

# 벤처기업공개와 벤처캐피탈리스트의 역할 분석

허남수\* · 윤병섭\*\* · 이기환\*\*\*

## 〈요 약〉

본 논문은 1999년 1월부터 2000년 12월까지 코스닥증권시장에 등록된 벤처기업의 IPO를 대상으로 발행시장에서 벤처캐피탈리스트의 역할을 살펴보고 있다. 특히 미국의 발행시장에서는 벤처캐피탈리스트가 투자한 기업이 조기에 공개되는 현상이 나타나는 것으로 보고되고 있는 바, 우리 나라에서도 이러한 현상이 존재하는지를 실증적으로 조사하고 있다. 코스닥증권시장에 등록된 벤처기업의 IPO를 대상으로 발행시장에서 벤처캐피탈리스트의 역할에 관한 우리의 연구 결과는 다음과 같다.

첫째, 벤처기업과 비벤처기업의 초기 초과수익률의 차이분석에서, 벤처기업은  $AR_1$ 에서 할인 발행의 정도가 적어 Megginson-Weiss(1991)의 결과와 유사한 것으로 나타났지만,  $AR_2$ 에서 발행가격 결정시 고려하지 못하는 비계수적 환경요인 등 미래기대수익에 대한 일반투자자의 평가가 호의적으로 나타나 발행회사의 입장에서는 할인발행의 정도가 큰 것으로 나타났다. 이는 이기환·임병균·최해술(1998), 장상수·길재욱(2000) 등의 연구와 유사한 결과를 보이고 있다.

둘째, 벤처캐피탈리스트의 명성에 따라 초기 초과수익률에 차이가 있었다. 즉, KTB지원기업의 초기 초과수익률이 낮았다.

셋째, 벤처캐피탈리스트의 보유지분을 변동에 대한 차이는 IPO전 평균보유지분율은 비KTB가 높았으나 공개 후 평균보유지분율은 KTB가 높았다. 이때 보유지분을 변동이 적은 KTB지원기업의 초기 초과수익률이 낮았다. 특히 업력과 총자산의 규모가 할인발행을 줄이는 역할을 하는 것으로 나타났다. 업력은 Muscarella-Vetsuypens(1989)의 연구와 일치하고 있다.

넷째, 2개 이상의 벤처캐피탈리스트로부터 공동으로 투자받은 벤처기업의 초기 초과수익률이 하나의 벤처캐피탈로부터 단독으로 투자받은 벤처기업의 초기 초과수익률보다 낮았다. 그러나 통계적 유의성은 없었다.

다섯째, IPO까지 소요기간의 차이가 있는지에 대한 분석에서 비KTB지원기업이 보다 빨리 공개되고 있어 조기업적과시현상(grandstanding)을 보였다. 이는 Gompers(1996)의 연구와 일치한다.

여섯째, 등록주선인의 시장점유율에 차이가 있는지를 분석한 결과, KTB가 투자한 벤처기업 등록주선인의 평균시장점유율이 낮았다. 그러나 통계적 유의성은 없었다.

\* 경남대학교 경영학부 교수

\*\* 경남대학교 경영학부 강사

\*\*\* 한국해양대학교 해운경영학부 부교수

\*\*\*\* 본 논문은 한국재무관리학회 추계학술대회(2001.11.3)에서 발표되었음. 발표에서 유익한 토론을 해준 고려대 鄭鈞和교수와 본 논문을 심사해 준 익명의 두 심사자에게 감사사를 드립니다.

## I. 서 론

일반적으로 벤처캐피탈리스트(venture capitalist)는 벤처기업(venture business)에 자본을 제공함으로써 지분참여하였다가 코스닥증권시장(Korea Securities Dealers Automated Quotation : KOSDAQ)을 통하여 퇴출하는 일련의 순환과정을 거치며, 그 과정을 통하여 유망한 기업을 발굴하고 육성한다. 초기에는 자금과 경영을 지원하며 기업이 성장하도록 도와주고, 후기에는 코스닥증권시장에 기업을 공개시켜 투자자본을 회수한다. 이 때문에 벤처캐피탈리스트는 벤처기업의 인수나 공개 등의 업무에 정통하고 경제사정이나 증권시장의 흐름에 전문적인 지식을 갖고 있다.

벤처기업이 최초공모주(initial public offerings : IPOs, 이하 IPO)를 코스닥증권시장에 등록할 때 벤처캐피탈리스트의 제3자의 보증역할(the certification role)을 규명하려는 연구가 있다. IPO시장에서 제3자의 보증역할에 관한 연구는 투자은행이나 회계감사기관 등의 역할을 중심으로 활발히 이루어 졌다(Beatty 1989 ; Carter, 1990 ; Carter-Manaster, 1990). 이어서 벤처캐피탈리스트가 IPO시장에서 정보불균형을 완화하는 보증역할에 관한 연구로 발전하고 있다. 미국의 경우 Barry-Muscarella-Peavy III-Vetsuypens(1990), Megginson-Weiss(1991), Lerner(1994a, 1994b, 1995, 2000), Gompers(1995, 1996), Gompers-Lerner(1996, 1998, 1999, 2001a, 2001b), Brav-Gompers(1997) 등의 연구가 있다. 일본의 경우 Packer(1994), Hamato-Packer-Ritter(1998) 등의 연구가 있다.

그리고 국내연구는 최근 들어 시작되었다. 남명수(1993), 이기환·임병균·최해술(1998)은 한국증권거래소(Korea Stock Exchange: KSE)시장에 신규로 상장(listing)된 경우를, 장상수·길재욱(2000)은 코스닥증권시장에 신규로 등록(quotation)된 경우를 표본으로 하여 벤처캐피탈리스트가 제 3자의 보증역할을 수행하고 있는지를 연구하였다. 그러나 이들의 연구는 벤처기업의 공개 수가 적은 시기에서 이루어져 적은 표본수로 연구를 수행한 한계점을 지니고 있다.

벤처캐피탈리스트는 벤처기업이 등록하기 이전부터 벤처기업에 참여하고, 특히 투자기업의 공개에 있어 중요한 역할을 수행하는 것으로 논의되고 있다. Gompers(1996)는 벤처캐피탈리스트가 미국의 IPO시장에서 그들이 투자한 기업을 조기에 공개하여 명성을 쌓으려는 현상이 나타나고 있음을 밝히고 있다. 그는 1978년부터 1987년까지 IPO를 실시한 433개의 벤처기업을 가지고 연구를 하였다. 그 결과 설립연도가 짧은

벤처캐피탈리스트는 투자성과에 대한 명성(reputation)을 얻고자 투자자금을 조기에 회수한다는 사실을 밝히고 있다. 이는 벤처캐피탈리스트가 기업공개를 통해 투자수익을 극대화하려는 의사결정보다는 부족한 투자자금을 충당하려는 의사결정의 유인이 더 강한 것을 보여 주는 것이다. 즉, 벤처캐피탈리스트가 조기업적과시현상(grandstanding)을 보임으로써 그 자신이 명성을 얻고자 함을 밝힌 것이다. 또한 그는 설립연도가 6년 미만인 벤처캐피탈리스트는 설립연도가 6년 이상인 벤처캐피탈리스트에 비해서 벤처기업에 투자한 기간도 짧고 충분한 정보가 없는 상황임에도 불구하고 기업을 공개하기 때문에 IPO 시에는 설립연도가 긴 벤처캐피탈리스트보다 할인발행을 더 많이 한다는 것이다. 뿐만 아니라 설립연도가 짧은 벤처캐피탈리스트는 이사회에 관여하는 기간도 짧고 비교적 적은 지분만을 보유하고자 하며, IPO도 자기자본의 가치가 절정에 이를 때보다는 그 다음에 투자할 대상을 선정하는 시기와 일치시키려는 유인이 강하다는 것을 밝혔다. 따라서 설립연도가 짧은 벤처캐피탈리스트가 관여하는 벤처기업은 IPO까지의 소요기간이 짧은 경향이 있음을 밝혔다. 즉, 벤처캐피탈리스트는 새로운 벤처기업에 투자할 자금을 지속적으로 조달하고자 기존 투자기업의 IPO를 서두르는 경향이 있다는 것이다.

본 논문에서는 우리 나라의 IPO시장에서도 벤처캐피탈리스트가 보증역할을 수행하는지 그리고 조기업적과시현상을 보이고 있는지 등을 실증적으로 분석하고자 한다.

## II. 표본 및 연구방법

### 1. 연구집단

본 연구에 활용되는 표본은 2000년 12월 말 현재 코스닥증권시장에 등록되어 있는 총 기업 544사(투자펀드 제외)중 1999년부터 2000년까지 벤처캐피탈리스트의 지원을 받은 신규 등록기업 282사를 대상으로 하고 있다. 코스닥증권시장이 일정 궤도에 진입한 1999년 1월부터 2000년 12월까지의 관찰기간 중 벤처캐피탈리스트의 지원을 받은 기업은 165사이다.

벤처기업육성에관한특별조치법(1997)에 의하면 벤처기업으로 등록되기 위해서는 일반적으로 4가지 요건 중 하나를 충족하여야 한다<sup>1)</sup>. 본 연구에서 사용된 표본은 IPO

1) 우리 나라는 벤처기업육성에관한특별조치법(1997) 제 2조에 해당하는 기업 및 그 기업으로 전환중이거

당시에 벤처캐피탈리스트가 10% 이상의 지분을 보유한 기업이다. 그리고 대응표본으로서 벤처캐피탈리스트가 투자하지 않은 기업을 비벤처기업으로 선정했다.

표본선정에서 건설업과 금융기관은 제외하였으며, 제조업과 서비스업을 그 대상으로 업종이나 규모·등록기간·업력이 유사하며 비교분석에 알맞은 표본만을 선정하였다. 이 때 분석에서 사용하는 모든 변수는 아직 (주)코스닥증권시장이나 한국증권업협회에서 데이터베이스화하지 않았기 때문에 이들의 투자정보 자료실에 비치된 여러 가지의 자료를 일일이 수작업으로 옮겼으며, 비치된 자료에서 기재상의 오류가 발견되는 때는 자료의 재확인이나 신문기사의 확인 및 인터넷의 검색, 주식담당자 또는 등록주선인의 방문 및 전화상담으로 확인을 거쳤다.

이러한 과정을 거쳐 최종적으로 본 연구의 대상으로 선정된 표본기업은 1999년 1월부터 2000년 12월까지 등록한 65개의 회사이다. 그리고 이의 대응표본으로 IPO의 시기와 규모가 유사한 벤처캐피탈리스트 비지원기업 65사를 선정하였다. 본 연구는 SPSS 10.0 통계패키지를 이용하여 기술통계분석, t-검정, 회귀분석을 실시하였다.

