

국내 증권형 크라우드펀딩 투자행태의 주요 특징*

연구위원 박혜진

2016년부터 2018년 3월까지 국내 한 증권형 크라우드펀딩 플랫폼에서 진행되었던 캠페인 220건의 자료를 이용하여 크라우드펀딩 투자행태를 살펴본 결과, 두 가지 특징이 관찰되었다. 하나는 펀딩 성공 시점이 펀딩 초반과 후반에 집중되어 있다는 점과, 다른 하나는 펀딩 초기시점에서 투자가 집중되는 현상이 유의하게 나타난다는 점이다. 이러한 경우 역선택으로 인한 투자자 피해가 발생할 수 있어 시장 상황을 예의주시할 필요가 있다. 아울러 증권형 크라우드펀딩의 본질적 장점이 집단지성을 활용한 투자 대상 선별에 있음을 상기할 때, 개별 투자자들이 합리적인 투자결정을 내릴 수 있도록 관련 투자자 교육을 지속적으로 강화할 필요가 있다.

최근 증권형¹⁾ 크라우드펀딩은 신생벤처기업의 새로운 자금조달수단으로서 주목받고 있다. 예탁결제원에 따르면, 2016년 제도 시행 이후 최근(2018년 7월 3일 기준)까지 펀딩에 성공한 기업은 346개(성공률 60%), 총 자금조달액은 612억원에 이르는 것으로 조사되었다. 기존 금융 방식과 비교해서 증권형 크라우드펀딩이 가지는 본질적인 차별성은 집단지성(the wisdom of crowds)의 활용이라고 볼 수 있다. 다수의 개인이 보유한 서로 다른 정보와 의견이 투자 결정 과정에 반영되어 소수의 전문가보다 더 효율적인 투자 결정이 가능하다는 것이다. 그러나 이러한 논리가 현실화하기 위해서는 모든 개인투자자가 자신이 보유한 정보를 바탕으로 합리적·독립적인 의사결정을 내린다는 전제 조건이 성립되어야 한다.

증권형 크라우드펀딩의 경우 투자자들의 투자 시점과 금액이 실시간으로 공개되는 특성으로 인해 이러한 조건이 현실적으로 충족되기 어려운 측면이 있다. 더욱이 투자자들의 정보가 불완전한 상황에서는 개별 투자자는 이전 투자자들의 투자 행위를 보고 이들이 가진 정보를 추정하여 이를 자신의 투자 결정에 반영하고자 할 것 이므로 이러한 조건이 성립하기 더 어려울 가능성이 크다. 그 결과, 자신이 기존에 보유하고 있던 사적 정보에 기반을 두지 않고 이전 투자자들의 행태를 답습해 투자의사 결정을 내리는 정보 캐스케이드(information cascade) 현상이 나타날 수 있다.²⁾ 이러한 투자자 군집행

* 본고의 견해와 주장은 필자 개인의 것이며, 자본시장연구원의 공식적인 견해가 아님을 밝힙니다.

1) 증권형은 주식형 및 채권형을 포함한다.

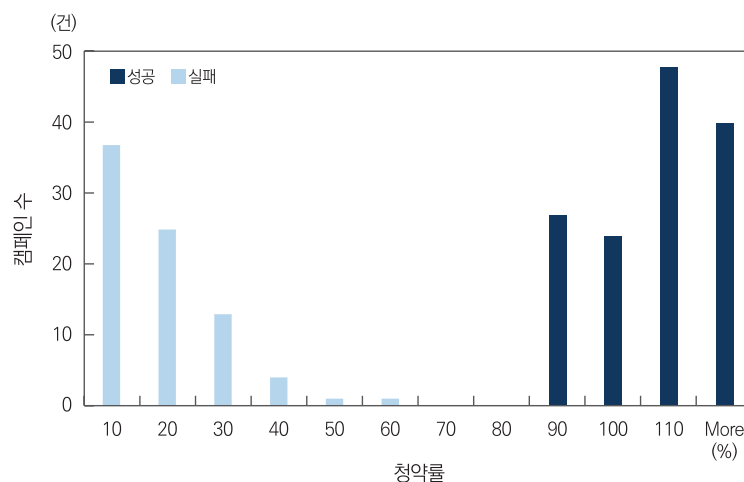
2) 예를 들어 다른 사람의 투자 행위를 보고 나서 투자하지 않으려 했던 사람이 투자하게 되는 경우, 또는 투자하려고 했다가 다른 사람이 투자하지 않았다는 정보를 얻고 나서 투자를 하지 않는 경우 모두 정보 캐스케이드로 해석할 수 있다.

