How Do Female-Led Firms Successfully Receive Follow-Up Investments? A Focus on the Moderating Effects of Investors' Experiences*

어떤 여성 기업이 후속 투자 유치에 성공하는가? 투자자 경험의 조절 효과를 중심으로

Minsun Lee(First Author)
Korea Technology and Information Promotion Agency for SMEs
(*lms@tipa.or.kr*)
Juhee Kim(Co-Author)
Dongduk Women's University/Arts and Cultural Management
(*juhee421@gmail.com*)
Sun-Young Kim(Co-Author)
Korean Venture Investment Corporation
(*sykim07@kvic.or.kr*)
Daeil Nam(Corresponding Author)
Korea University Business School
(*namdaeil@korea.ac.kr*)

In this study, we examined how an investor's expertise can moderate female-led enterprises' challenges when achieving follow-up investments. Prior research indicates that female entrepreneurs often face a disadvantageous position within the investment ecosystem compared to their male counterparts. We investigated whether the professional competence of investors, rooted in their diverse experiences, could help alleviate the challenge of female entrepreneurs when they attempt to achieve follow-up investment. This study classified investors' competencies based on their experiences at the company level, industry level, and multinational level. With these experiences, we examined the moderating effects of these experiences on the difficulties faced by female businesses. We conducted an empirical analysis using data from 4,663 companies that secured investment between 2005 and 2022. Our findings reveal that female businesses indeed face difficulties in securing follow-up investments. However, these difficulties are less pronounced when investors have prior investment experience in the same industry and foreign markets. To summarize, this research highlights the investment hurdles female entrepreneurs face and suggests that investors, armed with a broad range of experiences, can play a pivotal role in aiding the success of female entrepreneurs.

Key Words: female entrepreneur, investor's experience, fund of venture fund, general partner

Submission Date: 08. 14. 2023 Revised Date: (1st: 11. 29. 2023) Accepted Date: 12. 01. 2023

* The first author and two co-authors contributed equally to the writing of the paper.
This research is partially supported by Korea University Research Grant.

Copyright 2024 THE KOREAN ACADEMIC SOCIETY OF BUSINESS ADMINISTRATION
This is an open access article distributed under the terms of the Creative Commons Attribution License 4.0, which permits unrestricted, distribution, and reproduction in any medium, provided the original work is properly cited.

Ⅰ. 서 론

1.1 연구 동기

창업과 창업 이후 사업을 성장시키는 환경을 둘러싼 높은 불확실성은 스타트업에 대한 투자 결정을 어렵게 하며, 이로 인한 자금조달의 어려움은 스타트업 창업가들의 초기 아이디어 실현 및 기업 운영을 저해하는 한계로 작용한다. 특히 여성 창업가들의 경우 남성 창업가에 비해 자본에 대한 접근성이 상대적으로 크게 떨어지는 것으로 알려져 있다(Gorbatai & Nelson, 2015) 이와 같은 낮은 자본 접근성으로 인해 여성 창업가는 사업을 성장시키는 과정에서 빠른 의사결정을 하고 관련 활동을 수행하는 데에 더 큰 어려움을 겪는 것으로 알려져 있다. 선행 연구들 또한 이러한 현상들을 논의하고 있는데, 여성 창업가의 경우 남성에 비해 자본 조달과 관련한 경로를 확보하는 것에서 어려움을 겪고 있으며, 투자 유치의 규모 면에서도 상당한 불리함을 겪고 있다고 한다(Ahl, 2006; Carter & Rosa, 1998; Reutzel & Belsito, 2015). 여성 창업가가 경험하는 투자 접근성의 성별 차별은 여성 창업가의 성공 가능성을 출발선상에서 제한한다는 문제점과 함께 스타트업 생태계의 강건성을 해치며, 나아가 국가적 차원에서도 경제 발전에 대한 여성 창업가의 기여 가능성을 차단한다는 점에서 문제가 될 수 있다. 따라서 여성 창업가의 자금 조달 성과, 구체적으로 투자유치 성과에 영향을 미치는 요소를 파악하는 것은 매우 중요하다.

한편, 지금까지의 성별에 따른 자금 조달 성과의 차이를 밝히는 연구들을 살펴보면 일관되지 않은 혼재된 결과들이 존재하는 것을 알 수 있다. 첫째, 여성 창업가들이 남성에 비해 적은 규모의 자금조달을 받고 있다는 사실을 인정하면서도, 이러한 현상이 반드시 성 차별로 귀결된다는 명백한 증거를 찾기는 어렵다는 논의가 존재한다(Bardasi et al., 2011). 둘째, 여성 창업가들은 자금 조달 과정에서 남성에 비해 불리하게 평가를 받는 문제에 직면하고 있으며, 투자 생태계에 접근할 때 성별 기반의 장애물을 경험한다는 논의가 있다(Gorbatai & Nelson, 2015). 이러한 입장에 따르면 여성이 운영하는 기업들이 초기 투자 단계에서 지분 투자를 유치할 확률이 현저히 낮다는 실증적인 결과가 존재하며, 이후 후속 투자 확보에 있어서의 성별 불균형이 존재할 수 있음을 시사한다(Orser et al., 2006). 또한 여성 창업자들의 경우 사업 초기 투자 신청 과정에서 투자자들이 남성과 다른 평가 기준으로 평가받는 상황에 직면하고 있으며 이는 결과적으로 투자가 좌절되는 빈도를 높인다는 연구 결과 또한 존재한다(Burke et al., 2014; Hechavarria et al., 2018).

이처럼 상반된 논의들은 여성 창업가의 투자 성과에 영향을 미치는 요소에 대해 보다 깊은 분석이 필요하다는 점을 시사한다. 따라서 본 연구는 다음과 같은 연구 목적을 지니고 있다. 첫째, 여성 창업기업의 후속 투자유치성과에 있어 성별 차이가 존재하는지를 검증하고자 한다. 둘째, 여성 창업가들이 후속 투자를 유치하는 데 있어 마주치는 장애를 감소시킬 수 있는 요소들을 탐색하고자 한다. 특히, 투자자의 경험과 그 영향력에 주목하여, 투자자의 과거 경험에 근거한 역량이 여성 창업가에 대한 투자 결정에 미치는 효과를 밝히고자 한다. 이를 위해, 본 연구는 투자자들이 여성 창업가들을 평가할 때, 성별에 대한 선입견의 극복하는 데 있어, 여성 기업에 대한 과거 투자 경험, 동일 산업 분야 투자 경험, 그리고 해외 시장에서의 경험이 여성 기업에 대한 투자 의사결정

에 영향을 미치는지를 분석하고자 한다. 이를 통해 여성 창업가들이 겪는 어려움을 완화시킬 수 있는 요소로써 투자자 역량의 역할을 깊이 있게 이해할 수 있는 설명을 제공할 수 있을 것이다. 나아가 본 연구를 통해 여성 창업가들이 더 나은 투자 환경에서 혜택을 받을 수 있는 방안을 모색하고, 이에 따른 정책적 제언과 실무적 권고안을 도출하는 데에도 기여하고자 한다.

1.2 연구 배경

1.2.1 여성 기업의 증가와 자금 조달 현황

여성 창업가들은 이제 전통적으로 여성들이 많이 진출하였던 뷰티, 육아, 교육 등의 분야를 넘어서, 딥테크, 디지털 헬스케어, 소프트웨어(SaaS)와 같은 첨단 분야로 영역을 확장하고 있다. 중소벤처기업부 '여성기업 현황 및 2022년 여성기업 실태조사'에 따르면, 여성 기업의 비율은 전체 기업 중 40.5%로, 총 295만 개의 기업에 달하며, 종사자 수는 23.5%로 총 506만 명으로 매년 증가하는 추세를 나타내고 있다. 또한 최근 5년간의 창업 동향을 분석한 결과, 여성 창업 비율 증가율이 남성에 비해 높은 것으로 나타나는데, 이는 기술기반 업종에서 특히 두드러진다. 구체적으로 남성의 연평균 창업 증가율은 0.8%인 반면, 여성은 3.8%로 나타나, 기술기반 업종 내 여성 창업가의 비율은 2018년 38.7%에서 2022년에는 41.6%로 증가하고 있다. 이미순(2023)의 연구에 따르면, 2021년 여성벤처기업은 전체 벤처기업 중 10.7%를 차지하였으며, 지난 5년간의 여성벤처기업 증가율은 7.1%로, 전체 벤처기업 증가율 2.7%를 상회하는 결과를 보였다.

여성 창업가가 증가하면서 여성 기업의 역할과 위상 또한 중요해지고 있다. 여성 기업의 역할을 '여성의 일자리 창출' 측면에서 살펴보면, 이러한 현상은 더욱 두드러진다. 여성 기업의 여성 고용 비율은 69.3%로, 이는 남성 기업의 여성 고용 비율 30.6%와 비교하여 상당히 높은 수치이다. 이러한 결과는 여성 기업이 여성 고용 문제 해결에 있어서도 중요한 역할을 하고 있음을 시사한다.

한편, 통계수치를 살펴보면 여성 기업의 수가 증가하고 있음에도 불구하고 이들 기업에 대한 투자는 여전히 제한적이다. 전체 스타트업 투자 중 여성 기업이 차지하는 비중은 9.5%인 121건에 불과하며, 투자 규모는 총 9,147억 원으로 전체의 7.6% 수준이다. 여성경제연구소(2022)의 조사에 따르면, 여성 기업이 투자유치를 위해 활용하는 방법 중 '기타'가 43.9%로 가장 높은 비율을 차지하며, 개인투자자, 사회적육성기업, 중소기업진흥공단 등이 포함된다. 법인, 엔젤투자자, VC, 크라우드 펀딩 등의 다른 투자 수단들도 언급되나, 상대적으로 낮은 비율을 보인다.

이처럼 여성 기업에 대한 투자가 부족한 현상은 여성 기업의 경제적 성장에도 부정적인 영향력을 미칠 수 있다. 2019년 기준, 여성 기업은 전체 기업 중 40.2%(277만 개)를 차지하였으나, 창출한 매출액은 전체 매출의 9.8%인 551조 원에 그쳤다. 또한, 2020년 여성벤처기업의 평균 매출액은 28.4억 원으로, 전체 벤처기업 평균 매출액 52.9억 원의 53.7% 수준에 불과하다(이미순, 2023). 이러한 통계수치들은 여성 기업이 창업 이후 성장 과정에서 어려움을 겪고 있다는 현실을 나타낸다.

