
벤처캐피탈의 투자가 투자기업 초기 IPO에 미치는 영향

이희우*, 정희석**

Venture Capital and Its Impact on an Early IPO in the Venture-Backed Companies

Hee-Woo Lee*, Hee-Seog Jung**

요약 벤처캐피탈의 투자가 투자기업의 초기 IPO에 미치는 영향에 대하여 알아보기 위해 회귀분석을 실시한 결과 첫째, 벤처캐피탈이 주로 투자하는 고성장기업이면서 미래에 양호한 현금흐름을 가지고 있는 수익성 높은 기업일수록 이익조정 가능성이 높으며, 결과적으로 투자기업을 조기에 IPO 시키려는 경향이 높은 것으로 나타났다. 둘째, 기업규모가 크고 임원의 수가 많을수록 초기 IPO 경향은 낮은 것으로 나타났다. 셋째, 지배주주와 소수주주의 지분피리가 작은 기업지배구조는 초기 IPO에 영향을 주는지 확인할 수 없었다. 상기 분석결과를 종합하여 보면 벤처캐피탈의 투자는 투자기업으로 하여금 조기에 IPO하도록 유도하며, 이런 현상은 벤처캐피탈이 단독으로 투자했을 경우보다 공동으로 투자했을 때 더 크게 나타났다. 벤처캐피탈은 일반적으로 미래의 영업현금이 양호하고 빠르게 성장하는 기업에 주로 투자를 하게 되는데, 투자금을 조기에 회수하기 위하여 투자기업이 이익을 조정하게 부추기며 결과적으로 기업 투명성에 부정적인 역할을 수행하였다. 벤처캐피탈은 기술기반 혁신기업에 투자하여 이사회에도 참가하고 그 기업에 대한 모니터링, 경영지원 등을 통해 기업의 투명성을 제고시키는 역할을 수행해왔다. 그렇지만, 본 연구에서는 벤처캐피탈이 이런 순기능 역할을 제대로 수행하지 못하고 오히려 투자금 조기회수를 위해 기업 투명성을 저하시키는 역할을 수행한 것으로 나타났다. 이 또한 벤처캐피탈 투자의 역설(Paradox)이며 우리나라 벤처캐피탈의 현주소임을 부인할 수 없다.

주제어 : 벤처캐피탈, 초기 IPO, 초기업적과시, 코스닥, 기업투명성, 이익조정

Abstract We made a regression analysis on the early IPO of venture capital investments in Korean IPO market. First, we found that it was likely to shorten the period to IPO in companies which were fast growing with a good operating cash flow, but these companies had a higher possibility of the earning management. Second, companies with more assets and larger size of the board of directors did not take companies public any earlier. Third, a better corporate governance also had no impact on the time period to IPO in the newly public firms. The findings above clearly show that venture-backed companies in Korea pursue the tendency of an early IPO. This phenomenon was much clearer when the companies were invested in by multiple venture capital firms than by a single investor. In general, venture capital firms invest in companies which are fast growing and which have a good operating cash flow. On the other side, venture capitals make investee companies go public earlier by manipulating operating earnings, so that they themselves may exit early. In conclusion, this research has shown that venture capitals in Korea do not play a positive role in the corporate transparency. This is the paradox of venture capital investment and this also shows the current status of Korean venture capital firms.

Key Words : Venture Capital, Grandstanding, KOSDAQ, Corporate Transparency, Earning Management

*호서대학교 벤처전문대학원 박사과정(제1저자, 교신저자)

**성결대학교 경영학부 교수

논문접수: 2012년 9월 12일, 1차 수정을 거쳐, 심사완료: 2012년 10월 29일

1. 서론

페이스북, 구글, 애플 그리고 한국의 NHN, 다음커뮤니케이션 등 현재 굴지의 IT 회사들 대부분은 벤처캐피탈(VC)의 투자 및 경영지원으로 성장하였다. 이렇듯, 벤처캐피탈은 기술기반 벤처기업에 초기단계(Early Stage)부터 투자하여 경영자문, 마케팅 지원 등을 통해 그 기업을 성장시켜 자본을 회수하는 가장 모험적인 자본(Risk Capital)이다. 초기기업(Startup)의 경우 열악한 인적자원과 내부역량 한계로 인해 자금 및 성장 면에서 취약할 수밖에 없다. 그렇기에, 초기기업은 벤처캐피탈의 투자를 통해 외부 자금수혈뿐만 아니라 벤처캐피탈의 경영 노하우, 인적 네트워크 등을 전수 받아 기업 성장을 가속화시킬 수 있게 된다. 기술기반 초기기업의 성장은 고용을 창출하고 새로운 산업에 생기를 불어 넣고 산업의 신규 성장동력을 만든다. 그 성장동력의 배경에는 산업의 젖줄기인 벤처캐피탈의 자금이 존재하고 있다.

국내 벤처캐피탈의 역사에서도 벤처캐피탈의 경영자문으로 기업이 시스템을 구축하고 성장하여 상장한 사례가 적지 않다. 그런데, 현재까지 벤처캐피탈에 대한 연구는 자금회수 측면에 중점을 두고 있으며, 벤처캐피탈의 투자가 투자 받은 기업의 초기 주식시장 상장을 재촉하며(초기기업적과시가설, Grandstanding), 벤처캐피탈의 투자가 최초 공모시장에서 공모가 저평가(Underpricing)를 완화시킨다는 보증역할(Certificate Role)에 주로 집중되어 왔다.

벤처캐피탈의 투자가 투자기업의 초기 기업공개(IPO)를 촉진시킨다는 연구는 국내에서도 기업명성도에 따라 상장까지 소요기간이 다르다는 허남수·윤병섭·이기환(2002)의 연구와, 벤처캐피탈 단독 투자보다는 공동투자(Syndication)가 투자기업의 기업공개시 투자기업과 일반투자자와의 정보비대칭을 완화시킨다는 김석용·박태진(2006)의 연구 등도 있었다[10][2]. 하지만, 초기기업적과시가설에 대한 근본적인 고찰과 원인을 밝히려는 시도는 거의 없었다는 것이다. 즉, 투자기업의 초기 IPO에 영향을 주는 변수가 벤처캐피탈의 투자 또는 벤처캐피탈의 명성도에만 있는 것이 아니라 기업 투명성(Corporate Transparency), 기업지배구조, 임원의 수, 추가관련 변수 등 다른 원인도 존재한다고 하는 사실에서 본 연구는 시작되었다.

따라서, 기존 연구와 비교해 볼 때 본 연구의 차별성은 2004년부터 2010년까지 7년간 코스닥시장에 신규 상장한 국내 기업을 대상으로 초기 IPO에 영향을 미치는 원인을 세부적으로 규명한 연구라는 점이다. 더욱이 벤처캐피탈

의 영향력뿐만 아니라 기존 연구에서 소홀히 하였던 재무변수, 추가변수, 기업지배관련 변수, 기업 투명성 변수 등을 추가하여 초기기업적과시효과에 대한 총체적 원인분석을 살펴보았다는 점이다. 만약 초기 IPO에 수반되는 다른 문제가 있다면 그 해결방안을 제시할 수도 있을 것으로 기대된다.

