

# 한국 벤처캐피탈의 조직상황적 특성, 인적자원 특성 및 투자전략 간의 관계에 관한 연구

이주현 (연세대학교 정경대학 교수)\*

## 국 문 요 약

창업자본시장에는 다양한 유형의 위험자본들이 서로 경쟁하고 있다. 과거에는 국내 벤처캐피탈은 정부의 보조금과 지원으로 경쟁력이 부족함에도 불구하고 시장에서 생존할 수 있었다. 하지만, 그동안 정부의 정책의 방향이 지원과 보호에서 자율과 경쟁의 시장경제논리로 점차 바뀌어졌다. 국내 벤처캐피탈은 경쟁력 확보를 위해 경쟁우위의 원천이 되는 인적자원을 확보하고 지식과 기술을 축적하고 전략적 투자활동을 수행해야 할 필요가 점차 증대하였다. 본 논문에서는 국내 창업투자회사의 조직상황, 인적자본과 투자전략 간의 관계를 실증적으로 분석하였다. 기업규모는 인적자원의 규모에 유의미한 영향을 주는 반면에 조직상황적 특성은 투자전략에 의미 있는 영향을 주지 못하는 것으로 나타났다. 비록 상관관계 분석과 선형회귀분석을 통해 몇몇 변수에 대해 유의미한 관계를 확인할 수 있었지만 이에 대한 해석은 주의를 기울일 필요가 있다. 논란이 있을 수 있는 관계의 검증과 명확한 해석을 위해서는 보다 면밀한 실증연구가 필요하다.

핵심주제어: 창업투자회사, 인적자원, 투자전략

## 1. 서 론

글로벌 경제 하에서 혁신적 벤처기업의 지속적 창업과 성장은 오늘날 세계의 모든 국가들이 추구하고 있는 이상적인 정책이다. 과거 우리나라는 선진국 시장의 생산기지로 선진국 기술이전과 저가의 노동력을 바탕으로 급격한 경제성장을 이루었다. 하지만, 외부적으로 냉전시대의 종식과 저개발 국가의 산업화, 내부적으로 경제발전과 임금의 상승 등으로 인해 과거의 산업발전전략은 더 이상 유효하지 않게 되었다. FTA 등과 같이 국가 간 혹은 경제블록 간 무역장벽의 철폐로 국내의 중소벤처기업

\* 연세대학교 정경대학 교수, dardenlee@yonsei.ac.kr

은 혁신을 통해 글로벌 경쟁력을 갖고 있지 않고서는 생존과 발전이 어렵게 되었다. 지식경제 하에서 이제 혁신과 창업만이 지역과 국가의 성장과 발전을 담보할 수 있는 가장 중요한 요건이 되었다. 우리나라도 최근 산업경제정책의 최우선 과제를 벤처기업가를 양성하고 혁신적 기업이 성장, 발전할 수 있는 경제적, 사회적 인프라를 조성하는 것에 두고 있다. 과학기술과 지식의 중심인 대학을 중심으로 기업과 지원기관 간의 산학연 네트워크를 조성하여 해당산업과 지역의 혁신역량을 높이고자 하는 혁신 클러스터 혹은 지역혁신체계 등과 같은 정책이 지속적으로 추진되고 있다.

혁신적 벤처기업은 첨단기술이나 신지식을 바탕으로 창의적이고 혁신적 제품이나 서비스를 개발하여 사업화하는 것을 추진한다. 혁신적 벤처기업이 성공하기 위해서는 자신들의 창의적 제품이 소비자에게 받아들여져야 하고 경쟁기업의 추격을 뿌리칠 수 있는 핵심역량이 되는 전문적 지식과 자원을 확보해야 하는데 일반적으로 벤처기업이 경쟁력을 갖춘 안정화 시점에 이르기까지는 오랜 시간과 투자가 필요하다. 하지만, 장기적으로 이익을 내지 못하고 많은 투자가 필요한 위험한 벤처기업에 투자할 투자자는 많지 않다. 또, 벤처기업에 대한 정확한 정보취득을 위해서는 많은 비용과 시간이 소요된다. 이러한 높은 투자위험과 정보비대칭성으로 인한 벤처투자의 높은 진입장벽은 창업자들의 기업가정신을 약화시키고 벤처기업에 대한 투자부족의 원인이 되어왔다. 따라서 사적 벤처투자의 활성화는 혁신적 벤처기업의 창업과 성장 및 발전을 촉진시키는 중요한 정책으로 대부분의 국가에서 전략적으로 추진되고 있다.

비록 벤처캐피탈이 사적 모험자본의 대명사처럼 일컬어지지만 창업자본시장에는 벤처캐피탈뿐만 아니라 비공식투자자(informal venture investors), 엔젤투자자, 소기업대출회사(SBICs), 소기업혁신연구자금(SBIR), 은행 등의 다양한 유형의 자본이 존재한다. 우리나라에서는 1974년 벤처캐피탈 회사가 최초로 설립된 이래 다양한 형태의 벤처캐피탈 회사가 설립되어 벤처기업의 육성과 발전을 선도하고 있다(이석규, 1999). 정부의 보조금과 지원에 의존한 소기업대출회사나 소기업혁신연구자금 등과는 달리 벤처캐피탈은 투자활동을 통해 일정 수준의 투자이익을 달성할 수 있어야 존재할 수 있다. 벤처캐피탈은 전문화되고 특화된 핵심인적자원을 바탕으로 발전가능성 높은 벤처기업을 식별, 투자하여 가치 부가적 관리활동을 제공함으로써 투자 포트폴리오에 속하는 벤처기업들의 성장과 발전을 촉진하여 투자이익을 극대화하는 방식으로 부가가치를 창출하는 조직과 체계로 이해될 수 있다(이석규, 1999). 과거 벤처캐피탈 회사는 정부의 지원과 보조금에 의존하여 사업을 유지하였기 때문에 경영성과가 낮고 인적자원의 투자역량과 관리능력이 조금 부족해도 시장에서 생존할 수 있었다(고성수, 1996). 하지만, 오늘날의 창업자본시장에서는 경쟁과 시장원리가 점차 도입되고 있어 생존, 발전하기 위해서는 벤처캐피탈의 투자 및 관리활동의 전문성과 경쟁력이 더욱 중요해졌다. 특히, 시장에 존재하는 다른 벤처캐피탈과의 경쟁에서 우

위를 확보하기 위해서는 선진 투자기법의 도입과 아울러 능동적 관리노하우를 확보하여 전략적 투자활동이 필수불가결하다.

