

---

# 벤처기업 투자를 위한 실무 평가 지표와 해석

한재우\* · 김병관\*\* · 김완기\*\*\*

---

<목 차>

- I. 서론
- II. 선행 연구
- III. 연구 방법
- IV. 분석 결과
- V. 결론 및 향후 연구 방향

**국문초록** : 본 연구는 벤처캐피탈의 투자평가 시 심사역의 직관과 경험 위주의 투자 행태에서 벗어나 객관적으로 평가할 수 있는 실무 투자 평가 지표를 도출하고 지표별 해석을 통해 벤처기업 투자 평가 효율성 제고를 목적으로 하였다. 연구를 위해 벤처캐피탈 심사역 65명을 대상으로 설문분석과 AHP 분석을 실시하였다. 연구 결과, 벤처캐피탈의 벤처기업 투자 결정에 가장 중요한 평가요인은 시장 관련 요인들이었으며, 투자를 희망하는 벤처기업에게는 시장접근성, 경영자 기술/경영 경험 및 추천/평판 등이 중요한 것으로 나타났다.

주제어 : 벤처캐피탈, 벤처캐피탈 투자평가요인, 평가지표

---

\* (주)플랜티넷 서비스 사업팀장 (jwhan@plantynet.com)

\*\* (주)송현 인베스트먼트 투자본부 이사 (ww6542@hanmail.net)

\*\*\* 서강대학교 기술경영전문대학원 교수, 교신저자 (wkkim@sogang.ac.kr)

---

---

# A Study on Practical Valuation Assessment Indexing and Interpretation for Venture Company Investment

Jaewoo Han · Byoungwan Kim · Wanki Kim

---

---

**Abstract :** This paper suggests objective practical investment index for venture capital investment evaluation, deviating from investment behavior that relies on venture capitalist's intuition and experience. To deduct universally valid practical venture investment index, We conducted a survey of venture capitalist 65 and analyzed the data using AHP method. The results show that when VCs determine whether to invest in a venture or not, market related factors are considered most important. For venture companies who hope to receive investment from VCs, market access, CEO's technical/managerial experience, and recommendation/reputation are considered as crucial factors.

Key Words : Venture capital, Venture capital investment factor, Investment index

# I. 서론

## 1. 연구 배경 및 목적

최근 정부주도의 창업 활성화 정책은 청년 창업뿐 만 아니라 중·장년 창업 에 이르기 까지 다양한 벤처 창업으로 이어져 일자리 창출, 신기술 개발, 지역 균형 발전 등 경제 활성화에 매우 중요한 역할을 하고 있다. 이에 따라 과거 어느 때 보다 창업 기업의 숫자가 증가하고 있으며, 벤처기업에 투자하는 벤처캐피탈의 규모도 비례하여 커지고 있다. 2015년 12월 국내 벤처기업 수는 이미 3만개를 돌파하였고 벤처 펀드 운용 규모도 약 15조 4천억 원 규모에 이르고 있다. 또한 벤처캐피탈사도 115개사에 약 600~700명이 종사하고 있다. 벤처캐피탈의 업력별 주요 신규투자 비중은 주로 ICT >유통/서비스 > 게임 순으로 나타났으며 신규 투자형태도 보통주(20.3%)> 우선주(42.1%)> CB/BW (15.7%) 순으로 나타났다. 성장주기별 신규 투자 비중을 보면 비율상으로는 초기단계 (30%)에 가장 많이 투자되고 있는 것으로 보이나 실제 투자금액비중으로 보면 주로 후기(45%)가 가장 높고 다음으로 초기(30%) 그리고 중기(25%)로 나타났다. 이는 아직도 벤처캐피탈의 투자성향은 보수적 관점의 투자회수라는 의미에서 IPO가 임박한 벤처기업 중심으로 투자가 이루어지고 있음을 보여주고 있다(한국벤처캐피탈협회, 2015). 이러한 현상은 벤처캐피탈의 벤처기업 투자평가 시 많은 영향을 미치고 있는 것으로 추정된다. 2015 벤처기업정밀실태조사(한국벤처기업협회, 2015) 결과에 따르면 대다수의 벤처기업들은 벤처캐피탈의 자금투자와 IPO지원 활동에도 불구하고 가장 큰 애로사항으로 '자금조달 및 운용' 등(73.9%)에 관한 것이 가장 많았으며, 다음으로 기술 사업화, 판로개척, 인력확보 등으로 나타났다. 그러나 국내 벤처 창업이 날로 급증함에 따른 투자규모도 비례하여 확대되고 있으나 벤처투자 심사 인력은 제자리에 머무르고 있는 실정이다, 따라서 현재의 벤처캐피탈의 재무실적 위주의 투자 심사방식에서 기술수준, 전문 인력, 지재권 등에 대한 기술성 중심(김상윤 et al., 2005)뿐만 아니라 투자대상 회사의 사업성, 제품의 시장성, 경영자 특성에 까지 다양한 투자 평가 능력 향상의 필요성이 꾸준히 제기되고 있다. 이에 본 연구에서는 실무 차원의 벤처기업 투자 평가를 위한 투자평가지표를 도출하고 지표별 해석을 통하여 벤처캐피탈은 물론 투자유치 희망기업들에게 투자유치 정보를 제공함으로써 벤처기업 투자 활성화에 기여하고자 한다.

본 연구절차는 다음과 같이 구성하였다. II장에서는 벤처캐피탈의 역할과 관련한 다

양한 선행연구 살펴본다. III장에서는 본 연구를 위한 연구방법과 절차를 제시하고 IV장에서는 설문분석을 통한 지표 선정 및 해석, 검증에 대한 분석 결과를 제시한다. V장에서는 본 연구의 결론과 향후 연구 방향에 대해 논의한다.

## II. 선행 연구

### 1. 벤처캐피탈의 역할

벤처캐피탈은 연, 기금과 같은 기관투자자나 은행 등 재무 투자자로부터 자금을 조달하여 벤처펀드를 조성한 후 주식시장에 상장하지 않은 비상장 중소, 벤처기업에 주식(보통주, 우선주) 및 주식연계형 채권(전환사채, 신주인수권부사채) 형태로 투자하고, 투자 이후 기업 성장에 필요한 추가 투자, 인력 파견, 영업지원 등 사후지원을 제공하여 해당 투자기업의 주식상장(IPO)이나 M&A를 통하여 수익을 실현하는 금융회사를 말한다. 벤처캐피탈의 역할은 다음과 같다. 첫째, 타 금융회사 대비 효율적으로 기관투자자와 기업을 연결시킬 수 있다(Bygrave, 1987). 둘째, 타 금융기관 대비 벤처기업에 더욱 합리적 투자이사결정을 실행할 수 있다(Sandberg et al., 1988). 셋째, 투자 이후 사후 위험관리를 통해 벤처기업의 기업 가치를 제고할 수 있다(Gorman and Sahlman, 1989). 넷째, 고위험, 고수익의 금융상품을 제공함으로써 기존 금융과는 차별적인 대체투자시장 조성을 가능하게 한다(이석규, 1999). 벤처캐피탈과 일반금융회사 간 차이점을 정리하면 <표 1>과 같다.

<표 1> 벤처캐피탈과 일반금융회사의 차이

구분	지원형태	담보	회수	운용기간	수익
벤처캐피탈	투자	없음	IPO, M&A	장기	지분매각
일반금융회사	융자(대출)	있음	만기 상환	중·단기	금리

