

## 비상장기업의 소유구조가 IPO 성공에 미치는 영향\*

김소원 (주)미라파트너스 투자팀 심사역)\*\*  
조 신 (연세대학교 정보대학원 교수)\*\*\*  
조지형 (연세대학교 정보대학원 박사과정)\*\*\*\*

### 국 문 요 약

이 연구의 목적은 비상장기업의 소유구조가 코스닥 상장에 미치는 영향을 살펴보는 것이다. 소유구조를 중심으로 상장 성공의 특성을 분석한 선행연구가 거의 없어 상장을 목표로 스타트업을 성장시키는 경영진들이 창업 초기부터 상장의 가능성을 높일 수 있는 소유구조를 갖추어 가는데 참고할 만한 자료가 부족한 실정이다. 따라서 본 연구에서는 코스닥 시장에 상장 예비 심사 청구 기업 중 상장(IPO) 성공기업과 실패기업 대상비교를 통해, 선행연구에서 충분히 고려하지 않았던 기업의 소유구조가 상장 성공에 미치는 영향을 분석하였다.

주요 결과를 요약하면 다음과 같다. (1) 벤처캐피탈의 투자 및 지분율은 코스닥 상장 성공에 긍정적인 영향을 미쳤다. 이는 벤처캐피탈의 투자가 정보 비대칭 문제를 완화하며, 벤처캐피탈의 투자는 시장참여자에게 유의한 신호가 된다는 것을 뜻한다. 이러한 결과는 벤처캐피탈이 코스닥 시장에 상장하려는 기업에게 중요한 역할을 한다는 것을 보여준다. (2) 최대주주 지분율과 기업의 상장 성공 간에는 약한 역U자 관계가 존재하는 것으로 나타났다. 즉, 최대주주 지분율이 증가함에 따라 도덕적 해이가 완화되어 상장 성공 가능성이 높아진다. 그러나 최대주주 지분율이 일정 수준보다 높아지면, 최대주주의 사익추구에 대한 우려로 상장 성공 가능성이 낮아진다. 이러한 비선형 관계는 기존 실증연구와 일치하는 결과로, 최대주주의 주식 소유가 대리인 비용을 줄이는데 기여한다는 것을 의미한다. 이 연구는 신호이론과 대리인 이론을 활용하여 기업의 소유구조가 상장 성공에 미치는 영향을 분석함으로써 학문적으로 기여하였다. 본 연구 결과는 기업공개를 준비하는 기업에 실무적 시사점을 제공하고 있다.

핵심주제어: 기업공개(IPO), 벤처캐피탈, 소유구조, 코스닥

### 1. 서론

기업은 성장을 위해 자금을 조달하거나, 투자자들의 투자자금을 회수할 목적으로 신주를 발행하거나 보유한 주식을 외부 투자자들에게 매각한다. 이처럼 비상장기업이 새로 발행한 주식을 일반 투자자로부터 모집하거나, 이미 발행되어있는 대주주의 주식 일부 또는 전부를 매각하는 것을 기업공개(IPO, Initial Public Offering)라고 한다(김인호, 2008). 기업은 기업공개를 통해 대규모 자금을 안정적으로 조달하고 대외적으로도 공신력을 얻을 수 있으므로 기업을 공개할 유인이 있다.

우리나라의 경우, 매년 비상장기업들이 신규상장을 시도하지만, 실제 주식시장에 진입하는 기업의 수는 많지 않기 때문에(최성호·최정호, 2018), 자본시장을 활성화하기 위해 상장 규정 및 절차를 보완하는 등 노력을 기울이고 있다. 특히, 코스닥 시장은 유가증권 시장에 비하여 상장 요건이 덜 엄격한 편이며(김종일·김은혜, 2006), 벤처기업 인증을 받은 기업은 일

반 기업보다 완화된 요건을 적용하고 있다.

하지만 상장을 준비하는 기업의 입장에서는 상장 절차가 여전히 어렵고 복잡하다. 예를 들어, 기업은 상장예비심사를 청구하기 전부터 외부 감사인을 신청해야 하고, 재무제표에 대하여 심사를 받게 된다. 따라서 기업은 상장 심사 기준을 충족시키고, 이해 관계자들에게 좋은 평가를 받기 위하여 최소한 몇 년 전부터 노력을 기울이게 된다(최성호·최정호, 2018). 이처럼 상장을 준비하는 기업의 입장에서 그 절차는 몹시 복잡하고, 실패 시 위험도 크지만, 성공적인 상장을 위해 갖추어야 할 요건이 무엇인지에 대한 정보가 충분치 않은 실정이다. 따라서 본 연구는 기업의 신규상장 성공에 미치는 요인들을 파악하여, 상장을 준비하는 기업에게 의미있는 시사점을 제공하는 것을 목적으로 한다.

이 연구는 구체적으로 기업의 소유구조가 신규상장 성공에 미치는 영향에 초점을 맞춘다. 기업의 소유구조는 최대주주, 경영자, 기관투자자 등 주식 소유분포로 정의할 수 있다(임성준·성상용, 2005). 기업의 소유와 경영의 분리로 경영자와 주

\* 이 논문은 김소원의 석사학위 논문을 수정보완한 것이다.

\*\* 주저자, (주)미라파트너스 투자팀 심사역, sowon2080@gmail.com

\*\*\* 공동저자, 연세대학교 정보대학원 교수, shincho@yonsei.ac.kr

\*\*\*\* 교신저자, 연세대학교 정보대학원 박사과정, jee\_cho@yonsei.ac.kr

· 투고일: 2021-05-10 · 수정일: 2021-06-12 · 게재확정일: 2021-06-23

주의 이해관계가 달라지면서 경영자와 주주 간 이해 갈등은 기업 연구에서 중요하게 다루어져 왔다. 기업공개 맥락에서도 신규상장을 준비하는 기업에 대한 정보가 충분하지 않은 상황에서 도덕적 해이가 충분히 발생할 수 있기 때문에 기업의 소유구조를 고려할 필요가 있다. 더불어, 벤처캐피탈의 투자는 제3자의 보증으로써, 투자자에게 신호 역할을 하고, 신규 기업에 대한 불확실성을 줄여준다. 그러므로 기업의 소유구조와 특히 벤처캐피탈의 투자는 기업의 신규상장에 영향을 미친다.

그럼에도 기업의 소유구조와 벤처캐피탈과 관련하여 기업 상장을 살펴본 연구는 부족한 상황이다. 기업 상장과 관련한 선행연구들은 대부분 신규상장 기업의 특성을 살펴보고, 기업의 재무적 특성에 초점이 맞추어져 있다(김종일·권수영, 2007; 김종일·김은혜, 2006; 김희석·조경식, 2001). 상장을 위해서는 기업 내부요건을 갖추었는지 심사를 받아야 하기 때문에, 상장을 준비하는 기업은 필수적으로 재무적 지표들을 잘 준비한다. 따라서 이러한 연구들이 기업에 제공하는 시사점은 제한적이다. 물론, 신규상장 기업의 경영자 및 경영진의 역할, 기업의 소유구조를 살펴본 연구도 있으나(나중호 외, 2007; 임성준·성상용, 2005), 소수에 불과하다.