## 2. 개별변수의 정의

- ① 명성있는 벤처캐피탈리스트인지의 여부(REPUT): 이 변수는 KTB<sup>2)</sup>는 1, 비KTB는 0으로 하는 더미변수이다. Gompers(1996)는 벤처기업의 업력을 기준으로 하여 업력이 오래된 벤처기업에 투자한 벤처캐피탈리스트를 명성이 있는 벤처캐피탈리스트로 보았다. 그러나 벤처기업이 코스닥증권시장에 등록할 당시에 업력이 오래된 벤처기업이라고 하여 반드시 투자경험이 많은 명성있는 벤처캐피탈리스트가 투자하는 것은 아니다. 이러한 명성의 차이를 구분하는 기준은 벤처캐피탈리스트가 수행한 IPO의 실적일 수도 있다. IPO의 실적이 뛰어난 명성있는 벤처캐피탈리스트는 IPO의 가격을 시장가격에 보다 근접하게 결정할 수 있어 할인발행을 줄일 수 있을 것이다. 우리 나라의 벤처캐피탈리스트는 신기술금융회사와 창업투자회사로

---

나 창업중인 기업을 벤처기업으로 규정하고 있다. 동 법의 시행령에 의한 벤처기업확인요령 제 4조에 따르면 ①벤처캐피탈투자형, ②연구개발집약형, ③특허신기술형, ④벤처기업평가기관우수평가형 등을 벤처기업으로 분류하고 있다. 그리고 사업의 신규 여부와 상관없이 이 4가지 유형 중 하나의 지정요건을 충족하면 벤처기업으로 등록할 수 있고 이러한 기업을 벤처기업이라고 하는 독특한 제도를 가지고 있다. 그러나 미국은 일반적으로 벤처캐피탈리스트가 투자한 기업을 벤처기업으로 부르고 있다.

- 2) 1996년 11월 한국증권거래소에 상장된 KTB는 1999년 3월 (주)미래와 사람에 매각되어 민영화되었다. 한국종합기술금융주식회사법은 1999년 2월 폐지(여신전문금융업법으로 일부 흡수)되고 여신전문금융업법(1997)에 의한 케이티비네트워크주식회사로 사명이 변경되었다. 그러나 해당기관의 업무내용과 특성은 상당부분 존속되고 있다.

- 나누어진다. KTB는 여타의 벤처캐피탈리스트보다 IPO를 수행한 실적이 우수하다.
- ② 청약경쟁률(DR) : 이 변수는 독립변수이다. 청약경쟁률이 높다는 것은 IPO의 시장수요가 많다는 것을 의미한다. 따라서 청약경쟁률이 높으면 높을수록 IPO의 초기 초과수익률은 클 것이기 때문에 IPO의 가격을 시장가격에 보다 근접하게 결정하였는지를 알 수 있다.
- ③ 등록주선인의 벤처기업 등록 시장점유율(MKTSR) : Megginson-Weiss(1991)는 벤처캐피탈리스트의 보증역할을 검증하기 위해 등록주선인의 벤처기업 등록 시장점유율을 독립변수로 사용하였다. 이들은 Carter-Manaster(1990), Johnson-Miller(1988)와 마찬가지로 등록주선인의 명성도와 IPO의 초과수익률은 음(-)의 관계가 있음을 보고하고 있다.
- ④ 벤처기업의 업력(AGE) : Muscarella-Vetsuypens(1989)는 기업의 업력(history business)이 오래될수록 시장에 정보가 많이 알려져 있기 때문에 정보불균형이 해소되어 IPO의 가격이 시장가격에 근접하게 결정된다고 보고하고 있다. Gompers(1996)는 벤처캐피탈리스트의 명성을 벤처기업의 업력과 관련지어 검증하였다. 그는 명성이 낮은 벤처캐피탈리스트는 조기에 IPO를 수행하여 명성을 과시하려는 의도가 있기 때문에 명성이 높은 벤처캐피탈리스트보다 투자한 벤처기업의 IPO시 업력이 상대적으로 낮다고 한다. 따라서 명성도가 낮은 벤처캐피탈리스트가 지원한 기업인지를 알려면 IPO의 시기가 빠른지를 알아보아야 하며 이는 벤처기업의 업력으로 측정이 된다.
- ⑤ 리드 벤처캐피탈리스트의 보유지분율의 변동(LEADVC) : 리드 벤처캐피탈리스트의 보유지분율은 어느 벤처캐피탈리스트를 리드 벤처캐피탈리스트로 선정하여야 하는지가 중요하다. 이를 Barry-Muscarella-PeavyIII-Vetsuypens(1990)는 벤처캐피탈리스트 중 가장 많은 투자를 한 회사를 리드 벤처캐피탈리스트로 정의했다. Gompers(1996)는 투자기간 동안 가장 오랜 기간 경영에 참가한 기업을 리드 벤처캐피탈리스트로 정의했다. 일반적으로 Gompers(1996)와 같이 기업경영에 오래 관여하고 직접적인 영향력을 행사하는 벤처캐피탈리스트를 리드 벤처캐피탈리스트로 변수설정하는 것이 합리적이라고 생각되지만 우리 나라의 경우 벤처캐피탈리스트가 실질적으로 경영에 참여해서 영향력을 행사한다는 것이 지배구조의 문제로 말미암아 보편적인 현상은 아니다. 따라서 지분율이 큰 경우 지분율이 작은 경우보다 기업등록과 관련한 영향력은 더 크다고 생각할 수 있기 때문에 Barry-Muscarella-PeavyIII-Vetsuypens(1990)의 정의와 같이 본 연구는 지분율이 큰 벤

벤처캐피탈리스트를 리드 벤처캐피탈리스트로 본다. 이 때 리드 벤처캐피탈리스트의 보유지분율의 변동은 실수로 적용한다.

- ⑥ 공동투자인지 단독투자인지의 여부(SYND) : 이 변수는 둘 이상의 공동투자(syndicate investment)는 1, 단독투자는 0으로 하는 더미변수이다. 벤처캐피탈리스트의 수가 둘 이상인 공동투자 기업이 단독투자 기업보다 IPO의 가격을 시장가격에 보다 근접하게 결정할 수 있고 할인발행을 줄일 수 있다고 본다.
- ⑦ 총자산(ASSAMT): 이 변수는 독립변수이다. 변수에 대한 이례치의 효과를 감소시키기 위해서 총자산의 금액은 log값을 적용한다. 총자산은 한국증권업협회 공시실에 비치된 사업보고서로부터 산출하였다. 이 경우 등록일 당시의 자산의 크기를 직접 구하기는 어려우므로 등록일 직전년도의 크기를 등록일 당시의 자산의 크기로 계산하였다. 총자산이 크면 일반투자자들에게 신뢰할 만한 정보를 줄 수 있다는 신호역할을 하기 때문에 IPO 가격을 시장가격에 보다 근접하게 결정할 수 있다.
- ⑧ 자기자본(OCAPAMT) : 이 변수는 독립변수이다. 변수에 대한 이례치의 효과를 감소시키기 위해서 자기자본의 금액은 log값을 적용한다. 자기자본은 한국증권업협회 공시실에 비치된 사업보고서로부터 산출하였다. 이 경우 등록일 당시의 자기자본의 크기를 직접 구하기는 어려우므로 등록일 직전년도의 크기를 등록일 당시의 자기자본의 크기로 계산하였다. 자기자본이 큰 경우 기업의 규모도 클 것이므로 기업의 정보가 시장에 널리 알려져 있는 것으로 볼 수 있다. 따라서 자기자본이 크면 일반투자자들에게 신뢰할 만한 정보를 줄 수 있다는 신호역할을 하기 때문에 IPO가격을 시장가격에 보다 근접하게 결정할 수 있다.
- ⑨ KOSDAQ지수의 수익률(KOSD) : 전반적으로 등록주식에 대한 투자자들의 수요가 공급보다 많으면 주식의 가격이 상승하면서 KOSDAQ지수가 올라간다. IPO에 대한 수요가 증가하고 공급은 한정되어 있는 상태에서는 수요 초과 현상이 발생하여 가격에 영향을 줄 것이다.

### 3. 초과수익률 추정 모형

본 연구에서 활용되는 초기 초과수익률에 대한 계산을 위해 시장조정수익률법(market adjusted return method)을 사용한다. 이는 식 (1)과 같이 나타낼 수 있다.

$$AR_{i,t} = R_{i,t} - R_{m,t} \quad (1)$$

여기서,  $AR_{i,t}$  : 주식 i의 t시점에서의 초과수익률  
 $R_{i,t}$  : 주식 i의 t시점에서의 실현수익률  
 $R_{m,t}$  : 시장포트폴리오의 t시점에서의 실현수익률

위 식 (1)에서 개별주식의 수익률( $R_{i,t}$ )과 개별주식의 코스닥지수수익률( $R_{m,t}$ )은 식 (2), 식 (3)과 같이 각각 계산한다.

$$R_{i,t} = \frac{P_{i,t} - P_{i,t-1}}{P_{i,t-1}} \quad (2)$$

여기서,  $P_{i,t}$  : t일의 개별주식의 가격  
 $P_{i,t-1}$  : t-1일의 개별주식의 가격

$$R_{m,t} = \frac{I_{i,t} - I_{i,t-1}}{I_{i,t-1}} \quad (3)$$

여기서,  $I_{i,t}$  : t일의 코스닥지수  
 $I_{i,t-1}$  : t-1일의 코스닥지수

시장조정수익률법을 이용한 표본기업의 비정상수익률(abnormal return : AR)의 평균은 식 (4)에 의해 계산된다. 이 때 평균초과수익률은 표본에 포함된 주식 i의 t시점에서의 초과수익률 즉, 개별주식의 수익률을 모두 합한 다음 표본기업수로 나눈다.

$$AR_t = \frac{1}{N} \sum_{i=1}^N AR_{i,t} \quad (4)$$

여기서,  $AR_t$  : 포트폴리오의 t기간 동안의 평균초과수익률  
 $N$  : 포트폴리오에 포함된 개별기업의 수(표본기업의 수)

한편, 누적초과수익률은 식 (5)와 같이 계산한다.

$$CAR_T = \sum_{t=1}^T AR_t \quad (5)$$

여기서,  $CAR_T$  : T일까지의 누적초과수익률

시장조정수익률법에 의한 IPO의 초기 초과수익률은 두 가지 방법으로 측정한다. 먼저, 발행가격 대비 등록 첫날의 증가를 기준으로 초기 초과수익률(ARI)을 계산하는 방법이다. 이는 식 (6)에 의해 계산된다. 다음으로, 등록 후 상한가 또는 하한가 행진

