Statistic	N	Mean	St. Dev.	Min	Pct(25)	Pct(75)	Max
Year	7,942	2,005.466	5.514	1,985.000	2,002.000	2,010.000	2,015.000
Round ID	7,942	3.359	2.591	1.000	1.000	5.000	18.000
Seed-stage	7,942	0.110	0.312	0.000	0.000	0.000	1.000
Early-stage	7,942	0.237	0.426	0.000	0.000	0.000	1.000
Late-stage	7,942	0.351	0.477	0.000	0.000	1.000	1.000
VC	7,942	0.874	0.332	0.000	1.000	1.000	1.000
CVC	7,942	0.100	0.299	0.000	0.000	0.000	1.000
UK VCs	7,942	0.303	0.460	0.000	0.000	1.000	1.000
After1999	7,942	0.915	0.278	0.000	1.000	1.000	1.000
UK-startup	7,942	0.172	0.377	0.000	0.000	0.000	1.000
Swiss-startup	7,942	0.058	0.233	0.000	0.000	0.000	1.000
GDP percapita	7,942	41,543.010	15,101.000	1,330.757	30,056.590	47,287.000	102,913.500
GDP annualgrowth	7,942	1.898	1.998	-8.075	0.962	3.180	25.163
EU VCs	7,942	0.574	0.495	0.000	0.000	1.000	1.000
Norway-startup	7,942	0.016	0.126	0.000	0.000	0.000	1.000
EU-startup	7,942	0.478	0.500	0.000	0.000	1.000	1.000

이에 따르면, 해당 기간 내 유럽의 벤처캐피탈은 평균적으

로 한 스타트업이 유치한 세 번째 라운드에 -3.36건- 투자하며, 24%는 초기 성장 단계 (early-stage)의 스타트업에, 35%는 후기 성장 단계 (late-stage)의 스타트업에 투자되었다. 전문벤처투자자 (VC)가 투자한 건수가 87%이상을 차지하지만 기업벤처투자 (CVC)가 차지하는 비중도 10% 정도 나타난다. 영국에 기반한 벤처투자기업 (UK VCs)이 30%, 기타 EU회원국에 본부를 둔 벤처투자기업 (EU VCs)이 57%로 영국이 다른 유럽 국가에 비해 경제 규모 대비 벤처투자 비중이 상당히 높은 것을 확인할 수 있다. 마찬가지로 영국 기반의 스타트업 (UK-startup)이 차지하는 비중은 17.2%, 기타 EU회원국 내에 본부를 둔 스타트업은 47.8%로 영국 내의 스타트업 생태계가 유럽 내 다른 지역과 비교하여 잘 정착되어 있음을 보여 준다. 90%의 벤처투자 건이 1999년 이후에 이루어진 것으로 나타나 유럽 전역의 벤처투자시장이 2000년대 이후 급속히 성장하였음을 알 수 있다.

### 4.2 연구 방법 및 가설 측정

이 연구는 유로화 도입과 영국의 미체택으로 인한 제도적 거리가 영국 및 기타 EU회원국 간의 해외벤처투자 흐름을 축소시켰는지를 검증하기 위하여 이중차이분석법 (Difference-in-difference, 이하 DiD)을 사용한다. 이중차이분석이란 종속변수에 영향을 미칠 수 있는 조건의 변화가 한 집단에서 일어났을 때, 변화의 전후 일정한 기간 동안 해당 변화의 영향을 받지 않은 대조군 (Control group)과 영향을 받은 집단 (Treated group) 간의 차이의 차이가 존재하는지를 테스트하는 것으로, 정책 변화 등 환경적 조건의 변화로 인한 인과관계를 추정하기 위하여 사회과학 영역에서 자주 사용되는 방법이다. 단순 횡단면분석 (Cross-sectional analysis)을 기반으로 한 상관관계 분석은 종속변수와 독립변수에 모두 영향을 주는 제3의 변수로 인한 내생성 이슈가 존재할 수 있는 데 비하여, DiD 분석의 경우에는 독립변수의 변화에 영향을 받은 한 집단과 그렇지 않은 집단을 변화를 전후하여 비교하는 것이므로, 종속변수에 영향을 미칠 수 있는 많은 요인 중 관심있는 제도나 정책적 변화의 효과를 구분하여 (isolate) 그 인과관계를 비교적 정확하게 구분할 수 있다는 장점이 있다.

