

임팩트 투자 의사 결정 요인에 관한 연구

고병기*

동국대학교 기술창업학과 박사과정 수료

김다혜**

동국대학교 기술창업학과 박사과정

성창수***

동국대학교 기술창업학과 교수

국 문 요 약

임팩트 투자(impact investment)는 사회적 가치와 재무적 이익을 동시에 추구하는 소셜벤처에 투자하는 행위이다. 그동안 국내에 서는 정부 주도로 임팩트 투자 생태계가 조성되고 성장하였다. 선순환 투자 생태계를 위해서는 소셜벤처가 가지는 사회혁신의 가치 와 임팩트 투자의 연계가 중요하다. 사회적 형평과 시장의 효율의 두 가치 중심으로 수요와 공급이 맞는 임팩트 투자에 대한 이해 가 필수적이다. 특히, 임팩트 투자 지원정책과 투자가 공공에서 민간으로 확대되는 시점에서 임팩트 투자의사 결정요인을 규명하는 차별화된 접근이 필요하다. 이에 본 연구는 임팩트 투자의사 결정요인을 분석하고 우선순위를 도출하고자 하였다.

먼저 문헌분석을 통해 투자 결정에 영향을 미치는 요인을 확인하고 임팩트 투자 심사역을 대상으로 자문·설문조사를 수행한 뒤, 델파이 기법을 적용하여 주요 투자의사 결정요인을 도출하였다. 다음으로는 임팩트 투자 심사역 10명을 대상으로 AHP분석을 실시 하여 투자의사 결정요인의 우선순위를 분석하였다. 분석 결과, 상위요인의 중요도는 시장-창업가(팀)-제품·서비스-재무의 순서로 확인되었으며, 세부요인의 중요도는 '시장의 경쟁강도 및 진입장벽-시장성장 및 확장 가능성-팀의 전문성 및 역량-신시장 창출 가능성-영업활동 및 고객관리-창업가의 신뢰성 및 진정성의 순서로 나타났다. 이러한 연구 결과는 임팩트 투자에 대한 지원정책과 투자가 공공에서 민간으로 확대되는 시점에서 고유한 투자의사 결정요인을 규명하여 투자를 희망하는 이해관계자들에게 기초 자료 를 제시했다는 데 의의가 있다.

핵심어: 임팩트 투자, 임팩트 투자의사 결정요인, 소셜벤처, 임팩트 측정, AHP 분석

1. 서론

최근 투자를 통해 사회 변화를 가져오는 임팩트 투자에 대한 관심과 중요성이 증대되고 있다. 임팩트 투자는 재정 적 수익과 동시에 구체적인 환경, 문화, 빈곤, 교육 등 다 양한 사회문제를 해결하고 긍정적 변화를 창출하는 것을 목표로 하는 투자이다. 소셜벤처의 생존과 성장에 필요한 자본과 자원을 제공함으로써 사회적·환경적으로 긍정적인 영향을 확산할 수 있도록 수익성 있는 비즈니스를 창출하 는 데 필수적인 역할을 담당한다. 국내 임팩트 투자 규모 는 2010-2017년 8년간의 총 운용자산 규모가 540억에서 2018년에 2,000억으로 4배 이상 증가했고, 2021년 기준 총

7,000억으로 3년만에 3.5배 증가했다. 이러한 국내의 임팩트 투자 규모의 성장은 정부가 주도하는 정책자금과 공공영역의 금융시장 자금 유입으로 인한 결과이다.

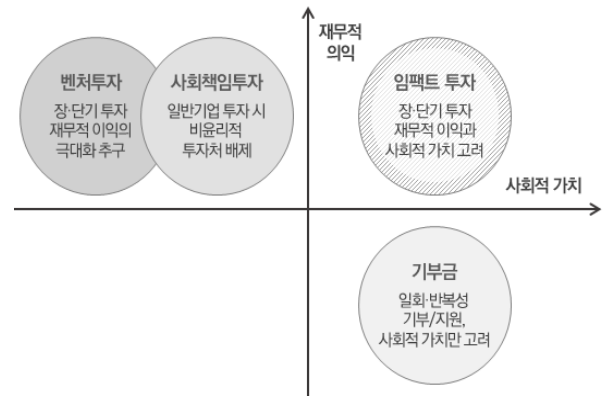
임팩트 투자 환경과 기회가 확대되면서 기존 사회적기업 및 협동조합과 달리 이익처분에 대한 제한이 없고 사회적 인증 등의 제한이 없는 소셜벤처가 임팩트 투자의 주요 대상으로 부상하였다. 그동안 소셜벤처의 잠재력을 인정하 면서도 법령상 근거 규정이 없어 정부 지원 제공에 어려 움이 있다는 지적에 따라 2021년 4월 벤처기업육성에 관 한 특별조치법을 통해 소셜벤처의 개념과 범위를 정한 규정을 신설하고 지원정책을 마련하였다. 소셜벤처의 개념이 공식적으로 제도권으로 포함됨에 따라 임팩트 투자에 대

* llllobabo@dgu.ac.kr

** daae00@dgu.ac.kr

*** redsun44@dgu.ac.kr

한 사회적 관심과 투자도 더불어 확대되었다. 임팩트 투자자의 역할과 기능은 창업초기 소셜벤처의 성장 단계를 지원하는 투자뿐만 아니라 경영지원, 프로그램 제공 등으로 확장되고 있다. 하지만 일반 벤처투자와 비교했을 때, 실제 투자실적은 아직 미비한 수준이다. 이는 임팩트 생태계에 대한 이해도 부족, 자본의 규모만큼 성숙하지 못한 투자 기준을 원인으로 지적할 수 있다. 임팩트 투자의 투자 기준에 대한 추가적인 논의를 확대하기 위해서는 스타트업의 투자의사결정 범주와는 다른 임팩트 투자만의 고유한 기준을 확인할 필요가 있다. 이에 본 연구는 소셜벤처를 육성하기 위한 임팩트 투자의 투자의사 결정요인을 규명하기 위하여, 고유한 투자 결정요인을 도출하고 요인간 우선순위를 도출하는 것을 목적으로 한다.



