

# 스타트업이 벤처캐피탈을 선택할 때 영향을 미치는 주요 요소

김진수 (한양대학교 경영대학 박사과정)\*  
배태준 (한양대학교 창업융합학과 교수)\*\*  
이상명 (한양대학교 경영대학 교수)\*\*

## 국 문 요 약

벤처캐피탈과 신생 기업의 투자 관계를 다룬 기존 연구는 주로 투자자인 벤처캐피탈의 입장에서 스타트업을 선택하는데 초점을 맞추었다. 하지만 최근 벤처캐피탈 사이의 경쟁이 높아짐에 따라 기술력이 검증된 우수한 스타트업의 경우 역으로 벤처캐피탈을 선택하는 현상이 나타나고 있다. 본 연구는 스타트업이 벤처캐피탈을 선택할 경우, 벤처캐피탈과 관련된 어떤 요소가 선택에 영향을 미치는지 살펴보았다. 이를 위해 복수의 벤처캐피탈로부터 동시에 투자제의를 받은 경험이 있는 국내 스타트업을 대상으로 어떤 벤처캐피탈 회사를 최종 투자자로 택했는지 살펴보았다. 창업 초기단계(Pre-series A/Series A) 창업가 6명, 중기단계(Series B/C) 창업가 5명을 인터뷰하여 벤처캐피탈의 세 가지 요소: 1) 벤처캐피탈 명성(reputation), 2) 창업자와 투자자와의 관계(Relationship), 3) 벤처캐피탈이 제공하는 가치 증대 활동(Value adding service)이 선택에 미치는 영향력을 중심으로 연구하였다. 연구결과, 벤처캐피탈의 명성 중 투자포트폴리오는 매우 중요한 벤처캐피탈의 선정 기준이 되었다. 하지만, 벤처캐피탈의 운용기간과 펀드 운용액은 중요하지 않은 것으로 나타났다. 관계는 매우 중요한 요소로 나타났다. 마지막으로 벤처캐피탈의 가치 증대 활동에 대해서는 본 연구의 스타트업 창업자들은 중요하게 생각하지 않았다. 특히, 벤처캐피탈의 컨설팅과 모니터링은 오히려 스타트업에게 부담을 주는 요소로 작용했다. 본 연구는 투자 경쟁이 치열한 투자시장에서 벤처캐피탈의 투자 성공 확률을 높여주고, 벤처캐피탈과 스타트업 간의 상호 이해를 증진시켜 줄 수 있는 시사점을 제시한다.

핵심주제어: 벤처캐피탈, 스타트업, 투자 심사역, 투자 포트폴리오, 관계, 가치증대활동, 선정요소

## 1. 서론

스타트업이 벤처캐피탈로부터 투자를 받을 때, 투자자가 스타트업을 평가하고 선택하는 것이 일반적이다. 이유는 다름이 아니라, 신생 벤처기업의 경우 태생적인 “신생의 불리함(Stinchcombe, 1965)” 과 “자원의 제약(Baker & Nelson, 2005)”으로 인하여, 재무 자원을 가지고 있는 투자자에 비해 현저히 낮은 주도권을 가질 수밖에 없기 때문이다. 따라서 창업자는 투자자의 관심을 끌기 위해서 긍정적인 신호를 보내야 하고(Chen et al., 2009; Zott & Huy, 2007), 투자자들은 창업자들이 보낸 신호를 바탕으로 여러 가지 기준을 두고서 투자할 만한 신생 벤처기업을 평가하고 선택해왔다(Cardon et al., 2017; Dhochak & Sharma, 2015; MacMillan et al., 1985; Tyebjee & Bruno, 1984; Wells, 1974).

하지만, 최근 신생 기업이 다수의 벤처캐피탈의 투자 제의를 받고, 그 중에서 자신과 맞는 투자자를 역으로 선택하는 사례가 나타나고 있다. 예를 들어 150억원 규모의 시리즈B 투자를 받은 3차원(3D) 홀로그래피 현미경 개발 스타트업 토

모큐브는 VC들 사이에서 ‘로또’로 불렸다. 투자를 하겠다는 벤처캐피탈의 경쟁이 이어졌으나 회사 경영진이 추가 투자를 거부했다(윤희은, 2019). 비슷한 사례가 최근 연구에서도 나타났다. Smith(2001)에 의하면 그가 연구한 136개 스타트업 중 58%가 3곳 이상의 투자자로부터 제의를 받은 것으로 나타났다. 이러한 현상은 시장에서 형성되고 있는 스타트업 투자 시장의 수요와 공급에 따른 협상력(Bargaining power)의 변화에 기인한 것으로 볼 수 있다(Inderst & Müller, 2004).

첫 번째 변화는, 투자자 측면에서의 공급이 늘어나, 벤처캐피탈 업체들 사이의 경쟁이 치열해진 것이다(Hochberg et al., 2015). 미국의 경우, 지난 30년간 미국의 벤처캐피탈 수는 1991년 408개에서 2015년 1,639개로 4배가 증가했으며, 같은 기간 동안 벤처캐피탈의 투자를 받은 스타트업은 1991년 970개에서 2015년 3,743개로 증가하였다(Thomson One). 국내도, 2019년 벤처투자는 4조 2,777억원으로 2018년(3조 4,249억원) 대비 25% 증가하며 급성장하였다. 2017년 2조 3,803억원과 비

\* 주저자, 한양대학교 경영대학 박사과정, jjinsoo.kim@gmail.com

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

\*\*\* 제2저자, 한양대학교 경영대학 교수, sanglee@hanyang.ac.kr

· 투고일: 2020-09-10 · 1차수정일: 2021-01-14 · 2차수정일: 2021-02-15 · 3차수정일: 2021-02-23 · 4차수정일: 2021-04-06 · 게재확정일: 2021-04-23

교하면 1.8배 증가한 수치이다(중소벤처기업부, 2020). 뿐만 아니라, 벤처캐피탈 수도 2014년 103개에서 2019년 149개로 50%의 성장을 기록하였다(한국벤처캐피탈협회, 2020).

두 번째 변화는 유망 스타트업을 향한 “쏠림 현상”이다. 성장이 기대되고 인기 있는 산업에 위치한 스타트업(Zhang et al., 2017), 또는 고수익이 예상되는 수준 높은 스타트업의 경우 벤처캐피탈회사의 경쟁은 치열해진다(Hong et al., 2020; Sohl, 2003). 예를 들어, 미국에서 2001년과 2014년을 비교해 봤을 때, 소프트웨어(인터넷/모바일 제외) 산업에서 벤처 투자 건수는 65% 감소가 이루어졌지만, 바이오기술 분야는 동 기간 70%의 성장이 있었다.<sup>1)</sup> 뿐만 아니라 시장성이 이미 검증된 높은 수준의 기술력을 가진 소위 “스타” 스타트업에 대한 투자가 물리는 이른바 부익부 빈익빈 현상은 점점 일반화되어 가는 추세이다(남혁우, 2017). 특히, 코로나19 이후 스타트업계에 부익부 빈익빈 현상은 가속화되고 있다. 온라인을 기반으로 한 금융과 바이오/헬스케어, 쇼핑은 투자유치가 증가하고 있고, 여행과 제조업은 투자가 끊기고 있다(차현아, 2020). 학계에서도 투자 의사 결정에 있어서 스타트업의 기술력과 시장성에 따라 투자자와 신생 기업의 협상력이 달라지는 것에 주목해왔다(Hong et al., 2020).

이러한 현실을 반영하여 기존의 투자자 관점을 탈피하고, 창업자의 시각에서 투자 의사 결정시, 창업자가 투자자를 선택하는데 영향을 미치는 요소가 무엇인지를 살펴보는 연구들이 시작되었다(Drover et al., 2014; Smith, 2001; Valliere & Peterson, 2007). 이 연구 흐름은 기본적으로 두 가지 전제를 바탕으로 하고 있다. 첫째, 앞서 살펴본 바와 같이, 스타트업이 벤처 투자를 받을 수 있는 여러 가지 선택권을 가지고 있는 가능성이 있다는 것을 전제로 한다. 둘째, 스타트업과 벤처캐피탈의 매칭에 있어서, 창업자의 역할이 의미 있게 작용한다는 것을 가정하고 있다(Fu et al., 2019). 이를 통해 벤처 투자 분야에 새로운 시각을 조명함으로써, 신생 창업기업이 중요하게 생각하는 투자자의 조건에 대한 이해를 넓히는데 공헌하여 왔다. 하지만 지금까지의 대부분의 연구들은 단순하게 스타트업의 선호도에 대한 의견을 조사하거나, 컨조인트 분석<sup>2)</sup>을 바탕으로 한 가상의 실험 설계에 의존해있어서, 실제 하기 어려운 투자자 조건의 조합을 통한 창업 기업의 선호도를 살펴볼 가능성이 있으며, 현실을 정확히 반영하지 못할 수 있는 단점도 존재한다.

따라서 본 연구는 투자자를 선택할 수 있는 조건에 놓여 있는 스타트업의 경우 실제로 벤처캐피탈과 관련한 어떤 요소들이 투자자 선정에 영향을 미쳤는지 탐색한다. 이를 위해 벤처 투자 유치 시, 다수의 벤처캐피탈로부터 동시에 투자제의를 받은 경험이 있는 국내의 초기 및 중기 스타트업을 선정하고, 직접 투자자 선택에 관여했던 스타트업 창업자들을 개별 인터뷰하여, 투자자 선택에 영향을 미친 벤처캐피탈의 속

성 등을 체계적으로 도출하고자 한다. 전체적으로 본 연구는 다음의 연구문제에 답하고자 한다.

연구문제. 동시에 다수의 투자제의를 받은 스타트업이 벤처 캐피탈을 선택할 때 영향을 미치는 벤처캐피탈 관련된 요소는 무엇인가?

## II. 연구 배경

### 2.1 창업자 관점의 자금 자원 선택

스타트업 창업자는 많은 시간과 노력을 들여 자신들에게 맞는 자금 재원을 선택한다. 한 연구에 따르면, 창업자는 평균 100시간 이상을 사용하여, 주변의 조언, 업계의 평가 등 여러 정보를 종합적으로 고려하여 자금 재원을 선택한다(Smith, 2001). 창업자 관점에서 자금 재원을 선택하는데 영향을 주는 연구는 주로 (1) 성격이 다른 투자 자원사이에서 선택, (2) 벤처캐피탈 사이에서의 선택을 다루고 있다.

#### 2.1.1 다른 자원 사이의 선택

창업자 관점에서 서로 다른 투자 자원 사이에서 선택의 문제를 다루고 있는 연구는 주로 벤처캐피탈 투자와 은행 융자 사이에서의 선택(De Bettignies & Brander, 2007; Ueda, 2004) 또는 벤처캐피탈과 엔젤 투자 사이에서의 선택(Chemmanur & Chen, 2006)이다. 먼저, Ueda(2004)는 크게 두 가지 요인이 창업자로 하여금 은행 융자 대신 벤처캐피탈 투자를 선호하게 만든다고 주장하였는데, 첫째, 창업자의 아이디어를 보다 잘 이해해 줄 때, 둘째, 지적재산권이 잘 보장되어 투자자가 아이디어를 편취할 가능성이 낮은 경우에 벤처캐피탈 투자를 선택할 가능성이 높다고 보았다. De Bettignies 와 Brander(2007)는 은행 융자 방식이 훨씬 범용한 자원 조달 방식임에도 불구하고, 창업자가 벤처캐피탈 투자를 선호하게 될 때는, 투자자로부터 높은 가치의 사업적 투입을 기대하고 예상할 때라고 주장하였다.