1.2.2 마중물로서의 모태펀드

여성 창업가 등 투자 생태계에서 불리한 조건을 가진 창업가들의 경영 활동 및 성장을 촉진하기 위한

제도적 지원은 매우 중요하다(남재우, 2022). 이러한 노력의 대표적인 국내 사례로 모태펀드를 들 수 있다. 한국모태펀드는 정부 재정을 기반으로 시장 실패가 우려되는 중요 분야에 자금을 공급하는 정책펀드로서, 여성 창업가들의 자금 조달에 있어서도 중요한 역할을 수행하고 있다. 정책펀드의 주요 전제조건은 민간 시장의 구축(crowd-out)을 최소화하면서 해당 시장을 효과적으로 육성하는 마중물 역할을 하는 것이다. 이는 정보 비대칭 문제를 해결하고, 금융시장의 불완전성으로 인한 시장 실패를 완화하는 데에 초점을 맞추고 있다. 또한 한국모태펀드는 정부 주도의 투자 생태계에서 나타난 문제점들을 해소함으로써 민간 주도의 투자 생태계로의 전환에도 긍정적인 역할을 하고 있다.

이처럼 정부로부터 자금을 조달하면서도 직접 기업에 투자하기보다는 투자조합에 유한책임조합원(LP)으로 참여하고, 기업 투자에 대한 의사결정은 민간 벤처캐피탈에게 맡김으로써, 여성 창업가들을 포함한 소외된 분야에 중요한 자금을 제공하며, 이들의 생존과 성장을 지원하는 데 중요한 역할을 하고 있다. 또한 전반적인 투자 생태계의 다양성과 경쟁력을 향상시키고 있다는 평가를 받고 있기도 하다.

따라서 본 연구는 모태펀드와 같은 제도적 측면에서의 지원이 여성 창업가들이 불리한 여건을 극복하고 성장하는 데 긍정적인 효과를 미치는지를 살펴보는 것을 목적으로 한다. 여성 창업가에 대한 투자 성과를 다루는 연구가 활발하지만, 국내에서는 이와 관련된 연구가 부족한 실정이다. 특히, 모태펀드 같은 독특한 구조를 가진 국내 투자 생태계에 초점을 맞춘 여성 기업에 대한 연구는 더욱더 드물다. 구체적으로, 본 연구는 모태펀드로부터 출자를 받은 벤처캐피탈의 역량과 여성 창업 기업의 투자 성과 간의 관계를 분석하고자 한다. 벤처캐피탈의 역량은 과거의 투자 경험을 중심으로 살펴보고자 하며, 첫째 '여성 기업에 대한 과거의 투자 경험', 둘째 '같은 산업 분야에 대한 투자 경험', 그리고 '해외 투자 경험'을 포함한다. 본 연구의 주요 질문은 "모태펀드로부터 출자를 받은 투자자의 과거 투자 경험이 여성 창업 기업의 투자 성과를 높이는 데에 기여하는가?"이다. 이 질문을 통해 본 연구는 한국의 독특한 투자 생태계가 여성 창업가들이 직면하는 어려움을 감소시키고 성장 기회를 보다 촉진시키는 지를 이해하기 위한 설명을 제공하고자 한다.

Ⅱ. 이론적 배경

2.1 여성 창업가와 투자 유치

스타트업은 창업과 성장 과정에서 많은 불확실성에 직면하게 된다. 그런데 여성 창업가들은 남성 창업가보다 더 높은 불확실성에 노출되는 데, 이는 투자 유치 과정과 경영 활동에서 여성이라는 요소가 방해 요소로 작용할 경우가 존재하기 때문이다. 선행연구들은 성별에 대한 편견이 창업과 투자 환경의 차이를 만들어 낸다고 보면서 사회구조적 측면에서 오랜 기간 축적된 편견이 투자자의 인식과 창업가의 행동 양식에 영향을 미쳐서 불리한 결과를 창출한다는 논의를 전개해왔다. 여성 창업가들에 대한 편견들, 가령 남성 창업가들이 사업을 성장 시키는 데에 여성보다 더 적합할 것이라는 관념들이 존재하며, 실제로 여성보다는 남성을 우호적으로 평가하는 투자자들의 태도들로 인해 여성 창업가에 불리한 환경이 조성되는 경우가 있다는 연구들이 있다(Heilman 1984; Malmstrom et al., 2018). Malmstrom

et al.(2018)은 정부 벤처캐피탈리스트들이 창업자의 잠재력을 평가하는 데 있어 성별에 관련된 편견이 어떻게 사회적으로 구성되고 활성화되는지를 분석하였는데, 이 연구에서는 성별에 따른 언어 사용의 차이와 수사학적인 표현이 투자자들의 의사 결정에 영향을 미치며 결과적으로 여성 기업가가 상대적으로 적은 투자 자본을 받을 위험이 있다는 것을 발견하였다. 이처럼 여성 창업가들이 자신의 능력을 입증하고 투자를 유치하는 데 어려움을 겪고 있다는 문제는 앞선 여러 연구에서 논의되고 있다. 이러한 현상은 여성 창업 기업이 지속적으로 증가하고 있는 반면, 전문 분야 및 특히 고성장 창업 분야에서의 투자 유치는 여전히 남성 중심으로 이루어져 있기 때문에 계속되고 있는 것으로 보인다(Gompers et al., 2017).

자본 조달에 대한 성 차별적 인식은 성적 역할에 대한 사회적인 인식과도 깊은 관련이 있다. 가령, 창업에서의 성공은 일반적으로 남성성과 연관되어 인식되는 경우가 많다(Bird & Brush, 2002; Buttner & Rosen, 1988; Gupta et al., 2009). 또한 불확실성 수준과 리스크가 높은 고성장 분야일수록 성적 편견에 기반한 스테레오 타입이 투자자의 평가에 미치는 영향이 높아질 가능성이 크다(Heilman, 1984; Ridgeway, 2011). 선행 연구에 따르면 실제로 여성 창업가가 남성보다 불리한 평가를 받는 경우가 다수 존재한다고 한다(Guzman & Kacperczyk, 2019; Kanze et al., 2017). 여성 창업가들은 그들의 남성 동료보다 능력이 떨어진다고 인식되며, 따라서 벤처캐피탈리스트 관점에서는 여성 기업에 대한 투자가 투자 성과를 높일 수 있는 기회로 인식되기 어렵다(Tinkler et al., 2015). 이 같은 성적 편견에 기반한 투자 판단은 기업의 정보가 거의 없는 초기 단계에서 투자자 평가와 자금 조달 결정에 큰 영향을 미치므로, 여성 창업가들이 성별 인식으로 인해 받는 불이익이 초기 단계에서부터 형성될 수 있다는 문제점을 야기한다(Gompers et al., 2020).

둘째, 사회적으로 축적된 성별에 내재된 고정관념이 '창업가의 행동 양식'을 결정하고 이것이 투자 성과의 차이를 만든다고 보는 관점이 있다. 대표적으로 Orser et al.(2006)은 여성이 남성들과 다른 투자 결과를 가져오는 원인을 역할투자이론(Role investment theory)과 사회화 이론(Socialization theory)으로 설명하였다. 이 연구에서는 여성이 사회화되고 역할을 전문화하는 과정에서 리스크를 회피하고 거절을 당하지 않는 쪽으로 의사결정을 내리기 때문에 상대적으로 남성보다 네트워크나 사회적 상호관계가 적은 불리한 분야에서의 외부 자금 조달을 꺼린다고 설명한다. 따라서 벤처 캐피털과 같이 사회적 네트워크와 관계가 중요하게 여겨지는 부문에서 여성 기업가들은 상대적으로 열위에 있다고 판단하고 스스로 투자 유치를 회피하려는 경향이 있다. 이러한 연구 결과들은 여성 창업가들이 투자 유치 부문에서 성과를 내는 데에 있어서 많은 어려움을 겪고 있다는 점을 나타낸다.

2.2 투자자[1)]의 경험과 투자 결정

본 연구는 선행 연구들이 투자자들의 여성 기업에 대한 성적 편견을 중심으로 여성 기업의 투자 유치 성과를 설명해 온 논의에서 나아가, 투자자들의 경험이 여성 기업에 대한 불리하게 형성된 사회적 인식을 완화할 수 있는 지에 대하여 살펴보고자 한다. 스

1) 투자자란 모태펀드를 운용하는 벤처캐피탈을 일컫고, 이 논문에서는 같은 개념으로 쓰이고 있다. 펀드를 운용하는 팀은 GP(General Partner)라 지칭한다.

타트업 생태계와 함께 투자 생태계가 활성화되면서 벤처캐피탈리스트의 과거 경험이 더 나은 투자 결정을 하는 지에 대한 관심이 증가해왔다. Dimov et al.(2007)은 투자자의 평가 기준에 관한 연구를 진행하면서 인지 이론을 활용하여 투자자의 경험이 많을수록 투자 전문성이 향상되는 지를 밝히고자 하였다. 이들이 연구한 결과에 따르면 일정 수준까지는 투자자의 경험이 증가할수록 효율적인 의사 결정을 하는 것으로 나타났지만, 적정 수준을 넘어서면 투자자의 경험이 오히려 합리적인 판단을 저해할 수 있는 것으로 나타났다. 이러한 연구 결과는 일정 수준의 경험이 문제 해결에 필요한 많은 시간과 분석에 필요한 노력의 투입을 단축시킬 수 있는 반면, 지나친 경험은 의사결정자가 인지적 관례(cognitive ruts)라는 오류를 야기할 수 있다는 것을 의미한다. Camerer & Johnson(1991)은 경험이 많은 의사 결정자라고 해서 더 나은 결정을 내리는 것은 아니라고 하였다. 이들에 따르면, 경험이 많을수록 문제 해결 과정에서 휴리스틱(heuristic) 방법에 의존하여 '정신적 지름길(mental shortcut)'로 해결하는 경우가 많은데 이 경우 일반화의 오류나 부분적인 근거를 전체적으로 확대하는 실수를 범할 수 있다고 하였다. Tversky & Kahneman(1974) 역시 경험이 증가할수록 새로운 변수와 상황의 변화에 따른 정확한 판단을 하지 못하고 과거의 기준에 집착할 수 있다는 논의를 제시하기도 하였다.