또한, 신규상장 기업의 특성을 살펴본 연구들은 이미 상장에 성공한 기업들의 특징을 분석했기 때문에 실제로 상장 예비심사를 청구한 기업들의 성공, 실패 요인을 찾는 데 한계가 있다. 최성호·최정호(2018)의 연구는 상장 성공 기업들과 실패 기업들을 재무적, 비재무적 측면에서 비교했다는 점에서 차이가 있으나, 일부 재무 변수를 제외하고는 유의미한 차이를 발견하지 못했다. 특히 벤처캐피탈 투자가 상장 성공에 미치는 영향을 밝히지 못했는데, 코스닥 시장에 상장하는 기업의 절반 이상이 벤처캐피탈의 투자를 받았으며 벤처캐피탈이 기업 경영에 많은 기여를 하고 있다는 사실을 고려하면(한국벤처캐피탈협회, 2020), 벤처캐피탈의 역할에 대해 추가적인 분석이 필요하다.

본 연구는 2015년-2020년 사이에 상장 예비심사를 청구한 기업들을 대상으로 상장 성공에 영향을 미치는 요인이 무엇인지 살펴보고자 한다. 구체적으로, 신호이론(Signalling Theory)과 대리인 이론(Agency Theory)을 활용하여 기존 연구에서 제대로 고려하지 못한 벤처캐피탈 및 최대주주의 지분율, CEO 특성 등이 상장 성공률에 미치는 영향을 분석하고자 한다. 이 연구의 결과는 기업공개를 신청하는 기업들이 시장 참여자들에게 자신을 어떻게 효과적으로 홍보해야 하는지에 대한 실무적 시사점을 제공할 수 있을 것이다.

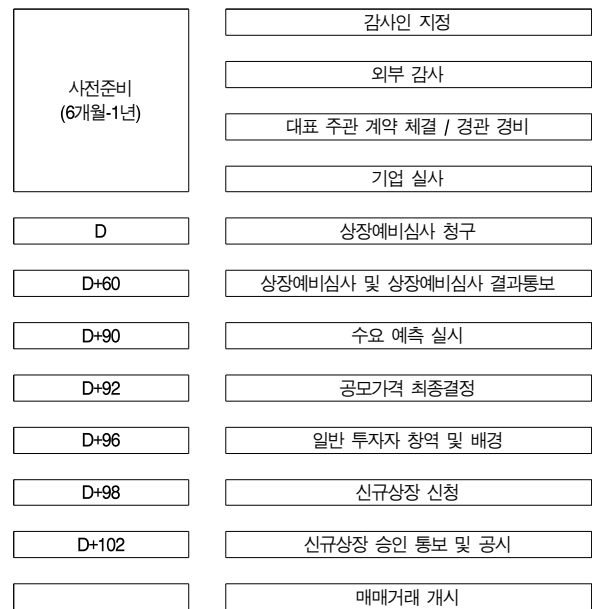
## II. 연구 배경 및 선행연구

### 2.1 신규상장 절차

코스닥 시장 상장 규정에 따르면, 상장이란 기업이 발생한

주권을 증권시장에서 거래될 수 있는 자격을 부여하는 것을 말한다(최성호·최정호, 2018).

신규상장 절차는 <그림 1>과 같다. 우선 사전준비를 통해 기업의 요건을 검토하고, 상장을 위한 기업 내부 요건을 갖추었다고 판단되면 기업은 한국거래소에 상장예비심사를 청구한다. 한국거래소는 접수된 서류, 현장 실사 등을 통하여 상장요건을 충족하는지 상장예비심사를 진행하는데 국내 기업의 경우 45일 정도 소요된다. 심사 승인이 완료되면 신규 공모를 위한 절차를 진행한다. 공모는 주관사 주도하에 진행되며, 기업설명회를 통해 기관투자자를 대상으로 기업의 정보를 제공한다. 이후 기관투자자를 대상으로 수요 예측을 실시하고, 공모가가 결정되면 일반 투자자를 대상으로 청약 실시, 납입이 되면 공모 절차가 완료된다. 공모 절차가 완료되면 기업은 상장신청서를 한국거래소에 제출하고, 한국거래소는 상장 예비심사 시 확인되지 않은 사항과 신규상장심사 시점을 기준으로 요건 충족 여부를 재검토한 후 증권매매 거래를 승인함으로써 상장 절차가 완료된다(김인숙 외, 2014; 최성호·최관 2014).



출처: 최성호·최정호(2018) 재구성

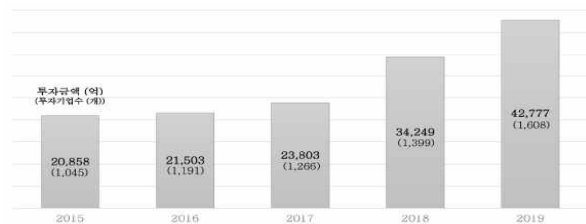
<그림 1> 상장 진행 절차

그런데, 이 과정에서 공모가격 설정은 시장가격이 존재하기 전의 기업가치를 반영해야 하기 때문에 이해관계자가 기업의 정보를 충분히 파악하여 공모가격에 반영하는데 한계가 있다(Rock, 1986; Baron, 1982). 그리고 일반 투자자들은 공모주에 대한 정보가 부족하기 때문에 손실을 입지 않기 위해 신규공모주에 대한 투자를 꺼리게 된다(Rock, 1986). 즉, 기업공개과정에서 투자자와 발행자 등 여러 이해 당사자들 간의 정보 비대칭이 존재하고, 이에 따라 역선택의 문제가 발생할 가능성이 있다(이상원 외, 2010). 이 문제가 아니더라도 기업공개를 신청한 기업에 대한 정보가 부족하기 때문에 시장 참여자

들은 기업공개 이후 해당 기업의 성장 예측에 도움이 되는 지표를 찾으려고 한다. 이처럼 기업공개 시장은 정보 비대칭으로 인한 문제가 존재하며, 기업공개를 위한 준비절차가 길고 까다롭기 때문에 상장 실패로 인한 비용도 높다. 따라서 기업의 상장 성공에 영향을 미치는 요인을 살펴보는 것은 상장을 준비하는 기업에 시사점을 제공할 것이다.