은행과 달리 지분투자 방식인 벤처캐피탈과 엔젤투자자 사이의 선택의 문제에 대한 연구는 보다 많은 영향 요인을 제시하고 있다. Chemmanur 와 Chen(2006)은 창업자가 벤처캐피탈과 엔젤투자자 중 어느 쪽을 선택할지 결정짓는 요인은 창업자가 적극적인(Active) 투자자를 선호하는지 소극적(Passive) 투자자를 선호하는지 여부에 따라 달라진다고 분석하였다. Fairchild(2011)는 투자자의 공감 능력(Empathy)과 상호간의 신뢰(Trust), 그리고 투자자가 제공할 수 있는 가치 창출 잠재력(Value creating potential)을 주요 결정 요인으로 분석하였다. 구체적으로 창업자가 공감과 신뢰를 더욱 선호할 경우, 엔젤

1) 소프트웨어: 2001년 1,024건→ 2014년 362건; 바이오 기술 2001년 131건→ 2014년 223건(PwC, 2021)

2) 컨조인트 분석은 주요 요인들의 조합을 제시하여 고르게 하고, 어떤 조합의 요인이 선호도에 영향을 주는지 알아보는 가상의 실험 분석방법이다(Nagle & Holden, 2002)

투자자를 선택하고, 창업자가 투자자의 가치 창출 역량 및 잠재력을 선호할 경우, 벤처캐피탈 투자를 선택한다는 것이다. Schwienbacher(2007)는 창업자가 판단할 때 스타트업의 능력의 수준과 성공 가능성에 따라 창업자의 투자자 선택이 달라질 수 있다고 주장했다. 성공 가능성이 높은 스타트업의 경우 엔젤 투자를 먼저 선택하고 그 뒤에 벤처캐피탈 투자를 희망하는 순서를 취할 것으로 분석하였다.

**2.1.2 벤처캐피탈 사이의 선택**

스타트업의 자금 재원 중 벤처캐피탈은 은행 용자와 달리 지분 투자를 통해 고위험 고수익을 추구하는 주요 투자자이다(Gompers & Lerner, 2001). 또한, 벤처캐피탈은 엔젤투자자와 다르게 단순한 자금 투자 외에, 가치증대활동 (Value adding service)등을 통해 피투자 기업의 역량을 높여주는 특징을 가진다(Lerner, 2000). 벤처캐피탈만을 한정하여 창업자가 여러 벤처캐피탈 중에 어떤 특정한 기준에 의해서 벤처캐피탈을 선택하는지에 대한 연구는 Smith(2001)로부터 시작되었다고 알려져 있다. 그가 조사한 스타트업의 경우, 한 기업 당 평균 3.18개 벤처캐피탈로부터 투자 제안을 받았다고 밝혔다. 그에 따르면 창업자들은 벤처캐피탈을 선택할 때 크게 네 개의 선택 기준을 사용한다. (1) 가치평가, (2) 가치 증대 활동, (3) 벤처캐피탈의 명성, 그리고 (4) 벤처캐피탈의 특성(예, 전문 산업분야, 업력 등)이 그것이다.

Hsu(2004)는 창업자가 벤처캐피탈을 선택할 때 가장 중요한 벤처캐피탈의 속성으로 벤처캐피탈의 “명성”을 제시하였다. 구체적으로, 그는 MIT의 149개 E-lab 회사를 분석한 결과, 벤처캐피탈의 명성이 높을 경우, 해당 벤처캐피탈의 투자 제안을 선택할 확률이 그렇지 못한 벤처캐피탈에 비해 3배 이상

높아지는 것을 보였다. 벤처캐피탈의 명성은 투자한 산업 경험, 펀드 운영 금액, 그리고 펀드 운영 기간으로 측정되었다.

Valliere와 Peterson(2007)은 59명의 창업자를 대상으로 컨조인트 분석을 실시하였다. 그들은 주요 기준 요소를 7가지로 나누었고 창업자의 경험에 따라서 그 중요도가 달라지는 것을 보였다. 구체적으로 창업자가 벤처캐피탈을 선정할 때, (1) 가치평가(Valuation), (2) 계약 조건(Terms and Condition), (3) 가치 증대 활동(Value-added service), (4) 명성(Reputation), (5) 기술과 독립성(Skill&independence), (6) 개인적 적합성(Personal compatibility), (7) 계약의 수월함(Ease of deal making)의 7가지 기준을 사용한다고 제시했다. 이 중 가치평가가 가장 중요한 고려 요소로 파악되었다. 더 나아가, 창업자의 경험에 따라서 다른 요인의 중요도가 조금씩 달라졌는데, 초보 창업자의 경우는 계약 조건을, 경험있는 창업자는 개인적 적합성을 두번째 중요한 요소로 각각 선택했다.

Drover et al.(2014) 또한 컨조인트 분석을 통해 창업자가 벤처캐피탈을 선정할 때 중요하게 생각하는 요소를 파악했다. 그들은 미국의 65명의 신생기업 창업자를 대상으로 컨조인트 실험 설계를 하여, (1) 벤처캐피탈의 투자 성공여부, (2) 가치 증대 활동, (3) 벤처캐피탈의 윤리적 명성 등 크게 세 가지 요소가 창업자가 벤처캐피탈을 선택할 때 긍정적인 영향을 미치는 것으로 파악하였다.

Vaidyanathan et al.(2019)은 초기 벤처투자를 받은 140개 미국 벤처기업을 대상으로 벤처캐피탈의 요인 6개 중 중요도를 조사하였다. (1) 공정한 계약, (2) 가치평가, (3) 명성, (4) 파트너 명성, (5) 도움 기대, (6) VC의 과거 성과가 6가지 요소이다. 그 중 공정한 계약이 가장 중요한 요소로 선택되었다. 선행연구는 <표 1>에 정리 되어있다.

<표 1> 창업자의 벤처캐피탈 선택에 관한 연구

연구자	데이터 수집	표본	방법론	결과 요약(주요 요인)
Smith(2001)	서베이	136명 창업자	ANOVA test	(1)가치평가, (2)가치 증대 활동, (3)벤처캐피탈의 명성, 그리고 (4)벤처캐피탈의 특성(예, 전문 산업분야, 업력 등)
Hsu(2004)	서베이	149개 MIT E-Lab 회사	Logit regressions	벤처캐피탈 명성이 높을 경우, 투자자로 선택될 확률 3배 증가
Valliere & Peterson(2007).	실험설계	59명 창업자	컨조인트 분석	(1)가치평가, (2)계약 조건, (3)가치 증대 활동, (4)명성, (5)기술과 독립성, (6)개인적 적합성, (7)계약의 수월함
Drover, et al.,(2014)	실험설계	65명 창업자	컨조인트 분석/시나리오 실험	(1)벤처캐피탈의 투자 성공여부, (2)가치 증대 활동, (3)벤처캐피탈의 윤리적 명성
Vaidyanathan, et al.,(2019).	서베이	140명 창업자	t-test	(1)공정한 계약, (2)가치평가, (3)명성, (4)파트너 명성, (5)도움 기대, (6)VC의 과거 성과

**2.2 연구 범위 설정: 다수의 투자자로부터 제의를 받는 스타트업**

스타트업의 벤처캐피탈 선택을 연구하기 위해 본 연구는 다수의 투자자로부터 투자 제의를 받는 스타트업을 연구 대상

으로 한다. 연구 범위(Boundary Condition)를 설정 하는 이유는 다음과 같다. 첫째, 스타트업이 다수의 투자자로부터 동시에 투자 제의를 받는 경우는 학계나 업계에서 일반적으로 행해지는 과정과 절차가 생략된 경우이다. 구체적으로 벤처캐피탈의 입장에서 스타트업의 실사와 평가를 거쳐, 투자 조건을 협

의하는 일련의 과정(Tyebjee & Bruno, 1984)이 생략되고, 스타트업이 제시하는 조건에 맞는 벤처캐피탈들이 서로 투자를 유치하기 위한 경쟁을 벌이는 상황이다. 이 경우, 스타트업 입장에서 투자자 선택의 문제가 보다 분명해 진다. 기존 연구들은 비록 창업자 관점에서 선호하는 투자자의 특징을 분석하였더라도(Drover, et al., 2014), 일반적인 창업자를 대상으로 한 연구였기 때문에, 다수의 투자자가 하나의 스타트업을 두고 투자 유치 경쟁을 벌이는 상황과는 다소 거리가 있다. 후자의 경우, 스타트업 관점에서 투자자의 선택에 영향을 주는 정확한 선택 요인에 대해 정확히 알려진 바가 없다고 봐도 무방하다.<sup>3)</sup>

둘째, 동시에 다수의 투자를 제외받은 스타트업이 벤처캐피탈을 선택하는 입장에 있을 경우, 기존 연구에서 매우 중요하게 다루어졌던, 벤처캐피탈이 제시하는 “가치평가” 또는 “공정한 계약”과 같은 요소들은 유의미한 역할을 하지 못한다. 이런 현상은 현실에서 비일비재하게 발생하고 있지만 학계에서 아직 반영되지 않았다. 예를 들어, 최근 모바일 커머스 분야의 유망 스타트업에 10개가 넘는 벤처캐피탈이 투자 의향을 내비쳤는데, 투자 기회를 얻기 위해 모든 벤처캐피탈의 대표이사들이 직접 영업을 하고, 경쟁적으로 좋은 투자 조건을 제시했다는 일화는 업계에 이미 널리 회자되었다. 이들 10개 투자회사 중 2곳만 선택을 받았다. 셋째, 경쟁적으로 투자 유치 제안을 받는 스타트업으로부터 최종 투자자로 선정되기 위해서, 벤처캐피탈들은 스타트업의 환심을 사기 위해 긍정적이고 친근한 신호(signal)을 통해 소통하는 모습을 보인다. 최근 실리콘밸리에서 VR기업 오컬러스 창업자인 팔머 립키가 새롭게 시작하는 군수기술 스타트업인 안두릴(Anduril)에 투자 기회를 얻기 위해 투자자간 경쟁이 일어났고 그 중 한 벤처캐피탈 회사는 맞춤형 만화책까지 만들어 선물했다는 일화는

유명하다(Bernard, 2019). 위의 사례에서 보듯이 동시에 다수의 투자 제의를 받은 스타트업에게 선택되기 위해서는 좋은 투자 조건과 같은 정량적인 수치보다 스타트업과의 관계에 집중하는 현상이 두드러져 나타났다.

### III. 명제 도출

#### 3.1. 스타트업 관점의 벤처캐피탈 선정 요소

앞서 살펴본 바와 같이, 창업기업의 관점에서 벤처캐피탈 선택의 요소를 파악했던 선행연구들과 본 논문에서 설정한 연구범위인 “다수의 투자제의를 받은 스타트업”의 경우를 종합하여, 다음과 같은 세 가지 큰 범위의 선정 요소를 제안하고자 한다. (1) 벤처캐피탈의 명성, (2) 스타트업과 벤처캐피탈의 관계, (3) 가치 증대 활동이 그것이다. 본 연구에서 제안하는 범주에는 치열한 투자경쟁으로 인하여 결국 동일한 가치평가에서 경쟁하는 벤처캐피탈을 대상으로 하고 있기 때문에 기존 연구에서 중요하게 다루고 있는 “가치평가”가 제외되고 벤처캐피탈과의 관계가 추가되었다. 이는 앞서 설명한 바와 같이 본 연구의 범위에 기인한 것이다. 본 연구의 연구자들은 관련 범주에 속하는 구체적인 하위 범주의 내용을 각각의 선행연구들을 찾아 요약하여 <표 2>에 분류하였다. 예를 들어, 벤처캐피탈의 명성을 구성하는 하위 범주는 (1) 투자포트폴리오, (2) 회사운용기간, (3) 펀드 운용액을 선정하였다. 스타트업과 벤처캐피탈의 관계를 구성하는 하위 범주로는 (1) 후속투자(Follow-on) (2) 적합성과 소통(Fit & Communication)을 선정하였다.