### 2. 벤처캐피탈의 투자 결정 요인에 관한 연구

그간 벤처캐피탈의 투자 결정 요인들에 관한 많은 연구결과들이 제시되었다. 주요 선

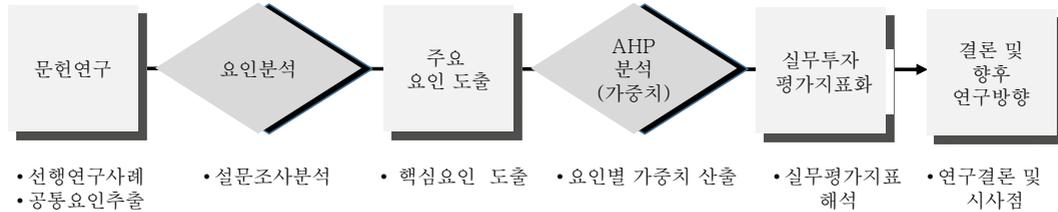
행연구들을 살펴보면 Zacharakis & Meyer(1998)는 주요 투자 의사 결정 기준으로 기업가의 시장 이해도, 리더십능력, 창업경험, 소유권 보호 등 8가지의 변수를 반성식 & 송경모(2004)는 그동안의 선행연구 문헌들을 검토하여 벤처캐피탈이 투자 의사 결정 시 근거로 기업가와 팀 능력, 제품/서비스의 우수성 등이 기업 성공을 위한 잠재 수익률이라고 정의하였다. Patel & Souza(2008)는 우호적인 경쟁조건과 시장잠재력을 중요시 하였으며, 구경철(2009), Payne et al.(2009), 이현무(2006)는 경영진 경험, 차별성, 시장성, 창업 팀 특성, 재무적 특성을 중요 요인으로 고려하였다. MacMillan et al.(1985)는 투자 결정 요소로 창업자의 개성, 경험, 제품/서비스 특성, 시장 특성, 재무적 상황, 벤처 팀 등 6개 요소를 제시하였고 MacMillan et al.(1987)는 투자 결정 주요 요소로서 경영진의 기술과 경험, 벤처 팀, 제품 속성 등 6가지를 제시하였다. 그리고 많은 선행연구 중 가장 대표적이라 할 수 있는 Tyejee & Bruno(1984)의 경우, 23개의 투자 평가기준 중 세제혜택 등을 제외한 21개를 5개 그룹(경영관리능력, 제품차별도, 시장 매력도, 환경변화에 대한 저항력, 현금화 가능성)을 제시하였다. 우선, 경영관리능력은 경영진의 경영능력, 마케팅, 재무적 능력, 추천 및 평판 등이 포함되어 있으며, 제품 차별도는 제품의 독특성과 특허 가능성이 포함되고, 시장매력도는 시장규모, 시장접근도 등 시장과 관련된 사항이 포함된다. 환경변화 저항력은 경쟁사의 진입장벽여부, 경기변동에 대한 저항력 등이 포함되고, 현금화 가능성은 회수기회 등 외부투자의 회수와 관련한 사항들이 포함된다. 이는 앞서 다른 선행 연구결과들과 많은 공통성을 가지고 있다. 한편, 반성식 & 송경모(2002)는 한국 벤처캐피탈의 투자 의사 결정과정과 미국 벤처캐피탈의 투자 의사 결정을 비교연구를 통해 양국 모두 경쟁강도나 경쟁자 수용 정도가 중요함을 인식한 반면, 미국은 시장 성장성과 시장규모를, 한국은 소유권 보호에 중점을 둔 점이 다르다고 주장하였다. 앞서 다양한 투자 결정 요인들에 대한 주요 선행 연구 결과들은 Appendix 1 <표 2>와 같다.

### III. 연구 방법

#### 1. 연구방법

연구절차는 우선 Appendix 1 <표 2>에서 제시한 다양한 벤처캐피탈의 투자 결정 요인들을 빈도분석을 통하여 공통요인을 추출한 다음, 이를 토대로 국내 벤처캐피탈 리스

트를 대상으로 한 설문분석을 통해 주요 벤처기업 투자 결정요인을 도출한다. 다음으로 투자결정요인에 대한 지표화를 위해 전문가 집단을 통한 AHP(Analytic Hierarchy Process)분석을 실시하여 투자평가 지표별 가중치를 산출한다. 마지막으로 벤처투자 실무 평가 지표를 선정하고 지표별 해석과 시사점을 제시한다<그림 1>.



<그림 1> 연구절차

Appendix 1 <표 2>의 선행 연구 결과 중 2개 이상 공통적으로 포함된 투자 결정 주요요인들 중에서 1차적으로 ‘제품속성’, ‘성장잠재력’, ‘현금창출방법’은 높은 주관성으로 인해 한국벤처캐피탈의 투자심사판단에서 실무적으로 활용성이 낮은 지표라는 특성을 보유하고 있으며, 실증적인 성격을 가지는 본 연구의 의의에 부합되지 않다고 판단하여 제외하였다. 그 외 요인들 중 빈도 분석을 통해 17개 요인들을 추출하였고, 재무적 요인의 경우, 대다수 선행 연구 결과들에서도 큰 의미가 없는 것으로 나타나 이를 제외하였다. 반면, 선행 연구들에서는 학술적으로 다루지는 않은 ‘업종’을 추가하였는데 이는 벤처기업이 중소기업으로서 대기업 보다 업종별 산업 사이클에 더 민감하게 반응하는 것이 일반적이나 한국벤처캐피탈들은 경험적으로 ‘업종’을 중요한 투자의사결정요인 중의 하나로 판단하고 있어 이에 ‘업종’을 추가하여 총 16개를 투자 평가 주요 요인으로 추출하였다<표 3>.

<표 3> 문헌연구로 추출된 벤처기업 투자 평가 주요 요인

주요요인	추출 요인	추출 기준
투자평가 기준	경영진 기술/경영 경험, 벤처팀, 경영진 지분율, 창업자 동기유발, 제품 차별성, 특허권, 시장 접근성, 시장규모, 시장 성장성, 진입장벽, 경쟁위험, 기대 수익률, 투자규모, 업종, 회사성장 단계, 추천/평판	2개 이상의 공통요인이 포함된 경우 * 단, 창업초기 벤처기업의 경우 일반적으로 재무성과가 크지 않으므로 자기자본비율, 유동성 등 재무관련 요인은 제외

## IV. 분석 결과

### 1. 데이터의 수집

먼저 실험 데이터는 5년 이상 투자심사 경력을 보유한 시니어 급 벤처캐피탈 심사역 80명을 대상으로 2015년 6월 15일~8월 19일까지 온/오프라인 설문조사를 실시<Appendix 2 참조>하였고 이중 유효 설문 응답자는 65명이었다<표 4>.

<표 4> 설문응답자의 기술통계

구분	척도	응답자수	평균(%)	비고
성별	남성	60	92	
	여성	5	8	
	계	65	100	
나이	50대	5	8	
	40대	52	80	
	30대	8	12	
	계	65	100	
학위	박사	3	5	
	석사	22	34	
	학사	40	62	
	계	65	100	
직급	연구위원(임원)	7	11	
	수석(부장급)	13	20	
	책임(차장급)	40	62	
	선임(과장)	5	8	
	계	65	100	
투자경력	10년이상	20	31	
	9~6년	42	65	
	5~3년	3	5	
	계	65	100	

유효 설문 응답자 65명의 특성을 살펴보면 응답자의 주요연령은 40대가 52명(80%), 30대가 8명(10%)순으로 나타나 벤처기업 투자 심사는 주로 40대 중심으로 심사업무가 수행되고 있음을 확인할 수 있다. 또한, 심사자 직급이 전체 92%(60명)가 차장급 이상

임원급으로서 평가경력도 10년 이상의 전문 인력이 96%(62명)를 차지하고 있어 실험대상자의 전문성과 신뢰성은 아주 높다고 할 수 있겠다. 하지만 응답자들의 학력의 경우, 96%(62명)이 학·석사로 나타나 다양한 산업분야의 투자 판단을 위한 기술성 판단에는 일부 한계가 있음을 보여주고 있다. 다음으로 설문분석을 통해 선정된 주요 투자 결정요인들의 실무 평가 지표화를 위해서는 지표별 가중치(중요도) 산출이 필요하므로 본 연구에서는 AHP 설문 분석을 실시하였다<Appendix 2 참조>. 전문가 집단은 벤처기업 투자 실무 경험이 풍부한 심사역 18명으로 구성하였다. 설문은 2015년 8월 25일~9월 20일까지 오프라인 설문조사를 실시하였고 전문가 집단의 평균연령은 40대~50대로서 벤처기업 투자 시 의사결정권이 있는 10년 이상의 부장 및 임원급으로 구성하였다.

## 2. 신뢰성 및 타당성 검증

### 2.1 신뢰성 분석(Reliability analysis)

유효 설문 응답 자료는 SPSS Ver.21 SW를 이용하여 신뢰성 분석과 타당성 분석을 실시하였다. 먼저 요인분석이 적절한 지를 판단하기 위해 KMO(Kaiser Meyer Olkin)와 Bartlett 검정을 실시하였다. 요인분석(Factor Analysis)는 주성분 분석 방법을 통한 베리맥스 회전법을 사용하였고 하위 변수들의 요인분석 모형 적합여부 판단을 위해 KMO 검정 결과, 전체 KMO 값은 .638(Kaiser, 1974)이었고, Bartlett 구형성 검정을 위한 카이제곱 검정통계량도 376.043( $p < .001$ )로 나타나 연구모델의 측정도구는 적합하였다<표 5>. 또한 신뢰성 분석 결과 역시 항목별 Cronbach 알파 값은 .797로 나타나 측정 데이터도 모두 양호하다고 할 수 있겠다<표 6>.