출처: J.P. Morgan(2010), Impact Investments : An Emerging Asset Class

<그림 1> 임팩트 투자 영역

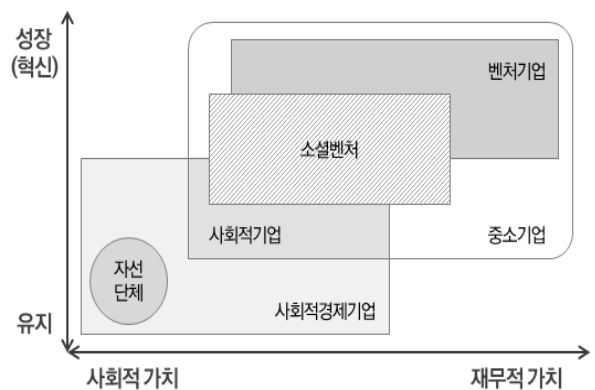
II. 연구 배경

2.1. 임팩트 투자

임팩트 투자(impact investing)는 재무적 수익(financial returns)과 사회적 편익(social returns) 창출을 함께 추구하는 기업 조직에 투자하는 행위이다(이상준 외, 2021). 투자를 통해 재무적 수익을 창출하는 동시에 경제성장 과정에서 발생한 다양한 사회문제를 혁신적인 대응방안을 통해 해결하는 것을 목적으로 한다. 또한 재무적 수익뿐만 아니라 특히 사회적, 환경적 임팩트를 강조하면서 긍정적인 영향력을 창출할 수 있도록 설계된 투자를 말한다(O'Donohoe et al., 2010). 임팩트 투자에서는 다양한 투자 대상의 사회적·환경적 가치와 경제적 가치, 두 가지 성과를 측정하여 기업 가치에 반영한다. 이와 같은 투자방식은 임팩트 투자를 통상적인 벤처 투자와 구별하는 중요한 요소이다. 임팩트 투자의 피투자 대상이 되는 소셜벤처는 사회혁신을 추구하는 주체로서 임팩트를 확산하고 있다. 임팩트 확산을 위해서는 소셜벤처가 지향하는 사회적 가치와 경제적 가치를 동시에 추구하는 이중적 가치에 공감하는 민간의 투자 활동을 활성화 시키는 것이 무엇보다 중요하다. 특히, 소셜벤처가 창출해 내는 경제적 가치와 사회적 가치, 즉 이중적 가치인 혼합가치에 대하여 측정하고 이를 합의된 지표로 시스템 내 반영할 수 있을 수 있어야 한다. 이러한 임팩트 투자의 영역을 구분하면 <그림 1>과 같다. Verrinder et al.(2018)에 따르면 임팩트 투자 영역에서 투자자는 재무적 수익과 함께 사회적·환경적 사회적 가치를 발생시킬 목적으로 소셜벤처에 투자하고 있다.

2.2. 소셜벤처

임팩트 투자의 대상이 되는 소셜벤처(Social Venture)는 사회적 기업가정신을 가진 창업가가 사회문제 해결을 위해 기존과는 다른 혁신적이고 체계적인 대응 방안을 통해 지속가능한 사회적 목적을 달성하고자 설립한 기업이다. 소셜벤처는 사회문제를 해결하는 과정에서 기존과는 다른 혁신적인 기술이나 비즈니스 모델을 통해 사회적 가치와 경제적 가치를 동시에 창출하는 기업을 말한다(중소벤처기업부, 2021). 즉, 소셜벤처는 사회적 목적의 우선적 추구로 인해 지속가능성과 성장성이 부족한 사회적 기업과 경제적인 이익 극대화를 추구하는 벤처기업의 한계를 보완할 수 있는 상대적 개념이라 정리할 수 있다(Dees & Anderson, 2003).



출처: 중소벤처기업부·기술보증기금(2019), 소셜벤처 판별기준 및 가치평가모형 안내서

<그림 2> 소셜벤처의 개념과 구분

2.3. 임팩트 투자의사 결정요인

임팩트 투자는 경제적 이익과 사회적 성과를 동시에 추구하고 하는 노력의 일환이다. 시장 중심의 경제 시스템에서 추구해 온 이익 극대화보다 경제적 가치와 사회적 가치 사이의 적절한 균형을 찾고자 한 투자 방식이다. 임팩트 투자 시장의 중요성이 증가함에 따라 임팩트 측정은 투자의 핵심요소로 작용하고 있다(Hehenberger et al., 2015). 임팩트 측정은 소셜벤처가 설정한 사회적, 환경적 목표에 대한 사회적 가치에 대한 이해, 목표에 대한 책임을 부여할 뿐만 아니라 측정 데이터를 활용하여 투자자와 피투자기업 및 임팩트 투자 생태계 내 가치창출을 촉진한다(Mudaliar et al., 2017). 따라서 임팩트 투자의 경우 특정한 사회문제의 해결을 통해 발생하는 사회적 가치를 정량적 및 정성적 방법으로 측정하고 관리함으로써 피투자기업을 성장시키고 임팩트를 제고하는데 중점을 두는 것으로 나타났다.

