

국내 엔젤투자 연구의 특징과 향후 방향은 무엇인가?*

김민 (국민대학교 글로벌창업벤처대학원 석사졸업)**

최병철 (한국외국어대학교 경영대학 부교수)***

이우진 (국민대학교 글로벌창업벤처대학원/경영학부 부교수)****

국 문 요 약

본 연구는 1997년 이후부터 2022년까지 한국연구재단에 등재된 학술문헌을 ‘엔젤투자’와 ‘엔젤투자자’ 그리고 ‘엔젤투자유치’의 키워드로 검색하여 조사된 문헌들을 연도, 연구주제, 연구방식, 연구대상, 연구방법의 분류를 통해 국내 엔젤투자에 대한 체계적 문헌고찰을 실시하였다. 본 연구를 통해 국내에서 엔젤투자를 주제로 한 연구현황을 분석하여 해외연구대비 상대적으로 부족한 분야의 주제를 제시하였다. 또한, 엔젤투자 연구의 체계적 확장을 위한 연구방향과 관련한 사회과학적 이론을 제시하였다. 그리고 마지막으로 엔젤투자 분야의 연구 활성화를 위해 어떤 부분들이 필요할지 시사점을 제시하였다.

본 연구로 수집된 문헌들을 분석한 결과 국내의 엔젤투자 관련 연구주제는 엔젤투자자의 특성, 벤처창업기업, 제도 및 정책, 엔젤투자의 사, 엔젤투자 유형 등에 초점을 두고 있었으며, 향후 연구에서는 엔젤투자 성과분석, 엔젤투자의 사례연구, 그리고 국내 엔젤투자 규모의 성장과 활성화에 도움이 될 수 있도록 연구의 확장이 필요하다는 결론을 도출하였다. 또한, 벤처창업기업, 엔젤투자 유형, 액셀러레이터, 벤처캐피탈, 제도 및 정책 등 특정 변수에 초점을 둔 연구에서 벗어나 크라우드펀딩, 투자수익률 등 엔젤투자에 관련된 다양한 변수관계를 연구할 필요가 있다. 특히, 앞으로 엔젤투자 성과를 예측하고 해석하는 데 중요한 역할을 하는 다양한 독립변수들과의 관계를 더 자세히 탐구하는 연구가 더욱 필요하다. 또한, 엔젤투자와 투자 의사결정에 영향을 미치는 다양한 변수들에 대한 이론적 구조를 분석하여 이러한 구조에 대한 질적 및 양적연구가 다방면으로 활성화 될 필요가 있다. 본 연구를 통해 향후 엔젤투자 분야에서 보다 다양한 연구가 진행되길 기대하며, 이러한 연구결과들은 국내 엔젤투자의 활성화에도 기여할 수 있을 것이다.

핵심주제어: 엔젤투자, 엔젤투자자, 체계적 문헌고찰, 모험자본, 연구동향

1. 서론

초기창업기업 중 성공의 길을 걷게 되는 기업은 20% 미만이다(Hyytinen & Toivanen, 2015). 이는 그만큼 초기창업기업은 다양한 위험에 노출되고, 이러한 위험을 극복하기가 절대 쉽지 않음을 의미한다. 이렇게 다양한 위험과 불확실성 중 초기창업이 당면한 가장 큰 문제는 자금인 경우가 많다. 초기창업기업은 가치를 창출하는 ‘생산조직’의 형태가 아니라 다양한 유무형의 자원을 소비하는 ‘소비조직’의 형태이기 때문에, 소모되는 자원에 대한 체감효과가 매우 클 수밖에 없다. 이러한 현실을 반영하듯 연구자들은 죽음의 계곡(Valley of Death)과 같은 강한 언어적 비유를 통해 초기창업기업들이 당면하는 어려움을 묘사하였다(Auerswald & Branscomb, 2003; Islam, et al., 2018; Lundqvist, 2014). 따라서, 초기창업기업의 가장 큰 어려움인 자금난을 해소하는 데 커다란 도움을 줄 수 있는

엔젤투자의 역할은 창업생태계 활성화 측면에서도 매우 중요하다. 하지만, 이미 초기창업생태계에서 엔젤투자의 역할과 기여에 대해서는 많은 공감대가 형성되었음에도, 체계적인 학술연구는 벤처캐피탈(venture capital)이나 사모펀드(private equity)와 같은 제도권 내 투자유형에 비해 상대적으로 적은 관심을 받아왔기 때문에 독립된 연구 분야로서 학문적 체계성 측면에서 인정받기에는 부족한 측면이 존재한다(김승찬·김홍근, 2019; 조병문·신현한, 2020). 그러나, 전 세계적으로 한 국가의 창업생태계 경쟁력이 국가의 경제성장을 이끄는 신동력으로 떠오른 최근의 정세를 고려하면(Stam & Van de Ven, 2021; Wurth et al., 2022) 창업생태계에서 초기창업기업의 생존에 핵심적인 역할을 하는 엔젤투자의 생태계에 관해서도 체계적인 연구가 이루어져야 할 필요가 있다.

본 연구의 방법론으로 체계적 문헌고찰(Systematic Literature Review)을 사용하여 국내 엔젤투자 연구동향과 흐름을 분석하였고, 향후 엔젤투자 연구의 체계성 강화를 위해 잠재적으

* 본 연구는 주저자 김민의 국민대학교 글로벌창업벤처대학원 석사학위 졸업논문을 바탕으로 작성되었습니다.

** 주저자, 국민대학교 글로벌창업벤처대학원 석사졸업, kimin087@naver.com

*** 공동저자, 한국외국어대학교 경영대학 부교수, bchoi@hufs.ac.kr

**** 교신저자, 국민대학교 글로벌창업벤처대학원/경영학부 부교수, drlee@kookmin.ac.kr

· 투고일: 2023-07-11 · 1차 수정일: 2023-08-14 · 2차 수정일: 2023-09-12 · 3차 수정일: 2023-10-18 · 게재확정일: 2023-10-26

로 활용될 수 있는 다양한 사회과학적 이론들을 제시하였다.

본 연구를 통해 국내에서 향후 엔젤투자에 대해 더욱 체계적인 연구를 할 수 있는 방향을 제시함을 그 목적으로 하고 있다.

이를 위해 90년대부터 출판된 엔젤투자 관련 국내 논문을 조사하였고, 이들의 연구 주제 및 방향을 분석한 후 연구가 진행 중인 분야와 향후 추가연구가 필요한 부분을 제안하였다. 초기 논문의 전수조사 단계에서 총 457편의 논문이 검색되었지만 중복된 논문, 비 등재지, 미완성된 형태의 논문, 공개자료가 없는 논문 등 복수의 기준을 통해 최종적으로 32편의 학술적으로 유의미함이 증명된 논문을 분석대상으로 연구를 진행하였다. 이후 연구의 흐름은 연구 주제 및 주요 변수라는 측면에서 분류하고 분석하였다.

국내에서 엔젤투자에 대한 실무적인 활동들과 정책적 지원은 2012년 (사)한국엔젤투자협회가 설립된 이후 많은 진전이 있었다. 전문엔젤투자자(현재 전문개인투자자) 등록제도와 엔젤투자 매칭펀드, 소득공제 제도 등 엔젤투자를 위한 다양한 정책을 지원하며 국내 엔젤투자는 지속해서 성장해 올 수 있었다. 하지만, 엔젤투자에 대한 실무적인 활동과 연구가 모두 풍부한 미국이나 영국 등 주요 선진국들과 비교하면 국내에서는 아직 엔젤투자에 관한 체계적인 연구가 부족한 것도 사실이다.

본 연구를 통해 국내에서도 향후 엔젤투자 관련 연구들에 많은 관심을 두고 실무적인 분야뿐 아니라 연구 분야에서도 엔젤투자 관련 논의가 더 활성화되어 국내 창업생태계의 성장에 기여할 수 있는 계기가 되기를 기대한다.

II. 이론적 배경

2.1. 기회형창업과 모험자본

국내에서 창업기업의 정책적 정의는 중소기업창업 지원법 제2조에 따라 새로 설립된 중소기업으로써 설립된 지 7년을 초과하지 않은 기업을 말한다. 일반적으로 창업기업은 창업의 동기와 목적에 따라 생계형 또는 기회형 창업으로 분류하고 있다. 2001년 GEM(Global Entrepreneurship Monitor) 보고서에서 처음으로 생계형 창업과 기회형 창업을 구분하기 시작하였으며, 기회형 창업은 기술창업이라고도 하고 창업가가 새로운 사업 기회를 실현하기 위해 창업을 하는 것으로 신기술이나 아이디어를 기반으로 창업하기 때문에 고위험을 무릅쓰고라도 고수익을 기대하며 경제성장에 직접 이바지하기 때문에 사회적으로도 매우 중요한 의미가 있다.

벤처투자 측면에서 창업의 형태를 위와 같이 동기와 목적에 따라서 구별하는 것은 매우 중요하다. 창업의 유형에 따라 투자의 성격과 목적도 달라질 수 있기 때문이다. 생계형 창업과 같이 창업의 목적이 안정적인 수입구조의 구축인 경우, 모험자본 즉 벤처투자 더 일정한 수익과 원금 상환을 목적으로 자본을 조달하여 성장하는 형태가 더 적합할 수 있다. 반면에

기회형 창업과 같이 새로운 혁신과 사업 기회 실현이라는 성장 지향적인 임무를 가지고 있는 경우에는 성장 가능성과 혁신 기술을 담보로 위험을 감수할 수 있는 모험자본의 조달이 더 적합할 수 있다. 따라서, 본 연구에서는 모험자본이라는 틀에서 엔젤투자를 벤처투자의 한 가지 형태로 인식하고, 기회형 창업을 추구하는 초기창업기업을 주요 투자대상으로 보았다.

2.2. 엔젤투자자와 연구동향

엔젤투자(Angel Investment)는 1960년대 미국 실리콘밸리에서 창업 활성화에 따라 자금지원이 시작되면서 산업적으로 ‘엔젤투자’의 용어를 사용하기 시작했다(임채운·지용희, 1999). 엔젤투자자는 크게 1) 개인엔젤투자자와 2) 개인엔젤투자자들이 모여 중기부에 등록된 엔젤클럽, 3) 그리고 일정한 요건에 부합하여 (사)한국엔젤투자협회에 홈페이지에 등록이 되어 있는 전문개인투자자, 4) 중기부에서 설립인가를 받은 개인투자조합, 5) 액셀러레이터와 같은 법인형엔젤투자자로 분류된다(고영하·황철주, 2019). 이러한 엔젤투자자 중에는 창업생태계에 악영향을 끼치고 있는 블랙엔젤의 사례도 있다. 블랙엔젤이란 재무구조가 취약하고 금융대출이나 기관투자를 유치하기 힘든 벤처기업에 투자한 후 지분을 취득 후 창업자를 밀어내고 경영권, 기술 정보 등을 빼앗는 엔젤투자의 본 취지에 어긋나는 방식의 엔젤투자자를 일컫는다(차민규, 2019).