## 2.2 스타트업과 VC

스타트업에 대한 정부 지원이 확대됨에 따라 매년 십만 개가 넘는 창업기업이 설립되고 있다. 특히, 경제 성장과 일자리 창출에 기여하는 벤처기업의 역할과 중요성이 커짐에 따라, 벤처기업에 자금을 제공하고 성장을 지원하는 벤처캐피탈에 대한 관심도 증가하고 있다(이광용 외, 2019). <그림 2>에 따르면, 벤처캐피탈의 신규 투자금액은 2018년 3조 4,249억에서 2019년 4조 2,777억으로 꾸준히 증가하고 있는 추세이다.



출처: 중소벤처기업부(2018)

<그림 2> 벤처투자 규모의 성장

벤처캐피탈은 기업공개 또는 M&A 등을 통해 투자 자본을 회수하여 자본이익을 얻는 것이 목적이다. 하지만 단순히 자금 지원뿐만 아니라 경영기반이 취약한 기업에 경영을 지원하여 성장시키는 역할도 수행하기 때문에, 스타트업이 자생할 수 있는 수준까지 자립하는 데는 벤처캐피탈이 많은 도움이 되고 있다(오세경·한형호, 2014). 벤처캐피탈은 타 금융기관 대비 벤처기업 및 스타트업에 대한 정보 수집이 용이할 뿐만 아니라 거래비용도 적기 때문에 벤처산업에서 벤처캐피탈의 역할은 중요하다(이광용 외, 2019). 한편, <표 1>에 따르면, 코스닥에 상장하는 기업은 2019년 기준 97개에 이르는데, 이중 54.6%에 해당하는 53개 기업이 벤처캐피탈로부터 투자를 받았다. 이 사실을 통해 비상장 기업이 상장하는데 있어 벤처캐피탈이 일정 부분 영향을 미칠 것이라고 예상할 수 있다.

<표 1> 코스닥 상장 및 VC 투자기업 비중 추이

구분	2015	2016	2017	2018	2019
상장 기업	109	70	78	90	97
VC 투자기업	60	36	40	47	53
비중	55.0	51.4	51.2	52.5	54.6

출처: 한국벤처캐피탈협회(2020)

하지만, 벤처캐피탈 자금의 회수 비중에서, 상장을 통한 회수율은 금액 기준 25%를 차지하여, 상장을 통한 회수가 그리 활발히 이루어지지 않는 것을 알 수 있다(이광수, 2021). 그러나 더 많은 비상장 기업들의 상장을 통해 벤처캐피탈 자금 회수가 활발히 이루어진다면, 회수된 자금이 다시 스타트업에 지원되어 긍정적인 선순환을 만들 수 있을 것이다.

## 2.3 선행연구 검토

### 2.3.1 소유구조 관련 선행연구

기업의 소유구조가 기업의 상장 성공에 미치는 영향은 두 가지로 설명할 수 있다. 첫째로, 대리인 이론을 바탕으로 설명할 수 있다. 정보 비대칭성은 도덕적 해이(Moral Hazard)를 일으킬 가능성이 크다(Holmstrom, 1979). 경영자의 도덕적 해이와 관련해서는 기업의 소유구조와 대리인 문제(Agency Problem) 맥락에서 다양한 연구가 이루어져 왔다. 기업에서 소유와 경영이 분리되고 경영자의 재량권이 많아짐에 따라 경영자가 주주의 이익보다 자신의 이익을 위해 행동하는 것을 대리인 문제, 이로 인한 기업가치의 손실을 대리인 비용이라고 한다(Jensen & Meckling, 1976). 이처럼 경영자와 주주의 이해관계가 달라지면서 선행연구들은 경영자와 주주 간의 이해 갈등을 주로 다루어왔으며(김영규·김수환, 2011), 많은 실증연구들은 대리인 비용을 줄이기 위한 통제장치의 중요성을 언급하고 있다. 특히 주식의 집중 소유(Concentrated Ownership)는 대리인 비용에 영향을 주는 것으로 알려져 있다(조신 외, 2018).

기업공개에 맥락에도 경영자의 기회주의적 행동이 발생할 수 있다. 신규상장 기업은 신주 발행가액을 높게 책정함으로써 소유경영자의 부를 늘릴 수 있다(Aharony et al., 1993). 즉, 기업공개라는 대규모의 자금 조달을 통해 경영자는 지분가치를 높이고자 사적이익 추구의 행위를 할 가능성이 있다.

이러한 논의들은 기업의 소유구조가 벤처기업의 IPO 성과에도 영향을 미칠 수 있음을 암시하고 있지만, 소유구조가 기업의 IPO 성공에 미치는 영향을 살펴본 연구는 부족한 상황이다. 임성준·성상용(2005)은 기업의 소유구조 차이에 초점을 맞추어 신규상장 기업의 특성을 연구하였다. 구체적으로, 이들은 신규상장한 기업들을 대상으로 최대주주, 외국인 투자자, 기관투자자 지분율 등 소유구조가 IPO 성과에 미치는 영향을 분석하였다. 연구 결과에 따르면, 공모 전 외국인 지분율, 기관투자자 지분율이 높은 기업일수록 IPO 성과가 더 높았다고 나타났다.1)

임성준·성상용(2005)의 연구는 신규상장기업을 소유구조 측면에서 살펴본 연구로써 의미가 있지만, 신규 상장기업의 특성을 사후적으로 비교하는데 그쳤다는 한계가 있다.

둘째, 기업의 소유구조가 상장 성공에 미치는 영향은 신호 이론을 바탕으로 설명할 수도 있다. 상장 시장과 같이 정보 비대칭성이 존재하는 상황에서 제3자의 보증은 정보 비대칭

1) 임성준·성상용(2005)은 Gulati & Higgins(2003)가 개발한 지표로 IPO 성과를 측정하였다.

을 줄일 수 있는 신호의 역할을 한다(임은찬·김도현, 2017). 명성 있는 기관의 보증은 젊은 기업에 대한 불확실성을 경감시킴으로써 성장에 도움이 된다는 것이다(Stuart et al., 1999; Rao, 1994). 특히, 기업공개 시점에 벤처캐피탈은 발행회사와 투자자간의 정보 비대칭성을 완화할 수 있다(이상원 외, 2010). 벤처캐피탈의 투자는 기업의 소유구조 측면뿐만 아니라 제3자 인증으로써 투자자에게 신호를 제공하기 때문에 기업의 신규상장에 중요한 역할을 미친다.

벤처캐피탈의 투자와 기업 상장을 살펴본 연구로는 나중호 외(2007)의 연구가 있다. 나중호 외(2007)는 투자한 벤처기업이 신규상장한 경험이 있는 벤처캐피탈리스트를 대상으로 설문조사를 실시하였는데, 경영자 및 경영진의 역할, 경영관리 시스템 및 종업원, 시장성과 기술성이라는 비재무적 요인이 신규상장에 영향을 미친다는 것을 확인하였다. 그러나 이들의 연구는 실제 벤처캐피탈의 투자가 상장 성공에 미치는 영향을 살펴보지는 못하였다.

