

창업초기 투자유치성과의 성별 차이에 대한 연구

Study on the Gender Differences in Investment Attraction Performance of Early Start-Up

공혜원, 추승엽
경기대학교 교양학부

Hyewon Kong(hwkong@koynggi.ac.kr), Seungyop Choo(schoo@kgu.ac.kr)

요약

여성은 남성에 비해 자본조달에 어려움을 경험하고 있으며, 이는 여성창업가의 성공을 저해하는 요인으로 작용할 수 있다. 이에 본 연구는 창업초기 기업의 투자유치성과에 있어 성별 간 차이를 확인하고, 성별 간 초기 투자유치성과에 영향을 미치는 조직 특성과 창업가 특성에 차이가 존재하는지 검증한다. 수도권 소재 기술기반 창업 기업을 대상으로 한 설문조사를 통해 자료가 수집되었으며, 총 287개의 기업이 분석에 활용되었다. 연구결과, 창업초기 기업의 투자유치성과는 성별 간 유의한 차이가 있는 것으로 확인되었다. 또한 분할그룹 회귀 분석 결과, 남성의 경우 기업연령, 기업규모, 초기자기자본금, 엔지니어 전공 등이 창업초기 기업의 투자유치성과에 유의한 영향을 미치는 것으로 확인된 반면, 여성은 모든 기업 및 창업가 특성 관련 세부 변수들의 영향력이 유의하지 않은 것으로 나타났다. 본 연구결과는 성역할 고정 관념과 같은 편견이 실제로 투자 유치 활동과 관련된 경제 활동에 영향을 미친다는 것을 간접적으로 시사한다.

■ 중심어 : | 창업 | 창업가 | 성별 | 성별차이 | 투자유치 | 스타트업 투자 |

Abstract

Compared to men, women experience difficulties in fund-raising, which can be a fundamental impediment to the success of women entrepreneurs. In this study, we examine whether is a difference between genders in the initial funding performance of start-up companies and confirm whether there are differences in organizational factors and entrepreneur factors that affect the initial funding performance. Data were collected through a survey of technology-based start-up companies located in the metropolitan area, and 287 companies were used for hypothesis analysis. The results reveal that there was a significant difference between genders in the investment attraction performance of early-stage entrepreneurs. In addition, as a result of the split-group regression analysis, it was found that in the case of men, firm age, early firm size, starting capital, engineering major had a significant effect on men. However, in the case of the women's group, it was confirmed that all the variables related to the organizational factors and entrepreneur factors were not significant. This study indirectly suggests that prejudices such as gender role stereotypes actually affect economic activities related to investment attraction activities.

■ keyword : | Start-up | Entrepreneur | Gender | Gender Difference | Investment Attraction | Startup Funding |

* 이 논문 또는 저서는 2019년 대한민국 교육부와 한국연구재단의 지원을 받아 수행된 연구임(NRF-과제번호) (NRF-2019S1A5B5A07110837)

접수일자 : 2021년 05월 24일
수정일자 : 2021년 06월 30일

심사완료일 : 2021년 06월 30일
교신저자 : 추승엽, e-mail : schoo@kgu.ac.kr

I. 서론

창업을 둘러싼 높은 불확실성은 스타트업 기업에 대한 투자를 어렵게 하며, 이로 인한 자금조달의 어려움은 스타트업 기업가들의 창업 의사결정 또는 창업초기 원활한 기업운영 실현을 저해하는 높은 장벽으로 작동한다[1]. 특히 여성 창업가들은 상대적으로 남성에 비해 자본에 대한 접근성이 상대적으로 크게 떨어지는 것으로 알려져 있으며, 이와 같은 낮은 자본에 대한 접근성은 여성의 활발한 기업 활동영위에 큰 걸림돌이 될 수 있다[2].

다수 해외 연구들은 여성 기업가는 남성에 비해 단순한 자본조달 여부를 넘어 절대적인 투자유치규모에서도 불리함을 지적하고 있다. 여성 창업가는 남성 창업가에 비해 엔젤 캐피탈[3], 제도적 자본[4], 은행 자금조달[5] 등과 같은 측면에서 불이익을 받고 있으며, 미국의 경우만 하더라도 여성이 주도하는 기업은 매우 극소수 기업만이 벤처캐피탈로부터 자금을 받거나 남성 주도 기업에 비해 차등화 되는 투자규모를 유지하는 것으로 알려져 있다[2]. 이와 같은 차별적 결과는 여성 창업가의 성공을 출발선상에서 가로막는 잠재적인 장벽으로 작동하기 때문에 그 문제점과 현황 진단이 중요하다. 즉, 여성 창업활성화를 통한 국가경제성장을 모색하는 현 시점에서 창업가의 투자유치성과에 있어 성별 차이를 규명하려고 하는 시도는 그 연구의 필요성을 제안 받고 있다[6].

창업가의 투자자금 조달과정에 있어서 성별 차이를 주목하는 연구들에 있어서는 상의한 관점이 존재한다. 예를 들어, 일부 연구자들은 여성 창업가는 남성보다 적은 금액의 대출을 받았지만, 자금 조달에 대한 접근 방식에 있어 직접적인 성차별에 대한 증거는 발견하지 못했다고 주장한다[7]. 그러나 다른 견해의 다수 연구들은 여성은 투자자에게 피칭(pitching)할 때 신용문제와 관련된 질문을 받게 되고[8][9], 고성장 기업인 경우 자금조달의 어려움을 겪게 되며[10], 남성과 차별적 대우를 받게 되는 등 신청과정에서 더 많은 좌절을 경험하게 된다고 밝히고 있다[11]. 또한 자금을 조달하는 과정에서 남성과 여성 주도 기업 간의 자금조달 과정의 불균형이 존재하게 되는데 여성 주도 기업의 경우 초기

단계에서 지분 투자를 받는 비율이 5% 미만으로 나타났다[12]. 이와 같은 일련의 해외연구 결과들은 여성 창업가는 남성 창업가에 비해 자금조달 상의 어려움을 겪고 있음을 의미한다.