<표 1> 임팩트 투자의사 결정요인

연구자	대상	연구방법	임팩트 투자의사 결정요인
김순양 (2008)	VC 3인 자금지원 평가 4인 대출 평가 5인 교수 1명	인터뷰 설문	사회적 목적 부합성, 이익의 배분, 소유구조, 공동체 이익 추구, 운영과정의 자율성, 참여 지향적 의사결정, 종업원의 동기 부여, 영업 및 고객관리, 경제적 혹은 재무적 지속성 (9)
박재완·장원혁 (2012)	대출 담당 1명 인증 담당 1명 컨설턴트 1명 VC 3명	FGI	사회적 미션, 사회적 기업가, 제품과 서비스 (3)
서성무·장대규 (2013)	VC 3인 자금지원 평가 4인 대출 평가 5인 교수 1명	인터뷰 설문	안정성, 사회적 목적에의 부합성, 수익성, 성장성, 조직적합성 (5)

국내 임팩트 투자의사 결정요인에 대한 선행논문과 평가 모형을 검토한 결과, 소셜벤처가 정의되기 전 사회적 경제 내 사회적기업에 대한 평가 방법론을 기반으로 한 평가기준이 대부분이었다. 다양한 후속 연구를 통해 사회적기업에 대한 평가 기준이 사회적 가치 측정과 임팩트 투자의사 결정요인으로 반영되었음을 확인하여 본 연구에서는 선행논문의 평가기준을 임팩트 투자 의사결정 요인에 포함시켰다.

김순양(2008)에 따르면 투자 의사 결정 시 재무 분석의 중심이 되는 성장성, 수익성, 경상수지비율 등의 경제적 가치에 대한 평가를 주로 검토한다. 이는 사회적 가치 측면에서의 평가도 중요하지만 지속적인 성장을 위해서는 경제적 가치 측면도 중요하게 고려해야하는 것을 의미한다.

다. 상업적 투자자인 벤처캐피탈 관점에서 소셜벤처 투자의사를 결정할 때 사업수행능력, 시장성, 기술성, 수익성, 성장가능성 등의 동일한 기준으로 투자를 결정함으로써, 투자자 관점에서 소셜벤처와 일반 벤처기업에서의 평가 기준은 사회적 미션 여부 외에는 큰 차이가 없다는 연구 결과도 존재한다(박재완·장원혁, 2012).

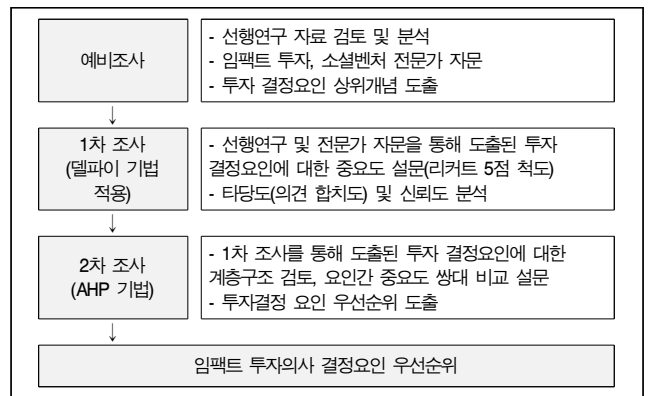
전술한 선행연구는 다양한 성과 측정에 대한 지표를 정리하였으나 투자의사 결정도구나 모형을 제시하지는 않았다. 서성무·장대규(2013)는 일반 벤처캐피탈리스트 평가요인인 성장성, 수익성, 안정성에 소셜벤처의 특수성인 사회적 목적에의 부합성과 조직적합성을 추가하여 가중치를 판단할 수 있게 요인을 결합함으로써 투자의사결정 모형을 구성하였다. 그 결과 소셜벤처 투자에서 가장 중요한 요인은 안정성, 즉 경제적 재무적 지속성으로 확인되었다. 이후 스타트업, 벤처기업에 대한 투자 생태계가 성숙된 최근의 임팩트 투자의사 결정 요인을 확인할 필요가 있다.

III. 연구방법

3.1. 연구절차

본 연구에서는 소셜벤처에 대한 임팩트 투자의사 결정요인을 도출하고 요인별 중요도 우선순위를 확인하기 위하여 <표 2>과 같은 연구 수행과정을 거쳤다.

<표 2> 연구 수행 과정



먼저, 선행연구에 제시된 임팩트 투자의사 결정요인을 파악하고자 예비조사를 실시하였다. ‘임팩트 투자’, ‘사회적 기업’, ‘소셜벤처’ 등의 키워드를 바탕으로 연구보고서와 학술논문 등의 문헌을 분석하였으며, 임팩트 투자 심사역을 대상으로 투자 검토 프로세스 및 주요 평가지표에 대한 인터뷰를 실시하였다. 이를 바탕으로 임팩트 투자의사

결정요인을 취합하였다.

다음으로, 1차 조사에서는 도출된 투자 의사 결정요인에 대한 중요도를 설문하였다. 각 항목에 대하여 투자 검토 시 중요하게 평가하는 정도를 리커트 5점 척도로 조사하고, 응답 결과에 대한 평균, IQR 값을 산출하여 전문가간의 의견 수렴 정도를 확인하였다. 이후 타당성, 신뢰도 분석을 통해 최종적인 임팩트 투자 결정요인을 도출하였다.

마지막으로 2차 조사에서는 1차 조사를 통해 확인한 임팩트 투자 의사 결정요인에 대하여 AHP 분석을 실시하였다. 먼저 도출된 요인의 계층 구조를 검토하였으며 임팩트 투자 심사역을 대상으로 쌍대 비교 설문을 실시하였다. 설문 결과, 상위 계층과 하위 계층의 가중치를 고려한 상대적 우선순위를 규명하였다.

3.2. 연구방법

델파이 기법은 특정 주제에 대한 예측 및 진단을 위해 전문가 집단을 대상으로 의견이 일치할 때까지 반복 수행하는 조사 연구방법이다(정경희, 2018). 델파이 조사·분석 절차는 비구조화된 개방형의 1차 설문 조사를 실시하여 자유롭고 포괄적인 응답을 회수한 뒤, 1차 응답 결과를 구조화한 설문지를 구성하여 항목별로 중요도를 평가하도록 한다. 2차 조사부터 전문가 간의 의견 합치도를 확인하여 합의점에 도달할 때까지 설문을 반복 수행한다. 대체로 2~3회 설문조사를 진행하여 의견을 확인한다.