동이 나타나는 시장에서는 투자 대상의 역선택으로 인한 투자자 피해가 발생할 가능성이 있다. 이에 본고에서는 2016년부터 2018년 3월까지 국내 한 증권형 크라우드펀딩에서 진행되었던 캠페인 220건³⁾의 자료를 토대로 국내 증권형 크라우드펀딩 투자행태의 특징을 논의해 보고자 한다.

크라우드펀딩 현황

아래의 <그림 1>을 보면 크라우드펀딩 성공 기준으로 받아들여지는 청약률 80%를 기준으로, 성공 캠페인과 실패 캠페인의 청약률이 뚜렷하게 양극화되어 있음을 확인할 수 있다. 여기서 청약률이란 목표 모집액 대비 실제 모집액의 비율을 의미한다. 성공 캠페인의 경우 63%가 청약률이 110% 이상인 반면 실패 캠페인의 경우 76%가 청약률이 20% 미만으로, 성공 캠페인과 실패 캠페인 간 청약률 격차가 상당히 크게 나타난다. 마찬가지로 투자자 수에 있어서도 실패 캠페인의 경우 1건을 제외하고 모두 투자자 수가 100명 미만에 집중되어 있는 반면, 성공 캠페인에서 투자자 수는 최소 1명에서부터 최대 722명까지 다양하게 나타났다 (<그림 2> 참조).⁴⁾

<그림 1> 청약률 분포

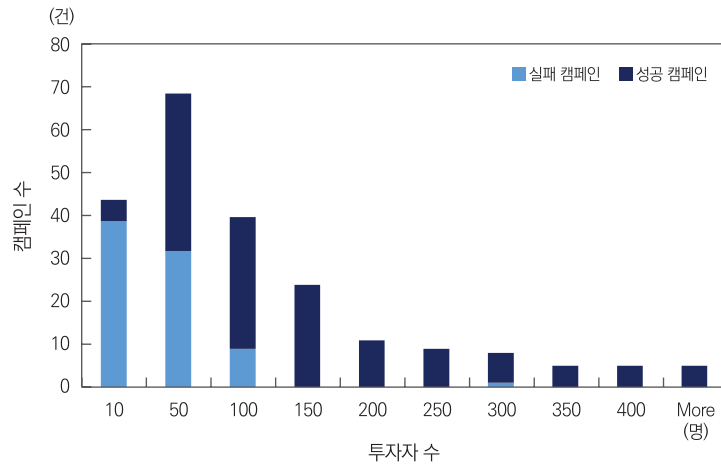


주: 청약률=(실제 모집액/목표 모집액)×100

3) 성공 139건, 실패 81건, 총 투자자 20,529명

4) 성공 캠페인 중에서 투자자 수가 10명 내외로 적은 경우는 펀딩 목표액이 처음부터 낮게 설정되어 있었던 데 주로 기인한 것으로 보인다. 일례로 목표액이 2천만원으로 설정되어 있었던 한 캠페인에서는 펀딩 개시 첫날 한 명의 투자자가 2천만원을 청약하면서 펀딩이 성공하였지만, 이후 종료 시점까지 추가적인 후속 투자는 발생하지 않았다.

