

벤처캐피탈 유형과 기업 성과 관계 연구: 독립형벤처캐피탈과 기업형벤처캐피탈 비교연구

(A Study of Grandstanding According to the Types of Venture Capital in Korea)

임 은 천^{1)*}, 김 도 현²⁾
(Lim Euncheon and Kim Dohyeon)

요 약 본 연구는 자원기반 관점(Resource Based View)과 신호이론(Signaling Theory)을 기반으로 벤처캐피탈 유형에 따라 IPO소요기간에 미치는 영향에 대해 분석한다. 벤처캐피탈은 그 유형에 따라 투자기업에 대한 관심의 방향, 투자 동기, 제공하는 자원이 상이하다. 독립형 벤처캐피탈(Independent Venture Capital)은 주로 재무부분에 집중되어 있으나 기업형 벤처캐피탈(Corporate Venture Capital)은 일반적으로 전략적(Strategic) 목적이 강하다. 본 연구의 결과는 기업형 벤처캐피탈 투자기업과 독립형 벤처캐피탈 투자기업의 IPO소요기간이 차별적임을 나타낸다. 기업형 벤처캐피탈 투자기업의 IPO소요기간에 비해 독립형 벤처캐피탈 투자기업의 IPO소요기간이 더 짧다는 사실을 나타낸다. 또한 본 연구는 기업이 각자의 상황에 맞는 벤처캐피탈을 선택하여 경쟁우위를 확보하는 것이 필요하다는 시사점을 제공한다. 본 연구는 2010년부터 2016년까지 코스닥시장에 신규 상장된 기업을 대상으로 벤처캐피탈의 유형과 투자기업 IPO소요기간의 영향을 분석한다.

핵심주제어 : 기업형 벤처캐피탈, IPO, 자원기반관점

Abstract In this study, we argue from the Resource-Based View and Signaling Theory that Independent and Corporate VC firms have Different Impacts on time to IPO due to their Different Interests, Motivations, and Resources. Independent VC firms are primarily Financial Oriented, but Corporate VC firms generally are Strategic in Orientation. The results of this study indicate that the time to IPO is differentiated between Corporate VC firms and Independent VC firms. The results show that Independent VC firms have shorter the time to IPO compared to the time to IPO of Corporate VC firms. In addition, this study suggests that it is necessary for firms to select a venture capital that suits their situation and secure a competitive advantage. Using a sample of 300 IPOs from 2010 to 2016, we found Support for the Hypotheses that Independent VC and Corporate VC Ownership are Positively Associated with Time to IPO, whereas Time to IPO of Corporate VC Ownership is Longer than that of Independent VC Ownership.

Key Words : Corporate Venture Capital, Independent Venture Capital, IPO, RBV

* Corresponding Author : pineec@kookmin.ac.kr

Manuscript received August 31, 2017 / revised October
20, 2017 / accepted November 15, 2017

1) 국민대학교 대학원 경영학과, 제1저자

2) 국민대학교 경영학부, 제2저자

1. 서 론

창업 초기 벤처기업의 성장을 위해 벤처캐피탈(Venture Capital)의 역할이 중요하다는 사실은 앙트러프러너십 뿐 아니라 경영학 전반에 걸쳐 연구자들이 인정하고 있다. 벤처캐피탈은 성공적인 투자 회수를 위해 투자기업에게 자금 지원 이외에도 다양한 경영활동을 지원 한다[1]. 벤처캐피탈이 투자 자본을 회수하는 가장 좋은 방법은 투자기업이 IPO(Initial Public offering)에 성공하는 것이다[2,3]. 피투자기업에게는 IPO가 지속 성장을 위한 추가 자금조달의 유용한 방편이 된다. 하지만 IPO로 공개시장에 진입하는 기업은 투자자 유형에 따라 IPO시기가 달라질 수도 있다. 벤처캐피탈 유형에 따라 투자기업과의 협력 방법이 다를 수 있으며, 벤처기업은 IPO를 진행할 때 투자한 벤처캐피탈과 긴밀히 협의한다. 벤처기업은 지속 성장 가능한 동력을 확보하기 위해 적합한 IPO 시점을 선택하는 것이 필요하다.

여러 연구자들이 벤처캐피탈 투자자가 조기 기업 공개를 촉진한다는 결과를 밝혀냈다. 주로 대부분의 연구들은 벤처캐피탈이 투자한 기업이 투자하지 않은 기업보다 더 빨리 IPO에 성공한다는 점에 주목했다[4-6]. 하지만 벤처캐피탈 유형에 따라 IPO소요기간이 차이가 날 수 있다는 사실에는 주목하지 못한 것이 사실이다. 벤처캐피탈 유형에 따라 서로 다른 자원(Resources)을 가지고 있고, 투자 동기(Motivations)도 다르다. 그렇기 때문에 서로 다른 유형의 벤처캐피탈이 투자기업의 IPO에 동일한 영향을 미친다는 가정은 적절하지 않다. 벤처캐피탈의 유형에 따른 투자기업의 성과 차이에 대한 궁금증이 여전히 남아 있는 이유이다. 기업 경영자는 향후 성장 전략에 따라 적합한 유형의 벤처캐피탈을 선택함으로써 경쟁우위를 확보하는 것이 필요하다. 본 연구는 벤처캐피탈을 대표적으로 구분하는 기준인 독립형 벤처캐피탈(Independent Venture Capital)과 기업형 벤처캐피탈(Corporate Venture Capital)을 비교함으로써 이러한 궁금증을 해결하고자 한다[7]. 또한 전세계적으로 각국의 정부가 벤처기업의 활성화를 위해 벤처캐피탈 시장에 적극적으로 개입하고 있으며 정부의 역할 또한 중요한 분석 대상