본 연구에서는 예비조사 시점에서 임팩트 투자 심사역 인터뷰를 통해 비구조화된 주요 평가지표에 대한 응답을 수집하고, 선행연구에서 규명한 투자 결정요인을 바탕으로 폐쇄형의 구조화된 투자 결정요인 항목을 구성하였다. 도출된 투자 결정요인별 중요도를 리커트 5점 척도로 평가하여 전문가 간의 의견 합치도와 타당성이 확인된 최종 임팩트 투자 의사 결정요인을 확정하였다.

우선순위를 확인하고자 활용한 AHP(Analytic Hierarchy Process) 분석방법은 Saaty(1990)에 의해 개발된 계층분석적 의사결정기법으로, 복잡한 의사결정 문제의 평가기준을 구조화하여 위계를 구성한 뒤 계층에 따라 중요도를 평가하는 방법이다. 상위 요인을 기준으로 하위계층 요인들의 쌍대 비교를 통해 상대적 중요도 또는 가중치를 구하고, 최종적으로 최하위 계층 요인들의 상대적 우선순위를 산출한다. 본 연구에서는 1차 조사를 통해 도출된 임팩트 투자 의사 결정요인에 대하여 상대적 중요도를 구하기 위해 AHP 기법을 활용하였다.

3.3. 자료수집·분석

예비조사 단계에서는 발행된 보고서, 선행연구를 탐색하여 기존에 밝혀진 요인을 도출하였다. 사회적 가치를 지향하는 소셜벤처의 특성 상, 사회적 가치와 관련된 지표를 포함하여 투자 결정요인을 취합하였으며 이를 바탕으로 임팩트 투자자 인터뷰를 통해 요인별 중복 가능성과 조직적 정의에 대한 검토를 거쳤다.

이후, 예비조사를 통해 발굴한 투자 의사 결정요인을 바탕으로 사회적 가치, 창업가(팀), 제품·서비스, 시장, 재무, 네트워크의 6개 영역에 대한 28개의 세부요인에 대한 폐쇄형의 구조화된 중요도 설문지를 구성하였다. 2023년 1월 23일부터 2월 3일까지 진행된 1차 조사 결과, 수집된 응답을 대상으로 델파이 기법을 활용하여 전문가 간의 의견 합치도, 타당성을 확인하였다. 이를 통해 도출된 요인은 임팩트 투자 심사역, 사회적 기업 및 소셜벤처 지원 전문가, 창업학 교수진으로 구성된 전문가 그룹을 통해 요인간 중복성 및 타당성을 검토하여 최종 도출된 5개 영역의 19개 요인이 AHP 설문에 활용되었다.

2차 조사에서는 임팩트 투자 펀드를 운용하는 투자자를 대상으로 투자 의사 결정에 영향을 미치는 요인에 대한 쌍대비교 설문을 온라인으로 배포하였다. 응답의 신뢰성을 확보하기 위하여 AHP 연구 방법과 설문 응답 방법을 구체적으로 안내하였으며, 2월 6일부터 2월 10일까지 10명의 응답을 회수하였다. 일관성 기준을 충족한 응답 10부를 모두 분석에 활용하였으며 최종 계층 간 요인 중요도를 고려하여 종합적 우선순위를 도출하였다.

IV. 연구결과

4.1. 투자 결정요인 도출

임팩트 투자 의사 결정요인을 도출하기 위하여 소셜벤처, 사회적 기업에 대한 투자 의사 결정요인을 주제로 한 선행연구의 문헌분석을 시도하였다. 기존 문헌의 검토 결과, 사회적 기업의 성과 측면에서 사회적 가치(임팩트) 지표에 대한 주제가 다수 연구되어 왔으며 임팩트 투자의 의사 결정요인, 평가지표에 대한 연구는 미흡한 실정임을 확인하였다. 이에 본 연구에서는 스타트업에 대한 투자 의사 결정요인을 분석한 주요 선행연구(조세근, 2019; 고병기 외, 2022)의 연구모형을 기반으로 고용노동부에서 개발한 사회적 가치 지표(Social Value Index, SVI)를 종합하여 임팩트 투자 의사 결정요인을 취합하였다. 이후, 임팩트 투자자를

대상으로 투자 검토 프로세스, 주요 투자 결정 기준에 대한 심층인터뷰 자문을 통해 요인을 검토하는 과정을 거쳤다. 소셜벤처 지원 전문가, 임팩트 투자 심사역, 창업학 교수진으로 구성된 전문가 집단의 논의를 통해 일부 요인을 통합하거나 제거하여 상위요인별 하위요인을 정리하였으며 도출된 요인은 <표 3>에 제시하였다.

<표 3> 문헌분석 및 인터뷰 결과 도출된 투자 결정요인

상위요인	항목수	세부요인
사회적 가치	6	사회적 미션, 주 사업 활동의 사회적 가치, 사회적 경제 생태계 구축, 사회적 목적 재투자, 운영의 민주성, 근로자 지향성
창업가(팀)	6	사회적 기업가정신, 창업가의 신뢰성 및 진정성, 비즈니스 적합성, 창업가(팀)의 관련 산업 경험, 팀의 전문성 및 역량, 시장 적응력
제품 서비스	5	제품개발계획 및 제품 구현 가능성, 제품 서비스의 차별성 및 경쟁력, 제품 서비스 가치, 제품 서비스 파급효과, 제품 서비스의 소셜 미션
시장	5	현 시장규모의 적정성, 시장성장 및 확장가능성, 신시장 창출 가능성, 시장의 경쟁강도 및 진입장벽, 영업활동 및 고객관리
재무	4	기업가치(회수기회), 현재 투자 유치 정도, 높은 잠재적 수익성, 적절한 비용계획
네트워크	2	추천방식, 적합한 파트너(협력사) 보유 여부

임팩트 투자 의사결정의 중요도에 대한 전문가 간 의견 일치도를 확인하기 위하여 도출된 항목에 대한 중요도를 조사하였다. 회수된 응답은 SPSS 22.0 프로그램을 통해 기술통계분석을 실시하였다. 의견 일치 여부를 판단하기 위하여 $M \geq 4.00$, $SD \leq 1.00$, $IQR \leq 1.00$, $Md \leq 3$, 합의도 ≥ 0.5 기준을 적용하였다. 다음의 <표 4>에서 델파이 분석결과를 제시하였다.