2. 이론적 배경 및 가설의 도출

기업 투명성(Corporate Transparency)이란 기업이 내부 고유정보를 외부 대중이나 투자자들에게 얼마나 자세하고 적시에 정확하게 전달하는지를 의미한다(Bushman et al. 2004)[15]. 한정화·배종석(2001)은 기업 투명성의 개념을 회계 투명성과 비회계 투명성을 종합한 개념으로 설명하고 있으며, Standard & Poor's(S&P, 2002)의 투명성 지수에서는 기업 투명성을 '소유구조와 투자자권리(Ownership Structure and Investor Rights)', '이사회 구조와 프로세스(Board Structure and Process)', 그리고 '재무투명성 및 정보공시(Financial Transparency and Information Disclosure)'의 세 가지 부문으로 구분하고 있다[9][25]. 그렇지만, 본 연구에서는 Bushman et al.(2004)의 연구에서와 같이 기업 투명성을 회계 투명성과 지배구조의 투명성에 국한하여 연구를 진행하고자 한다[15].

2.1 벤처캐피탈의 투자여부와 투자기업의 투명성 정도가 초기 IPO에 미치는 영향

Gompers(1996)는 벤처캐피탈의 압력이 짧을수록 투자기업의 초기 IPO에 대한 압박이 심하다는 것을 밝혀냈다[19]. 그 원인으로는 벤처캐피탈 압력이 짧은 기업일수록 빠른 회수성과(Track Record)를 만들어야 한다. 왜냐하면 빠른 회수성과가 차기 벤처캐피탈 펀드 자금모집에 유리하기 때문이다. Black and Gilson(1998)은 미국의 벤처캐피탈 시장에서 벤처캐피탈은 투자 포트폴리오에 대하여 초기 회수(Rapid Exit)하려는 경향이 있으며, 그 회수방법으로는 주로 IPO에 의존한다고 보고한 바 있다[14]. Manigart et al.(2002)는 초기기업에 투자하는 벤처캐피탈 일수록 후기기업에 투자하는 벤처캐피탈 보다 고수익을 추구하며, 고수익을 추구할수록 조기회수를 추구한다고 보았다[23]. Krishnan et al.(2009)은 명성 있는 벤처캐피탈 일수록 투자기업의 장기성과에 긍정적인 영향을 미치고, 그 영향은 기업공개 이후에도 지속됨을 보여 주었다[22].

허남수·윤병섭·이기환(2002)은 벤처캐피탈 투자기업이 IPO까지 소요되는 기간의 차이가 있는지에 대한 분석에서 명성도가 낮은 벤처캐피탈로부터 투자받은 기업이 명성도 높은 벤처캐피탈로부터 투자받은 기업보다 IPO가 빨리 이루어지고 있어 초기업적과시가설을 지지함을 보여주었다[10]. 이희우(2004)도 경기 하락기에 벤처캐피탈의 보증역할이 강력하게 나타남과 동시에 초기업적과시가설을 지지함을 보여준 바 있다[6]. 반면, 이준서와 박태진(2007)은 2000년대 초반부터 시작된 닷컴 버블 붕괴 이후 벤처캐피탈의 보증역할은 크게 강화되었으나 초기업적과시효과는 거의 사라짐을 보고한 바 있다[5]. 그 원인으로 벤처캐피탈의 명성도에 따른 투자성도가 평균화되었기 때문이라고 분석하고 있다. 김석용과 박태진(2006)은 벤처캐피탈의 단독투자 보다는 다수가 투자하는 공동투자(Syndication)가 투자기업의 기업공개 시 투자기업과 일반 투자자와의 정보비대칭을 좀 더 완화시킨다고 보고한 바 있다[2]. 이는 많은 벤처캐피탈이 투자할수록, 그리고 투자기업에 대한 지분율이 높을수록 기업 지배구조는 투명해 진다는 것을 보여주는 연구이다. 하지만, 국내외의 초기업적과시가설과 벤처캐피탈의 보증역할에 관한 많은 연구에도 불구하고, 실제로 기업투명성과 초기업적과시효과와의 관련성 연구는 송치승·이준희(2008)의 시도를 제외하곤 찾아보기 힘들었다[3]. 송치승·이준희(2008)는 회귀분석 모형에서 IPO까지 소요기간 변수를 고려하였으나 설명력(R^2)이 낮아 최종 회귀식에서는 제외한 바 있다[3]. 상기 선행연구들을 토대로 벤처캐피탈의 투자와 초기업적과시효과, 기업 투명성간의 관련성을 보기 위해 다음의 가설을 설정하였다.

가설1.1 벤처캐피탈의 투자여부에 따라 설립일부터 상장까지 소요되는 기간은 차이가 있을 것이다.

가설1.2 벤처캐피탈 투자자형태가 단독투자된 기업과 공동투자(Syndication)된 기업의 경우 상장까지 소요기간은 차이가 있을 것이다.

가설1.3 기업 투명성이 높은 기업과 낮은 기업의 벤처캐피탈 투자규모는 차이가 있을 것이다.

2.2 벤처캐피탈의 투자와 초기업적과시효과 원인 분석

벤처캐피탈은 고위험의 초기기업에 투자하는 자본인 만큼 그 초기기업의 성장과정에 있어 경영감시, 모니터링, 경영자문 기능이 무엇보다 중요하다. 이에, 벤처캐피

탈은 자신의 투자를 보호하고 수익을 극대화하기 위해 투자기업의 강력한 모니터 요인으로 활동하는 것이다 (Barry et al. 1990, Sahlman 1990, Baker and Gompers 2003)[12][24][11]. 벤처캐피탈이 투자할 경우 벤처캐피탈의 인력은 투자기업의 이사회에 참여하며, 회계감사법인 선정 등에 영향력을 발휘하고, 경영진 선임 및 후속 투자 기관 선정 등 기업지배구조 전반에 영향을 준다. 그런데, 기업 경영진(창업가)들은 정보비대칭(Asymmetric Information) 상황 하에서 내부정보를 이용하여 벤처캐피탈의 선택과 반하는 역선택을 할 가능성이 높으며, 이를 모니터링하기 위해 벤처캐피탈은 더 많은 대리인 비용(Agency Costs)을 지출하게 된다(Gompers, 1995)[18]. Hellmann and Puri(2000)의 연구에서는 벤처캐피탈은 투자 이후 조직 내 우수 인적자원을 유입하는데 많은 영향을 주며, 특히 핵심 경영진을 외부에서 영입하기도 하며, 때로는 최고 경영자(CEO)의 교체까지 영향을 주기도 한다[20]. Campbell II and Frye(2008)는 벤처캐피탈과 투자기업의 지배구조와 관련하여 벤처캐피탈의 투자는 투자기업의 모니터링 수준을 높이며, 명성과 경험 있는 벤처캐피탈 일수록 더 수준 높은 경영감시를 한다고 보고한 바 있다[16].