본 논문의 목적은 벤처캐피탈의 조직상황적 특성, 인적자원의 특성 및 투자전략 간의 연관관계를 실증적으로 분석하는 것이다. 오늘날과 같은 지식정보화 사회에서는 전통적 경쟁우위의 요소인 물적 자원의 중요성은 감소하고 있는 반면 점차 역량 있고 전문화된 인적자원의 중요성이 높아지고 있다(Barney, 1991; Pfeffer, 1994). 벤처캐피탈이 수행하고 있는 투자 및 능동적 관리활동은 지식과 경험이 매우 중요한 영역이기 때문에 해당분야의 지식과 경영노하우를 지닌 특화된 인적자원을 확보하는 것은 조직이 경쟁력을 갖기 위해 필수불가결한 일이다. 전략적 인적자원관리 연구의 상황적 관점에 의하면 벤처캐피탈이 지속적 경쟁우위를 확보하고 높은 성과를 이루기 위해서는 투자전략에 적합한 인적자원을 확보해야 한다. (Dyer and Reeves, 1995; Delery and Doty, 1996). 모험자본시장에서는 매우 다양한 산업과 성장단계에 속한 벤처기업들이 자금조달과 능동적 서비스 제공을 필요로 한다. 이들의 수요를 만족시켜주기 위해서 다른 벤처캐피탈과는 차별적이고 특화된 투자와 서비스를 제공하는 차별화 전략을 추구할 것이다(Porter, 1980).

인적관리시스템과 전략 간의 적합성이 조직성과에 미치는 영향을 분석한 연구가 많이 존재했으나 이를 실증적으로 확인한 논문은 아직까지 많지 않았다(양혁승, 2002). 또한, 대부분의 연구가 전략적 인적자원관리 제도 및 시스템과 성과변수 간의 관계를 검증한 것인데 이것은 자원과 역량자체를 검증한 연구가 아니기 때문에 자원기반관점에서 인적자원의 중요성을 검증했다고 보기 어렵다 (허문구, 2007). 따라서 조직의 인적자원의 구성이 조직의 전략과 성과에 어떤 영향을 미치는가를 연구하는 것은 전략적 인적자원관리 연구의 가장 핵심적인 과제라고 할 수 있다. 본 논문은 벤처캐피탈의 조직상황적 특성에 따른 인적자원 특성의 차이, 인적자원 특성의 차이에 따른 투자전략의 차이, 그리고 조직상황적 특성에 따른 투자전략의 차이를 차례로 검증하였다. 본 연구를 통해 전략적 인적자원관리 연구를 보완하고 벤처캐피탈의 인적자원관리와 전략 간의 연계성 정도를 검증할 수 있을 것이다.

최근 벤처캐피탈에 대한 필요성과 관심은 증대하고 있지만 학술조사 및 연구는 이제까지 활발하지 못하였는데 이는 벤처캐피탈 회사에 대한 자료를 취득하기 어려운 원인이 크다고 할 수 있다. 왜냐하면, 외국의 벤처캐피탈 회사는 대부분 합자회사로 회사의 정보를 외부에 보고할 의무도 없을뿐더러 투자정보를 외부에 유출하는 것은 벤처캐피탈의 이익을 침해하는 것으로 생각하기 때문에 세부적 정보를 얻기 쉽지 않다. 하지만, 우리나라 벤처캐피탈 회사의 대표 격인 창업투자회사는 주식회사로 투자자들에게 주요 정보를 공시할 의무가 있으므로 공시자료를 주기적으로 투자자들에게 제공하고 있다. 본 논문의 이러한 벤처캐피탈 회사의 공시자료를 기초로 데이터를

수집하여 조직상황적 특성, 인적자원 특성, 그리고 투자 전략 간의 관계를 실증적으로 연구하였다.

## II. 이론적 배경

### 2.1 벤처캐피탈과 창업투자회사

벤처캐피탈은 창업단계와 초기 성장단계에 있는 벤처기업에 주로 투자를 하는 사적 모험자본의 대명사라고 할 수 있다. 벤처캐피탈은 개인, 연금, 보험회사 등과 같은 외부투자자로부터 자금을 유치하여 벤처캐피탈 펀드를 조성하고 벤처기업들의 포트폴리오에 투자하여 영리를 추구하는 재무중개인이다. 또한, 벤처캐피탈은 벤처경영자와 투자자 간에 발생하는 정보비대칭성과 역의 선택 문제를 해결하는 역할을 담당하는 외부 투자자의 대리인 역할을 담당한다. 벤처캐피탈은 보다 가능성 있는 벤처기업을 선별하여 투자하고 벤처경영자가 투자자금을 정당한 기업 활동에 사용하는가를 감시하는 역할을 한다. 또한, 벤처캐피탈 회사가 단순히 자금만 제공하는 피동적인 투자만이 아니라 투자하고 있는 벤처기업을 보다 성장시킬 수 있도록 능동적으로 자금조달, 경영지도 및 기술지도 등과 같이 투자 벤처기업들의 위험과 수익을 획기적으로 개선할 수 있는 비재무적 협력을 제공하는 것으로 많은 연구에서 밝혀졌다 (Timmons, 1987; Gorman and Sahlman, 1989).