<표 4> 델파이 분석 결과

구분	세부항목	M	Md	SD	CVR	합의도	결과	Cronbach's alpha
사회적 가치	사회적 미션	4.11	4	0.93	0.33	0.50	제거	-
	주 사업 활동의 사회적 가치	4.22	4	0.97	0.78	0.75	조정	
	사회적 경제 생태계 구축	3.11	3	0.93	-0.56	1.00	제거	
	사회적 목적 재투자	3.22	3	0.97	-0.33	0.67	제거	
	운영의 민주성	2.67	3	0.71	-1.00	1.00	제거	
	근로자 지향성	3.33	3	0.71	-0.11	0.67	제거	
Kendall's W=0.413, Chi-square=18.563, df=5, p=.002								
창업가(팀)	사회적 기업가정신	4.56	5	0.73	0.78	0.80		0.770
	창업가의 신뢰성 및 진정성	4.89	5	0.33	1.00	1.00		
	비즈니스 적합성	5.00	5	0.00	1.00	1.00		
	창업가(팀)의 관련 산업 경험	4.45	5	0.73	0.78	0.80		
	팀의 전문성 및 역량	4.78	5	0.44	1.00	1.00		
	시장 적응력	4.67	5	0.50	1.00	0.80		
Kendall's W=0.225, Chi-square=10.127, df=5, p=.072								

제품 서비스	제품 개발 계획 및 제품 구현 가능성	4.11	4	0.78	0.56*	0.75		0.839
	제품과 서비스의 차별성 및 경쟁력	4.67	5	0.50	1.00	0.80		
	제품 서비스 가치	4.78	5	0.44	1.00	1.00		
	제품 서비스 파급효과	3.89	4	0.78	0.33	0.75	조정	
	제품 서비스 소셜미션	4.44	5	0.73	0.78	0.80		
	Kendall's W=0.256, Chi-square=9.228, df=4, p=.056							
시장	현 시장규모 적정성	4.44	4	0.53	1.00	0.75		0.881
	시장성장 및 확장가능성	4.67	5	0.50	1.00	0.80		
	신시장 창출 가능성	4.44	5	0.73	0.78	0.80		
	시장의 경쟁강도 및 진입장벽	4.33	4	0.50	1.00	0.75		
	영업활동 및 고객관리	4.11	4	0.78	0.56*	0.75		
	Kendall's W=0.226, Chi-square=8.127, df=4, p=.087							
재무	기업가치(회수기회)	4.3	4	0.70	0.78	0.75		0.677
	현재 투자 유치 정도	3.78	4	1.09	0.11	0.50	제거	
	높은 잠재적 수익성	4.22	4	0.83	0.56*	0.75		
	적절한 비용계획	4.22	4	0.83	0.56*	0.75		
Kendall's W=0.147, Chi-square=3.981, df=3, p=.264								
네트워크	추천방식	3.56	4	0.88	0.11	0.75	제거	-
	적합한 파트너(협력사) 보유여부	3.67	3	0.87	-0.11	0.67	제거	
	Kendall's W=0.022, Chi-square=.200, df=1, p=.655							

이러한 분석 결과를 바탕으로 임팩트 투자 심사역, 사회적 기업 및 소셜벤처 지원 전문가, 창업학 교수진의 전문가 그룹의 자문을 통해 도출된 요인의 타당성을 검토하였다. 먼저, 사회적 가치 영역의 6개 요인 중 5개 요인이 중요도 평균값, 의견 수렴 기준 미충족으로 제거되었다. 투자 대상인 소셜벤처가 사회적 가치를 지향하기 때문에 사회적 가치 자체는 중요한 평가 요인으로 고려되지 않는 것으로 판단하였다. 이는 전문가 인터뷰에서 투자 심사역이 응답한 투자 검토 전, 스크리닝 단계에서 기업이 해결하고자 하는 문제, 소셜미션을 바탕으로 임팩트 투자 적합 여부를 판단하는 임팩트 투자 프로세스와도 일치한다. 따라서 '사회적 가치'는 상위 요인에서 최종 삭제하였으며, 기준을 충족한 지표인 주 사업 활동의 사회적 가치 요인은 요인간 의미가 중복되어 제품·서비스의 사회적 파급효과, 제품·서비스의 소셜미션으로 조정하였다.

제품·서비스 영역의 제품 개발 계획 및 제품 구현 가능성, 시장 영역의 영업활동 및 고객관리, 재무 영역의 높은 잠재적 수익성, 적절한 비용계획 총 4개 하위요인은 CVR 값이 0.56으로 최소값을 충족하지 못했지만 전문가 검토 결과, 투자 집행을 결정하는 데 있어 필수적으로 검토되는 요소이기 때문에 항목을 유지하였다. 네트워크 영역 또한 타 상위요인들과 비교했을 때 비교적 중요도가 낮게 나타났다. 중요도 검토 기준인 3.5점, 의견 수렴도 기준을 충족하지 못하여 임팩트 투자의 중요 요인에 해당되지 않는다는 판단 하에 삭제하였다. 신뢰도는 최종 cronbach's α 값이 .677~.881 사이로 나타나 비교적 높은 신뢰도를 보였다. 2차 델파이 분석 결과를 토대로 도출된 최종 항목은 다음의 <표 5>과 같다.

