

신디케이트 내부 VC 리드투자자 비중과 투자자 지위가 투자 성과에 미치는 영향력에 관한 연구

김지은 (고려대학교 경영대학 강사)*

오주연 (고려대학교 경영대학 박사수료)**

Mengjin Gao (고려대학교 경영대학 박사수료)***

김영규 (고려대학교 경영대학 부교수)****

국문 요약

본 논문은 주주의 구성 및 지분이 기업 성과에 유의미한 영향을 미친다는 기존 재무, 경영전략의 문헌에 기반, 벤처 신디케이트(VC syndication) 내 리드투자자 비중 및 투자자 지위가 투자유치 및 확대에 미치는 영향력을 살펴본다. VC 신디케이트 내의 리드 투자자의 증가는 시장 내 영향력 증가, 높은 가시성 등의 이점을 기반으로 투자 기업의 고용자원을 증가시켜 투자 성과에 긍정적으로 작용한다. 반면 리드투자자는 투자 전략수립과 실행에 있어 상반된 의견을 제시하거나 영향력을 관철시키려는 경향을 보이기 때문에 리드 투자자의 증가가 갈등을 조장할 수 있으며, 이때 조정을 위해 많은 시간과 비용을 소모해 잠재투자자의 진입장벽을 높이거나, 기존 투자자들의 추후 투자 수준을 낮추는 등의 비용을 수반할 수 있다. 따라서 우리는 리드 투자자는 투자성과에 긍정적인 영향력을 미치지만 일정 수준을 넘어서는 경우 투자 성과가 하락하는 역 U자 형태를 보일 것이라는 가설을 수립하였다. 또한 신디케이트 내 VC의 지위가 높아질수록 이점이 쉽게 조율되지 않아 리드 투자자 비중 증가에 따른 비용이 더욱 증가할 것으로 예측하였다. 본 연구는 Thomson VentureXperts 데이터에서 추출한 1991년부터 2005년까지 약 15년간의 24,677건의 VC 신디케이트 투자 데이터를 기반으로 가설을 검증하였다. 연구결과 신디케이트 내 리드투자자의 비중과 투자성과는 역 U자 관계를 보이며 신디케이트 내부 VC 지위가 높아질수록 갈등에 따른 투자 성과 하락이 더욱 강화된다는 것을 확인하였다. 본 연구결과는 투자자 간의 관계 기반의 힘의 역학을 고려할 필요성 및 명확한 역할 분담 및 조정시스템 도입에 관한 논의가 필요하다는 점을 시사한다.

핵심주제어: 벤처 캐피탈리스트, 벤처 신디케이트, 리드투자자 비중, 지위, 투자성과

1. 서론

1.1. 연구배경

신생 기업에게 있어 투자 유치 및 확장은 기업의 성공 가능성에 대한 인정의 의미를 지니며, 잠재 투자자에게 긍정적인 신호로 작용해 추가 투자 유치를 가능하게 하는 중요한 성과 변수이다. 신생기업은 투자유치를 두고 다른 기업들과 경쟁하게 되며(Ebbers & Wijnberg, 2012), 더 많은 자원확보를 위해 피칭(pitching) 등에 많은 노력을 기울이고 있다(Fehder & Hochberg, 2014). 벤처캐피탈리스트(Venture Capitalist, 이하 VC)는 높은 성장성을 보이는 신생기업을 선정하여 투자할 뿐만 아니라 투자 이후에도 지속적으로 경영전반에 다양한 전

문성과 유, 무형의 자원을 제공하여 투자 확대 및 이익 창출에 긍정적인 영향력을 미치며(Gompers & Lerner, 1999; Kaplan & Lerner, 2010; Ritter, 2021), 신생기업 투자에 중요한 역할을 담당하는 것으로 알려져 있다.

VC 투자자는 기업에 투자를 결정하고 진행하는데 있어 다른 투자자들과 공동으로 투자하는 신디케이트(syndication) 방식을 주로 사용한다(Bygrave, 1987; Zhang et al., 2017). 신디케이트는 벤처 투자에 수반되는 높은 불확실성과 정보의 비대칭성을 해소하고 불확실성을 줄이는 동시에 VC가 지닌 각자의 다양한 경험과 자원을 상호보완적으로 사용하여 투자 성과를 제고할 수 있다. 신디케이트에서는 투자성과가 발생하기 전까지는 중간 정산을 받는 것이 불가능하다. 투자자는 투자 결정에 대해 높은 기회비용을 가지고 있기 때문에 투자에 대한 추가 정보를 습득하지 못하거나 투자에 대한 높은 불확실

* 주저자, 고려대학교 경영대학 강사, tbpoet@korea.ac.kr

** 공동저자, 고려대학교 경영대학 박사수료, diozones@korea.ac.kr

*** 공동저자, 고려대학교 경영대학 박사수료, mengjin.gao@gmail.com

**** 교신저자, 고려대학교 경영대학, youngkyu_kim@korea.ac.kr

· 투고일: 2021-11-09 · 1차 수정일: 2022-01-07 · 2차 수정일: 2022-02-11 · 게재확정일: 2022-02-21

성을 느낄 경우 다른 투자를 중단하거나 감소시킬 수 있다(Dixit & Pindyck, 1994; Guler, 2007). 일반적으로 신디케이트는 개인 혹은 2-3개의 투자자 집단으로 이루어진 리드 투자자(lead investors)가 공동투자자(co-investors)를 선정하거나 초청하며 형성되는데 이때 리드 투자자는 투자 대상 기업의 선정, 이후 투자 계획 수립, 기업 경영에 참여를 통해 투자 대상 기업의 가치를 높이는 역할을 담당하는 등 신디케이트 내 중심적 역할을 하는 것으로 알려져 있다(Lerner, 1994; Wright & Lockett, 2003).

초기 신디케이트에서는 단일 리드 투자자의 형태가 많이 관측되었지만 2000대 이후 높은 가시성, 자원 공유, 시장 내 영향력 강화 등을 통해 기업의 투자 성과에 긍정적인 영향력을 미칠 수 있다는 점에서 IPO시장 등에서 리드 투자자가 다수로 구성되는 형식의 신디케이트가 증가하는 추세를 보이고 있다(Jeon et al., 2015). 그러나 다양한 이점에도 불구하고 일정 수준 이상의 리드 투자자 비중은 각종 비용을 수반할 수 있다. 우선 리드 투자자 간 추구하는 가치와 우선순위에 대한 이견이 발생할 수 있으며, 역할의 중복으로 인한 조정(coordination) 비용이 증가할 수 있다. 그러나 이와 같이 상반되는 이론적 가능성에 대한 실증적 연구는 미흡하다. VC 신디케이트 내의 리드 투자자의 중요성이 다양한 연구에서 논의되었음에도 불구하고(Hopp & Lukas, 2014), 리드 투자자의 비중 증가에 따른 효과가 투자 성과에 미치는 영향력에 관한 연구는 매우 제한적으로 진행되어 왔다(Jeon et al., 2015; Vithanage et al., 2016). 본 논문에서는 이러한 문제의식에 따라 다수 리드 투자자가 투자 성과에 미치는 영향력에 대해 살펴보려고 한다.

리드 투자자의 이점과 비용을 고려할 때, 리드 투자자 비중의 증가는 투자 확대에 상당 부분 긍정적인 영향을 미칠 수 있지만 이러한 긍정적 효과는 비중이 증가함에 따라 체감되는 반면, 이들의 비중이 증가함에 따라 나타날 수 있는 갈등 및 조정에 따른 비용은 체증할 것으로 예상할 수 있다. 따라서 리드 투자자 비중과 투자성과의 관계는 역 U자 모양을 갖게 될 것으로 보았다. 특히 이런 효과는 참여한 VC들의 사회적 위치기반인 지위(status)에 따라 조절될 수 있을 것으로 예측하였다. 불확실한 시장에서 품질에 대한 신호의 하나로써(Podolny, 1993) 지위는 VC의 경우 함께 신디케이트에 참여함으로써 서로를 존중하는 형태로 인정받게 되며 VC의 지위는 VC자신 뿐 아니라 VC가 투자한 기업의 행동과 성과에도 많은 영향력을 미친다(Stuart et al., 1999). 높은 불확실성을 보이는 벤처 산업에서 더 높은 지위를 지닌 VC의 추가 영입은 VC신디케이트의 지위 향상 뿐 아니라 투자의 성과를 높인다는 점에서 중요한 요소이다(Chemmanur & Krishnan, 2012; Hochberg et al., 2007; Stuart et al., 1999). 그러나 리드 투자자 간 주도권에 관한 이해관계에 불일치가 발생할 경우, 투자자의 높은 지위는 리드 투자자간 갈등으로 인한 주도권 상실에 더욱 민감하게 반응하거나, 다른 투자자에 영향력을 미치려는 유인 역시 증가시켜(Castellucci & Ertug, 2010; Emerson, 1962;

Ma et al., 2013) 이견 조율의 비용을 높일 수 있다. 따라서 투자자의 지위는 리드 투자 비중이 투자성과에 미치는 부정적 영향을 강화할 수 있다.

