



KCMI

Korea Capital
Market Institute

국내 증권형 크라우드펀딩 현황과 시사점

박혜진 | 공경신

국내 증권형 크라우드펀딩 현황과 시사점

2019. 1.

연구위원	박혜진
선임연구원	공경신

序 言

최근 들어 혁신형 창업기업의 부가가치 및 고용 창출 효과가 부각되면서 이들에 대한 자금 지원 및 투자 확대 등의 다양한 논의가 진행되고 있다. 혁신형 창업기업에 대한 자금조달 방식도 전통적인 벤처캐피탈 중심에서 소수의 전문투자자로부터 투자를 유치하거나 온라인상에서 다수의 일반 대중으로부터 자금을 직접 모집하는 등으로 다양화되고 있다. 후자의 자금 모집 방식을 크라우드펀딩이라고 하는데, 본 연구는 그 중 하나인 증권형 크라우드펀딩과 관련된 것이다.

증권형 크라우드펀딩은 기업이 온라인 상에서 다수의 일반 대중에게 지분증권을 발행하여 자금을 모집하는 방식으로 최근 미국과 영국 등을 중심으로 시장이 급속히 성장하고 있다. 마찬가지로 우리나라도 2016년 증권형 크라우드펀딩 제도 시행 이후 시장이 꾸준히 성장하고 있으며 정부는 시장 활성화를 위해 발행기업 범위, 발행한도 및 투자한도 확대 등의 다양한 노력을 기울이고 있다. 그럼에도 불구하고 국내 증권형 크라우드펀딩 시장은 아직 그 규모가 다른 전통적인 모험자본인 벤처캐피탈과 PEF 등에 비해 매우 작은 수준이다. 이러한 문제 의식을 바탕으로 제도 시행 이후 약 3년이 흐른 현 시점에서 국내 증권형 크라우드펀딩 시장의 현황을 점검하고 향후 개선방안을 논의하는 것은 시의적절하다고 본다.

이 보고서는 우리나라 증권형 크라우드펀딩에 대한 경제학적인 분석을 시도하고 있다. 우선 국내 증권형 크라우드펀딩 제도와 운영 현황을 검토하였으며, 이 과정에서 증권형 크라우드펀딩의 지속적인 성장을 위해 필요한 정책과제들이 논의되었다. 그리고 실제 우리나라 크라우드펀딩 데이터를 활용한 실증분석 결과는 기업이 실제 펀딩 전략 수립 시에 실무적으로 참고가 될 수 있을 것으로 보인다. 이 보고서가 우리나라 증권형 크라우드펀딩 시장의 성장에 기여할 수 있기를 기대해 본다.

보고서를 집필하는데 수고한 박혜진 연구위원에게 감사드린다. 또한 자료 정리 및 데이터 분석을 도와준 공경신 선임연구원과 지정 논평자로

서 유익한 조언을 아끼지 않은 김종민 선임연구위원, 조사 과정에 있어서 도움을 준 천창민 연구위원, 그리고 클라우드펀딩 관련 데이터를 흔쾌히 제공해준 예탁결제원 관계자분들에게 감사의 뜻을 전한다. 마지막으로 본 보고서의 내용은 연구자 개인의 견해이며 자본시장연구원의 공식 의견이 아님을 밝혀둔다.

2019년 1월
자본시장연구원
원장 박영석

목 차

Executive Summary	vii
Abstract	xii
 I. 서론	 3
 II. 증권형 크라우드펀딩의 주요특징 및 현황	 7
1. 증권형 크라우드펀딩의 개념 및 의의	7
2. 국내 증권형 크라우드펀딩 제도 개요 및 현황	14
3. 크라우드펀딩 참여자 유형별 주요특징	22
 III. 투자유치 성공 및 펀딩참여 결정요인에 대한 실증분석	 39
1. 연구목적 및 질문	39
2. 선행연구	41
3. 분석자료 및 분석방법	44
4. 분석결과	46
 IV. 결론 및 시사점	 69
 참고문헌	 75

표 목 차

<표 II-1> 크라우드펀딩의 유형 분류	10
<표 II-2> 다른 모험자본과 증권형 크라우드펀딩의 비교	13
<표 II-3> 국내 증권형 크라우드펀딩 제도의 주요 내용	16
<표 II-4> 업종별 모집 현황	20
<표 II-5> 업력별 모집 현황	21
<표 II-6> 성공, 실패 초기 투자자 수 비교	28
<표 II-7> 투자 시점별 선·후 투자자 수 및 투자액 간 상관관계	29
<표 II-8> 국내 증권형 크라우드펀딩 플랫폼 현황 (2016.1~2018.3) ..	34
<표 II-9> 국내 주요 증권형 크라우드펀딩 플랫폼 업체별 특성 비교	35
<표 III-1> 요약통계량	47
<표 III-2> 주요 설명변수 간의 상관관계	48
<표 III-3> 투자유치 성공, 실패 캠페인 간의 주요 변수 평균 비교 ..	50
<표 III-4> 자금모집 성공요인 분석결과	52
<표 III-5> 모집율의 결정요인 분석결과	54
<표 III-6> 모집금액 결정요인 분석결과	55
<표 III-7> 모집율의 결정요인 분석결과 (성공캠페인)	56
<표 III-8> 모집금액 결정요인 분석결과 (성공캠페인)	57
<표 III-9> 일반투자자 수 결정요인 분석결과	60
<표 III-10> 일반투자자 청약액 결정요인 분석결과	61
<표 III-11> 일반투자자 수 결정요인 분석결과 (성공캠페인)	62
<표 III-12> 일반투자자 청약액 결정요인 분석결과 (성공캠페인)	63
<표 III-13> 전문투자자 비율에 따른 일반투자자 수 변화	64
<표 III-14> 전문투자자 비율에 따른 일반투자자 청약액 변화	65
<표 III-15> 분석결과 요약	66

그림 목 차

<그림 II-1> 클라우드펀딩을 통한 자금공백(funding gap) 완화	8
<그림 II-2> 국내 증권형 클라우드펀딩 모집액 및 모집율 추이	17
<그림 II-3> 캠페인 수 및 성공률 추이	18
<그림 II-4> 발행증권형태별 펀딩 현황	19
<그림 II-5> 투자자 현황	19
<그림 II-6> 모집규모별 발행 현황	21
<그림 II-7> 클라우드펀딩 진행 동기	23
<그림 II-8> 클라우드펀딩 성공의 효과	24
<그림 II-9> 향후 클라우드펀딩을 통한 투자 유치 계획	25
<그림 II-10> 펀딩 성공 기업의 평균 자본금 및 임직원 수 추이	26
<그림 II-11> 펀딩 성공 이후 투자 유치 실적	26
<그림 II-12> 펀딩 시점별 평균 투자자 수	28
<그림 II-13> 증권형 클라우드펀딩의 일반적인 진행 절차	32

약 어 표

AON	All or Nothing
ASSOB	Australian Small Scale Offerings Board
JOBS	Jumpstart Our Business Startups
KIA	Keep It All
KSM	KRX Startup Market
P2P	Person to Person (or Peer to Peer)
PEF	Private Equity Fund
R&D	Research & Development
SEC	U.S. Securities and Exchange Commission

《 Executive Summary 》

최근 일자리 창출과 경제성장에 있어서 혁신형 신생초기기업의 중요성이 부각되고 있다. 그러나 신생초기기업은 높은 성장잠재력, 혁신적인 사업 아이템을 가지고 있더라도 그 특성상 외부 자금 조달에 어려움을 겪는 경우가 많다. 이러한 신생초기기업의 자금 조달 문제를 극복하기 위한 하나의 대안으로 최근 각국 정부로부터 주목 받고 있는 것이 증권형 크라우드펀딩이다. 증권형 크라우드펀딩은 기업이 온라인 플랫폼을 통해 다수의 소액투자자들에게 증권을 발행하여 자금을 조달하는 방식을 의미한다. 2012년 이후 미국을 비롯한 주요국가들에서 증권형 크라우드펀딩이 제도화되면서 매년 시장이 급속히 성장하고 있는 가운데 우리나라도 2016년 증권형 크라우드펀딩 제도를 시행한 이후 현재까지 꾸준한 성장세를 보이고 있다.

국내 증권형 크라우드펀딩 시장 현황을 살펴보면, 2016년 제도 시행 이후 2018년 3월까지 총 602건의 펀딩을 통해 총 605억원의 자금을 모집하였으며 펀딩 성공률 또한 꾸준히 증가하여 2018년 1사분기에는 74%를 기록하는 등 꾸준한 성장세를 보이고 있다. 펀딩 기업의 업력도 3년 이하의 신생초기기업이 대다수를 이루고 있으며, 업종 또한 IT·영상, 제조, 문화·예술, 교육, 음식점, 농식품, 금융 등 다양한 업종에 걸쳐 자금 모집이 일어나고 있다.

그러나 기업과 투자자 간 정보비대칭성이 높고, 벤처캐피탈, 엔젤 등 다른 모험자본 공급자들이 공존하는 상황에서 이제 막 시행 초기에 있는 증권형 크라우드펀딩이 새로운 모험자본 조달 수단의 하나로 안착할 수 있을지는 아직 낙관하기 어렵다. 따라서 국내 증권형 크라우드펀딩의 지속적인 성장 기반을 마련하기 위해서는 현재 국내 증권형 크라우드펀딩의 상황을 면밀히 검토할 필요가 있다.

이에 대해 본 연구는 먼저 증권형 크라우드펀딩의 주요 특징, 국내 증권형 크라우드펀딩 제도 및 운영 현황을 논의하고, 다음으로 실제 국내 증권형 크라우드펀딩 데이터를 활용하여 펀딩 성공 및 투자자의 펀딩 참여의 결정요인에 대한 실증분석을 시도하였다.

증권형 크라우드펀딩은 투자 유치 과정의 편의성, 기존 창업초기 기업에 대한 자금조달 공백의 완화, 사업의 수익성 예측, 집단지성의 활용, 일반 대중에게 벤처투자기회 제공 등 다양한 장점을 가지는 것으로 평가되고 있다. 증권형 크라우드펀딩은 일반 공모에 비해 기업의 투자 유치 등록 절차가 간소화되어 있어서 창업기업의 자금조달에 있어서 편의성, 접근성이 향상되는 효과가 있고, 전문투자자들로부터 자금을 유치하기에는 규모가 너무 작고 가족이나 친구로부터의 자금만으로는 필요 자금을 모으기 어려운 기업들에게 하나의 대안이 될 수 있다. 또한 일부 기업과 전문투자자들은 펀딩을 통해 제품의 향후 시장성, 수익성을 예측하는 데 활용하기도 한다. 물론 이러한 실무적인 활용도 뿐 아니라, 크라우드펀딩을 통해 다수 개인들의 지식과 정보를 모아 집단지성을 형성할 수 있고 기존 소수 전문투자자에게 한정되어 있던 벤처투자의 기회가 일반 대중에게 확대되는 등의 긍정적인 효과가 있을 수 있다.

다음으로 증권형 크라우드펀딩의 주요 참여자인 발행기업, 투자자, 플랫폼의 특징을 살펴보았다. 먼저 발행기업의 대다수는 소규모 스타트업인데 이 중에서도 복잡한 하이테크 기업보다는 소비자를 직접 상대하는 업종, 사업 아이디어의 유출에 민감하지 않은 기업, 금전적 수익 창출 이외에도 사회적 가치를 창출할 수 있는 기업이 크라우드펀딩에 보다 적합한 것으로 판단되었다. 또한, 지난 2년간 국내의 증권형 크라우드펀딩을 통해 자금을 조달한 경험이 있는 기업을 대상으로 한 설문조사 결과, 펀딩 성공 이후 자본금, 고용이 증가하였으며 크라우드펀딩에 대한 기업의 만족도 역시 높은 것으

로 나타나 국내 증권형 크라우드펀딩이 발행기업의 기대에 대체로 부합하고 있는 것으로 판단되었다.

크라우드펀딩 투자자와 관련해서는 정보비대칭의 관점에서 펀딩 과정에서의 투자행태를 중심으로 살펴보았다. 실제 국내의 한 플랫폼에서 진행된 펀딩 자료를 분석한 결과, 펀딩 초반에 투자자가 집중되는 경향이 관찰되었다. 이는 펀딩 초반의 자금 모집 성과가 최종적인 펀딩 성공 여부에 상당한 영향을 미치고 있음을 의미하며 한편으로는 투자자들이 이전 투자자의 행위를 답습해 의사결정을 내리는 정보 캐스케이드(information cascade) 현상이 나타나고 있을 가능성을 시사한다.

플랫폼 중개업자와 관련해서는 일반적인 펀딩 운영 방식과 절차를 논의한 뒤 국내 주요 증권형 크라우드펀딩 플랫폼의 특성을 비교해보았다. 국내 플랫폼 업체들은 투자형(주식, 채권)과 리워드형(기부, 후원형)을 함께 운영하는 경우가 많았으며, 기본 중개 서비스 외에 펀딩 개시 전 사전 홍보, 모의 펀딩 대회, 발행기업과 전문투자자 연계 서비스 등의 부가서비스를 제공하는 경우도 많은 것으로 조사되었다.

다음으로, 2016년 1월부터 2018년 3월까지의 국내 증권형 크라우드펀딩 602건을 대상으로 기업, 펀딩 진행 과정의 특징, 기타 캠페인 및 플랫폼 관련 특성들 중 어떠한 변수가 펀딩 성과 및 투자자의 펀딩 참여에 영향을 미치는지 실증분석을 수행하였다. 대체로 크라우드펀딩의 투자자는 투자에 대한 지식이 부족한 소액 일반투자자들이기 때문에 다른 스타트업 투자에서와 마찬가지로 투자자와 기업 간 정보비대칭이 상존할 가능성이 높은 것으로 알려져 있다. 또한 증권형 크라우드펀딩의 피투자기업은 다른 모험자본 투자에 비해 더 영세하고, 업력도 더 짧은 경우가 많기 때문에 이러한 정보비대칭의 정도가 더욱 클 수 있다. 이를 극복하기 위한 하나의 방안

으로 기존문헌에서는 기업이 투자자에게 자신의 관측불가능한(unobservable) 특성에 대해 신호(signal)를 보내는 것을 제시하고 있다. 기업이 투자자의 의사 결정에 영향을 미치는 신호를 잘 선별할수록 펀딩 성과도 그만큼 좋을 것으로 기대할 수 있다.

분석결과, 모집기간이 짧을수록, 목표금액이 높을수록, 전문투자자 참여율이 높을수록 펀딩 성공 가능성이 높아질 뿐 아니라 모집금액, 모집율도 증가하는 것으로 나타났다. 그러나 업력, 과거 펀딩 성공 경력, 벤처기업 여부와 같은 기업의 특성은 펀딩 성공 여부에 영향을 미치지 않는 것으로 나타났다. 즉 기업의 과거 또는 현재의 특성보다는 캠페인 진행과정에서 설정되는 변수들이 펀딩 성공 여부에 더 큰 영향을 미치고 있음을 확인할 수 있었다. 한편, 전문투자자 참여율은 일정 수준 이상을 넘을 경우 전문투자자 참여율이 증가할수록 일반투자자 수와 일반투자자의 청약금액은 줄어드는 것으로 나타났다. 이는 전문투자자의 비중이 높아지면 이들의 투자만으로도 펀딩 목표금액에 쉽게 도달하기 때문에 펀딩 성공에는 도움이 되지만, 일반투자자들의 펀딩 참여 기회는 그만큼 줄어들게 되는 것으로 해석할 수 있다.

종합하면, 국내 증권형 클라우드펀딩 시장은 제도 도입 이후 꾸준한 성장세를 보이며 창업초기기업의 새로운 자금조달 수단으로서 성공적으로 안착해 가고 있는 것으로 판단된다. 그러나 향후 시장의 지속적인 성장과 안정적인 자금 공급 기반의 확보를 위해서는 정보 비대칭으로 인한 투자자 피해 가능성을 늘 예의주시할 필요가 있으며, 다른 모험자본 공급자들과의 차별화된 장점을 명확히 인식하고 이들과 상호보완관계를 형성해 나가려는 노력이 필요하다.

클라우드펀딩 성공요인에 대한 실증분석 결과는 실무적인 관점에서 클라우드펀딩을 통해 자금을 조달하고자 하는 창업기업의 펀딩 성공을 위한 전략수립에 도움이 될 수 있을 것으로 기대한다. 예

를 들어 모집기간을 길게 하고, 목표금액을 낮게 설정하는 것은 자칫 투자자들에게 프로젝트에 대한 자신감의 부족으로 받아들여져 오히려 성공 가능성을 낮출 수 있음을 유의할 필요가 있다. 또한 개별 전문투자자의 참여는 펀딩 성공에 있어서는 도움이 될 수 있으나, 자칫 일반투자자의 펀딩 참여 기회를 제한할 수 있다는 점에서 제도 도입 취지와 달리 시장이 작동하게 될 수 있음을 염두할 필요가 있다. 마지막으로 증권형 크라우드펀딩 시장의 지속적인 성장을 위해서는 펀딩 성공기업과 전문투자자의 매칭 지원을 통한 후속 투자 활성화, 해당 기업의 사업성과에 대한 지속적인 모니터링 등을 통해 크라우드펀딩 성공이 궁극적인 사업의 성공으로 이어질 수 있도록 관련 노력을 강화할 필요가 있다.

— « Abstract » —

Analysis of Securities-based Crowdfunding Markets in Korea

This paper studies the characteristics of Korean securities-based crowdfunding markets and the behaviors of investors during the crowdfunding campaigns, thereby providing policy implications as to improve the current system. Securities-based crowdfunding is a new financing method for startups that are too small to be funded by angel or venture capital and financing from their friends and family are not enough to cover their financing needs. Besides, securities-based crowdfunding has other benefits. For example, professional investors such as angels and venture capitalists can use the crowdfunding outcome to predict the future of demand of the goods or assess the future returns of their investment projects.

First, we review the concept of securities-based crowdfunding and its relations to other venture investors, and then discuss some features of main participants of securities-based crowdfunding markets such as entrepreneurs (issuers), individual investors, and platforms. Majority of issuers that attempt to raise capital via crowdfunding are early ventures, but some of them tend to be more suited to crowdfunding than others. For example, very high-tech firms whose business models are based on complex technology are less likely to be a good fit since unexperienced individual

investors without knowledge in that area may be hesitant to commit their money to that venture's project. In terms of crowdfunders, we focus on their investment behavior during crowdfunding campaign. We observe herding behaviour of the investors in the early days of funding windows, implying that the early performance has significant effects on the final funding results. Regarding platforms we overview the crowdfunding process operated by these platforms and compare their business models.

Next, we investigate the role of signals about hidden quality of the project and campaign-related information on funding success and investors' decisions to commit financing. Our results show that backing by professional investors, funding target, and campaign duration play a significant role for the funding outcome. However, we also find that hard information about the issuer's ability such as performance in the past crowdfunding campaigns, certification as social company or venture firms have little or not impact on the funding outcome. Furthermore, we find that backing by professional investors have the opposite effects on funding success and the other small investors' participation in crowdfunding; receiving more funding from professional investors contributes to funding success but it might decrease the chances that other small investors participate in that project. Finally, we discuss the policy implications of these results.

I. 서론

I. 서론

최근 일자리 창출과 경제성장에 있어서 혁신형 신생초기기업의 중요성이 부각되고 있다. 그러나 신생기업은 높은 성장잠재력, 혁신적인 사업 아이템을 가지고 있더라도 그 특성상 외부 자금조달에 어려움을 겪는 경우가 많다. 이러한 신생초기기업의 자금조달 문제를 극복하기 위한 하나의 대안으로 최근 각국 정부로부터 주목받고 있는 것이 증권형 크라우드펀딩이다. 증권형 크라우드펀딩은 기업이 온라인플랫폼을 통해 다수의 소액투자자들에게 증권을 발행하여 자금을 조달하는 방식을 의미한다.

증권형 크라우드펀딩은 투자 유치 과정의 편의성, 기존 창업초기기업에 대한 자금조달 공백의 완화, 사업의 수익성 예측, 집단지성의 활용, 일반 대중에게 벤처투자기회 제공 등 다양한 장점을 가지는 것으로 평가되고 있다. 증권형 크라우드펀딩은 일반 공모에 비해 기업의 투자 유치 등록 절차가 간소화되어 있어서 창업기업의 자금조달에 있어서 편의성, 접근성이 향상되는 효과가 있고, 전문투자자들로부터 자금을 유치하기에는 규모가 너무 작고 가족이나 친구로부터의 자금만으로는 필요 자금을 모으기 어려운 기업들에게 크라우드펀딩이 하나의 대안이 될 수 있다. 또한 일부 기업과 전문투자자들은 제품의 향후 시장성, 수익성을 예측하는 데 크라우드펀딩을 활용하기도 한다. 물론 이러한 실무적인 활용도 뿐 아니라, 크라우드펀딩을 통해 다수 개인들의 지식과 정보를 모아 집단지성을 형성할 수 있고 기존 소수 전문투자자에게 한정되어 있던 벤처투자의 기회가 일반 대중에게 확대되는 등의 긍정적인 효과가 있을 수 있다.