성공적으로 경영되는 창업기업이라 하더라도 초기성장단계에서는 항상 운영자금의 부족 문제 때문에 이러한 블랙엔젤의 횡포에 취약할 수 밖에 없고, 이러한 문제는 시장에서 인정받은 전문개인투자자나 역량 있는 벤처캐피탈리스트를 통해 해결될 수 있다(강대석, 2001).

해외의 연구나 문헌에서는 ‘엔젤투자자’를 ‘비즈니스 엔젤(Business Angel)’로 주로 지칭하며, 이 두 용어를 혼용하며 같은 의미로 사용한다. 여기서 비즈니스 엔젤은 역시 엔젤투자자와 마찬가지로 의미로 창업기업과의 개인적인 관계가 없이도 리스크를 감수하고 자기자본을 투자하는 개인투자자를 의미한다. 미국에서는 증권법에 따라 엔젤투자자를 공인투자자(accredited investor)로 등록하며 충분한 자산을 보유하고 투자하는 개인으로 정의하고 있다. 엔젤투자자들은 높은 순자산 보유를 보유하고 있으며 개인적으로 투자 활동을 하거나 혹은 많은 경우 비공식 조직으로 활동한다. 이러한 활동을 통해 가족이나 친인척과 연계되지 않은 비상장의 기업에게 직접 본인이 보유한 자금을 투자하는 투자자로 투자 이후 회사의 이사회 혹은 자문가로 사업에 참여하여 기업의 성장을 지원한다(공성현, 2014). 최근에는 엔젤클럽의 형태를 공식화 하는 경우도 생겨나게 되면서 공식적인 조직을 통해 활동을 하는 경우도 많아지고 있다.

이러한 비즈니스 엔젤에 대한 학술적 연구주제는 시간에 따라 변화해왔다. 초기에는 엔젤투자자의 프로파일 연구가 주를

이루어졌고, 이후 엔젤투자의 의사결정에 관한 연구, 그리고 엔젤투자의 수익에 대한 연구로 변화했으며, 최근에는 시장의 조직화(Aernoudt, 2004), 수요측면의 관점에서의 엔젤투자, 이론적 관점, 그리고 정책적 문제에 대해 다루고 있다(White & Dumay, 2017). 이처럼 비즈니스 엔젤에 관련된 문헌에서 연구 주제의 범위가 매우 넓게 나타나고 있지만, 대다수에 연구는 비즈니스 엔젤에 그 자체에 초점을 맞추어 엔젤투자자의 특성이나 행동을 분석하고 있다. 비즈니스 엔젤에 대한 향후 연구주제로는 정책, 크라우드펀딩, 성평등, 신흥시장 및 국제화의 영역에 대한 주제가 향후 연구방향으로 제시되고 있다(White & Dumay, 2017).

본 연구에서는 다양한 엔젤투자의 형태 중 법인형엔젤투자나 LP로 참여하는 개인투자조합, 또는 새롭게 나타나고 있는 크라우드펀딩과 같은 엔젤투자형태의 보다는 가장 초기의 엔젤투자 활동의 의미를 나타내었던 개인의 엔젤투자 활동에 보다 초점을 맞추어 조사를 진행하였다.

III. 체계적 문헌고찰(Systematic Review)

본 연구는 국내 엔젤투자에 관한 전반적인 연구동향을 파악하고 분석하여 현재 선진국과 비교하면 상대적으로 부족한 국내의 엔젤투자 관련 분석을 통해 더욱 건설적인 연구방향을 제시하는 데 그 목적을 가지고 있다. 이를 위하여 본 연구는 그동안의 연구내용을 종합적으로 살펴보기 위해 체계적 문헌고찰(Systematic Review) 방법을 활용하여 연구 동향을 분석하고자 하였다.

체계적 문헌고찰이란 특정 연구 질문에 대한 답을 도출하기 위해, 구체적인 적격 기준에 맞는 모든 실증적 근거들을 종합하는 연구방법이다(Morton et al., 2011). 또한, 근거들을 종합하는 데 있어, 명확하고 체계적인 방법을 통하여 연구결과의 편향성을 최소화함으로써 신뢰할 수 있는 결과를 제공한다(Liberati et al., 2009). 체계적 문헌고찰은 연구대상 문헌의 검색, 선정, 분석, 결과의 통합 절차와 기준을 사전에 체계적으로 설정하고, 연구목적에 맞는 모든 연구를 수집, 분석하여 문헌에서 제시한 결과에 대한 통합을 통해서 연구 질문에 대해서 결론을 도출한다(원지현, 2020). 체계적 문헌고찰의 연구 진행은 1단계: 문헌검색, 2단계: 문헌선별 및 선정, 3단계: 문헌추출, 4단계: 문헌분석, 5단계: 분석에 관한 결과논의의 다섯 단계로 이루어진다(정부일·현병환, 2018). 문헌검색 단계는 관련 데이터베이스에서 명확한 검색 키워드를 사용하여 검색을 수행하는 단계이다. 그다음은 연구 문헌의 선정과 배제 절차에 따라 질문에 적합한 문헌을 선택, 선별하는 단계이다. 3단계인 연구문헌을 추출하는 과정은 선정된 문헌의 목록에 따라 추출하여 분석하게 된다(정부일·현병환, 2018). 마지막으로, 문헌분석 이후 논의의 단계에서는 추출한 문헌목록에 대해 실질적인 내용을 분석하고 공통성을 찾아낸다(원지현, 2020). 그 결과를 토대로 논의 및 제언을 끌어낸다. 이런 체계

적 문헌고찰의 방법은 타 연구자들이 해당 연구과정을 충분히 이해하고 연구에 대한 신뢰를 높일 수 있도록 연구방법과 절차를 최대한 자세하고 투명하게 서술한다. 예를 들면, 체계적인 문헌고찰에서 PRISMA 차트를 통한 구체적인 문헌선정 과정에 대한 설명은 질적연구에서 발생할 수 있는 연구자 편향과 경험에 의한 주관적인 판단을 보완할 수 있을 것으로 기대한다. 이렇게 선정된 문헌들은 통합적 시사점을 제시하기 위해 문헌의 질적평가의 방법인 증거의 무게(Weight of Evidence)를 사용하여 연구자가 분류를 하였고, 본 과정에서 탈락된 자료 없이 전체 자료를 분석에 사용하였다.

본 연구에서는 체계적 문헌고찰 방법론을 통해 국내 엔젤투자에 관한 선행연구들을 수집 및 분석함으로써 엔젤투자 관련 연구에서 사용하는 변수들을 살펴보고 향후 국내 엔젤투자의 활성화를 위한 연구 방향을 제시하였다.

3.1. 분석대상 문헌의 선정: PRISMA 차트

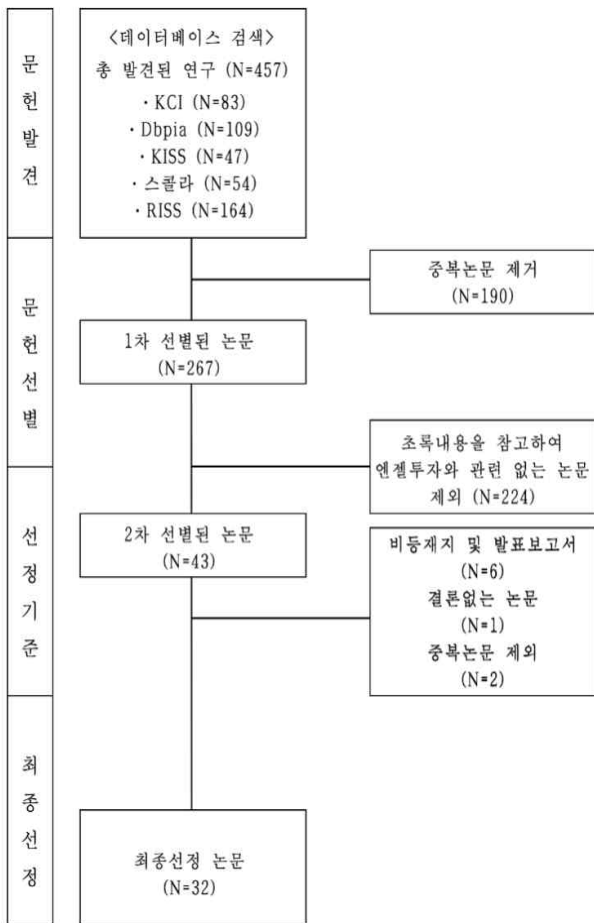
본 연구는 국내 엔젤투자 분야의 연구 동향을 알아보기 위해 기존 선행연구들을 조사 및 분석하는 체계적 문헌고찰을 통해 종합적인 판단을 하여 국내 엔젤투자 분야의 향후 연구 방향을 제시하고자 한다. 이에 국내 엔젤투자와 관련된 학술지 및 논문을 수집하기 위해 대표적인 국내 학술 데이터베이스인 KCI, DBpia, KISS, 스콜라, RISS의 검색엔진으로 검색을 시작하였다. 주요 검색어로는 ‘엔젤투자’, ‘엔젤투자자’, ‘엔젤투자유치’의 세 개 키워드를 검색에 사용하였다. 앞서 선행연구에서 살펴본 바와 같이 엔젤투자의 분류에는 액셀러레이터와 같은 법인형 엔젤투자나 크라우드펀딩과 같이 새로운 플랫폼을 활용한 형태의 엔젤투자 등 다양하고 광범위한 활동들이 함께 포함되기도 하지만, 본 연구에서는 보다 본질적 의미의 엔젤투자에 관한 연구에 초점을 맞추기 위해 검색어 위외의 세 가지로 제한하였다. 논문 수집은 1997년부터 2022년 3월까지 발간된 논문으로 설정하였으며 KCI에 등재된 학술단체 및 학술지에 발표된 논문을 주 분석대상으로 선정하였다. 아래 <표 1>은 키워드별 학술 데이터베이스의 검색결과이다.

<표 1> 주요 키워드를 검색한 DB검색결과

구분	엔젤투자	엔젤투자자	엔젤투자유치	총계
KCI	48	25	10	83
DBpia	64	33	12	109
KISS	37	10	0	47
스콜라	30	18	6	54
RISS	94	51	19	164
총계	273	137	47	457
중복논문 제외 총 합				267

5개의 학술 데이터베이스에서 총 457편의 논문이 검색되어 수집되었고, 세 개의 키워드에서 검색된 논문 중 중복되어 선정된 논문 190편을 제외하여 총 267개 논문을 1차 분석대상

논문으로 설정하였다. 그러나 해당 논문 중 내용상으로 엔젤 투자와 직접적인 관련이 없는 논문을 연구자가 초록과 본문 내용을 검토하여 224개의 논문을 연구분석 대상에서 제외하였다. 이러한 논문들은 1) 벤처캐피털 관련 주제의 논문으로 엔젤투자를 극히 일부 다루고 있거나, 2) 액셀러레이터 관련 주제의 논문으로 엔젤투자를 키워드로 설정하였거나, 3) 창업 생태계 관련 주제로 엔젤투자의 기능에 대해 간략히만 설명된 논문들이다. 놀랍게도 엔젤투자가 핵심 주제가 되어 분석된 연구들은 기대보다 매우 낮은 43개뿐이었다. 다시 이 논문 중에서 비등재지와 발표 보고서 등의 연구 6개를 제외하고, 전체 내용 열람이 되지 않는 논문 2편 제외, 결론이 없는 논문 1개 제외, 중복된 논문 2개를 포함하여 총 11편의 연구를 제외하였고 마지막으로 32편의 논문을 최종 선정하였다.