우리는 신디케이트 내부 리드 투자자의 비중과 이들의 지위, 그리고 투자성과의 관계를 1991년부터 2005년까지 15년간 미국에서 VC 투자를 유치한 총 9,253개의 벤처기업을 대상으로 검증하였다. 연구 결과에 따르면 적정 수준의 리드 투자자 비중은 투자성과에 긍정적인 영향을 미치지만 일정 수준을 넘어설 경우 투자성과에 부정적인 영향을 미치는 것으로 나타났다. 또한 리드 투자자 비중과 투자금액의 역 U자 관계는 VC 투자자의 지위가 증가함에 따라 조절되었는데, 투자자의 높은 지위는 부정적 영향력을 강화하는 것으로 나타난 반면, 낮은 지위는 오히려 긍정적 효과를 증가시키는 것으로 나타나 리드 투자자 비중이 투자성과에 미치는 영향이 투자자의 지위에 따라 조절됨을 확인하였다. 이러한 발견은 투자 유치에 있어서 투자자 간의 역할과 이들의 사회적인 위치가 추후 투자 성과에 중요한 영향력을 미치고 있기 때문에 투자 결정에 있어서 신디케이트 내부에서 투자자간 역할과, 역학관계에 기반한 상호작용에 따라 발생할 수 있는 갈등과 조정에 대한 고려가 필요함을 시사한다.

II. 이론적 배경

2.1. VC 신디케이트와 투자성과

VC 투자는 창업가 및 혁신적 벤처 기업의 성장과 성과 창출에 매우 중요한 역할을 담당해왔다(Gompers & Lerner, 1999; 2001). 매년 상당히 많은 신생기업이 탄생함에도 불구하고 기업공개(IPO) 및 인수합병(M&A)을 통한 시장 회수(market exit) 성과를 보이는 기업의 수는 매우 제한적이다. 이러한 상황에서 VC 투자를 받은 신생기업은 그렇지 않은 기업에 비해 월등히 높은 시장성과를 보이는 것으로 알려져 있는데(Chemmanur et al., 2011), 2000년 기준 성공적 시장회수를 한 기업의 약 70% 이상은 VC의 투자를 받았다는 사실은 VC 투자의 효과를 잘 보여주는 예시이다(Kaplan & Lerner, 2010; Ritter, 2021).

VC는 높은 성장성을 보이는 신생 기업에게 투자 기회 모색, 투자 이후 지속적 모니터링을 통해 성과에 기여한다. Chemmanur et al.(2011)에 따르면 VC 기업들은 가장 높은 성장성을 지닌 벤처들을 선정하고 게이트키퍼(gatekeeper)로서의 역할을 담당하며 투자 이후 기업의 감독자로 영향력을 행사하며 각종 자원을 제공한다. 또한, 기업공개(IPO) 및 인수합병 등을 진행하는데 있어 발생할 수 있는 정보의 비대칭성(information asymmetry)과 대리인 비용(agency cost)을 지속적인 모니터링을 통해 효과적으로 감소시키고 시장 내에서 다양한 이해관계자들과 잠재투자자들에게 정당성을 제공하여 기업 가치를 제고할 수 있다(Ko & McKelvie, 2018; Stuart et

al., 1999). 뿐만 아니라 VC 투자는 고용, 생산자 관리, 제품 및 시장 기회 평가, 마케팅 등 경영 전반에 필요한 다양한 정보와 경영지식, 기술 등을 제공하고(Fried & Hisrich, 1995; Gorman & Sahlman, 1989; Hellmann & Puri, 2002), 공급자 및 고객과 파트너를 연결시키면서 이윤 창출에 기여한다(Hallen, 2008; Lindsey, 2008). 하지만 VC 역시 투자 대상 기업을 선정하고 이후 경영 전반에 참여하는데 있어서 높은 불확실성을 마주하게 되는데, 불확실성을 감소시키기 위해 다른 VC들과 함께 투자에 참여하는 공동 투자 형식인 VC 신디케이트 방식의 투자를 채택하는 것이 일반적이다(Bygrave, 1987; Wilson, 1968; Zhang et al., 2017). 높은 불확실성과 복잡성을 보이는 환경에서는 기술, 지식, 또는 능력을 가진 다른 주체들과 협력하는 것은 상호보완성을 확보할 수 있는 효과적인 방안이므로(Grom, 1999, 2002; Hodgson et al., 1965; Krantz, 1989), VC는 다양한 전문성을 지닌 공동 투자자를 모집함으로써 그들의 자원을 공동으로 이용하는 등 VC 신디케이트 내부에서 시너지를 창출하고자 한다. 또한 VC의 신디케이트를 통한 공동 투자는 기업 간의 사회적 연결망을 형성하게 하며, 이들의 추후 투자 행위에도 영향을 미치게 된다(Gould, 2002; Guler, 2007). 이렇게 형성된 관계에서 발생하는 상호 호혜적 관계(reciprocal)와 신뢰, 헌신 등은 VC 투자자 간의 정보 공유를 더욱 활성화시켜 친숙하지 않은 산업이나 지역에서의 투자 기회 접근을 가능하게 하는 등의 다양한 이점을 지니고 있다.

또한 VC는 신디케이트 투자를 진행하는 데 있어 투자를 여러 시점에 걸쳐 점진적으로 투자하는 순차적 투자(sequential investment)의 형식을 채택하는 경향을 보인다(Dixit & Pindyck, 1994). VC는 스타트업의 생애주기에 걸쳐 투자 전반에 개입하기도 하며, 해당 기업의 추가 정보를 습득하거나 투자 성공가능성이 높다고 판단할 때 추가 투자를 진행하지만, 반대로 불확실성이 높아지거나 다른 매력적인 투자처를 발견할 경우 투자 중단 결정을 내리기도 한다(Aoki, 2000).

물론 투자대상 기업의 성공가능성과 기대가 투자 지속 및 확대에 가장 중요한 영향력을 미치고 있지만, 신디케이트 내부의 VC간의 역할과 사회적인 위치 역시 투자 지속 및 투자 금액 증대에 많은 영향력을 미치고 있다. 예를 들어 VC 기업 간 친밀도나 감정적 교류, 공동 투자자 간의 의사교환에 따른 집단사고(group thinking) 및 공통 투자자의 투자 지속에 대한 압력, 내부의 정치적 요소 등은 투자 결정에 직접적인 영향을 미친다(Guler, 2007). 즉, 신디케이트 내부의 투자자 역할과 힘의 역학에 따른 투자의 방향 및 성과를 연구할 필요성이 제기된다.

2.2. 신디케이트 내 리드투자자 비중

벤처 신디케이트 내에서 벤처 투자자의 역할은 크게 리드 투자자(lead underwriter)와 공동투자자(co-investor)로 구분될 수 있다. 리드 투자자는 신디케이트를 형성하는데 주도적인 역할

을 담당한다. 리드 투자자는 투자 대상 기업을 물색하고 신디케이트를 형성하여 투자의 시작 단계에서부터 전반적인 경영과 조율을 담당할 뿐만 아니라 명성, 지위, 경험, 성과 등을 기반으로 공동 투자자들을 선정하고 신디케이트 내부에 초청하는 역할을 맡는다(Brander et al., 2002; Hsu, 2004). 리드 투자자들은 공동투자자들과 함께 벤처기업을 지원하고 감독(monitor)하며 정보의 비대칭성을 해결하는 역할을 맡는데, 유형의 투자 이외에도 기술과 지식, 조직의 기능을 향상시키고 신뢰를 구축하는 등의 무형의 자원을 제공할 수 있다(Bothner et al., 2015). 실제 리드 투자자는 가장 많은 투자금액을 투입하며(Hochberg et al., 2007), 전략 회의에 상당히 많은 노력과 시간을 할애하는 것으로 알려져 있는데(Elango et al., 1995; Wright & Lockett, 2003), Gorman & Sahlman(1989)에 따르면 리드 투자자는 비 리드 투자자에 비해 약 10배 이상의 시간을 기업의 감독 및 경영에 투자하는 것으로 나타났다. 즉, 리드 투자자들은 벤처기업의 전반적 경영에 더 깊숙이 관여하고 투자 종료 이후에도 이사회 구성원으로 영향력을 행사하는 등 투자 증대에서 중추적 역할을 담당한다(Bothner et al., 2015; Brander et al., 2002). 반면 공동투자자들은 보완적인 역할(supporter)을 맡으며(Bothner et al., 2015) 상호보완적 자원 제공 등을 통해 성과에 기여한다. 그런데 최근 신디케이트 내 다수 리드 투자자가 등장하는 사례가 자주 관측되고 있다.