최성호·최정호(2018)의 연구는 소유구조를 비롯한 기업의 다양한 요인들을 포함하여 상장 성공 기업과 실패 기업을 비교 분석하였다. 이들은 2008년부터 2016년까지 코스닥 시장 상장 예비심사를 청구한 414개 기업을 대상으로 연구를 진행하였다. 기업 특성, 소유구조, 지배구조 변수가 상장 성공에 미치는 영향을 분석한 결과에 따르면, 매출액 성장률, 영업현금흐름이 높을수록, 총자산이익률이 낮을수록 상장에 성공할 가능성이 높았다. 그에 비해 기업 소유구조나 벤처캐피탈의 투자는 상장 성공 여부와 유의미한 관계가 없는 것으로 나타났다. 그러나 벤처캐피탈의 역할이나 기업 소유구조가 기업성장에 많은 영향을 미치고, 또 이들 비재무적 변수가 외부의 잠재적 투자자들에게 전달하는 신호도 중요하다는 점을 감안하면 다소 의외의 결과다. 또한 이들은 2008-2016년의 데이터를 활용하였기 때문에 최근 데이터를 활용한 재검증할 필요가 있다.

### 2.3.2 기타 신규상장 관련 선행연구

이밖에 기업의 신규상장과 관련하여 진행된 연구는 신규상장 기업의 특성을 살펴본 연구와 신규상장의 성공 및 실패 요인을 살펴본 연구로 구분할 수 있다. 신규상장 기업의 특성을 살펴본 연구들은 상장을 신청한 기업을 대상으로 분석한 것이 아니라 신규상장 기업들과 요건은 비상장 기업들을 대상으로 비교하였다. 먼저, 김종일·김은혜(2006)는 1999년 5월부터 2004년까지 코스닥 시장에 상장한 674개의 기업과 비상장 기업을 비교하였다. 분석 결과, 상장기업들은 매출액 규모, 연구개발 투자율, 총자산이익률이 더 높았고, 벤처기업의 비중 또한 컸다. 김문태·이선화(2016)는 코넥스 시장에 신규상장한 기업의 특성을 분석하였는데, 기업의 재무적 특성에 초점을 맞추어, 상장기업이 수익성과 성장성이 더 좋았다는 결과를 얻었다. 김희석·조경식(2001), 김종일·권수영(2007)의 연구도 신규상장한 기업의 특성을 살펴보았으며, 이들은 기업의 재무적 특성에 초점을 맞추어 신규상장 기업의 특징을 분석했다는

특징이 있다.

그에 비해 신규상장의 성공 및 실패 요인을 살펴본 연구는 소수에 불과하다. Long & Zhang(2014)은 2009년부터 2011년까지 중국의 GEMC(Growth Enterprise Market of China)에 신규상장을 시도한 243개 기업 중, 상장에 성공한 205개 기업과 실패한 37개 기업을 대상으로 분석을 진행하였다. 이들은 상장 전 수익성, 성장성, 기업 규모, 공모금액이 신규상장에 영향을 미치는지에 초점을 맞추었는데, 공모금액, 수익성, 성장성이 기업공개에 긍정적인 요인으로 나타났다. 이들의 연구는 기업의 상장 성공 요인을 살펴본 최초의 연구로서 가치가 있으나 기업의 소유구조가 미치는 영향은 고려하지 못하였다.

### 2.3.3 기존 연구의 한계점 및 본 연구의 차별점

지금까지 기업의 상장과 관련된 선행연구를 살펴보았는데, 이들의 한계점은 다음과 같이 요약할 수 있다.

첫째, 선행연구는 주로 신규상장 기업의 재무적 특성에 초점을 맞추어 분석하였는데, 기업의 소유구조가 미치는 영향이 중요한 것임에도 이를 고려한 연구가 부족한 상황이다. 또한, 비상장 기업의 재무 자료는 신뢰도가 낮고, 또 벤처기업들은 업력이 짧은 편이어서 재무 지표를 근거로 기업을 분석하는데 한계가 크다. 임성준·성상용(2005)은 기업의 소유구조 요인을 추가로 고려하였지만, 이 연구들도 신규상장 기업들의 특성을 사후적으로 분석했다는 한계를 지닌다. 최성호·최정호(2018)는 상장 시도 단계에서 소유구조가 성공 여부에 미치는 영향을 분석하였으나, 유의미한 상관관계를 보이지 않았다.

둘째, 국내에서 유일하게 상장 성공 기업과 실패 기업을 다양한 측면에서 비교 분석한 최성호·최정호(2018)의 연구는 소유구조 관련한 가설 도출에 필요한 이론을 충분히 고려하지 않았다. 상장 전 기업의 객관적인 가치를 알기 힘들기 때문에 상장 추진 기업과 잠재적 투자자 간에 정보 비대칭이 심하다(Rock, 1986; Baron, 1982). 따라서 잠재적 투자자들은 정보 비대칭성을 완화시켜주는 신호에 반응할 것이며, 이 신호가 상장 성공 및 실패에 영향을 줄 수 있다. 대표적으로, 벤처캐피탈의 주식 소유는 제3기관의 보증 역할을 함으로써 상장 단계에서 정보 비대칭성을 줄이는 데 기여한다(윤병섭 외, 2011; 이상원 외, 2010), 또한 최대주주 지분을 등 소유구조도 기업 지배구조에 대한 정보를 외부에 제공한다. 최성호·최정호(2018)는 벤처캐피탈 등 소유구조를 독립변수로 포함시켰으나 이에 대한 이론적 검토가 없었다.

마지막으로, 대부분의 선행연구들은 신규상장 기업의 특성을 비상장 기업 또는 기존 상장 기업의 특성과 비교하였는데, 이 방법으로는 상장 성공과 실패를 가르는 요인이 무엇인지 밝히는데 한계가 있다. 그에 비해 신규상장을 시도한 기업들을 대상으로 성공 및 실패 기업의 차이를 직접 분석한 연구는 국내외를 막론하고 극소수에 불과하다.

본 연구는 2015년부터 2020년까지 최근 5년간의 데이터를 기반으로 선행연구에서 충분히 살펴보지 못하였던 기업의 소

유구조와 벤처캐피탈의 투자가 상장 성공 여부에 미치는 영향을 검증하고자 한다. 이 연구는 기업공개 시장의 정보 비대칭성에 주목하여 관련 이론을 바탕으로 가설을 설정하였는데, 구체적인 내용은 다음 절에서 제시하였다.

