

# KVIC marketwatch

December 2018 | VOL 3





# KVIC marketwatch

「KVIC MarketWatch」는 민간주도 벤처생태계 조성을 위해 한국벤처투자(주)가 한국모태펀드를 운용하며 쌓아온 시장 정보를 민간과 공유하기 위해 발간하는 월간 저널입니다.

December 2018

발행처  
한국벤처투자(주)  
서울특별시 서초구 서초대로45길 16  
VR빌딩 5층

발행인  
주형철

편집·기획  
한국벤처투자(주)  
www.k-vic.co.kr

문의사항  
marketwatch@k-vic.co.kr

모태 출자펀드 결성/투자/회수 동향 1

KVIC 벤처펀드 벤치마크 13

한국모태펀드 유니콘 및 후보기업 분석 29  
출자펀드 포트폴리오 기업을 대상으로

중소벤처기업 투자 유치 방법 안내 37

Venture Opinion 49

벤처기업의 자본조달 의사결정 심층 분석:  
타인자본 조달과 자기자본 조달을 중심으로



본 보고서 관련하여 한국벤처투자(주) 보유하고 있는 데이터는 공개가 어려움을 양해 바랍니다.

#### KVIC MarketWatch 관련 유의사항

KVIC MarketWatch는 모태펀드 등의 운용 성과를 공개하여 중소기업 및 벤처기업 등의 투자를 활성화하고 산업구조를 고도화함으로써 국민경제를 균형 있게 발전시키기 위한 공익적 목적을 달성하기 위하여 한국벤처투자 주식회사가 작성한 것입니다. 본 보고서는 특정 기업에 대한 투자 추천 또는 권유를 위한 목적으로 작성되지 않았으므로 본 보고서의 어떤 내용도 투자 판단의 근거가 될 수 없으며 본 보고서 내용을 근거로 한 투자 결과에 대하여 당사는 일체의 책임이 없음을 밝힙니다. 한편, 당사는 본 보고서 내용의 정확성과 완전성을 보장하지 않으며 본 보고서에 기재된 정보와 의견은 통지 없이 변경될 수 있습니다. 본 보고서 및 그에 기재된 내용에 대한 일체의 권리는 당사에 있습니다. 언론사가 보도의 목적으로 본 보고서에 포함된 정보를 인용하는 경우를 제외하고는, 본 보고서의 내용 및 이를 통하여 지득 또는 파생된 정보의 전부 또는 일부를 당사의 사전 서면 동의 없이 무단 인용, 복제, 변형, 배포, 게시하는 등의 행위를 금지합니다.

# 모태 출자펀드 결성/투자/회수 동향

해당 보고서는 매월 발간되며,  
이번호에서는 2018년 11월 데이터를 분석하였습니다.

## 1. 모태펀드 개요

2018년 11월말 현재 한국모태펀드(이하 '모태펀드')의 누적 조성재원은 총 4조 297억원이며, 14조 8,195억원의 외부출자금을 유치하여 누적으로 21조 1,054억원 규모, 총 658개 출자펀드를 결성하였다. 이중 운용중인 출자펀드는 499개, 17조 2,362억원 규모이다. 모태펀드 설립 이후 현재까지 658개의 출자펀드를 통해 5,156개사\*에 총 14조 8,752억원의 투자가 집행되었다.

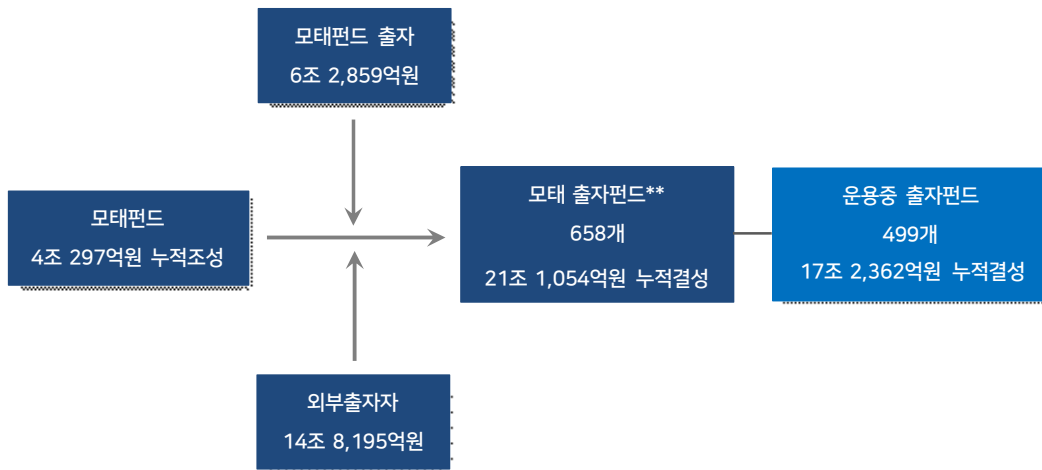


그림1] 모태펀드 운용 현황

\* 전체 투자실적은 업체 수 중복을 제거한 수치

\*\* 창업투자조합(창투조합), 한국벤처투자조합(KVF), 신기술사업투자조합, 경영참여형 사모집합투자기구(PEF), 기업구조조정조합(CRC), 개인투자조합

### 모태펀드 성과

모태펀드에 4조 297억 원을 출자하여 총 658개, 21조 1,054억 원 규모의 출자펀드를 조성  
⇒ 모태펀드 출자금 대비 승수효과는 5.2배

## 2. 모태 출자펀드 결성

### ■ 모태 출자펀드 신규 결성 조합(2018년 11월)

2018년 11월 신규 결성 펀드는 총 23개, 6,887억 규모이다. 이 중 결성규모가 가장 큰 펀드는 ‘케이비 디지털 이노베이션 벤처투자조합’으로 1,360억원 규모로 결성되었으며, 모태펀드는 280억원을 출자하였다.

표1]  
2018년 11월 신규  
결성 모태 출자펀드  
(단위 : 억원,  
출처 : 한국벤처투자)

계정	성격	조합명	조합유형	운용사	결성 총액	모태 약정	결성일
혁신 모험	창업초기	MTI스타트업320펀드	KVF	마젤란기술투자	150	90	11.09
		CKD-BS Start-Up 벤처투자조합	KVF	씨케이디창업투자, BS벤처파트너스	300	180	11.09
		스마트혁신산업단지제1호투자조합	KVF	어니스트벤처스	207.1	120	11.09
		DTNI-창업초기 혁신 투자조합	창투조합	디티앤인베스트먼트	588.3	180	11.29
		BSK 8호 창업초기 투자조합	창투조합	BSK인베스트먼트	200	120	11.29
		DKI Growing Star 4호 투자조합	창투조합	대교인베스트먼트	125	75	11.16
		비엔에이치스타트업3호투자조합	KVF	비엔에이치인베스트먼트	495	180	11.05
혁신성장	케이비 디지털 이노베이션 벤처투자조합	창투조합	KB인베스트먼트	1,360	280	11.16	
소셜 임팩트		코메스2018-2 소셜임팩트투자조합	창투조합	코메스인베스트먼트	100	80	11.16
		CCVC 코리아임팩트 펀드	창투조합	쿨리지코너인베스트먼트	195	140	11.29
		다담 4차산업 소셜임팩트 투자조합	KVF	다담인베스트먼트	135	100	11.16
		미시간글로벌소셜임팩트투자조합	KVF	미시간벤처캐피탈	125	100	11.20
중진 민간제안		플래티넘-혁신벤처펀드	KVF	플래티넘기술투자	625	30	11.09
		인사이트비전1호 투자조합	KVF	인사이트에쿼티파트너스	213	80	11.08
		2018 KIF-프리미어 기술금융 투자조합	KVF	프리미어파트너스	630	54	11.05
여성기업		미래에셋 청년창업 투자조합 3호	KVF	미래에셋벤처투자	200	80	11.20
		델타벤처투자조합1호	KVF	델타인베스트먼트	100	60	11.06
사회적 기업		피씨씨 사회적기업2호 펀드	KVF	포스코기술투자	108	75	11.07

계정	성격	조합명	조합유형	운용사	결성 총액	모태 약정	결성일
	애니메이션 ·캐릭터	대교애니메이션전문투자조합	창투자조합	대교인베스트먼트	310	210	11.16
문화	해외연계	유니온글로벌익스피디션투자조합	창투자조합	유니온투자파트너스	250	150	11.07
	가치평가 연계	캐피탈원 콘텐츠가치평가 투자조합	창투자조합	캐피탈원	100.1	60	11.16
특허	공공특허 사업화	더웰스 IP기술사업화 투자조합	KVF	더웰스인베스트먼트	200	100	11.09
스포츠	스포츠 산업육성	ISU-AJ스포츠투자조합	KVF	이수창업투자, AJ캐피탈파트너스	170	100	11.08

표1] (계속)  
2018년 11월 신규  
결성 모태 출자펀드  
(단위 : 억원,  
출처 : 한국벤처투자)

## ■ 모태 출자펀드 출자자 구성(누적)

2018년 11월 현재 모태 출자펀드의 출자자 구성(누적)은 그림2], 표2]와 같다. 모태펀드를 포함한 정책기관이 8조 2,906억원(39.3%)을 출자하여 가장 큰 비중을 차지하였고, 다음은 금융기관 3조 3,642억원(15.9%), 연기금 2조 8,836억원(13.7%) 순인 것으로 나타났다. 2018년 신규 결성된 출자펀드의 경우, 정책기관의 출자규모가 9,454억원으로 가장 컸으며, 금융기관(4,809억원), 연기금(2,800억원)이 그 뒤를 따랐다.

그림2]  
모태 출자펀드  
출자자 구성 현황  
(누적)  
(단위 : %, 출처 : 한국벤처투자)

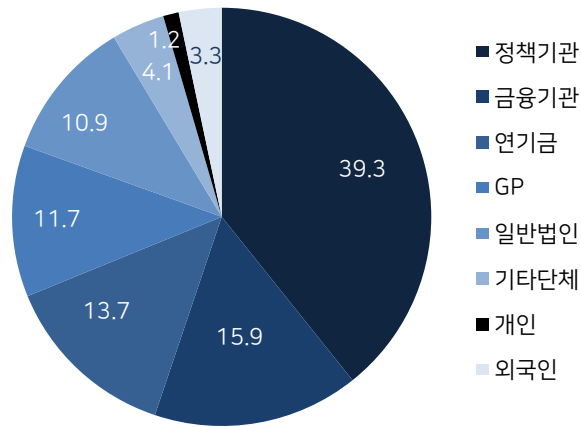


표2]  
모태 출자펀드  
출자자 구성 현황  
(2018년 1~11월,  
누적, 단위 : 억원,  
출처 : 한국벤처투자)

구분	정책 기관	금융 기관	연기금	GP	일반 법인	기타 단체	개인	외국인	합계
20181~11	9,454	4,809	2,800	2,499	1,921	845	168	83	22,579
누적	82,906	33,642	28,836	24,649	22,916	8,590	2,625	6,889	211,054

조합원구분	상세분류(KVCA 기준 참고)
정책기관	정부, 지자체, 모태펀드, 기타모펀드, 기금
금융기관	은행, 보험, 증권, 기타 금융기관
연기금	연금, 공제회
GP	창투자, 신기술, LLC 등 업무집행조합원
일반법인	영리목적의 법인
기타단체	협회, 학교법인, 종교단체, 재단, KIF투자조합, 성장사다리펀드
개인	일반개인
외국인	외국소재 개인 및 법인

### 3. 모태 출자펀드 투자

#### ■ 모태 출자펀드 신규 투자 동향(2018년 1월~11월)

2018년 1월~11월 동안 301개 모태 출자펀드가 1,003개 기업에 총 2조 1,994억원의 투자를 집행하였다. 전년 동 기간 대비 금액 기준으로 41.0%, 기업 수 기준으로는 17.2% 증가하였다.

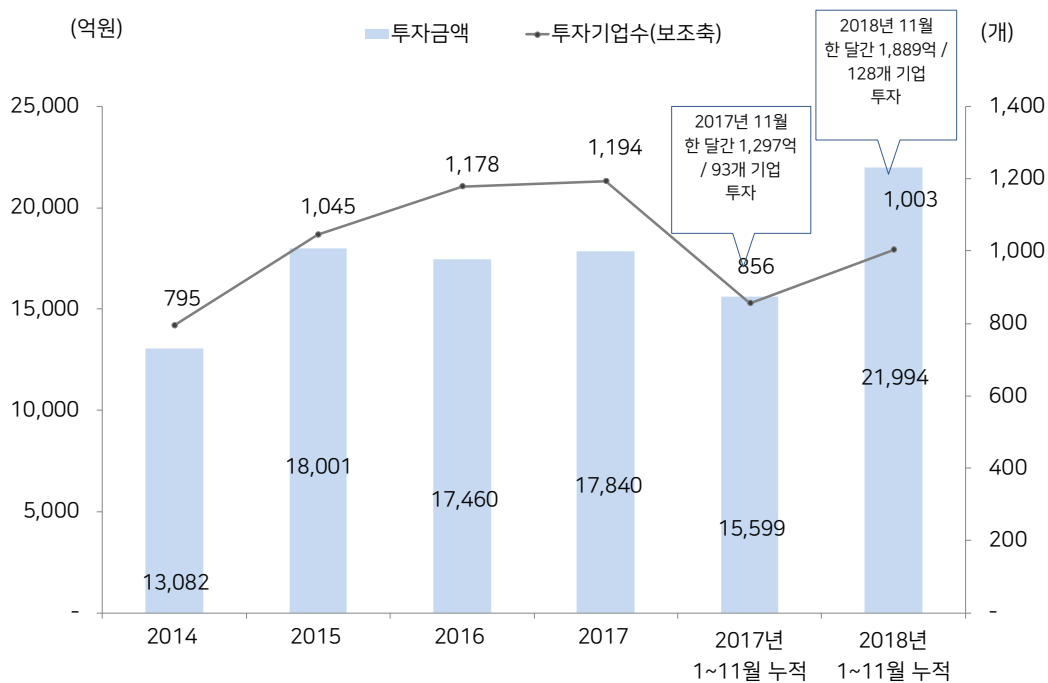


그림3  
최근 5년간 및  
2018년 1월~11월  
누적 투자 추이  
(출처 : 한국벤처투자)

\* 2018년 11월말 기준 데이터 \*\* 2014년~2017년 투자금액은 해당 기말시점 고정금액

#### ■ 투자금액 상위 기업 및 업종별 투자 현황(2018년 11월)

2018년 11월 한 달간, 모태 출자펀드에서 투자한 상위 10개 기업은 평균 50억원의 투자를 유치하였다. 전체 투자 건을 살펴보면 평균적으로 1개의 투자기업 당 1.6개 펀드가 14.8억원을 투자하였으며, 업종별로는 의료용물질/의약품 18.0%(341억원), 소프트웨어 16.8%(318억원), 전문서비스 9.3%(176억원), 영상(프로젝트 포함) 8.4%(158억원), 정보서비스 7.2%(136억원) 순으로 투자가 이루어져 바이오 관련 투자가 주요 비중을 차지했다. 투자유형별로는 RCPS 67.6%, 보통주 14.0%, CB 10.1%, 프로젝트 8.2%의 비중으로 투자가 이루어졌다.

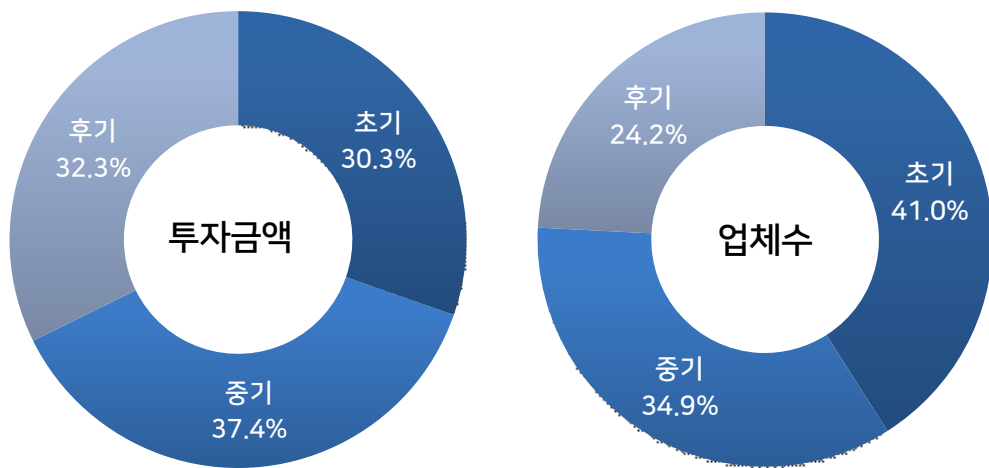
표3]  
2018년 11월  
모태 출자펀드 투자금액  
상위 10개사  
(단위: 개, 억원,  
출처 : 한국벤처투자)

순위	투자기업명	업종 분류	투자 출자펀드 수	투자금액
1	00000	의료용물질/의약품	1	68
2	00000	정보서비스	1	68
3	00000	기타	1	51
4	00000	전문서비스	1	50
5	00000	운송장비/부품	1	50
6	00000	도소매업	2	50
7	00000	소프트웨어	8	44
8	00000	통신	5	43
9	00000	의료용물질/의약품	1	41
10	00000	소프트웨어	3	40

### ■ 업력별 신규투자(2018년 1월~11월)

2018년 모태 출자펀드 신규투자를 업력별로 나누어 살펴보면 창업 후 3년 초과 7년 이하인 중기기업에 8,216억원(37.4%), 창업 후 7년 초과된 후기기업에 7,105억원 (32.3%), 창업 후 3년 이내 초기기업에는 6,673억원(30.3%)이 투자되었다. 반면, 업체 수\* 기준으로 업력별 신규투자를 살펴보면 초기기업(41.0%), 중기기업(34.9%), 후기기업 (24.2%) 순이다.

그림4]  
2018년 1월~11월  
모태 출자펀드 업력별  
신규 투자  
(출처 : 한국벤처투자)



\* 총 업체수 1,003개(조합간 업체수 중복을 제거한 수치)

## ■ 지역별 신규투자 및 업종별 신규투자(2018년 1월~11월)

2018년 모태 출자펀드 신규투자를 지역별로 나누어 살펴보면 서울, 경기, 인천을 포함한 수도권 기업에 대한 투자가 15,369억원(69.9%)으로 가장 높았고, 그 외 비수도권 기업에 대한 투자는 3,647억원(16.6%), 해외 소재 기업 투자는 2,978억원(13.5%)인 것으로 나타났다. 이를 더 세부적으로 살펴보면 서울 소재 기업 투자가 10,362억원으로 가장 큰 비중을 차지하였고, 그 다음은 경기 소재 기업 투자 4,434억원, 대전 소재 기업 투자 1,286억원 순이다.

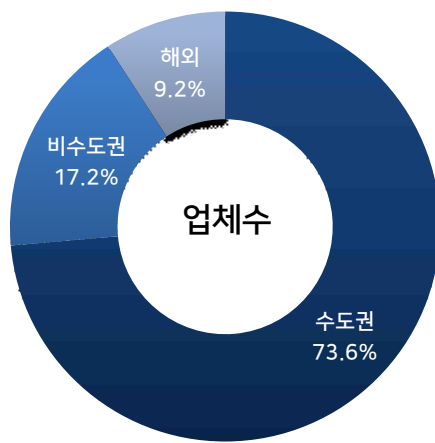
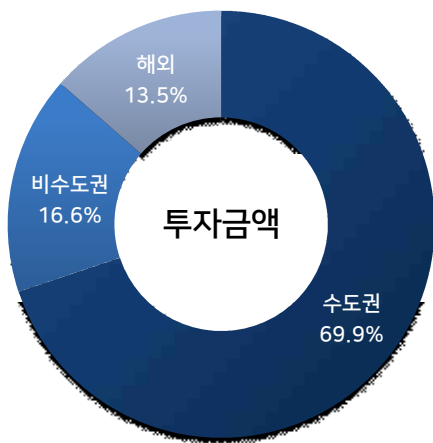


그림5  
2018년 1월~11월  
모태 출자펀드 지역별  
신규 투자  
(출처 : 한국벤처투자)

\* 총 업체 수 1,003개(조합 간 업체 수 중복을 제거한 수치)

2018년 모태 출자펀드 신규투자 비중이 가장 높은 업종은 바이오/의료 업종으로 총 5,175억원이 투자되어 전체 투자 규모에서 23.6%를 차지하였다. 그 다음으로는 ICT서비스 업종 4,719억원(21.5%), 유통/서비스 3,735억원(17.0%) 등의 순으로 나타났다. 업체 수 기준으로는 ICT서비스(22.2%), 유통/서비스(18.2%), 바이오/의료(15.9%) 순이다.