이 되고 있다. 본 연구의 경우 정부가 대주주인 공공벤처캐피탈(Government Venture Capital)의 역할을 하는 산업은행과 기업은행을 국책은행으로 구분하여 분석하였다. 한편 재무적 자본과 달리 경제주체들 간의 신뢰와 지원관계에 의해 형성되는 자산인 사회적 자본이 조직 성과에 미치는 영향에 대한 연구도 진행되고 있다[8].

본 연구에서는 벤처캐피탈 유형과 IPO소요기간과의 관계를 이해하기 위해 자원기반관점(Resource Based View)과 신호이론(Signaling Theory)을 살펴본다. 자원기반관점을 기반으로 독립형 벤처캐피탈과 기업형 벤처캐피탈은 각각 서로 다른 자원을 보유하고 있다는 점을 주의 깊게 살펴본다[9-10].

본 연구에서는 독립형 벤처캐피탈, 기업형 벤처캐피탈 그리고 국책은행이 벤처기업의 IPO에 미치는 영향을 분석하기 위해 2010년부터 2016년까지 코스닥시장(KOSDAQ)에 신규 상장된 기업을 대상으로 선정했다. 300개 표본 기업을 통해 독립형 벤처캐피탈과 기업형 벤처캐피탈이 벤처기업의 IPO소요기간에 미치는 차별적 영향을 비교 분석하였다. 이러한 분석을 통해 독립형 벤처캐피탈과 기업형 벤처캐피탈이 벤처기업의 성과에 기여할 수 있는 각각의 다른 방식을 찾고자 한다. 장기적으로는 한국 벤처기업의 활성화를 위해 벤처기업별로 벤처캐피탈 유형과의 적합성을 찾는데 기여하고자 한다.

본 연구의 구성은 독립형 벤처캐피탈과 기업형 벤처캐피탈을 중심으로 한 기존 연구의 고찰과 본 연구의 관점을 제시하고 가설을 설정한다. 다음으로 연구방법론과 실증 분석 결과를 제시한 후 연구 결과 및 의의를 제시한다.

2. 연구의 배경

2.1 벤처캐피탈의 역할

벤처캐피탈은 기술력과 성장 잠재력은 높으나 경영기반이 취약한 기업에 주로 투자한다. 특히 창업 초기단계의 벤처기업에게 자금지원 및 경영 지원을 하고, 투자기업의 가치를 높인 후에

M&A나 IPO를 통해 투자 자본을 회수한다. 벤처캐피탈은 자금 투자 이외에도 전략적 제휴 지원, 네트워킹, 경영컨설팅 등 사업기반이 부족한 초기기업에게 중요한 역할을 수행한다. 벤처캐피탈의 투자는 주로 엔젤투자자(Angel Investor)에 의한 최초 투자(Seed Funding)이후 발생하며, 기업 성장 단계에 따라 1차투자(Series A), 2차투자(Series B), 3차투자(Series C)로 이어지게 된다. 벤처캐피탈의 투자는 창업 초기 단계 투자부터 회수까지 긴 기간이 소요되므로 투자기업의 의미 있는 지분을 확보하고 투자기업의 사외이사로 선임되어 기업 의사결정에도 참여한다.

벤처캐피탈은 벤처기업의 자금 및 성장 지원뿐만 아니라 국가 경제에 활력을 불어 넣는 다양한 역할을 한다. 첫째 자본시장에서 자금을 조달하기 어려운 창업초기 기업에 대한 자금 지원을 한다. 자금지원은 창업초기단계의 기업부터 기업 성장 단계별로 지속적으로 투자자본의 회수시까지 이루어진다. 창업 초기기업은 성장에 따라 더 많은 자금을 필요로 하게 되고 벤처캐피탈은 단독 또는 공동(Syndication)의 방법으로 후속투자를 한다. 둘째 벤처기업은 주로 연구개발에는 특화되어 있으나 마케팅, 재무 등 경영전반에 대한 관리역량이 부족한 게 현실인데, 벤처캐피탈은 자금지원 이외에도 투자기업이 부족하고 필요로 하는 경영 활동을 지원한다. 이는 다양한 지원 활동을 통해 기업의 가치를 높여 벤처캐피탈도 더 성공적인 회수를 할 수 있게 하기 때문이다[1]. 셋째 벤처캐피탈은 투자기업이 기업공개(IPO)를 할 수 있도록 지원해준다. 벤처캐피탈이 투자자본을 회수하기 위해 조기 기업공개 또는 조기 M&A를 재촉하기도 하지만 벤처기업에게도 한 단계 더 성장할 수 있는 계기를 만들어 줄 수 있다. 또한 벤처캐피탈의 투자는 창업을 활성화 시키고 신규 일자리 창출에도 기여하며 성장동력의 발굴에 중요한 역할을 한다. 벤처캐피탈의 투자는 경제와 산업 전반에 활력을 불어넣음으로써 나아가 국가 경제 성장에 기여한다.

