http://dx.doi.org/10.5392/JKCA.2012.12.09.280

벤처캐피탈 투자가 신규상장기업의 투명성 제고에 미치는 영향

Venture Capital and Corporate Transparency in the Newly Public Firms

조성숙, 이희우
호서대학교 벤처전문대학원 정보경영학과

Sung-Sook Cho(sscho49@hoseo.edu), Hee-Woo Lee(heewoo7@gmail.com)

요약

벤처캐피탈은 기술기반 초기기업에 투자하여 이사회를 통해 직간접적으로 그 기업의 경영에 참여하고 그 기업의 투명성 제고에 일조해왔다. 실제로 2004년부터 2010년까지 국내에서 신규 상장된 기업에서도 벤처캐피탈의 투자가 투자기업의 투명성 제고에 미치는 영향이 어떤지 알아보기 위해 회귀분석을 실시하여 본 결과 첫째, 자산규모가 크고 부채비율이 높을수록 기업 투명성은 저하되었다. 둘째, 우량한 기업지배구조의 한 지표가 되는 지배소유지분괴리 정도가 작을수록 기업 투명성은 제고되었다. 셋째, 설립부터 기업공개까지 소요기간이 짧을수록, PBR이 높은 고성장 기업일수록 투명성은 저하되었다. 다만, 벤처캐피탈의 투자가 직접적으로 기업 투명성 제고에 역할을 하는 지 확인할 수 없었으나, 기업공개까지 소요기간이 짧을수록 기업 투명성이 저하되는 결과가 나옴으로써 벤처캐피탈의 투자가 기업 투명성에 부정적인 역할을 하는 가능성을 배제할 수 없다. 더욱이, 기업 투명성이 낮은 기업이 더 많은 벤처캐피탈의 투자를 받았고, 벤처캐피탈이 주로 투자하는 PBR이 높은 고성장 기업일수록 기업 투명성이 저하되는 결과가 나와 이런 주장은 더욱 설득력이 있을 것으로 보인다.

■ 중심어 : | 벤처캐피탈 | 재량적 발생액 | 기업 투명성 | 조기업적과시 | 기업지배구조 | 이익조정 |

Abstract

In general, a venture capital invests in tech startups and helps them improve the corporate transparency through board of directors. With respect to venture capital investment and its impact on the corporate transparency of the newly public firms from 2004 to 2010 in Korea, we have made regression analysis. First, it was found that it was likely to be less transparent, the larger its asset size or the higher its debt ratio was. Second, lower level of ownership-control disparity resulted in higher transparency. Third, a shorter period to IPO and higher growth rate were more prominent in companies with lower degree of transparency. The above findings were not conclusive to prove whether or not venture capital directly increases the transparency level of its portfolio companies, but do insinuate the possibility of a negative impact on the transparency of its investee companies, as early IPO's were associated with less transparency. This is all the more persuasive as it was observed that companies with a lower level of transparency had generally raised more money from venture capitals, and that companies with a higher growth rate and/or higher PBR, have shown to be less transparent.

■ keyword : | Venture Capital | Discretionary Accruals | Corporate Transparency | Grandstanding | Corporate Governance | Earning Management |

접수번호 : #120823-002
접수일자 : 2012년 08월 23일
심사완료일 : 2012년 09월 07일
교신저자 : 이희우, e-mail : heewoo7@gmail.com

I. 서 론

벤처캐피탈은 기술기반 혁신기업에 초기단계부터 투자하여 경영자문, 마케팅 지원 등을 통해 그 기업을 성장시켜 자본을 회수하는) 가장 모험적인 자본이다. 초기기업(Startup)의 경우 벤처캐피탈의 투자를 통해 외부 자금수혈뿐만 아니라 벤처캐피탈의 경영 노하우, 인적 네트워크 전수 등을 통해 기업 성장을 가속화 시킬 수 있게 된다. 기술기반 초기기업의 성장은 산업적인 측면에서 산업전체에 새로운 성장동력을 제공하며, 노동시장에서도 신규고용을 창출하는 등 경제적으로 기여하는 바가 크다. 따라서, 벤처캐피탈의 자금을 은행으로부터의 차입 등과 차별화하여 가장 현명한 돈이라고 하기도 한다.

표 1. 코스닥 신규상장 및 벤처캐피탈 투자 내역

구분	신규 상장	VC투자 상장기업	VC비투자 상장기업	VC투자 기업비율
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

상기 [표 1]에서도 볼 수 있듯이 닷컴버블이 안정화된 2004년부터 2010년까지 코스닥 시장에 신규상장된 기업은 총 327개사로 평균 70% 이상의 신규상장 기업이 벤처캐피탈의 투자를 받은 것으로 나타났다. 즉, 벤처캐피탈은 코스닥 신규상장시장에서 절대적인 영향력을 행사하는 자본임을 알 수 있다.

국내 벤처캐피탈의 역사에서도 벤처캐피탈의 경영자문으로 기업이 시스템을 구축하고 성장하여 상장한 사례가 적지 않다. 그런데, 현재까지 벤처캐피탈에 대한 연구는 자금회수 측면에 중심을 두고 있으며, 그 투자기업(Venture-Backed Companies)의 성장과정에서 벤처캐피탈의 역할에 관심을 둔 사례는 많지 않았던 것이 사실이다. 즉, 기존의 연구들은 벤처캐피탈의 투자가 투자 받은 기업의 기업공개를 재촉하며(조기업적과시가설, Grandstanding), 벤처캐피탈의 투자가 최초 공모시장에서 공모가 저평가(Underpricing)를 완화시킨다는 보증역할(Certificate Role)에 주로 집중되어 왔다.

미국 엔론사태 이후 회계 투명성에 대한 관심이 고조되면서 경영투명성과 기업의 성과에 관한 이해영(2010)의 연구, 회계 투명성과 기업지배구조 사이의 연관성에 대한 안홍복(2007)의 연구 등이 있으나 여기에서도 벤처캐피탈의 투자여부를 중요한 독립변수로 사용하지는 않았다[1][2].

벤처캐피탈의 투자가 투자기업의 지배구조 및 기업투명성(Corporate Transparency)에 어떤 역할을 수행하는지에 대한 본격적인 연구인 송치승·이준희(2008)의 연구에서도 Hochberg(2006)의 연구와는 달리 국내에서는 벤처캐피탈의 기업지배구조에 대한 영향력은 통계적으로 유의하지 않은 것으로 나타났다[3][4].