<표 2> 스타트업의 벤처캐피탈 선정 요소

대분류	세부 요소	선정 기준	참고 논문
벤처캐피탈 명성	투자 포트폴리오	명성(Reputation)	Drover et al.(2014) Gompers(1996) Gompers & Lerner(1999) Hsu(2004) Kaplan & Schoar(2005) Krishnan et al.(2011) Kim & Wagman(2016) Nahata(2008) Pollock et al.(2015) Vaidyanathan et al.(2019) Valliere & Peterson(2007) Schwienbacher(2013) Sorensen(2007)
		벤처캐피탈의 윤리적 명성(Ethical Reputation of VC)	
		벤처캐피탈의 과거 투자성공(VC Prior Investment Success)	
		예상수익(Expected profits)	
		펀드 수익(VC fund returns)	
		상장시장 점유율(IPO market share)	
		큰 규모의 딜(Blockbuster deals)	
	투자 숫자(VC number of investment rounds)		
	회사 운용기간	벤처캐피탈의 회사 운용기간(VC age)	
		펀드의 운용기간(Fund age)	
펀드 운용액	높은 펀드 모금액(High normalized funds raised)		
	펀드 운용액(Asset under management)		
벤처캐피탈과의 관계	후속 투자(Follow-on)	후속투자(Follow-on Investment)	
	적합성과 소통	개인적 적합성(Personal compatibility)	
		파트너의 이사회 참여(Boards per general partner)	

<sup>3)</sup> 본 연구의 범위 설정으로 인하여 외적 타당도(external validity) 또는 일반화는 주의를 기울일 필요가 있다. 일반적인 스타트업과 벤처캐피탈 상황의 경우, 벤처캐피탈과의 협상을 통해 제시하는 가치평가가 벤처캐피탈 선정에 매우 중요하게 영향을 미치기 때문이다. 하지만 본 연구는 현실에서 점차 증가하고 있는 현상을 면밀히 분석한다는 측면에서 내적 타당도(internal validity)에 기여하고 있다.

가치 증대 활동 (Value adding service)	네트워킹	높은 산업 투자 경험(High industry deal experience)
		계약의 수월함(Ease of deal making)
	컨설팅과 모니터링	높은 네트워크 자원(High network resources rating)
		기술과 독립성(Skill and independence)
		예상되는 지원(Expected Assistance)
		관여의 정도(Length of involvement)
산업 전문성(Industry specialization)		

마지막 가치 증대 활동의 하위 구성은 (1) 네트워킹과 (2) 컨설팅과 모니터링을 포함한다. <그림 1>에 관련 내용을 정리하였다.



<그림 1> 스타트업 관점의 벤처캐피탈 선정 요소

### 3.2. 벤처캐피탈 명성

기업의 명성은 해당 기업과 관련된 종합적인 지식으로서 회사의 역량(제품과 서비스의 생산관련)에 대한 이해관계자의 평가로 구성된다(Gu & Lu, 2014; Rindova et al., 2005; 2007). 결과적으로 기업의 명성은 고객에게 제공하는 중요한 정보이고, 그 자체만으로 경쟁 우위를 제공하는 것으로 알려져 있다(Kreps & Wilson, 1982; Milgrom & Roberts, 1982; Shapiro, 1983). 특히, 투자회사와 피 투자사 간의 정보의 비대칭이 존재하는 벤처투자 분야에서 투자기관의 명성은 가치 관점에서 매우 중요한 요소로 작용하고 있다(Grinblatt & Hwang, 1989).

따라서 벤처캐피탈의 명성은 피 투자 스타트업을 성장시키는데 긍정적인 영향을 끼치는 중요한 무형자산이며 경쟁력의 원천이다. 예를 들어, 벤처캐피탈의 명성과 성공적인 투자 회수/Post-IPO 성과 간의 긍정적인 관계가 있는 것으로 알려져 있다(Krishnan, 2006, 2011; Nahata, 2008). 뿐만 아니라, 벤처캐피탈의 명성은 가치를 창조하고 자원을 끌어들이는데 긍정적인 영향을 미치므로(Stuart et al., 1999; Turban & Cable, 2003), 초기의 스타트업은 벤처캐피탈을 통한 자신의 가치를 향상시키고, 여러 필요한 자원을 확보하고자 한다. 결과적으로 높은 명성을 지닌 벤처캐피탈의 투자제안을 창업자가 선택할 가능성은 매우 높아진다(Hsu, 2004). 최근 연구에 의하면 가장 명성이 뛰어난 벤처캐피탈이 가장 유능한 스타트업에 선택된다

(Cummings & Dai, 2013).

벤처캐피탈의 명성은 여러 하위 항목을 포함하고 있다. 벤처캐피탈의 업력, 운용액, 투자 실적, 큰 규모의 투자 경력 등이 그것이다. 본 연구에서는 선행 연구를 바탕으로 벤처캐피탈의 명성을 크게 세 가지 하위 개념으로 일반화 하였다. (1) 투자 포트폴리오(Portfolio), (2)회사 운용기간 (3)펀드 운용액이다. 예를 들어, 선행연구에서 제시된 벤처캐피탈의 펀드 수익, IPO를 통한 회수, 유명한 투자는 모두 벤처캐피탈이 투자한 피투자 벤처기업의 성과를 바탕으로 하고 있으므로 투자 포트폴리오로 요약될 수 있다.

#### 3.2.1. 투자 포트폴리오(Portfolio)

벤처캐피탈이 투자한 벤처 회사의 성과가 좋을수록 벤처캐피탈의 명성은 높아진다(Chemmanur et al., 2011; Krishnan & Masulis, 2011; Lee et al., 2011; Nahata, 2008). 이를 벤처캐피탈의 “투자 포트폴리오” 요소로 지칭한다. 벤처캐피탈 펀드의 수익, 피투자 스타트업의 주식공개를 통한 수익 창출, 블록버스터라고 불리는 규모가 큰 투자의 단행 등이 벤처캐피탈 투자의 포트폴리오를 구성한다. 특히, 투자 성과가 매우 높고 규모가 큰 블록버스터 딜은 다른 펀드출자자(Limited partner)들이 해당 벤처캐피탈이 운용하는 펀드에 먼저 출자하고 싶어하는 “Grandstand<sup>4)</sup>”의 기회를 제공한다(Gompers, 1996; Lee & Wahal, 2004). 스타트업 입장에서는 자신들이 비슷한 성공을 거둘 수 있다는 희망으로 투자 포트폴리오가 좋은 벤처캐피탈의 투자를 받기를 원한다. 따라서, 우수한 스타트업에 투자한 포트폴리오는 벤처캐피탈, 투자자, 스타트업간의 벤처캐피탈 명성을 증대시키는데 영향을 미친다(Pollock et al., 2015).

**명제 1a: 다수의 투자제의를 받은 스타트업은 우수한 투자 포트폴리오를 가진 벤처캐피탈을 선택할 것이다.**

#### 3.2.2. 회사 운용기간(VC업력)

벤처캐피탈의 명성을 구성하는 다른 하위 항목은 바로 벤처캐피탈의 운용기간이다. 벤처캐피탈이 공동 투자 등을 위한 양질의 네트워크에 접근하기 위해서는 필수적으로 경력을 쌓는 것이 필요하다(Fund et al., 2008; Rindova et al., 2007). 성공적인 경력을 쌓기 위한 첫째 조건은 어느 정도 운용기간이 되어야 한다. 벤처캐피탈의 운용기간이 증가하면, 벤처캐피탈은 더 성공적인 투자에 접근하여 점차 높은 지위를 유지할

4) 먼저 출자할 수 있는 기회

수 있고, 그 결과 명성을 강화할 수 있다(Benjamin & Podolny, 1999; Fund et al., 2008; Sørensen, 2007). 다시 말해, 안정적인 운용기간이 길어질수록 벤처캐피탈의 지위는 안정화되고 명성도 유지된다(Gould, 2002; Sauder et al., 2012). 스타트업 관점에서, 벤처캐피탈의 운용기간이 길다는 것은, 투자 성공의 가능성을 높일 수 있는 경험과 전문성을 지니고 있다는 간접 증거로 활용된다(Lee & Wahal, 2004).

**명제 1b: 다수의 투자제의를 받은 스타트업은 벤처캐피탈 운용기간이 긴 벤처캐피탈을 선택할 것이다.**

**3.2.3. 펀드 운용액(Capital under management)**

벤처캐피탈의 명성을 구성하는 마지막 하위 항목은 벤처캐피탈의 운용액이다. 운용액은 벤처캐피탈이 관리하는 펀드의 자금 규모를 일컫는다. 일반적으로 벤처캐피탈의 투자 관리 능력에 따라 펀드 운용액의 크기가 결정된다. 따라서 펀드 운용액이 큰 벤처캐피탈이 작은 운용액의 벤처캐피탈보다 더 좋은 명성을 가진다(Gompers & Lerner, 1999). 대표적으로 벤처캐피탈 명성을 측정하는 LPJ Index에서는 벤처캐피탈의 명성을 측정하기 위해 5년간 평균 펀드 운용액을 사용한다. 따라서 스타트업 관점에서 벤처캐피탈의 펀드 운용액의 크기가 벤처캐피탈을 선택하는데 긍정적인 영향을 미칠 것으로 예상할 수 있다(Hsu, 2004).

**명제 1c: 다수의 투자제의를 받은 스타트업은 펀드 운용액이 큰 벤처캐피탈을 선택할 것이다.**

**3.3. 벤처캐피탈과의 관계(Relationship)**

스타트업 관점에서 벤처캐피탈과의 관계는 매우 중요한 고려 요소이다. 기본적으로 서로간의 관계가 스타트업의 성공에 중요한 영향을 미치기 때문이다(Cable & Shane, 1997; Sapienza & Korsgard, 1996; Steier & Greenwood, 1995; Timmons & Bygrave, 1986). 예를 들어, 벤처 투자분야에서 투자자와 피투자자와의 관계에 갈등이 생길 경우, 성과가 부정적으로 나타났다(Higashide & Birley, 2002).

전통적으로 벤처캐피탈과 벤처기업의 관계는 투자자인 벤처캐피탈을 주인(Principle)으로 피투자자인 벤처기업을 대리인(Agency)로 규정하고, 대리인 위험(Agency Risk)에 초점을 맞추었다(Arthurs & Busenitz, 2003; Fiet, 1995). 대리인의 위험은 대리인이 자기 효용 극대화(Utility maximizing)를 추구하면서 나타나는 기회주의 행동을 일컫는다. 예를 들어 스타트업의 창업자는 벤처투자를 회사의 성장에 이용하는 것이 아니라, 사치와 허세를 부리는데 사용하거나, 투자를 받고 난 이후, 노력을 기울이지 않는 등의 행동을 할 위험이 있다고 보는 것이다. 하지만 최근에는 피투자자와 벤처캐피탈의 관계를 일방적으로 주인-대리인의 관계로 한정하기 보다는, 양쪽 모두

자기 이익을 우선으로 추구하고, 정보가 비대칭적인 성격을 지니고 있으므로, 이중 도덕적 해이(Double sided moral hazard)의 가능성을 염두 해야 한다는 의견이 시작되었다(Fu et al., 2019). 다시 말해, 벤처캐피탈도 피투자자 입장에서 대리인이 될 수 있다는 뜻이다.

따라서, 스타트업 창업자 입장에서 향후 기회주의적 행동을 최소화 할 수 있는 벤처캐피탈로부터 투자를 유치하는 것이 합리적일 것이다. 이런 관점에서 벤처캐피탈의 (1) 후속 투자 의지와 (2) 적합성 및 소통능력은 벤처캐피탈의 잠재적 대리인 위험을 낮출 수 있는 신호(Signal)로 작용하여, 벤처캐피탈 선택에 긍정적인 요소가 될 것으로 예상된다.

**3.3.1. 후속 투자(Follow-on investment)**

벤처캐피탈과 관계를 구성하는 첫 번째 하위 항목은 후속투자다. 후속 투자는 기존 투자자가 다음 라운드에 다시 투자하는 것을 뜻한다. Tennert et al.(2018)에 따르면 후속 투자는 벤처캐피탈 투자의 중요한 부분이다. 스타트업의 사업에 대한 평가는 정리된 사업계획이 아닌, 무형자산(창업자의 트랙레코드 등)을 기본으로 한다. 그래서 벤처캐피탈은 투자 위험을 조절하고 창업자에게 동기부여를 위해 후속투자를 활용한다.

