

벤처캐피탈회사의 지분투자과 벤처기업 최초공모주 성과 분석

김석용(동국대학교 경영대학 경영학부 교수), 교신저자, kimsynge@dongguk.edu
박태진(동국대학교 대학원 경영학과 박사과정), tjpark21@hanmir.com

국문 요약

본 연구의 목적은 우리나라 벤처캐피탈회사의 지분투자가 벤처기업 최초공모주에 미치는 성과를 분석하는데 있다. 표본기업은 1997년 7월 1일부터 2006년 6월 30일까지 9년 동안 코스닥시장에 IPO 당시 벤처캐피탈회사가 투자한 벤처기업 101개이다. 연구결과는 다음과 같다.

첫째, 벤처기업에 단독 투자하는 벤처캐피탈회사보다 공동 투자하는 벤처캐피탈회사가 공모회사와 투자자 사이 정보비대칭을 완화하는 바람직한 투자행태를 가지고 있음을 발견하였다. 본 연구는 Bygrave(1987), Lerner(1994), 진태홍(2001) 등의 연구를 지지하고 있다.

둘째, 벤처캐피탈회사가 후기 투자하는 벤처기업보다 초기 투자하는 벤처기업에서 IPO 초과수익률을 더 높게 나타내어 초기에 이미 투자한 투자자는 정보의 우위성을 이용하여 후기단계에서 벤처캐피탈회사 자신이 투자한 벤처기업의 가치를 과장한 유인이 있었음을 실증하고 있다. 이러한 결과는 Lerner(1994)의 연구를 지지하고 있다.

셋째, 벤처캐피탈회사의 투자지분율이 IPO 성과에 미치는 영향을 분석한 결과 벤처캐피탈회사가 벤처기업에 투자하는 지분비율이 높을수록 IPO 초과수익률이 더 낮게 나타남을 보여주고 있다.

핵심주제어 : 벤처캐피탈회사, 공동투자, 단계별투자, 지분투자

I. 서론

벤처캐피탈회사의 원활한 자금공급은 벤처생태계를 형성하는 벤처기업을 활성화한다. 벤처캐피탈회사의 자금은 벤처생태계를 선순환하여 기술은 있으나 자본이 없는 유망한 벤처기업이 지속적인 성장을 추구할 수 있도록 지원한다. 벤처캐피탈회사는 이자보상 중심의 안전성을 추구하는 전통적인 금융기관과는 달리 높은 위험(high risk)을 감수하고라도 높은 수익(high return) 기회를 제공하는 벤처기업을 매력 있는 투자대상으로 보고

지분투자(equity investment)를 한다.

벤처캐피탈회사는 벤처기업 초기단계부터 후기단계까지 위험자본을 제공하여 기업이 성장하도록 도와주고, 기업이 공개되면 투자자본을 회수하여 이익을 실현하는 벤처기업의 이해관계자이다. 벤처캐피탈회사는 벤처기업에 자금만 투자하는 것이 아니라 경영자문, 감독, 명성(reputation) 등을 제공하여 벤처기업이 성장하도록 도와준다. 그리고 벤처기업이 성장하여 벤처캐피탈회사의 지원만으로 벤처기업이 필요로 하는 자금을 충분히 조달할 수 없는 시장성 있는 벤처기업이 되었을 때 증권시장에 벤처기업의 주식을 공개하도록 지원한다. 벤처기업은 증권시장의 일반주주를 통하여 더 풍부한 자금을 조달할 수 있으며, 벤처캐피탈회사는 지금까지 투자한 자금을 회수하기 위하여 보유하고 있던 주식을 증권시장에 매각한다. 이 때 벤처캐피탈회사는 벤처기업의 주식인수 시점에 투자한 자금보다 훨씬 더 많은 자금을 회수하여 고수익을 수확한다. 더불어 벤처캐피탈회사의 규모도 성장하고 여유현금흐름을 지닌 벤처캐피탈회사는 벤처캐피탈회사의 자금을 필요로 하는 또 다른 벤처기업을 찾아 투자를 위한 의사결정 과정을 밟는다. 이른바 벤처캐피탈의 순환과정(Gompers and Lerner, 1999)을 거친다.

우리나라는 벤처캐피탈회사의 활성화를 위한 많은 정책방안을 논의하여 시행하였고, 벤처캐피탈회사에 대한 실증연구를 많이 수행하였다. 하지만 벤처캐피탈회사의 지분투자 행태에 대한 선행연구는 많지 않다. 벤처캐피탈회사의 지분투자 행태에 대한 선행연구는 미국의 경우 Lerner(1994, 1995), Gompers(1995) 등의 연구가 있으며, 우리나라의 경우 진태홍(2001), 이인찬과 윤충한(2000), 이인찬, 김성현과 윤충한(2003), 윤병섭(2003) 등의 연구가 있다. 본 연구는 국내의 기존 연구와 달리 벤처캐피탈회사가 벤처기업 창업 이후 주식공개에 이르기까지 어느 단계에 지분투자를 하는지, 하나의 벤처기업에 하나의 벤처캐피탈회사만 지분투자를 하는지 여러 벤처캐피탈회사가 공동으로 지분투자를 하는지 등 벤처캐피탈회사의 지분투자 행태를 코스닥시장 자료를 가지고 살펴보고 있어 연구방법 및 연구내용 등에 있어 연구의 차별성을 지닌다. 벤처캐피탈 산업이 발달한 미국의 제도와 행태를 우리나라와 경제적인 관점에서 비교하고 분석한 이인찬과 윤충한(2000)의 연구, 이인찬, 김성현과 윤충한(2003)의 연구 등과 차별성이 있다. 본 연구는 우리나라의 벤처캐피탈회사가 지분투자한 벤처기업을 대상으로 투자단계, 공동 투자 여부 등 지분투자 행태에 따라 벤처기업이 최초공모주(initial public offers: IPO)에서 보여주는 성과를 분석하고 성과가 나타나는 원인을 알아본다.

II. 선행연구

2.1 벤처캐피탈회사의 공동 투자 효과

Lerner(1994)는 초기단계의 공동 투자뿐 아니라 후기단계에서 발생하는 공동 투자에도 관심을 가졌다. Lerner(1994)는 Admati and Pfleiderer(1994)의 다단계 계약모형 연구를 기초로 하여, 투자대상기업에 대한 단계별투자가 이루어지는 경우, 초기(내부)투자자와 후기(외부)투자자가 후기단계에 공동 투자하는 경우, 초기투자자는 그의 지분을 일정 수준으로 유지하고 있다는 것을 발견하였다. 즉, 초기단계의 투자자(예컨대 선발 투자자인 경험 많은 벤처캐피탈회사)는 벤처기업의 영업활동에 대해 이미 충분한 정보를 갖고 있으나, 후기단계에서 새로이 투자하고자 하는 투자자는(초기단계에 투자한 투자자들보다) 정보를 많이 갖고 있지 못하다. 따라서 이 두 투자자들 사이에는 정보의 비대칭성이 존재하게 된다. 이 경우 초기에 이미 투자한 투자자는 정보의 우위성(informational advantage)을 이용하여 후기단계에서(자신이 투자한) 벤처기업의 가치를 과장할 유인이 크다. 이러한 기회주의적 유인을 피하고 잠재적인 외부투자자의 투자를 유치하기 위해서는 내부투자자들의 지분을 일정 수준으로 유지하여야 한다.

