

임팩트 투자자의 투자 우선순위와 비중 차이에 관한 연구*

유성호 (케어로그 대표이사)**

황보운 (국민대학교 글로벌창업벤처대학원 교수)***

국 문 요 약

최근 정부와 공공의 역할만으로 사회문제를 모두 해결하기에는 한계가 있어서, 시장에서 영리 조직의 효율성이나 효과성을 통해 사회문제를 해결하면서 성장하는 것을 목표로 하는 소셜벤처의 필요성이 증대되었다. 이러한 배경하에 국내 스타트업 생태계에서도 소셜벤처 창업이 증가하면서 소셜벤처 투자자인 임팩트 투자자에 대한 관심도 증가하고 있다.

따라서, 본 연구는 임팩트 투자자의 투자 결정에 있어서 인지과정과 의사결정 환경에 따른 판단 정보의 타당도와 가중치를 객관적으로 분석하고자 판단분석기법을 활용하였다. 연구 진행을 위한 세 가지 분류로 첫째, 투자자로서 재무적 이익과 회수 가능성 판단을 위한 초기투자단계에서의 투자 우선 순위, 둘째, 사회에 미치는 영향과 파급력, 그리고 소셜벤처의 상생과 연대를 위한 창업가(팀)의 정치적 기술, 셋째, 임팩트투자펀드 조성 목적에 부합하는 소셜벤처기업의 소셜미션으로 구성하였다.

연구 결과 첫째, 임팩트투자자의 투자결정의 우선 순위는 창업가(팀)의 전문성, 창업가(팀)의 성공시의 잠재적 수익률, 창업가(팀)의 소셜미션인 것으로 나타났다. 둘째, 임팩트투자자가 투자결정요인에 대하여 판단하는 인식이 확일적이기보다는 투자 결정 요소가 제각각 다르며, 비중을 두는 정도에 있어서도 생각의 차이가 있다는 것이다. 셋째, 임팩트투자의 다양한 투자결정 요인에서 '창업자(팀)의 네트워크 능력', '창업자(팀)의 사회적 통찰력', '창업자(팀)의 대인관계 영향력은 다른 4개의 요인보다 상대적으로 낮게 나타났다.

본 연구를 통해 실무적 기여점은 소셜벤처기업들이 투자 유치과정에서 임팩트투자자의 투자결정요인이 무엇인지 이해를 돕고, 소셜벤처 투자자에게는 임팩트투자자의 판단사례와 분석을 참고하여 투자결정의 질적 제고를 기대할 수 있다. 학술적 기여점은 임팩트 투자자의 투자 우선 순위와 비중 차이를 실증적으로 규명하였다는 것이다.

핵심어주제어 : 임팩트투자, 소셜벤처, 투자결정요인, 렌즈모델, 판단분석

1. 서론

전통적으로 환경문제 등 사회문제는 외부불경제(external dis-economy)라는 부정적인 외부효과를 발생시켜서, 시장 기능만으로 해결하기 어려운 문제로 인식되어 사회문제 해결이 정부나 공공(NPO)의 몫으로 여겨왔다(김승욱 외, 2004). 그러나 계속해서 정부와 공공의 역할만으로 사회문제를 모두 해결하기에는 한계가 있으며(Eakin, 2003), 사회문제 해결을 위해 민간부문의 협력이 필수적이며(Ansell & Gash, 2008), 특히 최근에는 민간 기업의 협조가 필요하다고 주장되고 있다(Henderson, 2020).

이러한 배경하에 시장에서 영리 조직의 효율성이나 효과성을 통해 사회문제를 해결하여 사회적 대의(Social Causes)를 피하고, 동시에 소셜 임팩트의 혜택, 예를 들면 소비자 지지 등을 얻어 성장하는 것을 목표로 하는 소셜벤처(Lee et al., 2017; Hietschold & Voegtlin, 2021)의 출현이 더욱더 필요하게

되었다(한정수·최자영, 2021).

국내 스타트업 생태계에서도 창의적인 아이디어로 재무적 수익 창출뿐만 아니라 효과적인 사회문제 해결과 사회적 목적을 적극 실현하고자 하는 '사회적 창업가'들의 소셜벤처 창업도 점차 증가하고 있으며, 소셜벤처기업에 대한 투자자의 관심과 이해도 점차 증가하고 있다(유성호 외, 2022).

중소벤처기업부(2021)는 사회성과 혁신성장성 등의 소셜벤처기업의 요건 충족 여부를 확인하기 위해 2019년 1월 소셜벤처 판별기준을 마련해 운영해 왔다. 2021년에는 벤처기업법 및 시행령 개정과 함께 소셜벤처기업 지원제도 운영요령을 제정하고 소셜벤처기업의 요건, 판별 절차, 지원사항 등을 구체화하여 소셜벤처에 대한 법적 근거를 마련하였다. 2021년 소셜벤처기업으로 판별된 기업은 2,031개사로 2020년 1,509개사에서 크게 증가했다(스타트업투데이, 2021).

소셜벤처는 경제적 성과를 극대화하면서 동시에 소셜 임팩트 실현을 목표로 하는 조직이다. 투자자의 입장에서 소셜벤처에 대한 투자가치 평가가 단순하지 않다. 그 이유는 소셜벤처

* 본 논문은 유성호 외(2022) 발표논문의 데이터를 활용하여 제작성하였음
** 주저자, 케어로그 대표이사, yusungho@gmail.com
*** 교신저자, 국민대학교 글로벌창업벤처대학원 교수, yun88@kookmin.ac.kr
· 투고일: 2023-05-10 · 수정일: 2020-06-13 · 게재확정일: 2023-06-28

처의 사회적 가치를 평가하여 투자 결정하는 과정에는 투자 수익목적 달성과 소셜 임팩트 실현의 상반된 목표가 상충되기 때문이다(한정수, 2021). 이러한 사회적 가치 평가를 기반으로 하는 소셜벤처의 투자과정의 복잡성에도 불구하고, 소셜벤처 투자를 목표로 하는 임팩트 투자(Impact Investment)는 사회 및 공공복지를 확대하기 위해 국민의 세금이나 자산, 기부가 아닌 민간의 투자 자본을 확보하여 사회적 문제를 해결하기 위한 대안으로 주목받고 있다(장석인 외, 2017).

사회적인 책임과 문제를 해결하면서도 파생되는 임팩트가 커다란 곳을 찾아 투자함으로써, 사회책임투자 또는 사회투자 등과 같이 사회적기업을 중심으로 한 투자에 그치지 않고, 경제적인 수익도 함께 추구한다는 점에서 임팩트 투자는 기존의 스타트업을 대상으로 하는 투자자들에게도 매력적인 투자 방법으로 인식되고 있다(유성호 외, 2022).

2020년 기준 글로벌 임팩트 투자 규모는 7,150억 달러(약 849조원), 국내의 임팩트 투자 시장 규모는 2021년 기준 약 7,300억원으로, 실제 펀드 조성액은 이보다 더 클 것으로 추정된다. 이는 2018년 이후 25배, 2년 전에 비해 약 2배가 증가한 규모다. 2018년부터 모태펀드(한국벤처투자)와 성장사다리펀드(한국성장금융)가 출자한 금액은 약 3,800억원으로 임팩트 투자 산업은 지속적으로 증가하고 있다(트리플라잇, 2021).

하지만, 소셜벤처 투자자가 어떠한 판단기준으로 소셜벤처 기업을 선발하고 투자의사를 결정하는 지에 대해서는 아직 정보가 많이 부족한 상황이다. 그동안 소셜벤처에 대한 선행 연구들은 사회적 기업이 입장에서 소셜벤처의 출현 배경이나 개념, 역할, 비즈니스 모델 등을 위주로 진행되어왔다. 일부 투자자 관점의 선행연구들이 투자자의 주관적인 투자방법의 차이를 보여주고 있을 뿐이다(한정수·최자영, 2021).

따라서, 본 연구는 소셜벤처 투자자의 투자결정에 있어서 인지과정과 의사결정 환경에 따른 판단 정보의 타당도와 가중치를 객관적으로 분석하고자 하였다.

본 연구를 통해 실무적 기여점은 첫째, 소셜벤처기업들이 투자 유치과정에서 임팩트투자자의 투자결정요인이 무엇인지에 대해 이해를 돕게 된다. 둘째, 소셜벤처 투자자에게는 임팩트투자자의 판단사례와 분석을 참고하여 투자결정의 질적 제고를 기대할 수 있다.

학술적 기여점은 일반 스타트업을 대상으로 한 투자기관의 투자결정 연구에 관한 선행연구는 다수가 존재하지만, 임팩트투자자의 투자결정요인 연구에 대해서는 절대적으로 그 수가 부족한 실정이므로, 본 연구는 임팩트 투자자의 투자결정요인을 실증적으로 규명하였다는 학술적 기여도 있다고 볼 수 있다.

II. 연구 배경

2.1. 사회적기업과 소셜벤처

사회적기업에 대한 관심은 1970년대 이후 서구에서부터, 사회적 경제라는 개념과 실업 및 빈곤, 지속가능한 개발, 세계화에 대한 대안 등 사회적 이슈에 대응하기 위해 등장하였고 발전되었다. 1990년대 이탈리아를 시작으로 사회적기업이 제도화된 이래, 벨기에와 프랑스, 영국 등의 유럽 국가들에서도 사회적기업에 대한 제도화가 이루어지기 시작하였다. 그러나 한국에서는 정부나 제도적 지원보다는 소비와 생산 영역의 대안적 삶의 양식을 추구하고 지역사회 밀착, 대안적인 지역발전을 중심으로 협동조합 조직이나 비영리단체들의 활동이 사회적기업으로 발전해가는 경향을 보이기 시작했다. 흥미로운 사실은 다양한 사회 문화적 차이로 인하여 OECD 국가들조차 사회적기업의 정의가 조금씩 다르게 사용되고 있고, 최근 발표되는 연구에서조차 사회적기업에 관한 개념 연구가 체계화되지 못하고 있다(배귀희, 2011).

Dart(2004)에 의하면 사회적기업들은 전통적 비영리민간부문의 조직과는 다르게 기업적 형태를 가진 조직들로 태동되었다. 이러한 형태의 조직은 조직의 가치와 규범, 조직구조 및 전략의 차원에서 전통적인 비영리 민간부문 조직, 또는 순수 영리추구의 조직들과도 다른 특성들을 지니고 있다. 사회적기업의 개념이 국가마다 차이가 있지만 기업가정신을 통한 수익창출로 사회적 목적을 달성한다는 측면에서 공통점이 있다. 최근에는 비영리민간조직들이 이익을 증대시키기 위해 상업적 전략을 활용하는 비율이 높아지고 있고 이러한 영리수익 사업을 통한 소득이 비영리민간조직의 가장 빠르게 성장하는 수입원이 되었다(Robinson & Klein, 2007).

이는 영리기업과 비영리기업, 사회적기업의 전통적인 구분뿐만 아니라 사회적기업에 있어서도 근로 소득 전략이 있는 비영리와 미션 중심의 전략을 통한 영리기업으로 구분될 수 있음을 시사하고 있다. 영리를 목적으로 수익을 지향하면서 사회문제를 해결하고자 하는 소셜벤처는 시장을 통해 여러 가지 사회문제를 혁신적으로 해결하고 많은 사람들의 삶에 변화를 주어 우리 사회의 **wealth for society**를 창출한다. 따라서 기업도 장기적으로 존속하기 위하여 비즈니스 성과는 물론 사회문제를 해결하려는 미션이 경영전략 수립에 있어서 선택 아니라 필수조건으로 소셜벤처기업의 출현이 더욱더 필요하다고 하였다(한정수·최자영, 2021).