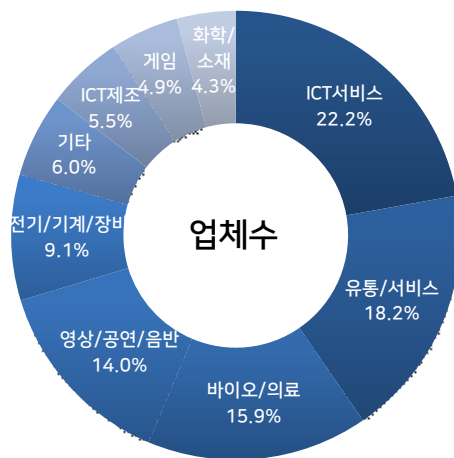
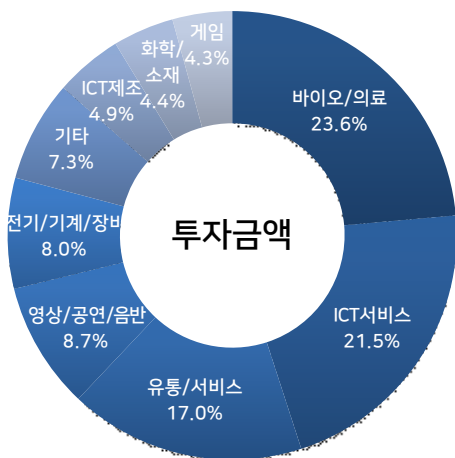


그림6  
2018년 1월~11월  
모태 출자펀드 업종별  
신규 투자  
(출처 : 한국벤처투자)

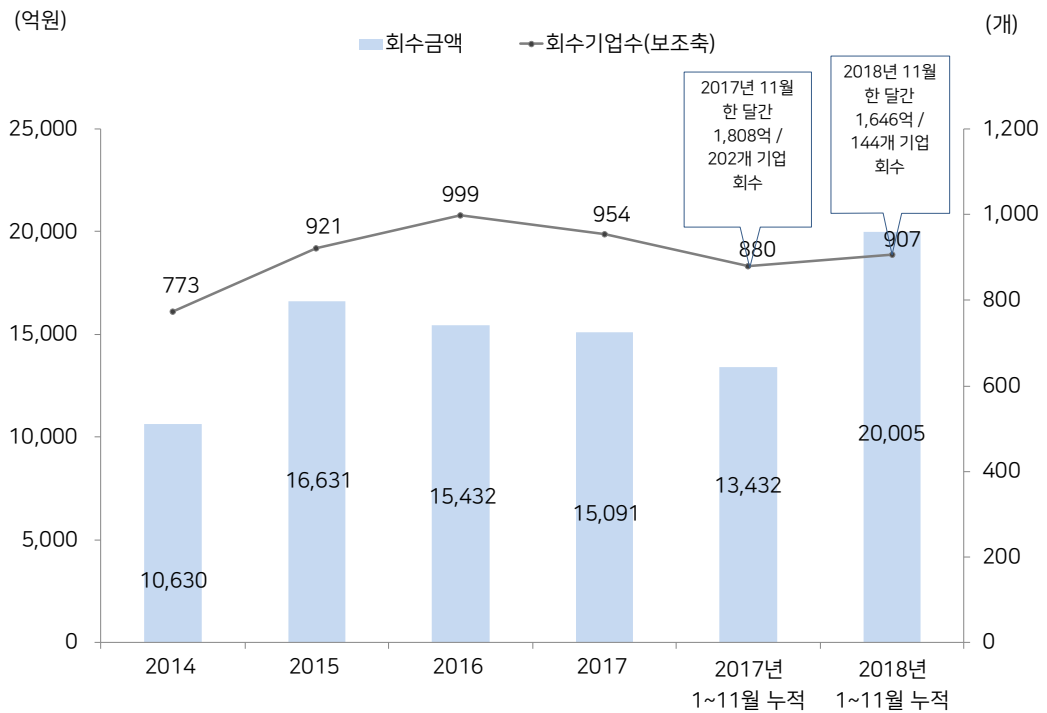
\* 총 업체 수 1,003개(조합간 업체수 중복을 제거한 수치)

## 4. 모태 출자펀드 회수

### ■ 모태 출자펀드 회수 동향(2018년 1월~11월)

2018년 1월~11월 동안 311개 모태 출자펀드가 907개 기업에 대해 총 2조 5억원(회수원금 7,440억원, 회수수익 1조 2,565억원)을 회수하며 투자원금 대비 2.7배의 수익 배수를 기록했다. 전년 동 기간 대비 회수 규모는 금액기준으로 48.9% 증가, 기업 수 기준으로는 3.1% 증가하였다.

그림기  
최근 5년간 및  
2018년 1월~11월  
회수 추이  
(출처 : 한국벤처투자)



\* 2018년 11월말 기준 데이터

### ■ 회수금액 및 업종별 회수 동향(2018년 11월)

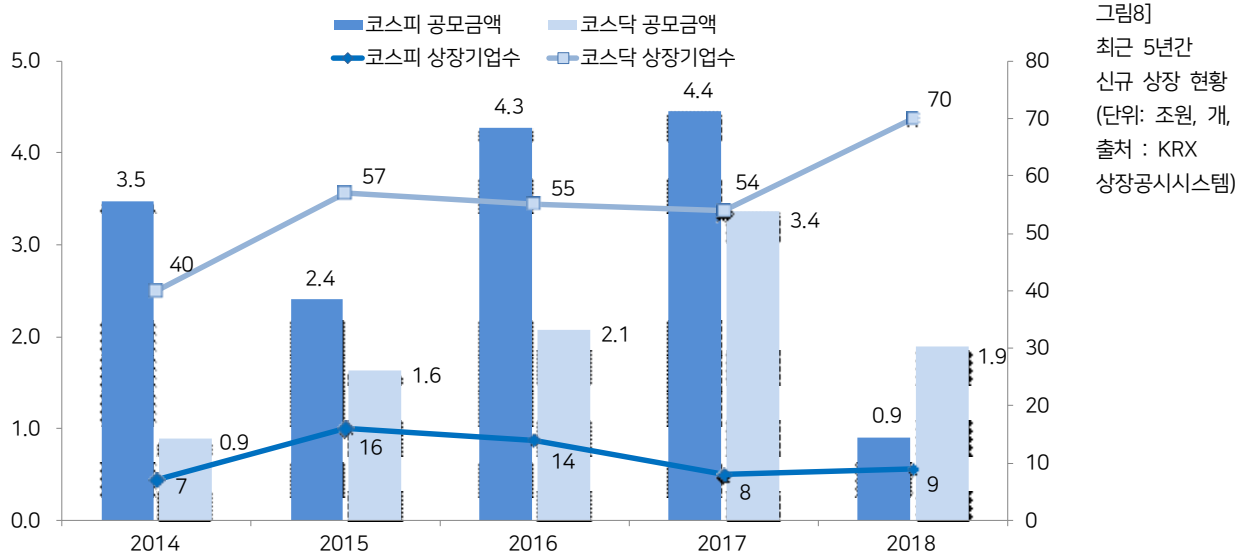
2018년 11월 한 달간, 각 회수 건 중 최대 회수총액은 840억원, 최대 회수 수익 배수는 15.4배를 기록했다. 업종별로는 의료용물질/의약품 41.2%(339억원), 도소매업 16.9%(139억원), 영상(프로젝트 포함) 11.8%(97억원), 의료기기 6.2%(51억원), 반도체/전자부품 5.2%(43억원) 순으로 회수가 이루어져 바이오 관련 투자의 회수가 주를 이루었다.

## ■ 모태 출자펀드 투자기업 IPO 현황(2018년 결산)

### 국내 IPO 시장 : 신규상장 기업 수는 최대, 그러나 공모규모는 최저를 기록

2018년 한 해 동안 전체 신규 상장 기업은 코스피 9개사, 코스닥 70개사 등 79개사 (스팩 상장 제외)로 전년 62개사 대비 27% 증가하며 최근 5년 내 최대치를 기록하였으나, 총 공모규모는 전년 7.8조원 대비 3분의 1수준인 2.8조원으로 최근 5년 내 최저치를 기록했다. 코스닥 시장의 경우, 연초 코스닥벤처펀드 도입 등 정부의 코스닥 활성화 정책에 힘입어 지수가 상반기에 최고점을 경신하며 기업공개 시장 또한 역대 최고의 활황을 보일 것으로 예측되었으나, 하반기 들어 글로벌 증시 불확실성 확대와 지수를 이끌어 왔던 일부 바이오주의 고평가 논란, 분식회계 및 R&D 비용 감리이슈 등으로 투자심리가 위축되며 지수 하락과 동시에 기업공개 시장 또한 축소시키는 결과를 낳았다.

이와 같은 시장의 분위기속에 기업들은 수요예측 실패를 방지하기 위해 공모가 산정 시 할인율을 높여 희망 공모가 밴드를 보수적으로 산정하는 경향을 보였으며, 그 결과 전반적인 밸류에이션이 낮아지게 되었다. 또한 상장심사가 길어지면서 2018년 전체 코스닥 상장기업 중 41%에 달하는 29개 기업이 11~12월에 상장되는 등 상장 일정이 연말에 집중되는 정도가 예년보다 심하게 나타났다.



\* 스팩 상장 / 코스닥→코스피 이전상장 / 지주회사 전환으로 인한 인적분할 재상장의 건은 제외

그림8  
최근 5년간  
신규 상장 현황  
(단위: 조원, 개,  
출처: KRX  
상장공시시스템)

### 모태 출자펀드 매년 30여개, 1조원 규모 신규상장 기업 배출

2018년 한 해 동안 코스닥에 신규 상장한 기업 70개사 중 모태 출자펀드 투자 기업은 39개사로, 최근 3년간 모태펀드는 매년 약 30여건, 공모금액 1조원 규모의 신규 상장 기업을 배출하였다. 2018년 신규 상장 기업들의 설립 이후 상장 시까지 소요된 기간은 평균 14년, 평균 공모총액은 266억원, 상장일 시가총액은 평균 1,700억원인 것으로 나타났다. 업종별로는 의약품/의료기기 등 바이오 관련 기업이 22개사(56%), IT/SW 6개사(15%), 기계 4개사(10%) 순으로 전체 코스닥 IPO 시장의 흐름과 마찬가지로 바이오 관련 기업의 상장이 주를 이루었다.

그림] 모태 출자펀드 투자기업 최근 5개년 간 신규 상장 현황 (단위: 조원, 개, 출처 : KRX 상장공시시스템)

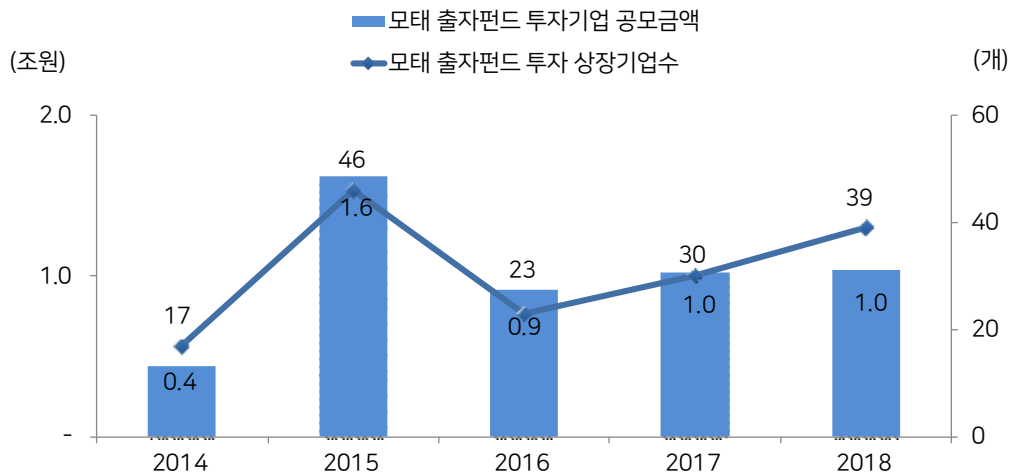


표4] 2018년 모태 출자펀드 투자기업 신규 상장 현황 (단위: 억원, 출처 : KRX 상장공시시스템)

투자기업명	시장 구분	기업 설립년월	상장년월	공모금액 (모집총액)	상장일 시가총액	주요 제품/서비스
비피도	코스닥	1999.10	2018.12	74	736	프로바이오틱스 관련 완제품 및 균주 원말 등
유틸렉스	코스닥	2015.2	2018.12	364	3,632	면역항암 세포치료제, 면역항암 항체치료제
위지웍스튜디오	코스닥	2016.4	2018.12	242	968	VFX, 뉴미디어 등 특수영상 콘텐츠 제작
에이비엘바이오	코스닥	2016.2	2018.12	900	6,688	항체의약품 연구개발
전진바이오팜	코스닥	2004.9	2018.12	50	473	방충방항제, 유해동물 피해감소제, 기생충 피해감소제
뉴트리	코스닥	2001.4	2018.12	328	1,310	에버콜라겐, 판도라 다이어트 등

투자기업명	시장 구분	기업 설립년월	상장년월	공모금액 (모집총액)	상장일 시가총액	주요 제품/서비스
베스파	코스닥	2013.5	2018.12	560	2,795	모바일게임
엠아이텍	코스닥	1991.4	2018.11	315	1,236	비혈관 스텐트 및 체외충격파 쇄석기
티앤알바이오랩	코스닥	2013.3	2018.11	216	1,461	생분해성 의료기기, 3D 바이오프린팅 시스템, 바이오잉크, 3D 오가노이드, 3D 세포치료제
네오펙트	코스닥	2010.6	2018.11	198	1,289	라파엘스마트글러브 외
싸이토젠	코스닥	2010.3	2018.11	204	958	CTC 기반 Liquid Biopsy 응용사업 및 플랫폼
디알젬	코스닥	2003.9	2018.11	98	736	진단용 엑스선 촬영장치 및 부품품, X-ray 제너레이터 외
파맵신	코스닥	2008.9	2018.11	480	4,083	항체치료제
디케이앤디	코스닥	2000.5	2018.11	108	456	합성피혁 및 부직포
디자인	코스닥	2012.5	2018.11	40	269	스마트 액세서리 (보조배터리 등)
노바렉스	코스닥	1999.10	2018.11	182	1,711	건강기능식품 제조
셀리버리	코스닥	2015.2	2018.11	285	1,787	바이오의약품[iCP-Parkin(파킨슨병 치료제)]및 연구용 시약
엘앤씨바이오	코스닥	2016.4	2018.11	240	1,736	인체조직(피부, 뼈, 연골)
디지캡	코스닥	2004.9	2018.9	70	424	보호솔루션, 방송서비스솔루션 등
액트로	코스닥	2001.4	2018.8	240	1,000	모바일용 액추에이터 및 조립자동화 설비
에이피티씨	코스닥	2013.5	2018.8	166	2,091	300mm Poly Etch System
바이오솔루션	코스닥	1991.4	2018.8	435	2,221	세포치료제, 인체조직모델 등
에스에스알	코스닥	2013.3	2018.8	128	510	취약점 진단 솔루션, 모의해킹 컨설팅
휴네시온	코스닥	2010.6	2018.8	139	480	망간자료전송(i-oneNet)
엠코르셋	코스닥	2010.3	2018.7	290	1,158	내의(원더브라, 플레이텍스, 미싱도로서, 르페)
올릭스	코스닥	2003.9	2018.7	432	2,316	siRNA 신약 개발
아이큐어	코스닥	2008.9	2018.7	780	3,980	플라스타, 의약 및 의약품 패취 등, 마스크팩, 화장품 기초라인
EDGC	코스닥	2000.5	2018.6	468	2,333	유전체 분석 진단 서비스

표4] (계속)  
2018년  
모태 출자펀드 투자기업  
신규 상장 현황  
(단위: 억원,  
출처 : KRX  
상장공시시스템)

표4] (계속)  
 2018년  
 모태 출자펀드 투자기업  
 신규 상장 현황  
 (단위: 억원,  
 출처 : KRX  
 상장공시시스템)

투자기업명	시장 구분	기업 설립년월	상장년월	공모금액 (모집총액)	상장일 시가총액	주요 제품/서비스
파워넷	코스닥	2012.5	2018.6	232	781	전력변환장치
제노레이	코스닥	2008.11	2018.5	138	927	의료용 방사선 진단기기
케어랩스	코스닥	2014.3	2018.3	260	1,195	헬스케어 미디어플랫폼, 헬스케어 디지털마케팅, 헬스케어 솔루션
에코마이스터	코스닥	2011.8	2018.3	70	561	SAP
오스테오닉	코스닥	1999.4	2018.2	0	497	골접합 및 재건용 금속소재 및 생분해성 복합소재 기반 임플란트
엔지켐생명과학	코스닥	2000.4	2018.2	431	4,269	EC-18(신약), 원료의약품
동구바이오제약	코스닥	2012.9	2018.2	331	1,537	피부, 비노기과 완제의약품
아시아종묘	코스닥	2002.2	2018.2	45	415	종자

# KVIC 벤처펀드 벤치마크

해당 보고서는 매반기별로 발간되며,  
이번호에서는 2018년 6월말 기준 데이터를 분석하였습니다.



## 1. 벤치마크란?

펀드 운용성과의 좋고 나쁨을 판단하기 위해서는 펀드 수익률을 다른 비교대상과 비교할 필요가 있습니다. ‘벤치마크’란 펀드의 수익률을 평가하기 위한 기준 잣대로 전체 시장의 특성을 대표하는 복수의 펀드 성과 정보를 기반으로 산출된 시장 수익률입니다.

만약 특정 기간의 펀드 수익률이 10%일 때, 같은 기간 종합주가지수는 20% 상승했다면 펀드에 투자한 것이 상장시장에 투자한 경우보다 수익률이 좋다고 할 수 없습니다. 반대로 펀드 수익률이 -5%지만 상장시장의 수익률이 -10%라면 펀드수익률이 상대적으로 나쁘다고 할 수 없습니다. 이렇게 펀드수익률이 좋고 나쁨을 비교하기 위한 도구로 벤치마크를 사용할 수 있습니다.

그림1]  
국내 벤처펀드  
결성 규모 대비  
모태 출자펀드 규모  
(출처 : 한국벤처투자,  
한국벤처캐피탈협회)



\* 운용중인 창업투자조합/한국벤처투자조합 기준

## 2. 대한민국 대표 ‘벤처펀드 벤치마크’

한국벤처투자(주)의 ‘KVIC 벤처펀드 벤치마크’는 우리나라 벤처펀드의 약 73% (2017년 말 기준)에 대한 누적 성과정보가 집계되어 있는 모태펀드 DB를 기반으로, 벤처펀드 성과를 나타내는 대한민국 대표 벤처펀드 벤치마크입니다.