<표 5> KMO 및 Bartlett 검정 결과

	카이제곱	자유도	유의확률	Kaiser-Meyer-Olkin 측도
Bartlett 검정	376.043	120	.000	.638

<표 6> 설문 응답자 신뢰도

Cronbach의 알파	Cronbach's Alpha Based on Standardized Items	항목 수
.797	.914	16

## 2.2 요인분석

1차 설문 응답자에게 <표 3>과 같이 추출된 16개의 요인들이 각각의 투자의사결정에 미치는 강도를 리커트 7점 척도로 조사하고, 요인분석을 실시한 결과, <표 7>과 같이 고유값이 1 이상인 요인은 모두 6개가 추출되었고 누적 적재 값은 72.73이었다. <표 8>은 베리맥스 회전법에 의한 요인분석 결과이다.

<표 7> 설명된 총분산

	초기 고유값			추출된 제곱합 적재값			회전 제곱합 적재값		
	합계	%분산	%누적	합계	%분산	%누적	합계	%분산	%누적
1	4.663	29.141	29.141	4.663	29.141	29.141	2.313	14.458	14.458
2	1.788	11.175	40.316	1.788	11.175	40.316	2.108	13.173	27.632
3	1.643	10.269	50.584	1.643	10.269	50.584	2.033	12.707	40.338
4	1.36	8.503	59.087	1.36	8.503	59.087	2.003	12.52	52.858
5	1.149	7.182	66.27	1.149	7.182	66.27	1.751	10.945	63.803
6	1.034	6.461	72.73	1.034	6.461	72.73	1.428	8.927	72.73
7	0.877	5.48	78.21						
8	0.626	3.911	82.12						
9	0.577	3.607	85.728						
10	0.513	3.204	88.931						
11	0.45	2.812	91.743						
12	0.407	2.546	94.288						
13	0.305	1.904	96.192						
14	0.272	1.702	97.894						
15	0.198	1.24	99.135						
16	0.138	0.865	100						

\* 추출방법: 주성분 분석

<표 8> 요인분석 결과

	성분					
	1	2	3	4	5	6
시장규모	.765	.110	.033	.165	.083	-.070
시장접근성	.702	.414	.069	.178	-.171	-.004
투자규모	.615	.248	.179	.198	-.250	-.340
시장성장성	.612	-.411	.232	.318	.164	-.156
진입장벽	.102	.759	.200	.308	-.157	-.086
경쟁강도	.261	.650	.383	.193	.072	-.264
경영진의 창업동기	.194	.636	.064	-.059	.256	.472

성장단계	.259	.198	.773	.091	-.054	.227
제품/서비스의 업종	-.181	.103	.749	.247	-.122	.064
기대수익률	.298	.112	.688	.055	.022	-.330
추천/평판	.317	-.041	.013	.775	.048	-.118
특허권	.173	.152	.223	.721	-.009	.130
제품의 차별성	.065	.444	.192	.689	-.054	-.009
경영자의 기술/경영 경험	-.164	-.008	.056	.003	.878	.065
창업팀의 우수성	.118	-.007	-.171	.006	.856	.004
경영진의 지분율	-.045	-.070	.010	.006	.045	.886

<표 9> 요인분석을 통한 투자결정요인

구분	투자결정 요인
시장성	전체 시장 규모, 동사 제품/서비스의 시장 진입 가능성, 진입 가능한 시장규모를 고려 시 벤처기업의 설비 투자 등 투자규모, 해당 시장의 중장기적인 성장성
경쟁성	제품/서비스의 사업적/기술적 진입장벽, 경쟁 업체의 수와 규모를 고려한 전체적인 경쟁강도, 경쟁 강도를 인지한 상태에서의 창업동기의 타당성
수익성	시장 성장 단계(성장초기, 성장기, 성숙기)를 고려한 수익성, 업종의 보편적인 기대수익성, 제품/서비스의 업종과 관련된 요인
기술성	기술력에 대한 특허권, 제품의 차별성, 추천/평판 등
경영자 특성 경영진 지분율	창업자를 중심으로 한 경영진의 인적 특성, 학력, 기술/경영 경험, 창업팀 구성 (= 창업자 지분율)

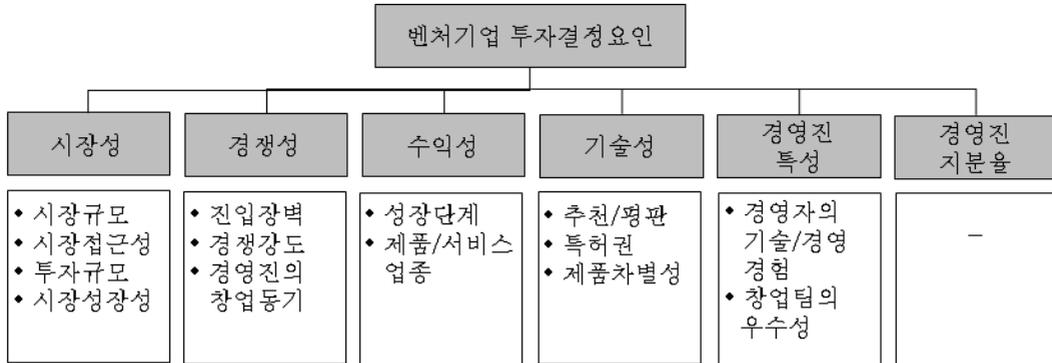
상기 <표 9>는 요인분석 결과를 총 6개 항목으로 재구성한 것이다. 그러나 대다수 벤처창업기업의 특성상, 초기의 경영진의 지분율은 곧바로 창업자의 지분율과 같은 의미로서 단일한 항목으로 분류되었다.

### 3. 투자평가지표의 선정

#### 3.1 벤처기업 투자결정 요인의 계층화

본 연구에서 가중치 산출은 Saaty(1980)의 AHP(Analytic Hierary Process)분석기법을 활용한다. AHP 분석기법은 다기준 의사 결정(MCDM: Multi Criteria decision Making) 방법 중 하나로서 가중치(중요도)산출이나 대안선택 시 널리 유용하게 사용 되는 기법이다. 앞서 <표 9>의 투자결정요인들을 <그림 2>와 같이 계층화 하면 계층1(기준)은 경영진의 지분율을 제외하고 시장성, 경쟁성, 수익성, 기술성, 경영진 특성, 경영진의 지분율

등 5개 항목으로 다시 계층1(기준)에 대한 계층2(세부 요인)은 2~4개의 요인으로 분류할 수 있다. 각 계층1(기준)과 계층2(세부요인)들의 조작적 정의는 <표 10>과 같다.



<그림 2> 벤처기업 투자 결정 기준/요인의 계층화

<표 10> 벤처기업 투자 결정 계층1과 계층 2의 조작적 정의

계층1 (기준)	계층2 (세부요인)	조작적 정의
시장성	시장규모	해당 제품/서비스와 관련된 산업보고서 등 리서치 기관의 객관적인 글로벌 시장 규모, 리서치가 없을 경우 기업의 제시 내용과 레퍼런스를 통해 추정 가능한 시장규모
	시장접근성	제품, 서비스가 고객(사)의 니즈에 부합되어 시장 침투가 가능한 정도, 시장 접근이 용이한 supply chain 구축 정도.
	투자규모	중장기 사업계획에 근거하여 시장 규모와 성장성을 고려한 기업의 시설투자, R&D 투자 등 전체 투자 규모
	시장성장성	해당 제품/서비스와 관련된 산업보고서 등 리서치 기관의 글로벌 시장 성장률, 리서치가 없을 경우 유사 기업의 매출액 성장률
경쟁성	진입장벽	특허 등 IP에 의한 기술적 장벽, 시장선점에 의한 진입장벽 등 투자대상기업이 구축한 진입장벽의 유무와 강도
	경쟁강도	경쟁업체의 수, 경쟁업체의 기술, 매출규모 등을 고려한 경쟁력을 고려하여 판단하는 경쟁강도
	경영진의 창업동기	관련시장의 투자대상기업의 경쟁강도를 고려한 창업동기의 타당성
수익성	성장단계	리서치 자료 및 심사역 판단으로 추정하는 해당 제품/서비스와 관련된 시장의 성장단계(시장초기, 성장기, 성숙기, 사양기)
	제품/서비스의 업종	IT 부품, 소재, 모바일 서비스, 바이오 등
	기대수익률	회사의 중장기 사업계획에 근거한 제품/서비스의 기대 수익률(회사의 중장기 영업이익률)

기술성	추천/평판 특허권 제품의 차별성	회사의 고객사 등 레퍼런스 미팅을 통해 확인하는 제품/서비스에 대한 기술력 등록 특허의 수, 실제 활용도 경쟁업체와의 비교분석, 고객사 요구 수준 부합정도, 소비자반응정도.
경영진의 특성	창업자의 기술/경영 경험 창업팀의 우수성	창업자의 기술/경영 경험 기간, 창업자의 인적특성, 창업자의 학력, 학위 등 창업자와 창업 팀의 역량을 포함한 유기적 관계 창업자에 대한 Followship
경영진의 지분율	창업자의 지분율	-

### 3.2 가중치 산출

가중치 산출은 Expert choice S/W를 이용하여 설문 분석을 실시하였다. 실험 결과에 대한 신뢰성 검증은 일관성비율(CR: Consistency Ratio)을 이용하는데 Saaty(2000)는 만약, 일관성비율이 0.1 미만이면 우수한 결과로 판단하고 일관성비율이 0.2를 넘으면 기각하거나 피드백 할 것을 권고하고 있다. 분석결과, 산출된 일관성비율은 0.0545~0.0969로서 모두 신뢰할 수 있는 결과라 할 수 있겠다. <표 11>은 AHP 분석 종합 결과이다.