우리나라 최초의 벤처캐피탈은 1974년에 설립된 과학기술진흥금융회사이다. 하지만, 현재 국내의 대표적인 사적 벤처캐피탈은 1986년 중소기업창업지원법에 의거해 설립된 중소기업창업투자회사이다. 초기에는 정부의 지원과 보조금에 의존해 투자활동을 하였으며 투자기업에 대한 업력제한, 경영지배권의 배제 등의 규제가 존재해서 외국의 벤처캐피탈과는 투자방식과 조직구조에 차이가 많았다. 최근에 과거 제도의 문제점이 점차 합리적으로 해결됨에 따라 창업투자회사의 투자가 활성화되고 있는 실정이다 (허남수, 1998). 2006년 6월 기준으로 102개의 창업투자회사가 있으며 창업투자조합이 366개, 조합투자로 3조 7,339억 원이 투자되고 있다.

### 2.2 전략과 인적자원

전략은 환경변화에 대한 조직의 적응과정으로 조직의 전략형성과정을 살펴보면 외부환경과 내부조직의 속성에 의해 결정된다. 초기 전략연구에서는 기업의 외부환경에 대한 적응과정으로 전략의 선택을 강조하였다(Porter, 1980). 하지만, 자원기준관점에 따르면 기업이 보유하고 있는 자원의 유무에 의해 경쟁력이 좌우된다고 강조하였

다(Hamel and Prahalad, 1989; Barney, 1991). 자원기준관점은 또한 전략과 내부자원의 연계를 강조하였다(황호영, 최영균, 1997). Porter(1980)에 의하면 경쟁우위를 달성할 수 있는 본원적 전략의 내용으로는 효율성에 기반 한 저 원가 전략과 차별성에 근거한 차별적 전략이다. 1990년대 이후 세계화와 정보기술의 발전으로 인해 조직의 혁신역량이 강조되면서 전통적인 경쟁우위요소로 인식되었던 재무 및 물적 자원의 중요성은 점차 낮게 평가되고 인적자원의 중요성이 부각되기 시작했다(Barney, 1992). 조직의 혁신경쟁력의 주요 원천으로 인적자원이 주목을 받게 되면서 최근 전략적 인적자원관리에 대한 연구관심이 학계와 산업계에 크게 일어나게 되었다(Delery and Doty, 1996; Dyer and Reeves, 1995).

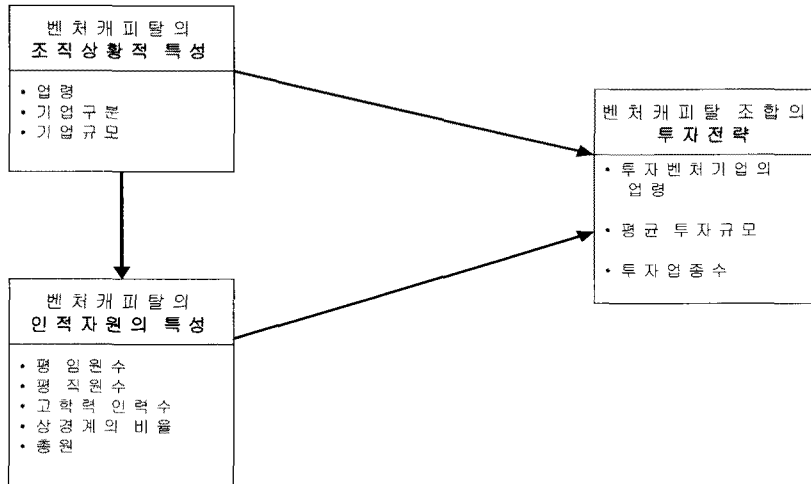
전략적 인적자원관리의 유효성에 관한 연구는 크게 두 가지 관점에서 접근되었다. 첫째는 보편 주의적 관점으로 우수한 인적자원관리는 전략과 무관하게 기업의 성과에 영향을 미친다는 연구들이다(Pfeffer, 1994). 두 번째는 상황적합적 관점으로 인적자원관리는 조직상황과 경쟁전략에 적합할 경우에 조직성과가 향상될 수 있다는 것이다(Miles and Snow, 1984; Bird and Beechler, 1994; Delery and Doty, 1996). Bird and Beechler (1994)와 Delery and Doty (1996)는 전략과 인적자원관리시스템 사이의 적합성이 조직성과를 높일 수 있음을 보여줌으로써 상황적합적 관점을 지원하는 실증적 결과를 제시하였다. 이에 반면, Huselid (1995) 혹은 Bae and Lawler (2000)는 인적자원관리시스템과 전략 사이의 적합성이 기업성과에 미치는 영향을 연구하였지만 유의미한 결과는 얻지 못했다.

인적자원관리시스템과 성과 간의 연구는 실증적으로 많은 연구가 진행되고 있음에도 불구하고 이론적인 문제점이 존재한다. 인적자원관리시스템은 인적자원의 역량을 개발하는데 기여를 할 수 있지만 실제적 핵심역량과는 거리가 있다. 자원기반의 이론적 관점에 의하면 경쟁우위의 원천인 핵심역량이 될 수 있는 것은 모방과 대체가 어려운 속성을 띤 내부자원으로 조직의 특징적 인적자원이나 네트워크 등과 같은 것을 연구대상으로 삼아야 한다(Wright, McMahan, and McWilliams, 1994).