<표 5> 임팩트 투자의사 결정요인(최종)

상위요인	항목수	세부요인
창업가(팀)	6	사회적 기업가정신, 창업가의 신뢰성 및 진정성, 비즈니스 적합성, 창업가(팀)의 관련 산업 경험, 팀의 전문성 및 역량, 시장 적응력
제품 서비스	5	제품개발계획 및 제품 구현 가능성, 제품 서비스 차별성 및 경쟁력, 제품 서비스 가치, 제품 서비스 사회적 파급효과, 제품 서비스 소셜 미션
시장	5	현 시장규모의 적정성, 시장성장 및 확장가능성, 신시장 창출 가능성, 시장의 경쟁강도 및 진입장벽, 영업활동 및 고객관리
재무	3	기업가치(회수기회), 높은 잠재적 수익성, 적절한 비용계획

시장, 2순위 창업가(팀), 3순위 제품·서비스, 4순위 재무 순서로 우선순위가 산출되었다.

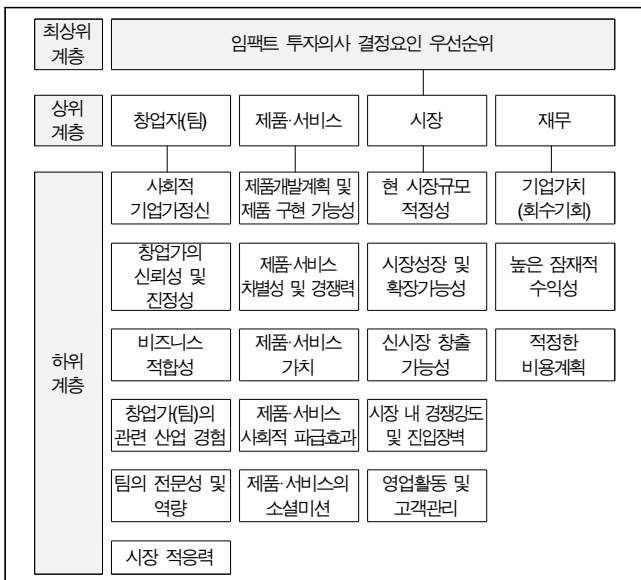
<표 7> 상위요인의 중요도 및 우선순위 분석 결과

상위요인	가중치(중요도)	우선순위
시장	0.4284	1
창업가(팀)	0.2974	2
제품 서비스	0.1638	3
재무	0.1104	4
계	1	-
CR		0.02

4.2. 투자의사 결정요인 우선순위 분석

델파이 분석 결과, 확정된 최종 투자 결정요인을 계층화 구조의 연구 모형으로 <표 6>에 제시하였다. 최상위 계층에 위치한 연구의 목적은 소셜벤처 대상의 임팩트 투자의사 결정요인의 우선순위를 확인하는 것이다. 상위요인은 다수의 선행연구에서 제시한 창업가(팀), 제품·서비스, 시장, 재무의 4개 영역으로 구성하였다. 하위요인은 총 19개로, 선행연구의 프레임에 따라 구조화하다. 최종적으로 임팩트 투자 전문가와 창업학 교수진, 소셜벤처 창업지원 전문가로 구성된 그룹의 검토 과정을 거쳐 의미가 중복되는 요인을 통합하고 조정하였다.

<표 6> AHP 연구모형



임팩트 투자 결정요인의 계층에 따라 중요도를 분석한 결과, 먼저 상위계층의 창업가(팀), 제품·서비스, 시장, 재무의 4개 요인에 대하여 쌍대 비교를 통해 상대적 중요도를 산출하였다. 중요도가 가장 높게 확인된 요인은 1순위

스타트업의 투자의사 결정요인의 가장 중요한 지표가 창업가(팀)이라는 기존의 선행연구 결과와는 다르게 소셜벤처를 대상으로 하는 임팩트 투자에서는 시장성을 보다 더 중요하게 평가한다는 것을 확인하였다. 엔젤투자자, 벤처캐피탈, 액셀러레이터 등 투자주체의 투자 결정요인을 주제로 한 다수의 선행연구는 창업가와 창업팀의 요인이 가장 중요한 평가 요인이라 분석하였다(Feeney et al., 1999; Mason & Stark, 2004; 구중희 외, 2019; 허주연, 2020; 고병기 외, 2022). 임팩트 투자 또한 소셜벤처의 생존, 지속가능성, 회수 기회를 고려하는 투자 유형으로서 사회적 가치와 경제적 이익의 이중적 가치를 추구하는 소셜벤처의 경제적 가치에 중점을 둔 결과로 판단된다. 상위계층의 요인별 하위요인 중요도 분석 결과는 다음과 같다.

<표 8> 하위요인 중요도 및 우선순위 분석 결과

상위요인	하위요인	가중치(중요도)	우선순위
창업가(팀)	팀의 전문성 및 역량	0.2886	1
	창업가의 신뢰성 및 진정성	0.2025	2
	시장 적응력	0.1559	3
	비즈니스 적합성	0.1530	4
	창업가(팀)의 관련 산업 경험	0.1375	5
	사회적 기업가정신	0.0625	6
	계	1	-
	CR		0.03
제품 서비스	제품 서비스의 차별성 및 경쟁력	0.3055	1
	제품 서비스의 가치	0.2708	2
	제품 서비스의 사회적 파급효과	0.1612	3
	개발 계획 및 구현 가능성	0.1333	4
	제품 서비스의 소셜미션	0.1292	5
	계	1	-
	CR		0.03
시장	시장의 경쟁강도 및 진입장벽	0.3018	1
	시장성장 및 확장 가능성	0.2076	2
	신시장 창출 가능성	0.1953	3
	영업활동 및 고객관리	0.1858	4
	현 시장규모 적정성	0.1095	5
계	1	-	
	CR		0.05
재무	높은 잠재적 수익성	0.4297	1
	기업가치(회수기회)	0.2948	2
	적절한 비용계획	0.2755	3
	계	1	-
	CR		0.01