<표 11> AHP의 투자결정요인에 대한 가중치(중요도)와 우선순위

계층 1			계층 2			종합가중치 (중요도)	종합가중치 순위
기준	가중치	순위	요 인	가중치	순위		
시장성	0.339	1	시장규모	0.393	1	0.133	1
			시장성장성	0.280	2	0.095	4
			시장접근성	0.245	3	0.083	5
			투자규모	0.081	4	0.027	13
경쟁성	0.194	2	진입장벽	0.633	1	0.123	2
			경쟁강도	0.252	2	0.049	10
			경영진의 창업동기	0.115	3	0.022	15
수익성	0.188	3	성장단계	0.522	1	0.098	3
			제품/서비스의 업종	0.293	2	0.055	8
			기대수익율	0.185	3	0.035	12
기술성	0.130	4	추천/평판	0.434	1	0.056	7
			제품의 차별성	0.425	2	0.055	9
			특허권	0.141	3	0.018	16
경영진의 특성	0.104	5	경영자의 기술/경영 경험	0.771	1	0.080	6
			창업팀의 우수성	0.229	2	0.024	14
경영진의 지분율	0.045	6	-				11

## 4. 투자평가 지표의 해석

먼저, 투자결정에 영향을 미치는 계층1(기준)에서의 가중치(중요도)순위는 시장성(0.339)>경쟁성(0.194)>수익성(0.188)등의 순으로 나타났다. 이는 벤처캐피탈의 입장에서 보면 투자에 대한 자금 회수가 중요할 수밖에 없으므로 당연한 결과로 판단된다. 다음으로 계층2(세부요인)에 대한 종합 가중치들의 전체 순위를 살펴보면 시장규모(1위), 진입장벽(2위), 성장 단계(3위), 시장 성장성(4위)순으로 나타난 반면, 상대적으로 낮은 순위로는 투자 규모(13위), 창업 팀의 우수성(14위), 경영진의 창업 동기(15위)를 차지하여 상대적으로 투자 의사결정에 영향력은 낮은 것으로 나타났다. 따라서 <표 11>의 결과와 같이 각각 산출된 계층1(기준)과 계층2(세부요인)의 가중치를 적용하면 투자 실무 평가 지표가 완성된다. 각각의 실험 분석 결과를 해석하면 다음과 같다. 첫째 ‘시장성(0.339)’의 경우, 시장규모(0.393)> 시장성장성(0.252)> 시장접근성(0.083)>투자규모(0.081)의 순으로 중요한 것으로 나타났다. 이는 벤처캐피탈 심사역이 투자 의사 결정 시, 우선적으로 ‘시장규모’를 최우선적으로 고려하고 있음을 의미한다. ‘시장성장성’의 경우, 기업자체의 경쟁력보다는 외부 환경에 영향을 받게 되며 ‘시장접근성’은 기업 자체의 경쟁력을 의미한다. 즉, 벤처캐피탈 투자 의사 결정시 기업의 경쟁력이 바로 ‘시장접근성’으로 인식하고 있는 것으로 판단된다. 또한, ‘시장규모’와 ‘시장성장성’은 벤처기업 창업 시 선정할 아이템의 외적 속성으로 이미 규정된 성격이 있는 반면 ‘시장접근성’은 벤처기업 고유의 내적 역량이므로 실제적으로 벤처캐피탈의 투자의사 결정 시 가장 중요한 요인을 한 가지로 정리하면 ‘시장접근성’이라 할 수 있겠다. ‘시장접근성’은 앞서 ‘제품, 서비스가 고객(사)의 니즈에 부합되어 시장 침투가 가능한 정도, 시장 접근이 용이한 공급망(supply chain) 구축 정도’로 정의한 바 있다. 벤처기업은 한정된 자원을 보유하고 있는 속성으로 시장진입이 목표한 시기에 이루어지지 못하면, 추가 재원 조달에 있어 어려움을 겪게 되며 이는 시장 진입 리드 타임이 길어질수록 더욱 악화되어 결국 벤처기업의 향후 존속 가능 여부에 결정적인 영향을 주게 된다. 특히, 창업 초기 기업의 경우 이러한 경향은 더욱 높아지며, 벤처캐피탈이 창업 초기 기업에 투자 여부를 판단 시 가장 중요한 요인으로 ‘시장 접근성’을 보고 있다. 이는, 최근 산업의 급격한 변화와 더불어 스타트업 기업의 증가와 함께 테스밸리에서 더 이상의 생존이 불가능해지는 기업 수가 늘어나고 있는 현실을 반영하는 것으로 보인다. 특이한 것은 시장성 내에서 벤처기업의 ‘투자규모’의 가중치가 상대적으로 크지 않았다는 것인데 이는 벤처기업의 투자규모가 벤처캐피탈의 투자

의사 결정에 크게 영향을 미치지 않고 있음을 의미한다 하겠다.

둘째, ‘경쟁성(0.194)’의 경우, 진입장벽(0.633) > 경쟁강도(0.280) > 경영진의 창업동기(0.115)의 순으로 중요한 것으로 나타났다. 진입장벽이 가장 중요한 세부요인으로 나타난 것은 벤처기업의 제품, 서비스 영역에서 시장 선점의 효과가 투자 결정시 매우 큰 영향을 주는 것으로 추정된다. ‘경쟁강도’ 역시 경쟁업체의 질과 양에도 영향을 미치는 요인으로 작용하고 있음을 확인할 수 있다. 반면, ‘경영진의 창업동기’의 경우, 종합 가중치 순위에서 가장 낮은 15위로 나타났는데 이는 일반적인 벤처창업이나 투자 행태에 있어서 기업의 인적 자원 특성을 중요시 하기는 하나 실제 벤처캐피탈의 투자 결정에 큰 영향을 미치는 것은 사업의 시장성과 제품의 시장 선점을 위한 ‘진입장벽’이나 기업의 성장 단계가 더 중요함을 의미한다 하겠다.

셋째, ‘수익성(0.188)’의 경우, 성장단계(0.522) > 제품/서비스의 업종(0.293) > 기대수익률(0.185)의 순으로 나타났다. 벤처캐피탈은 기본적으로 3년 이상의 장기투자를 지향하며, 중장기적으로 해당 기업이 성장을 하여야만 이후 적절한 수익을 기대할 수 있다. 이러한 장기 투자에서는 투자금 회수 예상 시점에서도 벤처기업이 지속적인 성장을 하여야만 수익 실현이 가능하므로 투자시점에 벤처기업의 ‘성장단계’를 고려하는 것은 매우 중요하다. 반면 ‘제품/서비스의 업종’역시 고려해야할 중요 요인 중 하나이나 이는 제품/서비스의 업종 마다 일반적인 산업 사이클이 존재하므로 성장단계 여부 판단 시 함께 고려해야 할 것이다. ‘기대수익률’의 경우, 수익성 요인에서 상대적으로 중요도가 낮은 것으로 나타났는데 이는 투자자의 입장에서 보면 ‘기대수익률’이 높으면 상대적으로 투자 위험도가 높고, 낮으면, 투자위험도가 낮아지므로 중립적 입장을 취한 데 기인한 것으로 볼 수 있다. 수익성의 상당 부분은 성장단계와 업종 등 외적인 요인으로 결정되어진다고 볼 수 있으며, 기업의 내부 경쟁력에 의한 ‘기대수익률’은 투자 의사 결정 시 ‘성장단계’와 ‘제품/서비스의 업종’에 이어 세 번째로 중요하게 고려되고 있는 것으로 판단된다.