2012년 미국의 JOBS법(Jumpstart Our Business Startups Act) 제정 이후 전 세계적으로 증권형 크라우드펀딩이 제도화되면서 매년 시장이 급속히 성장하고 있는 가운데, 우리나라도 2016년 증권형 크라우드펀딩 제도를 시행한 이후 현재까지 꾸준한 성장세를 보이고 있다. 이러한 추세는 초기혁신기업에 대한 자금조달 활성화를 강조하는 현 정부의 정책 기조에 힘입어 앞으로도 당분간 지속될 것으로 예상된다. 본 연구에서는 도입 초

기인 국내 증권형 크라우드펀딩 제도와 관련하여, 우선 증권형 크라우드펀딩의 개념과 의의, 국내 증권형 크라우드펀딩 제도와 현황에 대해 논의한 후, 다음으로 제도 도입 이후 2년간 실제 국내에서 시행된 증권형 크라우드펀딩 데이터를 바탕으로 투자 유치 성공요인 및 일반투자자들의 펀딩참여 결정요인에 대한 실증분석을 수행하였다. 분석에 사용된 자료는 2016년 제도 시행부터 2018년 1사분기까지 국내 증권형 크라우드펀딩의 중앙기록관리기관인 예탁결제원 크라우드넷에 축적된 602건의 펀딩 자료를 이용하였다.

일반적인 스타트업 투자에서와 마찬가지로 증권형 크라우드펀딩 역시 투자자와 기업 간 정보비대칭이 존재할 가능성이 높음을 상기할 때 기업이 제공하는 정보, 펀딩 진행 과정의 특징, 기타 캠페인 관련 변수들 중 어떠한 변수가 이러한 정보비대칭을 효과적으로 극복하는 신호(signal)로서 기능하는지, 그리고 그 결과로서 투자 유치 성공 여부와 일반투자자의 펀딩 참여도가 어떻게 결정되는지를 분석하고자 하였다. 정보비대칭이 심화될 경우 역선택을 우려한 투자자들이 크라우드펀딩 투자를 외면할 수 있고 장기적으로 이는 크라우드펀딩 시장의 주요 자금원이 줄어드는 결과를 초래할 수 있음을 상기할 때, 어떠한 변수가 정보비대칭을 효과적으로 완화하는지 검토하는 것은 이제 막 시행 초기에 있는 국내 증권형 크라우드펀딩의 지속적인 성장을 위해서도 중요하다.

본 연구의 구성은 다음과 같다. II장에서는 증권형 크라우드펀딩의 개념과 주요 특징, 국내 증권형 크라우드펀딩 제도와 운영 현황을 논의한다. III장에서는 크라우드펀딩 성공 및 일반투자자 펀딩 참여 결정요인에 대한 실증분석 결과를 제시한다. 마지막으로 IV장에서는 주요 연구 결과를 요약한다.

II. 증권형 크라우드펀딩의 주요특징 및 현황

1. 증권형 크라우드펀딩의 개념 및 의의
2. 국내 증권형 크라우드펀딩 제도 개요 및 운영 현황
3. 크라우드펀딩 참여자 유형별 주요특징

II. 증권형 크라우드펀딩의 주요특징 및 현황

1. 증권형 크라우드펀딩의 개념 및 의의

크라우드펀딩(crowdfunding)은 창의적인 아이디어나 사업계획을 가진 기업가 등이 사업에 필요한 자금을 인터넷 플랫폼을 이용하여 다수의 소액투자자로부터 모집하는 행위를 의미한다. 이는 대중으로부터 아이디어, 피드백, 해결방안 등을 구하는 크라우드소싱(crowdsourcing)에 연원을 두고 있다.¹⁾ 크라우드펀딩의 유래는 1997년 영국의 록그룹인 Marillion이 미국 투어를 위한 자금 6만달러를 모금한 것이 최초로 알려져 있으며, 크라우드펀딩이라는 용어는 Michael Sullivan이 2006년 fundavlo를 설립하면서 처음 사용한 것으로 알려져 있다. 이후 크라우드펀딩은 문화, 예술 분야를 중심으로 예술인의 활동에 대한 순수한 기부 및 후원을 목적으로 활발하게 이용되어 왔으며 최근에는 금전적 수익 창출의 목적이 결합된 형태의 크라우드펀딩도 나타나고 있다.

크라우드펀딩에 대한 기존 연구 문헌에서는 크라우드펀딩의 기대효과로 다음과 같은 점들을 제시하고 있다. 먼저, 다수의 투자자를 모집하는 것은 기본적으로 일반 공모와 유사하지만, 크라우드펀딩 발행 기업에 대해서는 증권신고서 제출 면제 등 일반 공모에 비해 투자 유치 절차가 매우 간소화되어 있기 때문에 창업기업의 자금조달에 있어서의 편의성, 접근성이 향상되는 효과가 있다. 둘째, 크라우드펀딩은 창업자금조달에 있어서의 공백(funding gap)을 해소하는 효과가 있다. 가족, 친구로부터의 투자만으로는 사업에 필요 자금을 충분히 모으기 어렵고, 한편 엔젤, 벤처캐

1) 크라우드펀딩은 전통적인 금융 중개기관을 거치지 않고 인터넷 플랫폼 상에서 개인들 간에 자금 거래가 이루어진다는 점에서 P2P(person-to-person or peer-to-peer) 금융의 한 형태로 분류되기도 한다. 또한, 소규모 후원이나 기부 등의 목적으로 다수의 개인들이 참여하는 과정에서 소셜 네트워크(social network) 서비스가 주로 활용된다는 점에서 소셜펀딩(social funding)으로 불리기도 한다.

피탈과 같은 전문투자자로부터 자금을 유치하기에는 규모가 너무 작은 기업과 같이 자금조달의 공백에 놓인 기업들의 경우 크라우드펀딩을 새로운 자금조달의 수단으로 활용할 수 있다(아래의 <그림 II-1> 참조). 셋째, 온라인 플랫폼 상에서 다양한 배경과 경험을 가진 개인들의 지식과 정보가 모여 집단지성(wisdom of crowd)을 형성함으로써 효율적으로 투자대상을 선별할 수 있다. 넷째, 다수의 소액 투자자들로부터 자금을 모집하기 때문에, 일반 개인투자자 입장에서는 여러 기업에 위험을 분산하는 효과가 있으며, 사회 전체로 보면 그동안 부유한 소수에게 한정되어 있던 벤처투자의 기회가 일반 개인에게도 확대되는 효과가 있다. 기존의 초기 기업투자는 고위험·고수익의 특성 상 전문지식, 실사능력, 자금력 등을 갖춘 전문투자자들에게 한정되어 있었던 반면, 크라우드펀딩을 통해 소액의 일반 투자자들에게도 벤처투자의 기회가 주어지는 효과가 있다. 마지막으로, 발행기업의 입장에서는 크라우드펀딩을 진행하면서 잠재 수요자와 소통하면서 제품의 향후 시장성 및 수익성을 예측할 수 있으며, 또한 엔젤, 벤처캐피탈과 같은 전문투자자로부터 추가로 자금을 유치하는 데 있어서 과거 크라우드펀딩 성공 이력은 유리한 조건으로 활용될 수 있다.²⁾

<그림 II-1> 크라우드펀딩을 통한 자금공백(funding gap) 완화



주: Collins(2012)의 내용을 바탕으로 재구성

2) 반면, 아직 지적재산권이 확보되지 않은 사업 초기 아이디어의 유출로 인한 유사 프로젝트 출현 가능성, 펀딩 실패 시 프로젝트에 대한 부정적인 인식이 확산되어 향후 자금 유치가 더욱 어려워질 위험도 내포하고 있다.

기존의 많은 문헌에서는 크라우드펀딩을 자금공급자의 참여 목적 및 보상방식 등에 따라 비투자형(후원·기부형), 대출형(P2P대출형), 증권형(지분투자형)의 세 가지 유형으로 구분한다. 비투자형의 경우 자금수요자의 사업 또는 프로젝트에 대한 순수한 기부, 후원의 목적으로 자금이 제공되고, 자금공급자에게는 보상이 없거나 또는 비금전적인 혜택(공연티켓, CD, 책, 포스터 등의 리워드)의 형태로 보상이 주어지는 경우로 주로 문화·예술 등의 분야에서 이루어진다. 대출형은 인터넷에서 개인 간 직접적인 대출계약을 체결하고, 원금과 이자 등의 형태로 보상이 이루어지는 경우로, 주로 은행과 같은 제도권 금융기관으로부터 자금조달이 쉽지 않은 개인 등이 주요 자금 수요자가 된다. 마지막으로 본고의 주 분석 대상인 증권형은 채권, 주식, 투자계약증권 등의 증권 발행을 통하여 자금을 모집하고, 이후 투자자는 보유한 지분에 따라 사업에서 발생하는 이익을 배분받는 경우로 주로 초기창업기업의 투자에 활용된다. 증권형 크라우드펀딩 투자자들도 다른 비투자형 크라우드펀딩과 마찬가지로 특정 사업 아이디어나 개인을 지원하기 위한 비금전적인 목적을 가지고 있는 경우가 많지만, 다른 비투자형과 달리 보다 적극적으로 사업 성공에 따른 수익 실현을 기대하며 초기 단계의 기업에 지분을 투자한다는 점에서 차이가 있다(아래의 <표 II-1> 참조).

한편, 증권형 크라우드펀딩은 모험자본시장이라는 보다 넓은 관점에서 논의되기도 한다(박용린 외, 2017). 모험자본 공급자는 전통적인 투자자로서 엔젤, 벤처캐피탈과 지난 글로벌 금융위기 이후 본격적으로 부상한 엑셀러레이터, 마이크로 VC, 슈퍼엔젤 등과 같은 새로운 유형의 투자자들로 구분할 수 있다.³⁾

3) 미국에서는 지난 2012년 4월 ‘중소, 스타트업 지원 및 육성법안(Jumpstart Our Business Startups Act: JOBS)’을 제정하고, 2015년 10월 미국 증권거래위원회(Securities and Exchange Commission: SEC)에서 관련 세부시행규칙을 확정하면서 증권형 크라우드펀딩이 본격적으로 시행되었다. 영국의 경우에는 별도의 크라우드펀딩에 관한 법이 없었던 상황에서 세계최초로 증권형 크라우드펀딩 플랫폼 업체인 Crowdcube가 2011년에 설립되는 등 증권형을 포함한 크라우드펀딩산업이 활성화되어 있었다.

<표 II-1> 크라우드펀딩의 유형 분류

구분	자금조달방식	보상형태	투자동기
기부형	기부	비가시적 혜택(기부에 따른 만족감, 공동체에 대한 소속감 등)	사회적, 비금전적 동기
후원형	기부, 제품의 사전 구매	비가시적 혜택, 리워드(기념품, 음반, 시사회 티켓 등)	사회적, 비금전적 동기, 리워드에 대한 기대
대출형	대부	원리금 및 이자 수취가 주요 목적(사회적 목적이 동반된 경우에는 이자를 받지 않기도 함)	금전적 이익 창출이 주요 펀딩 참여 동기
증권형	지분투자	사업 성공에 따른 투자수의 배분, 비가시적 혜택	기업가에 대한 순수한 지원, 창업 활성화 및 투자를 통한 이익 창출

자료: Collins(2012)

이러한 새로운 유형의 모험자본 투자자들의 등장 배경으로는 지난 금융위기 이후 강화된 규제에 의해 은행과 같은 기존의 전통적인 금융기관으로부터 자금조달이 어려워지면서 기업들에게 새로운 자금조달수단의 필요성이 증가한 점, 각국 중앙은행의 경기부양정책으로 인해 이자율이 낮아지면서 보다 높은 투자수익을 실현하고자하는 투자자들의 자금이 모험자본시장에 유입된 점 등이 제시되고 있다(Mendoza & Vermeulen, 2011). 아울러 기술적인 측면에서 인터넷, 소셜네트워크의 성장으로 인해 일반 투자자의 창업초기기업 투자에 대한 접근성 향상, 투자자 간 활발한 정보 교환 및 공유, 각국 정부의 창업초기기업에 대한 정책 지원 강화 등도 이들의 성장을 촉진한 배경으로 볼 수 있다. 즉, 증권형 크라우드펀딩과 새로운 모험자본 투자자들의 등장 배경은 유사하다고 볼 수 있다.⁴⁾

4) 현재 글로벌 증권형 크라우드펀딩 시장은 미국과 영국이 주도하고 있다. 2017년 총 모집금액 중 미국에서 모집된 비중은 20%, 영국에서 모집된 비중은 38%로 절반 이상이 미국과 영국의 플랫폼 업체를 통해 모집된 것으로 확인되었다. 또한 중개플랫폼 업체 수에 있어서도 2018년 1월 기준 현재 운영 중인 증권형 크라우드

증권형 크라우드펀딩은 전통적인 모험자본 공급자 및 새로운 모험자본 공급자들과 투자자의 전문성, 자금공급방식, 투자 적극성 등에 있어서 다음과 같은 차이가 있다.⁵⁾ 먼저, 증권형 크라우드펀딩의 주요 투자대상은 신생·초기단계(seed or early stage) 기업으로 엔젤, 벤처캐피탈의 투자 영역과 유사하지만, 전문투자자인 엔젤, 벤처캐피탈 등에 비해 크라우드펀딩 투자자의 대다수는 투자 경험과 지식이 부족한 일반투자자들이기 때문에 투자 전 실사, 투자 후 모니터링 능력은 다소 부족하다. 투자 방식에 있어서는 엔젤, 벤처캐피탈 등과 같은 전문투자자의 경우 개인 또는 소수 투자자들 간 지역적, 폐쇄적 네트워크를 통해 투자가 이뤄지는 경우가 많은 반면, 증권형 크라우드펀딩은 온라인을 기반으로 다수의 일반 개인투자자들이 공동으로 투자에 참여한다는 점에서 이들과 달리 매우 개방적인 투자 방식으로 볼 수 있다. 그러나 다수의 크라우드펀딩 투자자들에 분산된 지분구조와 투자자들의 낮은 사후관리 능력은 이후 회수에 있어서 엔젤투자자나 벤처캐피탈에 비해 불리한 조건으로 작용할 가능성이 있다.

또한 크라우드펀딩 투자자들의 투자 동기는 엑셀러레이터와 인큐베이터와 마찬가지로 창업기업의 성장을 지원하고자하는 사회적인 목적이 결합되어 있는 경우가 많다. 그러나 크라우드펀딩 투자자들은 창업에 필요한 지적, 물적 자원 제공 등 경영지원 및 기업 가치 제고 활동을 적극적으로 하지 않는다는 점에서 엑셀러레이터, 인큐베이터와 다르다(아래의 <표 II-2>참조).

펀딩 플랫폼 업체 574개사 중 미국 업체가 31%, 영국업체가 12%로, 전체 플랫폼의 40% 이상이 미국과 영국에 집중되어 있다. 영국의 한 크라우드펀딩 통계(TAB data)에 따르면, 2017년 글로벌 증권형 크라우드펀딩을 통한 총 모집금액은 약 6천5만 파운드로 2013년 7천만 파운드에 비해 9배 증가하였으며, 펀딩에 성공한 캠페인 건수도 2013년 약 240건에서 2017년 약 1천건으로 4배 이상 급속한 성장세를 기록하였다(박혜진, 2018a).

- 5) 보다 엄밀하게 보면 증권형 크라우드펀딩은 모험자본 ‘공급자’가 아닌 온라인 상에서 불특정 다수를 대상으로 자금을 모집하는 새로운 자금모집 ‘방식’으로 이해되어야 하나, 이 절에서는 증권형 크라우드펀딩이 다른 모험자본 공급자들에 비해 투자대상, 투자자 특징, 전문성 등에 있어서 어떠한 차이가 있는지를 살펴보는 데 초점을 두었다. 다른 모험자본 공급자들에 관한 보다 상세한 논의는 박용린 외(2017)를 참조하기 바란다.

한편, 증권형 크라우드펀딩이 이러한 차별성을 기반으로 기존의 전통적인 모험자본 공급자들과 상호보완관계를 형성할 것으로 바라보는 시각도 존재한다(Agrawal et al., 2015). 예를 들어 엔젤투자자, 벤처캐피탈과 같은 전문투자자는 크라우드펀딩 참여를 통해 제품의 시장성, 사업성을 사전 검증할 수 있으며, 크라우드펀딩 성공을 보고 기업의 질(quality)을 추측할 수 있다. 마찬가지로 일반투자자 입장에서는 엔젤, 벤처캐피탈과 같은 전문투자자의 펀딩 참여를 프로젝트의 질에 대한 신호로서 활용할 수 있다.

<표 II-2> 다른 모험자본과 증권형 크라우드펀딩의 비교

분류	투자대상	투자자 특성		투자방식	투자 적극성	경영지원/가치제고
		전문성	투자동기			
엔젤투자자	창업 및 초기	고	금전적 수익창출	개인 또는 다른 엔젤과 폐쇄적 네트워크를 통한 직접 투자	높음	경영자문, 네트워크 제공
기업벤처캐피탈(CVC)	창업, 초기~후기	고	수익창출, 기술혁신, 전략적 목적	대기업이 직접 지분투자	높음	경영관리, 기술개발 지원
정부벤처캐피탈(GVC)	창업, 초기~후기	중	금전적 수익창출, 정책적 목적	공공자금 직접투자 또는 민간VC에 간접 출자	보통	이사회 참여, 전략적 지원
엑셀러레이터	창업, 아이디어 단계	고	금전적 수익창출, 사회적 목적	개인, 네트워크를 통한 직접 지분투자	높음	창업에 필요한 지적, 물적 지원(사무실 제공, 멘토링 등)
인큐베이터	창업, 아이디어 단계	고	대부분 비영리, 사회적 목적	-	높음	창업에 필요한 지적, 물적 지원
마이크로 VC, 슈퍼엔젤	창업 및 초기	고	금전적 수익창출	개인 또는 VC, 엔젤 등과 네트워크를 통한 직접 투자	높음	경영자문, 네트워크 제공
증권형 크라우드펀딩	창업 및 초기	저	금전적 수익창출, 사회적 목적	온라인 플랫폼 상에서 다수 개인들이 공동 지분투자	낮음	분산된 지분구조, 낮은 전문성으로 사후관리 미흡

자료: 박용린 외(2017), Block et al.(2018)의 내용을 재구성

2. 국내 증권형 클라우드펀딩 제도 개요 및 현황

가. 국내 증권형 클라우드펀딩 제도 개요

우리나라는 신생·창업기업에 대한 자금조달 활성화, 경제 성장 및 일자리 창출을 위한 새로운 투자수단으로서 2015년 7월 자본시장법 개정을 통하여 ‘온라인소액투자중개’라는 이름으로 증권형 클라우드펀딩 제도를 도입하였다. 이후 관련 인프라 구축 및 정비를 거쳐 2016년 1월 증권형 클라우드펀딩이 본격적으로 시행되었다.⁶⁾

국내 증권형 클라우드펀딩 제도의 가장 큰 특징 중 하나는 집단지성을 활용한다는 취지에 따라 ‘조건성취형’의 조건을 두고 있다는 점이다. 이는 투자자의 청약금액이 모집예정금액의 80%에 미달하는 경우 발행을 취소하고 청약증거금을 투자자에게 반환하도록 하는 규정이다.⁷⁾ 한편, 클라우드펀딩으로 발행할 수 있는 증권의 범위는 지분증권(주식), 채무증권(채권), 투자계약증권으로 한정하고 있는데 현재까지는 주식 또는 채권의 형태로만 발행이 이루어지고 있다.

국내 클라우드펀딩 시장의 주요 참여자는 발행기업, 투자자, 클라우드펀딩 플랫폼을 제공하는 온라인소액투자중개업자가 있다. 그리고 해외에는 없는 우리나라 증권형 클라우드펀딩 제도의 특징으로서 중앙기록관리기관(예탁결제원에서 담당)을 두고 있는데 중앙기록관리기관은 원활한 시

6) 자본시장법은 증권형 클라우드펀딩(온라인소액투자중개)을 ‘일정한 요건에 해당하는 자가 온라인소액투자중개업자의 인터넷 홈페이지에 증권의 발행조건과 재무상태, 사업계획서 등 게재한 사항에 관하여 온라인소액증권발행인과 투자자 간, 투자자 상호 간에 해당 인터넷 홈페이지에서 의견의 교환이 이루어질 수 있도록 한 후에 채무증권, 지분증권 또는 투자계약증권을 발행하는 방법’으로 정의하고 있다(자본시장법 시행령 제14조의4①).

7) 청약금액이 목표금액의 80~100% 사이인 경우에는 그 부족분을 조달하기 위한 세부계획을 마련하여 게재하도록 하고 있으며, 모집예정금액을 초과하여 발행하는 경우에는 변경사항에 대한 정보 게재 및 그에 상응하는 재무사항 기재서류를 보완하도록 요구하고 있다(자본시장법 제117조의10③).

장 작동과 투자자보호를 위해 발행인의 연간 총 발행한도, 투자자의 연간 투자한도, 그 외 펀딩 관련 정보 등을 관리하는 업무를 수행하고 있다.