## 3. KVIC 벤처펀드 벤치마크 구성

- ① 국내 벤처펀드 기간수익률
- ② PME 벤치마크 (KOSPI / KOSDAQ 상장시장과의 수익률 비교지표)
- ③ 펀드 결성연도별 벤치마크

## 4. 벤치마크의 활용

벤처펀드 수익성의 기준 지표가 되는 ‘KVIC 벤처펀드 벤치마크’는, 다음 목적으로 활용할 수 있습니다.

- ① 개별 벤처펀드와 운용사의 성과를 비교/평가
- ② 투자 목표 수익률, 자산구성 등 자산배분계획 수립
- ③ 정책자료 및 연구 목적

## 5. KVIC 벤처펀드 벤치마크 작성 프로세스

벤치마크 성과데이터는 각 모태 출자펀드 운용사가 제출하는 반기 재무제표, 연간 감사 보고서, 월 보고 자료, 반기 펀드 투자자산 가치평가 자료를 기반으로 반기마다 산출합니다.

각 운용사 제출 자료는 당사 투자관리본부가 운용사와 커뮤니케이션을 통해 집계하여 DB에 입력하고, 당사 조사분석팀에서 주기적으로 데이터 오류를 재검증합니다.

반기 가치평가 자료 반영으로 인해 벤치마크는 기준시점에서 한 반기 시차(Time lag)를 두고 발표합니다. 벤치마크 발표 이후 펀드 과거 데이터에 대한 추가 혹은 변경사항이 발생하는 경우 과거 시점의 벤치마크가 변동될 수 있으며, 이러한 사항은 다음 반기에 반영합니다. 또한, 벤치마크 내 새로운 지수 기준을 도입하거나 제공정보 범위와 형태 등 구성 항목을 변경할 수 있습니다.

### ■ 벤치마크 측정의 제한사항

펀드 잔여자산 가치를 반기별 가치평가로 측정하기 때문에 객관성, 적시성 등에 한계가 있을 수 있습니다.

펀드 결성 후 최초 2~3년 이내 시점은 벤처펀드의 특성(J-curve 효과\*) 상 의미 있는 수익률 산출이 어렵습니다.

(\* J-Curve 효과: 투자수익이 후기에 집중적으로 발생하고, 초기에는 수익률이 낮거나 손실이 발생하는 현상으로 대부분의 벤처투자 자산에서 일반적으로 발생)

## KVIC 벤처펀드 벤치마크

### ■ 국내 벤처펀드 기간수익률

(2018년 6월말 기준)

2018.1.1.~2018.6.30. 기간(6개월)의 벤처펀드 수익률을 의미합니다

	최근 6개월	최근 1년	최근 3년	최근 5년	최근 7년	최근 10년	전체기간 (2005.6.~)
<b>국내 벤처펀드 기간수익률</b>	<b>32.85%</b>	<b>28.90%</b>	<b>13.34%</b>	<b>13.16%</b>	<b>10.29%</b>	<b>9.16%</b>	<b>8.84%</b>
국내 벤처펀드 기간수익률 (벤처지수)	31.57%	26.56%	13.43%	14.20%	11.28%	10.44%	9.83%
국내 벤처펀드 기간수익률 (문화지수)	40.95%	45.21%	12.82%	7.59%	5.07%	2.89%	3.41%

- 참고
- ① 전체기간 수익률은 모태펀드의 결성직후인 2005년 6월 30일부터 2018년 6월 30일 까지 기간으로 산정
  - ② 문화지수는 모태펀드 문화, 영화, 과기정통계정에 속한 모태 출자펀드의 수익률이며, 나머지 계정은 벤처지수에 속함 (문화, 영화계정의 경우 프로젝트 위주의 투자로, 기업 지분 위주로 투자하는 일반 벤처투자자와 다른 성격을 가지기 때문에 별도로 구분함)

벤처펀드 기간수익률은 모든 펀드를 하나의 큰 펀드로 간주하여 산출한 통합 수익률(Pooled IRR)입니다. 또한 임의의 시점을 기준으로 반기별 수익률을 산출하며, 시작 시점과 끝 시점 사이의 출자, 배분, 가치변동을 고려한 금액가중 연환산 수익률(end-to-end IRR)\*을 산출합니다. (\* [별첨1] 참조)

계산의 단순화를 위해 모든 펀드의 현금흐름은 해당일자가 속한 분기의 중간시점에 발생하는 것으로 가정합니다. (e.g. 2017.3.1. 펀드출자 → 2017.2.15. 펀드출자, 2016.7.5. 수익배분 → 2016.8.15. 수익배분으로 가정)

\* 기간수익률은 장기간의 벤처펀드 수익률 변동 패턴을 보여줍니다. 대부분 벤처펀드의 존속기간은 7년~10년이므로, 일반적인 벤처펀드의 수익률을 파악하고자 하는 경우 7년, 10년 기간의 수익률(각각 10.29%, 9.16%)을 통해 확인할 수 있습니다.

\* ‘(주)크래프톤(舊 (주)블루홀)’ 등 투자기업 순자산가치의 급상승으로 최근 국내 벤처펀드 기간수익률이 급등하였습니다. 이는 단기적인 현상으로 향후 변동 가능합니다.(벤처펀드의 단기 수익률이 장기 수익률 보다 항상 높은 것이 아닙니다.)

## ■ PME(Public Market Equivalent) 벤치마크

(2018년 6월말 기준)

2018.1.1.~2018.6.30. 기간(6개월) 동안 벤처펀드에 출자/배분한 동일금액을 동일시점에 KOSPI 지수에 투자/회수했다면 얻을 수 있는 수익률이 -11.31%임을 의미합니다

	최근 6개월	최근 1년	최근 3년	최근 5년	최근 7년	최근 10년	전체기간 (2005.6~)
KOSPI PME (A)	-11.31%	-3.03%	3.95%	4.48%	2.23%	4.24%	4.44%
KOSDAQ PME (B)	4.54%	21.97%	4.56%	9.87%	8.43%	6.15%	5.63%
국내 벤처펀드 기간수익률 (C)	32.85%	28.90%	13.34%	13.16%	10.29%	9.16%	8.84%
KOSPI 대비 초과수익 (C-A)	44.16%p	31.93%p	9.39%p	8.68%p	8.06%p	4.92%p	4.40%p
KOSDAQ 대비 초과수익 (C-B)	28.31%p	6.93%p	8.78%p	<b>3.29%p</b>	1.86%p	3.01%p	3.21%p

2013.7.1.~2018.6.30. 기간(5년) 동안 벤처펀드가 코스닥시장보다 3.29%p의 PME 대비 초과수익을 거두었음을 의미합니다

PME 벤치마크는 벤처펀드의 현금흐름과 가치변동, 상장 주가지수의 등락을 반영한 것으로, 벤처펀드의 출자/배분이 발생한 동일시점에 동일한 금액만큼 상장시장 지수를 사고파는 것으로 가정한 가상의 투자에 대한 수익률입니다(KOSPI, KOSDAQ 지수의 단순 수익률과는 다릅니다).

\* 최근 투자기업 순자산가치의 급상승으로 최근 국내 벤처펀드 기간수익률이 급등한 반면, KOSPI, KOSDAQ 시장은 소폭 하락하여 국내 벤처펀드의 PME 초과수익이 현저하게 높게 나타났습니다. 하지만, 이는 단기적인 현상으로 대부분의 벤처펀드 존속기간에 해당하는 최근 7년, 10년 기간의 KOSDAQ PME 대비 초과수익은 각각 1.86%p, 3.01%p 수준으로 나타납니다.

## ■ 펀드 결성연도별 벤치마크

### 결성연도별 투자수익률

(2018년 6월말 기준)

2004년에 결성했던 모든 펀드의 2018년 6월말 기준  
연환산 수익률이 9.72%임을 의미합니다.



결성연도	펀드 수	총 약정액 (억원)	Pooled IRR	상위 25% IRR	중위값	하위 25% IRR	최대값	최소값
2004년	6	1,536	<b>9.72%</b>	18.78%	7.56%	4.63%	22.87%	-12.02%
2005년	13	4,810	-1.13%	2.20%	0.33%	-6.89%	16.17%	-25.34%
2006년	18	4,790	2.67%	4.75%	1.78%	-8.35%	37.30%	-16.80%
2007년	31	7,501	2.74%	3.88%	1.25%	-0.72%	34.26%	-28.09%
2008년	25	5,717	13.01%	10.13%	0.35%	-3.87%	61.94%	-17.60%
2009년	61	14,383	4.89%	6.46%	0.66%	-4.91%	42.71%	-23.26%
2010년	31	8,281	5.12%	11.12%	1.51%	-4.07%	22.82%	-31.33%
2011년	38	15,427	7.79%	11.24%	5.44%	-4.44%	60.98%	-20.96%
2012년	17	5,166	14.00%	20.98%	9.48%	6.41%	27.92%	-30.78%
2013년	41	13,142	19.90%	20.45%	11.47%	5.16%	47.36%	-11.68%
2014년	54	21,476	17.24%	19.37%	7.59%	2.93%	115.94%	-41.62%
2015년	61	19,474	11.24%	13.55%	5.67%	-1.81%	46.21%	-12.18%
2016년	69	22,714	16.89%	16.24%	5.48%	-3.62%	NM	NM
2017년	98	34,392	-0.39%	-2.85%	-7.47%	-11.76%	NM	NM
~2018년 6월	21	8,741	-12.60%	-2.96%	-5.72%	-21.90%	NM	NM

참고 ① NM : 투자 2~3년 이내 시점 최대/최소값은 극단치로 유의미하지 않음

② 상위/하위 25% IRR : 결성연도별 펀드들의 수익률이 높은 순으로 4분위수로 나누었을 때, 각 상위/하위 25%에 위치한 펀드의 수익률입니다.

각 벤처펀드의 결성일로부터 현재 기준시점까지의 IRR을 독립적으로 계산한 후, 결성연도별 4분위수, 중위값, 최대/최소값을 산출합니다.

\* 특정연도에 결성한 펀드가 당시 결성한 전체펀드(Peer Group) 사이에서 상대적으로 어느 수준에 위치해있는지 파악이 가능하므로 시장전체를 고려한 펀드/운용사의 상대적인 평가에 활용할 수 있습니다.

## ■ 펀드 결성연도별 벤치마크

### 결성연도별 투자수익률

(2018년 6월말 기준)

2004년에 결성했던 펀드들이 1원을 투자해서  
2018년 6월말 현재 1.63원의 수익을 거둔 상태를 의미 합니다

결성연도	펀드 수	총 약정액 (억원)	약정액 가중평균 투자배수	상위 25% 투자배수	중위값	하위 25% 투자배수	최대값	최소값	표준편차
2004년	6	1,536	<b>1.63</b>	1.93	1.51	1.27	2.53	0.37	0.74
2005년	13	4,810	0.95	1.18	1.02	0.73	1.49	0.23	0.39
2006년	18	4,790	1.12	1.29	1.07	0.57	1.88	0.28	0.45
2007년	31	7,501	1.12	1.17	1.05	0.97	2.51	0.13	0.44
2008년	25	5,717	2.13	1.47	1.01	0.77	9.02	0.44	1.85
2009년	61	14,383	1.25	1.33	1.05	0.76	4.73	0.38	0.81
2010년	31	8,281	1.27	1.44	1.06	0.75	2.72	0.04	0.62
2011년	38	15,427	1.34	1.51	1.15	0.81	3.69	0.31	0.66
2012년	17	5,166	1.61	1.77	1.48	1.30	3.08	0.17	0.79
2013년	41	13,142	1.75	1.74	1.40	1.19	3.44	0.62	0.60
2014년	54	21,476	1.48	1.57	1.19	1.05	5.20	0.14	0.78
2015년	61	19,474	1.22	1.28	1.12	0.96	2.33	0.74	0.29
2016년	69	22,714	1.22	1.24	1.08	0.96	2.08	0.60	0.28
2017년	98	34,392	1.00	0.98	0.96	0.94	1.43	0.33	0.11
~2018년 6월	21	8,741	0.95	0.99	0.98	0.94	1.14	0.60	0.13

참고 : 상위/하위 25% 투자배수는 결성연도별 펀드들의 투자배수가 높은 순으로 4분위로 나누었을 때, 각 상위/하위 25%에 위치한 펀드의 투자배수입니다.

각 벤처펀드의 결성일로부터 현재 기준시점까지의 투자배수를 독립적으로 계산한 후, 결성연도별 4분위수, 중위값, 최대/최소값을 산출합니다.

## ■ 펀드 결성연도별 벤치마크

### 결성연도별 TVPI

(2018년 6월말 기준)

결성연도	펀드 수	총 약정액 (억원)	약정액 대비 납입비율	DPI	RVPI	TVPI
2004년	6	1,536	100.00%	1.62	0.00	1.63
2005년	13	4,810	94.66%	0.95	0.00	0.95
2006년	18	4,790	95.41%	1.12	0.00	1.12
2007년	31	7,501	92.37%	1.12	0.00	1.12
2008년	25	5,717	98.60%	1.19	0.95	2.13
2009년	61	14,383	93.77%	1.17	0.08	1.25
2010년	31	8,281	97.02%	0.95	0.31	1.27
2011년	38	15,427	93.95%	0.81	0.53	1.34
2012년	17	5,166	98.39%	0.87	0.74	1.61
2013년	41	13,142	97.25%	0.64	1.11	1.75
2014년	54	21,476	94.01%	0.43	1.05	1.48
2015년	61	19,474	85.05%	0.08	1.14	1.22
2016년	69	22,714	72.98%	0.13	1.09	1.22
2017년	98	34,392	37.74%	0.02	0.98	1.00
~2018년 6월	21	8,741	22.71%	0.00	0.95	0.95

참고 : DPI (Distribution to Paid-In) : 기준시점까지 펀드에 납입한 금액 대비 분배가 얼마나 이루어졌는지 나타냄  
RVPI (Residual Value to Paid-In) : 기준시점까지 펀드에 납입한 금액 대비 펀드에 남은 잔여자산 가치를 나타냄  
TVPI (Total Value to Paid-In) : 납입액 대비 총 가치 (TVPI = DPI + RVPI)

결성연도별 모든 벤처펀드의 총 DPI, RVPI, TVPI를 산출합니다.

## [참고] 벤치마크별 활용예시

### ① 국내 벤처펀드 기간수익률 활용

- ▷ 국내 벤처펀드 기간수익률과 개별 펀드(운용사별/펀드별)의 운용수익률을 비교하여 성과평가/보상체계와 연계하거나, 자산배분에 활용할 수 있습니다. (운용사 선정 및 펀드 위험관리 등에 활용)
- ▷ 국내 벤처펀드 기간수익률의 역사적 추이분석을 통해 벤처 투자시장 거시동향, 타 자산군과의 상관관계 등을 검토할 수 있습니다. (정책 및 연구목적 활용)
- ▷ 벤처펀드 출자/투자자가 벤처펀드 투자 수익과 위험에 대한 기대수준을 설정하도록 도와줄 수 있습니다.

**Case 1.** 투자 포트폴리오 다각화 목적으로 약 7년 정도의 투자기간으로 벤처펀드에 투자하려고 할 때, 무위험 자산 대비 국내 벤처펀드의 평균적인 위험 프리미엄이 어느 정도인지 파악하고자 하는 경우

- 국내 벤처펀드 기간수익률은 과거 기간에 따른 국내 벤처펀드의 수익률 정보를 제공합니다. 국내 벤처펀드 기간수익률(7년)과 국고채 수익률을 비교하여, 국내 벤처펀드 투자의 평균적인 위험 프리미엄을 예측해 볼 수 있습니다.

예시)

	최근 6개월	최근 1년	최근 3년	최근 5년	최근 7년	최근 10년	전체기간 (2005.6~)
국내 벤처펀드 기간수익률	5.60%	4.13%	7.52%	9.19%	8.12%	7.78%	7.53%

**Case 2.** 벤처펀드를 위탁운용할 운용사 선정과정에서 과거 펀드 운용실적을 평가항목으로 포함시키려고 할 때, 기준이 되는 수익률을 설정하고자 하는 경우

- 국내 벤처펀드 기간수익률의 기간별 수익률을 참고하여, 각 운용사의 운용기간에 따른 평균적인 수익률 지표를 설정할 수 있습니다.

**Case 3.** 정책기관, 연구기관 등에서 국내외 벤처투자 시장에 대한 비교 분석 연구를 진행하는 경우

- 국내 벤처펀드 기간수익률을 활용하여 외국 벤처투자 시장이나 출자기관과의 수익률 비교가 가능합니다.

예시)

	최근 1년	최근 3년	최근 5년	최근 10년
국내 벤처펀드 기간수익률	4.13%	7.52%	9.19%	7.78%
	최근 1년	최근 3년	최근 5년	최근 10년
美 벤처펀드 벤치마크 (기간수익률)	11.08%	8.03%	15.30%	9.04%

## ② PME 벤치마크 활용

- ▷ 상장시장과 벤처펀드 수익률의 직관적 비교가 가능합니다.
- ▷ 벤처펀드 기간수익률과 PME의 수익률 차이로 상장시장 대비 벤처펀드의 초과수익을 가늠할 수 있습니다.
- ▷ 출자/투자자의 자산배분 의사결정에 도움을 줄 수 있습니다.

**Case 1.** 투자자산 포트폴리오 구성시 상장 투자자산 대비 벤처펀드 투자의 기대수익률을 가늠해보고 싶은 경우

→ PME 벤치마크는 국내 벤처펀드의 출자/배분이 발생한 동일시점에 동일금액만큼 상장시장에 투자/회수하였을 때, 얻을 수 있는 수익률을 제시합니다. PME 수익률\* 정보를 통해 벤처펀드의 KOSPI / KOSDAQ 시장 대비 초과수익을 파악하고, 장단기 자산배분에 활용할 수 있습니다.

\* PME의 계산은 [별첨2]의 설명 참조

예시)

	최근 6개월	최근 1년	최근 3년	최근 5년	최근 7년	최근 10년	전체기간 (2005.6~)
KOSPI PME (A)	8.24%	9.60%	8.87%	4.54%	3.99%	6.19%	5.31%
KOSDAQ PME (B)	10.58%	8.06%	7.24%	12.11%	6.76%	7.42%	6.75%
국내 벤처펀드 기간수익률 (C)	5.60%	4.13%	7.52%	9.19%	8.12%	7.78%	7.53%
KOSPI 대비 초과수익 (C-A)	-2.64%p	-5.47%p	0.23%p	4.65%p	4.13%p	1.59%p	2.22%p
KOSDAQ 대비 초과수익 (C-B)	-4.98%p	-3.93%p	-0.72%p	2.08%p	1.36%p	0.36%p	0.78%p

### ③ 펀드 결성연도별 벤치마크 활용

- ▷ 특정시점에 결성된 펀드의 출자대비 분배가 진행된 정도, 결성연도에 따른 펀드의 성과 수준을 파악할 수 있습니다.
- ▷ 투자배수는 잔여자산이 현재 가치평가금액 수준으로 회수되어 분배가능 할 때, 투자금의 몇 배를 투자자에게 배분할 수 있는지를 나타내므로 향후 펀드 포트폴리오의 잠재적인 수익을 파악 가능합니다.
- ▷ 투자배수는 신속하고 쉽게 운용성과를 파악할 수 있으며, 비율로 표현되기 때문에, 다양한 규모의 투자를 비교해볼 수 있습니다.