<그림 1> PRISMA 차트를 통한 연구진행 과정

본 연구에서 최종 선정된 연구 총 32편은 <표 2>와 같이 학술논문 16편과 학위논문 15편, 그리고 관련 연구기관의 보고서 1편이며 해당 논문을 대상으로 체계적 문헌고찰을 실시하였다. 마지막 1편의 연구보고서는 KISS(한국학술정보) 데이터베이스에서 검색된 연구 자료로 ‘엔젤투자’가 연구의 핵심 주제로 상세하게 기술되어 있어 본 연구의 분석대상 연구로 포함시켰다.

<표 2> 최종 수집된 분석대상 문헌의 형태

연구형태	편수
학술논문	16 편
학위논문	15 편
보고서	1 편

3.2. 수집된 연구문헌의 특징 요약

본 연구는 체계적 문헌고찰 방법을 적용하여 1997년부터 2022년 3월까지 발간된 연구문헌 중 국내 5개의 학술 데이터베이스인 KCI(한국학술지인용색인), KISS(한국학술정보), DBpia(누리미디어), 스퀴라(교보문고), RISS(한국교육학술정보원)에서 ‘엔젤투자’, ‘엔젤투자자’, ‘엔젤투자유치’의 3가지 키워드로 문헌검색을 실시하였다. 그리고, 키워드 검색을 통해 수집하고 최종선정 한 32편의 선행연구를 분석하여 국내 엔젤투자에 관한 연구동향을 분석하였다.

최종 선정된 32개 논문들에서 핵심적으로 다루고 있는 주제를 종합하면 벤처창업기업, 엔젤투자자, 엔젤투자 의향, 엔젤투자 유형, 스타트업 창업, 엔젤투자, 엔젤투자 성과 순으로 총 7가지였다. 각 주제에 대한 논문들의 개수는 엔젤투자자 6개, 벤처창업기업 6개, 엔젤투자의향 5개, 엔젤투자유형 4개, 창업 4개, 엔젤투자 4개, 그리고 기타주제 3개로 나누어졌다.

이렇게 엔젤투자 관련 핵심주제에서 다루고 있는 종속변수들은 제도와 정책, 엔젤투자 의사결정, 엔젤투자자, 벤처/스타트업 기업, 투자유치, 엔젤투자 활성화, 벤처캐피탈 순으로 정리할 수 있었다.



<그림 2> 수집된 연구 문헌에서 활용되는 종속변수

그리고 벤처캐피털이나 클라우드펀딩이 핵심 주제나 핵심 내용으로 판단되면 분석대상 논문에서 제외했지만, 연구의 핵심 내용은 아니지만, 변수로 사용되는 예도 있어 클라우드펀딩, 엔젤투자 수익률, 마이크로 VC 등의 변수들도 엔젤투자의 연구에서 점차 활용되고 있음을 확인할 수 있었다.

<표 3> 수집된 연구 문헌의 핵심주제 및 활용변수

분류	내용
핵심주제	벤처창업기업, 엔젤투자자, 엔젤투자 의향, 엔젤투자 유형, 창업, 엔젤투자, 엔젤투자 성과
활용변수 (종속변수)	제도 및 정책, 투자 의사 결정, 엔젤투자자, 벤처기업, 투자유치, 엔젤투자 활성화, 벤처캐피탈
기타변수	클라우드펀딩, 엔젤투자 수익률, 마이크로 VC

최종 수집된 32개의 연구 문헌은 연구방식에 따라 질적연구 18개와 양적연구 12개, 그리고 혼합연구 2개로 구분할 수 있었다. 연구 진행에 따른 분석방식은 선행연구분석 11개, 설문 분석 11개, 사례연구 6개, 인터뷰 분석 2개, 통계조사 2개의 연구방식이 활용되었다. 분석에 사용된 연구방법론으로는 문헌고찰 13개, 지표 및 자료분석 7개, 설문지 및 인터뷰 5개, Delphi 및 AHP 3개, 교차분석 1개, 다중회귀분석 1개, 다층모형분석 1개, PLS(Partial Least Squares) 구조방정식 모형분석 1개 등의 연구방법이 활용된 것으로 확인되었다.

다른 분야도 마찬가지이지만 특히 개인투자자 중심의 엔젤 투자에 대한 데이터는 확보가 쉽지 않기 때문에 엔젤투자 관련 통계데이터를 분석한 연구들이 많지 않다. 설문조사를 통한 엔젤투자자 개인별 데이터를 확보하여 분석하는 것도 중요하고, 다양한 질적연구가 이루어지는 것도 국내 엔젤투자 연구 분야의 확대를 위해서 필요하다. 이러한 측면에서 앞으로 더욱 다양한 분석방법이 이루어져야 할 것이다.

<표 4> 수집된 문헌의 특징요약

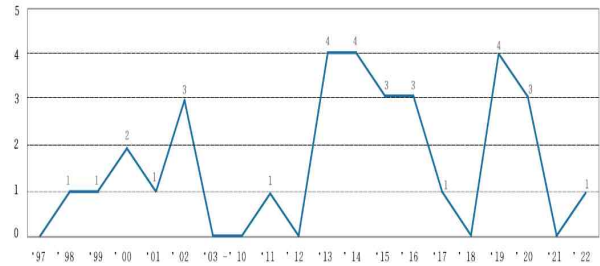
분류	내용
연구방식	질적연구 18, 양적연구 12, 혼합 2
분석방식	선행연구분석 11, 설문 11, 사례 6, 인터뷰 2, 통계조사 2

IV. 선정문헌의 고찰 및 분석결과

본 연구의 첫 번째 단계에서는 체계적 문헌고찰 방법을 통해 총 32개의 국내 엔젤투자 관련 연구 문헌들을 선별하였고 해당 문헌들에서 핵심적으로 다루고 있는 주제와 활용변수를 살펴보았다. 선별된 문헌들에서는 국내 엔젤투자의 특징, 투자 의사 결정요인, 투자대상 기업의 특징을 다룬 연구가 주를 이루고 있었다.

최종 선정된 연구 문헌 32개를 살펴보면 1997년부터 2002년까지의 문헌은 총 8건으로 2000년도 벤처 붐 시기를 전후하여 엔젤투자와 관련된 연구에 관심이 높아졌음을 확인할 수 있었다. 2000년대 초반의 닷컴버블 이후 엔젤투자 관련 연구는 양적인 측면에서 주춤한 모습을 나타냈고, 2003년부터 2010까지 선정된 논문 내에서는 핵심 주제가 엔젤투자인 논문을 찾아볼 수 없었다. 2002년 발간된 엔젤투자 관련 연구에

서도 국내 엔젤투자에 관한 연구가 매우 미미함을 지적하고 있다(이기환, 2002). 주춤했던 엔젤투자 관련 연구는 다시 2011년부터 증가하기 시작하여 2022년까지 24건의 연구 문헌을 찾을 수 있었다. 이는 첫 번째 벤처 붐 이후 다시 벤처 활성화에 대한 중요성을 바탕으로 정부의 창업지원과 민간의 관심이 높아지면서 엔젤투자 연구도 함께 활성화되기 시작한 것으로 해석된다. 아래 <그림 2>는 선정된 논문을 연도별로 정리한 것이다.



<그림 3> 엔젤투자 관련 연구문헌의 연도별 발간현황

이처럼 국내 엔젤투자의 특성을 다룬 연구 문헌들에서는 각 문헌마다 특정 관점을 가지고 전반적인 현상을 설명하고 있는데, 예를 들면 개인마다 정보를 처리하고 활용하는 방식이 달라 의사결정에 영향을 미치는 특성이 다양하다는 관점(Allinson & Hayes, 1996; Riding & Cheema, 1991), 개인의 인지 형태에 따른 엔젤투자자의 특성이나 성과창출 과정의 분석(황병선 외, 2017; 김보경, 2005), 그리고 추가적으로 창업가의 열정과 투자 가능성과의 관계 유의성 등이 나타났다.

또한, 엔젤투자자의 행동을 분석하는 관점에서는 개방성이 높은 개인은 새로운 아이디어나 가치관에 민감하고 세상에 대한 호기심이 풍부해서 다양한 경험 속의 삶을 경험하려고 하며(Costa & McCrae, 1992), 엔젤투자자가 가지고 있는 개방성은 문제해결 방법이나 아이디어를 창의적으로 만들어 내거나 주어진 상황에 대해서 새로운 접근을 선호한다고 해석된다. 즉, 엔젤투자자의 개방성의 정도에 따라 창업가의 열정과 투자 가능성의 관계가 달라질 수 있다는 해석으로 이해할 수 있다. 따라서 엔젤투자자는 투자대상 기업에 대한 투자의사결정을 할 때 자신이 도움을 줄 수 있는 사업인지, 또한 창업가는 도움을 받으려는 의향이 있는지를 검토하게 된다. 엔젤투자자는 기업의 사업화 가능성만을 보는 것이 아니라 창업가와와의 관계와 멘토링(mentoring)의 가능성을 고려하기 때문이다(Balachandra et al., 2014).

엔젤투자자가 투자대상 검토 시 고려하는 요인들에 대해서는 창업가의 개인 능력에 대한 평가뿐만 아니라 비경제적인 요인도 고려하고 있음을 설명하며(Clark, 2008; Fried & Hisrich, 1994), 그 때문에 엔젤투자자는 투자설명회에서 특정 기업에 더 많은 시간을 할애하고(Morrisette, 2007), 자신들이 주는 도움으로 기업은 성장하고 궁극적으로 엔젤투자 수익률에도 도움이 될 것으로 믿는다(Wiltbank, 2005). 엔젤투자자들

은 시간이 돈보다 더 가치 있는 자산으로 생각하는 경우가 많으므로 창업자에게 조인하는 행위들에 대한 수용 태도가 중요한 요인이 되기도 한다(Wiltbank & Boecker, 2007). 대부분 엔젤투자자들은 기업에 일단 투자하면 깊이 관여하기를 원하며, 경우에 따라서는 임시 CEO나 공동설립자의 역할을 하기도 한다(Morrisette, 2007).