한국의 벤처캐피탈 시장은 1986년 중소기업창업지원법과 신기술사업금융지원에 관한 법률의 제정으로 본격 시작되었다. 1986년 12개의 민간 벤처캐피탈로 시작하였으나 점차 확대되었으며

초기에는 자기자본 위주의 투자를 진행하였으나 점차 미국식 투자조합 결성을 통한 투자로 발전되었다. 여기에 정부 소유의 KDB산업은행과 IBK기업은행도 벤처기업에 대한 직접투자와 벤처투자펀드에 출자하면서 지속적으로 투자규모를 확대하고 있다. 이들 국책은행은 산업에 필요한 자금을 선도적으로 공급하면서 경제성장에 기여해 왔으며 벤처기업 투자에 적극적으로 나섬으로써 벤처캐피탈의 역할을 하고 있다. 하지만 정부 소유의 국책은행으로서 공공의 성격을 가지고 있기 때문에 벤처캐피탈과는 다른 투자행태를 보이기도 한다.

2.2 IPO소요기간과 신호이론

신호이론(Signaling Theory)에 따르면 정보비대칭(Information Asymmetry)을 줄일 수 있는 좋은 신호로 제3자 보증(Certification)과 기업의 내적 성과 지표를 들 수 있다. 첫째, 벤처캐피탈이 투자한 기업은 투자하지 않은 기업에 비해 IPO시 보증역할을 수행하여 정보비대칭을 줄인다고 나타났다[11]. Megginson and Weiss[11]는 벤처캐피탈 투자기업이 보증효과로 인해 벤처캐피탈 비투자기업보다 더 명성 있는 인수기관과 회계 감사인을 선임할 기회를 갖게 되고, 기관투자자의 참여도 더 적극적으로 이끌어낸다고 주장하였다. Lerner[12]는 벤처캐피탈의 투자를 받은 생명공학기업을 대상으로 IPO시의 초과수익률을 분석하였는데 Megginson and Weiss[11]의 연구와 같이 벤처캐피탈의 명성도가 높을수록 명성도가 높은 인수기관과 회계 감사인을 선임한다는 사실을 밝힘으로써 벤처캐피탈의 보증역할을 증명하였다. 벤처캐피탈의 제3자 보증역할에 대한 국내 연구에서도 1999년부터 2000년까지 코스닥 시장에 상장한 기업을 분석한 결과를 보면 벤처캐피탈 투자기업이 할인발행의 정도가 적은 것으로 나타났다[6].

둘째, 기업의 크기와 연령, 보유한 특허 개수 등과 같은 기업의 내적 성과 지표들을 통해 잠재적 투자자들은 그 기업의 가치와 역량을 확인할 수 있다. 즉 기업의 내적 성과 지표들이 신호 역할을 하는 것이다[13-14]. 하지만 신호이론이

IPO기업의 성장 잠재력과 그것을 알 수 있는 신호에 대한 직접적인 관계를 명확히 설명하기가 어렵기 때문에 신호이론이 적합한 설명방법이라는 주장에 대한 반론도 있다[14].

2.3 벤처캐피탈 투자와 IPO소요기간

Gompers[5]는 벤처캐피탈이 자신들의 성공적인 투자실적을 보여줌으로써 펀드에 새로운 투자자금을 모집하기 위해 빠른 속도로 IPO에 진입시킨다고 하였으며, 이를 조기업적과시현상(Grandstanding)이라고 하였다. 그는 10년간 IPO를 진행한 기업 433개를 분석한 결과를 통해 업력이 짧고 명성도가 낮은 벤처캐피탈일수록 IPO소요기간이 짧다는 사실을 밝혀냈다. 이는 투자기업이 빠르게 IPO를 추진함으로써 벤처캐피탈은 투자자금을 회수하고 신속하게 새로운 투자조합을 결성하게 된다는 점을 나타낸다. Megginson and Weiss[11]도 벤처캐피탈 투자기업과 비투자기업을 각각 320개를 비교하였는데 벤처캐피탈 투자기업의 IPO소요기간이 더 짧게 나타난다고 보고하고 있다. 국내 연구에서도 벤처캐피탈 투자기업의 IPO소요기간이 비투자기업보다 짧게 나타나 조기업적과시현상을 나타내고 있다[15-16]. 대부분의 벤처캐피탈 펀드는 조합(Limited Partnership) 형태로 구성되어 있으며 벤처캐피탈은 정해진 조합의 운영기간 내에 투자자산을 유동화하고 분배해야 한다. 벤처캐피탈은 다른 투자기관에 비해 장기 투자 성향을 갖고 있다고 알려져 있으나 본질적으로 빠르고 성공적인 회수를 지향한다[17]. 벤처캐피탈은 정해진 기간 안에 조합 투자자(Limited Partner)에게 재무적 수익을 줄 수 있어야 한다[18]. 빠르고 성공적인 회수를 위해 벤처캐피탈은 IPO소요기간이 짧아지길 원한다. 또한 벤처캐피탈은 과거의 펀드 성과가 새로운 펀드의 자금 조달에 영향을 주기 때문에 투자기업의 조기 IPO를 선호한다. 미국의 벤처캐피탈 역시 투자 포트폴리오에 대해 조기에 회수하고자 하는 경향이 있으며 그 방법으로는 주로 IPO를 선호한다고 밝혔다[2].

