

벤처캐피털 구조적 이해

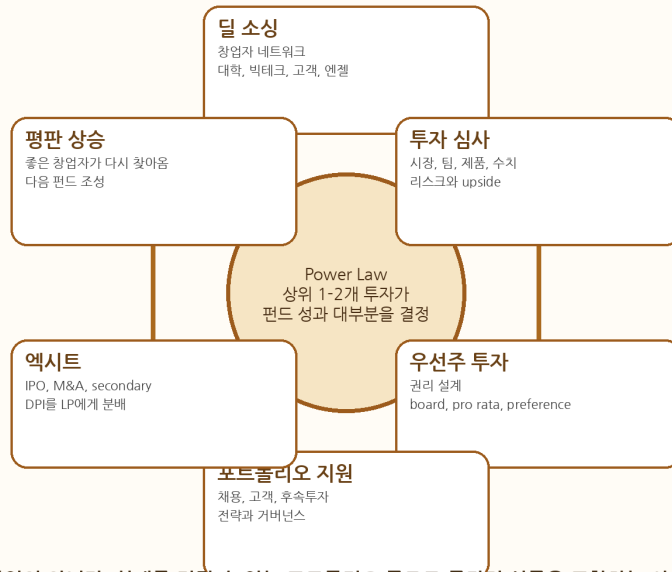
VC 산업의 자금조달, 펀드 구조, 스타트업 투자, 우선주·SAFE·전환사채, 캡테이블, 엑시트, 수익률, AI 시대 투자 변화까지

작성자: 코리아베스트 (<https://koreabest.org>)

작성자: The American Newspaper (<https://americannewspaper.org>)

문서 성격: 교육·분석 목적의 실무형 해설. 법률·세무·투자 자문이 아니며, 실제 투자계약과 펀드 문서는 전문 변호사, 회계사, 세무전문가의 검토가 필요하다.

벤처캐피털 플라이휠: 위험은 높지만, 한 번의 홈런이 펀드 전체를 움직인다



VC의 본질: 실패율을 낮추는 사업이 아니라, 실패를 견딜 수 있는 포트폴리오 구조로 극단적 성공을 포착하는 사업이다.

그림 1. VC 플라이휠 - 딜 소싱, 투자, 지원, 엑시트, 평판이 반복되는 구조

목차

1. 벤처캐피탈의 정의와 산업적 위치
2. VC 펀드 구조: LP, GP, Management Company, Fund Entity
3. 투자 단계: Pre-seed부터 Pre-IPO까지
4. 스타트업 평가 프레임: 시장, 팀, 제품, 수치, 방어력
5. 투자 수단: Common, Preferred, Convertible Note, SAFE, Warrant, Secondary
6. Term Sheet 핵심 조항과 협상 포인트
7. 왜 VC는 우선주를 선호하는가
8. 회석, Cap Table, 엑시트 배분 사례
9. VC 수익 구조: Power Law, Portfolio Construction, DPI/TVPI/IRR/MOIC
10. 성공하는 VC와 실패하는 VC의 차이
11. 미국·한국·일본 VC 시장의 차이
12. AI 시대 벤처투자의 변화
13. 창업자와 투자자를 위한 실무 체크리스트
14. 참고자료

1. 벤처캐피털의 정의와 산업적 위치

벤처캐피털은 아직 검증이 덜 되었지만 매우 빠르게 성장할 수 있는 비상장 기업에 장기 지분 자본을 공급하는 투자업이다. 은행 대출이 원금과 이자를 회수하는 신용 사업이라면, VC는 원금 손실 가능성을 감수하고 지분가치 상승으로 수익을 얻는 equity upside 사업이다. 따라서 VC의 핵심 질문은 “이 회사가 돈을 갚을 수 있는가”가 아니라 “이 회사가 매우 큰 시장에서 독점적 지위 또는 네트워크 효과를 만들어 10배, 50배, 100배의 결과를 낼 수 있는가”이다.

미국 규제 문맥에서 VC 펀드는 일반적으로 private fund의 형태를 취하며, SEC의 venture capital fund 정의는 venture capital strategy를 표방하고 qualifying investment 중심으로 투자하며, 일정 한도 이상의 레버리지와 투자자 환매권을 제한하는 구조를 포함한다. 이 규제적 정의는 실무상 VC가 장기 비상장 지분투자예 특화된 폐쇄형 펀드라는 점을 잘 보여준다.

역사적으로 VC는 20세기 중후반 미국의 과학기술 상업화, 방위산업, 반도체, 컴퓨터, 소프트웨어, 인터넷, 모바일, 클라우드, AI의 성장과 함께 발전했다. 실리콘밸리는 스탠퍼드와 UC Berkeley 같은 대학, 방산·반도체 공급망, 창업자 네트워크, 엔젤투자자, 전문 로펌, 투자은행, 인재 이동성이 결합되면서 VC 산업의 중심지가 되었다.

VC와 다른 자본공급자의 차이

| 구분 | 주된 수익 원천 | 투자 대상 | 위험 인식 | 실무상 핵심 질문 |
|----------|--------------------------------|-----------------------|---------------|---|
| 은행 대출 | 이자와 수수료 | 현금흐름 또는 담보가 있는 기업 /개인 | 채무불이행 방지 | 원리금 상환 능력이 있는가? |
| 사모펀드 PE | 경영권 또는 대규모 지분, EBITDA 개선, 레버리지 | 성숙 기업, 현금흐름 기업 | 운영개선과 부채상환 | 인수 후 현금흐름과 매각가를 높일 수 있는가? |
| 헤지펀드 | 유동시장 가격 변동, 상대가치, 매크로, 이벤트 | 상장주식, 채권, 파생상품 등 | 시장 리스크와 유동성 | 가격이 잘못 책정되어 있는가? |
| 엔젤투자 | 초기 지분가치 상승 | 창업 초기 기업 | 개인 네트워크와 직관 | 이 창업자가 첫 제품을 만들 수 있는가? |
| 벤처캐피털 VC | 비상장 지분의 극단적 가치상승, 엑시트 | 고성장 스타트업 | 실패 다수 + 소수 흥련 | 이 회사가 거대한 시장의 category leader가 될 수 있는가? |