본 연구는 벤처캐피탈의 역할에 대한 근본적인 고민에서부터 시작되었다. 즉, 본 연구는 국내 벤처캐피탈도 2000년 이후에는 많은 선진화가 이루어 졌으며, 기업에 대한 경영자문도 늘리고, 외부 회계법인을 활용한 수시실사 등 경영감시 활동을 강화해 나가고 있기에 투자기업의 투명성 제고 부분에 있어 외국의 연구와 동일한 결과가 나올 것으로 예상할 수 있을 것이란 기대에서부터 시작되었다. 따라서, 본 연구의 가장 큰 차별성은 첫째 벤처캐피탈의 투자와 기업 투명성 그리고 조기업적과시효과의 개념을 접목시킨 연구이며, 둘째 실제 가장 최근 7년간 코스닥에 신규 상장한 국내 기업을 대상으로 한 실증연구이며, 셋째 벤처캐피탈의 투자가 기업지배구조, 기업 투명성에 얼마나 효율적으로 작용하는지 알아보는 본격적인 연구라는데 그 의미가 있다. 만약 벤처캐피탈의 역할이 제대로 수행되지 않는 결과가 나온다면 그 원인을 분석해서 벤처캐피탈의 본연의 역할에 충실할 있도록 방향제시 등 도움을 줄 수도 있을 것이다.

본 연구는 모두 총 5장으로 구성되어 있다. 1장은 서론, 2장에서는 본 연구의 이론적 배경 및 가설의 도출, 3장에서는 본 연구에 대한 설계, 4장에서는 본 연구의 분석결과 그리고 5장 결론으로 마무리 되었다.

II. 이론적 배경 및 가설의 도출

기업 투명성이란 기업이 내부 고유정보를 외부 대중이나 투자자들에게 얼마나 자세하고 적시에 정확하게 전달하는지를 의미한다(Bushman et al. 2004). 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', '이사회 구조와 프로세스', 그리고 '재무투명성 및 정보공시'의 세가지 부문으로 구분하고 있다[6][7]. 그렇지만, 본 연구에서는 Bushman et al.(2004)의 연구에서와 같이 기업 투명성을 회계 투명성과 지배구조의 투명성에 국한하여 연구를 진행하고자 한다[6].

1. 벤처캐피탈의 투자여부와 투자기업의 투명성 정도가 조기 기업공개에 미치는 영향

Gompers(1996)는 벤처캐피탈의 업력이 짧을수록 투자기업의 조기 기업공개(IPO)에 대한 압박이 심하며, 그 원인으로는 벤처캐피탈 업력이 짧은 기업일수록 빠른 회수성과(Track Record)를 만들어야 하고, 그래야 차기 벤처캐피탈 펀드 자금모집에 유리하다고 밝힌 바 있다[8]. Black and Gilson(1998)은 미국의 벤처캐피탈 시장에서 벤처캐피탈은 투자 포트폴리오에 대하여 조기 회수하려는 경향이 있으며, 그 회수방법으로는 주로 기업공개에 의존한다고 보고한 바 있다[9]. Manigart et al.(2002)는 초기기업에 투자하는 벤처캐피탈 일수록 후기기업에 투자하는 벤처캐피탈 보다 고수익을 추구하며, 고수익을 추구할수록 조기회수를 추구한다고 보았다[10]. Krishnan et al.(2009)은 명성 있는 벤처캐피탈 일수록 투자기업의 장기성과에 긍정적인 영향을 미치고, 그 영향은 기업공개 이후에도 지속됨을 보여주었다[11].

허남수·윤병섭·이기환(2002)은 벤처캐피탈 투자기업이 기업공개까지 소요되는 기간의 차이가 있는지에 대한 분석에서 명성도가 낮은 벤처캐피탈로부터 투자받은 기업이 명성도 높은 벤처캐피탈로부터 투자받은 기업보다 기업공개가 빨리 이루어지고 있어 조기업적과시가설(Grandstanding)을 지지함을 보여주었다[12]. 이희우(2004)도 경기 하락기에 벤처캐피탈의 보증역할(Certification Role)이 강력하게 나타남과 동시에 조기업적과시가설을 지지함을 보여준 바 있다[13]. 반면, 이준서·박태진(2007)은 2000년대 초반부터 시작된 닷컴버블 붕괴 이후 벤처캐피탈의 보증역할은 크게 강화되었으나 조기업적과시현상은 거의 사라짐을 보고한 바 있다[14]. 그 원인으로 벤처캐피탈회사의 명성도에 따른 투자성과가 평준화되었기 때문이라고 분석하고 있다. 하지만, 국내외의 조기업적과시가설과 벤처캐피탈의 보증역할에 관한 많은 연구에도 불구하고, 실제로 기업투명성과 조기업적과시효과와의 관련성 연구는 송치승·이준희(2008)의 시도를 제외하곤 찾아보기 힘들었다[3]. 김석용·박태진(2006)은 벤처캐피탈의 단독투자보다는 다수가 투자하는 공동투자(Syndication)가 투자기업의 기업공개 시 투자기업과 일반 투자자와의 정보비대칭을 좀 더 완화시킨다고 보고한 바 있다[15]. 이는 많은 벤처캐피탈이 투자할수록, 그리고 투자기업에 대한 지분율이 높을수록 기업지배구조는 투명해 진다는 것을 보여주는 연구이다.

상기 선행연구들을 토대로 본 연구에서는 기존 벤처캐피탈의 조기업적과시효과에 추가하여 벤처캐피탈의 투자와 투자기업의 투명성과의 관련성을 보고자 하며, 아래와 같이 가설을 설정한다.

가설 1.1: 벤처캐피탈의 투자여부에 따라 설립일로부터 기업공개까지 소요기간은 차이가 있을 것이다.
가설 1.2 기업 투명성 수준에 따라 벤처캐피탈로부터 투자받은 규모는 차이가 있을 것이다.
가설 1.3 기업 투명성 수준에 따라 기업공개까지 소요기간은 차이가 있을 것이다.

2. 벤처캐피탈의 투자가 투자기업의 투명성에 미치는 영향

벤처캐피탈은 고위험의 초기기업에 투자하는 자본인 만큼 그 초기기업의 성장과정에 있어 경영감시, 모니터링, 경영자문 기능이 무엇보다 중요하다. 이에, 벤처캐피탈은 자신의 투자를 보호하고 수익을 극대화하기 위해 투자기업의 강력한 모니터 요원으로 활동하는 것이

다[16-18]. 벤처캐피탈이 투자할 경우 벤처캐피탈의 인력은 투자기업의 이사회에 참여하며, 회계감사법인 선정 등에 영향력을 발휘하고, 경영진 선임 및 후속 투자기관 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[19]. Hellmann and Puri(2000)의 연구에서는 벤처캐피탈은 투자 이후 조직 내 우수 인적자원을 유입하는데 많은 영향을 주며, 특히 핵심 경영진을 외부에서 영입하게도 하며, 때론 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[20].