Jeon et al.(2015)에 따르면 IPO를 한 기업의 약 50% 정도가 한 신디케이트 내에 다수 리드 언더라이터(multiple lead underwriter)를 두고 진행되며, 이러한 추세는 점점 강화되고 있다는 것을 발견하였는데, 이는 다수 리드 투자자로 인한 다양한 이점이 발생하기 때문이다. 첫째, 신디케이트 내 리드 투자자가 증가할 경우 벤처 투자에 대한 가시성을 높일 수 있다(Ellis et al., 2000). 예를 들면 각종 매체 및 애널리스트 등의 전문가 집단은 리드 투자자가 많이 존재하는 투자에 관해 더 많은 관심을 보이는 경향이 있으며(Ljungqvist et al., 2009), 투자 커뮤니티 내부에서 역시 인지도를 높여 추가 투자를 유치할 확률을 높인다(Bajo et al., 2016). 또한 리드 투자자의 증가로 인해 신디케이트는 다른 이해관계자들에 비해 높은 협상능력(bargaining power)을 지니게 되는데, 이는 기업 공개 시 저평가(underpricing)의 정도를 줄이는 등 시장 내 영향력을 제고할 수 있으며(Hu & Ritter, 2007), 리드 투자자의 책임을 공유해 불확실성을 줄이고 가용 자원을 증가시킬 수 있다. 그러나 투자를 유치하는데 있어 많은 리드 투자자를 영입하는 것이 투자성과에 항상 긍정적인 영향력을 미치는 것은 아니다. 우선 집단 내 리더 비중이 증가할 경우 이들 간의 역할 중복(role overlap)과 이에 따른 역할 모호성(role ambiguity)이 증가하게 되는데, 이때 각자 맡은 역할에 대한 재정의가 필요한 만큼(Goldstein, 2004) 역할을 정의하고 분배하는데 있어서 많은 시간과 노력이 발생할 수 있다(Brass & Krackhardt, 1999). 조직의 규모 증대에 따라 더 많은 구성원에게 권한이 위임되면서 조직 구조는 더욱 복잡해지고 내부 정치적 프로세스 역시 더욱 빈번하게 발생할 수 있으며 이러한

현상은 VC 신디케이트에서도 관찰되었다(Guler, 2007). 따라서 집단 내 리더 권한을 위임을 받은 주체가 증가할수록 의사결정 프로세스에 역시 복잡해지고 갈등을 유발할 것으로 예측할 수 있다. Dust & Ziegert(2016)에 따르면 집단 내 리더의 수가 증가 할수록 역할 간의 경계를 명확히 하는 것이 어려워지며 확실한 분업을 유지하기가 쉽지 않는데, 이는 리더 간에 명확한 역할 분배 가능성에 따라 필요한 의사소통의 양과 종류, 의사결정에 소요되는 시간, 의사결정의 질(quality) 등이 달라질 수 있기 때문이라고 주장하였다. 뿐만 아니라 신디케이트 내 파트너 간 이해관계 상충은 기업투자를 효과적으로 진행 및 감독하는데 어려움을 수반하며 역할이 중복될 경우 무임승차(free-rider)를 발생시킬 수도 있다(Bruton et al., 2010; Carletti et al., 2007). Bayar et al.(2020)에 따르면 VC 신디케이트 내 투자 기업들이 신생 기업의 가치 창출을 위한 자원 조달에 있어 최적의 투입을 제공하지 않는 무임승차 문제를 보이는 경우가 있다는 사실을 발견했다. 또한 VC 기업 간의 정보 및 자원공유가 이루어지면서 개별 VC 기업이 차별적인 경쟁우위를 확보, 유지하지 못할 가능성 역시 존재한다(Bygrave, 1987).

리드 투자자 간 의견 불일치가 발생할 수 있어 투자의 방향성에 대한 불확실성 역시 증가할 수 있다. 역할 재정립의 과정에서 각각의 구체적인 업무에 대한 책임소재와 관련하여 혼란이 생길 뿐만 아니라(Grubb & Flessa, 2006; Wood & Fields, 2007), 역할 재정립 과정에서 발생한 권력과 지위 갈등이 의사소통과 조정 문제들로 이어질 수 있으며(Ingvaldsen & Rolfsen, 2012) 주요한 결정에 있어서 의사소통(communication)과 조정(coordination)에 관련한 비용이 증가한다(Wright & Lockett, 2003). 특히 높은 불확실성과 변동성을 보이는 상황에서는 민첩한 의사결정과 실행이 강조되는데, 리드 투자자 간 갈등은 리드투자자 증가에 따른 이점을 상쇄할 수 있다(Cope et al., 2011; Halevy et al., 2011). 우리는 이러한 연구들을 연구를 기반으로 리드 투자자의 증가로 인해 다양한 기대 혜택이 존재하지만, 투자자 간 의사소통 및 의견조율 등에 관한 비용 역시 증가하여 리드 투자자의 비중과 투자유치의 관계는 역 U 자형 관계를 보일 것으로 가설을 수립하였다.

가설 1: 리드 투자자의 비중과 투자유치의 관계는 역 U 자형 관계를 보일 것이다.

2.3. 리드투자자 비중과 투자자 지위 (Status)의 상호작용

VC 투자 결정은 VC의 상대적 사회적 위치에 의해 영향을 받는다(Dimov et al., 2007). 신호이론에 따르면 불확실성이 높은 상황에서는 불확실성을 줄이기 위한 요소들에 귀를 기울이게 되는데, 관찰 가능한 활동이나 특징들에 대한 정보가 얻기 힘들 때 시장 주체들은 간접적인 지표들을 사용해 의사결

정을 한다(Spence, 1973). 본 논문에서는 VC 투자 성과에 있어 중요한 요인으로 연구되어 온 지위에 초점을 맞추어 리드 투자자의 비중과 투자자들의 지위가 투자 양상에 미치는 영향력을 살펴보고자 한다(Kim et al., 2019).

Podolny(1993)에 따르면 지위는 사회 위계질서 내 위치로서 시장 내 경쟁자 제품의 인지된 품질 대비 생산자의 인지된 제품의 품질로 정의될 수 있는데(Podolny, 1993), 사회적 관계가 품질을 매개하며 신호의 역할을 하기 때문에 이해관계자들이 높은 불확실성을 마주할 때 지위가 더욱 선호된다(Merton, 1968; Podolny, 1993). 지위는 이를 보유한 사회적 주체에게 다양한 이점을 제공하는 것으로 알려져 있다. 높은 지위를 지닌 조직은 이해관계자들의 인식에 영향을 미쳐 시장 내 영향력을 강화할 수 있으며, 경쟁자에 비해 높은 가격을 부과하거나(Benjamin & Podolny, 1999; Uzzi & Lancaster, 2004), 다양한 비용 상 우위를 선점하여(Podolny & Phillips, 1996) 수익성에 긍정적인 영향을 미친다. 또한 거래에 있어 높은 협상력을 갖거나 리더로서 역할을 맡게 되는 경향을 보이며(Podolny & Page, 1998) 시장 내 행위에 대한 높은 가치 성과 이에 따른 파급력을 지닐 수 있다(Podolny & Stuart, 1995). 따라서 높은 지위를 지닌 주체와 협력관계를 유지함으로써 긍정적인 전이효과(spillover effect)를 기대할 수 있으며, 이러한 전이 효과는 정당성 확보에 어려움을 겪는 신생기업의 생존과 성장에 매우 효과적이다(Khaire, 2010; Stuart et al., 1999). 특히 VC맥락에서 신생기업이 투자유치를 진행하는데 있어 과거의 거래(transaction)를 통해 자신의 가치를 증명하지 못한 경우 투자자는 많은 불확실성과 위험을 경험하게 되는데, 이때 VC 투자자의 명성 및 지위는 불확실성을 감소시켜 이후 투자 자금 유치를 용이하게 할 수 있다(Hellmann & Puri, 2000; Hochberg et al., 2007). 기존 연구에 따르면 신생기업은 높은 지위의 VC투자자로부터 투자를 받는 경우 기업 가치가 높아지거나 기업공개의 기간이 단축되는 등의 혜택을 입는 것으로 나타났다(Podolny, 2005; Stuart et al., 1999).