그렇다면 국내 창업가들은 실제 어떻게 자금을 조달하고 있으며, 투자성과는 어떠한가? 조세근, 한주희(2018)의 연구에 따르면 기업벤처캐피탈(CVC: Corporate Venture Capital)의 투자유치에 성공한 사례대상 기업들은 창업가의 창업동기, 창업지향성, 창업역량이 유효하게 작용하였으며, 특히 창업가의 성장과정, 가족, 동료, 멘토, 학력, 창업교육, 경력, 네트워크 등의 개인적 환경요인들이 가장 공통적으로 유효하였음을 제시하고 있다[13]. 또한 황병선 외(2017)는 투자가로서의 경험이 있거나, 재무자원, 인적자원, 기술자원 등과 같은 요인이 초기 투자유치 성과에 긍정적 영향을 미친다고 밝혔다[14]. 이외에도 변영훈(2005)은 투자자 성별과 과잉확신이 거래량과 투자성과에 영향을 미치는 것으로 확인되었다[15].

이러한 기존 연구들은 투자유치성과를 예측할 수 있는 다양한 요인들에 주목하였다는 점에서 나름의 의의가 있으나, 이들 요인들의 영향력에 있어 성별 간 차이의 존재가능성을 조명하지 못하였다는 한계가 있다. 또한 다수 연구들은 여성 창업 활성화 이슈와 관련하여 기업가정신(entrepreneurship)에 있어서의 성별 차이 규명을 시도하였으나[15][16], 투자유치성과 측면에서 성별 차이에 초점을 둔 연구는 상대적으로 적으며, 어떠한 부분에서 구체적인 차이가 발생하는가를 규명하기에는 실증 근거가 부족한 실정이다.

이에 본 연구 목적은 다음과 같다. 첫째, 창업초기 기업의 투자유치성과에 있어 성별 차이가 존재하는지를 검증한다. 둘째, 투자유치성과에 대한 성별의 직접적 영향을 넘어, 창업초기 투자유치성과 결정요인으로서 조직 특성 및 창업가 특성의 영향력이 성별에 따라 차이를 나타내는지를 심층적으로 탐색함으로써 여성창업 활성화 방안 모색에 필요한 문제점을 제기하고자 한다.

II. 문헌고찰

1. 창업초기 투자유치성과에 관한 선행연구

투자와 관련된 국내 연구는 벤처캐피탈 리스트, 엔젤 투자자, 클라우드 펀딩 등 투자 주체를 대상으로 다양한 연구주제들이 수행되어져 오고 있다. 국내에서 수행된 선행연구를 살펴보면 먼저 반성식, 송경모(2004)는 한국 벤처 캐피탈 리스트를 대상으로 한 실험연구를 통해 투자자의 결정요인을 탐색하였다. 그 결과, 연구자들은 창업경험, 시장이해도, 리더십능력, 소유권보호, 산업시장규모, 시장성장성 등이 벤처기업의 투자유치성과 높은 관련성을 나타낸 반면 산업 경쟁자수, 경쟁강도는 투자유치 성공가능성을 떨어뜨리는 요인으로 작용하고 있음을 보고하였다[18]. 또한 윤영숙, 황보운(2014)은 엔젤 투자자의 투자자의사결정요인에 영향을 주는 기업가적 특성의 요인과 그 중요도를 델파이 기법(Delphi Technique)을 통해 도출하였다. 분석 결과 기업가적 특성에 해당하는 요인으로 진실성, 신뢰성, 조직관리 능력 혁신성, 인내력, 리더십, 열정, 인맥(네트워크), 창업경험, 위험감수성 등이 영향을 미치는 것으로 나타났다[19].

최근에는 CVC(Corporate Venture Capital)를 대상으로 투자 결정요인에 대한 연구가 조세근, 한주희(2018)에 의해 수행된 바 있다. 그들의 연구 결과에 따르면 CVC는 강화형(투자기업 전략보완) 투자에 집중하고, ICT서비스가 주를 이루었고, 36개월의 검증된 기술창업기업에 투자가 집중되었다. 또한 CVC의 투자 결정요인으로는 제품 및 서비스가 모기업과의 연관성이 투자결정요인에 영향을 미치는 것으로 나타났다. 피투자기업의 창업자 선행요인으로는 혁신성, 사업계획 수립 역량, 기술기술적 역량, 등의 요인들이 크게 영향을 미치는 것으로 나타났는데, 이러한 요인들이 CVC의 투자 결정에 중요한 요인이라고 강조하였다[13].

김흥기, 김재광(2018)은 창업자와 투자자간의 네트워크와 기업성과의 관계에 대해 살펴보았다. 연구자들은 투자자와의 관계가 다양할수록, 매개적 위치에 있을수록, 다른 투자자와의 연결고리가 짧을수록, 영향력 있는 투자자와 관계되어 있을수록, 연결성이 많은 그룹에 속해있을수록 해당 투자기관이 투자한 창업기업이 후

속투자를 받을 가능성이 높아진다고 설명한다. 또한 투자기업을 발굴하거나 투자유치 과정에서 기업과 투자자간 내부의 인적자원 네트워크가 주요한 기여를 할 수 있으며 이러한 네트워크의 가치가 투자결정요인에 핵심적 역할을 할 수 있다고 밝혔다[20].