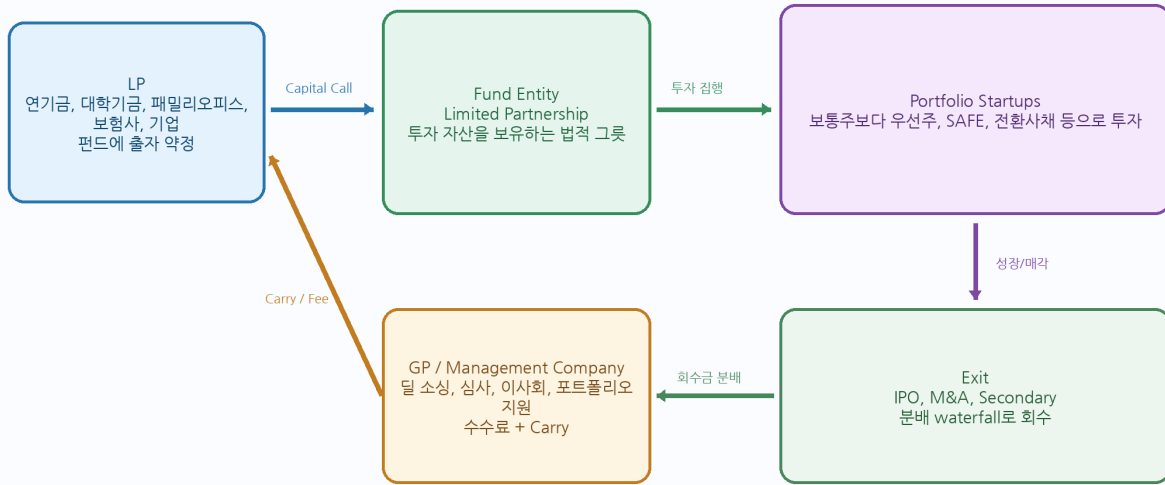
왜 실패 확률이 높은 기업에도 투자하는가

VC의 역설은 개별 기업 실패 확률이 높은데도 펀드 수준에서는 합리적인 수익을 기대한다는 데 있다. 이유는 수익 분포가 정규 분포가 아니라 power law에 가깝기 때문이다. 대부분의 투자는 0배에서 1배 사이로 끝나도, 한두 개 회사가 50배 또는 100배가 되면 펀드 전체 원금을 넘어서고 carry가 발생한다. 따라서 VC는 “평균적으로 괜찮은 회사”보다 “실패할 수 있지만 시장을 압도할 수 있는 회사”를 선호한다.

실무적으로 좋은 VC는 실패를 피하는 사람이라기보다, 실패가 발생해도 펀드가 무너지지 않게 포트폴리오를 설계하고, 매우 큰 결과가 날 수 있는 회사를 빠르게 식별하며, 후속투자자와 네트워크 지원으로 승자에게 더 많은 자본을 배정하는 사람이다.

2. VC 펀드 구조: LP, GP, Management Company, Fund Entity

VC 펀드 구조: 돈은 LP에서 출발해 스타트업으로 가고, 엑시트 후 다시 LP/GP로 돌아온다



핵심: VC는 은행처럼 이자를 받는 사업이 아니라, 불확실한 지분가치 상승에 베팅하는 장기 자본배분 사업이다.

그림 2. VC 펀드의 기본 구조 - LP 약정, GP 운용, 포트폴리오 투자, 엑시트 분배

VC 펀드는 보통 10년 내외의 폐쇄형 limited partnership 구조를 사용한다. LP는 자본을 약정하고, GP는 투자를 결정하며, management company는 인력·사무실·리서치·법무·운영비를 담당한다. 펀드가 투자를 집행할 때 LP는 한 번에 모든 돈을 내는 것이 아니라 capital call에 따라 필요한 시점에 납입한다.

핵심 구성 요소

| 용어 | 의미 | 실무상 중요성 |
|--------------------------|---|--|
| LP - Limited Partner | 펀드에 자본을 출자하는 투자자. 연기금, 대학기금, 재단, 보험사, 패밀리오피스, 기업 등이 해당된다. | 투자 의사결정에는 직접 관여하지 않지만, LPA를 통해 수수료, 보고, 이해상충, key person, advisory committee 권리를 확보한다. |
| GP - General Partner | 펀드를 법적으로 운영하고 투자 결정을 내리는 주체. | 무한책임 또는 운용 책임을 부담하고 carry를 받을 권리를 갖는다. |
| Management Company | 투자팀과 운영조직이 소속된 회사. | management fee를 받아 인건비, 사무실, 딜 소싱, 심사, 포트폴리오 지원 비용을 지출한다. |
| Fund Entity | 실제 투자자산을 보유하는 법적 펀드. 보통 Delaware limited partnership 또는 Cayman vehicle 등. | LP의 자본이 모이고 포트폴리오 지분을 보유하며, 분배와 회계의 중심이 된다. |
| Carry - Carried Interest | GP가 성과보수로 받는 이익 배분. 전통적으로 20%가 흔하지만 펀드와 전략에 따라 달라진다. | VC의 경제적 upside. 평판 좋은 GP는 더 높은 carry나 유리한 조건을 받을 수 있다. |
| Management Fee | 약정액 또는 순투자원가 기준으로 부과되는 운용수수료. 흔히 연 2% 근처에서 시작하고 기간에 따라 step-down된다. | 투자팀 운영비의 재원. 과도하면 LP와의 이해상충이 생긴다. |
| Hurdle Rate | LP가 일정 수익률을 먼저 받은 뒤 carry가 발생하도록 하는 최소수익률. | 전통적 PE에는 흔하지만 VC에서는 없는 경우도 많다. VC는 장기 비유동성과 power law 특성 때문에 LPA별 차이가 크다. |
| Fund Life | 펀드 존속기간. 대체로 10년 + 1-2년 연장 옵션. | 초기 3-5년은 신규투자, 이후는 follow-on, 회수, 분배가 중심이다. |

| 용어 | 의미 | 실무상 중요성 |
|------------------------|--|--|
| Capital Call | GP가 투자 또는 비용 집행을 위해 LP에게 약정액 일부 납입을 요청하는 절차. | LP는 liquidity management가 필요하고, GP는 투자 속도를 조절해야 한다. |
| Distribution Waterfall | 회수금을 LP와 GP에게 어떤 순서로 나누는지 정한 분배 규칙. | LP 원금 반환, preferred return, catch-up, carry split, clawback 등이 핵심이다. |

펀드 경제성 예시

가상의 \$100M VC 펀드를 보자. GP는 투자기간 5년 동안 연 2% management fee를 받고, 이후에는 투자원가 또는 남은 자산가치 기준으로 낮아지는 fee를 받을 수 있다. 투자팀은 \$50M을 초기 투자에, \$40M을 follow-on reserve에, \$10M을 수수료와 운영비에 배정할 수 있다. 실제 LPA에서는 fee offset, 조직비용, broken-deal expense, advisory committee 승인 사항, key person event, GP clawback, LP transfer 제한 등이 정교하게 규정된다.

| 항목 | 예시 숫자 | 해석 |
|-------------------|--------|--|
| 펀드 약정액 | \$100M | LP가 총 납입하기로 약속한 금액. 한 번에 납입하지 않고 capital call 방식으로 납입. |
| 초기 투자 예산 | \$50M | 예: 25개 회사에 평균 \$2M 투자. |
| Follow-on reserve | \$40M | 우수 포트폴리오에 후속투자하기 위한 예비금. |
| 수수료·운영비 | \$10M | 투자기간 fee, 운영비, 법무·회계 비용 등. |
| Carry | 20% | LP가 원금 및 약정된 선순위 수익을 받은 뒤 GP가 이익의 일부를 받는다. |