### III. 가설 설정

#### 3.1 벤처캐피탈의 투자

벤처캐피탈의 투자는 우수한 스타트업에 대한 신호의 역할을 한다고 알려져 있다(Davila et al., 2003; Gompers & Lerner, 1999). Davila et al.(2003)에 따르면, 벤처캐피탈로부터 자금을 조달받은 이후 몇 달 동안 인력 채용이 가속화되었다. 즉, 비상장 기업의 경우 채용시장 내에서 정보가 충분하지 않아 인력 채용이 어렵지만 벤처캐피탈로부터 투자 받은 기업의 경우 믿을 수 있는 기업으로 인정받기 때문에 인력 증가에 긍정적 영향을 준다는 것이다. 한편, Grant(1996), Bhatt(2000)는 벤처캐피탈의 투자를 받은 기업은 성장 가능성이 높다는 긍정적인 평가를 받는다고 하였다. 뿐만 아니라 벤처캐피탈로부터 자금뿐만 아니라 네트워크, 정보, 기술, 경험 등 무형 자원을 획득할 수 있는데, 이를 통해 성장하는데 도움을 받을 수 있다. 이처럼 정보 비대칭성이 존재하는 상황에서 벤처캐피탈의 투자는 기업에 대한 긍정적인 신호가 되고, 결과적으로 그 기업의 성장에 도움이 된다. 상장이 기업 성장에 가장 중요한 단계임을 감안한다면, 벤처캐피탈의 투자 그 자체가 기업의 상장 성공에도 긍정적인 영향을 미칠 수 있을 것이다.

기업공개와 관련된 선행연구들도 벤처캐피탈이 제3자의 보증역할을 수행함으로써 기업공개 시장의 정보 비대칭으로 인한 문제를 완화시킨다는 것을 밝혔다. Megginson & Weiss(1991)에 따르면, 벤처캐피탈이 투자한 기업의 상장일 기준 초과수익률이 그렇지 않은 기업보다 낮게 나타났다. 이는 벤처캐피탈은 상장을 준비하는 기업에 대한 정보를 더 많이 보유하고, 공모가를 정확하게 산정하기 때문에, 저평가 현상이 낮게 나타나는 것을 의미한다. 국내 연구로는 이상원 외(2010), 윤병섭 외(2011)가 벤처캐피탈이 제3자 보증역할을 수행함으로써 기업의 저평가 현상이 덜 일어난다는 결과를 보고하였다.

이처럼 벤처캐피탈의 투자가 기업의 상장 성공에 영향을 미칠 수 있을 것임에도, 기존 연구는 벤처캐피탈의 역할을 고려하지 않거나, 상장 성공 자체가 아닌 기업의 저평가에 미치는 영향 등을 살펴보는데 그쳤다. 우리는 벤처캐피탈의 투자가 신규상장 성공 및 실패의 신호가 될 수 있다고 생각하고, 다음과 같은 가설을 제시하였다.

**가설 1: 벤처캐피탈이 투자한 기업은 신규상장에 성공할 가능성이 더 높을 것이다.**

#### 3.2 최대주주 지분을

지배주주의 지분율과 기업 가치 간의 관계에 대해서는 두 가설이 존재한다. 이해일치가설에 의하면 지배주주 지분이 늘어남에 따라 외부 주주와의 이해가 일치되고, 지배주주는 주주 가치를 극대화하는 의사결정을 추구한다. 따라서, 경영자 지분의 증가는 대리인 비용을 줄이고, 경영성과를 높일 수 있다(Jensen & Meckling, 1976; Berle & Means, 1932). 이와 상반된 가설인 경영자 안주가설에 따르면, 소유경영자 혹은 내부 주주의 지분율이 높아지면 기업가치보다 사적 이익을 추구할 유인이 커진다고 주장한다. 즉, 지배주주 지분율이 증가하면 기업가치가 하락한다는 것이다(Demsetz, 1983). 한편, 최근의 실증연구들은 대립되는 두 가설보다는 경영자의 지분율 수준에 따라 기업성과가 달라진다는 절충가설을 지지한다. 경영자 지분율이 낮을 때는 지분율 증가에 따라 이해관계가 합치다가, 일정 수준의 지분율을 넘어서면 사적이익을 추구하게 된다는 것이다(김병곤·김동욱, 2007; Coles et al., 2012; Stulz, 1988).

상장은 가장 중요한 기업의 성장이고, 기업가치를 높인다는 점에서 최대주주의 지분율과 기업 상장의 관계에도 위의 이론이 적용될 수 있을 것이다. 그럼에도 기업의 소유구조와 기업 상장 간의 관계를 살펴본 연구는 소수에 불과하다. 최근 연구로 최성호·최정호(2018)가 최대주주 지분율이 상장 성공에 영향을 미치는지 확인하였으나, 통계적으로 유의미한 결과를 얻지는 못하였다.

이 연구는 기존 연구에서 고려하지 못한 경영자 지분율과 최대주주 지분율이 기업의 상장 성공에 미치는 영향을 확인하고자 한다. 최근 실증연구들이 지지하고 있는 절충가설에 따라, 다음 가설을 설정하였다.

**가설 2: 최대주주 지분율 증가에 따라 상장 성공 가능성이 증가하다가, 최대주주 지분율이 일정 수준을 넘어서면 그 가능성이 줄어들 것이다.**

#### 3.3 CEO 소유구조의 특성

최고경영자는 전문경영인(Professional CEO)일 수도 있고, 소유경영자(Owener-Manager)일 수도 있다(김아라·조명현, 2011). 전문경영인 또는 소유경영자인지에 따라 기업의 지배구조에 차이가 있는데, 이에 따라 대리인 문제의 존재 여부와 크기도 다르다. 지분으로 선임된 소유경영자와 전문성으로 선임된 전문경영자의 행동 유인이 다르기 때문이다(조신정우진, 2017).

벤처기업은 창업자가 소유자이자 경영자인 독특한 소유구조를 가지고 있다(박범진, 2015). 창업자가 경영자의 역할을 함께 수행하는 경우, CEO의 지분율은 기업가치에 긍정적인 영향을 미칠 수 있다. 창업자는 기업가 정신을 가지고, 적극적으로 혁신하며, 기업의 성과에 대해서도 장기적인 관점을 지

니기 때문이다(Block, 2012). 예를 들어, 벤처기업에서 창업자들은 자신의 네트워크를 통해 시장에서 접근할 수 없는 정보와 자원을 얻기 위해 노력하는데(박계현·김도현, 2021), 이러한 창업자의 기업을 정신이 기업의 경영성과에 긍정적인 영향을 미치는 것이다(김진관·안동희, 2017). 박동일 외(2021)에 따르면, 창업자의 특성이 기관투자자의 투자 결정의 기준이 되며, 창업자가 경영에 참여하는 경우가 가족 기업 경영에 참여하는 것에 비해 기업성과가 더 좋았다는 연구 결과도 존재한다(Miller et al., 2007). 이처럼 기존 연구들은 창업자의 경영 참여는 기업가치에 긍정적인 영향을 미친다는 결과를 보고하고 있으며, 따라서 CEO가 소유경영자인 경우, 기업의 상장 성공 가능성이 높아질 것으로 예측할 수 있다.