가설을 테스트하기 위한 구체적인 공식은 다음과 같다.

$$y_{ijt} = \alpha X + \beta_0 UKVCs_j + \beta_1 After1999 + \beta_2 UKVCs_j * After1999 + \epsilon_{ijt}$$

이 중 종속변수인  $y_{ijt}$ 는 해당 투자 건이 어떤 지역에 위치한 스타트업에 투자되었는지를 나타낸다.  $i$ 는 투자를 받는 스타트업을,  $j$ 는 벤처캐피탈 회사를,  $t$ 는 스타트업이 해당 라운드 투자를 받은 연도를 각각 나타내며 분석단위는 스타트업-벤처캐피탈-라운드 레벨이다. 예를 들어, 종속변수인  $y_{ijt}$ 가 UK-startup이라면 이는 해당 투자 라운드가 영국에 본부를 둔

스타트업에 투자되었을 경우 1, 그렇지 않을 때 0의 값을 갖는 더미 변수이다. 만약 종속변수가 EU-startup이라면 이는 해당 투자 라운드가 영국 외 EU 회원국 내의 국가에 본부를 둔 스타트업에 투자되었을 경우 1, 그렇지 않을 때 0의 값을 갖는 더미 변수이다. 마찬가지로 독립변수인  $UKVCs_j$ 는 해당 벤처캐피탈이 영국에 본부를 둔 투자회사일 경우 1, 아닐 경우 0을 갖는 더미변수이며,  $After1999_{it}$ 는 해당 투자 건이 1999년 이후에 투자되었는지를 가리킨다.

이 연구에서 중요한 독립변수는 두 변수의 교차항인  $UKVCs_j * After1999_{it}$ 이다. 이 교차항은 영국에 본부를 둔 벤처캐피탈 회사의 특성과 1999년 유로화 도입 이후의 특성을 모두 감안한 이후에도 영국 벤처캐피탈 기업들이 유럽 기타 지역에 본부를 둔 벤처캐피탈 기업과 비교하여 1999년 유로화 도입 이후 해외 스타트업에 대한 투자 흐름을 유의미하게 변화시키는가를 분석할 수 있는 설명 변수가 된다. 해당 항의 계수인  $\beta_2$ 가 유의미한 음의 값을 갖는 경우, 1999년 이전과 비교하여 1999년 이후 UK VC가 특정 지역의 스타트업에 대한 투자를 유의미하게 감소시켰다는 것을 의미한다.

마지막으로 X는 벤처투자에 영향을 미칠 수 있는 다른 요인들을 통제하기 위한 통제변수를 포함한 매트릭스이다. 본 연구에서는 통제변수로 다음과 같은 변수를 포함하였다. 먼저, 벤처투자는 해당 지역의 스타트업이 속한 세부 산업에 영향을 받을 수 있다. VentureXpert 데이터베이스는 바이오, 제약 및 헬스케어 분야를 세부적으로 Biotech equipment, biotech research, biotech animal, biotech human, biotech industrial, biotech other, Med/health products, Med/health services, Med/health diagnostics, Medical Therapeutics, Pharmaceutical로 구분하였으며 본 연구의 모든 회귀분석은 세부 산업별 고정 효과를 포함하고 있다. 또한 한 지역의 벤처투자는 해당 지역의 스타트업이 주로 어떠한 성장 단계에 있는가에 따라 달라질 수 있으므로 스타트업 성장 스테이지별 통제변수를 포함하였다. 이 외에 벤처투자자의 특성을 전문벤처투자자(VC)와 기업벤처투자자(CVC)로 나누어 통제하였으며, 마지막으로 해당 지역의 경제상황에 따라 벤처투자가 좌우되는 점을 통제하기 위하여 1인당 GDP 및 GDP 연간성장률을 포함시켰다.