**Case 1.** 펀드 성과평가 과정에서 각각 펀드 결성연도가 다른 2개 펀드(ex 2010년 / 2013년)의 수익률을 현재 시점에서 비교해보고자 할 때, 각 펀드가 해당 결성연도에 생긴 평균적인 벤처펀드에 비해 상대적으로 얼마나 성과를 내었는지 알고 싶은 경우

→ 결성연도별 벤치마크는 결성연도별 국내 벤처펀드의 수익성지표(IRR, 투자배수)에 대한 상위 25%, 중위값, 하위 25%, 최대값, 최소값 정보를 제공합니다. 이를 활용하여 해당 펀드의 결성연도를 고려한 상대적 성과를 서로 비교해 볼 수 있습니다. 또한, 특정연도에 결성한 펀드가 현재 시장에서 어느 정도의 가치로 평가받고 있는지 파악 가능하므로, 향후 잠재적인 회수가능 금액에 대해 추론해 볼 수 있습니다. 아래 예시의 경우 동일한 5%의 수익률을 달성한 펀드라 하더라도, 2010년에 결성한 펀드의 IRR 중위값은 2.20%, 2013년에 결성한 펀드의 IRR 중위값은 11.22%이기 때문에, 2010년에 5%를 달성한 펀드가 시장 평균 대비 상대적으로 우수한 성과를 냈다고 볼 수 있습니다.

예시)

결성연도	Pooled IRR	상위 25% IRR	중위값	하위 25% IRR	최대값	최소값	결성연도	약정액 대비 납입비율	DPI	RVPI	TVPI
2010년	3.84%	9.57%	2.20%	-3.39%	22.58%	-32.87%	2010년	97.02%	0.81	0.37	1.18
2013년	19.88%	23.23%	11.22%	1.34%	54.70%	-11.68%	2013년	97.25%	0.53	1.11	1.65

결성연도	약정액 가중평균 투자배수	상위25% 투자배수	중위값	하위25% 투자배수	최대값	최소값	표준편차
2010년	1.19	1.31	1.06	0.80	2.53	0.04	0.52
2013년	1.64	1.69	1.38	1.04	3.32	0.59	0.61

DPI (Distribution to Paid-In): 납입액 대비 기 분배 금액  
 RVPI (Residual Value to Paid-In): 납입액 대비 잔여자산 가치  
 TVPI (Total Value to Paid-In): 납입액 대비 총 가치 (TVPI = DPI + RVPI)

---

## 벤치마크 산출시 주요 가정 및 정의

- ▷ SI-IRR(Since-Inception Internal Rate of Return): 최초 펀드 납입시부터 측정 기준시점까지의 연간 수익률로써 최초펀드 납입액, 각 일자별 출자납입액 및 분배액, 미청산 보유자산의 기말 순자산가치 평가액(NAV)을 현금흐름으로 투입하여 계산합니다.
- ▷ Pooled IRR: 포트폴리오 내 모든 펀드를 하나의 큰 펀드로 간주하고, 각 시점에 발생한 펀드들의 모든 현금흐름 및 NAV를 합산하여 산출합니다.
- ▷ end-to-end IRR: 임의로 지정한 시작과 끝 두 시점 사이의 성과를 측정합니다. 시작시점에서는 최초 펀드 납입액 대신 기초 순자산가치 평가금액(NAV)을 납입액으로 대응합니다.
- ▷ 결성연도: 펀드의 법적성립연도이며, 펀드의 첫 번째 Closing, 혹은 첫 번째 Capital Call 일자와 같거나 그 이후입니다.
- ▷ 투자배수(= TVPI, Total Value to Paid-In): 출자금 대비 누적 배분금 + 잔여가치 합을 비율로 펀드 전체 성과를 측정합니다. (e.g. 수익배수 1.5 → 1을 투자해 0.5의 투자 초과수익을 거둠)
- ▷ 4분위수: 각 연도별 개별펀드들을 성과 순으로 4그룹으로 나눌 때, 그 기준값을 1~4분위수로 표시합니다.
- ▷ 중위값: 각 연도별 개별펀드들을 성과 순으로 일렬로 세웠을 때, 그 중앙에 위치한 값입니다.
- ▷ 최대 / 최소값: 각 연도별 개별펀드들을 성과 순으로 일렬로 세웠을 때, 최대 / 최소값입니다.

## 별첨 1] end-to-end Pooled IRR

**end-to-end IRR** : 시작시점에서 종료시점까지 출자하고 배분한 금액과 잔여자산의 순현재가치를 0으로 만드는 할인율

$$NAV_s = \frac{CF_1}{(1+r)^{t_1}} + \frac{CF_2}{(1+r)^{t_2}} + \dots + \frac{CF_{i-1}}{(1+r)^{t_{i-1}}} + \frac{NAV_F}{(1+r)^{t_i}}$$

의 등식을 만족하는  $r$  (할인율, %)

$NAV_s$  : 시작점의 순자산가치

$NAV_F$  : 끝점의 순자산가치

\* NAV(Net Asset Value) = 재무상태표 상 순자산 + 투자자산 평가액 - 투자자산 장부가액

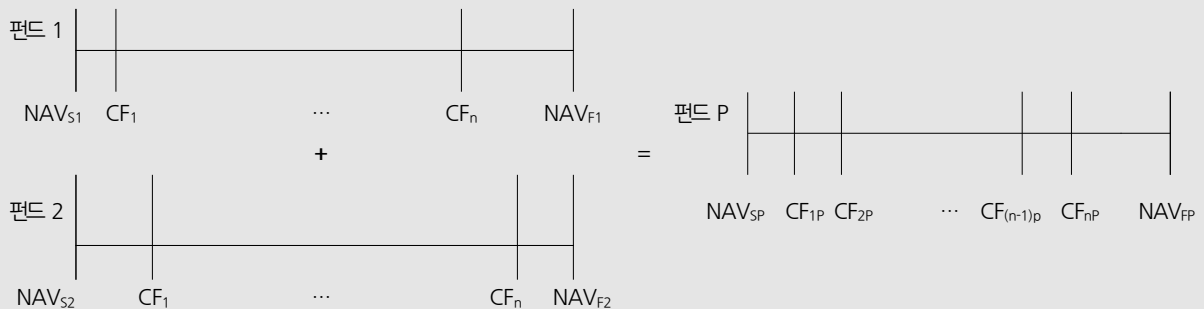
$CF_i$  :  $i$ 시점( $t_i$ )에 발생한 ( $\pm$ )현금흐름

\* NAV를 증가(자금유입)시키는 현금흐름(중간배당, 원금분배)은 양의 값(+), NAV를 감소(자금유출)시키는 현금흐름(출자금)은 음의 값(-)

$t_i$  :  $CF_i$ 가 발생한 시점

$T$  : 시작점과 끝점 사이의 기간

**<Pooling : 펀드 1 Portfolio + 펀드 2 Portfolio + ... + = → Portfolio pooled>**



**e.g.) 국내 벤처펀드의 end-to-end Pooled IRR 계산(2017년 12월말 기준 최근 6개월 지수)**

- 1단계 : 2017.6.30. 및 2017.12.31. 기준 각 모태 출자펀드 가치평가 값에서 기 배분액을 뺀 펀드 보유자산의 가치(NAV)를 합산
  - 산식 :  $\sum$  (2017.6.30. 및 2017.12.31. 기준 각 모태 출자펀드 평가액 - 기 배분액) = 2017.6.30. 및 2017.12.31. 시점의 모태 출자펀드 순자산 가치 총합(NAV)
  
- 2단계 : 2017.7.1. ~ 12.31. 기간에 발생한 모태 출자펀드의 출자(-) 및 배분(+) 현금흐름을 구하고 분기별 기준현금흐름으로 변환
  - 방법 : 2017.1.1. ~ 9.30. 사이 발생한 출자/배분 현금흐름의 발생일자를 8.15로 변환하고, 2017.10.1. ~ 12.31. 사이 발생한 출자/배분 현금흐름의 발생일자를 11.15로 변환. 이 경우 반기 총 2번의 현금흐름이 발생(7~9월 → 8.15. / 10~12월 → 11.15.)
  
- 3단계 : 위 4개의 현금흐름을 활용하여 end-to-end Pooled IRR 값 산출(17.6.30.에 기초 NAV만큼 투자(-)하고 2017.12.31.에 기말 NAV만큼 회수(+한다고 가정)
  - 산식 :  $-NAV$  (at 2017.6.30.),  $\pm CF$  (at 2017.8.15.),  $\pm CF$  (at 2017.11.15.),  $+NAV$  (at 2017.12.31.) 의 IRR 산출

## [별첨 2] PME (Public Market Equivalent)

### e.g.) KOSPI PME 계산 (2017년 12월말 기준 최근 6개월 지수)

→ 1단계 : 2017.12.31 기준 6개월간 KOSPI 지수 증가 변동률 계산

- 산식 :  $((\text{KOSPI 지수(at 2017.12.31)} / \text{KOSPI 지수(at 2017.6.30.)} - 1) \times 100\%)$

→ 2단계 : 벤처펀드 기간수익률에서 계산한 2017.7.1. ~ 2017.12.31. 출자(-) 및 배분(+) 현금 흐름과 반기별 NAV, KOSPI 지수를 활용하여 시점별 배분금(DPME) 및 수정NAV(mNAV) 산출

- 산식 :

$$DPME = \left( \frac{D_i}{D_i + NAV_i} \right) \times \left( mNAV_{i-1} \times \frac{KOSPI_i}{KOSPI_{i-1}} + C_i \right)$$

$$mNAV_i = \left( 1 - \frac{D_i}{D_i + NAV_i} \right) \times \left( mNAV_{i-1} \times \frac{KOSPI_i}{KOSPI_{i-1}} + C_i \right)$$

$DPME$  : 수정배분금       $D_i$  : i시점에 발생한 배분금

$NAV_i$  : i시점의 순자산가치       $mNAV_i, mNAV_{i-1}$  : i, i-1시점의 수정NAV

$KOSPI_i, KOSPI_{i-1}$  : i, i-1시점의 KOSPI 지수 증가       $C_i$  : i시점의 출자금

→ 3단계 : 위 배분금과 출자금 합을 순현금흐름으로 활용하여 end-to-end Pooled IRR 값 산출 (2017.6.30.에 기초 NAV만큼 투자(-)하고 2017.12.31.에 기말 mNAV만큼 회수(+한다고 가정)

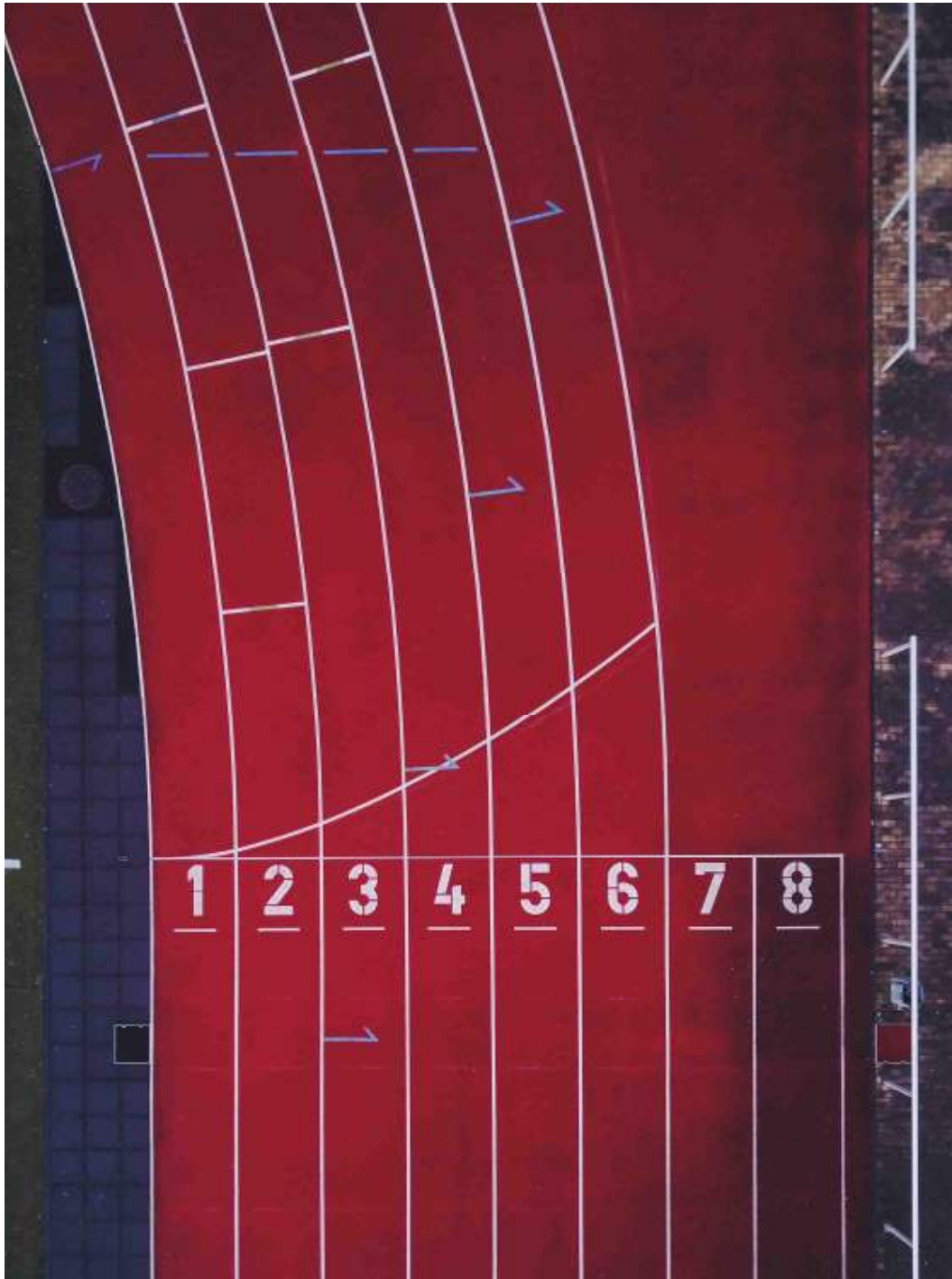
- 산식 :  $-NAV$  (at 2017.6.30.),  $\pm Net$  CF (at 2017.8.15.),  $\pm Net$  CF (at 2017.11.15.),  $+mNAV$  (at 2017.12.31.) 의 IRR을 산출

※ KOSDAQ PME 계산 : 위와 동일한 방법으로 산출하나, KOSPI 지수 대신 KOSDAQ 지수로 산출



## 한국모태펀드 유니콘 및 후보기업 분석 출자펀드 포트폴리오 기업을 대상으로

모태 출자펀드 투자 기업 중 기업가치가 높은 기업의 특징을 분석하여 반기별로 소개합니다.  
이번호에서는 2018년 반기 모태출자펀드 가치평가 결과  
기업가치가 2천억 원을 상회하는 비상장 기업의 내용을 담았습니다.



## 한국모태펀드 출자펀드 투자 유니콘 현황 분석에 들어가며

유니콘은 뿔이 달린 말로 상상의 동물이다. 이런 상상의 동물의 명칭이 붙은 유니콘 기업이란 무엇일까? 유니콘 기업은 미국의 벤처캐피탈 ‘카우보이 벤처스’의 창업자 에일린 리(Aileen Lee)가 2013년에 만들어 사용하기 시작한 용어로 현재는 기업가치 10억 달러를 초과하는 비상장기업으로 통용되고 있다.

미국 시장조사기관 CB Insights가 집계하는 The Global Unicorn Club에 따르면 2019년 1월 11일 현재 311개의 유니콘 기업이 있으며, 총 기업가치는 10,906.0억 달러에 달한다. 이 중 대한민국 기업은 6개로 비바리퍼블리카(토스), 엘앤피코스메틱, 옐로모바일, 우아한형제들, 쿠팡, 크래프톤(구 블루홀)(가나다 순으로 기재)이다. 가장 최근에 유니콘 리스트에 등재된 기업은 배달앱인 ‘배달의민족’을 운영하는 우아한형제들로, 2018년 12월 힐하우스 캐피탈, 세콰이어 캐피탈, 싱가포르투자청(GIC) 등으로부터 3억 2천만 달러를 투자받아 유니콘 지위를 공식화하였다.\*

유니콘 기업에 대한 전 세계적 관심이 높아지는 가운데 KVIC MarketWatch는 한국모태펀드 출자펀드 투자기업 중 유니콘과 유니콘으로 성장하고 있는 후보 기업들의 특징을 반기마다 발표할 예정이다.

금번 보고서에서는 반기마다 실시하는 한국모태펀드 출자펀드의 2018년 6월말 현재 가치평가 기준을 바탕으로 국내 투자기업 중 기업가치가 2천억 원을 상회하며 상장하지 않은 유니콘 또는 유니콘 후보 28개 기업의 기업가치, 투자금액, 업종, 업력, 매출액 분포를 분석하였다.

\* 주승호, 「배달의 민족 3600억 투자 유치... 유니콘 기업 공식화」, 벤처스퀘어, 2018년 12월 20일, <https://www.venturesquare.net/772467>

## ■ 기업가치

분석 대상인 28개 기업의 기업가치 합계는 19조 3,840억 원으로 기업가치 평균은 6,923억 원, 중간값은 4,520억 원이었다. 분석 대상 기업을 기업가치에 따라 세 그룹으로 나누어 살펴보면, 2018년 6월말 기준 기업가치가 1조 원을 상회하는 기업은 3개로 기업가치의 평균은 약 2.5조원, 중간값은 1.4조 원이었다. 기업가치 5천억 원 이상 1조 원 미만인 기업은 8개로 기업가치 평균은 7,685억 원, 중간값은 7,912억 원, 기업가치 2천억 원 이상 5천억 원 미만 기업은 17개로 기업가치 평균은 약 3,354억 원, 중간값은 3,394억 원이었다.

기업가치 분류	기업 개수		
1조 원 이상	3		
5천억 원 이상~1조 원 미만	8	기업가치 분류	기업 개수
		9천억 원~1조 원	2
		8천억 원~9천억 원	1
		7천억 원~8천억 원	2
		6천억 원~7천억 원	1
2천억 원 이상~5천억 원 미만	17	5천억 원~6천억 원	2
		4천억 원~5천억 원	5
		3천억 원~4천억 원	5
총 계		2천억 원~3천억 원	7
		<b>총 계</b>	<b>28</b>

표1]  
기업가치 분포  
(단위 : 개  
출처 : 한국벤처투자)

기업가치 분류	기업가치 합계	기업가치 평균	기업가치 중간값
1조 원 이상	75,344	25,115	14,004
5천억 원 이상~1조 원 미만	61,480	7,685	7,912
2천억 원 이상~5천억 원 미만	57,016	3,354	3,394
<b>전 체</b>	<b>193,840</b>	<b>6,923</b>	<b>4,520</b>

표2]  
기업가치 합계, 평균  
및 중간값  
(단위 : 억 원  
출처 : 한국벤처투자)

## ■ 투자금액

분석 대상인 28개 기업에 한국모태펀드 등 한국벤처투자가 운영하고 있는 모펀드의 출자펀드에서 2018년 12월 말까지 총 3,884억 원이 투자되었으며, 한 개 기업에 평균적으로 약 139억 원이 투자된 것으로 조사되었다.

기업가치에 따라 분석 대상을 세 그룹으로 나누어 보면 기업가치 1조 원 이상 그룹의 경우 기업 당 투자금액은 250억 원, 투자금액 중간값은 100억 원이었으며, 기업가치 5천억 원 이상 1조 원 미만 그룹의 기업 당 투자금액은 86억 원, 투자금액 중간값은 91억 원, 기업가치 2천억 원 이상 5천억 원 미만 그룹의 기업 당 투자금액은 144억 원, 투자금액 중간값은 85억 원이었다.