황병선 외(2017)는 IT기반 창업기업을 대상으로 창업자 및 조직 특성이 초기투자유치와 관계를 검증하였다[14]. 연구자들은 창업자 개인 특성 중 창업자의 이전 투자자 경험, 기술개발 영역의 근무 경험이 있는 창업자들은 초기투자유치에 성공적인 것으로 나타났다. 또한 조직자원과 관련해 인적, 재무, 기술 자원 등이 초기 투자에 유의한 영향을 미치는 것을 확인하였다[14]

이외에도 고영희, 이호성(2016)은 투자유치를 위한 전략적 의사결정 요인을 분석한 결과 벤처캐피탈은 금융권 펀드와 유사하게 주력 사업 카테고리에 해당하는 기업을 선정한다고 밝혔다. 다시 말해 벤처캐피탈의 핵심 결정요인은 기존 투자 포트폴리오와의 연계성이며 특히 해당 산업 내 가치사슬에서 상호간 수요 공급 관계를 형성해 해당 산업을 촉진할 수 있는 수직적 통합 관계에 있는 사업에 투자가 투자자와 기업이 모두에게 상호 도움이 된다는 것이다[21].

다수 선행연구들이 투자결정 혹은 투자유치성과에 영향을 미치는 결정요인들을 규명하고자 하였으나, 성별에 따른 투자유치 성과 차이 또는 투자유치 결정요인들의 영향력에 있어서의 성별 차이를 직접적으로 설명하기에는 제한적이다.

2. 창업초기 투자유치성과의 성별차이

성별 간 차이에 대한 주제는 주로 조직 및 기업가정신 맥락에서 성별차이에 대해 주로 관심을 보여 왔다 [17][18]. 선행연구는 여성 리더에 대한 과소평가로 인해 성별 간 지위와 권력 격차가 존재한다고 말한다[22]. 다양성과 관련된 연구결과들은 리더 성과를 평가함에 있어 여성 리더는 과소평가되고 있으며, 여성 리더에 대한 많은 지위와 권력 격차가 존재한다고 밝혔다 [23][24].

창업초기 투자유치성과는 성별 간 차이가 존재할 수 있다. 실제 많은 해외 연구자들은 자본접근성에 있어 여성이 불리하다는 근거들을 제시하고 있다. 여성 창업

가는 남성 창업가에 비해 엔젤캐피탈[25], 제도적자본 [4], 은행자금조달[5][18] 등과 같은 측면에서 불이익을 받고 있다. 미국의 경우만 하더라도 여성이 주도하는 기업은 매우 극소수 기업만이 벤처캐피탈로부터 자금을 받는다고 알려져 있다[2].

또한 Becker-Blease and Sohl(2007)은 여성 창업가는 엔젤캐피탈과 벤처캐피탈 등으로부터 자금을 조달하는 과정에서 모두 남성에 비해 매우 적은 규모의 금액을 조달하는 것으로 나타났다. 이러한 결과는 여성 창업가의 제안서가 전체 중 8.9%로 매우 낮은 비율을 차지할 뿐만 아니라, 여성은 투자자들이 선호하는 고성장 산업, 엔지니어링 전공, MBA 전공자가 적기 때문이라고 지적한다[26]. 이는 투자유치성과는 창업가의 개인적 특성에 따라 성별 간 차이가 나타날 수 있음을 의미한다.

조직 특성이 창업초기 투자유치성과에 미치는 효과는 성별 간 차이가 나타날 수 있다. 성별 차이에 관한 문헌은 성별 간 투자유치성과의 차이가 나타나는 원인 중 하나가 구조적 요인에 기초하고 있음에 동의하고 있다[27]. 예를 들어 Agier and Szafarz(2013)는 34,000개가 넘는 브라질 스타트업 기업 중 마이크로 대출 애플리케이션 기업을 분석한 결과, 여성은 남성보다 자금을 투자받거나 대출금액이 적으며 이러한 과정에 여성에 대한 유리 천장 효과가 있다고 밝혔다 [28][29]. 이외에도 일부 연구에서는 여성 주도 기업이 남성 주도 기업보다 수익성이 낮고 규모가 작으며 성장 속도가 느린 경향이 있다고 말한다[30-32].

창업가 특성이 창업초기 투자유치성과에 미치는 효과는 성별 간 차이가 존재할 수 있다. 창업가 성별에 대한 투자자들의 인식을 살펴본 결과, 남성 투자자들은 자신들이 기업에 투자하는데 있어 창업자의 성별 차이가 없다고 밝힌 반면, 여성 투자자들은 여성 창업가는 투자를 유치하거나 투자를 받는데 있어 남성에 비해 어려움이 존재한다고 밝혔다.

여성 투자자 및 기업가들은 창업가 성별에 따라 투자 성과의 차이가 발생하는 것에 대해 일반적으로 여성 창업가에 대한 투자에 있어 다수 부정적 경향이 있으며 이러한 것은 여성 능력에 대한 저평가 및 전통적인 성 역할 고정관념이 작동하기 때문이라고 설명한다

[25][33]. 즉 동일한 창업자 특성이라 할지라도 성별 간 투자성과 차이가 여성역량에 대한 저평가, 부정적 태도, 그리고 암묵적 성 고정관념으로 인해 성별 간 차이가 존재할 수 있다는 것이다.

이상의 논의에 근거해 볼 때, 초기창업기업의 투자유치성과는 성별 간 차이가 있으며, 조직특성 및 창업자 특성이 투자유치성과에 미치는 효과는 성별 간 발생할 수 있음을 예상할 수 있다. 따라서 설정된 가설은 다음과 같다.