창업가(팀)의 하위요인 중에서는 창업팀의 전문성과 역량이 가장 우선적으로 고려되는 요인임을 확인하였다. 제품·서비스의 하위요인 중요도 분석 결과, 제품·서비스가 기존의 제품과 서비스와 비교하여 어떤 차별성과 경쟁력을 가지는지를 가장 중요하게 검토하는 반면, 반대로 제품·서비스가 담고 있는 소셜미션이 가장 중요도가 낮게 나타났다. 이는 상위요인의 분석 결과와 마찬가지로 시장성에 영향을 미치는 제품 경쟁력의 중요도가 가장 높게 나타난 것으로 해석할 수 있다. 시장 영역에서는 시장의 경쟁강도 및 진입장벽이 가장 중요한 요인으로, 소셜벤처가 진입하고자 계획하는 시장의 경쟁정도, 대체재 출현 가능성 등을 최우선으로 검토하는 것으로 나타났다. 재무와 관련된 요인 중에서는 높은 잠재적 수익성이 43%의 비중으로 가장 중요한 최우선 고려사항으로 도출되었다. 이는 투자를 통해 실제로 얻을 수 있는 경제적 이익과 관련된 지표로 가장 높은 중요도를 보였다.

계층별 중요도 분석 결과를 종합적으로 고려한 19개 요인의 중요도 우선순위를 <표 9>에 제시하였다.

<표 9> 임팩트 투자 의사 결정요인의 전체 우선순위

상위요인	하위요인	종합가중치	우선순위
시장	시장의 경쟁강도 및 진입장벽	0.1293	1
시장	시장성장 및 확장가능성	0.0889	2
창업가(팀)	팀의 전문성 및 역량	0.0858	3
시장	신시장 창출 가능성	0.0837	4
시장	영업활동 및 고객관리	0.0796	5
창업가(팀)	창업가 신뢰성 및 진정성	0.0602	6
제품·서비스	제품서비스의 차별성 및 경쟁력	0.0500	7
재무	높은 잠재적 수익성	0.0474	8
시장	현 시장규모 적정성	0.0469	9
창업가(팀)	사회적 기업의 시장 적응력	0.0464	10
창업가(팀)	비즈니스 적합성	0.0455	11
제품·서비스	제품서비스 가치	0.0444	12
창업가(팀)	창업가(팀)의 관련 산업 경험	0.0409	13
재무	기업가치	0.0325	14
재무	적정한 비용계획	0.0304	15
제품·서비스	제품서비스 사회적 파급효과	0.0264	16
제품·서비스	제품 개발 계획 및 제품 구현 가능성	0.0218	17
제품·서비스	소셜미션	0.0212	18
창업가(팀)	사회적 기업가정신	0.0186	19
계		1	-

가장 중요도가 높은 요인은 ‘시장의 경쟁강도 및 진입장벽’, ‘시장성장 및 확장 가능성’, ‘팀의 전문성 및 역량’, ‘신시장 창출 가능성’, ‘영업활동 및 고객관리’, ‘창업가의 신뢰성 및 진정성’의 순으로 확인되었다. 중요도가 높게 나타난 요인은 창업가(팀), 시장 영역이었으나 제품·서비스, 재무는 비교적 중요도가 낮게 나타났다. ‘사회적 기업가정신’, ‘제품·서비스의 소셜미션’, ‘제품 개발 계획 및 구현 가능성’, ‘제품·서비스의 사회적 파급효과’, ‘적정한 비용계획’의 순서로 낮은 중요도를 보였다.

V. 결론 및 논의

전술한 임팩트 투자 의사 결정요인 분석 결과를 요약하면 첫째, 임팩트 투자 의사 결정요인은 대부분 시장 분야를 우선적으로 고려한다는 점을 확인하였다. 시장 경쟁력과 진입장벽은 임팩트 투자의 기회와 수익성을 결정하는 요인으로 투자자는 진입장벽이 높고 경쟁이 낮은 시장은 더 매력적인 시장으로 판단한다. 반대로 시장 경쟁이 치열하고 진입 장벽이 낮으면 투자로 큰 수익을 창출하기 어려워 투자자에게 매력적이지 않다. 특히 임팩트 투자에서 시장성장과 확장 가능성이 중요한 이유는 더 수익성이 있고 지속가능한 비즈니스 모델로 사회적 가치와 경제적 안정성을 동시에 제공할 수 있는 것을 의미하기 때문이다.

둘째, 임팩트 투자라는 특성에도 불구하고 ‘사회적 가치’, ‘임팩트’, ‘창업가(팀)의 사회적 기업가정신’과 관련된 요인보다 기업의 지속가능성, 수익과 관련된 ‘시장’을 보다 더 중요하게 고려한다는 결과를 도출하였다. 이러한 결과는 투자를 고려하는 대상이 모두 사회적 가치를 지향하는 소셜벤처라는 점에서 사회적 가치 자체가 중요한 투자 결정 기준으로 고려되지 않는 것으로 해석된다. 전문가 자문 결과, 투자 프로세스에 대한 정보를 제공한 심사역에 따르면, 본격적인 투자를 검토하기 전 스크리닝 단계에서 소셜벤처가 어떤 문제를 해결하고자 하는지, 소셜벤처의 소셜미션이 투자기관이 지향하는 분야와 적합한지를 검토한다. 이러한 투자 프로세스에 따르면 사회적 가치는 투자 결정 요인에 선행하는 임팩트 투자의 자격조건으로 고려하는 것이 적합하다.

연구결과의 시사점은 다음과 같다. 첫째, 성장하고 있는 임팩트 투자 생태계의 투자자 관점에서 투자 의사 결정요인을 분석했다는 점이다. 일반적으로 알려져 있는 임팩트 투자에서 경제적 가치와 사회적 가치를 동시에 추구하는 이중적 가치 중 사회적 가치가 더 중요한 것으로 인지되고 있으나, 실제 투자자 관점에서 투자를 결정할 때 경제적 가치를 보다 중요한 것으로 평가한다는 것을 확인했다.