벤처캐피탈의 후속 투자 가능성은 스타트업에게 시장에서 더 많은 자금을 모을 수 있는 가능성을 높이는 시그널을 준다(Dorobantu, 2006). 뿐만 아니라, 기존 투자자는 회사의 수익성 및 성장성에 대한 정보 접근성이 좋기 때문에 다른 신규 투자자들에게 더 좋은 시그널을 보내 더 많은 공동 투자자들의 참여를 이끌어낸다(Cumming, 2005; Ferrary, 2010). 후속 투자는 위험을 최소화하는 안전 투자를 해왔다는 증거이기도 하며, 다음 투자에서는 더 많은 투자금을 준비할 수 있다는 뜻을 내포하기도 한다(Mason & Harrison, 2002). Kim & Wagman(2016)은 기존 투자자의 후속투자 참여는 외부 투자자에게 벤처기업의 성공 가능성에 대한 믿음을 시장에 제공한다. 기존 투자자가 후속투자를 하지 않는 불확실성은 “시그널링 효과”를 통해 외부 투자자의 참여를 불투명하게 하고 또는 벤처기업의 기업가치를 낮추는 다운 라운드를 만든다고 한다. 따라서 벤처캐피탈의 후속 투자 여부 (가능성)는 스타트업이 벤처캐피탈을 선택하는데 주요한 요소가 될 것으로 예상된다.

**명제 2a: 다수의 투자제의를 받은 스타트업은 후속 투자 가능성이 큰 벤처캐피탈을 선택할 것이다.**

**3.3.2. 적합성과 소통(Fit & Communication)**

벤처캐피탈과의 관계를 형성하는 다음 하위 항목은 적합성과 소통이다. 일반적으로 상대와의 적합성이 잘 맞으면, 서로간의 관계를 좋게 하고 이를 통해 믿음을 증대시킨다(Creed et al., 1996; Madhok, 1995; McAllister, 1995; Zucker, 1986). 적합성은 연구자에 따라 다양한 개념으로 정의되고 있으나(박원

우·고수경, 2006), 본 연구의 맥락에서는 요구-공급 적합성 (need-supply fit)의 개념이 바람직해 보인다(Kristof, 1996). 요구-공급 적합성에 비추어보면, 스타트업이 요구하는 것을 벤처캐피탈이 잘 충족시켜주었을 때 적합성이 발생하게 된다는 것으로 이해될 수 있다. 따라서 창업자는 자기와 적합성이 잘 맞고 더 적합성을 맞추려고 노력하는 벤처캐피탈을 선택함으로써 벤처캐피탈의 믿음과 관계를 증대시킬 수 있다(Shepherd & Zacharakis, 2001). 상호간의 믿음은 적합성 이외에도 충분한 소통으로 증가하게 된다(Das & Teng, 1998; Folger & Konovsky, 1989; Konovsky & Cropanzano, 1991; Larson, 1992; Thomas & Trevion, 1993; Whitener et al., 1998). 소통은 또한 상대방의 믿음을 평가할 수 있는 프로세스를 빠르게 한다(Creed et al., 1996). 스타트업과 벤처캐피탈의 관계에서도 소통의 중요성이 강조되어 왔다. 예를 들어, 마음이 열린 잦은 대화는 스타트업의 벤처캐피탈에 대한 협력의 믿음을 증가하게 한다(Shepherd & Zacharakis, 2001). 이와 같은 이유로, 적합성과 소통은 스타트업이 벤처캐피탈을 선택함에 있어, 중요하게 고려되는 요인으로 간주될 가능성이 높다.

**명제 2b:** 다수의 투자제의를 받은 스타트업은 적합성이 크고 소통이 잘 되는 벤처캐피탈을 선택할 것이다.

### 3.4. 가치 증대 활동(Value adding service)

신생 벤처의 창업자는 벤처캐피탈로부터 단순히 재무적 지원만을 얻고자 하는 것이 아니다. 벤처캐피탈로부터 네트워크(Ferrary & Granovetter, 2009; Saetre, 2003) 및 여러 가지 도움을 기대한다(Mason & Harrison, 2002). 구체적으로, 벤처캐피탈들은 스타트업에 투자하는 동안 성장에 도움이 되는 전략 기획, 인력채용 및 보상 지원, 네트워크(은행, 공급자, 고객 등) 제공, 운영기획의 경험 등을 제공한다(Gompers & Lerner, 1998; Gorman & Sahlman, 1989; Sahlman, 1990; Sapienza & Korsgaard, 1996; Sørensen, 2007). 이를 “가치 증대 활동”이라고 한다. 벤처캐피탈이 제공하는 이러한 가치 증대 활동은 스타트업의 성장에 큰 역할을 한다(Globe, 2000). 스타트업 또한 이러한 활동을 벤처캐피탈의 핵심 요소라고 판단한다. 예를 들어, Arrowpoint Communications<sup>5)</sup>의 대표인 Louis Volpe는 “돈은 다 똑같은 돈이다. 다만, 그들로부터 어떠한 추가적인 가치를 얻을 것인가? 우리는 벤처캐피탈 Matrix Partners<sup>6)</sup>로부터 경험 있는 전문가와 통신관련 좋은 네트워크를 얻을 수 있었다”라고 했다. 이와 같이 벤처캐피탈이 제공하는 가치증대 활동은 스타트업이 벤처캐피탈을 선택하는 주요 선정 요소가 된다. 본 연구에서는 가치 증대 활동을 구성하는 두 개의 하위 항목을 선정하였다. (1) 네트워킹과 (2) 컨설팅 및 모니터링이 그것이다.

#### 3.4.1. 네트워킹(Networking)

벤처캐피탈이 제공하는 네트워크는 스타트업이 기대할 수 있는 대표적인 가치 증대 활동이다. 네트워킹에는 크게 두 가지 형태가 있다. 첫 번째는 운영 네트워크이다(Granz et al., 2020). 스타트업이 처음 시작할 때 검정할 만한 기록이 없기 때문에 기본적으로 다른 기업 및 고객과 파트너 관계를 맺기 매우 취약하다. 이를 “생소함의 어려움(Liability of alienness)”라고 일컫는다(Burgel et al., 2001). 이때, 벤처캐피탈은 보유하고 있는 운영상의 네트워크를 이용하여 신생 기업에게 파트너를 소개시켜 주고, 판매처를 연결시켜주며, 마케팅 채널 등을 소개하는 등, 스타트업이 성장할 수 있는 발판을 마련해 준다(Perry, 1988). 두 번째는 자금 네트워크이다(Granz et al., 2020). 벤처캐피탈은 다른 투자자들을 연결하여, 스타트업이 다음 라운드에 투자를 받을 수 있도록 하여 자금 제약을 해결하는 역할을 한다(Gorman & Sahlman, 1989). 스타트업이 벤처캐피탈을 선택할 때 네트워크의 질과 크기가 중요한 판단 기준으로 작용할 것으로 예상된다.

**명제 3a:** 다수의 투자제의를 받은 스타트업은 네트워킹 역량이 큰 벤처캐피탈을 선택할 것이다.

#### 3.4.2. 컨설팅과 모니터링(Consulting & Monitoring)

벤처캐피탈이 제공하는 가치 증대 활동의 다른 하위 항목은 바로 컨설팅과 모니터링이다. 먼저, 벤처캐피탈은 컨설턴트와 같은 역할을 한다(Fried & Hisrich, 1995). 예를 들어, 벤처캐피탈은 재무 자원 조달 이외에도, 기업의 체휴/인수와 같은 일상적이지 않은 전략 활동에도 조언을 하며, 경영진 선발에 관여하고, 이사회 멤버로 참여하기도 한다. 또한, 벤처캐피탈 투자 심사역은 높은 지식을 가진 전문가로 마치 컨설턴트처럼 사업에 대한 일반적인 지식과 경험을 제공한다.

다음으로 벤처캐피탈은 계약 기간 동안 모니터링 활동도 수행한다. 모니터링은 두 가지 측면에서 표현된다. 하나는 벤처캐피탈은 사업계획의 목표를 제대로 달성했는지 압력을 가하는 것이다(Rosenstein, 1988). 두 번째는 경영진에 대한 평가와 교체를 할 수 있다. 투자 심사역에 따르면 “투자심사역의 일은 회사가 잘 운영되는지 확인하고, 잘 운영되지 않을 때 그 문제를 해결하는 것이다”라고 말한다(Fried & Hisrich, 1995). 위와 같은 컨설팅과 모니터링 활동은 벤처캐피탈의 주요 요소로서 스타트업이 벤처캐피탈을 선택할 때 주요 고려사항이 될 것이다.

**명제 3b:** 다수의 투자제의를 받은 스타트업은 컨설팅과 모니터링 역량이 큰 벤처캐피탈을 선택할 것이다.

5) 미국 IT스타트업으로 2004년에 시스코에 인수됨

6) 미국과 인도에서 초기 스타트업에 투자하는 벤처캐피탈

## IV. 연구방법

### 4.1. 연구 분석 및 절차

다수의 투자 제의를 받은 스타트업이 벤처캐피탈을 선택한 사례는 신문에서 단발적인 기사 형식으로 나오고 있는 정도로 최근에는 부상하고 있는 초기 주제이다. 따라서 현 단계에서 정량적이고 분석적인 접근보다는 이론 형성에 필요한 통찰력을 얻는 것이 중요하다. 본 연구에서는 사례 연구를 통해 스타트업이 벤처캐피탈을 선택하는 각 사건들의 “이유(Why)”와 “모습(How)”을 밝혀내고자 하였다(Yin, 1984).

사례의 분석과정에서는 Mintzberg & Waters(1982)의 단계적인 방법과 Sutton(1987)의 분석방법을 병행하여 진행하였다. 단계적이라 함은 정보 수집→주요 사건 구분→사건 심층 분석→이론 형성의 단계를 거침을 의미하여, Sutton(1987)의 분석방법은 사례분석과 이론적 고찰을 반복적으로 실시하며 연구 모형을 바로 잡아가는 과정을 의미한다. 본 연구는 이론적 고찰과 인터뷰를 반복적으로 진행하였으며, 그 후에 주요 사건을 심층 분석하였다.

본 연구는 타당성 및 신뢰성을 확보하기 위해 노력하였으며, 사례연구에서 도출된 의사결정 상황에서 다양한 타당성 확보 전략을 추진하였다. 우선 복수의 벤처캐피탈 투자 심사역을 통해 투자 자금 모집 시 경쟁이 있었던 회사 및 각 분야에서 괄목할 만한 성과를 내고 있는 스타트업을 추천 받았다.

또한, 복수의 벤처캐피탈 투자 심사역에게 경쟁 시 상황에 대한 내용을 창업자와 양방향으로 체크를 하여 타당성 확보를 위해 노력하였다. 이러한 노력을 통해 사례 연구의 한계를 극복하고 논리적 일관성을 확보하려고 하였다.

### 4.2. 연구대상

벤처캐피탈의 투자 경쟁이 치열했던 유망한 스타트업을 대상으로 하였다. 구체적으로 중소벤처기업부와 한국벤처캐피탈협회, 한국엔젤크투자협회가 발표한 자료에 따르면, 2018년 1,399개, 2019년 1,608개 스타트업에 벤처캐피탈이 투자하였다. 이 중 많은 벤처캐피탈의 경쟁이 치열했던 11개 스타트업을 추적하여 임의로 선택하였다. 임의 방법으로 선택된 사례는 정보와 신뢰도가 낮다고 의심할 수 있으나, 이는 복수 사례를 활용하여 정보 및 신뢰도의 감소를 낮추고 시간, 비용, 노력을 절감할 수 있다(Paré, 2004).

선택된 11개의 스타트업 사례를 분석하는 것이 모든 스타트업의 특성을 일반화 하는데 한계가 있으나, 스타트업의 벤처캐피탈 선정에 관한 선행연구가 없는 실정임을 감안하여, 11개의 스타트업 사례를 분석함으로써 스타트업의 벤처캐피탈 선정 요소를 탐색하고 그 결과가 일관성을 가지는지 확인하였다. Yin(2018)에 따르면, 사례 연구는 이론적 명제를 일반화하는 것이지, 모집단 전체를 일반화하는 것은 아니다.