- 가설1: 창업초기 기업의 투자유치성과는 성별 간 차이가 있을 것이다.
- 가설2: 조직 특성(기업연령, 기업규모, 초기자기자본금)이 창업초기 투자유치성과에 미치는 효과는 성별 간 차이가 있을 것이다.
- 가설3: 창업가 특성(창업자연령, 학력, 창업경험, 전공)이 창업초기 투자유치성과에 미치는 효과는 성별 간 차이가 있을 것이다.

III. 연구방법

1. 자료수집 및 연구표본

본 연구 분석을 위한 자료 수집은 2016년 7월~9월 수도권에 소재한 기술기반 창업 기업을 대상으로 설문 조사를 통해 이루어졌다. 설문조사 방식은 방문조사와 온라인 서베이를 사용하였으며, 구글캠퍼스 서울, 스타트업 얼라이언스, 정보통신산업진흥원, K-ICT 본투 글로벌 등 공신력 있는 기관들의 협조를 통해 자료가 수집되었다. 구체적으로 대면설문조사는 조사자가 직접 기관을 방문 해 설문조사 목적에 대해 설명 후 설문지를 배포하여 측정하였다. 또한 비대면 설문조사는 기관들이 기업들에게 설문조사가 가능한 주소를 링크해 이메일로 전송 한 후 창업가들이 직접 기입하도록 하였다. 설문조사결과 기초 자료로서 총 295개의 설문응답이 수집되었으나, 이중 창업초기 투자유치성과에 주목하는 본 연구의 목적과 상이한 EXIT 단계의 기업을 제외하고 창업 초기단계(pre-seed round, seed round, series A, series B)에 해당하는 투자유치실적을 가진

287개 기업을 최종적으로 연구표본으로 사용하였다.

표본 특성은 다음의 [표 1]과 같다. 창업자 성별은 여성이 8.7%, 남성이 91.3%, 여성이 8.5%로 남성이 대부분을 차지하는 것으로 나타났다. 연령은 30대가 49.1%로 가장 높은 비율을 차지하였고, 40대가 28.2%, 20대 18.5%, 50대가 4.2%의 순으로 확인되었다. 창업자 전공은 공학계열 전공자 49.8%, 상경계열 18.8%, 인문사회 11.8%, 예체능 5.9%, 자연계열 4.2%의 순으로 나타났다. 창업자 학력은 대졸이 61%, 석사 25.8%, 박사 9.4%, 고졸이하 3.8%의 순이었으며, 마지막으로 창업시 기업규모(창업팀 인원 수)를 살펴본 결과, 2인이 가장 높은 29.3%, 3인이 27.2%, 1인이 23.3%, 5인 9.8%, 5인~9인 이하 1.7%, 10인 이상 1.7%로 확인되었다.

표 1. 표본특성

	구분	빈도	%
		성별	남성
	여성	25	8.7
연령	20대	53	18.5
	30대	141	49.1
	40대	81	28.2
	50대	12	4.2
	전공	공학계열	143
	자연계열	12	4.2
	인문사회계열	34	11.8
	경영경제계열	54	18.8
	체육예술계열	17	5.9
	기타	28	9.4
학력	고졸이하	11	3.8
	대학교	175	61.0
	석사	74	25.8
	박사	27	9.4
창업팀 규모	1명	67	23.3
	2명	84	29.3
	3명	78	27.2
	4명	28	9.8
	5~9명	5	1.7
	10명 이상	5	1.7

2. 측정

본 연구의 종속변수인 투자유치성과는 창업초기에 기업이 자금을 유치 조달한 기관(중앙정부, 제 1.2금융, 지자체 단체, 기보신보, 엔젤투자자 및 엑셀러레이터, 벤처캐피탈, 일반기업, 셀프조달)에 대해 투자받은 절대 금액(단위 만원)으로 측정하였다. 또한 연구대상 집단을 구분하는 본 연구의 핵심변수인 성별은 창업자의 성별을 구분하는 더미변수를 생성하여 측정하였다(남성

=1, 여성=0).

본 연구는 독립변수로 조직특성 및 창업자 개인 특성을 반영하는 세부변수들을 사용하였다. 구체적으로 조직특성 관련변수로 기업연령, 기업규모, 업종, 초기 자기자본금 변수를 설정하였다. 기업연령은 조사시기에서 창업연도를 차감한 값으로 측정하였으며, 기업규모는 창업 시 초기투자 유치전 당시 인원으로 측정하였다. 업종은 연구대상인 기술기반 업종 중 가장 빈도가 높은 모바일 인터넷과 나머지(지식업무 자동화, 사물인터넷, 클라우드 기술, 첨단 로봇, 자율주행 자동차, 에너지 저장기술, 차세대 계능, 3D 프린팅, 신재생에너지 등)를 구분하는 더미변수를 생성하여 측정하였다(모바일 인터넷=1, 기타=0). 그리고 초기 자기자본금은 창업 시 외부투자유치와 무관한 순수 자기자본금을 측정하는 연속형 변수를 생성하여 사용하였다.

또한 창업자 개인 특성변수로 연령, 교육수준, 전공, 창업경험 변수를 설정하였다. 구체적으로 연령은 창업자의 조사시기까지의 나이, 교육수준은 창업자의 학력을 고등학교 이하, 대학교, 석사, 박사의 단계에 각기 1~4점을 부여하는 연속형 변수를 생성하여 사용하였다. 전공 변수는 가장 많은 빈도를 나타낸 공학관련계열과 나머지를 구분, 창업경험은 현재 기업 대표 창업자의 과거 창업경험 유무를 구분하는 더미변수를 각기 생성하여 사용하였다.