기존 경제주체인 민간 기업들은 시장 원리에 의존하여 자원을 효율적으로 배분할 수 있으며 소비자의 수요에도 신속하게 대응할 수 있다는 장점이 있다. 하지만 이윤추구가 최우선인 영리 기업의 특성상 공공 이익에 부합하지 않는 경우가 있을 수 있다는 것이 단점이다. 시민이 참여하는 비영리 조직의 경우에는 정부의 관료주의적 한계, 기업의 이윤추구에 따른 부작용을 극복할 수 있다. 그러나 현실적으로는 사회문제

해결에 필요한 자원인 권력과 자본 두 가지 모두가 부족하여 정부 또는 기업에 비해 적극적인 활동 전개가 어렵다는 것이 단점이다. 사회적 가치와 경제적 가치를 동시에 추구하는 절충형 조직으로서, 사회적기업 역시 규모가 영세하고 정부 의존도가 높으며 수익성보다는 사회적 가치 창출에 더 많은 비중을 두고 있어 ‘혁신성’을 놓치고 있다는 평가를 받는다(박민진·김태영, 2018).

소셜벤처는 이러한 민간 기업과 시민 중심의 비영리조직의 장점을 살리고 단점을 보완하며, 사회적기업의 한계를 극복하기 위한 방안으로 등장하게 되었다. 소셜벤처는 시장에서 영리 조직의 효율성이나 효과성을 통해 사회문제를 해결하여 사회적 대의(social causes)를 꾀한다. 동시에 소셜 임팩트의 혜택(예를 들어 소비자 지지 등)을 얻어 성장하는 것을 목표로 하며 수익을 얻기 위하여 혁신적인 접근법을 개발할 때 시장 기반의 기술(market-based skills)을 적용한다. 이 같은 접근법에서 소셜벤처는 시장에서 거래(transactions)를 통해 뚜렷한 사회적 목적을 수행하는 조직이라고 하였다(박민진·김태영, 2018).

소셜벤처는 시장관점에서 혁신 기술 또는 비즈니스 모델을 통해 수익 극대화를 추구하면서도 부차적으로 사회문제 해결을 목표로 하는 조직으로서 사회적기업과 일반 벤처기업의 중간적 성격을 가지고 있는 기업으로 정의하였다(한정수·최자영, 2021).

소셜벤처의 특징으로는 자유로운 경제활동과 지배구조나 투자자의 자율성 및 혁신적인 것을 창출하는 성장주도형의 기업으로 주로 주식회사 형태로 설립되거나 소수의 팀으로 움직인다는 것이다. 소셜벤처가 사회적기업의 목적과 운영 원리와는 유사하지만, 사회적기업과 달리 사회서비스 유형에만 국한되지 않고 보다 다양한 영역과 대상에서 활동하며, 정부의 보조금 뿐만 아니라 투자나 판매 수익률 등과 같이 자율적인 자원동원이 가능하다는 것이다. 사회적기업의 주요한 가치가 사회성과 경제성을 함께 추구하는 것이라고 한다면 소셜벤처는 추가적으로 혁신성에도 주요한 가치를 두고 있다. 소셜벤처는 실험적인 방식으로 새로운 아이디어를 시도하는 것, 그리고 위험을 감수(risk-taking)하면서 아이디어를 실현하는 도전정신에서 그 혁신성을 찾아볼 수 있다(박민진·김태영, 2018).

소셜벤처와 관련된 선행연구를 종합하면 소셜벤처를 사회적인 문제 해결을 위하여 사회적 기업가가 혁신적인 기술과 아이디어를 통해 경제적인 성과와 함께 사회적인 가치를 추구하면서 사회적기업에 대한 동형화(isomorphism)의 우려를 해소할 수 있는 ‘혁신성’을 강조하는 스타트업이라고 할 수 있다. 혁신성의 관점에서 ‘소셜벤처’가 ‘벤처’와 유사한 기업가적 속성을 가지고 있지만, 소셜벤처의 기업가적 속성은 사회적인 목적 실현과 그 영향력을 확산시키는데 더욱 커다란 주안점을 둔다는 점에서 근본적인 차이가 있다. 우리나라는 <표 1>과 같이 ‘사회적기업’과 ‘소셜벤처’에 대하여 법적 인증제도와 근거를 마련하여 시행하고 있기에 ‘사회적기업’과 ‘소셜벤처’

라는 용어를 각각 구분하여 사용하고 있으나, 인증제도가 없는 다른 국가들은 ‘소셜벤처’가 ‘사회적기업(social enterprise)’의 초기 성장단계 기업으로 인식하기도 한다. 전 세계적으로도 소셜벤처에 대한 이해와 관심이 확대되면서 창의적 아이디어를 가진 ‘사회적 창업가’들도 소셜벤처 창업에 활발하게 참여하고 있으며 이들은 재무적 수익 창출뿐만 아니라 효과적인 사회문제 해결 등 사회적 목적을 적극 실현해 나가고 있다(유성호 외, 2022).

<표 1> 사회적기업, 벤처기업, 소셜벤처의 비교

구분	사회적기업	(일반)벤처	소셜벤처
미션	사회적 가치	재무적 수익	사회적가치 +재무적 수익
특성	사회성, 민주성	기업가적 속성 (혁신성, 모험성)	사회성 +기업가적 속성
장단점	사회적 영향력이 크지만 지속가능성은 부족	성공하면 높은 수익 창출, 사회적 영향력은 부족	성공하면 높은 수익과 지속 가능한 사회적 영향력 창출
주요 자원	사회기부, 공공지원(보조금 등)	모험자본, 주식 등	임팩트투자, 사회금융 등
사업 모델	자선·기부, 사회서비스, 사회적 가치 배분 모델	효율기반 수익모델, 모험적 투자 모델	사회혁신의 사업모델, 임팩트투자 모델

(출처: KB Financial Group, 2019)

2.2. 임팩트 투자의 개념과 특징

임팩트 투자란 용어는 2007년도 이탈리아 록펠러 재단(Rockefeller Foundation)의 회의에서 처음 사용된 것으로 알려졌다. 이 회의에서 록펠러 재단은 임팩트 투자를 ‘측정가능하고 긍정적인 사회적, 환경적 결과를 위한 의도적인 투자’로 정의했다. 이후 임팩트 투자 생태계를 조성하기 위해 글로벌 투자기관 J.P.Morgan과 함께 임팩트 투자자의 국제네트워크 단체인 글로벌임팩트투자네트워크(GIIN, Global Impact Investing Network)의 설립을 지원해 임팩트 시장 조성을 위한 필수 인프라인 사회적 임팩트 측정 및 평가시스템을 개발하고 보급했다(이용탁, 2020).

일반적인 금융투자가 피투자 기업의 재무적 이익을 우선으로 하고, 기부금과 같은 경우는 사회적 가치 평가를 중요시한다. 하지만 임팩트 투자는 ‘재무적 이익을 넘어 긍정적인 사회적 영향을 추구하는 투자’ 또는 ‘측정 가능한 사회·환경적 임팩트 창출을 주목적으로 재무적 투자수익을 기대하는 투자’로서 기업의 재무적 이익은 물론, 사회적 가치를 모두 평가하는 자본 투자로 인정받고 있다(권태혁, 2017).

자선과 정부예산만으로는 사회적 문제 해결이 쉽지 않다는 인식하에 ‘자본주의적’ 방법이 효과적인 해결책으로 제시된 이후로, 세계적으로도 사회에 긍정적 영향을 미치는 기업에 투자하는 ‘임팩트 투자’가 활발해지고 있다. 선진국에서는 이

미 임팩트 투자를 자본시장에서 하나의 자산군으로 인식하기 시작했다. 국내에서도 소셜벤처기업의 증가와 함께 ‘임팩트 투자’에 대하여 점차 긍정적인 분위기가 확산되고 있다(권태혁, 2017).

임팩트 투자(Impact Investment)는 적극적으로 사회적 영향(Impact)을 미치는 조직과 펀드에 투자하고 이익을 창출하는 것으로 ①적절한 기대수익을 전제한 투자(investment with return expectation), ②사회적 가치 창출에 대한 성과 측정(impact investment), ③의도적 가치 추구(intentionality), ④다양한 투자 기대 수익률과 투자자산(range of return expectations and asset classes)의 특성을 지니고 있다(권태혁, 2017).

임팩트 투자는 사회적 영향과 함께 일반금융의 수익률보다 기대가 낮지만 투자방식의 설계에 따라 장기적이고 안정적인 수익을 추구할 수 있다. 또한 피투자자 입장에서는 제도권 금융보다 우호적인 조건으로, 인내 자본을 투자받을 수 있다는 장점이 있다. 특히 기존의 자선(charity), 또는 사회적 책임투자(SRI)와 같은 전통적인 접근법들은 위의 ①적절한 기대수익을 전제한 투자(investment with return expectation), ②사회적 가치 창출에 대한 성과 측정(impact investment) 특성에 대한 고려 없이 이루어지기에 재무적 이익과 사회적 영향 요소를 기준으로하는 임팩트 투자와는 구분된다(이용탁, 2020).

2.3. 임팩트 투자자의 투자결정요인

민간과 공공의 투자결정요인에 있어서 민간은 투자를 통한 이익 창출을, 공공은 성장가능성 높은 스타트업의 발전과 특정 지역 및 기술의 창업생태계 발전에 기여하기 위한 목적으로 운영되고 있는 것으로 나타났다(허가엘 외, 2021).

벤처투자가는 창업자 및 창업팀의 능력, 성공시의 잠재적 수익률, 시장 및 경쟁기업의 상황, 제품 및 서비스의 우수성, 재무적 상황의 순으로 투자결정의 판단을 하고 있다(차명수, 2009).

엑셀러레이터의 경우 성공시의 잠재적 수익률과 창업자(팀)의 기업가적 특성이 투자결정에 매우 큰 영향을 미치는 반면 재무적 상황을 중요하게 고려하지 않는다는 것이다(한주형·황보윤, 2018).

위 연구 결과들에서 투자결정을 고려하는 요인들은 하나의 요인으로 귀결되어 나오지는 않으며 투자 대상과 투자자에 따라 각각 다르다는 것을 알 수 있다.

스타트업 엑셀러레이터의 민간·공공 유형별 투자결정 요인에 대한 허가엘 외(2021) 연구에서는 투자기관을 민간과 공공으로 구분하였다. 민간은 투자를 통한 이익 창출을 중요시하는 것에 비해 공공은 성장가능성이 높은 스타트업의 발전과 특정한 지역 또는 기술기반 창업생태계 발전에 기여 할 목적으로 운영되고 있는 것으로 나타났다. 그리고 민간과 공공 두 그룹 모두 투자결정 시, 고객의 니즈를 가장 중요하게 생각하지만, 공공 그룹은 특허권 등 지적재산권의 보유 여부나 협력

사와 멘토, 공동창업 여부 등을 민간 그룹보다 중요시하고 투자에 있어서는 다소 보수적으로서 객관적인 지표들을 더 중요하게 고려한다는 것을 알 수 있었다. 민간 그룹은 창업자의 역량이나 창업자의 협업 용이성과 같이 내부의 조직원을 더욱 중요시 하는 것으로 나타나 두 그룹 간의 차이를 보였다.

임팩트 투자는 사회, 환경분야의 임팩트 창출을 주목적으로 하면서도 재무적 투자수익을 기대하는 투자로서 기업의 재무적 이익도 고려를 해야 하는 이중가치 추구의 부담이 존재한다. 임팩트 투자 판단을 위한 평가기준은 표준화 되어있지 않고 각각의 임팩트 투자기관마다 상이한 평가지표를 토대로 투자를 심의하고 있으며, 때론 한정된 시간 내에 다수의 투자 판단요인이 고려되는 상황에서는 임팩트 투자자의 의사결정에 있어 인간의 인지과정 및 의사결정 환경과의 관계에 따른 상대 평가가 작용하기도 한다.

최근 ESG가 글로벌 메가 트렌드로 떠오르면서 사회에 긍정적 영향을 미치는 기업에 투자를 하는 분위기가 확산되고 있다. ESG 투자는 투자 결정 과정에서 재무적 요소와 더불어 환경(Environment)과 사회(Social), 지배구조(Governance)를 고려하는 투자를 의미하는데, 기업 활동의 가치 평가 기준을 친환경·사회적 책임 활동에서 찾는 한편, 위험관리에 초점을 맞춘 장기적 수익을 추구한다. ESG 투자에서도 주목받고 있는 것이 ‘임팩트투자’로서 ESG의 일부를 구성하는 임팩트투자는 최근 기업생태계의 떠오르는 핵심 주체이다. 건강한 자본을 공급함으로써 기업이 추구하고자 하는 경제적·사회적 가치의 잠재력이 보다 의미 있는 성장으로 이어질 수 있도록 지원하는 임팩트 투자는 소셜벤처 생태계가 활성화될 수 있는 효과를 제공함으로써 다양한 사회문제를 해결하는데 커다란 기여를 할 수 있을 것이다.