### V. 실증 분석 결과

<표 2> 가설 1. 메인 분석 결과

	Dependent variables	
	EU-based startup	UK-based startup
	(1)	(2)
UK VCs	-0.276*** (0.035)	0.242*** (0.025)
After1999	0.367***	-0.005

	(0.029)	(0.021)
UK VCs* After1999	-0.190***	0.235***
	(0.036)	(0.026)
GDP per capita	-0.00001***	0.00000
	(0.00000)	(0.00000)
GDP annual growth rate	-0.009***	-0.006***
	(0.003)	(0.002)
Private VC	-0.079***	0.039*
	(0.030)	(0.022)
Corporate VC	-0.371***	0.058**
	(0.034)	(0.024)
Stage fixed effect	Yes	Yes
Industry fixed effect	Yes	Yes
Observations	7,942	7,942
R2	0.611	0.446

표2는 가설1과 관련된 메인 분석결과를 나타낸다. (1) 열의 종속변수는 해당 투자라운드가 영국을 제외한 EU회원국가에 기반을 둔 스타트업에 투자되었는지를 나타내며 (2) 열의 종속변수는 해당라운드가 영국 스타트업에 투자되었는지를 나타낸다. UK VCs\* After1999의 계수는 (1) 열에서 -0.19, (2) 열에서 0.235이다. 이는 영국 벤처캐피탈 기업들이 유로화 도입 이후 다른 EU회원국에 투자한 확률이 19% 감소하며, 동기간 영국 스타트업에 투자할 확률이 23%로 늘어나며, 모두 신뢰구간 1% 이하에서 통계적으로 유의미한 변화로 나타나 가설 1의 예측을 지지하고 있다.

DiD는 단순횡단면 분석에 비해서 제도나 정책적 변화에 따른 인과관계를 비교적 잘 예측할 수 있다는 장점이 있지만, 이 또한 한계가 있다. 예를 들어, 1999년에 유로화가 도입됨과 동시에 본 연구에서 관찰하지 못한 다른 정책적, 혹은 환경적 변화가 동시에 일어났다면 이 이중차이분석은 유로화 도입으로 인한 제도적 거리 변화가 해외벤처투자의 흐름에 미치는 영향을 과대평가(overestimate)하게 될 우려가 있다. 그러므로 유로화 도입으로 인한 EU회원국과 영국 간의 벤처흐름의 인과성을 좀 더 정확히 판단하기 위하여 아래와 같은 플라시보 효과(Placebo effect, 혹은 위약효과) 테스트를 진행하였다. 즉, 유로화 도입으로 인한 영국과 기타 EU 회원국 간의 제도적 거리가 멀어진 것이 양 지역 간 해외벤처투자의 흐름을 축소시킨 중요한 원인이라면, 동기간 영국과 마찬가지로 유로화 도입을 하지 않았던 다른 국가와 영국 간의 벤처투자 흐름에는 유의미한 변화가 존재하지 않아야 한다. 유로화 도입 이전과 이후 모두 양국은 자국 고유의 통화를 유지하고 있었으며 EU가 유로화도입과 함께 추진한 경제공동체를 위한 변화는 해당 국가들과는 별다른 관련이 없을 것이기 때문이다.

<표 3> 가설 1. 플라시보 분석 결과

	Dependent variables	
	Swiss-based startup	Norway-based startup
	(1)	(2)
UK VCs	-0.017	-0.001
	(0.018)	(0.010)
After1999	-0.028*	-0.028***
	(0.015)	(0.008)
UK VCs* After1999	-0.021	-0.009
	(0.019)	(0.010)
GDP per capita	0.00000***	0.00000***
	(0.00000)	(0.00000)
GDP annual growth rate	0.005***	0.002**
	(0.001)	(0.001)
Private VC	0.007	-0.015*
	(0.016)	(0.009)
Corporate VC	-0.0002	-0.041***
	(0.018)	(0.009)
Stage fixed effect	Yes	Yes
Industry fixed effect	Yes	Yes
Observations	7,942	7,942
R2	0.611	0.446