기존 문헌에서 엔젤투자자의 투자사결정에 영향을 주는 요인에 관한 연구를 살펴보면, 미국의 엔젤투자자는 창업가의 진실성과 신뢰성, 열정과 창업팀을 가장 중요한 요인으로 평가하였고, 이에 대한 요인들에 대한 중요성은 한국의 엔젤투자자들도 크게 다르지 않게 생각하는 것으로 나타났다(공성현, 2014). 국내에서도 엔젤투자자들이 투자 의사 결정 시 대부분 기업가적 특성에 관련된 요인들이 중요한 것으로 나타났으며, 시장의 성장성을 엔젤투자 의사결정 요인 중 가장 중요하게 평가했지만, 투자자들의 주요 관심분야는 창업가의 특성으로 나타났다. 이러한 창업가의 특성에 대한 세부요인은 열정과 헌신, 기업운영 및 관리역량, 사업에 대한 적합성과 진실성, 신뢰성이 가장 공통으로 서술하고 있는 요인들이었다. 엔젤투자자의 투자 의사 결정요인과 개인투자조합 출자자(LP; Limited Partner)의 출자 의사결정 요인을 비교해보면, 엔젤투자자는 창업가의 특성을 가장 주요한 요인으로 고려하지만, 개인투자조합 출자자는 재무적 특성을 최우선으로 고려하고 제품서비스 특성을 다음으로 고려하여 큰 차이를 보여준다(김승찬·김홍근, 2019). 이러한 차이는 본 연구에서 수집된 연구 문헌들에서도 본연의 의미가 있는 개인의 엔젤투자 활동과 개인투자조합의 출자를 통한 엔젤투자 활동의 차이점을 비교하여 볼 수 있었다. 이렇게 수집된 문헌에서 엔젤투자자가 엔젤투자를 하는데 가장 중요하게 고려하는 주요요소 10가지는 창업가의 열정, 진실성, 매출 창출 가능성, 창업가의 전문성, 창업가에 대한 호감도, 시장의 성장 가능성, 제품/서비스의 품질, 재무적 보상, 틈새시장 여부, 창업가 경력 등으로 나타났다(공성현, 2014).

본 연구에서 조사되었던 엔젤투자 관련 연구 문헌을 정책적인 측면에서 살펴보면 다음과 같은 시사점을 도출할 수 있다. 우선 거시적으로는 창업기업의 자금조달 활성화를 위한 투자희수 시장의 활성화가 준비되어야 하고, 정책적으로는 국내 엔젤투자의 증가를 위해 개인엔젤투자 뿐만 아니라 기관투자자들도 초기창업기업에 투자하도록 유도하기 위해 엔젤투자 전용 펀드를 운용하며, 엔젤투자에 대한 세제지원 정책도입이 필요함을 기술하고 있다. 특히, 초기창업기업에 대한 담보나 보증으로 자금조달을 하기보다는 엔젤투자 유치로 창업을 시작할 수 있는 생태계로 전환되고 기업의 성장 후에 빠른 회수를 통해 창업가나 투자자들이 이익을 거두어 초기창업기업들에 재투자하는 선순환 구조로 발전할 수 있는 실리콘밸리와 같은 창업생태계 구축의 필요를 주장한다.

또한, 엔젤투자 후 후속 투자까지 가는데 이르는 어려움에 대한 설명들도 수집된 연구 문헌에서 다루고 있다. 즉, 창업기업이 초기 단계의 엔젤투자 자금조달을 벗어나 벤처캐피털

이 선호하는 투자 규모의 성숙단계에 이른 기업이 되기까지 성장해가는 여정에서 모험자본의 공급 부족 현상을 겪는 현상을 겪게 된다. 즉, 초기창업단계에서 자금조달이 기업이 필요한 금액보다 엔젤투자자들이 투자하는 금액이 부족한 현상이 발생한다. 이러한 현상을 Equity Gap이라 부르며 엔젤투자로는 초기창업기업이 성장에 필요한 충분한 자금을 확보하기 어려운 경우를 의미한다. 사실, 이러한 성장단계의 스타트업은 자본부족 단계를 극복하고 벤처투자를 받을 수 있는 시점에 도달하기 위해 여러 번의 자금조달 및 적절한 투자구조를 갖추는 노력을 해야하며, 이러한 초기단계에서 자금공급의 원활함은 기업의 성공 또는 실패를 결정할 수 있으며 기업생존에 큰 영향을 미친다. 따라서 전문성과 경험을 바탕으로 고수익 그리고 고위험의 창업 초기기업에 자신의 자산을 투자하는 엔젤투자자들의 역할은 창업생태계에서도 매우 중요하다고 할 수 있다. 엔젤투자는 2000년 벤처 붐 당시 창업 초기기업의 자금공급원으로써 개인투자자들에 의한 엔젤투자가 활발하였으나, 2000년 이후 벤처 붐 붕괴와 코스닥 시장 침체에 따라 급속한 축소를 겪은 이후 한동안 회복되지 못했다(한국벤처투자, 2011). 이렇게 국내의 엔젤투자 시장의 흐름에서 국내 초기의 엔젤투자자들은 전문적인 엔젤투자자의 전형적 유형과는 거리가 있는 고수익만을 추구하는 일반 투자자들이었으며, 2010년도 초기 엔젤투자 시장도 이러한 일반 엔젤투자자들이 주도하고 있는 상황으로 분석하였다(자본시장연구원, 2013). 이 분석에서는 엔젤투자자의 전문성과 경험부족, 엔젤투자의 속성과 엔젤투자자 자신의 수익률 및 위험선호도의 불일치가 벤처 붐 붕괴에 따른 낮은 수익률과 비판적 투자회수 전망이 국내의 엔젤투자 전반에 대한 부정적인 시각과 극심한 침체로 이어지게 되었다고 설명하고 있다. 이렇게 엔젤투자 전반에 대한 부정적인 시각 및 극심한 시장의 침체는 엔젤투자 세제지원의 유효성에도 부정적인 영향을 끼치게 되었으며, 정부의 미약한 엔젤투자 유인책 또는 지원책 축소가 엔젤투자의 감소로 이어지는 등 악순환 구조가 반복되고 있다고 지적하였다. 하지만, 수집된 연구문헌에서의 다양한 지적들은 과거의 현상들에 대한 분석을 하는 경우들이 많았으며, 실제 2012년 한국엔젤투자협회가 설립되어 활동을 한 후 엔젤투자 소득공제 확대, 전문개인투자자 매칭펀드 및 콜옵션제도 확립, 엔젤투자자에 대한 교육 등의 다양한 국내 엔젤투자 활성화를 위한 조치들이 이루어져 왔다.

위와 같이 본 연구에서는 국내에서 연구된 엔젤투자 관련 문헌들을 분석하여 엔젤투자의 특징과 투자 의사 결정요인, 그리고 투자대상 기업의 특징에 대해 어떠한 특징이 있는지 살펴보고 있다. 추가적으로 엔젤투자 분야의 향후 연구를 위해서 많이 다루어지지 않는 분야의 연구들은 어떠한 부분들이 있는지 그리고 체계적인 현상의 이해를 위해서는 어떤 이론 및 프레임워크를 사용할 수 있는지 다음 장에서 제시하였다.

V. 엔젤투자 연구 체계화를 위한 향후 연구방향

엔젤투자자와 창업가 사이의 엔젤투자에서 연구의 핵심주제는 엔젤투자자가 창업자에게 제공하는 자원, 창업자가 투자의 반환으로 제공하는 가치, 그리고 이들 간의 거래 혹은 교환방식에 대한 부분들로 요약된다. 엔젤투자는 일반적인 재무적 목적의 투자자와 다르게 정보의 비대칭성이 매우 높은 상황에서 창업자와 투자자는 이를 극복하고 상호 간 최선의 결과를 얻기 위해 개인적인 유대감을 형성하며 다양한 방식의 상호작용을 통해 정보를 탐색한다는 점이다. 이는 수집된 문헌의 선행연구들 대부분이 엔젤투자자가 투자 시 고려하는 요인들에 관하여 탐구해 보았다는 점에서도 확인할 수 있다.

본 연구에서는 국내 엔젤투자의 특징과 투자자의 결정요인, 그리고 투자대상 기업의 특징에 대해 문헌을 통해 살펴보고, 향후 연구를 위해 활용이 가능한 이론들을 탐색해 보았다. 즉, 선행연구에서 다루어진 핵심주제들을 바탕으로 국내 엔젤투자 연구의 체계화를 위해 활용이 가능한 세 가지 개념적 프레임워크를 다음과 같이 제안한다. 이러한 프레임워크를 통해 엔젤투자의 행위 현상을 설명할 수 있는 각 요소를 살펴보고 해당 요소들이 작동하는 근본적인 메커니즘에 대한 이해를 높일 수 있기를 기대한다. 이는 국내 엔젤투자 관련 연구의 체계화에 토대를 만드는데 기여하는 동시에 실무적으로 국내 엔젤투자의 활성화를 위한 통찰력을 증진할 수 있기를 기대해본다.

5.1. 자원의존이론(Resource Dependence Theory) 관점

우선적으로 고려해야 할 이론은 엔젤투자자와 창업자 사이에서 교환되는 자원에 관한 이론이다. 표면적으로는 엔젤투자자가 창업자에게 필요한 자원을 일방적으로 제공하는 것 같지만, 엔젤투자를 통한 거래는 상호 간 레버리지(leverage)로 활용할 수 있는 자원이 존재하며 이는 엔젤투자자와 창업자 간의 상호작용에 커다란 영향을 미친다.

자원의존이론(Resource Dependence Theory; RDT)은 조직 혹은 개인 간의 자원의 흐름과 그에 따른 의존성 형성 및 변화에 주안점을 두는 이론이다. RDT에 의하면, 조직은 다양한 불확실성을 극복하고 목표를 달성하기 위해 필요한 자원을 확보해야 한다. 자원이 외부에서 확보되어야 하는 경우에는 의존성이 발생하게 되며, 이러한 의존성을 고려하여 목표 달성을 위한 최적의 전략을 결정하게 된다(Pfeffer & Salancik, 1978; Davis & Cobb, 2010). RDT는 조직의 전략과 행동을 이해하는데 중요한 근거를 제공해준다. RDT는 조직이론에 기반하여 발전되었지만, 이 이론이 제공하는 통찰력은 엔젤투자 그룹과 창업기업 또는 엔젤투자자와 창업가와 같은 다양한

수준의 그룹 간 관계에도 적용할 수 있다.

엔젤투자자가 창업자에게 초기의 필요자원을 제공함으로써 의존성이 일방적으로 형성된다고 생각하기 쉽다. 그러나, 모든 거래 관계는 본질적으로 상호의존적이라는 것을 고려하면, 이러한 가정을 확장해볼 수 있다. 이와 같은 측면에서 RDT를 바탕으로 엔젤투자자와 창업가 간의 관계를 상호의존적인 자원교환의 관점에서 바라보는 새로운 접근방법은 엔젤투자 관련 다양한 연구의 초석이 될 수 있다.