임팩트 투자에 대한 의사결정 평가사례로 (재)행복나눔재단의 2015년 임팩트 투자 보고서 내 평가기준을 확인해 보면 기업의 경제적 가치 및 사회적 가치를 측정하여 성장 가능성을 평가하는데 있어서 주요 평가항목을 사회적기업가정신(사회 문제의 명확성, 시급성, 규모 등 소셜미션과 대표 및 구성원의 진정성), 사회적 가치(과거 성과와 미래 예측을 통한 사회적 가치 창출 수준과 사회적 가치 창출 모델의 혁신성), 경제적 가치(매출, 영업이익 등 경영성과 및 성장성과 재무구조의 건전성 및 시장 매력도), 경영 역량(전문성, 실행력, 소통 능력 등 대표 및 구성원의 사업 수행 역량과 조직문화)을 기준으로 하였다.

소셜벤처는 영리 중심의 스타트업과는 달리 경제적 가치와 사회적 가치의 이중적 가치를 추구해야 하며, 임팩트 투자자 역시, 사회에 긍정적 영향력을 미치는 기업에 투자함과 동시에 회수를 통한 수익실현을 함께 고려해야 한다.

임팩트 투자자의 투자결정에서 어떤 가치에 더 중점을 두느냐에 따라 투자 판단이 달라질 수 있으므로 이에 대한 실증적 연구는 매우 큰 의미가 있다고 볼 수 있다.

2.4. 렌즈모델과 판단분석

Brunswik의 렌즈모델(Tapp, 1984)은 인간의 판단과정을 설명하는데 두 개의 영역으로 구성되어 있다. 중앙에 위치한 여러 개의 큐(cues)를 중심으로 좌측은 생태 속의 큐(cues)과 실제 사건과의 관계를 나타내며, 우측은 의사결정자의 마음속에서 지각되고 있는 큐(cues)와 실제 판단과의 관계를 나타낸다. 렌즈모델은 양쪽의 관계가 렌즈나 거울을 통해 비치는 것처럼 유사성이 있다는 것을 전제로 하기 때문에 의사결정의 정확도는 큐(cues)를 중심으로 우측의 의사결정자 및 좌측의 생태와의 관계가 확률적으로 얼마나 일치하느냐에 달려있다. 렌즈모델을 이용하면 다수의 의사결정자간 인지적 차이를 쉽게 이해할 수 있으며, 수 명의 행위자가 존재하는 경우 이들의 의사결정의 구성요소들, 즉 큐의 상대적 가중치, 큐와 의사결정과의 함수관계, 큐의 통합원칙 등을 비교함으로써 어떤 요소의 차이로 인해 의사결정의 차이가 발생하였는지 확인할 수 있다(심준섭, 2006).

렌즈모델은 인간의 의사결정에 있어서 인지과정과 의사결정 환경과의 관계에 초점을 둔다. 인간의 판단이란 환경으로부터 인식된 불완전한 정보들이 마치 볼록렌즈에 투사된 빛이 한 점에 모이는 것처럼 재결합되는 과정이라고 할 수 있다. 여기서 환경이란 문제의 생태(ecology)로서 행위자나 의사결정자가 활동하는 의사결정의 환경(decision environment)을 의미한다. 큐(cue)는 행위자가 의사결정과 판단 상황에서 고려하는 정보와 변수들이다. 결정오차(decision error)를 줄이기 위해서 이용 가능한 큐들을 일정한 규칙으로 종합하여 통합해야 하지만, 모든 큐들과 이들의 조합을 이용한다는 것은 환경의 복잡성을 고려하였을 때 불가능한 일이다. 환경의 불확실성으로 인하여 큐들이 얼마나 신뢰할 만한지, 얼마나 타당한지조차 알 수 없으며, 의사결정자는 의사결정의 사안에 따라서 큐들의 상대적 중요도를 다르게 평가하고, 각각의 큐에 대해 서로 다른 가중치를 부여하게 되는데, 이것은 대안적 선택을 위해 고려하는 평가기준들 간에도 상대적 중요도가 각각 다르다는 것을 의미한다. 행위자의 의사결정에 있어 큐들 각각과 의사결정과의 관계를 의미하는 큐 이용 타당도(cue utilization validities)에 대한 분석을 통해 의사결정에 있어 각 큐의 기여도 가중치, 큐값의 변화와 의사결정 간의 함수적 관계(functional form)에 대해 설명할 수 있게 되며, 각 큐들이 의사결정을 위해 어떻게 통합(integrate)되는가를 설명해주는 조직화 원칙(organizing principle)의 분석도 가능하다(심준섭, 2004).

판단분석은 개인의 인지과정으로서 판단과 의사결정과정을 분석의 대상으로 하여 계량적으로 외면화(externalize)함으로써, 특정한 생태적 환경(ecology) 속에서의 인간의 의사결정 과정을 분석하는데 이용되는 의사결정 분석기법이다. 판단분석의 적용을 위해 먼저, 의사결정이 요구되는 문제(judgment problem)를 정의하게 되며, 문제의 정의에 있어서 의사결정자

들의 선호, 이해, 제약, 가치등에 따라 이견이 나타나게 된다. 이러한 견해차는 판단의 형성에 대한 차이나 갈등으로 발전하게 된다. 의사결정자는 대안을 형성하기 위해 주어진 의사결정 환경 내에서 중요한 것으로 여겨지는 큐들을 고려하여 대안을 형성하게 되는데, 판단의 형성에 영향을 미치는 중요한 큐값들의 조합을 통하여 다양한 가상의 상황 또는 대안들을 나타내는 시나리오로서 판단과제(judgment task)의 제작이 필요하다. 판단과제의 시나리오는 대표성을 지닌 설계를(representative design)를 위하여 연구대상과 이들의 환경 속에서의 상황, 대상, 사건등의 대표성을 강조해야 한다. 사회적 판단이론은 개별 판단자의 의사결정을 분석대상으로 하는 개별적(idiographic) 접근법을 강조하므로 개별 행위를 대상으로 각 시나리오에 대한 판단데이터를 확보하여 다중회귀분석을 통해 판단정책(judgment polish)을 분석한다. 회귀분석을 위해 각각의 큐가 독립변수가 되고 응답치는 종속변수가 되며, 계량적인 평가를 위해 응답 척도는 7점 척도, 100점 척도 등이 이용된다(차명수, 2009).

큐의 상대적 가중치, 큐와 판단과의 함수관계, 의사결정을 위해 이용된 큐의 개수 등 의사결정자의 판단정책을 효과적으로 개념화한 것이 바로 렌즈모델이며, 이러한 판단정책의 분석을 위해 설문조사를 통해 판단 데이터를 획득하고 상관관계 분석과 다중회귀분석(multiple regression analysis)을 활용하여 분석하는 기법이 바로 판단분석이다(권용석 외, 2019).

본 연구에서는 임팩트투자자의 투자결정요인을 확인하기 위하여 렌즈모델과 판단분석을 활용하였다.

III. 연구방법

3.1. 가설설정 및 연구모형

임팩트 투자는 사회, 환경분야의 임팩트 창출을 주목적으로 하면서도 재무적 투자수익을 기대하는 투자로서 기업의 재무적 이익도 고려를 해야 하는 이중가치 추구의 부담이 존재한다. 임팩트 투자를 위한 평가모형에 대한 다양한 사례와 연구 결과를 조사하였으나 임팩트 투자자의 투자의사결정에 대한 판단기준과 관련하여 명확하게 제시된 선행연구는 부족하다.

본 연구에서는 임팩트 투자자의 소셜벤처 투자결정요인을 분석하기 위해서 사회적 가치의 영향력을 판단하기 위한 소셜벤처의 소셜미션을 투자결정요인에 포함하였으며, 선행연구를 통하여 일반적인 투자결정요인으로 반복되는 ‘창업가(팀)의 기업가적 특성’, ‘창업가(팀)의 전문성’, ‘성공시의 잠재적 수익률’을 초기투자의 투자의사결정 요인으로 선정하였다. 마지막으로, 본 연구를 통해 확인하고자 하는 소셜벤처의 사회적 혁신과 영향력의 핵심 기반인 창업가(팀)의 사회적 역량을 포함하기 위해 정대용·김춘광(2011)의 연구를 참고하였다.

해당 선행연구에서는 사회적 역량(social competence)은 사회적 네트워크를 효과적으로 개발하고 유지할 수 있는 개인의

능력으로 설명되며, 다수의 사회적 역량 개념들 중에서 이론적으로 가장 완전하고 확실한 측정도구를 제공해주는 정치적 기술(political skill) 개념을 활용하여 사회적 역량을 측정할 수 있다고 하였다(정대용·김춘광, 2011). 따라서, 정치적 기술의 하위개념 중 유의한 정(+)의 영향이 나타난 창업가(팀)의 네트워킹 능력과 사회적 통찰력과 유의한 음(-)의 영향이 나타난 창업가(팀)의 ‘대인관계 영향력’ 소셜벤처의 투자결정요인으로 선정하였다.

사회적 역량은 개인이나 집단이 만남, 공동작업, 간접적 교류 등 다양한 방법을 통하여 서로 연결되어지는 형태나 관계망을 의미하며 사회적 역량의 구성원들은 상호작용에 기초하여 경험을 공유하고, 다른 사람의 실수를 통해 배우며, 다른 사람으로부터 조언을 받는다. 다양한 구성원과의 상호작용은 새로운 정보를 접할 기회를 제공하고, 문제를 다양한 시각으로 바라보고 다양한 전망을 갖게 하며, 창의적인 사고를 유도해낼 수 있으며 사회적 역량을 상호작용을 유발함으로써 경험과정을 촉진하고, 흡수능력 형성에 긍정적으로 기여한다고 하였다. 또한, 사회적 기업가가 되기 위해서는 사회적 역량의 구축이 필요하며, 특히 기존의 사회적 기업가들과의 사회적 역량은 모방학습과 같은 비공식적인 학습 기회를 제공하며, 열망, 신선한 아이디어, 도덕적 지원에서부터 파트너십과 자금 확보까지 여러 가지 혜택을 얻을 수 있는 통로가 될 수 있다고 하였다(박노윤, 2015).

기업가정신(social entrepreneurship), 경영역량, 조직문화 및 사회적 역량 등이 초기 소셜벤처의 기업 성과 영향요인에 관한 연구모형을 구축하고 연구가설검증을 위해 소셜벤처를 대상으로 실증적 분석을 진행하였으며 소셜벤처의 사회적 네트워크는 소셜벤처의 경제적 성과 및 사회적 성과에 유의미한 조절효과를 가질뿐만 아니라 향후 소셜벤처의 자생력 강화 및 경쟁력 제고를 위해 사회적 역량과 소셜벤처의 내부 역량을 강화하는 것이 중요하다고 하겠다(김용태, 2021).

기업가들에게 사회적 네트워크는 성공을 돕는 중요한 요인으로서 기업가의 네트워크가 사업의 성공에 중요한 영향을 미치는 대상으로 이루어졌을 확률이 높고 효율성을 추구하는 기업가일수록 목표달성을 위해 필요한 자원을 최소의 비용과 노력만으로 확보하려고 하기 때문이라고 하였다(정대용·김춘광, 2011). 또한, 기업가의 사회적 네트워크를 효과적으로 개발하고 유지할 수 있게 하는 정치적 기술(political skill)은 기업가들에게 더욱 더 유용한 사회적 역량 개념으로서 협상, 계약, 제휴 등의 활동이 기업운영의 기본을 이루고 있으며 성과 창출을 위한 기업가의 활동은 대부분 정치적인 활동으로 볼 수 있으며, 정치적 기술이 기업성공에 도움이 된다고 하였다. 여기서 정치적 기술이란, ‘정치(politics)’라는 단어가 의미하는 책략, 계략 등과 같은 부정적 의미의 기술이 아닌 설득, 조종, 그리고 협상 등을 통해 영향력을 행사하는 것이며, 정치적 기술을 사회적인 관계에서 다른 사람이나 조직들에 대해서 이해하고 다른 사람들이 개인이나 조직의 목표를 확장하는데 필요한 행동을 하도록 영향력을 발휘하기 위한 지식을 활용

하는 것으로 설명하였다(정대용·김춘광, 2011). 본 연구에서는 다음의 연구가설을 설정하였다.