3. 통계분석방법

본 연구는 기술기반 기업의 창업초기 투자유치성과에 대한 성별 차이를 파악하는 동시에 조직 특성 및 창업자 특성이 창업초기의 투자유치성과에 미치는 영향에 있어 성별 간 차이를 탐색하는 데에 목적이 있다. 이에 본 연구에서는 각 변수들 간 관계를 직접적으로 파악하기 위하여 통계분석 도구인 SPSS 24.0을 활용, 독립표본 t-test 및 성별에 따른 분할그룹 회귀분석을 실시하였다. 종속변수는 실제투자유치 금액이며 로그 변환하여 사용하였다. 분할그룹 분석방법은 검증력을 약화시키는 단점이 존재할 수 있으나, 본 연구에서의 성별과 같이 뚜렷한 집단 간 차이 또는 조절효과 검증에 용이한 방법으로 인정된다[33][34].

IV. 실증분석결과

1. 기술통계 및 상관관계

본 연구의 종속변수인 창업초기 기업의 투자유치성과와 주요 독립 변수들 간의 기술통계량은 다음의 [표 2]와 같다.

표 2. 기술통계분석 (N=287)

	변수	평균	표준편차
1	초기투자유치성과	55869.171	109744.049
2	창업자 성별	.913	.282
3	기업연수	3.362	2.295
4	초기창업규모	2.746	2.074
5	산업	.512	.501
6	자기자본금	2.634	.874
7	연령	36.073	7.121
8	학력	2.408	.713
9	전공	.554	.498
10	창업경험	.425	.495

*p<.05, **p<.01, 투자유치성과단위:천원

2. 가설검증

가설 1은 창업가의 성별에 따라 창업초기 기업의 초기투자유치성과에 차이가 있을 것이라고 예측하고 있다. 성별과 투자유치성과 간 관계를 보다 직접적으로 파악하기 위해서 독립표본 t-test를 실시한 결과, [표 3]에 나타낸바와 같이 초기투자유치성과에 대한 성별 간 차이는 통계적으로 유의한 것으로 나타났다 (t=4.952, p<.01). 구체적으로는 본 연구의 표본인 기술기반 기업의 창업가들은 자금조달을 위한 창업초기 투자유치 시 남성 창업가가 여성 창업가보다 상대적으로 큰 규모의 금액을 유치하는 것으로 나타나 설정된 가설 1이 지지되었다.

표 3. 가설1 T-Test 검증결과

변수	N	평균	표준편차	t	
초기투자유치성과	남성	262	59194.47	114227.11	4.952**
	여성	25	21020.00	15507.04	

**p < 0.01

Notes. Test of Homogeneity of Variances: Levene statistic = 6.201 (p=.013); equal variances assumption is rejected.

가설 2와 가설 3은 창업가의 성별에 따라 창업초기 기업에 대한 투자유치를 결정짓는 요인에 있어서도 차이가 존재할 것이라고 예측하고 있다. 구체적으로 조직 특성 및 창업자 특성이 창업초기의 투자유치성과에 미치는 영향에 있어서의 성별 차이를 탐색하는 본 연구의 가설 2, 3(H2, H3)를 검증한 회귀분석 결과는 다음의 [표 4]와 같다. [표 4]에는 각기 남성과 여성의 성별을 구분하여 창업초기 기업의 투자유치성과 결정요인을 검증한 분할그룹 분석 결과가 함께 제시되어 있다.

표 4. 가설 2와 3의 회귀분석 검증결과

변수		종속변수: 투자유치성과 (ln)		
		전체	남성	여성
		β	β	β
조직특성	기업연수	.173**	.163**	.452
	초기창업규모	.174**	.175**	-.089
	산업	.077	.070	.166
	자기자본금	.212**	.230**	-.028
창업가 특성	연령	.005	.001	.179
	학력	-.046	-.058	-.097
	전공	.106†	.127*	-.121
	창업경험	.075	.076	-.096
성별		.039	-	-
R^2		.163	.168	.294
Adjusted R^2		.136	.142	-.059
F		5.985**	6.394**	.833

†p<.1, *p<.05, **p<.01
종속변수는 로그변환하여 분석됨

분석결과, 전체 표본을 사용한 분석에서는 창업초기 기업의 투자유치성과에 영향을 미치는 요인으로서 조직 특성 변수 중 기업연령($\beta=.173$, p<.01), 창업시 기업규모($\beta=.174$, p<.01), 초기 자기자본금($\beta=.212$, p<.01)의 유의한 효과가 확인되었으며, 창업자 특성인 전공($\beta=.106$, p<.1)이 넓은 수준에서 통계적으로 유의한 영향을 미치는 것으로 나타났다. 반면 조직 특성 중 연령, 창업자의 연령, 교육수준, 창업경험 변수의 투자유치성과에 대한 영향은 통계적으로 유의하지 않았다.

남성 표본을 대상으로 한 분석에서는 전체 표본 대상 분석결과와 동일한 결과가 도출되었다. 구체적으로 창업초기 투자유치성과에 대한 영향력은 기업연령($\beta=.163$, p<.01), 창업시 기업규모($\beta=.175$, p<.01), 초기 자기자본금($\beta=.230$, p<.01), 전공($\beta=.127$, p<.05) 변

수가 유의하였다.