### III. 연구모형 및 가설설정

#### 3.1 연구모형

본 연구의 목적은 국내 벤처캐피탈의 조직상황적 특성, 인적자원의 특성 및 투자전략 간의 관계에 대해 실증적으로 검증하는 것이다. 본 논문에서는 한국의 사적 벤처캐피탈의 대표적 형태인 창업투자회사를 대상으로 한 연구로 동일한 산업과 동일한 환경에 처한 기업들에 관한 연구이다. <그림 1>과 같은 연구모형을 수립하였다.



&lt;그림 1&gt; 연구모형

### 3.2 가설설정

앞에서 논의한 바와 같이 상황적합적 관점에서 벤처캐피탈 회사의 조직상황적 특성은 벤처캐피탈이 독특한 전략을 형성하는데 영향을 줄 것으로 예상된다. 벤처캐피탈은 외부투자자의 출자를 통해 자금을 확보하고 기업의 자산이 증가하게 된다. 만약 과거 실적이 좋지 못하다면 외부투자자로부터 자금을 유치하는데 어려움을 겪을 수밖에 없으며 벤처캐피탈은 존속 발전하지 못했을 것이다. 그러므로 설립기간이 오랜 벤처캐피탈은 명확한 경쟁우위를 확보할 확률이 높을 것이고 이는 내부적으로 경쟁력 있는 인적자원을 갖고 있을 확률이 높을 것이다. 대기업을 자회사 형태의 벤처캐피탈은 대기업을 하고 있는 사업의 인수, 합병대상을 찾는 것을 목적으로 하고 있을 수 있다. 따라서 대기업을 운용하는 벤처캐피탈은 중소기업 형태의 벤처캐피탈과는 인적자원의 특성이 다를 것으로 예상하였다. 또한, 조직규모가 큰 벤처캐피탈은 지원인력과 전문 인력의 명확한 구분이 나타날 것이므로 작은 벤처캐피탈과 다른 인적구성을 가지게 될 것으로 예상하였다.

**가설 1**

벤처캐피탈의 조직상황적 특성이 벤처캐피탈의 인적자원의 특성에 영향을 미칠 것이다.

- 가설 1-1: 조직상황적 특성이 평임원 수에 영향을 미칠 것이다.
- 가설 1-2: 조직상황적 특성이 평직원 수에 영향을 미칠 것이다.
- 가설 1-3: 조직상황적 특성이 고학력인력 수에 영향을 미칠 것이다.
- 가설 1-4: 조직상황적 특성이 상경계의 비율에 영향을 미칠 것이다.
- 가설 1-5: 조직상황적 특성이 인적자원규모에 영향을 미칠 것이다.

벤처캐피탈 회사는 창업투자시장의 비효율성을 보완하고 수익을 얻는 전문적 투자자로서 정보 비대칭성을 개선한다는 점에서 긍정적인 경제적, 사회적 역할을 한다고 볼 수 있다. 이러한 정보 비대칭성을 뛰어넘는 활동을 수행하기 위해 벤처캐피탈 회사는 나름대로의 독특한 투자행태를 발전시키는 것으로 알려졌다. 선행연구에 의하면 벤처캐피탈은 투자대상을 선정할 때 여러 산업에 대한 분산된 투자행태보다는 산업 및 성장 단계 등의 기준에 특화하는 경우가 많다고 한다(Sahlman, 1990). 벤처캐피탈 투자는 자금 투입뿐만 아니라 지속적 가치 부가적 활동 수행이 요구되기 때문에 전문지식, 경험 및 노하우가 필요하기 때문에 전문적으로 투자하는 산업 혹은 성장 단계적 투자특화가 존재한다.

미국 벤처캐피탈 회사의 대부분은 투자대상 기업의 성장 단계가 초기 성장단계 혹은 상대적으로 성숙한 기업에만 전문화하는 등의 경향이 있다. 이러한 투자대상의 특화는 투자조합 결성 시 규약에 포함되는 경우가 많은 것으로 알려져 있다(Sahlman, 1990). 앞에서 논의한 바와 같이 벤처캐피탈 회사의 조직상황적 특징은 그들이 구사하는 투자전략에 있어서 차이를 가져올 것으로 생각된다. 설립한지 오래된 벤처캐피탈은 어떤 벤처기업에 투자해야 할 것인가를 명확하게 알고 있기 때문에 투자하는 벤처기업의 업력이 정해져 있을 것이다. 대기업에 속한 벤처캐피탈은 기술위주의 벤처기업에 투자하는 경향이 있기 때문에 상대적으로 초기 벤처기업을 주요 목표로 할 것이다. 본 연구에서는 벤처캐피탈 회사가 구사하는 투자전략으로 포트폴리오 벤처기업의 인력과 벤처캐피탈 회사가 투자하는 투자업종 수에 대해 논의하였다.

**가설 2**

벤처캐피탈의 조직상황적 특성이 벤처캐피탈 조합의 투자전략에 영향을 미칠 것이다.

- 가설 2-1: 조직상황적 특성이 투자벤처기업의 업력에 영향을 미칠 것이다.
- 가설 2-2: 조직상황적 특성이 투자규모에 영향을 미칠 것이다.
- 가설 2-3: 조직상황적 특성이 회사가 투자하는 투자업종 수에 영향을 미칠 것이다.

마지막으로 벤처캐피탈 회사의 인적자원의 특성이 벤처캐피탈 회사가 구사하는 투자 전략과 상관관계가 있을 것이다.

### 가설 3

벤처캐피탈의 인적자원의 특성이 벤처캐피탈 조합의 투자전략에 영향을 줄 것이다.

가설 3-1: 벤처캐피탈 인적자원의 특성이 투자벤처기업의 업력과 관계가 있을 것이다.