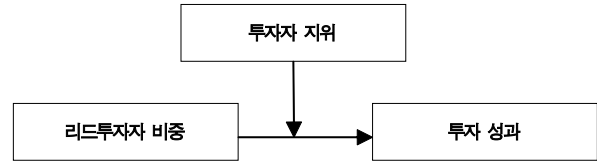
특히 집단 내 개별 투자자는 개별적 지위를 기반으로 하여 전체의 성과에 기여할 수 있으며, 외부 이해관계자에게 존재감을 향상시켜 집단전체의 지위 향상에도 영향을 미치는데(Goode, 1978; West, 1994) 이러한 이유로 스타 플레이어(star player)들을 영입해 성과를 향상시키려는 시도가 다양한 분야에서 관측되고 있다(Groysberg et al., 2011). 이와 같이 VC 신디케이트 내 개별 VC 지위는 VC 신디케이트 전체의 지위를 향상시켜 가치성과 영향력을 높일 뿐만 아니라 지위로 인해 발생하는 다양한 이점을 공유하게 하여 투자 성과에 긍정적인 영향을 끼칠 수 있다. 그러나 집단 내 개별기업의 지위는 성과에 뿐만 아니라 집단 내 의사결정 및 상호작용에 영향을 미친다. 사회적 주체의 지위 획득 및 향상욕구는 보편적인 동기로서(Hogan & Hogan, 1991), 집단 내의 상대적 지위를 향상시켜 집단 내에서 자신의 입지 및 발언권을 확대하고자 한다(Mannix & Sauer, 2006). 특히 지위 갈등은 업무 등에서 발생하는 갈등과는 구별되게 해당 갈등에 결과가 지속되는 특징

을 보이며, 이러한 특징은 경쟁적 행동을 야기해 집단 내의 중요한 정보 공유를 저해하는 등 집단의 성과에 부정적 영향력을 미칠 수 있다(Bendersky & Hays, 2012; Groysberg et al., 2011; Overbeck et al., 2005). 이와 같은 현상은 개인 간 상호작용에서 뿐만 아니라 기업간 협력관계에서도 나타날 수 있다. 예를 들면 지위에 따른 낮은 지위의 VC들은 높은 지위의 VC와의 상호 관계에서 더욱 높은 수준의 헌신과 몰입을 제공하고 있으며(Dimov & Milanov, 2010; Zhelyazkov & Tatarynowicz, 2021), 이견이 발생하더라도 높은 지위를 지닌 동업자에게 동의할 가능성을 높여(Castellucci & Ertug, 2010; Ma et al., 2013) 지위 갈등을 야기하지 않는데 반해 높은 지위를 지닌 주체 간 협력에는 지위 갈등으로 인한 협력과 조정의 어려움이 발생할 수 있다(Ma et al., 2013).

실제 VC 신디케이트 내부에서 투자자 간의 사회적 영향력은 상호작용에 영향을 미치고 있다(Wright & Lockett, 2003). 높은 지위의 VC는 첫 번째 라운드(first round)에서 많은 금액을 투자하고 소유지분(ownership)을 얻고자 하는 경향을 보이는데(Zhang et al., 2017), 소유지분은 정당한 권력의 원천이 될 뿐만 아니라 다른 이들로 하여금 소유권에 대한 권리 및 영향력을 행사하고자 하는 유인을 증가시킨다(Ma et al., 2013). 우리는 앞서 리드 투자자가 자신의 소유권을 기반으로 한 권력으로 더 많은 영향력을 행사하려는 유인은 리드 투자자 비중이 증가함에 따라 갈등 양상으로 전개될 수 있다는 점을 강조했다. 즉, 높은 지위에서 발생하는 지위 갈등은 소유지분에 따른 갈등 양상과 상호작용하며 투자 성과에 더욱 부정적인 영향력을 미칠 수 있을 것이다.

VC 신디케이트 형태의 투자를 받는 기업의 경우 VC 투자자로부터 상충된 요구를 받는 경우가 종종 발생하며(Hoskisson et al., 2002), 일부 VC 투자자들의 반대로 인해 중도에 전략적 방향성을 변경하는 경우도 관측되고 있는데(Chahine et al., 2012), 이런 변화는 투자자의 불확실성을 증가시켜 투자 성과에 부정적인 영향력을 미칠 수 있다(Ring & Van de Ven, 1992). 특히 투자자의 지위가 높을수록 전략적 변화에 비협조적일 가능성이 높기 때문에(Chang et al., 2017) 갈등 양상이 심화될 수 있을 것으로 예측할 수 있다. 이러한 관점에서 Ma et al.(2013)은 투자자의 지위와 소유지분에서 발생하는 권력이 조율되지 못할 때 VC 투자 성과에 매우 부정적인 영향력을 미친다는 사실을 발견했다. 이러한 기존 연구에 기반 하여 신디케이트 내부의 리드 투자자의 증가에 따른 비용이 높은 지위로 인해 발생하는 소유권 및 이후 투자자 선정 등에서 자신의 영향력을 강화하려는 경향과 상호작용할 때 조정의 필요성을 증가시키고 투자 성과를 감소시킬 수 있을 것으로 가설을 수립하였다.

가설 2: 리드투자자 비중 증가에 따른 투자유치 성과는 투자자 지위에 따라 조절될 것이다. 즉, 지위가 높아질수록 리드 투자자 비중 증가에 따른 비용은 증가할 것이다.



<그림 1> 연구모형

III. 실증 분석 결과

3.1. 연구방법과 자료수집

3.1.1. 데이터 수집과 분석

연구 자료는 Thompson VentureXpert를 통해 데이터를 통해 수집되었으며, 1991년부터 2005년간 벤처 캐피탈리스트에게 투자를 받은 벤처 기업을 대상으로 하였다. 벤처 신디케이트 내 단독 리드 벤처투자자가 있을 경우 리드 비중이 100%로 나타나 리드 투자자가 단독인 경우 오히려 갈등이 적은 상태이기 때문에 이를 제외한 후 가설을 검증하였다. 최종적으로 총 9,253개 기업의 24,677의 투자 데이터로 구성되었다. 패널 데이터로 이전 투자금액에 비해 일만큼 투자금액이 증가했는지를 살펴보기 위해 성장모형(growth model)을 사용하였다. 본 데이터는 기업의 라운드별 투자 증감으로 구성된 패널 데이터로 t기와 t+1기간의 패널 간 오차항의 상관관계가 존재해 효율적인 추정량을 구하지 못할 가능성이 있다. 하우스만 검정 결과를 통해 임의효과와 고정효과 추정치 간 차이가 발생함을 확인하였고, 최종적으로 고정효과를 사용하여 가설을 검증하였다.

3.2. 변수의 조작적 정의 및 측정

3.2.1. 종속변수

우리의 종속변수는 t+1기의 총 투자금액(Investment Amount (t+1))이다. Stuart et al.(1999)에 따르면 투자 성과에 대해 더 높은 기대를 할 때 기업에 대한 투자를 한다. 기업은 VC로부터 라운드에 걸쳐 투자를 받게 되는데 첫 라운드는 처음 투자가 유치된 단계이며 우리의 데이터에 따르면 최고 27번째 라운드까지 투자가 진행되었음을 확인하였다. 라운드가 진행될수록 총 투자금액이 항상 증가하지는 않는다. 우리의 표본에서 약 4,514개의 관측치는 최종 라운드가 아님에도 불구하고 투자금액이 증가하지 않았다.

3.2.2. 독립변수

가설 1을 검증하기 위한 독립변수는 리드투자자 비중의 제곱항이다. 우리는 리드 투자자를 해당 신디케이트에서 첫 번째 라운드에 투자를 한 VC 중 여러 라운드에 걸친 투자를 최대로 진행한 VC로 정의하였다(Bothner et al., 2015; Sorenson & Stuart, 2008). 리드투자자 비중은 총 투자자 중 리드 투자자의 비율로 측정되었다. 또한 가설 2를 검증하기 위해 라운드별로 투자한 VC의 평균 지위를 사용하였다. 우리는 VC의 지위가 높아질수록 내부에서 자신의 영향력을 관철 시키려는

경향이 더욱 뚜렷하게 나타날 것으로 예측하였다. 투자자의 지위는 공동 투자 관계를 기반으로 구성된 행렬을 통해 아이겐벡터 중심성으로(eigenvector centrality) 측정하였다(Bonacich, 1987). 아이겐벡터 중심성은 더 높은 중심성을 지닌 주체와 관계를 맺을 때 큰 폭으로 증가하는 특성을 지니고 있다.

3.2.3. 통제변수

우리는 성장모형을 사용하여 투자의 증가를 살펴보고자 하였다. 따라서 기존 라운드까지의 투자금액(총투자금액(t))을 통제하였다. 총 투자파트너의 수의 증가는 투자금액과도 높은 상관관계를 보이는 것이 일반적이므로 신디케이트의 크기(총 투자자수) 역시 모형에 추가하였다(Guler, 2007). 또한 우리는 투자 대상 기업의 특성이 투자금액 증가에 미치는 영향력을 고려하여 기업의 연령과 투자라운드를 통제하였다. 신생기업일수록 투자에 많은 불확실성이 따르는 만큼 투자 증가에 부정적인 영향을 미칠 가능성이 높다(Stuart et al., 1999). 반면 투자 라운드가 진행될수록 투자자의 불확실성이 감소하게 되는데(Gompers, 1995; Gould, 2002), Lee et al.(2011)은 투자자 계속 진행될수록 투자를 받은 기업의 품질이 높아지는 것으로 이해할 수 있다고 주장하였다. 뿐만 아니라 투자 라운드에 따라 투자자의 역할 역시 달라질 수 있기 때문에(Lockett & Wright, 2001; Hopp & Lukas, 2014) 이를 포함시켜 분석을 실시하였다.

우리는 지위의 개념과는 구분되는 투자자 명성(VC명성) 역시 고려하였다. 투자자 명성은 기존의 투자성과를 기반으로 측정되었는데, 기존에 벤처 캐피탈리스트가 기업공개(IPO) 및 인수합병(M&A)을 성공시킨 기업의 수를 합산하였다(Lee et al., 2011). 우리는 개별 투자자의 명성을 라운드 별 평균을 계산하였고, 이후 자연로그를 취하였다.