Bygrave(1988)는 벤처캐피탈회사간 공동 투자의 구조(the structure of investment networks)에 대해 연구하였다. 그는 벤처캐피탈들이 서로 공식적, 비공식적 네트워크로 연결되어 있고 이러한 네트워크를 활용하여 공동 투자를 하고 있는 것에 관심을 가졌다. 464개의 벤처캐피탈들이 1975~1982년 사이에 투자한 1,501개의 투자건수를 분석한 결과, 첨단산업에 전문화된 벤처캐피탈회사들 간의 공동 투자가 그렇지 않은 경우보다 훨씬 높았던 것을 발견하였다. 그는 464개 벤처캐피탈을 여러 가지 그룹으로 나누어 분석하였다. 먼저 가장 투자실적이 높고 규모가 큰 61개 회사를 추려내었고, 이 중에서 21개의 하이테크 산업에 주로 투자하는 벤처캐피탈과 21개의 비하이테크 분야에 집중하는 벤처캐피탈로 나누어 분석을 하였다. 그는 네트워크의 연결정도라는 개념을 이용하여 벤처캐피탈회사들의 공동 투자의 정도를 분석하였는데, 연결정도는 실현된 연결고리(direct link)를 관측함으로써 계산하였다. 그의 실증연구 결과는 HIVC에 속한 벤처캐피탈 회사들은 서로 긴밀한 네트워크를 구성하고 있으며, 첨단산업이 가지는 높은 불확실성 때문에 상호 정보를 공유하기 위하여 상대적으로 더 많은 공동 투자를 하고 있는 것을 나타내고 있다.

2.2 벤처캐피탈회사의 단계별투자 효과

Gompers(1996)는 업력이 짧은 벤처캐피탈회사와 업력이 긴 벤처캐피탈을 비교하였다. Gompers(1996)는 업력이 짧은 회사는 업계에서 명성을 쌓지 못해 업력이 긴 벤처캐피탈보다 짧은 기간 안에 투자기업을 IPO시키려고 한다는 것을 발견하였다. 업력이 짧은 벤처캐피탈은 IPO를 통해서 명성을 쌓고, 이 명성을 토대로 기존의 또는 새로운 자본을 끌어들이 새로운 펀드를 조성해야 하기 때문이다. 그는 433개의 IPO에 대한 실증분석을 통하여 젊은 벤처캐피탈에 의해 투자받은 기업일수록 투자기간이 짧았고, 또한 낮은 가격으로 IPO되었다는 것을 발견하였다. 또한 업력이 짧은 벤처캐피탈회사일수록 투자기업에 대한 지분율이 낮은 것을 발견하였다.

Sahlman(1990)은 리더벤처캐피탈은 기업을 매월 한 번 이상씩 방문하여 매번 4~5시간을 소모한다. 다른 벤처캐피탈은 3개월에 한 번 정도 방문하여 2~3시간을 소요한다. 이외에도 1개월에 한 번씩 재무보고를 받는다. 이러한 체크를 통하여 기업가가 각 라운드 사이의 기간에 기회주의적 행태를 할 수 없도록 제약하게 된다. 그러나 벤처캐피탈이 날마다 기업에 간여하는 것은 아니다. 광범위하고도 정밀한 심사는 라운딩 할 때만 시행한다.

이인찬과 윤충한(2000)은 우리나라의 16개 벤처캐피탈회사(13개 창업투자회사와 3개 신기술금융회사)가 1979년부터 1999년 6월까지 투자한 891개의 투자건수에 대한 원시자료를 통해, 벤처캐피탈의 투자행태를 실증적으로 분석하였다. 실증결과, 업종집중이 높은 전문화 투자를 하는 벤처캐피탈회사일수록 초기단계의 투자, 즉 업력이 낮은 기업들에 대한 투자를 선호하는 경향이 있음을 발견하였다. 이는 Bygrave(1987, 1988), Gupta and Sapienza(1992) 그리고 Norton and Tinnenbaum(1993)의 논의에 기초하고 있다.

이인찬, 김성현과 윤충한(2003)은 이인찬과 윤충한(2000)의 연구 자료를 포함한 1996년부터 2000년 6월까지의 2,077건의 벤처캐피탈 투자내역을 투자재원으로 구분하여 분석하였다. 연구결과는 다음과 같다. 첫째, 투자조합을 통해(순수 조합투자이든 내부자금과의 공동 투자이든) 투자할 경우 그 대상이 상대적으로 업력이 짧고, 따라서 위험요소를 더 많이 내포할 가능성이 있다는 점이 확인되었다. 둘째, 손실충당과 목표이익률 규정이 포함된 현행 구조는 벤처캐피탈 측의 이러한 왜곡된 유인구조를 어느 정도 방지할 수 있으나 근본적인 치유가 되지는 못함을 간단한 이론적 논의를 통해 보였다. 셋째, 성과보수를 강조하는 벤처캐피탈 투자조합이 지나친 위험을 추구할 수 있다는 것으로 잘 알려져 있다고 볼 수 있다. 다만 이를 실증적으로 확인하기 위해서 투자조합 운용에만 전념하는 미국 벤처캐피탈산업 자료로는 곤란한 점이 있고, 국내 상황에서 자기자본을 활용한 투자가 병존한다는 사실을 이용하여 이를 실증적으로 확인할 수 있었다. 양자 간 비

교에 그치지 않고 공동 투자에서도 유사한 형태가 관찰될 것이며, 특히 투자조합 비중에 비례해 투자행태가 영향을 받고 있음을 보여주고 있다. 이는 투자시점과 투자규모 등을 통제하고 투자대상업력과 재원구성 간의 관계를 회귀분석 한 결과에서도 확인되고 있다.

2.3 벤처캐피탈회사의 투자지분 효과

강효석(1990), Tinic(1988) 등은 모집비율이 클수록 사전적 불확실성이 커져 발행가격과 시장가치의 괴리율이 증가하는 효과를 가져 오는 양(+)의 관계를 보임을 주장하고 있다. 이 연구는 벤처캐피탈회사가 벤처기업의 모집비율에 관여하여 모집비율을 합리적으로 조정한다면 사전적 불확실성을 줄여 발행가격과 시장가치의 괴리율이 감소하는 효과를 가져 오는 음(-)의 관계를 보이지만 그렇지 않다면 양(+)의 관계를 보일 것으로 기대하고 있다.