가설 3-2: 인적자원특성이 평균투자규모에 영향을 미칠 것이다.

가설 3-3: 인적자원특성이 회사가 투자하는 투자업종 수에 영향을 미칠 것이다.

## IV. 실증분석 및 결과

### 4.1 실증자료 및 기술적 통계량

본 연구는 한국 벤처캐피탈 협회에 등록된 창업투자회사의 재무제표와 창업투자회사의 웹페이지에서 수집한 자료를 중심으로 자료를 확보하고 분석하였다. 최종적으로 총 102개 벤처캐피탈 중에서 비교적 정확한 자료를 확보할 수 있는 창업투자회사를 50개 업체를 선정하여 분석에 사용하였다.

본 연구에 포함된 주요 변수들의 기술적 통계량들은 다음의 <표 1>과 같다. 본 연구에서 사용된 표본 창업투자회사들의 조직상황적 특성변수의 평균값들을 살펴보면 설립기간 9.55년, 기업규모(자산)는 286.7억 원이다. 대체적으로 설립기간과 기업규모 변수의 표준편차는 평균값과 비교했을 때 상대적으로 큰 편차를 보이고 있는 편이다. 표본 창업투자회사의 인적자원 특성의 평균값을 살펴보면 인적자원의 총원은 9.28명, 평임원 수는 1.24명, 평직원 수는 2.52명, 전문 인력 수는 6.04명, 상경계의 비율은 54.3%이다. 창업투자회사의 투자전략 변수 중에서 투자업종 수는 3.8개, 벤처기업의 평균 투자업력은 4년, 평균 투자규모는 17.26억 원이다. 투자 포트폴리오에 속하는 벤처기업의 업력이 3년 이하의 비율은 39.6%이고 3년에서 7년 이하의 비율은 53.6%로 7년 이하의 기업이 대부분을 차지하는 것으로 나타났다. 창업투자회사의 투자업종 수는 평균 3.8개이지만 표준편차가 2.5개로 창업투자회사에 따라 투자업종 수의 편차가 매우 큰 편이다.



<표 1> 주요변수의 기술적 통계량

구분		최소값	최대값	평균	표준편차	비고
벤처캐피탈 의 조직적 특성	업령	4.25	19.33	9.5464	5.15267	설립기간
	기업구분	1.00	2.00	1.3400	0.47582	중소기업(1),대 기업(2)
	기업규모	50억	1783.1억	286.7억	302.8억	자산규모
인적자원의 특성	평임원수	0	7	1.24	1.673	대졸이상 %
	평직원수	0	9	2.52	1.821	
	고학력인력수	1.00	16.00	8.2600	4.06985	
	상경계의 비율	.00	100.00	54.3180	20.44374	
	총원	3.00	17.00	9.8200	4.33161	
투자전략	투자업종수	1	13	3.80	2,474	
	평균기업업령	1.50	7.95	3.9940	1.39366	년
	평균투자규모	.00	40.00	17.2592	9.75060	억원

<표 2>는 표본 창업투자회사의 특성을 보다 자세히 보여주는 자료이다. 전체 창업 투자회사 중에서 중소기업이 33개(66%)인 반면에 대기업은 17개(34%)이다. 설립기간이 5년 미만인 창업투자회사가 1개, 5년 이상 10년 미만인 회사가 32개, 15년 이상이 14개이다. 비교적 최근인 10년 미만에 설립된 창업투자회사와 15년 이상 된 창업투자회사가 명확히 구분되기 때문에 두 그룹의 벤처캐피탈 회사 간의 차이를 연구하는 것은 흥미 있는 연구주제가 될 수 있을 것이다. 또한, 중소기업 창업투자회사와 대기업 창업투자회사 간의 차이를 연구하는 것도 좋은 연구가 될 수 있을 것이다. 창업투자회사를 자산규모 별로 구분한 자료에 따르면 100억 미만이 15개사, 100억 이상 300억 미만이 18개사, 300억 이상이 500억 미만이 7개사, 500억 이상이 10개가 있다. 총 인적자원의 규모가 5명 이하인 창업투자회사가 8개, 6명에서 15명이 가장 많은 33개, 그리고 16명 이상의 초대형 창업투자회사도 9개나 있다.

<표 2> 표본 창업투자회사의 특성

설립기간		기업구분		기업규모(자산)		인적규모(총원)	
5년미만	1개(2%)	중소기업	33개(66%)	100억미만	15개(30%)	5명이하	8개(16%)
5-10년	32개(64%)			100-300억	18개(36%)	6-10명이하	21개(42%)
10-15년	0개(0%)	대기업	17개(34%)	300-500억	7개(14%)	11-15명이하	12개(24%)
15년이상	14개(28%)			500억이상	10개(20%)	16명이상	9개(18%)

## 4.2 상관관계분석

<표 3>에는 본고에서 주로 검증될 변수들 간의 상관관계 행렬표가 요약되어 있다. 상관관계분석은 가설검증에 사용될 변수들 간의 관계의 강도를 측정하는 것으로 변수들 간의 관련성에 대한 대략적 윤곽을 제공하고 가설검증에 사용될 다중회귀분석에서 독립변수들 간의 다중공선성 문제를 판단하는데 사용한다. 본 연구에서 변수들 간의 상관관계의 정도를 통계적으로 측정하는 방법 중에 가장 많이 사용하는 “피어슨의 상관계수”를 사용하였다. 일반적으로 상관계수( $r$ ) 값이 0.4 이하이면 약한 상관관계, 0.5~0.6 사이에 있으면 보통의 상관관계, 0.7~0.8 사이에 있으면 높은 상관관계, 그리고 0.9 이면 매우 높은 상관관계, 그리고 1.0이면 완전한 상관관계가 있다고 할 수 있다.