창업가는 창업 초기에 필요한 다양한 유형의 자원(자금, 지식, 네트워크 등)을 확보하기 위해 엔젤투자자에게 의존할 수 있다. 이런 자원들은 사업의 시작과 성장에 결정적인 역할을 하며, 엔젤투자자는 이런 자원을 제공함으로써 창업자를 의존하게 만든다. 그러나 이런 관계가 한 방향으로 고정된 것은 아니다. 엔젤투자자는 창업가가 운영하는 스타트업을 통해 투자 수익을 얻는 동시에, 그들의 가치실현을 위해 창업가의 결정 및 능력에 의존한다. 창업가의 자산인 아이디어, 기술력, 네트워크 등은 엔젤투자자에게 새로운 가치를 제공하며, 이런 가치는 엔젤투자에서 재무적 가치 이상을 의미할 수 있다.

따라서 엔젤투자자와 창업가 사이의 관계는 본질적으로 상호의존적이며, 이런 의존성은 정보교환, 신뢰의 구축, 협상 등의 과정을 통해 관리되고 최적화된다. 이를 통해 다양한 불확실성을 효과적으로 극복하고 건전한 파트너십을 형성하는 데 기여할 수 있다. 하지만 이러한 균형이 항상 보장되는 것은 아니다. 의존성은 권력을 생성하며 이해관계가 존재하는 상황에서 권력 균형은 항상 어렵기 때문이다.

그렇지만, RDT가 제안하는 바에 따르면 의존성은 본질적으로 양방향일 수 있다. 이러한 통찰력이 엔젤투자자와 창업가 사이의 행동과 전략에 영향을 미칠 수 있다는 점을 고려하면, 향후 엔젤투자 관련 연구에서 이러한 관점을 적용해볼 가치가 있다.

5.2. 의사결정이론(Judgment and Decision-making Theory) 관점

두 번째는 초기에 엔젤투자자들 간 투자자의사가 어떻게 형성되는가를 설명하기 위한 이론이다. 정보의 비대칭성이 매우 높은 상황에서, 엔젤투자자라 하더라도 최소한의 불확실성 해소를 위해 결국은 어떤 형태로든 레퍼런스(reference)를 탐색하게 된다. 즉, 초기투자자 그룹의 형성 및 이들의 투자 결정에 영향을 미치는 투자자 그룹 내부의 영향요인이 존재할 수 있다. 최근 Bruckner et al.(2022)의 연구에 따르면, 스타트업에 대한 초기 엔젤투자 관련하여 투자 행동을 이해하기 위해 의사결정 이론에 대한 중요성을 강조하였다. 이 연구의 주요 가정은 창업 초기의 투자에 참여하는 엔젤투자자들을 완전한 합리성을 가진 존재로 인정하지 않는다. 많은 경우, 합리적이고 분석적인 판단보다는, 인지심리학적 요인이 그들의 결정에 중요한 역할을 하는 것으로 보는 것이다. 특히 엔젤투자자와 같

은 창업 초기투자에서는, 다양한 개인들이 각자의 결정을 내리는 과정에서 이성적 판단뿐만 아니라 개인의 감정적 요소가 투자 결정에 큰 영향을 미친다고 설명한다.

이러한 인지심리학적 요소들은 창업 초기 엔젤투자 그룹의 형성에 대한 중요한 인사이트를 제공하는데, 이는 앞서 언급한 Bruckner et al.(2022) 연구에 잘 드러나 있다. 이 연구는 높은 불확실성이 존재하는 초기투자단계에서 군집행동(herd effect), 과도한 자신감(overconfidence), 프레임링 효과 (framing effect) 등의 다양한 인지심리학적 요소들이 투자결정 과정에 큰 영향을 미칠 수 있다고 주장하였다.

이러한 요소들 중 특히 군집행동은 개인이 주변의 다른 사람들의 의사결정에 크게 영향을 받는 현상으로, 이는 개인이 자신의 정보가 다른 사람들과는 다른 행동을 권장하더라도 다른 사람들과의 의견을 일치시키는 경향을 나타내는 현상이다(Banerjee, 1992). 창업 초기투자에 참여하는 엔젤투자자들에게 있어 군집행동은 중요한 행위 요소로 간주된다. Zhang & Liu(2012)는 미국의 대표적인 대출형 크라우드펀딩 플랫폼인 Prosper.com의 데이터를 활용하여 군집행동의 존재를 입증하였다. 이 연구자들은 투자자들의 군집행동이 단순히 다른 사람들의 행동을 모방하는 것을 넘어 특정한 논리와 주도적 판단을 바탕으로 하는 행동을 의미한다는 점을 제시하였다.

이러한 군집행동은 초기의 엔젤투자 그룹 형성에 긍정적인 역할을 할 수도 있지만, 반대로 합리적인 판단을 방해할 수도 있다. 초기에 주목받고 활발한 투자를 받는 프로젝트들은 대부분은 투자에 성공하는 경향이 있지만, 이러한 성공은 대부분 다른 사람들의 선택에 기반하여 확신을 얻고, 추가적인 투자 결정을 내린 결과로 나타난다. 이는 창업가들에게 프로젝트의 본질적인 가치에 대한 중요성보다는 대중의 관심을 끌 수 있는 홍보 중심의 전략을 세우는 데 영향을 미칠 수 있다. 반면에, 소수만이 인식하고 있는 가능성에 대한 투자가 군집행동으로 인해 가시화되어 실패할 뻔한 스타트업에 새로운 기회를 제공하는 예도 있다.

이런 다양한 인지심리학적 요소들이 엔젤투자자의 의사결정에 어떠한 영향을 미치는지를 이해하고, 이를 통해 엔젤투자자들의 의사결정을 보다 심도 있게 연구하는 것은 창업가만큼이나 예측하기 어려운 엔젤투자자들의 투자 결정요인에 대해서 보다 확장된 시각을 제공할 수 있다.

5.3. 신호전달이론(Signaling Theory) 관점

세 번째는 투자자와 창업가 사이에서 필요한 정보의 교환방식이다. 정보의 비대칭성과 불확실성이 높은 상황에서는 정보 그 자체도 중요하지만, 정보가 전달되는 과정과 이해되는 방식이 더 중요한 요소가 될 수 있다.

현실에서 의도적인 경우든 아니든, 투자자와 창업가 사이에는 필연적으로 정보의 차이가 존재한다. 효율적인 투자 관계를 유지하기 위해 양측은 정보의 차이로 인해 발생하는 비효

율을 최소화하기 위해 노력하게 된다. 그러나, 정보의 차이는 정보 수신자가 어떻게 그 정보를 해석하는지에 따라 결정된다. 다시 말해, 수신된 정보가 어떤 신호(signal)로 해석되느냐가 실제 투자 결정 및 상호관계에 큰 영향을 미칠 수 있다. 이러한 관점에서 신호전달 이론(Signaling Theory)은 유용한 분석 프레임워크를 제공한다.

신호전달 이론은 정보의 송신자와 수신자 사이에 정보의 차이가 있을 때, 공유되는 정보의 양과 품질뿐만 아니라 정보 공유방식의 중요성을 강조한다. 정보를 보내는 측(signal sender)은 공유할 정보의 특성인 내용, 전달방식, 수신 대상 등을 결정하고, 정보를 받는 측(signal receiver)은 그 정보에 담긴 신호의 의미를 해석하여 최종 결정을 내린다(Connelly et al., 2011). 즉, 양측의 결정은 거래되는 정보의 가치 자체가 아니라, 정보가 보내는 신호가 어떻게 해석되느냐에 따라 결정된다.

이는 엔젤투자자와 창업가의 관계에도 그대로 적용된다. 이들 사이의 거래에서는 기본적으로 양측이 요구하는 정보가 존재한다. 창업가의 관점에서는 엔젤투자자의 투자금액, 의도, 참여율, 전략적 의사 등에 대한 정보를 고려해야 한다. 반면에 엔젤투자자의 입장에서는 창업가와 그 기업에 대해 알려진 것이 거의 없는 상황에서 모든 것을 해석해야 한다. 창업 초기의 스타트업은 공개된 정보가 부족하고, 창업가 자신이 단기 계획조차 세우지 못하는 경우가 많다. 따라서, 엔젤투자자와 창업자 사이에서는 많은 의사소통과 정보교환이 필요하다. 이러한 상황에서 신호전달 이론이 엔젤투자 결정에 미치는 영향에 관한 연구는 많은 시사점을 제공할 수 있다.

VI. 결론 및 향후 연구과제

6.1. 연구의 결과 및 시사점

본 연구에서는 국내 주요 학술연구 데이터베이스인 KCI(한국학술지 인용 색인), DBpia(누리미디어), KISS(한국학술정보), 스킨라(교보문고), RISS(한국교육학술정보원)에 등재된 ‘엔젤투자’ 관련 연구 문헌들을 수집하고 정리하여 분석하는 체계적 문헌고찰을 실시하였다. 이를 통해 국내 엔젤투자의 연구 동향을 파악하고 향후 엔젤투자의 행위 메커니즘을 분석할 수 있는 이론적 프레임워크를 제시하였다. 수집된 32편의 연구 문헌을 분석한 결과 및 시사점은 다음과 같다.

분석결과 국내 엔젤투자 연구에서 가장 활발한 연구가 진행되었다고 생각할 수 있는 분야는 엔젤투자자의 투자 결정에 관한 주제이다. 이러한 엔젤투자자의 투자 결정에 미치는 요인에 주요 변수는 제도 및 정책 및 투자유치 여부 등으로 나타났다. 즉, 아직 가능성이 검증되지 않는 기업에 대한 투자가 높은 불확실성을 내포하고 있는 점을 고려할 때, 그러한 불확실성 속에서 내려지는 의사결정 과정이나 성공적인 투자를 이끌 수 있는 주요 요인에 관한 연구가 주를 이루고 있다

고 볼 수 있다. 사실 벤처캐피털 관련 연구에서도 가장 많은 연구 문헌은 벤처캐피털의 포트폴리오와 투자 결정에 대한 연구 문헌이다. 엔젤투자나 벤처캐피털 모두 투자대상의 성장 단계는 다르지만, 여전히 불확실성이 높은 모험자본 투자라는 점에서 투자 결정에 관한 연구는 확실히 매력적인 주제임이 확실하다.

첫째, 국내 엔젤투자 주제의 연구는 어느 분야에 집중되어 있으며, 부족한 연구주제는 무엇인가? 본 연구에서 연구대상으로 선정한 문헌 32편 중 가장 빈도수가 높은 연구주제는 엔젤투자자의 특성에 관한 연구였고, 그 다음으로 투자대상 창업기업에 관한 주제와 엔젤투자 의사결정과 관련된 주제가 빈도수가 높다는 사실을 확인했다. 상대적으로 부족한 분야의 연구주제는 엔젤투자의 성과에 관한 분야가 상대적으로 부족한 것으로 확인되었다. 이러한 분석을 통해 유추해보면 현재 국내 엔젤투자의 활성화 정도가 선진국에 비해 상대적으로 낮고, 엔젤투자의 특성상 투명한 자료 확보와 투자성과 자료를 얻는 과정이 쉽지 않음으로 다양한 주제의 연구가 어려웠을 것으로 추측해 볼 수 있다.