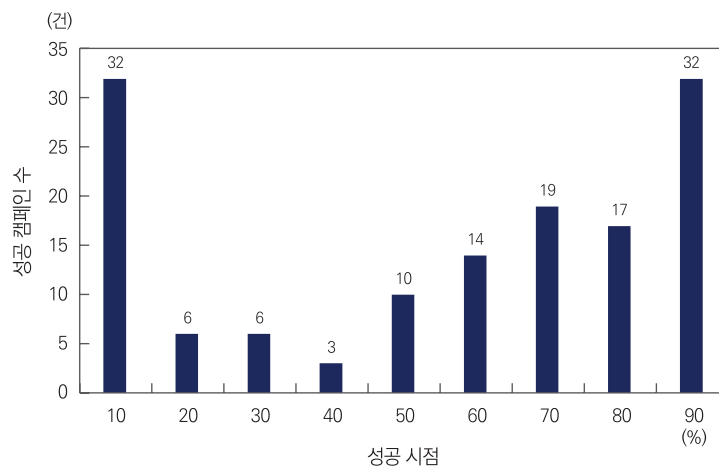
〈그림 2〉 투자자 수 분포



주: 청약률이 80% 이상이면 성공, 그렇지 않은 경우는 실패로 구분

성공 캠페인의 경우 성공 시점은 펀딩 초기와 후기에 집중되어 있는 것으로 나타났다. 〈그림 3〉은 성공 캠페인에서의 성공 시점을 전체 펀딩 기간 대비 상대적 비율(the percent of time elapsed)로 나타낸 것이다. 여기서 성공 시점은 누적 모집 금액이 처음으로 목표 모집액의 80%를 넘은 시점을 의미한다. 펀딩 후반으로 갈수록 누적투자액이 증가면서 성공 빈도수도 증가하는 것으로 나타난다. 한편, 펀딩 초반 10% 시점 내 성공한 캠페인의 비율이 23%(32건)로 후반 90% 시점과 동등하게 높은 비율을 보이는 것을 확인할 수 있다. 이러한 초반 쏠림 현상의 원인으로는 신규 캠페인에 대한 플랫폼의 사전 홍보 효과, 혹은 전부-또는-전무(all-or-nothing), 선착순(first-come, first-served) 자금 모집 방식에 따른 투자자 인센티브 변화 등 다양한 가능성을 생각해 볼 수 있다. 후자가 펀딩 초반 투자를 증가시키는 이유는 개별 투자자의 관점에서 좀 더 일찍 투자할 경우 프로젝트의 성공 가능성뿐만 아니라 자신이 남보다 앞서 지분을 획득할 가능성이 증가할 수 있기 때문이다.

〈그림 3〉 펀딩 성공 시점 분포

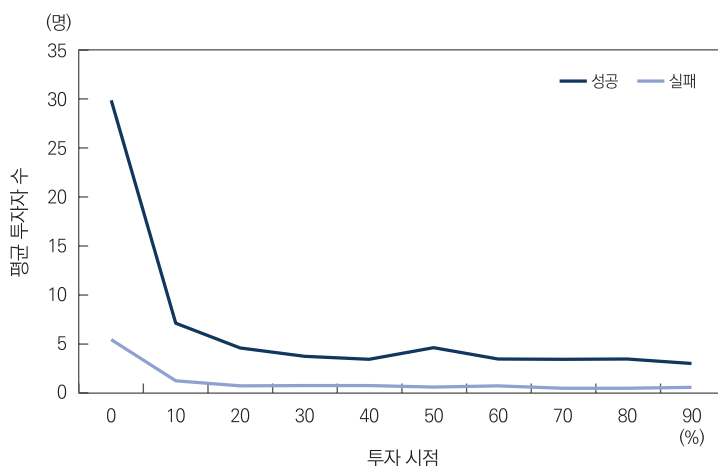


주: 각 구간은 (펀딩 개시부터 현재까지 시간/전체 펀딩 기간)×100을 나타낸다.

펀딩 초기시점에서의 투자자 집중

〈그림 4〉는 투자 시점별 평균 신규투자자 수 분포를 나타낸다. 성공 및 실패 캠페인 모두에서 펀딩 개시부터 10% 기간까지 신규투자자 수가 가장 높으며, 이후 신규투자자 수가 급격히 감소하여 계속 낮은 수준에 정체되는 L-자형 모습이 나타나고 있다. 또한, 성공 캠페인의 초반 투자자 수가 실패 캠페인보다 월등히 높은 것을 확인할 수 있다. 실제로 〈표 1〉에서 보는 바와 같이 성공 캠페인의 초기 투자자 수 및 청약률이 실패 캠페인보다 모두 통계적으로 유의하게 높은 수준에 있음을 확인할 수 있다. 이러한 결과는 펀딩 초반의 자금 모집 성과가 최종적인 펀딩 성공여부에 주요한 요인으로 작용하고 있음을 시사한다.

〈그림 4〉 펀딩 시점별 평균 투자자 수



주: 각 구간은 (펀딩 개시부터 현재까지 시간/전체 펀딩 기간)×100을 나타낸다.

〈표 1〉 성공·실패 캠페인 간 펀딩 초반 자금모집성과 비교

구분	평균		표준편차		t값
	성공 (n=139)	실패 (n=81)	성공	실패	
초기 5일간 투자자 수	77	13	97.68	17.94	7.55***
초기 10일간 투자자 수	92	15	109.15	20.65	8.01***
초기 5일간 청약률	47%	6%	0.36	0.06	13.12***
초기 10일간 청약률	57%	8%	0.35	0.08	15.94***