둘째, 임팩트 투자 의사 결정요인을 규명하기 위하여 실제 임팩트 펀드를 운영하는 심사역의 전문가를 대상으로 자료를 전반적으로 분석했다는 점이다. 델파이 조사 시 일반적인 스타트업 투자 의사 결정요인과 사회적 가치 지표(SVI)를 종합하여 중요도 설문을 진행하였으며, 투자 평가 기준에 대한 주관식 추가 의견을 물어 보다 심층적인 의견을 확인하였다. 이후 임팩트 펀드 운영사로서 실제 투자를 직접 실행한 심사역을 대상으로 요인별 중요도를 확인하여 투자자 관점에서 투자 기준의 우선순위를 밝혔다. 임

팩트 투자에 대한 지원정책이 공공에서 민간으로 확대되는 시점에서 임팩트 투자의 투자 결정요인을 규명하여 투자를 희망하는 소셜벤처, 임팩트 투자 심사역, 액셀러레이터, 소셜벤처 창업지원기관 등 창업생태계 이해관계자들에 게 기초 자료를 제공함으로써 투자전략을 알리고 개선하는 실무적 시사점을 제시할 수 있을 것이다.

참고문헌

- 고병기·박솔잎·김다혜·성장수(2022). 민간주도형 기술창업지원 팁스 (TIPS) 투자의사 결정요인에 관한 연구. *벤처창업연구*, 17(5), 31-47.
- 구중희·김영준·이수용·김도현·백지연(2019). 한국 벤처캐피탈리스트의 투자결정에 미치는 요인 연구. *벤처창업연구*, 14(4), 1-18.
- 김순양(2008). 사회적 기업에 대한 성과평가 지표의 개발 및 적용. *지방정부연구*, 12(1), 31-59.
- 박재환·장원혁(2012). 사회적기업 투자를 위한 평가방법 및 국내 투자 사례 연구. *경영교육연구*, 27(3), 59-84.
- 서성무·장대규(2013). 사회적기업 투자 의사결정 모델 연구. *한국산학기술학회 논문지*, 14(3), 1109-1115.
- 이상준·신현상·김윤정·김하은(2021). 사회적 경제의 임팩트 투자 모델 탐구. 한국노동연구원.
- 정경희(2018). *창업기업 선정평가 모델 개발에 관한 연구*. 창업선도대학육성사업을 중심으로 박사학위논문, 동국대학교.
- 중소벤처기업부(2023). 2021년 소셜벤처 실태조사. <https://sv.kibo.or.kr/BoardExecute.do?pageid=BOARD00008>.
- 허주연(2020). 스타트업 액셀러레이터 투자결정요인의 중요도 및 우선순위에 대한 연구. *벤처창업연구*, 15(6), 27-42.
- Dees, J. G., & Anderson, B. B.(2003). For-profit social ventures. *International Journal of Entrepreneurship Education*, 2(1), 1-26.
- Feeney, L., Haines Jr, G. H., & Riding, A. L.(1999). Private investors' investment criteria: insights from qualitative data. *Venture Capital: An international journal of entrepreneurial finance*, 1(2), 121-145.
- Goh, B. K., Park, S. I., Kim, D. H., & Sung, C. S.(2022). A Study on the Critical Factors Affecting Investment Decision on TIPS. *Asia-Pacific Journal of Business Venturing and Entrepreneurship*, 17(5), 31-47.
- Hehenberger, L.(2015). *A Practical Guide to Measuring and Managing Impact*; Hehenberger, L., Harling, A. M., Scholten, P., Eds.
- Heo, J. Y.(2020). A Study on the Importance and Priorities of the Investment Determinants of Startup Accelerators. *Asia-Pacific Journal of Business Venturing and Entrepreneurship*, 15(6), 27-42.
- Jeong, K. H.(2018). *A Study on the Development of an Assessment Model for Selecting Start-ups*. Doctoral Dissertation, Dongguk University, Korea.
- Kim, S. Y.(2008). A study on the performance evaluation of social enterprises. *The Korean Journal of Local Government Studies*, 12(1), 31-59.
- Koo, J. H., Kim, Y. J., Lee, S. Y., Kim, D. H., & Baek, J. Y.(2019). A study on the Factors Affecting Investment Decision of Korean Venture Capitalist. *Asia-Pacific Journal of Business Venturing and Entrepreneurship*, 14(4), 1-18.
- Lee, S. J., Shin, H. S., Kim, Y. J., & Kim H. E.(2021). *Exploring Impact Investment Models in the Social Economy*, Korea Labor Institute.
- Mason, C., & Stark, M.(2004). What do investors look for in a business plan? A comparison of the investment criteria of bankers, venture capitalists and business angels. *International small business journal*, 22(3), 227-248.
- Ministry of SMEs and Startups(2023). *A Survey report on Social Ventures 2021*. <https://sv.kibo.or.kr/BoardExecute.do?pageid=BOARD00008>.
- Mudaliar, A., Pineiro, A., Dithrich, H., & Bass, R.(2017). *The state of impact measurement and management practice*.
- O'donohoe, N., Leijonhufvud, C., Saltuk, Y., Bugg-Levine, A., & Brandenburg, M.(2010). Impact investments: An emerging asset class. *JP Morgan*, 6, 3-91.
- Park, J. W., & Chang, W. H.(2012). A research of Performance Measurement Method and Indication of Decision Making for Investing Social Enterprise. *Korean Business Education Review*, 27(3), 59-84.
- Suh, S. M., & Chang, D. K.(2013). A study on the Decision Making Model for Social Enterprise Investment. *Journal of the Korea Academia-Industrial cooperation Society*, 14(3), 1109-1115.
- Kim, S. Y.(2008). A Study on the performance evaluation of social enterprise. *The Korean Association for Local Government Studies*, 12(1), 31-59.
- Verrinder, N. B., Zwane, K., Vaca, S., & Nixon, D.(2018). Evaluative tools in impact investing: Three case studies on the use of theories of change. *African Evaluation Journal*, 6(2), 1-9.