일반적으로 은행은 대출위주의 영업을 하기 때문에 벤처기업과 같이 위험을 부담하고 투자해야

하는 경우를 기피하므로 벤처기업에게는 부적합한 상대로 인식되고 있다[20]. 하지만 실제로 많은 은행들이 벤처기업의 투자에 적극적으로 나서고 있다. 해외 공공벤처캐피탈(Public Venture Capital)의 역할을 국내에서는 KDB산업은행과 IBK기업은행이 일정부분 수행하고 있다. 국내에서 KDB산업은행과 IBK기업은행과 같은 국책은행은 민간의 벤처캐피탈과 함께 벤처기업 투자를 하고 있다. 은행과 벤처캐피탈의 성격을 함께 갖고 있는 국책은행들의 투자기업 성과도 분석할 부분이다. 국내에서는 한국부품소재기술개발사업 선정기업을 대상으로 국책은행과 민간벤처캐피탈의 공동투자 성과를 연구하기도 하였다[20].

본 연구에서는 벤처캐피탈을 독립형 벤처캐피탈, 기업형 벤처캐피탈, 국책은행으로 나누어 벤처캐피탈의 투자가 투자기업의 IPO소요기간에 미치는 영향을 분석하기 위해 다음과 같은 가설을 설정한다.

가설 1. 벤처캐피탈 투자기업이 IPO시, 국책은행비중이 높을수록 IPO소요기간이 길어질 것이다.

가설 2. 벤처캐피탈 투자기업이 IPO시, 독립형 벤처캐피탈 비중이 높을수록 IPO소요기간이 짧아질 것이다.

가설 3. 벤처캐피탈 투자기업이 IPO시, 기업형 벤처캐피탈 비중이 높을수록 IPO소요기간이 짧아질 것이다.

2.4 독립형 벤처캐피탈과 기업형 벤처캐피탈

벤처캐피탈 시장에서 주요한 특징 중의 하나는 독립형 벤처캐피탈과 기업형 벤처캐피탈의 차이이다[21]. 벤처캐피탈 시장에서 기업형 벤처캐피탈이 중요한 요인으로 등장했으며 ‘전통적(traditional)’, 또는 독립형 벤처캐피탈과 다르게 나타나는 차별적 전략이 이슈화 되고 있다[7,22].

기업형 벤처캐피탈(Corporate Venture Capital)은 재무적 동기가 우선적인 독립형 벤처캐피탈(Independent Venture Capital)과는 다르게 전략적 동기가 강한 투자를 한다. 기업형 벤처캐피탈

은 모기업으로 하여금 투자기업과의 전략적 관계를 통해 재무적 이익 외에도 새로운 사업 기회를 창출하고 빠르게 변화하는 기술 환경에 대응할 수 있는 전략적 이익을 추구한다[23]. 일반적으로 기업형 벤처캐피탈은 모기업의 사업을 성장시키도록 돕는 전략적 임무를 갖고 있다[24]. 모기업의 전략적 변화를 용이하게 해주며 새로운 사업 네트워크를 활용할 기회를 갖게 한다. 뿐만 아니라 기업형 벤처캐피탈은 모기업의 장기적인 전략과 관계있는 벤처기업에 투자함으로써 향후 수반될 수 있는 M&A비용을 줄일 수 있고 연구개발 비용도 절감할 수 있다[24].

자원기반관점(Resource Based View)은 가치 있고(valuable), 희귀하며(rare), 모방하기엔 비용이 매우 큰(costly to imitate), 그리고 대체할 수 없는(non-substitutable)('VRIN') 기업의 자원이 지속 가능한 기업의 경쟁 우위의 원천이 된다고 주장한다[9]. 기업형 벤처캐피탈과 독립형 벤처캐피탈은 각자 보유하고 있는 자원(Resources)이 다르다. 기업형 벤처캐피탈은 모기업의 영향으로 독립형 벤처캐피탈에게서는 활용할 수 없는 독특한 자원을 갖고 있다. 독립형 벤처캐피탈은 특히 창업 초기기업이 기반을 다지는데 필요한 지원을 하고 기업형 벤처캐피탈은 장기적인 발전과 사업적 성과에 더 필요한 지원을 한다. Maula et al.[7]은 독립형 벤처캐피탈은 '기업육성(Enterprise Nurturing)'을 잘하고, 기업형 벤처캐피탈은 '사업구축(Commerce Building)'을 잘한다고 주장했다. 다시 말해 독립형 벤처캐피탈은 자금 조달과 핵심 인력 채용을 도와주며 시장 경쟁에 대한 조언과 초기 단계의 기업이 성장하도록 조직의 자원을 개발하는데 도움을 준다. 이와 달리 기업형 벤처캐피탈은 새로운 사업이 안착하고 성공할 수 있도록 직접적인 사업 관계를 맺도록 도와준다. 특히 기업형 벤처캐피탈은 기업 연구소, 공급자에 대한 협상력 강화, 그리고 유통 네트워크 활용과 같은 기업의 자원을 활용할 수 있는 독특한 서비스를 제공한다[22,24]. 독립형 벤처캐피탈 투자기업에 비해 기업형 벤처캐피탈 투자기업이 IPO에 성공할 확률이 더 크게 나타날 수 있다는 주장도 있다P. Gompers and Lerner[22]. 하지만 IPO에 성공한 기업을 대상으로 비교하면 기업형

벤처캐피탈 투자기업이 더 긴 기간 동안 투자기업의 사업에 효과적으로 영향을 미칠 수 있다. 또한 자원 기반 관점에서 출발한 동적 역량이 기업의 경영성과에 미치는 영향에 대한 연구도 진행된 바 있다[25]. 결국 독립형 벤처캐피탈과 기업형 벤처캐피탈은 전략에 있어서 본질적인 성격에 차이가 있음을 알 수 있다. 이는 각각의 벤처캐피탈 유형에 따른 투자 전략이 투자기업의 IPO소요기간에 차별적인 영향을 줄 수 있음을 암시한다.