이 끝나는 날의 증가를 기준으로 초기 초과수익률(AR2)을 계산하는 방법이다<sup>3)</sup>. 이는 식(7)에 의해 계산된다. 전자인 AR1의 경우와 같이 발행가격 대비 등록 첫날의 증가만을 기준으로 하는 경우 우리 나라 증권시장의 여건을 제대로 반영하지 못한다. 그 이유는 우리 나라는 주가의 상하한가 폭이 제한되어 있어 IPO의 등록 첫날 가격이 상한가나 하한가로 마감할 때 기업의 정보가 완전히 반영되지 않는 상태에서 첫날의 유통가격이 결정되는 단점이 있기 때문이다. 이를 보완하기 위하여 선행연구들은 후자인 AR2의 방법을 주로 사용하였으며 본 연구도 후자의 방법을 적용한다. 이러한 수익률을 구하기 위하여 발행주식의 가격과 상한가 또는 하한가 행진이 끝나는 날의 증가를 일일이 구한다.

$$AR_1 = (P_1/P_0) - (I_1/I_0) \quad (6)$$

$$AR_2 = (PL/P_0) - (IL/I_0) \quad (7)$$

여기서, AR<sub>1</sub> : 등록 첫날의 증가를 기준으로 한 시장조정수익률

AR<sub>2</sub> : 상하한가 행진이 끝나는 날의 증가를 기준으로 한 시장조정수익률

P<sub>0</sub> : IPO의 발행가격

P<sub>1</sub> : IPO의 등록 첫날의 증가

PL : IPO 등록 후 상하한가 행진이 끝나는 날의 증가

I<sub>0</sub> : IPO의 발행가격에 대응하는 각 시점의 코스닥종합지수

I<sub>1</sub> : IPO의 등록 첫날의 증가에 대응하는 각 시점의 코스닥종합지수

IL : IPO 등록 후 상하한가 행진이 끝나는 날의 증가에 대응하는 각 시점의 코스닥종합지수

#### 4. 가설설정

##### 1) 벤처캐피탈리스트의 명성에 따른 초기 초과수익률

(1) 벤처캐피탈리스트의 명성에 따른 초기 초과수익률의 차이에 대한 가설

벤처캐피탈리스트가 벤처기업을 조기에 공개시켜 IPO의 실적을 보다 많이, 보다 빨리 일반투자자에게 좋은 신호로 전달하려면 비용이 들어간다. 벤처캐피탈리스트가 명성을

3) 이러한 계산방법은 1988년 1월 1일 신규상장 주식의 가격 폭 제한 기준이 모집 또는 매출가격 기준에서 등록 초일의 시초가로 변경되어 시장조정 기간이 단축되었으나 여전히 등록 후 상당한 기간 상한가가 진행되는 경우가 많아 정확한 수익률을 측정하기 위해서는 필요하다.



더 높일 목적으로 신호를 전달하는데 쓰이는 비용은 발행가격의 할인정도로 나타난다. Ritter(1987), Muscarella- Vetsuypens(1989)는 할인발행을 등록 당시 기업의 진정한 가치를 둘러싸고 있는 불확실성으로 인해서 기업이 지불해야 할 비용으로 간주하였다. 이와 같이 할인발행을 불확실성에 대한 비용으로 간주한다면 조기에 등록되는 기업은 그 만큼 불확실성이 높다고 받아들여지는 것이 일반적이기 때문에 정상적인 기간 후에 등록되는 기업보다 발행가격을 낮게 하여야만 등록이 용이하다.

한편, Gompers-Lerner(1997, 2001)는 벤처캐피탈리스트가 지원한 기업이 벤처캐피탈리스트가 지원하지 않은 기업에 비해 조기에 공개되고 있음을 밝히고 있다. 이는 벤처캐피탈리스트의 지원을 받는 신생 창업기업의 경우 벤처캐피탈리스트에서 적절한 시기에 추가적인 자금을 지원 받을 수 있으므로 자금문제로 인한 어려움이 없이 연구 개발 등에만 전념할 수 있어 벤처캐피탈리스트의 지원을 받지 않는 신생 창업기업에 비해 빠른 속도로 성장을 하여 조기에 IPO시장으로 가기 때문으로 볼 수 있다. 본 연구는 이러한 선행연구를 토대로 하여 [가설 1]을 설정하였다.

[가설 1] 명성도가 높은 벤처캐피탈리스트가 지원한 기업의 초기 초과수익률이 명성도가 낮은 벤처캐피탈리스트가 지원한 기업의 초기 초과수익률보다 낮을 것이다.

(2) 벤처캐피탈리스트의 명성에 따른 초기 초과수익률의 원인에 대한 회귀모형

[가설 1]은 명성도가 높은 벤처캐피탈리스트가 지원하는 벤처기업의 초기 초과수익률이 낮은지를 보는 것이다. 명성도가 높은 벤처캐피탈리스트의 경우 명성도가 낮은 벤처캐피탈리스트보다 더 적절한 가격으로 IPO를 발행한다고 할 수 있다. 본 연구는 표본기업 리드 벤처캐피탈리스트의 IPO의 실적에 따라 KTB와 비KTB로 분류하여 명성의 유무로 구분한다. 본 연구의 회귀분석 모형은 다음과 같다.

$$Y_{i,t} = \beta + \beta_1 REPUT + \beta_2 MKTSR + \beta_3 AGE + \beta_4 KOSD + \beta_5 ASSAMT + \beta_6 OCAPAMT + \varepsilon_i \quad (8)$$

- 여기에서,  $Y_{i,t}$  : t시점의 평균 초기 초과수익률
- REPUT : KTB = 1, 비KTB = 0
- MKTSR : 등록주선인의 벤처기업 등록 시장점유율
- AGE : 벤처기업의 업력
- KOSD : KOSDAQ지수의 수익률
- ASSAMT : 총자산의 log값
- OCAPAMT : 자기자본의 log값
- $\varepsilon_i$  : 오차항

본 가설이 타당하다면 분석에서 t시점의 평균 초기 초과수익률에 긍정적인 영향을 주는  $\beta_1$ 은 유의적인 음(-)의 값을 보여줄 것이다. 다시 말하면 명성도가 높은 벤처캐피탈리스트가 지원한 벤처기업의 초기 초과수익률은 낮을 것이다. 즉, 적절한 가격으로 IPO를 한 결과 상대적으로 할인발행의 감소로 나타날 것이다.

## 2) 벤처캐피탈리스트의 보유지분을 변동에 따른 초기 초과수익률

### (1) 벤처캐피탈리스트의 보유지분을 변동에 따른 초기 초과수익률에 대한 가설

Barry-Muscarella-PeavyIII-Vetsuypens(1990), Megginson-Weiss(1991)는 벤처캐피탈리스트는 등록 이후에도 상당한 지분을 보유하면서 투자기업의 성장을 지원한다고 보고하고 있다. 따라서 명성이 높은 벤처캐피탈리스트는 상대적으로 추가적인 자금조달에 대한 압박을 받아 조기 IPO를 실시하는 명성이 낮은 벤처캐피탈리스트에 비해 지속적인 성장지원을 통해 해결하려 할 것이므로 IPO 이후 보유지분의 감소가 적을 것이다. 한편, 명성이 낮은 벤처캐피탈리스트는 보유지분 매각을 통해 위험을 회피(hedge)하려고 하나 명성이 높은 벤처캐피탈리스트는 지속적인 성장지원을 통해 배당 등의 투자수익률의 극대화를 기할 것이다. 따라서 본 연구는 이러한 선행연구의 결과를 바탕으로 IPO이후 벤처캐피탈리스트의 보유지분 감소가 적을 것이라는 예상하에 [가설 2]를 설정하였다.

[가설 2] IPO 전후 투자기업에 대한 벤처캐피탈리스트의 보유지분을 변동이 적을수록 투자기업의 초기 초과수익률은 낮을 것이다.

### (2) 벤처캐피탈리스트의 보유지분을 변동에 따른 초기 초과수익률의 원인에 대한 회귀모형

[가설 2]는 벤처기업을 지원하는 벤처캐피탈리스트의 보유지분을 변동이 적으면 벤처기업의 초기 초과수익률이 낮은가를 검증하는 것이다. IPO 전후 투자기업에 대한 리드 벤처캐피탈리스트의 보유지분을 변동이 적을수록 그 기업은 명성이 높은 벤처캐피탈리스트가 지원한 기업으로 볼 수 있으며, IPO시 할인발행을 하지 않기 때문에 낮은 초과수익률을 실현할 것이다. 본 연구의 회귀분석 모형은 다음과 같다.

$$Y_{i,t} = \beta + \beta_1 LEADVC + \beta_2 AGE + \beta_3 DR + \beta_4 KOSD + \beta_5 ASSAMT + \beta_6 OCAPAMT + \varepsilon_i \quad (9)$$

여기에서,  $Y_{i,t}$  :  $t$ 시점의 평균 초기 초과수익률

LEADVC : 리드 벤처캐피탈리스트의 보유지분을 5%이상 = 1, 5%이하 = 0

DR : 청약경쟁률

본 가설이 타당하다면 분석에서  $t$ 시점의 평균 초기 초과수익률에 긍정적인 영향을 주는  $\beta_1$ 은 유의적인 음(-)의 값을 보여줄 것이다. 다시 말하면 기업등록시 명성이 높은 벤처캐피탈리스트는 보유하고 있는 벤처기업의 많은 보유지분에 비해 매각은 적게 하므로 그 보유지분의 변동비율이 적기 때문에 초기 초과수익률을 낮게 할 것이다. 그러나 기업등록시 명성이 낮은 벤처캐피탈리스트는 보유하고 있는 벤처기업의 적은 보유지분에 비해 매각은 많이 하므로 그 보유지분의 변동비율은 클 것이기 때문에 초기 초과수익률을 높게 할 것이다. 즉, 벤처기업의 보유지분 변동비율이 낮은 명성있는 벤처캐피탈리스트는 적절한 가격으로 IPO를 하기 때문에 상대적으로 할인발행의 감소로 나타날 것이다.

### 3) 공동투자자와 단독투자의 초기 초과수익률

#### (1) 공동투자자와 단독투자의 초기 초과수익률의 차이에 대한 가설

벤처기업에 투자하는 벤처캐피탈리스트는 미래에 있을 수 있는 불확실성을 줄이려는 노력을 한다. 그 방안의 하나로 벤처기업에 공동투자하거나 이미 다른 벤처캐피탈리스트가 투자하고 있는 벤처기업에 따라 투자하는 것이다. 본 연구는 이를 토대로 하여 [가설 3]을 설정하였다.