이익조정, 즉 기업투명성 관련해서 Beneish(2001)는 이익이 조정될 경우 조정 가능금액은 발생액(Accrual)에서 일어난다고 주장하였고, Hochberg(2006)는 벤처캐피탈의 투자, 기업규모(상장시 추가총액) 그리고 PBR(상장시 자기자본대비 시가총액 비율)이 기업 투명성에 긍정적인 영향을 미침을 보고하였다[13][21].

이정연 외 2인(2005)은 코스닥 신규상장기업의 이익조정 행위를 분석한 결과 신규 상장기업의 경우 상장 직전년도와 상장년도에 이익조정이 유의하게 나타남을 보여주었으며, 높은 공모가 산정 및 코스닥 상장요건 충족이 경영진의 이익조정의 동기임을 보고하고 있다[4]. 임성준·성상용(2005)은 공모전 기관투자자, 외국인투자자의 주식 소유구조가 IPO의 성공에 긍정적인 영향을 미침을 보여주었다[7]. 송치승·이준희(2008)의 연구는 기업의 규모, 주가관련변수(PBR), 부채관련비율이 기업투명성에 부정적인 영향을 주고 있으나, 벤처캐피탈의 투자여부는 기업 투명성에 유의적인 영향을 보여주지 못한다고 보고하고 있다[3]. 기현희(2010)는 2003년부터 2006년 사이에 코스닥에 신규 상장한 기업을 대상으로 벤처기업과 일반기업으로 구분하여 이익조정(재량적 발생액) 차이를 분석한 결과 벤처기업과 일반기업의 이익조정 차이의 통계적 유의성은 밝히지 못하였다[1]. 이런 선행연구들을 근거로 아래와 같이 가설을 설정한다.

- 가설2.1** 벤처캐피탈의 투자는 상장까지 소요기간을 단축시킬 것이다.
- 가설2.2** 고성장 기업일수록 상장까지 소요되는 기간은 짧을 것이다.
- 가설2.3** 발생액(이익조정가능성)이 큰 기업일수록 상장까지 소요기간은 짧을 것이다.
- 가설2.4** 지배소유지분피리가 낮은 우량한 기업지배구조를 가진 기업일수록 상장까지 소요기간은 짧을 것이다.
- 가설2.5** 영업현금흐름이 좋은 기업일수록 상장까지 소요되는 기간은 길 것이다.
- 가설2.6** 기업규모가 클수록 상장까지 소요되는 기간은 길 것이다.

3. 연구설계

3.1 표본기업, 분석기간 및 자료선정

본 분석은 2004년부터 2010년까지 코스닥(KOSDAQ)에 신규 상장한 총 369개 기업 중에서 아래의 기업들을 제외한 327개 기업을 그 대상으로 하였다. 연구대상에서 제외된 42개 기업내역은 아래와 같다.

- 기업인수목적회사(SPAC): 20개사
- 외국기업: 13개사
- 결산기가 12월이 아닌 기업: 8개사
- 금융업종: 1개사

본 분석은 표본기업 327개사 각각의 코스닥시장 상장 직전년도와 상장년도를 중심으로 분석하였으며, 분석에 쓰인 상장기업 공모자료, 재무제표, 지분을 및 벤처캐피탈 투자관련 자료 등은 한국거래소(KRX) 및 금융감독원 전자공시시스템을 통해 확보하였다.

기업지배구조 관련하여 최대주주 지분관련 자료는 금융감독원 전자공시시스템의 증권발행실적보고서와 증권신고서(지분증권)를 참고하였고, 특히 벤처캐피탈 투자관련 자료는 상장 전 지분기준 1% 이상 투자된 것만 벤처캐피탈 투자로 인정하였다. 벤처캐피탈 투자로 구분된 투자처는 창업투자회사, 신기술금융사의 본계정 및 투자조합과 한국벤처펀드(KVF)이며, 은행 중에서도 벤처캐피탈의 투자 시 동반투자를 많이 해온 산업은행과 기업은행의 투자도 벤처캐피탈의 투자로 분류하였다. 그 외 벤처캐피탈이 운영하는 사모투자전문회사(Private Equity

Fund)와 외국 벤처캐피탈의 투자도 벤처캐피탈 투자로 분류하였다.

3.2 주요변수의 조작적 정의

3.2.1 발생액(Accruals)

회계 투명성을 측정하는 하나의 방법으로 손익계산서상의 '당기순이익'과 현금흐름표 상의 '영업활동을 통한 현금흐름'의 차이인 발생액(Accruals)을 사용할 수 있다. 당기순이익은 매출이나 감가상각비, 대손상각비 등의 비용 등을 통해 조정이 가능해도 현금흐름 자체를 조정하기 어렵기 때문에 당기적 성과로 이익을 부풀리거나 축소할 경우 발생액의 폭이 커지게 된다. 회계학에서 언급하는 재량적 발생액(DA: Discretionary Accruals)은 발생액(AC: Accruals)에서 비재량적발생액(NDA: Non-Discretionary Accruals)을 차감하여 계산하지만, 본 연구에서는 이익조정이 일어날 경우 발생액에서 일어난다는 Beneish(2001)의 연구를 근거로 비재량적발생액을 고려하지 않고 기업 투명성 지수로 발생액만을 사용하기로 한다[13]. 최수미(2004)의 연구에서도 발생액을 기준으로 회계 투명성을 분석한 것은 이러한 요인을 고려하였기 때문이다. 발생액 계산식은 기존 연구에서 사용한 바와 같이 다음과 같다[8].

$$AC = NI(\text{당기순이익}) - CFO(\text{영업활동으로 인한 현금흐름}) \quad (1)$$

3.2.2 기업지배구조(Corporate Governance)

벤처캐피탈 관련 기업지배구조 연구는 벤처캐피탈의 투자지분, 이사회 참여, 대표이사과 이사회위원장 분리, 대표이사과 창업자 분리 여부, 임기별 이사회(Staggered Board)를 중심으로 이루어져 왔다(Krishnan et al., 2009)[22]. 본 연구는 벤처캐피탈의 투자를 기업 투명성 관련 주요 변수로 삽입하기 때문에 기업지배구조는 지배주주의 지배권과 소유권의 괴리 수준에 한정하여 분석해 보고자 한다. Fan and Wong(2001)의 연구는 지배주주가 가시적인 소유권보다 직·간접적 실질 지배권이 높은 경우(지배소유지분피리가 클 경우) 이익조정 가능성이 지배소유지분피리 정도가 작은 기업보다 높게 나타난다고 보고한 바 있다[17]. 기업지배구조는 다음과 같이 계산된다.

$$\text{기업지배구조(Govern)} = \text{지배주주지분율} - \text{소유주주지분율} \quad (2)$$

지배주주 지분율은 최대주주(동일인)와 그 특수관계인(임직원, 계열회사, 계열회사 임원, 친인척) 모두를 포함한 지분율이며 소유주주 지분율은 최대주주(동일인)와 특수관계인 중 친인척의 지분만을 합한 것으로 계산하였다.