넷째, ‘기술성(0.130)’의 경우, 상당수의 벤처기업은 투자 유치 활동 시 기업의 가장 큰 경쟁력으로 기술력을 들고 있으나 실제 분석 결과, 추천·평판(0.434) > 제품의 차별성(0.425) > 특허(0.141)의 순으로 중요한 것으로 나타났다. 기술성 평가 시 가장 중요한 요인으로 ‘추천·평판’이 가장 높은 점수를 받은 이유를 보면 최근의 창업기업들의 대다수가 첨단 기술 중시의 창업이 많고 일반 중소기업 보다 상대적으로 벤처기업의 특허성고가 높다(장금영, 2010). 따라서 투자대상 벤처기업에 대한 특허에 대한 변별력은 크지 않은 것으로 추정된다. 그러므로 벤처캐피탈의 입장에서 보면 당연히 하이테크 관련 경험과 지식을 보유하고 있어야 할 것이다. 그러나 모든 기술기반의 벤처기업에 대해 투자

심사역이 해당기술을 전부 이해하기란 분명히 한계가 있을 수밖에 없다. 따라서 투자 대상 기업의 기술평가 시 관련 전문가나 해당 기업 관련 특정 회사, 전문 기술인력 등을 통해 추천받거나 평판을 수용할 수밖에 없을 것이다. 경우에 따라서는 이해 상충에 의해 주관적인 ‘추천·평판’이 있을 수 있지만 다양한 경로를 통하여 ‘추천·평판’을 듣게 되면 그나마 객관적인 의견을 접할 수 있게 된다. 이러한 ‘추천·평판’에 대한 확인 방법이 ‘레퍼런스 체크’이다. ‘레퍼런스 체크’란 해당 벤처기업의 전, 후방 고객사 또는 전략적 제휴 등 파트너 섭을 보유한 회사, 또는 경쟁사 등의 다양한 정보 즉, 이해관계에 있는 회사들의 정보를 활용하여 평가 대상기업에 대한 제품의 차별성, 기술력 등에 대한 의견을 청취하는 활동이다. 따라서 벤처캐피탈 투자 심사역들은 평가대상기업에 대한 실제 시장 평가를 기술가치 평가이외에 ‘레퍼런스 체크’를 통한 투자 의사 결정에 훨씬 더 많이 활용하고 있는 것으로 활용하고 있는 것으로 추정된다. 특이한 것은 다른 요인들보다 상대적으로 낮은 가중치를 보인 ‘특허권’인데 이 역시 기술에 관련된 사항으로서 ‘추천·평판’요인에 이미 포함되어 검토 활동이 이루어지고 있기 때문으로 추정된다. 실제로 벤처 캐피탈의 업무 흐름과 비교했을 때에도 투자 심사역은 기업의 시장성, 경쟁성, 수익성이 투자 기준을 만족 시킨다면 벤처캐피탈은 그 다음 검토 단계로 레퍼런스 체크 업무를 수행하고 있는 것으로 알려져 있다. 따라서 벤처기업은 우수한 기술력을 바탕으로 시장성, 경쟁성, 수익성 요건을 잘 갖추고 있다는 전제하에 ‘추천·평판’에 대한 상대적 우수성을 입증할 수 있는 노력이 필요할 것으로 보인다. 또한 ‘제품의 차별성’과 관련해서는 최근 첨단 기술 기반의 수많은 회사가 창업하고 있으며 이는 소비자의 반응 정도와도 관련이 있을 수 있다. 따라서 벤처캐피탈은 하이테크 관련 경험과 지식으로 대응해야 함을 의미하며 결국 본 연구에서 가중치 순위가 높게 나타난 시장성과 경쟁성과 연결이 되는 것으로 해석할 수 있겠다.

다섯째, ‘경영진의 특성(0.104)’과 ‘경영진의 지분율(0.045)’의 경우, 벤처기업 투자결정에 있어 ‘경영진의 특성’과 ‘경영진의 지분율’은 외부환경보다는 내부 환경에 영향을 받는 요인들이라 할 수 있다. 여기서 내부요인이란 벤처기업 스스로 변화시킬 수 있는 요인을 의미하며, 외부요인이란 벤처기업이 스스로 통제할 수 없는 요인을 외부요인을 의미한다. 앞서 <표 11>의 모든 투자결정 요인들을 내·외부로 분류하면 <표 12>와 같이 나눌 수 있다. 예를 들어 벤처기업이 투자유치를 결정하기 위해서 외부요인은 이미 정해진 사업 환경이라 볼 수 있으며, 내부적으로는 한정된 자원을 바탕으로 ‘시장 접근’과 ‘추천·평판’에 집중하는 것이 벤처캐피탈의 투자기준에 부합하는 것이라 할 수 있다. 또한, 외부요인을 충족시키고 내부요인의 우수성을 증명하는 것이 벤처캐피탈 투자유치 시 중

요하게 고려해야 할 사항으로 판단된다.

<표 11> 투자 결정 요인의 중요도 순위별 내·외부 분류 (예)

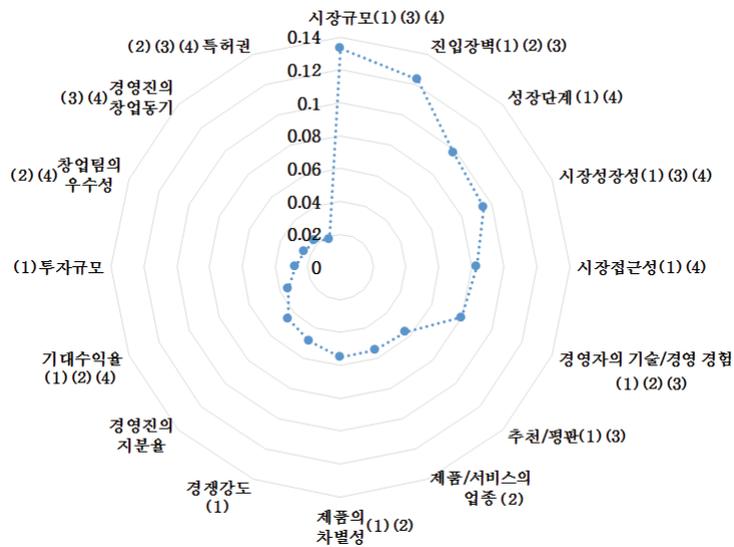
순위	외부요인	내부요인
1	시장규모	시장접근성
2	진입장벽	경영자기술/경영 경험
3	성장단계	추천/평판
4	시장성장성	제품의 차별성
5	제품/서비스의 업종	경영진 지분율
6	경쟁강도	기대수익율
7	-	투자규모
8	-	창업 팀의 우수성
9	-	특허권

따라서 ‘경영진의 특성’ 중 기술/경영 경험(0.771) > 창업팀의 우수성(0.229)은 ‘경영자의 자질수준’이나 ‘창업팀 우수성’ 모두 경영자에게 집중된 것으로 보일 수밖에 없다. 따라서 인적자원특성에 포함할 수 있는 ‘창업 팀의 우수성’이 종합 가중치 순위에서 가장 낮은 15위에 위치된 것에 대해 크게 고려할 필요가 없을 수도 있다. 참고로 국내 벤처기업 창업 및 벤처캐피탈 투자가 활성화된 1990년대 후반부터 약 20년이 지난 지금까지 다양한 창업, 투자의 역사가 축적되면서 최근 벤처기업 창업자들의 창업 준비 수준이 매우 높아졌다. 이는 벤처창업자들의 학력 및 경험과 더불어 팀 구성원들의 경쟁력 또한 높아졌음을 의미하며 실제 벤처캐피탈에게 투자를 유치할 수준의 벤처기업들은 이제 더 이상 창업자 내지 창업 팀의 경쟁력만으로는 투자유치에 있어 차별성을 가지기 어렵게 된 최근 상황을 반영하고 있는 것으로 보인다. 같은 맥락에서 ‘경영자의 지분율’의 경우도 11위로 나타나 투자평가 시 크게 작용하지 않는 것으로 판단된다.

## 5. 연구결과의 검증

본 연구결과의 유의미 여부 판단은 앞서 주요 선행연구들의 투자평가 중요요인들과의 비교분석을 통하여 검증하였다. 먼저 대표적인 선행연구결과로서 (1) Tyebjee and Bruno (1984)의 결과와 비교해 보면 ‘시장의 매력도(시장접근도, 제품에 대한 시장수요, 시장규모, 시장의 성장 잠재력, 규제 존재 여부 등)’와 ‘경영관리 능력(경영진의 경영능력, 마케팅

능력, 재무 능력, 추천 및 평판)과 같은 요인들의 경우, 투자결정에 강한 양(+)의 관계, ‘제품 차별도(기술력, 수익성, 독특성, 특허가능성, 재료 확보의 용이성, 생산능력)’의 경우는 약한(+)의 관계, 그리고 현금화 가능성은 벤처캐피탈의 투자결정에 통계적으로 유의한 영향을 주지 않는 것으로 나타났다. <그림 3>은 본 연구결과와 선행 연구 결과들을 비교한 것이다. 도출된 지표 들을 보면 본 연구 결과와 상당히 유사한 행태를 보이고 있다. 따라서 벤처기업 투자평가를 위한 실무 평가 지표로서 벤처 투자 심사역들에게는 투자 평가 지표로서 기업들에게는 투자유치를 위한 평가 지표를 이해하는데 나름 기여할 수 있을 것으로 사료된다.