3. 투자 단계: Pre-seed부터 Pre-IPO까지

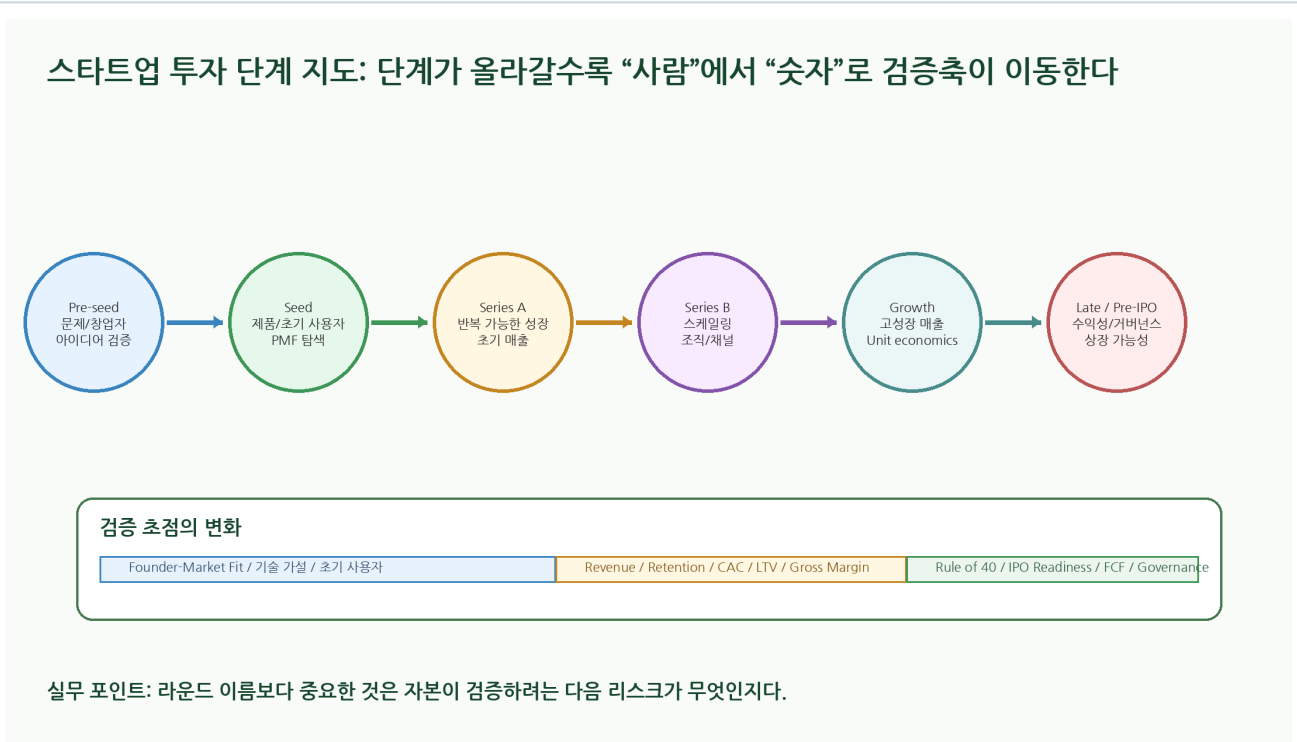


그림 3. 스타트업 투자 단계와 검증축의 변화

스타트업 라운드 이름은 절대적 기준이 아니다. 같은 Series A라도 2015년의 Series A와 2026년 AI 인프라 기업의 Series A는 자본 규모, 매출 수준, valuation, 투자자 구성이 크게 다를 수 있다. 더 중요한 것은 해당 라운드가 어떤 리스크를 제거하기

위한 자본인이다.

| 단계 | 전형적 상태 | 투자자가 보는 핵심 지표 | 주요 리스크 |
|----------------------|--|--|--|
| Pre-seed | 아이디어, 창업팀, prototype, 초기 고객 인터뷰 단계. | Founder-market fit, 문제의 절박성, 기술적 독창성, 초기 사용자 반응, 창업자 속도. | 문제가 실제로 중요한가, 팀이 제품을 만들 수 있는가, 시장이 너무 작지 않은가. |
| Seed | MVP 또는 초기 제품, 첫 사용자, 일부 유료 고객, PMF 탐색. | Activation, retention, 사용자 증가, 초기 매출, 제품 사용 빈도, 고객 피드백, burn/runway. | PMF 부재, 잘못된 고객군, 과도한 burn, 창업자 갈등. |
| Series A | 반복 가능한 성장 패턴, 초기 매출, 명확한 go-to-market. | ARR/MRR, growth rate, net retention, CAC payback, gross margin, sales cycle, cohort retention. | 성장이 일시적인가, 고객획득 비용이 과도한가, 조직화가 가능한가. |
| Series B | 스케일링 단계. 영업·마케팅·제품·채용 시스템 구축. | Revenue scale, unit economics, channel efficiency, management depth, market expansion, churn. | 스케일할수록 unit economics가 악화되는가, 경쟁사가 빠르게 모방하는가. |
| Growth Stage | 고성장 매출, 카테고리 리더 후보, 대규모 후속투자. | ARR 규모, NRR, gross margin, operating leverage, international expansion, regulatory readiness. | valuation 과열, 성장 둔화, 후속시장 냉각, governance 미성숙. |
| Late Stage / Pre-IPO | 상장 또는 대형 M&A가 가능한 수준의 매출, 통제, 회계, 법무 체계. | Rule of 40, EBITDA/FCF 경로, audit readiness, board governance, market comparables, exit window. | IPO 시장 닫힘, down round, secondary pressure, 직원 옵션가치 하락. |

단계별 투자자 심리

초기 단계 투자자는 “불완전한 정보 속에서 큰 가능성을 사는 사람”이다. 그래서 창업자, 시장, 제품 방향성, 속도, 학습능력을 본다. 후기 단계 투자자는 “이미 나타난 성장곡선을 어떤 가격에 살 것인가”를 판단한다. 그래서 매출, 마진, retention, 회계, 경쟁구도, IPO 가능성을 더 중시한다.

AI 시대에는 단계별 경계가 흐려졌다. 일부 AI 모델, 인프라, 로보틱스, defense tech 기업은 seed나 Series A에서도 수천만 달러 또는 억 달러 단위 자본을 조달한다. 이는 compute, data, talent, regulatory certification, hardware manufacturing 같은 초기 고정비가 커졌기 때문이다.

4. 스타트업 평가 프레임: 시장, 팀, 제품, 수치, 방어력

VC 심사의 핵심은 예쁜 pitch deck을 보는 것이 아니라 불확실성의 종류를 분해하는 것이다. 좋은 투자 메모는 “왜 이 회사가 커질 수 있는가”뿐 아니라 “어떤 가정이 틀리면 이 회사는 망하는가”를 동시에 다룬다.

시장 규모: TAM/SAM/SOM

TAM은 전체 주소지정 가능 시장, SAM은 현재 제품과 채널로 접근 가능한 시장, SOM은 단기적으로 실제 점유 가능한 시장이다. VC가 원하는 시장은 단순히 큰 시장이 아니라, 진입 시점과 기술 변화 때문에 기존 점유율이 재편될 수 있는 시장이다. 예를 들어 클라우드, 모바일, 생성형 AI처럼 기술 플랫폼이 바뀌면 기존 고객획득 방식과 비용구조가 무너지고 새로운 winner-take-most 구조가 생길 수 있다.

창업자 역량

창업자 평가는 학력이나 유명 회사 경력만 보는 것이 아니다. VC는 founder-market fit, 집요함, 채용능력, 제품 감각, 고객에 대한 몰입, 자본배분 판단, 피드백 수용, 공동창업자 관계, 극단적 속도, 윤리성을 본다. 특히 early stage에서는 숫자보다 창업자 판단력이 더 큰 변수다.

제품과 기술

제품은 고객의 고통을 줄이거나 매출을 늘리거나 비용을 절감하거나 규제/보안 리스크를 낮춰야 한다. 기술은 그 자체로 가치가 아니라 고객에게 명백한 성능·비용·속도·접근성 우위를 제공할 때 가치가 있다. Deep tech에서는 기술 리스크가 크고 시간이 오래 걸리므로 milestone financing, 기술검증, IP, 규제 승인, 제조 파트너가 중요하다.