가설 1. 일반적인 벤처투자와는 달리 사회적 가치를 함께 고려해야 하는 임팩트투자자가 투자 의사를 판단하는 요인의 우선순위와 가중치는 소셜미션 추구를 중심으로 나머지 하위 요인들은 유사한 경향을 나타낼 것이다.

가설 2. 소셜미션을 추구하기 위하여 공공과 민간의 다양한 사회적 네트워크 확보가 필요한 창업자(팀)의 정치적 기술로서 ‘창업자(팀)의 네트워킹 능력’, ‘창업자(팀)의 사회적 통찰력’, ‘창업자(팀)의 대인관계 영향력’은 임팩트투자자의 투자사결정에도 주요한 영향을 미칠 것이다.

임팩트 투자자의 다양한 투자결정 요인에 대해서는 소셜미션 추구하고 초기투자단계의 투자결정요인, 창업가(팀)의 정치적 기술 세 가지 분류로 구성하였다.

첫 번째 분류는 소셜미션 추구로서 소셜벤처기업의 창업 목적이자 존재의 이유로서 회사의 미션을 인지하고 지지하는 정도와 구성원과 업무의 미션 정렬성을 의미하는 창업가(팀)의 소셜미션의 추구를 요인을 선정하였다.

두 번째 초기투자단계의 투자결정 요인으로서 ‘액셀러레이터의 스타트업 투자의사결정 영향요인’에 관한 선행연구(한주형·황보윤, 2018)를 통하여 유의한 정(+)의 영향이 나타난 ‘창업가(팀)의 기업가적 특성’, ‘창업가(팀)의 전문성’, ‘성공시의 잠재적 수익률’을 두 번째 분류의 요인으로 선정하였다.

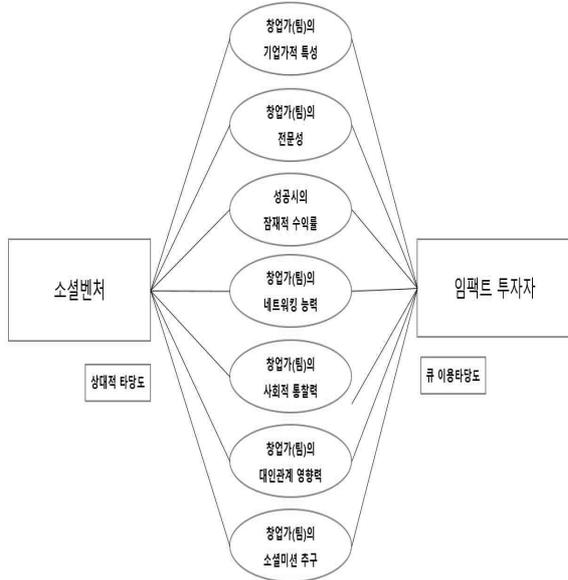
세 번째 창업자(팀)의 정치적 기술로서 벤처·중소기업의 생존과 성장을 위해 중요하게 연구되고 있는 사회적 역량과 사회적 네트워크 확보의 원천으로서 정치적 기술을 제시한 ‘벤처기업가의 정치적 기술과 사회적 역량의 하위요인간의 구조적 관계모형’(정대용·김춘광, 2011)의 선행연구를 통하여 유의한 정(+)의 영향이 나타난 ‘창업자(팀)의 네트워킹 능력’ 및 ‘사회적 통찰력’과 유의한 음(-)의 영향이 나타난 ‘대인관계 영향력’을 세 번째 분류의 요인으로 선정하였다.

정대용·김춘광(2011)의 연구에서 많은 중소·벤처기업들이 신생의 불리함(liabilities of newness), 소규모의 불리함(liabilities of smallness)과 같은 태생적 한계를 극복하는 데 있어 사회적 역량이 기업성과 창출에 매우 중요한 역할을 감당할 뿐만 아니라 중소·벤처기업의 태생적 한계를 극복하는데 결정적인 요소임을 증명하였다.

소셜벤처는 사회적기업과 마찬가지로 임팩트를 추구한다. 상생과 연대, 기업의 지속가능성, 사회에 미치는 영향과 파급력을 고려할 때 사회적 역량이 임팩트 투자의 조성 목적과 회수 가능성 판단에 있어서 중요한 기준으로 포함될 수 있다고 판단하였다.

사회적 가치에 대한 영향력과 투자와 회수를 통한 수익 실현

등 이증가치를 기대하는 임팩트투자자 의사결정요인에 대하여 ①창업가(팀)의 기업가적 특성 ②창업가(팀)의 전문성 ③성공시의 잠재적 수익률 ④창업가(팀)의 네트워크 능력 ⑤창업가(팀)의 사회적 통찰력 ⑥창업가(팀)의 대인관계 영향력 ⑦창업가(팀)의 소셜미션 추구 등 주요 변수(cue) 7가지 요인을 종합하여 임팩트투자자의 소셜벤처 투자결정요인에 대한 판단문제와 도출된 큐들을 렌즈모델에 대입해 보면 아래 <그림 1>과 같다.



<그림 1> 연구모형

3.2. 변수의 조작적 정의

본 연구에서는 임팩트 투자자의 소셜벤처 투자결정에 있어서 정보 요인인 큐(cue)가 어느 정도의 비중으로 의사결정에 영향을 미치는지 판단분석 기법을 통해 종합적으로 분석해 보고자 하였다. 판단분석의 절차에 따라 ‘임팩트 투자자의 소셜벤처 투자결정에 대한 종합적인 평가’를 판단문제로 정의하고, 다음 단계로 소셜벤처 투자결정의 선택기준이 되는 사례의 질문 문항의 선정은 선행논문들의 분석을 통하여 도출하였다. 최종적으로 7개의 독립변수와 종속변수를 아래 <표 2>와 같이 규정하였다.

<표 2> 독립변수 및 종속변수 정의

변수	분류	내용	세부내용
독립변수	초기투자단계의 투자결정 요인	창업가(팀)의 기업가적 특성	창업가(팀)의 기업가적 특성은 성취욕구, 위험감수성, 인내력, 혁신성, 진실성, 자신감 등의 심리적 특성을 뜻함
		창업가(팀)의 전문성	창업가(팀)의 전문성은 학력, 전공을 비롯한 각종 경험(창업 경험, 업종경험, 성공 경험, 경영 경험) 등을 뜻함
		성공시의 잠재적 수익률	회수(Exit)시 예상되는 투자대비 수익의 비율
	사회적 네트워크 확보를 위한 창업자(팀)의 정치적 기술	창업가(팀)의 네트워크 능력	도움이 될 만한 광범위한 인적(人的) 네트워크를 개발하고 활용하는 능력
		창업가(팀)의 사회적 통찰력	다양한 사회적 상황에 민첩하게 대처하면서 사람들 간의 상호작용과 상황을 정확하게 해석하는 능력
		창업가(팀)의 대인관계 영향력	상대방으로부터 특정반응을 이끌어내기 위해 주어진 상황이나 배경에 맞게 자기 자신을 신속하게 적응시키거나 비껴나가며 급변하는 비즈니스 환경에 자신을 수시로 적응하는 역량
	소셜미션 추구	창업가(팀)의 소셜미션 추구	창업 목적이자 존재의 이유로서 회사의 미션을 인지하고 지지하는 정도와, 구성원과 업무의 미션 정렬성
종속변수	임팩트투자자의 소셜벤처 투자결정에 대한 종합적인 평가	해당 소셜벤처에 대한 투자대상으로서의 가치	

3.3. 판단과제의 제작

판단분석의 목적은 의사결정자의 판단 및 판단을 위해서 이용된 정보인 큐(cue)와의 관계를 계량적으로 기술하는 것이다. 판단분석은 인간의 인지과정의 기술적인(descriptive) 분석에 초점을 두기 때문에 행위자들이 합리적인 효용극대화의 추구자(utility maximizes)임을 전제하지 않으며, 행위자들이 어느 수준이상의 판단의 일관성만을 지닐 것을 상정한다(심준섭, 2004, 2006).

따라서 판단분석에서는 최대효용을 가져오는 대안이 채택되지 않는 상황도 자연스럽게 받아들여지며 이는 행위자들 간의 판단 차이로 인해, 최대효용 관점에서 보면 만족스럽지 못한 대안이 채택될 수도 있는 것이다. 판단분석 기법의 적용은 행위자의 판단과 의사결정에 대한 기술적인 측면에서의 연구와 방법론적인 접근이 부족한 상황에서 커다란 의미를 갖는다(심준섭, 2004).

판단분석 기법은 Hammond et al.(1975)의 사회적판단이론(Social Judgment Theory)과 Brunswik의 렌즈모델(Lens Model)에 이론적, 개념적 토대를 두고 있다(심준섭, 2006).

사회적판단이론은 사회적 판단기법의 이론적 기반으로 생태 환경 속에서 의사결정자들이 직면하는 상황으로서 응답표본의 크기 보다는 판단과제 제작에 있어서 판단하는 대상, 사건 등의 대표성 설계(representative design)가 중요하기 때문에 의사결정자들이 실제 환경 속에서 접할 수 있는 상황 또는 대

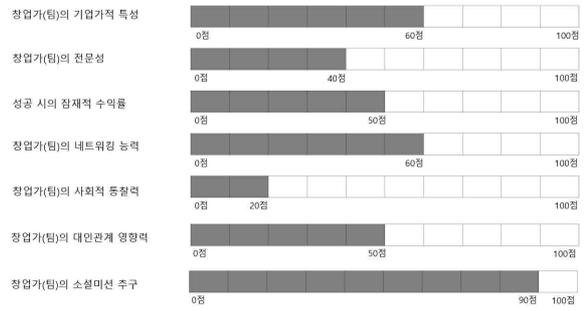
안들을 가상적으로 제작한다. 이들 각각은 가상적인 사례(case) 또는 시나리오(scenario)로 불리며, 이러한 n개의 사례들이 모여 판단과제(judgment task)를 구성하게 된다. 주의할 점은 큐 값들의 불가능한 조합이 포함된 사례, 즉 의사결정자가 실제 환경에서 접할 수 없는 상황(또는 대안)을 가정해서는 안 된다는 점이다.

본 연구에서는 대표성 있는 판단과제의 설계를 위하여 소셜벤처와 임팩트투자 및 벤처캐피탈리스트, 창업기획자, 엔젤투자자들의 스타트업 지원과 관련된 선행연구를 바탕으로 주요 요인(cue)을 7개를 도출하여 판단과제에 대한 시나리오(사례)를 제작하였으며 응답자의 판단정책을 분석하기 위해 워크시트 프로그램(MS Excel)을 이용해 데이터를 입력·정리하였다.

심준섭(2004, 2006)에 따르면 신뢰할 만한 판단 결과를 위해서는 시나리오가 큐의 개수보다 최소 5배 이상이어야 하는데, 본 연구에서는 이를 충족하기 위해 총 7개의 큐(cue), 42개의 서로 다른 시나리오를 제작하였으며 설문 설계에 있어서는 각 큐(cue)들을 A, B, C, D, E, F, G라고 가정할 경우, 사례 1에서는 요인 A의 점수를 가장 높게, 사례 2에서는 요인 B의 점수를 가장 높게 하는 등 차례대로 한 큐(cue)씩 점수를 높여 다양하게 사례를 제작하였다. 판단사례 제작에 앞서 투자심사가 가능한 시나리오로서 소셜벤처의 기본적인 역량 판단 및 각 큐가 가진 척도들의 평균적인 조합을 고려하였으며, 각 설문 문항별 점수와 척도의 합을 기준으로 전체 점수의 합이 최소 200점 이상인 시나리오를 추출하였다. 두 번째로 현직 엑셀러레이터의 평가 시뮬레이션을 통해 실제로 존재하기 어렵거나, 투자결정에서의 중복성, 타 시나리오와의 변별력이 모호한 사례는 판단과제에서 제외하여 최종 42개의 판단과제를 <표 3>과 같이 제작하였다. 이렇게 큐값을 각기 다르게 조합하여 제시된 시나리오에 따라 의사결정자의 개별 종합판단점수가 결정되며 각 큐에 대한 응답치의 계량화를 위하여 가장 많이 이용되는 비네트 방법을 채택하였다.