이익조정, 즉 기업투명성 관련해서 Beneish(2001)는 이익이 조정될 경우 조정 가능금액은 발생액(Accrual)에서 일어난다고 주장하였고, Hochberg(2006)는 벤처캐피탈의 투자, 기업규모(상장시 주가총액) 그리고 PBR(상장시 자기자본대비 시가총액 비율)이 기업 투명성에 긍정적인 영향을 미침을 보고하였다[4][21].

이정연 외 2인(2005)은 코스닥 신규상장기업의 이익조정 행위를 분석한 결과 신규 상장기업의 경우 상장직전년도와 상장년도에 이익조정이 유의하게 나타남을 보여주었으며, 높은 공모가 산정 및 코스닥 상장요건 충족이 경영진의 이익조정의 동기임을 보고하고 있다[22]. 송치승·이준희(2008)의 연구는 기업의 규모, 주가관련변수(PBR), 부채관련비율이 기업투명성에 부정적인 영향을 주고 있으나, 벤처캐피탈의 투자여부는 기업투명성에 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[23]. 이병섭·전인오(2008)는 경영자의 바른 가치관이 조직신뢰에 영향을 주며, 조직신뢰는 제품 및 가격경쟁력에 유의적인 영향을 주는 것으로 보고하고 있다[24]. 이런 선행연구들을 근거로 아래와 같이 가설을 설정한다.

가설 2.1 더 많은 벤처캐피탈이 투자할수록 기업 투명성 제고에 긍정적인 영향을 줄 것이다.
가설 2.2 기업공개까지 소요기간이 짧을수록 기업 투명성은 저하될 것이다.
가설 2.3 지배소유지분괴리가 작은 기업일수록 기업 투명성에 긍정적인 영향을 줄 것이다.

Ⅲ. 연구설계

1. 표본기업, 분석기간 및 자료선정

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

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

본 연구의 연구대상 기간 선정은 닷컴버블이 완화된 시점인 2004년부터 2010년까지로 하였으며, 이 기간 중에는 경제와 산업계에 큰 영향을 준 전세계적인 금융위기가 있었다. 리먼브라더스로 촉발된 금융위기 발생시기인 2009년 9월 15일 이후 상장된 기업은 총 표본 327개의 31.5%에 해당하는 103개 이다. 리먼브라더스 파산전에 해당하는 표본의 공모직전연도 평균 영업이익률과 평균 순이익율은 각각 16.2%, 13.3%이며 금융위기 이후 상장한 103개 기업의 평균 영업이익률과 평균 순이익률은 각각 16.1%, 13.5%로 금융위기 전후를 비교하더라도 표본기업의 이익률은 차이가 거의 나지 않아 금융위기가 본 연구결과의 신뢰성에 미치는 영향력은 적다고 판단된다.

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

기업지배구조 관련하여 최대주주 지분관련 자료는 금융감독원 전자공시시스템의 증권발행실적보고서와 증권신고서(지분증권)를 참고하였고, 특히 벤처캐피탈 투자 관련 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. 또한, 벤처캐피탈이 운영하는 사모투자전문회사(Private Equity Fund)와 외국 벤처캐피탈의 투자도 벤처캐피탈 투자로 분류하였다.

2. 주요 변수의 조작적 정의

2.1 재량적 발생액(Discretionary Accruals)

Beneish(2001)의 연구에서처럼 이익조정이 발생할 경우에는 조정가능금액은 발생액(Accruals)에서 나온다고 한 연구를 토대로 회계 투명성을 측정하는 방법으로 손익계산서 상의 '당기순이익'과 현금흐름표 상의 '영업활동을 통한 현금흐름'의 차이인 발생액(Accruals)을 사용하였다[21]. 당기순이익은 매출이나 감가상각비, 대손상각비 등의 비용 등을 통해 조정이 가능해도 현금흐름 자체를 조정하기 어렵기 때문에 당기 성과인 이익을 부풀리거나 축소할 경우 발생액이 커지게 된다. 회계학에서 언급하는 재량적 발생액(DA: Discretionary Accruals)은 발생액 (AC: Accruals)에서 비재량적 발생액 (NDA: Non-Discretionary Accruals)을 차감하여 계산한다. 여기서 재량적 발생액이란 경영자에 의하여 조정될 수 있는 부분을 말한다. 즉, 재량적 발생액이 크다는 것은 그만큼 경영자에 의해서 이익조정 가능성이 커져 기업투명성은 저하된다는 것을 의미한다. 발생액과 재량적 발생액의 계산식은 각각 아래와 같다.

AC = *NI(당기순이익)* - *CFO(영업활동으로 인한 현금흐름)*

DA = *AC(발생액)* - *NDA(비재량적 발생액)*

발생액은 공시된 재무제표를 통해 비교적 쉽게 구할 수 있으나 비재량적발생액(NDA)는 추정에 의존할 수 밖에 없다. NDA를 추정하기 위해서 가장 많이 사용되는 모형은 Jones 모형(1991)이다. Jones(1991)는 매출액과 유형자산을 이용한 이익조정 가능성을 낮게 보았기 때문에 매출액변화(ΔSA)와 유형자산(PPE)을 NDA 측정시 사용하였다[25].

$$\frac{AC_{t,i}}{TA_{t-1.i}} = \beta_1\left(\frac{1}{TA_{t-1,i}}\right) + \beta_2\left(\frac{\Delta SA_{t,i}}{TA_{t-1,t}}\right) + \beta_3\left(\frac{PPE_{t,i}}{TA_{t-1,i}}\right) + \epsilon_{t,i} \quad (1)$$

AC : 총발생액
TA : 총자산
ΔSA : 매출액의 변화분(당기매출액 - 전기매출액)
PPE : 유형자산
ε : 잔차로 재량적 발생액(DA)을 나타낸다.