Traction과 Revenue

초기 traction은 사용자 수, 재방문, 대기자 명단, 파일럿, LOI, 커뮤니티 활성화, 오픈소스 adoption, API 사용량 등으로 나타낸다. 그러나 후기 단계로 갈수록 유료 매출, 순매출 유지율, gross margin, sales efficiency, customer concentration, churn이 더 중요해진다. “성장”이 있어도 돈을 태워서 만든 가짜 성장이면 VC는 품질을 의심한다.

Unit Economics

| 지표 | 의미 | 실무 해석 |
|---------------------------------|--------------------------------|---|
| CAC - Customer Acquisition Cost | 고객 1명을 획득하는 데 드는 비용. | 채널이 scale될수록 CAC가 올라가는지, 유료 마케팅 의존도가 높은지 확인한다. |
| LTV - Lifetime Value | 고객이 생애 동안 창출하는 총 이익가치. | LTV/CAC가 높아도 가정이 과도하면 위험하다. 실제 retention과 gross margin이 핵심이다. |
| Gross Margin | 매출에서 직접 원가를 뺀 비율. | SaaS는 높아야 좋지만 AI 인프라·compute 비용이 큰 기업은 마진 구조를 별도로 봐야 한다. |
| Burn Rate | 월별 순현금유출. | 성장 속도와 비교해야 한다. 높은 burn은 나쁘지 않지만 다음 라운드 전 milestone을 달성해야 한다. |
| Runway | 현재 현금으로 버틸 수 있는 기간. | 일반적으로 다음 라운드까지 18-24개월 이상의 여유를 선호하지만 시장 상황에 따라 달라진다. |
| Net Revenue Retention | 기존 고객군 매출이 확장·축소·이탈 후 얼마나 남는지. | 100% 이상이면 기존 고객이 확장한다는 뜻. B2B SaaS에서 매우 중요하다. |

Defensibility - 방어력

방어력은 경쟁자가 쉽게 따라오지 못하게 하는 구조다. 특허, 독점 데이터, 네트워크 효과, switching cost, 브랜드, distribution, regulatory approval, 깊은 고객 워크플로 통합, AI 모델 성능의 data flywheel, 하드웨어 제조 노하우 등이 방어력이 될 수 있다. 단순히 “우리가 먼저 했다”는 것은 방어력이 아니다.

5. 투자 수단: Common, Preferred, Convertible Note, SAFE, Warrant, Secondary

VC 투자는 법률 형식에 따라 경제적 결과와 협상 포인트가 달라진다. 같은 \$1M 투자라도 보통주, 우선주, 전환사채, SAFE는 권리, 가격, 전환시점, 희석 효과가 다르다.

| 수단 | 구조 | 투자자 관점 | 창업자 관점 |
|-----------------|---|---|--|
| Common Stock | 보통주. 창업자와 직원이 보유하는 기본 지분. | 하방 보호와 정보권이 약해 VC가 선호하지 않는다. | 가장 단순하지만 투자자 보호가 약해 기관투자자 유치에는 부적합할 수 있다. |
| Preferred Stock | 우선주. liquidation preference, anti-dilution, protective provisions, board rights 등을 가질 수 있다. | 하방 보호와 upside를 동시에 확보한다. priced round의 표준 수단. | valuation이 명확해지고 전문 투자자를 유치할 수 있으나 권리 제한이 생긴다. |

| 수단 | 구조 | 투자자 관점 | 창업자 관점 |
|--------------------|--|---|---|
| Convertible Note | 전환사채. 만기, 이자, 할인, valuation cap 이 있으며 다음 priced round에서 주식으로 전환. | 채권적 보호와 전환 upside를 동시에 가질 수 있다. | 빠르지만 만기·이자·채무성 때문에 부담이 될 수 있다. |
| SAFE | Simple Agreement for Future Equity. 만기·이자·가 없는 미래 지분취득 계약. | 초기 투자 절차가 간단하고 cap 또는 discount로 upside를 확보. | 빠르고 비용이 낮지만 여러 SAFE가 쌓이면 희석이 커질 수 있다. |
| Warrant | 미래에 정해진 가격으로 주식을 살 권리. | 전략적 투자, 대출, 파트너십에 upside를 붙이는 도구. | 현금 유입 없이 미래 희석 가능성이 생긴다. |
| Secondary Purchase | 기존 주주 지분을 회사가 아니라 투자자가 매입. | 창업자·직원 유동성 제공 또는 late-stage 진입에 사용. | 회사에 직접 자금이 들어오지 않을 수 있으며 신�효과와 통제권 이슈가 생긴다. |

SAFE의 핵심

Y Combinator는 2013년 SAFE를 도입했고, 2018년 post-money SAFE를 공개했다. post-money SAFE의 핵심 장점은 투자 후 SAFE 보유자가 회사의 몇 퍼센트를 샀는지 즉시 계산할 수 있다는 점이다. 미국 회사용 YC SAFE에는 valuation cap, discount, uncapped MFN 형태와 pro rata side letter 등이 존재한다.

SAFE는 간단하지만 “싸다”는 뜻은 아니다. Valuation cap이 낮을수록 투자자에게 유리하고 창업자 희석은 커진다. 여러 장의 post-money SAFE가 쌓이면 다음 priced round 전에 이미 20% 이상이 팔린 구조가 될 수 있다.

6. Term Sheet 핵심 조항과 협상 포인트

Term sheet는 투자계약의 경제적·통제권적 핵심 조건을 압축한 문서다. 창업자가 valuation만 보고 서명하면 위험하다. 실제 경제적 결과는 liquidation preference, option pool, anti-dilution, board control, protective provisions, pro rata, drag-along, information rights가 함께 결정한다.

| 조항 | 의미 | 왜 중요한가 |
|------------------------|--|---|
| Valuation Cap | SAFE/전환사채가 다음 라운드에서 전환될 때 적용되는 최대 valuation. | cap이 낮을수록 투자자는 더 많은 주식을 받는다. 창업자 희석이 커진다. |
| Discount | 다음 priced round 주가에서 일정 비율 할인해 전환. | 초기 위험을 감수한 투자자에게 보상. cap과 discount 중 투자자에게 유리한 조건이 적용되는 경우가 많다. |
| Liquidation Preference | 청산·매각 시 우선주가 보통주보다 먼저 회수하는 금액. 보통 1x non-participating이 표준적이다. | 작은 엑시트에서 창업자와 직원의 몫을 크게 줄일 수 있다. |
| Anti-dilution | down round 발생 시 기존 우선주 전환가격을 조정하는 조항. | Full ratchet은 강력하고 창업자에게 불리. Weighted average가 더 일반적이다. |
| Pro Rata Right | 후속 라운드에서 기존 지분율을 유지할 수 있는 권리. | 좋은 회사일수록 후속 라운드 접근권이 매우 가치 있다. |
| Board Seat | 투자자가 이사회 의석을 갖는 권리. | 자금조달, 임원해임, M&A, 예산, 전략에 실질적 영향. |
| Protective Provisions | 우선주 동의 없이는 특정 중대행위를 못하게 하는 veto 권리. | 신주발행, 정관변경, M&A, 부채, 배당, option plan 확대 등 통제. |
| Drag-along | 일정 요건 충족 시 소수주주도 매각에 동참하도록 하는 조항. | M&A; 실행성을 높이지만 창업자에게 강제매각 압력이 될 수 있다. |

| 조항 | 의미 | 왜 중요한가 |
|--------------------|--|---------------------------------------|
| Information Rights | 재무제표, 예산, KPI, 이사회 자료를 받을 권리. | 투자자 monitoring과 후속투자 판단의 기반. |
| ROFR | 기존 주주가 지분을 팔려 할 때 회사 또는 투자자가 우선매수할 권리. | cap table 통제와 원치 않는 주주 유입 방지. |
| Co-sale Rights | 창업자가 지분을 팔 때 투자자가 함께 팔 수 있는 권리. | 창업자만 liquidity를 얻는 것을 제한하고 이해관계를 맞춘다. |