하지만 반대로 전문적인 분야에서 경험이 증가할수록 의사 결정과 문제 해결 과정에서의 역량이 향상된다는 설명도 존재한다. 전문 분야에서 축적된 경험은 무엇이 중요한 것인지를 판단할 수 있는 기준을 제공하고 나아가 의사 결정 과정에서 필요한 여러 요소들과 맥락들을 연결하여 심층적인 구조를 토대로 유용한 정보의 범주를 설정한다(Gobbo & Chi, 1986). Franke et al.(2008)은 투자 경험이 많은 투자자들은 경험이 적은 투자자들과 구별되는 기준으로 투자 대상을 평가한다는 것을 밝혀냈다. 구체적으로 투자 경험에 따라 스타트업의 팀을 평가하는 관점과 역량이 달라질 수 있다는 것을 분석하였다. 경험이 적은 투자자와 경험이 많은 투자자들을 대상으로 비교한 결과, 초보 투자자들이 개별 팀원의 배경 및 능력에 초점을 두는 반면, 경험이 많은 투자자들은 팀의 결속력에 더 많은 방점을 두어 스타트업의 역량을 평가한다는 결과를 도출하였다. Li et al.(2014)은 투자 환경의 불확실성이 높은 상황에서 투자자의 경험이 이러한 불확실성을 어떻게 완화할 수 있는가를 연구하면서 경험의 중요성을 강조하였다. 이들은 투자와 관련된 의사 결정 과정에서 제도적, 문화적 불확실성이 존재할 때에, 투자자의 국제적인 투자 경험과 투자 대상 국가와 관련한 경험이 제도적, 문화적 거리의 부정적인 영향을 줄일 수 있다고 설명한다. 즉, 다양한 국가에서의 넓은 국제적 경험은 국가 간 차이에 대한 인식과 이해의 폭을 증가시킨다. 또한 경험이 많을수록 투자자가 하나의 환경에서 얻은 경험을 다른 환경으로 전환하는 역량을 향상시키는 데에 도움이 된다. 여기에 투자 대상 국가에서의 현지 경험은 투자 대상 국가의 제도적, 문화적 맥락과 관련된 맥락적 지식을 축적할 수 있도록 한다. 이들의 연구는 전문 분야에서의 경험이 문화나 맥락을 통해 전달되는 가치, 믿음, 그리고 인지적 패턴과 같이 암묵적인 지식을 획득하는 데에 유용하다는 점을 밝혀냈다는 점에서 중요한 의미를 지닌다.

그렇다면 투자자 경험의 효과와 관련된 상반된 견해를 어떻게 이해할 수 있을까? Salas et al.(2010)은 경험의 유용성은, 적용되는 분야의 특성과 과업의 유형에 의해 좌우될 수 있다고 설명한다. 이들은 복잡하고 어려운 지식을 토대로 의사 결정을 하는 전

문가 집단일수록 경험에 기반한 직관이 중요한 역할을 담당한다는 논의를 제시하였다. 즉 특정 도메인에서의 광범위한 경험에 뿌리를 둔 의사 결정은 "빠르고, 비의식적인, 전체적인 연관 관계의 이해를 통해 내려진 판단"에 근거하여 이루어진다고 설명하면서 비전문적인 분야에 비해 전문 분야일수록 이러한 경험에 기반한 직관적 의사 결정이 성과를 높이는 데 필요하다고 한다. 이와 비슷한 맥락에서 Segalowitz (2007: 144)는 전문가 경험에 기반한 직관을 '정보를 점진적으로 통합하여 기반을 제공하는 빠른 평가 메커니즘'이라고 설명하였다.

본 논문에서는 스타트업에 대한 투자가 고도로 불확실한 환경에서 여러 정보를 통합하여 복잡한 의사 결정 과정을 거쳐야 하는 전문 분야에 속한다는 점을 토대로, 투자자의 경험이 복잡한 환경에서 효과적인 의사 결정을 내리는 데에 유용하다는 점을 밝히고자 한다. 특히 그동안 여성 기업에 대해 쌓인 불리한 편견과 평가들이 투자자들의 다양한 경험을 통해서는 완화되고 기업과 비즈니스가 지닌 가치에 주목하여 의사 결정을 내릴 수 있다는 점을 살펴보고자 한다.

Ⅲ. 연구 가설

3.1 여성 기업에 대한 투자자들의 인식과 투자 결정

앞선 논의를 통해 기업 대표의 성별이 투자자들의 기업에 대한 인식과 평가에 영향을 미칠 수 있다는 것을 살펴보았다. 이러한 연구들은 여성 창업자가 남성 창업자에 비해 더 높은 평가를 받지 못하는 경향이 나타난다고 설명하면서 이러한 현상이 여성 역량에 대한 편견과 관련되어 있을 수 있다는 것을 제시하였다(Burke et al., 2014; Hechavarria et al., 2018). 구체적으로 투자자들은 여성 기업가를 남성 기업가와 다르게 인식하며, 이상적인 기업가적 특성을 남성성에 더 가깝게 연관시키는 경향이 있다(Ahl, 2006). 투자자들이 지니는 이러한 편견으로 인해 여성 기업은 투자자들에게 사업의 성공 가능성에 대하여 설명할 때 신뢰성 측면에서 어려움을 겪을 수 있다(Carter & Rosa, 1998; Reutzel & Belsito, 2015). 궁극적으로 이러한 성별로 인한 편견은 여성 기업이 성공 가능성이 낮고 남성 대표 기업에 비해 리스크가 존재하는 것으로 평가 받을 수 있는 결과를 야기한다.

한편, 여성 기업가들이 남성 기업가들에 비해 투자를 어렵게 유치하거나 자금을 적게 받는 현상을 투자자 중심 관점과 기업가 중심 관점으로 나누어서 이해할 수도 있다(Kanze et al., 2017). 첫째, 투자자 관점에서 투자자들은 스타트업 생태계와 같이 객관적인 데이터가 부족한 상황에서는 기업의 성장 가능성을 창업자의 특성과 관계 지어 예측하려는 경향이 강하다(Hechavarría et al., 2018). 특히 창업자와 관련된 관찰 가능한 특징들로는 투자 유치 피칭에서 드러나는 창업자들의 스피칭 패턴, 비언어적 제스처, 사회적 능력, 매력 및 성별과 같은 특징들이 포함되는데, 투자자들은 남성적 패턴들에 대하여 보다 긍정적으로 평가하는 경우가 많다고 한다(Gorbatai & Nelson, 2015). 기업가 관점에서는 여성 기업가 스스로 투자 유치 과정에서 소극적으로 대응하려는 성향이 있는데, 이것이 결과적으로 낮은 투자 유치 성과를 낳는다는 주장이 있다(Orser et al.,2006). 가령, 여성이 자본 집약적인 비즈니스에 몰입하거나 공격적인 성장 과정에서 내재된 리스크에 대하여 스스로 허용력이 낮기 때문에, 공격적인 성장을 지원

하기 위해 필요한 금융 자본에 대한 욕구가 낮다는 것이다(Cliff, 1998; Loscocco et al., 1991).

이러한 투자자와 기업가 중심의 논의는 심리학적 관점에서 바라보았을 때 더욱 깊이 이해할 수 있다. 가령, 투자자들은 여성 창업자에게는 방어적 요소에 기반하여 투자 대상인 기업과 비즈니스를 살펴보려는 경향이 강하게 나타나는 반면, 남성 창업자에게는 촉진 관련 요소를 중점으로 비즈니스의 성장성과 성공 가능성을 예측하려고 할 가능성이 높다(Kanze et al., 2017). 투자자들이 투자 대상에 대하여 방어 요소에 초점을 둘 경우 창업자는 어떻게 사업상의 실수를 방지하고, 손실 방지를 보장하는 것에 중점을 두어 투자자를 설득함으로써 신뢰를 획득하고자 할 것이다(Cliff, 1988). 이러한 방어 중심의 상호작용 구조는 투자자가 스타트업에 대한 투자가 잘못될 수 있는 가능성에 더욱 주의를 기울이게 함으로써 투자를 하는 것에 대해 소극적인 태도를 취하도록 한다. 이처럼 방어적인 부분을 중심을 두는 구조는 창업가의 실행 역량에 대하여 더 큰 의문을 제기하게 만들 수 있다. 따라서 방어적인 구조는 기업가가 창업 투자 자금을 조달하는 것을 방해하게 될 가능성이 높다. 또한 투자 대상의 빠른 성장에 보다 집중하는 벤처캐피탈리스트의 속성상 여성에 대한 투자는 덜 매력적인 의사 결정으로 여겨질 수 있다. 따라서 다음과 같은 기본 가설을 제기할 수 있다.

가설 1: 여성 대표 기업에서 여성의 비율이 높을 수록 (후속) 투자 유치에 불리할 것이다.

3.2 투자자의 경험과 리스크 관리

스타트업은 혁신적인 제품 또는 서비스를 개발하여 시장에 진입하고, 경쟁력을 구축하고, 수익을 창출해야 한다. 그러나 스타트업의 성공 여부는 다양한 요인에 의해 영향을 받는다. 가령, 시장 수요 창출의 어려움, 경쟁사의 동향, 기술적 또는 운영적 문제 등의 요인들 외에도 새로운 서비스에 대한 규제 등 스타트업의 성과에 영향을 미칠 수 있다. 스타트업에 대한 투자 성과의 불확실성은 투자자들이 미래의 투자 성과를 예측하는 것을 어렵게 만든다. 따라서 투자자들은 투자 리스크를 관리하고, 다양한 포트폴리오를 구성하여 리스크를 분산시키는 전략을 사용하여 스타트업에 대한 투자의 불확실성을 완화하려고 한다. 이러한 과정에서 투자자들의 역량은 투자 대상을 선정하고 투자 포트폴리오를 구성하는 데에 영향을 미친다. De & Dimov(2008)는 투자자들이 이전 투자에서 지식을 얻으며, 이를 투자 기회의 평가, 선택 및 관리 과정에서의 역량으로 나타난다고 설명하고 있다. Katila & Ahuja(2002) 역시 투자자들이 이전의 경험을 토대로 투자 의사 결정 과정에서 유용한 가치 있는 지식을 획득할 수 있다고 한다. Hellmann & Puri(2002)의 연구는 경험이 풍부한 투자자들의 참여가 창업 기업의 전문화와 성장에 긍정적인 영향을 미침을 확인하였으며, 이들이 투자 대상인 창업 기업의 전문화 과정에 참여하고 기여함으로써 이후의 불확실한 분야에 대한 투자 결정을 내릴 때에 도움이 된다고 하였다. Franke et al. (2008)의 연구 역시 투자자의 경험이 투자 성과나 역량을 향상시킨다는 주장을 제시하고 있다. 이 연구에서는 투자자의 경험 수준이 그들의 투자 성과와 의사 결정 과정에 어떤 영향을 미치는지 조사하면서 투자자의 경험이 어떤 종류의 기업을 투자 대상으로 선정하는 지에 대해 영향을 미친다고 한다. 이들은 더 경험이 많은 투자자는 더 높은 투자 수익률을 달성하는 경향이 있으며, 경험이 풍부한 투자자는 기업의 성장 가능성이라는 잠재적 요소에 주목하며 신속

하고 확신 있는 투자 결정을 내리는 경향이 있다는 것을 밝혀냈다. 정리하면, 이러한 선행 연구 결과는 투자자의 경험이 불확실하고 리스크가 높은 분야에 대한 투자 결정을 높이는 데 도움이 됨을 보여주고 있다고 할 수 있다. 이는 투자자가 경험과 전문성을 바탕으로 낮은 투자 성과 혹은 투자 실패에 대한 우려를 극복하고 불확실한 분야에 대한 투자에 대한 자신감을 갖게 해주기 때문인 것으로 볼 수 있다. 따라서 이러한 선행 연구를 바탕으로 본 연구에서는 운용사들의 여성 기업에 대한 투자가 위험성이 높다는 인식을 완화할 수 있는 조절 변수가 이전 경험이라고 보고 자세히 살펴보고자 한다. 전문가의 경험의 효과에 대한 선행 연구(Salas et al., 2010)에 따르면 전문가들은 다양한 업무를 수행하는 데 있어 경험이 증가함에 따라 의사 결정 과정상에서 필요한 중요한 역량을 획득할 수 있다고 한다. 예를 들어, 경험을 통해 전문가들은 주요한 요소에 집중하고 관련 없는 요소들을 무시하는 것을 배우면서 더 효율적으로 주어진 업무를 수행하게 된다. 경험과 관련한 이전의 논의들은 특정 업무 혹은 전문 분야에서 경험이 많은 의사결정자들이 결과적으로 더 나은 의사 결정에 이를 수 있다는 장점이 있다.