둘째, 국내 엔젤투자 관련 연구에서 가장 많이 다루어지고 있는 변수는 무엇인가? 연구대상 문헌 32편에서 가장 많이 다루고 있는 변수는 제도와 정책, 투자유치였고 대부분 변수의 초점은 국내 엔젤투자의 활성화를 위한 내용이었다. 또한, 최근 관심도가 많이 증가한 크라우드펀딩, 엔젤투자의 투자 수익률 등 새로운 변수들이 연구되고 있음을 확인할 수 있었다. 이러한 분석결과가 제시하는 시사점은 다양한 형태의 엔젤투자 방식이 생겨나고 자연스럽게 이에 관한 연구도 생겨나고 있으며, 여기에서 파생되어 새로운 연구의 변수들이 생긴다는 것이다. 이는 엔젤투자 시장의 성장과 비례하여 관련한 연구도 주제의 다양성을 갖추며 성장한다는 것을 알 수 있다.

셋째, 엔젤투자가 발달한 해외 선진국에서는 어떠한 분야의 연구가 이루어지고 있으며 어떤 제도적 기반을 구축하기 위한 노력을 하고 있는가, 그리고 국내 엔젤투자 규모의 성장을 위해서는 어떠한 노력이 필요한가? 연구대상 문헌 32편 중 엔젤투자자와 관련된 제도와 정책에 관하여 다룬 논문은 총 6편이었고, 미국의 경우 벤처연구센터(CVR; Center for Venture Research) 설립을 통해 벤처자금조달에 관한 연구를 진행하고 있다. 이 기관에서는 엔젤투자에 관한 동향연구를 매년 진행하고 연구결과를 제공하고 있다. 또한, 미국 엔젤캐피탈협회(ACA; Angel Capital Association)에서는 엔젤투자에 관한 네트워크 및 정보를 제공할 뿐만 아니라 관련 통계자료나 엔젤투자자를 위한 교육을 지원함으로써 엔젤투자의 성장을 위해서 연구센터나 협회를 설립하여 제도적으로 환경을 만들어 주고 있다. 국내에서는 2012년도에 (사)한국엔젤투자협회의 설립을 시작으로 2014년도에는 전문엔젤투자자(현 전문개인투자자) 등록제도를 운영하는 등 엔젤투자 규모의 성장을 위한 제도 및 정책적 노력을 해왔다. 하지만 국내 엔젤투자 시장은 규모적 측면에서 아직은 해외 선진국들에 비해 더 성장할 수 있는 여지가 있으며, 엔젤투자의 규모성장을 위한 연구들이 더

욱 다양하게 이루어질 수 있는 교육과 환경이 필요하다고 시사할 수 있다.

넷째, 본 논문은 문헌 연구를 통해 국내 엔젤투자 논문들이 주로 투자에 영향을 미치는 개별요인분석 중심으로 이루어진 것을 확인하고, 엔젤투자 연구의 체계화를 위한 향후 연구 방향을 제시하였다. 나아가 이를 위한 다양한 사회과학적 이론을 소개하고, 향후 엔젤투자에 관한 연구가 더욱 체계적으로 확장될 수 있는 토대를 형성하는데 기여하였다.

6.2. 연구시사점 및 한계

본 연구는 국내 주요 학술 데이터베이스를 활용하여 체계적 문헌고찰 방법을 통해 기존 연구 문헌들을 종합하여 시사점을 도출하고자 하였지만, ‘엔젤투자’에 한정된 키워드로만 검색된 문헌들이라는 점과 최종 분석대상 연구 문헌이 총 32개라는 적은 수로 일반화하기는 어렵다는 한계를 지니고 있다. 또한, 문헌 조사를 통해 발견된 변수들의 빈도분석 등의 기초적인 정량분석을 통해 연구의 시사점이 될 수 있는 내용에 관한 서술이 부족하다는 한계를 지닌다. 향후 국내 엔젤투자 관련 연구의 성장을 위해 다음과 같은 제언을 하고자 한다.

본 연구는 국내 5개의 학술 데이터베이스에서의 검색을 통해 조사된 문헌을 대상으로 하였기 때문에, 향후 데이터베이스를 확장하여 추가적인 문헌들을 조사한다면 더 다양한 결과를 도출할 수 있는 연구가 될 것이다. 또한, 엔젤투자 분야의 특성상 개인투자 및 성과에 관련한 데이터의 취득이 제한적이기 때문에 다양한 연구가 이루어지기 어렵다. 따라서 향후 더욱 다양한 연구를 위해서는 어떠한 방식으로 엔젤투자 관련 데이터를 축적할 수 있는지에 대한 설계도 필요하다. 또한, 기존에 활용되고 있는 데이터 또한 전체적으로 정리되어 있지 않은 데이터들이 많기 때문에 연구마다의 일관성도 떨어질 수 있다. 그러나 향후 엔젤투자의 규모도 성장하면서 관련 연구와 문헌 및 사례들도 충분히 앞으로 많이 생겨날 것으로 생각한다. 이러한 상황에 맞추어 앞으로의 연구의 주제가 다양해지고 더 많은 조사 자료가 확보된다면 정기적으로 엔젤투자 연구 동향을 알 수 있는 연구가 생겨나길 바란다.

본 연구에서는 체계적 문헌고찰을 통해 국내 엔젤투자의 연구 동향을 여러 가지 변수를 요인별로 분석하였다. 그러나, 분석 대상의 문헌이 충분하지 않았으며, 최신자료도 충분하지 못하여 현재 분석에 한계가 있었다. 향후 연구에서는 국내 엔젤투자의 성장에 맞춰서 연구문헌의 발행 수와 연구변수에 대한 부분도 다양해진다면 통합적인 문헌고찰을 통해 국내 엔젤투자의 연구동향의 변화를 구체적인 결론을 도출할 수 있을 것으로 기대한다. 향후 국내에서 엔젤투자자와 관련한 다양한 연구주제의 문헌들이 등재되고, 동시에 국내 엔젤투자의 규모성장과 활성화를 이루길 기대해본다.

REFERENCE

김민(2022). *국내 엔젤투자 분야의 연구동향* 석사학위논문, 국민대학교.

김보경(2005). *소비자의 혁신성에 따른 광고효과 연구*. 서강대학교 영상대학원 석사학위 논문.

김서균·이상미(2000). 엔젤의 유형과 엔젤자금 유치 벤처기업의 성향 분석. *전자통신동향분석*, 2000(2), 71-81.

김승찬·김홍근(2019). 개인투자조합 출자자의 출자의사결정요인 실증연구: 벤처기업 투자의사결정요인을 중심으로. *대한경영학회지*, 32(11), 2051-2084.

김주성·양영석(2001). 국내 엔젤투자자의 현황 및 투자성향 분석. *전자통신동향분석*, 2001(2), 47-55.

김진수(2011). *현안분석: 엔젤투자자에 대한 조세정책 방향*. 조세재정연구원.

강대석(2001). 벤처금융시장 구조에 관한 연구. *경영경제연구*, 24(1), 1-18.

고명환(2016). *벤처기업 엔젤투자 활성화 전략* 석사학위논문, 동아대학교 경영대학원.

나도진(2013). *벤처기업의 자금조달 활성화 전략* 석사학위논문, 중앙대학교 산업창업경영대학원.

고영하·황철주(2019). *엔젤투자 알아야 성공한다*. 서울: 한국엔젤투자협회·한국청년기업가정신재단.

공성현(2014). *국내 엔젤투자자의 투자의사고려 요인에 관한 탐색적 연구* 석사학위논문, 한국기술교육대학교 대학원.

김오성·이중원·박철(2022). 벤처기업의 투자유치 유형이 기업역량과 성장 잠재력에 미치는 영향: 창업자 지분율의 조절 효과. *중소기업연구*, 44(1), 119-144.

남유선(2013). 금융포용관점과 자본시장에서의 기업금융 활성화 방안: 크라우드펀딩 및 엔젤투자를 중심으로. *기업법연구*, 27(4), 403-440.

박성욱·김영훈(2016). 벤처기업 등에 대한 투자 활성화를 위한 조세지원제도 연구: 개인투자조합을 중심으로. *회계정보연구*, 34(3), 533-563.

박선영(2013). *청년 창업에 대한 정부지원 시책의 개선방안에 관한 연구* 석사학위논문, 공주대학교 테크노전략대학원.

박태규(1998). *벤처企業을 위한 벤처캐피탈과 엔젤의活性化 方案* 석사학위논문, 동아대학교 대학원.

양영석(2015). 창업초기 투자단계 ‘Series A Crunch’의 원인분석과 마이크로 VC 펀드의 도입에 대한 정책방안. *벤처창업연구*, 10(4), 39-47.

양영석·황보윤·변영조(2013). 창조형창업 활성화를 위한 엔젤투자역량 겸비 창업 Facilitators 양성방안 연구. *벤처창업연구*, 8(3), 27-37.

이기환(2002). 엔젤의 투자행태와 투자성과 분석. *성공논총*, 33(2), 449-494.

이봉남(2002). *벤처기업을 위한 자금조달에 관한 연구* 석사학위논문, 동서대학교 산업경영대학원.

이승현·박선영(2014). 창업촉진을 위한 투자활성화에 관한 연구. *한국창업학회 Conferences*, 2014(1), 133-151.

이승현·김민서·박선영(2015). 창업기업의 엔젤투자 활성화를 위한 소고. *한국창업학회 학술대회 논문집*, 2015(1), 75-89.

이재마·오문성(2020). 엔젤투자자의 조세지원제도와 정책방향에 관한 소고. *회계정보연구*, 38(1), 155-179.

임채운·지용희(1999). 우리나라 엔젤투자자의 특성에 관한 실증연구. *서강경영논총*, 10, 483-520.

양현봉·박종복(2020). 국내 엔젤투자 실태분석과 발전과제. *중소기업금융연구*, 40(2), 51-88.

오인희(2017). *자금조달 방법으로써 크라우드 펀딩의 국제간 법률 비교 연구* 석사학위논문, 계명대학교 글로벌창업대학원.

원지현(2020). *창업보육센터 운영성과에 관한 국내 연구의 체계적 고찰과 향후 연구방향 제언*. 기술경영학 석사학위논문, 부경대학교.

윤영숙(2014). *엔젤투자자의 투자의사결정에 영향을 미치는 기업가 특성에 관한 연구* 석사학위논문, 호서대학교.

윤영숙·황보윤(2014). 엔젤투자자의 투자의사결정에 영향을 미치는 기업가특성에 관한 연구. *벤처창업연구*, 9(3), 47-61.