3.3 분석방법 및 분석모형

3.3.1 t-검정

본 연구에서 가설 1.1, 1.2, 1.3을 검증하기 위하여 독립이표본 t-검정을 실시하였다. 특히, 투명성에 따른 조기 업적과시효와 및 기업지배구조 관련 분석은 표본기업의 상장 직전년도 발생액 크기에 따라 발생액을 총자산가액으로 나눈 가액($AC_{t-1}/Asset_{t-1}$)을 빈도분석하여 4분위수로 구분한 투명성집단을 t-검정으로 분석하였다. 발생액 크기에 따라 투명성 차이가 있다고 본 이유는, 일반적으로 경영자의 의도에 따라 이익을 조작하는 측정치로 발생액을 주로 사용하고 있으며, 발생액이 큰 기업이 기업 지배구조가 불투명하다는 Xie et al.(2003)의 연구도 참조하였다[26]. 발생액 크기에 따라 표본집단을 4분위수로 구분하여 분석한 것은 최수미(2004)의 연구방법론을 일부 참고하였다[8].

3.3.2 회귀분석

본 연구의 가설 2.1에서 2.5를 검증하기 위한 회귀분석 모형은 Gompers(1996), Hochberg(2006)와 송치승·이준희(2008)의 연구방법론을 일부 변형하여 다음과 같이 설정하였다[19][21][3].

$$IPO_i = \beta_0 + \beta_1 VC_i + \beta_2 PBR_i + \beta_3 AC_i + \beta_4 Director_i + \beta_5 Govern_i + \beta_6 CF_i + \beta_7 Asset_i + \varepsilon_i$$

IPO_i : 기업*i*의 설립연도부터 상장까지 소요 기간(년)

VC_i : 기업*i*의 상장 직전 투자한 벤처캐피탈의 수

PBR_i : 기업*i*의 상장년도 공모가 기준 시가총액을 상장 직전년도 자본총계로 나눈 값

AC_i : 기업*i*의 상장 직전년도의 발생액을 상장 직전 자산총액으로 나눈 값

$Director_i$: 기업*i*의 상장 직전 임원의 수

$Govern_i$: 기업*i*의 상장 직전 지배소유지분피리

CF_i : 기업*i*의 상장 직전년도 영업의 현금흐름을 상장 2년전 자산총액으로 나눈 값

$Asset_i$: 기업*i*의 상장 직전년도 자산총액의 자연로그 값

ε_i : 기업*i*의 오차항

독립변수 VC_i 는 Hochberg(2006)와 송치승·이준희(2008)의 연구에서는 벤처캐피탈 투자여부를 0과 1의 더미변수(Dummy)로 사용한 바 있으나 본 연구에서는 투자한 벤처캐피탈의 수를 사용하였다[21][3]. 이렇게 벤처캐피탈 수를 독립변수로 사용한 이유는 벤처캐피탈이 단독투자하거나 공동투자할 경우에 각각 상장까지 소요기간에 대한 영향력을 보기 위함이다. 벤처캐피탈의 투자는 상장까지 소요기간을 단축시키기 때문에 기대부호는 (-)이다. PBR_i 은 일반적으로 고성장 기업에서 높게 나타나며, 고성장 기업일수록 빠른 성장을 통해 조기 IPO를 추진할 경향이 있기 때문에 기대부호는 (-)이다. AC_i 는 기업 투명성을 나타내는 지표로 일반적으로 발생액이 큰 기업이 이익조정을 많이 하기 때문에 기업 투명성은 낮게 나타난다. 벤처캐피탈이 투자할 경우 Hochberg(2006)의 연구에서처럼 모니터링 강화, 경영지원 등을 통해 기업 투명성을 제고시키기 때문에 발생액의 크기는 작아질 수밖에 없다[21]. 그렇지만, 국내 벤처캐피탈의 역할이 기업 투명성 제고 보다는 조기 IPO에 대한 압박이 더 클 경우 오히려 벤처캐피탈의 투자가 이익조정 가능성을 높여 상장까지 소요기간을 단축시킬 가능성을 배제할 수 없다. 이에 기대부호는 (+)가 될 수도, (-)가 될 수도 있을 것이다. 독립변수 $Director_i$ 와 $Govern_i$ 은 기업 지배구조와 관련 있는 변수로, 통상 벤처캐피탈이 투자할 경우 사외이사를 선임하여 투자기업의 경영에 참여하려는 경향이 있기 때문에 조기 IPO를 추진할 경향이 있으며, 소유지배지분피리가 클수록 적은 지분율로 기업을 소유할 수 있기 때문에 지배주주의 기회주의 행위 가능성이 높아져 이익조정 가능성이 커지며 조기 IPO를 추진할 가능성도 높아지게 된다. 따라서, 독립변수 $Director_i$ 와 $Govern_i$ 의 기대부호는 (-)일 가능성이 높다. 독립변수 CF_i 와 $Asset_i$ 은 기업 재무자료 변수로 각각 영업현금 수익성과 기업규모를 나타낸다. 양호한 영업현금흐름을 가진 수익성이 높은 기업일수록, 기업규모가 큰 기업일수록 이익조정 가능성이 낮으며 조기 IPO에 대한 압박도 덜할 것으로 판단된다. 따라서, CF_i 와 $Asset_i$ 의 기대부호는 (+)이다. 상기 기대부호를 정리하면 다음과 같다.