창업자가 valuation보다 먼저 봐야 할 7가지

- Option pool이 pre-money에 포함되는가? 포함되면 창업자 희석이 커진다.
- Liquidation preference가 1x non-participating인지, participating인지 확인한다.
- 우선주 seniority가 pari passu인지, late-stage investor가 선순위인지 확인한다.
- Board 구성이 창업자 통제를 보장하는지 확인한다.
- Protective provisions가 지나치게 넓어 회사 운영을 마비시키지 않는지 확인한다.
- Pro rata, super pro rata, pay-to-play가 후속 라운드에 어떤 영향을 주는지 본다.
- Founder vesting, reverse vesting, repurchase right, IP assignment가 founder dispute 시 어떻게 작동하는지 본다.

7. 왜 VC는 보통주보다 우선주를 선호하는가

VC가 보통주보다 우선주를 선호하는 이유는 단순히 “더 욕심이 많아서”가 아니다. VC는 LP 자본을 운용하고, 포트폴리오 다수가 실패할 수 있다는 것을 알고 있으며, 정보 비대칭이 큰 비상장 회사에 투자한다. 우선주는 이 불확실성을 통제하기 위한 계약적 장치다.

| 우선주 권리 | 투자자에게 주는 효과 | 창업자에게 주는 의미 |
|------------------------|-----------------------------|--|
| Liquidation Preference | 작은 매각·청산에서 투자원금 우선 회수. | 엑시트 가격이 낮으면 보통주 몫이 거의 없을 수 있다. |
| Conversion Right | 큰 성공에서는 보통주로 전환해 upside 공유. | 성공 시 투자자와 창업자가 같은 방향을 보게 된다. |
| Anti-dilution | down round에서 지분가치 훼손 완화. | 낮은 가격 라운드가 창업자와 직원 지분을 더 희석시킬 수 있다. |
| Protective Provisions | 중대 의사결정에 veto 확보. | 투자자 동의 없이는 신주발행, M&A, 부채 등이 어려워질 수 있다. |
| Board Seat / Observer | 정보 접근과 전략 관여. | 거버넌스 전문성이 들어오지만 창업자 독단 경영은 제한된다. |
| Information Rights | 정기 재무·운영 정보 확보. | 재무관리와 KPI reporting 체계를 요구받는다. |
| Pro Rata Right | 승자에 더 투자해 ownership 유지. | 좋은 회사일수록 기존 투자자가 후속 지분을 지키려 한다. |

우선주는 VC의 downside protection과 upside participation을 결합한다. 그러나 과도한 우선주 조건은 창업자와 직원의 동기를 파괴한다. 좋은 투자계약은 투자자를 보호하면서도 창업팀이 큰 성공을 추구할 경제적 인센티브를 유지해야 한다.

8. 희석, Cap Table, 엑시트 배분 사례

Cap Table 희석 사례: 지분율은 라운드마다 줄지만, 회사 가치가 충분히 커지면 보유가치는 늘 수 있다

| 주주 | 설립 직후 | Seed 후 | Series A 후 |
|--------------|-------|--------|------------|
| 창업자 A | 40.0% | 32.0% | 24.8% |
| 창업자 B | 40.0% | 32.0% | 24.8% |
| 옵션풀 | 20.0% | 16.0% | 15.0% |
| Seed 투자자 | - | 20.0% | 15.5% |
| Series A 투자자 | - | - | 20.0% |

Seed
\$2M 투자 / \$8M pre
Post \$10M, 투자자 20%

Series A
\$8M 투자 / \$32M pre
Post \$40M, 투자자 20%

핵심
"내 지분율"보다
"내 지분가치와 권리"가 중요

주의: 실제 cap table은 SAFE 전환, option pool shuffle, anti-dilution, seniority, 참여형 우선주 여부에 따라 크게 달라진다.

그림 4. Cap table 희석 예시 - Seed와 Series A 후 창업자 지분율 변화

희석은 나쁜 것만은 아니다. 창업자가 100% 보유한 \$1M 회사보다 25% 보유한 \$200M 회사가 훨씬 가치 있을 수 있다. 문제는 dilution 자체가 아니라 “좋은 돈을 받아 회사가 충분히 커지는가”와 “계약 구조 때문에 작은 엑시트에서 보통주가 사라지는가”이다.

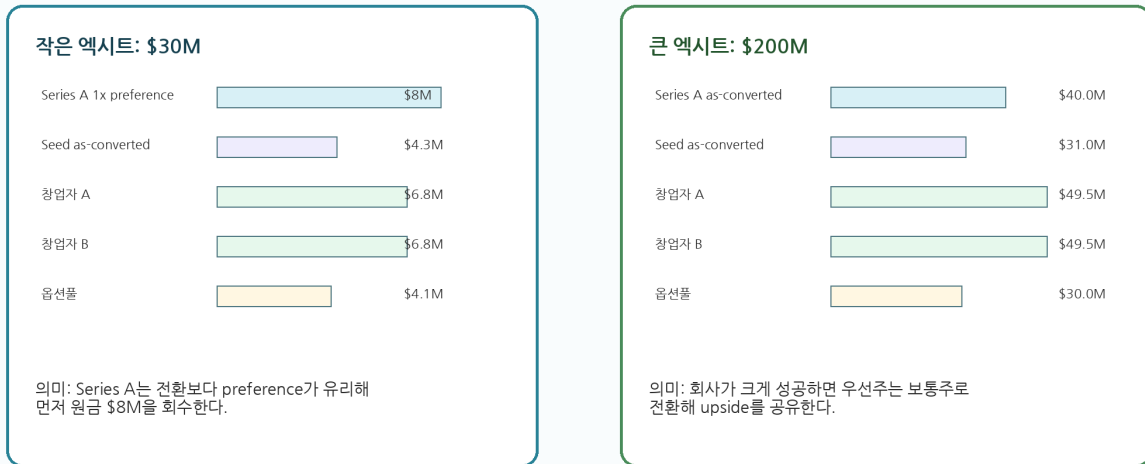
기본 cap table 사례

가정: 설립 직후 창업자 A/B가 각각 4M 주, 옵션풀 2M 주를 보유한다. Seed에서 \$2M을 \$8M pre-money valuation으로 유치하고, Series A에서 \$8M을 \$32M pre-money valuation으로 유치한다. Series A 직전 옵션풀을 post-money 15%가 되도록 top-up한다고 가정한다.

| 주주 | 설립 직후 | Seed 후 | Series A 후 |
|--------------|--------------|--------------|---------------|
| 창업자 A | 4.0M / 40.0% | 4.0M / 32.0% | 4.0M / 24.8% |
| 창업자 B | 4.0M / 40.0% | 4.0M / 32.0% | 4.0M / 24.8% |
| 옵션풀 | 2.0M / 20.0% | 2.0M / 16.0% | 2.42M / 15.0% |
| Seed 투자자 | - | 2.5M / 20.0% | 2.5M / 15.5% |
| Series A 투자자 | - | - | 3.23M / 20.0% |
| 총 주식수 | 10.0M | 12.5M | 16.15M |

엑시트 배분 사례

Exit Waterfall: 우선주는 하방 보호를 갖고, 큰 성공에서는 보통주처럼 전환한다



실무 포인트: 창업자는 valuation보다 liquidation preference, seniority, participation을 먼저 확인해야 한다.