표3] 모태펀드 및 기타 모펀드 출자펀드 투자금 합계, 평균 및 중간값 (단위 : 억 원 출처 : 한국벤처투자)

기업가치 분류	투자금 합계	투자금 평균	투자금 중간값
1조 원 이상	750	250	100
5천억 원 이상~1조 원 미만	684	86	91
2천억 원 이상~5천억 원 미만	2,450	144	85
<b>전체</b>	<b>3,884</b>	<b>139</b>	<b>98</b>

## ■ 업종

한국벤처투자 업종 분류(상세 내용은 KVIC MarketWatch 10월호 p.30 참조)에 따라 투자기업을 산업 및 산업 내 세부분야로 분석한 결과, 유니콘 및 후보 기업이 가장 많이 탄생한 산업은 ICT서비스, 유통/서비스로 전체 28개 기업 중 15개 기업(53.3%)이 동 산업을 영위하는 것으로 나타났다. 산업별로 ICT서비스 산업에 10개 기업, 유통/서비스 산업에 5개 기업, 바이오/의료 산업 및 게임 산업에 각각 3개 기업, 영상/공연/음반 산업에 2개 기업이 분포하고 있다.

세부분야를 살펴보면 소프트웨어 분야에 6개, 정보서비스 분야에 4개, 게임소프트웨어 3개, 도소매업, 의료용물질/의약품, 교육 분야에 각각 2개 기업씩 분포해있었다.

산업 분류	기업 개수	
	세부분야 분류	기업 개수
ICT서비스	10	소프트웨어 6 정보서비스 4
유통/서비스	5	교육 2 도소매업 2 전문서비스 1
게임	3	게임소프트웨어 3
바이오/의료	3	의료용물질/의약품 2 의료기기 1
영상/공연/음반	2	공연/전시/음악 1 영상 1
ICT제조	1	반도체/전자부품 1
화학/소재	1	화학물질/제품 1
전기/기계/장비	1	일반기계 1
기타	2	부동산/임대 1 기타 1
<b>총 계</b>		<b>28</b>

표4]  
한국벤처투자 산업  
분류 상 기업 분포  
(단위 : 개  
출처 : 한국벤처투자)

한국표준산업분류 상 업종 분포를 살펴본 결과, 총 28개 기업 중 5개 기업이 '응용 소프트웨어 개발 및 공급업'에 속해있으며, '데이터베이스 및 온라인 정보 제공업' 및 '유선 온라인 게임 소프트웨어 개발 및 공급업'에 각각 3개 기업이 분류되었다. 그밖에 17개 업종에 각각 1개 기업씩 분류되어 있다.

한국표준산업분류	기업 수	한국표준산업분류	기업 수
응용 소프트웨어 개발 및 공급업	5	시스템 소프트웨어 개발 및 공급업	1
데이터베이스 및 온라인 정보 제공업	3	안경 및 렌즈 소매업	1
유선 온라인 게임 소프트웨어 개발 및 공급업	3	온라인 교육학원	1
광고 대행업	1	음악 및 기타 오디오물 출판업	1
그 외 기타 의료용 기기 제조업	1	의료용품 및 기타 의약 관련제품 제조업	1
기타 가공 공작기계 제조업	1	의학 및 약학 연구개발업	1
기타 교육지원 서비스업	1	자동차 임대업	1
농산물 건조, 선별 및 기타 수확 후 서비스업	1	포털 및 기타 인터넷 정보 매개 서비스업	1
메모리용 전자집적회로 제조업	1	화장품 및 화장품용품 도매업	1
방송 프로그램 제작업	1	화장품 제조업	1

표5]  
한국표준산업분류 상  
기업 분포  
(단위 : 개  
출처 : 한국벤처투자)

## ■ 업력

분석 대상인 28개 기업들의 2018년 말 현재 업력 평균은 9.1년으로 나타났다. 기업가치 별로 1조 원 이상 3개 기업의 업력 평균 9.3년, 5천억 원 이상 1조 원 미만 8개 기업의 업력 평균은 8.9년, 2천억 원 이상 5천억 원 미만 17개 기업의 업력평균은 9.2년이었다. 업력 최솟값은 3년, 최댓값은 23년으로 기업업력이 매우 다양한 것으로 나타났다.

표6]  
2018년 말 업력 현황  
(단위 : 년  
출처 : 한국벤처투자)

기업가치 분류	업력 평균	업력 최댓값	업력 최솟값
1조 원 이상	9.3	11	8
5천억 원 이상~1조 원 미만	8.9	13	5
2천억 원 이상~5천억 원 미만	9.2	23	3
<b>전 체</b>	<b>9.1</b>	<b>23</b>	<b>3</b>

## ■ 매출액

2017년 말 기준으로 각 사 회계정책에 따라 집계한 매출액을 분석한 결과 분석 대상 28개 기업의 평균 매출액은 1,388억 원이었다. 기업가치 1조 원 이상 그룹의 매출액 평균은 약 2,715억 원, 5천억 원 이상 1조 원 미만인 그룹은 약 1,320억 원, 2천억 원 이상 5천억 원 미만인 그룹은 1,186억 원으로 나타났다. 다만, 28개 기업의 매출액 중 최솟값은 1억 원대이고, 매출액 최댓값은 5천억 원을 넘는 점에서 매출액이 다양하게 분포해있는 특징이 있다.

표7]  
2017년 말 결산  
매출액 평균  
(단위 : 억 원  
출처 : 한국벤처투자,  
네이버 기업정보)

기업가치 분류	매출액 평균
1조 원 이상	2,715
5천억 원 이상~1조 원 미만	1,320
2천억 원 이상~5천억 원 미만	1,186
<b>전 체</b>	<b>1,388</b>

매출액 분류	기업 수
1천억 원 이상	11
5백억 원 이상~1천억 원 미만	7
1백억 원 이상~5백억 원 미만	6
1백억 원 미만	4
<b>전 체</b>	<b>28</b>

표8]  
2017년 말 결산  
매출액 분포  
(단위 : 개)  
출처 : 한국벤처투자,  
네이버 기업정보)

## ■ 소 고

이상 한국모태펀드 출자펀드 투자기업 중 기업가치가 2천억 원을 상회하면서 상장하지 않은 28개 국내기업에 대해 분석한 결과 유니콘과 후보군에 속한 평균적인 기업은 2018년 6월말 현재 ICT 서비스업을 영위하고 있는 업력 9.1년의 기업으로, 2017년에 1,388억 원의 매출을 일으켰으며 한국벤처투자 출자 모펀드로부터 139억 원을 투자 받아 6,921억 원의 기업가치를 갖고 있는 것으로 나타났다. 매 반기마다 업데이트될 상기 유니콘 기업 및 후보기업에 대한 분석이 새로운 유니콘 기업 육성을 위한 혁신성장 정책 설계에 보탬이 되기를 기대한다. **KVIC MarketWatch**



---

## 중소벤처기업 투자 유치 방법 안내

모태 출자펀드 투자를 받고 싶었지만 투자 유치 관련 정보가 부족했던 중소기업들이 어떻게 시작해야 하는지, 어디로 연락해야 하는지, 무엇을 유의해야 하는지 안내합니다. 이번호에서는 2017년부터 2018년 12월말까지 결성된 모태 출자펀드 정보를 담았습니다.



## ■ 모태 출자펀드 투자 유치를 위한 체크포인트

### 출자펀드에는 주요 투자분야가 존재한다

투자 상담을 진행하기 위해서는 먼저 투자유치를 희망하는 모태 출자펀드를 선택하여야 합니다.(펀드 목록과 운용사 연락처는 Appendix I 참조) 펀드 선택 시 특히 ‘주요 투자분야’를 살펴보아야 합니다. 모태 출자펀드는 주요 투자분야가 결정되어 결정되는 경우가 대다수로, 기업의 조건에 맞는 펀드를 선택하여야 합니다. 예로, ‘4차 산업혁명’ 펀드의 경우 4차 산업혁명 관련 산업을 영위하는 중소벤처기업, ‘창업초기’ 펀드의 경우 창업 3년 이내 기업 또는 창업 7년 이내이면서 설립 후 연간 매출액이 20억 원을 초과하지 않은 중소벤처기업에 주로 투자합니다.(주요 투자분야 설명은 Appendix II 참조)

### 투자 유치 가능성을 높이기 위해서 출자펀드와 기업의 케미스트리가 맞아야 한다

이러한 이유로 기업이 투자 유치 확률을 높이기 위해서는 출자펀드의 주요 투자분야를 잘 파악하여 기업의 성격과 주요 투자분야가 잘 맞아떨어지는 출자펀드 벤처캐피탈에 연락하여야 합니다.

### 투자 협의를 시작하기도 쉽지 않다

펀드의 투자 재원은 한정되어 있는 반면, 수많은 중소벤처기업이 벤처캐피탈에 연락하기 때문에 중소벤처기업이 벤처캐피탈에 연락한다고 하여 바로 투자 심사를 하고 투자가 성사되는 것은 아닙니다.

### 그렇지만 두드려라 그러면 열릴 것이다

그럼에도 불구하고, 기업과 벤처캐피탈 간의 협의가 어느 정도 진행되어 투자 유치를 위한 절차가 본격적으로 진행될 경우 일반적인 절차는 [그림1]과 같습니다. 다만, 벤처캐피탈 별로 투자 심사 절차가 다양하며 요구하는 자료의 종류도 다를 수 있습니다.

IR 전에는 IR 자료, 주주 명부, 재무제표를, 예비 및 본 투자 심사 전에는 법인등기부등본, 사업자등록증사본, 중소(벤처)기업 확인서, 감사보고서 등을 제출합니다.

기업으로부터 자료를 제출받은 벤처캐피탈은 내부 투자 심사 절차를 거쳐 투자 여부를 결정합니다. 내부 기준에 따라 투자를 하지 않기로 결정하기도 하지만, 벤처캐피탈이 검토 기업에 투자를 결정하고 기업과 벤처캐피탈 간 투자 조건도 이견 없이 조율되면 벤처캐피탈과 기업은 투자 계약을 체결하고 기업은 벤처캐피탈로부터 투자금을 받게 됩니다.



그림1] 투자 심사 절차

## Appendix I. 2017년 이후 결성된 모태 출자펀드 목록 및 연락처

아래 목록은 2017년 이후 한국모태펀드가 출자하여 결성된 주요 출자펀드 목록입니다. 일반적으로 최근에 결성된 출자펀드가 투자 여력이 많다고 볼 수 있습니다. 모태 출자펀드 전체 목록 열람은 한국벤처투자 웹사이트(www.k-vic.co.kr)를 참고하시기 바랍니다.

표1]  
2017년 이후 결성된  
모태 출자펀드  
(2018년 12월말 기준)

주요 투자 분야	모태 출자펀드명	모태 출자펀드 운운사	대표번호
4차 산업 혁명	2017KIF-스마일게이트싱글래티티투자조합	스마일게이트인베스트먼트	031-622-4770
	BSK 7호 E-신산업 투자조합	BSK인베스트먼트	02-538-0460
	KIF-카카오 우리은행 기술금융투자펀드	카카오벤처스	02-6243-0301
	KTBN 13호 벤처투자조합	케이티비네트워크	031-628-6415
	LSK 헬스케어 1호펀드	엘에스케이인베스트먼트	02-553-9631
	스틱 4차산업혁명 펀드	스틱인베스트먼트	02-3404-7800
	신한-네오플렉스 에너지 신산업 투자조합	네오플렉스	02-560-9700
	에쓰비4차산업혁명투자조합	에쓰비인베스트먼트	02-3445-5011
	에이티넘성장투자조합2018	에이티넘인베스트먼트	02-555-0781
	코오롱 2017 4차 산업혁명 투자조합	코오롱인베스트먼트	02-2052-2310
	포스코 4차 산업혁명 펀드	포스코기술투자	02-3457-6300
	NEW콘텐츠	KB NEW콘텐츠 투자조합	케이비인베스트먼트
가상·증강현실	KAI-KVIC 가상증강현실투자조합	코리아에셋투자증권	02-560-6387
	케이큐브 NEO 펀드	카카오벤처스	02-6243-0301
게임	데브-KDBC 문화투자조합	데브시스템즈벤처스	02-551-7903
고급기술인력 창업	SETI고급기술창업초기투자조합	세마트랜스링크인베스트먼트	02-3484-7081
	미래에셋 하이테크 프론티어 투자조합	미래에셋벤처투자	02-6205-2630
	인터벨류 고급기술인력창업 1호 투자조합	인터벨류파트너스	02-564-0489
	제이엑스 1호 투자조합	제이엑스파트너스	02-569-4661
	케이런 3호 하이엑스퍼트 투자조합	케이런벤처스	02-553-9003
	코메스 2017-1 스타트업 그린투자조합	코메스인베스트먼트	02-558-1996
	포스코 고급기술인력 창업펀드	포스코기술투자	02-3457-6300
공공특허사업화	더웰스 IP기술사업화 투자조합	더웰스인베스트먼트	02-552-1203
관광산업육성	케이비-에스제이 관광벤처조합	에스제이투자파트너스 KB증권	02-512-0707 -

주요 투자 분야	모태 출자펀드명	모태 출자펀드 운용사	대표번호
문화 가치평가연계	캐피탈원 콘텐츠가치평가 투자조합	캐피탈원	02-595-7450
문화 일자리창출	KTBN 미래콘텐츠일자리창출투자조합	케이티비네트웍	031-628-6415
	대성 블라썸 일자리 투자조합	대성창업투자	02-559-2900
문화산업 소액투자전문	레오 10호 소액투자전문펀드	레오파트너스인베스트먼트	02-516-4171
	유니온슈퍼아이피투자조합	유니온투자파트너스	02-594-8470
문화 해외연계	유니온글로벌익스페디션투자조합	유니온투자파트너스	02-594-8470
미래환경산업	스마일게이트녹색성장1호펀드	스마일게이트인베스트먼트	031-622-4770
바이오 산업육성	프리미어 글로벌 이노베이션 1호 투자조합	프리미어파트너스	02-554-0030
방송드라마	가이아방송콘텐츠투자조합1호	가이아벤처파트너스	02-6451-5656
	에쓰비방송콘텐츠투자조합	에쓰비인베스트먼트	02-3445-5011
	일신 뉴코리안웨이브 2호 투자조합	일신창업투자	02-767-6400
	지온 방송·드라마 콘텐츠 펀드	지온인베스트먼트	031-8023-7393
보건산업 초기기술창업	시너지 바이오 헬스케어 벤처펀드	시너지아이비투자	02-586-5982
사회적기업	피씨씨 사회적기업2호 펀드	포스코기술투자	02-3457-6300
세컨더리	2016 KIF-송현 M&A·세컨더리 ICT 투자조합	송현인베스트먼트	02-528-3900
	IBKC-케이앤 세컨더리1호 투자조합	IBK캐피탈 케이앤투자파트너스	- 02-567-0380
소셜임팩트	엘로우독같이하다투자조합	엘로우독	02-2289-1581
	D3 임팩트 벤처투자조합 제1호	디쓰리쥬빌리파트너스	02-6239-0110
	코메스2018-2 소셜임팩트투자조합	코메스인베스트먼트	02-558-1996
	CCVC 코리아임팩트 펀드	쿨리지코너인베스트먼트	02-2183-2740
	다담 4차산업 소셜임팩트 투자조합	다담인베스트먼트	02-563-4050
	미시간글로벌소셜임팩트투자조합	미시간벤처캐피탈	02-3445-1310
	미래 ESV 투자조합 제1호	고려대학교기술지주 전북지역대학연합기술지주회사	02-3290-5894 063-214-0016
스몰 M&A 매칭	린드먼아시아투자조합12호	린드먼아시아인베스트먼트	070-7019-4001
스포츠 산업 육성	보광25호 스포츠융복합s2투자조합	보광창업투자	02-558-2092
	센트럴스포츠투자조합	센트럴투자파트너스	02-3446-6102

표1] (계속)  
2017년 이후 결성된  
모태 출자펀드  
(2018년 12월말 기준)

표1] (계속)  
2017년 이후 결성된  
모태 출자펀드  
(2018년 12월말 기준)

주요 투자 분야	모태 출자펀드명	모태 출자펀드 운용사	대표번호
스포츠 산업 육성	ISU-AJ스포츠투자조합	이수창업투자 AJ캐피탈파트너스	02-3482-2010
			02-6240-0440
아시아 문화 중심 도시 육성	마그나 아시아문화중심도시 육성 펀드	마그나인베스트먼트	02-554-2222
애니메이션·캐릭터	대교애니메이션전문투자조합	대교인베스트먼트	02-3289-4987
액셀러레이팅	심본투자파트너스 1호 투자조합	심본투자파트너스	02-3453-0333
여성	DTNI-소프트산업육성 투자조합	디티앤인베스트먼트	02-6009-8600
	델타벤처투자조합1호	델타인베스트먼트	-
재기지원	2017 마그나 인스타펀드	마그나인베스트먼트	02-554-2222
	2017 메가RS투자조합	메가인베스트먼트	02-3453-2540
	가이아재기지원투자조합1호	가이아벤처파트너스	02-6451-5656
	다산에스비에이재기투자조합	동문파트너즈	02-2265-0566
	심본2호 리스타트 펀드	심본투자파트너스	02-3453-0333
	에스제이 뉴챌린지 펀드	에스제이투자파트너스	02-512-0707
	지온 재기지원 펀드	지온인베스트먼트	031-8023-7393
	케이앤 JUMP-UP 1호 투자조합	케이앤투자파트너스	02-567-0380
	케이클라비스·비하이 리챌린지 투자조합	케이클라비스인베스트먼트 비하이인베스트먼트	02-2070-3840
			02-539-7997
	티에스 우리-충남 11호 턴어라운드 투자조합	티에스인베스트먼트	02-6250-5700
	패스파인더 리본 투자조합	패스파인더에이치	02-739-9041
	조선업 구조 개선	BK 6호 조선업 구조개선 투자조합	비케이인베스트먼트
나우 에이스 파트너십펀드		나우아이비캐피탈 에이스투자금융	02-565-6234
			02-6911-1000
캐피탈원 조선업 구조개선 투자조합		캐피탈원	02-595-7450
포스코-KB 조선업 투자조합		KB인베스트먼트 포스코기술투자	02-545-5091
	02-3457-6300		
현대-수림 챔피언십 투자조합	현대기술투자 수림창업투자	02-728-8990 02-761-8600	
증거예산 영화	ISU-S&M콘텐츠투자조합 2호	이수창업투자	02-3482-2010
	캐피탈원 증거예산영화전문 투자조합 2호	캐피탈원	02-595-7450
	대성굿무비투자조합	대성창업투자	02-559-2900

주요 투자 분야	모태 출자펀드명	모태 출자펀드 운용사	대표번호	
지방기업	대전4차산업혁명투자조합	대덕벤처파트너스	042-485-9684	
	울산-LH 청년창업투자조합	라이트하우스컴비인베스트	02-578-0323	
	케이브릿지2호 동남권 일자리창출 투자조합	케이브릿지인베스트먼트	051-731-5222	
지식재산권	시너지 밸류 웨이브 벤처펀드	시너지아이비투자	02-586-5982	
창업초기	컴퍼니케이-교원 창업초기펀드	컴퍼니케이파트너스	02-568-8470	
	인터밸류2호 혁신창업 투자조합	인터밸류파트너스	02-564-0489	
	2018 하나-마그나 스타트업 펀드	하나금융투자 마그나인베스트먼트	- 02-554-2222	
	SGI 유니콘 스타트업 투자조합	삼호그린인베스트먼트	02-3453-5500	
	케이브릿지-코나 혁신 스타트업 투자조합	케이브릿지인베스트먼트 코나인베스트먼트	051-731-5222 02-508-0610	
	뮤렉스퍼플1호투자조합	뮤렉스파트너스	02-585-1116	
	디에이밸류플러스 2018의1호 신기술투자조합	디에이밸류인베스트먼트	02-558-7550	
	데브-혁신모험초기 투자조합 4호	데브시스터즈벤처스	02-551-7903	
	MTI스타트업320펀드	마젤란기술투자	02-6013-0114	
	CKD-BS Start-Up 벤처투자조합	씨케이디창업투자 BS벤처파트너스	02-3453-3331 -	
	스마트 혁신산업단지 제1호 투자조합	어니스트벤처스	031-776-4770	
	DTNI-창업초기 혁신 투자조합	디티앤인베스트먼트	02-6009-8600	
	BSK 8호 창업초기 투자조합	BSK인베스트먼트	02-538-0460	
	DKI Growing Star 4호 투자조합	대교인베스트먼트	02-3289-4987	
	비엔에이치스타트업3호투자조합	비엔에이치인베스트먼트	02-552-9769	
	퀀텀창업초기1호투자조합	퀀텀벤처스코리아	02-6954-1091	
	이앤벤처1호 창업초기투자조합	이앤벤처파트너스	02-569-3456	
	(디지털콘텐츠)	이에스3호디지털콘텐츠창업초기투자조합	이에스인베스터	02-3474-8750
	(융합콘텐츠)	인라이트 4호 엔젤이아이 펀드	인라이트벤처스	053-341-9222
	청년창업	DSC드림X청년창업펀드	DSC인베스트먼트	02-3453-3190
HB 청년 창업 투자조합		에이치비인베스트먼트	02-3448-5622	
L&S-SDC 청년창업투자조합		엘앤에스벤처캐피탈	02-501-1031	
MGI바이오신성장투자조합 1호		엠지인베스트먼트	02-3453-2582	