<표 3>은 유럽 대륙 내에 위치해 있지만 EU미가입국인 스위스와 노르웨이의 경우를 이용하여 유로화 도입 이후 영국 기반의 벤처캐피탈 회사가 스위스와 노르웨이에 위치한 스타트업에 대한 투자를 유의미하게 감소시켰는지를 나타낸 분석 결과이다. <표 3>의 교차항의 계수는 통계적으로 유의하지 않으며 따라서 유로화 도입 이후 영국과 스위스, 영국과 노르웨이 간 해외벤처투자 흐름에는 별다른 변화가 없다고 해석할 수 있다. 이 플라시보 분석의 결과는, <표 2>에서 관찰된 영국과 EU회원국 간의 해외벤처투자 흐름의 축소가 EU회원국의 유로화 도입에 따른 양 지역 간 제도적 변화에 의해 나타났을 것이라는 가설1의 인과관계를 한층 강화하는 결과이다.

<표 4> 가설 2. 메인 분석 결과

	Dependent variables	
	UK-based startup	EU-based startup
	(1)	(2)
EU VCs	-0.204***	0.284***
	(0.027)	(0.034)
After1999	0.228***	0.065***
	(0.018)	(0.023)



EU VCs* After1999	-0.154*** (0.028)	0.239*** (0.035)
GDP per capita	-0.00001*** (0.00000)	0.00000 (0.00000)
GDP annual growth rate	-0.007*** (0.002)	-0.002 (0.002)
Private VC	0.063*** (0.023)	-0.087*** (0.029)
Corporate VC	0.111*** (0.026)	-0.455*** (0.032)
Stage fixed effect	Yes	Yes
Industry fixed effect	Yes	Yes
Observations	7,942	7,942
R2	0.611	0.446

한편, <표 4>는 유로화 도입 이후 EU회원국에 위치한 벤처캐피탈 회사가 영국스타트업으로의 해외벤처투자를 유의미하게 축소시키는지 알아보기 위한 가설2의 메인 분석결과를 나타낸다. 마찬가지로, EU회원국 또한 유로화 도입 이후 영국 스타트업에 대한 투자를 15.4% 감소시키고 동기간 EU회원국 내의 스타트업에 대한 투자를 23.9%로 증가시킨 것으로 나타나 유의수준 1% 구간 하에서 가설2가 강하게 지지되었다.

## VI. 결론

본 연구는 제도적 거리의 증가가 해외벤처투자의 흐름에 미치는 영향을 1999년 EU의 유로화 도입시 유로를 정식통화로 채택하지 않았던 영국의 사례를 이용하여 실증분석한다. 상대적으로 벤처투자 경험이 풍부한 국가의 벤처캐피탈은 해외벤처투자를 통하여 해외의 유망한 스타트업을 발굴하고 투자 기회를 선점할 유인이 있으며, 해당 국가의 스타트업의 국제화에도 일조한다고 알려져 있다. 해외벤처투자는 투자자와 스타트업 간의 물리적 거리와 문화적 차이에 따른 정보 비대칭 등의 위험요소가 크기 때문에 해외로 진출하는 벤처캐피탈의 경우 현지화나 현지 투자자와의 파트너십을 통하여 불확실성을 최소화하고자 한다. 그러나 갑자기 제도적인 거리가 증가하여 거래비용과 증가할 경우 해외벤처투자에 수반되는 비용과 리스크가 증가하여 해당 지역 간 해외벤처투자의 유인이 감소할 수 있다. 유로화 도입 전후 영국과 유럽 대륙 간 벤처투자 동향을 이중차이분석을 이용하여 분석한 결과, 유로존 도입 이후 영국 기반의 벤처캐피탈이 EU회원국의 스타트업에 투자하거나 EU회원국의 벤처캐피탈이 영국 스타트업에 투자한 사례가 통계적으로 유의미하게 감소하여 양 지역 간 해외벤처투자가 양방향에서 모두 눈에 띄게 감소한 것으로 나타났다.