자본시장연구원(2013). *창업 벤처생태계 활성화를 위한 자본시장의 역할*.

장상태(2016). *창업 벤처기업 금융지원 체계와 자금조달 방법에 관한 연구* 석사학위논문, 한성대학교 지식서비스&컨설팅대학원.

정부일·현병환(2018). 체계적 문헌고찰을 통한 기술이전·사업화 성공요인 분석. *예술인문사회 융합 멀티미디어 논문지*, 8(1), 79-90.

조병문·신현환(2020). 스타트업관련 정책의 현황분석과 정책제안: 창업, 성장, 회수 등 단계별 시사점을 중심으로. *벤처창업연구*, 15(2), 97-110.

조병준·최민철·조재형(2020). 학생창업자의 역량이 창업의지에 미치는 영향: 엔젤투자자의 유무에 따른 조절효과를 중심으로. *경영컨설팅연구*, 20(1), 149-162.

차민규(2019). *국내 벤처생태계 활성화 방안*에 대한 탐색적 연구. 박사학위논문, 한양대학교.

한국벤처투자(2011). *VCPE(The Journal of Venture Capital and Private Equity) monthly*. 57(2011.10).

한상영(2000). 엔젤의 벤처기업 투자 연구: 과감한 투자, 의존적 기업평가. *정보사회와 미디어*, (1), 167-193.

한주형(2018). *액셀러레이터의 스타트업 투자의사결정 영향요인에 관한 연구* 석사학위논문, 국민대학교 글로벌창업벤처대학원.

한현석(2015). *실리콘밸리 기업의 성장요인 분석을 통한 국내 스타트업 기업의 활성화 방안 연구*. 석사학위논문, 고려대학교 기술경영전문대학원.

황병선(2019). *IT기반 벤처 투자 결정에 영향을 주는 엔젤투자자 특성에 대한 연구*. 박사학위논문, 건국대학교.

황병선·안준모·공혜원(2017). IT 기반 창업기업의 초기 투자유치와 성장에 영향을 미치는 요인에 대한 탐색 연구. *벤처창업연구*, 12(4), 35-46.

홍진희(2002). *벤처기업의 자금조달에 관한 법적 고찰* 석사학위논문, 전남대학교 대학원.

Allinson, C. W., & Hayes, J.(1996). The cognitive style index: A measure of intuition-analysis for organizational research. *Journal of Management studies*, 33(1), 119-135.

Aernoudt, R.(2004). Incubators: Tool for Entrepreneurship?. *Small Business Economics*, 23(2),127-135.

Auerswald, P. E., & Branscomb, L. M.(2003). Valleys of death and Darwinian seas: Financing the invention to innovation transition in the United States. *The Journal of technology transfer*, 28(3-4), 227-239.

Balachandra, L., Sapienza, H., & Kim, D.(2014). HOW CRITICAL CUES INFLUENCE ANGELS'INVESTMENT PREFERENCES. *Frontiers of Entrepreneurship Research*, 34(1).

Banerjee, A. V.(1992). A simple model of herd behavior. *The quarterly journal of economics*, 107(3), 797-817.

Bruckner, M. T., Steininger, D. M., Bertleff, M., & Veit, D.

- J.(2022). Crowdfunding and entrepreneurial failure: Why do overfunded startups collapse?. *International Journal of Entrepreneurial Venturing*, 14(4-5), 602-644.
- Chae, M. K.(2019). *An Exploratory Study on the Activation of Venture Ecosystem in Korea Focusing on Angel Investment*. Doctoral dissertation, Hanyang University.
- Chung, B. I., & Huyn, B. H.(2018). Analysis of Success factors of Technology Transfer and Commercialization through Systematic Literature Review. *Asia-pacific Journal of Multimedia Services Convergent with Art, Humanities, and Sociology*, 8(1), 79-90.
- Clark, A.(2008). *Supersizing the mind: Embodiment, action, and cognitive extension*. OUP USA.
- Connelly, B. L., Certo, S. T., Ireland, R. D., & Reutzel, C. R.(2011). Signaling theory: A review and assessment. *Journal of Management*, 37(1), 39-67.
- Costa Jr, P. T., & McCrae, R. R.(1992). Four ways five factors are basic. *Personality and individual differences*, 13(6), 653-665.
- Davis, G. F., & Cobb, J. A.(2010). Resource dependence theory: Past and future. *Stanford's organization theory renaissance*, 1970-2000, 28, 21-42.
- Fried, V. H., & Hisrich, R. D.(1994). Toward a model of venture capital investment decision making. *Financial management*, 28-37.
- Goh, M. H.(2016). *A Study of Strategies for the Methods of Successful Angel Investment for a High-tech Venture Business: Environment of Angel Investment in Comparison to the First Venture Boom*. Master's Thesis, Graduate School of Business, Dong-A University.
- Gong, S. H.(2014). *An exploratory study on the investment consideration factors of angel investors in Korea*. Master's thesis, Graduate School, Korea University of Technology and Education.
- Han, J. H.(2018). *A Study on the Factors Influencing Accelerator's Startup Investment Decision*. Master's thesis, Graduate School of Global Entrepreneurship, Kookmin University.
- Han, H. S.(2015). *A Study on the Activation Strategies of Domestic Startup Companies through the Analysis of Growth Factors in Silicon Valley Companies*. Master's Thesis, Graduate School of Technology Management, Korea Advanced Institute of Science and Technology.
- Han, S. Y.(2000). Study on Angel Investment in Venture Businesses: Bold Investments, Dependent Company Evaluation. *Information Society and Media*, (1), 167-193.
- Hong, J. H.(2002). *A Legal Examination of Capital Procurement for Venture Enterprises*. Master's Thesis, Chonnam National University Graduate School.
- Hwang, B. S.(2019). *A Study on the Characteristics of Angel Investors Influencing Investment Decisions in IT-based Ventures*. Doctoral Dissertation, Konkuk University.
- Hwang, B. S., An, J., & Kon, H.(2017). A study on the factors influencing start-up investment stage of IT-based enterprises. *Asia-Pacific Journal of Business Venturing and Entrepreneurship*, 12(4), 35-46.
- Hyytinen, A., & Toivanen, O.(2015). Do financial constraints hold back innovation and growth?. *Research Policy*, 34(9), 1385-1403.
- Im, C. W., & Ji, Y. Hee.(1999). Empirical Study on the Characteristics of Angel Investors in South Korea. *Sogang Business Review*, 10, 483-520.
- Islam, M., Fremeth, A., & Marcus, A.(2018). Signaling by early stage startups: US government research grants and venture capital funding. *Journal of Business Venturing*, 33(1), 35-51.
- Jang, S. T.(2016). *A Study on the Financial Support System and Fundraising Methods for Startup and Venture Enterprises*. Master's Thesis, Hansung University Graduate School of Knowledge Services & Consulting.
- Jo, B. J., Choi, M. C., & Jo, J. H.(2020). The Influence of Student Entrepreneurs' Competence on Entrepreneurial Intention: Focusing on the Moderating Effect of the Presence of Angel Investors. *Management Consulting Research*, 20(1), 149-162.
- Joe, B. M., & Shin, H. H.(2020). Analysis and proposal of startup policy: focusing on step-by-step implications such as startup, growth, and recovery. *Asia-Pacific Journal of Business Venturing and Entrepreneurship*, 15(2), 97-110.
- Kang, D. S.(2001). Venture Financing: Dominant Scheme and Its Determinants 24(1), *Journal of Management & Economics*, 1-18.
- Kim, Bo Kyung(2005). *The empirical study on the effects of consumer's innovativeness on digital multimedia broadcasting advertising*, Graduate School of Media Communications, Sogang University.
- Kim, J. S., & Yang, Y. S.(2001). Analysis of the Present State and the Investment Behavior Pattern of Korean Angels, *ETRI Electronics and Telecommunications Trends*, 2001(2), 47-55.
- Kim, M.(2022). *Research Trends in Angel Investment in Korea*. Graduate School of Global Entrepreneurship, Kookmin University.
- Kim, O. S., Lee, J. W., & Park, C.(2022). The Impact of Types of Investment Attraction on Corporate Competence and Growth Potential in Venture Enterprises: The Moderating Effect of Founder Ownership. *Journal of SME Research*, 44(1), 119-144.
- Kim, S. K., & Lee, S. M.(2000). Analysis of Venture Enterprises' Characteristics in Attracting Angel Funding by Types of Angels. *Trends in Electronic Commerce Research*, 2000(2), 71-81.
- Kim, S. C., & Kim, H. G.(2019). An Empirical Study on Investment Decision-making Factors of Personal Investment Associations: Focused on Investment Decision-Making Factors of Venture Firms. *Korean Journal of Management*, 32(11), 2051-2084.
- Kim, J. S.(2011). *Analysis of Current Issues: Tax Policy Directions for Angel Investors*. KOREA INSTITUTE OF PUBLIC FINANCE.
- Korea Capital Market Institute(2013). *The role of the capital market in revitalizing the startup and venture ecosystem*.