참여자 유형별 규제와 주요 내용을 요약하면 다음과 같다. 먼저 발행 기업과 관련해서는 증권형 클라우드펀딩을 통해 증권을 발행할 수 있는 기업의 범위를 업력 7년 이하의 창업중소기업으로 제한하고 있다. 다만, 사회적기업, 벤처·기술혁신형(이노비즈 및 메인비즈) 기업은 업력이 7년을 초과하여도 클라우드펀딩을 통해 자금을 모집할 수 있도록 예외를 두고 있다.⁸⁾ 그리고 투자위험이 높은 클라우드펀딩의 특성을 감안하여 클라우드펀딩을 통한 연간 발행한도를 기업 당 7억원 이하로 제한하고 있다.⁹⁾

투자자와 관련해서는 과도한 금액을 투자하여 손실이 커지는 것을 방지하기 위하여 전문성, 위험감수능력 등에 따라 투자자 유형을 일반, 소액적격, 전문투자자등으로 구분하여 유형별 투자한도에 차등을 두고 있다(아래의 <표 II-3>을 참조). 한편, 펀딩 종료 후에는 발행된 증권을 예탁결제원에 예탁하도록 의무화하고 있으며, 발행증권 1년간 전매를 금지하고 있다. 발행증권의 전매를 금지하는 이유는 창업기업에 대한 장기 투자를 장려하기 위한 목적 이외에도 발행 기업에 대한 정보가 부족한 2차 투자자에 대한 피해를 방지하기 위함이다.¹⁰⁾

마지막으로 온라인중개업자와 관련해서는 발행회사와 투자자 사이에서 단순히 클라우드펀딩을 중개하는 역할만 하도록 영업범위를 제한하고 있다. 불공정거래를 방지하기 위하여 중개업자 자신이 중개하는 증권의 취

8) 그러나 신생·창업기업 지원의 기본 취지를 반영하여 금융·보험, 부동산, 무도장, 도박, 숙박 및 음식점 등 특정 사행성 업종에 대해서는 업력을 불문하고 증권형 클라우드펀딩을 통해 자금을 모집할 수 없도록 제한하고 있다.

9) 클라우드펀딩을 통한 모집금액과 과거 1년간 발행한 금액(증권신고서를 제출하고 발행한 금액+소액공모 금액+클라우드펀딩 금액)을 모두 합산한 금액이 7억원 이하여야 한다.

10) 다만, 전문투자자, 발행인 등 프로젝트 관련 정보를 충분히 취득하고 있다고 판단되는 자에 대한 매도나 KSM에 등록된 기업의 발행증권을 KSM에서 매매하는 것은 발행 후 1년 이내라도 예외적으로 허용하고 있다. 그러나 이 경우에도 발행인 및 대주주의 보유지분을 매도하는 것은 여전히 금지되어 있는데 이는 투자 이후 발행인의 도덕적해이를 방지하기 위한 목적이 있다.

득, 청약을 주선 또는 대리하는 행위, 투자자의 판단에 영향을 미칠 수 있는 투자 자문이나 발행인의 경영에 관한 자문 등을 하지 못하도록 규제하고 있다. 다만 일반적인 투자 중개업자에 비해 영업범위가 협소하고 투자자의 재산을 관리하지 않는 점을 고려하여 필요한 최소 자본금을 5억원으로 낮게 설정하는 등 진입규제를 완화하여 적용하고 있다.¹¹⁾

<표 II-3> 국내 증권형 크라우드펀딩 제도의 주요 내용

구분	내용
발행기업	• 업력 7년 이하의 창업·중소기업으로 비상장법인 - (예외) 벤처기업, 기술혁신형기업, 사회적기업은 업력에 관계없이 허용 • 금융/보험업, 부동산업, 숙박/음식점업, 무도장, 골프장/스키장, 도박업 등은 제외 • 발행한도: 기업 당 연간 7억원
투자자	• 전문성, 위험감수능력에 따라 연간투자한도제한 - 일반투자자: 1,000만원(동일기업한도 500만원) - 소득적격투자자: 2,000만원(동일기업한도 1,000만원) - 전문투자자: 한도 제한 없음 • 투자자간 전매 1년간 제한(단, 발행인·대주주를 제외한 투자자의 보유지분을 전문투자자, 발행인 등에게 매도하는 것은 허용)
온라인중개업자	• 진입규제완화 - 자기자본요건 5억원, 인가제 적용 • 단순중개업무만 수행(고객재산관리, 증권취득, 투자자문 등 금지) • 대주주요건, 이해상충 방지체계 등은 투자자문업·투자일임업자 등록요건과 유사

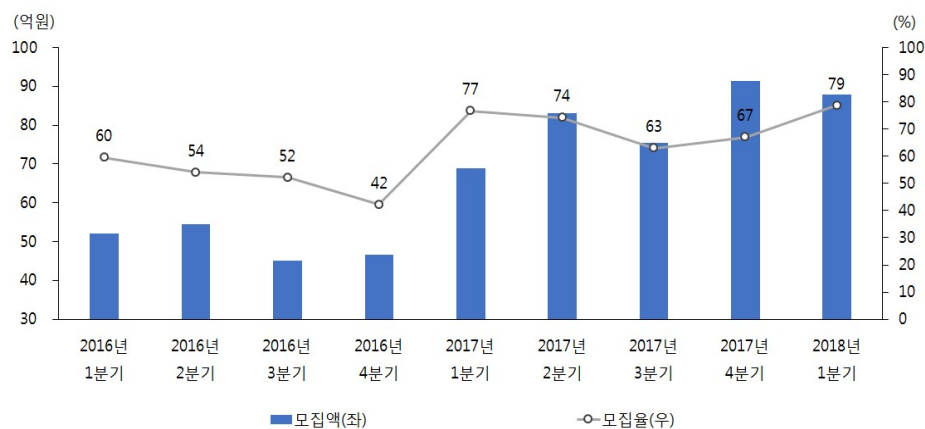
자료: 금융위원회·금융감독원(2016), 석지웅(2016) 재인용

11) 일반 투자중개업자의 경우 일반적으로 인가에 필요한 최소 자본금은 20억원 내외로 알려져 있다.

나. 국내 증권형 크라우드펀딩 운영 현황

국내 증권형 크라우드펀딩 시장은 2016년 1월 제도 도입 이후 현재까지 꾸준한 성장세를 보이고 있다.¹²⁾ 2018년 1사분기 기준 현재까지 총 모집액은 604.5억원, 캠페인 수는 602건, 투자자 수는 33,532명으로 집계되었다. 모집율¹³⁾은 2017년을 기점으로 급속히 증가하여 약 70%을 달성하고 있다. 분기별 신규 캠페인 수를 보면, 약 70건의 신규 캠페인이 시도되고 있는 것으로 나타난다. 펀딩 성공률은 최근으로 올수록 더 높아지는 경향이 있으며, 2018년 1분기에는 조사기간 중 가장 높은 74%의 성공률을 기록하였다.

<그림 II-2> 국내 증권형 크라우드펀딩 모집액 및 모집율 추이

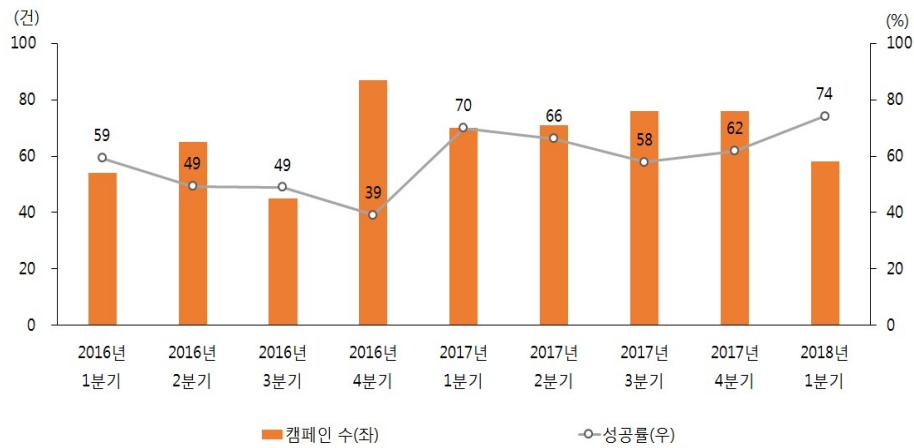


자료: 예탁결제원 크라우드넷

12) 국내 증권형 크라우드펀딩 시장 현황에 관한 내용은 본고의 실증분석에 사용된 데이터를 활용하여 작성되었다.

13) 모집율은 펀딩 목표 금액 대비 실제 모집 금액의 비율을 의미한다.

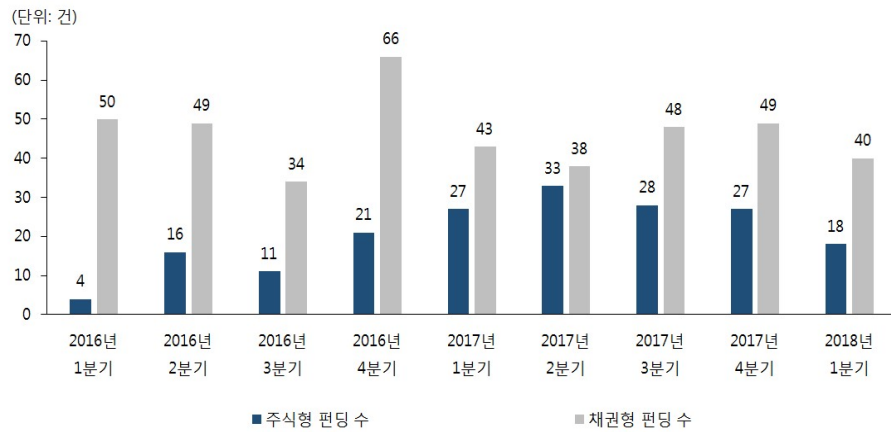
<그림 II-3> 캠페인 수 및 성공률 추이



자료: 예탁결제원 크라우드넷

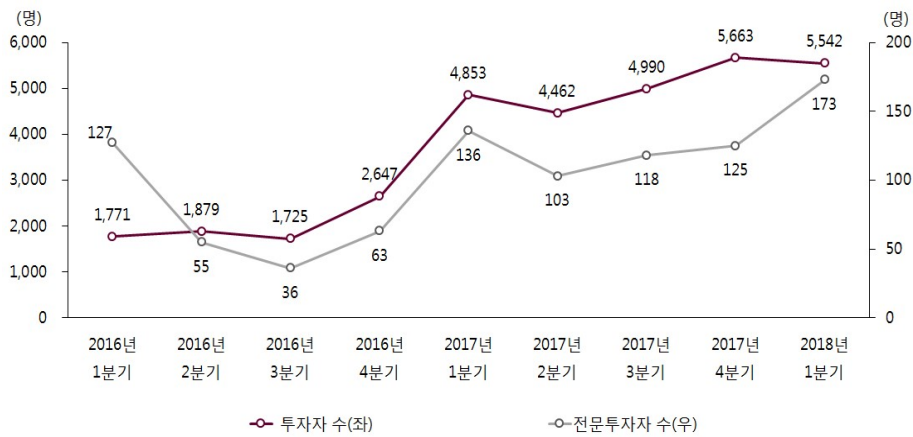
발행증권 유형을 살펴보면, 현재까지 주식형이 총 185건(모집액 188억원), 채권형이 417건(모집액 416억원)으로 채권형이 전체의 70%(펀딩건수 기준)를 차지하고 있다. 분기별 신규 투자자 수 추이를 보면, 제도 도입 이후 현재까지 꾸준히 증가하는 추세를 보이고 있다. 최근에는 전문 투자자 수가 큰 폭으로 증가하였는데, 여전히 투자자의 90%가 일반투자자인 것으로 확인되고 있다.

<그림 II-4> 발행증권형태별 펀딩 현황



자료: 예탁결제원 클라우드넷

<그림 II-5> 투자자 현황



자료: 예탁결제원 클라우드넷

크라우드펀딩을 시도한 기업의 대부분은 기술중심의 소규모 창업초기 기업으로 확인되었다. 발행기업의 업종은 IT·영상과 제조업이 모집액 기준 전체의 70%, 캠페인 수 기준 전체의 80%를 차지하고 있으며, 모집규모에 있어서도 1억원 미만이 39%, 1억원 이상 ~ 2억원 미만이 31%로 2억원 미만의 소규모 펀딩이 전체의 70%를 차지하고 있다. 또한 발행기업의 60%는 업력 3년 이내 기업인 것으로 나타났다. 이를 통해 볼 때 증권형 크라우드펀딩이 소규모 창업·초기기업 지원이라는 당초 도입 취지에 일정 부분 부합하고 있는 것으로 판단된다.

<표 II-4> 업종별 모집 현황

업종	캠페인 수	비율 (캠페인 수 기준)	모집액 (억원)	비율 (모집액 기준)
IT·영상	233	39%	250.3	41%
제조	186	31%	174.9	29%
도소매	59	10%	63.8	11%
기타	38	6%	33.4	6%
전문기술	32	5%	25.4	4%
예술·여가	20	3%	14.4	2%
교육	16	3%	12.4	2%
농수산	11	2%	18.2	3%
금융	7	1%	12.2	2%

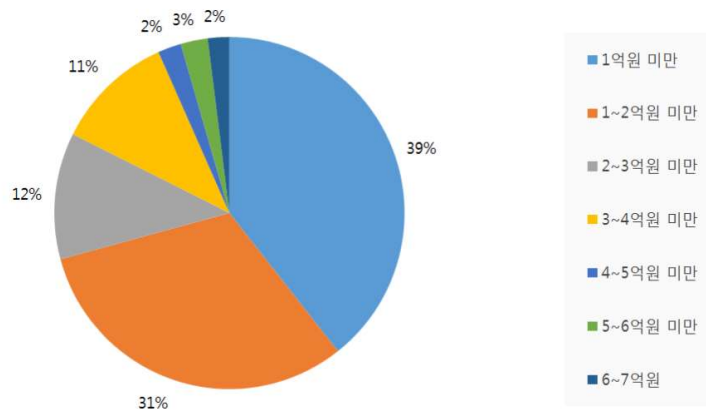
자료: 예탁결제원 크라우드넷

<표 II-5> 업력별 모집 현황

업력	모집액 (억원)	캠페인 수	비율 (캠페인 수 기준)	성공 캠페인 수	성공률
1년 미만	118.5	104	17%	63	61%
1~2년	80.1	115	19%	62	54%
2~3년	118.7	116	19%	68	59%
3~4년	100.8	79	13%	49	62%
4~5년	59.1	65	11%	39	60%
5~6년	34.8	41	7%	19	46%
6~7년	22.5	24	4%	12	50%
7~8년	28.4	23	4%	14	61%
8년 이상	41.8	35	6%	24	69%
합계	604.8	602	100%	350	58%

자료: 예탁결제원 크라우드넷

<그림 II-6> 모집규모별 발행 현황



자료: 예탁결제원 크라우드넷

3. 크라우드펀딩 참여자 유형별 주요특징

이 절에서는 크라우드펀딩의 주요 참여자인 발행기업, 투자자, 온라인 플랫폼에서 발행기업과 투자자를 연결해주는 온라인 플랫폼 중개업자의 주요 특징에 대하여 살펴본다.¹⁴⁾

가. 발행기업의 특징

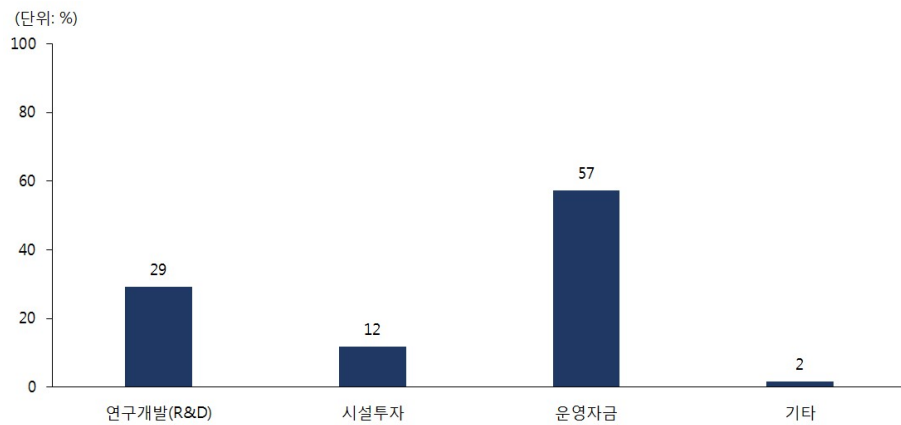
증권형 크라우드펀딩의 주요 자금수요자는 소규모 스타트업 기업들이다. Collins(2012)에 따르면 증권형 크라우드펀딩에 적합한 기업의 요건으로서 다음과 같은 점들을 언급하고 있다. 첫째, 복잡한 기술이나 지적재산권 등에 기반을 둔 하이테크 기업보다는 소비자를 직접 상대하는 업종이 크라우드펀딩에 보다 적합하다. 하이테크 기업의 경우 크라우드펀딩의 주요 자금공급자인 일반투자자들이 사업 내용을 충분히 이해하지 못할 위험이 있기 때문이다. 한편, 소비자를 직접 상대하는 업종의 경우 크라우드펀딩을 통하여 시장에 대한 홍보효과와 잠재 소비자 기반 확대 등의 부수적인 효과를 거둘 수 있기 때문에 크라우드펀딩에 적합할 가능성이 높다. 둘째, 창업초기에 자본집약적 전략이 필요하거나 전문투자자의 투자 관리가 요구되는 기업, 또는 사업 아이디어나 재무정보 등의 공개로 인해 아이디어 유출, 복제 등의 위험이 있는 기업은 크라우드펀딩이 적합하지 않을 가능성이 높다. 셋째, 금전적 수익과 더불어 사회적 가치를 창출할 수 있는 기업은 기대 투자 수익이 낮은 경우에도 투자자들이 비금전적인 동기로 펀딩에 참여할 인센티브가 있기 때문에 이러한 기업은 크라우드펀딩에 적합할 가능성이 높다. 마지막으로, 크라우드펀딩을 시도하는 기업은

14) 이외에도 시장의 원활한 작동 및 투자자보호 등의 역할을 수행하는 유관기관들이 존재한다. 우리나라의 경우 예탁결제원에서 발행인의 연간 총발행한도, 투자자의 연간 투자한도, 기타 발행정보 등을 관리하는 중앙기록관리업무를 수행하고 있으며, 증권사, 은행 등에서 청약증거금의 예치 및 관리 업무를 수행하고 있다.

펀딩 성공을 위한 성공적인 비즈니스 모델을 갖추는 동시에 보다 장기적인 관점에서 펀딩 성공 이후 사업을 지속해 나가기 위한 추가 자금조달 능력을 확보할 필요가 있다.

이와 관련하여 예탁결제원에서 2016년부터 2017년 12월까지 증권형 크라우드펀딩을 통해 자금을 조달한 경험이 있는 기업 231개사(응답기업 182개사)를 대상으로 펀딩 참여 동기 및 펀딩 성공 이후 성과를 조사한 결과를 살펴보면 다음과 같다. 먼저, 크라우드펀딩을 시도한 목적은 운영자금(마케팅, 인건비, 경비 등) 확보로 응답한 경우가 57%로 가장 많았으며, 이 외에도 연구개발(R&D)비 29%, 시설투자비 12% 등으로 나타났다. 그리고 자금조달 수단으로 크라우드펀딩을 선택한 이유로는 펀딩을 통한 제품 및 회사의 홍보 효과로 응답한 경우가 50%로 가장 많았으며, 기관 투자자 이외의 투자자 다변화 21%, 편리하고 간편한 절차 12% 등으로 응답한 경우도 상당수 관찰되었다.

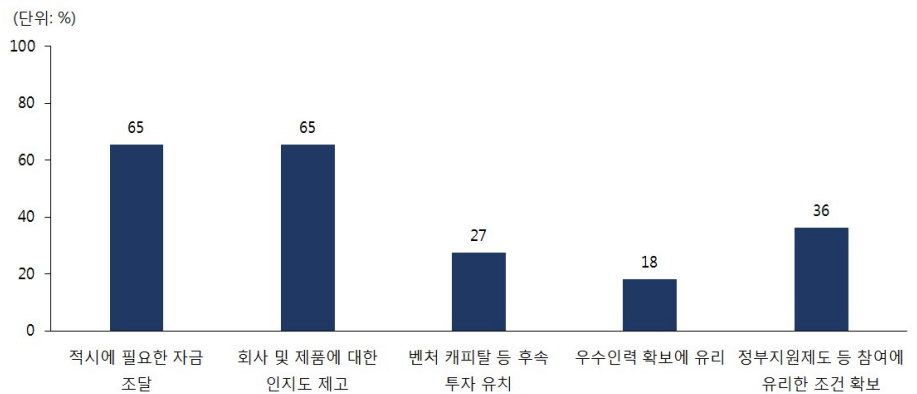
<그림 II-7> 크라우드펀딩 진행 동기



자료: 예탁결제원

클라우드펀딩 성공이 기업에 미친 효과에 대해서는 적시에 필요한 자금조달, 회사 및 제품에 대한 인지도 제고에 긍정적인 효과가 있었다는 의견이 전체 응답기업 중 65%로 나타났으며, 이후 정부지원제도 등의 참여에 있어서 유리한 조건 확보에 있어서도 ‘없음’ 또는 ‘전혀없음’으로 응답한 의견(27%)보다 ‘높음’ 또는 ‘매우높음’으로 응답한 의견(36%)이 더 많은 것으로 나타났다. 반면, 벤처캐피탈 등의 전문투자자로부터 후속 투자 유치에 있어서는 부정적인 의견(30%)이 긍정적인 의견(27%)보다 근소한 차이로 좀 더 많았으며, 우수인력 확보에 있어서는 부정적인 의견(37%)이 긍정적인 의견(18%)보다 많았다.