표1] (계속)  
2017년 이후 결성된  
모태 출자펀드  
(2018년 12월말 기준)

표1] (계속)  
 2017년 이후 결성된  
 모태 출자펀드  
 (2018년 12월말 기준)

주요 투자 분야	모태 출자펀드명	모태 출자펀드 운용사	대표번호	
청년창업	Translink글로벌파트너쉽청년창업투자조합	세마트랜스링크인베스트먼트	02-3484-7081	
	대성 글로벌위너 청년창업 투자조합	대성창업투자	02-559-2900	
	데브-넥시드 청년창업 투자조합 3호	데브시스터즈벤처스	02-551-7903	
	레오9호 효성청년창업펀드	레오파트너스인베스트먼트	02-516-4171	
	미래에셋 청년창업 투자조합 2호	미래에셋벤처투자	02-6205-2630	
	미시간글로벌파이어니어투자조합	미시간벤처캐피탈	02-3445-1310	
	스톤브릿지영프론티어투자조합	스톤브릿지벤처스	02-6182-4700	
	신한-수인베스트먼트 청년창업 투자조합	수인베스트먼트캐피탈 신한캐피탈	070-4716-3017 02-773-3400	
	알바트로스넥스트제너레이션펀드	알바트로스인베스트먼트	070-4924-5090	
	유티씨스테이지컨텐츠펀드	유티씨인베스트먼트	02-783-3347	
	이에스4호청년창업투자조합	이에스인베스터	02-3474-8750	
	인라이트 1호 청년창업펀드	인라이트벤처스	053-341-9222	
	제이엑스 2호 투자조합	제이엑스파트너스	02-569-4661	
	케이넷 VALUE-UP 벤처투자조합	케이넷투자파트너스	02-3473-7117	
	현대청년펀드2호	현대기술투자	02-728-8990	
	CCVC-광주 청년창업펀드	콜리지코너인베스트먼트	02-2183-2740	
	세종 글로벌 청년창업 벤처펀드 2호	세종벤처파트너스	070-4667-0760	
	에버그린투자파트너스 2호 펀드	에버그린투자파트너스	02-2055-2866	
	패스파인더 청년창업 투자조합	패스파인더에이치	02-739-9041	
	라구나 청년창업 투자조합 제1호	라구나인베스트먼트	070-4006-3344	
콘텐츠기업 육성	HUAYI-IDV 글로벌 콘텐츠 투자조합	화인인베스트먼트	02-569-5440	
		아이디벤처스	02-556-9300	
콘텐츠기업 재기지원	ISU-콘텐츠기업재기지원펀드	이수창업투자	02-3482-2010	
(해외IP수익화)	특허기술 사업화	BSK 6호 특허기술 투자조합	BSK인베스트먼트	02-538-0460
		케이비 지식재산 투자조합 2호	케이비인베스트먼트	02-545-5091
		IDV Global IP Growth 투자조합	아이디벤처스	02-556-9300
해외진출	경기-네오플렉스 슈퍼맨투자조합	네오플렉스	02-560-9700	

주요 투자 분야	모태 출자펀드명	모태 출자펀드 운용사	대표번호
혁신성장	케이비 디지털 이노베이션 벤처투자조합	케이비인베스트먼트	02-545-5091
	메디치 2018-2 중소선도기업 창업투자조합	메디치인베스트먼트	02-561-1881
	BNK-케이앤 동남권일자리창출1호 투자조합	케이앤투자파트너스	02-567-0380
	티에스 2018-12 M&A 투자조합	티에스인베스트먼트	02-6250-5700

표1] (계속)  
 2017년 이후 결성된  
 모태 출자펀드  
 (2018년 12월말 기준)

## Appendix II. 2017년 이후 결성된 모태 출자펀드의 '주요 투자분야' 요약

아래 요약은 대표적 투자 대상을 기재해놓은 것으로 모태 출자펀드 별 투자대상은 조금씩 다를 수 있습니다.

주요 투자분야	투자 대상
4차 산업 혁명	4차 산업 혁명 관련 산업을 영위하는 중소·벤처기업
NEW콘텐츠	NEW콘텐츠 및 콘텐츠와 접목할 수 있는 기술을 개발하는 중소·벤처기업 및 프로젝트
가상·증강현실	가상·증강현실 관련 기업 및 프로젝트
게임	게임 관련 중소·벤처기업 및 프로젝트
고급기술인력 창업	창업초기기업인 중소·벤처기업 중 고급기술인력 창업기업
공공특허사업화	공공특허를 사업화하는 기업
관광산업육성	관광진흥법 상 관광산업, 관광산업 특수 분류상 연관 산업에 해당하는 기업 및 프로젝트
미래환경산업	환경기술 및 환경산업 지원법 제2조에 따른 환경산업 영위 기업 또는 환경기술 및 환경산업 지원법 제2조에 따른 환경시설의 개발·설계·시공·개선 및 운영관리에 관한 사업을 수행하는 특수목적법인
문화 가치평가연계	한국콘텐츠진흥원의 콘텐츠가치평가센터에 의뢰하여 콘텐츠에 대한 가치평가보고서를 받은 프로젝트
문화 일자리창출	자본금 10억원 이하이거나, 연매출액 10억원 이하이거나, 고용인원 10명 이하에 해당하는 문화콘텐츠 관련 중소·벤처기업
문화 해외연계	글로벌 콘텐츠 및 글로벌 콘텐츠 관련 기업
바이오 산업육성	바이오 관련 산업을 영위하는 중소·벤처기업
방송드라마	방송드라마 관련 기업 및 프로젝트
보건산업 초기기술창업	보건산업 분야 창업초기 중소·벤처기업에 투자
사회적기업	1. 고용노동부장관의 인증을 받은 사회적 기업 2. 광역자치단체 또는 정부부처 지정 예비 사회적기업 3. 행정안전부장관이 지정한 마을기업 4. 보건복지부장관이 인정한 자활기업 5. 한국사회적기업진흥원의 사회적기업가 육성사업의 지원대상 중 존속기간까지 (예비)사회적기업으로 인정받을 것으로 예상되는 기업 6. 한국사회적기업진흥원에 설치된 사회적기업투자조합 투자대상선정위원회에서 투자필요성을 인정한 기업
세컨더리	중소기업의 기발행 주식, 무담보신주인수권부사채, 무담보전환사채 인수하거나 투자포트폴리오 매입
문화산업 소액투자전문	원천IP, 문화콘텐츠 초기기업 등 문화산업 전반 소액투자
소셜임팩트	수익성과 공공성을 동시에 추구하는 소셜벤처
스몰 M&A 매칭	유망기술을 보유한 벤처기업, 창업기업 또는 해외기업에 대한 선도 중소기업 및 벤처기업의 인수, 합병 등을 촉진하기 위해 인수하는 선도 중소기업 및 벤처기업의 투자와 관련한 매칭투자

표2]  
2017년 이후 결성된  
모태 출자펀드 주요  
투자 분야 요약

표2] (계속)  
2017년 이후 결성된  
모태 출자펀드 주요  
투자 분야 요약

주요 투자분야	투자 대상
스포츠 산업 육성	스포츠산업진흥법상 스포츠산업, 스포츠산업 특수 분류상 연관 산업에 해당하는 기업 및 프로젝트
아시아 문화 중심 도시 육성	아시아 문화 중심 도시 소재 기업 및 프로젝트
애니메이션·캐릭터	애니메이션 또는 캐릭터 관련 중소·벤처기업 및 프로젝트
액셀러레이팅	창업초기기업인 중소기업
여성	여성이 최대 주주인 기업 또는 여성이 당해 회사의 대표권이 있는 임원으로 투자시점 6개월 전부터 계속하여 등기되어 있는 기업 또는 전체 임직원 중 여성 비율이 35% 이상인 기업
재기지원	폐업 사업주 또는 폐업기업의 대표이사 또는 주요주주였던 자가 재창업(타인 명의의 재창업 포함)한 기업에 대표이사 또는 주요주주 또는 CTO로 재직 중인 중소기업
조선업 구조 개선	조선업 관련 업종의 구조조정 대상 기업
중저예산 영화	순제작비 50억원 이하의 한국영화 또는 순제작비 10억원 미만의 한국영화로서, 영진위 독립·예술영화 인정, 국제영화제 출품 등 영화적 완성도와 작품성이 기대되는 작품
지방기업	서울특별시, 인천광역시 및 경기도 이외의 지역에 본점 또는 주된 사무소를 두고 있는 중소·벤처기업
지식재산권&특허기술사업화	특허기술을 사업화하는 기업, IP서비스기업 또는 IP프로젝트에 투자하되, 투자 전 발명진흥법상의 '발명의 평가기관'에서 등록특허에 대한 IP가치평가를 받아야 함  (해외IP 수익화) 상기 투자 대상이면서 우리나라 중소기업·대학·공공연구·창출·출원·보유한 해외IP 수익화 프로젝트
창업초기	창업지원법상 창업자 중 업력 3년 이내의 중소·벤처기업 또는 창업지원법상 창업자로서 설립 후 연간 매출액이 20억원을 초과하지 아니한 중소·벤처기업  (디지털콘텐츠) 창업초기 디지털콘텐츠 기업 및 초기 디지털콘텐츠 프로젝트  (융합콘텐츠) 첨단 디지털콘텐츠 기술(VR·AR, 홀로그램 등)과 주력산업(제조, 의료, 국방, 교육)과의 융합을 통해 새로운 부가가치를 창출하는 창업초기기업
청년창업	창업지원법상 창업자 중 대표이사가 만 39세 이하인 경우 또는 만 39세 이하 임직원 비중이 50% 이상인 경우
콘텐츠기업 재기지원	폐업 사업주 또는 폐업기업의 대표이사 또는 주요주주였던 자가 재창업(타인 명의의 재창업 포함)한 기업에 대표이사 또는 주요주주 또는 총괄로 재직 중인 중소기업, 사드피해 인정기업, 용자 연체 중인 기업
콘텐츠기업 육성	콘텐츠 기업 지원
해외진출	해외진출 중소·벤처기업
혁신성장	성장성 높은 중소·벤처기업



## Venture Opinion

### 벤처기업의 자본조달 의사결정 심층 분석: 타인자본 조달과 자기자본 조달을 중심으로

한국벤처투자 조사분석팀 곽기현 연구위원

'벤처 오피니언'은 벤처생태계 전반에 걸친 주제들을 선정 후 심도 있는 조사 및 분석을 통해 도출된 인사이트를 매월 제공합니다. 본문의 견해와 주장은 필자 개인의 것이며, 한국벤처투자(주)의 공식적인 견해가 아님을 밝힙니다.



#### ■ Summary

▷ 고성장, 고혁신성, 무형자산 위주의 자산구조, 기존 외부 자기자본 조달 유치 경험 및 상장계획 有, 짧은 업력과 작은 규모는 벤처기업으로 하여금 자기자본 조달을 선호하게 함

▷ 低성장, 低혁신성, 기존 외부 자기자본 조달 경험 및 상장계획 無, 제조 기업 여부는 벤처기업으로 하여금 타인자본 조달을 선호하게 함

▷ 일반적 믿음과 달리 규모와 업력의 증가가 필연적으로 벤처기업의 타인자본 조달 선호에 영향을 미치지 않음

## 1. 서론

창의적 아이디어와 혁신적인 기술로 정체된 경제에 활력을 불어넣고 새로운 일 자리를 창출하는 벤처기업의 중요성이 전 세계적으로 점차 강조되고 있다. 우리나라 역시 이런 흐름에 발맞춰 벤처기업을 육성하기 위한 법령을 수립하고 이에 기초한 다양한 정책적 방안을 도입하고 있다. 이에 따라 1998년 2,042개로 시작된 벤처기업의 수는 2018년 12월 말 기준 36,820개로 약 18배 급증하였다. 국내 벤처기업은 단순히 양적 성장에만 그친 것이 아니라 질적으로도 큰 성장을 이뤄내고 있는데, 2005년 기준 68개에 불과하던 매출액 천억 이상의 벤처기업 숫자가 2017년 기준 572개사가 되었으며, 매출액 1조 원 이상의 거대 벤처기업 수도 11개사나 되었다. 그러나 이런 성장에도 불구하고 아직 국내 벤처기업들을 세계적 수준과 비교하기는 어려운 실정이다. 2018년 12월 기준으로 유니콘이라 불리는 기업 가치가 10억 US\$ 이상의 비상장 기업의 수가 전 세계적으로 306개인데 반해, 국내 유니콘 기업의 수는 단 6개(쿠팡, 옐로우모바일, L&P코스메틱, 크래프톤(구 블루홀), 비바리퍼브리카, 우아한형제들)에 불과하다. 또한 2017년 「벤처기업정밀실태조사」에 따르면, 벤처기업이 가진 현재 기술력 수준이 세계 최고 수준의 기술력과 비교 시 약간 미흡 및 미흡하다는 응답이 전체의 78.0%로서, 세계 유일 및 세계 최고 수준과 같다는 응답인 18.6%를 크게 웃도는 것으로 나타났다.

그러므로 벤처기업이 일자리 문제와 저성장에 갇힌 우리 경제의 구원 투수로서 제 몫을 다하기 위해서는, 국내 벤처기업의 경쟁력을 세계적인 수준으로 한층 더 진보시켜야 할 필요성이 있다. 이를 위해 국내 벤처기업이 겪고 있는 경영상의 애로를 확인한 결과, ‘자금 조달·운용 등 자금관리 애로’를 가장 심각한 경영 애로사항으로 꼽고 있다(중소벤처기업부, 2017). 자금조달은 벤처기업뿐만 아니라 다른 유형의 기업에서도 주요 경영 애로사항이나, 다음과 같은 이유로 인해 벤처기업에 있어 특히 심각한 문제가 되고 있다. 먼저 벤처기업은 대부분 소규모 자본으로 창업하며 수익을 내기까지 높은 불확실성과 오랜 기간이 필요하다. 따라서 기업 내부의 자금으로만 기업의 운영에 필요한 자금을 충당하기가 매우 어렵다. 또한 외부자본을 활용하는 데도 정보 비대칭성과 성과의 불확실성에 의해 외부 자본에 대한 접근이 어렵거나, 접근이 가능하다 하더라도 기업에 불리한 조건으로 활용해야 하는 경우가 종종 발생한다. 여기에 벤처기업들이 목표로 하는 시장은 대부분 급격하게 성장하므로, 이에 대응하기 위한 성장 압박이 매우 높은 편이며 이에 따라 단시간에 많은 자금이 있어야 하는 경우가 빈번하다.

---

한편, ‘금융생애주기(Life Cycle of Financing)’이론에 따르면, 기업은 성장단계별로 서로 다른 최적의 자금조달 유형을 가진다(Berger & Udell, 1998). 즉, 업력, 규모, 성장추세 등에 따라서 기업이 활용하는 자금조달 방식이 달라진다는 것이다. 그러므로 국내 벤처기업이 겪는 자금조달 애로사항을 효율적으로 해결하기 위해서는, 이들이 어떻게 자금조달 의사결정을 내리는가에 대한 심도 있는 논의와 이해가 필요하다. 그러나 불행히도 해외의 경우 카우프만 서베이(Kauffman Firm Survey) 등의 설문자료를 통해 중소벤처기업의 자금조달에 대한 연구가 활발히 이루어지고 있으나(Coleman & Robb, 2012; Robb & Robinson, 2014; Coleman, Cotei & Farhat, 2016), 국내의 경우 벤처기업에 특화된 기업의 자금조달 의사결정에 대한 연구가 부족하다. 대다수의 국내 연구는 주로 중소기업을 대상으로 자금조달 의사결정 및 자본구조를 연구하는 데 그치고 있다.

그러므로 본 연구는 지난 2016년 (사)벤처기업협회와 한국벤처투자(주)가 공동으로 수행한 “2017 벤처기업 투자수요 조사”의 원자료를 활용하여, 벤처기업이 선호하는 자금조달 유형이 어떤 기업 특성들에 의해서 결정되는가를 확인하고자 하였다. 본 연구의 결과물은 향후 혁신 금융에 대한 설계에 있어 용자 기반과 투자 기반이 초점을 두어야 할 영역을 선정하는 데 유용하게 활용될 수 있을 것이라 기대한다.

본 연구는 다음과 같이 구성되어 있다. 2장에서는 기업의 자금조달에 대한 이론을 기초로 본 연구에서 검증하고자 하는 연구 가설들을 도출하고자 한다. 3장에서는 본 연구에서 활용하고자 하는 자료 및 연구 절차에 대해서 설명하고자 한다. 4장은 2장에서 도출된 연구 가설들에 대하여 3장에서 제시한 연구 방법을 활용한 결과를 보여주고자 한다. 마지막으로 5장은 본 연구를 정리하고 연구 결과에 따른 정책적 함의를 제시하고자 한다.

---

## 2. 기업의 자금조달에 대한 이론

기업 재무 이론에서 기업의 자금조달에 대한 의사결정에 있어 널리 활용되고 있는 이론 중 하나로 “자금조달순서이론(Pecking Order Theory; POT)”이 있다. 이 이론은 정보 비대칭성에 덜 취약한 정도를 기준으로 기업의 자금조달 순서가 내부 유보이익(내부자금), 부채(타인자본), 주식(자기자본) 순으로 결정됨을 예측한다(Myers, 1984; Myers & Majluf, 1984).

정보 비대칭성 하에서 역선택 문제에 직면한 기업 외부의 자금 제공자는 기업이 발행하는 증권에 대한 프리미엄을 요구한다. 그러므로 기업은 정보 비대칭성 문제에 영향을 받지 않는 내부 자금을 통해 필요한 자금을 충당한다. 그러다 내부 자금이 다 고갈되어 외부에서 자금을 조달해야 할 시기가 오면, 정보 비대칭성 문제를 덜 겪어 더 낮은 프리미엄이 발생하는 증권을 먼저 발행하게 되며, 부채가 주식 발행보다 더 낮은 수준의 정보 비대칭성 문제에 직면한다(정보가 대칭적일 때 가치(가격)의 변화량이 큰 것이 정보 비대칭성이 심한 것으로 볼 수 있으며, 주식의 경우 가치의 상한이 없기 때문에 부채보다 정보 구조 변화 시 가치(가격)의 변화가 더 큼). 왜냐하면, 구체적으로 기업보다 정보가 부족한 시장은 기업의 신주 발행 시도를 기업 가치의 과대평가로 인식할 가능성이 높으며, 실제로 기업의 유상 증자가 발표되고 나면 주가가 하락하는 현상을 쉽게 관측할 수 있다.