- Korea Venture Investment Corp(2011). *VCPE(The Journal of Venture Capital and Private Equity) monthly*. 57 (2011.10).
- Lee, B. N.(2002). *A STUDY OF THE CAPITAL SUPPLY FOR VENTURE BUSINESS*. Industrial Management Graduate School, Dongseo University.
- Lee, J. M., & Oh, M. S.(2020). Note on Tax Support System and Policy Directions for Angel Investors. *Accounting Information Research*, 38(1), 155-179.
- Lee, K. H.(2002). Analysis of Angel Investors' Investment Behavior and Performance. *Sungkok Academic Journal*, 33(2), 449-494.
- Lee, S. H., & Park, S. Y.(2014). A Study on Investment Activation for Entrepreneurship Promotion. Proceedings of the *Korean Entrepreneurship Society Conference*, 2014(1), 133-151.
- Lee, S. H., Kim, M. S., & Park, S. Y.(2015). A Note on Activating Angel Investment for Startup Enterprises. *Proceedings of the Korean Entrepreneurship Society Conference*, 2015(1), 75-89.
- Liberati, A., Altman, D. G., Tetzlaff, J., Mulrow, C., Gøtzsche, P. C., Ioannidis, J. P., & Moher, D.(2009). The PRISMA statement for reporting systematic reviews and meta-analyses of studies that evaluate health care interventions: explanation and elaboration. *Annals of internal medicine*, 151(4), W-65.
- Lundqvist, M. A.(2014). The importance of surrogate entrepreneurship for incubated Swedish technology ventures. *Technovation*, 34(2), 93-100.
- Morton, S., Berg, A., Levit, L., & Eden, J.(Eds.)(2011). Finding what works in health care: standards for systematic reviews.
- Morrisette, S. G.(2007). A profile of angel investors. *The Journal of Private Equity*, 52-66.
- Na, Dojin.(2013) *A Study of Strategy for the method of successful fund raising for a high-tech venture business at start-up stage: The focus on investments and successful return investment in a start-up venture corporation*. Master's Thesis, Graduate School of Industrial Startup Management, Chung-Ang University.
- Nam, Y. S.(2013). A Study on Corporate Finance from the Perspective of Financial Inclusion. *Corporate Law Research*, 27(4), 403-440.
- Oh, I. H.(2017). *A Comparative Study of International Legal Aspects of Crowdfunding as a Method of Fundraising*. Master's Thesis, Keimyung University Graduate School of Global Entrepreneurship.
- Park, S. Y.(2013). *A Study on the Improvement of Government Support Policies for Youth Entrepreneurship*. Master's Thesis, Graduate School of Techno-Strategy, Kongju National University, Chungcheongnam-do.
- Park, S. O., & Kim, Y. H.(2016). A Study on Tax Incentive Policies to Induce Investments in Venture Firms: A Focus on Personal Investment Associations. *Accounting Information Research*, 34(3), 533-563.
- Park, T. G.(1998) *The Plan of Activating Venture Capital and Angel for Venture Business*. Master's Thesis, Dong-A University Graduate School.
- Pfeffer, J., & Salancik, G.(1978). *The External Control of Organizations: A Resource Dependence Perspective*. Harper & Row, New York.
- Riding, R., & Cheema, I.(1991). Cognitive styles-an overview and integration. *Educational psychology*, 11(3-4), 193-215.
- Stam, E., & Van de Ven, A.(2021). Entrepreneurial ecosystem elements. *Small Business Economics*, 56, 809-832.
- White, B. A., & Dumay, J.(2017). Business angels: a research review and new agenda. *Venture Capital*, 19(3), 183-216.
- Wiltbank, R.(2005). Investment practices and outcomes of informal venture investors. *Venture Capital*, 7(4), 343-357.
- Wiltbank, R., & Boeker, W.(2007). Returns to angel investors in groups. Available at SSRN 1028592.
- Won, Ji Hyun.(2020). *Systematic Review on the Performance of Korean Business Incubator and Future Research Recommendation*. Graduate School of Management of Technology Pukyong National University.
- Wurth, B., Stam, E., & Spigel, B.(2022). Toward an entrepreneurial ecosystem research program. *Entrepreneurship Theory and Practice*, 46(3), 729-778.
- Yang, H. B., & Park, J. B.(2020). Analysis of Angel Investment Status and Development Tasks in South Korea. *Journal of SME Finance*, 40(2), 51-88.
- Yang, Y. S.(2015). Analysis of the Causes of 'Series A Crunch' in the Early Stage of Entrepreneurship and Policy Suggestions for the Introduction of Micro VC Funds. *Journal of Venture and Entrepreneurship Research*, 10(4), 39-47.
- Yang, Y. S., Hwangbo, Y., & Byeon, Y. J.(2013). A Study on the Development of Entrepreneurial Facilitators with Angel Investment Competency for the Activation of Creative Entrepreneurship. *Journal of Venture and Entrepreneurship Research*, 8(3), 27-37.
- Yoon, Y. S.(2014). *Entrepreneurial Characteristics Affecting on Angel Investors's Decision making*. Master's thesis, Hoseo University.
- Yoon, Y. S., & Hwangbo, Y.(2014). A Study on Entrepreneurial Characteristics Influencing Angel Investors' Investment Decision. *Journal of Venture and Entrepreneurship Research*, 9(3), 47-61.
- Zhang, J., & Liu, P.(2012). Rational herding in microloan markets. *Management Science*, 58(5), 892-912.

부록1: 분석대상 연구물(가나다순 정렬)

번호	제목	저자 및 년도
1	개인투자조합 출자자의 출자의사결정요인 실증연구 : 벤처기업 투자의사결정요인을 중심으로	(김승찬·김홍근, 2019)
2	국내 벤처생태계 활성화 방안에 대한 탐색적 연구 : 엔젤투자를 중심으로	(차민규, 2019)
3	국내 엔젤투자 실태분석과 발전과제	(양현봉·박종복, 2020)
4	국내 엔젤투자자의 현황 및 투자성향 분석	(김주성·양영석, 2001)
5	국내 엔젤투자자의 투자의사고려 요인에 관한 탐색적 연구	(공성현, 2014)
6	금융포용관점과 자본시장에서의 기업금융 활성화 방안-크라우드 펀딩 및 엔젤투자를 중심으로-	(남유선, 2013)
7	벤처기업 등에 대한 투자 활성화를 위한 조세지원제도 연구: 개인투자조합을 중심으로	(박성욱·김영훈, 2016)
8	벤처기업 엔젤투자 활성화 전략 : 1차 벤처붐 시기의 엔젤투자환경 비교를 통해	(고명환, 2016)
9	벤처企業을 위한 벤처캐피탈과 엔젤의 活性化 方案	(박태규, 1998)
10	벤처기업을 위한 資金調達에 關한 研究	(이봉남, 2002)
11	벤처기업의 자금조달 활성화 전략 : 초기벤처기업 투자와 회수시장 활성화 중심으로	(나도진, 2013)
12	벤처기업의 資金調達에 關한 法的 考察 : 벤처캐피탈을 중심으로	(홍진희, 2002)
13	벤처기업의 투자유치 유형이 기업역량과 성장 잠재력에 미치는 영향: 창업자 지분율의 조절 효과	(김오성 외, 2022)
14	실리콘밸리 기업의 성장요인 분석을 통한 국내 스타트업 기업의 활성화 방안 연구	(한현석, 2015)
15	액셀러레이터의 스타트업 투자의사결정 영향요인에 관한 연구	(한주형, 2018)
16	엔젤 투자자의 투자의사결정에 영향을 미치는 기업가 특성에 관한 연구	(윤영숙, 2014)
17	엔젤의 유형과 엔젤자금 유치 벤처기업의 성향 분석	(김서균·이상미, 2000)
18	엔젤의 투자형태와 투자성과 분석	(이기환, 2002)
19	엔젤투자자의 조세지원제도와 정책방향에 관한 소고	(이점마·오문성, 2020)
20	엔젤투자자의 투자의사결정에 영향을 미치는 기업가특성에 관한 연구	(윤영숙·황보윤, 2014)
21	엔젤의 벤처기업 투자 연구 - 과감한 투자, 의존적 기업평가 -	(한상영, 2000)
22	우리나라 엔젤투자자의 특성에 관한 실증연구	(임채운·지용희, 1999)
23	자금조달 방법으로써 크라우드 펀딩의 국제간 법률 비교 연구	(오인희, 2017)
24	창업-벤처기업 금융지원 체계와 자금조달 방법에 관한 연구	(장성태, 2016)
25	창업기업의 엔젤투자 활성화를 위한 소고	(이승현 외, 2015)
26	창업초기 투자단계 'Series A Crunch'의 원인분석과 마이크로 VC 펀드의 도입에 대한 정책방안	(양영석, 2015)
27	창업촉진을 위한 투자활성화에 관한 연구:	(이승현·박선영, 2014)
28	창조형창업 활성화를 위한 엔젤투자역량 대비 창업 Facilitators 양성방안 연구	(양영석·황보윤·변영조, 2013)
29	청년 창업에 대한 정부지원 시책의 개선방안에 관한 연구	(박선영, 2013)
30	학생창업자의 역량에 따른 엔젤의 존재여부가 창업의지에 미치는 영향	(조병준·최민철·조재형, 2020)
31*	현안분석 : 엔젤투자자에 대한 조세정책 방향	(김진수, 2011)
32	IT기반 벤처 투자 결정에 영향을 주는 엔젤투자자 특성에 대한 연구	(황병선, 2019)

*해당 문헌은 국내 기관에서 발행된 보고서임

What are the Characteristics and Future Directions of Domestic Angel Investment Research?*

Min Kim**

Byung Chul Choi***

Woo Jin Lee****

Abstract

The investigation delved into 457 pieces of scholarly work, encompassing articles, published theses, and dissertations from the National Research Foundation of Korea, spanning the period of the 1997 IMF financial crisis up to 2022. The materials were sourced using terms such as 'angel investment', 'angel investor', and 'angel investment attraction'. The initial phase involved filtering out redundant entries from the preliminary collection of 267 works, leaving aside pieces that didn't pertain directly to angel investment as indicated in their abstracts. The next stage of the analysis involved a more rigorous selection process. Out of 43 papers earmarked in the preceding cut, only 32 were chosen. The criteria for this focused on the exclusion of conference presentations, articles that were either not submitted or inconclusive, and those that duplicated content under different titles. The final selection of 32 papers underwent a thorough systematic literature review. These documents, all pertinent to angel investment in South Korea, were scrutinized under five distinct categories: 1) publication year, 2) themes of research, 3) strategies employed in the studies, 4) participants involved in the research, and 5) methods of research utilized. This meticulous process illuminated the existing landscape of angel investment studies within Korea. Moreover, this study pinpointed gaps in the current body of research, offering guidance on future scholarly directions and proposing social scientific theories to further enrich the field of angel investment studies and analysis also seeks to pinpoint which areas require additional exploration to energize the field of angel investment moving forward. Through a comprehensive review of literature, this research intends to validate the establishment of future research trajectories and pinpoint areas that are currently and relatively underexplored in Korea's angel investment research stream.

This study revealed that current research on domestic angel investment is concentrated on several areas: 1) the traits of angel investors, 2) the motivations behind angel investing, 3) startup ventures, 4) relevant institutions and policies, and 5) the various forms of angel investments. It was determined that there is a need to broaden the scope of research to aid in enhancing and stimulating the scale of domestic angel investing. This includes research into performance analysis of angel investments and detailed case studies in the field. Furthermore, the study emphasizes the importance of diversifying research efforts. Instead of solely focusing on specific factors like investment types, startups, accelerators, venture capital, and regulatory frameworks, there is a call for research that explores a variety of associated variables. These include aspects related to crowdfunding and return on investment in the context of angel investing, ensuring a more holistic approach to research in this domain. Specifically, there's a clear need for more detailed studies focusing on the relationships with variables that serve as dependent variables influencing the outcomes of angel investments. Moreover, it's essential to invigorate both qualitative and quantitative research that delves into the theoretical framework from multiple perspectives. This involves analyzing the structure of variables that have an impact on angel investments and the decisions surrounding these investments, thereby enriching the theoretical foundation of this field. Finally, we presented the direction of development for future research by confirming that the effect on the completeness of the business plan is high or low depending on the satisfaction of the entrepreneurs in addition to the components.

KeyWords: angel investment, factors of investment decision, systematic review, angel investor, venture capital

* This manuscript is based on the first author's(Min Kim) master's thesis from Graduate School of Global Entrepreneurship at Kookmin University.

** First Author, Graduate School of Global Entrepreneurship at Kookmin University, kimin087@naver.com

*** Co-author, Associate Professor, Hankuk University of Foreign Studies, bchoi@hufs.ac.kr

**** Corresponding Author, Associate Professor, Kookmin University, drlee@kookmin.ac.kr