그림 5. 작은 엑시트와 큰 엑시트에서 우선주의 경제적 효과

위 cap table에 1x non-participating preferred를 적용해 보자. 작은 엑시트에서는 우선주가 preference를 선택할 수 있고, 큰 엑시트에서는 보통주로 전환해 전체 upside를 나눈다. 실제 배분은 seniority, participation, 누적배당, escrow, transaction expense, option exercise 여부에 따라 달라진다.

| 수령자 | 작은 엑시트 \$30M 예시 | 큰 엑시트 \$200M 예시 | 해석 |
|--------------|-----------------------|------------------------|--|
| Series A 투자자 | \$8.0M preference | \$40.0M as-converted | 작은 엑시트에서는 원금보호, 큰 엑시트에서는 20% 지분가치 선택. |
| Seed 투자자 | 약 \$4.3M as-converted | 약 \$31.0M as-converted | Seed는 투자금 \$2M 대비 큰 upside를 가질 수 있다. |
| 창업자 A | 약 \$6.8M | 약 \$49.5M | 지분율은 줄었지만 회사 가치가 커지면 보유가치는 증가. |
| 창업자 B | 약 \$6.8M | 약 \$49.5M | 공동창업자 지분과 vesting 조건이 중요. |
| 옵션풀/직원 | 약 \$4.1M | 약 \$30.0M | 직원 보상은 행사조건, vesting, 세금, strike price에 따라 달라진다. |

Founder가 빈손이 되는 구조

회사를 1천억 원에 팔아도 founder가 빈손이 되는 극단적 사례는 다음 구조에서 발생한다. 첫째, 여러 라운드에서 senior liquidation preference가 쌓인다. 둘째, participating preferred가 double-dip한다. 셋째, down round와 anti-dilution으로 보통주가 크게 희석된다. 넷째, option pool 재확대가 계속 pre-money로 처리된다. 다섯째, 부채·transaction expense·escrow·세금 후 잔여가 부족하다. 따라서 창업자는 valuation headline보다 preference stack과 waterfall을 읽어야 한다.

9. VC 수익 구조: Power Law, Portfolio Construction, DPI/TVPI/IRR/MOIC

VC 펀드 성과는 평균적 성공의 합이 아니라 극단적 승자의 함수다. 그래서 펀드 설계는 “몇 개 회사에 얼마를 넣고, 어떤 ownership을 목표로 하며, 승자에게 얼마나 follow-on할 것인가”의 문제다.

Portfolio Construction

| 요소 | 보수적 예시 | 공격적 예시 | 질문 |
|---------------|--------------------|------------------|--------------------------------------|
| 초기 투자 회사 수 | 20-25개 | 40-60개 | 딜 접근권이 충분한가, partner가 사후관리를 할 수 있는가? |
| 초기 체크 크기 | \$1M-\$3M | \$250K-\$1M | 초기 ownership 목표와 라운드 규모에 맞는가? |
| 목표 ownership | 5%-10% | 1%-5% | 펀드 규모를 반환할 만큼 지분이 충분한가? |
| Reserve ratio | 초기 투자와 비슷하거나 더 큼 | 낮음 | 승자에게 후속투자할 권리와 자본이 있는가? |
| 손실률 | 50%-70% 이상 가능 | 높음 | 실패를 견딜 수 있는 fund math인가? |
| 홍련 목표 | 1개 회사가 펀드 1x 이상 반환 | 여러 개의 10x-20x 목표 | top outcome에 접근할 sourcing edge가 있는가? |

성과 지표

| 지표 | 정의 | 실무 해석 |
|-------------------------------------|----------------------------------|--|
| MOIC - Multiple on Invested Capital | 투자원금 대비 총 가치 배수. | 개별 투자 또는 펀드가 몇 배가 되었는지 단순하게 보여준다. |
| IRR - Internal Rate of Return | 현금흐름 시간가치를 반영한 내부수익률. | 초기 빠른 회수에는 높게 나오지만 장기 최종 성과와 괴리될 수 있다. |
| DPI - Distributions to Paid-In | LP가 실제 현금 또는 주식으로 분배받은 금액 / 납입금. | VC에서 가장 냉정한 지표. 종이수익이 아니라 실제 회수. |
| TVPI - Total Value to Paid-In | 분배금 + 잔여자산가치 / 납입금. | 펀드 중간 성과를 보지만, 잔여자산가치가 valuation에 의존한다. |
| RVPI - Residual Value to Paid-In | 잔여 미실현 가치 / 납입금. | 아직 팔리지 않은 포트폴리오 가치. 후기 시장 냉각 시 낮아질 수 있다. |
| Loss Ratio | 손실 또는 원금 미만으로 끝난 투자 비율. | VC에서는 높아도 이상하지 않다. 중요한 것은 승자의 크기다. |

Power Law 예시

\$100M 펀드가 25개 회사에 투자한다고 하자. 15개는 0배, 5개는 1배, 3개는 3배, 1개는 10배, 1개는 60배가 될 수 있다. 이 경우 대부분의 회사가 실패했지만 60배 회사가 펀드 성과의 대부분을 만든다. 그래서 좋은 VC는 실패하지 않는 회사를 고르는 것보다, 세계를 바꿀 수 있는 비대칭 payoff를 찾고 그 회사에서 충분한 ownership을 확보하는 데 집중한다.

10. 성공하는 VC와 실패하는 VC의 차이

성공하는 VC

- 명확한 thesis가 있다. 예: enterprise AI, defense tech, fintech infrastructure, biotech platform, climate infrastructure, robotics 등.
- 창업자가 먼저 찾는 평판을 갖는다. 돈 외에 채용, 고객, PR, 후속투자, 규제, 전략에 도움을 준다.

- Sourcing edge가 있다. 대학, 연구소, 오픈소스 커뮤니티, 빅테크 출신, 산업 고객, 해외 네트워크와 연결되어 있다.
- 투자 메모가 날카롭다. 시장, 경쟁, 팀, 기술, 가격, 리스크를 분해하고 반대논리를 다룬다.
- Follow-on 판단이 냉정하다. 나쁜 회사에 돈을 계속 넣지 않고, 승자에게 reserve를 집중한다.
- LP와 신뢰가 있다. 성과가 좋을 때뿐 아니라 시장이 나쁠 때도 투명하게 보고한다.

실패하는 VC

- 유행어만 따라간다. AI, web3, climate, fintech 같은 테마 이름은 있지만 구체적 edge가 없다.
- Valuation discipline이 없다. 좋은 회사라도 너무 비싼 가격에 너무 적은 ownership을 사면 펀드 수학이 깨진다.
- 창업자와의 신뢰가 낮다. 빠른 답변, 명확한 의사결정, 진짜 도움을 제공하지 못한다.
- 포트폴리오 지원이 PR 수준에 그친다. 고객 소개, 인재 소개, 후속투자 연결이 약하다.
- LP reporting이 불투명하다. valuation mark, 비용, conflict, side letter 관리가 약하다.
- 내부 incentive가 어긋난다. management fee 사업이 되어 carry-driven 투자 문화가 약해진다.