<표 3> 상관관계 행렬표

	설립 기간	기업 구분	기업 규모	평임 원수	평직원 수	고학 력인 력수	상경 계의 비율	총원	투자 업종 수	평균 투자 벤처 기업 업령	평균 투자 규모
설립기간	1	.056	.574 (**)	.277	.300(*)	.474 (**)	-.092	.527 (**)	.221	.016	.010
기업구분	.056	1	-.01 7	-.104	.285(*)	.163	-.063	.129	.041	-.022	.064
기업규모	.574 (**)	-.017	1	.220	.471(**)	.681 (**)	.084	.704 (**)	.331 (*)	.061	.083
평임원수	.277	-.104	.220	1	.173	.296(*)	.129	.353 (*)	.115	-.162	.309 (*)
평직원수	.300 (*)	.285 (*)	.471 (**)	.173	1	.571 (**)	.059	.651 (**)	.327 (*)	.105	.186
고학력인력수	.474 (**)	.163	.681 (**)	.296 (*)	.571(**)	1	.363 (**)	.950 (**)	.500 (**)	.053	.200
상경계의 비율	-.092	-.063	.084	.129	.059	.363 (**)	1	.219	.112	-.064	-.016
총원	.527 (**)	.129	.704 (**)	.353 (*)	.651(**)	.950 (**)	.219	1	.475 (**)	.082	.195
투자업종수	.221	.041	.331 (*)	.115	.327(*)	.500 (**)	.112	.475 (**)	1	.031	-.050
평균투자벤처 기업업령	.016	-.022	.061	-.162	.105	.053	-.064	.082	.031	1	.234
평균투자규모	.010	.064	.083	.309 (*)	.186	.200	-.016	.195	-.050	.234	1

\*\* 상관계수는 0.01 수준(양쪽)에서 유의합니다.

\* 상관계수는 0.05 수준(양쪽)에서 유의합니다.

상관관계분석은 단순히 두 연속형 변수 사이에 어느 정도 밀접한 상관관계가 있는가를 분석하는 것으로 두 변수 사이의 관계에 있어서 원인과 결과의 관계는 설명할

수 없다. 그래서 본 연구에서는 선형회귀분석을 통해 연속형 변수들 사이의 관계에 있어서 한 변수를 원인으로 하고 다른 변수들을 결과로 하여 원인변수들과 결과변수 사이의 선형식을 구하고 그 식을 이용하여 원인변수들의 변수 값들이 주어졌을 때 결과변수의 변수 값을 예측하는 통계적 분석방법 또한 사용하였다. 다중공선성 문제가 있을 때 독립변수의 선택방법은 가장 많이 쓰이는 선형회귀분석의 단계선택법을 사용하였다.

### 4.3 가설의 분석

가설 1은 벤처캐피탈의 조직상황적 특성이 벤처캐피탈의 인적자원 특성에 어떤 영향을 미치는가를 다루고 있다. 가설검증에는 다중회귀분석을 활용하였다. 가설 1을 검증하기 위해 인적자원 특성과 관련된 변수인 평임원수, 평직원수, 고학력 인력수, 상경계의 비율, 인적자원규모를 각각 종속변수로 하고 조직상황적 변수인 설립기간, 기업구분, 기업규모를 독립변수로 하여 다중회귀분석을 실시하였다. <표 4>는 회귀분석의 결과를 보여주고 있다. 회귀모형의 유의성을 살펴보면 평직원수, 고학력 인력수, 인적자원규모는 F 값이 각각 6.824, 15.428, 17.638 로 유의수준 0.001에서 통계적으로 유의한 것으로 나타났다. 가설 1-1과 가설 1-4는 유의적인 설명을 받지 못하고 기각되었다. 가설 1-2 결과를 해석하면 기업구분과 기업규모(자산)가 모두 평직원수에 정(+ )의 영향을 미친다는 것이다. 가설 1-3과 1-5의 결과에 의하면 창업투자회사의 기업자산규모가 고학력 인력수 와 인적자원규모에 정(+ )의 영향을 미치는 것으로 분석되었다. 즉, 자산규모가 큰 창업투자회사일수록 더 많은 인적자원과 고학력인력을 고용하는 것이다.

<표 4> 가설 1에 대한 회귀분석결과

R제곱	0.096	0.308	0.502	0.039	0.535
F값	1.624	6.824	15.428	0.619	17.638
DF	49	49	49	49	49
유의확률	0.197	0.001	0.001	0.606	0.001
종속변수	평임원수	평직원수	고학력인력수	상경계의 비율	인적자원규모
	표준화 계수	표준화 계수	표준화 계수	표준화 계수	표준화 계수
	베타	베타	베타	베타	베타
독립변수					
설립기간	0.236	0.016	0.109	-0.204	0.171
기업구분	-0.116	0.292*	0.167	-0.049	0.129
기업규모	0.083	0.467**	0.621**	0.201	0.608**

\*\* 상관계수는 0.01 수준(양쪽)에서 유의합니다.

\* 상관계수는 0.05 수준(양쪽)에서 유의합니다.

가설 2는 벤처캐피탈의 조직상황적 특성이 벤처캐피탈 조합의 투자전략에 미치는 영향에 대해 다룬 가설이다. <표 5>의 결과에서 보는 바와 같이 벤처캐피탈 조합의 투자전략 변수인 투자업종 수, 투자벤처기업의 업령, 평균투자규모를 종속변수로 하고 설립기간, 기업구분, 기업규모 등과 같은 조직상황적 특성을 독립변수로 하여 다중회귀분석을 실시하였다. 가설 2-1, 가설 2-2, 가설 2-3은 모두 통계적으로 유의하지 않는 것으로 나타났다. 이 결과는 설립기간이 오래된 벤처캐피탈과 새로 생긴 벤처캐피탈 간의 투자업종 수, 투자하는 벤처기업의 업령, 평균투자규모의 차이가 없다는 것이다. 또, 자산규모가 큰 벤처캐피탈과 작은 벤처캐피탈의 투자업종 수, 투자하는 벤처기업의 업령, 평균투자규모 간의 차이가 없다는 결과를 말한다.