그러나 최근 들어 POT 이론이 실제 기업의 자금조달 행태를 설명하는데 실패하고 있다. 특히 본 연구의 관심 대상인 벤처기업과 같이 규모가 작고 고성장하는 기업들의 자금조달 행태를 설명하면서 POT 이론의 예측과 반하는 결과들이 도출되고 있다(Frank & Goyal, 2003; Fama & French, 2005; Lemmon & Zender, 2010). 벤처기업이 일반적인 기업에 비해 정보 비대칭성 문제가 더 심각하다는 것을 고려할 때, 이런 연구 결과는 POT 이론의 타당성에 큰 위협이 되고 있다.

---

이에 대하여 몇몇 연구들은 초기 POT 이론이 기업의 자금조달 행태를 설명하는데 있어, 몇 가지 사실을 간과하고 있음을 지적하고 있다. 먼저 POT 이론은 정보 비대칭성의 다양한 효과 중 각 자금조달 수단의 자본 비용에 미치는 효과만을 고려하고 있다는 데 한계가 있다(Chang & Song, 2013). 그러므로 정보 비대칭성의 증가가 자본 비용적인 측면에서 타인자본 조달을 자기자본 조달보다 더 선호하게 한다는 결론을 짓는다. 하지만 정보 비대칭성의 증가는 신용 할당\*(Credit Rationing)을 유도하여, 타인자본(부채) 금융 시장에 악영향을 미친다. 일반적으로 신용 할당은 주요 자산이 아이디어와 핵심 기술이며, 자산 구조가 무형화 되어있을 가능성이 높아 담보 여력이 부족하고, 거래 및 신용기록이 없어 이들의 신용도를 평가하기 어려운 작고 빠르게 성장하는 기업에 있어 더욱더 민감하게 작용하므로, 이들에 대한 POT 이론이 적합하지 않을 수 있다.

또한 벤처기업에 있어 주요 외부 자기자본 조달 원천인 벤처캐피탈과 같은 전문 투자자의 경우 정보 비대칭성으로 인한 대리인 문제를 해결하는데 필요한 전문적 지식을 갖추고 있기에, 정보 비대칭성이 자기자본 조달에 미치는 악영향을 완화할 수 있다. 또한 이들은 다른 외부 자금 제공자들이 제공하기 어려운 유무형의 경영 지원을 제공함으로써, 벤처기업에 비재무적 자원을 추가로 공급할 수 있다는 장점이 있다.

따라서 본 연구는 최근 창업벤처기업의 자금조달 행태를 설명하는데 널리 활용되고 있는 ‘금융생애주기(Life Cycle of Financing)’에 기초하여 국내 벤처기업의 자금조달 의사결정을 분석하고자 한다. 본 이론의 핵심은 기업의 자금조달 의사결정은 기업이 처한 상황에 따라 결정됨에 있다(Berger & Udell, 1998). 따라서 같은 벤처기업이라 할지라도 이들이 처한 경영환경에 따라 자금조달 수단의 선호에 있어 이질성(Heterogeneity)이 존재할 가능성이 크다. 이런 관점에서 본 연구는 특히 관련 선행 연구들의 결과를 참고하여, 국내 벤처기업의 자금조달 의사결정 중 외부 자금조달에 있어 자기자본과 타인자본에 대한 선호 결정 요인을 분석하고자 한다.

\* 신용할당: 신용위험을 구별하지 못할 때 단순히 높은 대출이자율을 적용할 경우, 신용위험이 높은 차입자만 대출을 받으려고 할 가능성이 높음. 따라서 금융기관의 입장에서는 이자율을 올리는 대신 일부 차입자에 대한 대출을 거절하는 것이 더 나은 대안

---

먼저 고성장하는 기업의 경우 외부 자금조달에 있어 타인자본보다 자기자본을 더 선호할 가능성이 크다. 고성장하는 기업의 경우 추가적인 확장에 대비하기 위하여 부채 비율에 여유를 두고자 하는 경향을 보이기 때문이다(Cortei & Farhat, 2017). 또한 고성장하는 벤처기업의 경우 추가적인 성장을 위해 필요한 자금 이외의 경영지원을 목적으로 벤처 캐피탈과 같은 외부 투자자들의 투자를 유치하고자 하는 유인을 가진다(Vanacker & Manigart, 2010).

다음으로 벤처기업의 혁신성과 외부 자금조달 간의 관계는 다음과 같이 요약할 수 있다. 혁신을 구성하는 3대 리스크(기술적 리스크, 모방 리스크, 시장 리스크)를 고려할 때, 혁신적인 벤처기업은 일반적인 벤처기업에 비해 더 높은 정보 비대칭성을 가진다고 볼 수 있다. 따라서 초기 POT 이론에 따르면, 혁신적인 벤처기업이 타인자본을 자기자본보다 더 선호 하리라 예측할 수 있다. 그러나 다음과 같은 연유로 인해 실제 시장에서 혁신적인 벤처 기업의 타인자본 조달이 여의치 않을 수 있다. 우선 앞서 고려한 정보 비대칭성의 또 다른 효과인 신용 할당으로 인해, 많은 벤처기업에 있어 부채 조달 자체가 불가능할 수 있다. 만약 신용 할당이 발생하지 않더라도, 자금 제공자의 측면에서 부채 금융은 혁신적 기업에 대한 적절한 자금 공급 수단이 되기 어렵다. 혁신적인 벤처기업의 추후 불확실한 성과를 고려할 때, 원리금으로 그 수익의 한계가 제한된 부채보단 위험과 성과를 같이 공유할 수 있는 주식이 올바른 자본조달 수단이 된다.

기업의 자산 구조 역시 외부 자금조달 의사결정에 영향을 크게 미친다. 벤처기업의 경우 혁신적 아이디어와 기술을 가진 기업이므로, 일반적인 기업들에 비해 무형자산의 비중이 높을 가능성이 크다. 일반적으로 무형자산은 담보로서의 활용도가 낮고 청산 가치(Liquidation Value)가 낮으며, 위험의 전이\*와 같은 타인자본 활용과 관련된 대리인 비용을 증가시킨다(Kaoru & Miho, 2017). 그러므로 기업의 무형자산 비중이 높아질수록 더 높은 자본 비용을 지급해야 될 가능성이 높다. 그러므로 무형자산의 비중은 외부 자금조달에 있어 자기자본을 타인자본보다 더 선호하게 만드는 요인으로 작용한다.

\* 위험의 전이를 통한 타인자본 활용에 있어 대리인 비용은, 자기자본 조달자(주주)와 타인자본 조달자(채권자)의 이해관계 차이에서 발생. 주주는 기업 가치의 상승분을 귀속 받으므로 인해 고위험-고수익 프로젝트를 선호하며, 반면 채권자는 원금의 안전한 상황이 우선이므로 고위험-고수익 프로젝트를 비선호. 그러므로 채권자는 주주가 적극적으로 위험을 감수하는 행위를 못하도록 감시해야 하며, 이런 과정에서 대리인 비용이 발생

---

또한 기업의 모든 의사결정에는 기존의 것을 지속하려는 루틴이 일정 부분 내재되어 있다. 이는 기존에 활용하던 방식을 바꿀 때 전환 비용이 발생하기 때문이며, 자본조달 의사결정에서도 마찬가지로 적용된다(Samuel, Ernest & Awuah, 2012). 특히 타인자본과 자기자본 조달의 경우, 두 금융 수단의 공급 주체가 다르며 방식 또한 크게 차이가 있기 때문에 전환 비용이 더 클 것으로 예상할 수 있다. 본 연구는 자금조달 의사결정에 있어 지속성이 존재하는가 여부를 기업의 기존 자금조달 행태를 반영하는 변수를 통해서 분석하고자 한다.

다음으로 기업의 수익성이 외부 자금조달 의사결정에 미치는 영향을 분석하고자 한다. 벤처기업의 경우 아직 사업이 본격적인 궤도에 오르지 않은 경우가 많아, 이익보다 손실이 발생하는 기업이 다수 존재한다. 만약 벤처기업이 수익이 발생하는 기업일 경우, 타인자본을 제공하는 공급자 입장에서 볼 때 향후 원금 상환의 가능성이 높을 것으로 기대 가능하므로 그렇지 않은 기업에 비해 더 낮은 이율로 자금을 제공할 수 있다. 그러므로 수익의 발생은 벤처기업이 타인자본을 자기자본보다 더 선호하게 만드는 요인이 될 것으로 기대할 수 있다.

벤처기업의 성공을 가늠하는 기준 중 하나는 벤처기업의 상장 여부(IPO 여부)이다. 상장은 벤처기업이 직접적으로 자기자본을 조달할 수 있는 채널을 형성함으로써 인해 기업의 자본조달 용이성을 개선하는 중요한 요소이기 때문이다. IPO에 있어 중요한 것은 상장에 앞서 기업의 가치를 산정하는 절차이며 이를 통해 초기 상장 시 기업이 조달할 수 있는 자본의 양이 결정된다. 그러므로 상장을 목전에 둔 벤처기업일수록 기업 가치 산정에 있어 불리한 레버리지를 높이는 타인자본 조달 보다는, 자기자본을 통해서 외부로부터 자금을 조달할 가능성이 크다.

---

마지막으로 기업의 규모와 업력은 자금조달 의사결정 연구에서 빠지지 않고 사용되는 통제 변수 중 하나이다. 특히 외부 자금조달 수단으로서 타인자본 조달과 자기자본 조달을 비교하는 맥락에서 살펴보면, 기업의 규모와 업력의 증가는 기업이 정보적으로 좀 더 투명해진다는 것을 의미한다(Berger & Udell, 1998). 기업의 투명성이 증가한다는 것은 기업의 미래 현금흐름 창출 능력을 평가할 수 있는 역량이 증가한다는 것으로 간주할 수 있다. 그러므로 타인자본 제공자의 경우 자금 수요자의 신용을 제대로 평가하여 적절한 금리를 산정할 수 있는 가능성이 높아진다. 하지만 자기자본 제공자의 경우 자금 수요자에 대한 남들보다 더 나은 평가를 통해 고위험-고수익을 공유하는 것을 선호하므로, 수요자의 정보적 투명성이 높아지는 것을 항상 선호하지 않는다. 따라서 같은 조건이라면 기업의 규모와 업력이 증가함에 따라 타인자본을 조달 비용이 감소함을 예상할 수 있는데 반해, 규모와 업력의 증가가 자기자본을 조달 비용의 감소시킬 것을 기대하기는 어렵다. 그러므로 벤처기업의 규모와 업력의 증가는 타인자본을 더 선호하게 만드는 효과를 낼 것으로 예상할 수 있다.

---

### 3. 자료, 변수 및 분석방법

#### 3.1 자료 및 변수

본 연구는 지난 2016년 (사)벤처기업협회와 한국벤처투자(주)가 공동으로 수행한 “2017 벤처기업 투자수요 조사”를 기반으로 한다. 해당 설문 조사는 벤처기업의 투자 수요를 파악하기 위하여 진행된 설문 조사로서, 600개의 벤처확인기업을 대상으로 수행되었다. 본 설문 조사는 일반적인 기업의 개요에 대한 문항들과 자금사정 및 향후 자금조달 계획을 묻는 문항들로 구성되어 있다. 특히 조사 시점에서 다음 해(2017년도)의 자금조달 계획을 수립함에 있어, 내부자금인 내부유보금, 외부자금인 차입(타인자본조달)과 투자자금(자기자본조달) 각각에 대한 금액을 질문함으로써, 각 기업의 자금조달 원천에 대한 선호도를 파악할 수 있다. 이 설문 조사 자료를 기초로 조사대상 600개 기업에 대하여 한국기업데이터(주)와 한국특허정보원으로부터 기업 수준의 자료를 매칭 하고자 하였으나, 벤처기업의 특성상 정보를 획득할 수 없는 기업들이 다수 존재하였다. 이에 따라 최종적으로 본 연구의 분석에서 사용한 샘플 기업 수는 360개로 결정되었다.

다음으로 본 연구에서 활용한 변수들을 설명하고자 한다. 먼저 종속 변수는 기업이 자금조달 계획 수립 시 선호하는 자금 원천의 유형을 나타내는 범주 변수인 ‘자금조달유형’이다. 변수를 구축하기 위해 “2017 벤처기업 투자수요 조사”의 자금조달 계획 설문 문항을 활용하였다. 이 변수는 세 가지 범주 값을 지니는데, 만약 기업이 외부자금(타인자본+자기자본)을 활용하지 않고 내부자금으로만 필요한 예산을 조달하고자 할 경우 ‘내부자금조달(범주값 1)’, 외부에서 자금을 조달하면서 타인자본보다 자기자본을 통해 더 많은 자금을 조달하고자 할 경우 ‘자기자본조달(범주값 2)’, 반대로 타인자본을 통해 더 많은 자금을 조달하고자 할 경우 ‘타인자본조달(범주값 3)’으로 나타냈다.

다음으로 2장에서 언급한 기업의 자금조달 의사결정에 영향을 미치는 요인들을 다음과 같은 방식으로 변수화 하였다. 먼저 기업의 성장성은, 기업의 자금조달 계획을 세우기 이전 직전 3년간의 매출액 성장률의 평균으로 나타냈다. 벤처기업이 창업한 지 채 3년이 지나지 않아 3년 평균 매출액 성장률을 구할 수 없는 경우, 가용 가능한 자료로만 매출액 성장률을 계산하였다.

---

기업의 혁신성은 혁신활동의 투입 요소인 기업의 R&D 투자로서 나타내고자 하였다. 일반적으로 문헌에서 자주 사용하는 R&D 투자를 매출액으로 정규화한 R&D 집약도 (=R&D 투자/매출액)를 활용하였고, 추세를 반영하기 위해 지난 3년간의 R&D 집약도의 평균값을 기업 혁신성의 대용 변수로 활용하였다.

기업의 자산 구조를 설명하는 변수로서 본 연구는 기업의 무형자산 비율을 활용하였으며, 무형자산 비율은 기업의 총자산 대비 무형자산의 비율로서 정의하였다.

또한 기존 기업의 자금조달 행태의 지속성과 관련해서는, 타인자본 조달에 대한 경향성의 대용 변수로 현재 시점에서의 부채비율과 자기자본 조달에 대한 경향성의 대용 변수로서 과거 벤처캐피탈의 투자 경험 여부를 활용하였다. 현재의 자본 구조인 부채비율은 기업이 그간 부채를 얼마나 활용하였는가를 잘 나타내고 있으며, 과거 벤처캐피탈의 투자 여부는 기업이 벤처캐피탈의 투자 방식에 대한 이해와 이들에 대한 접근 방식을 잘 알고 있음을 나타낼 수 있다.

기업의 수익성은 다음과 같은 방식을 통해 측정하였다. 분석 대상 기업의 직전 3년 총 자산수익률(=당기순이익/총자산)에 대한 평균값을 계산 후, 이 값이 0 이상인 기업과 0 이하인 기업으로 이분화 하였다. 즉, 해당 값이 0 이상인 기업은 직전 3년간 평균적으로 이익이 발생한 기업이며, 반대로 0 이하인 기업은 직전 3년간 평균적으로 손실이 발생한 기업으로 볼 수 있다.

기업의 향후 상장 여부는 “2017 벤처기업 투자수요 조사”의 “향후 5년 이내 상장 여부”를 묻는 설문 문항을 활용하였다.

기업의 규모는 현재 시점에서의 총자산에 로그를 취한 값으로 측정하였으며, 업력의 경우, 조사 시점에서 창업 7년 이하인 기업과 7년 초과인 기업으로 나누었다. ‘7년’은 국내 벤처 투자 업계에서 초·중기와 후기 단계를 구분하는 기준이므로, 국내 벤처기업의 맥락에서 이들의 업력을 나타내는데 있어 유의미하게 활용될 수 있다.

마지막으로 기업이 속한 산업을 통제하기 위하여, 분석 대상 기업을 제조 및 비제조업으로 분류하였다.

변수 이름	설명	측정
자금조달방식	기업의 자금조달 방식에 대한 선호도를 나타내는 범주 변수	1= '내부금융'(외부금융x) 2= '자기자본조달' (자기자본조달액 > 타인자본조달액) 3= '타인자본조달' (타인자본조달액 > 자기자본조달액)
매출액성장률(3년)	기업의 성장추세를 나타내기 위한 연속 변수	조사 시점 직전 3개년 평균 매출액 성장률
연구개발비집약도(3년)	기업의 혁신성을 나타내기 위한 연속 변수	조사 시점 직전 3개년 평균 R&D 집약도 (=R&D 투자 / 총자산)
무형자산비율	기업의 성장추세를 나타내기 위한 연속 변수	조사 시점의 무형자산 / 총자산
부채비율	기업의 기존 타인자본 조달 성향을 나타내기 위한 연속 변수	조사 시점의 총부채 / 총자산
VC투자유치 경험	기업의 기존 자기자본 조달 성향을 나타내기 위한 범주(이항) 변수	"2017 벤처기업 투자수요 조사" 설문 문항 참고
수익성	기업의 내부 자금 사정을 나타내기 위한 범주(이항) 변수	조사 시점 직전 3개년 평균 총자산수익률(ROA)을 기준으로, 1= '이익기업'(평균 ROA >= 0) 0= '손실기업'(평균 ROA < 0)
상장계획	기업의 향후 상장 여부를 나타내기 위한 범주(이항) 변수	"2017 벤처기업 투자수요 조사" 설문 문항 참고 1= '상장 계획 있음' 0= '상장 계획 없음'
규모	기업의 규모를 나타내기 위한 연속변수	조사 시점의 총자산 값에 자연로그를 취한 값
성장단계	기업의 업력에 대한 대응 변수로서, 국내 벤처투자 기준으로 초·중기와 후기를 구분하는 범주(이항) 변수	1= '후기(7년 초과)' 0= '초·중기(7년 이하)'
제조업여부	산업 효과를 통제하기 위한 범주(이항) 변수	1= '제조업' 0= '비제조업'

표1] 변수의 정의 및 측정 방식

다음의 [표 1]은 앞서 정리한 본 연구의 변수들에 대한 설명과 측정 방식을 기술하고 있다. 그리고 [표 2]는 종속 변수에 대한 기술통계량을 나타낸다. [표 2]에 따르면, 외부 금융을 전혀 활용하지 않고 내부 금융을 활용하는 비율이 전체의 13.89%에 불과한 것으로 나타나, 벤처기업에 있어 외부 금융이 중요함을 확인할 수 있다. 또한 외부 금융을 활용하면서 일반적으로 자기자본 조달(28.06%)보다는 타인자본 조달(58.06%)을 더 주요 수단으로써 활용하고 있는 것으로 나타났다. [표 3]은 본 연구에서 활용하고 있는 설명 변수들에 대한 기술통계량을 보여주고 있다. 추가적인 분석 결과(ANOVA, Pearson Chi2 검정), 자금조달 유형 별 변수들의 평균값에 있어 유의미한 차이가 확인되었다.