즉, 투자자들이 특정 영역에 대한 경험을 통해 자기 효능감을 향상된 경우, 일반적으로 위험하다고 인식되는 분야이거나 불확실성이 높은 분야에 대한 투자를 결정할 때에 기존의 편견을 깨는 선택을 할 수 있는 가능성을 높일 수 있다. 가령, 투자자들의 과거 투자 경험은 손실을 회피하기 위해 사회적으로 내재된 편견을 그대로 수용하여 여성에 대한 투자를 회피하려는 성향을 감소시킬 수 있다. 이 과정에서 투자자 혹은 운용사의 경험이 투자 의사 결정 과정에서 위험 수준을 인지하는 중요한 조절 기제로 작용하게 된다. 따라서 운용사가 여성 기업에 대한 투자 경험을 토대로 성적 편견을 타파할 수 있는 경험을 지니고 있거나, 동일 산업 혹은 해외 투자 경험을 통해 폭넓은 시장 지식을 획득하여 높은 효능감을 지니고 있는 경우 동일한 위험에 대해 다르게 인식할 수 있게 된다. 본 논문은 운용사들의 경험을 창업가 수준, 동일 산업 수준, 해외 시장 수준으로 분류한 개념을 중심으로 여성 창업가의 투자 성과를 보다 정밀하게 설명할 수 있는 이론적 토대를 제시하고자 한다.

3.2.1 투자자의 여성 기업 투자 경험

특정 분야에서의 지속적인 행동과 경험은 해당 도메인에서 심층적인 지식을 형성하며, 이는 도메인별 학습을 강화시키고 결과적으로 경쟁 우위의 원천이 되는 역량으로 이어질 수 있다(Cohen & Levinthal, 1990; Grant & Baden-Fuller, 2004). 여성 기업 분야에 대한 투자는 스타트업 생태계에서 위험이

〈Table 1〉 투자자의 경험과 자기 효능감 (Self efficacy)

경험	self efficacy 근거	분석 수준
여성 기업 투자 경험	여성 특유 기업 성장 유형에 대한 지식 획득 및 성장 사이클 이해	기업 수준
동일 산업 투자 경험	산업 도메인 지식 획득 특정 시정 기반 비즈니스 모델 구축 및 확장 과정에 대한 지식	산업 수준
해외 투자 경험	지리적 확장에 대한 경험 네트워크의 지리적 확장 글로벌 시장 메커니즘에 대한 지식 획득	다국적 수준

수반될 수 있다고 여겨져 왔기 때문에 상대적으로 여성 기업 분야에 대한 투자를 통해 투자 성과를 만들어 내는 것이 쉽지 않은 분야로 간주되어 왔다. 따라서 이전에 여성 기업에 대한 투자 경력을 지닌 운용사는 여성 기업 투자 분야에 대한 이해와 자신감이, 경험이 없는 운용사에 비해 높다. 이는 다음과 같은 메커니즘을 통해 설명 가능하다. 첫째, 예전 경험을 통해 획득한 여성 기업의 성장 과정에 대한 지식이 이후의 투자 과정에서 기업이 받는 새로운 정보를 보다 포괄적으로 이해할 수 있는 토대를 제공할 수 있기 때문이다(Cohen & Levinthal, 1990). 또한 예전의 경험은 가치 있는 지식을 식별하는 능력을 향상시킨다(Katila & Ahuja, 2002). 둘째, 운용사의 투자 경험은 여성 기업에 대한 투자라는 도메인에서 새롭게 습득한 정보를 기존의 지식 기반에 원활하게 흡수할 수 있는 역량을 지니고 있다(Zollo & Winter, 2002). 이러한 역량으로 인해 운용사는 보다 다양한 문제에 지식을 적용할 수 있다. 셋째, 여성 기업에 대한 투자 경험이 없는 운용사에 비해 심층적인 지식을 지니고 있기 때문에 이들은 추가적인 지식을 운영에 통합시킬 수 있다(Van den Bosch et al., 1999). 이는 여성 기업에 대한 투자 이후 유용한 멘토링 등을 제공하면서 투자 대상 기업의 성과를 향상시키고 나아가 이들의 투자 성과를 높일 수 있다는 자신감으로 이어질 수 있다.

가설 2: GP의 여성 기업 투자 경험은 여성 대표 기업의 여성 비율이 투자 유치에 미치는 불리함을 완화할 것이다.

3.2.2 투자자의 동일 산업 투자 경험

투자자인 운용사의 동일 산업 투자 경험은 산업 관련 전문 지식의 심화라는 측면에서 이해할 수 있다. 스타트업이 도전하는 산업 분야는 혁신 가능성이 큰 분야인 경우가 많은데 이 분야에 대한 시장 혹은 산업 지식에 내부적으로 축적된 지식이 있을 경우 스타트업의 성장을 견인하고 투자 성과를 향상시키는 데 유용하다. 즉, 이전에 투자한 산업과 같은 산업에 투자할 때 더 많은 지식을 가지고 있으며 투자 결과적 측면에서 더 성공적일 수 있다. 현재 투자를 관리하는 과정에서 운용사가 도출한 인사이트와 교훈은 동일한 산업에서 이전 투자를 통해 얻은 것들과 관련이 있다. 이는 투자 대상 기업의 행동 및 성과 모니터링(Sapienza & Korsgaard, 1996), 전략적 조언과 네트워크 연결 제공(Busenitz et al., 2004) 등에 이전 지식을 활용할 수 있기 때문이다. 이러한 과정은 운용사가 투자 대상인 여성 기업에 대한 가치 기여를 증가시키고 투자 성과를 향상시키는 데 유용하다(De Clercq & Dimov, 2008). 구체적으로, 익숙한 산업에 투자하는 것은 운용사에게 현재 투자의 복잡성에 대한 더 나은 이해력을 제공하므로 포트폴리오 기업을 더 잘 발전시킬 수 있게 한다(Lockett & Wright, 1999; Wright, 1998). 또한 반복된 의사결정 상황에 대응하는 것은 학습 곡선 효과를 가져오기 때문에 운용사의 자신감을 높여준다(Argote, 1996). 이들의 지식은 해당 산업과 관련한 문제 정의, 대안 응답 및 결과가 유사한 미래 의사 결정을 용이하게 하는 지식으로 활용 가능하다. 이러한 지식은 포트폴리오 기업의 이익을 위해 핵심 산업 이해 관계자를 파악하고 처리하는 데에도 도움이 된다(Gupta & Sapienza, 1992). 결론적으로 운용사의 특정 산업에 대한 깊은 이해는 여성 기업이 해당 산업에 자리 잡고 있을 경우 투자와 관련한 위험성을 낮추는 것으로 인식될 수 있다.

가설 3: GP의 동일 산업 투자 경험은 여성 대표 기업의 여성 비율이 투자 유치에 미치는 불리함을 완화할 것이다.

3.2.3 투자자의 해외 기업 투자 경험

투자자인 운용사가 해외 기업에 대한 투자 경험이 있을 경우, 지리적 거리와 문화적 차이가 존재하는 시장에 대한 이해를 지니고 있다는 것을 의미한다(Li et al., 2014). 이는 운용사의 지식 측면에서 국내 시장 지식을 획득하는 것 외에도 경계를 넘어서 지식을 찾고 문화적 차이를 지닌 다른 시장에 접근해 본 경험이 있다는 것을 의미한다. 즉, 운용사의 해외 기업에 대한 투자 경험은 운용사에게 경험을 통한 지식의 확장 적용 가능성과 이에 대한 효능감을 상승시키는 역할을 한다. Madhok(1997)은 새로운 시장과 사업에서 기존의 경험을 활용할 수 있을 때 높은 성과와 가치를 만들어 낼 수 있음을 강조하였다. 운용사가 특정 산업에 대한 경험적 지식을 새로운 분야에 이전하여 활용하고자 노력하고자 하여도 그 지식이 사용되던 맥락과 다른 시장에서 활용하고자 할 때에 본래의 가치가 발휘되지 않는 어려움을 겪게 된다(Nelson & Winter, 1982). 이러한 어려움을 겪어본 운용사는 위기를 관리하는 능력과 문제를 해결해 나가는 새로운 역량과 효능감을 획득할 수 있다. Kogut & Zander(1993)는 해외 시장 진출에 대한 경험은 시장 맥락과 제도적 환경이 다른 시장과 사업에 대한 불확실성을 극복할 수 있는 경험과 자신감 획득에 긍정적인 영향을 미치고 이러한 자신감이 이후의 새로운 상황에서의 성과를 향상시킬 수 있는 의사결정을 내리는 데 도움이 된다고 하였다.

또한 해외 시장에 대한 투자 경험을 통해 운용사는 글로벌 트렌드에 대한 이해를 높일 수 있을 뿐 아니라 새로운 이해 관계자들(국내를 넘어서)과 네트워크를 구축하고 새로운 지식에 접근함으로써 이익을 높일 수 있는 다양한 기회를 접하게 된다(Dyer & Singh, 1998; Grant & Baden-Fuller, 2004). 운용사가 글로벌 네트워크를 통해 이해 관계자와 상호 작용할 수 있을 경우, 기존의 지식을 활용할 수 있는 학습 역량을 촉진하여 성과를 향상시킬 수 있다(Lane & Lubatkin, 1998). 또한 글로벌 시장과 이해 관계자에 접근할 수 있는 것만으로도, 투자 성과에 대한 자신감을 높일 수 있으며 이는 위험성이 수반되는 여성 기업에 대한 투자의 중요한 동기로 작용할 것이다.

가설 4: GP의 외국 기업 투자 경험은 여성 대표 기업의 여성 비율이 투자 유치에 미치는 불리함을 완화할 것이다.