이 연구는 제도적 거리가 해외벤처투자의 흐름에 미치는 인과 관계를 실증적으로 분석하였다는 데 학문적 시사점을 가진다. 제도적 디커플링은 제도적 동형화에 비하여 상대적으로 희소하게 발생할 뿐 아니라, 그 과정이 점진적으로 진행되는 경우가 많아, 인과 관계를 실증적으로 분석할 수 있는 외생적 사건(exogenous shock)이 발생하기 어렵다. 최근 발생한 블랙시트와 같은 사건이 디커플링의 대표적 예라고 할 수 있겠으나 최근에 발생한 사건이기 때문에 전후의 해외벤처투자의 흐름을 살펴볼 유의미한 데이터가 축적되는 데에는 시간이 필요하다. 유럽연합에서 유로화를 도입할 당시 영국과 유럽연합 내 주요국과의 의견충돌 및 이로 인한 선택의 차이는 이후 10여 년간 유럽 대륙과 비교하여 영국 벤처캐피탈 기업의 해외벤처투자에 대한 의사결정 및 영국 스타트업이 유치한 해외벤처투자의 규모에 미치는 영향을 조사할 수 있는 실증적 배경이 되어, 제도적 거리에 관한 연구에 실증적 증거를 제시할 수 있다.

내수 시장의 규모가 작아 국제 무역과 해외투자 유치의 필요성이 높은 한국으로서는 제도적 거리의 변화가 해외벤처투자에 미치는 영향을 살펴보는 본 연구가 시의적으로 적절한 의의를 줄 수 있다고 사료된다. 특히 최근 몇 년 동안 미국과 중국 간의 무역 전쟁, 블랙시트, 한일 마찰 및 사드 이슈로 인한 중국의 한국 기업에 대한 무역 제재 등 전세계 각지에서 자국우선주의와 보호무역주의, 탈국제화가 본격적으로 증가하는 추세를 보여 왔다. 이는, 1970년 후반 이후 전세계의 주요 경제들이 WTO와 IMF를 필두로 다자간 경제협상을 통해 무역 장벽을 감소시키며 교역과 투자에 필요한 절차를 동형화 및 간소화하며 국제화를 추진해 왔던 20세기와 대비되는 흐름이다. 무엇보다, 정치적 동맹인 미국과 주요 무역 파트너인 중국 간의 마찰이 심화될수록 이후 한국의 기업과 경제가 당면하는 불확실성은 더욱 높아질 것으로 생각된다. 그러므로 이후 주요국 무역 파트너 간 대립과 같은 정치적 리스크 혹은 가까운 권역에 위치한 국가 간의 경제공동체를 지원하는 기구의 출범과 탈퇴 등 해외투자를 둘러싼 제도적 변화가 우리나라의 스타트업에 대한 투자 및 국제화에 대한 영향을 이해하는 것은 중요한 문제라고 할 수 있다.

따라서 본 연구는 다음과 같은 실무적 시사점을 줄 수 있다. 국내 스타트업의 경우, 해외벤처캐피탈의 투자를 유치하는 것은 이후 후속 투자를 유치하거나 해외 기업과의 M&A나 비즈니스의 국제화를 추진하는 등의 전략을 추진하는데 이점이 있을 수 있다. 만약 해외벤처캐피탈의 투자가 필요하다고 생각된다면, 앞으로 더 가시화될 수 있는 제도적 차이로 인한 영향을 보완할 수 있도록 특허나 스타트업 컴퍼티션 참가 및 수상, 글로벌 인큐베이터 참가 등 전세계에서 통용 가능한 시그널이나 인증 등을 확보하고자 하는 적극적인 노력이 필요하다. 이렇듯 스타트업이 한국의 경계를 벗어나 글로벌 시장에서 통용될 수 있는 인증 등에 효과적으로 참여할 수 있도록 정부 기구의 정책적 지원도 요구된다. 예를 들어, 독일의 정부벤처투자(government venture capital) 프로그램의 경우, 독