연구 표본은 질적 사례연구를 위해 창업 초기단계(Pre-Series A, Series A) 창업가 6명, 중기단계(Series B/C) 창업가 5명을 인터뷰했다. 면접은 2020년 1월 21일부터 8월 7일까지 각 한 차례씩 개별면접(Person-to-person interview)을 실시하였다. 본 연구의 표본은 각 투자단계에서 벤처캐피탈의 경쟁이 치열했던 Pre-Series A기업(T(a), S), Series A 기업(G, F, H, T(b)), Series B 기업(B(a), B(b), N(a)), Series C 기업(L, N(b)) 총 11개 스타트업이다. 본 연구의 사례연구를 위한 스타트업을 정리하면 <표 3>과 같다.

<표 3> 인터뷰 대상 개요

기업	기업	투자단계	입력	분야	투자금액/밸류	인터뷰대상	투자경쟁상황(신규투자자만)
초기	T(a) Company	Pre A	2년	모바일	10억원/80억원	CEO	3개 투자회사 중 1개 선택
	S Company	Pre A	2년	AI	20억원/120억원	CEO	3개 투자회사 중 2개 선택
	G Company	Series A	2년	모바일	40억원/240억원	CEO	10개 투자회사 중 2개 선택
	F Company	Series A	5년	핀테크	40억원/160억원	CEO	3개 투자회사 중 2개 선택
	H Company	Series A	5년	모바일	20억원/130억원	CEO	5개 투자회사 중 2개 선택
	T(b) Company	Series A	5년	로봇	40억원/440억원	CEO	4개 투자회사 중 3개 선택
중기	B(a) Company	Series B	9년	모바일	40억원/840억원	CEO	3개 투자회사 중 2개 선택
	B(b) Company	Series B	6년	AI	100억원/400억원	CEO	6개 투자회사 중 2개 선택
	N(a) Company	Series B	5년	바이오	100억원/300억원	CFO	7개 투자회사 중 5개 선택
	L Company	Series C	7년	AI	300억원/2,900억원	CFO	5개 투자회사 중 3개 선택
	N(b) Company	Series C	7년	로봇	170억원/600억원	CEO	6개 투자회사 중 5개 선택

\* L Company의 투자회사 1곳(자산운용회사)을 제외하고는 전부 창업투자회사/신기술금융회사(펀드 운영 및 투자)가 투자 경쟁하였음

## V. 연구결과

### 5.1. 벤처캐피탈의 명성

우선, 스타트업이 벤처캐피탈을 선정하는 요소 중 벤처캐피탈의 명성 관련 중요도를 파악하였다. 스타트업 11개의 벤처캐피탈 선정 요소를 발굴하기 위해 벤처캐피탈의 명성 관련 세부요소의 중요도를 매우 중요, 중요, 중요하지 않음의 3단계로 분류했으며 결과는 <표 4>, <표 5>와 같다.

<표 4> 벤처캐피탈 명성관련 세부요소 중요도

기업	포트폴리오	회사기간	운용액규모
T(a) Company	중요	중요 안함	중요 안함
S Company	매우 중요	중요 안함	중요 안함
G Company	매우 중요	중요 안함	중요
F Company	중요	중요 안함	중요
H Company	중요	중요 안함	중요
T(b) Company	중요	중요 안함	중요 안함
B(a) Company	중요	중요 안함	중요 안함
B(b) Company	매우 중요	중요 안함	중요 안함
N(a) Company	중요	중요 안함	중요 안함
L Company	매우 중요	중요 안함	중요 안함
N(b) Company	매우 중요	중요 안함	중요 안함

<표 5> 벤처캐피탈 명성 관련 인터뷰 내용

구분	주요 인터뷰 내용
포트폴리오	G: 투자회사는 포트폴리오가 즉 명성임. S: B2B SaaS를 투자하여 성장한 경험이 많은 회사를 선호함. L: 우리와 같은 업종에서 좋은 포트폴리오를 가지고 있는 것이 중요함. 투자회사의 전문성에 도움을 받을 수 있음. 좋은 명성을 가진 투자회사에 투자를 받으면 외부의 인식이 좋아짐. 또한, 회사의 성공사례가 많고 이러한 노하우를 우리에게 전달해 줄 수 있을 것이라 생각됨. B(a): 좋은 투자회사에 투자를 받는 것은 대학입시의 서울대를 가는 것과 같은 효과를 가짐. 좋은 투자회사에 투자를 받으면 외부인식 및 향후 투자유치에 도움이 된다고 생각함. 사람들이 좋은 차를 타려는 심리와 비슷함.
회사운영기간	G: 회사의 역사가 길다고 해서 좋은 문화를 가지고 있다고 생각하지 않음. H: 신생회사라고 해도 심사역이 좋으면 괜찮음.
펀드 운용액	S: 초기단계에서는 투자회사의 운용규모가 중요하지 않음. H: 운용규모는 향후 큰 금액을 투자유치 받을 때 중요할 것 같음. N(b): 벤처캐피탈 운용 규모에 대해서 알지 못함.

#### 5.1.1. 우수한 투자 포트폴리오: 명제 1a 검증

우선, 인터뷰에 따르면 투자 포트폴리오는 매우 중요 5개, 중요 6개의 답변으로, 매우 중요한 스타트업의 벤처캐피탈 선정 요소인 것으로 나타났다. 좋은 포트폴리오를 가진 벤처캐피탈에 투자를 받는 것으로 외부의 인식 및 향후 투자에서도 많은 이점을 가질 것으로 생각했다. 또한, 좋은 포트폴리오를 가진 벤처캐피탈에 투자받는 것만으로도 그들의 명성을 통해 스타트업의 사회적 지위가 인증 되는 효과를 가진다고 생각

했다. “서울대에 입학하는 것과 같은 효과를 가진다.”라고 이야기하는 창업자도 있었다. 또한, 유니콘(회사가치 1조원 이상의 비상장회사) 회사에 투자한 벤처캐피탈에 투자를 받으면, 향후 유니콘 회사로 성장을 할 수 있다는 희망을 갖게 한다고도 표현했다. 따라서 우수한 투자 포트폴리오가 벤처캐피탈 선택에 긍정적인 영향을 미칠 것이라는 명제가 검증되었다.

#### 5.1.2. 회사의 운용기간: 명제 1b 검증

그러나 명성의 중요한 요소로 연구되었던 회사의 운용기간은 모든 창업자가 중요하지 않은 요소로 대답함으로써 전혀 중요하지 않은 것으로 나타났다. 오히려 회사의 운용기간이 길다는 것이 향후 사후관리에서 매우 보수적인 접근으로 힘들게 만들 것 같다는 의견도 있었다. 짧은 신생 벤처캐피탈이라 할지라도 투자 심사역의 실력과 포트폴리오가 좋다면 오래된 벤처캐피탈 보다 더 우선하여 선정할 수 있다고 밝혔다.

#### 5.1.3. 펀드 운용액 규모: 명제 1c 검증

또한, 벤처캐피탈의 규모를 나타내는 펀드 운용액 규모도 중요 3개, 중요하지 않음 8개로 대답함으로써 중요한 고려 요소로 생각되지 않았다. 향후 후속 투자를 위해서 큰 운용액이 중요하다고 하는 창업자들도 일부 존재했지만, 펀드 운용액 규모 관련 정보를 알기가 어렵다는 의견이 다수였다.

종합하면, 벤처캐피탈의 명성과 관련된 명제 중, 벤처캐피탈이 보유한 우수한 포트폴리오만이 스타트업이 중요하게 생각하게 생각하는 요소인 것으로 나타났다.

### 5.2. 벤처캐피탈과의 관계

본 명제의 검증을 위해 벤처캐피탈과의 관계의 중요도를 분석했다. 결과는 <표 6>에, 관련 인터뷰 내용은 <표 7>과 같다.

<표 6> 관계 관련 세부요소 중요도

기업	후속 투자	적합성과 소통
T(a) Company	매우 중요	중요
S Company	매우 중요	매우 중요
G Company	중요	매우 중요
F Company	매우 중요	중요
H Company	매우 중요	매우 중요
T(b) Company	중요	매우 중요
B(a) Company	중요	매우 중요
B(b) Company	매우 중요	중요
N(a) Company	중요	중요 안함
L Company	매우 중요	매우 중요
N(b) Company	매우 중요	매우 중요

<표 7> 관계 관련 인터뷰 내용

구분	주요 인터뷰 내용
후속 투자	F: 기존 주주의 후속 투자는 다음 투자 라운드의 성공여부에 많은 영향을 줌. S: 기존 투자자가 후속 투자를 하지 않는 것은 다른 투자자에게 나쁜 시그널을 제공. 후속 투자는 다음라운드 자금 모집시 일부자금을 먼저 확보하고 가기 때문에 투자금 모집이 훨씬 더 쉬움. T(b): 잘 성장하는 회사는 자체실적만으로도 신규 투자유치가 가능할 것으로 보기 때문에 중요하지 않음. 우리가 잘하는 것이 중요하지 투자사에 의존하고 싶지 않음.
적합성과 소통	G: 초기단계일수록 적극적인 태도를 가진 친밀한 분에게 마음이 갈 수밖에 없음. 후기로 가면 점점 더 냉정해 질 것 같음. F: 투자 의사결정시 태도는 플러스요인이지만 메인 요소는 아님. 투자이후에는 가장 중요한 요소로 변함. L: 투자 이후에 소통이 중요하기 때문에 우리와 맞는 투자자인지를 중요하게 봄. B(a): 지속적인 관계이기 때문에 투자 심사역과의 인간관계가 매우 중요함. T(b): 투자 심사역과는 비즈니스 관계가 아니라 인간관계임.

**5.2.1. 후속 투자: 명제 2a 검증**

관계를 구성하는 후속 투자의 경우, 매우 중요 7개, 중요 4개로 매우 중요한 벤처캐피탈의 선정요소인 것으로 나타났다. 후속 투자는 다음 라운드의 성공여부와 매우 밀접한 관련이 있다고 느끼고 있었고, 기존 투자자들이 후속투자를 하는 것이 다른 신규 투자자들의 투자결정을 유도하는 매우 중요한 요소로 생각했다. 후속 투자를 하는 것은 벤처캐피탈과 창업자 간 무한의 신뢰 관계를 보여주는 중요한 요소로 생각했다.

**5.2.2. 적합성과 소통: 명제 2b 검증**

적합성과 소통(Fit&Communication) 또한, 중요한 선정 요소인 것으로 나타났다. 창업자들은 적합성과 소통을 매우 중요 7개, 중요3개, 중요하지 않음 1개로 대답했다. 중요하게 생각하는 다수는 벤처캐피탈 회사뿐만 아니라 담당 투자심사역과의 관계는 비즈니스 관계이기보다는 인간관계로 생각하기 때문에 자기 자신과 잘 맞는 친밀감과 소통을 중요하게 생각했다. 투자 후 사후 관리 시 적합성과 소통을 통해 좋은 벤처캐피탈은 회사의 발전을 위해 더 좋은 의사결정을 지원해줄 수 있을 것으로 생각했다. 특히, 초기 스타트업의 경우, 적합성과 소통을 상대적으로 더 중요하게 생각하는 것으로 나타났다. 초기 스타트업의 경우 벤처캐피탈 회사 자체 보다는 투자를 담당하는 투자 심사역과의 관계를 더 우선시 하는 것으로 나타났다.

따라서 다수의 투자제의를 받은 스타트업의 경우 벤처캐피탈과의 관계가 선택의 중요 요소가 될 것이라는 두 번째 명제는 “후속투자” 와 “적합성과 소통” 모두 참일 가능성이 높은 것으로 나타났다.

**5.3. 벤처캐피탈의 가치 증대 활동**

다음으로 마지막 명제인 벤처캐피탈의 가치 증대 활동이 선택에 있어 유의미한 영향을 끼칠 것 이라는 명제를 검증하기 위해, 벤처캐피탈이 가지는 가치 증대 활동의 중요도를 인터뷰를 통해 파악하였다. 결과는 <표 8>과 <표 9>에 요약하였다.