상기 수식 (1)을 재량적 발생액 산식으로 풀어 쓰면 아래와 같다.

$$DA1_{t,i} = \frac{AC_{t,i}}{TA_{t-1.i}} - \left[\beta_1\left(\frac{1}{TA_{t-1,i}}\right) + \beta_2\left(\frac{\Delta SA_{t,i}}{TA_{t-1,t}}\right) + \beta_3\left(\frac{PPE_{t,i}}{TA_{t-1,i}}\right)\right] \quad (2)$$

$DA1_{t,i}$: 기업i의 t년도 재량적 발생액의 절대값
$AC_{t,i}$: 기업i의 t년도 발생액
$\Delta SA_{t,i}$: 기업i의 t년도 매출액 변화분 (당기매출액 - 전기매출액)
$PPE_{t,i}$: 기업i의 t년도 유형자산
$TA_{t-1,i}$: 기업i의 t-1년도 총자산

전통적인 Jones 모형(1991) 이후 재량적 발생과 이익조정과 관련하여 많은 연구들이 뒤따랐다. Dechow et al.(1995)가 제시한 수정 Jones 모형은 Jones 모형과 더불어 우수한 모형으로 평가 받아 왔다[26]. Dechow는 수정 Jones 모형에서 매출액이 이익조정의 수단으로

사용되지 않는 다는 가정을 완화하여 NDA 계산시 매출액의 변화에서 신용매출 변화분(ΔAR)을 차감하여 재량적 발생액을 구하였다. 그러나, Subramanyam (1996)에 따르면 수정 Jones 모형을 이용하여 비재량적 발생액을 추정하면 현금흐름이 매우 낮거나 높은 기업의 경우에는 그 금액이 실제 비재량적 발생액 보다 더 낮거나 높은 값을 갖게 되는 체계적 편이(Bias) 문제점이 나타난다[27]. 따라서, 본 연구에서는 현금흐름변수의 영향을 통제한 아래 식 (3)의 Jeter and Shivakumar (1999)의 모형도 분석에 사용하였다[28]. 본 모형은 이해영·박상경·정도진(2010)의 연구에서도 사용된 바 있다[29].

$$DA2_{t,i} = \frac{AC_{t,i}}{TA_{t-1,i}} - \left[\beta_1\left(\frac{1}{TA_{t-1,i}}\right) + \beta_2\left(\frac{\Delta SA_{t,i} - \Delta AR_{t,i}}{TA_{t-1,i}}\right)\right] - \left[\beta_3\left(\frac{PPE_{t,i}}{TA_{t-1,i}}\right) + \beta_4\left(\frac{CFO_{t,i}}{TA_{t-1,i}}\right)\right] \quad (3)$$

$\Delta AR_{t,i}$: 기업의 t년도 매출채권의 변화분
(당기말 매출채권 - 전기말 매출채권)

$CFO_{t,i}$: 기업의 t년도 영업의 현금흐름

모형 (2)과 (3)에 의해 측정된 재량적 발생액 DA1, DA2는 양(Positive)의 재량적 발생액과 음(Negative)의 재량적 발생액 모두를 포함하기 때문에 이익조정의 영향이 상쇄되는 경향이 있어, 본 연구에서는 Becker et al.(1998)의 연구에서처럼 잔차(오차항)에 절대값을 취하여 측정하였다[30].

2.2 기업지배구조(Corporate Governance)

벤처캐피탈 관련 기업지배구조 연구는 벤처캐피탈의 투자지분, 이사회 참여, 대표이사와 이사회의장 분리, 대표이사와 창업자 분리 여부, 임기별 이사회(Staggered Board)를 중심으로 이루어져 왔다[11]. 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(지배소유지분 괴리가 클 경우) 이익조정 가능성이 지배소유지분괴리 정도가 작은 기업보다 높게 나타난다고 보고한 바 있다[31]. 지배소유지분괴리는 다음과 같이 계산된다.

지배소유지분괴리(Govern)=
지배주주 지분율 - 소유주주지분율 (4)

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. 본 연구에서 사용한 지배소유지분괴리의 의미는 주식분산을 직접적으로 의미하지는 않는다.

3. 분석방법 및 분석모형

3.1 t-검정

본 연구에서 가설 1.1, 1.2, 1.3을 검증하기 위하여 독립이표본 t-검정을 실시하였다. 특히, 투명성에 따른 조기업적과시효과 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 기업지배구조가 불투명하다는 Xie et al.(2003)의 연구도 참조하였다[32]. 발생액 크기에 따라 표본집단을 4분위수로 구분하여 분석한 것은 최수미(2004)의 연구방법론을 일부 참고하였다[33].

3.2 회귀분석

본 연구의 가설 2.1에서 2.3의 검증을 위한 회귀분석 모형에 앞서 식 (2)와 (3)을 통해 종속변수인 재량적발생액(DA1, DA2)을 우선 구해야 한다. 식 (2)와 (3)의 β값 추출 또한 $AC_{t,i}/TA_{t-1,i}$ 을 종속변수로 둔 식 (1)과 같은 회귀분석을 사용하였다.

본 연구의 회귀모형은 Hochberg(2006)의 방법론을 일부 변형하여 다음과 같이 설정하였다[4].

$$DA_{t,i} = \beta_0 + \beta_1 VC_i + \beta_2 Asset_{t,i} + \beta_3 LEV_{t,i} + \beta_4 Govern_{t,i} + \beta_5 IPO_i + \beta_6 PBR_i + \epsilon_{t,i} \quad (5)$$

$DA_{t,i}$: 기업i의 t년도 재량적 발생액
VC_i : 기업i의 상장직전 벤처캐피탈 투자지분율
$Asset_{t,i}$: 기업i의 t년도 자산총액의 자연로그 값
$LEV_{t,i}$: 기업i의 t년도 부채비율
$Govern_{t,i}$: 기업i의 상장 직전 지배지분율과 소유지분율의 괴리
IPO_i : 기업i의 상장까지 소요기간(년)
PBR_i : 기업i의 상장년도 공모가 기준 시가총액을 상장 직전년도 자본총계로 나눈 값
$\epsilon_{t,i}$: 오차항