Ⅳ. 연구 방법

4.1 자료 수집

본 연구는 국내 모태펀드의 운용을 주관하는 한국벤처투자의 투자 데이터를 사용하였다. 한국의 벤처캐피탈 산업 및 벤처 생태계에서 마중물 역할을 해온 모태펀드는 2005년 출범하였다(Park & Yoon, 2012). 정부가 벤처기업을 집중 육성하고 벤처캐피탈 산업을 발전시키고자 2005년 도입한 한국모태펀드의 누적 조성 규모는 2023년 4월 현재 8조 8,948억 원이며, 외부출자자와 함께 총 9,354개사에 28조

7,747억을 투자했다(한국벤처투자, 2023). 한국모태펀드는 중소·벤처기업 육성을 위해 각 부처가 마련한 정책자금이 투자 재원이며, 투자전문기관 한국벤처투자가 이를 위탁운용사인 VC에 출자하면 VC가 자금을 추가 모집하여 자펀드를 조성하는 방식으로 운용하는 펀드를 말한다. 한국모태펀드는 중소·벤처기업의 육성, 일자리 창출, 기타 다양한 정책 목표 달성의 목적을 가지고 창업초기기업이나 소재부품장비기업, 과학기술분야, 특허, 문화, 관광, 스포츠 등 여러 분야와 대상에 투자하는데, 청년, 지방, 여성 등의 분야를 시장 과소투자영역으로 지정해 놓았다. 여성 기업 분야의 운용사로 선정이 되면, 여성이 최대주주인 기업 또는 임직원 중 여성 비율이 40% 이상인 기업에 약정 총액의 60% 이상을 투자해야 한다.

본 연구는 2005년부터 시작하여 2022년까지 19709개의 투자 데이터를 기업별로 정리하였다. 또한, 동일 기준으로 확인하기 위해 기업별 최초 투자 건에 대해서만 후속투자 여부를 추출하였다. 모태펀드의 투자 대상으로 선정되어 지원받은 기업은 총 7,518개이며, 통제변수로 사용된 기업 대표의 나이 등이 결측된 데이터를 제외하고 남은 4,663개의 기업 데이터를 최종적으로 사용하였다.

4.2 변수의 정의 및 측정

본 연구에서는 펀드에 기반한 기업의 성과를 후속투자 여부로 측정하였다. 후속 투자를 받는 것은 기업의 성장을 보여주는 지표로 사용되어 왔다(Tian, 2011). 특히 모태펀드의 자금으로 투자를 받은 기업이 다시 투자를 받는 경우, 재투자를 받을 수 있을 정도로 기업이 성과를 기대만큼 달성했음을 의미한다고 보았다. 모태펀드의 마중물 역할에 대한 성과도 확인할 수 있는 변수이기 때문에 본 연구에서는 후속투자 여부를 종속변수로 채택하였다. 후속 투자유치를 어떤 GP로부터 하는 지에 대해서는 기존에 투자했던 GP가 아니어야 한다는 제한을 두지 않았으며, 모태펀드로부터 후속 투자를 받았을 경우 1 받지 못한 경우는 0으로 설정하였다.

독립변수인 여성 대표 기업은 투자 대상 기업의 대표자 중 여성의 비율을 측정하였다. 이전 연구들에서는 더미 변수를 사용하여 측정하는 시도를 하였으나(Adams & Ferreira, 2009; Joecks et al., 2013), 본 연구에서는 비율을 측정하여 연속형 변수로 활용함으로써 분석을 통해 더 자세한 정보를 획득할 수 있었다. 대표의 기준은 모태펀드에 대표이사로 보고된 인력으로 하였으며, 본 연구에서 활용한 수식은 아래와 같다.

$$\text{여성대표비율} = \frac{\text{여성대표수}}{\text{전체대표수}}$$

여성 대표 기업으로 포함될 수 있는 기업으로는 대표자가 모두 여성인 경우(1), 대표자가 두 명인데 한 명만 여성인 경우(0.5), 대표자가 세 명인데 한 명이 여성인 경우(0.33), 여성이 전혀 없는 경우(0)로 나누어 변환하였다.

조절변수는 투자사의 이전 투자 경험을 나누어 검증하였는데, 모태펀드에서는 펀드의 운용하는 투자사를 GP(General Partner)라고 부르기 때문에 분석에서는 투자사를 GP라고 지칭하였다. 조절효과는 이전 여성 기업 투자 경험(Buttner & Rosen, 1989), 이전 산업 경험(Gompers et al., 2005), 이전 해외투자 경험에(Li et al., 2014) 대해 알아보았다. 이전 산업 경험에서 산업의 기준은 KVIC에서 제공받은 데이터 내에 VC기준으로 업종을 대분류한 것을 기준으로 하였으며, 최초 투자 이전에 동일한 산업

경험을 가진 경우에는 1, 아닌 경우 0으로 코딩하였다. 이전 해외 투자 경험 또한 마찬가지로, 최초 투자 시점 이전에 해외 기업에 투자 경험이 있는 경우를 측정하였으며, 해외 기업의 기준은 데이터 내의 기업이 속한 국가 항목에서 한국이 아닌 경우를 1로 코딩하였다. 여성기업 투자 경험은 여성기업의 성과와 더욱 밀접한 관련이 있을 것으로 보아, 이전 경험한 기업의 수를 연속형으로 포함하였다. 여성이 대표이사 중에 한명이라도 있으면 여성 기업으로 분류하였다.

통제변수는 여성 심사역의 존재가 여성 창업가의 투자 유치에 영향을 미칠 수 있다는 연구 결과에 기반하여 GP 내 여성 심사역의 비율을 포함하였다(Brush et al., 2002). GP가 CVC인 경우에는 모회사에서 재원조달이 가능하기 때문에 투자 결정이 다를 수 있으므로 GP가 CVC인지 여부를 포함하였으며, 기업의 업력, 대표의 연령, 기업 크기, 그리고 첫 투자 시 투자금은 후속 투자 수령 여부에 영향을 미칠 수 있으므로 투자금을 추가하였다.

모태펀드를 받은 기업들 중 후속투자에 대한 여성 대표 비율의 영향은 보이지 않는 변수의 영향으로 인한 내생성이 있을 수 있다. 만약, 산업에 따라 남성 대표의 비율보다 여성 대표의 비율이 더 높을 수 있고, 이런 산업 자체가 후속투자를 덜 받았다면, 산업적 영향이 있는 것이다. 따라서 내생성을 해소하기 위한 변수로 산업별 전체 사업체 대비 여성 사업체 비율을 도구변수로 사용하였다.

Ⅴ. 실증 분석 결과

실증 분석은 STATA 13.0을 이용해 로지스틱 회귀분석으로 진행하였다. 〈Table 2〉는 변수들의 기술통계량과 변수 간 상관관계를 분석한 결과이다. 상관관계 분석 결과, 분석에 영향을 줄 만큼 유의미한 다중공선성은 존재하지 않는 것을 확인하였다.

〈Table 3〉은 가설을 검정한 결과이다. 모형 1에서는 통제변수만을 포함시켜 주효과 및 조절효과를 확인하기 전 통제변수들과 종속변수 간의 관계를 알아보았다. 통제변수들은 투자금 변수를 제외하고는

〈Table 2〉 기술통계량 및 상관관계 분석 결과

변수	평균	표준오차	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10
1.후속투자여부	.50	.50	1									
2.여성대표비율(%)	.05	.22	-.017	1								
3.여성기업투자경험(GP)	12.13	23.53	-.240*	.073*	1							
4.동일산업투자경험(GP)	.89	.31	-.008	.002	.174*	1						
5.해외투자경험(GP)	.41	.49	.117*	-.017	-.208*	.205*	1					
6.여성심사역비율(GP)	.14	.16	-.069*	.029*	.126*	.027*	.009	1				
7.CVC여부(GP)	.26	.44	.090*	-.031*	-.181*	.061*	.173*	-.101*	1			
8.업력(개월)	58.18	74.21	-.009	-.050*	-.143*	-.034*	.058*	-.130*	.076*	1		
9.대표연령(년)	43.99	10.58	-.018	-.078*	-.079*	-.021	.031*	-.085*	-.007	.298*	1	
10.투자금(백만원)	1279.73	1990.89	.021	-.060*	-.186*	.003	.232*	-.112*	.056*	.275*	.172*	1
11.당해 종업원수(명)	71.66	557.50	-.036*	-.009	-.009	.007	-.021	-.008	-.025*	.023	.016	.031*

〈Table 3〉 후속투자 여부에 대한 로지스틱 분석결과

변수	모형 1	모형 2	모형 3	모형 4
여성대표비율	-.247* (.133)	-.038 (.173)	-1.07** (.535)	-.491** (.195)
여성기업투자경험(GP)		-.028*** (.002)	-.028*** (.002)	-.028*** (.002)
동일산업투자경험(GP)		.283*** (.108)	.243*** (.110)	.284*** (.108)
해외투자경험(GP)		.496*** (.069)	.498*** (.069)	.456*** (.070)
여성대표비율×여성기업투자경험(GP)		-.007 (.007)		
여성대표비율×동일산업투자경험(GP)			1.012* (.556)	
여성대표비율×해외투자경험(GP)				.849*** (.308)
여성심사역비율(GP)	-.828*** (.190)	-.708*** (.194)	-.703*** (.194)	-.710*** (.194)
CVC여부(GP)	.444*** (.068)	.099 (.072)	.098 (.072)	.094 (.072)
업력	-.001* (.001)	-.002*** (.001)	-.001*** (.001)	-.002*** (.001)
대표연령	-.006* (.003)	-.008** (.003)	-.008** (.003)	-.008** (.003)
투자금	-.00004** (.00002)	-.00004** (.00002)	-.00004** (.00002)	-.00004** (.00002)
종업원수	-.00015*** (.00006)	-.00015*** (.00006)	-.00015*** (.00006)	-.00015*** (.00006)
Constant	.537*** (.139)	.733*** (.177)	.776*** (.178)	.756*** (.178)
Observations	4,663	4,663	4,663	4,663
Log likelihood	-3146	-2947	-2946	-2944
LR chi^2	94.74***	492.9***	495.2***	499.7***
Pseudo R^2	.015	.078	.078	.078

*** p〈.01, ** p〈.05, * p〈.1

전부 유의미한 상관관계를 보였다. 모형 2에서는 주효과를 분석했다. 가설 1에서 예상했던 대로, 여성 창업가의 비율이 높은 기업일수록, 후속투자가 덜 이루어지는 양상을 보였다.

가설 2는 모형 3에서 테스트하였다. GP의 여성기업 투자 경험이 여성대표 비율과 후속투자 여부 사이의 부정적인 관계를 완화하는 조절효과를 보일 것으로 예측했는데, 분석 결과 유의미한 효과는 보이

지 않는 것으로 확인되었다. 따라서 로지스틱 분석을 통한 결과에서 가설 2는 지지되지 않았다. 모형 4는 가설 3에 대한 분석 결과를 보여준다. 동일한 산업에 투자한 경험이 있는 경우, 더욱 여성창업가 비율이 가지고 있는 음의 상관관계를 약화시키는 것을 알 수 있었다. 모형 5는 해외 기업에 투자한 GP 경험의 조절효과에 대해 알아보았다. 해외 기업에 투자한 경험이 있는 GP의 경우 여성창업가의 비율이 높은 기업에 투자했을 때 후속투자 여부에 미칠 수 있는 부정적인 효과를 유의미하게 약화하는 결과를 보였다. 따라서 가설 4는 지지되었다.