[가설 3] 벤처캐피탈리스트로부터 공동투자를 받은 기업의 초기 초과수익률이 하나의 벤처캐피탈리스트로부터 단독으로 투자를 받은 기업의 초기 초과수익률에 비해 낮을 것이다.

#### (2) 공동투자자와 단독투자의 초기 초과수익률의 원인에 대한 회귀모형

[가설 3]은 벤처기업을 지원하는 벤처캐피탈리스트가 단독투자를 할 때보다 공동투자를 할 때 벤처기업의 초기 초과수익률이 낮은가를 검증하는 것이다. 경영의사결정에 있어서 벤처캐피탈리스트로부터 공동투자를 받는 벤처기업은 벤처캐피탈리스트로부터 단독투자를 받는 벤처기업의 경우보다 더 합리적이라고 판단되기 때문에 벤처캐피탈리스트의 수가 둘 이상인 공동투자 기업이 낮은 초과수익률을 실현할 것이기 때문이다. 본 연구의 회귀분석 모형은 다음과 같다.

$$Y_{i,t} = \beta + \beta_1 SYND + \beta_2 AGE + \beta_3 LEADVC + \beta_4 KOSD + \beta_5 ASSAMT + \beta_6 OCAPAMT + \varepsilon_i \quad (10)$$

여기에서,  $Y_{i,t}$  : t시점의 평균 초기 초과수익률

SYND : 공동투자 = 1, 단독투자 = 0

본 가설이 타당하다면 분석에서 t시점의 평균 초기 초과수익률에 긍정적인 영향을 주는  $\beta_1$ 은 유의적인 음(-)의 값을 보여줄 것이다. 벤처기업을 지원하는 벤처캐피탈리스트가 공동투자를 하면 벤처기업의 초기 초과수익률은 낮아질 것이며 벤처기업을 지원하는 벤처캐피탈리스트가 단독투자를 하면 벤처기업의 초기 초과수익률은 높아질 것이기 때문이다.

#### 4) IPO까지의 소요기간

##### (1) IPO까지의 소요기간의 차이에 대한 가설

Gompers(1996)는 1978년 1월에서 1987년 12월 사이 433개의 벤처캐피탈리스트 지원기업의 IPO와 1983년 8월과 1997년 7월 사이에 조성된 62개 벤처펀드에 대한 분석에서 벤처캐피탈리스트의 역할을 분석하고 있다. 즉, 명성도가 낮은 벤처캐피탈리스트는 명성도가 높은 벤처캐피탈리스트에 비해 투자기업의 성숙도가 낮으므로 추가적인 자금조달을 위해서 조기 IPO를 실시한다고 보고하고 있다. 즉, 그들이 관여한 IPO의 수는 그들의 명성을 나타내는 척도가 되므로 벤처캐피탈리스트가 IPO의 시기를 단축시키는 유인으로 작용한다고 보고하고 있다. 이를 그는 조기업적과시현상(grand-standing)이라고 하였다. 다시 말하면, 벤처캐피탈리스트가 관여한 IPO수는 그들의 명성도를 높이는 데 중요한 역할을 하므로 벤처캐피탈리스트는 IPO시기를 단축시켜 업적을 짧은 기간내에 많이 쌓으려고 한다는 것이다. 반면에 명성도가 높은 벤처캐피탈리스트는 그간의 IPO실적이 많으므로 투자기업을 조기에 IPO시장으로 유인하지 않고 투자기업이 IPO시장에서 고평가를 받을 수 있는 시점까지 기다렸다가 IPO를 하는 경향이 있는 것으로 보고하고 있다.

Gompers(1996)에 의하면 명성도가 낮은 미숙한 벤처캐피탈리스트는 IPO발행경험이 평균 1회 정도이며 차후 IPO까지 소요기간이 16개월로 나타나고 있어 불과 1년 4개월만에 또 다시 새로운 IPO시장으로 가는 것으로 보고하고 있다. 반면에 명성도가 높은 노련한 벤처캐피탈리스트는 IPO발행경험이 평균 6회 정도이며 차후 IPO까지 소요기간이 2년이 지난 후에 새로운 IPO시장으로 가는 것으로 보고하고 있다. 그리고 명

성도가 낮은 미숙한 벤처캐피탈리스트가 공개한 기업의 업력은 55.1개월로 명성도가 높은 노련한 벤처캐피탈리스트가 공개한 기업의 업력 79.6개월과 비교할 때 기업의 업력은 24개월 정도 짧은 것으로 나타났다. 이러한 점들을 볼 때, 본 연구는 명성이 높은 벤처캐피탈리스트가 명성이 낮은 벤처캐피탈리스트에 비해 투자기업에 대하여 지속적인 정보수집활동과 모니터링, 경영지원을 통해 기업가치를 정확히 평가한 후 투자기업의 가치가 가장 높을 때 IPO를 실시함으로써 투자수익률을 극대화시키고 있다는 사실을 알 수 있다.

우리 나라도 최근에는 미국의 경우와 같이 벤처자금의 조성을 펀드에 의존하는 비중이 점점 높아지고 있기 때문에 벤처캐피탈리스트가 조기 IPO를 실시하여 추가적인 자금조달과 명성을 쌓으려는 노력을 하는 것으로 보인다. 따라서 미국 IPO시장에서 나타나는 벤처캐피탈리스트의 명성도의 차이에 따른 조기업적과시현상이 우리 나라의 경우에도 실제 나타나는지 알아보기 위해 표본기업의 설립 일로부터 등록 일까지 소요되는 기간에 뚜렷한 차이가 있는지를 분석하고자 한다. 만약 명성도가 낮은 벤처캐피탈리스트가 지원한 기업의 등록까지의 기간이 명성도가 높은 벤처캐피탈리스트가 지원한 기업의 등록까지의 기간보다 짧다면 벤처캐피탈리스트의 조기업적과시효과가 존재한다고 볼 수 있을 것이다. 본 연구는 조기업적과시현상을 보고하고 있는 Gompers(1996)의 연구에 따라 [가설 4]를 설정하였다.

[가설 4] 명성도가 낮은 벤처캐피탈리스트가 지원한 기업의 IPO의 시기는 명성도가 높은 벤처캐피탈리스트가 지원한 기업의 IPO의 시기에 비해 빠를 것이다.

## (2) IPO까지의 소요기간의 원인에 대한 회귀모형

[가설 4]는 벤처기업을 지원하는 벤처캐피탈리스트의 명성도가 낮으면 벤처기업을 등록하는 시기가 빨라지는가를 보는 것이다. 즉, 우리 나라의 경우에도 조기업적과시현상이 나타나는지를 검증하는 것이다. 명성이 낮은 벤처캐피탈리스트가 지원하는 기업의 업력이 명성이 높은 벤처캐피탈리스트가 지원한 기업의 업력보다 짧다면 벤처캐피탈리스트의 조기업적과시 현상이 나타난다고 할 수 있다. 본 연구의 회귀분석 모형은 다음과 같다.

$$Y = \beta + \beta_1 REPUT + \beta_2 MKTSR + \beta_3 LEADVC + \beta_4 ASSAMT + \beta_5 OCAPAMT + \epsilon_i \quad (11)$$

여기에서, Y : 벤처기업의 업력

LEADVC : 리드 벤처캐피탈리스트의 보유지분의 변동비율

기업등록시 명성이 높은 벤처캐피탈리스트는 조기업적과시현상을 보이지 않을 것이다. 따라서 본 가설이 타당하다면 명성에 따른 IPO까지의 소요기간인 벤처기업의 업력에 긍정적인 영향을 주는  $\beta_1$ 은 유의적인 양(+)의 값을 보여줄 것이다. 즉, 명성이 높은 벤처캐피탈리스트가 지원한 벤처기업의 업력은 늦을 것이며, 명성이 낮은 벤처캐피탈리스트가 지원한 벤처기업의 업력은 빠를 것이다.

### 5) 등록주선인의 시장점유율

#### (1) 등록주선인의 시장점유율의 차이에 대한 가설

코스닥증권시장 등록주식의 가격결정은 등록주선인인 주관사회사가 발행회사와 협의하여 결정하며 주식인수업 허가를 받은 등록주선인은 수요예측을 통하여 발행가격을 산출한다. 수요예측을 하는 이유는 기업이 IPO의 경우에 발행가격을 합리적으로 산정하기 위하여 주가발견 기능이 우월한 기관투자가 등의 의견을 바탕으로 시장동향에 따른 발행가격을 결정하는데 있다.

Megginsin-Weiss(1991)는 등록시점에 명성이 높은 벤처캐피탈리스트가 지원한 기업의 등록주선인은 등록주식의 합리적인 발행가격의 산정을 위해 명성이 높은 등록주선인을 선정한다고 주장하고 있다. 본 연구는 이러한 선행연구를 토대로 하여 [가설 5]를 설정하였다.

[가설 5] 명성도가 높은 벤처캐피탈리스트가 지원하는 기업은 IPO 때 명성도가 높은 등록주선인이 인수업자로 선정될 것이다.

#### (2) 등록주선인의 시장점유율의 원인에 대한 회귀모형

[가설 5]는 벤처기업을 지원하는 벤처캐피탈리스트의 명성이 높으면 벤처기업이 등록주선인을 선정할때 명성이 높은 등록주선인을 선정하는가를 검정하는 것이다. Megginsin-Weiss(1991)는 등록주선인의 명성을 측정하는 대용변수로 등록주선인의 시장점유율을 사용하였다. 본 연구도 이들의 연구에서 사용한 등록주선인의 시장점유율을 등록주선인의 명성도를 나타내는 대용변수로 사용한다. 이 시장점유율은 코스닥증권시장에서 증권회사가 등록주선인으로서의 등록업무를 수행한 건수를 말한다. 본 연구의 회귀분석 모형은 다음과 같다.

$$Y = \beta + \beta_1 REPUT + \beta_2 LEADVC + \beta_3 ASSAMT + \beta_4 OCAPAMT + \varepsilon_i \quad (12)$$

여기에서, Y : 등록주선인의 벤처기업 등록 시장점유율

본 가설이 타당하다면 분석에서 등록주선인이 벤처기업을 등록한 시장점유율에 긍정적인 영향을 주는  $\beta_1$ 은 유의적인 양(+)의 값을 가질 것이다. 명성이 높은 벤처캐피탈리스트가 지원하는 기업은 IPO 때 명성이 높은 등록주선인을 선정할 것이고, 명성이 낮은 벤처캐피탈리스트가 지원하는 기업은 IPO 때 명성이 낮은 등록주선인을 인수업자로 선정할 것이다. 다시 말하면 등록시점에서 명성이 높은 벤처캐피탈리스트가 지원한 기업의 등록주선인은 등록주식의 합리적인 발행가격을 산정한다고 할 수 있다.