독립변수 VC_i는 Hochberg(2006)와 송치승·이준희(2008)의 연구에서처럼 0, 1의 더미변수(Dummy)로 사용하지 않고 실제 벤처캐피탈의 투자지분율을 사용하였다[3][4]. 이렇게 투자지분율을 사용한 이유는 벤처캐피탈 투자지분 정도에 따라 기업투명성에 대한 영향력을 보기 위함으로, 벤처캐피탈 투자가 이익조정 가능성에 부정적(기업 투명성을 제고시키는)인 역할을 할 것으로 기대된다. 즉, 벤처캐피탈 투자는 투자기업의 이익조정 가능성을 줄여 기업 투명성 제고에 긍정적인 역할을 할 것으로 기대된다. $Asset_{t,i}$ 변수는 Hochberg(2006)가 사용한 상장시 시가총액을 대체하여 총자산을 독립변수로 사용하였다[4]. 이는 상장 첫날 주가 변동폭이 큰 국내 주식시장 현실을 감안하여 총자산이 기업규모를 표현하는 더 영향력 있는 변수로 판단되었기 때문이다. 이해영·박상경·정도진(2010)과 안홍복(2007)도 기업규모를 나타내는 변수로 자산을 사용하였다[2][29]. 일반적으로 큰 규모의 기업일수록 좀 더 복잡한 재무제표를 가지고 있으며 이에 따라 이익조정 가능성도 커질 수 있으나, 외부의 애널리스트, 신뢰도 높은 외부감사 회계법인 등의 모니터링이 있기 때문에 기업 투명성이 높아 질 수도 있다. $LEV_{t,i}$ 와 PBR_i 은 Hochberg(2006), 송치승·이준희(2008)와 같은 변수를 사용하였으며, 부채비율이 높을수록 이익조정을 하는 경향이 있을 것으로 기대된다[4]. PBR은 일반적으로 고성장 기업에서 높게 나타나며, 고성장 기업일수록 이익조정 가능성이 커질 것으로 기대된다. $Govern_{t,i}$ 변수는 안홍복(2007)의 연구와 같이 지배소유지분괴리를 사용하였으며, 이 괴리도가 클수록 최대주주의 기회주의 행위가능성이 높아져 이익조정 가능성이 커질 것으로 기대된다[2]. IPO_i 변수는 송치승·이준희(2008)의 연구에서 설명력이 낮게 나와 삭제한 바 있으나 본 연구에서는 의미있는 결과를 기대하여 삽입하였다. IPO_i 는 기업공개까지의 소요기간이며 기업공개까지 소요기간이 짧을수록 기업에 대한 이익조정 가능성이 커질 것으로 기대된다. 다시 말하면, 기업공개까지 소요기간이 짧을수록 조기에 투자금을 회수하기 위하여 이익조정 가능성이 커져 기업 투명성은 저하될 것으로 기대된다. 일반적으로 벤처캐피탈의 투자는 투자기업으로 하여금 조기에 기업공개하도록 유인하는 경향이 있기 때문에 변수로 추가하였다.

Ⅳ. 분석결과

1. 기술통계

[표 2]는 표본기업에 대한 분류표로 전체 표본 327개 중 제조업이 80.4%, 서비스업이 19.6%를 차지하고 있다.

표 2. 표본기업 분류표

	업종	상장기업수	비율
제조업	기계	70	21.4%
	일반제조	68	20.8%
	반도체	31	9.5%
	선박/자동차/철강/화학	26	8.0%
	의약/바이오	24	7.3%
	전자부품	37	11.3%
	기타 제조업	7	2.1%
	소계	263	80.4%
서비스업	S/W, 콘텐츠	37	11.3%
	정보서비스	18	5.5%
	유통	9	2.8%
	소계	64	19.6%
계		327	100.0%

[표 3]는 주요변수의 기술통계로 코스닥 신규상장기업의 지배소유지분괴리는 평균 10%, PBR은 3.82 그리

고 기업공개까지 소요기간은 10.31년이 되는 것을 알 수 있다.

표 3. 주요변수의 기술통계 (n=327)

구분	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
지배소유지분 괴리(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
상장까지소요기간(년)	10.31	6.58	2.00	49.00

2. t-검정

2.1 가설 1.1에 대한 검증결과

가설 1.1인 벤처캐피탈의 투자여부에 따라 설립일로부터 기업공개까지 소요기간에 차이가 있는지 알아보기 위해 t-검정을 실시한 결과, [표 4]에서와 같이 벤처캐피탈 투자기업의 기업공개까지 소요기간은 8.95년으로 나와 벤처캐피탈 비투자기업에 비해 5.12년 소요기간이 짧은 것으로 나타났다. 이는 1% 유의수준에서 통계적으로 유의한 결과로 가설 1.1은 채택된다.

표 4. VC투자여부에 따른 t-검정 결과

	집단	N	평균	표준편차	t값
기업공개 소요기간	VC투자	240	8.95	4.91	-5.13 (P 0.000)
	VC비투자	87	14.07	8.83	
매출액순이익률	VC투자	240	0.32	0.19	2.63 (P 0.009)
	VC비투자	87	0.26	0.15	
PBR	VC투자	240	4.03	3.23	2.12 (P 0.035)
	VC비투자	87	3.24	2.2	

추가적으로 벤처캐피탈 투자기업이 매출액 순이익률과 PBR도 벤처캐피탈 비투자기업에 비해 높게 나타나, 벤처캐피탈은 이익률이 높고 고성장기업에 투자하는 것을 알 수 있다.

2.2 가설 1.2, 1.3에 대한 검증결과

투명성에 따른 조기업적과시효과 및 벤처캐피탈 투자관련 분석은 표본기업의 발생액 크기에 따라 상장 직전년도 발생액을 상장 직전년도 총자산가액으로 나눈 가액($AC_{t-1}/Asset_{t-1}$)을 빈도분석하여 4분위수로 나눈 투명성집단을 t-검정으로 분석하였다. 분석결과는 [표 5]와 같다.

표 5. $AC_{t-1}/Asset_{t-1}$ 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], 75%(0.109288) 이상을 [투명성집단4]로 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 [표 6]과 같다.

표 6. 투명성 수준 집단간 t-검정 결과 1

	투명성 집단	N	평균	표준편차	t
VC 수	1	82	2.049	2.454	-2.230 (P 0.027)
	4	82	2.976	2.854	
VC 지분률	1	82	0.118	0.127	-2.177 (P 0.031)
	4	82	0.162	0.132	
영업이익률	1	82	0.194	0.115	2.156 (P 0.033)
	4	82	0.143	0.179	
당기순이익률	1	82	0.164	0.111	1.645 (P 0.102)
	4	82	0.12	0.215	
자산의질[1)]	1	82	1.467	0.639	-2.155 (P 0.033)
	4	82	1.914	1.767	
매출채권변화	1	82	0.247	1.476	1.003 (P 0.318)
	4	82	-0.283	4.553	
PBR	1	82	3.712	2.327	-0.498 (P 0.619)

1) 자산의질 = (1-당기유동자산+당기유형자산/당기자산)/(1-전기유동자

상기 [표 6]에서 나와 있듯이 투명성 수준이 높은 집단1이 투명성 수준이 낮은 집단4에 비하여 VC 투자지분률이 통계적으로 유의하게 낮게(4.4%P) 나타났다. 영업이익률에서는 집단1이 집단4에 비하여 높게 나타났으나 자산의질에서는 오히려 그 반대의 결과가 나왔다. 이는 투명성이 낮은 집단이 영업이익률과 자산의질이 낮음에도 불구하고 오히려 VC투자를 더 많이 받고 있음을 의미한다. 따라서, 기업 투명성 수준에 따라 벤처캐피탈로부터 투자받은 규모는 차이가 있었으며(투명성 낮은 기업이 더 VC투자를 받음) 가설 1.2는 채택된다.