〈표 1〉 회귀분석 독립변수 기대결과 및 기대부호

독립변수	기대결과	기대부호
VC_i	벤처캐피탈의 투자는 조기 IPO를 재촉한다	-
PBR_i	고성장 기업일수록 조기 IPO를 추진한다	-
AC_i	기업 투명성이 높으면 이익조정 가능성이 낮으나, 이익조정을 통해 상장까지 소요기간을 단축시킬 수도 있다.	+, -
$Director_i$	임원의 수가 많을수록 조기 IPO 가능성이 크다.	-
$Govern_i$	소유지배지분피리가 클수록 지배주주의 회주의 행위 가능성이 높아져 이익조정 가능성이 커지며 조기 IPO 가능성 커짐.	-
CF_i	양호한 영업현금흐름은 조기 IPO 가능성 낮아짐	+
$Asset_i$	기업규모가 클수록 조기 IPO 가능성 낮아짐	+

4.1.2 주요변수의 기술통계

〈표 3〉 주요변수의 기술통계 (n=327)

	평균	표준편차	최소값	최대값
VC지분율	0.15	0.13	0.00	0.55
지배주주 지분율(A)	0.55	0.22	0.16	1.00
소유주주 지분율(B)	0.45	0.23	0.00	1.00
지배소유지분피리(A-B)	0.10	0.11	0.00	0.75
Ln자산(상장년도)	10.68	0.63	8.94	12.77
부채비율(상장년도)	0.28	0.15	0.03	0.89
PBR(주가/Book Value)	3.82	3.01	0.15	29.22
상장까지 소요기간(년)	10.31	6.58	2.00	49.00

4. 분석결과

4.1 기술통계

분석기간 중 연도별 평균 46개의 기업이 신규상장 되었으며, 그 중 73%는 벤처캐피탈의 투자를 받았다. 이는 코스닥 신규상장시장에서 벤처캐피탈이 상당한 역할을 하고 있는 금융자본이라는 것을 나타낸다. 특히, 분석기간 중 총 327개 기업이 상장하였으며, 그 중 37.6%(123개사)를 IT기업이 차지하고 있었다. 2000년대 이후 디지털 경제 시대에 국내 IT 관련 기업의 성장 및 코스닥 시장 IPO에는 그 산업의 성장가능성을 믿고 투자해준 벤처캐피탈이 있어 가능한 측면이 있다.

〈표 2〉 코스닥 신규상장 및 벤처캐피탈 투자 내역

구분	신규상장	VC투자상장기업	VC비투자상장기업	VC투자기업비율
2004	39	30	9	0.77
2005	58	41	17	0.71
2006	44	33	11	0.75
2007	57	47	10	0.82
2008	35	28	7	0.80
2009	46	33	13	0.72
2010	48	28	20	0.58
계	327	240	87	0.73

4.2 t-검정

4.2.1 가설 1.1에 대한 검증결과

〈표 4〉 VC투자여부에 따른 t-검정 결과

구분	집단	N	평균	표준편차	t 값
상장까지 소요기간	VC 투자	240	8.95	4.91	-5.13**
	VC 비투자	87	14.07	8.83	
지배소유지분피리	VC 투자	240	0.09	0.10	-0.25
	VC 비투자	87	0.10	0.15	
매출액순이익률	VC 투자	240	0.32	0.19	2.63***
	VC 비투자	87	0.26	0.15	
PBR	VC 투자	240	4.03	3.23	2.12**
	VC 비투자	87	3.24	2.20	

* P<0.1, ** P< 0.05, *** P<0.01 (95% 신뢰구간)

가설 1.1인 벤처캐피탈의 투자여부에 따라 회사설립일로부터 상장까지 소요기간은 차이가 있는지 알아보기 위해 독립이표본 t-검정을 실시한 결과, VC 투자기업의 상장까지 소요기간은 8.95년으로 나와 VC 비투자기업에 비해 5.12년 더 빠른 것으로 나타났다. 이는 1% 유의수준에서 통계적으로 유의한 결과를 나타내었다.

매출액순이익률과 PBR에서도 VC 투자기업의 경우 통계적으로 유의한 결과가 나타났으며, 대체적으로 VC 투자기업이 매출액순이익률과 PBR이 높게 나타났다. 이

는 VC투자기업이 VC 비투자기업에 비해 수익성이 양호하고 고성장을 추구한다고 볼 수 있다.

4.2.2 가설 1.2에 대한 검증결과

가설 1.2인 벤처캐피탈이 단독투자된 기업과 공동투자(Syndication)된 기업의 상장까지 소요기간은 차이가 있는지 알아보기 위해 독립이표본 t-검정을 실시한 결과, <표5>에서 볼 수 있듯이 벤처캐피탈이 단독 투자한 경우 상장까지 소요기간은 10.9년, 공동투자한 경우 8.4년으로 나와 벤처캐피탈이 공동투자한 경우 단독 투자한 경우에 비해 투자기업은 2.5년 조기 IPO하는 경향이 있음이 밝혀졌다. 이는 1% 수준에서 통계적으로 유의한 결과이다. 즉, 다수의 벤처캐피탈이 공동으로 투자할 경우 경쟁적으로 펀드의 성과를 위해 투자기업을 조기에 IPO하는 경향이 있음을 알 수 있다.

<표 5> VC 단독/공동 투자여부에 따른 t-검정 결과

구분	집단	N	평균	표준 편차	t 값
상장까지 기간	VC 단독투자	52	10.94	6.65	3.370***
	VC 공동투자	188	8.40	4.16	
지배소유 지분과리	VC 단독투자	52	0.10	0.14	1.147
	VC 공동투자	188	0.09	0.084	
매출액 순이익률	VC 단독투자	52	0.30	0.20	-.394
	VC 공동투자	188	0.31	0.18	
PBR(M Cap/E)	VC 단독투자	52	4.49	4.55	.888
	VC 공동투자	188	3.90	2.76	

*** P<0.01 (95% 신뢰구간)

4.2.2 가설 1.3에 대한 검증결과

투명성에 따른 초기기업적과시효과 및 기업지배구조 관련 분석은 표본기업의 발생액 크기에 따라 상장 직전년도 발생액을 상장 직전년도 총자산가액으로 나눈 가액($AC_{t-1}/Assct_{t-1}$)을 빈도분석하여 4분위수로 구분한 투명성집단을 독립이표본 t-검정으로 분석하였다. 빈도 분석 결과는 다음과 같다.

<표 6> $AC_{t-1}/Assct_{t-1}$ 에 대한 분류표

평균		0.081569
중위수		0.066053
표준편차		0.069340
4 분위수	25%	0.029825
	50%	0.066053
	75%	0.109288

상기 빈도분석 결과를 토대로 발생액 크기가 25%(0.029825) 이하를 투명성집단1, 25%에서 50%(0.066058)까지를 투명성집단2, 50%에서 75%까지를 투명성집단3(0.109288), 75% 이상을 투명성집단4로 분류하였다. 이렇게 분류하여 발생액 크기가 작은 투명성집단1을 '투명성이 높은 기업'으로, 발생액 크기가 큰 투명성집단4를 '투명성이 낮은 기업'으로 간주하였다. 발생액 기준 회계투명성이 높은 기업과 낮은 기업에 대한 t-검정 결과는 다음과 같다.