이 외에도 투자에 영향을 미치는 외부 환경적 요인을 고려하여 투자연도와 투자 유치기업의 산업 고정효과를 사용하여 분석하였다. 산업은 생명공학(biotechnology), 커뮤니케이션 및 매체(communications and media), 컴퓨터 하드웨어(computer hardware), 컴퓨터 소프트웨어 및 서비스(computer software and services), 소비자(related), 산업/에너지(industrial/energy),

인터넷(internet specific), 의료/건강(medical/health), 기타 제품(other products), 반도체 및 전자(semiconductors/other elect)의 10개 더미변수를 사용하였다.

$$\text{총투자금액}_{i,t+1} = \beta_0 + \beta_1 \text{총투자금액}_i + \beta_2 \text{리드투자자비중} + \beta_3 \text{VC지위} + \beta_4 \text{VC명성} + \beta_5 \text{기업연령} + \beta_6 \text{투자라운드} + \epsilon$$

3.3. 통계분석과 결과

모형 1은 통제변수만을 추가한 모형이다. 투자 라운드가 진행되고 투자자가 많아질수록 투자 금액은 증가하는 것으로 나타났다. 또한 투자자의 평균 지위는 이후 투자 유치에 긍정적인 영향을 주고 있는데, 이는 투자라운드 진행, 투자자수 증가 등이 투자에 대한 불확실성을 줄여주는 요인으로 작용하고 있다고 해석할 수 있다.

모형 2에서는 리드 투자자 비중이 투자 증가에 미치는 영향을 살펴보았는데, 리드투자자의 비중의 증가는 투자 증가에 부정적인 영향을 미쳤다($b=-2.031, p<0.001$). 모형 3에서는 리드 투자자 비중의 제곱항을 추가하였는데 리드 투자자의 비중이 투자 증가와 역U자형 관계를 지닌다는 논문의 가설 1을 검증한 결과를 포함하고 있다. 리드 투자자 비율의 증가는 투자 확대에 긍정적인 영향력을 미치지만 일정 수준 이상의 리드 투자자 비중 증가는 오히려 투자 금액의 감소를 유발하는 것으로 나타나($b=-15.717, p<0.001$) 가설 1이 지지되었음을 확인하였다. 이러한 결과는 기존의 연구와 같이(Jeon et al., 2015) 리드 투자자 증가의 긍정적인 효과가 신디케이트 투자 성과에 긍정적인 영향력을 미치고 있지만, 지속적인 리드 투자자의 증가는 다양한 비용을 수반하여 긍정적 효과를 상쇄할 수 있다는 점을 시사한다.

모형 4는 리드 투자자 비중과 지위의 교호작용의 결과를 나타낸다. 리드 투자자 비중의 증가의 효과가 지위의 상승에 따라 강화되고 있는 것을 확인할 수 있다. 마지막으로 모형 5에서는 리드 투자자의 비중 증가에 따른 투자 성과 감소가 평균 투자자 지위에 따라 더욱 강화할 것이라는 우리의 가설 2가 지지되는 것을 확인할 수 있다($b=-2.878, p<0.05$).

<표 1> 기초통계와 상관관계분석 결과

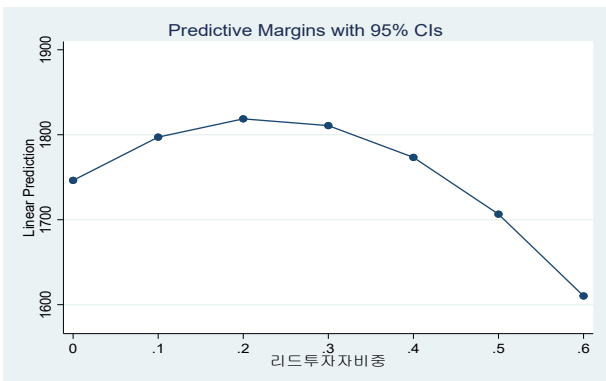
변수명	평균	표준편차	최소값	최대값	1	2	3	4	5	6	7	8
1 총투자금액(t)	13.843	26.093	0	857.2	1							
2 총투자금액(t-1)	9.465	21.545	0	8.60E+04	0.9632*	1						
3 리드투자자 비중	0.48	0.418	0	1	-0.0804*	-0.0772*	1.00E+00					
4 VC 지위	1.456	1.762	0	17.516	0.1353*	0.1156*	-0.0996*	1				
5 VC 명성	1.10E+04	3.60E+04	0	4.90E+05	-0.0219*	-0.0343*	-0.0858*	0.0328*	1			
6 기업연령	7.592	12.622	0	231	0.0433*	0.0477*	-0.0038	-0.1049*	-0.0507*	1		
7 투자라운드	2.976	2.481	1	27	0.3061*	0.3696*	-0.2775*	0.0834*	-0.0714*	0.1033*	1	
8 총 투자자수	2.833	2.553	1	34	0.1319*	0.0981*	-0.4078*	0.1782*	0.0200*	-0.0927*	0.0861*	1

N=24,677, $p<0.05$

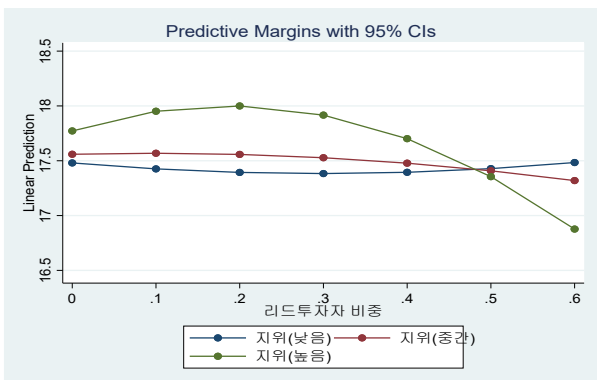
본 논문에는 포함하지 않았으나 몇 가지 강건성 검증(Robustness check)을 실시하였다. 첫째, 기업이 M&A, IPO 등으로 더 이상 투자를 받지 않게 되거나 알 수 없는 이유로 투자가 중단될 경우 투자 증가량이 0으로 나타날 수 있다. 우리는 투자가 전혀 발생하지 않은 기업의 터미를 1로 설정하여 회귀분석에 포함하였으나 결과에 차이가 발생하지 않았다. 둘째, 리드투자자의 지위 및 공동투자자의 지위의 평균 비율을 통제하였으나 역시 결과에는 차이가 발생하지 않았다. 셋째, 투자 라운드 중 최종 라운드의 경우 이후 투자금액의 증가가 발생하지 않으므로 최종라운드 터미변수를 형성하여 회귀분석을 실시하였으나 결과는 동일함을 확인하였다. 넷째, 시너지/갈등이 아닌 투자 불확실성에 따른 리드 투자자의 행동을 통제하기 위해 투자 초기, 중기, 후기 단계 중 초기와 후기를 제외한 중기 데이터를 샘플로 하여 실증하였다. 더불어 IPO를 한 기업과 그렇지 않은 기업의 샘플로도 구분하여 실증하였는데 리드투자자의 효과가 여전히 역 U자형으로 나타남을 발견하였다.

<표 2> 리드투자자 비중과 투자자 지위에 따른 라운드별 투자 성과 패널고정효과 분석 모형

	모형1	모형2	모형3	모형4	모형5
리드투자자 비중		-2.031*** (0.398)	6.893*** (1.109)	-0.781 (0.509)	4.503** (1.595)
리드투자자 비중 ²			-15.717*** (1.824)		-9.237*** (2.805)
리드투자자 비중 × VC지위				-0.669*** (0.170)	0.988 (0.573)
리드투자자 비중 ² × VC지위					-2.878** (1.017)
VC지위	0.111* (0.045)	0.121** (0.045)	0.120** (0.045)	0.245*** (0.055)	0.183** (0.057)
VC명성	-0.000*** (0.000)	-0.000*** (0.000)	-0.000*** (0.000)	-0.000*** (0.000)	-0.000*** (0.000)
기업연령	0.357 (0.437)	0.325 (0.437)	0.323 (0.436)	0.332 (0.437)	0.323 (0.435)
투자라운드	0.215*** (0.056)	0.200*** (0.056)	0.212*** (0.056)	0.201*** (0.056)	0.212*** (0.056)
투자자수	0.484*** (0.023)	0.480*** (0.023)	0.483*** (0.023)	0.480*** (0.023)	0.482*** (0.023)
투자금액(t)	0.966*** (0.004)	0.966*** (0.004)	0.964*** (0.004)	0.965*** (0.004)	0.964*** (0.004)
산업고정효과	포함	포함	포함	포함	포함
연도고정효과	포함	포함	포함	포함	포함
상수	2.345* (1.123)	3.177** (1.134)	2.610* (1.133)	2.987** (1.134)	2.543* (1.134)
R ² (within)	0.848	0.849	0.849	0.849	0.849
R ² (between)	0.8174	0.8251	0.8231	0.8214	0.8216
R ² (overall)	0.8736	0.8768	0.8767	0.8753	0.8762
관측치	24,677	24,677	24,677	24,677	24,677
기업수	9,253	9,253	9,253	9,253	9,253



<그림 2> 리드투자자 비중 증가에 따른 투자 성과



<그림 3> 리드투자자 비중과 지위의 상호작용효과

Robust standard errors clustered are in parentheses.
*** $p < 0.001$, ** $p < 0.01$, * $p < 0.05$ (two-tailed tests of significance)

마지막으로 투자자의 수에 따라 투자자 비율의 의미가 달라질 수 있어 신디케이트의 크기가 3 이상인 경우 표본을 추출하여 동일 가설을 검증한 결과(6,814개 기업의 15,013개의 투자 관측치), 리드 투자자의 비중과 투자자의 지위의 상호작용이 투자 성과에 미치는 영향력은 동일함을 확인하였다.