<표 8> 가치 증대 활동 관련 세부요소 중요도

기업	네트워킹	컨설팅과 모니터링
T(a) Company	중요	중요 안함
S Company	중요 안함	중요 안함
G Company	중요 안함	중요 안함
F Company	중요 안함	중요 안함
H Company	중요	중요 안함
T(b) Company	중요 안함	중요 안함
B(a) Company	중요 안함	중요 안함
B(b) Company	중요 안함	중요 안함
N(a) Company	중요 안함	중요 안함
L Company	중요	중요 안함
N(b) Company	중요 안함	중요 안함

<표 9> 가치 증대 활동 관련 인터뷰 내용

구분	주요 인터뷰 내용
네트워킹	T: 투자자의 네트워크를 통한 소개는 타 투자자에게 신뢰를 주기 때문에 중요. 우리에게 투자한 투자자가 이름 있는 투자자일 수록 효과 큼. L : 투자단계마다 다를 것 같음. 초기에는 정말 네트워크가 없기 때문에 도움을 받을 수 있는 부분이 있음. H : 해외 투자자 유치를 할 수 있게 만드는 네트워크는 중요함. 큰 회사로 크기 위해서는 해외 투자자 유치를 할 수 있는 네트워크가 필수. B(b): 전혀 인종요함. 네트워크 이런 것은 실질적인 효과는 없고 오히려 어떻게 거절해야 될지 고민하는 경우가 많음.
컨설팅과 모니터링	G: 투자자의 밸류업(가치 증대)은 어렵다고 생각함. 서비스에 대한 밸류업은 어려우나, 경영 관련 밸류업은 도움이 됨. S: 훌륭한 심사역은 가만히 있으면서 지원을 많이 해주는 심사역임. B(a): 경험하기 전에는 밸류업이 가장 큰 것같이 느껴지지만, 경험 후에는 밸류업은 막연한 환상 같은 것이라고 생각함. T(b): 투자사가 밸류업 해주는 것은 한계가 있음. 기업은 스스로 발전해야 한다고 생각함. L: 후기로 갈수록 심사역의 가치 증대 역량은 중요하지 않음. N(b): 성장은 회사가 해야지, 투자사가 대신 해줄 수 없음.

**5.3.1. 네트워킹: 명제 3a 검증**

네트워킹의 경우, 중요 3개, 중요하지 않음 8개로 중요 요소로 고려되지 않는 것으로 파악됐다. 투자 관련 네트워크는 타 투자자에게 신뢰도를 제공하기 때문에 긍정적인 효과를 주지만, 그 외 경영관련 네트워크는 오히려 부담으로 느끼고 효과도 없는 것으로 생각했다. 어떻게 거절해야 하나를 고민하는 창업자도 다수 존재했다.

### 5.3.2. 컨설팅과 모니터링: 명제 3b 검증

벤처캐피탈이 생각하기에 중요한 가치증대활동이라고 생각하는 컨설팅과 모니터링은 모든 스타트업이 중요하지 않은 선정 요소로 밝혔다. 회사에 대해 가장 많은 고민과 잘 아는 사람은 창업자이기 때문에 문제는 창업자가 풀어야 한다는 대답이 다수였다. 오히려 벤처캐피탈에 기대하는 것은 컨설팅과 모니터링이 아니고, 전폭적인 응원과 공감을 더 중요하게 생각하는 것으로 나타났다.

예상과 다르게 벤처캐피탈이 제공하는 가치 증대 활동은 다수의 투자 제의를 받은 스타트업의 경우, 중요한 선택의 요소가 아닐 가능성이 높은 것으로 드러났다.

## VI. 결론

과거의 국내 벤처캐피탈은 정부의 보조금과 지원을 통하여 경쟁력이 부족하지만 시장에서 생존이 가능하였으나, 정부의 정책 방향이 자율과 경쟁의 시장논리로 점차 바뀌면서 경쟁력 확보를 위한 인적자원 확보, 지식과 기술 경쟁력 강화 등의 투자활동을 수행해야 할 필요가 증가하고 있다(이주현, 2007). 특히, 과거의 한정된 벤처캐피탈의 자금으로 다수의 스타트업을 고르는 투자환경과는 다르게 최근에는 시중의 벤처 투자를 위한 자금이 매우 증가한 상황에서 오히려 스타트업이 벤처캐피탈을 고르는 바뀐 환경으로 변화하고 있다. 투자자가 스타트업을 선택 하는 투자자 중심의 시장에서 스타트업이 선택을 하는 스타트업 중심의 시장으로 변화하고 있는 것이다. 하지만, 기존의 벤처캐피탈 중심 연구는 이러한 변화된 트렌드를 반영하지 못하고 있다. 따라서 변화된 투자 환경에서 창업자가 벤처캐피탈을 선택하게 될 때 영향을 미치는 벤처캐피탈 관련 요소가 무엇인지에 대한 연구가 필요한 시점이다.

본 연구를 통해 다수의 투자 제의를 받은 스타트업이 벤처캐피탈을 선택할 때, 중요한 것으로 판단되는 요인을 선행연구를 통해 탐색하고 명제를 도출하였으며, 11개 스타트업을 선정하여 도출된 명제를 검증하였다. 구체적으로 벤처캐피탈의 명성, 관계, 가치 증대 활동에 대해 각각 명제를 도출하였다. 그 후, 관련 명제를 검증함으로써 벤처캐피탈 선택 세부 요인에 대한 중요도와 각각의 요소를 도출하였다.

첫째, 다수의 투자 제의를 받은 스타트업의 벤처캐피탈 선택 시, 벤처캐피탈의 명성은 매우 중요한 요소이다. 명제 1a에 대한 벤처캐피탈의 명성은 투자 포트폴리오의 영향을 많이 받는 것으로 나왔다. 좋은 스타트업에 투자한 경험과 노하우가 많은 벤처캐피탈에게 선택되었다는 이유만으로도 투자받은 스타트업은 지위가 상승하는 효과를 가진다고 생각했다. 좋은 대학에 입학하거나, 비싼 외제차를 타는 것과 같은 효과로 판단하고 있었다. 그러나 벤처캐피탈의 회사 운용기간이나 펀드 운용액은 중요한 요소로 고려하지 않는 것으로 나타났다. 명제 1b에서 제시된 회사의 운용기간은 오래된 것이 오히

려 보수적이고 스타트업을 밀착 관리하려 한다는 고정관념을 갖게 하고 있었다. 명제 1c에서 말한 펀드 운용액의 경우에도 스타트업이 펀드 운용액 자체를 알기 어렵기 때문에 중요 요소로 고려하지 않았다.

둘째, 벤처캐피탈 간의 관계 또한, 중요한 벤처캐피탈 선정 요소이다. 특히, 명제 2a에 대한 후속 투자는 스타트업에 대한 신뢰와 믿음을 의미하고, 향후 투자 시 타투자사의 참여를 유도하는 효과가 크기 때문에 매우 중요하게 생각했다. 명제 2b에서 이야기한 적합성과 소통은 투자 후 사후관리 측면에서 지속적인 소통이 필요하기 때문에 중요하게 생각했다. 결국 계약관계 이외의 다양한 문제는 신뢰와 믿음으로 풀어나가야 하기 때문에 이를 위해서 적합성과 소통을 중요하게 생각하는 것으로 드러났다.

셋째, 벤처캐피탈이 제공하는 가치 증대 활동에 대해서는 다수의 투자 제의를 받은 스타트업의 창업자들은 중요한 선정 요소로 보고 있지 않았다. 회사의 사업개발과 발전은 회사가 이루어야지 벤처캐피탈이 대신 해줄 수 없다는 의견이 다수였다. 명제 3a와 3b에서 제시된 벤처캐피탈이 제공하는 네트워킹, 컨설팅과 모니터링은 지원이라기보다는 부담으로 느끼는 경우가 많았고, 효과도 크지 않다고 생각했다. 국내 벤처캐피탈의 경우, 실리콘밸리와 같이 한 영역에 집중적으로 투자하거나, 스타트업의 가치 증대를 위한 전문 조직을 보유한 벤처캐피탈이 존재하지 않기 때문에 미국 실리콘밸리의 가치 증대 활동과는 차이가 있다는 의견도 있었다.

본 연구의 결과는 벤처캐피탈에게 다음과 같은 시사점을 제시한다. 첫째, 신생 스타트업의 경우에도 좋은 투자 포트폴리오를 보유하고 있다면 투자 경쟁에서 이길 가능성이 높다. 또한, 스타트업과의 관계 증대를 통해 적극적으로 경쟁한다면 우수한 스타트업에 투자할 확률을 높일 수 있다. 둘째, 오랜 역사를 가진 벤처캐피탈의 경우, 스타트업이 보수적이라고 느끼거나 사후관리를 까다롭게 한다는 생각을 갖지 않게 하는 것이 스타트업 투자경쟁에서 이기는 중요한 요소인 것을 알고 경쟁해야 한다. 셋째, 스타트업에게 가치 증대 활동을 제공한다고 강조하기 보다는 포트폴리오나 스타트업과의 관계를 강조하는 것이 더 효율적이다.

본 연구가 제안한 스타트업이 투자자를 선택할 때 영향을 미치는 주요 요소에 대한 연구 결과는 치열한 투자시장에서 경쟁중인 벤처캐피탈 및 투자 심사역에게 활용될 수 있으며, 창업자와 벤처캐피탈 간의 서로에 대한 이해도를 높임으로써 스타트업 생태계 발전에 기여할 수 있을 것으로 본다.

추가적으로 이번 연구를 통해서 벤처캐피탈과 스타트업 간의 이해의 차이가 있음을 알 수 있었다. 예를 들어, 벤처캐피탈의 펀드 운용액과 회사운용기간(역사)은 스타트업에게 중요하게 생각되지 않았으나, 벤처캐피탈은 역사와 운용규모를 중요하게 생각한다. 또한, 투자 심사역은 스타트업 가치 증대 활동 역량을 중요한 세일즈 포인트로 활용하지만, 스타트업에게는 중요하지 않은 요소임을 알 수 있었다. 이렇게 벤처캐피탈과 스타트업의 관점의 차이를 연구하는 후속 연구가 필요

하다. 초기 단계의 스타트업과 중기 및 후기의 스타트업은 벤처캐피탈을 선정하는 요소가 차이가 있는 것으로 나타났다. 초기 단계의 스타트업은 좀 더 인간적인 관점의 관계를 중요하게 생각하고, 후기의 스타트업으로 갈수록 비즈니스적인 부분을 더 중요하게 생각했다. 이러한 부분에 대해서 후속 연구가 필요하다.

본 연구의 한계점 및 향후 연구방향은 다음과 같다. 첫째, 본 연구는 기존 문헌과 실제 현장에서 일어난 사례들을 바탕으로 크게 (1) 벤처캐피탈의 명성, (2) 관계, (3) 가치중대 활동이라는 세 가지 범주를 도출하여 명제를 개발·검증하였으나, 선정된 범주들에 대한 근거가 다소 빈약하다. 후속 연구에서는 이런 한계점을 바탕으로 보다 면밀하게 범주화하는 작업을 거칠 것으로 기대한다. 두 번째, 본 연구는 다수의 투자자로부터 투자 제의를 받는 스타트업을 대상으로 사례 연구를 하여 내적타당도(internal validity)를 높였다. 하지만 반대급부로 본 사례 연구가 일반적으로 투자유치 경쟁이 없는 스타트업의 투자 의사결정 상황에 적용되는데 분명 한계가 있다. 일반적인 스타트업의 경우는 벤처캐피탈과 가치에 대한 협상이 중요하므로, 가치평가가 벤처캐피탈 선정에 주요 요소가 되기 때문이다. 셋째, 본 연구에서는 11개의 초기 및 중기 스타트업을 편의의 방법으로 선정하여 사례 연구하였기에 일반화하는 데는 한계가 존재할 수 있다. 특히, 부족한 사례 기업으로 인하여 기업 간 공통되게 나타났던 특징도 한계가 있을 수 있다. 이를 극복하기 위해서는 더 많은 사례 확보와 연구가 필요하다. 넷째, 사례 분석을 통해 스타트업의 벤처캐피탈을 선정하는 요소를 제시하였으나, 체계적, 정량적, 그리고 모형에 대한 실증적 연구의 보완이 필요하다. 다섯째, 이번 연구는 투자경쟁이 치열한 스타트업을 대상으로 연구하였기 때문에 일반적인 1년 미만 또는 3년 이내 등 특정단계에 대한 일반적인 스타트업의 상태를 반영하지 못하고 있다. 이 단계의 스타트업에 대한 후속 연구가 필요하다. 여섯째, 이번 연구는 벤처캐피탈의 명성을 협의로 정의했지만, 벤처캐피탈의 명성을 광의로 해석할 경우, 벤처캐피탈의 명성이 어떻게 다른 영향을 미치는 지를 연구한다면, 스타트업의 벤처캐피탈을 선택하는 요소에 관한 연구가 더욱 주목을 받을 수 있을 것으로 기대된다. 일곱째, 벤처캐피탈과의 관계는 벤처캐피탈 회사 측면과 담당 투자 심사역의 요소가 동시에 투영되어 있다. 본 연구에서는 관계의 측면에서 회사와 개인을 분리하지는 못하였다. 이러한 한계점을 바탕으로 후속 연구에서는, 투자 심사역과 스타트업 창업자의 인간관계의 측면을 보다 집중적으로 분석하는 연구를 해 볼 수 있을 것이다. 뿐만 아니라, 향후 후속 연구를 통해 벤처캐피탈과 투자 심사역 각각의 성향차이가 벤처캐피탈 선정에 어떠한 결정의 차이를 만드는 지를 연구해 볼 수 있을 것이다.