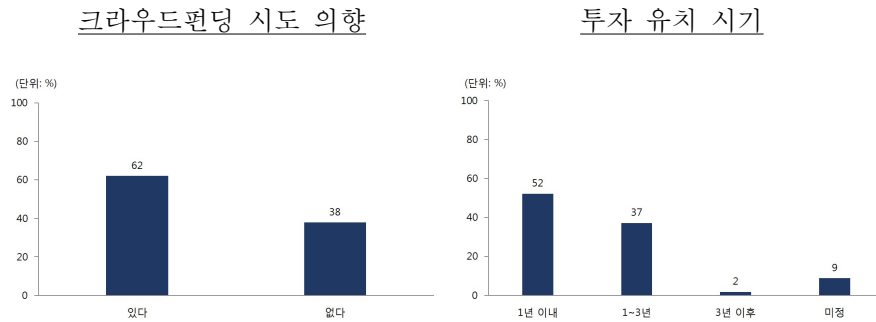
<그림 II-8> 클라우드펀딩 성공의 효과



주: 각 항목의 비율(%)은 전체 응답기업 수(182개사) 중 ‘매우높음’ 또는 ‘높음’으로 응답한 경우가 차지하는 비중을 의미

또한 응답기업의 62%가 향후 다시 클라우드펀딩을 시도할 계획이 있는 것으로 답하였는데, 이 중 50% 이상이 추가 펀딩 시도 시기를 향후 1년 이내로 계획하고 있는 것으로 조사되었다. 현재까지의 결과를 종합하면, 클라우드펀딩은 발행 기업의 요구 및 기대에 대체로 부합하고 있는 것으로 판단된다.

<그림 II-9> 향후 크라우드펀딩을 통한 투자 유치 계획

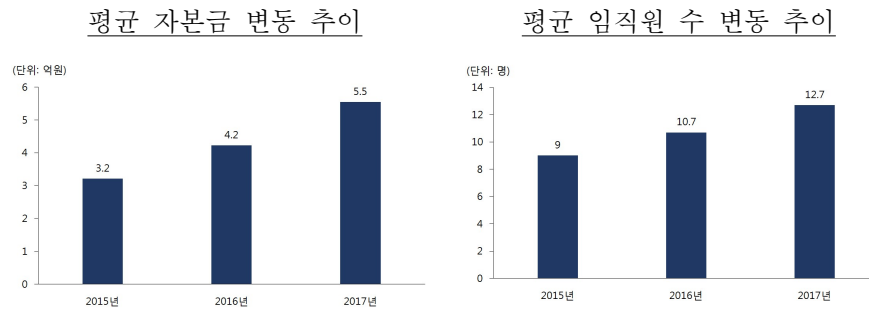


한편 크라우드펀딩 성공이 기업의 경영성과 개선에 어떠한 영향을 미쳤는지 조사한 결과¹⁵⁾ 크라우드펀딩 성공 이후 자본금, 고용, 후속 투자 유치에 있어서 긍정적인 결과가 관찰되었다. 크라우드펀딩 성공 기업의 2015년부터 2017년까지 연 평균 자본금 변동 추이를 보면, 2015년 3억 2,080만원, 2016년 4억 2,230만원, 2017년 5억 5,420만원으로 꾸준히 증가하고 있는 것으로 나타났다. 마찬가지로 고용에 있어서도 펀딩 성공 기업의 평균 임직원 수는 2015년 9명, 2016년 10.7명, 2017년 12.7명으로 꾸준히 증가하는 추세이다. 또한 펀딩 성공 기업 중 28%에서 펀딩 이후 후속 투자 유치가 발생한 것으로 응답하였고, 투자 유치 금액은 평균 7억원 수준이며 최소 772만원부터 최대 46억 8,720만원까지 다양하게 분포되어 있었다. 이러한 결과를 종합하면, 비록 크라우드펀딩이 시행 초기인 만큼 현재까지 기업 인수 및 합병 등의 투자 회수 성과가 많이 나타나고 있지는 않지만¹⁶⁾ 크라우드펀딩을 통한 투자 유치가 기업의 경영성과 개선에 일정부분 기여하고 있는 것으로 판단된다.

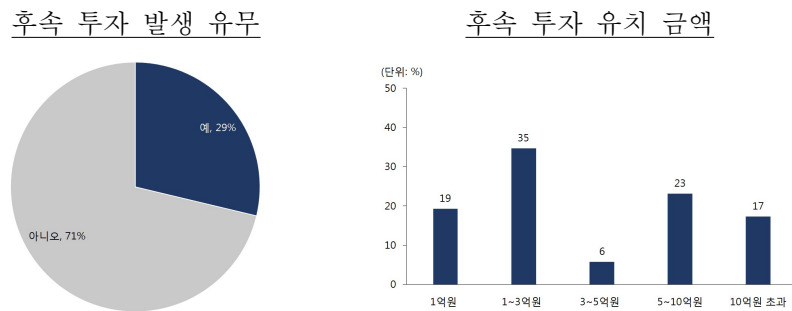
15) 펀딩 성공은 목표 펀딩금액의 80% 이상 자금이 모집된 경우를 의미한다.

16) 설문조사 응답기업 182개사 중 크라우드펀딩 성공 후 기업 인수 또는 합병이 발생하였다고 응답한 경우는 2.7%(5개사)로 조사되었다.

<그림 II-10> 펀딩 성공 기업의 평균 자본금 및 임직원 수 추이



<그림 II-11> 펀딩 성공 이후 투자 유치 실적



나. 투자자의 특징

증권형 크라우드펀딩 투자자는 금전적 보상(지분 확보, 배당금, 원금 및 이자 수취 등) 뿐만 아니라, 다른 비투자형 크라우드펀딩 참여자들과 마찬가지로 창의적 아이디어에 대한 순수한 후원, 기부, 사회적 기여 등의 비금전적인 목적으로 펀딩에 참여하는 경우가 많은 것으로 알려져 있다. 투자자의 전문성 측면에서는 증권형 크라우드펀딩에 참여하는 투자자의 대다수는 정보접근성, 기업에 대한 실사능력, 손실감내능력 등이 부족한

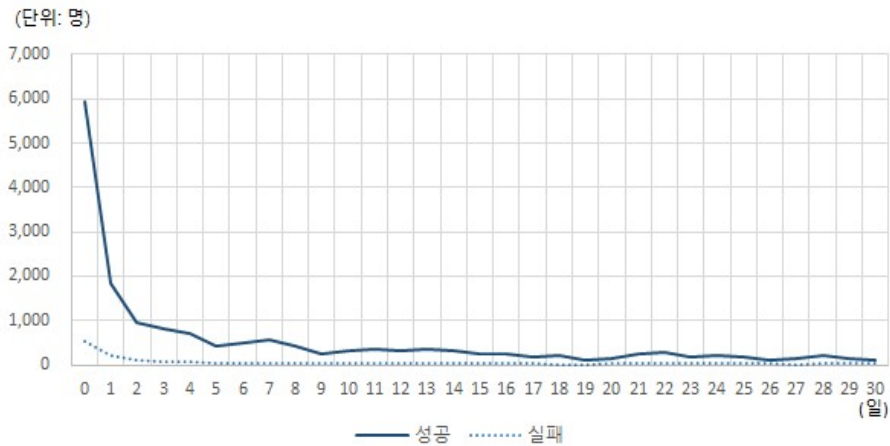
소액 일반투자자인 경우가 많다. 이는 증권형 크라우드펀딩 투자자들은 투자 이전 기업의 잠재가치를 평가하는 실사(due diligence)와 같은 사전 조사를 수행하기 어렵다는 것을 의미하고, 결과적으로 기업과 투자자 간 정보비대칭이 심화될 가능성이 있다.

한편, 이러한 기업과 투자자 간 정보비대칭은 다수의 투자자들이 소액의 자금을 모아 투자하는 크라우드펀딩 방식을 통해 부분적으로 완화할 수 있다. 다수의 개인이 가진 정보와 의견을 모아 집단지성(the wisdom of crowds)을 형성하고 이를 바탕으로 투자 적격 대상을 가려낼 수 있을 뿐 아니라, 추가적으로 소액의 자금을 투자하기 때문에 손실에 따른 위험을 줄일 수 있는 부수적인 효과도 거둘 수 있다.

그러나 여기서 한 가지 문제는, 이러한 집단지성의 논리가 현실적으로 발생되기 위한 전제가 성립하는지의 여부이다. 집단지성은 모든 개인이 독립적으로 자신이 보유한 정보를 바탕으로 합리적인 투자 의사 결정을 내린다는 전제에서 성립될 수 있다. 그러나 증권형 크라우드펀딩과 같이 모든 투자자들의 투자 시점과 금액이 실시간으로 공개되는 상황에서는 이러한 전제가 현실적으로 성립되기 어려운 측면이 있다. 특히, 투자자 개인이 보유한 정보가 불완전한 경우, 개별 투자자는 이전 투자자의 행태를 관찰함으로써 다른 투자자들이 가진 정보를 추정하고자 하는 인센티브가 더욱 커지기 때문에 투자자들이 독립적인 의사결정을 내리기 어렵게 된다. 극단적인 경우, 후속 투자자들이 자신이 기존에 보유하고 있던 정보에 바탕을 두지 않고, 이전 투자자들의 행태를 그대로 답습해 투자 의사 결정을 내리는 정보 캐스케이드(information cascade) 현상, 즉, 투자자 쏠림 현상이 나타날 수 있다.

이에 관한 사례로 국내의 한 증권형 크라우드펀딩 플랫폼에서 2016년부터 2018년 3월까지 시행된 캠페인 220건의 자료를 분석한 결과, 펀딩 초기 시점에 투자자들이 집중되는 현상이 유의하게 관찰되었다. 특히, 성공 캠페인에서의 초반 투자자 쏠림이 실패 캠페인에 비해 월등히 높은 것으로 나타났는데, 이는 펀딩 초반의 자금 모집 성과가 최종적인 펀딩 성공 여부의 주요한 결정 요인으로 작용하고 있음을 시사한다.

<그림 II-12> 펀딩 시점별 평균 투자자 수



<표 II-6> 성공, 실패 초기 투자자 수 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 모집되었다면¹⁷⁾ 투자자의 관점에서는 보다 짧은 시간 동안 같은 금액을 모은 캠페

인 A가 캠페인 B보다 더 좋은 프로젝트일 것으로 추정할 수 있다. 즉, 잠재 투자자는 현재까지의 모집액 규모뿐만 아니라 펀딩 개시부터 현재까지의 시간 모두 투자자의 결정에 있어서 중요한 변수로 고려하는 것이다. 다른 한편, 프로젝트에 대해 사전적으로 긍정적인 정보를 보유하고 있는 투자자는 자신의 투자 행위가 이후 잠재 투자자들에게 미칠 영향을 인지하고 펀딩 초기에 더 적극적으로 투자를 할 인센티브가 발생하고, 이는 다시 펀딩 초기 투자자 풀림을 강화할 수 있다.

<표 II-7>은 선·후 투자 간 상관관계를 펀딩 시점별로 비교한 것이다. 분석 결과, 펀딩 개시후 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 잠재 투자자들이 투자 결정에 있어서 이전 투자자 수뿐만 아니라 펀딩 개시후 현재까지의 시간도 주요한 변수로 고려하고 있음을 시사한다.

<표 II-7> 투자 시점별 선·후 투자자 수 및 투자액 간 상관관계

구분	후속 투자자 수			후속 투자액		
	펀딩 개시 후 5일~	펀딩 개시 후 10일~	펀딩 개시 후 15일~	펀딩 개시 후 5일~	펀딩 개시 후 10일~	펀딩 개시 후 15일~
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: ‘펀딩 개시 후 N일~’은 펀딩 개시 N일 후부터 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

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

다. 플랫폼 중개업자의 특징

마지막으로, 증권형 클라우드펀딩의 주요 참여자로서 클라우드펀딩 플랫폼 제공업체가 있다. 우리나라 자본시장법에 따르면 플랫폼은 증권 발행인과 투자자 간 증권의 모집 또는 사모에 관해 중개하는 역할을 수행하는 온라인소액투자중개업자(이하, 온라인중개업자)로 정의되고 있다. 그러나 실제 이러한 온라인중개업자는 단순히 클라우드펀딩을 중개하는 역할 뿐만 아니라 펀딩 이전 프로젝트의 수익성, 성장성, 상환 가능성 등을 고려하여 펀딩 개시여부를 결정하는 프로젝트에 대한 사전 검증, 발행회사와 투자자들에게 클라우드펀딩 관련 정보 제공, 프로젝트 홍보 등 다양한 역할을 수행한다.

한편, 미국과 우리나라를 비롯한 많은 국가들에서는 투자자보호를 목적으로 온라인중개업자의 영업행위를 일정 부분 제한하고 있다. 온라인중개업자는 자신이 중개하는 클라우드펀딩 증권을 취득하거나, 증권의 발행 또는 그 청약을 주선, 대리하는 행위를 해서는 안되며, 투자 또는 경영에 관한 자문을 할 수 없도록 하고 있다. 투자자가 청약의 내용, 투자에 따르는 위험, 발행조건, 발행인의 재무상태, 사업계획서의 내용을 충분히 확인하였는지 여부를 확인하기 전에는 청약 의사 표시를 받는 것을 금지하고 있으며, 투자자의 청약금은 온라인중개업자가 아닌 증권사나 은행 등 제3의 기관(우리나라의 경우, 한국증권금융)에 예치하도록 하고 있다.

국내 증권형 클라우드펀딩 플랫폼의 운영방식은 세부적인 측면에서는 업체마다 차이가 있을 수 있으나 큰 틀에서는 다음과 같은 절차를 따르게 일반적이다.¹⁸⁾

18) 우리나라의 경우 증권형 클라우드펀딩 운영에 있어서 중앙기록관리기관을 통해 발행인의 발행한도, 투자자의 투자한도, 발행증권 위탁, 정보관리 등의 업무를 총괄하도록 하고 있기 때문에 실제 클라우드펀딩 운영과정은 이와 다소 차이가 있을 수 있다. 우리나라 증권형 클라우드펀딩 세부업무절차는 다음 장에서 보다 상세히 논의하기로 한다.

① 크라우드펀딩을 통해 자금을 유치하고자 하는 기업이 프로젝트 제안서를 플랫폼에 제출하면 이를 바탕으로 플랫폼에서는 프로젝트의 적절성, 회수 가능성 등을 평가하여 프로젝트 진행 여부를 결정한다. 일반적으로 국내 플랫폼 업체들은 발행증권의 형태에 따라 심사 기준을 다르게 적용하고 있는데, 주식으로 발행할 경우에는 향후 기업공개, 인수 및 합병을 통한 투자 회수 계획을 가지고 있는지, 아직 수익이 발생하지는 않았더라도 높은 성장성을 가지고 있는지를 중심으로 심사가 이뤄지고, 채권으로 발행할 경우에는 만기 시 차입금 및 투자금 상환 가능성을 중심으로 심사가 이뤄지는 것으로 알려져 있다.

② 플랫폼의 심사를 통과한 경우, 기업은 잠재 투자자에게 판단의 근거가 될 수 있는 사업 관련 정보를 제공하고 이와 함께 목표 펀딩금액, 모집기간(펀딩 마감일), 최소청약금액 등을 결정한다. 기업의 투자설명서에는 일반적으로 기업소개, 사업내용, 투자자에게 제공되는 혜택, 수익모델, 시장분석, 향후 사업추진계획, 발행증권에 대한 사항 등이 담겨있다. 이 때, 플랫폼은 기업으로부터 받은 정보를 중앙기록관리기관(예탁결제원)에 제공하고 중앙기록관리기관에서 발행인의 발행한도를 확인 후 이를 플랫폼 업체에 통지하는 역할을 한다. 일부 플랫폼 업체에서는 심사 승인이 완료된 프로젝트의 기본 정보와 사업 내용을 실제 펀딩 시작 1~2주 전에 웹사이트에 게재하고 홍보하는 경우도 있다.¹⁹⁾

③ 실제 크라우드펀딩이 진행되면 기업은 정해진 기간 내 목표금액을 모집하기 위해 지속적으로 프로젝트 진행 상황을 업데이트하고 피드백을 주고 받는 등 투자자 확보를 위해 노력한다. 투자자의 청약주문이 들어올 때마다 플랫폼은 투자자 정보와 청약주문 내용을 중앙기록관리기관에 전달하고, 중앙기록관리기관은 투자자의 투자한도를 확인하여 투자 가능 여부를 플랫폼에 알려준다. 남은 투자 한도보다 더 많은 금액을 투자하려는

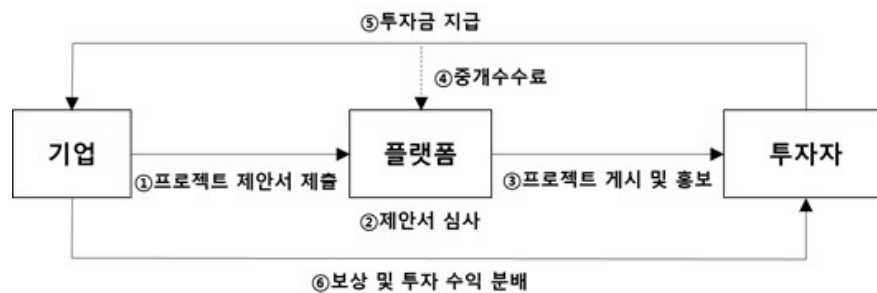
19) 일레로 와디즈에서는 발행기업에게 부가서비스 수수료(펀딩금액의 약 3%)를 받고 펀딩 개시 1~2주 전 홍보해주는 ‘오픈예정’ 프로젝트 서비스를 제공하고 있으며, 이 외에도 영상컨텐츠 기획 및 제작 지원, 투자 관심대상에 대한 타겟 광고 등이 포함된 마케팅 패키지와 같은 부수적인 서비스를 추가 수수료를 받고 제공하고 있다.

경우나 선착순 마감인 경우에는 투자가 불가능하다. 투자가 확정되면 투자자의 청약증거금은 펀딩 종료 시 까지 한국증권금융에 예치된다.

④ 펀딩이 종료되면 플랫폼은 펀딩 결과와 증권 발행 내역을 중앙기록 관리기관에 통지한다. 펀딩이 성공한 경우(목표금액의 80% 이상 자금이 모집되었을 경우) 한국증권금융에 예치되어있던 청약증거금은 발행기업의 계좌에 송금되며, 발행기업은 중개수수료를 플랫폼 업체에 납부한다. 일반적으로 증권형 크라우드펀딩의 중개 수수료는 증권 발행금액의 6% 내외 수준으로 알려져있다. 그러나 펀딩이 실패하면 그동안의 청약증거금은 모두 프로젝트 종료 다음 영업일에 투자자의 계좌로 입금된다.

⑤ 마지막은 펀딩 이후 실제 투자가 이뤄지는 단계로 기업과 투자자들 간 지속적인 교류 및 관계 형성, 기업의 지속적인 성장을 위한 노력이 요구된다. 우리나라는 크라우드펀딩 성공 기업의 성장을 지원하기 위한 정책으로 크라우드펀딩 성공 기업에게 한국거래소 내 스타트업 주식 거래시장인 KSM(KRX Startup Market)에 등록하여 주식을 거래할 수 있도록 하고 있으며, 또한 일정 요건을 만족하는 크라우드펀딩 성공 기업에 대해서는 코넥스에 직상장이 가능하도록 하는 상장특례제도를 두고 있다.

<그림 II-13> 증권형 크라우드펀딩의 일반적인 진행 절차



자료: 예탁결제원 크라우드넷 웹사이트 내용을 재구성

현재(2018년 3월 조사 당시 기준) 우리나라에서 증권형 크라우드펀딩 플랫폼을 운영 중인 중개업체는 와디즈, 오픈트레이드, IBK투자증권, 크라우디, KTB투자증권 등을 비롯한 15개 업체가 있다. 현재까지 모집된 금액을 기준으로 보면, 와디즈가 가장 많은 비율을 차지하고 있으며, 그 다음으로 오픈트레이드, IBK투자증권, 크라우디, KTB투자증권, 코리아에셋투자증권 등의 순을 이루고 있다(이하 <표 II-8>을 참조). 이 중에서 와디즈, 오마이컴퍼니, 크라우디, 오픈트레이드, IBK투자증권의 5개 플랫폼을 중심으로 각 플랫폼의 특성을 간략하게 비교하여 보았다. 이 중 IBK투자증권을 제외한 나머지 플랫폼 업체들은 투자형(주식, 채권)과 리워드형(기부, 후원형)을 함께 운영하는 것으로 조사되었다. 리워드형의 경우, 투자형과 달리 자금 모집 방식은 AON(All or Nothing, 목표액의 100% 이상 도달한 경우에만 성공으로 인정)과 KIA(Keep It All, 목표액과 상관없이 펀딩 기간 동안 모은 모든 금액을 기업이 가져가는 방식)의 두 가지 방식 중 기업이 선택할 수 있도록 하고 있었으며, 이 경우 중개수수료는 KIA 방식이 AON 방식보다 더 높게 부과되는 경우가 일반적이었다. 그리고 업체의 대부분이 기본 중개 서비스 외에 펀딩 개시 전 사전 홍보, 모의 펀딩 대회, 발행기업과 전문투자자 연계 서비스 등의 부가서비스를 제공하고 있었다(관련 세부 내용은 이하 <표 II-9>를 참조).