이렇게 나온 결과를 분석하는 과정에서 [표 7]과 같은 의미 있는 결과를 발견하였다.

표 7. 투명성 수준 집단간 t-검정 결과 2

	투명성 집단	N	평균	표준 편차	t
VC수	1	82	2.049	2.454	-1.663 (P 0.098)
	2	81	2.691	2.478	
VC 지분률	1	82	0.118	0.127	-2.235 (P 0.027)
	2	81	0.163	0.131	
기업공개 소요기간	1	82	11.732	7.786	2.150 (P 0.033)
	2	81	9.556	4.754	

투명성 수준이 비교적 높은 상위 50% 이내에서 상위 25%에 속하는 투명성집단1과 상위 25%에서 50%에 속하는 투명성 집단 2를 t-검정한 결과, [표 7]의 결과에서와 같이 투명성 수준이 높은 집단 1의 벤처캐피탈 투자지분율이 집단2에 비해 통계적으로 유의하게 더 낮게(4.5%P) 나왔다. 기업공개까지 소요기간은 집단2가 더 짧게 나왔다. 즉, 가설 1.3 기업 투명성 수준에 따라 기업공개까지 소요기간은 차이가 있었으며, 오히려 투명성이 낮은 기업일수록 더 많은 벤처캐피탈이 투자하였고, 기업공개까지 소요기간도 더 짧게 나타났다.

산+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 미래이익을 창출할 지에 대한 불확실성이 높다는 것을 의미함. 즉, 자산의질 수치가 높다는 것은 회계투명성이 낮다는 것이라 할 수 있음. (최수미, 2004)

3. 회귀분석

3.1 재량적 발생액 계산

표본기업의 상장년도 재량적 발생액을 구하기 위해서 Jones 모형(1991)과 Jeter and Shivakumar(1999) 모형을 사용하였다[25][28]. 두 모형의 설명력은 Jeter and Shivakumar 모형이 조금 우수하게 나왔다. 설명변수 또한 Jeter and Shivakumar 모형이 좀 더 유의한 수치를 많이 보였다. 그렇지만, 재량적 발생액을 구하기 위해서는 각 모형별 설명변수의 유의성 보다는 추정된 재량적 발생액 수치의 절대액이 중요하다. 오웅락·권구일(2008)과 송치승·이준희(2008)의 연구에서도 계수의 유의성은 보고하지 않고 있다[3][34].

표 8. Jones 모형(종속변수=$\frac{AC_{t,i}}{TA_{t-1,i}}$)

설명변수	비표준화 계수		표준화 계수	t	p
	B	표준오차	베타		
(상수)	0.101	0.016		6.39	0.000
$\frac{1}{TA_{t-1,i}}$	149.455	231.694	0.035	0.645	0.519
$\frac{\Delta SA_{t,i}}{TA_{t-1,i}}$	0.058	0.012	0.267	4.971	0.000
$\frac{PPE_{t,i}}{TA_{t-1,i}}$	-0.004	0.022	-0.01	-0.179	0.858
Adjusted R^2	0.064				

표 9. Jeter and Shivakumar 모형(종속변수=$\frac{AC_{t,i}}{TA_{t-1,i}}$)

설명변수	비표준화 계수		표준화 계수	t	p
	B	표준 오차	베타		
(상수)	.110	.016		7.031	0.000
$\frac{1}{TA_{t-1,i}}$	405.6	235.2	.095	1.725	0.085
$\frac{\Delta SA_{t,i}-\Delta AR_{t,i}}{TA_{t-1,i}}$	.067	.014	.286	4.903	0.000
$\frac{PPE_{t,i}}{TA_{t-1,i}}$	.013	.022	.031	.580	0.563
$\frac{CFO_{t,i}}{TA_{t-1,i}}$	-.171	.036	-.280	-4.694	0.000
Adjusted R^2	0.082				

3.2 회귀분석 결과

표 10. 기업투명성 관련 회귀분석 결과(Jones 모형)

설명변수	비표준화 계수		표준화 계수	t	p
	B	표준 오차	베타		
(상수)	−.215	.119		−1.814	.071
VC_i	−.005	.057	−.005	−.088	.930
$Asset_{t,i}$	.023	.012	.107	2.003	.046
$LEV_{t,i}$	.175	.049	.194	3.577	.000
$Govern_{t,i}$	.204	.060	.169	3.368	.001
IPO_i	−.003	.001	−.143	−2.649	.008
PBR_i	.016	.002	.359	6.731	.000
Adjusted R^2	0.196				

* F=14.242 (P값 0.000)

표 11. 기업투명성 관련 회귀분석 결과(Jeter 모형)

설명변수	비표준화 계수		표준화 계수	t	p
	B	표준 오차	베타		
(상수)	−.298	.117		−2.543	.011
VC_i	−.007	.056	−.006	−.120	.904
$Asset_{t,i}$	.029	.011	.134	2.494	.013
$LEV_{t,i}$	.208	.048	.235	4.293	.000
$Govern_{t,i}$	.177	.060	.150	2.965	.003
IPO_i	−.003	.001	−.128	−2.343	.020
PBR_i	.015	.002	.324	6.044	.000
Adjusted R^2	0.185				

* F=13.360 (P값 0.000)

벤처캐피탈의 투자가 투자기업의 투명성 제고에 미치는 영향 관련 회귀분석을 실시한 결과 Jones 모형과 Jeter 모형 모두 벤처캐피탈(VC_i) 변수를 제외하곤 모든 변수들이 통계적으로 유의한 영향력을 주는 의미 있는 결과를 보여주었다. 즉, 자산규모($Asset_{t,i}$)가 큰 기업일수록 재량적 발생액(이익조정가능성)이 증가하여 기업투명성은 저하 되었으며, 부채비율 ($LEV_{t,i}$)이 높을수록 재량적 발생액이 증가하여 기업투명성이 저하되며, 지배소유지분괴리($Govern_{t,i}$)가 클수록 재량적 발생액이 증가하여 기업투명성이 저하되는 결과를 보여주었다. 기업공개까지 소요기간(IPO_i)은 그 기간이 길수록 재량적 발생액이 감소하였다. 다시 말하면 기업공개까지 소요기간이 짧을수록 재량적 발생액이 증가하여 기업투명성은 저하된다. 그리고, 고성장(PBR_i) 기업일수록 재량적 발생액이 커져 투명성이 저하됨을 알 수 있다.