일 정부의 높은 평판을 바탕으로 미국 등 해외벤처캐피탈로부터 자금 유치가 용이한 국가에 자국의 우수한 스타트업들을 선별하여 소개하는 등의 노력을 기울이고 있는데, 이는 정부 기구가 스타트업의 국제화 및 자금 유치를 위해 정부의 평판 및 네트워크로 간접적인 지원을 하는 대표적 사례이기도 하다. 전반적으로 국제 투자를 담당하거나 이에 영향을 미칠 수 있는 영역을 담당하는 정부 기구의 경우, 정치적인 불확실성이 높아지는 등의 이유로 제도적 차이가 한국 기업들의 경영이나 투자유치에 미치는 효과가 가시화될 경우를 대비하여 해외벤처투자에 영향을 미칠 수 있는 요소를 보완할 수 있도록 적절한 정책과 프로그램 등 제반 사항을 마련하는 것이 필요하다(홍대웅·전병훈, 2019).

다만, 본 연구는 유로존 미가입 전후 영국과 유럽 본토의 EU회원국 간의 해외벤처투자에 대한 증감을 살펴보는 데 주된 목적이 있기에, 어떠한 채널을 통해 그러한 결과가 발생했는지를 설명할 수 없는 명백한 한계가 있다. 한 국가와 주변국 간의 제도적 거리가 증가하였을 때, 해외벤처투자가 감소하는 데에는 여러 이유가 존재할 수 있다. 벤처캐피탈이 해외 투자를 위해 필요한 비용이나 수익 상환 과정이 번거롭고 어려워질 것을 예상하여 자발적으로 해외 벤처투자를 피할 수도 있고, 반대로 스타트업이 국내투자자로부터의 후속투자 유치나 조세 혜택과 같은 정부의 지원 등 본국의 다른 제도적 지원의 혜택을 받기 어려워질 것을 염려하여 해외벤처투자자로부터 투자를 받기를 꺼릴 수도 있다. 혹은, 해외벤처투자자에게 자금을 조달하는 자금투자자(Limited partner)들이 불확실성을 꺼려하여 벤처투자자에게 제한이나 압력을 주었기 때문일 수도 있다. 후속 연구에서는 제도적 거리의 변화가 해당 지역 간 벤처투자의 이동에 어떠한 채널을 통해 영향을 주는 지 그 메커니즘을 면밀히 조사할 필요가 있다고 판단된다.