<표 7> 투명성수준 집단간 t-검정 결과

	투명성 집단	N	평균	표준 편차	t
VC수	1	82	2.049	2.454	-2.230**
	4	82	2.976	2.854	
VC지분율	1	82	0.118	0.127	-2.177**
	4	82	0.162	0.132	
지배소유 지분과리	1	82	0.083	0.105	-0.924
	4	82	0.100	0.127	
상장까지 소요기간	1	82	11.732	7.786	1.546
	4	82	9.890	7.468	
영업이익률	1	82	0.194	0.115	2.156**
	4	82	0.143	0.179	
자산의질 ¹⁾	1	82	1.467	0.639	-2.155**
	4	82	1.914	1.767	
PBR	1	82	3.712	2.327	-0.498
	4	82	3.958	3.825	

* P<0.1, ** P< 0.05, *** P<0.01 (95% 신뢰구간)

상기 <표7>에서 나와 있듯이 투명성 수준이 높은 집단1이 투명성 수준이 낮은 집단4에 비하여 VC 투자지분율이 통계적으로 유의하게 낮게(4.4%p) 나타났다. 영업이익률에서는 집단1이 집단4에 비하여 높게 나타났으나 자신의 질에서는 오히려 그 반대의 결과가 나왔다. 이는 투명성이 낮은 집단이 영업이익률과 자산의 질이 낮음에도 불구하고 오히려 VC투자를 더 많이 받고 있음을 의미

1) 최수미(2004)는 그의 연구에서 자산의질 = (1-당기유동자산+당기유형자산/당기자산)/(1-전기유동자산+전기유형자산/전기자산)으로 계산함. 자산의 질은 미래이익을 창출할 수 있는 자산의 증가율을 의미하는데, 통상 유동자산과 유형자산은 영업활동에 사용할 목적으로 보유한 자산이므로 그 이외 비유동자산이나 투자자산을 상대적으로 많이 보유하면 미래 이익을 창출할 지에 대한 불확실성이 높다는 것을 의미함. 즉, 자산의질 수치가 높다는 것은 회계투명성이 낮다는 것이라 할 수 있음.

한다. 따라서, 기업 투명성이 높은 기업일수록 더 많은 벤처캐피탈의 투자를 받았을 것이라는 가설 1.3을 기각하게 되었다.

4.3 회귀분석

4.3.1 상관관계 분석

본 연구의 회귀분석에 사용한 식(3) 회귀식의 변수간 상관계수를 보면 <표8>과 같으며 대부분 변수의 상관계수가 통계적으로 유의한 수치임을 알 수 있다. 다중공선성 진단에서도 VIF(분산확대인자)가 2보다 작아 다중 공선성이 발견되지 않은 것으로 판단된다.

$$IPO_i = \beta_0 + \beta_1 VC_i + \beta_2 PBR_i + \beta_3 AC_i + \beta_4 Director_i + \beta_5 Govern_i + \beta_6 CF_i + \beta_7 Asset_i + \varepsilon_i \quad (3)$$

<표 8> 상장까지 소요기간과 변수의 상관계수

변수	IPO_i	VC_i	PBR_i	AC_i	$Director_i$	$Govern_i$	CF_i	$Asset_i$
IPO_i	1.00							
VC_i	-.333***	1.00						
PBR_i	-.191***	.080*	1.00					
AC_i	-.089*	.093**	.119**	1.00				
$Director_i$	.113**	.084*	.054	.004	1.00			
$Govern_i$	.050	-.082*	.021	-.021	.109**	1.00		
CF_i	-.203***	.107**	.170***	-.277***	.019	.004	1.00	
$Asset_i$	.224***	.035	-.118**	.170***	.226***	-.053	-.251***	1.00

* P<0.1, ** P< 0.05, *** P<0.01 (95% 신뢰구간)

<표 9> 상장까지 소요기간 관련 회귀분석 결과

	비표준화 계수		표준화 계수	t	유의 확률 (p)
	회귀 계수	표준 오차	베타		
(상수)	2.869	2.593	-	1.107	0.269
VC_i	-0.637	0.103	-0.312	-6.153	0.000
PBR_i	-0.191	0.087	-0.113	-2.188	0.029
AC_i	-2.545	1.141	-0.119	-2.230	0.026
$Director_i$	0.182	0.091	0.103	1.998	0.047
$Govern_i$	1.063	2.244	0.024	0.474	0.636
CF_i	-2.605	1.018	-0.139	-2.560	0.011
$Asset_i$	0.970	0.279	0.186	3.480	0.001
$Adjusted R^2$	0.202				

코스닥에 신규 상장된 기업의 상장까지 소요기간에 영향을 주는 원인을 분석하기 위해서 회귀분석을 실시한 결과 <표 9>와 같이 변수 중 $Govern_i$ 변수를 제외하고 다른 모든 변수들이 통계적으로 유의한 영향력을 보여주는 의미 있는 결과를 보여주었다.

벤처캐피탈(VC_i)의 투자는 초기 IPO에 통계적으로 유의한 영향을 주었으며, 벤처캐피탈이 주로 투자하는 고성장 기업 또한 초기 IPO에 통계적으로 유의한 영향을 주었다. 즉, 성장성이 높은 기술기반 기업일수록, 더 많은 벤처캐피탈이 투자할수록 그 기업은 상장까지 소요기간을 단축하려는 경향이 있는 것으로 나타났다. 따라서, 가설 2.1과 2.2는 채택된다.

발생액(AC_i)이 큰 기업은 이익조정 가능성이 크다고 볼 수 있으며 이런 기업은 회계 투명성이 저하될 수밖에 없다. 회귀분석 결과에서는 발생액이 클수록 초기에 상장하려는 경향이 있는 것으로 나타났다. 즉, 기업의 회계 투명성이 낮은 기업일수록 이익조정 가능성이 커지며 초기 IPO 경향이 있음을 알 수 있다. 따라서, 가설 2.3은 채택된다.

기업지배구조 관련 변수들인 임원의수($Director_i$)와 소유지배지분과리($Govern_i$) 변수 중 임원의 수 변수는 통계적으로 유의하게 임원수가 많을수록 상장까지 소요기간이 길게 나왔으며, 소유지배지분과리 수준도 상장까지 소요기간을 길게 하는 영향력을 행사하였으나 본 변수의 통계적 유의성은 없었다. 임원의수 변수의 경우에는 벤처캐피탈 투자 시 벤처캐피탈 임직원을 사외이사로 투자회사의 이사회에 참가하게 하고 이를 통해 기업투명성을 제고시키고 초기 IPO를 추진할 것이란 기대와는 상반되는 결과이다. 따라서, 가설 2.4는 판단할 수 없다.

기업 재무관련 변수인 영업현금흐름(CF_i)과 기업규모($Asset_i$)의 경우에는 양호한 영업현금흐름을 가질수록 초기 IPO를 추진하는 것으로 나타났고, 기업규모가 클수록 상장까지 서두르지 않는 것으로 나타났다. 즉, 수익성(CF_i) 변수는 초기 IPO의 경향이 있고, 안정성($Asset_i$) 변수는 그 상반되는 결과를 보여주었다. 이는 양호한 영업현금흐름을 가지고 있는 기업일수록 자금압박이 덜하고 이익조정 가능성도 낮기 때문에 초기 IPO의 가능성이 낮을 것이라는 기대와는 다른 결과이다. 따라서, 2.5는 기각되며 가설 2.6은 채택된다.