상기 분석결과는 상당히 중요한 의미를 내포하고 있다. 일반적으로 벤처캐피탈의 조기업적과시가설은 국내에서도 다수의 연구에서 입증된 바 있다. 그렇지만, 벤처캐피탈의 투자가 기업 투명성을 제고한다는 Hochberg(2006)의 연구는 국내에서는 확인할 수 없었다[4]. 다만, 본 연구에서 기업공개까지 소요기간이 짧을수록 기업 투명성이 저하되는 결과가 나옴으로써 벤처캐피탈의 투자가 기업투명성에 부정적인 영향을 주는 가능성을 배제할 수 없다. 더욱이, 국내에서는 본 연구에서도 벤처캐피탈이 주로 투자하는 PBR이 높은 고성장 기업일수록 이익조정의 가능성이 커지고 기업투명성이 저하되어 Hochberg(2006)의 연구결과와는 정반대로 나타났기에 이런 주장은 더욱 설득력이 있을 것으로 보인다[4].

결론적으로, 가설 2.1 벤처캐피탈의 투자의 기업투명성에 대한 긍정적인 영향은 통계적 유의성이 없어 검증할 수 없었으며, 가설 2.2 기업공개까지 소요기간은 짧을수록 이익조정 가능성이 커져 기업투명성은 저하되었고, 가설 2.3의 지배소유지분괴리가 작은 기업지배구조를 가진 기업일수록 기업 투명성이 높아지는 것으로 나왔다. 따라서, 검증할 수 없었던 가설 2.1을 제외하고 가설 2.2와 2.3은 모두 채택된다.

V. 결론

벤처캐피탈의 투자가 신규상장기업의 투명성 제고에 미치는 영향에 대하여 알아보기 위해 t-검정과 회귀분석을 실시하여 본 결과 다음의 사항을 발견할 수 있었다.

우선 독립이표본 t-검정을 통해서는 첫째, 벤처캐피탈 투자기업이 벤처캐피탈로부터 투자받지 않은 기업에 비해 상장까지 소요기간은 5.12년이 빠르고, 매출액 순이익율과 PBR도 높게 나타났다. 둘째, 투명성이 낮은 기업들이 영업이익률과 자산의질이 낮음에도 불구

하고 오히려 더 많은 벤처캐피탈의 투자를 받고 있었다. 셋째, 투명성이 낮은 기업이 기업공개까지 소요기간도 2.2년 더 짧게 나타났다.

기업 투명성에 영향을 주는 요인을 분석하기 위한 회귀분석을 통해서는 첫째, 자산규모가 크고 부채비율이 높을수록 기업 투명성은 저하되었다. 둘째, 우량한 기업지배구조의 한 지표가 되는 지배소유지분괴리 정도가 작을수록 기업 투명성은 제고되었다. 셋째, 기업공개까지 소요기간이 짧을수록, 고성장 기업일수록 기업 투명성은 저하되었다.

상기 분석결과를 종합하여 보면 벤처캐피탈의 투자가 직접적으로 기업 투명성을 제고시키는 지는 확인 할 수 없었다. 그러나, 기업공개까지 소요기간이 짧을수록 기업 투명성이 저하되는 결과가 나옴으로써 벤처캐피탈의 투자가 기업 투명성에 부정적인 역할을 하는 가능성을 배제할 수 없다. 더욱이, 투명성이 낮은 기업이 더 많은 벤처캐피탈의 투자를 받았고, 벤처캐피탈이 투자하는 PBR이 높은 고성장 기업일수록 기업 투명성이 저하되는 결과가 나와 이런 주장은 더욱 설득력이 있을 것으로 보인다.

본 연구는 벤처캐피탈의 투자가 오히려 투자기업으로 하여금 이익 조정가능성을 높여 투자기업이 코스닥 시장에 조기에 상장하게 유도함으로써 기대했던 투자기업의 투명성 제고와는 다른 결과를 보여주었다. 이는 미국의 연구결과와는 정 반대의 결과로 우리나라의 벤처캐피탈이 아직도 선진화, 성숙화가 되지 못하고 있음을 보여준다. 벤처캐피탈의 보증역할에 대한 검증이 국내에서도 2000년 이후 본격적으로 이루어진 것처럼 국내 벤처캐피탈의 역량이 제고되고 벤처캐피탈 스스로 투자조합(펀드)의 펀드운용기간을 늘리고, 초기기업 위주 장기 투자를 하며, 투자기업의 투명성 제고를 위해 시스템을 구비 한다면 벤처캐피탈의 투자기업 투명성 제고 영향력은 빠른 시일 내에 국내에서도 검증될 것으로 기대된다.

본 연구는 벤처캐피탈의 투자와 기업 투명성 관련 의미 있는 결과에도 불구 2004년부터 2010년까지 코스닥 신규 상장기업의 상장 직전년도와 상장년도를 중심으로 기업 투명성 연구를 진행한 한계를 갖는다. 또한, 가설1에 대한 검증인 기업공개까지 소요기간 차이분석에서 비교대상기업인 VC투자기업(240개사)과 VC비투자기업(87개사)의 표본차이도 크고 코스닥 신규상장기업이라는 동질성 외에 업종, 기업규모 등에서 동질성이 확보되지 않은 집단간을 비교한 한계가 있다. 좀 더 자료가 구비된다면 동질한 규모의 집단간 비교를 한다던지, 벤처캐피탈의 투자 직후부터 상장까지 추적하여 투명성을 점검하던지, 상장 이후 일정기간 투명성 수준이 어떻게 변화하는지, 그리고 투명성에 영향을 주는 다른 요인이 없는지 후속 연구가 이루어 져야 할 것으로 보인다.

참 고 문 헌

[1] 이해영, “우리나라 상장기업의 재량적 발생액이 기업성과에 미치는 영향”, 유라시아연구, 제7권, 제3호(통권 제18호), pp.1-19, 2010.

[2] 안홍복, “기업지배구조, 통제환경 및 회계정보 투명성의 관련성 분석”, 국제회계연구, 제19집, pp.109-137, 2007.

[3] 송치승, 이준희, *벤처캐피탈의 벤처기업 지배구조에 대한 역할분석과 개선에 관한 연구*, 중소기업연구원, pp.1-37, 2008.