## REFERENCE

- 김영세(2007). 영국 대처 (Thatcher) 정부의 경제정책과 함의. *유럽연구* 25(3), 213-235.
- 박지향(1997). *영국사: 보수와 개혁의 드라마*. 서울: 까치.
- 홍대웅·전병훈(2019). 글로벌 창업기업 스케일업(Scale-up) 지원 정책 분석을 통한 국내 스케일업 정책 방향에 관한 연구. *벤처창업연구*, 14(6), 11-27.
- Acemoglu, D., Johnson, S., & Robinson, J. A.(2005). Institutions as a fundamental cause of long-run growth. *Handbook of economic growth*, 1, 385-472.
- Aizenman, J., & Kendall, J.(2008). *The internationalization of venture capital and private equity* (No. w14344). National Bureau of Economic Research.
- Akerlof, G. A.(1978). The market for "lemons": Quality uncertainty and the market mechanism. *Uncertainty in economics*. Academic Press, 235-251.
- Baygan, G., & Freudenberg, M.(2000). The internationalization of venture capital activity in OECD countries: Implications for measurement and policy OECD Science. *Technology and Industry Working Papers*, 7, 1-55.
- Bertoni, F., Colombo, M. G., & Quas, A.(2015). The patterns of venture capital investment in Europe. *Small business economics*, 45(3), 543-560.
- Bottazzi, L., Da Rin, M., & Hellmann, T.(2004). The changing face of the European venture capital industry: Facts and analysis. *Journal of Private Equity*, 7(2), 26-53.
- Bruton, G. D., & Ahlstrom, D.(2003). An institutional view of China's venture capital industry: Explaining the differences between China and the West. *Journal of business venturing*, 18(2), 233-259.
- Busch, B., & Matthes, J.(2016). *Brexit-the economic impact: A meta-analysis*. IW-Report, 10.
- Campbell, J. L.(2004). *Institutional change and globalization*. Princeton University Press.
- Casper, S., & Matras, C.(2003). Institutional frameworks and innovation in the German and UK pharmaceutical industry. *Research Policy*, 32(10), 1865-1879.
- Cumming, D. J., & MacIntosh, J. G.(2001). Venture capital investment duration in Canada and the United States. *Journal of Multinational Financial Management*, 11(4-5), 445-463.
- Dai, N., Jo, H., & Kassicieh, S.(2012). Cross-border venture capital investments in Asia: Selection and exit performance. *Journal of Business Venturing*, 27(6), 666-684.
- Dierkens, N.(1991). Information asymmetry and equity issues. *Journal of financial and quantitative analysis*, 181-199.
- Dossani, R., & Kenney, M.(2002). Creating an environment for venture capital in India. *World Development*, 30(2), 227-253.
- Fernandes, N.(2020). *Economic effects of coronavirus outbreak (COVID-19) on the world economy*. Available at SSRN 3557504.
- Gompers, P., Lerner, J., & Scharfstein, D.(2005). Entrepreneurial spawning: Public corporations and the genesis of new ventures, 1986 to 1999. *The journal of Finance*, 60(2), 577-614.
- Hong, D. U., & Jun, B. H.(2019). A Study on the Domestic Scale-up Policy Direction through the Analysis of Scale-up Support Policy for Global Startups. *Asia-Pacific Journal of Business Venturing and Entrepreneurship*, 14(6), 11-27.
- Humphery-Jenner, M., & Suchard, J. A.(2013). Foreign VCs and venture success: Evidence from China. *Journal of Corporate Finance*, 21, 16-35.
- Kaplan, S. N., Strömberg, P., & Sensoy, B. A.(2002). *How well do venture capital databases reflect actual investments?*. Available at SSRN 939073.
- Kim, Y. S.(2007). Economic policies of the UK Thatcher administration and implications. *European Studies*, 25(3), 213-235.
- Kim, Y. J.(2018). What Makes the Divergence between Cross-border VCs and Domestic VCs Persist?: in the Context of the Chinese VC industry. *Seoul Journal of Business*, 24, 1-55.