<표 II-8> 국내 증권형 크라우드펀딩 플랫폼 현황 (2016.1~2018.3)

	모집액 (억원)	투자자 수 (명)	캠페인 수 (건)	서비스개시일
와디즈	301.4	26,060	251	2016.01.25
오픈트레이드	66.0	1,477	91	2016.01.25
IBK투자증권	61.4	1,754	39	2016.03.17
크라우디	44.6	1,102	24	2016.06.15
KTB투자증권	26.5	512	14	2016.07.07
코리아에셋투자증권	22.4	596	48	2016.03.17
오마이컴퍼니	16.4	597	46	2016.03.17
이안로드	15.9	276	7	2016.12.20
유진투자증권	15.4	184	18	2016.06.15
키움증권	11.4	189	8	2016.06.15
유캔스타트	7.9	22	8	2016.01.25
인크	7.7	310	24	2016.01.25
펀딩포유	4.2	182	14	2016.07.28
신화웰스펀딩	1.9	67	4	2016.02.04
우리종합금융	1.7	204	6	2016.09.29
합계	604.8	33,532	602	

자료: 예탁결제원

<표 II-9> 국내 주요 증권형 크라우드펀딩 플랫폼 업체별 특성 비교

	와디즈		오마이컴퍼니		크라우드	오픈트레이드	IBK투자증권
펀딩 유형	투자형(주식,채권), 리워드형		투자형(주식, 채권), 리워드형		투자형(주식, 채권), 리워드형	투자형(주식, 채권), 리워드형	투자형
자금 모집 방식	투자형	목표 금액의 80% 이상 모집 시 펀딩 성공, 청약 순서에 따라 선착순 배정	좌동		좌동	좌동	좌동
	후원형	AON 방식	AON 또는 KIA 방식		AON 또는 KIA 방식	KIA 방식	-
수수료 체계	투자형	기본수수료 6%, 카드결제대행수수료 2.4% 및 펀딩 성공 시 성공수수료 추가	투자형	펀딩 성공 시 성공수수료(비공개), 펀딩 개시 전 사실 확인 수수료, 온라인등록비 선납	투자형	펀딩 성공 시 성공수수료(비공개)	비공개
	후원형	기본수수료 2%, 카드 결제 대행 수수료 2.4% (단, 펀딩 실패 시 수수료가 발생하지 않음)	후원형	AON 방식인 경우 모집금액의 5%, KIA 방식인 경우 모집금액의 7%, 결제수수료(신용카드 결제의 경우 약 3.2%)	후원형	AON 방식인 경우 모집금액의 5%, KIA 방식인 경우 모집금액의 10%, 결제수수료(신용카드 결제의 경우 약 3.3%)	
주요 성공 사례	모헤닉게라지스(교통/차량), 아이언미트(푸드), 씨플래닛(생활가전), 다이닝코드(라이프스타일), 핀텔(데이터/솔루션), 인진(환경/에너지), 세븐비어(푸드), 오췌인(의료/바이오) 등		두리함께(여행, 사회적기업), 맘이랜서(사회이슈), 세진플러스(지역재생), 녹색친구들(공간/리빙), 경기도SIB해봄프로젝트(사회이슈) 등		제주맥주(식품), 로보프린트(기술), 펫팬츠(서비스), 페인트팝(제조), 테일러콘텐츠(영상기술), 삼십구도씨(어플리케이션) 등		에스와이제이(유통), 원더풀플랫폼(첨단기술, 빅데이터), 아보네(조명기기), 에이치엔씨지컬(의료기기) 등

<표 II-9> 국내 주요 증권형 크라우드펀딩 플랫폼 업체별 특성 비교 (계속)

	와디즈	오마이컴퍼니	크라우드	오픈트레이드	IBK투자증권
부가 서비스	오픈예정 서비스(부가 서비스 수수료 3% 납부), 프로젝트 진행 상황 분석 서비스인 '데이터 플러스'(수수료 2% 납부), 발행기업과 투자자 연결 서비스인 '와디즈 커넥터' 제공	한국사회적기업진흥원과 연계하여 사회적기업 특화 증권형 크라우드펀딩 지원(2018년도 상반기)	프로젝트 사전 공개 서비스, 펀딩 성공 기업에게 R&D 및 엔젤매칭 지원, 모의펀딩 대회 개최, 농식품 크라우드펀딩 전용관 운영	펀딩 성공 기업들의 타임라인 게재, 크라우드펀딩 콘테스트 개최, 온라인멘토링, 신티케이트 그룹 개설 및 가입 지원	증권업 관련 지식과 경험을 기반으로 크라우드펀딩 성공 기업에게 VC연계 추가 투자, M&A, 채권발행, 상장 등 성장 단계별 지원
웹 주소	www.wadiz.kr	www.ohmycompany.com	www.ycrowdy.com	www.otrade.co	www.crowd.ibks.com

주 : AON(All or Nothing)은 목표액의 100% 이상 모집된 경우에만 펀딩 성공으로 인정, KIA(Keep It All)는 목표액도 달여부와 상관없이 펀딩 기간 동안 모인 금액의 전부가 발행기업에게 지급되는 방식

자료: 각 플랫폼 업체 웹사이트

III. 투자유치 성공 및 펀딩참여 결정요인에 대한 실증분석

1. 연구목적 및 질문
2. 선행연구
3. 분석자료 및 분석방법
4. 분석결과

III. 투자유치 성공 및 펀딩참여 결정요인에 대한 실증분석

1. 연구목적 및 질문

이 절에서는 2016년부터 2018년 3월까지 국내에서 시행된 증권형 크라우드펀딩 캠페인의 자료를 바탕으로 크라우드펀딩의 성공 요인에 대한 실증분석을 수행하였다. 대체로 크라우드펀딩의 투자자는 투자에 대한 지식이 부족한 소액 일반투자자들이기 때문에 다른 스타트업 투자에서와 마찬가지로 투자자와 기업 간 정보비대칭이 상존할 가능성이 높은 것으로 알려져 있다. 또한 증권형 크라우드펀딩의 피투자기업은 다른 모험자본 투자에 비해 더 영세하고, 업력도 더 짧은 경우가 많기 때문에 이러한 정보비대칭의 정도가 더욱 클 수 있다. 정보비대칭이 심화될 경우, 역선택을 우려한 투자자들이 크라우드펀딩 투자를 외면하고 장기적으로는 크라우드펀딩 시장의 주요 자금원이 줄어드는 결과를 초래할 수 있다(Brealey et al., 1977).

많은 국내외 연구는 정보비대칭을 극복하기 위한 하나의 방안으로 신호(signals)를 활용하는 것을 고려하고 있다. 기업이 투자자에게 자신의 감추어진(unobservable) 특성에 대한 신호(signal)를 보내서 투자자가 이를 보고 기업의 질을 판단할 수 있도록 도와주는 것이다. 그런데, 모든 신호가 정보비대칭을 완화할 수 있는 것은 아니다. Connelly & Ireland (2011)에 따르면 어떤 신호가 투자자의 의사 결정에 영향을 미칠 수 있기 위해서는 관측가능성(observability)과 신호비용(signal cost)의 두 가지 조건을 충족해야 한다고 주장한다. 즉, 신호는 투자자에게 쉽게 관측될 수 있어야 하고, 이러한 신호를 생산하는 비용은 거짓된 신호가 만들어질 수 없도록 충분히 높게 설정되어야 한다.

이러한 정보비대칭 관점에서 본 연구의 실증분석은 어떠한 변수가 펀딩 성공에 영향을 미치는지, 그리고 어떠한 경우에 일반투자자들이 더 많이 펀딩에 참여하는지를 검증하고자 한다. 즉, 펀딩 기업 특성, 펀딩 진행과정의 특성, 기타 캠페인 관련 어떠한 정보가 펀딩 결과 및 일반투자자의 펀딩 참여에 영향을 미치는지를 분석하고자 한다.

변수 선정에 있어서는 기존의 증권형 크라우드펀딩 관련 국내외 연구를 참고하되 입수 가능한 데이터의 범위를 감안하여 분석을 수행하였다.²⁰⁾ 설명변수 선정에 있어서는 기업의 규모, 업력, 업종, 지적재산권 등의 기업에 관한 기본 정보, 목표금액, 발행증권 형태, 펀딩기간 등의 캠페인 관련 정보, 그리고 추가적으로 업종, 플랫폼, 연도를 통제변수로 분석에 포함하였다.²¹⁾ 종속변수는 펀딩 결과로서 펀딩 성공 여부²²⁾, 모집금액, 모집율(목표금액 대비 실제 모집금액의 비율)을 활용하였으며, 일반투자자 수 및 청약금액을 활용하였다.

먼저, 모집기간에 관련해서는 기본적으로 모집기간이 길어질수록 누적투자액, 투자자 수가 증가할 것이기 때문에 펀딩 성공 확률이 높아질 것으로 예상할 수 있다. 반면, 모집기간을 길게 정하는 것이 펀딩 성공에 대한 자신감이 낮은 것으로 투자자에게 비춰질 경우, 오히려 펀딩 성공 확률을 낮추는 효과가 있을 수 있다. 목표액과 관련해서는 목표액이 높을수록 그만큼 필요한 투자자 수, 투자액도 증가하게 될 것이기 때문에 목표액이 증가할수록 펀딩 성공 확률이 낮아질 것으로 예상할 수 있다. 반면,

20) 미국의 경우 펀딩 개시 전 기업 관련 정보를 Form C에 작성하여 SEC 웹사이트에 공시하도록 하고 있으며, 우리나라에서도 펀딩 개시 전 재무제표를 포함한 기업 관련 정보를 예탁결제원 크라우드넷과 해당 펀딩 사이트에 공시하도록 하고 있다.

21) Baum & Silverman(2004)에 따르면 벤처캐피탈은 스타트업의 질(quality)을 추정하는 데 있어서 해당 기업의 인적·사회적·지적 자본을 주요 신호로 활용한다고 주장하였다. Ivanov & Knyazeva(2018)는 증권형 크라우드펀딩에서 기업의 자본금, 창업자의 재무상태, 임원 수, 업력 등 투자 대상 기업 관련 하드정보(hard information)가 주요한 신호가 될 수 있다고 보았다.

22) 우리나라에서는 정해진 모집기간 내 모집액이 목표액의 80% 이상을 달성하였을 경우 펀딩이 성공한 것으로 인정한다.

목표액이 높다는 것은 그만큼 프로젝트에 대한 자신감이 있는 것으로 투자자에게 비춰질 수 있을 것이다. 요약하면 모집기간, 목표액은 펀딩 성공 및 투자자 수에 대해 긍정적 또는 부정적인 영향을 모두 가질 수 있다. 발행증권 형태와 관련해서는 일반적으로株式이 채권보다 정보 민감도(information sensitivity)가 높은 것으로 알려져 있는데(Myers & Majluf, 1984), 투자자와 기업 간 정보비대칭이 존재할 가능성이 높은 크라우드펀딩 시장에서는 상대적으로 정보민감성이 낮은 채권형이 투자자 유치, 펀딩 성공에 있어서 증권형보다 더 유리할 것으로 예상된다. 그리고 과거 펀딩 성공 횟수, 사회적기업 여부, 벤처기업 인증 여부는 투자자들에게 기업에 대한 긍정적인 신호로서, 펀딩 성공 및 일반투자자 유치에 있어서 긍정적인 영향을 미칠 것으로 예상된다.

한편, 전문투자자의 참여는 펀딩 성공에 있어서 긍정적인 영향을 미칠 것으로 예상된다. 전문투자자는 일반투자자와 달리 투자 한도 제한이 없어서 많은 금액을 투자할 수 있고, 전문투자자의 참여가 일반투자자에게 프로젝트에 대한 긍정적인 신호로 작용해서 일반투자자의 참여를 유인할 수 있기 때문이다. 그러나 기업 당 발행 한도 제한이 존재하는 상황에서 투자 한도의 제한이 없는 전문투자자들의 참여는 자칫 일반투자자들의 펀딩 참여 기회를 줄이는 효과가 있을 수 있다. 즉, 전문투자자의 참여율이 높을수록 일반투자자 수 또는 일반투자자 청약금액은 줄어드는 결과가 나타날 수 있다.

2. 선행연구

과거의 크라우드펀딩에 관한 연구는 주로 후원형, 기부형에 관한 분석이 주를 이루었으며, 증권형 크라우드펀딩과 관련한 연구는 비교적 최근에서야 진행되고 있다. 해외 증권형 크라우드펀딩에 관한 대표적인 실증분석으로는 Ivanov & Knyazeva(2018)와 Ahlers et al.(2015)이 있다.

Ivanov & Knyazeva(2018)는 증권형 크라우드펀딩 관련 연구 중 가장 최신의 연구결과이며, SEC에 등록되어 있는 미국의 증권형 크라우드펀딩 데이터를 대상으로 분석하고 있다. 이들은 SEC의 Form C에 기재되어 있는 정보 외에도 펀딩 웹사이트에 게재되어 있는 기업과 투자자 간 커뮤니케이션, 기업의 소셜 네트워크 등 입수 가능한 최대한의 정보를 사용하여 분석하고 있다는 점에서 가장 주목할 만한 연구이다. 이들은 어떠한 유형의 정보가 펀딩 성과에 유의한 영향을 미치는지를 분석하였는데, 기업의 재무상태, 과거 이력 등의 hard information보다 소셜네트워크 등에 기반한 soft information이 펀딩 성과에 더 영향을 미치는 것으로 나타났다.

Ahlers et al.(2015)은 호주의 대표적인 증권형 플랫폼인 Australian Small Scale Offerings Board(ASSOB)에서 실시된 104건의 캠페인의 데이터를 바탕으로 크라우드펀딩의 성공요인을 분석하였다. 이들의 분석 결과에 따르면 창업자의 보유지분이 높을수록, 미래 예상 수익에 대한 전망을 제시한 경우에 펀딩 성공 확률이 높아지는 것으로 나타난 반면, 기업의 이사회 멤버 수와 같은 사회적 자본, 특히, 수상경력과 같은 지적 자본은 펀딩 성공에 영향을 미치지 못하는 것으로 나타났다.

최근 국내에서도 크라우드펀딩에 대한 실증분석이 점차 진행되고 있는데, 증권형 크라우드펀딩과 관련하여서는 김민수·이종건(2016)과 김영도(2018), 비투자형 크라우드펀딩과 관련하여서는 최석웅 외(2017)가 있다. 김영도(2018)는 지난 2년간 국내에서 진행된 증권형 크라우드펀딩 기업의 재무 자료를 바탕으로 펀딩 성공요인과 펀딩 성공이 이후 기업 활동에 미치는 영향을 분석하였다. 분석결과, 기업의 과거 재무적 성과는 크라우드펀딩 성공여부에 큰 영향을 미치지 못하는 것으로 발견되었는데, 이는 과거의 성과보다는 미래의 성장가능성을 보고 투자가 일어나는 크라우드펀딩의 특성이 반영된 것으로 해석하고 있다. 또한 펀딩에 성공한 기업의 펀딩 이후 재무제표를 분석한 결과, 자산규모와 매출액이 증가하는 등 일부 긍정적인 영향이 관찰되었다. 김민수·이종건(2016)은 국내 75개 기업에서 실시한 125건의 증권형 크라우드펀딩 자료를 바탕으로 크라우드펀딩의 운영성과를 분석하였는데, 펀딩에 성공한 기업들은 실패한 기업들에 비

해 더 명확한 비전, 더 많은 성공경험, 더 많은 특허 등을 가지고 있으며, 3년 이상의 장기 목표를 명확하게 제시한 경우가 더 많은 것으로 나타났다.

최석웅 외(2017)는 국내 클라우드펀딩 3개 업체에서 2012년부터 2014년 10월까지 진행된 투자형 및 비투자형 클라우드펀딩 자료를 바탕으로 펀딩 성공요인을 분석하였다. 이에 따르면 All or Nothing 방식의 투자형 프로젝트가 Keep It All 방식의 후원·기부형 프로젝트 보다 더 많은 모집율을 나타냈으며²³⁾ 투자액은 실제 참여자 수에 대해 비선형적으로 증가하며, 모집기간이 짧을수록 성공 확률이 높아지는 것으로 나타났다.

한편 클라우드펀딩에 대한 법률, 규제, 제도적 측면의 연구로서는 성희활(2013), 조유리 외(2014), 천창민(2015), 신현탁(2017), 강영기(2017) 등이 있다. 이 중 성희활(2013), 조유리 외(2014), 천창민(2015)은 증권형 클라우드펀딩 제도 도입 이전 국내 증권형 클라우드펀딩 입법과 관련하여 구체적인 제도 도입 및 수립방안을 제시하고 있다. 발행인의 범위, 투자자 한도, 발행증권의 형태 등 세부 규제 내용에 있어서는 각 문헌마다 차이가 있지만, 큰 틀에서 보면 창업초기기업에 대한 자금조달 활성화와 투자자보호라는 두 가지 상반되는 가치의 조화와 균형을 모색하고 있다는 점에서 같은 목적을 지향하고 있다. 최근에 들어서는 시장 활성화를 위한 규제완화를 주장하는 의견과 투자자보호의 관점에서 규제완화에 신중해야 한다는 의견이 대립하고 있는데, 이에 대해 신현탁(2017)은 온라인중개업자에 대한 행위규제를 완화하여 투자자 교육 의무 강화, 유망한 신생기업 발굴 등의 적극적인 역할을 할 수 있도록 제도를 개선할 필요가 있다고 주장하고 있으며, 강영기(2017)는 통상적인 금융상품에 대한 투자자보호와 동일한 수준까지는 아니더라도 최소한의 투자자보호 장치는 마련될 필요가 있으며 이와 함께 적절한 투자자교육 또한 행해져야 한다고 보고 있다.

23) All or Nothing 방식은 모집금액이 미리 설정한 목표치에 도달한 경우(즉, 펀딩이 성공한 경우)에만 기업에게 지급되고 그렇지 못한 경우에는 투자자들에게 전액 환불되는 방식이며, Keep It All 방식은 펀딩 성공 여부와 관계없이 펀딩 기간 동안 모인 금액이 펀딩 종료 시 기업에게 전달되는 방식을 의미한다.

3. 분석자료 및 분석방법

가. 분석자료

본 연구는 예탁결제원의 크라우드넷에서 제공하는 2016년 1월부터 2018년 3월까지 기간 동안 증권형 크라우드펀딩을 시도하였던 기업의 자료에 기초하여 분석을 수행하였다. 실제 분석에 사용된 캠페인은 총 602건이며 전문투자자 참여율이 설명변수로 추가된 경우에는 투자자 수가 0이었던 73건의 펀딩을 제외한 529건의 캠페인만을 대상으로 분석을 시행하였다. 한편, 펀딩 성공까지의 소요 시간을 종속변수로 활용한 경우 펀딩에 실패한²⁴⁾ 252건을 제외한 총 350건의 성공 캠페인만을 대상으로 분석을 수행하였다.

수집된 자료에는 펀딩을 시도한 기업의 이름, 펀딩 결과(성공 또는 실패), 목표액, 모집액, 투자자 수, 펀딩 진행 기간, 기업의 과거 펀딩 성공 횟수, 기업의 설립일, 업종, 펀딩이 게재된 플랫폼의 이름, 사회적기업 여부, 벤처기업 여부, 발행증권 형태(주식 또는 채권), 전문투자자 수 및 전문투자자 청약액 등의 정보가 포함되어 있다.

나. 분석방법

크라우드펀딩을 통한 자금유치 성공 및 일반투자자 펀딩 참여 결정요인에 대한 실증분석은 Ivanov & Knyazeva(2018)와 Ahlers et al.(2015)의 방법론에 기초하였으며, 회귀모형의 기본적인 형태는 다음과 같다.

$$y_i = \alpha + \beta_F \times Firm_i + \beta_C \times Campaign_i + \beta_M \times Misc_i$$

24) 모집금액이 목표금액의 80% 이상 도달하지 못하면 펀딩이 실패한 것으로 간주, 그동안 모집된 금액은 모두 투자자에게 환급된다.

종속변수 y_i 는 기업 i 의 펀딩 결과를 나타내는 변수로, 펀딩 성공(모집액이 목표액의 80% 이상을 달성한 경우)은 '1'로, 실패는 '0'인 더미 변수, 모집율, 모집금액, 일반투자자 수가 사용되었다. 모집율은 목표액 대비 모집액의 비율을 의미하며, 모집액은 총 모집금액에 1을 더한 다음 로그값을 취하여 사용하였다. 펀딩 결과 더미가 종속변수로 사용되었을 경우는 로짓분석을 사용하였으며, 그 외의 경우는 최소자승법(OLS)을 수행하였다.

변수 $Firm_i$ 는 펀딩을 시도한 기업 i 의 특성을 나타내는 변수로, 업력, 과거 펀딩 성공 횟수, 사회적기업 더미, 벤처기업 더미를 이용하였다. 기업의 업력, 과거 펀딩 성공 경험은 펀딩 개시 전 웹사이트에 공개되어 있기 때문에 투자자들이 쉽게 열람할 수 있을 뿐 아니라, 기업에 관한 기본 정보로서 투자자들이 투자 의사 결정시 참고할 가능성이 높다고 판단되었다. 그리고 전문투자자는 기업의 잠재 가치를 추정하는 데 있어서 해당 기업의 사회적, 지적 자본을 주요 정보로 활용한다고 알려져 있는데 (Baum & Silverman, 2004), 크라우드펀딩 투자자의 경우에도 이와 유사한 투자 행태를 보일 것으로 예상되어 사회적기업 더미, 벤처기업 더미를 분석에 추가하였다.

변수 $Campaign_i$ 는 크라우드펀딩 캠페인 관련 변수로, 발행증권 형태 더미(주식은 1, 채권은 0인 더미변수), 자금 모집기간, 목표액, 전문투자자 참여율(투자자 수 및 청약금액 기준)을 사용하였다. 목표액은 모집액과 마찬가지로 로그변환하였다.