<표 3> 판단과제 설계

구분	큐(Cue)	9	8	7	6	5	4	3	2	1	점수합	문항수
A	창업(팀)의 기업가적 특성	10	8	2	2	1	6	6	5	2	239	42
B	창업(팀)의 전문성	8	4	7	4	2	3	7	3	4	230	42
C	성공 시의 잠재적 수익률	6	5	5	2	0	8	6	4	6	205	42
D	창업(팀)의 네트워킹 능력	6	5	5	4	0	3	4	8	7	200	42
E	창업(팀)의 사회적 통찰력	7	4	6	2	2	2	5	5	9	201	42
F	창업(팀)의 대인관계 영향력	6	5	5	4	2	4	5	5	6	210	42
G	창업(팀)의 소셜미션	7	5	5	1	1	2	3	6	2	200	42



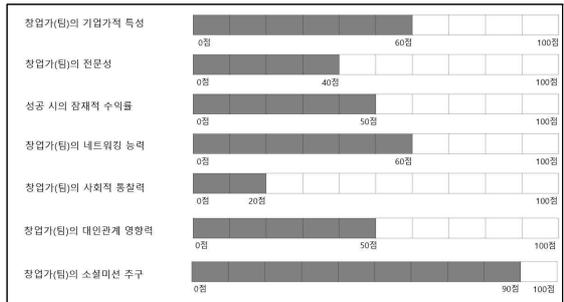
<그림 2> 판단과제 제작 예

<그림 2>는 현직 임팩트 투자자가 소셜벤처기업을 평가한 내용 중 하나로서 마지막 순서에 위치한 큐(cue)가 다른 큐들보다 상대적으로 높은 점수를 보이는 스타트업의 사례로서 <그림 3>는 42개의 판단과제 중 하나를 사례의 예시로 보여 주었다.

다음 사례는 어느 임팩트 투자자가 소셜벤처 투자시 고려하는 내용을 점수화한 그래프입니다. 그래프는 사전에 각각의 기업의 투자지표를 분석한 것으로서 아래의 평가지표 7지표를 종합적으로 판단하여 해당 기업의 투자가능성에 대해 전체적인 총점을 선택해 주시면 됩니다.

* 1개의 그래프당 1개의 소셜벤처 기업이며 총 42개 기업의 평가를 진행해주시면 됩니다.

소셜벤처 20



가정1 :응답자 A는 '창업(팀)의 소셜미션 추구'를 중요시함
가정2 :응답자 B는 '창업(팀)의 사회적 통찰력'을 중요시함

[응답자 A의 종합평가점수 답변]
①10점 ②20점 ③30점 ④40점 ⑤50점 ⑥60점 ⑦70점 ⑧80점 ⑨90점 ⑩100점

응답자 A의 경우, 다른 6개의 항목보다 '창업(팀)의 소셜미션 추구'를 가장 중요하게 생각하므로 위 스타트업의 종합 평가점수를 70점으로 주었습니다.

[응답자 B의 종합평가점수 답변]
①10점 ②20점 ③30점 ④40점 ⑤50점 ⑥60점 ⑦70점 ⑧80점 ⑨90점 ⑩100점

응답자 B의 경우, '창업(팀)의 사회적 통찰력'을 중요하게 생각하는데, 소셜벤처20은 해당항목 점수가 낮은 편입니다. 따라서 응답자 B는 위 스타트업의 종합 평가점수를 40점으로 주었습니다.

<그림 3> 설문 응답 예시

3.4. 연구대상 및 분석방법

본 연구에서는 선행연구의 검토를 통해 임팩트 투자자의 투자결정에 필요한 큐를 도출하였고, 각 큐를 적용하여 판단이 필요한 문제를 구체적인 사례로 정의하였다.

연구 표본은 임팩트 펀드를 운영하고 있거나 소속된 투자자의 본 계정을 통하여 임팩트 투자를 진행한 경험이 있는 심사역과 대표자, 또는 벤처파트너를 대상으로 2021년 5월 11일부터 5월 24일까지 온라인 설문을 실시하였다. 연구 표본의 임팩트 투자 경험 여부를 검증하기 위해서 23명의 설문조사 응답자 중에서 조사 대상자가 속한 기관에서 임팩트 펀드를 운영하고 있거나, 본 계정을 통한 소셜벤처 투자 이력이 있는 20명의 판단데이터를 획득하였으며, 통계처리를 위해 SPSS 21.0을 활용하여 다중회귀분석을 실시하였다. 온라인 설문조사 시점 기준으로 20명의 응답자 중에 중소기업부가 운영하는 소셜벤처스퀘어(2022, <https://sv.kibo.or.kr>)에 등록된 투자기관 소속의 임팩트 투자자는 9명이다.

본 연구는 판단분석 기법을 적용하여 개별 의사결정자의 판단 데이터에 대해 다중회귀분석을 실시하였다. 선형적 판단모형은 의사결정자가 비선형적이고, 복잡한 전략을 사용하였고 주장한 경우에도 의사결정자의 판단에 대한 예측력이 우수한 것으로 나타났으며(Goldberg, 1968), 판단분석은 다중회귀분석에 의한 선형적 판단모형을 통하여 의사결정자의 판단정책을 분석한다. 따라서, 각 임팩트 투자자의 의사결정과정을 분석함에 있어, 집단적 회귀분석(nomothetic regression)이 아니라 개별적 회귀분석(idiographic regression)을 진행하였으며, 큐들의 상대적 중요도, 큐와 판단의 함수관계, 조직화 원칙 등을 포함하는 판단정책의 n개의 시나리오에서 각각의 큐는 독립변수로, 응답치는 종속변수로 이용되었다.

이러한 방법은 일반적으로 서베이(survey) 데이터를 분석함에 있어 전체적인 차원의 응답을 종속변수로 하고, 각 세부차원 또는 문항의 응답을 독립변수로 하여 회귀분석을 실시하는 절차와 유사하지만, 회귀분석의 적용을 n명의 집단으로부터 얻어진 데이터가 아니라 개인으로부터 얻어진 데이터에 적용한다는 면에서 커다란 차이가 존재한다. 의사결정 보조기제로 광범위하게 활용되는 AHP기법이 직접질문에 의한 자기기술(self description) 등의 기법들이 주관적인 방법이라는 비판으로부터 자유롭지 못한 가장 큰 이유는 회귀분석, 상관관계, 요인분석 등의 기법들이 통계적 방법으로 가중치와 같은 계수(coefficient)들을 추출하는데 있기 때문이다. 그런데 AHP를 비롯한 여타 기법들과는 달리 판단분석 기법은 의사결정자 개인의 판단을 대상으로 개별적 회귀분석(idiographic regression)의 방법을 적용함으로써 개인의 판단정책을 계량적으로 외연화할 수 있다는 강점을 지니고 있으며, 의사결정자들의 판단과 의사결정의 인지적 과정에 대한 분석 기제를 제공하고, 개별 의사결정자의 판단을 대상으로 통계적 분석이 가능하도록 한다. 또한, 큐의 선정을 위한 과학적 판단과 개

별 의사결정자의 사실판단의 분리·통합이 가능하도록 한다(심준섭, 2006).

심준섭의 정책과정에 대한 판단분석(Judgment Analysis) 기법의 적용에 관한 연구(심준섭, 2006)에서 제시된 판단분석 적용 사례를 보면 호주 시드니 TV 전파 송전탑 설치 과정에서 4명으로 구성된 환경영향평가팀을 대상으로 판단분석 기법을 통한 대안의 선정과 이를 통한 갈등조정 사례를 소개하고 있다. 또한, 당사자 연구에서도 15명의 공무원들을 대상으로 지방자치단체의 ‘에너지절약 시책’의 추진성과를 평가하기 위한 평가지표들에 대해 가중치를 부여하는 문제에 대하여 판단분석 기법을 적용하였다. 즉, 판단분석의 접근법은 연구표본의 크기 보다는 과학적 판단을 통한 신뢰성 있는 큐의 선정과 판단과제에 포함될 시나리오(사례)에 대한 대표성 및 핵심 의사결정자의 사실판단이 판단정책에 대한 결과와 신뢰도에 주요한 영향을 끼치고 있음을 알 수 있다.

이중적 가치를 추구함으로써, 다수의 투자 판단요인을 고려해야 하는 임팩트 투자자는 의사결정에 있어 인간의 인지과정 및 의사결정 환경과의 관계에 따른 상대 평가가 작용하기도 한다. 판단분석 기법은 임팩트 투자자들의 인지적 환류(cognitive feedback)와 준합리적(quasi-rational) 사고과정을 이해하고, 다른 임팩트 투자자의 판단과는 어떻게 다른가를 인식할 수 있게 됨으로써 개개인의 적응적 인식변화를 촉진할 뿐만 아니라 소셜벤처에 대한 투자의사결정 시 자신의 판단정책을 구체적으로 설명할 수 있게 되는 것에 의의가 있다.

IV. 연구결과 및 해석

4.1. 분석결과

본 연구에서는 창업가(팀)의 기업가적 특성, 창업가(팀)의 전문성, 성공시의 잠재적 수익률, 창업가(팀)의 네트워크 능력, 창업가(팀)의 사회적 통찰력, 창업가(팀)의 대인관계 영향력, 창업가(팀)의 소셜미션 7가지 요인(cue)을 독립변수로, 임팩트 투자자의 소셜벤처 투자결정에 대한 종합적인 평가를 종속변수로 하여 다중회귀분석을 실시, 각 투자결정자들의 판단정책을 분석하였다. 집단적(nomothetic) 회귀분석이 아닌 개별적(idiographic) 회귀분석이 적용되므로 20명의 응답자에 대한 20번의 회귀분석이 이루어졌다. 회귀분석 시, R²은 선형판단모형에 의해 설명되는 판단의 분산(variance)의 비율을 나타내며, 이 값이 1에 가까울수록 의사결정자의 판단정책에 대한 예측의 정확도가 높아진다(심준섭, 2006). 임팩트투자자의 판단이 일관적일 경우, 판단의 예측치와 실제 판단치의 차이는 적을 것이며, 판단일관성 지수(R²)도 커지게 된다. 판단의 일관성 지수 R²에 대한 검증은 회귀분석의 F검증과 동일하므로, 판단의 일관성이 지나치게 낮은 경우라면 판단모형은 F검증을 통과하지 못한다. 본 연구에서 20명에 대한 20번의 개별 회귀분석이 이루어졌으며, 이 중에서 F검증을 통과하지 못한 2명을

제외한 18명의 결과는 다음과 같다.

<표 4>를 살펴보면 18명의 응답자들 가운데 판단모형의 유의도 검증(F-검증)을 통과한 18명 응답자들의 판단정책을 분석한 결과이다. 단서들의 가중치는 표준화회귀계수이며 각 요인별로 상대적인 중요도를 나타내고 있다.

응답자들 간에는 7가지 요인의 상대적 중요도에 대한 평가에 있어서 개인별로 차이를 보여주고 있다. 유의한 판단모형을 지닌 18명 응답자들 가운데 인식이 일치하는, 즉 7가지 요인에 대해 동일한 가중치가 부여된 경우는 없었다.

판단모형에서 R²은 응답자들의 판단예측의 정확도를 측정하는 지표로서 0과 1사이에 분포하며 1에 가까울수록 판단의 일관성이 높음을 나타낸다.