실제 표본기업의 사례를 살펴보면 2008년 상장한 (주)

테스와 (주)엔스퍼트의 경우 상장 전 벤처캐피탈의 지분율은 각각 11.4%(3개 VC), 17.8%(4개 VC)이며 두 기업의 상장까지 소요기간은 각 6년, 7년 수준으로 표본기업의 평균 소요기간인 10년에 비해서는 짧았다. (주)테스의 경우 상장 직전년도와 상장년도의 매출액은 668억원에서 460억원으로 31%(208억원) 감소하였고, 영업이익은 167억원(이익률 25%)에서 -51.5억원(이익률 -11.2%)으로 적자전환 되었다. (주)엔스퍼트의 경우에도 상장 직전년도 매출액 99억원에서 상장년도 43억원으로 큰 폭으로 하락하였으며 영업이익은 23억원에서 -11억원으로 적자전환 되었다. 두 기업 모두 벤처캐피탈이 3개 이상 투자하였고 비교적 단기간에 상장한 공통점을 갖고 있으며 상장 직전년도와 상장년도에 벤처캐피탈의 투자가 투자기업의 기업 회계 투명성 제고와 반대로 매출액 및 영업이익에 부정적인 영향을 미치는 것을 보여주는 사례라고 할 수 있다.

결론적으로, 벤처캐피탈이 주로 투자하는 고성장이면서 미래에 양호한 영업현금흐름을 가지고 있는 수익성 높은 기업일수록 이익조정 가능성이 높으며, 결과적으로 벤처캐피탈이 투자기업을 조기에 상장시키려는 경향이 높은 것으로 나타났다. 즉, 벤처캐피탈의 투자는 투자기업의 상장까지 소요기간을 단축시키기 위해 이익조정을 부추기는 경향이 있었다. 이는 벤처캐피탈의 투자가 투자기업의 투명성을 제고시킨다는 Hochberg(2006)의 연구결과와 전면 배치되는 결과이다[21]. 반면, 기업규모(ASSET)가 크고 임원의 수가 많을수록 상장까지 소요기간이 긴 것으로 나타났다. 이는 큰 규모의 기업일수록 많은 수의 경영진을 보유하고 조급하지 않게 내부적으로는 기업 투명성을 제고시키며 상장까지 가는 것을 알 수 있었다.

5. 결론

벤처캐피탈의 투자가 투자기업의 초기 IPO에 미치는 영향에 대하여 알아보기 위해 t-검정과 회귀분석을 실시한 결과 다음의 사항을 발견할 수 있었다.

우선 독립이표본 t-검정을 통해서선 첫째, 벤처캐피탈 투자기업이 벤처캐피탈로부터 투자받지 않은 기업에 비해 상장까지 소요기간은 5.12년이 빠르고, 매출액 순이익율과 PBR도 높게 나타났다. 둘째, 벤처캐피탈이 공동 투

자한 경우 단독 투자한 경우에 비해 투자기업의 상장까지 소요기간은 2.5년 빠른 것으로 나타났다. 셋째, 투명성이 낮은 집단이 영업이익률과 자산의 질이 낮음에도 불구하고 오히려 벤처캐피탈의 투자를 더 많이 받고 있는 것으로 나타났다.

상장까지 소요기간(조기 IPO)에 영향을 주는 요인을 분석하기 위한 회귀분석을 통해서선 첫째, 벤처캐피탈이 주로 투자하는 고성장이면서 미래에 양호한 영업현금흐름을 가지고 있는 수익성 높은 기업일수록 이익조정 가능성이 높으며, 결과적으로 벤처캐피탈은 투자기업을 조기에 상장시키려는 경향이 높은 것으로 나타났다. 둘째, 기업규모(ASSET)가 크고 임원의 수가 많을수록 상장까지 소요기간이 긴 것으로 나타났다. 셋째, 지배주주와 소유주주의 지분비율이 작은 우량한 기업지배구조는 초기 IPO에 영향을 주는지 확인할 수 없었다.

상기 분석결과를 종합하여 보면 벤처캐피탈의 투자는 투자기업으로 하여금 확실히 조기에 상장하도록 유도한다. 이런 현상은 벤처캐피탈이 단독으로 투자했을 경우보다 공동으로 투자했을 때 더 크게 나타났다. 벤처캐피탈의 투자대상은 주로 기술기반 고성장 기업이며(PBR이 높음), 미래의 수익성(영업현금흐름)이 높은 기업이다. 벤처캐피탈은 이런 기업에 투자를 한 후, 조기에 투자금을 회수하기 위해 투자기업의 이익조정을 부추기며 결과적으로 기업 투명성을 저하시킨다. 반대로 얘기하면, t-검정에서도 나왔듯이 투명성이 낮은 기업들이 오히려 더 많은 벤처캐피탈의 자금을 끌어들이고 초기 IPO를 위해 이익을 조정할 가능성이 커진다. 코스닥에 신규 상장한 대부분의 기업들이 상장 이후 실적이 저하되고 주가도 하락하는 것을 보여주는 것도 초기 IPO를 부추기는 벤처캐피탈의 책임도 일부 있을 것으로 보인다.

서론에서도 언급했지만 벤처캐피탈은 기술기반 혁신 기업에 투자하여 그 기업에 대한 모니터링, 경영지원, 마케팅 지원 등을 통해 그 기업을 성장시키고, 투자기업의 이사회에 참가하여 기업 투명성도 제고시키는 역할을 수행해왔다. 그렇지만, 본 연구에서는 벤처캐피탈이 이런 순기능 역할을 제대로 수행하지 못한 것으로 나타났다. 벤처캐피탈 스스로 조기에 성과를 내는 데에 급급하여 기업 투명성 제고에는 긍정적인 역할을 수행하지 못하였다. 본 연구는 이런 벤처캐피탈 투자의 역설(Paradox)을 명확히 보여주고 있다. 이것 또한 우리나라 벤처캐피탈과 코스닥시장의 현주소임을 부인할 수 없다.

벤처캐피탈이 조기업적달성에 집착하는 이유는 여러 가지가 있다. 우선 벤처캐피탈은 장기투자임에도 불구하고 우리나라의 투자조합(펀드) 수명은 5 ~ 7년 수준으로 미국의 평균 10년에 비해 다소 짧으며, 외국의 사람 중심의 유한회사형(Limited Liability Company) 벤처캐피탈보다는 국내에는 기업형 벤처캐피탈(Corporate VC)이 많다 보니 단기 경영성과에 집착할 수밖에 없으며, 상장 이후 보호예수기간(Lock-up Period)도 외국에 비해 상대적으로 짧아 상장만 하면 단기간에 큰돈을 벌 수 있다는 유혹에 빠지기 쉬운 점도 들 수 있겠다.