주: ***p<0.001

이러한 펀딩 초반 쏠림 현상은 제한된 시간 안에 목표 금액을 달성해야 하는 크라우드펀딩의 특성으로 인해 더 강화될 수 있다. 예를 들어, 캠페인 A에서는 초기 5% 기간 동안 목표액의 50%의 자금이 모집되었고, 캠페인 B에서는 초기 20% 기간 동안 같은 규모의 자금이 모집되었다면,⁵⁾ 잠재투자자는 이를 보고 보다 짧은 시간 동안 같은 금액을 모은 캠페인 A가 캠페인 B보다 더 좋은 프로젝트일 것으로 추정할 수 있다. 즉, 잠재투자자는 현재까지의 모집액 규모뿐만 아니라 펀딩 개시부터 현재까지의 시간 모두 투자 의사 결정에 있어서 중요한 변수로 고려하는 것이다. 다른 한편, 프로젝트에 대해 사전적으로 긍정적인 정보를 보유하고 있는 투자자는 자신의 투자 행위가 이후 잠재투자자들에게 미칠 영향을 인지하고 펀딩 초기에 더 적극적으로 투자를 할 인센티브가 발생하고, 이는 다시 펀딩 초기 투자자 쏠림을 강화할 수 있다.

〈표 2〉는 선·후 투자 간 상관관계를 펀딩 시점별로 비교한 것이다. 분석 결과, 펀딩 개시 후 5일까지(또는 10일까지)의 투자자 수, 투자액 모두 이후 후속 투자자 수, 투자액과 통계적으로 유의한 양(+)의 상관관계를 나타내고 있음을 확인할 수 있다. 한편, 이러한 선·후 투자 간 상관관계는 시간이 지날수록 점차 감소하는 특징을 보인다. 이러한 결과는 잠재투자자들이 투자 결정에 있어서 이전 투자자 수뿐만 아니라 펀딩 개시 후 현재까지의 시간도 주요한 변수로 고려하고 있음을 시사한다.

〈표 2〉 투자 시점별 선·후 투자자 수 및 투자액 간의 상관관계

구분	후속 투자자 수			후속 투자액		
	5th day ~ end	10th day ~ end	15th day ~ end	5th day ~ end	10th day ~ end	15th day ~ end
이전 투자자 수	0.27***	0.19**	0.09	0.19**	0.15*	0.05
이전 투자액	0.19**	0.11	0.03	0.20***	0.16*	0.06

주: "Nth days ~ end"는 펀딩 개시 N 일후부터 펀딩 종료 시점까지의 기간, 이전 투자자 수(금액)는 후속 투자자 수(금액) 계산 시점 이전 누적 투자자 수(금액)를 의미

*p<0.05, **p<0.01, ***p<0.001

시사점

증권형 크라우드펀딩은 신생벤처기업에 대한 원활한 자금조달을 가능하게 하고, 소수의 부유한 이들에게 한정되어 있던 벤처투자 기회를 일반 개인들에게까지 확대하는 등의 순기능을 가지고 있다. 그러나 투자자와 기업간의 정보비대칭성은 기존의 벤처투자에 비해 더 심화될 수 있다. 본고의 분석결과 펀딩 초기 투자자 쏠림이 유의하게 나타났으며, 이러한 경우 역선택으로 인한 투자자 피해가 발생할 수 있음을 염두에 둘 필요가 있다.⁶⁾ 이러한 맥락에서 지난 6월 금융위원회가 발표한 크라우드펀딩

5) 논의의 편의상 펀딩 기간, 목표액은 두 캠페인에서 같다고 가정한다.

6) 본고의 분석결과를 해석하는 데 있어 주의할 점은 본고에서는 펀딩 초기 투자자 군집행동과 펀딩의 성공여부 간 상관관계가 유의하게 나타났음을 확인하였을 뿐, 궁극적으로 투자자 군집행동이 최종적인 투자의 성공여부와 어떠한 관계가 있는지는 알 수 없다는 것이다. 이는 펀딩 성공 기업의 펀딩 이후 성과에 대한 데이터가 누적되면 추정할 수 있을 것으로 생각된다.

에 참여 전 투자 적합성 테스트 의무화,⁷⁾ 최소 청약 기간 도입, 발행인 공시정보 확대 등 크라우드펀딩 투자자 보호 강화를 위한 개선 노력은 제도의 정착과 발전을 위해 중요한 과정으로 생각된다. 또한, 보다 장기적인 관점에서 증권형 크라우드펀딩의 지속 가능성을 확보하기 위해서는 집단지성을 통한 투자 선별이라는 크라우드펀딩 고유의 장점이 발현될 수 있어야 한다. 이를 위해서는 투자자들이 합리적인 투자결정을 내릴수 있도록 투자자들에 대한 지속적인 교육이 필요할 것으로 보인다.

7) 한편 국내의 대표적인 증권형 크라우드펀딩 플랫폼 업체인 와디즈에서는 자체적으로 투자 전 투자자들의 이해도 심사를 도입할 계획임을 밝혔다.