반면 남성 대상 분석결과와는 달리 여성 표본을 대상으로 한 분할 그룹 회귀분석에서는 모든 조직 특성 및 창업가 특성관련 세부 변수들의 영향력이 유의하지 않은 것으로 나타나(1000개 붓스트래핑; bootstrapping 표본을 기반으로 한 분석결과), 투자유치성과 결정요인에 있어서 남성과 여성 간의 뚜렷한 차이가 확인되었다. 이와 같은 결과에 따라 조직 특성 및 창업자 특성이 창업초기의 투자유치성과에 미치는 영향에 있어서의 성별 차이가 존재할 것으로 예측한 본 연구의 가설 2, 가설 3이 모두 지지되었다.

3. 단계별 투자유치성과의 성별차이(추가분석)

비록 본 연구에서 가설화하진 않았으나 절대 투자유치 금액 외에도 벤처성장과정 단계를 통해서도 자금조달 과정상 성별 차이 나타날 수 있기 때문에 추가적으로 창업기업의 투자유치성과를 단계별 성별차이가 유의한가를 검증하기 위해 카이제곱 검증을 실시하였다.

표 5. 추가분석 카이제곱 검증결과

항목	성별	
	남성	여성
프리시드 라운드	140(53.4%)	17(68%)
시드 라운드	83(31.7%)	8(32%)
시리즈 A	35(13.4%)	0
시리즈 B 이상	4(1.5%)	0
χ^2 / p	4.607 / $p < .05$	

이들 변수측정은 '귀사는 투자단계 중 어느 단계까지 성공했습니까?'라는 질문에 대해 ①프리시드(pre-seed, 지인, 정부로부터 자금지원을 받았으나 아직 외부투자를 받지 못한 단계), ②시드(seed, 엔젤투자자 및 액셀러레이터로부터 투자를 받은 단계), ③시리즈 A(series A, 벤처캐피털(VC)로부터 1차 투자를 유치한 상태), ④시리즈 B(series B)와 같이 서열적으로 측정하였다. 분석결과, [표 5]에 나타냈듯이 프리시드, 시드, 시리즈 A, 시리즈 B단계 등 모든 전 단계에서 남성이 여성보다 더 높은 빈도를 나타내고 있어 성별 분포가 차이가 있는 것으로 확인되었다. 주목할 점은 여성은 대부분 프리시드 단계이거나 시드단계 등 창업투자 극초기 단계에 집

중되어 있고 시리즈 A, 시리즈 B 단계에 위치해 있는 기업은 없는 것으로 확인되었다. 반면 남성은 비록 프리시드와 시드단계에 있는 기업들도 많았지만 시리즈 A, 시리즈 B 이상에 위치한 기업도 있는 것으로 확인되어 여성이 남성보다 단계별 투자유치성과에 차이가 있음을 유추해볼 수 있다.

V. 결론

본 연구는 창업초기에 있어 성별 간 투자유치 성과의 차이를 확인하고 조직 및 창업가 특성의 성별 간 차이가 발생하는가에 대해 검증하였다. 연구결과, 창업초기 기업의 투자유치성과는 성별 간 유의한 차이가 있는 것으로 확인되었다. 구체적으로 남성은 기업연수, 기업규모, 초기자기자본금, 전공 등이 유의한 영향을 미치는 것으로 확인된 반면, 여성은 모든 조직 및 창업가 특성 변수들이 투자유치성과에 미치는 효과는 유의하지 않았다. 또한 추가분석결과, 투자유치 단계에 있어서도 남성 창업가는 다수가 후속 단계로 진행되는 것이 관찰되는 반면 여성 창업가는 절대다수가 투자유치 초기단계에 머무르는 실정으로 명확한 성별 차이가 확인되었다. 이러한 본 연구 결과는 Becker-Blease and Sohl (2007)가 창업자의 전공 투자단계별 자금조달 규모에 있어 성별 간 차이가 발생한다고 지적[26]한 결과와도 유사한 것으로 여성은 남성에 비해 자금조달 방법 및 규모에 있어 어려움이 있을 알 수 있다.

이상의 연구 결과를 토대로 본 연구의 시사점은 다음과 같다. 첫째, 본 연구는 성별 간 투자유치성과에 차이가 있음을 지지하는 실증근거 자료로 활용될 수 있을 것이다. 창업초기 투자유치(자금조달) 관련 선행연구들은 성별 간 차이의 존재 가능성에 대한 전제(premise)에서 상반된 시각을 나타냈다. 본 연구결과는 실제 여성 창업가의 투자유치성과에 있어서 성별 간 차이가 명확하게 존재함을 실증하여 일반화 가능성의 기초를 제공하였다.

둘째, 본 연구는 성별 간 초기창업기업의 투자유치성과에 차이가 존재함과 더불어 유치한 투자금액에서도 두 배 이상의 차이가 존재함을 확인하였다. 또한 추가

분석 결과, 여성은 투자유치 성과 단계에 있어 지인이거나 정부로부터 자금지원을 받았지만 아직 외부투자를 유치하지 못한 단계에 있거나 엔젤투자자 혹은 액셀러레이터로부터 창업투자자금을 지원받은 단계인 경우가 대부분을 차지하는 것으로 나타났다. 반면 남성은 이러한 단계 이외에도 벤처캐피탈로부터 투자를 유치하거나 그 이상의 투자유치성과를 보이는 기업도 있는 것으로 확인되었다. 이러한 차이는 여성 창업가가 남성보다 더 자금을 투자받는 초기단계부터 어려움에 봉착하게 할 뿐만 아니라, 여성 창업가의 창업 후 운영과정에서의 성공을 원천적으로 가로막는 잠재적인 장벽으로 작동될 수 있음을 시사한다.