분석의 강건성을 확보하기 위해 추가 분석을 시행하였다. 본 연구에서 독립변수로 활용한 기업의 여성 대표 비율은 대표의 성별을 기입한 경우에만 표본에 포함되었고 이에 따른 편의가 있을 수 있기 때문에, 본 연구에서는 헤크만 모델을 활용하여 표본선택의 편의를 교정하였다(Heckman, 1976). 다만, 본 연구의 종속변수가 '후속투자 여부'로서, 이산형 변수이므로, 종속변수가 이산형 변수일 때 사용하는 헤크만 프로빗(Heckman Probit)을 활용하여 분석을 시행하였다. 먼저 1단계에서 프로빗 분석을 진행하였다. 1단계 분석에는 '대표의 성별 기입여부'에 대해 분석을 진행하였다. 펀드의 주목적에 해당하지 않는 경우 해당 기업에 대해 기관에 보고하는 데 중요도가 떨어져 대표의 성별을 기입하지 않을 수 있으므로, 1단계 분석의 독립변수로 추가하였다. 또한, 국내기업이 아닌 경우 대표의 성별을 입력하는 데 소극적일 수 있으므로, 국내기업 여부도 변수로 추가하였다.

〈Table 4〉는 분석의 결과를 보여주고 있다. 분석을 통해, 역밀비율(Inverse Mill's Ratio)이 유의미한 값을 보이지 않으므로, 헤크만 프로빗을 반드시 사용하지 않아도 되고 로지스틱 분석으로 진행해도 무방함을 알 수 있었다. 헤크만 프로빗으로 분석한 결과 역시, 로지스틱 분석 결과와 유사하여 분석의 강건성을 확인하였다.

또한, 가설이 지지되지 않은 부분에 대해 추가 분석을 진행하였다. 가설 2에서 여성 기업에 투자한 경험이 미치는 조절 효과에 대한 분석을 하였다. 본 연구에서는 여성 기업에 투자한 경험이 더 많을수록 여성 대표 비율이 후속투자 가능성에 미치는 부정적인 효과를 더 많이 완화할 것이라고 보았으나, 지지되지 않았다. 원인을 분석하기 위해 여성기업 투자 경험의 평균값보다 많은 경우와 더 적은 경우를 나누어 회귀분석을 돌려보았다. 결과는 여성기업 투자경험이 평균인 12번보다 적은 경우에는 조절효과가 약한 유의성을 보이면서 지지되는 것을 확인할 수 있었다($p < 0.1$). 하지만 평균보다 더 많은 경우에는 여전히 지지되지 않았다. 추가적인 분석을 통해 여성 기업에 대한 투자 경험은 많을수록 긍정적인 조절효과를 미치는 것이 아니라는 것을 알 수 있었다. 한계선까지는 부정적인 주효과를 완화시키는 쪽으로 작용하지만, 더 많아지면 유의미한 효과를 확인하기 어려우며, 그것이 가설 2가 지지되지 않은 원인일 것으로 추측할 수 있다.

가설 3에서 알아본 동일 산업 경험은 비교적 약한 유의성을 보였는데($p < 0.1$), 원인을 파악하기 위해 해당 변수의 상호작용 효과 그래프를 〈Figure 1〉과 같이 그려보았다. 후속투자가 있을 평균적 확률을 알아보았으며, 데이터 내 여성대표비율의 평균을 기준으로 이보다 낮을 경우 '낮은 여성대표비율', 높은 경우 '높은 여성대표비율'로 나누었다. 동일 산업 투자 경험을 보유한 경우와 보유하지 않은 경우 모두 여성 대표 비율이 낮은 상황에서는 비슷한 확률로 후속투자가 나타나는 것을 알 수 있었다. 하지만 여성 대표비율이 높은 경우, 동일 산업 기업에 투자한 경험이 있는 GP의 경우, 확률이 감소하지 않고 유지하

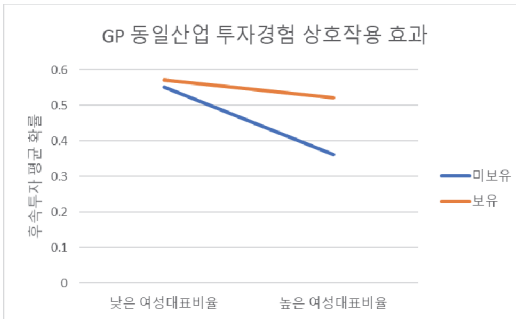
〈Table 4〉 후속투자 여부에 대한 헤크만 프로빗 분석 결과

변수	모형 1	모형 2	모형 3	모형 4
여성대표비율	-.147* (.080)	-.031 (.105)	-.663** (.327)	-.294** (.118)
여성기업투자경험(GP)		-.017*** (.001)	-.017*** (.001)	-.017*** (.001)
동일산업투자경험(GP)		.174*** (.067)	.149** (.068)	.175*** (.067)
해외투자경험(GP)		.298*** (.042)	.299*** (.042)	.273*** (.043)
여성대표비율×여성기업투자경험(GP)		-.003 (.004)		
여성대표비율×동일산업투자경험(GP)			.633* (.339)	
여성대표비율×해외투자경험(GP)				.519*** (.184)
여성심사역비율(GP)	-.488*** (.126)	-.437*** (.120)	-.434*** (.120)	-.438*** (.120)
CVC여부(GP)	.268*** (.047)	.068 (.044)	.073 (.044)	.065 (.044)
업력	-.001* (.0003)	-.001*** (.0003)	-.001*** (.0003)	-.001*** (.0003)
대표연령	-.003 (.002)	-.004** (.002)	-.004** (.002)	-.004** (.002)
투자금	.00003** (.00001)	.00003** (.00001)	.00003** (.00001)	.00003** (.00001)
종업원수	-.00009*** (.00003)	-.00009*** (.00003)	-.00009*** (.00003)	-.00009*** (.00003)
역밀비율 (Inverse Mill's Ratio)	.847 (1.127)	-.357 (1.762)	-.369 (1.672)	-.357 (1.709)
상수항	.262 (.166)	.484*** (.155)	.511*** (.151)	.497*** (.153)
Observations	5,630	5,630	5,630	5,630
Log_likelihood	-5161	-4968	-4967	-4965
χ^2	104***	421.8***	426.1***	428.3***

*** p〈.01, ** p〈.05, * p〈.1

는 것을 볼 수 있었다.

위와 같은 결과를 토대로, 분석의 강건성 확보를 위해 추가 분석을 다음과 같이 시행하였다. 첫째, 첫 투자유치 이후 기업의 발전과정과 성과에 따라 후속 투자를 결정할 가능성이 있기 때문에, 투자 시점부터 이후 1년까지 직원 수의 변화를 통제변수로 두고 분석을 진행했다. 결과는 본 연구의 결과와 동일하였고 설명력(R^2)도 더 높게 나타났다. 추가한 종업



〈Figure 1〉 GP의 동일산업 투자경험 상호작용 효과

원수 증가율 변수 역시 후속투자에 유의미하게 영향을 미치는 것으로 나타났다($p < 0.01$). 둘째, 연도 및 업종별로 후속투자에 차이가 있을 수 있으므로, 해당 변수를 모델에 포함시켜 분석을 진행하였다. 연도는 중소기업청이 중소벤처기업부으로 승격하며 중소기업에 더 많은 지원이 이루어졌을 2017년 이후이면 1, 그 전이면 0으로 코딩하여 분석하였고, 결과는 본 연구의 결과와 모든 가설에서 동일했다. 또한, 바이오/의료, ICT 서비스, ICT 제조 등 다양한 산업군을 포함하여 분석을 진행한 결과도 기존과 동일하였다. 셋째, 투자자의 3년 이내의 경험이 가장 밀접하게 영향을 미칠 수도 있으므로, 해당 변수를 추가하여서도 분석을 진행하였다. 결과는 본 연구의 결과와 일치하였다. 세 가지 추가분석을 통해 본 연구의 결과가 변수의 변화에도 일관성이 있음을 확인할 수 있었다.

마지막으로 추후 연구 방향성 제시를 위해 종속변수를 동일 GP의 후속투자인지 여부로 변경하여 분석을 진행하였다. 본 연구에서는 후속투자를 받았는지 아닌지를 이항변수로 두고 분석하였는데, 후속투자를 동일 GP에게서 받았을 경우를 1, 그렇지 않은 경우를 0으로 하여 추가분석을 시행하였다. 후속투자를 받은 경우만 샘플에 포함되었고, 결과는 여성대표비율이 높은 경우, 동일 GP에게서 후속투자를 받을 확률이 더 높은 것으로 나왔다. 동일 GP와 쌓은 전문적인 유대관계가 여성대표자의 불리함을 극복하는 계기가 될 수도 있다고 해석한다면, 추후 시계열 자료를 확보한 후 새로운 시각으로 진행 가능한 연구라고 볼 수 있다.

Ⅵ. 결론 및 시사점

본 논문은 국내 모태펀드의 운용을 주관하는 한국벤처투자 데이터를 활용하여 2005년부터 2022년까지 모태펀드의 투자 대상으로 선정되어 지원받은 4,663개 기업을 대상으로 여성 창업가의 비율이 후속투자 성과에 미치는 영향과 투자자의 경험이 이들의 관계를 조절하는 조절효과를 분석하였다. 실증연구의 결과는 다음과 같다. 여성 창업가의 비율의 후속투자 성과에 미치는 효과에 대한 가설 1 검증 결과, 여성 창업가의 비율이 높을수록 후속투자 유치 성과가 낮은 것으로 나타났다. 이는 투자 생태계에서 여성이라는 요소가 불리하게 작용할 것이라는 기존 연구의 논의와도 일치하는 결과이다.

한편 본 연구는 불확실성이 높은 스타트업 생태계의 특성상, 미래 투자 성과 예측의 어려움을 GP의 경험적 요소들을 통해서 완화할 수 있다고 보았다. 즉, GP는 과거의 다양한 경험을 통해서 역량을 향상시킬 수 있으며 이러한 역량이 투자 대상을 선정하고 투자 포트폴리오를 구성하는 데에 영향을 미칠 수 있다(De Clercq & Dimov, 2008). 따라서 GP의 경험이 여성 기업과 후속투자 사이의 부정적인 관계를 완화할 수 있는 조절 변수로 설정하여 이를 검증하였다. 먼저, GP가 과거에 여성 기업에 투자한

경험의 조절 효과를 살펴본 가설 2에서는 통계적으로 유의미한 조절효과가 나타나지 않는 것을 알 수 있었다. 다음으로 가설 3에서는 GP가 동일한 산업에 투자한 경험의 조절 효과를 살펴보았다. 검증 결과 GP가 이전에 동일한 산업에 투자한 경험이 있었던 경우, 여성 창업가의 비율이 높을수록 투자 성과가 낮아지는 음의 관계를 완화시키는 것으로 나타났다. 마지막으로, GP의 해외 기업 투자 경험을 조절변수로 설정한 가설 4에서는, 해외 투자 경험이 여성 창업가 비율이 후속 투자 성과에 미치는 부정적인 효과를 약화시키는 결과를 검증할 수 있었다.