<표 5> 가설 2에 대한 회귀분석결과

R제곱	0.113	0.005	0.014
F값	1.947	0.072	0.213
DF	49	49	49
유의확률	0.135	0.974	0.887
종속변수	투자업종수	평균투자업령	평균투자규모
	표준화 계수	표준화 계수	표준화 계수
	베타	베타	베타
독립변수			
설립기간	0.043	-0.027	-0.062
기업구분	0.044	-0.019	0.069
기업규모	0.307	0.077	0.120

\*\* 상관계수는 0.01 수준(양쪽)에서 유의합니다.

\* 상관계수는 0.05 수준(양쪽)에서 유의합니다.

가설 3은 벤처캐피탈의 인적자원의 특성이 벤처캐피탈 조합의 투자전략에 미치는 영향을 검증한 결과이다. 가설 3-1은 0.05 유의확률로 통계적으로 유의하다는 것으로 확인되었다. 하지만, 독립변수인 평임원수, 평직원수, 고학력 인력수, 상경계의 비율, 인적자원규모 등의 베타 값은 모두 유의하지 않은 것으로 나타났다. 이것은 이들 변수간의 다중공선성 때문에 일어난 현상이다. 후진단계선택법을 통해서 변수를 줄이면 투자업종 수와 고학력인력 수간의 정(+)의 관계를 검증할 수 있는데 이것은 고학력인력의 숫자가 벤처캐피탈 조합의 투자업종의 다양화와 직접적 관련이 있다는 것으로 해석될 수 있다. 가설 3-2는 통계적으로 유의하지 않아 기각되었다. 가설 3-3에서는 벤처캐피탈 조합의 평균투자규모는 벤처캐피탈의 평임원수와 정(+)의 관계가 있는 것으로 나타났다.

<표 6> 가설 3에 대한 회귀분석결과

R제곱	0.26	0.061	0.144
F값	3.09	0.571	1.481
DF	49	49	49
유의확률	0.018	0.722	0.215
종속변수	투자업종수	평균투자기업업령	평균투자규모
	표준화 계수	표준화 계수	표준화 계수
	베타	베타	베타
독립변수			
평임원수	-0.019	-0.226	0.322*
평직원수	0.072	0.040	0.163
고학력인력수	0.676	-0.288	0.621
상경계의 비율	-0.094	-0.023	-0.166
총원	-0.187	0.414	-0.578

\*\* 상관계수는 0.01 수준(양쪽)에서 유의합니다.

\* 상관계수는 0.05 수준(양쪽)에서 유의합니다.

<표 7> 가설검증결과의 요약

가설	통계적 유의	가설평가
가설 1 조직상황적 특성 -> 인적자원의 특성		
가설1-1:조직특성->평임원수		기각
가설1-2:조직특성->평직원수	기업구분(0.292*) 기업규모(0.467**)	지지
가설1-3:조직특성->고학력인력수	기업규모(0.621**)	지지
가설1-4:조직특성->상경계의 비율		기각
가설1-5:조직특성->인적규모	기업규모(0.608**)	지지
가설 2 조직상황적 특성 -> 투자전략		
가설2-1:조직특성->투자업종수		기각
가설2-2:조직특성->평균투자기업업령		기각
가설2-3:조직특성->평균투자규모		기각
가설 3 인적자원의 특성 -> 투자전략		
가설3-1:인적자원의 특성->투자업종수	고학력인력수	지지
가설3-2:인적자원의 특성->평균투자기업업령		기각
가설3-3:인적자원의 특성->평균투자규모	평임원수(0.322*)	지지

## V. 결 론

본 연구에서는 벤처캐피탈 회사의 조직상황적 특성, 인적자원 특성과 투자전략 간의 연관관계를 실증적으로 분석하였다. 창업자본시장에는 다양한 유형의 자본들이 생존과 발전을 위하여 서로 경쟁하고 있다. 과거에는 국내 벤처캐피탈은 정부의 보조금과 지원으로 경쟁력이 부족함에도 불구하고 시장에서 생존할 수 있었다. 하지만, 그동안 정부의 정책의 방향이 지원과 보호에서 자율과 경쟁의 시장경제논리로 점차 바뀌어졌다. 국내 벤처캐피탈은 경쟁력 확보를 위해 경쟁우위의 원천이 되는 인적자원을 확보하고 지식과 기술을 축적하고 전략적 투자활동을 수행해야 할 필요가 점차 증대하였다.

상관관계분석과 선형회귀분석을 통해 얻은 결과에 따르면 첫째, 벤처캐피탈의 조직상황적 특성은 대체적으로 벤처캐피탈의 인적자원 특성에 유의미한 영향을 주었다. 특히, 창업투자회사의 기업규모는 평직원수, 고학력 인력 수, 인적자원의 규모에 정(+)의 영향을 주는 것으로 나타났다. 둘째, 벤처캐피탈의 조직상황적 특성이 투자전략에는 전혀 영향을 주지 않는 것으로 나타났다. 셋째, 벤처캐피탈 회사의 인적자원의 특성은 부분적으로 그들이 구사하는 투자전략에 영향을 주는 것으로 나타났다. 고학력 인력수가 투자업종의 다양화와 직접적 관련이 있으며 평균투자규모는 평 임원의 수와 정(+)의 관계가 있다는 사실을 알 수 있었다.