이해일치가설도 소유경영자 여부와 상장 성공 간의 관계를 설명해준다. 즉, 경영자의 지분율이 올라가면 경영자의 이익과 기업의 이익이 합치하기 때문에 경영자는 기업 성장을 위해 상장을 성공시키려고 노력할 것이다.

이러한 논리를 바탕으로, 기업의 경영자가 소유경영자인 경우, 기업 상장 성공 가능성이 높아질 것으로 예상할 수 있다. 하지만, CEO의 소유경영자 여부를 살펴본 연구는 부족한 실정이다. 최성호·최정호(2018)의 연구에서 소유경영자 여부가 상장 성공에 영향을 미치는지 살펴보았으나, 연구 결과에 따르면 두 변수 간에는 통계적으로 유의미한 관계가 없었다.

본 연구는 선행연구에서 고려하지 못한 소유경영자 여부가 기업의 상장 성공에 미치는 영향을 살펴보고자 하며, 다음과 같은 가설을 설정하였다.

**가설 3: 경영자가 소유경영인인 경우, 상장 성공 가능성은 높아질 것이다.**

## IV. 연구 방법

### 4.1 표본의 선정

이 연구는 2015년부터 2020년 9월까지 코스닥 시장에 신규 상장을 목적으로 상장 예비심사를 청구한 기업 중, 상장 절차가 마무리된 기업들을 대상으로 하였다. 그리고 다음의 조건을 모두 만족하는 기업을 최종 분석 대상으로 선정하였다.<sup>2)</sup>

- (1) 기업 인수 합병을 목적으로 상장하는 기업인수목적회사(SPAC) 제외
- (2) 금융업 제외
- (3) 해외기업 제외
- (4) NICE 신용평가정보(주)의 KIS-VALUE에서 재무 및 감사인 관련 자료가 입수 가능한 기업
- (5) 한국거래소 전자공시제도(KIND)와 금융감독원 전자공시

시스템(DART)에서 상장 전 지배구조 및 소유구조에 대한 자료가 입수 가능한 기업

본 연구는 벤처캐피탈이 기업 상장에 미치는 영향을 살펴보는 것이 주된 목적이기 때문에 이와 맞지 않는 기업은 표본에서 제외하였다. 우선, 기업 인수 합병을 목적으로 상장하는 기업인수목적회사(SPAC)와 해외기업을 제외하였다. 또한, 법적으로 벤처캐피탈은 금융기관의 지분을 가질 수 없게 되어 있으며, 재무제표의 양식 및 계정과목의 성격 등이 상이하어(최성호·최정호, 2018), 비교가 어렵기 때문에 금융업을 제외하였다. 이밖에 자료원에 대한 사항으로 조건 (4)와 (5)를 설정하였다.

한편, 재도전으로 상장에 성공한 기업 22개는 상장 실패 표본에 포함시키고, 처음 상장에 도전했을 당시의 데이터로 수집하였다. 최종적으로 315개의 기업을 표본으로 선정하였다.

자료 수집의 경우, 상장일, 상장 여부, 임직원 수, 벤처기업 인증 여부, 상장 주관사 및 회계법인과 관련된 데이터는 한국거래소 전자공시 시스템(kind.krx.co.kr)에서 수집하였다. 또한, 벤처캐피탈 투자 여부, 벤처캐피탈 투자 지분율, 대표자 최대주주 여부, 대표자 지분율, 최대주주 지분율, 자본금 규모, 매출액 규모, 매출액 성장률, 무형자산 비율, 부채 비율에 대한 자료는 금융감독원 전자공시 시스템(dart.fss.or.kr)의 증권발행 실적보고서, 투자설명서, 직전년도 사업보고서, 감사보고서를 참고하였다. 데이터는 기업의 상장 심사 청구 시점을 기준으로 수집하였으며, 매출액의 경우 회계 결산 자료를 마친 재무제표를 참고하여 전년도 자료를 사용하였다.

### 4.2 연구 모형

본 연구는 상장 예비심사를 청구한 기업을 대상으로, 상장 성공에 영향을 미치는 요인을 실증 분석하기 위해 다음과 같이 연구모형을 설정하였다. 특히 벤처캐피탈이 상장 성공에 미치는 영향을 자세히 살펴보기 위해서 식(1-1), 식(1-2)에서 각각 다른 벤처캐피탈 소유구조 변수를 사용하였다.

$$\begin{aligned}
 Success_i = & \beta_0 + \beta_1 VC_i + \beta_2 LARGE_i \\
 & + \beta_3 LARGEsquare_i + \beta_4 CEO_i \\
 & + \beta_5 \log Equity_i + \beta_6 \log Sales_i + \beta_7 Growth_i \\
 & + \beta_8 INAsset_i + \beta_9 Lev_i + \beta_{10} Age_i \\
 & + \beta_{11} Employer + \beta_{12} Venture_e + \beta_{13} Reput_i \\
 & + \beta_{14} BIGA_i + \sum IND + \sum YD + \epsilon
 \end{aligned} \tag{1-1}$$

$$\begin{aligned}
 Success_i = & \beta_0 + \beta_1 VCdummy_i + \beta_2 LARGE_i \\
 & + \beta_3 LARGEsquare_i + \beta_4 CEO_i \\
 & + \beta_5 \log Equity_i + \beta_6 \log Sales_i + \beta_7 Growth_i \\
 & + \beta_8 INAsset_i + \beta_9 Lev_i + \beta_{10} Age_i \\
 & + \beta_{11} Employer + \beta_{12} Venture_e + \beta_{13} Reput_i \\
 & + \beta_{14} BIGA_i + \sum IND + \sum YD + \epsilon
 \end{aligned} \tag{1-2}$$

2) 최종 표본을 선정하기 위한 조건은 최성호·최정호(2018)를 바탕으로 만들었다.

두 식에서 종속변수 Success는 상장 예비심사 청구기업의 상장 결과 즉, 상장 성공 여부이다. 상장 예비심사를 청구한 기업 중, 상장에 성공하였으면 1, 아니면 0으로 코딩하였다.<sup>3)</sup>

가설 1은 벤처캐피탈 투자의 영향을 살펴보기 위한 것이다. 이를 위한 변수로, 벤처캐피탈의 투자여부와 지분율을 활용하였다. VCdummy는 벤처캐피탈이 투자한 기업이면 1, 아니면 0으로 코딩한 더미 변수이고, VC는 해당 기업에 투자한 벤처캐피탈의 지분율을 의미한다.

가설 2와 관련하여, 본 연구는 최대주주 지분율이 높아질수록 기업의 상장 성공 가능성이 높아지다가 일정 수준의 지분율을 넘어서면 낮아질 것으로 가설을 설정하였다. 즉, 최대주주 지분율과 상장 성공 간에 역U자 관계가 있는지 확인하기 위하여 최대주주 지분율(LARGE)과, 최대주주 지분율의 제곱(LARGEsquare)을 모형에 포함하였다.