본 연구는 GP의 이전 경험을 기업 수준, 산업 수준, 다국적 수준으로 나누어 이들이 여성 창업가의 투자 성과에 미치는 부정적 관계를 완화시키는 지를 살펴봄으로써 GP의 역량이 스타트업 양성의 마중물 역할을 할 수 있다는 것을 설명하고자 하였다. 제품과 서비스가 혁신적이고 새로운 시장과 고객을 창출해야 하기 때문에 높은 불확실성을 특성으로 지닌 스타트업 생태계의 특성상, 스타트업의 성장을 견인하는 중요한 동반자인 투자자들 또한 역량을 향상시켜 나가는 것이 중요하다. 투자자들을 중심으로 스타트업의 성장을 살펴본 선행 연구에서도 투자자들의 지식과 네트워크 등의 역량이 투자 기업을 성장과 생존에 영향을 미친다고 설명하였다(Antarciuc et al., 2018; Katila & Ahuja, 2002; Ruhnka et al., 1987; Wang et al., 2019). 즉, 투자자들이 다양한 경험을 통하여 지식과 노하우를 축적하는 것은 투자자 관점에서 핵심 역량을 높일 수 있는 계기임과 동시에 스타트업 생태계 관점에서도 스타트업의 성장을 이끌어 낼 수 있는 주요 요소가 된다. 본 연구는 GP의 역량이 '여성 창업가'라는 요소를 불확실성이나 위험적 요소로 간주하던 스타트업 생태계의 편견을 깨뜨릴 수 있는 동인이 될 수 있음을 검증함으로써, 균형잡힌 스타트업 생태계 구축과 활성화를 위하여 GP가 마중물 역할을 담당할 수 있다는 점을 밝혔다는 점에서 이론적 의의를 지닌다. 특히, 스타트업 생태계가 활성화되면서 중요한 이해 관계자인 투자자의 역량이 미치는 효과에 대한 관심과 연구가 증가하였음에도, 투자자의 경험이 투자 의사 결정의 전문성 향상에 미친 효과에 대한 연구는 부족한 실정이었다. 본 연구를 통해 실증적으로 투자자의 여러 경험이 고도로 불확실성이 높다는 특성을 지닌 스타트업 생태계 내에서 복잡한 의사 결정 과정이 필요한 투자 과정과 그 결과에 대한 이해가 더욱 깊어질 수 있을 것으로 기대한다.

더불어 가설 검증을 모태펀드의 투자 데이터라는 독특한 한국 스타트업 생태계의 특성을 고찰할 수 있는 데이터를 활용하였다는 점에서도 의의를 지닌다. 모태펀드의 여성 펀드 부문과 비슷한 맥락에서 정부 지원사업에서 여성 창업가를 우선적으로 혹은 우대하여 지원하는 경우가 종종 있는데, 이는 여성 창업가들이 겪고 있는 구조적인 장벽과 불리한 시장 조건 아래에서 제도적 지원이 불균형한 창업 환경을 완화시키는 데에 도움이 될 수 있음을 시사한다. 따라서, 이 연구는 여성 창업가에 대한 지원 정책의 필요성을 뒷받침하는 근거를 제공한다.

실무적으로는 본 연구를 통해 투자자 개인 수준에서 전문성을 향상시키기 위해 다양한 분야에서 경험을 쌓는 것이 중요함은 물론 조직적 측면에서도 이를 지원하기 위한 방안이 필요하다는 점을 알 수 있다. 또한 투자자들의 역량과 전문성이 높을수록, 여성 기업과 같이 사회적 편견과 같은 비합리적인 이유로 불리한 여건에 처해 있던 기업들의 어려운 상황이 감소하고 이들이 성공으로 도약할 수 있는 계기가 증가할 수 있다는 점을 알 수 있다. 또한, 추가 분석의 결과, 여성대표비율이 높은 경우 오히려 동일 GP

로부터 후속투자를 받을 확률 더 높았던 것을 보아, 동일 GP와 쌓은 전문적인 유대관계가 여성 창업가가 가지는 불리함을 극복하는 방법이 될 수 있다는 가능성을 확인한 것은 새로운 시사점이라고 생각된다.

한편, 본 연구는 투자자의 경험이 불확실한 분야에 대한 투자 결정에 어떤 영향을 미치는지를 조사하여 투자자의 경험을 기반으로 향상된 역량이 여성 기업에 대한 불리한 투자 여건을 개선한다는 점에 대한 통찰을 제공하고 있지만 다음과 같은 몇 가지 한계를 지니고 있다. 첫째, 데이터상의 제약으로 인해 경험의 시계열적 효과를 제대로 살펴보지 못한 한계점이 존재한다. 본 연구에서는 종속변수를 '후속투자'로 설정함으로써, 인과성을 모델에 포함시키려고 노력하였다. 그러나 기업 데이터의 특성상 보안이 민감하여 기업이 특정되는 첫 투자유치 이후 경영상황의 변화 등의 변수들을 파악할 수 있는 외부 데이터와 병합하여 연구하지 못한 한계가 있다. 향후 연구에서는 시간이 경과함에 따라 역량이 어떻게 발전하는지를 더 정확하게 이해하기 위해 시계열 데이터를 활용하여 분석하는 것이 필요하다. 이를 통해 투자자의 경험이 투자 결정에 미치는 영향을 보다 깊이 분석할 수 있을 것으로 기대한다.

둘째, 경험의 효과를 선형적 인과 관계 이외의 측면에서도 고려해볼 필요가 있다. 가령, Wiklund & Shepherd(2003)이 지적하였듯이 긍정적인 영향을 미치는 적정 수준의 경험이 존재할 수 있기 때문에 향후 연구에서는 비선형 인과 관계에 대한 추가적인 조사가 필요해 보인다.

셋째, 본 연구에서는 모태펀드가 아닌 타 펀드로부터 후속 투자를 유치한 것은 포함되지 않았다. 앞서 언급했듯 기업 데이터는 보안이 민감한 자료이기 때문에, 어떤 기업인지를 특정할 수 있는 자료를 확보하기 어려웠다. 또한, 자체적으로 조달하는 타 펀드로부터 투자가 어떻게 이루어지는 지에 대한 정보는 각 벤처캐피탈에서 공개하지 않는 자료이므로 추후 연구에서 이러한 데이터를 획득할 수 있다면, 타 펀드로부터 후속투자 유치 여부도 종속변수로 나누어 보는 등 발전된 연구를 할 수 있을 것이다.

마지막으로, 본 연구에서는 경험의 수준을 기업 수준, 산업 수준, 그리고 다국적 수준으로 나누어 살펴보았으나 다른 측면에서 경험을 유형화하는 작업도 유용해 보인다. 예를 들어 경험의 폭과 깊이를 토대로 경험의 수준을 측정하는 것이 가능할 것이다. 앞으로의 연구에서는 경험을 또 다른 측면에서 유형화하여 투자자의 경험이 스타트업의 성장과 성공에 미치는 효과를 살펴봄으로써 투자자의 역량이 지니는 영향력에 대해 깊이 이해할 수 있는 토대를 제공할 수 있기를 기대해본다.

참고문헌

Adams, R. B. and Ferreira, D.(2009), "Women in the boardroom and their impact on governance and performance," *Journal of Financial Economics*, 94, pp.291-309.

Ahl, H.(2006), "Why research on women entrepreneurs needs new directions," *Entrepreneurship Theory and Practice*, 30(5), pp.595-621.

Antarciuc, E., Zhu, Q., Almarri, J., Zhao, S., Feng, Y., & Agyemang, M.(2018), "Sustainable venture capital investments: An enabler investigation," *Sustainability*, 10(4), pp. 1204-1215.

Argote, L.(1996), "Organizational learning curves: Persistence, transfer and turnover," *International Journal of Technology Management*,

11(7-8), pp.759-769.

Bardasi, E., Sabarwal, S., & Terrell, K.(2011), "How do female entrepreneurs perform? Evidence from three developing regions," *Small Business Economics*, 37, pp.417-441.

Bird, B., & Brush, C.(2002), "A gendered perspective on organizational creation," *Entrepreneurship Theory and Practic*e, 26(3), pp.41-65.

Burke, A., van Stel, A., Hartog, C., & Ichou, A. (2014), "What determines the level of informal venture finance investment? Market clearing forces and gender effects," *Small Business Economics*, 42, pp.467-484.

Busenitz, L. W., Fiet, J. O., & Moesel, D. D.(2004), "Reconsidering the venture capitalists' "value added" proposition: An interorganizational learning perspective," *Journal of Business Venturing*, 19(6), pp.787-807.

Buttner, E. H., & Rosen, B.(1988), "Bank loan officers' perceptions of the characteristics of men, women, and successful entrepreneurs," *Journal of Business Venturing*, 3(3), pp. 249-258.

Buttner, E. H. and Rosen, B.(1989), "Funding new business ventures: Are decision makers biased against women entrepreneurs?," *Journal of Business Venturing*, 4(4), pp.249-261.

Brush, C. G., Carter, N. M., Greene, P. G., Hart, M. M, and Gatewood, E.(2002), "The role of social capital and gender in linking financial suppliers and entrepreneurial firms: A framework for future research," *Venture Capital: An International Journal of Entrepreneurial Finance*, 4(4), pp.305-323.

Camerer, C. F., & Johnson, E. J.(1991), "The process-performance paradox in expert judgment-How can experts know so much and predict so badly?," *Organizational Behavior and Human Decision Processes*, 48(2), pp.179-211.

Carter, S., & Rosa, P.(1998), "Indigenous rural firms: farm enterprises in the UK," *International Small Business Journal*, 16(4), pp.15-27.

Cliff, J. E.(1998), "Does one size fit all? Exploring the relationship between attitudes towards growth, gender, and business size," *Journal of Business Venturing*, 13(6), pp.523-542.

Cohen, W. M., & Levinthal, D. A.(1990), "Absorptive capacity: A new perspective on learning and innovation," *Administrative Science Quarterly*, pp.128-152.

De Clercq, D., & Dimov, D(2008), "Internal knowledge development and external knowledge access in venture capital investment performance," *Journal of Management Studies*, 45(3), pp. 585-612.

Dimov, D., Shepherd, D. A., & Sutcliffe, K. M. (2007), "Requisite expertise, firm reputation, and status in venture capital investment allocation decisions," *Journal of Business Venturing*, 22(4), pp.481-502.

Dyer, J. H., & Singh, H.(1998), "The relational view: Cooperative strategy and sources of interorganizational competitive advantage," *Academy of Management Review*, 23(4), pp.660-679.

Franke, N., Gruber, M., Harhoff, D., & Henkel, J. (2008), "Venture capitalists' evaluations of start-up teams: Trade-offs, knock-out criteria, and the impact of VC experience," *Entrepreneurship Theory and Practice*, 32(3), pp. 459-483.