윤병섭, 이대식과 이기환(2006)은 모집비율이 클수록 상대적으로 소유경영자의 지분 보유 비율이 낮아짐에도 불구하고 왜 모집비율을 크게 하는지에 연구의 초점을 두고 모집비율이 발행가격의 저평가에 미치는 영향을 분석하고 있다. 소유경영자의 지분보유 비율에 변동을 가져오는 모집비율 결정에 벤처캐피탈이 관여하여 벤처기업이 필요로 하는 적절한 자금을 자본시장으로부터 조달할 수 있다면 벤처캐피탈은 벤처기업의 모집비율 관여로 소유경영자의 지분보유 비율 변동에서 오는 기업가치의 변화를 어느 정도 통제한다고 판단할 수 있다. 표본기업은 1999년부터 2000년까지 코스닥증권시장에 IPO한 기업 중 실증분석에 필요한 항목이 갖추어져 있는 벤처캐피탈회사 지원기업 64개와 그 대응표본 64개 기업이다. 연구결과는 다음과 같다.

첫째, IPO시 모집비율이 20%미만 기업을 벤처캐피탈회사가 지원한 기업과 벤처캐피탈회사가 지원하지 않은 기업으로 양분하고, 이들 양 집단 간 차이를 분석한 결과 초기성과에 유의한 차이가 있음을 발견하였다. 이러한 결과는 IPO시 모집비율이 20%미만 기업에서 벤처캐피탈회사가 지원한 기업이 벤처캐피탈회사가 지원하지 않은 기업보다 초기성과가 더 낮음을 발견하여 벤처캐피탈회사가 관여하는 벤처기업이 경영 안정화 및 미래 성장성이 있다는 좋은 신호를 시장이 이해하는 것으로 판단된다.

둘째, 초기성과를 결정하는 원인이 무엇인지 회귀분석 한 결과 $AR_{i\text{ beq}}$, $AR_{i\text{ end}}$, AR_{i2} , $CAR(1.30)$ 등에 일관되게 유의한 양(+)의 성과를 나타내는 변수는 모집비율, 인수수수료율 등이며, 유의한 음(-)의 성과를 나타내는 변수는 업력임을 발견하였다. 모집비율이 높은 기업일수록 미래 성장 잠재력이 떨어지기 때문에 경영위험을 분산하기 위해 소유지분을 분산하는 유인이 있는 것으로 판단된다. 따라서 미래가치를 반영한 적정한 기업 가치로 평가하여 IPO하기보다는 현재가치보다 저가로 발행을 하여 시장에 공급물량을 소화하려는 의도가 있다고 판단한 투자자의 투자행위로 초기성과가 높게 나타나는 것으로 판단된다.

Ⅲ. 연구표본과 연구가설

3.1 연구표본

3.1.1 표본집단

본 연구에서 사용한 표본기업은 1997년 7월 1일부터 2006년 6월 30까지 10년 동안 코스닥시장에 IPO 당시 벤처캐피탈회사가 투자한 벤처기업 101개이다. 건설업, 금융기관은 제외하였으며 제조업과 서비스업을 대상으로 한다. 뿐만 아니라 벤처캐피탈회사가 투자하여 신규 상장한 벤처기업이라고 하더라도 2006년 6월 말 현재 관리종목으로 편입되었거나 상장이 폐지된 기업은 제외하였다.

본 연구에서 사용한 표본기업은 벤처기업확인요령 제4조의 벤처캐피탈회사가 투자한 벤처기업으로 IPO 당시에 벤처캐피탈회사가 벤처기업에 10% 이상의 주식을 투자한 기업이다. IPO 당시 하나의 벤처기업에 벤처캐피탈회사가 단독 투자·복수 투자·공동 투자·동반 투자 등 투자유형에 관계없이 합산투자한 지분이 10% 이상인 기업을 말한다.

〈 표 1 〉 벤처캐피탈투자기업 표본현황

년도	1997	1998	1999	2000	2001	2002	2003	2004	2005	2006	계
표본수	15	3	21	22	16	12	4	1	6	1	101

3.1.2 공동 투자

공동 투자란 1개의 벤처기업에 1개 이상의 벤처캐피탈회사가 동시투자하거나 또는 이 미 1개의 벤처캐피탈회사가 1개의 벤처기업에 단독 투자하고 있는 그 벤처기업에 1개 이상의 벤처캐피탈회사가 뒤에 따라 투자하여 1개의 벤처기업에 1개 이상의 벤처캐피탈회사가 되어 투자하는 모든 경우를 통칭한다. 즉, 하나의 투자대상기업에 2이상의 투자 주체가 또는 2이상의 서로 다른 원천의 자금이 동시에 투자되는 경우를 공동 투자라 지칭할 수 있다.

〈 표 2 〉 표본기업에 투자한 벤처캐피탈회사의 공동 투자 현황

구분	단독 투자	공동 투자 회사의 수						합계
		2	3	4	5	6	계	
벤처기업의 수	31	33	25	7	2	3	70	101

3.1.3 단계별투자

우리나라는 벤처기업의 단계를 분류하여 투자의사를 결정하는 경우는 거의 없다. 벤처기업의 단계는 벤처캐피탈이 개별 투자대상 기업의 주가를 평가하는 참고자료로서의 기능 정도에 그치고 있다. 따라서 투자단계별로 투자심의 요건이나 투자금액 한도에 대한 차등을 두고 있지 않다. 또한 미국과 달리 벤처기업의 투자유치 실적을 나타내는 자료에서 투자대상 기업의 단계와 투자금액을 동시에 표기하고 있지 않고 개별 투자대상 기업의 투자총액만을 주로 표시하고 있어 벤처캐피탈의 능력을 평가하는 자료로 충분히 활용할 수 없다. 또한 투자의사결정시 벤처기업의 단계에 따라 기술성과 시장성을 고려하는 비중이나 기회주의적인 행동의 내용 및 이에 대한 법적인 대응방법에 차이가 있을 수 있음에도 불구하고 벤처캐피탈 업계에서는 벤처기업의 단계를 고려한 벤처기업에 대한 이해가 부족한 것으로 보인다(윤성승, 2001).

〈 표 3 〉 표본기업에 투자한 벤처캐피탈회사의 투자단계 현황

	초기투자	후기투자	계
벤처기업의 수	29	72	101

3.2 가설의 설정

3.2.1 벤처캐피탈회사의 공동 투자 효과에 대한 가설

Bygrave(1987)는 464개의 유한투자조합의 1,501개의 투자건수 중에서 2개 이상의 벤처캐피탈회사가 함께 투자하는 공동 투자에 대한 실증분석을 실시하였다. 그는 벤처캐피탈의 공동 투자가 기술집약적 산업의 경우, 초기단계 기업의 경우 더욱 많았다는 것을 발견하였다. Lerner(1994)는 공동 투자 방식에 의한 투자를 하는 벤처캐피탈이 누구인가 그리고 어떤 조건에서 공동 투자가 이루어지는가에 대해 연구하였다. 그 결과, 그는 위험도가 높은 초기 단계 기업에 대한 투자는 경험 많은 벤처캐피탈끼리 공동 투자하는 경우가 많은 것을 발견하였다.