<그림 2>과 <그림 3>에서는 리드 투자자 비중의 증가에 따른 투자 성과 감소와 지위의 상호작용의 한계 효과를 각각 나타내고 있다. <그림 3>에 따르면 높은 지위를 지닌 투자자들의 경우 리드 투자자 비중이 증가함에 따라 성과가 급격히 하락하는 반면 낮은 지위를 지닌 투자자들의 경우 리드 투자자의 비중의 증가가 투자 성과에 오히려 긍정적인 영향력을 강화하는 것으로 나타나고 있다. 이러한 결과는 리드 투자자의 긍정적인 효과는 투자자의 높은 지위로 발생하는 혜택을 누리지 못하는 낮은 지위의 투자자의 경우 리드투자자로 인한 이점이 비용보다 클 수 있다는 점을 시사한다.

IV. 결론 및 제언

4.1. 연구결과

신생기업에겐 자원 조달 특히 투자금의 확보는 생존에 필수적인 요인이다. 투자자 및 투자금 유치는 기업에 역량에 대한 긍정적 신호이며, 정당성을 확보하게 하여 잠재 투자자의 투자 의도를 증가시킬 수 있고, 기업의 성과를 향상시키는 등 신생기업 성과에 긍정적인 영향력을 미친다(Ebbbers & Wijnberg, 2012; Fehder & Hochberg, 2014). VC 투자자가 신생 기업을 발굴하고 유, 무형의 자원을 투입하여 기업의 성장과 성과 향상에 긍정적인 영향을 미친다는 점에서 VC 투자의 중요성은 지속적으로 강조되어 왔다(Manigart et al., 2006; Gorman & Sahlman, 1989). 그러나 신생 기업의 투자가 높은 불확실성을 지니는 만큼 VC 신디케이트, 즉 VC 투자자들이 공동 투자 형식으로 위험성을 분산하고 상호 호혜적인 자원을 투입하는 방식이 선호되어 왔다(Brander et al., 2002; Hochberg et al., 2007).

본 논문은 VC 신디케이트 내부의 VC가 맡은 역할과 이들의 지위가 기업의 투자 성과에 어떠한 영향력을 미치는지 살펴보았다. 1991년부터 2005년 동안 VC 신디케이트 투자를 받은 9,253개 미국 기업의 투자 성과를 분석한 결과, 리드 투자자의 비중이 증가에 따라 투자성과는 향상될 수 있으나 일정 수준이 지나자 성과가 오히려 감소하는 것을 발견하였다. 투자 대상을 물색하고 검증하여 신디케이트를 형성한 후 공동 투자자를 모집하는 역할을 맡는 리드 투자자는 투자 대상기업 경영 전반에 각종 유, 무형의 자원 및 전문성 기반의 경영 감독을 제공할 뿐만 아니라(Bothner et al., 2015; Hochberg et al., 2007), 정당성 확보에도 긍정적인 영향력을 미친다. 리드 투자자 역할의 중요성을 고려해 볼 때 신디케이트 내부의 리드 투자자 증가는 투자에 대한 가시성을 높일 뿐만 아니라(Jeon et al., 2015), 각 투자자의 자원의 시너지를 발생시켜 투자 성과에 더욱 긍정적일 수 있다고 이해되어왔다. 그러나 리드 투자자는 공동투자자에 비해 더 많은 영향력을 행사하는 경향이 있으며 이에 따라 더 많은 소유권 등을 갖게 되는 특징을 보이는 만큼 리드 투자자 증가에 따라 자신의 영향력을 확대하고 주도적 역할을 맡으려는 데서 비롯되는 일련의 갈등 발생 역시 가능하다. 즉, 리드투자자 간의 역할 규정 및 이견을 조율하는데 많은 시간과 비용이 발생할 수 있기 때문에 신디케이트의 참가자들이 투자에 적극적이지 않거나, 잠재 투자자에게 불확실성으로 인지되어 리드투자자 증가에 따른 투자성과는 일정수준까지는 정의 관계를 보이나 이후에는 감소하는 역 U자 관계를 보였다고 이해할 수 있다. 또한 리드 투자자의 비중 증가가 투자 성과 감소에 미치는 영향력은 투자자들의 지위가 높을수록 더욱 강화되는 것으로 나타났다. 투자자의 지위가 높아질수록 자신의 영향력을 강화하려는 경향을 보이며(Ma et al., 2013), 의견 충돌이 발생할 경우 비협

조적인 태도를 유지할 가능성을 높여 빠른 협의 도출을 어렵게 하여 궁극적으로 투자 성과에 부정적인 영향력을 미칠 수 있다. 즉, 리드 투자자가 증가함에 따라 발생하는 조정 비용은 투자자 지위가 높아질수록 더욱 증가할 수 있다(Denis et al., 2001; Locke, 2003; Muethel & Hoegl, 2012).

본 논문의 연구 결과는 투자자의 리더역할(role) 및 지위가 현재 및 미래의 투자자 및 다양한 이해관계자의 불확실성을 줄이는 요소로 작용할 수 있는 반면 위험요소를 동시에 증가시켜 투자 유치에 부정적으로 작용할 수 있다는 것을 의미한다. 이러한 발견은 신생기업이 투자를 유치하는데 있어서 투자자의 성향과 역할, 지위 및 명성 등을 충분히 고려할 필요성이 있다는 점과 투자자의 높은 사회적 지위가 항상 긍정적인 결과를 가져오지 않는다는 점을 시사한다. 따라서 신생기업 및 투자자는 투자자의 역할과 지위를 고려하여 협력관계를 구축할 뿐만 아니라 투자자 특성 간 균형을 유지하는 것이 바람직하다.

4.2. 한계점과 향후과제

본 논문은 다음과 같은 한계점을 지닌다. 먼저, 우리의 연구는 신디케이트 내 리드 투자자의 비율은 투자 성과와 역 U자형 관계를 보일 수 있으며 특히 높은 시장 영향력을 지닌 VC간 지위 갈등의 발생이 존재할 때 리드 투자자의 비중 증가의 부정적 영향력이 강화된다는 것을 발견하였다. 그러나 우리는 투자자들이 기존에 어떠한 관계를 맺고 있었는지에 관해서는 충분히 살펴보지 못했다. 예를 들어 기존의 공동 투자 경험으로 인한 역할 분담과 신뢰구축이 수반된 경우 투자 결정에 있어 갈등 조율이 더욱 수월할 수 있다(Guler, 2007) Hopp & Lukas(2014)에 따르면 리드투자자와 공동 투자자 간의 상호 호혜적 관계가 발견될 때 이들의 신디케이트 공동 투자가 더욱 활발해진다는 것을 발견했다. VC는 기존의 공동 투자 경험을 지니고 있거나 간접적인 네트워크를 통해 신뢰를 쌓은 파트너와 협력관계를 구축하고자 하는 경향을 보이며(Sorenson & Stuart, 2001), 지리적 위치, 전문성 및 보유 자원에서의 유사성을 보이는 파트너를 선호하는 것으로 연구되어 왔다(Gompers et al., 2016; Trapido, 2007). 즉, 갈등의 관계를 해소하는 등의 다양한 관계적, 조직적 매커니즘이 존재할 수 있으며 향후 이와 관련한 조정 매커니즘이 향후 연구될 필요성이 있다고 판단한다. 뿐만 아니라 본 연구에서는 리드 투자자 비중 증가에 따른 시너지/갈등을 직접적으로 관측하지 못하였는데 향후 연구에서 실제 이사회 회의록, 인터뷰 등의 자료를 기반으로 현재는 블랙박스(black box)로 남겨진 내부 매커니즘을 깊이 다룰 수 있을 것이라고 기대한다. 또한 기업은 다양한 경로를 통해 투자를 유치할 수 있는데, 비록 VC의 투자가 매우 중요한 영향력을 미치고 있음에도 불구하고 본 연구에서는 기업이 VC이외에 받는 투자의 효과 등은 충분히 고려되지 못했다. 투자자의 증가로 인해, 내부에서 어떠한 갈등

등과 이견, 충돌이 발생하는지, 또한 어떠한 긍정적인 효과들이 공존하는지, 어떤 상황에서 이러한 점들이 균형을 잘 맞출 수 있는지 등이 연구된다면 이론적으로도 실무적으로 큰 기여를 할 것으로 판단된다.