이러한 논의를 바탕으로 본 연구에서는 IPO소요기간의 관점에서 독립형 벤처캐피탈과 기업형 벤처캐피탈의 상대적 영향의 크기를 비교하기 위해 다음과 같은 가설을 설정한다.

가설 4. 벤처캐피탈 투자기업이 IPO시, 독립형 벤처캐피탈 비중이 기업형 벤처캐피탈 비중보다 IPO소요기간에 더 크게 영향을 미칠 것이다.

3. 연구 방법

3.1 연구 표본

본 연구의 분석에 사용된 대상 표본은 2010년부터 2016년까지 코스닥(KOSDAQ)에 신규 상장한 기업으로 삼았다. 7년간 신규 상장한 국내 기업은 총408개사이다. 그 중에서 대기업 계열 4개사와 기업인수목적회사(SPAC) 104개사 등을 제외한 총 300개의 기업을 그 대상으로 하였다.

본 연구는 표본기업 300개사 각각의 코스닥 상장 직전연도와 상장연도를 중심으로 분석하였으며 분석에 쓰인 상장기업 공모자료, 재무제표, 벤처캐피탈 투자관련 자료 등은 한국거래소(KRX) 및 금융감독원 전자공시시스템(DART)에서 얻었다. 투자관련 자료는 주로 전자공시시스템의 감사보고서와 상장지점의 투자설명서, 그리고 증권발행 실적보고서와 증권신고서 등을 참조하였고 벤처캐피탈로 분류된 투자처는 창업투자회사, 신기술금융회사, 유한회사형 투자회사(LLC)를 비롯해서 벤처캐피탈과 같은 투자활동을 하는 산업은행과 기업은행도 벤처캐피탈의 투자로 분류하였다.

3.2 변수의 정의 및 측정

3.2.1 종속변수

종속변수로는 IPO소요기간을 측정하였으며, 이는 기업의 설립일로부터 IPO일까지의 연수로 측정하였다.

3.2.2 독립변수

독립변수로는 독립형 벤처캐피탈비중, 기업형 벤처캐피탈비중, 국책은행비중으로 나누어 측정하였다. 투자기업의 주주구성에서 독립형 벤처캐피탈, 기업형 벤처캐피탈, 국책은행 각각의 지분을 총 벤처캐피탈 지분으로 나누어 그 비중을 구

하여 분석하였다. 기업형 벤처캐피탈은 대주주가 코스피(KOSPI) 소속 기업인 경우로 구분하였고 국책은행은 산업은행과 기업은행을 대상으로 분석하였다.

3.2.3 통제변수

통제변수로는 먼저 기업의 IPO에 대한 효과를 통제하기 위해 로그값을 취한 기업의 총자산을 측정하였다. 기업의 성과와 유동성의 효과를 통제하기 위해 총자산이익율과 유동비율을 통제하였다. IPO 성과분석에서 중요한 연도효과를 통제하기 위해 연도 더미(2010년부터 2016년)를 포함하였다.

Table 1 Descriptive Statistics

	Mean	Std. Dev	Min	Max
Time to IPO	13.247863	7.4948707	2.2137	52.4795
Operational Profit	0.14879	0.200444	-2.1338	0.7944
Current Ratio	2.835493	3.413263	0.2412	33.9839
Firm Size(asset, log)	10.5401	0.77873	8.26	12.84
Percentage of IVC	0.348997	0.427961	0	1
Percentage of CVC	0.086445	0.236131	0	1
Percentage of Bank	0.134558	0.284064	0	1

N=300.

Table 2 Correlations

		1	2	3	4	5	6
1	Time to IPO						
2	Operational Profit	-0.105					
3	Current Ratio	-0.07	0.044				
4	FirmSize(asset, log)	0.265**	0.127*	-0.263**			
5	Percentage of IVC	-0.157**	0.096	0.001	-0.119*		
6	Percentage of CVC	-0.095	-0.106	-0.014	-0.103	-0.141*	
7	Percentage of Bank	0.011	-0.045	0.023	-0.049	-0.151**	-0.064

N=300, * p<.05 ** p<.01

*. Correlations are significant at 0.05.

Table 3 Regression Results of Time to IPO

	Variables	Model1		Model2	
		β	S.E	β	S.E
	Constant		(6.058)		(6.232)
Control	Firm Size(asset, log)	0.289***	(0.568)	0.256***	(0.575)
	Operational Profit	-0.159**	(2.175)	-0.153**	(2.183)
	Current Ratio	0.015	(0.128)	0.008	(0.127)
Independent	Percentage of Bank			-0.015	(1.538)
	Percentage of IVC			-0.137*	(1.018)
	Percentage of CVC			-0.117*	(1.837)
	Year Dummies	Included		Included	
	R2	0.099		0.125	
	Adjusted R2	0.072		0.088	
	F	3.559***		3.414***	

Standard Errors are in parentheses

+ p<.10 * p<.05 ** p<.01 *** p<.001.