본 연구는 벤처캐피탈회사가 단독 투자하는 기업과 벤처캐피탈회사가 공동 투자하는 기업으로 구분하여 IPO 초과수익률을 비교하고, 양 집단 간 유의한 차이가 있는지 분석한다. 벤처캐피탈회사가 1개의 벤처기업에 투자하는 행태를 단독 투자와 공동 투자로 구분하여 비교·분석하는 이유는 단독 투자와 공동 투자가 정보비대칭을 완화하는 측면에서 차별적인 투자행태를 나타낼 것이라는 판단 때문이다. 단독으로 투자하는 벤처캐피탈

회사보다 공동으로 투자하는 벤처캐피탈회사가 IPO의 초과수익률을 보다 더 낮게 나타낸다면 공동으로 투자하는 벤처캐피탈회사가 벤처기업의 본질가치를 좀 더 체계적으로 평가하는 증거로 해석할 수 있다.

[가설 1]

벤처캐피탈회사가 단독 투자하는 기업과 벤처캐피탈회사가 공동 투자하는 기업 간 IPO 초과수익률은 차이가 있을 것이다.

3.2.2 벤처캐피탈회사의 단계별투자 효과에 대한 가설

Gompers(1996)는 업력이 낮은 벤처캐피탈회사가 후기단계의 기업에 투자한다는 것을 나타내기도 한다. 이는 벤처캐피탈회사의 업력이 낮은 것이 전문성과 경험이 낮다는 것을 의미하고, 이는 위험을 회피하는 투자패턴을 가질 수밖에 없는 것을 의미할 수도 있다. 이인찬과 윤충한(2000)은 우리나라의 16개 벤처캐피탈회사(13개 창업투자회사와 3개 신기술금융회사)가 1979년부터 1999년 6월까지 투자한 891개의 투자건수에 대한 원시자료를 통해, 벤처캐피탈의 투자행태를 실증적으로 분석하였다. 그 결과, 업종집중이 높은 전문화 투자를 하는 벤처캐피탈회사일수록 초기단계의 투자, 즉 업력이 낮은 기업들에 대한 투자를 선호하는 경향이 있음을 보여주고 있다.

본 연구는 벤처캐피탈회사가 IPO 직전에 투자하는 후기투자 형태의 벤처기업과 벤처캐피탈회사가 창업초기부터 투자하는 초기투자 형태의 벤처기업으로 구분하여 IPO 초과수익률을 비교하고, 양 집단 간 유의한 차이가 있는지 분석한다. 벤처캐피탈회사가 후기 투자하는 벤처기업보다 초기 투자하는 벤처기업이 IPO 초과수익률을 더 높게 나타낸다면 초기에 이미 투자한 투자자는 정보의 우위성(informational advantage)을 이용하여 후기단계에서(자신이 투자한) 벤처기업의 가치를 과장할 유인이 큼을 실증할 수 있다.

[가설 2]

벤처캐피탈회사가 IPO 직전에 투자하는 벤처기업과 벤처캐피탈회사가 창업 초기부터 투자하는 벤처기업 간 IPO 초과수익률은 차이가 있을 것이다.

3.2.3 벤처캐피탈회사의 투자지분 효과에 대한 가설

IPO를 위한 신규주식은 기존 주주에게 배정하지 않고 주주를 공개 모집함으로써 기존 주주의 보유지분비율을 낮추는 주식분산 효과가 있다. 강효석(1990), Tinic(1988) 등

은 모집비율이 클수록 사전적 불확실성이 커져 발행가격과 시장가치의 괴리율이 증가하는 효과를 가져 오는 양(+)의 관계를 보임을 주장하고 있다. 이 연구는 벤처캐피탈회사가 벤처기업의 모집비율에 관여하여 모집비율을 합리적으로 조정한다면 사전적 불확실성을 줄여 발행가격과 시장가치의 괴리율이 감소하는 효과를 가져 오는 음(-)의 관계를 보이지만 그렇지 않다면 양(+)의 관계를 보일 것으로 기대하고 있다.

본 연구는 벤처캐피탈회사가 높은 참여지분비율로 투자하는 벤처기업과 낮은 참여지분비율로 투자하는 벤처기업으로 구분하여 IPO 초과수익률을 비교하고, 양 집단 간 유의한 차이가 있는지 분석한다. 낮은 참여지분비율로 투자하는 벤처기업보다 높은 참여지분비율로 투자하는 벤처기업의 IPO 초과수익률이 더 낮게 나타난다면 벤처캐피탈회사가 높은 참여지분비율로 투자하는 벤처기업에 대해 공모회사와 투자자 사이 정보비대칭을 완화하는 더 바람직한 투자행태를 가지는 증거로 해석할 수 있으며, 벤처캐피탈회사의 벤처기업에 대한 모니터링은 존재하고 있음을 판단할 수 있다. 이에 본 연구는 다음과 같이 가설을 설정한다.

[가설 3]

벤처캐피탈회사가 낮은 참여지분비율로 투자하는 벤처기업과 벤처캐피탈회사가 높은 참여지분비율로 투자하는 벤처기업 간 IPO 초과수익률은 차이가 있을 것이다.

3.3 분석모형 및 분석방법

3.3.1 초과수익률 측정 모형

벤처기업의 초과수익률은 시장조정수익률법에 의하여 계산하며 시장포트폴리오수익률은 코스닥지수에 의하여 계산한다. 시장조정수익률법에서 초과수익률은 주가수익률에서 동일기간의 주가지수 수익률을 차감하여 계산한다. 즉, 특정주식의 초과수익률은 주식의 실현수익률에서 시장포트폴리오의 실현수익률을 차감한 수익률이 된다.

3.3.2 회귀분석 모형

본 연구는 단기간에 걸쳐 나타나는 할인발행 현상의 발견과 동시에 그 원인을 분석하고자 한다. 측정된 초과수익률을 종속변수로 하고 초과수익률의 원인을 설명할 수 있는 벤처캐피탈회사의 공동 투자 여부, 벤처캐피탈회사의 투자단계, 벤처캐피탈회사의 투자

지분율, 벤처기업의 공모배수, 벤처기업의 업력, 벤처기업의 총자산 등을 독립변수로 하여 그 할인발행 원인을 회귀 분석한다.

$$Y_{it} = \beta_0 + \beta_1 X_1 + \beta_2 X_2 + \beta_3 X_3 + \beta_4 X_4 + \beta_5 X_5 + \beta_6 X_6 + \varepsilon_i$$

여기에서,

Y_{it} : t시점의 평균 초과수익률 (AR_1, AR_2, CAR)

X_1 : 공동투자 여부 (단독투자=0, 공동투자=1)

X_2 : 투자단계 (초기투자=0, 후기투자=1)

X_3 : 투자지분율

X_4 : 공모배수

X_5 : 벤처기업의 업력

X_6 : 총자산 (log)

ε_i : 오차

3.3.3 개별변수의 조작적 정의

3.3.3.1 공동투자 여부

단독투자는 0, 공동투자는 1인 더미변수를 사용하여 벤처캐피탈회사의 공동 투자 여부를 구분한다. Bygrave(1987)는 벤처캐피탈회사의 공동 투자가 기술집약적 산업의 경우, 초기단계 기업의 경우 더욱 많았다는 것을 발견하고 있다. Bygrave(1987)는 여러 벤처캐피탈회사가 참여하는 공동 투자는 금전적인 위험을 분산하려는 의도에서 이루어지는 것이 아니라, 투자에 수반되는 위험을 줄이기 위해 이루어진다고 주장하였다. 즉, 공동 투자는 벤처캐피탈회사가 운용하는 펀드의 크기와는 상관이 없으며, 벤처캐피탈회사가 투자하고자 하는 투자건의 불확실성 정도에 의존한다는 것이다.