본 연구에서 R²은 0.348~0.964 사이에 폭넓게 분포되었으며, 평균 R²은 0.65로 나타났다. 이러한 결과는 평균적으로 응답자들의 판단 분산의 65%가 판단모형에 의해 설명 가능함을 나타낸다. 예컨대 위에서 예시한 응답자 1번의 R²은 0.964로 응답자 7번의 0.348보다 상당히 높은 것으로 나타났는데, 이것은 응답자 1번의 경우 선형판단모형을 통해 판단의 분산이 96.4%가 설명 가능하며, 판단의 일관성이 매우 높은 수준임을 알 수 있다. 반면에 응답자 7번은 34.8%만이 설명 가능하다는 의미이다.

<표 4> 평가지표별 가중치 비교: 표준화회귀계수

ID	창업가(팀)의 기업가적 특성	창업가(팀)의 전문성	성공시의 잠재적 수익률	창업가(팀)의 네트워킹 능력	창업가(팀)의 사회적 통찰력	창업가(팀)의 대인관계 영향력	창업가(팀)의 소셜미션	R ²
1	.572***	.530***	.028	.045	-.002	-.041	.599***	.964**
2	.059	.071	.015	-.004	.563***	.019	.628***	.785***
3	.231	.610***	.381*	.413**	.073	.054	-.122	.427**
4	.850***	-.050	.324*	.057	.158	.205	.062	.654***
5	.620***	.394**	.449**	.344*	.335*	.447**	.186	.515**
6	.764***	.363**	.026	.136	.027	-.016	.117	.701***
7	.051	-.220	.024	.095	.100	-.498**	.020	.348*
8	.161	.167	.858***	.008	.156	.093	-.036	.588**
9	.419**	.753***	.297*	.361**	.340**	.343**	.296*	.651***
10	.161	.597***	.955***	.158	.174	-.098	.124	.805***
11	.077	.403**	.311	.184	.286*	.227	.675***	.533***
13	.187	.128	.466**	.069	.257	.456**	.636***	.504**
14	.201*	.207*	.146	-.013	-.017	.135	.864***	.754***
15	.241	.424**	.625***	.075	.186	.170	.712***	.597***
16	.756***	.350***	.014	.083	.166*	.064	.386***	.844***
17	.203	.652***	.273	.327*	.231	.378**	.315*	.484**
18	.095	.696***	.820***	.401***	-.025	.139	.169	.765***
20	.026	.129	.944***	.009	.028	.060	.271**	.736***

* p<.05, ** p<.01, *** p<.001

<표 4>를 살펴보면 창업가(팀)의 소셜미션의 경우 10명 중 6명이 창업가(팀)의 소셜미션을 가장 중요하게 인식하고 있는 것으로 나타나 창업가(팀)의 소셜미션을 우선순위로 판단한 응답자들은 창업가(팀)의 소셜미션에 상대적 가중치를 더 크게 부여하는 경향이 있는 것으로 나타났다.

이는 벤처투자자의 투자우선순위로 창업자 및 창업팀원 능력, 성공시의 잠재적 수익률, 시장 및 경쟁기업의 상황을 중요시 하는 것(차명수, 2009)이나 엑셀러레이터의 투자 결정요인으로 성공시의 잠재적 수익률과 창업가(팀)의 기업가적 특성(한주형·황보윤, 2018)으로 보는 것과는 다른 결과를 나타냈다.

이는 경제적 가치와 사회적 가치 두 가지를 모두 고려해야 하는 임팩트 투자자의 투자결정과정에서는 어느 한 쪽에의 판단요인에 치중하기보다는 창업가(팀)의 전문성을 포함하여 창업가(팀)의 성공 시 잠재적 수익률 및 창업가(팀)의 소셜미션 추구를 균형 있게 종합하여 판단한다는 것이 필요하다는 것을 의미한다고 해석할 수 있다.

응답자들의 판단정책을 분석한 결과인 <표 4>에서 단서의 가중치는 표준화회귀계수로서 각 요인별 상대적 중요도를 나타내며 응답자들 간에 7가지 요인의 상대적 중요도에 대한 평가에 있어서 인식이 일치하는, 즉 동일한 가중치를 부여한 경우는 없었다.

또한, 7가지 요인을 모두 고려했을 경우의 판단정책의 일치도를 통하여 각각의 응답자가 고려하는 요인들은 개인마다 다른 것으로 나타났다. 판단에 이용되는 큐의 개수에 있어서도 1개의 큐에 의존하는 경우에서부터 7개의 큐 모두를 판단에 이용하는 경우에 이르기까지 응답자들 간에 투자결정을 위해 고려한 요인의 개수에 있어서도 상당한 차이가 존재하였다.

즉 투자결정을 고려하는 요인들이 하나의 요인으로 귀결되어 나오지 않고 개인마다 각각 다르다는 것을 의미한다.

<표 4>의 표준화회귀계수 순위에서 7개의 요인 모두를 유의하게 고려한 응답자는 1명(5.6%), 6개의 요인을 유의하게 고려한 응답자는 1명(5.6%), 5개를 고려한 응답자는 0명(0.0%), 4개를 고려한 응답자는 2명(11.1%), 3개를 고려한 응답자는 7명(38.9%), 2개를 고려한 응답자는 5명(27.8%), 1개를 고려한 응답자는 2명(11.1%)으로 나타나 임팩트 투자자가 투자자의사를 판단하기 위한 요인의 개수는 3개에서 4개의 주요 요인만을 선별하여 판단하는 경향이 있다고 할 수 있다.

<표 3>~<표 5>의 단계별 결과값이 심준섭(2006)의 <표 2>, <표 3>과 차이가 있는 이유는 심준섭(2006)의 연구에서는 지방자치단체의 에너지절약 시책의 추진성과를 평가하는 판단 문제에 있어서 정부합동평가에 기 활용된 평가지표들을 중심으로 행정자치부와 외부평가전문가를 통하여 큐를 선정하였다. 따라서 정부합동평가결과를 토대로 해당 결과와 관련된 큐의 선정까지 연구 목적과 결과의 범위가 비교적 명확하게 제시되었으나, 본 연구에서는 선행연구를 통하여 도출된 일반 투자자의 투자결정요인을 중심으로 소셜벤처의 사회적 역량

과 관련한 큐를 추가로 선정하였기에 개별 회귀분석에 있어서도 개별 큐 간의 영향력에 대한 추가적인 분석이 이루어졌다. 개별 큐들 간의 가중치에 대한 평가 및 주요 의사결정에서 활용되는 큐의 개수, 개별 큐들 간의 가중치 비교를 위해서 표준화회귀계수 기술통계와 평가지표별 가중치 비교: 순위에 대한 통계를 추가하였다.

<표 5>와 같이 표준화회귀계수 기술통계를 살펴보면, 성공시의 잠재적 수익률(M=0.39), 창업가(팀)의 전문성(M=0.34), 창업가(팀)의 소셜미션(M=0.33), 창업가(팀)의 기업가적 특성(M=0.32), 창업가(팀)의 사회적 통찰력(M=0.17), 창업가(팀)의 네트워킹 능력(M=0.15), 창업가(팀)의 대인관계 영향력(M=0.12) 순으로 나타났다.

표준편차는 성공시의 잠재적 수익률(SD=0.33), 창업가(팀)의 소셜미션(SD=0.29), 창업가(팀)의 기업가적 특성(SD=0.27), 창업가(팀)의 전문성(SD=0.27), 창업가(팀)의 대인관계 영향력(SD=0.22), 창업가(팀)의 네트워킹 능력(SD=0.15), 창업가(팀)의 사회적 통찰력(SD=0.15) 순으로 나타났다.

주목할 점은 창업가(팀)의 대인관계 영향력은 평균보다 표준편차 더 큰 것으로 나타났다. 이는 창업가(팀)의 대인관계 영향력에 대한 가중치의 편차가 매우 크다는 것을 나타내며, 이는 소셜벤처 선택 시 임팩트 투자자간에 ‘창업가(팀)의 대인관계 영향력’에 주된 비중을 두는 정도의 차이가 개인별로 매우 다르다는 것을 의미한다.

특이한 점은 응답자 7의 경우 유의한 음(-)의 가중치를 보이고 이는 소셜벤처 선택 시 창업가(팀)의 대인관계 영향력이 높을수록 부정적으로 평가하는 임팩트 투자자도 있다는 것을 의미한다.

<표 5> 평가지표별 가중치 비교: 표준화회귀계수 기술통계

구분	M	SD
창업가(팀)의 기업가적 특성	.32	.27
창업가(팀)의 전문성	.34	.27
성공시의 잠재적 수익률	.39	.33
창업가(팀)의 네트워킹 능력	.15	.15
창업가(팀)의 사회적 통찰력	.17	.15
창업가(팀)의 대인관계 영향력	.12	.22
창업가(팀)의 소셜미션	.33	.29
R2	.65	.16

<표 6>의 표준화회귀계수 순위는 통계적으로 유의한 단서들만을 대상으로하여 가중치의 크기에 따라 순위를 기록한 것이다. 임팩트 투자자의 소셜벤처 투자결정 시 고려해야 할 평가지표 중 창업가(팀)의 기업가적 특성 7명, 창업가(팀)의 전문성 12명, 성공시의 잠재적 수익률 10명, 창업가(팀)의 네트워킹 능력 5명, 창업가(팀)의 사회적 통찰력 5명, 창업가(팀)의 대인관계 영향력 5명, 창업가(팀)의 소셜미션 10명이 통계적

으로 유의하게 판단에 이용한다고 응답하였다.

이중 창업가(팀)의 소셜미션의 경우 10명 중 6명이 창업가(팀)의 소셜미션을 가장 중요하게 인식하고 있는 것으로 나타났다.

회귀분석의 회귀계수의 유의도 검증결과는 의사결정자 별로 판단을 위하여 이용한 큐의 개수에 대한 정보를 제공한다.

판단에 이용되는 큐의 개수에 있어서 적게는 1개의 큐에 의존하는 경우에서부터 많게는 7개의 큐 모두를 판단에 이용하는 경우에 이르기까지 응답자들 간에는 임팩트 투자자의 소셜벤처 투자결정 위해 고려한 요인의 개수는 상당한 차이가 존재하며, 각 가중치의 유의도 검증결과를 통해 응답자별로 판단을 위하여 고려된 유의한 단서의 개수들을 확인할 수 있었다.

통계적으로 유의한(p<0.05) 단서들만 고려할 때, 7개의 요인 모두를 유의하게 고려한 응답자는 1명(5.6%), 6개의 요인을 유의하게 고려한 응답자는 1명(5.6%), 5개를 고려한 응답자는 0명(0.0%), 4개를 고려한 응답자는 2명(11.1%), 3개를 고려한 응답자는 7명(38.9%), 2개를 고려한 응답자는 5명(27.8%), 1개를 고려한 응답자는 2명(11.1%)으로 나타났다.

<표 6> 평가지표별 가중치 비교: 순위

ID	창업가(팀)의 기업가적 특성	창업가(팀)의 전문성	성공시의 잠재적 수익률	창업가(팀)의 네트워킹 능력	창업가(팀)의 사회적 통찰력	창업가(팀)의 대인관계 영향력	창업가(팀)의 소셜미션
1	2	3					1
2					2		1
3		1	3	2			
4	1		2				
5	1	4	2	5	6	3	
6	1	2					
7						1	
8			1				
9	2	1	6	3	5	4	7
10		2	1				
11		2			3		1
13			2			3	1
14	3	2					1
15		3	2				1
16	1	3			4		2
17		1		3		2	4
18		2	1	3			
20			1				2

<표 7>은 의사결정자별로 표준화회귀계수의 합을 1로 환산하여, 이를 통해 얻어진 각 큐의 가중치의 평균값을 백분위로 산출하였다. 보는 바와 같이 창업가(팀)의 전문성 21%, 성공시의 잠재적 수익률 20%, 창업가(팀)의 소셜미션 17%, 창업가(팀)의 기업가적 특성 16%, 창업가(팀)의 대인관계 영향력 13%, 창업가(팀)의 사회적 통찰력 7%, 창업가(팀)의 네트워킹 능력 6% 순의 비중을 갖게 되는 것으로 나타났다.