(1) Tyebjee & Bruno(1984) (2) MacMillan et al.(1985, 1987)  
 (3) Zacharakis & Meyer(1998) (4) 반성식 & 송경모(2004) etc.

<그림 3> 투자결정 세부요인의 중요도(가중치) 지표와 선행연구들의 중요 지표 간 비교

또한 (2) MacMillan et al.(1985, 1987)의 창업자의 경험, 제품과 서비스 특성, 시장특성, 재무상황, 벤처팀과 (3) Zacharakis&Meyer(1998)의 시장 이해도, 리더십, 창업 경험, 소유권 보호, 시장규모, 시장성장성, 경쟁자의 수, 경쟁의 강도 등과도 유사한 결과를 보여주고 있다. 다만 (4) 반성식 & 송경모(2002)의 경우, ‘특허권’과 ‘경영자의 지분율’ 등을 중요 요인으로 제시하였으나 본 연구에서는 상대적으로 낮은 가중치를 보인 것이 다른 점이라 할 수 있는데, 이는 반성식&송경모(2002) 연구의 경우, 한국과 미국의 벤처캐피

탈의 특성을 비교한 연구로서 한국벤처캐피탈의 경우 특허, 경영진 지분율 등 소유권 보호에 관심이 많은 반면, 미국벤처캐피탈은 시장규모와 성장성에 관심이 많은 것으로 결과가 도출되었는데 그 이유를 벤처시장 크기에서 찾고 있다. 즉, 소규모의 한국 벤처 시장에서는 소유권을 얼마나 잘 유지하느냐가 중요한 요인으로 부각되고 있으나 미국벤처캐피탈의 경우 대규모 벤처시장이 존재하므로 시장과 성장성을 우선적으로 고려한다고 주장한다. 그러나 한국벤처시장 펀드 규모는 2000년대 초반 3조원 내외에서 2015년의 경우 약 15조(한국벤처캐피탈협회, 2016.2) 수준으로 대폭 성장하여 양적, 질적 모두에서 큰 발전을 하고 있으며 글로벌 추세에 맞추어 고도화되고 있다. 따라서 한국벤처캐피탈은 투자 시 특허 등 소유권 보호 요인보다는 시장규모와 성장성과 같은 요인에 점차 무게 중심을 두고 있는 것으로 평가된다는 점에서 본 연구결과와 다른 차이점이 있는 것으로 판단된다.

## V. 결론 및 향후 연구 방향

본 연구는 다양한 선행 연구 결과들에서 제시된 벤처캐피탈의 투자 결정 요인들에 대하여 비교 분석을 통하여 공통요인을 추출한 후, 설문 조사 분석을 통하여 실무용 투자 평가 기준 6개 항목과 세부지표 16개를 도출하고 지표별로 의미를 해석하였다. 요약하면 먼저 벤처캐피탈의 벤처기업 투자결정에 있어 경영진의 특성과 같은 인적자원 특성보다는 시장성(시장규모, 시장성장성, 시장접근성), 진입장벽, 성장단계가 우선한다는 것이다. 반면, 벤처기업의 기술력은 벤처캐피탈 투자에 있어 시장성, 경쟁성, 수익성 보다는 낮은 것으로 나타나 아주 중요하게 고려해야 할 요인은 아닌 것으로 나타났다. 향후 본 연구 결과가 국내 벤처캐피탈사의 투자 심사역뿐만 아니라 투자희망 벤처기업들에게 투자 유치 성공을 위한 필요 정보를 제공함으로써 국내 벤처 투자 활성화에 기여하고자 하였다. 그러나 본 연구결과는 다음과 같은 한계점을 가지고 있다. 우선 기업규모 별이나 성장단계 별로 세분화한 추가 연구가 필요하다. 이는 실제 벤처기업 투자에 있어서 투자 대상 기업 환경에 따라 다른 결과가 나타날 수도 있기 때문이다. 다음으로 벤처투자사의 투자 실무 평가 지표로서의 유효성 검증이 필요할 것으로 사료된다. 따라서 향후 실제로 벤처투자가 이루어진 기업을 대상으로 평가 지표의 유효성과 실용성 검증을 위한 추가 연구가 필요할 것으로 사료된다.

# 참고문헌

## (1) 국내문헌

- 구경철 (2008), “AHP를 활용한 벤처캐피탈의 투자결정모형 도출 및 타당성 분석”, 건국대학교 대학원 박사학위논문.
- 김상윤·유은정·임춘성 (2005), “기술집약형 벤처기업의 기술력평가 체계에 관한 연구”, 『기술경영경제학회, 2005년 하계학술발표회논문집』, pp. 24-43.
- 반성식·송경모 (2002), “벤처캐피탈리스트의 투자의사결정 모형: 한국과 미국의 비교연구”, 『재무관리연구』, 제19권 제2호, pp. 271-297.
- \_\_\_\_\_ (2004), “한국 벤처캐피탈리스트의 투자의사결정 요인과 투자평가 모형”, 『대한경영학회지』, 제42권, pp. 267-291.
- 이동희 (2011), “국내 벤처캐피탈의 IT 벤처기업에 대한 투자결정 요인에 관한 연구: 현금화 가능성의 매개효과를 중심으로”, 국민대학교 대학원 박사학위논문.
- 이석규 (1999), “벤처캐피탈회사의 특성별 투자행태 및 성과분석”, 『중소기업연구』, 제21권 제1호, pp. 205-228.
- 이현무 (2006), “IT벤처기업의 경영성과 영향요인에 관한 연구”, 아주대학교 경영대학원 석사학위논문.
- 장금영 (2010), “연구개발투자의 성과에 영향을 미치는 요인에 관한 연구: 정부의 산업기술개발사업을 중심으로”, 『기술혁신연구』, 제18권 제1호, pp. 75-98.
- 장수덕 (2005), “실패한 벤처기업의 특성: 사례연구”, 『한국산업경영학회』, 제20권 제2호, pp. 21-46.
- 한국벤처기업협회 (2015), 『2015년 벤처기업정밀실태조사』, 중소기업청.
- 한국벤처캐피탈협회 (2015.12), Venture capital market brief, [http://vcic.kvca.or.kr/pds/pdsVcst\\_l.jsp](http://vcic.kvca.or.kr/pds/pdsVcst_l.jsp)
- \_\_\_\_\_ (2016.2), 벤처캐피탈 Newsletter, [http://vcic.kvca.or.kr/pds/pdsSvsl\\_l.jsp](http://vcic.kvca.or.kr/pds/pdsSvsl_l.jsp)

## (2) 국외문헌

- Bygrave, William Dygrave (1987), “Syndicated Investment by Venture Capital Firms: A Networking Perspective”, *Journal of Business Venturing*, Vol. 2, No. 2, pp. 139-154.
- Cooper, Arnold C., F. Javier Gimeno-Gascon., and Carolyn Y. Woo (1994). “Initial human and financial capital as predictors of new venture performance”, *Journal of Business Venturing*, Vol. 9., No. 5, pp. 371-395.
- Gorman, Michael, and William A. Sahlman (1989), “What do Venture Capitalists Do?”, *Journal*

- of Business Venturing*, Vol. 4, No. 1, pp. 231-248.
- Hall, John, and Charles W. Hofer (1993), "Venture Capitalist's Decision Criteria and New Venture Evaluation", *Journal of Business Venturing*, Vol. 8, No. 1, pp. 25-42.
- Kaiser, Henry F. (1974), "An index of factorial simplicity", *Psychometrika*, Vol. 39, No.1, pp. 31-36.
- MacMillan, Ian C., Robin Siegel, and PN Subba Narasimha (1985), "Criteria used by venture capitalist to evaluate new venture proposals", *Journal of Business Venturing*, Vol. 1, No. 1, pp. 119-128.
- MacMillan, Ian C., Lauriann Zemann, and P. N. Subbanarasimha (1987), "Criteria distinguishing unsuccessful ventures in the venture screening process", *Journal of Business Venturing*, Vol. 2, No. 2, pp. 123-137.
- Patel, Pankaj, and Rodney D'Souza (2008), "Uncovering knowledge structures of venture capital investment decision making", In United States Association for Small Business and Entrepreneurship, Conference Proceedings, *United States Association for Small Business and Entrepreneurship*, p. 1346.
- Payne, GTyge., Davis, Justin L., Moore, Curt B., and Bell, RGreg. (2009), "The Deal Structuring Stage of the Venture Capitalist Decision-Making Process: Exploring Confidence and Control", *Journal of Small Business Management*, Vol. 47, No 2, pp. 154-179.
- Poindexter, E.A. (1976), *The efficiency of financial markets: The venture capital case. Unpublished doctoral dissertation*, New York University, New York.
- Robinson, Richard B. (1987), "Emerging strategies in the venture capital industry", *Journal of Business Venturing*, Vol. 2, No. 1, pp. 53-77.
- Saaty, Thomas. L. (1980), *The Analytic Hierarchy Process*, McGraw-Hill, New York.
- \_\_\_\_\_ (2000), "On the relativity of relative measures: Accommodating both rank preservation and rank reversals in the AHP", *European Journal of Operational Research*, Vol. 121, No. 1. pp. 205-212.
- Sandberg, William R., David M. Schweiger, and Charles W. Hofer. (1988), "The use of verbal protocols in determining venture capitalists' decision processes", *Entrepreneurship Theory and Practice*, Vol. 13, No. 2, pp. 8-20.
- Timmons, J.A., Muzyka, D.F., Stevenson, H.H., and Bygrave, W.D. (1987), "Opportunity recognition: The core of entrepreneurship", *Frontiers of Entrepreneurship Research*, Vol. 7, pp. 109-123.
- Tyebjee, Tyzoon T., and Albert V. Bruno (1984), "A model of venture capitalist investment activity", *Management Science*, Vol. 30, No. 9, pp. 1051-1056.