3.3.3.2 투자단계

초기투자는 0, 후기투자는 1인 더미변수를 사용하여 벤처캐피탈회사의 투자단계를 구분한다. 투자단계별로 벤처캐피탈회사가 벤처기업을 지원하는 정도는 다르기 때문에 벤처캐피탈회사가 어느 단계에서 벤처기업을 지원하는지를 아는 것은 중요하다. 단계를 이해하면 벤처기업의 경영을 이해하고 영업활동에 관한 의사결정에 더 합리적이며 유용한

도움을 줄 수 있다고 본다. Gompers(1995)는 단계별투자가 나타나는 원인이 정보비대칭과 대리인 문제에 있다고 가정하고 있다.

3.3.3.3 투자지분율

Gompers(1996)는 업력이 낮은 벤처캐피탈회사가 후기단계의 벤처기업에 투자한다고 보고하고 있다. 벤처캐피탈회사의 업력이 낮은 것이 전문성과 경험이 낮다는 것을 의미하고, 이는 위험을 회피하는 투자패턴을 가질 수밖에 없는 것을 의미할 수도 있다. 즉, 업력이 낮은 벤처캐피탈회사가 상대적으로 더욱 위험 회피적이라는 것을 의미하고, 이는 명성을 빨리 쌓기 위한 방편의 결과로도 해석될 수 있는 것이다.

3.3.3.4 벤처기업 공모배수

벤처기업 IPO 공모배수는 액면가 대비 공모가격이 몇 배수인지를 나타낸다. 공모가격은 발행회사, 투자자, 인수업자 간 이해상충을 가져오므로 합리적 가격결정을 요구한다. 인수회사는 공모가 산정을 위한 수요예측을 위해 일반적으로 기관별 신청수량 한도를 설정하고, 동 한도 내에서 기관투자자들의 수요예측 참가신청서를 접수한다. 벤처캐피탈회사가 적정한 IPO 공모배수를 책정하도록 유도한다면 합리적 가격결정이 되어 초과수익률이 없을 것이다.

3.3.3.5 벤처기업의 업력

Muscarella and Vetsuypens(1989)에 의하면 기업의 업력이 오래될수록 시장에 정보가 많이 알려져 있기 때문에 정보비대칭이 해소되어 IPO가격이 시장가격에 근접하게 결정된다고 보고하고 있다. 따라서 업력이 오래된 기업일수록 기업의 가치는 적정하게 평가되고 이는 정보비대칭을 줄이므로 초과수익률은 낮아진다. Gompers(1996)는 벤처캐피탈회사의 명성을 벤처기업의 업력과 관련지어 검정하였다. 그는 명성이 낮은 벤처캐피탈회사는 초기에 IPO를 수행하여 업적을 과시하려는 의도가 있기 때문에 명성이 높은 벤처캐피탈회사보다 벤처기업의 업력이 낮다고 한다. 따라서 명성도가 낮은 벤처캐피탈회사가 지원한 기업인지를 알려면 IPO 시기가 빠른지를 알아보아야 하며 이는 벤처기업의 업력으로 측정이 된다. 즉, 조기업적과시효과가 있으면 IPO가격을 시장가격에 보다 근접하게 결정할 수 없고 할인발행은 크게 된다.

3.3.3.6 총자산

변수에 대한 이례치의 효과를 감소시키기 위해서 총자산의 금액은 log값을 적용한다. 총자산이 큰 경우 기업의 규모도 클 것이므로 기업의 정보가 시장에 널리 알려져 있는 것으로 볼 수 있다. 따라서 총자산이 크면 일반투자자들에게 신뢰할 만한 정보를 줄 수 있다는 신호역할을 하기 때문에 정보비대칭의 격차를 줄여주는 역할을 수행하여 IPO 가격을 시장가격에 보다 근접하게 결정할 수 있다. 총자산은 사업보고서로부터 산출하였다. 이 경우 상장일 당시의 자산의 크기를 직접 구하기는 어려우므로 상장일 직전년도 말의 총자산을 상장일 당시 자산규모로 계산하였다.

IV. 실증분석

4.1 변수의 기술통계량

회귀분석에 사용되는 변수의 기술통계량은 <표 4>와 같다. 벤처캐피탈회사의 투자지분율은 20.33%, 공모배수는 10.92배, 벤처기업 업력은 8.05년, 벤처기업의 상장 직전년도 말 총자산은 1,896억 원으로 나타났다.

< 표 4 > 변수의 기술통계량

구 분	투자지분율	공모배수	벤처기업 업력	총자산
단위	%	배	년	억 원
표본수	101	101	101	101
평균	20.33	10.92	8.05	1,896
최소	10.00	1.48	1.17	71
최대	68.33	70.00	38.00	15,888
표준편차	9.86	11.50	6.01	2,163

주) 총자산은 상장 직전년도 말임.

4.2 상관분석

본 연구는 벤처캐피탈회사의 지분투자 행태가 단기간에 걸쳐 나타나는 초과수익률에 영향을 미치는 각 변수들 간 상관분석 결과를 나타내고 있다. 그리고 변수의 기대방향과

일치하는지 여부를 확인하기 위해 이변량 상관분석을 양측 검정한 결과, 모든 변수가 다중공선성의 문제가 해결되고 있으며, 초과수익률에 영향을 미치는 적합한 회귀모형으로 판단된다. 이 중에서 공모배수, 벤처기업의 업력, 벤처기업의 상장직전년도 말 총자산 등은 초과수익률의 설명변수가 된다.

< 표 5 > 상관분석

	X ₁	X ₂	X ₃	X ₄	X ₅	X ₆
X ₁	1.000					
X ₂	0.221** (0.026)	1.000				
X ₃	0.431*** (0.000)	0.162* (0.096)	1.000			
X ₄	0.424*** (0.000)	0.121 (0.350)	0.103 (0.273)	1.000		
X ₅	-0.184 (0.288)	-0.283*** (0.004)	-0.214** (0.038)	-0.157 (0.371)	1.000	
X ₆	-0.157 (0.371)	0.128 (0.203)	-0.099 (0.324)	0.069 (0.494)	0.227** (0.022)	1.000

주) X₁: 공동 투자 여부(단독 투자=0, 공동 투자=1), X₂: 투자단계(초기투자=0, 후기투자=1), X₃: 투자지분율, X₄: 공모배수, X₅: 벤처기업의 업력, X₆: 총자산(log)
 ***: 1%수준에서 유의함. **: 5%수준에서 유의함. *: 10%수준에서 유의함.