가설3은 CEO가 소유경영자인 경우 상장 성공에 미치는 영향을 살펴보기 위한 것이다. 이를 위해 소유경영자 여부(CEO)를 고려하였으며, CEO가 소유경영자인 경우 1, 아니면 0으로 측정하였다.

기업의 재무적 특성은 기업공개 성공 결정요인일 뿐만 아니라(김종일·김은혜, 2006; 김희석·조경식, 2001), 상장을 위한 심사 과정에서 평가 대상이 된다. 상장을 위해서는 기업은 일정 수준 이상의 자기자본을 가져야 하며, 상장 이후에 성장 가능성과 재무적 안정성이 있어야 한다. 이에 따라, 자본금 규모(logEquity), 매출액 규모(logSales), 매출액 성장률(Growth), 무형자산 비율(INAsset), 부채비율(Lev)를 독립변수로 포함시켰다(최성호·최정호, 2018).<sup>4)</sup>

한편, 선행연구는 기업 업력이 짧을수록 신규상장 가능성이 높다고 밝히고 있으므로(김종일·김은혜, 2006), 식(1)과 (2)에 기업 업력(Age)을 포함시켰으며, 기업 설립일로부터 코스닥 상장일까지의 기간으로 측정하였다. 이밖에 기업 규모를 통제하기 위하여 임직원 수(Employer)를 모형에 포함하였다. 또한 벤처기업은 코스닥 시장 상장 시, 완화된 재무요건이 적용되기 때문에 일반 기업에 비해 시장진입이 원활하기 때문에 벤처기업 인증 여부(Venture)를 통제하였다.

상장을 위해서 기업은 상장 신청 전 감사를 받아야 한다. 이때, 회계법인은 상장과 관련된 컨설팅을 수행하기 때문에 명성 있는 회계법인이 상장 과정에 참여하는 것은 기업의 상장 성공에 영향을 미칠 수 있다. 마찬가지로, 주관사는 신규상장 과정을 전반적으로 주도하기 때문에 주관사의 명성도 상장 성공에 영향을 줄 수 있다. 따라서, 기존 연구와 마찬가지로 회계 감사인의 명성도(BIG4)와 주관사의 명성도(Reput)를 모형에 포함시켰다(최성호·최정호, 2018). 회계감사인의 명성도는 BIG4 감사인이면 1, 아니면 0으로 코딩하였으며, 주관사의 명성도(Reput)는 주관사의 전년도 시장점유율로 측정하였다. 마지막으로, 산업별, 연도별 효과를 통제하기 위하여 산

업 더미와 연도 더미를 포함하였다.

분석에 사용된 변수들의 이름 및 정의는 <표 2>에 제시되어 있다. 본 연구의 종속변수가 더미 변수이기 때문에 로지스틱 회귀분석(Logistic regression)을 시행하였다.

<표 2> 변수의 정의

변수	정의
Success	상장 성공 여부 [상장 성공=1, 실패=0]
VCdummy	상장 전 벤처캐피탈 투자 유지 여부 [벤처캐피탈 투자=1, 아니면=0]
VC	상장 전 벤처캐피탈 투자자 지분율
LARGE	상장 심사 청구 시점 특수관계인을 포함한 최대주주 지분율
LARGEsquare	상장 심사 청구 시점 특수관계인 포함한 최대주주 지분율 제곱
CEO	상장 심사 청구 시점 대표자의 소유경영자 여부 [소유경영자=1, 아니면=0]
logEquity	상장 심사 청구 시점 자본금의 자연로그 값
logSales	상장 심사 청구 전년도 매출액의 자연로그값
Growth	상장 심사 청구 전년도 기준 매출액 성장률 [(직전년도매출액-전전년도매출액)/전전년도매출액]
LNAsset	상장 심사 청구시점의 자산대비 무형자산 비율 (무형자산/자산총계)
Lev	상장 심사 청구 시점의 자본총계대비 부채총계 비율 (부채총계/자본총계)
Age	상장 심사 청구 년도까지의 기업 연수 (상장직전연도-설립연도)
Employer	상장 심사 청구 년도 당시 임직원 수
Venture	상장 심사 청구 시점 벤처기업 여부 [벤처기업=1, 아니면=0]
BIG4	상장 전 대형회계법인(BIG4) 감사여부 [BIG4=1, 아니면=0]
Reput	상장 주관사의 상장 심사 청구 전년도 시장점유율
IND	산업 더미
YD	연도 더미

## V. 연구 결과

### 5.1 기술 통계

<표 3>은 연구 대상인 상장 예비심사를 청구한 315개의 기업에 대한 기술 통계를 제시하고 있다. 우선, 상장 성공 여부의 평균은 0.83이다. 2015년부터 2020년까지 5년간 코스닥 시장에 상장 예비심사를 청구한 기업 중, 83%가 상장에 성공하였으며, 17%는 상장과정 중 심사 또는 공모를 철회하거나, 심사에 미승인된 기업인 것으로 나타났다.

3) 상장 성공 여부로, 실패에는 심사 철회, 공모 철회, 심사 미승인 등이 포함된다.

4) 청구 분포 가정을 만족시키기 위해 자본금과 매출액은 자연로그를 취한 값을 사용하였으며, 다른 변수들은 비율변수이기 때문에 그대로 사용하였다.

벤처캐피탈과 관련된 변수를 살펴보면, 315개의 기업 중, 벤처캐피탈로부터 투자받은 기업이 약 50%를 차지했으며, 벤처캐피탈의 평균 투자 지분율은 8.96%이다. 한편 평균 최대주주 지분율은 42.47%였으며, 61%의 기업은 대표자가 소유경영자인 경우이다.

기업의 재무적 특성을 살펴보면, 평균 자본금은 40.6억, 평균 매출액은 613억이며, 평균 매출액 성장률은 165.96%이다. 또한, 평균 무형자산 비율과 평균 부채비율은 각각 108.76%, 5.27%였다. 한편, 기업의 특성을 살펴보면, 상장 예비심사를 청구한 기업들의 평균 업력은 13.46년이었으며 평균 임직원 수는 162명이다. 벤처기업 인증 여부의 평균은 0.68로, 코스닥 상장을 신청한 기업 중 약 68%가 벤처기업임을 확인하였다.

마지막으로, 본 연구는 상장 절차에서 주관사 및 회계법인의 명성을 통제하였는데, 연구대상 기업들은 8.79%의 시장 점유율을 가지고 있는 증권사를 상장 파트너로 선택하였으며, 회계법인의 경우 약 74%가 4대 대형 회계법인을 선택하였다.