변수 $Misc_i$ 는 기타 통제변수로서 펀딩이 개시된 연도, 펀딩 시도 기업이 속한 산업, 펀딩이 게재된 플랫폼에 대한 더미 등을 포함한다. 증권형 크라우드펀딩 도입 이후 시간이 지남에 따라 참가자들의 시장에 대한 이해가 축적되면서 펀딩 성공률, 모집액, 투자자 수 등이 증가할 수 있기 때문에 이를 통제하기 위한 연도 더미를 분석에 추가하였다. 또한, 전체 9개 업종 중에서도 IT·영상, 제조 등의 업종에서 크라우드펀딩이 더욱 활발히 일어나고 있음을 감안하여 업종 더미를 추가하였다. 마지막으로, 플

랫폼별 시장점유율, 명성 등에 따라 펀딩 성공 확률이 영향을 받을 수 있음을 감안하여 플랫폼 더미를 추가하였다.²⁵⁾

4. 분석결과

가. 요약통계량 및 상관관계

아래의 <표 III-1>은 분석에 사용된 각 변수의 통계적 특성을 보여주고 있다. 데이터에 포함된 총 펀딩 602건 중 펀딩에 성공한 경우는 350건으로 펀딩 성공률은 약 58%이다. 모집액은 평균 1억원 수준이며, 최소 0원부터 최대 8억원까지 분포되어 있다. 목표액 평균은 모집액 평균보다 약 50% 높은 수준인 평균 1억5천만원 정도이며, 최소 1,000만원에서 최대 7억원까지 분포되어 있다. 모집율은 평균 63% 수준이고, 펀딩 한 건당 평균 56명의 투자자가 참여하고 있으며, 그 중 전문투자자 수는 1.6명으로 전체 투자자 중 약 10%(청약액 기준으로는 32%)를 차지하고 있다. 모집기간은 평균 34일이며, 펀딩에 성공한 경우 펀딩 개시부터 성공까지 걸린 시간은 평균 20일인 것으로 나타난다. 발행증권 형태는 주식형이 69%, 채권형이 31%로 주식형이 채권형보다 더 많은 것으로 나타난다. 펀딩을 시도한 기업의 평균 업력은 약 3년이며, 사회적기업은 2%, 벤처기업은 40%를 차지하고 있다.

25) 플랫폼의 시장점유율 또는 명성이 펀딩 성공 확률에 미치는 영향에 대해서는 기존 연구 문헌들이 서로 상반된 견해를 제시하고 있다. 일부에서는 시장점유율이 더 높고 잘 알려진 플랫폼일수록 더 좋은 기업이 참여할 가능성이 높아지고 이는 다시 더 많은 투자자를 유인하는 긍정적인 외부효과(positive network externality within groups)를 가져와 펀딩 성공 확률이 높아진다고 주장하는 반면, 시장점유율이 높은 플랫폼에서는 투자자의 관심이 여러 캠페인에 분산되어서 개별 캠페인의 펀딩 성공 가능성은 오히려 낮아진다는 주장도 있다.

<표 III-2>는 분석에 사용된 주요 설명변수의 상관관계를 나타낸다. 변수들 간 상관계수값은 전반적으로 낮은 수준이거나 유의하지 않은 것으로 관찰된다. 다만, 전문투자자 수 비율과 전문투자자 청약액 비율의 상관계수가 0.692인 점을 감안하여 회귀분석에서는 이 둘을 선택적으로 사용하였다.

<표 III-1> 요약통계량

변수	표본수	평균	표준편차	최소값	최대값
펀딩결과 (성공=1, 실패=0)	602	0.581	0.494	0.000	1.000
모집액(억원)	602	1.005	1.470	0.000	8.189
목표액(억원)	602	1.474	1.376	0.100	7.000
모집율(%)	602	62.845	49.500	0.000	244.130
투자자 수	602	55.701	99.723	0.000	769.000
전문투자자 수	602	1.555	2.570	0.000	25.000
전문투자자 비율(%)	529	9.773	18.722	0.000	100.000
전문투자자 청약액(억원)	602	0.414	0.842	0.000	6.801
전문투자자 청약액 비율(%)	529	31.959	35.749	0.000	100.000
모집기간(일)	602	34.055	22.648	0.000	263.000
발행증권형태 (주식=1,채권=0)	602	0.693	0.462	0.000	1.000
과거 펀딩 성공 횟수	602	0.184	0.536	0.000	4.000
업력(월)	602	35.722	37.553	0.333	298.700
사회적기업 더미	602	0.018	0.134	0.000	1.000
벤처기업 더미	602	0.389	0.488	0.000	1.000

<표 III-2> 주요 설명변수 간의 상관관계

	(1)	(2)	(3)	(4)	(5)	(6)	(7)	(8)	(9)
(1) 업력	1.0000								
(2) 과거 펀딩 성공 횟수	0.0348	1.0000							
(3) 사회적기업 더미	0.0598	0.0225	1.0000						
(4) 벤처기업 더미	0.4189	-0.0391	-0.0070	1.0000					
(5) 전문투자자 수 비율	0.0218	-0.0486	0.1450	0.1528	1.0000				
(6) 전문투자자 청약액 비율	0.0955	-0.0641	0.0884	0.2065	0.6920	1.0000			
(7) 주식형 더미	0.1328	-0.1607	-0.0973	0.3169	0.1778	0.2879	1.0000		
(8) 모집기간	0.1529	-0.0758	-0.0283	0.0434	-0.0511	0.0069	0.1723	1.0000	
(9) 목표액	0.0963	-0.0388	-0.1047	0.0710	-0.0495	0.0624	0.0641	-0.0082	1.0000

나. 투자 유치 성공의 결정요인 분석

다음의 <표 III-3>은 펀딩에 성공한 캠페인과 실패한 캠페인의 주요 변수들의 평균을 비교한 것이다. 모집액, 모집율(청약률), 투자자 수(전문 투자자 수 및 전문투자자의 투자액 포함) 모두 성공 캠페인이 실패 캠페인보다 유의하게 높은 것을 확인할 수 있다. 성공 캠페인의 평균 모집액은 1.7억원이며, 실패 캠페인은 9백만원으로 상당한 격차를 보이고 있다. 또한, 성공 캠페인에서의 평균 모집율은 102%으로 펀딩 성공의 기준인 80%보다 20%p 더 높은 수준인 반면, 실패 캠페인은 8%로 성공 캠페인에 비해 펀딩 성공 기준에서 더 많이 떨어져 있음을 확인할 수 있다. 마찬가지로, 투자자 수에 있어서도 성공 캠페인은 평균 89명이 참여한 것으로 나타나는 반면, 실패 캠페인은 10명 정도만이 펀딩에 참여한 것으로 나타난다. 전문투자자 수 및 전문투자자액도 전체 투자자 수 및 모집액에 비해서는 상대적으로 근소한 차이를 보이고는 있지만 성공 캠페인이 실패 캠페인보다 유의하게 높은 것으로 나타난다.

설명변수로 사용된 변수들에 있어서는 전문투자자 수 및 투자액 비율(%), 모집기간, 과거 펀딩 성공 경력에 있어서 성공, 실패 캠페인간의 차이가 유의한 것으로 확인되었다. 성공 캠페인에서의 전체 투자자 수 대비 전문투자자 수 비율은 평균 12% 수준으로 실패 캠페인의 6%에서 비해 2배 정도 높고 전체 모집액 대비 전문투자자의 투자액 비율도 성공 캠페인은 평균 43%, 실패 캠페인은 10% 수준으로 성공 캠페인이 4배 이상 유의하게 높다. 모집기간은 성공 캠페인은 평균 31일, 실패 캠페인은 39일로 성공 캠페인이 약 8일 정도 짧은 것으로 나타나는데, 이는 크라우드펀딩 관련 국내외 선행연구에서도 공통적으로 나타나는 결과이다. 또한 과거 펀딩 성공 횟수에 있어서는 성공 캠페인이 실패 캠페인에 비해 비록 0.1로 근소한 차이지만 유의하게 높은 것으로 나타난다. 반면, 발행증권 형태(주식형 더미), 업력, 사회적기업 여부, 벤처기업 여부 등에 있어서는 성공 캠페인과 실패 캠페인 간 유의한 차이가 나타나지 않고 있다.

<표 III-3> 투자유치 성공, 실패 캠페인 간의 주요 변수 평균 비교

	실패 평균 (A)	성공 평균 (B)	차이(A-B)	P-value
모집액(억원)	0.0869	1.6655	-1.5785	0.0000
목표액(억원)	1.2734	1.6188	-0.3453	0.0014
모집율(%)	7.9470	102.3709	-94.4239	0.0000
투자자 수	9.7778	88.7657	-78.9879	0.0000
전문투자자 수	0.1746	2.5486	-2.3740	0.0000
전문투자자 수 비율(%)	5.9270	11.7393	-5.8123	0.0007
전문투자자 청약액(억원)	0.0139	0.7013	-0.6873	0.0000
전문투자자 청약액 비율(%)	10.3564	43.0074	-32.6510	0.0000
모집기간(일)	38.7818	30.6514	8.1303	0.0000
주식형 더미	0.7143	0.6771	0.0371	0.3280
과거 펀딩 성공 횟수	0.1270	0.2257	-0.0987	0.0223
업력(월)	35.1787	36.1126	-0.9339	0.7636
사회적기업 더미	0.0198	0.0171	0.0027	0.8099
벤처기업 더미	0.3492	0.4171	-0.0679	0.0902

다음의 <표 III-4>는 크라우드펀딩 성공의 결정요인을 살펴보기 위해 로짓분석을 시행한 결과이다. 모형 1, 2, 3은 플랫폼별 군집화(clustering)된 표준오차를 사용한 경우이고, 모형 4, 5, 6은 산업별 군집화된 표준오차를 사용한 경우이다. 분석결과, 전문투자자 참여더미의 계수가 유의한 양(+)의 값을 가지며, 전문투자자 비율은 투자자 수 및 투자액을 기준으로 한 경우 모두에서 유의한 양(+)의 계수를 보이며 앞선 t-test와 일관된 결과를 보여주고 있다. 그리고 모집기간이 길어질수록 펀딩 성공 가능성은 오히려 감소하는 경향을 확인할 수 있다. 이는 모집기간을 길게 설정하는 것이 자칫 투자자에게 프로젝트에 대한 자신감이 낮은 것으로 받

아들여졌거나, 펀딩 초반 투자자 풀림이 일어나는 크라우드펀딩의 특성으로 인해 펀딩 초반의 모집 성과가 최종적인 펀딩 결과에 대해 갖는 결정력이 높음을 시사한다.

반면, 업력, 과거 펀딩 성공 횟수, 벤처기업 인증 여부, 발행증권 형태(주식형 더미)는 펀딩의 성공 여부에 유의미한 영향을 미치지 못하는 것으로 나타난다. 이는 크라우드펀딩 투자자들이 기업의 과거 실적 또는 현재 상태보다는 기업의 성장성, 수익성을 보고 투자의사결정을 내리는 경향이 있는 것으로 해석할 수 있다.

<표 III-4> 자금모집 성공요인 분석결과

	성공여부	성공여부	성공여부	성공여부	성공여부	성공여부
변수	(1)	(2)	(3)	(4)	(5)	(6)
업력	0.0255	-0.0151	-0.00579	0.0255	-0.0151	-0.0058
	[0.0400]	[0.0432]	[0.0458]	[0.0403]	[0.0211]	[0.0290]
과거 펀딩 성공 횟수	0.1690	0.1910	0.2790	0.1690	0.1910***	0.2790**
	[0.3560]	[0.2810]	[0.2290]	[0.1150]	[0.0670]	[0.1140]
사회적기업 더미	0.6750**	0.8650***	0.3980	0.6750	0.8650	0.3980
	[0.3420]	[0.2240]	[0.2950]	[0.5800]	[1.0610]	[0.8220]
벤처기업 더미	-0.0518	0.2290	0.1720	-0.0518	0.2290	0.1720
	[0.2280]	[0.2310]	[0.2250]	[0.3680]	[0.3010]	[0.2870]
주식형 더미	0.1420	0.3970*	0.0660	0.1420	0.3970	0.0660
	[0.2490]	[0.2290]	[0.2000]	[0.2820]	[0.2810]	[0.2760]
모집기간	-0.0261**	-0.0213***	-0.0235***	-0.0261*	-0.0213**	-0.0235***
	[0.0128]	[0.0082]	[0.0067]	[0.0141]	[0.0099]	[0.0082]
목표 펀딩액	-0.1910	0.1540	0.0452	-0.1910	0.1540	0.0452
	[0.2050]	[0.1540]	[0.1410]	[0.1100]	[0.1100]	[0.1100]
전문투자자 더미	3.9450***			3.9450***		
	[0.4330]			[0.2270]		
전문투자자 수 비율		0.0210**			0.0210**	
		[0.0105]			[0.0092]	
전문투자자 청약액 비율			0.0464***			0.0464***
			[0.0036]			[0.0034]
Constant	1.5620	-2.5760	-1.6610	1.5620	-2.5760	-1.6610
	[3.7320]	[2.7640]	[2.3920]	[1.6480]	[2.1190]	[2.0750]
표본수	529	529	529	529	529	529

주: 1) 산업별, 플랫폼 고정효과를 반영하기 위해 관련 더미변수를 추가하였으며, 모형 (1), (2), (3)은 플랫폼별 클러스터링을 통해 표준오차를 조정, 모형 (4), (5), (6)은 산업별 클러스터링을 통해 표준오차를 조정하였음. 종속변수는 펀딩결과를 나타내는 더미변수(성공=1, 실패=0)

2) 연도, 플랫폼, 산업별 고정효과를 반영

펀딩 성공 여부는 모집율 및 모집금액과 양(+)의 함수관계에 있음을 감안하여 모집율, 모집금액을 각각 종속변수로 하여 회귀분석을 실시하였다. <표 III-5>는 모집율을 종속변수로 하여 회귀분석을 실시한 결과이다. 전반적으로 이전의 로짓분석과 유사한 결과임을 확인할 수 있었다. 전문투자자 더미, 전문투자자 수 비율 및 전문투자자 청약액 비율의 계수 값이 모두 유의한 양(+)의 값을 가지며, 모집기간이 길수록 모집율이 낮은 것으로 나타난다. 반면, 목표액은 모집율에 유의한 영향을 미치지 않는 것으로 나타난다. 주식형더미의 계수는 음(-)의 값을 가지는 것으로 나타나지만 유의한 수준은 아니다. 한편, 업력, 과거 펀딩 성공 횟수, 사회적기업, 벤처기업 여부는 모집율에 영향을 미치지 못하는 것으로 나타난다. <표 III-6>은 모집금액을 종속변수로 하여 회귀분석을 실시한 결과인데, 목표액이 높을수록 모집액이 높아지는 경향을 제외하고 모집율을 종속변수로 한 회귀분석의 결과와 전반적으로 일치한다.

다음으로 이러한 결과가 성공 캠페인, 실패 캠페인별로 차이가 존재하는지를 검증하기 위해 성공 캠페인만을 대상으로 분석을 실시하였다. <표 III-7>은 성공 캠페인만을 대상으로 모집율에 대한 회귀분석을 실시한 결과이다. 전체 캠페인을 대상으로 분석한 결과와 달리 주식형 더미, 전문투자자더미, 전문투자자 수 비율, 전문투자자 청약액 비율의 계수가 모두 유의한 음(-)의 값을 나타낸다. 마찬가지로 <표 III-8>과 같이 모집금액을 종속변수로 사용한 경우에도 이와 유사한 결과가 나타난다. 즉, 전체 캠페인을 대상으로 분석한 결과와 정반대로 전문투자자의 참여율이 높을수록 모집율, 모집금액이 오히려 감소하는 것으로 나타난다. 이는 전문투자자의 참여 여부가 프로젝트에 대한 신호로서 기능하여 다른 일반투자자의 참여를 유인하기 보다는 단지 펀딩 성패에 영향을 미치고 있음을 시사한다. 이러한 가능성을 검증하기 위해 후속하는 절에서 일반투자자 수 및 일반투자자 청약액을 종속변수로 하여 회귀분석을 실시하였다.

<표 III-5> 모집율의 결정요인 분석결과

	모집율	모집율	모집율	모집율	모집율	모집율
변수	(1)	(2)	(3)	(4)	(5)	(6)
업력	0.2560	-0.0237	0.1650	0.256	-0.0237	0.1650
	[0.2930]	[0.6780]	[0.6390]	[0.4800]	[0.4420]	[0.524]
과거 펀딩 성공 횟수	2.3200	2.9230	3.7350	2.3200**	2.9230**	3.7350***
	[3.7650]	[4.8940]	[3.4640]	[0.8190]	[1.0710]	[1.1020]
사회적기업 더미	8.4330**	13.6900***	2.3110	8.4330	13.6900	2.3110
	[3.0200]	[4.2720]	[4.3390]	[9.0350]	[17.9300]	[14.5400]
벤처기업 더미	0.4760	3.6650	2.4350	0.4760	3.6650	2.4350
	[2.8800]	[4.7640]	[4.3900]	[3.3260]	[3.2580]	[2.3550]
주식형 더미	-7.1360	-0.5350	-7.7660	-7.1360*	-0.5350	-7.7660
	[4.3980]	[5.2140]	[5.0800]	[3.6560]	[6.4140]	[5.3140]
모집기간	-0.3710*	-0.4360**	-0.3930**	-0.3710**	-0.4360**	-0.3930**
	[0.1840]	[0.1650]	[0.1660]	[0.1350]	[0.1640]	[0.1280]
목표 펀딩액	-2.6130	1.7490	0.3090	-2.6130*	1.7490	0.3090
	[2.1540]	[2.9800]	[2.9220]	[1.2870]	[1.8750]	[1.3920]
전문투자자 더미	56.2300***			56.2300***		
	[6.2020]			[5.6280]		
전문투자자 수 비율		0.2210*			0.2210**	
		[0.1100]			[0.0784]	
전문투자자 청약액 비율			0.5500***			0.5500***
			[0.0676]			[0.0514]
Constant	83.1300**	33.2300	44.8400	83.1300***	33.230	44.8400
	[36.1800]	[51.4600]	[48.7000]	[18.2500]	[36.1400]	[26.8500]
표본수	529	529	529	529	529	529
R-squared	0.421	0.145	0.263	0.421	0.145	0.263

주: 1) 산업별, 플랫폼 고정효과를 반영하기 위해 관련 더미변수를 추가하였으며, 모형 (1), (2), (3)은 플랫폼별 클러스터링을 통해 표준오차를 조정, 모형 (4), (5), (6)은 산업별 클러스터링을 통해 표준오차를 조정하였음. 종속변수는 펀딩결과를 나타내는 더미변수(성공=1, 실패=0)

2) 연도, 플랫폼, 산업별 고정효과를 반영

<표 Ⅲ-6> 모집금액 결정요인 분석결과

	모집금액	모집금액	모집금액	모집금액	모집금액	모집금액
변수	(1)	(2)	(3)	(4)	(5)	(6)
업력	-0.0008	-0.0095	-0.0030	-0.0008	-0.0095	-0.0030
	[0.0129]	[0.0282]	[0.0257]	[0.0220]	[0.0229]	[0.0251]
과거 펀딩 성공 횟수	0.1290	0.1550	0.1890*	0.1290**	0.1550**	0.1890***
	[0.1100]	[0.1550]	[0.0957]	[0.0491]	[0.0621]	[0.0536]
사회적기업 더미	0.5420***	0.6520***	0.2280	0.5420*	0.6520	0.2280
	[0.1180]	[0.1970]	[0.1650]	[0.2550]	[0.6650]	[0.5430]
벤처기업 더미	0.0851	0.1980	0.1540	0.0851	0.1980	0.1540
	[0.1350]	[0.2180]	[0.1930]	[0.1450]	[0.1480]	[0.1100]
주식형 더미	-0.4240***	-0.1850	-0.4870**	-0.4240**	-0.1850	-0.4870*
	[0.1350]	[0.1880]	[0.1750]	[0.1560]	[0.2800]	[0.2250]
모집기간	-0.0065*	-0.0087**	-0.0071**	-0.0065*	-0.0087*	-0.0071**
	[0.0033]	[0.0030]	[0.0027]	[0.0030]	[0.0039]	[0.0025]
목표 펀딩액	0.7820***	0.9560***	0.8910***	0.7820***	0.9560***	0.8910***
	[0.1100]	[0.1370]	[0.1550]	[0.0484]	[0.0689]	[0.0472]
전문투자자 더미	2.208***			2.208***		
	[0.317]			[0.239]		
전문투자자 수 비율		0.0137***			0.0137***	
		[0.00390]			[0.00330]	
전문투자자 청약액 비율			0.0242***			0.0242***
			[0.0026]			[0.0017]
Constant	1.5640	-0.4730	0.0995	1.5640*	-0.4730	0.0995
	[1.8380]	[2.5100]	[2.8510]	[0.6820]	[1.3970]	[1.0040]
표본수	529	529	529	529	529	529
R-squared	0.590	0.324	0.464	0.590	0.324	0.464

주: 1) 산업별, 플랫폼 고정효과를 반영하기 위해 관련 더미변수를 추가하였으며, 모형 (1), (2), (3)은 플랫폼별 클러스터링을 통해 표준오차를 조정, 모형 (4), (5), (6)은 산업별 클러스터링을 통해 표준오차를 조정하였음. 종속변수는 펀딩결과를 나타내는 더미변수(성공=1, 실패=0)

2) 연도, 플랫폼, 산업별 고정효과를 반영

<표 III-7> 모집율의 결정요인 분석결과 (성공캠페인)