## REFERENCE

- 남혁우(2017.3.21.). *스타트업 정작 필요할 때 투자 못받는다*, ZDNet Korea, Retrieved from <https://zdnet.co.kr>.
- 박원우·고수경(2006). 개인-조직 적합성과 직무태도 간 관계에서 프로세스 갈등의 매개역할. *경영학연구*, 35(2), 521-555.
- 윤희은(2019.9.23.). “우리 기술 이해 못했군요” 퇴짜.. 투자자 ‘골라 받는’ 스타트업, *한국경제*, Retrieved from <https://www.hankyung.com>.
- 이주현(2007). 한국 벤처캐피탈의 조직상황적 특성, 인적자원 특성 및 투자전략 간의 관계에 관한 연구. *벤처창업연구*, 2(4), 1-17.
- 중소벤처기업부(2020). ‘19년 벤처투자 및 ‘18년 엔젤투자 실적, Retrieved (2021.1.12.) from <https://www.k-startup.go.kr>.
- 차현아(2020.3.17.). *코로나19로 스타트업 투자 솔림현상 '빈익빈 부익부'*, IT Choson, Retrieved from <http://it.choson.com>.
- 한국벤처캐피탈협회(2020). *벤처캐피탈 투자현황*, Retrieved (2021.1.12.) from <http://www.index.go.kr/>
- Arthurs, J. D., & Busenitz, L. W.(2003). The boundaries and limitations of agency theory and stewardship theory in the venture capitalist/entrepreneur relationship. *Entrepreneurship Theory and Practice*, 28(2), 145-162.
- Baker, T., & Nelson, R. E.(2005). Creating something from nothing: Resource construction through entrepreneurial bricolage. *Administrative science quarterly*, 50(3), 329-366.
- Benjamin, B. A., & Podolny, J. M.(1999). Status, quality, and social order in the California wine industry. *Administrative science quarterly*, 44(3), 563-589.
- Bernard, Z.(August 9, 2019). *How VCs Win Deals: Comic Books, Big Meals and Baked Goods*, The Information, Retrieved from <https://www.theinformation.com/articles/how-vcs-win-deals-comic-books-big-meals-and-baked-goods>
- Burgel, O., Fier, A., Licht, G., & Murray, G.(2001). *The rapid internationalisation of high-tech young firms in Germany and the United Kingdom*. London: Anglo-German Foundation.
- Cable, D. M., & Shane, S.(1997). A prisoner's dilemma approach to entrepreneur-venture capitalist relationships. *Academy of Management review*, 22(1), 142-176.
- Cardon, M. S., Mitteness, C., & Sudek, R.(2017). Motivational cues and angel investing: Interactions among enthusiasm, preparedness, and commitment. *Entrepreneurship Theory and Practice*, 41(6), 1057-1085.
- Cha, H. A.(2020.3.17.). *Startup Investment Focusing Phenomenon Due to Corona 19, 'The Poor, the Poor and the Rich'*, IT Choson, Retrieved from <http://it.choson.com>.
- Chemmanur, T., & Chen, Z.(2006). *Venture capitalists versus angels: the dynamics of private firm financing contracts*. Carroll School of Management. Boston College. Working Paper.
- Chemmanur, T. J., Krishnan, K., & Nandy, D. K.(2011). How does venture capital financing improve efficiency in

- private firms? A look beneath the surface. *The Review of Financial Studies*, 24(12), 4037-4090.
- Chen, X. P., Yao, X., & Kotha, S.(2009). Entrepreneur passion and preparedness in business plan presentations: a persuasion analysis of venture capitalists' funding decisions. *Academy of Management journal*, 52(1), 199-214.
- Creed, W. D., Miles, R. E., Kramer, R. M., & Tyler, T. R.(1996). Trust in organizations. *Trust in organizations: Frontiers of theory and research*, 16-38.
- Cumming, D. J.(2005). Capital structure in venture finance. *Journal of Corporate Finance*, 11(3), 550-585.
- Cumming, D., & Dai, N.(2013). Why do entrepreneurs switch lead venture capitalists?. *Entrepreneurship theory and practice*, 37(5), 999-1017.
- Das, T. K., & Teng, B. S.(1998). Between trust and control: Developing confidence in partner cooperation in alliances. *Academy of management review*, 23(3), 491-512.
- De Bettignies, J. E., & Brander, J. A.(2007). Financing entrepreneurship: Bank finance versus venture capital. *Journal of Business Venturing*, 22(6), 808-832.
- 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.
- Dorobantu, F. A.(2006). Syndication and partial exit in venture capital: A signaling approach. *Job Market Paper*.
- Drover, W., Wood, M. S., & Payne, G. T.(2014). The effects of perceived control on venture capitalist investment decisions: A configurational perspective. *Entrepreneurship Theory and Practice*, 38(4), 833-861.
- Fairchild, R.(2011). An entrepreneur's choice of venture capitalist or angel-financing: A behavioral game-theoretic approach. *Journal of Business Venturing*, 26(3), 359-374.
- Ferrary, M., & Granovetter, M.(2009). The role of venture capital firms in Silicon Valley's complex innovation network. *Economy and society*, 38(2), 326-359.
- Ferrary, M.(2010). Syndication of venture capital investment: The art of resource pooling. *Entrepreneurship Theory and Practice*, 34(5), 885-908.
- Fiet, J. O.(1995). Reliance upon informants in the venture capital industry. *Journal of business venturing*, 10(3), 195-223.
- Folger, R., & Konovsky, M. A.(1989). Effects of procedural and distributive justice on reactions to pay raise decisions. *Academy of Management journal*, 32(1), 115-130.
- Fried, V. H., & Hisrich, R. D.(1995). The venture capitalist: A relationship investor. *California Management Review*, 37(2), 101-113.
- Fund, B. R., Pollock, T. G., Baker, T., & Wowak, A. J.(2008). Who's the new kid? The process of developing centrality in venture capitalist deal networks. *Advances in strategic management*, 25, 563-593.
- Fu, H., Yang, J., & An, Y.(2019). Made for each other: Perfect matching in venture capital markets. *Journal of Banking & Finance*, 100, 346-358.
- Globe, B.(2000). *The matrix*. June, 6, D1.
- Gompers, P. A.(1996). Grandstanding in the venture capital industry. *Journal of Financial economics*, 42(1), 133-156.
- Gompers, P., & Lerner, J.(1998). Venture capital distributions: Short-run and long-run reactions. *The Journal of Finance*, 53(6), 2161-2183.
- Gompers, P. A., & Lerner, J.(1999). What drives venture capital fundraising? (No. w6906). *National bureau of economic research*.
- Gompers, P. A., & Lerner, J.(1999). What drives venture capital fundraising? (No. w6906). *National bureau of economic research*.
- Gompers, P., & Lerner, J.(2001). The venture capital revolution. *Journal of economic perspectives*, 15(2), 145-168.
- Gorman, M., & Sahlman, W. A.(1989). What do venture capitalists do?. *Journal of business venturing*, 4(4), 231-248.
- Gould, R. V.(2002). The origins of status hierarchies: A formal theory and empirical test. *American journal of sociology*, 107(5), 1143-1178.
- Granz, C., Lutz, E., & Hemm, M.(2020). Scout or coach? Value-added services as selection criteria in entrepreneurs' venture capitalist selection. *Venture Capital*, 1-36.
- Grinblatt, M., & Hwang, C. Y.(1989). Signalling and the pricing of new issues. *The Journal of Finance*, 44(2), 393-420.
- Gu, Q., & Lu, X.(2014). Unraveling the mechanisms of reputation and alliance formation: A study of venture capital syndication in China. *Strategic Management Journal*, 35(5), 739-750.
- Higashide, H., & Birley, S.(2002). The consequences of conflict between the venture capitalist and the entrepreneurial team in the United Kingdom from the perspective of the venture capitalist. *Journal of Business Venturing*, 17(1), 59-81.
- Hochberg, Y. V., Mazzeo, M. J., & McDevitt, R. C.(2015). Specialization and competition in the venture capital industry. *Review of Industrial Organization*, 46(4), 323-347.
- Hong, S., Serfes, K., & Thiele, V.(2020). Competition in the venture capital market and the success of startup companies: Theory and evidence. *Journal of Economics & Management Strategy*, 29(4), 741-791.
- Hsu, D. H.(2004). What do entrepreneurs pay for venture capital affiliation?. *The Journal of Finance*, 59(4), 1805-1844.
- Inderst, R., & Müller, H. M.(2004). The effect of capital market characteristics on the value of start-up firms. *Journal of Financial Economics*, 72(2), 319-356.
- Kaplan, S. N., & Schoar, A.(2005). Private equity performance: Returns, persistence, and capital flows. *The journal of finance*, 60(4), 1791-1823.