### Ⅲ. 실증분석 결과

#### 1. 벤처기업과 비벤처기업의 초기 초과수익률에 대한 차이 분석

벤처캐피탈리스트의 존재 유무가 벤처기업의 가치를 보증하는 유무가 되므로 벤처캐피탈리스트가 보증역할을 한다면 벤처캐피탈리스트가 지원한 벤처기업의 초기 초과수익률은 낮을 것이다. 따라서 벤처캐피탈리스트가 정보불균형의 격차를 줄여주는 역할을 수행하는지의 여부를 판단할 수 있다.

##### 1) 등록 당일 초과수익률의 차이 분석

발행가격 대비 등록 첫날의 증가를 기준으로 한 초기 초과수익률( $AR_1$ )과 등록 후 상한가 또는 하한가 행진이 끝나는 날의 증가를 기준으로 한 초기 초과수익률( $AR_2$ )을 <표 1>과 같이 비교하였다. 먼저,  $AR_1$ 을 보면, 벤처기업이 비벤처기업보다  $AR_1$ 이 낮은 것은 벤처기업이 발행가격을 적절히 산정하여 발행자와 투자자 간의 정보불균형을 줄이는 보증역할을 수행하였기 때문이다. 우리의 분석 결과로는 비벤처기업이 벤처기업에 비해 기업의 가치를 저평가하여 할인발행하였고, 이 사실을 알고 있는 투자자들은 일시적 매수심리를 가진 것으로 보인다.

<표 1> 벤처기업과 비벤처기업 간의 등록당일 초과수익률 비교

구분	벤처기업(n = 65)			비벤처기업(n = 65)			a와 c의 차이 t검정	b와 d의 차이 t검정
	AR1(a)	AR2(b)	AR2-AR1	AR1(c)	AR2(d)	AR2-AR1		
초과수익률	0.1726	2.7118	2.5395	0.2075	2.0823	2.2898		
표준편차	0.2036	2.9908	2.9977	0.3010	3.3241	3.3377		
t-value	6.8342***	7.3103***	6.8299***	5.5598***	5.0504***	5.5310***	-1.775**	1.349**

주) 벤처기업 : 벤처캐피탈리스트가 지원한 기업, 비벤처기업 : 벤처캐피탈리스트가 지원하지 않은 기업.

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

그러나 등록일 이후 시간이 경과하면서 투자자들은 비벤처기업의 시세에 대한 위험을 갖게 되고 이는 벤처기업에 비해 큰 것으로 나타났다. 즉 시장에서 비벤처기업은 일시적으로 유행(fads)하는 고평가 된 주식이라는 불안이 벤처기업보다 비벤처기업에 팽배하였으며, 벤처기업은 미래가치에 대한 기대감에 부풀어 이러한 영향은 벤처기업이 비벤처기업보다  $AR_2$ 가 높은 원인이 된 것으로 보인다.

따라서 벤처기업은  $AR_1$ 에서 할인발행의 정도가 적어 Megginson-Weiss(1991)의 결과와 유사한 것으로 나타났지만,  $AR_2$ 에서 발행가격 결정시 고려하지 못하는 비계수적 환경요인 등 미래기대수익에 대한 일반투자자의 평가가 호의적으로 나타나 발행회사 입장에서는 할인발행의 정도가 큰 것이 된다. 이는 이기환·임병균·최해술(1998), 장상수·길재욱(2000) 등의 연구와 유사한 결과를 보이고 있다. 뿐만 아니라 일본 벤처기업의 IPO에 대한 분석에서 벤처기업의 경우 더 높은 초기 초과수익률을 보이는 것으로 보고한 Packer(1994)의 연구결과와도 일치한다.

## 2) 누적 초과수익률의 차이 분석

본 연구는 코스닥증권시장에 등록한지 얼마 되지 않은 기업을 표본으로 하였기 때문에 장기성과까지는 분석을 할 수 없고, 등록일 이후 30일간의 초기 초과수익률 및 누적 초과수익률을 측정하였다. 그 결과, 벤처캐피탈리스트 지원기업과 벤처캐피탈리스트 비지원기업의 누적초과수익률의 평균은 <표 2>와 같이 각각 2.92%, 4.26%로 나타났다. 즉, 벤처캐피탈리스트 지원기업의 할인발행 정도가 벤처캐피탈리스트 비지원기업보다 낮은 것으로 나타난 것이다. 이는 기업의 내재가치를 반영한 결과라고 할 수 있으며, 등록기업의 발행가격 산정에서 벤처캐피탈리스트가 발행자와 투자자간의 정보불균형을 줄이는 보증역할을 수행하는 것으로 볼 수 있다.

이 결과는 Megginson-Weiss(1991)의 미국시장의 결과와 유사하나 국내 남명수(1993), 이기환·임병균·최해술(1998)등 한국증권거래소시장의 연구 결과와 장상수·길재욱(2000)의 KOSDAQ시장의 연구 결과와는 다른 결과를 보이고 있다. 이는 국내 과거 연구들의 경우 표본수가 적은 시기에 이루어져 분석결과에 한계점을 지니고 있지만 본 연구에서는 어느 정도의 표본 수를 가지고 분석한 결과로서 벤처캐피탈리스트의 지원기업은 벤처캐피탈리스트의 비지원기업에 비해 할인발행을 낮게 함을 볼 수 있다.



<표 2> 등록일 이후 30일 간의 초과수익률 및 누적초과수익률 비교

거래일	벤처기업(n=65)				비벤처기업(n=65)			
	AR1	t(AR1)	CAR1	Sdt	AR1	t(AR1)	CAR1	Sdt
1	0.0825	4.5751***	0.0825	0.1453	0.2339	1.4983	0.2339	1.2584
2	0.0876	8.6251***	0.1701	0.0819	0.0486	2.5084*	0.2825	0.1561
3	0.0940	8.1964***	0.2641	0.0924	0.0666	5.8858***	0.3491	0.0912
4	0.0856	9.7582***	0.3497	0.0707	0.0630	5.9072***	0.4121	0.0859
5	0.0713	6.7018***	0.4210	0.0857	0.0487	4.3014***	0.4608	0.0913
6	0.0569	5.3159***	0.4779	0.0864	0.0392	3.5850***	0.5000	0.0881
7	0.0552	5.0877***	0.5331	0.0875	0.0295	2.4510*	0.5295	0.0969
8	0.0573	4.1796***	0.5904	0.1106	0.1742	1.1434	0.7037	1.2286
9	0.0591	5.0767***	0.6495	0.0938	0.0032	0.1832	0.7069	0.1422
10	0.0371	3.1805***	0.6866	0.0940	0.1356	1.0456	0.8425	1.0454
11	0.0098	0.8474	0.6964	0.0931	-0.0144	-0.8369	0.8281	0.1383
12	0.0215	1.9464	0.7179	0.0891	0.0244	2.4838*	0.8525	0.0791
13	0.0199	1.8615	0.7378	0.0861	0.0019	0.2063	0.8544	0.0751
14	0.0092	0.8954	0.7470	0.0826	0.0058	0.6137	0.8602	0.0760
15	0.0068	0.6081	0.7538	0.0900	0.0110	1.1103	0.8712	0.0796
16	0.0069	0.6430	0.7607	0.0866	0.0143	1.6532	0.8855	0.0698
17	0.0107	1.0490	0.7714	0.0820	0.1615	1.0356	1.0470	1.2571
18	-0.0066	-0.6549	0.7648	0.0815	-0.0164	-0.9724	1.0306	0.1357
19	-0.0101	-0.9675	0.7547	0.0839	0.0070	0.9265	1.0376	0.0611
20	-0.0065	-0.6758	0.7482	0.0781	0.0132	1.4525	1.0508	0.0731
21	-0.0004	-0.0418	0.7478	0.0697	0.0007	0.0850	1.0515	0.0669
22	-0.0160	-1.7934	0.7318	0.0720	-0.0147	-1.6453	1.0368	0.0720
23	0.1383	1.0301	0.8701	1.0828	0.0074	1.0020	1.0442	0.0599
24	-0.0057	-0.3626	0.8644	0.1263	-0.0014	-0.1762	1.0428	0.0629
25	-0.0126	-1.7276	0.8518	0.0590	-0.0010	-0.1108	1.0418	0.0735
26	-0.0011	-0.1271	0.8507	0.0673	0.0026	0.3213	1.0444	0.0648
27	0.0155	1.8102	0.8662	0.0692	-0.0117	-1.5544	1.0327	0.0605
28	0.0027	0.3454	0.8689	0.0630	0.1411	0.9604	1.1738	1.1847
29	0.0044	0.5325	0.8733	0.0659	-0.0083	-0.5177	1.1655	0.1300
30	0.0014	0.3425	0.8747	0.0629	0.1112	0.3442	1.2767	0.0650
AR1 평균	0.0292				0.0426			
t-검정	양 집단 간 AR차이 : -1.701**							

주 1) 벤처기업 : 벤처캐피탈리스트가 지원한 기업, 비벤처기업 : 벤처캐피탈리스트가 지원하지 않은 기업.  
 2) 거래일 1일은 AR계산시(단기초과수익률 추정모형 참조) 전일(등록일) 증가를 기준으로 초과수익률이  
 도출되므로 등록일 이후의 첫날을 의미함.  
 \*\*\* : 1%수준에서 유의함. \*\* : 5%수준에서 유의함. \* : 10%수준에서 유의함.

## 2. 벤처캐피탈리스트의 보증역할에 대한 차이 분석

### 1) 주요 변수의 기술통계량

본 연구에 활용되는 표본기업들에 대한 기술통계량은 <표 3>과 같다. 이를 보면 평균 청약경쟁률(DR)은 96.34:1이며 등록주선인의 벤처기업 등록 시장점유율(MKTSR)은 6.6%이다. 벤처기업의 업력(AGE)은 10.25년이며, 총자산은 171억원, 자본금은 45.3억원, KOSDAQ지수의 수익률(KOSD)은 0.31%이다.