4.3 회귀분석

4.3.1 벤처캐피탈회사의 공동 투자가 IPO 성과에 미치는 영향

본 연구는 벤처캐피탈회사의 공동 투자가 IPO 성과에 미치는 영향을 분석하였다. 그 결과는 <표 6>과 같다. 벤처캐피탈회사가 단독으로 벤처기업에 투자하면 0, 공동으로 투자하면 1인 더미변수를 사용하여 발행가격 대비 등록 첫날의 증가를 기준으로 한 초과수익률(AR₁), 상하한가가 종료되는 시점의 증가를 기준으로 초과수익률(AR₂), IPO 이후 30일 동안의 누적 초과수익률(CAR)에 미치는 분석한 결과 벤처캐피탈회사가 공동으로 투자하는 기업이 IPO 성과에 음(-)의 영향을 미침을 발견하였다. 이러한 결과는 벤처기업에 단독 투자하는 벤처캐피탈회사보다 공동 투자하는 벤처캐피탈회사가 IPO 초과수익률을 더 낮게 나타내고 있어 공동 투자하는 벤처캐피탈회사가 공모회사와 투자자 사이 정보비대칭을 완화하는 바람직한 투자행태를 가지는 증거로 해석할 수 있다.

〈 표 6 〉 벤처캐피탈회사의 공동 투자가 IPO 성과에 미치는 영향

모형1: $Y_{i,t} = \beta_0 + \beta_1 X_1 + \varepsilon_i$ 모형2: $Y_{i,t} = \beta_0 + \beta_1 X_1 + \beta_4 X_4 + \beta_5 X_5 + \beta_6 X_6 + \varepsilon_i$

변수	모형1			모형2		
	AR ₁	AR ₂	CAR	AR ₁	AR ₂	CAR
X ₁	-0.305*** (-2.933)	-0.104* (-2.104)	-0.523** (-2.595)	-0.252** (-2.759)	-0.153* (-2.136)	-0.486** (-2.457)
X ₄				-0.119** (-2.432)	-0.216* (-2.010)	-0.220** (-2.519)
X ₅				-0.133** (-2.235)	-0.304* (-2.065)	-0.228* (-2.039)
X ₆				0.251** (2.389)	0.254** (2.435)	0.217** (2.590)
상수	0.651	1.386	1.113	0.923	1.989	1.422
R ²	0.109	0.110	0.125	0.143	0.132	0.155
AdjR ²	0.101	0.100	0.115	0.103	0.108	0.015
F-value	3.871 (0.000)	3.011 (0.003)	3.544 (0.000)	3.068 (0.001)	2.997 (0.004)	3.389 (0.001)

주 1) $Y_{i,t}$: t시점의 평균 초과수익률(AR₁, AR₂, CAR), X₁: 공동 투자 여부(단독 투자=0, 공동 투자=1), X₄: 공모배수, X₅: 벤처기업의 업력, X₆: 총자산(log)

2) ()는 회귀계수의 t검정치임.

***: 1%수준에서 유의함. **: 5%수준에서 유의함. *: 10%수준에서 유의함.

Bygrave(1987)가 464개의 유한투자조합의 1,501개의 투자건수 중에서 2개 이상의 벤처캐피탈회사가 함께 투자하는 공동 투자에 대한 실증분석을 실시한 결과, 벤처캐피탈의 공동 투자가 기술집약적 산업의 경우, 초기단계 기업의 경우 더욱 많았음을 보고하고 있다. 그리고 Lerner(1994)는 위험도가 높은 초기 단계 기업에 대한 투자는 경험 많은 벤처캐피탈회사끼리 공동 투자하는 경우가 많음을 발견하였다. 진태홍(2001)은 우리나라 벤처캐피탈회사는 투자업체를 선정하기 위해 초기단계에서 대형업체와 공동으로 투자하는 것을 대체로 선호하고 있고 초기단계 이후에서는 지분유지를 목적으로 공동 투자함을 논의하고 있다. 따라서 본 연구는 Bygrave(1987), Lerner(1994), 진태홍(2001) 등의 연구를 지지하고 있다. 본 연구 [가설1] “벤처캐피탈회사가 단독 투자하는 기업과 벤처캐피탈회사가 공동 투자하는 기업 간 IPO 초과수익률은 차이가 있을 것이다.”는 채택된다.

4.3.2 벤처캐피탈회사의 투자단계가 IPO 성과에 미치는 영향

본 연구는 벤처캐피탈회사의 투자단계가 IPO 성과에 미치는 영향을 분석하였다. 그 결과는 <표 7>과 같다. 벤처캐피탈회사가 창업초기부터 투자하는 초기투자는 0, 벤처캐피탈회사가 IPO 직전에 투자하는 후기투자는 1인 더미변수를 사용하여 발행가격 대비 등록 첫날의 증가를 기준으로 한 초과수익률(AR_1), 상하한가가 종료되는 시점의 증가를 기준으로 초과수익률(AR_2), IPO 이후 30일 동안의 누적 초과수익률(CAR)에 미치는 분석한 결과 후기투자가 IPO 성과에 음(-)의 영향을 미침을 발견하였다. 다시 말하면 벤처캐피탈회사가 후기 투자하는 벤처기업보다 초기 투자하는 벤처기업에서 IPO 초과수익률을 더 높게 나타내어 초기에 이미 투자한 투자자는 정보의 우위성을 이용하여 후기단계에서 벤처캐피탈회사 자신이 투자한 벤처기업의 가치를 과장한 유인이 있었음을 실증하고 있다.

이러한 결과는 Gompers(1996)의 연구와 상반된다. Gompers(1996)는 업력이 짧은 벤처캐피탈회사와 업력이 긴 벤처캐피탈을 비교하였다. 업력이 짧은 회사는 업계에서 명성을 쌓지 못해 업력이 긴 벤처캐피탈보다 짧은 기간 안에 투자기업을 IPO시키려고 한다는 것을 발견하였다. 서둘러 IPO하려 했다는 증거를 IPO기업의 짧은 업력, 그리고 벤처기업과의 짧은 관계, 그리고 투자지분이 비교적 적었다는 점으로 측정하고 있다. Gompers(1996)의 결론은 업력이 낮은 벤처캐피탈회사가 후기단계의 기업에 투자한다는 것을 나타내기도 한다. 이는 벤처캐피탈회사의 업력이 낮은 것이 전문성과 경험이 낮다는 것을 의미하고, 이는 위험을 회피하는 투자패턴을 가질 수밖에 없는 것을 의미할 수도 있다. 따라서 본 연구는 Lerner(1994)의 연구를 지지하고 있다. Lerner(1994)는 후기단계에서 벤처캐피탈회사 자신이 투자한 벤처기업의 가치를 과장할 유인이 큼을 보고하고 있다. 따라서 벤처캐피탈회사의 기회주의적 유인을 피하여 잠재적인 외부투자자의 투자를 유치하는 노력이 필요함을 시사하고 있다. 본 연구 [가설 2] “벤처캐피탈회사가 IPO 직전에 투자하는 벤처기업과 벤처캐피탈회사가 창업초기부터 투자하는 벤처기업 간 IPO 초과수익률은 차이가 있을 것이다.”는 지지된다.