Wells, William Arthur (1974), *Venture capital decision-making. Unpublished doctoral dissertation*, Carnegie-Mellon University, Pittsburgh.

Zacharakis, Andrew L., and G. Dale Meyer (1998), “A Lack of Insight: Do VCs Really Understand Their Own Decision Process?”, *Journal of Business Venturing*, Vol. 13, No. 1, pp. 57-76.

□ 투고일: 2016. 04. 05 / 수정일: 2016. 06. 24 / 게재확정일: 2016. 07. 07

# Appendix 1.

<표 2> 벤처캐피탈 투자결정요인의 주요선행연구

	이남희(2011)	Payne et al(2009)	구재권(2008)	Patel & Souza(2008)	이원만(2006)	권수민(2005)	반성식 & 송영모(2004)	Zacharakis & Meyer(1998)	Cooper et al(1994)	Hall & Hofer(1993)	Timmons et al(1987)	Robinson(1987)	MacMillan et al(1987)	MacMillan et al(1985)	Tyebjee & Bruno(1984)	Poindexter(1976)	Wells(1974)
경영진 기술, 경험 벤처팀	○ ○	○ ○	○				○	○	○	○ ○	○	○ ○	○ ○	○ ○	○ ○	○	○
경영진지분율																	
동기유발								○			○						
마케팅 기술														○			
경영진 성격													○	○			
제품 속성													○	○			
제품 차별성			○			○					○		○	○			
소유권 보호							○	○					○	○			
성장 잠재력				○											○		
시장 접근성						○					○		○	○			
제품 원형																	
시장 규모			○ ○					○ ○ ○		○	○ ○ ○		○ ○	○ ○	○ ○		
시장성장성			○ ○					○ ○ ○			○ ○ ○	○	○ ○	○ ○	○ ○		
진입 장벽								○ ○ ○			○ ○ ○		○ ○	○ ○	○ ○		
경쟁 위협								○ ○			○ ○		○ ○	○ ○	○ ○		
신규시장개척													○ ○	○ ○			
현금창출방법									○						○ ○		
기대수익률											○				○ ○		
기대 위험															○ ○		
자기자본비율															○ ○		
투자자 유보															○ ○		
투자 규모						○									○ ○		
유동성													○ ○	○ ○			
주위 평가												○ ○			○ ○		
회사발전단계															○ ○		
투자 기준																	

## Appendix 2.

### 벤처기업 투자결정에 영향을 미치는 요인에 관한 1차 설문조사

안녕하십니까? 귀하의 발전과 건승을 기원합니다.

본 설문은 벤처캐피탈이 벤처기업에 대한 투자결정시 의사결정에 영향을 미치는 투자결정요인들을 파악하고자 하는 것입니다. 귀하의 개인적인 의견은 절대로 공표되거나 다른 목적으로 사용되지 않습니다.

- 아 래 -

아래 설문에 대해 응답자께서는 각 항목이 투자결정에 미치는 영향의 정도(①~⑦)가 어느 정도 되는지를 응답해주시면 됩니다. 해당하는 번호 위에 V표 하여 주시거나, 해당 번호를 적어주시기 바랍니다. (본 설문은 총 16문항으로 구성되어 있습니다.)

#### 1. 벤처기업 투자결정에 영향을 미치는 요인에 관한 설문(예)

1. 창업 아이템에 대한 경영자의 기술/ 경영 경험이 투자결정에 영향을 미친다고 생각하십니까?

전혀그렇지않다		<-----보통----->			매우그렇다	
1	2	3	4	5	6	7

2. 창업팀의 우수성(학력, 해당사업분야 경력)이 투자결정에 영향을 미친다고 생각하십니까?

전혀그렇지않다		<-----보통----->			매우그렇다	
1	2	3	4	5	6	7

3. 경영진의 지분율이 투자결정에 영향을 미친다고 생각하십니까?

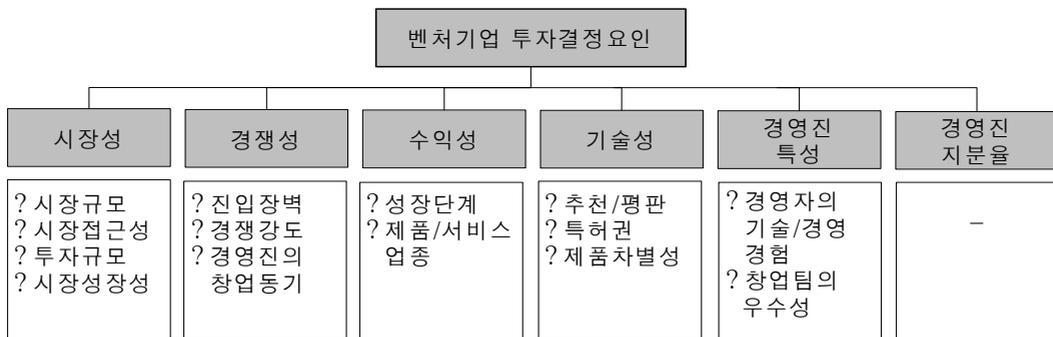
전혀그렇지않다		<-----보통----->			매우그렇다	
1	2	3	4	5	6	7

\* 상기 설문 항목 중 일부만을 샘플로 제시

## 벤처캐피탈의 투자결정모형 도출을 위한 AHP 2차 설문조사

본 설문은 AHP(Analytic Hierarchy Process) 기법을 활용하여 벤처캐피탈리스트가 투자 결정 시 고려하는 요인들의 상대적인 중요도를 파악하려는 목적에서 작성되었습니다. 귀하의 개인적인 의견은 절대로 공표되거나 다른 목적으로 사용되지 않습니다. 각 평가 항목 간 상대적 중요도를 전문가의 관점에서 판단하여 주시면 감사하겠습니다. 응답의 일관성이 낮은 경우 설문을 부득이 하게 다시 하게 되니 신중하게 응답해 주시길 부탁드립니다.

### 1. 벤처캐피탈의 투자 결정 모형 도출을 위한 투자 결정 요인



< 각 평가지표에 대한 기준과 정의 >

기준	조작적 정의
시장성	전체 시장 규모, 동사 제품/서비스의 시장 진입 가능성, 진입가능한 시장규모를 고려 시 벤처기업의 설비 투자 등 투자규모, 해당 시장의 중장기적인 성장성
경쟁성	제품/서비스의 사업적/기술적 진입장벽, 경쟁 업체의 수와 규모를 고려한 전체적인 경쟁강도, 경쟁 강도를 인지한 상태에서의 창업동기의 타당성
수익성	시장 성장 단계(성장초기, 성장기, 성숙기)를 고려한 수익성, 업종의 보편적인 기대수익성, 제품/서비스의 업종과 관련된 요인
기술성	레퍼런스 미팅을 통해 확인할 수 있는 기술력에 대한 추천 내지 평판, 특허의 양과 질, 제품의 차별성
경영진 특성	창업자를 중심으로 한 경영진의 인적 특성, 학력, 기술/경영 경험, 창업팀 구성
경영진 지분율	창업자의 지분율