마지막으로, 창업가 전체 또는 남성 집단에서 효과가 확인된 투자유치 성과 결정요인 변수들이 여성 집단에서는 전혀 유효하지 못한 실태는 여성 창업활성화를 통해 국가경제성장을 모색하고자 하는 현재 경제정책 기초가 기본적으로 제약받을 수 있음을 시사한다. 연구대상 남녀 창업가들은 기업연수, 기업규모, 초기자기자본금, 전공 등에서 뚜렷하게 구분되는 차이가 존재하지 않음에도 불구하고, 이들 변수들이 투자유치성과에 미치는 영향력이 오직 남성에게서만 작용하였다는 것은 우리 경제활동에 성역할 고정관념과 같은 편견이 실제 영향을 미치고 있음을 간접적으로 보여주는 결과라 할 수 있다.

본 연구의 한계점은 다음과 같다. 첫째, 본 연구는 주로 기술기반 창업 기업을 대상으로 하였기 때문에 표본 구성상 여성 창업가가 남성에 비해 상대적으로 매우 낮은 비율을 차지하였다. 이러한 표본 구성은 연구대상 업종의 실제 현실을 반영하고 있으나, 투자유치 성과에 있어서의 성별 차이를 보다 정교하게 분석하기 위해서는 자료수집기간을 확대하는 방식으로 보다 충분한 표본을 축적할 필요가 있다. 또한 본 연구결과의 일반화 가능성을 제고하기 위해서는 향후 연구를 통해 다양한 산업에 걸친 충분한 표본을 사용하여 실제 창업초기 기업 현상을 반영하는 분석이 이루어질 필요가 있다.

둘째, 성별 간 투자유치성과의 차이는 투자자의 태도에 의해 발생할 수 있음에도 불구하고 본 연구에서는 투자자의 태도에 대해 검증하기에는 제한이 있었다. 선행연구 역시 투자자의 태도에 초점을 둔 초기 연구들은

대출 기관들이 성공한 기업가는 남성 창업가와 관련이 있고, 여성 창업가와와는 관련이 없다고 인식하거나, 여성 창업가의 역량을 저평가하는 등의 여성 기업가 혹은 여성창업기업에 대해 부정적인 태도를 갖고 있다고 밝히고 있다[5][35]. 따라서 향후 연구에서는 투자자의 태도가 포함된 연구가 이뤄진다면 보다 의미 있는 시사점을 도출 할 수 있을 것이다.

마지막으로, 본 연구에서는 여성창업기업의 초기투자유치금액이 여성 기업이 스스로 적은 금액을 신청했기 때문인지, 아니면 남성과 유사한 금액을 투자받고자 했으나 투자금액이 적게 책정된 것인가에 대해서는 다루지 못하고 있다. 만약 남녀 창업 기업 맥락이 유사함에도 여성 기업이 스스로 적은 금액을 투자 유치하고자 한 것이었다면 어떤 이유에 기인하는지에 대해 확인할 필요가 있다. 향후 연구에서는 이러한 측면을 고려한 연구가 수행된다면 창업초기 시 성별 간 투자유치 성과 차이를 규명하는데 좀 더 풍성한 근거로 활용될 수 있을 것이다.

참 고 문 헌

- [1] C. Mason and R. Harrison, "Does investing in technology-based firms involve higher risk? An exploratory study of the performance of technology and non-technology investments by business angels," *Venture capital: An international journal of entrepreneurial finance*, Vol.6, No.4, pp.313-332, 2004.
- [2] J. Canning, M. Haque, and Y. Wang, *Women at the wheel: Do female executives drive start-up success*. Dow Jones and Company. U.S, 2012.
- [3] J. R. Becker-Blease and J. E. Sohl, "Do women-owned businesses have equal access to angel capital?," *Journal of Business Venturing*, Vol.22, No.4, pp.503-521, 2007.
- [4] L. Bigelow, L. Lundmark, J. McLean Parks, and R. Wuebker, "Skirting the issues: Experimental evidence of gender bias in IPO prospectus evaluations," *Journal of Management*, Vol.40, No.6, pp.1732-1759, 2014.