<표 7> 평가지표별 가중치 비교:
표준화회귀계수의 합을 1로 변환한 경우 기술통계

구분	M	SD
창업가(팀)의 기업가적 특성	.16	.18
창업가(팀)의 전문성	.21	.13
성공시의 잠재적 수익률	.20	.20
창업가(팀)의 네트워킹 능력	.06	.10
창업가(팀)의 사회적 통찰력	.07	.12
창업가(팀)의 대인관계 영향력	.13	.27
창업가(팀)의 소셜미션	.17	.18

본 연구에 참여한 20명의 응답자 중 2명(10%)의 판단모형은 유의도 검증(F-검증)을 통과하지 못하였다.

이들의 판단모형의 R²은 0.26을 넘지 못하였으며, 이러한 결과는 응답자의 10%는 판단의 일관성이 매우 낮음을 의미한다.

<표 8>는 18명의 유의한 응답자들 간 판단의 일치도(degree of agreement)를 나타내는 것으로, 42개 시나리오에 대한 응답자별 판단치 간의 상관관계를 보여준다.

상관계수(r)가 클수록 유의확률이 나타나 응답이 유사하다 할 수 있는데, 유의확률이 $p < 0.05$ 로 나타난다면 상관관계가 있다고 말하며, 판단정책의 일치도 역시 유의확률이 $p < 0.05$ 이어야 통계적으로 판단이 유사함을 의미한다. 반대로 $p > 0.05$ 로 나타난다면 통계적으로 판단이 유사하다 말할 수 없다.

예를 들어, 정적(+) 상관계수의 경우 1번 응답자가 부여한 점수가 증가할 때 16번 응답자가 부여한 점수도 비례하여 증가하며, 부적(-) 상관계수의 경우 7번 응답자가 부여한 점수가 증가하는데 비해 8번 응답자가 부여한 점수의 값이 반비례하여 감소하게 되는데, 상관계수(r)가 ± 0.9 이상이면 ‘매우 높은 상관관계’, $\pm 0.7 \sim \pm 0.9$ 미만 ‘높은 상관관계’, $\pm 0.4 \sim 0.7$ 의 범위는 ‘다소 높은 상관관계’, $\pm 0.2 \sim 0.4$ 미만 ‘낮은 상관관계’, ± 0.2 미만은 ‘상관관계 거의 없음’을 의미한다고 볼 수 있다. 따라서, <표 8>에서 상관계수(r)와 유의확률 수준을 함께 표기하였으며 유의한 데이터만을 선별하여 판단정책의 일치도를 확인하였을 때 0에 가까운 상관계수(r)일수록 응답자들 간의 일치성은 없다 할 수 있다.

<표 8> 응답자들 간 판단정책의 일치도

ID	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	13	14	15	16	17	18	20
1	1																	
2	.43*	1																
3	.20	-.22	1															
4	.31*	.04	.12	1														
5	.40*	.24	.06	.38*	1													
6	.68*	.06	.15	.40*	.46*	1												
7	-.08	.08	-.13	-.14	-.12	.00	1											
8	-.25	-.11	.20	.06	-.07	-.14	-.22	1										

9	.60*	.21	.34*	.31*	.51*	.56*	-.21	-.08	1									
10	.02	-.10	.33*	-.07	.13	-.06	-.03	.59*	.16	1								
11	.49*	.46*	.27	-.08	.16	.18	.05	-.02	.40*	.10	1							
13	.33*	.43*	.00	.01	.36*	.15	-.09	.01	.26	.06	.54*	1						
14	.69*	.58*	.06	.11	.20	.33*	-.08	-.11	.39*	.04	.59*	.43*	1					
15	.47*	.42*	.21	.12	.28	.22	-.04	.20	.47*	.38*	.52*	.44*	.63*	1				
16	.81*	.36*	.19	.51*	.44*	.68*	-.03	-.29	.47*	-.18	.41*	.22	.56*	.39*	1			
17	.47*	.13	.48*	.16	.25	.35*	-.10	-.14	.62*	.10	.48*	.37*	.37*	.45*	.45*	1		
18	.12	-.18	.57*	-.10	.17	-.07	-.08	.41*	.24	.75*	.26	.13	.09	.35*	-.07	.34*	1	
20	-.22	-.12	.20	-.05	.03	-.23	-.05	.55*	-.08	.70*	.16	.23	.11	.42*	-.25	.02	.53*	1

* $p < 0.05$, ** $p < 0.01$

<표 8>의 상관관계분석 결과 응답자 1과 16의 판단이 가장 유사한 것으로 나타났으며($r=0.81, p < 0.01$) 이와는 대조적으로 응답자 3과 13, 6과 7사이의 판단의 일치도가 가장 낮은 것으로 나타났다($r=0.00, p > 0.05$).

V. 결론 및 제언

5.1. 연구결과

본 연구는 소셜벤처 투자자 즉 임팩트 투자자의 투자결정에 있어서 영향요인이 무엇인지를 분석하고자 하였다.

이를 위해 조사 대상은 소셜벤처 펀드를 운영하고 있거나 소속된 투자사의 본 계정을 통하여 소셜벤처 투자를 진행한 경험이 있는 심사역과 대표자, 또는 파트너만을 대상으로 하였다.

본 연구 결과는 첫째, 임팩트 투자자의 투자결정의 우선 순위로 창업가(팀)의 전문성, 창업가(팀)의 성공시의 잠재적 수익률, 창업가(팀)의 소셜미션인 것으로 나타났다.

창업가 개인별로 가장 중요하게 인식하는 영향요인은 창업가(팀)의 소셜미션, 창업가(팀)의 성공시의 잠재적 수익률, 창업가(팀)의 기업가적 특성, 창업가(팀)의 전문성으로 나타났다.

연구결과 두 번째는 임팩트 투자자가 투자결정요인에 대하여 판단하는 인식이 획일적이기보다는 투자결정하는 요소가 제각각 다르며, 비중을 두는 정도에 있어서도 생각의 차이가 있다는 것을 알 수 있다. 연구 가설 1에서 ‘일반적인 벤처투자자와는 달리 사회적 가치를 함께 고려해야 하는 임팩트 투자자가 투자사를 판단하는 요인의 우선순위와 가중치에서 소셜미션 추구를 중심으로 나머지 하위 요인들은 유사한 경향을 나타낼 것이다’와는 다른 결과이다.

세 번째 연구결과는 임팩트 투자의 다양한 투자결정 요인에서 ‘창업자(팀)의 네트워킹 능력’, ‘창업자(팀)의 사회적 통찰력’, ‘창업자(팀)의 대인관계 영향력’은 표준화회귀계수 기술통계, 표준화회귀계수 순위에서 다른 4개의 요인보다 상대적으로 낮게 나타났다.

이에 대한 해석은 사회적 네트워크 확보를 위한 창업자(팀)의 정치적 기술은 소셜미션 추구 및 초기투자단계의 투자결

정요인의 하위 요인들과는 달리 주요한 고려 대상에 포함되지 않는다는 것을 알 수 있다.

연구 가설 2에서 제시한 소셜미션을 추구하기 위하여 공공과 민간의 다양한 사회적 네트워크 확보가 필요한 창업자(팀)의 정치적 기술로서 ‘창업자(팀)의 네트워킹 능력’, ‘창업자(팀)의 사회적 통찰력’, ‘창업자(팀)의 대인관계 영향력’은 임팩트투자자의 투자사결정에도 주요한 영향을 미칠 것이라는 예상과는 다른 결과이다.

이러한 결과는 사회적 네트워크 확보를 위한 창업자(팀)의 정치적 기술이 사회적 네트워크를 효과적으로 개발하고 유지할 수 있는 개인의 능력으로서 기업가들에게는 유용한 사회적 역량이며 성과 창출을 위한 기업가의 활동으로 볼 수 있기 때문에 기업성공에 도움이 된다는 정대용·김춘광(2011) 연구와는 다른 결과가 나타난 것이다.

5.2. 연구의 시사점 및 한계

본 연구는 소셜벤처기업 투자결정에 있어서 투자자의 인지과정과 의사결정 환경에 따른 판단 정보의 타당도와 가중치를 객관적으로 분석함으로써, 소셜벤처기업들에게는 투자 유치를 위해 노력 과정에서 소셜벤처 투자자의 평가 중요점을 이해할 수 있도록 도움을 주는데 그 기여점이 있다.

소셜벤처 투자자에게는 임팩트 투자자의 판단사례와 투자결정에 대한 분석을 통하여 소셜벤처 투자판단을 함에 있어서 그 질적 제고를 기대할 수 있다.

학술적인 기여점 측면으로 보면, 일반 스타트업을 대상으로 한 투자기관들의 투자결정 연구에 관한 선행연구는 다수가 존재하지만, 임팩트 투자는 등장한 지 오래지 않은 개념이기 때문에 연구 자체의 숫자가 절대적으로 부족한 실정이다. 따라서 본 연구는 임팩트 투자자의 투자결정요인을 실증적으로 규명하였다는 학술적 기여도 있다고 볼 수 있다.

위와 같은 본 연구의 실무적 학술적 기여점에도 불구하고 본 연구는 다음의 한계점을 갖는다.

첫째, 소수의 임팩트 투자자의 응답 데이터를 토대로 연구를 진행하였으며 연구의 정확도를 위해 대상 기업을 소셜벤처로 한정된 것에 그 한계가 있다.

둘째, 복잡한 사회환경과 다양한 상황에 따라 의사결정을 좌우하는 요소는 얼마든지 변할 수 있기 때문에 본 연구에서 제시한 요소인 소셜미션, 초기투자단계의 투자결정 요인, 사회적 네트워크 확보를 위한 창업자(팀)의 정치적 기술이외에도 다른 요인이 임팩트 투자결정에 영향을 미칠 가능성이 있다.

셋째, 본 연구의 조사 대상을 소셜벤처 펀드를 운영하고 있거나 소속된 투자자의 본 계정을 통하여 소셜벤처 투자를 진행한 경험이 있는 심사역과 대표자, 또는 파트너를 대상으로 한정 하였으나 온라인을 통한 신원 확인의 한계로 설문대상별 표본의 전문성과 판단경험의 신뢰성을 검증하기 위한 투

자심사역 개개인의 경력, 투자규모, 투자기업수, 임팩트 투자도메인 등에 대한 구체적인 개별정보는 확보하지 못하였다. 이중 가치를 추구하는 임팩트 투자자의 성향은 본 연구결과에서와 같이 투자결정요인에 대하여 확립적 경향을 나타내기도는 설문 대상의 경험, 재원성격, 자체계정, 펀드, Private, Public 등 대상자의 투자여건과 환경 등 주어진 여건에 따라 차이가 날 수 있기 때문이다.

따라서 후속 연구에서는 보다 많은 응답 데이터와 판단요소의 확장, 임의적인 정립이 가진 제한점을 보완 할 필요가 있으며, 행위자들 간의 인구통계학적 표본설명을 통한 판단일치도 분석 및 판단이 유사한 사람들에 대한 군집화 비교·평가를 보완된다면 더욱 심층적인 연구가 가능해질 것으로 기대한다.