마지막으로 본 논문은 투자 증대를 성과변수로 고려하였으나 기업공개 및 인수합병, 저평가(underpricing) 등의 다양한 성과에 따른 리드투자자 비중의 효과가 상이할 수 있다. 따라서 리드 투자자의 효과가 달라질 수 있는 다양한 맥락에 대한 연구는 투자자 역할에 따른 성과에 대한 이해의 폭을 넓힐 수 있을 것으로 기대한다.

REFERENCE

- Aoki, M.(2000). *Information and governance in the Silicon Valley model. Corporate Governance: Theoretical and Empirical Perspectives*. NY: Cambridge University Press.
- Bajo, E., Chemmanur, T. J., Simonyan, K., & Tehranian, H. (2016). Underwriter networks, investor attention, and initial public offerings. *Journal of Financial Economics*, 122(2), 376-408.
- Bendersky, C., & Hays, N. A.(2012). Status conflict in groups. *Organization Science*, 23(2), 323-340.
- Brander, J. A., Amit, R., & Antweiler, W.(2002). Venture-capital syndication: Improved venture selection vs. the value-added hypothesis. *Journal of Economics & Management Strategy*, 11(3), 423-452.
- Benjamin, B. A., & Podolny, J. M.(1999). Status, quality, and social order in the California wine industry. *Administrative Science Quarterly*, 44(3), 563-589.
- Bonacich, P.(1987). Power and centrality: A family of measures. *American Journal of Sociology*, 92(5), 1170-1182.
- Bothner, M. S., Kim, Y. K., & Lee, W.(2015). Primary status, complementary status, and organizational survival in the US venture capital industry. *Social Science Research*, 52, 588-601.
- Brass, D. J., & Krackhardt, D.(1999). *The social capital of twenty-first century leaders. Out-of-the-box leadership: Transforming the twenty-first-century army and other top-performing organizations*. CT: JAI.
- Bruton, G. D., Filatotchev, I., Chahine, S., & Wright, M. (2010). Governance, ownership structure, and performance of IPO firms: The impact of different types of private equity investors and institutional environments. *Strategic Management Journal*, 31(5), 491-509.
- Bygrave, W. D.(1987). Syndicated investments by venture capital firms: A networking perspective. *Journal of Business Venturing*, 2(2), 139-154.
- Carletti, E., Cerasi, V., & Daltung, S.(2007). Multiple-bank lending: Diversification and free-riding in monitoring. *Journal of Financial Intermediation*, 16(3), 425-451.
- Castellucci, F., & Ertug, G.(2010). What's in it for them? Advantages of higher-status partners in exchange relationships. *Academy of Management Journal*, 53(1), 149-166.
- Chahine, S., Arthurs, J. D., Filatotchev, I., & Hoskisson, R. E.(2012). The effects of venture capital syndicate diversity on earnings management and performance of IPOs in the US and UK: An institutional perspective. *Journal of Corporate Finance*, 18(1), 179-192.
- Chang, J. W., Chow, R. M., & Woolley, A. W.(2017). Effects of inter-group status on the pursuit of intra-group status. *Organizational Behavior and Human Decision Processes*. 139, 1-17.
- Chemmanur, T. J., & Krishnan, K.(2012). Heterogeneous beliefs, IPO valuation, and the economic role of the underwriter in IPOs. *Financial Management*, 41(4), 769-811.
- Chemmanur, T. J., Krishnan, K., & Nandy, D. K.(2011). How does venture capital financing improve efficiency in private firms? A look beneath the surface. *The Review of Financial Studies*, 24(12), 4037-4090.
- Bayar, O., Chemmanur, T. J., & Tian, X.(2020). Peer Monitoring, Syndication, and the Dynamics of Venture Capital Interactions: Theory and Evidence. *Journal of Financial and Quantitative Analysis*, 55(6), 1875-1914.
- Cope, J., Kempster, S., & Parry, K.(2011). Exploring distributed leadership in the small business context. *International Journal of Management Reviews*, 13(3), 270-285.
- Denis, J. L., Lamothe, L., & Langley, A.(2001). The dynamics of collective leadership and strategic change in pluralistic organizations. *Academy of Management Journal*, 44(4), 809-837.
- Dimov, D., & Milanov, H.(2010). The interplay of need and opportunity in venture capital investment syndication. *Journal of Business Venturing*, 25(4), 331-348.
- Dimov, D., Shepherd, D. A., & Sutcliffe, K. M.(2007). Requisite expertise, firm reputation, and status in venture capital investment allocation decisions. *Journal of Business Venturing*, 22(4), 481-502.
- Dixit, R. K., & Pindyck, R. S.(1994). *Investment under uncertainty*. New Jersey: Princeton University Press.
- Dust, S. B., & Ziegert, J. C.(2016). Multi-leader teams in review: A contingent-configuration perspective of effectiveness. *International Journal of Management Reviews*, 18(4), 518-541.
- Ebbers, J. J., & Wijnberg, N. M.(2012). Nascent ventures competing for start-up capital: Matching reputations and investors. *Journal of Business Venturing*, 27(3), 372-384.
- Elango, B., Fried, V. H., Hisrich, R. D., & Polonchek, A.(1995). How venture capital firms differ. *Journal of Business Venturing*, 10(2), 157-179.
- Ellis, K., Michaely, R., & O'hara, M.(2000). When the underwriter is the market maker: An examination of trading in the IPO aftermarket. *The Journal of Finance*, 55(3), 1039-1074.
- Emerson, R. M.(1962). Power-dependence relations. *American Sociological Review*, 27(1), 31-40.
- Fehder, D. C., & Hochberg, Y. V.(2014). *Accelerators and*

- the regional supply of venture capital investment, Retrieved from https://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=52518668.
- Fried, V. H., & Hisrich, R. D.(1995). The venture capitalist: A relationship investor. *California Management Review*, 37(2), 101-113.
- Goldstein, J.(2004). Making sense of distributed leadership: The case of peer assistance and review. *Educational Evaluation and Policy Analysis*, 26(2), 173-197.
- Gompers, P.(1995). Optimal investment, monitoring and staging of venture capital. *Journal of Finance*, 50, 1461-1489.
- Gompers, P., & Lerner, J.(1999). An analysis of compensation in the US venture capital partnership. *Journal of Financial Economics*, 51(1), 3-44.
- Gompers, P., & Lerner, J.(2001). The venture capital revolution. *Journal of Economic Perspectives*, 15(2), 145-168.
- Gompers, P. A., Mukharlyamov, V., & Xuan, Y.(2016). The cost of friendship. *Journal of Financial Economics*, 119(3), 626-644.
- Goode, W. J.(1978). *The celebration of heroes: Prestige as a social control system*. Berkeley: University of California Press.
- Gorman, M., & Sahlman, W. A.(1989). What do venture capitalists do?. *Journal of Business Venturing*, 4(4), 231-248.
- Gould, R. V.(2002). The origins of status hierarchies: A formal theory and empirical test. *American Journal of Sociology*, 107(5), 1143-1178.
- Guler, I.(2007). Throwing good money after bad? Political and institutional influences on sequential decision making in the venture capital industry. *Administrative Science Quarterly*, 52(2), 248-285.
- Gronn, P.(1999). Substituting for leadership: The neglected role of the leadership couple. *The Leadership Quarterly*, 10(1), 41-62.
- Gronn, P.(2002). Distributed leadership as a unit of analysis. *The Leadership Quarterly*, 13(4), 423-451.
- Groysberg, B., Polzer, J. T., & Elfenbein, H. A.(2011). Too many cooks spoil the broth: How high-status individuals decrease group effectiveness. *Organization Science*, 22(3), 722-737.
- Grubb, W. N., & Flessa, J. J.(2006). A job too big for one: Multiple principals and other nontraditional approaches to school leadership. *Educational Administration Quarterly*, 42(4), 518-550.
- Halevy, N., Chou, E. Y., & Galinsky, A. D.(2011). A functional model of hierarchy: Why, how, and when vertical differentiation enhances group performance. *Organizational Psychology Review*, 1(1), 32-52.
- Hallen, B. L.(2008). The causes and consequences of the initial network positions of new organizations: From whom do entrepreneurs receive investments?. *Administrative Science Quarterly*, 53(4), 685-718.
- Hellmann, T., & Puri, M.(2000). The interaction between product market and financing strategy: The role of venture capital. *Review of Financial Studies*, 13(4), 959-984.
- Hellmann, T., & Puri, M.(2002). Venture capital and the professionalization of start-up firms: Empirical evidence. *The Journal of Finance*, 57(1), 169-197.
- Hochberg, Y. V., Ljungqvist, A., & Lu, Y.(2007). Whom you know matters: Venture capital networks and investment performance. *The Journal of Finance*, 62(1), 251-301.
- Hodgson, R. C., Levinson, D. J., & Zaleznik, A.(1965). *The executive role constellation: An analysis of personality and role relations in management*. Boston: Harvard University, Division of Research, Graduate School of Business Administration.
- Hogan, R., & Hogan, J.(1991). *Personality and status. Personality, social skills, and psychopathology: An individual differences approach*. NY: Plenum Press.
- Hopp, C., & Lukas, C.(2014). A signaling perspective on partner selection in venture capital syndicates. *Entrepreneurship Theory and Practice*, 38(3), 635-670.
- Hoskisson, R. E., Hitt, M. A., Johnson, R. A., & Grossman, W.(2002). Conflicting voices: The effects of institutional ownership heterogeneity and internal governance on corporate innovation strategies. *Academy of Management Journal*, 45(4), 697-716.
- Hsu, D. H.(2004). What do entrepreneurs pay for venture capital affiliation?. *The Journal of Finance*, 59(4), 1805-1844.
- Hu, Y., & Ritter, J. R.(2007). *Multiple bookrunners in IPOs*. Doctoral dissertation, University of Florida.
- Ingvaldsen, J. A., & Rolfsen, M.(2012). Autonomous work groups and the challenge of inter-group coordination. *Human Relations*, 65(7), 861-881.
- Jeon, J. Q., Lee, C., Nasser, T., & Via, M. T.(2015). Multiple lead underwriter IPOs and firm visibility. *Journal of Corporate Finance*, 32, 128-149.
- Kaplan, S. N., & Lerner, J.(2010). It ain't broke: The past, present, and future of venture capital. *Journal of Applied Corporate Finance*, 22(2), 36-47.
- Khaire, M.(2010). Young and no money? Never mind: The material impact of social resources on new venture growth. *Organization Science*, 21(1), 168-185.
- Kim, J. E., Kim, E. S., & Kim, Y. K.(2019). Market Position and Growth: Integration of Vertical and Horizontal Positions of Venture Capitalists. *Asia-Pacific Journal of Business Venturing and Entrepreneurship*, 14(6), 131-141.
- Ko, E. J., & McKelvie, A.(2018). Signaling for more money: The roles of founders' human capital and investor prominence in resource acquisition across different stages of firm development. *Journal of Business Venturing*, 33(4), 438-454.
- Krantz, J.(1989). The managerial couple: Superior-subordinate relationships as a unit of analysis. *Human Resource Management*, 28(2), 161-175.
- Lee, P. M., Pollock, T. G., & Jin, K.(2011). The contingent value of venture capitalist reputation. *Strategic Organization*, 9(1), 33-69.
- Lerner, J.(1994). The syndication of venture capital investments. *Financial Management*, 16-27.