4. 연구 결과

Table 1은 모든 변수들에 대한 기술통계량을 나타낸다.

표본의 IPO소요기간을 보면 최대값은 52.4795년이고 최소값은 2.2137년이며 표본의 평균 IPO소요기간은 13.24786이다. Table 2는 IPO소요기간과 변수들 간의 상관관계를 나타내고 있으며 기업의 총자산과도 유의미한 정의 관계를 보여준다. Table 3은 IPO소요기간에 대한 주요 회귀분석 결과를 나타낸다. 모델1은 통제변수만을 포함하고 있다. 통제변수 중에서 총자산과 총자산영업이익율이 유의하게 나타난다. 통제변수는 종속변수인 IPO소요기간에 대해서 약 9.9%의 설명력을 보여준다. 모델2는 총자산, 총자산영업이익율, 유동비율, 연도더미의 통제변수를 통해 통제하고 독립형 벤처캐피탈 비중, 기업형 벤처캐피탈 비중, 국책은행 비중이 종속변수인 IPO소요기간에 미치는 영향을 보여주고 있다. 가설1은 IPO소요기간과 국책은행비중의 영향관계인데 모델2에서 보면 통계적으로 유의하지 않아 기각되었다. 가설2와 가설3은 IPO소요기간과 독립형 벤처캐피탈 비중, 기업형 벤처캐피탈 비중

의 영향관계인데 모델2를 보면 각각 부(-)의 영향관계를 보여주며 변수의 계수는 통계적으로 유의하게 나타난다(p<0.05). 결국 독립형 벤처캐피탈 비중이 증가할수록 IPO소요기간은 짧아지고, 기업형 벤처캐피탈 비중이 증가할수록 IPO소요기간 역시 짧아짐을 확인할 수 있다. 가설2와 가설3은 각각 지지되었다.

가설4와 관련하여 모델2의 표준화된 계수값인 베타(β)값을 비교하였다. 독립형 벤처캐피탈 비중의 베타값은 -0.137이고 기업형 벤처캐피탈 비중의 베타값은 -0.117로 나타난다. 두 값을 상대적으로 비교하면 $-0.137 < -0.117$ 임을 알 수 있다. 이 결과로 독립형 벤처캐피탈 비중이 기업형 벤처캐피탈 비중보다 IPO소요기간에 미치는 부(-)의 영향이 더 큰 것을 알 수 있다. 따라서 가설4는 지지되었다.

5. 결론

본 연구에서는 벤처캐피탈의 투자 여부에 따라 중소 벤처기업의 성과차이가 있는지를 실증 분석하였다. 보다 세부적으로는 벤처캐피탈을

독립형 벤처캐피탈, 기업형 벤처캐피탈, 국책은행으로 구분하여 투자기업의 IPO소요기간에 미치는 영향을 분석하였다. 본 연구는 기업형 벤처캐피탈과 독립형 벤처캐피탈의 특성이 투자기업에 차별적인 영향을 미친다는 점에 초점을 맞췄다. 벤처캐피탈은 자금 지원뿐만 아니라 투자기업에게 투자 이후 다양한 경영활동을 도와줌으로써 기업의 성장에 기여한다는 점에 주목한다. 본 연구의 결과로 벤처캐피탈의 유형에 따라 투자기업에게 주는 지원의 방식이 다르고 이것이 IPO소요기간에 영향을 미친다는 사실을 알 수 있다. IPO소요기간에 미치는 영향의 크기가 벤처캐피탈 유형에 따라 다른 원인은 벤처캐피탈이 갖고 있는 서로 다른 속성 때문이다. 벤처캐피탈은 유형에 따라 투자기업에 대한 관심의 내용이 다르고, 투자 동기도 다르며 투자기업의 사업 성공에 기여하는 방식도 다르다. 본 연구의 결과를 종합적으로 정리하면 다음과 같다.

첫째, 독립형 벤처캐피탈 비중과 기업형 벤처캐피탈 비중이 높을수록 투자기업의 IPO소요기간도 짧아지지만 국책은행 비중은 투자기업의 IPO소요기간에 영향을 주지 못한다. 독립형 벤처캐피탈과 기업형 벤처캐피탈은 투자기업이 빠르게 IPO에 성공하여 투자 자본을 회수하고자 하며, 새로운 펀드를 만들기 위해 노력한다. 결과적으로 투자기업은 빠른 IPO에 성공하여 새로운 성장의 기반을 마련할 수 있게 된다. 하지만 국책은행은 공공의 성격을 갖고 투자하기 때문에 빠른 IPO를 서두르기 보다는 투자기업의 안정적인 운영을 선호하는 경향이 있음을 알 수 있다.