[4] Y. Hochberg, "Venture Capital and Corporate Governance in the Newly Public Firm," Working Paper, 2006.

[5] R. M. Bushman, J. D. Piotroski, and A. J. Smith, "What determines corporate transparency?," JournalofAccountingResearch, Vol.42, No.2, pp.207-252, 2004.

[6] 한정화, 배종석, “벤처기업 경영투명성 수준의 영향요인에 관한 연구”, 경영학연구, 제30권, 제4호, pp.1291-1316, 2001

[7] Standard & Poor's, "Transparency and disclosure," www.standardandpoors.com, 2002.

[8] P. A. Gompers, "Grandstanding in the Venture Capital," Journal of Financial Economics, Vol.42, Issue1, pp.133-156, 1996.

[9] B. S. Black and R. J. Gilson "Venture Capital and

Structure of Capital Markets: Banks versus Stock Markets," Journal of Financial Economics, Vol.47, pp.243-277, 1998.

[10] S. Manigart, K. D. Waelea, K. Robbieb, P. Desbrièresc, H. Sapienzad, and A. Beekmane, "Determinants of required return in venture capital investments: a five-country study," Journal of Business Venturing, Vol.17, Issue4, pp.291-312, 2002.

[11] C. N. V. Krishnan, V. L. Ivanov, R. W. Masulis, and A. K. Singh, "Venture Capital Reputation, Post-IPO Performance and Corporate Governance," ECGI Working Paper Series in Finance 265/2009, pp.1-53, 2009.

[12] 허남수, 윤병섭, 이기환, "벤처기업공개와 벤처캐피탈리스트의 역할 분석", 재무관리연구, 제19권, 제1호, pp.153-181, 2002.

[13] 이희우, *경기흐름과 벤처캐피탈의 보증역할에 관한 실증연구*, 한양대학교 석사학위논문, pp.1-52, 2004.

[14] 이준서, 박태진, "벤처캐피탈회사의 보증역할과 조기업적과시현상에 대한 재고찰", 벤처경영연구, 제10권, 제3호, 통권 26호, pp.23-40, 2007.

[15] 김석용, 박태진, "벤처캐피탈회사의 지분투자와 벤처기업 최초공모주 성과 분석", 벤처창업연구, 제1권, 제1호, 통권1호, pp.179-199, 2006.

[16] C. B. Barry, J. M. Chris, W. John Peavy III, and R. V. Michael, "The role of Venture Capital in the creation of public companies," Journal of Financial Economics, Vol.27, pp.447-471, 1990.

[17] W. A. Sahlman, "The structure and governance of venture-capital organization," J. of Financial Economics, Vol.27, pp.473-521, 1990.

[18] Baker, Malcolm, and P. A. Gompers, "The determinants of board structure at the initial public offering, Journal of Law and Economics, Vol.46, pp.569-598, 2003.

[19] P. A. Gompers, "Optical investment, monitoring, and the stage of venture capital," Journal of Finance, Vol.50, pp.1461-1489, 1995.

[20] T. L. II. Campbell and M. B. Frye, "Venture Capitalist Monitoring: Evidence from Governance Structure," Quarterly Review of Economics and Finance, Vol.49, Issue2, pp.265-296, 2008.

[21] M. D. Beneish, "Earning Management: A Perspective," Managerial Finance, pp.3-17, 2001.

[22] 이정연, 박제균, 김철기, "코스닥 신규등록기업의 이익조정에 관한 연구", 대한경영학회지, 제18권, 제6호, 통권 53호, pp.2681-2700, 2005.

[23] 기현희, "코스닥 신규 등록기업의 이익조정에 관한 연구", 국제회계연구, 제31집, pp.129-151, 2010.

[24] 이병섭, 전인오, "중소기업의 윤리적 특성요인과 기업경쟁력 간의 관계", 한국콘텐츠학회논문지, 제8권, 제6호, pp.175-185, 2008.

[25] J. J. Jones, "Earning Management During Import Relief Investigations," Journal of Accounting Research, The National Bureau of Economic Research, Vol.33, pp.375-400, 1991.

[26] P. Dechow, R. Sloan, and A. Sweeney, "Detecting earnings management," The Accounting Review, Vol.70, pp.193-225, 1995.

[27] K. R. Subramanyam, "The Pricing of Discretionary Accruals," Journal of Accounting and Economics, Vol.18, pp.157-179, 1996.

[28] D. C. Jeter, and L. Shivakumar, "Cross-Sectional Estimation of Abnormal Accruals Using Quarterly and Annual Data: Effectiveness in Detecting Event-Specific Earnings Management," Accounting and Business Research, Vol.29, pp.299-319, 1999.

[29] 이해영, 박상경, 정도진, "기업의 지배구조가 재량적 발생에 미치는 영향", 경영교육연구, 제6권 pp.53-73, 2010.

[30] C. Becker, M. DeFond, J. Jiambalvo, and K. Subramanyam, "The Effect of Audit Quality on Earning Management," Contemporary Accounting Research, Vol.15, pp.1-24, 1998.

[31] J. P. H. Fan and T. J. Wong, "Corporate

Ownership Structure and the Informativeness of Accounting Earnings in East Asia," Working Paper, 2001.

[32] B. Xie, W. N. III. Davidson, and P. J. DaDalt, "Earnings management and corporate governance: the role of the board and the audit committee," Journal of Corporate Finance, Vol.9, Issue 3, pp.295-316, 2003.

[33] 최수미, 회계투명성 측정과 제고방안, LG경제연구원, pp.1-24, 2004.

[34] 오웅락, 권구일, "외환위기 및 분식회계사건이 벤처 및 비벤처 상장기업의 이익조정에 미치는 영향", 벤처경영연구, 제11권, 제3호, pp.45-63, 2008.

저 자 소 개

조 성 숙(Sung-Sook Cho) 정회원

- 1975년 2월 : 연세대학교 응용통계학(경제학사)
- 1981년 8월 : Kansas Univ. 경제학(경제학석사)
- 1987년 3월 : Southern Methodist Univ. 경제학(경제학박사)
- 2007년 3월 ~ 현재 : 호서대 벤처전문대학원 교수

<관심분야> : 정보경영, 금융경제, 투자론

이 희 우(Hee-Woo Lee) 정회원

- 1997년 2월 : 서강대학교 경제학과(경제학사)
- 2004년 8월 : 한양대학교 경영대학원 재무관리(경영학석사)
- 2010년 3월 ~ 현재 : 호서대 벤처전문대학원 정보경영학과 박사과정 재학 중

<관심분야> : 벤처캐피탈, 기술경영, 기업가정신