< 각 평가지표에 대한 세부요인과 정의 >

기준	요인	조작적 정의
시장성	시장규모	해당 제품/서비스와 관련된 산업보고서 등 리서치 기관의 객관적인 글로벌 시장 규모. 리서치가 없을 경우 기업의 제시 내용과 레퍼런스를 통해 추정 가능한 시장규모.
	시장 접근성	제품, 서비스가 고객(사)의 니즈에 부합되어 시장 침투가 가능한 정도. 시장 접근이 용이한 supply chain 구축 정도.
	투자규모	중장기 사업계획에 근거하여 시장 규모와 성장성을 고려한 기업의 시설투자, R&D 투자 등 전체 투자 규모
	시장 성장성	해당 제품/서비스와 관련된 산업보고서 등 리서치 기관의 글로벌 시장 성장률. 리서치가 없을 경우 유사 기업의 매출액 성장률
경쟁성	진입장벽	특허 등 IP에 의한 기술적 장벽, 시장선점에 의한 진입장벽 등 기업이 구축한 진입장벽의 유무와 강도
	경쟁강도	경쟁업체의 수, 경쟁업체의 기술, 매출 규모 등을 고려한 경쟁력을 고려하여 판단하는 경쟁강도
	경영진의 창업동기	경쟁강도를 고려 시 창업동기의 타당성
수익성	성장단계	리서치 자료 및 심사역 판단으로 추정하는 해당 제품/서비스와 관련된 시장의 성장단계(시장초기, 성장기, 성숙기, 사양기)
	제품/서비스의 업종	IT 부품,소재, 모바일 서비스, 바이오 등
	기대 수익률	회사의 중장기 사업계획에 근거한 제품/서비스의 기대 수익률(회사의 중장기 영업이익률)
기술성	추천/평판	회사의 고객사 등 레퍼런스 미팅을 통해 확인하는 제품/서비스에 대한 기술력
	특허권	등록 특허의 수, 실제 활용도
	제품의 차별성	경쟁업체와의 비교분석, 고객사 요구 수준 부합정도 소비자 반응 정도.
경영진의 특성	창업자의 기술/경영 경험	창업자의 기술/경영 경험 기간, 창업자의 인적특성, 창업자의 학력, 학위
	창업팀의 우수성	창업자와 창업팀의 유기적 관계, 창업자에 대한 Followship

## 2. 평가지표 선정 및 가중치 설정을 위한 설문 응답 요령 (예시)

설문 1 ~ 6 는 평가항목들 간 상대적 중요도를 평가하기 위한 것입니다. 전문가의 관점에서 아래 예를 참고하여 신중히 응답해 주십시오.

예) 투자결정요인의 속성 중 기술성을 측정하는데 있어 평가항목(A)와 평가항목(B)를 중요도와 적절성 측면에서 상대 비교하여 아래와 같이 체크하시면 됩니다. 아래는 평가항목(A)를 특허권, 평가항목(B)를 제품의 차별성으로 하였을 때 제품의 차별성이 특허권보다 중요하다고 생각하였을 경우 체크한 예시입니다.

“기술성” 측정을 위한 각 평가지표 간의 중요도 평가(설문작성 예시)

평가항목 ㉠	절대 중요		매우 중요		중요		약간 중요		같다		약간 중요		중요		매우 중요		절대 중요	평가항목 ㉡
	⑨	⑧	⑦	⑥	⑤	④	③	②	①	②	③	④	⑤	⑥	⑦	⑧		
특허권	⑨	⑧	⑦	⑥	⑤	④	③	②	①	②	③	④	⑤	⑥	⑦ v	⑧	⑨	제품의 차별성

## 3. 평가지표 선정 및 가중치 설정을 위한 설문 응답

### 3.1. 벤처캐피탈 투자 결정에 대한 요인의 중요도 평가(기준)

평가항목 ㉠	매우 중요		중요		약간 중요		같다		약간 중요		중요		매우 중요		평가항목 ㉡
	⑦	⑥	⑤	④	③	②	①	②	③	④	⑤	⑥	⑦		
시장성	⑦	⑥	⑤	④	③	②	①	②	③	④	⑤	⑥	⑦	경쟁성	
시장성	⑦	⑥	⑤	④	③	②	①	②	③	④	⑤	⑥	⑦	수익성	
시장성	⑦	⑥	⑤	④	③	②	①	②	③	④	⑤	⑥	⑦	기술성	
시장성	⑦	⑥	⑤	④	③	②	①	②	③	④	⑤	⑥	⑦	경영진의 특성	
시장성	⑦	⑥	⑤	④	③	②	①	②	③	④	⑤	⑥	⑦	경영진의 지분율	

경쟁성	⑦	⑥	⑤	④	③	②	①	②	③	④	⑤	⑥	⑦	수익성
경쟁성	⑦	⑥	⑤	④	③	②	①	②	③	④	⑤	⑥	⑦	기술성
경쟁성	⑦	⑥	⑤	④	③	②	①	②	③	④	⑤	⑥	⑦	경영진의 특성
경쟁성	⑦	⑥	⑤	④	③	②	①	②	③	④	⑤	⑥	⑦	경영진의 지분율
수익성	⑦	⑥	⑤	④	③	②	①	②	③	④	⑤	⑥	⑦	기술성
수익성	⑦	⑥	⑤	④	③	②	①	②	③	④	⑤	⑥	⑦	경영진의 특성
수익성	⑦	⑥	⑤	④	③	②	①	②	③	④	⑤	⑥	⑦	경영진의 지분율
기술성	⑦	⑥	⑤	④	③	②	①	②	③	④	⑤	⑥	⑦	경영진의 특성
기술성	⑦	⑥	⑤	④	③	②	①	②	③	④	⑤	⑥	⑦	경영진의 지분율
경영진 의 특성	⑦	⑥	⑤	④	③	②	①	②	③	④	⑤	⑥	⑦	경영진의 지분율

### 3.2. 벤처캐피탈 투자 결정에 대한 요인 간 중요도 평가(세부요인)

#### 3.2.1. 시장성(기준)에 대한 요인(2단계) 간의 중요도 평가

1단계 결정기준 중 시장성에 대해 2단계 요인 간의 중요도를 어느 것이 어느 것에 대해 얼마나 더 중요한지를 판단하시고 제시된 문항 내에 앞의 예시와 같은 방법으로 O 로 응답해 주십시오.

평가 항목(A)	매우 중요		중요		약간 중요		같다		약간 중요		중요		매우 중요	평가 항목(B)
시장 규모	⑦	⑥	⑤	④	③	②	①	②	③	④	⑤	⑥	⑦	시장 접근성
시장 규모	⑦	⑥	⑤	④	③	②	①	②	③	④	⑤	⑥	⑦	투자 규모
시장 규모	⑦	⑥	⑤	④	③	②	①	②	③	④	⑤	⑥	⑦	시장 성장성
시장 접근성	⑦	⑥	⑤	④	③	②	①	②	③	④	⑤	⑥	⑦	투자 규모
시장 접근성	⑦	⑥	⑤	④	③	②	①	②	③	④	⑤	⑥	⑦	시장 성장성
투자 규모	⑦	⑥	⑤	④	③	②	①	②	③	④	⑤	⑥	⑦	시장 성장성

### 3.2.2. 경쟁성(1단계)에 대한 2단계 요인 간의 중요도 평가

1단계 결정요인 중 경쟁성에 대해 2단계 요인 간의 중요도를 어느 것이 어느 것에 대해 얼마나 더 중요한지를 판단하시고 제시된 문항 내에 앞의 예시와 같은 방법으로 O 로 응답해 주십시오.

평가 항목(A)	매우 중요		중요		약간 중요		같다		약간 중요		중요		매우 중요	평가 항목(B)
진입 장벽	⑦	⑥	⑤	④	③	②	①	②	③	④	⑤	⑥	⑦	경쟁 강도
진입 장벽	⑦	⑥	⑤	④	③	②	①	②	③	④	⑤	⑥	⑦	경영진의 창업 동기
경쟁 강도	⑦	⑥	⑤	④	③	②	①	②	③	④	⑤	⑥	⑦	경영진의 창업 동기

### 3.2.3. 수익성(1단계)에 대한 2단계 요인 간의 중요도 평가

1단계 결정요인 중 수익성에 대해 2단계 요인 간의 중요도를 어느 것이 어느 것에 대해 얼마나 더 중요한지를 판단하시고 제시된 문항 내에 앞의 예시와 같은 방법으로 O 로 응답해 주십시오.

평가 항목(A)	매우 중요		중요		약간 중요		같다		약간 중요		중요		매우 중요	평가 항목(B)
성장 단계	⑦	⑥	⑤	④	③	②	①	②	③	④	⑤	⑥	⑦	제품/서비스의 업종
성장 단계	⑦	⑥	⑤	④	③	②	①	②	③	④	⑤	⑥	⑦	기대 수익률
제품/서비스의 업종	⑦	⑥	⑤	④	③	②	①	②	③	④	⑤	⑥	⑦	기대 수익률

\* 상기 설문 항목 중 일부만을 샘플로 제시