- Kim, J. H., & Wagman, L.(2016). Early-stage entrepreneurial financing: A signaling perspective. *Journal of Banking & Finance*, 67, 12-22.
- Konovsky, M. A., & Cropanzano, R.(1991). Perceived fairness of employee drug testing as a predictor of employee attitudes and job performance. *Journal of applied psychology*, 76(5), 698.
- Korea Venture Capital Association(2020). *Venture Capital Investment Status*, Retrieved (2021.1.12.) from <http://www.index.go.kr/>
- Kreps, D. M., & Wilson, R.(1982). Reputation and imperfect information. *Journal of economic theory*, 27(2), 253-279.
- Kristof, A. L.(1996). Person-organization fit: An integrative review of its conceptualizations, measurement, and implications. *Personnel psychology*, 49(1), 1-49.
- Krishnan, C. N. V., Masulis, R., & Singh, A.(2006). Does venture capital reputation affect subsequent IPO performance. In *AFA 2008 New Orleans Meetings*.
- Krishnan, C. N. V., Masulis, R., Thomas, R. S., & Thompson, R. B.(2011). Litigation in mergers and acquisitions. Available at SSRN 1443384.
- Krishnan, C. N. V., & Masulis, R. W.(2011). Venture capital reputation: a survey.
- Larson, A.(1992). Network dyads in entrepreneurial settings: A study of the governance of exchange relationships. *Administrative science quarterly*, 76-104.
- Lee, J. H.(2007). An Empirical Study on the Relationship among Firm Characteristics, Human Resources and Investment Strategies of Korean Private Venture Capitals. *Asia-Pacific Journal of Business Venturing and Entrepreneurship*, 2(4), 1-17.
- Lee, P. M., Pollock, T. G., & Jin, K.(2011). The contingent value of venture capitalist reputation. *Strategic Organization*, 9(1), 33-69.
- Lee, P. M., & Wahal, S.(2004). Grandstanding, certification and the underpricing of venture capital backed IPOs. *Journal of Financial Economics*, 73(2), 375-407.
- Lerner, J.(2000). Assessing the contribution of venture capital. *the RAND Journal of Economics*, 31(4), 674-692.
- MacMillan, I. C., Seigel, R. & Subba Narasimha, P. N. (1985) Criteria used by venture capitalists to evaluate new venture proposals, *Journal of Business Venturing*, 1(1), pp. 119-128.
- Madhok, A.(1995). Opportunism and trust in joint venture relationships: An exploratory study and a model. *Scandinavian Journal of Management*, 11(1), 57-74.
- Mason, C. M., & Harrison, R. T.(2002). Is it worth it? The rates of return from informal venture capital investments. *Journal of Business Venturing*, 17(3), 211-236.
- McAllister, D. J.(1995). Affect-and cognition-based trust as foundations for interpersonal cooperation in organizations. *Academy of management journal*, 38(1), 24-59.
- Milgrom, P., & Roberts, J.(1982). Predation, reputation, and entry deterrence. *Journal of economic theory*, 27(2), 280-312.
- Ministry of SMEs and Startups(2020). *2019 Venture Investment and 2018 Angel Investment Performance*, Retrieved (2021.1.12.) from <https://www.k-startup.go.kr>.
- Mintzberg, H., & Waters, J. A.(1982). Tracking strategy in an entrepreneurial firm. *Academy of management journal*, 25(3), 465-499.
- Nagle, T. T., & Reed, H.(2002). Strategy and Tactics of Pricing: A Guide to Profitable Decision Making, 3/E.
- Nahata, R.(2008). Venture capital reputation and investment performance. *Journal of financial economics*, 90(2), 127-151.
- Nam, H. W.(2017.3.21.). *Startups can't get investment when they really need it*, ZDNet Korea, Retrieved from <https://zdnet.co.kr>.
- Paré, G.(2004). Investigating information systems with positivist case research. *Communications of the association for information systems*, 13(1), 18.
- Park, W. W., & Ko, S. K.(2006). Mediating Role of Process Conflict in the Relationship between Person-Organization Fit and Job Attitudes. *Korea Business Review*, 35(2), 521-555.
- Perry, L. T.(1988). The capital connection: how relationships between founders and venture capitalists affect innovation in new ventures. *Academy of Management Perspectives*, 2(3), 205-212.
- Pollock, T. G., Lee, P. M., Jin, K., & Lashley, K.(2015). (Un) tangled: Exploring the asymmetric coevolution of new venture capital firms' reputation and status. *Administrative Science Quarterly*, 60(3), 482-517.
- PWC(2021). *PwC/CB Insights MoneyTree Explorer*, Retrieved (2021.4.28.) from <https://www.pwc.com>.
- Rindova, V. P., Williamson, I. O., Petkova, A. P., & Sever, J. M.(2005). Being good or being known: An empirical examination of the dimensions, antecedents, and consequences of organizational reputation. *Academy of management journal*, 48(6), 1033-1049.
- Rindova, V. P., & Petkova, A. P.(2007). When is a new thing a good thing? Technological change, product form design, and perceptions of value for product innovations. *Organization Science*, 18(2), 217-232.
- Rindova, V. P., Petkova, A. P., & Kotha, S.(2007). Standing out: How new firms in emerging markets build reputation. *Strategic Organization*, 5(1), 31-70.
- Rosenstein, J.(1988). The board and strategy: Venture capital and high technology. *Journal of Business Venturing*, 3(2), 159-170.
- Saetre, A.(2003). Entrepreneurial perspectives on informal venture capital. *Venture Capital: An International Journal of Entrepreneurial Finance*, 5(1), 71-94.
- Sahlman, W. A.(1990). The structure and governance of venture-capital organizations. *Journal of financial economics*, 27(2), 473-521.
- Sapienza, H. J., & Korsgaard, M. A.(1996). Procedural justice in entrepreneur-investor relations. *Academy of management Journal*, 39(3), 544-574.
- Sauder, M., Lynn, F., & Podolny, J. M.(2012). Status: Insights from organizational sociology. *Annual Review*

- of *Sociology*, 38, 267-283.
- Schwienbacher, A.(2007). A theoretical analysis of optimal financing strategies for different types of capital-constrained entrepreneurs. *Journal of Business Venturing*, 22(6), 753-781.
- Schwienbacher, A.(2013). The entrepreneur's investor choice: The impact on later-stage firm development. *Journal of Business Venturing*, 28(4), 528-545.
- Shapiro, C.(1983). Premiums for high quality products as returns to reputations. *The quarterly journal of economics*, 98(4), 659-679.
- Shepherd, D. A., & Zacharakis, A.(2001). The venture capitalist-entrepreneur relationship: control, trust and confidence in co-operative behaviour. *Venture Capital: an international journal of entrepreneurial finance*, 3(2), 129-149.
- Smith, G.(2001). How early stage entrepreneurs evaluate venture capitalists. *The Journal of Private Equity*, 4(2), 33-45.
- Sohl, J.(2003). The private equity market in the USA: lessons from volatility. *Venture Capital: An international journal of entrepreneurial finance*, 5(1), 29-46.
- Sørensen, M.(2007). How smart is smart money? A two-sided matching model of venture capital. *The Journal of Finance*, 62(6), 2725-2762.
- Steier, L., & Greenwood, R.(1995). Venture capitalist relationships in the deal structuring and post-investment stages of new firm creation. *Journal of Management Studies*, 32(3), 337-357.
- Stinchcombe, A. L.(1965). Organizations and social structure. *Handbook of organizations*, 44(2), 142-193.
- Stuart, T. E., Hoang, H., & Hybels, R. C.(1999). Interorganizational endorsements and the performance of entrepreneurial ventures. *Administrative science quarterly*, 44(2), 315-349.
- Sutton, R. I.(1987). The process of organizational death: Disbanding and reconnecting. *Administrative Science Quarterly*, 542-569.
- Tennert, J., Lambert, M., & Burghof, H. P.(2018). Moral hazard in high-risk environments: optimal follow-on investing in venture capital finance. *Venture Capital*, 20(4), 323-338.
- Thomas, J. B., & Trevino, L. K.(1993). Information processing in strategic alliance building: A multiple-case approach. *Journal of Management Studies*, 30(5), 779-814.
- Timmons, J. A., & Bygrave, W. D.(1986). Venture capital's role in financing innovation for economic growth. *Journal of Business venturing*, 1(2), 161-176.
- Turban, D. B., & Cable, D. M.(2003). Firm reputation and applicant pool characteristics. *Journal of Organizational Behavior: The International Journal of Industrial, Occupational and Organizational Psychology and Behavior*, 24(6), 733-751.
- Tyebjee, T. T., & Bruno, A. V.(1984). A model of venture capitalist investment activity. *Management science*, 30(9), 1051-1066.
- Ueda, M.(2004). Banks versus venture capital: Project evaluation, screening, and expropriation. *The Journal of Finance*, 59(2), 601-621.
- Vaidyanathan, R., Vaidyanathan, V., & Wadhwa, V.(2019). Exploring Entrepreneurs' Perceptions of Venture Capitalists' Added Value. *Journal of Macromarketing*, 39(4), 447-462.
- Valliere, D., & Peterson, R.(2007). When entrepreneurs choose VCs: Experience, choice criteria and introspection accuracy. *Venture Capital*, 9(4), 285-309.
- Wells, W. A.(1974). *Venture capital decision-making* (Doctoral dissertation, Carnegie-Mellon University).
- Whitener, E. M., Brodt, S. E., Korsgaard, M. A., & Werner, J. M.(1998). Managers as initiators of trust: An exchange relationship framework for understanding managerial trustworthy behavior. *Academy of management review*, 23(3), 513-530.
- Yin, R.(1984). *Case study research*. Beverly Hills.
- Yin, R. K.(2018). *Case study research and applications*.
- Yoon, H. E.(2019.9.23.). "We didn't understand our technology" rejected. Investor "pick-up" startup, Hankyung, Retrieved from [https:// www.hankyung.com](https://www.hankyung.com).
- Zhang, L., Gupta, A. K., & Hallen, B. L.(2017). The conditional importance of prior ties: A group-level analysis of venture capital syndication. *Academy of Management Journal*, 60(4), 1360-1386.
- Zott, C., & Huy, Q. N.(2007). How entrepreneurs use symbolic management to acquire resources. *Administrative Science Quarterly*, 52(1), 70-105.
- Zucker, L. G.(1986). Production of trust: Institutional sources of economic structure, 1840-1920. *Research in organizational behavior*, 8, 53-111.

## Appendix. 인터뷰 질문내용

1. 대표님 또는 공동창업자는 어떤 경험과 경력을 가지고 있는지 말씀 부탁드립니다.
2. 회사는 어떤 일을 하고 있고, 어느 정도의 성장단계와 실적을 가지고 있는지 말씀해주시고.
3. 최근 투자받았던 투자라운드 및 투자경쟁상황에 대해 설명을 부탁드립니다.
4. 벤처캐피탈을 선정하는데 어떠한 요소가 중요하게 고려되었는지 말씀해주시고.
5. 벤처캐피탈의 명성이 벤처캐피탈을 선정하는데 중요한 요소였는지 말씀 부탁드립니다.
6. 벤처캐피탈의 명성 중 포트폴리오, 회사운영기간, 펀드운용액 규모에 관련된 의견을 부탁드립니다, 각각의 요소에 대한 중요도를 알려주시고.
7. 벤처캐피탈과의 관계가 벤처캐피탈을 선정하는데 중요한 요소였는지 말씀 부탁드립니다.
8. 벤처캐피탈과의 관계 중 후속 투자와 적합성과 소통에 관련된 의견을 부탁드립니다, 각각의 요소에 대한 중요도를 알려주시고.

9. 벤처캐피탈의 가치 증대 활동이 벤처캐피탈을 선정하는데 중요한 요소였는지 말씀 부탁드립니다.
10. 벤처캐피탈의 가치 증대 활동 중 네트워킹, 컨설팅과 모니터링 관련된 의견을 부탁드립니다, 각각의 요소에 대한 중요도를 알려주십시오.

## Key Elements that Affect Selection of the Venture Capital by a Startup

Kim, Jinsoo<sup>7)</sup>

Bae, Tae-Jun<sup>8)</sup>

Lee, Sang-Myung<sup>\*\*\*</sup>

### Abstract

Existing research on the investment relationship between venture capital and start-up companies has mainly focused on choosing a startup from the perspective of venture capital, an investor. However, as competition among venture capital has increased recently, excellent start-ups with proven technology are choosing venture capital in reversely. This study investigated key elements that affect the selection of the venture capital by a startup. To this end, we looked at which venture capital company was selected as the final investor for startups that have received investment proposals from multiple venture capitals at the same time. Six early start-ups(pre-series A/Series A) and five mid-term (Series B/C) start-ups were interviewed to focus on the influence of the three elements regarding venture capital - 1) venture capital reputation, 2) relationship between cofounders and investors, and 3) value adding service provided by venture capital - on choice. As a result of the research, the investment portfolio among the reputations of venture capital was a very important element in selecting venture capital. However, it has been shown that the age and asset under management of venture capital are not important. Relationships have emerged as a very important element. Finally, as for venture capital's value-adding services, start-ups in this study did not consider it important. In particular, consulting and monitoring by venture capital has been found to be a burdening attribute for startups. This study suggests implications that can increase the probability of successful investment by venture capital in the investment market where investment competition is fierce, and enhance mutual understanding between venture capital and startups.

*KeyWords: Venture capital, startup, venture capitalist, investment portfolio, relationship, value adding service, key elements for selection*

---

<sup>7)</sup> First Author, Ph.D. Candidate, Business School, Hanyang University, jjinsoo.kim@gmail.com

<sup>8)</sup> Corresponding Author, Assistant Professor, Department of Entrepreneurship graduate school, Hanyang University, tjbae@hanyang.ac.kr

<sup>\*\*\*</sup> Co-author, Professor, Business School, Hanyang University, sanglee@hanyang.ac.kr