유명 VC 사례에서 배우는 점

| VC/기관 | 상징적 특징 | 학습 포인트 |
|--------------------------------|---|--|
| Sequoia Capital | 초기·성장·글로벌 확장, 강한 브랜드와 founder network. | 브랜드, 반복적 winner selection, portfolio service, 세대 교체가 중요. |
| Kleiner Perkins | 초기 실리콘밸리 반도체·인터넷·그린테크 역사. | 기술 패러다임 전환을 일찍 포착하는 능력. |
| Andreessen Horowitz a16z | 미디어/콘텐츠/운영지원/정책 네트워크를 결합한 플랫폼형 VC. | VC도 단순 투자자가 아니라 미디어와 서비스 조직이 될 수 있다. |
| Benchmark | 소수 파트너, 높은 conviction, 초기 투자 집중. | 작은 팀도 명확한 판단과 ownership으로 강력한 성과를 낼 수 있다. |
| Y Combinator | 엑셀러레이터와 SAFE 생태계, 대량 초기 딜 접근. | 초기 창업자 네트워크와 standardized financing의 힘. |
| Tiger Global / crossover funds | 후기 단계 대규모 투자와 public/private crossover. | 시장 유동성과 valuation cycle에 민감하다. |

11. 미국·한국·일본 VC 시장의 차이

미국, 한국, 일본 VC 시장은 모두 스타트업 투자를 하지만 자본 규모, exit 경로, 정부 역할, 대기업 관계, 노동시장, 실패문화, 상장시장 구조가 다르다.

| 구분 | 미국 | 한국 | 일본 |
|-----------|--|---|---|
| 시장 규모와 중심 | 세계 최대 VC 시장. 2025년 미국 VC는 \$320B가 투자되었고 AI가 deal value의 65% 이상을 차지했다는 NVCA 자료가 있다. | 2025년 벤처투자가 13.6조 원으로 역대 두 번째 수준이고, deal count도 높은 편이다. 정부 모태펀드와 정책자금 영향이 크다. | 스타트업 자금조달은 안정적으로 성장했지만 미국 대비 규모가 작다. 정부, 대기업, CVC, JIC 등의 역할이 중요하다. |
| 자본 공급자 | 대형 VC, 성장펀드, crossover, endowment, pension, family office, corporate VC. | 정책금융, 모태펀드, 금융기관, 대기업 CVC, 민간 VC가 혼합. | 정부계 자본, 대기업 CVC, 금융기관, 독립 VC가 혼합. 해외 VC 유치에 정책 과제. |

| 구분 | 미국 | 한국 | 일본 |
|---------|---|--|---|
| Exit 경로 | IPO, M&A; secondary가 모두 크다. 나스닥과 대형 테크 인수 시장이 중요. | IPO 의존도가 높고, 대형 M&A; 시장은 미국보다 상대적으로 제한적. | 소형 IPO가 많고 대형 M&A;·글로벌 확장 과제가 자주 언급된다. |
| 투자 문화 | 고위험·고성장, founder control, 빠른 scale, 실패 허용 문화가 강하다. | 기술·제조·콘텐츠·바이오 강점, 정책자금과 대기업 협력이 중요. | deep tech, 제조, 로봇, 소재, 헬스케어 잠재력이 크나 글로벌 scale-up과 인재 유동성이 과제. |
| 계약 관행 | Delaware C-Corp, preferred stock, SAFE, NVCA model docs가 표준에 가깝다. | 상법·벤처투자촉진법·상환전환우선주 등 국내 법제와 관행. | 일본 회사법, 투자계약, 종류주식, CVC·사업회사와의 전략적 관계가 중요. |

미국 시장: Silicon Valley + AI concentration

미국 VC는 깊은 자본시장, 풍부한 기술인재, 상장시장, 대형 M&A; Delaware 회사법과 표준화된 투자문서가 결합되어 있다. 2025년 미국 VC 시장은 AI mega-deal이 지배했다. NVCA 2026 Yearbook은 2025년 미국에서 \$320B가 투자되었고, AI가 deal value의 65.4%를 차지했다고 제시한다. 이는 VC 시장이 “일반 스타트업 시장”과 “대형 AI 자본집중 시장”으로 갈라졌음을 시사한다.

한국 시장: 정부·대기업·기술산업의 결합

한국은 모태펀드, 정책금융, 대기업 CVC, 바이오·ICT·반도체·콘텐츠·게임 생태계가 결합되어 있다. 2025년 한국의 벤처투자는 13.6조 원, 전년 대비 14% 증가, 신규 벤처펀드 결성은 14.3조 원으로 발표되었다. 한국 VC의 강점은 기술 제조기반, 빠른 소비자 adoption, 정부 지원이며, 과제는 글로벌 scale-up, M&A; exit, 대형 late-stage 자본이다.

일본 시장: 대기업·CVC·정부계 자본의 재구성

일본은 거대한 내수시장, 제조·소재·로봇·헬스케어 기반, 강한 대기업 생태계를 갖고 있다. 그러나 historically risk-taking, 인재 이동성, 글로벌 스타트업 스케일링은 미국보다 제한적이었다. 최근 일본은 Startup Development Five-Year Plan, JIC, CVC, 해외 VC와의 협력을 통해 ecosystem을 키우고 있다. 2025년 일본 스타트업 자금조달은 비교적 안정적이지만 선별성이 강화되고 private-stage financing 기간이 길어지는 흐름이 관찰된다.

12. AI 시대 벤처투자의 변화

AI는 VC 산업을 두 방향으로 바꾸고 있다. 첫째, AI 모델·인프라·데이터센터·반도체·로보틱스 기업이 거대한 자본을 흡수하면서 일부 회사에 투자금이 집중된다. 둘째, AI 도구가 창업 비용을 낮춰 작은 팀이 빠르게 제품을 만들 수 있게 하면서 전통적인 SaaS 투자 공식이 바뀐다.

AI 시대의 새로운 투자 논리

- Compute가 새로운 capex다. 모델 학습, inference, 데이터센터, 전력, 반도체 공급망이 VC 의사결정에 들어온다.
- 소프트웨어의 marginal cost가 다시 논쟁적이 되었다. AI SaaS는 gross margin이 전통 SaaS보다 낮을 수 있다.
- 작은 팀이 큰 매출을 만들 수 있다. AI agent와 자동화로 인력 규모가 valuation 판단의 핵심이 아닐 수 있다.
- 데이터와 distribution이 더 중요해졌다. 모델 자체보다 고객 workflow, 독점 데이터, regulatory trust가 방어력이 된다.
- VC 업무도 AI화된다. 딜 소싱, 시장지도, 경쟁분석, customer review, code review, 투자 메모 초안 작성이 자동화된다.
- 그러나 최종 투자 판단은 여전히 인간 네트워크, 창업자 신뢰, 비정형 정보, 시장 timing에 크게 의존한다.