<표 3> 변수의 기술통계량

구 분	DR	MKTSR	AGE	ASSAMT	OCAPAMT	KOSD
평 균	96.34(배수)	6.60(%)	10.25(년)	170.574(억원)	45.287(억원)	0.310(%)
최 소	1.19	0.25	1.17	4.322	13.121	-0.070
최 대	700.41	12.75	38.92	1,368.629	193.259	0.062
표준편차	96.13	4.15	7.69	20.853	3.196	0.306
왜 도	2.933	2.160	1.597	3.837	3.071	-0.231
첨 도	13.683	4.311	2.489	18.277	12.143	-0.651

### 2) 벤처캐피탈리스트의 명성에 따른 초기 초과수익률의 차이 분석

Packer(1994)는 일본의 장외시장인 JASDAQ에서 벤처캐피탈리스트의 유형에 따른 제3자의 보증역할을 연구하였다. 그는 은행계열의 벤처캐피탈리스트가 비은행계열 즉, 증권회사계열 벤처캐피탈리스트 보다 IPO시 할인발행의 정도가 낮은 것으로 분석하였다. 이를 그는 증권회사계열의 벤처캐피탈리스트가 공모에 참여함으로써 주가를 지지하기 때문인 것으로 보고 있다. 따라서 우리 나라도 벤처캐피탈리스트의 명성에 따라 초기 초과수익률에 차이가 있는지 KTB와 비KTB의 초기 초과수익률로 비교 분석하였다.

<표 4> KTB와 비KTB 간의 초기 초과수익률의 비교

구 분	KTB(n = 16)			비KTB(n = 49)			a와 c의 차이 t검정	b와 d의 차이 t검정
	AR1(a)	AR2(b)	AR2-AR1	AR1(c)	AR2(d)	AR2-AR1		
초과수익률	0.1681	2.3694	2.2013	0.1741	2.8237	2.6496		
표준편차	0.2260	1.9805	1.9933	0.1983	3.2633	3.2693		
t-value	2.9762**	4.7855***	4.4173***	6.1450***	6.0570***	5.6731***	-1.680*	-2.090**

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

<표 4>는 KTB와 비KTB간의  $AR_1$ 과  $AR_2$ 의 분석 결과이다.  $AR_1$ 은 각각 16.81%, 17.41%를 보이고 있으며,  $AR_2$ 는 각각 236.94%, 282.37%를 보여 KTB 지원기업이 비 KTB 지원기업보다 할인발행이 낮은 것으로 나타났다. 그리고 이는 통계적으로 유의하였다. 따라서 명성도가 높은 벤처캐피탈리스트인 KTB가 명성도가 낮은 벤처캐피탈리스트인 비KTB보다 기업의 본질가치를 적정하게 평가한 결과 초기 초과수익률이 낮게 나타나 보증역할을 더 충실히 하고 있는 것으로 보인다.

따라서 명성도가 높은 벤처캐피탈리스트가 지원한 기업의 초기 초과수익률이 명성도가 낮은 벤처캐피탈리스트가 지원한 기업의 초기 초과수익률보다 낮을 것이라는 [가설 1]은 채택된다.

### 3) 벤처캐피탈리스트의 보유지분을 변동에 따른 초기 초과수익률의 차이 분석

Lerner(1994a)는 경험이 많고 숙련된 벤처캐피탈리스트일수록 투자기업의 자기자본 가치가 높을 때, 시장이 호황일 때 IPO를 실시하며 벤처캐피탈리스트의 업력이 높을 수록 공개시기와 지분매각의 적절한 시기를 조절하는 능력이 뛰어난을 보고하였다.

Meggison-Weiss(1991)는 공개전후 벤처캐피탈리스트의 지분에 관한 특성을 조사하였는 바, 공개 이전 지분보유율이 36.6%에서 공개 이후 26.3%로 감소하여 상당한 지분을 보유하고 있는 것으로 보고하고 있다. 이러한 상당한 지분보유는 벤처캐피탈리스트가 IPO시 지분매각으로 발생하는 직접적 이익을 포기함으로써 공모시 투자기업에 대한 신뢰를 나타내는 신호로 작용한다.

Barry-Muscarella-PeavyⅢ-Vetsuypens(1990)는 모든 벤처캐피탈리스트는 IPO이전에 34.3%의 지분율을 가지고 있었으며, IPO 이후에도 24.6%의 지분율을 유지할 뿐만 아니라 25%의 기업은 1명의 벤처캐피탈리스트가 또 다른 25%는 4명 이상의 벤처캐피탈리스트가 지분 참여를 하고 있는 것으로 보고하고 있다. 이와 같이 IPO 이후에도 상당지분을 소유하여 지속적인 관리 기능을 수행하고 있는 것이다. 한편, IPO시 벤처캐피탈리스트가 매각한 비율은 6.6%였으며, 58%는 지분을 전혀 매도하지 않았다. 그러나 벤처캐피탈리스트의 지원을 받은 기업의 주주는 5.2%의 주식을 매도한 것으로 보고하고 있다. 이는 자본시장의 정보불균형을 전문적인 능력을 지닌 벤처캐피탈리스트가 관여한다는 사실로써 투자기업의 가치를 보장하는 유인으로 작용하고 있다는 설명이다.

본 연구는 <표 5>와 같이 KTB와 비KTB의 IPO 전후 리드 벤처캐피탈리스트의 보유지분을 변동의 차이를 분석한 결과 IPO 이전 보유지분율은 각각 12.32%, 13.09%로 비KTB의 보유지분율이 높았으나 공개 후 보유지분율은 각각 6.82%, 6.31%를 나타내어 KTB가 투자한 기업의 보유지분이 높았다. IPO 후 지분감소 비율도 KTB는 44.81%였으나, 비KTB는 56.34%에 달해 비KTB의 매각정도가 KTB보다 컸음을 보여주고 있어 KTB는 IPO 이후에도 상당한 투자지분을 보유하고 있는 것으로 볼 수 있다. 이는 통계적으로 유의하였다. 따라서 명성이 높은 벤처캐피탈리스트의 보유지분은 투자기업에는 성장을 지원하고 일반투자자에게는 신뢰의 신호역할을 수행하는 것으로 볼 수 있다. 그리고 <표 4>에서 KTB와 비KTB간의 AR1과 AR2의 분석결과를 보았다. 따라서 IPO 전후 투자기업에 대한 벤처캐피탈리스트의 보유지분을 변동이 적을수록 투자기업의 초기 초과수익률은 낮을 것이라는 [가설 2]는 채택된다.

<표 5> KTB와 비KTB의 보유지분율 분석

구분		KTB(n=16)		비KTB(n=49)		a와 c의 보유지분에 대한 t검정	b와 d의 보유지분에 대한 t검정
		IPO전(a)	IPO후(b)	IPO전(c)	IPO후(d)		
평균 보유지분	지분률	0.1232	0.0682	0.1309	0.0631	-1.927**	1.512*
	표준편차	0.0458	0.0559	0.0539	0.0599		
평균 감소지분	지분률	-0.4481		-0.5634		2.012**	
	표준편차	0.4208		0.3876			

\*\* : 1%수준에서 유의함. \* : 10%수준에서 유의함.

#### 4) 공동투자자와 단독투자자의 초기 초과수익률의 차이 분석

Meggison-Weiss(1991)는 평균기관투자자의 수를 벤처캐피탈리스트 지원기업은 10.2사, 벤처캐피탈리스트 비지원기업은 5.4사로 보고하고 있다. 그리고 Barry- Muscarella-Peavy III-Vetsuypens(1990)가 조사한 433개 표본기업은 평균 3개 이상의 벤처캐피탈리스트로부터 자금을 지원받았고 투자한 벤처캐피탈리스트는 1,264개에 이르고 있다. 이러한 연합형태의 벤처캐피탈리스트는 위험을 분산시키면서 운영의 효율성을 높이는 것으로 분석하고 있다. 이들은 활동적인 투자자로서 이사회에 참여하고 대주주처럼 지분을 많이 소유하여 공개기업의 가치를 증대시키는 활동을 보이고 있다.

<표 6> 공동투자기업과 단독투자기업 간의 초과수익률의 비교

구분	공동투자기업(n=39)			공통투자기업(n=39)			a와 c의 차이 t검정	b와 d의 차이 t검정
	AR1(a)	AR2(b)	AR2-AR1	AR1(c)	AR2(d)	AR2-AR1		
초과수익률	0.1533	2.4995	2.3462	0.1993	3.0299	2.8306		
표준편차	0.1657	2.5356	2.3699	0.2502	3.5987	3.3485		
t-value	3.9472***	4.8526***	4.9276***	4.0656***	4.2916***	4.3085***	-0.892	-1.327

\*\*\* : 1%수준에서 유의함.

본 연구도 선행연구와 같이 벤처캐피탈리스트로부터 공동으로 투자받은 기업과 단독으로 투자받은 기업의 AR<sub>1</sub>과 AR<sub>2</sub>를 비교하여 보았다. 그 결과 <표 6>과 같이 AR<sub>1</sub>은 각각 15.33%, 19.93%를 보이고 있으며, AR<sub>2</sub>는 각각 249.95%, 302.99%를 보여 벤처캐피탈리스트로부터 공동으로 투자받은 기업이 벤처캐피탈리스트로부터 단독으로 투자받은 기업보다 할인발행이 낮은 것으로 나타났다. 이는 Barry-Muscarella-Peavy III-Vetsuypens(1990), Megginson-Weiss(1991)의 연구 결과와 같았다. 그러나 벤처캐피탈리스트로부터 공동으로 투자받은 기업과 단독으로 투자받은 기업의 차이는 통계적으로 유의하지는 않았다. 따라서 벤처캐피탈리스트로부터 공동투자를 받은 기업의 초기 초과수익률이 하나의 벤처캐피탈리스트로부터 단독으로 투자를 받은 기업의 초기 초과수익률에 비해 낮을 것이라는 [가설 3]은 채택하기가 어렵다.

### 5) IPO까지의 소요기간의 차이 분석

우리 나라는 벤처캐피탈리스트를 도입한 시기가 늦고 저변화가 되지 않았기 때문에 벤처캐피탈리스트의 명성자본에 대한 인식이 부족하다. 따라서 본 연구는 IPO의 실적을 기준으로 한 KTB와 비KTB 간의 벤처기업의 IPO까지의 소요기간의 차이, 즉 업력을 분석하였다.

우리 나라의 경우 이기환·임병균·최해술(1998)에 의하면 벤처캐피탈리스트가 투자한 기업들 중 한국증권거래소에 상장한 기업들의 경우 설립이후 상장 시까지의 업력이 평균 13년인 것으로 보고하고 있어 미국에 비하여 두 배에 이르고 있다.