< 표 7 > 벤처캐피탈회사의 투자단계가 IPO 성과에 미치는 영향

모형3: $Y_{it} = \beta_0 + \beta_2 X_2 + \epsilon$; 모형4: $Y_{it} = \beta_0 + \beta_2 X_2 + \beta_4 X_4 + \beta_5 X_5 + \beta_6 X_6 + \epsilon$

변수	모형3			모형4		
	AR ₁	AR ₂	CAR	AR ₁	AR ₂	CAR
X ₂	-0.816** (-2.514)	-0.466* (-2.195)	-0.532** (-2.592)	-0.817** (-2.354)	-0.481** (-2.400)	-0.517** (-2.607)
X ₄				-0.219** (-2.516)	-0.301** (-2.695)	-0.202** (-2.552)
X ₅				-0.115** (-2.540)	-0.214** (-2.462)	-0.191** (-2.641)
X ₆				0.271* (2.118)	0.301** (2.402)	0.248 (1.705)
상수	0.206	1.492	0.599	0.414	0.983	0.864
R ²	0.160	0.114	0.125	0.190	0.152	0.155
AdjR ²	0.151	0.104	0.115	0.152	0.112	0.115
F-value	3.322 (0.000)	3.428 (0.000)	3.534 (0.000)	3.357 (0.000)	3.298 (0.002)	3.380 (0.001)

주 1) Y_{it} : t시점의 평균 초과수익률 (AR₁, AR₂, CAR), X₂: 투자단계(초기투자=0, 후기투자=1), X₄: 공모배수, X₅: 벤처기업의 업력, X₆: 총자산(log)

2) ()는 회귀계수의 t검정치임.

***: 1%수준에서 유의함. **: 5%수준에서 유의함. *: 10%수준에서 유의함.

4.3.3 벤처캐피탈회사의 투자지분율이 IPO 성과에 미치는 영향

본 연구는 벤처캐피탈회사의 투자지분율이 IPO 성과에 미치는 영향을 분석하였다. 그 결과는 <표 8>과 같다. 벤처캐피탈회사가 IPO 직전까지 벤처기업에 투자하는 지분비율을 실수(實數)로 사용하여 발행가격 대비 등록 첫날의 증가를 기준으로 한 초과수익률(AR₁), 상하한가가 종료되는 시점의 증가를 기준으로 초과수익률(AR₂), IPO 이후 30일 동안의 누적 초과수익률(CAR)에 미치는 영향을 분석한 결과 후기투자가 IPO 성과에 음(-)의 영향을 미침을 발견하였다. 다시 말하면 벤처캐피탈회사가 벤처기업에 투자하는 지분비율이 높을수록 IPO 초과수익률이 더 낮게 나타남을 보여주고 있다. 하지만 투자지분율을 구간으로 분리하여 분석한 결과 발행가격 대비 등록 첫날의 증가를 기준으로 한 초과수익률(AR₁)은 10% ≤ 투자지분율 ≤ 15%, 15% ≤ 투자지분율 ≤ 20%, 20% ≤ 투자지분율 ≤ 30%, 30% ≤ 투자지분율 각각 28.93%, 72.96%, 55.43%, 14.52%를 나타내었으며, 이러한 결과는 소유지분율에 따라 기업가치가 증가하거나 감소한다는 절충가설을

지지하고 있음을 논의하였다. 즉, 위로 볼록한 형태의 절충가설을 주장한 McConnell and Servaes(1990)의 연구를 지지하고 있음을 논의하였다. 따라서 본 연구는 이 논의를 더 심도 있게 다루는 노력이 필요하다. 과연 벤처캐피탈회사 변곡점 지분율을 분석하여 절충가설을 지지하는지에 대한 계산을 필요로 한다. 하지만 이 분야는 소유지분과 기업가치를 다루는 영역이므로 본 연구에서는 논외로 한다.

< 표 8 > 벤처캐피탈회사의 투자지분율이 IPO 성과에 미치는 영향

모형5: $Y_{i,t} = \beta_0 + \beta_3 X_3 + \varepsilon_i$ 모형6: $Y_{i,t} = \beta_0 + \beta_3 X_3 + \beta_4 X_4 + \beta_5 X_5 + \beta_6 X_6 + \varepsilon_i$

변수	모형5			모형6		
	AR ₁	AR ₂	CAR	AR ₁	AR ₂	CAR
X ₃	-0.209** (-2.628)	-0.212** (-2.249)	-0.201* (-2.085)	-0.219** (-2.618)	-0.220* (-2.111)	-0.201* (-2.087)
X ₄				-0.235** (-2.830)	-0.216* (-2.024)	-0.221** (-2.510)
X ₅				-0.207** (-2.295)	-0.204* (-2.067)	-0.231* (-2.122)
X ₆				0.2001** (2.784)	0.215** (2.560)	0.200** (2.305)
상수	0.637	0.902	0.724	0.945	1.523	1.042
R ²	0.114	0.116	0.117	0.141	0.145	0.134
AdjR ²	0.106	0.106	0.109	0.121	0.124	0.116
F-value	3.395 (0.000)	3.560 (0.000)	3.007 (0.001)	3.018 (0.002)	3.111 (0.000)	3.841 (0.000)

주 1) $Y_{i,t}$: t시점의 평균 초과수익률(AR₁, AR₂, CAR), X₃: 투자지분율, X₄: 공모배수, X₅: 벤처기업의 업력, X₆: 총자산(log)

2) ()는 회귀계수의 t검정치임.

***: 1%수준에서 유의함. **: 5%수준에서 유의함. *: 10%수준에서 유의함.

V. 결론

본 연구는 우리나라 벤처캐피탈회사의 투자행태가 벤처기업 IPO에 미치는 영향을 분석하였다. 벤처캐피탈회사의 공동 투자 여부, 투자단계, 투자지분율, 공모배수, 벤처기업의 업력, 상장 직전년도 말 총자산 등을 독립변수로 하여 코스닥시장에서 발행가격 대비 등록 첫날의 증가를 기준으로 한 초과수익률, 상하한가가 종료되는 시점의 증가를 기준

으로 초과수익률, IPO 이후 30일 동안의 누적 초과수익률에 미치는 영향을 분석하였다.

본 연구에서 사용한 표본기업은 코스닥시장에 IPO 당시 벤처캐피탈회사가 투자한 업종이다. 본 연구의 조건을 충족하는 표본기업은 1997년 7월 1일부터 2006년 6월 30일까지 9년 동안 코스닥시장에 IPO 당시 벤처캐피탈회사가 투자한 벤처기업 101개이다. 본 연구는 SPSS 10.0 통계패키지를 이용하여 기술통계분석, t-검정, 회귀분석 등을 하였다. 연구결과는 다음과 같다.