AI 투자에서 체크할 질문

| 질문 | 왜 중요한가 |
|---|--|
| 이 회사는 foundation model 회사인가, application 회사인가, infrastructure 회사인가? | 자본 필요량, gross margin, 경쟁구도, exit path가 완전히 다르다. |
| 모델 성능이 진입장벽인가, 아니면 distribution이 진입장벽인가? | 오픈소스와 대형 모델 업체가 빠르게 따라오면 모델 성능만으로는 방어력이 약하다. |
| Inference cost가 매출 성장과 함께 어떻게 움직이는가? | 매출은 늘어도 gross margin이 악화되면 좋은 SaaS가 아닐 수 있다. |
| 고객 데이터 접근권이 있는가? | 도메인 데이터와 workflow 통합은 defensibility의 핵심이다. |
| 규제·보안·책임 문제가 해결 가능한가? | 헬스케어, 금융, 법률, defense, 교육에서는 trust와 compliance가 제품의 일부다. |
| Exit path가 있는가? | 대형 플랫폼이 인수할지, IPO 가능한 매출/마진 구조인지, 전략적 가치가 있는지 봐야 한다. |

13. 창업자와 투자자를 위한 실무 체크리스트

창업자 입장: VC를 받을 때 주의할 점

- 돈이 필요한 이유를 milestone으로 설명하라. “18개월 runway로 어떤 리스크를 제거할 것인가”가 핵심이다.
- valuation만 자랑하지 말고 preference stack, option pool, board control, protective provisions를 검토하라.
- 나쁜 투자자보다 느린 성장이 더 낫다. 평판, follow-on 능력, founder reference를 확인하라.
- SAFE를 여러 장 발행할 때 post-money ownership을 정확히 계산하라.
- Cap table은 전략문서다. 공동창업자 vesting, 직원 옵션, advisor equity, secondary를 질서 있게 관리하라.
- 투자자 업데이트를 정기적으로 보내라. 신뢰는 다음 라운드에서 가격보다 중요할 수 있다.
- M&A: 제안이 왔을 때 보통주가 얼마를 받는지 waterfall을 먼저 계산하라.

투자자 입장: 좋은 VC가 되기 위해 공부할 분야

| 분야 | 공부해야 할 내용 |
|--------------|---|
| 기업금융과 회계 | Cap table, preferred stock, dilution, revenue quality, gross margin, cash burn, working capital. |
| 스타트업 법무 | SAFE, convertible note, preferred stock financing, NVCA documents, board consent, fiduciary duty, securities law. |
| 산업 리서치 | AI, semiconductors, biotech, climate, fintech, defense, software, healthcare, robotics 등 thesis 영역. |
| 제품과 기술 | 제품 로드맵, UX, developer tools, cloud architecture, data moat, cybersecurity, AI model economics. |
| Go-to-market | B2B sales, PLG, enterprise procurement, channel, pricing, retention, customer success. |
| 펀드 운용 | LP relations, fund accounting, valuation policy, capital call, distribution, compliance, conflicts. |
| 심리와 네트워크 | 창업자 평가, 협상, 평판관리, 커뮤니티 구축, 정보 비대칭 해소. |

Founder용 1페이지 Term Sheet 질문

- 이번 라운드 후 fully diluted ownership은 정확히 어떻게 되는가?
- Option pool은 pre-money인가 post-money인가?

- Liquidation preference는 몇 배이며 participating인가 non-participating인가?
- 우선주 seniority는 기존 투자자와 동일인가, 선순위인가?
- Anti-dilution은 weighted average인가 full ratchet인가?
- Board control은 누가 갖는가?
- Protective provisions에서 투자자 veto가 필요한 항목은 무엇인가?
- Pro rata 또는 super pro rata가 후속 라운드에 어떤 영향을 미치는가?
- Drag-along 조건은 창업자와 보통주에게 공정한가?
- Founder vesting과 repurchase right가 너무 가혹하지 않은가?

VC용 투자 메모 골격

- 한 문장 thesis: 이 회사가 왜 지금 존재해야 하는가.
- 시장: TAM/SAM/SOM, category creation 가능성, regulation/timing.
- 팀: founder-market fit, 실행속도, 채용능력, reference.
- 제품: 고객 문제, 차별화, usage data, roadmap.
- Traction: revenue, retention, growth, pipeline, unit economics.
- Competition: 기존 기업, 스타트업, 대형 플랫폼, open-source 대체재.
- Deal terms: valuation, ownership, instrument, governance rights.
- Fund math: 이 투자가 펀드를 얼마나 반환할 수 있는가.
- Risks: 기술, 시장, 팀, 규제, 자금조달, valuation.
- Post-investment plan: hiring, customers, next round milestones, exit hypotheses.

14. 최신 시장 맥락과 참고자료

아래 자료들은 본 문서의 시장 데이터, 법률·계약 용어, SAFE 구조, LP/GP 관행, AI 투자 흐름, 한·일 VC 시장 비교를 작성할 때 참고한 공개 자료다. 일부 수치와 문서는 2026년 7월 1일 현재 확인 가능한 공개 자료 기준이며, 시장 데이터는 발표기관과 산정기준에 따라 달라질 수 있다.

| 번호 | 자료 | 활용 포인트 |
|-----|--|--|
| [1] | SEC / 17 CFR § 275.203(l)-1 Venture capital fund defined | 미국 규제상 VC fund 정의, qualifying investment, leverage, redemption 제한. |
| [2] | NVCA 2026 Yearbook, The Venture Industry in Transition | 2025년 미국 VC 투자규모, AI 집중, fund-raising, unicorn backlog, state concentration. |
| [3] | PitchBook-NVCA Venture Monitor | 미국 VC quarterly activity와 stage/sector/trend 분석. |
| [4] | Y Combinator SAFE Financing Documents and Safe User Guide | SAFE의 도입, post-money SAFE, valuation cap, discount, pro rata side letter. |
| [5] | ILPA Principles 3.0 and ILPA Capital Call & Distribution Notice Best Practices | LP/GP alignment, governance, transparency, capital call, distribution notice 관행. |
| [6] | OECD, Venture capital investments in artificial intelligence through 2025 | AI VC 투자 흐름, AI infrastructure/hosting 투자 급증. |

| 번호 | 자료 | 활용 포인트 |
|------|---|--|
| [7] | Korea Ministry of SMEs and Startups, 2025 venture investment press release | 한국 2025년 벤처투자, 펀드결성, sector 분포. |
| [8] | Japan Investment Corporation Research, Global and Japan Venture Capital Market Update | 일본 및 글로벌 VC 시장 동향 참고. |
| [9] | INITIAL / Uzabase, Japan 2025 startup funding market | 일본 스타트업 자금조달, 선별성 강화, private-stage financing 장기화. |
| [10] | IMF, Startups and Venture Capital in Japan: How to Grow | 일본 스타트업 금융생태계의 구조적 과제와 성장요인. |

참고 URL

<https://www.law.cornell.edu/cfr/text/17/275.203%281%29-1>

<https://nvca.org/2026-nvca-yearbook/>

<https://nvca.org/pitchbook-nvca-venture-monitor/>

<https://www.ycombinator.com/documents>

https://ilpa.org/wp-content/uploads/2019/06/ILPA-Principles-3.0_2019.pdf

<https://ilpa.org/wp-content/uploads/2015/07/ILPA-Best-Practices-Capital-Calls-and-Distribution-Notice.pdf>

https://www.oecd.org/en/publications/venture-capital-investments-in-artificial-intelligence-through-2025_a13752f5-en/full-report.html

<https://www.mss.go.kr/site/eng/ex/bbs/View.do?bcldx=1065679&cbldx=244>

<https://www.j-ic.co.jp/en/research>

<https://initial.inc/articles/japan-startup-finance-2025-en>

<https://www.imf.org/en/publications/selected-issues-papers/issues/2024/07/01/startups-and-venture-capital-in-japan-how-to-grow-551238>

끝.