- [5] E. H. Buttner and B. Rosen, "Bank loan officers' perceptions of the characteristics of men, women, and successful entrepreneurs," *Journal of Business Venturing*, Vol.3, No.3, pp.249-258, 1988.
- [6] D. M. Hechavarría, S. A. Terjesen, P. Stenholm, M. Brännback and S. Lång, "More than words: do gendered linguistic structures widen the gender gap in entrepreneurial activity?," *Entrepreneurship Theory and Practice*, Vol.42, No.5, pp.797-817, 2018.
- [7] E. Bardasi, S. Sabarwal, and K. Terrell, "How do female entrepreneurs perform? Evidence from three developing regions," *Small Business Economics*, Vol.37, No.4, pp.417, 2011.
- [8] S. Carter and P. Rosa, "Indigenous rural firms: farm enterprises in the UK," *International Small Business Journal*, Vol.16, No.4, pp.15-27, 1998.
- [9] C. R. Reutzell and C. A. Belsito, "Female directors and IPO underpricing in the US," *International Journal of Gender and Entrepreneurship*, Vol.7, No.1, pp.27-44, 2015.
- [10] 천혜숙, "여성의 고성장기업 창업이 저조한 원인," 한국콘텐츠학회, 제16권, 제7호, pp.300-308, 2016.
- [11] G. A. Alsos, U. Hytti, and E. Ljunggren, *Research Handbook on Gender and Innovation*: Edward Elgar Publishing, 2016.
- [12] L. F. Edelman, R. Donnelly, T. Manolova, and C. G. Brush, "Gender stereotypes in the angel investment process. *International Journal of Gender and Entrepreneurship*. Gender stereotypes in the angel investment process," *International Journal of Gender and Entrepreneurship*, Vol.10, No.2, pp.134-157, 2018.
- [13] 조세근, 한주희, "CVC 투자유치 성공 기술창업기업 창업가에 대한 사례연구," 한국창업학회지, 제13권, 제5호, pp.229-262, 2018.
- [14] 황병선, 안준모, 공혜원, "IT 기반 창업기업의 초기 투자유치와 성장에 영향을 미치는 요인에 대한 탐색 연구," 벤처창업연구, 제12권, 제4호, pp.35-46, 2017.
- [15] 변영훈, "투자자 성별과 과잉확신이 거래량과 투자성 과에 미치는 영향 분석," 응용경제, 제7권, 제30호, pp.37-65, 2005.
- [16] L. Balachandra, T. Briggs, K. Eddleston, and C. Brush, "Don't Pitch Like a Girl!: How Gender Stereotypes Influence Investor Decisions," *Entrepreneurship Theory and Practice*, Vol.43, No.1, pp.116-137, 2019.
- [17] K. A. Eddleston, J. J. Ladge, C. Mitteness, and L. Balachandra, "Do you see what I see? Signaling effects of gender and firm characteristics on financing entrepreneurial ventures," *Entrepreneurship Theory and Practice*, Vol.40, No.3, pp.489-514, 2016.
- [18] 반성식, 송경, "한국 벤처캐피탈리스트의 투자 의사결정 요인과 투자평가 모형," 대한경영학회지, 제17권, 제1호, pp.267-291, 2004.
- [19] 윤영숙, 황보윤, "엔젤투자자의 투자 의사결정에 영향을 미치는 기업가특성에 관한 연구," 벤처창업연구, 제9권, 제3호, pp.47-61, 2014.
- [20] 김흥기, 김채광, "창업자와 투자자간 네트워크가 기업성공에 미치는 영향," 벤처창업연구, 제13권, 제3호, pp.47-57, 2018.
- [21] 고영희, 이호성, "투자유치 전략을 위한 스타트업의 특성과 벤처캐피탈 투자구성의 상호연관성 연구," 벤처창업연구, 제11권, 제2호, pp.63-73, 2016.
- [22] D. R. Hekman, S. K. Johnson, M. D. Foo, and W. Yang, "Does diversity-valuing behavior result in diminished performance ratings for non-white and female leaders?," *Academy of Management Journal*, Vol.60, No.2, pp.771-797, 2017.
- [23] A. J. Hillman, Jr, A. A. Cannella, and I. C. Harris, "Women and racial minorities in the boardroom: how do directors differ?," *Journal of management*, Vol.28, No.6, pp.747-763, 2002.
- [24] A. J. Hillman, C. Shropshire and Jr, A. A. Cannella, "Organizational predictors of women on corporate boards," *Academy of Management Journal*, Vol.50, No.4, pp.941-952, 2007.
- [25] J. R. Becker-Blease and J. E. Sohl, "Do

women-owned businesses have equal access to angel capital?," Journal of Business Venturing, Vol.22, No.4, pp.503-521, 2007.

[26] J. R. Becker-Blease and J. E. Sohl, "Do women-owned businesses have equal access to angel capital?," Journal of business Venturing, Vol.22, No.4, pp.503-521, 2007.

[26] H. Ahl, "Why research on women entrepreneurs needs new directions," Entrepreneurship theory and practice, Vol.30, No.5, pp.595-621, 2006.

[27] I. Agier and A. Szafarz, "Microfinance and gender: Is there a glass ceiling on loan size?," World Development, Vol.42, pp.165-181, 2013.

[28] S. Coleman and A. Robb, "A comparison of new firm financing by gender: evidence from the Kauffman Firm Survey data," Small Business Economics, Vol.33, No.4, pp.397-411, 2009.

[29] A. Du Rietz and M. Henrekson, "Testing the female underperformance hypothesis," Small Business Economics, Vol.14, No.1, pp.1-10, 2000.

[30] R. Hisrich and C. Brush, "The woman entrepreneur: Management skills and business problems," Journal of small business management, Vol.22, No.1, pp.30-37, 1984.

[31] A. L. Kalleberg and K. T. Leicht, "Gender and organizational performance: Determinants of small business survival and success," Academy of management journal, Vol.34, No.1, pp.136-161, 1991.

[32] S., K. L. Aziz, H. R. Wuensch, and Brandon, "A comparison among worker types using a composites approach and median splits," Psychological Record, Vol.60, No.4, pp.627-642, 2010.

[33] L. Knüppel and O. Hermsen, "Median split, k-group split, and optimality in continuous populations," AStA Advances in Statistical Analysis, Vol.94, No.1, pp.53-74, 2010.

[34] M. Fay and L. Williams, "Gender bias and the availability of business loans," Journal of

Business Venturing, Vol.8, No.4, pp.363-376, 1993.

저 자 소 개

공 혜 원(Hyewon Kong)

정회원



- 2015년 2월 : 중앙대학교 경영학과 (경영학박사)
- 2016년 7월 ~ 2018년 2월 : 서울대학교 박사후 연구원
- 2018년 3월 ~ 현재 : 경기대학교 교양학부 조교수

〈관심분야〉 : 기업가정신, 사회적기업, 벤처창업, 인사조직

추 승 엽(Seungyoup Choo)

정회원



- 2013년 8월 : 중앙대학교 경영학과 (경영학박사)
- 2004년 8월 : 중앙대학교 경영학과 (경영학석사)
- 2001년 2월 : 중앙대학교 경영학과 (경영학사)
- 2018년 3월 ~ 현재 : 경기대학교 교양학부 조교수

〈관심분야〉 : 전략경영, 벤처경영, 기업가정신, 문화산업 경영