본 연구는 KTB와 비KTB 간의 벤처기업 IPO까지의 소요기간, 즉 업력을 분석한 결과 <표 7>과 같았다. 이를 보면 비KTB가 IPO한 기업의 업력은 7.7779년으로 KTB가 IPO한 기업의 업력 9.9053년보다 2.1274년이 빨라 비KTB는 투자한 벤처기업

을 조기에 IPO하려는 조기업적과시 현상을 보이고 있다. 다시 말하면, 비KTB 지원기업은 명성도가 높은 KTB의 지원기업에 비해 IPO 시기가 빠른 것으로 나타났으며, 이는 Gompers(1996)의 연구와 일치한다.

그리고 이는 통계적으로도 유의하기 때문에 명성도가 낮은 벤처캐피탈리스트가 지원한 기업의 IPO의 시기는 명성도가 높은 벤처캐피탈리스트가 지원한 기업의 IPO의 시기에 비해 빠를 것이라는 [가설 4]는 채택된다.

<표 7> KTB와 비KTB 간의 IPO의 업력 비교

구 분	KTB(n = 16)	비KTB(n = 49)	KTB와 비KTB의 차이 t-검정
평균(연)	9.9053	7.7779	
표준편차	8.6191	5.6287	
t-value	4.8011***	5.6617***	2.297***

\*\*\* : 1%수준에서 유의함.

#### 6) 등록주선인의 시장점유율의 차이 분석

Meggison-Weiss(1991)는 기업등록시 등록주선인에게 지급하는 비용을 공모가격의 비율로 볼 때 벤처캐피탈리스트 지원기업은 7.4%, 벤처캐피탈리스트 비지원기업은 8.2%라고 보고하고 있다. 또한 그들은 기타공개비용을 공모가격의 비율로 볼 때 벤처캐피탈리스트 지원기업은 3.6%, 벤처캐피탈리스트 비지원기업은 4.3%라고 보고하고 있다. 이는 벤처캐피탈리스트가 지원한 기업의 등록주선인은 합리적인 발행가격을 산정하므로 벤처캐피탈리스트가 지원하지 않은 기업의 등록주선인보다 인수수수료를 적게 받는 것으로 보고하고 있다. 즉, 벤처캐피탈리스트가 지원하는 기업은 IPO때 명성도가 높은 등록주선인을 인수업자로 선정하여 발행가격의 할인에 따른 비용의 부담은 낮은 것이다.

<표 8>은 KTB와 비KTB 간 IPO를 실시한 등록주선인의 시장점유율을 비교 분석한 것이다. KTB가 투자한 기업에서 IPO를 실시한 등록주선인의 평균 시장점유율은 6.23%로 나타나고 있으며, 비KTB가 투자한 기업에서 IPO를 실시한 등록주선인의 평균 시장점유율은 6.92%를 나타내어 KTB가 투자한 기업에서 IPO를 실시한 등록주선인의 평균 시장점유율이 낮은 것으로 나타났다. 그러나 이는 통계적으로 유의하지 않았다. 따라서 KTB가 투자한 기업에 IPO를 실시한 등록주선인의 시장점유율이 낮은

것은 명성도가 높은 벤처캐피탈리스트가 지원하는 기업은 IPO 때 명성이 높은 등록주선인을 인수업자로 선정하고 있지는 않는 것을 보여주는 것이다.

<표 8> KTB와 비KTB 간의 등록주선인의 시장점유율 비교

구분	KTB(n = 16)	비KTB(n = 49)	KTB와 비KTB의 차이 t-검정
평균시장점유율	0.0623	0.0692	
표준편차	0.0341	0.0443	
t-value	10.769***	5.4350***	-0.480

\*\*\* : 1%수준에서 유의함.

이는 우리나라가 총액인수방식을 채택하고 있고 인수수수료도 4%정도로 비슷하며 인수기관이 시장조성의무를 이행하여야 하기 때문에 명성이 높은 등록주선인을 선정할 필요성이 낮기 때문이라고 할 수 있다. 특히, 등록주선인에 소요되는 인수수수료 등의 제반 비용이 우리나라의 경우 4%전후에서 결정되기 때문에 비용의 자율화가 되어야 명성있는 등록주선인을 선정하는 효과가 나타날 것이며, 이 때 명성도가 높은 벤처캐피탈리스트가 지원하는 기업은 IPO 때 명성도가 높은 등록주선인이 인수업자로 선정될 것이다. 따라서 명성도가 높은 벤처캐피탈리스트가 지원하는 기업은 IPO 때 명성도가 높은 등록주선인이 인수업자로 선정될 것이라는 [가설 5]는 기각된다.

### 3. 벤처캐피탈리스트의 보증역할에 대한 회귀분석

#### 1) 회귀분석 결과

벤처캐피탈리스트의 명성에 따른 초기 초과수익률, 벤처캐피탈리스트의 보유지분을 변동시의 초기 초과수익률, 벤처캐피탈리스트로부터 공동투자를 받은 기업과 단독투자를 받은 기업의 초기 초과수익률, IPO까지의 소요기간, 등록주선인이 벤처기업을 등록한 시장점유율 등을 회귀분석한 결과는 <표 9>와 같다.

&lt;표-9&gt; 회귀분석 결과

독립변수	종속 변수				
	AR <sub>2</sub>			IPO까지의 소요기간	등록주선인의 시장점유율
	VC명칭	보유지분율 변동	공동투자자와 단독투자		
REPUT	-0.387* (-2.237)			0.108 (1.478)	0.051 (1.021)
DR		1.006* (1.580)			
MKTSR	-0.850 (-0.082)			3.374*** (3.912)	
AGE	-0.072*** (-2.994)	-0.013 (-0.185)	-0.011 (-0.020)		
LEADVC		-0.399* (-1.701)	-1.419* (-1.768)	3.893** (2.846)	0.002 (0.118)
SYND			-0.916 (-1.187)		
ASSAMT	-2.673** (-2.280)	-3.840*** (-3.122)	-3.933** (-2.258)	3.455*** (2.246)	0.005* (2.082)
OCAPAMT	-0.233* (-1.832)	-1.266 (-0.670)	-0.619 (-0.972)	1.289 (0.859)	0.014 (0.712)
KOSD	4.131* (1.697)	2.934* (1.649)	5.457* (1.693)		
상수	4.864** (2.693)	3.011** (2.257)	7.993** (2.792)	9.449*** (2.444)	2.165** (2.189)
R <sup>2</sup>	0.264	0.283	0.235	0.257	0.206
AdjR <sup>2</sup>	0.249	0.269	0.211	0.233	0.194
F-value	3.018***	3.140***	2.542**	2.866**	1.869*

( )는 t-value임.

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

## 2) 회귀분석의 해석

(1) 벤처캐피탈리스트의 명성에 따른 초기 초과수익률에 대한 회귀분석의 해석

벤처캐피탈리스트의 명성에 따른 초기 초과수익률의 회귀변수 중에서 업력(AGE)과 총자산(ASSAMT), 명성있는 벤처캐피탈리스트인지의 여부(REPUT), 총자본(OCAPAMT) 등이 할인발행을 줄이는 역할을 하여 낮은 초기 초과수익률을 설명하고 있다. 즉,



KTB가 비KTB보다 초기 초과수익율이 더 낮음으로써 보증역할을 하고 있음을 나타내고 있다.

이를 변수별로 보면 업력(AGE)이 할인발행을 줄이는 데 큰 역할을 하는 것으로 나타나 Muscarella-Vetsuypens(1989)의 연구와 일치하고 있다. Muscarella-Vetsuypens(1989)은 기업의 업력과 초기 수익률간에 음(-)의 상관관계가 있음을 밝히고 있다. 이들은 시장에 공개된 정보의 양이 업력이 긴 기업이 업력이 짧은 기업보다 많기 때문에 정보의 불균형을 줄일 수 있는 것으로 설명하고 있다. 그리고 변수중 총자산(ASSAMT)의 규모가 초기 초과수익율에 영향을 많이 주는 것으로 나타났다. 이는 총자산 규모가 크면 기업규모가 커 정보가 많이 알려지므로 위험 수준을 낮출 것이기 때문이다. 따라서 초기 초과수익률에 음(-)으로 반응하고 있다.

### (2) 벤처캐피탈리스트의 보유지분을 변동에 대한 회귀분석의 해석

벤처캐피탈리스트의 보유지분을 변동에 대하여 미국의 경우 공모가 대비 수익률의 차이와 인수업자의 명성도(Megginson-Weiss, 1991), 인수업자의 경험(Lerner, 1994a) 등의 변수가 사용된다. 그러나 우리 나라에서는 IPO전후 리드 벤처캐피탈리스트의 보유지분을 변동과 관련한 등록주선인의 자료가 충분하지 않기 때문에 IPO전후 리드 벤처캐피탈리스트의 보유지분율이 5%이하는 0, 리드 벤처캐피탈리스트의 보유지분율이 5%이상은 1로 하는 더미변수를 적용하였다.

명성에 따른 보유지분율에 대한 회귀변수 중 총자산(ASSAMT), 청약경쟁률(DR), 리드 벤처캐피탈리스트의 보유지분율의 변동(LEADVC) 등이 설명력이 있는 것으로 나타났다. 총자산(ASSAMT)은 기업의 규모를 나타내고 이는 일반투자자가 투자사 결정을 하는 신호의 역할을 하므로 보유지분율 변동에 영향을 주기 때문에 강한 음(-)의 값을 보여주고 있다. 즉, 명성이 높은 벤처캐피탈리스트보다 명성이 낮은 벤처캐피탈리스트의 보유지분율의 변동이 크다는 설명이다.

### (3) 공동투자자와 단독투자의 초기 초과수익률에 대한 회귀분석의 해석

둘 이상의 공동투자는 1, 단독투자는 0으로 하는 더미변수를 사용하여 벤처캐피탈리스트의 수가 둘 이상인 공동투자 기업이 단독투자 기업보다 IPO의 가격을 시장가격에 보다 근접하게 결정할 수 있고 할인발행을 줄일 수 있는 변수가 무엇인지 알아보았다. 그 결과 2개 이상의 벤처캐피탈리스트로부터 공동투자를 받은 기업의 초기 초과수익률이 하나의 벤처캐피탈리스트로부터 단독으로 투자를 받은 기업의 초기초과수익률에 비해 낮을 것이라는 기대를 충족시키는 변수는 총자산(ASSAMT), 리드 벤

벤처캐피탈리스트의 보유지분율의 변동(LEADVC), 공동투자인지 단독투자인지의 여부(SYND) 등이 초기 초과수익률에 음(-)으로 반응하고 있다. 그러나 5% 수준에서 유의한 총자산(ASSAMT) 한 변수만으로는 공동투자가 단독투자보다 초기 초과수익률에 음(-)의 영향을 준다는 설명을 하기에는 불충분하다고 판단된다. 특히 공동투자인지 단독투자인지의 여부 변수(SYND)의 회귀계수는 기대하는 부호를 보이고 있으나 유의하지 않아, 공동투자가 초기초과수익률 수준에 미치는 영향을 명확히 밝히지는 못하고 있다.