Gobbo, C., & Chi, M. 1986), "How knowledge is structured and used by expert and novice children," C*ognitive Developmen*t, 1(3), pp.

221-237

Gompers, P., Kovner, A., Lerner, J, and Scharfstein, D.(2005), "Venture capital investment cycles: The role of experience and specialization," *Journal of Financial Economics*, 81(1), pp. 649-679.

Gompers, P. A., Gornall, W., Kaplan, S. N., & Strebulaev, I. A.(2020), "How do venture capitalists make decisions?," *Journal of Financial Economics*, 135(1), pp.169-190.

Gompers, Paul A., and Sophie Q. Wang, "Diversity in innovation," No. w23082. National Bureau of Economic Research, 2017.

Gorbatai, A., & Nelson, L.(2015), "The narrative advantage: Gender and the language of crowdfunding," Haas School of Business UC Berkeley. Research Papers, 1-32.

Grant, R. M., & Baden-Fuller, C.(2004), "A knowledge accessing theory of strategic alliances," *Journal of Management Studies*, 41(1), pp. 61-84.

Gupta, A. K., & Sapienza, H. J.(1992), "Determinants of venture capital firms' preferences regarding the industry diversity and geographic scope of their investments," *Journal of Business Venturing*, 7(5), pp.347-362.

Gupta, V. K., Turban, D. B., Wasti, S. A., & Sikdar, A.(2009), "The role of gender stereotypes in perceptions of entrepreneurs and intentions to become an entrepreneur," *Entrepreneurship Theory and Practice*, 33(2), pp.397-417.

Guzman, J., & Kacperczyk, A. O.(2019), "Gender gap in entrepreneurship," *Research Policy*, 48(7), pp.1666-1680.

Heckman, J. J.(1976), "A life-cycle model of earnings, learning, and consumption," *Journal of Political Economy*, 84(4, Part 2), pp.9-44.

Hechavarría, D. M., Terjesen, S. A., Stenholm, P., Brännback, M., & Lång, S.(2018), "More than words: do gendered linguistic structures widen the gender gap in entrepreneurial activity?," *Entrepreneurship Theory and Practice*, 42(5), pp.797-817.

Heilman, M. E.(1984), "Information as a deterrent against sex discrimination: The effects of applicant sex and information type on preliminary employment decisions," *Organizational Behavior and Human Performance*, 33(2), pp.174-186.

Hellmann, T., & Puri, M.(2002), "Venture capital and the professionalization of start-up firms: Empirical evidence," *The Journal of Finance*, 57(1), pp.169-197.

Joecks, J., Pull, K, and Vetter, K.(2013), "Gender diversity in the boardroom and firm performance: What exactly constitutes a "critical mass?"," *Journal of Business Ethics*, 118, pp.61-72.

Katila, R., & Ahuja, G.(2002), "Something old, something new: A longitudinal study of search behavior and new product introduction," *Academy of Management Journal*, 45(6), pp.1183-1194.

Kang, Won(2019), "Analysis on Korean Fund of Funds," *Asia-Pacific Journal of Business Venturing and Entrepreneurship*, 14(6), pp. 1-9.

Kanze, D., L. Huang, M. A. Conley, and E. T. Higgins (2017), "Male and Female Entrepreneurs Get Asked Different Questions by VCs - and it Affects How Much Funding They Get", *Harvard Business Review*, 27.

Kim, J.-I. and W.-G. Song(2014), "A Study on the Employment and Sales Effects of the Firm

Invested by Korea Fund of Funds," *KURI*, 37(4), pp.305-331.

Kogut, B., & Zander, U.(1993), "Knowledge of the firm and the evolutionary theory of the multinational corporation," *Journal of International Business Studies*, 24, pp.625-645.

Korea Venture Investment Corporation(2023), "KVIC MarketWatch," 1Q23 Vol.30.

Lane, P. J., & Lubatkin, M.(1998), "Relative absorptive capacity and interorganizational learning," *Strategic Management Journal*, 19(5), pp. 461-477.

Lee, Meesoon(2023), "Prospects and Challenges of Women-owned Venture Firms in a Low-Growth Era," *KOSI SMEs Focus*, 22-20, https://www.kosi.re.kr/kosbiWar/front/functionDisplay?menuFrontNo=3&menuFrontURL=front/focusDetail?dataSequence=J230131K02

Li, Y., Vertinsky, I. B, and Li, J.(2014), "National distances, international experience, and venture capital investment performance," *Journal of Business Venturing*, 29(4), pp. 471-489.

Lockett, A., & Wright, M.(1999), "The syndication of private equity: evidence from the UK," Venture Capital: *An International Journal of Entrepreneurial Finance*, 1(4), pp.303-324.

Loscocco, K. A., Robinson, J., Hall, R. H., & Allen, J. K.(1991), "Gender and small business success: An inquiry into women's relative disadvantage," *Social Forces*, 70(1), pp.65-85.

Madhok, A.(1997), "Cost, value and foreign market entry mode: The transaction and the firm," *Strategic Management Journal*, 18(1), pp. 39-61.

Malmström, Malin, et al.(2018), "When stereotypical gender notions see the light of day, will they burst? Venture capitalists' gender constructions versus venturing performance facts," *Journal of Business Venturing Insights,* 9, pp.32-38.

Ministry of SMEs and Startups(2023). Presentation on 2022 Survey on the Realities of Women-owned Businesses, https://www.korea.kr/common/download.do?fileId=197292750&tblKey=GMN

Ministry of SMEs and Startups(2023), Presentation on 2022 Venture Investment Trends 2022, https://www.mss.go.kr/site/smba/ex/bbs/View.do?cbIdx=86&bcIdx=1038984&parentSeq=1038984

Nam, Chae-Woo(2022), "Current Status of Domestic Public Funds and the System Improvement," *Issue Report*, 22-03, https://www.kcmi.re.kr/report/report_view?report_no=1485

Nelson, R. R., & Winter, S. G.(1982), "The Schumpeterian tradeoff revisited," *The American Economic Review*, 72(1), pp.114-132.

Orser, B. J., Riding, A. L., & Manley, K.(2006), "Women entrepreneurs and financial capital," *Entrepreneurship Theory and Practice*, 30(5), pp.643-665.

Park, J. and Yoon, B.(2012), "A Study on the Current Situation and the Performance of KFoF (Korea Fund of Funds)," *Asia Pacific Journal of Small Business*, 34(2), pp.23-46.

Ridgeway, C. L.(2011), "Framed by gender: How gender inequality persists in the modern world," Oxford University Press.

Reutzel, C. R., & Belsito, C. A.(2015), "Female directors and IPO underpricing in the US,"

International Journal of Gender and Entrepreneurship, 7(1), pp.27-44.

Ruhnka, J. C., & Young, J. E.(1991), "Some hypotheses about risk in venture capital investing," *Journal of Business Venturing*, 6(2), pp. 115-133.

Salas, E., Rosen, M. A., & DiazGranados, D.(2010), "Expertise-based intuition and decision making in organizations," *Journal of Managemen*t, 36(4), pp.941-973.

Sapienza, H. J., & Korsgaard, M. A.(1996), "Procedural justice in entrepreneur-investor relations," *Academy of Management Journal*, 39(3), pp.544-574.

Segalowitz, S. J.(2007), "Knowing before we know: Conscious versus preconscious top-down processing and a neuroscience of intuition," *Brain and Cognition*, 2(65), pp.143-144.

Startup Recipe(2022), "Startup Recipe's Investment Report 2022," https://startuprecipe.co.kr/archives/invest-report/5687862

Startup Recipe(2023), "Monthly Startup Investment Trends May 2023," *Monthly Startup Recipe*, May 2023.

Tian, X.(2011), "The causes and consequences of venture capital stage financing," *Journal of Financial Economics*, 101(1), pp.132-159.

Tinkler, J. E., Whittington, K. B., Ku, M. C., & Davies, A. R.(2015), "Gender and venture capital decision-making: The effects of technical background and social capital on entrepreneurial evaluations," *Social Science Research*, 51, pp.1-16.

Tversky, A., & Kahneman, D.(1974), "Judgment under Uncertainty: Heuristics and Biases," *Science*, 185(4157), pp.1124-1131.

Van den Bosch, F. A., Volberda, H. W., & De Boer, M.(1999), "Coevolution of firm absorptive capacity and knowledge environment: Organizational forms and combinative capabilities," *Organization Science*, 10(5), pp.551-568.

Wang, W., Mahmood, A., Sismeiro, C., & Vulkan, N.(2019), "The evolution of equity crowdfunding: Insights from co-investments of angels and the crowd," *Research Policy*, 48(8), 103727.

Wiklund, J., & Shepherd, D.(2003), "Knowledge-based resources, entrepreneurial orientation, and the performance of small and medium-sized businesses," *Strategic Management Journal*, 24(13), pp.1307-1314.

Wright Robbie, M. K.(1998), "Venture capital and private equity: A review and synthesis," *Journal of Business Finance & Accounting*, 25(5-6), pp.521-570.

Yang, Yongbi(2023.2.6.), The enhanced Status of "Women-owned businesses," a newly emerging core battleground, the Bell, http://www.thebell.co.kr/free/content/ArticleView.asp?key=202302021537515120105689

Zollo, M., & Winter, S. G.(2002), "Deliberate learning and the evolution of dynamic capabilities," *Organization Science*, 13(3), pp.339-351.

- The author Minsun Lee is serving as an expert advisor at the Korea Technology and Information Promotion Agency for SMEs. She received the bachelor's degree in computer engineering from Ewha Womans University and the master's degree in computer engineering from the University of Florida, USA. Professionally, she has imparted her expertise as a software engineer within the Mobile Business Division of LG Electronics. Later, she obtained a PhD in Business Administration from Korea University Business School. Her main research areas include entrepreneurship and the venture ecosystem, growth strategies for venture businesses, and business models.

- The author Juhee Kim is Professor of of Arts and Cultural Management at 〔Arts and Cultural Management department/ Dongduk Women's University in South Korea. Her research centers on innovation, international entrepreneurship of startups with a focus on investment climate measure, institutional environment, business model, and platforms. She has published her research in refereed journals such as International Business Review.

- The author Sun-Yong Kim is currently a research fellow at the Korea Venture Investment Corporation. She majored in management information and business administration at Kwangwoon University and received her master's and doctorate in business administration from the same university. After completing his Ph.D., she conducted research on industrial economics at the Seoul Institute for Local Government Policy Research Center and related research at the Small Business Policy Research Center of the Seoul Credit Guarantee Foundation. Her research interests include venture investment ecosystems, technological innovation and management strategies of SMEs, and entrepreneurship.

- This author Dae-Il Nam is a professor at the Korea University Business School. He teaches management strategy and entrepreneurship. He was the inaugural director of the Seung Myung Ho Center for Entrepreneurship Education. His research interests include business models, startups, IPOs, and innovation in large organizations. He has written several books including 101 Business Model Stories. He also received the Maeil Business Economist Award and the Humax Emerging Scholar Award.