본 연구는 벤처캐피탈의 투자와 조기업적과시효과의 원인분석을 시도한 국내 최초의 연구라는 데 그 의미가 있다. 더욱이, 조기업적과시효과에 기업 투명성 개념을 접목하여 그 원인을 비교적 상세하게 분석하였다는 것이다. 본 연구의 이런 의미 있는 결과에도 불구하고 본 연구의 분석기간은 2004년부터 2010년까지 코스닥 시장에 신규 상장한 기업의 상장 직전년도 재무자료를 중심으로 분석한 한계를 갖고 있다. 좀 더 자료가 구비된다면 벤처캐피탈 투자 직후부터 상장까지 기업의 투명성 수준 변화(발생액 변화 추이), 벤처캐피탈 사외이사의 수 및 이사 재임기간에 따른 조기 IPO 경향, 벤처캐피탈 명성도에 따른 투명성 수준 또는 조기업적과시효과, 벤처캐피탈의 업력에 따른 투명성 및 조기업적과시효과 등도 향후 의미 있는 후속 연구주제가 될 수 있을 것이다.

참 고 문 헌

- [1] 기현희 (2010), “코스닥 신규 등록기업의 이익조정에 관한 연구”, 『국제회계연구』, 제31집, pp.129-151
- [2] 김석용, 박태진 (2006), “벤처캐피탈회사의 지분투자 와 벤처기업 최초공모주 성과 분석”, 『벤처창업연구』 제1권 제1호 통권1호, pp.179-199.
- [3] 송치승, 이준희 (2008), 『벤처캐피탈의 벤처기업 지배 구조에 대한 역할분석과 개선에 관한 연구』, 중소기업연구원, pp. 1-37.
- [4] 이정연, 박계균, 김철기 (2005), “코스닥 신규등록기업 의 이익조정에 관한 연구”, 『대한경영학회지』, 제18 권, 제6호, 통권 53호, pp. 2681-2700
- [5] 이준서, 박태진 (2007), “벤처캐피탈회사의 보증역할 과 조기업적과시현상에 대한 재고찰”, 『벤처경영연구』 제10권 3호 통권 26호, pp. 23-40
- [6] 이희우 (2004), 『경기호름과 벤처캐피탈의 보증역할 에 관한 실증연구』, 한양대학교 석사학위논문, pp. 1-52
- [7] 임성준, 성상용 (2005), “공모전 소유구조가 기업공개 (IPO)의 성공에 미치는 영향에 관한 연구”, 『한국전략경영학회』, 제3권, 제2호, pp. 55-70
- [8] 최수미 (2004), 『회계투명성 측정과 제고방안』, LG경제연구원, pp. 1-24
- [9] 한정화, 배종석 (2001), “벤처기업 경영투명성 수준의 영향요인에 관한 연구”, 『경영학연구』, 제30권, 제4호, pp. 1291-1316
- [10] 허남수, 윤병섭, 이기환 (2002), “벤처기업공개와 벤처캐피탈리스트의 역할 분석”, 『재무관리연구』, 제19 권, 제1호, pp.153-181
- [11] Baker, Malcolm, and Gompers, P. A. (2003), “The determinants of board structure at the initial public offering”, *Journal of Law and Economics*, Vol.46, pp.569-598
- [12] Barry, C. B., Chris, J. M., John W., Peavy III, and Michael R. V. (1990), “The role of Venture Capital in the creation of public companies”, *Journal of Financial Economics*, Vol.27, pp.447-471
- [13] Beneish, M. D. (2001), “Earning Management: A Perspective”, *Managerial Finance*, pp. 3-17
- [14] Black B. S. and Gilson R. J.(1998), “Venture Capital and Structure of Capital Markets: Banks versus Stock Markets”, *Journal of Financial Economics*, Vol.47, pp.243-277
- [15] Bushman, R.M., Piotroski, J.D. and Smith, A.J. “What determines corporate transparency?”, *Journal of Accounting Research*, Vol.42, No.2(2004), pp.207-252
- [16] Campbell II, T. L. and Frye, M. B. (2008), “Venture Capitalist Monitoring: Evidence from Governance Structure”, *Quarterly Review of Economics and Finance*, Vol.49, Issue2, pp.265-296
- [17] Fan, J. P. H. and Wong, T. J. (2001), “Corporate Ownership Structure and the Informativeness of Accounting Earnings in East Asia”, Working Paper2001.
- [18] Gompers, P. A. (1995), “Optical investment, monitoring, and the stage of venture capital”,

Journal of Finance, Vol.50, pp.1461-1489

- [19] Gompers, P. A. (1996), "Grandstanding in the Venture Capital", Journal of Financial Economics, Vol.42, Issue1, pp.133-156
- [20] Hellmann, T. and Puri, M. (2000), "The Interaction Between Product Market and Financing Strategy: The Role of Venture Capital", The Review of Financial Studies Winter 2000, Vol.13, No.4, pp.959-984
- [21] Hochberg, Y. (2006), "Venture Capital and Corporate Governance in the Newly Public Firm", Working Paper.
- [22] Krishnan, C. N. V., Ivanov V. I., Masulis R. W. and Singh A. K. (2009), "Venture Capital Reputation, Post-IPO Performance and Corporate Governance", ECGI Working Paper Series in Finance 265/2009, pp.1-53
- [23] Manigart, S., Waelea, K. D., Robbier, K., Desbrière, P., Sapienza, H. and Beekman, A. (2002), "Determinants of required return in venture capital investments: a five-country study", Journal of Business Venturing, Vol.17, Issue4, pp.291 - 312
- [24] Sahlman, W. A. (1990), "The structure and governance of venture-capital organization", Journal of Financial Economics, Vol.27, pp.473-521
- [25] Standard & Poor's (2002), "Transparency and disclosure", www.standardandpoors.com
- [26] Xie, B., Davidson III, W. N. and DaDalt P. J. (2003), "Earnings management and corporate governance: the role of the board and the audit committee", Journal of Corporate Finance, Vol.9, Issue3, pp.295 - 316

정 희 석



- 1990년 2월: 경상대학교 경영학과 (경영학사)
- 1996년 3월: 일본 고베상과대학 경제학연구과(경제학석사)
- 1999년 12월: 일본 고베상과대학 경제학연구과(경제학박사)
- 2001년 3월~현재: 성결대학교 경영학부 교수

· 관심분야: SNS, 디지털정책, 벤처캐피탈, 기술경영
 · E-mail: jhs0604@sungkyul.ac.kr

이 희 우



- 1997년 2월: 서강대학교 경제학과 (경제학사)
- 2004년 8월: 한양대학교 경영대학원 재무관리(경영학석사)
- 2010년 3월~현재: 호서대 벤처전문대학원 박사과정 재학중
- 관심분야: 벤처캐피탈, 기술경영, 디지털정책

· E-mail: heewoo7@gmail.com