비록 상관관계분석과 선형회귀분석을 통해 벤처캐피탈의 조직상황적 특성과 인적자원의 특성 간의 관계, 인적자원의 특성과 투자전략 간의 몇몇 변수에 대해 유의미한 관계를 확인할 수 있었지만 이에 대한 해석은 주의를 기울일 필요가 있다. 벤처캐피탈의 절대적 기업규모가 인적자원의 다양한 변수의 절대적 규모에 영향을 주는 것은 당연한 결과로 생각될 수 있기 때문이다. 하지만, 상대적 비율 간의 상관관계에 대한 실증연구도 기업의 규모와 관계없이 어느 정도의 전문 인력과 지원인력이 필요하다는 것을 생각할 때는 명확한 해석을 위한 적절한 대안이 될 수 없다. 앞으로 보다 면밀한 실증연구가 필요하다고 할 수 있다.

## 참 고 문 헌

- 고성수(2003), "벤처캐피탈 회사의 특성별 투자행태 및 성과분석", 한국금융연구원, 『정책조사보고서』, 제9호, pp.95-112.
- 이석규(1999), "벤처캐피탈 회사의 특성별 투자행태 및 성과분석", 『중소기업연구』, 제21권, 제1호, pp.208-228.
- 양혁승(2002), "전략적 인적자원관리: 기존 연구결과 및 향후 연구과제 개관", 『인사관리연구』, 제26권, 제2호, pp.113-143.
- 허문구(2006), "인적자본, 인력구성 및 전략", 『경영학연구』, 제36권, 제1호, pp.35-64.
- Barney, J.(1991), "Firm Resources and Sustained Competitive Advantage", *Journal of Management*, Vol.17, pp.99-120.
- Barney, J.(1992), "Integrating Organizational Behavior and Strategy: A Resource Based Analysis", *Advances in Strategic Management*, Vol.8, pp.39-61.
- Bae, J. and Lawler, J.(2000), "Organizational and Human Resource Management Strategies in Korea: Impact on Firm Performance in an Emerging Economy," *Academy of Management Journal*, Vol.43, No.3, pp.502-517.
- Bird, A. and Beechler, S.(1995), "Links between Business Strategy and Human Resource Management Strategy in U.S.-based Japanese Subsidiaries: An Empirical Investigation", *Journal of International Business Studies*, Vol.26, No.1, pp.23-46.
- Delery, J. E. and Doty, D. H.(1996), "Modes of Theorizing in Strategic Human Resource Management: Tests of Universalistic Contingency, and Configurational Performance Predictions," *Academy of Management Journal*, Vol.39, No.4, pp.802-835.
- Delery, J. E. and Shaw, J. D.(2001), "The Strategic Management of People in Work Organization: Review, Synthesis, and Extension", *Research in Personnel and Human Resources Management*, 20, pp.165-197.
- Gorman, M. and Sahlman, W. A.(1989), "What do Venture Capitalist do?", *Journal of Business Venturing*, 4, pp.231-248.
- Hamel, G. and Prahalad, C. K.(1989), "Strategic Intent", *Harvard Business Review*, Vol.67, No.3, pp.5-6.
- Huselid, M. A.(1995), "The Impact of Human Resource Management

- Practices on Turnover, Productivity, and Corporate Financial Performance", *Academy of Management Journal*, Vol.38, No.3, pp.635-672.
- Lee, J. H.(2002), *Three Essays in Entrepreneurship*, Unpublished Ph. D. dissertation, University of Virginia.
- Porter, M. E.(1980), *Competitive Strategy: Techniques for Analyzing Industries and Competitors*, New York: Free Press.
- Sahlman, W. A.(1990), "The Structure and Governance of Venture Capital Organizations", *Journal of Financial Economics*, 27, pp.473-521.
- Schuler, R. S.(1992), "Strategic Human Resource Management: Linking People with the Strategic Needs of the Business," *Organizational Dynamics*, Vol.21, No.1, pp.18-32.
- Timmons, J. A.(1989), "Venture capital: More than money?" In S. E. Pratt and J. K. Morris, Eds., *Pratt's Guide to Venture Capital Sources*, Wesley, MA: Venture Economics, pp.47-51.
- Wright, P. M., McMahan, G. C. and McWilliams, A.(1994), "Human Resources and Sustained Competitive Advantage: A Resource-based Perspective," *International Journal of Human Resource Management*, Vol.5, No.2, pp. 301-326.



# An Empirical Study on the Relationship among Firm Characteristics, Human Resources and Investment Strategies of Korean Private Venture Capitals

Lee, Joo Heon\*

## Abstract

There are many different types of risk capital competing for deals in the Korean entrepreneurial capital market. In the past, even though Korean private venture capitalists did not have their distinctive competitive advantages, due to government support and subsidies, they could be survived in the market. However, the government controlled area has changed to a market driven area which emphasizes market forces and competition rather than support and protection. In order to be competitive, Korean private venture capital firms need to recruit high calibre professionals and build required financial skills for wise entrepreneurial investments.

The purpose of this article is to analyze the relationships among firm characteristics, human resources, and investment strategies of Korean venture capital firms. We can find that the asset size of venture capital firms has a positive effect on the size of their human resources. However, we can not find any relationship between firm characteristics and investment strategies of venture capitals. Even though we find some evidences among some variables, we need to interpret the results very carefully. Further research would be needed to be carried out to clarify the disputable interpretations and our understanding of this area.

*Keywords: venture capital, human resource, Investment Strategy*

---

\* Professor, Department of Business and Government, Yonsei University.