둘째, 독립형 벤처캐피탈 비중이 투자기업의 IPO소요기간에 미치는 영향이 기업형 벤처캐피탈 비중의 영향보다 더 크게 나타난다. 독립형 벤처캐피탈은 벤처기업의 초기단계의 지원을 통해 기업의 조직, 운영 등을 적극적으로 도와줌으로써 기업의 육성에 기여한다. 반면 기업형 벤처캐피탈은 시장에서의 성공을 위해 투자기업의 판매활동, 영업 등의 실제적인 부분에 더 많은 기여를 한다. 기업형 벤처캐피탈은 생산, 제품, 시장의 영역에서 독립형 벤처캐피탈보다 더

경험이 많고 역량이 크기 때문이다[7]. 기업형 벤처캐피탈은 장기적인 관점에서 투자기업의 성공을 지원하기 때문에 독립형 벤처캐피탈이 투자한 기업보다 IPO소요기간이 길게 나타난다.

본 연구는 벤처캐피탈 유형에 따라 IPO소요기간 차이에 대한 타당한 설명을 제공함으로써 벤처캐피탈 기반의 IPO 연구를 확장하는데 기여한다. 이전의 연구들은 주로 모든 벤처캐피탈을 하나의 분석단위로 하였으며 전체 벤처캐피탈의 영향을 연구하였다. 본 연구를 통해 벤처캐피탈이 투자기업에 미치는 영향을 더 분명하게 파악하기 위해서는 벤처캐피탈을 유형별로 나누어 연구하는 것이 필요하다는 것이 밝혀졌다. 다음으로 본 연구는 투자한 벤처캐피탈 유형에 따라 잠재적 투자자들에게 서로 다른 정보를 제공하는 신호가 됨을 나타낸다. 결국 기업형 벤처캐피탈이 투자한 기업과 독립형 벤처캐피탈이 투자한 기업을 서로 다른 투자 대상으로 분류할 수 있게 도와준다. 이러한 점은 신호이론의 설명력을 강화시켜주는데 기여한다.

본 연구는 벤처캐피탈을 통해 새로운 성장 발판을 마련하고 경쟁우위 확보의 수단으로 삼기 위해 벤처캐피탈과의 제휴를 시도하는 벤처기업에게 다음과 같은 경영적 시사점을 제공한다. 벤처기업은 단기목표와 장기목표를 다르게 설정하고, 생존과 성장 그리고 사업의 성공과 같은 다양한 목표를 달성하기 위해 필요한 핵심 자원이 각자 다르다. 따라서 벤처기업마다 관계를 맺기에 적합한 벤처캐피탈의 유형은 다르기 마련이다. 독립형 벤처캐피탈과 기업형 벤처캐피탈 그리고 국책은행은 서로 다른 투자동기를 갖고 있으며 투자기업의 발전에 기여하는 양상도 다르다. 보다 빠른 IPO를 통해 추가 자금을 조달하기 원하는 벤처기업은 독립형 벤처캐피탈로부터 투자를 받는 것이 유리하고, 빠른 IPO보다는 중장기 관점에서 필요한 자원을 확보하고 성장하고자 하는 기업은 기업형 벤처캐피탈로부터 투자를 받는 것이 유리하다. 기업의 경영자는 벤처캐피탈의 유형을 구분하여 기업의 미래 전략에 부합하는 파트너를 선택하는 것이 필요한 것이다. 또한 벤처캐피탈 입장에서는 투자기업에게 미치는 자신들의 강점과 약점을 잘 이해하

는 것이 성공적인 투자 활동을 위해 중요하다.

본 연구를 더욱 발전시키기 위해서는 다음과 같은 사항을 보완하는 것이 필요할 것이다. 먼저 IPO 과정은 투자기업의 이사회, 인수기관, 벤처캐피탈, 그리고 여러 투자자들을 비롯한 다양한 이해관계자들과 관련되어 있다. 기업의 IPO는 이런 다양한 이해관계자들과 소통하고 상호 이해관계 속에서 총체적으로 결정된다. 향후 연구에서는 이런 다양한 이해관계자들과의 관계를 분석에 추가하는 것이 연구를 질적으로 향상시키는데 기여할 것이다. 두 번째로 벤처캐피탈 유형에 따른 투자기업의 IPO이후의 성과를 분석하는 것이 연구에 도움이 될 것이다. 벤처캐피탈은 평균적으로 IPO 이후에 1.5년 이내에 지분을 정리하는 것으로 알려져 있다[26]. 벤처캐피탈의 유형별 특성상 기업형 벤처캐피탈이 IPO이후에도 지분을 오래 가지고 있을 것으로 추정되고 IPO이후에도 투자기업의 성과에 더 많은 기여를 할 것으로 보인다. 이러한 부분에 대한 실증 분석 연구는 벤처기업의 성장과 경제 발전에 기여를 할 수 있을 것이다.