#### (4) IPO까지의 소요기간에 대한 회귀분석의 해석

Gompers(1996)는 벤처캐피탈리스트의 명성을 나타내는 지표로 업력변수를 사용하였다. 그는 업력이 높은 벤처캐피탈리스트는 투자기업의 수익이 극대화되기 이전까지는 조기 IPO를 실시하지 않는 것으로 보고하고 있다. 즉, 업력이 높은 벤처캐피탈리스트는 성과를 위해 IPO를 실시하지만 반대로 업력이 낮은 벤처캐피탈리스트는 추가적 자금조성과 일반투자자나 기관투자자들을 유인하기 위한 방안으로 조기에 IPO를 실시한다는 것이다. 즉, 조기업적과시현상을 보이는 것이다.

본 연구는 시장점유율(MKTSR), 총자산(ASSAMT), 리드 벤처캐피탈리스트의 보유지분율의 변동(LEADVC), 명성있는 벤처캐피탈리스트인지의 여부(RPPUT) 등이 IPO까지의 소요기간을 길게 나타내는 변수임을 밝혔다. 특히 시장점유율(MKTSR)과 총자산(ASSAMT)이 IPO까지의 소요기간을 설명하는 대표적인 변수가 되었다. 즉, 리드 벤처캐피탈리스트가 지분을 팔지 않고 계속 보유하면서 지원하는 벤처기업의 업력은 높으므로 조기업적과시를 필요로 하지 않는 숙련된 벤처캐피탈리스트임을 알 수 있다.

#### (5) 등록주선인의 시장점유율에 대한 회귀분석의 해석

본 연구는 명성이 높은 벤처캐피탈리스트가 지원하는 기업은 IPO 때 명성이 높은 등록주선인을 선정할 것이고, 명성이 낮은 벤처캐피탈리스트가 지원하는 기업은 IPO 때 명성이 낮은 등록주선인을 인수업자로 선정할 것이라는 변수 즉, 등록주선인의 시장점유율을 설명하는 변수가 무엇인지 찾아 본 결과 명성있는 벤처캐피탈리스트인지의 여부(REPUT), 총자산(ASSAMT) 등이 있음을 밝혔다. 그러나 이 변수의 유의수준이 낮아서 설명력이 떨어지고 있다. 사실 등록주선인이 내부정보를 미리 알고 있기 때문에 외부의 투자자가 필요로 하는 정보에 영향을 준 것으로 판단되지만 우리나라는 총액인수방식을 채택하고 있기 때문에 명성이 높은 벤처캐피탈리스트가 명성이 높은 등록주선인을 선정하는 지에 대한 설명력은 낮다고 판단된다.

## IV. 결 론

최초공모주의 적정한 발행가격을 유도하는 벤처캐피탈리스트의 제3자의 보증역할은 시장의 활성화에 중요하다. 본 연구는 1999년 1월부터 2000년 12월까지 등록된 벤처기업과 비벤처기업의 130개 회사를 대상으로 우리 나라 코스닥증권의 IPO시장에서 벤처캐피탈리스트의 역할을 실증분석하고 있다. 특히 우리는 코스닥증권시장에 대한 기존의 연구와는 달리 벤처캐피탈리스트의 조기업적과시현상을 분석하고 있다. 우리의 주요 분석 결과는 다음과 같다.

첫째, 벤처기업과 비벤처기업의 초기 초과수익률의 차이분석에서, 벤처기업은 AR1에서 할인발행의 정도가 적어 Megginson-Weiss(1991)의 결과와 유사한 것으로 나타났지만, AR2에서 발행가격 결정시 고려하지 못하는 비계수적 환경요인 등 미래기대 수익에 대한 일반투자자의 평가가 호의적으로 나타나 발행회사 입장에서는 할인발행의 정도가 큰 것으로 나타났다. 이는 이기환·임병균·최해술(1998), 장상수·길재욱(2000) 등의 연구와 유사한 결과를 보이고 있다.

둘째, 벤처캐피탈리스트의 명성에 따라 초기 초과수익률에 차이가 있었다. 즉, KTB 지원기업의 초기 초과수익률이 낮았다. 특히 업력과 총자산의 규모가 할인발행을 줄이는 역할을 하는 것으로 나타났다. 업력은 Muscarella-Vetsuypens(1989)의 연구와 일치하고 있다.

셋째, 벤처캐피탈리스트의 보유지분을 변동에 대한 차이는 IPO전 평균보유지분율은 비KTB가 높았으나 공개 후 평균보유지분율은 KTB가 높았다. 이 때 보유지분을 변동이 적은 KTB지원기업의 초기 초과수익률이 낮았다.

넷째, 2개 이상의 벤처캐피탈리스트로부터 공동으로 투자받은 벤처기업의 초기 초과수익률이 하나의 벤처캐피탈로부터 단독으로 투자받은 벤처기업의 초기 초과수익률 보다 낮았다. 이는 Barry-Muscarella-PeavyIII-Vetsuypens(1990), Megginson-Weiss(1991)의 연구 결과와 유사하였다. 그러나 통계적 유의성은 없었다.

다섯째, IPO까지의 소요기간에 차이가 있는지에 대한 분석에서 비KTB지원기업이 보다 빨리 공개되고 있어 조기업적과시현상을 보였다. 이는 Gompers(1996)의 연구와 일치한다.

여섯째, 등록주선인의 시장점유율에 차이가 있는지를 분석한 결과, KTB가 투자한 기업의 등록주선인의 평균시장점유율이 낮았다. 그러나 통계적 유의성은 없었다.

## 참 고 문 헌

- 남명수, “모험자본이 지원한 기업의 성과분석”, 『기술과 벤처』, 1993, 27-38.
- 이기환, 임병균과 최해술, “벤처기업 IPO의 장·단기 성과와 벤처캐피탈리스트의 역할”, 『증권·금융연구』, 제4권 제1호, 서울대학교 경영대학 증권·금융연구소, 1998, 7, 49-80.
- 장상수와 길재욱, “벤처기업의 장외등록과 벤처캐피탈의 보증역할에 관한 연구”, 『재무관리연구』, 제17권 제1호, 한국재무관리학회, 2000, 111-136.
- Barry, Christopher B., Muscarella, Chris J., Peavy III, John W., and Vetsuypens, Michael R., “The Role of Venture Capital in the Creation of Public Companies : Evidence from the Going-Public Process,” *Journal of Financial Economics*, Vol.27, 1990, 447-471.
- Beatty, R. P., “Auditor Reputation and the Pricing of Initial Public Offerings,” *Accounting Review*, Vol.64, No.4, 1989, 693-709.
- Brav, Alon and Gompers, Paul A., “Myth or Reality? The Long-Run Underperformance of Initial Public Offerings : Evidence from Venture Nonventure Capital-Backed Companies,” *Journal of Finance*, Vol.52, No.5, 1997, 1791-1821.
- Carter, Richard, “Underwriter Reputation and Initial Public Offerings,” *Working Paper*, Iowa State University, 1990.
- Carter, Richard and Manaster, Steven, “Initial Public Offerings and Underwriter Reputation,” *Journal of Finance*, Vol.45, No.4, 1990, 1045-1068.
- Gompers, Paul A., “Optimal Investment, Monitoring, and the Staging of Venture Capital,” *Journal of Finance*, Vol.50, No.5, 1995, 1461-1489.
- Gompers, Paul A., “Grandstanding in the Venture Capital Industry,” *Journal of Financial Economics*, Vol.42, 1996, 133-156.
- Gompers, Paul A. and Lerner, Josh, “The Venture Capital Revolution,” *Journal of Economic Perspectives*, Vol.15(2), Spring, 2001a, 145-168.
- Gompers, Paul A. and Lerner, Josh, “The Many of Invention,” *Harvard Business School Press*, 2001b.
- Gompers, Paul A. and Lerner, Josh, “An Analysis of Compensation in the U. S. Venture Capital Partnership,” *Journal of Financial Economics*, Vol.51, 1999, 3-44.

- Gompers, Paul A. and Lerner, Josh, "Venture Capital Distributions: Short-Run and Long-Run Reactions," *Journal of Finance*, Vol.53, 1998, 2161-2183.
- Gompers, Paul A. and Lerner, Josh, "Risk and Reward in Private Equity Investments : The Challenge of Performance Assessment," *Journal of Private Equity*, Winter, 1, 1997, 5-12.
- Gompers, Paul A. and Lerner, Josh, "The Use of Covenants: An Analysis of Venture Partnership Agreements," *Journal of Law and Economics*, Vol.39, 1996, 463-498.
- Hamato, Yasushi, Packer, Frank, Ritter, Jay R., "Institutional Affiliation and the Role of Venture Capital: Evidence from Initial Public Offerings in Japan," *Federal Reserve Bank of New York*, 1998.
- Johnson, James and Miller, Robert, "Investment Banker Prestige and the Underpricing of Initial Public Offerings," *Financial Management*, Vol.17, 1988, 19-29.
- Lerner, Joshua, "The Syndication of Venture Capital Investments," *Financial Management*, Vol.23, No.3, 1994(a), 16-27.
- Lerner, Joshua, "Venture Capitalists and the Decision to Go Public," *Journal of Financial Economics*, Vol.35, 1994(b), 293-316.
- Lerner, Joshua, "Venture Capitalists and the Oversight of Privately-held Firms," *Journal of Finance*, Vol.50, 1995, 301-318.
- Lerner, Joshua, *Venture Capital and Private Equity a Casebook*, John Wiley and Sons, Inc., 2000.
- Meggison, William L. and Weiss, Kathleen A., "Venture Capitalist Certification in Initial Public Offerings," *Journal of Finance*, Vol.46, No.3, 1991, 879-903.
- Muscarella, Chris J. and Vetsuypens, Michael R., "The Underpricing of 'Second' Initial Public Offerings," *Journal of Financial Research*, 1989, 183-202.
- Packer, Frank, "Venture Capital, Bank shareholding, and the Certification of Initial Public Offerings: Evidence from the OTC Market in Japan," *Research Paper # 9401*, Federal Reserve Bank of New York, 1994.
- Ritter, Jay R., "The Cost of Going Public," *Journal of Financial Economics*, Vol.19, 1987, 269-281.