	모집율	모집율	모집율	모집율	모집율	모집율
변수	(1)	(2)	(3)	(4)	(5)	(6)
업력	-0.1050	-0.0998	-0.0732	-0.1050	-0.0998	-0.0732
	[0.1950]	[0.2330]	[0.2500]	[0.3240]	[0.3290]	[0.3130]
과거 펀딩 성공 횟수	-0.9880	-0.6880	-0.9720	-0.9880	-0.6880	-0.9720
	[1.0540]	[0.9100]	[0.6890]	[0.8860]	[0.7950]	[0.6710]
사회적기업 더미	1.5840	5.6950***	6.7010***	1.5840	5.6950	6.7010
	[1.5880]	[1.5830]	[1.4090]	[7.2420]	[6.4240]	[6.1080]
벤처기업 더미	1.3970	1.5430	1.4470	1.3970	1.5430	1.4470
	[1.6220]	[1.5260]	[1.4570]	[3.2100]	[2.7320]	[2.6690]
주식형 더미	-6.4590**	-8.1640***	-6.0110**	-6.4590***	-8.1640***	-6.0110***
	[2.2540]	[2.6000]	[2.0900]	[1.6290]	[1.3930]	[1.0890]
모집기간	-0.1310	-0.1600	-0.1500	-0.1310*	-0.1600*	-0.1500*
	[0.1020]	[0.1250]	[0.1230]	[0.0574]	[0.0726]	[0.0753]
목표 펀딩액	1.3490***	-0.0301	0.5620	1.3490*	-0.0301	0.5620
	[0.3410]	[0.5860]	[0.7540]	[0.6760]	[0.9820]	[1.0470]
전문투자자 더미	-17.3200***			-17.3200***		
	[2.6740]			[3.2730]		
전문투자자 수 비율		-0.1360***			-0.1360***	
		[0.0376]			[0.0171]	
전문투자자 청약액 비율			-0.1700***			-0.1700***
			[0.0317]			[0.0200]
Constant	95.1800***	107.4000***	103.1000***	95.1800***	107.4000***	103.1000***
	[8.2530]	[12.1900]	[17.0900]	[12.1700]	[18.0600]	[18.6800]
표본수	350	350	350	350	350	350
R-squared	0.227	0.170	0.207	0.227	0.170	0.207

주: 1) 산업별, 플랫폼 고정효과를 반영하기 위해 관련 더미변수를 추가하였으며, 모형 (1), (2), (3)은 플랫폼별 클러스터링을 통해 표준오차를 조정, 모형 (4), (5), (6)은 산업별 클러스터링을 통해 표준오차를 조정하였음. 종속변수는 펀딩결과를 나타내는 더미변수(성공=1, 실패=0)

2) 연도, 플랫폼, 산업별 고정효과를 반영

<표 III-8> 모집금액 결정요인 분석결과 (성공캠페인)

	모집금액	모집금액	모집금액	모집금액	모집금액	모집금액
변수	(1)	(2)	(3)	(4)	(5)	(6)
업력	-0.0023	-0.0023	-0.0021	-0.0023	-0.00234	-0.0021
	[0.0017]	[0.0018]	[0.0019]	[0.0029]	[0.0030]	[0.0027]
과거 펀딩 성공 횟수	-0.0027	-0.0004	-0.0030	-0.0027	-0.0004	-0.0030
	[0.0082]	[0.0074]	[0.0059]	[0.0106]	[0.0098]	[0.0088]
사회적기업 더미	0.0252	0.0600***	0.0691***	0.0252	0.0600	0.0691
	[0.0144]	[0.0150]	[0.0133]	[0.0625]	[0.0595]	[0.0564]
벤처기업 더미	0.0166	0.0188	0.0177	0.0166	0.0188	0.0177
	[0.0159]	[0.0152]	[0.0145]	[0.0266]	[0.0238]	[0.0230]
주식형 더미	-0.0444**	-0.0573**	-0.0375**	-0.0444*	-0.0573***	-0.0375**
	[0.0178]	[0.0197]	[0.0159]	[0.0196]	[0.0164]	[0.0122]
모집기간	-0.0012	-0.0014	-0.0013	-0.0012**	-0.0014*	-0.0013*
	[0.0009]	[0.0011]	[0.0011]	[0.0005]	[0.0006]	[0.0006]
목표 펀딩액	1.0130***	1.0020***	1.0070***	1.0130***	1.0020***	1.0070***
	[0.0036]	[0.0049]	[0.0063]	[0.0072]	[0.0100]	[0.0105]
전문투자자 더미	-0.1390***			-0.1390***		
	[0.0210]			[0.0249]		
전문투자자 수 비율		-0.0013***			-0.0013***	
		[0.0003]			[0.0001]	
전문투자자 청약액 비율			-0.0016***			-0.0016***
			[0.0003]			[0.0002]
Constant	-0.0977	0.00557	-0.0350	-0.0977	0.0056	-0.0350
	[0.0787]	[0.0985]	[0.1390]	[0.1360]	[0.1860]	[0.1910]
표본수	350	350	350	350	350	350
R-squared	0.979	0.978	0.979	0.979	0.978	0.979

주: 1) 산업별, 플랫폼 고정효과를 반영하기 위해 관련 더미변수를 추가하였으며, 모형 (1), (2), (3)은 플랫폼별 클러스터링을 통해 표준오차를 조정, 모형 (4), (5), (6)은 산업별 클러스터링을 통해 표준오차를 조정하였음. 종속변수는 펀딩결과를 나타내는 더미변수(성공=1, 실패=0)

2) 연도, 플랫폼, 산업별 고정효과를 반영

다. 일반투자자의 펀딩 참여 결정요인 분석

이 절에서는 일반투자자의 펀딩 참여 결정요인을 알아보고자 한다. 종속변수로는 일반투자자 수와 일반투자자 청약금액을 사용하였으며, 분석 방법은 이전의 분석과 기본적으로 동일하다. 다만 전문투자자 수 비율, 전문투자자 청약액 비율 대신 전문투자자 수, 전문투자자 청약액(로그변환)을 설명변수로 사용하였다.

<표 III-9>는 일반투자자 수를 종속변수로 하여 회귀분석을 실시한 결과이다. 이전과 마찬가지로 업력, 과거 펀딩 성공 횟수, 사회적기업 여부는 투자자 수에 유의한 영향을 미치지 못하는 것으로 나타난다. 한편 주식형더미는 일반투자자 수에 유의한 음의 영향을 미치고 있는 것으로 나타났다. 즉, 주식형 캠페인의 경우 일반투자자의 참여가 낮은 경향이 있는 것으로 확인된다. 모집기간의 영향은 유의하지는 않지만 일반투자자 수에 음의 영향을 미치는 것으로 나타난다. 그리고 이전과 마찬가지로 목표액이 높을수록 일반투자자 수가 증가하며, 전문투자자더미, 전문투자자 수, 전문투자자 청약액은 일반투자자 수에 유의한 양의 영향을 미치는 것으로 나타난다. 마찬가지로 <표 III-10>에서와 같이 일반투자자 청약액을 종속변수로 한 경우에서도 동일한 결과가 나타난다.

이전과 마찬가지로 이러한 결과가 성공 캠페인, 실패 캠페인별로 차이가 존재하는지를 검증하기 위해 성공 캠페인만을 대상으로 분석을 실시하였다. <표 III-11>은 성공 캠페인만을 대상으로 일반투자자 수에 대한 회귀분석을 실시한 결과이다. 전체 캠페인을 대상으로 분석한 결과와 달리 전문투자자 관련 변수의 계수가 유의한 음의 값으로 바뀐 것을 확인할 수 있다. 마찬가지로 <표 III-12>와 같이 일반투자자 청약액을 종속변수로 사용한 경우에도 전문투자자 관련 변수 계수는 모두 유의한 음의 값을 나타낸다. 즉, 전문투자자의 펀딩 참여가 펀딩 성공 여부에 미치는 영향은 일반투자자들에게 프로젝트에 대한 신호로서 기능하기보다는 전문투자자 투자액이 높았기 때문임을 유추할 수 있다.

전문투자자의 참여율에 따라 일반투자자의 펀딩 참여가 어떻게 변화하는 지를 알아보기 위해 전문투자자 수 비율, 전문투자자 청약액 비율을 각각 4분위로 나누어 이를 설명변수에 추가하여 회귀분석을 실시하였다. <표 III-13>의 모형 (1)을 보면 전문투자자 더미 및 전문투자자 비율(투자자 수 기준)의 분위별 계수는 각각 41.56, -35.42, -48.41, -59.21로 전문투자자가 참여한 경우 일반투자자 수도 더 많은 경향이 있지만 전문투자자의 비율이 높아질수록 일반투자자 수가 더 큰 폭으로 감소하는 것을 확인할 수 있다. 이러한 특징은 전문투자자 비율을 청약액을 기준으로 하였을 경우나 <표 III-14>와 같이 일반투자자 청약액을 종속변수로 사용한 경우에도 동일하게 나타난다. 이러한 결과를 해석하면 전문투자자의 투자를 유치하는 것 자체는 펀딩 성공이나 다른 일반투자자들의 펀딩 참여를 유인하는 데 긍정적인 영향을 미친다고 볼 수 있으나, 다만 전문투자자의 비중이 과도하게 높아지면 이들의 투자만으로도 펀딩이 성공하게 되어 일반투자자들의 펀딩 참여 기회는 줄어든다고 볼 수 있다.

이러한 분석결과를 종합하면, 목표액, 발행증권형태(주식 또는 채권), 기업의 과거 및 현재 상태(과거 펀딩 성공 횟수, 사회적기업, 벤처기업 여부)는 펀딩 성공에 유의한 영향을 미치지 않는 반면, 모집기간이 짧을수록, 전문투자자 비중이 높을수록 펀딩 성공 가능성이 높은 것으로 나타났다. 그런데, 분석대상을 성공 캠페인으로 한정할 경우 전문투자자 비중이 높을수록 모집율, 모집금액이 낮아지는 것으로 나타났다. 또한, 전문투자자 비중이 낮은 수준에서는 전문투자자의 펀딩 참여는 일반투자자의 펀딩 참여에 긍정적인 영향을 미치지만, 일정 수준을 넘으면 전문투자자 비중이 증가할수록 일반투자자의 펀딩 참여는 감소하고 그 감소폭도 더 커지는 것으로 나타났다. 이는 크라우드펀딩이 다수의 일반 대중을 상대로 하기보다 소수의 전문투자자의 투자 유치에 따라 펀딩 성공이 좌우되고 있음을 의미하며, 이는 현행 크라우드펀딩 시장이 당초 의도와 다르게 작동하고 있을 가능성을 시사한다.

<표 III-9> 일반투자자 수 결정요인 분석결과

	일반투자자 수	일반투자자 수	일반투자자 수	일반투자자 수	일반투자자 수	일반투자자 수
변수	(1)	(2)	(3)	(4)	(5)	(6)
업력	-2.3440	-2.4470	-2.3560	-2.3440***	-2.4470***	-2.3560***
	[1.4710]	[1.6990]	[1.5070]	[0.3830]	[0.3800]	[0.3710]
과거 펀딩 성공 횟수	-0.4620	0.6770	-0.1230	-0.4620	0.6770	-0.1230
	[2.2950]	[1.8950]	[2.2140]	[2.5260]	[2.2550]	[2.6040]
사회적기업 더미	23.4900*	27.0800**	23.5300*	23.4900	27.0800	23.5300
	[11.9000]	[12.5000]	[12.0000]	[31.0500]	[30.5100]	[31.2400]
벤처기업 더미	5.1450	7.1650	5.3770	5.1450	7.1650	5.3770
	[6.5630]	[6.7970]	[6.5920]	[4.5590]	[3.9320]	[4.4150]
주식형 더미	-34.0900**	-34.1800***	-34.4300**	-34.0900**	-34.1800**	-34.4300**
	[11.6000]	[10.7600]	[11.5900]	[12.2100]	[10.3000]	[12.0100]
모집기간	-0.2270	-0.2750	-0.227	-0.2270	-0.2750*	-0.2270
	[0.2000]	[0.1950]	[0.1990]	[0.1350]	[0.1390]	[0.1380]
목표 펀딩액	49.0900**	49.8100**	48.7400**	49.0900***	49.8100***	48.7400***
	[20.0800]	[21.3100]	[20.1600]	[7.4720]	[8.6990]	[7.6180]
전문투자자 더미	32.7400***			32.7400***		
	[8.7490]			[5.6620]		
전문투자자 수		2.5490			2.5490	
		[1.5660]			[2.5090]	
전문투자자 청약액			1.6430***			1.6430***
			[0.4390]			[0.3960]
Constant	-880.3000**	-877.0000**	-871.2000**	-880.3000***	-877.0000***	-871.2000***
	[370.4000]	[390.0000]	[371.5000]	[129.1000]	[153.9000]	[131.4000]
표본수	602	602	602	602	602	602
R-squared	0.439	0.419	0.433	0.439	0.419	0.433

주: 1) 산업별, 플랫폼 고정효과를 반영하기 위해 관련 더미변수를 추가하였으며, 모형 (1), (2), (3)은 플랫폼별 클러스터링을 통해 표준오차를 조정, 모형 (4), (5), (6)은 산업별 클러스터링을 통해 표준오차를 조정하였음. 종속변수는 펀딩결과를 나타내는 더미변수(성공=1, 실패=0)

2) 연도, 플랫폼, 산업별 고정효과를 반영

<표 III-10> 일반투자자 청약액 결정요인 분석결과

	일반투자자 청약액	일반투자자 청약액	일반투자자 청약액	일반투자자 청약액	일반투자자 청약액	일반투자자 청약액
변수	(1)	(2)	(3)	(4)	(5)	(6)
업력	-0.0046	-0.0051	-0.0053	-0.0046	-0.0051	-0.0053
	[0.0047]	[0.0062]	[0.0045]	[0.0039]	[0.0042]	[0.0040]
과거 펀딩 성공 횟수	0.0207	0.0353*	0.0285*	0.0207**	0.0353***	0.0285***
	[0.0172]	[0.0170]	[0.0146]	[0.0087]	[0.0073]	[0.0095]
사회적기업 더미	-0.0548*	0.0684	0.0444	-0.0548	0.0684	0.0444
	[0.0302]	[0.0517]	[0.0507]	[0.1210]	[0.1260]	[0.1320]
벤처기업 더미	0.0476	0.0577	0.0516	0.0476*	0.0577**	0.0516**
	[0.0368]	[0.0394]	[0.0361]	[0.0219]	[0.0172]	[0.0176]
주식형 더미	-0.0944**	-0.110**	-0.0934**	-0.0944**	-0.1100***	-0.0934**
	[0.0399]	[0.0392]	[0.0413]	[0.0376]	[0.0317]	[0.0381]
모집기간	-0.0015	-0.0018*	-0.0015	-0.0015**	-0.0020***	-0.0020***
	[0.0012]	[0.0010]	[0.0012]	[0.0005]	[0.0005]	[0.0004]
목표 펀딩액	0.2700***	0.2300***	0.2390***	0.2700***	0.2300***	0.2390***
	[0.0653]	[0.0766]	[0.0703]	[0.0241]	[0.0255]	[0.0267]
전문투자자 더미	0.2240***			0.2240***		
	[0.0172]			[0.0339]		
전문투자자 수		0.0392***			0.0392***	
		[0.0069]			[0.0090]	
전문투자자 청약액			0.0127***			0.0127***
			[0.0008]			[0.0018]
Constant	-4.7710***	-3.9270**	-4.1920***	-4.7710***	-3.9270***	-4.1920***
	[1.2130]	[1.4190]	[1.3010]	[0.4290]	[0.4840]	[0.4730]
표본수	529	602	602	529	602	602
R-squared	0.494	0.491	0.504	0.494	0.491	0.504

주: 1) 산업별, 플랫폼 고정효과를 반영하기 위해 관련 더미변수를 추가하였으며, 모형 (1), (2), (3)은 플랫폼별 클러스터링을 통해 표준오차를 조정, 모형 (4), (5), (6)은 산업별 클러스터링을 통해 표준오차를 조정하였음. 종속변수는 펀딩결과를 나타내는 더미변수(성공=1, 실패=0)

2) 연도, 플랫폼, 산업별 고정효과를 반영

<표 III-11> 일반투자자 수 결정요인 분석결과 (성공캠페인)

	일반투자자 수	일반투자자 수	일반투자자 수	일반투자자 수	일반투자자 수	일반투자자 수
변수	(1)	(2)	(3)	(4)	(5)	(6)
업력	-3.3100	-3.4340*	-3.4390	-3.3100***	-3.4340***	-3.4390***
	[2.1920]	[1.8880]	[2.2790]	[0.7720]	[0.8250]	[0.8760]
과거 펀딩 성공 횟수	-10.4500*	-10.8400*	-11.2900**	-10.4500	-10.8400	-11.2900
	[4.9090]	[5.9260]	[4.7290]	[7.4440]	[7.7280]	[7.0880]
사회적기업 더미	3.2120	6.5140	-0.1200	3.2120	6.5140	-0.1200
	[7.3240]	[6.4560]	[7.8890]	[34.9800]	[34.9600]	[34.7400]
벤처기업 더미	-4.4650	-4.4860	-2.9460	-4.4650	-4.4860	-2.9460
	[8.2660]	[10.0400]	[7.7080]	[13.0800]	[12.2600]	[13.5100]
주식형 더미	-46.8100***	-41.6400***	-40.9800***	-46.8100**	-41.6400**	-40.9800**
	[10.8500]	[9.2070]	[10.1300]	[13.9900]	[14.7100]	[13.9100]
모집기간	0.0831	0.1150	0.1180	0.0831	0.1150	0.1180
	[0.1830]	[0.1650]	[0.1820]	[0.1140]	[0.1110]	[0.1050]
목표펀딩액	77.5600**	83.2500**	82.3900***	77.5600***	83.2500***	82.3900***
	[27.1900]	[30.1400]	[26.7100]	[8.1550]	[9.7200]	[8.1620]
전문투자자 더미	-28.0100***			-28.0100***		
	[5.3030]			[8.0130]		
전문투자자 수		-5.9050			-5.9005***	
		[3.6510]			[1.2000]	
전문투자자 청약액			-3.4490***			-3.4490***
			[0.3050]			[0.4790]
Constant	-1,3580**	-1,4740**	-1,4220**	-1,3580***	-1,4740***	-1,4220***
	[512.1000]	[563.0000]	[505.9000]	[144.8000]	[170.3000]	[144.4000]
표본수	350	350	350	350	350	350
R-squared	0.575	0.584	0.59	0.575	0.584	0.59

주: 1) 산업별, 플랫폼 고정효과를 반영하기 위해 관련 더미변수를 추가하였으며, 모형 (1), (2), (3)은 플랫폼별 클러스터링을 통해 표준오차를 조정, 모형 (4), (5), (6)은 산업별 클러스터링을 통해 표준오차를 조정하였음. 종속변수는 펀딩결과를 나타내는 더미변수(성공=1, 실패=0)

2) 연도, 플랫폼, 산업별 고정효과를 반영

<표 III-12> 일반투자자 청약액 결정요인 분석결과 (성공캠페인)

	일반투자자 청약액	일반투자자 청약액	일반투자자 청약액	일반투자자 청약액	일반투자자 청약액	일반투자자 청약액
변수	(1)	(2)	(3)	(4)	(5)	(6)
업력	-0.0023	-0.0023	-0.0021	-0.0023	-0.0023	-0.0021
	[0.0017]	[0.0018]	[0.0019]	[0.0029]	[0.0030]	[0.0027]
과거 펀딩 성공 횟수	-0.0027	-0.0004	-0.0030	-0.0027	-0.0004	-0.0030
	[0.0082]	[0.0074]	[0.0059]	[0.0106]	[0.0098]	[0.0088]
사회적기업 더미	0.0252	0.0600***	0.0691***	0.0252	0.0600	0.0691
	[0.0144]	[0.0150]	[0.0133]	[0.0625]	[0.0595]	[0.0564]
벤처기업 더미	0.0166	0.0188	0.0177	0.0166	0.0188	0.0177
	[0.0159]	[0.0152]	[0.0145]	[0.0266]	[0.0238]	[0.0230]
주식형 더미	-0.0444**	-0.0573**	-0.0375**	-0.0444*	-0.0570***	-0.0375**
	[0.0178]	[0.0197]	[0.0159]	[0.0196]	[0.0164]	[0.0122]
모집기간	-0.0012	-0.0014	-0.0013	-0.0012**	-0.0014*	-0.0013*
	[0.0009]	[0.0011]	[0.0011]	[0.0005]	[0.0006]	[0.0006]
목표 펀딩액	1.0130***	1.0020***	1.0070***	1.0130***	1.0020***	1.0070***
	[0.0036]	[0.0049]	[0.00629]	[0.00719]	[0.00995]	[0.0105]
전문투자자 더미	-0.1390***			-0.1390***		
	[0.0210]			[0.0249]		
전문투자자 수		-0.0010***			-0.0010***	
		[0.0003]			[0.0001]	
전문투자자 청약액			-0.0020***			-0.0020***
			[0.0003]			[0.0002]
Constant	-0.0977	0.0056	-0.0350	-0.0977	0.00557	-0.0350
	[0.0787]	[0.0985]	[0.1390]	[0.1360]	[0.1860]	[0.1910]
표본수	350	350	350	350	350	350
R-squared	0.979	0.978	0.979	0.979	0.978	0.979

주: 1) 산업별, 플랫폼 고정효과를 반영하기 위해 관련 더미변수를 추가하였으며, 모형 (1), (2), (3)은 플랫폼별 클러스터링을 통해 표준오차를 조정, 모형 (4), (5), (6)은 산업별 클러스터링을 통해 표준오차를 조정하였음. 종속변수는 펀딩결과를 나타내는 더미변수(성공=1, 실패=0)