표2]  
자금조달 선호  
(종속변수)  
기술통계량

구분	빈도(개수)	비율(%)
외부금융비선호(내부금융만)	50	13.89
자기자본조달선호	101	28.06
타인자본조달선호	209	58.06
총합	360	100.00

표3]  
설명변수들의  
기술통계량

변수	통계량	전체	외부금융비선호	자기자본선호	타인자본선호
매출액성장률 (3년)	평균	0.33	0.25	0.75	0.15
	표준편차	1.35	0.58	2.38	0.47
	최소	-0.82	-0.39	-0.82	-0.58
	최대	16.7	3.53	16.7	4.55
	관측수	360	50	101	209
연구개발비집약도 (3년)	평균	0.12	0.10	0.22	0.08
	표준편차	0.16	0.10	0.21	0.10
	최소	0.00	0.00	0.00	0.00
	최대	30.51	0.39	1.03	1.05
	관측수	360	50	101	209
무형자산비중	평균	0.14	0.09	0.26	0.1
	표준편차	0.21	0.16	0.25	0.17
	최소	0	0	0	0
	최대	0.96	0.76	0.89	0.96
	관측수	360	50	101	209
부채비율	평균	2.22	0.8	2.64	2.35
	표준편차	5.45	1.43	5.75	5.86
	최소	-57.33	-6.41	-9.93	-57.33
	최대	45.24	3.96	45.24	40.72
	관측수	360	50	101	209
규모	평균	8.35	9.22	7.54	8.53
	표준편차	1.45	1.41	1.36	1.32
	최소	4.48	6.25	4.48	5.17
	최대	12.29	12.22	10.34	12.29
	관측수	360	50	101	209
수익성여부	평균	0.75	0.8	0.54	0.84
	표준편차	0.43	0.4	0.5	0.37
	최소	0	0	0	0
	최대	1	1	1	1
	관측수	360	50	101	209
성장단계	평균	0.58	0.74	0.32	0.67
	표준편차	0.49	0.44	0.47	0.47
	최소	0	0	0	0
	최대	1	1	1	1
	관측수	360	50	101	209
VC투자유치경험	평균	0.17	0.22	0.31	0.1
	표준편차	0.38	0.42	0.46	0.3
	최소	0	0	0	0
	최대	1	1	1	1
	관측수	360	50	101	209
상장계획	평균	0.44	0.34	0.72	0.33
	표준편차	0.5	0.48	0.45	0.47
	최소	0	0	0	0
	최대	1	1	1	1
	관측수	360	50	101	209
제조여부	평균	0.76	0.64	0.68	0.83
	표준편차	0.43	0.48	0.47	0.37
	최소	0	0	0	0
	최대	1	1	1	1
	관측수	360	50	101	209

---

[표 3]에 따르면, 자금조달에 있어 외부 자기자본 조달을 선호하는 기업 집단이 타인자본이나 내부금융을 선호하는 집단에 비해 통계적으로 유의미하게 월등히 높은 매출액 성장률과 연구개발비집약도, 무형자산 비중을 보인다. 부채비율과 규모에서는 외부 자금을 선호하지 않는 집단이 자기자본조달과 타인자본 조달을 선호하는 집단에 통계적으로 유의하게 낮은 비율을 보인다. 또한 자기자본 조달을 선호하는 집단이 타 집단들에 비해 수익을 내는 비중이 작고, 초·중기 단계의 기업들이 많으며 기존에 이미 VC 투자(외부 자기자본 조달)를 유치한 경험이 있고, 추후 상장 계획을 세우고 있는 비중이 높은 것으로 나타났다.

### 3.2 분석 방법

본 연구의 목적은 벤처기업의 자금조달 의사결정에 영향을 미치는 요인들을 식별하고 이들의 효과를 분석하는 것이다. 연구에서 활용하고자 하는 종속 변수는 범주 변수로서 3개의 범주를 가지고 있으므로, 이를 분석하기에 적합한 모형은 “다항선택모형(Multinomial Models)”이다.

다항선택모형을 간단히 기술하자면 종속 변수가 여러 개의 상호 배타적인 범주들로 구성되어 있을 때, 각 범주가 선택될 확률에 영향을 미치는 요인들이 무엇이며 각 요인이 변화에 따라 각 범주가 선택될 확률이 어떻게 변화하는가를 분석하고자 하는 모형이다.

다항선택모형은 범주가 어떤 기준에 의해 순위를 가지는지 여부(Ordered vs. Unordered)에 따라서 나누며, 본 연구의 종속 변수는 특정한 순위를 가지는 범주로 보기 어려우므로 비순위 다항선택모형(Models for Unordered Outcomes)을 적용하여야 할 것이다. 비순위 다항선택에는 다항 로짓, 조건부 로짓, 내포형 로짓, 다항 프로빗 로짓, 혼합 로짓 등과 같은 다양한 모형이 존재하며 각 모형은 경제 주체가 어떤 대안을 선택할지에 대한 확률을 규정하는 방식에 따라서 구분된다. 본 연구는 다양한 모형 중에 기존 문헌에서 주로 활용한 다항 로짓 모형을 활용하여 분석을 수행하였다.

---

## 4. 결과의 해석

자세한 회귀분석 결과는 뒤쪽의 ‘Appendix I’을 참고하길 바라며, 본 장에서는 연구 목적에 맞게 어떤 변수들이 통계적으로 유의하게 외부 자기자본 조달과 타인자본 조달에 있어 영향을 미치며, 이 영향의 방향성과 크기는 어떠한가를 중심으로 기술하고자 한다.

### 4.1 자기자본 선호에 미치는 영향

먼저 본 연구에서 고려한 다양한 요인 중 외부 자기자본 조달에 대한 선호에 통계적으로 유의미한 영향을 미친 변수들은 기업의 성장성, 혁신성, 자산 구조, 이전 VC 투자 유치 경험, 상장계획, 규모, 업력(성장단계)으로 나타났다.

직전 3개년의 매출액 성장률로 나타난 기업의 성장성이 자금조달 수단으로서 외부 자기자본 조달을 선호하게 만드는데 있어, 정(+)의 효과를 나타냈다. 구체적으로 다른 조건이 동일할 경우, 매출액이 2배 증가할수록 외부 자기자본 조달을 선호할 확률이 4.0% 증가한다.

직전 3개년의 연구개발비집약도로 나타난 기업의 혁신성 역시 외부 자기자본 조달 선호에 정(+)의 효과를 미치는 것으로 나타났다. 역시 다른 조건이 동일할 경우, 연구개발비 집약도의 10% 증가는 외부 자기자본 조달을 선호할 확률을 5.0% 증가시키는 것으로 나타났다. 또한 다른 조건이 동일할 경우, 기업의 무형자산 비중이 10% 증가할수록 외부 자기자본 조달 선호 확률이 2.0% 증가하는 것으로 나타났다.

그리고 이전 VC 투자 유치 경험을 가진 기업은 그렇지 않은 기업에 비해 외부 자기자본 조달을 선호할 확률이 9.3%, 상장계획을 가진 기업은 그렇지 않은 기업에 비해 외부 자기자본 조달을 선호할 확률이 20.4% 높은 것으로 나타났다.

기업의 규모는 자금조달 수단으로서 외부 자기자본을 선호할 확률을 낮추는데, 다른 조건이 동일할 경우 총자산의 10% 증가는 외부 자기자본을 선호할 확률을 -43.6% 낮추는 것으로 나타났다. 그리고 기업의 업력에 있어, 다른 조건이 동일할 경우 초·중기 단계 기업이 후기 단계 기업보다 외부 자기자본 조달을 선호할 확률이 8.6% 높다.

---

## 4.2 타인자본 선호에 미치는 영향

다음으로 외부 타인자본 조달에 대한 선호에 대해 통계적으로 유의미한 영향을 미친 변수들은 기업의 성장성, 혁신성, 이전 VC 투자 유치 경험, 상장계획, 제조여부로 나타났다. 기업의 성장성은 자금조달 수단으로서 외부 타인자본 조달을 선호하게 만드는데 있어 부(-)의 효과를 나타냈다. 구체적으로 다른 조건이 동일할 경우, 매출액이 2배 증가할수록 외부 타인자본 조달을 선호할 확률이 6.0% 감소한다. 또한, 연구개발비집약도의 10% 증가는 다른 조건이 동일할 경우 외부 타인자본 조달을 선호할 확률을 6.8% 감소시키는 것으로 나타났다. 그리고 이전 VC 투자 유치 경험이 없는 기업과 상장 계획이 없는 기업은 그렇지 않은 기업에 비해 다른 조건이 동일할 경우 외부 타인자본 조달을 선호할 확률이 각각 14.0%, 15.6% 높은 것으로 나타났다. 마지막으로 다른 조건이 동일할 경우, 제조 기업은 비제조 기업에 비해 외부 타인자본 조달을 선호할 확률이 10.2% 높은 것으로 나타났다.

## 4.3 소고

분석 결과는 2장에서의 예측과 대부분 부합하고 있다. 성장추세에 있으며 혁신적이고, 무형자산을 많이 가진 기업일수록 외부에서 자금을 조달할 때 자기자본을 타인자본보다 선호한다. 또한 이전의 자금조달 루틴에 있어 타인자본 조달보다는 자기자본 조달에 있어 전환 비용 효과가 큰 것으로 나타났다. 그리고 향후 상장계획을 가진 기업일수록 상장 시 자금조달액에 영향을 미치는 가치평가를 좀 더 잘 받기 위하여, 타인자본보다는 자기자본을 더 선호하는 것으로 나타났다. 기업의 규모와 업력이 작고 짧을수록 외부 자기자본 조달을 선호하게 만드는 경향성을 보였으나, 반대로 기업의 규모와 업력이 크고 길어진다고 하여 외부 타인자본 조달을 선호하게 만드는 것으로 나타나지는 않았다. 또한 제조 기업은 비제조 기업에 비하여 외부 자금조달에 있어 타인자본 조달을 자기자본 조달보다 더 선호하는 것으로 나타났다.

이런 분석 결과는 같은 벤처기업이라 할지라도 이들이 가진 성장성, 혁신성, 자산 구조, 기존 외부 자본조달 루틴, 상장계획, 규모와 업력, 소속산업 등에 따라서 각자 선호하는 자금조달 원천이 다를 수 있으므로, 벤처기업에 대한 자금조달을 지원하기 위해서는 기업의 유형에 적합한 조달 수단을 적용하는 것이 필요함을 암시한다.

## 5. 결론

본 연구는 벤처기업과 향후 벤처기업이 될 혁신적 중소기업에 대한 올바른 금융 정책을 수립하고자, 이들의 금융 현황에 대한 진단과 분석 결과를 토대로 다음과 같은 정책적 제언을 하고자 하는 목적으로 수행되었다. 이를 위해 분석 결과와 현재 국내 중소·벤처기업에 대한 정책금융 현황을 기초로 다음과 같은 시사점을 발굴하였다.

첫째, 국내 중소·벤처기업 정책금융에 있어 가장 큰 문제점으로 지적되고 있는 사안 중 하나는 자원의 비효율적 배분이다(이상엽&이창민, 2014). 정책금융의 종류를 크게 보증·용자·투자로 구분할 때, 예산 관점에서 보면 현행 중소·벤처기업에 대한 정책금융의 방향은 보증과 용자와 같은 타인자본 조달에 초점이 맞춰져 있다(양현봉 외, 2018).

그러나 높은 정보 비대칭성과 불확실성을 가진 중소·벤처기업의 특수성을 고려하면, 높은 위험과 높은 수익을 같이 공유하는 투자와 같은 자기자본 조달 지원이 더 적합한 정책금융의 방향이라고 볼 수 있다. 특히 용자 위주에서 투자로의 전환은 중소·벤처기업에 대한 지원 목적이 단순 보호 목적을 넘어 일자리 창출과 경제성장과 같은 목적 달성에 초점을 둘 경우 더욱더 중요해진다.

최근 많은 연구를 통해서 모든 중소·벤처기업이 일자리 창출과 경제성장에 기여하는 것이 아니라, 고성장하며 혁신적인 일부 중소·벤처기업의 창출된 성과 대부분에 기여하는 것으로 나타났다(Mason & Brown, 2013). 그런데 4장의 분석에 따르면 빠르게 성장하고 혁신적이며 많은 무형자산을 통해 향후 더 큰 성장기회를 창출할 것으로 기대되는 기업들에 있어 자기자본 조달 선호 경향이 강하게 나타났다.

또한 이전 VC 투자 경험이 자기자본 조달에 미치는 정(+)의 효과와 타인자본 조달에 미치는 부(-)의 효과가 동시에 발생한 것은, VC 투자를 받은 기업일수록 지속적으로 타인자본 조달 대비 자기자본 조달을 선호하는 경향이 강해짐을 의미한다.

따라서 중소·벤처기업 지원을 통해 달성하고자 경제적 목표의 완수를 위해서는, 이를 달성 하는데 적합한 기업들이 선호하는 금융지원인 자기자본 조달을 돕는 방향으로 정책 방향의 변화가 필요하다.

---

둘째, 최근 중소·벤처기업의 정책금융 지원 형태에 있어, 기업의 생애주기, 즉 창업-성장-성숙-구조조정 단계별 맞춤형 지원방안이 주로 논의되고 있다(박양신 외, 2016). 그리고 기업의 생애주기를 구분하면서 국내는 주로 업력과 규모를 활용하고 있다. 이에 따라 일반적으로 규모가 크고 업력이 긴 기업들을 대상으로 보증 및 용자 위주의 사업을, 규모가 작고 업력이 짧은 기업들을 대상으로 투자 위주의 사업을 진행하고 있다.

그러나 본 연구의 분석 결과는 중소·벤처기업을 단순히 규모 및 업력에 따른 맞춤형 금융 지원에 의문을 제기한다. 4장의 분석에 따르면, 규모가 작고 업력이 낮을수록 자기자본 조달에 대한 선호도가 증가하는 것은 사실이나, 규모와 업력의 증가가 반대로 타인자본 조달에 대한 선호도를 높이는 것은 아니기 때문이다. 오히려 중소·벤처기업에 있어 자기자본과 타인자본 조달에 선택에 영향을 미치는 중요 결정 요인은 성장성, 혁신성, 무형자산 비중 등과 같은 기업의 특성과 관련된 변수들이었다. 그러므로 향후 중소·벤처기업에 대한 투자 사업을 고려 시, 단순히 기업의 규모와 업력을 위주로 지원 대상을 한정하기보다는 기업이 가진 특성에 초점을 두는 것이 올바른 방향이라 사려 된다. **KVIC MarketWatch**

## Appendix I - 다항 로짓 모형(Multinomial Logit Model) 분석 결과

표4]  
회귀분석 결과

변수	외부금융비선호 (기준범주)	자기자본 선호	타인자본 선호
매출액성장률(3년)	-	0.0718	-0.2711
	-	[0.1231]	[0.1885]
R&D집약도(3년)	-	1.5739	-2.8243
	-	[1.6699]	[2.1465]
무형자산비중	-	2.6254*	1.2187
	-	[1.5655]	[1.5167]
부채비율	-	0.0532	0.0484
	-	[0.0333]	[0.0679]
규모	-	-0.7464***	-0.4838***
	-	[0.1863]	[0.1474]
수익성여부	-	-0.6848	-0.0912
	-	[0.5313]	[0.4660]
성장단계	-	-0.6572	-0.0036
	-	[0.4549]	[0.3826]
VC투자유치경험	-	0.221	-0.592
	-	[0.5434]	[0.4793]
상장계획	-	1.6152***	0.1164
	-	[0.4533]	[0.3598]
제조여부	-	1.0236**	1.0291**
	-	[0.4833]	[0.4093]
상수항	-	5.4173***	5.1800***
	-	[1.6435]	[1.4188]
관측수	360		
Wald 통계량	99.56***		
Pseudo R <sup>2</sup>	0.2548		

※ 각 변수별 숫자는 계수의 추정치, 괄호안의 숫자는 표준편차를 나타냄

※ 유의수준: \* 10%, \*\* 5%, \*\*\* 1%

변수	외부금융비선호	자기자본 선호	타인자본 선호
매출액성장률(3년)	0.0207	0.0365**	-0.0573*
	[0.0170]	[0.0178]	[0.0306]
R&D집약도(3년)	0.1974	0.4835**	-0.6809**
	[0.1946]	[0.1924]	[0.3211]
무형자산비중	-0.1598	0.2025**	-0.0428
	[0.1539]	[0.0962]	[0.1621]
부채비율	-0.0052	0.0017	0.0035
	[0.0062]	[0.0045]	[0.0101]
규모	0.0567***	-0.0436***	-0.0132
	[0.0147]	[0.0158]	[0.0188]
수익성여부	0.0233	-0.0816	0.0583
	[0.0442]	[0.0507]	[0.0599]
성장단계	0.0161	-0.0857**	0.0696
	[0.0394]	[0.0426]	[0.0505]
VC투자유치경험	0.0462	0.0938*	-0.1400**
	[0.0573]	[0.0563]	[0.0710]
상장계획	-0.048	0.2038***	-0.1558***
	[0.0363]	[0.0436]	[0.0515]
제조여부	-0.1267**	0.0249	0.1018*
	[0.0548]	[0.0416]	[0.0616]

표5] 한계효과(Marginal Effect) 분석: 평균한계효과(Average Marginal Effect) 관점

※ 각 변수별 숫자는 한계효과 크기의 추정치, 괄호안의 숫자는 표준편차를 나타냄

※ 유의수준: \* 10%, \*\* 5%, \*\*\* 1%

※ 비선형 모형에 대한 다양한 한계효과 중 평균한계효과(Average Marginal Effect; AME)를 활용: 비선형 모형의 경우 개별 관측대상에 있어 한계효과의 크기가 다르므로, 이들의 한계효과를 평균을 내거나(AME) 또는 관측 대상의 평균에 대한 한계효과(Marginal Effect at Mean; MEM)를 사용

---

## 참고문헌

- 박양신, 강민지, 김영민. (2016). 기업규모별 정책의 현황 및 추진방향. 산업연구원 연구보고서. 2016-822.
- 이상엽, 이창민. (2015). 연구보고서 14-04 : 정책금융 재정지출 효율성 제고방안: 중소, 벤처기업 지원을 중심으로. 한국조세연구원 연차보고서, 2014(0), 77-80.
- 중소벤처기업부. (2017). 2017년 벤처기업정밀실태조사.
- Berger, A. N., & Udell, G. F. (1998). The economics of small business finance: The roles of private equity and debt markets in the financial growth cycle. *Journal of banking & finance*, 22(6-8), 613-673.
- Chang, H., & Song, F. M. (2013). *Testing the pecking order theory with financial constraints*. Working Paper.
- Coleman, S., Cotei, C., & Farhat, J. (2016). The debt-equity financing decisions of US startup firms. *Journal of Economics and Finance*, 40(1), 105-126.
- Coleman, S., & Robb, A. (2012). Capital structure theory and new technology firms: is there a match?. *Management Research Review*, 35(2), 106-120.
- Cotei, C., & Farhat, J. (2017). The Evolution of Financing Structure in US Startups. *The Journal of Entrepreneurial Finance*, 19(1), 4.
- Fama, E. F., & French, K. R. (2005). Financing decisions: who issues stock?. *Journal of financial economics*, 76(3), 549-582.
- Frank, M. Z., & Goyal, V. K. (2003). Testing the pecking order theory of capital structure. *Journal of financial economics*, 67(2), 217-248.
- Hosono, K., & Takizawa, M. (2017). *Intangible Capital and the Choice of External Financing Sources*. Research Institute of Economy, Trade and Industry (RIETI).
- Lemmon, M. L., & Zender, J. F. (2010). Debt capacity and tests of capital structure theories. *Journal of Financial and Quantitative Analysis*, 45(5), 1161-1187.

---

Mason, C., & Brown, R. (2013). Creating good public policy to support high-growth firms. *Small Business Economics*, 40(2), 211–225.

Myers, S. C. (1984). The capital structure puzzle. *The journal of finance*, 39(3), 574–592.

Myers, S. C., & Majluf, N. S. (1984). Corporate financing and investment decisions when firms have information that investors do not have. *Journal of financial economics*, 13(2), 187–221.

Samuel, Y. A., Ernest, K., & Awuah, J. B. (2012). What are small enterprises finance needs?. *European Journal of Business and Management*, 4(17), 196–206.

Robb, A. M., & Robinson, D. T. (2014). The capital structure decisions of new firms. *The Review of Financial Studies*, 27(1), 153–179.

Vanacker, T. R., & Manigart, S. (2010). Pecking order and debt capacity considerations for high-growth companies seeking financing. *Small Business Economics*, 35(1), 53–69.

「KVIC MarketWatch」는 민간주도 벤처생태계 조성을 위해  
한국벤처투자(주)가 한국모태펀드를 운용하며 쌓아온 시장 정보를  
민간과 공유하기 위해 발간하는 월간 저널입니다.