References

- [1] Gorman, M., and Sahlman, W. A, "What Do Venture Capitalists Do?," *Journal of Business Venturing*, Vol. 4, No. 4, pp. 231-248, 1989.
- [2] Black, B. S., and Gilson, R. J, "Venture Capital and the Structure of Capital Markets: Banks versus Stock Markets," *Journal of Financial Economics*, Vol. 47, No. 3, pp. 243-277, 1998.
- [3] Smith, D. G, "The Exit Structure of Venture Capital." *UCLA L. Rev.*, 53, 315, 2005.
- [4] Chang, S. J, "Venture Capital Financing, Strategic Alliances, and the Initial Public Offerings of Internet Startups," *Journal of Business Venturing*, Vol. 19, No. 5, pp. 721-741, 2004.
- [5] Gompers, P. A, "Grandstanding in the Venture Capital Industry," *Journal of Financial Economics*, Vol. 42, No. 1, pp. 133-156, 1996.
- [6] Hur, N. S., Yun, B. S. and Lee, G. H., "Articles : The Impact of the Certification Role of Venture Capitalists on IPOs in the KOSDAQ," *The Korean Journal of Financial Management*, Vol. 19, No. 1, pp. 153-181, 2002.
- [7] Maula, M., Autio, E., and Murray, G, "Corporate Venture Capitalists and Independent Venture Capitalists: What Do They Know, Who Do They Know and should Entrepreneurs Care?," *Venture Capital: An International Journal of Entrepreneurial Finance*, Vol. 7, No. 1, pp. 3-21, 2005.
- [8] Lee, Y. C., "Social Capital, Knowledge Management, and Organizational Performance," *The Journal of Information Systems*, Vol. 16, No. 4, pp. 223-241, 2007
- [9] Barney, J, "Firm Resources and Sustained Competitive Advantage," *Journal of Management*, Vol. 17, No. 1, pp. 99-120, 1991.
- [10] Wernerfelt, B, "A Resource Based View of the Firm," *Strategic Management Journal*, Vol. 5, No. 2, pp. 171-180, 1984.
- [11] Megginson, W. L., and Weiss, K. A, "Venture Capitalist Certification in Initial Public Offerings," *The Journal of Finance*, Vol. 46, No. 3, pp. 879-903, 1991.
- [12] Lerner, J, "The Syndication of Venture Capital Investments," *Financial Management*, pp. 16-27, 1994.
- [13] Carter, R. B., Dark, F. H., and Singh, A. K, "Underwriter Reputation, Initial Returns, and the Long Run Performance of IPO stocks," *The Journal of Finance*, Vol. 53, No. 1, pp. 285-311, 1998.
- [14] Heeley, M. B., Matusik, S. F., and Jain,

- N, "Innovation, Appropriability, and the Underpricing of Initial Public Offerings," *Academy of Management Journal*, Vol. 50, No. 1, pp. 209-225, 2007.
- [15] Lee, G. H., Kim, G. H. and Yun, B. S., "Articles : Aftermarket Performance of Initial Public Offerings of Corporate Venture Capital-Backed Companies," *The Journal of Small Business Innovation*, Vol. 6, No. 1, pp. 75-105, 2003.
- [16] Lim, E. C. and Kim, D. H., "Venture Capital Financing and Market Performance of Entrepreneurial Firms," *Asia Pacific Journal of Small Business*, Vol. 39, No. 2, pp. 19-35, 2017.
- [17] Arthurs, J. D., Hoskisson, R. E., Busenitz, L. W., and Johnson, R. A, "Managerial Agents Watching Other Agents: Multiple Agency Conflicts Regarding Underpricing in IPO Firms," *Academy of Management Journal*, Vol. 51, No.2, pp. 277-294, 2008.
- [18] Sahlman, W. A, "The Structure and Governance of Venture-Capital Organizations," *Journal of Financial Economics*, Vol. 27, No. 2, pp. 473-521, 1990.
- [19] Gompers, P., and Lerner, J, "The Venture Capital Revolution," *The Journal of Economic Perspectives*, Vol. 15, No. 2, pp. 145-168, 2001.
- [20] Kim, H. J. and Chung, S. H., "Effects of the Public Venture Capital Syndication with the Private Venture Capital on Corporate Performance," *Asia Pacific Journal of Small Business*, Vol. 38, No. 2, pp. 87-115, 2016.
- [21] Hellmann, T., and Puri, M, "Venture Capital and the Professionalization of Start up Firms: Empirical Evidence," *The Journal of Finance*, Vol. 57, No. 1, pp. 169-197, 2002.
- [22] Gompers, P., and Lerner, J, *The Determinants of Corporate Venture Capital Success: Organizational Structure, Incentives, and Complementarities Concentrated Corporate Ownership*, University of Chicago Press: pp. 17-54, 2000.
- [23] Chesbrough, H. W, "Making Sense of Corporate Venture Capital," *Harvard Business Review*, Vol. 80, No. 3, pp. 90-99, 2002.
- [24] Macmillan, I., Roberts, E., Livada, V., and Wang, A, *Corporate Venture Capital (CVC): Seeking Innovation and Strategic Growth*, National Institute of Standards and Technology, US Department of Commerce, 2008.
- [25] Hwang, S. D. and Lee, W. S., "The Effects of Dynamic Capabilities on the Technology Innovation Performances : Mediation Effect of Convergence Capabilities," *The Journal of Internet Electronic Commerce Research*, Vol. 16, No. 3, pp. 85-103, 2016.
- [26] Gompers, P. A., and Lerner, J, *The Venture Capital Cycle*: MIT Press, 2004.

임 은 천 (Lim Euncheon)



- 정회원
- 연세대학교경영학과 경영학사
- 한국외국어대학교국제금융학과 국제금융학석사

- 국민대학교경영학과 경영학 박사수료
- 관심분야 : 창업, 벤처, Entrepreneurship

김 도 현 (Kim Dohyeon)



- 정회원
- 서울대학교항공우주공학 박사
- Univ. of Warwick 경영학박사
- 국민대학교 경영학부 교수

- 국민대학교 글로벌창업벤처대학원장
- 관심분야 : Strategy, Entrepreneurship