첫째, 벤처캐피탈회사의 공동 투자가 IPO 성과에 미치는 영향을 분석하였다. 그 결과, 벤처캐피탈회사가 공동으로 투자하는 기업이 IPO 성과에 음(-)의 영향을 미침을 발견하였다. 이러한 결과는 벤처기업에 단독 투자하는 벤처캐피탈회사보다 공동 투자하는 벤처캐피탈회사가 IPO 초과수익률을 더 낮게 나타내고 있어 공동 투자하는 벤처캐피탈회사가 공모회사와 투자자 사이 정보비대칭을 완화하는 바람직한 투자행태를 가지는 증거로 해석할 수 있다. 따라서 본 연구는 Bygrave(1987), Lerner(1994), 진태홍(2001) 등의 연구를 지지하고 있다.

둘째, 벤처캐피탈회사의 투자단계가 IPO 성과에 미치는 영향을 분석하였다. 그 결과 후기투자가 IPO 성과에 음(-)의 영향을 미침을 발견하였다. 다시 말하면 벤처캐피탈회사가 후기 투자하는 벤처기업보다 초기 투자하는 벤처기업에서 IPO 초과수익률을 더 높게 나타내어 초기에 이미 투자한 투자자는 정보의 우위성을 이용하여 후기단계에서 벤처캐피탈회사 자신이 투자한 벤처기업의 가치를 과장한 유인이 있었음을 실증하고 있다. 이러한 결과는 Lerner(1994)의 연구를 지지하고 있다. Lerner(1994)는 후기단계에서 벤처캐피탈회사 자신이 투자한 벤처기업의 가치를 과장할 유인이 큼을 보고하고 있다. 따라서 벤처캐피탈회사의 기회주의적 유인을 피하여 잠재적인 외부투자자의 투자를 유치하는 노력이 필요함을 시사하고 있다.

셋째, 벤처캐피탈회사의 투자지분율이 IPO 성과에 미치는 영향을 분석하였다. 그 결과 벤처캐피탈회사가 벤처기업에 투자하는 지분비율이 높을수록 IPO 초과수익률이 더 낮게 나타남을 보여주고 있다. 하지만 절충가설을 지지하고 있는지에 대한 심도 있는 논의는 진행하지 못하였다. 즉, 위로 불룩한 형태의 절충가설을 주장한 McConnell and Servaes(1990)의 연구를 지지하는지에 대한 추가 연구가 요구된다.

참 고 문 헌

- 강효석(1990), “기업공개 시 공모주 가격결정에 관한 연구”, 『재무연구』, 제3호, pp.157~176.
- 윤병섭(2003), “코스닥 IPO와 인수업자의 명성효과”, 『대한경영학회지』, 제16권, 제1호, 대한경영학회, pp.195~220.
- 윤병섭 · 이대식 · 이기환(2006), “코스닥시장 IPO의 모집비율과 초기성과 분석”, *Journal of the Korean Data Analysis Society*, 제8권, 제1호, pp.291~304.
- 이인찬 · 김성현 · 윤충한(2003), “벤처캐피탈 투자재원의 구성과 투자행태”, 『재무연구』, 제16권, 제1호, 한국재무학회, pp.227~268.
- 이인찬 · 윤충한(2000), “벤처캐피탈의 투자행태”, 『경제학연구』, 제48집, 제4호, 한국경제학회, pp.5~26.
- 진태홍(2001), 『우리나라 벤처캐피탈의 투자행태에 관한 연구 - 대리인 문제의 관점에서 -』, 정보통신학술연구과제 자유연구 00-11, 정보통신부.
- Admati, A. R., Pfleiderer P.(1994), “Robust Financial Contracting and the Role of Venture Capitalists”, *Journal of Finance*, Vol.49, pp.371~402.
- Bygrave, W. D.(1988), “The Structure of the Investment Networks of Venture Capital Firms”, *Journal of Business Venturing*.
- Bygrave, W. D.(1987), “Syndicated Investments by Venture Capital Firms: A Networking Perspective”, *Journal of Business Venturing*, Vol.2, No.2, pp.139~154.
- Gompers, Paul A.(1996), “Grandstanding in the Venture Capital Industry”, *Journal of Financial Economics*, Vol.42, pp.133~156.
- Gompers, Paul A.(1995), “Optimal Investment, Monitoring, and the Staging of Venture Capital”, *Journal of Finance*, Vol.50, No.5, pp.1461~1489.
- Gompers, P., J. Lerner(1999), *The Venture Capital Cycle*, The MIT Press.
- Gupta, A. K., H. J. Sapienza(1992), “Determinants of Venture Capital Firms Preferences Regarding the Industry Diversity and Geographic Scope of their Investments”, *Journal of Business Venturing*, Vol.7, pp.347~362.
- Lerner, Joshua(1995), “Venture Capitalists and the Oversight of Privately Held Firms”, *Journal of Finance*, Vol.50, pp.301~318.
- Lerner, Joshua(1994), “The Syndication of Venture Capital Investments”, *Financial Management*, Vol.23, No.3, pp.16~17.
- McConnell, J. J., H. Servaes(1990), “Additional Evidence on Equity Ownership

- and Corporate Value”, *Journal of Finance Economics*, Vol.27, pp.596~612.
- Muscarella, Chris J., Vetsuypens, Michael R.(1989), “The Underpricing of ‘Second’ Initial Public Offerings”, *Journal of Financial Research*, pp.183~202.
- Norton, E., B. H. Tenenbaum(1993), “Specialization versus Diversification as a Venture Capital Investment Strategy”, *Journal of Business Venturing*, Vol.7, pp.431~442.
- Tinic, S. M(1988), “Anatomy of Initial Public Offering of Common Stock”, *Journal of Finance*, Vol.43, No.4, pp.789~822.

An Empirical Study on the Equity Investment of Venture Capitalists on the IPOs Performance

Kim, Seok Yong * · Park, Tae Jin **

Abstract

The objective of the study which it analyzes the result which goes made to the equity investor venture company IPOs stock of Korean venture capitalists. The sample company is the venture business 101 which IPO time venture capitalists invest in period KOSDAQ market from 1997 July 1st to 2006 June 30th for 9 years. The result of the study was as follows.

First, it is found that syndication investing venture capitalists than the sole investing venture capitalists has desirable investment act which relax non-symmetry information between the publicly held company and the investor. The study support to Bygrave(1987), Lerner(1994) and so on.

Second, The venture capitalists under postscript investing the venture business compared to under investing shows IPO excess benefit rate initially more highly from the venture business and the investor whom already invests early stage prove to use the manned it exaggerates the value of the venture business which venture capitalists oneself invests from postscript phase through the high position characteristic

At last, it is discovered that the investment equity ratio of venture capitalists effect of sound (-) postscript investor IPO result which analyzed. It is showed that venture capitalists will remain more lowly excess benefit rate as the equity ratio which the venture capitalists invests at the venture business will be high.

Key words : the equity investment of venture capitalists, IPOs performance, syndication investing venture capitalists

* Professor, Department of Management, Dongguk University

** The Doctor's Course in Department of Management, Dongguk University