2) 연도, 플랫폼, 산업별 고정효과를 반영

<표 III-13> 전문투자자 비율에 따른 일반투자자 수 변화

	일반투자자 수	일반투자자 수	일반투자자 수	일반투자자 수
변수	(1)	(2)	(3)	(4)
업력	-2.5990*	-2.8080**	-2.5990***	-2.8080***
	[1.2820]	[1.0780]	[0.4830]	[0.4600]
과거 펀딩 성공 횟수	-0.7900	-2.9900	-0.7900	-2.9900
	[2.2800]	[2.6440]	[2.3720]	[3.5080]
사회적기업 더미	13.4400**	30.7700***	13.4400	30.7700
	[5.9660]	[8.47700]	[25.3700]	[21.8800]
벤처기업 더미	4.8250	3.0260	4.8250	3.0260
	[5.3760]	[4.8010]	[6.1590]	[5.6920]
주식형 더미	-36.3700***	-26.4700**	-36.3700**	-26.4700**
	[10.9100]	[9.5230]	[11.270]	[9.7480]
모집기간	-0.2500	-0.2630	-0.2500	-0.2630
	[0.2450]	[0.2400]	[0.1670]	[0.1910]
목표 펀딩액	53.7500**	53.8700**	53.7500***	53.8700***
	[20.0900]	[18.5200]	[8.0260]	[9.3590]
전문투자자 더미	41.5600***	82.3200***	41.5600***	82.3200***
	[7.9750]	[8.4990]	[7.3390]	[10.6500]
전문투자자 수 비율 25~50%	-35.4200***		-35.4200**	
	[9.8160]		[10.6500]	
전문투자자 수 비율 50~75%	-48.4100***		-48.4100*	
	[12.6400]		[23.4200]	
전문투자자 수 비율 75~100%	-59.2100***		-59.2100***	
	[12.9900]		[3.9400]	
전문투자자 청약액 비율 25~50%		-56.0300***		-56.0300***
		[13.9800]		[9.6590]
전문투자자 청약액 비율 50~75%		-88.5800***		-88.5800***
		[17.0700]		[10.4300]
전문투자자 청약액 비율 75~100%		-104.1000***		-104.1000***
		[17.0000]		[12.0300]
Constant	-973.5000**	-964.5000**	-973.5000***	-964.5000***
	[369.9000]	[330.3000]	[139.3000]	[160.3000]
표본수	529	529	529	529
R-squared	0.451	0.517	0.451	0.517

주: 1) 산업별, 플랫폼 고정효과를 반영하기 위해 관련 더미변수를 추가하였으며, 모형 (1), (2)는 플랫폼별 클러스터링을 통해 표준오차를 조정, 모형 (3), (4)는 산업별 클러스터링을 통해 표준오차를 조정하였음
 2) 연도, 플랫폼, 산업별 고정효과를 반영

<표 III-14> 전문투자자 비율에 따른 일반투자자 청약액 변화

	일반투자자 청약액	일반투자자 청약액	일반투자자 청약액	일반투자자 청약액
변수	(1)	(2)	(3)	(4)
업력	-0.0060	-0.0068**	-0.0060	-0.0068*
	[0.0035]	[0.0023]	[0.0041]	[0.0034]
과거 펀딩 성공 횟수	0.0223	0.0082	0.0223*	0.0082
	[0.0160]	[0.0229]	[0.0110]	[0.0060]
사회적기업 더미	0.0084	0.0817**	0.0084	0.0817
	[0.0312]	[0.0330]	[0.0942]	[0.0675]
벤처기업 더미	0.0620*	0.0473	0.0620**	0.0473*
	[0.0298]	[0.0292]	[0.0213]	[0.0235]
주식형 더미	-0.0904**	-0.0534*	-0.0904**	-0.0534*
	[0.0332]	[0.0274]	[0.0346]	[0.0266]
모집기간	-0.0018	-0.0018	-0.0018*	-0.0018*
	[0.0014]	[0.0014]	[0.0008]	[0.0009]
목표펀딩액	0.2650***	0.2680***	0.2650***	0.2680***
	[0.0630]	[0.0545]	[0.0254]	[0.0308]
전문투자자 더미	0.2600***	0.4280***	0.2600***	0.4280***
	[0.0122]	[0.0348]	[0.0398]	[0.0590]
전문투자자 수 비율 25~50%	-0.2690***		-0.2690***	
	[0.0485]		[0.0646]	
전문투자자 수 비율 50~75%	-0.3600***		-0.3600***	
	[0.0735]		[0.0502]	
전문투자자 수 비율 75~100%	-0.4060***		-0.4060***	
	[0.0723]		[0.0183]	
전문투자자 청약액 비율 25~50%		-0.1770***		-0.1770***
		[0.0360]		[0.0394]
전문투자자 청약액 비율 50~75%		-0.3950***		-0.3950***
		[0.0517]		[0.0383]
전문투자자 청약액 비율 75~100%		-0.5930***		-0.5930***
		[0.0544]		[0.0524]
Constant	-4.7040***	-4.7000***	-4.7040***	-4.7000***
	[1.1520]	[0.9510]	[0.4360]	[0.5200]
표본수	529	529	529	529
R-squared	0.528	0.604	0.528	0.604

주: 1) 산업별, 플랫폼 고정효과를 반영하기 위해 관련 더미변수를 추가하였으며, 모형 (1), (2)는 플랫폼별 클러스터링을 통해 표준오차를 조정, 모형 (3), (4)는 산업별 클러스터링을 통해 표준오차를 조정하였음
2) 연도, 플랫폼, 산업별 고정효과를 반영

<표 III-15> 분석결과 요약

변수	투자유치 성공요인		일반투자자 참여유인		설명
	예상	결과	예상	결과	
목표액	+/-	없음	+	+	• 목표액이 높을수록 펀딩 성공을 위해 더 많은 모집금액 필요 • 목표액이 높을수록 더 많은 투자자들에게 청약 기회 부여 • 높은 목표액을 프로젝트에 대한 자신감으로 해석
모집기간	+/-	-	+/-	-	• 기간이 길수록 누적 청약금액 및 투자자 수 증가 • 긴 모집기간을 프로젝트에 대한 자신감이 없는 것으로 해석
발행증권 더미 (주식=1, 채권=0)	-	없음	-	-	• 주식이 채권보다 투자수익 회수의 불확실성이 더 높음
과거 펀딩 성공 횟수	+	없음	+	없음	• 기업의 잠재가치에 대한 긍정적인 신호로 해석
사회적기업 더미	+	없음	+	없음	• 금전적 목적 외 추가적인 펀딩 참여 요인으로 작용
벤처기업 더미	+	없음	+	없음	• 기업의 잠재가치에 대한 긍정적인 신호로 해석
전문투자자 참여율	+	+	+/-	+/-	• 전문투자자의 펀딩 참여는 일반투자자에게 프로젝트에 대한 긍정적인 신호로 해석 • 전문투자자의 참여가 지나치게 높아질 경우 일반투자자 펀딩 참여 기회가 줄어들 수 있음

IV. 결론 및 시사점

IV. 결론 및 시사점

증권형 크라우드펀딩은 자금조달의 공백에 놓여있었던 창업초기기업에게 새로운 자금조달 수단으로 기대되면서 각국 정부의 정책적 지원에 힘입어 매년 시장이 급속히 성장하고 있다. 이에 우리나라도 지난 2016년 증권형 크라우드펀딩 제도를 도입하였으며, 크라우드펀딩을 통한 자금조달액, 캠페인 수, 투자자 수도 꾸준히 증가하는 등 시장이 정착해가고 있다.

본 연구에서는 이제 막 시행 초기인 국내 증권형 크라우드펀딩 시장과 관련하여 두 가지 측면에서 분석을 수행하였다. 첫째로 증권형 크라우드펀딩의 개념과 의의, 국내 증권형 크라우드펀딩 제도와 운영 현황에 대해 논의하였다. 둘째는 제도 도입 이후 2년간 실제 국내에서 시행된 증권형 크라우드펀딩 데이터를 바탕으로 투자 유치 성공요인 및 일반투자자들의 펀딩참여 결정요인에 대한 실증분석을 수행하였다.

첫 번째 증권형 크라우드펀딩의 주요 특징 및 현황 분석에 있어서는, 먼저 크라우드펀딩의 개념 및 기대효과, 크라우드펀딩 유형 분류에 대한 기존문헌들을 검토한 뒤, 모험자본시장이라는 보다 넓은 관점에서 크라우드펀딩과 다른 모험자본 투자자들의 특성을 비교하였다. 증권형 크라우드펀딩은 투자대상이 신생초기기업이라는 점에 있어서는 다른 모험자본 투자자들과 비슷하지만, 투자자 전문성, 투자 후 관리능력에 있어서는 기존 모험자본 투자자인 엔젤, 벤처캐피탈에 비해 부족하며, 한편 창업에 필요한 지적, 물적 지원에 있어서는 새로운 모험자본 투자자인 엑셀러레이터, 인큐베이터에 비해 소극적인 경향이 있다. 한편, 온라인을 기반으로 다수의 일반 대중이 공동으로 투자에 참여하는 자금모집 방식은 다른 모험자본 투자자와 차별화되는 증권형 크라우드펀딩의 고유한 특성으로 볼 수 있다.

국내 증권형 크라우드펀딩 제도 및 시장 현황에 대해서는, 우리나라의 증권형 크라우드펀딩 제도는 2015년 자본시장법 개정을 거쳐 2016년 1월에 시행되었는데 발행기업에 대한 원활한 자금조달과 투자자보호라는

두 가지 상반되는 가치의 조화를 목적으로 발행기업에 대한 연간 발행한도 제한 및 투자자의 전문성, 위험감수능력에 따라 유형을 구분하여 투자한도 제한을 두고 있는 점이 주요 특징이라고 볼 수 있다. 클라우드펀딩 시장 현황을 살펴보면 2016년 제도 시행 이후 2018년 3월까지 총 602건의 펀딩을 통해 총 605억원을 자금을 모집하였으며 펀딩 성공률 또한 꾸준히 증가하여 2018년 1분기에는 74%를 기록하는 등 지속적인 성장세를 보이고 있는 것으로 확인되었다. 펀딩 기업의 업력도 3년 이하의 신생초기기업이 대다수를 이루고 있으며, 업종 또한 IT·영상, 제조, 문화·예술, 교육, 음식점, 농식품, 금융 등 다양한 업종에 걸쳐 자금모집이 일어나고 있다.

다음으로 증권형 클라우드펀딩 주요 참여자인 발행기업, 투자자, 온라인플랫폼의 주요 특징을 논의하였다. 증권형 클라우드펀딩의 주요 자금수요자는 소규모 스타트업으로 볼 수 있는데, 이 중에서도 복잡한 하이테크 기업보다는 소비자를 직접 상대하는 업종, 사업 아이디어의 유출에 민감하지 않은 기업, 금전적 수익 창출 이외에도 사회적 가치를 창출할 수 있는 기업이 클라우드펀딩에 적합한 것으로 판단되었다. 이와 관련하여 지난 2년간 증권형 클라우드펀딩을 통해 자금조달한 경험이 있는 국내 기업을 대상으로 한 설문조사에 따르면 펀딩 성공 이후 자본금, 고용이 증가하는 것으로 나타났으며, 긍정적인 평가에 있어서도 적시에 필요한 자금조달 및 회사에 대한 인지도 제고에 있어서 효과가 있었다는 의견이 많은 것으로 나타나 국내 증권형 클라우드펀딩이 발행기업의 기대에 대체로 부합하고 있는 것으로 판단되었다. 클라우드펀딩 투자자와 관련해서는 정보비대칭의 관점에서 투자자들의 펀딩 과정에서의 행태를 중심으로 살펴보았다. 실제 국내의 한 플랫폼에서 진행된 펀딩에서의 투자행태를 살펴보았는데, 펀딩 초반에 투자자가 집중되는 경향이 관찰되었다. 이는 펀딩 초반의 자금모집 성과가 최종적인 펀딩 성공 여부에 상당한 영향을 미치고 있음을 의미하며 한편으로는 투자자들이 이전 투자자의 행위를 답습해 의사결정을 내리는 정보 캐스케이드(information cascade) 현상이 나타날 수 있음을 시사한다. 플랫폼 중개업자와 관련해서는 일반적인 펀딩 운영

방식과 절차를 논의한 뒤 국내 주요 증권형 크라우드펀딩 플랫폼의 특성을 비교해보았다. 국내 플랫폼 업체들은 투자형(주식, 채권)과 리워드형(기부, 후원형)을 함께 운영하는 경우가 많았으며, 기본 중개서비스 외에 펀딩 개시 전 사전 홍보, 모의 펀딩 대회, 투자자 간 신디케이트 개설 및 가입 지원, 발행기업과 벤처캐피탈과 같은 전문투자자의 네트워크 형성 지원 등의 부가서비스를 제공하는 경우도 많은 것으로 조사되었다. 이는 기업과 투자자 간 정보비대칭 완화 및 안정적인 자금공급 기반 확보 등에 있어서 바람직한 방향인 것으로 판단된다.

실증분석에서는 2016년 1월부터 2018년 3월까지의 국내 증권형 크라우드펀딩 602건을 대상으로 기업, 펀딩 진행과정의 특징, 기타 캠페인 및 플랫폼 관련 특성들 중 어떠한 변수가 펀딩 성과 및 투자자의 펀딩 참여에 영향을 미치는지를 분석하였다. 분석결과, 모집기간이 짧을수록, 목표금액이 높을수록, 전문투자자 참여율이 높을수록 펀딩 성공 가능성이 높아질 뿐 아니라 모집금액, 모집율도 증가하는 것으로 나타났다. 그러나 업력, 과거 펀딩 성공 경력, 벤처기업 여부와 같은 기업의 특성은 펀딩 성공 여부에 영향을 미치지 않는 것으로 나타났다. 즉 기업의 과거 또는 현재의 특성보다는 캠페인 진행과정에서 설정되는 변수들이 펀딩 성공 여부에 더 큰 영향을 미치고 있음을 확인할 수 있었다.

그러나 전문투자자 참여율은 일정 수준 이상을 넘을 경우 전문투자자 참여율이 증가할수록 일반투자자 수와 일반투자자의 청약금액은 줄어드는 것으로 나타났다. 이는 전문투자자의 비중이 높아지면 이들의 투자만으로도 펀딩 목표금액에 쉽게 도달하기 때문에 일반투자자들의 펀딩 참여 기회는 그만큼 줄어들게 되는 것으로 해석할 수 있다. 즉, 전문투자자의 참여가 다른 일반투자자에게 프로젝트에 대한 긍정적인 신호(signal)로서 작용할 수도 있지만 전문투자자의 투자 한도 제한이 없는 상황에서 전문투자자의 비율이 과도하게 높아질 경우, 전문투자자의 참여는 일반투자자의 펀딩 참여를 제약하는 결과를 초래할 수 있다.

이러한 크라우드펀딩 성공 및 투자자의 펀딩 참여 결정요인에 대한 실증분석 결과는 실무적인 관점에서 기업의 펀딩 성공 전략 수립에 활용할

수 있을 것으로 기대한다. 예를 들어 펀딩 기간을 길게 잡거나, 목표 펀딩 금액을 낮게 설정하는 것은 자칫 투자자들에게 프로젝트에 대한 자신감이 부족한 것으로 받아들여져 오히려 펀딩 성공 가능성을 낮출 수 있음을 유의할 필요가 있다. 그리고 시장 활성화를 위해서 전문투자자의 참여를 확대하는 것은 펀딩 성공 여부 자체에 있어서는 도움이 될 수 있으나 일반 투자자의 펀딩 참여 기회를 제한할 수 있다는 점에서 다소 신중하게 접근할 필요가 있다. 마지막으로 보다 장기적인 관점에서 크라우드펀딩이 궁극적인 사업의 성공으로 이어질 수 있도록 펀딩 성공 이후에도 해당 기업의 사업 진행 경과에 대한 지속적인 모니터링, 전문투자자 등으로부터 추가 투자 자금 유치, 기업공개, 인수 및 합병 등을 통한 회수(exit) 지원 등의 관련 노력을 강화할 필요가 있다.

참 고 문 헌

참 고 문 헌

- 강영기, 2017, 투자형 크라우드펀딩의 활용과 법적 규제에 관한 고찰, 『안암법학』 52, 257-286.
- 금융위원회·금융감독원, 2016, 『중개업자·발행인·투자자를 위한 알기 쉬운 크라우드펀딩』.
- 금융위원회, 2018. 1. 25, 창업중소기업에 힘이 되는 크라우드펀딩 주요 동향 및 향후 계획, 보도자료.
- 김민수·이종건, 2016, 국내 증권형 크라우드펀딩에 대한 실증연구, 『한국산학기술학회논문지』 17-11.
- 김영도, 2018, 크라우드펀딩 자금조달의 유효성 분석, 『금융연구』.
- 박용린·김종민, 2016, 『해외 정부 벤처캐피탈의 현황 및 시사점』, 자본시장연구원 조사보고서 15-01.
- 박용린·김종민·남재우·장정모·천창민, 2017, 『국내 모험자본시장의 현황 분석과 발전 방향』, 자본시장연구원 연구총서 17-01.
- 박혜진, 2018a, 국내외 증권형 크라우드펀딩 현황 및 시사점, 자본시장연구원 『자본시장포커스』 2018-04.
- 박혜진, 2018b, 국내 증권형 크라우드펀딩 투자행태의 주요 특징, 자본시장연구원 『자본시장포커스』 2018-15.
- 석지웅, 2016, 『증권형 크라우드펀딩제도(온라인소액투자중개) 도입현황 및 시사점』, 예탁결제원.
- 성희환, 2013, 지분투자형 크라우드펀딩(Crowdfunding)의 규제체계 수립에 대한 연구, 『증권법연구』 14(2), 391-421.
- 신현탁, 2017, 크라우드펀딩 투자자에 대한 후견적 보호의 한계 및 펀딩 플랫폼 활성화 방안, 『증권법연구』 18(3), 81-111.

조유리 · 정원준 · 정현준, 2014, 크라우드펀딩 활성화 방안 연구, 방송통신정책연구원 『방송통신정책연구』.

천창민, 2015, 『미국의 증권형 크라우드펀딩규제와 시사점』, 자본시장연구원 조사보고서 15-08.

천창민, 2016, 증권형 크라우드펀딩 제도의 성공적인 안착과 발전을 위한 과제, 자본시장연구원 『자본시장WEEKLY』 2016-05.

최석웅 · 이두연 · 김원준 · 강재원, 2017, 크라우드펀딩 성공을 위한 실증 분석, 『벤처창업연구』 12-2.

Ahlers, G.K.C., Cumming, D., Günther, C., Schweizer, D., 2015, Signaling in equity crowdfunding, *Entrepreneurship Theory and Practice* 39(4) (2015), 955-980.

Agrawal, A., Catalini, C., Goldfarb, A., 2015, Are syndicates the killer app of equity crowdfunding? MIT Sloan school working paper 5126-15.

Baum, J.A.C., Silverman, B.S., 2004, Picking winners or building them? Alliance, intellectual, and human capital as selection criteria in venture financing and performance of biotechnology startups, *Journal of Business Venturing* 19(3), 411-436.

Belleflamme, P., Lambert, T., Schwienbacher, A., 2014, Crowdfunding: Tapping the right crowd, *Journal of Business Venturing* 29(5), 585-609.

Berger, A.N., Udell, G.F., 1998, The economics of small business finance: The roles of private equity and debt markets in the financial growth cycle, *Journal of Banking & Finance* 22(6-8), 613-673.

- Brealey, R., Leland, H. E., Pyle, D. H., 1977, Informational asymmetries, financial structure, and financial intermediation. *The Journal of Finance* 32(2), 371-387.
- Collins, L., 2012, *The venture crowd: Crowdfunding equity investment into business*, Nesta.
- Connelly, B., Ireland, R.D., 2011, Signaling theory: A review and assessment, *Journal of Management* 37(1), 39-67.
- Hornuf, L., Neuenkirch, M., 2017, Pricing shares in equity crowdfunding, *Small Business Economics* 48(4), 795-811.
- Ivanov, V.I., Knayazeva, A., 2018, Soft and hard information and singla extraction in securities crowdfunding, working paper.
- Leland, H.E., Pyle, D.H., 1977, Informational asymmetries, financial structure, and financial intermediation, *Journal of Finance* 32(2), 371-387.
- Li, Z., Duan, J.A., 2014, Dynamic strategies for successful online crowdfunding, working paper.
- Mendoza, J.M., Vermeulen, E.P.M., 2011, The 'new' venture capital cycle (part I): The importance of private secondary market liquidity, working paper.
- Mollick, E., 2014, The dynamics of crowdfunding: An exploratory study, *Journal of Business Venturing* 29(1), 1-16.
- Myers, S.C., Majluf, N.S., 1984, Corporate financing and investment decisions when firms have information that investors do not have, *Journal of Financial Economics* 13(2), 187-221.

OECD, 2011, *Financing High-Growth Firms: The Role of Angel Investors*.

Ralcheva, A., Roosenboom, P., 2016, On the road to success in equity crowdfunding, working paper.

Robb, A., Seamans, R., 2014, *The role of R&D in entrepreneurial finance and performance*. In *finance and strategy*, Emerald Group Publishing Limited.

Singh, A., 2018, *A year end look at equity crowdfunding in the US:2017*, Stradling.

Vismara, S., 2016, Information cascades among investors in equity crowdfunding. *Entrepreneurship Theory and Practice*.

예탁결제원 크라우드넷	www.crowdnet.or.kr
Nesta	www.nesta.org.uk
SEC	www.sec.gov
Thomson Reuters TAB	www.insidetab.io



자본시장연구원

Korea Capital Market Institute

서울시 영등포구 의사당대로 143

T 02.3771.0600 www.kcmi.re.kr

값 10,000원



ISBN 978-89-6089-208-8

박혜진 (Hyejin Park)

연구위원 / 경제학 박사

연구분야

- Financial Contracts
- Financial Intermediation
- Applied Microeconomic Theory

공경신 (Kyoung Shin Kong)

선임연구위원 / 경영학 석사