REFERENCE

- 권용석·황보윤·이중훈(2019). 스타트업의 액셀러레이터 선택 시의 사결정요인에 관한 연구. *벤처창업연구*, 14(1), 33-46.
- 권태혁(2017). 4차 산업혁명 시대의 보건산업 활성화를 위한 임팩트 투자(Impact Investment) 활용 방안. *보건산업브리프*, 242, 3.
- 김승욱·김재익·조용래·유원근(2004). ‘시장인가? 정부인가?’. 서울: 부키
- 김용태(2021). 소셜 벤처의 경제적 및 사회적 성과 요인에 관한 연구: 사회적 네트워크의 조절효과를 중심으로. *한국진로창업경영학회지*, 5(2), 147-167.
- 박노윤(2015). 사회적 기업가의 흡수능력 형성요인. *인적자원개발연구*, 18(3), 109-145.
- 박민진·김태영(2018). 소셜벤처의 사회혁신 역할 분석. *사회적기업연구*, 11(3), 3-30.
- 배귀희(2011). 사회적 기업가정신(Social Entrepreneurship) 개념 구성에 관한 연구:구조방정식 모형을 중심으로. *한국정책과학학회*, 15(2), 199-227.
- 소셜벤처스퀘어(2022). *소셜벤처 판별이란?*, Retrieved(2023.02.12.)from <https://sv.kibo.or.kr/Distinction/WhatIsDist.do>.
- 스타트업투데이(2021). ‘소셜벤처’ 법적근거 마련...소셜벤처스퀘어 운영도, Retrieved(2021.07.20.) from <https://www.startuptoday.kr/news/articleView.html?idxno=42672>.
- 심준섭(2004). 판단분석(Judgment Analysis) 기법의 활용. *한국정책분석평가학회 학술대회발표논문집*, 1-13.
- 심준섭(2006). 정책과정에 대한 판단분석(Judgment Analysis) 기법의 적용에 관한 연구. *한국정책과학학회*, 10(4), 345-376.
- 유성호·황보윤·이선호(2022). 임팩트투자자의 소셜벤처 투자결정요인에 관한 연구. *2022 한국벤처창업학회 추계학술대회발표논문집*, 1-5.
- 이용탁(2020). 임팩트 투자에 있어서 임팩트 측정에 관한 탐색적 고찰. *기업경영리뷰*, 11(2), 97-119.
- 장석인·성연옥·임상호(2017). 사회혁신기업의 임팩트 투자와 비즈니스 모델에 관한 사례연구. *인적자원개발연구*, 20(2), 253-273.
- 정대용·김춘광(2011). 벤처기업가의 정치적 기술과 사회적 네트워크의 하위요인 간의 구조적 관계모형. *한국산학기술학회논문지*, 12(2), 718-727.

- 중소벤처기업부(2021). *소셜벤처 법적 근거 마련 본격 시행(벤처혁신정책과)*, <https://www.mss.go.kr/site/smba/ex/bbs/View.do?cbIdx=86&bcIdx=1027972&parentSeq=1027972>.
- 차명수(2009). 벤처캐피탈의 투자사결정 연구: 판단분석의 활용. *기업가정신과 벤처연구*, 12(4), 19-43.
- 트리플라잇(2021). 2021 착한 자본은 지금. Retrieved(2021. 12.30.) from <https://www.triplelight.co/insight/4015>.
- 한정수(2021). *소셜벤처 이중적 가치 유형과 벤처투자가 해석수준이 투자이도에 미치는 영향* 박사학위논문, 숭실대학교.
- 한정수·최자영(2021). 소셜벤처의 이중가치(경제적 vs. 사회적 가치)와 벤처투자가의 해석수준이 소셜벤처 투자이도에 미치는 영향. *한국창업학회지*, 16(4), 85-111.
- 한주형·황보윤(2018). 액셀러레이터 투자결정요인. *벤처창업연구*, 15(1), 31-44.
- 허가엘·정승화·김지연(2021). 스타트업 액셀러레이터의 민간·공공 유형별 투자결정요인에 대한 연구. *중소기업연구*, 43(4), 173-209.
- Ansell, C., & Gash, A.(2008). Collaborative governance in theory and practice. *Journal of public administration research and theory*, 18(4), 543-571.
- Bae, K. H.(2011). A Study on the Concept of Social Entrepreneurship: Using Structural Equation Modeling. *Korean policy sciences review*, 15(2), 199-227.
- Cha, M. S.(2009). Study on Investment Decision Making of Venture Capital: Utilization of Judgment Analysis. *Journal of Entrepreneurship and Venture Studies*, 12(4), 19-43.
- Chang, S. I., Seong, Y. O., & Lim, S. H.(2017). A Case Study on Impact Investing and Business Models of Social Innovative Enterprises : focusing on Social Enterprise. *Korean Journal of Human Resource Development*, 20(2), 253-273.
- Chung, D. Y., & Kim, C. K.(2011). A Structural relationship model in consideration of subordinate factors between venture entrepreneurs' political skill and social network. *Journal of the Korea Academia-Industrial cooperation Society*, 12(2), 718-727.
- Dart, R.(2004). The Legitimacy of Social Enterprise. *Nonprofit management and Leadership*, 14, 441-424.
- Eakin, E.(2003). How to save the world? Treat it like a business. *The New York Times*, 20, 7.
- Goldberg, L. R.(1968). Simple models or simple processes? Some research on clinical judgments. *American Psychologist*, 23, 483-496.
- Hammond, S. R., Kroenke, L. W, Theyer, F., & Keeling, D. L.(1975). (Table 1) Age determination of basalts from DSDP Hole, 30-289.
- Han, J. S.(2021). *Effects of Types of Dual Values in a Social Venture and Venture Capitalist's Construal Level on Investment Intentions*. Doctor's Dissertation, Graduate School of Soonsil University, Seoul, Korea.
- Han, J. S., & Choi, J. Y.(2021). The Effects of the Dual Values(Economic value vs. Social value) of Social Venture and the Venture Capitalist's Construal Level on the Investment Intention. *Journal of the Korean Entrepreneurship Society*, 16(4), 85-111.
- Han, J. H., & Hwangbo, Y.(2018). Determinants of Accelerators' Investment. *Asia-Pacific Journal of Business Venturing and Entrepreneurship*, 15(1), 31-44.
- Henderson, R.(2020). *Reimagining capitalism in a world on fire*. New York, Hachette, PublicAffairs.
- Heo, G. E., Chung, S. W., & Kim, J. Y.(2021). A Study on Investment Determinants by the Types of Start-up Accelerators. *Asia Pacific Journal of Small Business*, 43(4), 173-209.
- Hietschold, Nadine., & Voegtlin, Christian.(2021). Blinded by a Social Cause? Differences in Cognitive Biases between Social and Commercial Entrepreneurs. *Journal of Social Entrepreneurship*, 13(3), 431-452.
- KB Financial Group Inc, Management Research Institute(2019). Good Startup 'Social Venture' Ecosystem and Current Status of Support, Retrieved(2023.02.12.) from <https://www.kbfg.com/kbresearch/vitamin/reportView.do?vitaminId=2000012>.
- Kim, H. M., & Kim, J. S.(2022). Factors Influencing the Social and Economic Performance of High-Tech Social Ventures. *Asia-Pacific Journal of Business Venturing and Entrepreneurship*, 17(1), 121-137.
- Kim, S. W., Kim, J. I., Cho, Y. R., & Yoo, W. G.(2004). *Invisible hand?, Visible hand?*, Seoul: BUKI.
- Kim, J. J., & Yang, D. W.(2014). An Empirical Study on the Effect of Venture Capital Investment on the Technological Performance of SMEs. *Journal of Digital Convergence*, 12(4), 115-131.
- Kim, Y. T.(2021). A study on the Affecting Factors of Social Venture Entrepreneurial Performance. *The Journal of Korean Career-Entrepreneurship & Business Association*, 5(2), 147-167.
- Kwon, T. H.(2017). Impact investment utilization plan for revitalizing the health industry in the era of the 4th industrial revolution. *Health Industry Brief*, 242, 3.
- Kwon, Y. S., Hwangbo, Y., & Lee, J. H.(2019). Key Factors Affecting a Startup Entrepreneur's Choice of Accelerator. *Asia-Pacific Journal of Business Venturing and Entrepreneurship*, 14(1), 33-46.
- Lee, S., Bolton, L. E., & Winterich, K. P.(2017). To profit or not to profit? The role of greed perceptions in consumer support for social ventures, *Journal of Consumer Research*, 44(4), 853-876.
- Lee, Y. T.(2020). An explorative study on impact measurement in impact investment. *Korean Review of Corporation Management*, 11(2), 97-120.
- Ministry of SMEs and Startups(2021). Press release 'Full-fledged implementation of social venture legal basis creation (Venture Innovation Policy Division)', 210721, <https://www.mss.go.kr/site/smba/ex/bbs/View.do?cbIdx=86&bcIdx=1027972&parentSeq=1027972>
- Park, C. G.(2016). Impact Investment and Financial Market. *Journal of Korean Economic Development*, 22(3), 31-52.
- Park, M. J., & Kim, T. Y.(2018). An Analysis of the Role of Social Ventures in Social Innovation. *Social Enterprise Studies*, 11(3), 3-30.
- Park, R. Y.(2015). Determinants of Social Entrepreneur's Absorptive Capacity: Focusing on Experience and Social Network. *Korean Journal of Human Resources*

- Development*, 18(3), 109-145.
- Robinson, A., & Klein, K.(2007). *Selling social change (without selling out): Earned income strategies for nonprofits*. John Wiley & Sons.
- Sim, J. S.(2004). The Application of Judgment Analysis Technique. *Proceedings of The Korean Association for Policy Analysis and Evaluation Conference*, 1-13.
- Sim, J. S.(2006). A Study on the Application of Judgment Analysis Technique in Policy Process. *Korean policy sciences review*, 10(4), 345-376.
- Social Venture Square(2022). *What is Social Venture Distinction?*, Retrieved(2023.02.12.) from <https://sv.kibo.or.kr/Distinction/WhatIsDist.do>.
- Startuptoday(2021). *'Social Venture legal basis prepared... Operational diagram of "Social Venture Square"*, Retrieved(2021.07.20.) from <https://www.startuptoday.kr/news/articleView.html?idxno=42672>.
- Tapp, S. R.(1984). Brunswik's Lens Model: a Review and Extension to Consumer Research, in *NA: Advances in Consumer Research Volume 11*, eds. Thomas C. Kinnear, Provo, UT: Association for Consumer Research, 103-108.
- Triplelight(2021). *Good capital for 2021 is now*. Retrieved(2021.12.30.) from <https://www.triplelight.co/in sight/4015>.
- Yoo, S. H., Hwangbo, Y., & Lee, S. H.(2022). A Study on Impact Investors' Decision Factors in Social Venture Investment. *Proceedings of Conference on Business Venturing and Entrepreneurship*, Fall 2022, 1-5.

Investment Priorities and Weight Differences of Impact Investors*

Yoo, Sung Ho**
Hwangbo, Yun***

Abstract

In recent years, the need for social ventures that aim to grow while solving social problems through the efficiency and effectiveness of commercial organizations in the market has increased, while there is a limit to how much the government and the public can do to solve social problems. Against this background, the number of social venture startups is increasing in the domestic startup ecosystem, and interest in impact investors, which are investors in social ventures, is also increasing.

Therefore, this research utilized judgment analysis technology to objectively analyze the validity and weight of judgment information based on the cognitive process and decision-making environment in the investment decision-making of impact investors.

We proceeded with the research by constructing three classifications; first, investment priorities at the initial investment stage for financial benefit and return on investment as an investor, second, the political skills of the entrepreneurs (teams) for the social impact and ripple power, and social venture coexistence and solidarity, third, the social mission of a social venture that meets the purpose of an impact investment fund.

As a result of this research, first of all, the investment decision-making priorities of impact investors are the expertise of the entrepreneur (team), the potential rate of return when the entrepreneur (team) succeeds, and the social mission of the entrepreneur (team). Second, impact investors do not have a uniform understanding of the investment decision-making factors, and the factors that determine investment decisions are different, and there are differences in the degree of the weighting. Third, among the various investment decision-making factors of impact investment, "entrepreneur's (team's) networking ability", "entrepreneur's (team's) social insight", "entrepreneur's (team's) interpersonal influence" was relatively lower than the other four factors.

The practical contribution through this research is to help social ventures understand the investment determinant factors of impact investors in the process of financing, and impact investors can be expected to improve the quality of investment decision-making by referring to the judgment cases and analysis of impact investors. The academic contribution is that it empirically investigated the investment priorities and weighting differences of impact investors.

KeyWords: Impact investing, social venture, investment decision-making, lens model, judgment analysis

* In this paper, we have used data from the paper presented by Yu et al.(2022) at Fall Academic Conference of BVEA

** First Author, CEO of Care Logue, yusungho@gmail.com

*** Corresponding Author, Professor, Graduate School of Global Entrepreneurship, Kookmin University, yun88@kookmin.ac.kr