- Lindsey, L.(2008). Blurring firm boundaries: The role of venture capital in strategic alliances. *The Journal of Finance*, 63(3), 1137-1168.
- Ljungqvist, A., Malloy, C., & Marston, F.(2009). Rewriting history. *The Journal of Finance*, 64(4), 1935-1960.
- Locke, E. A.(2003). *Foundations for a theory of leadership. The future of leadership development*. NJ: Erlbaum.
- Lockett, A., & Wright, M.(2001). The syndication of venture capital investments. *Omega*, 29(5), 375-390.
- Ma, D., Rhee, M., & Yang, D.(2013). Power source mismatch and the effectiveness of interorganizational relations: The case of venture capital syndication. *Academy of Management Journal*, 56(3), 711-734.
- Manigart, S., Lockett, A., Meuleman, M., Wright, M., Landström, H., Bruining, H., & Hommel, U.(2006). Venture capitalists' decision to syndicate. *Entrepreneurship Theory and Practice*, 30(2), 131-153.
- Mannix, E. A., & Sauer, S. J.(2006). Status and power in organizational group research: Acknowledging the pervasiveness of hierarchy. *Advances in Group Processes*, 23, 149-182.
- Merton, R. K.(1968). The Matthew effect in science: The reward and communication systems of science are considered. *Science*, 159(3810), 56-63.
- Muethel, M., & Hoegl, M.(2012). The influence of social institutions on managers' concept of trust: Implications for trust-building in Sino-German relationships. *Journal of World Business*, 47(3), 420-434.
- Overbeck, J. R., Correll, J., & Park, B.(2005). *Research on Managing Groups and Teams. Internal status sorting in groups: The problem of too many stars*. St. Louis: Elsevier Press.
- Podolny, J. M.(1993). A status-based model of market competition. *American Journal of Sociology*, 98(4), 829-872.
- Podolny, J. M.(2005). *Status signals: A sociological study of market competition*. NJ: Princeton University Press.
- Podolny, J. M., & Page, K. L.(1998). Network forms of organization. *Annual Review of Sociology*, 24(1), 57-76.
- Podolny, J. M., & Phillips, D. J.(1996). The dynamics of organizational status. *Industrial and Corporate Change*, 5(2), 453-471.
- Podolny, J. M., & Stuart, T. E.(1995). A Role-Based Ecology of Technological Change. *American Journal of Sociology*, 100(5), 1224-1260.
- Ring, P. S., & Van de Ven, A. H.(1992). Structuring cooperative relationships between organizations. *Strategic Management Journal*, 13(7), 483-498.
- Ritter, J. R.(2021). Initial public offerings: VC-backed IPO statistics through 2021. *University of Florida Working Paper*.
- Sorenson, O., & Stuart, T. E.(2001). Syndication networks and the spatial distribution of venture capital investments. *American Journal of Sociology*, 106(6), 1546-1588.
- Sorenson, O., & Stuart, T. E.(2008). Bringing the context back in: Settings and the search for syndicate partners in venture capital investment networks. *Administrative Science Quarterly*, 53(2), 266-294.
- Spence, M.(1973). Job market signaling. *Quarterly Journal of Economics*, 87(3), 355-374.
- Stuart, T. E., Hoang, H., & Hybels, R. C.(1999). Interorganizational endorsements and the performance of entrepreneurial ventures. *Administrative Science Quarterly*, 44(2), 315-349.
- Trapido, D.(2007). Competitive embeddedness and the emergence of interfirm cooperation. *Social Forces*, 86(1), 165-191.
- Uzzi, B., & Lancaster, R.(2004). Embeddedness and price formation in the corporate law market. *American Sociological Review*, 69(3), 319-344.
- Vithanage, K., Neupane, S., & Chung, R.(2016). Multiple leadunderwriting syndicate and IPO pricing. *International Review of Financial Analysis*, 48, 193-208.
- West, M. A.(1994). *Effective teamwork: Practical lessons from organizational research*. MA: BPS Blackwell.
- Wilson, R.(1968). The theory of syndicates. *Econometrica: Journal of the Econometric Society*, 119-132.
- Wood, M. S., & Fields, D.(2007). Exploring the impact of shared leadership on management team member job outcomes. *Baltic Journal of Management*, 2(3), 251-272.
- Wright, M., & Lockett, A.(2003). The structure and management of alliances: syndication in the venture capital industry. *Journal of Management Studies*, 40(8), 2073-2102.
- Zhang, L., Gupta, A. K., & Hallen, B. L.(2017). The conditional importance of prior ties: A group-level analysis of venture capital syndication. *Academy of Management Journal*, 60(4), 1360-1386.
- Zhelyazkov, P. I., & Tatarynowicz, A.(2021). Marriage of Unequals? Investment Quality Heterogeneity, Market Heat, and the Formation of Status-Asymmetric Ties in the Venture Capital Industry. *Academy of Management Journal*, 64(2), 509-536.

The Effects of Proportion of Lead Investors and Investors' status on Investment Growth in VC Syndications

Jieun Kim*
Jooyeon Oh**
Mengjin Gao***
YoungKyu Kim****

Abstract

This paper examines the influence of the portion of lead investors and investors' status on the investment performance of venture syndication. According to existing literature, multiple investors in VC syndicates can positively impact investment performance by investing both tangible and intangible resources in target companies based on market influence or high visibility. On the other hand, the presence of multiple leaders can cause conflicts in formulating and implementing investment strategy or free-riding problems or increase entry barriers for potential investors, lowering additional investment from existing investors. Therefore, we hypothesize that the relationship between proportion of lead investors and investment performance is inverted-U shape. Moreover, we predict that the status of VCs in the syndication will moderate the relationship between proportion of lead investors and investment performance since high-status actors are less likely to cooperate with or yield power to others. We tested these hypotheses using 24,677 VC syndicated investment data from 1991 to 2005 and found solid supports for the hypotheses. The findings suggest that firms need to consider relationship-based power dynamics among investors within a syndication and design effective role setting and coordination systems.

KeyWords: Venture Capitalists, Venture Syndication, Proportion of Lead investors, Status, Investment Performance

* First Author, Part-time lecturer, Korea University Business School, tbpoet@korea.ac.kr

** Co-author, Ph.D. Candidate, Korea University Business School, diozones@korea.ac.kr

*** Co-author, Ph.D. Candidate, Korea University Business School, mengjin.gao@gmail.com

**** Corresponding Author, Associate Professor, Korea University Business School, youngkyu_kim@korea.ac.kr