- Kim, Y., Chatterjee, C., & Higgins, M. J.(2018). *Moving beyond the valley of death: regulation and venture capital investments in early-stage biopharmaceutical firms* (No. w25202). National Bureau of Economic Research.
- Kwak, H., & Rhee, M.(2018). Comparative study of a startup ecosystem in Seoul, Korea and Chengdu, China. *Asia-Pacific Journal of Business Venturing and Entrepreneurship*, 13(5), 131-154.
- Leconte, C.(2010). *Understanding euroscepticism*. Macmillan international Higher Education.
- Li, Y., Vertinsky, I. B., & Li, J.(2014). National distances, international experience, and venture capital investment performance. *Journal of Business Venturing*, 29(4), 471-489.
- Liu, X., Lu, J., Filatotchev, I., Buck, T., & Wright, M.(2010). Returnee entrepreneurs, knowledge spillovers and innovation in high-tech firms in emerging economies. *Journal of International Business Studies*, 41(7), 1183-1197.
- Mäkelä, M. M., & Maula, M. V.(2008). Attracting cross-border venture capital: the role of a local investor. *Entrepreneurship and Regional Development*, 20(3), 237-257.
- Matusik, S. F., & Fitza, M. A.(2012). Diversification in the venture capital industry: leveraging knowledge under uncertainty. *Strategic Management Journal*, 33(4), 407-426.
- McCormack, G.(2016). US exceptionalism and UK localism? Cross-border insolvency law in comparative perspective. *Legal Studies*, 36(1), 136-162.
- Moore, C. B., Payne, G. T., Bell, R. G., & Davis, J. L.(2015). Institutional Distance and Cross-Border Venture Capital Investment Flows. *Journal of Small Business Management*, 53(2), 482-500.
- North, D. C.(1971). Institutional change and economic growth. *The Journal of Economic History*, 118-125.
- North, D. C.(1993). Institutions and credible commitment. *Journal of Institutional and Theoretical Economics*(JITE). *Zeitschrift für die gesamte Staatswissenschaft*, 11-23.
- Ozili, P. K., & Arun, T.(2020). *Spillover of COVID-19: impact on the Global Economy*. Available at SSRN 3562570.
- Park, J. H.(1997). *History of the UK: a drama of conservatism and reform*. Seoul: Maggie.
- Ramsinghani, M.(2014). *The Business of Venture Capital: Insights from Leading Practitioners on the Art of Raising a Fund, Deal Structuring, Value Creation, and Exit Strategies*. John Wiley & Sons.
- Robinson, J. A., & Acemoglu, D.(2012). *Why nations fail: The origins of power, prosperity and poverty*. London: Profile.
- Scott, S. M.(1995). *Institutions and organizations*. Thousand Oaks: SAGE Publications.
- Tan, J., Zhang, W., & Xia, J.(2008). Managing risk in a transitional environment: An exploratory study of control and incentive mechanisms of venture capital firms in China. *Journal of Small Business Management*, 46(2), 263-285.
- Tarrade, H.(2012). *Cross-Border Venture Capital Investments: Why Do Venture Capital Firms Invest at a Distance?*. Springer Science & Business Media.
- Tetlow, G., & Stojanovic, A.(2018). Understanding the economic impact of Brexit. *Institute for government*, 2-76.
- Wang, L., & Wang, S.(2011). Cross-border venture capital performance: Evidence from China. *Pacific-Basin Finance Journal*, 19(1), 71-97.
- Weingast, B. R.(1993). Constitutions as governance structures: The political foundations of secure markets. *Journal of Institutional and Theoretical Economics* (JITE)/*Zeitschrift für die gesamte*, 286-311.
- Williamson, O. E.(1979). Transaction-cost economics: the governance of contractual relations. *The journal of Law and Economics*, 22(2), 233-261.
- Wilks, S.(1996). Britain and Europe: An awkward partner or an awkward State?. *Politics*, 16(3), 159-165.
- Wright, M., Lockett, A., & Pruthi, S.(2002). Internationalization of Western venture capitalists into emerging markets: Risk assessment and information in India. *Small Business Economics*, 19(1), 13-29.
- Zook, M. A.(2004). The knowledge brokers: venture capitalists, tacit knowledge and regional development. *International Journal of Urban and Regional Research*, 28(3), 621-641.

# The Impact of the Increase in Institutional Distance on the Flow of Cross-border VC Investment: In the Context of the Adoption of Euro by European Union

Yujin Kim\*

## Abstract

This paper investigates the causal impact of the increase in institutional distance between two geographic regions on the flow of cross-border Venture Capital (VC) between the regions. While cross-border VCs are believed to have competitive advantages at identifying and managing promising startups in a local market compared to local counterparts, the discrepancy in institutional characteristics between two markets exacerbates the difficulty of credible information exchange and negotiation, significantly increasing transaction cost related to a cross-border venture capital investment. This study conducts a difference-in-difference analysis to examine the relationship between institutional distance and the flow of cross-border VC investment using the fact that the official adoption of the Euro currency by member countries of the European Union except the UK created an institutional chasm between the UK and other EU member countries. The outcomes of the analysis suggests that UK-based VCs significantly decreased the VC investment into EU-based startups and that EU-based VCs reduced the investment into UK-based startups. The results have meaningful implications for understanding the impact of the change in institutional difference on cross-border VC investment, which seems to increasingly take place with the recent trend of de-globalization and the rise of protectionism.

*KeyWords: Cross-border venture capital investment, Venture Capital(VC), institution, institutional change, European Union(EU), Euro zone*

---

\* First Author, Assistant Professor, Sogang University Business School, yseongkim@sogang.ac.kr