<표 3> 기술 통계 (Descriptive statistics)

변수	평균	표준편차	최소값	최대값	N
Success	0.83	0.37	0	1	315
VCdummy	0.50	0.50	0	1	315
VC	8.96	12.45	0	65.6	315
LARGE	42.47	21.09	8	100	315
CEO	0.61	0.39	0	1	315
logEquity	4,061	7,106	50	112,084	315
logSales	61,316	79,652	0	757,741	315
Growth	165.96	1744.54	-58.84	30,404.9	315
LNAsset	108.76	160.35	-275.92	1,598.9	315
Lev	5.27	10.11	0	71.79	315
Age	13.46	7.98	1	57	315
Employer	162.11	430.36	17	7,361	315
Venture	0.68	0.47	0	1	315
BIG4	8.79	6.99	0	32.36	315
Reput	0.74	0.43	0	1	315

## 5.2 표본의 특성

앞에서 기술 통계를 통해 연구에 사용된 전체 기업의 특성이 어떠한지 살펴보았다. 하지만 기술 통계로는 상장 성공 기업과 실패한 기업의 정보를 제공하지 못하기 때문에, 회귀분석을 통해 본격적으로 가설을 검증하기에 앞서, 상장 성공한 기업과 실패한 기업으로 나누어 이들의 기술 통계를 살펴보고, 상장 성공 기업과 실패한 기업의 특성이 유의미하게 차이가 있는지 확인하기 위해 독립표본 t 검정 (two-sample t-test)을 시행하였다. 그 결과는 <표 4>에 제시하였다.

벤처캐피탈의 투자여부를 살펴보면, 벤처캐피탈은 상장 성공한 기업의 51%, 상장 실패한 기업의 42%에 투자하였다. 통계적으로 유의미한 차이는 아니지만, 상장 성공 기업에 벤처캐피탈의 투자가 더 많았다. 또한, 벤처캐피탈의 평균 지분율 역시 상장 성공한 기업이 9.42%로 상장 실패한 기업(6.69%)보다 더 높았으며, 이 차이는 통계적으로 유의미하였다. 마찬가지로, 최대주주 지분율도 상장 성공한 기업(43.11%)이 상장 실패한 기업(39.30%)보다 더 높은 것으로 나타났다. 한편 성공 기업과 실패 기업 사이에 대표자 최대주주 여부는 유의미한 차이를 보이지 않았다.

상장에 성공한 기업과 실패한 기업의 재무 변수 중, 통계적으로 유의미하게 차이가 있는 것은 자본금과 매출액이다. 상장 성공한 기업의 자본금(21.77억)과 매출액(23.77억)이 상장 실패한 기업(각각 21.41억, 22.92억)보다 통계적으로 유의미하게 컸다. 또한, 통계적으로 차이는 없었지만, 매출액 성장률과 무형자산의 비율도 상장 성공한 기업이 더 큰 것으로 나타났고, 부채비율은 상장 실패한 기업의 부채비율이 상장 성공한 기업보다 더 높았다.

기업의 특성을 살펴보면, 상장 성공한 기업이 실패한 기업보다 오래되었고, 임직원 수는 더 적었다. 한편, 상장 실패한 기업 중에서 벤처기업의 비율이 더 높았다. 마지막으로, 상장 성공한 기업일수록 명성 있는 주관사와 회계법인을 선택했지만, 통계적으로 유의미한 차이는 아니었다.

<표 4> 상장 성공 및 실패 기업의 특성

변수	N	평균	평균 차이	t-statistics	P	
VCdummy	성공	262	0.51	0.096	1.278	N.S.
	실패	53	0.42			
VC	성공	262	9.42	2.727	1.456	<0.1
	실패	53	6.69			
LARGE	성공	262	43.11	3.813	1.2011	N.S.
	실패	53	39.30			
CEO	성공	262	0.61	-0.016	-0.2140	N.S.
	실패	53	0.62			
logEquity	성공	262	21.77	0.362	2.6822	<0.01
	실패	53	21.41			
logSales	성공	262	23.77	0.846	1.6349	<0.1
	실패	53	22.92			
Growth	성공	262	178.40	105.266	0.4066	N.S.
	실패	53	73.14			
LNAsset	성공	262	8.24	0.018	0.0022	N.S.
	실패	53	8.22			
Lev	성공	262	103.55	-31.015	-1.2855	N.S.
	실패	53	134.56			
Age	성공	262	13.84	2.232	1.8650	<0.05
	실패	53	11.60			
Employer	성공	262	128.73	-114.305	-1.7649	N.S.
	실패	53	243.04			



Venture	성공	262	0.68	-0.041	-0.5891	N.S.
	실패	53	0.72			
BIG4	성공	262	9.02	1.321	1.2547	N.S.
	실패	53	7.70			
Reput	성공	262	0.76	0.058	0.8771	N.S.
	실패	53	0.70			

### 5.3 로지스틱 분석 결과

상장 성공요인에 대한 로지스틱 분석 결과는 <표 5>에 제시되어 있다. 벤처캐피탈의 투자와 관련해서는 투자여부와 투자지분율이라는 두 개의 변수를 활용하였으며, 식(1-1), 식(1-2)에 대한 분석 결과를 제시하였다. 카이 제곱( $\chi^2$ -value)은 5-10%의 유의수준에서 통계적으로 유의한 것으로 나타나, 모형 적합도에 문제가 없다고 해석할 수 있다. 또한, 모형의 설명력 Pseudo  $R^2$ 은 두 모델 모두 약 11%로 나타났다.

<표 5> 로지스틱 분석 결과

	식 (1-1)		식 (1-2)	
	Coefficient	Z-value	Coefficient	Z-value
VCdummy	0.634	1.66*	-	-
VC	-	-	0.035	2.07**
LARGE	0.061	1.95*	0.059	1.91*
LARGEsquare	-0.0004	-1.68*	-0.0004	-1.63
CEO	0.052	0.14	0.119	0.32
logEquity	0.466	2.66***	0.481	2.71***
logSales	0.024	0.55	0.035	0.78
Growth	0.00007	0.25	0.00004	0.13
LNAsset	0.001	0.47	0.001	0.45
Lev	-0.001	-1.44	-0.001	-1.44
Age	0.035	1.44	0.037	1.54
Employer	-0.0006	-1.34	-0.0006	-1.39
Venture	-0.142	-0.31	-0.180	-0.39
BIG4	0.011	0.44	0.012	0.45
Reput	0.208	0.56	0.232	0.63
Cons	-11.261	-2.82***	-11.932	-2.93***
IND & YD	Included		Included	
N	315		315	
카이제곱	32.08*		34.19**	
Pseudo R2	0.1124		0.1198	

\*, \*\*, \*\*\*는 각각 10%, 5%, 1% 수준에서 통계적으로 유의함.

이 연구는 로지스틱 회귀분석을 시행하였는데, 이 분석에서 독립변수가 통계적으로 유의한 양(+)의 값을 지니면, 그 변수가 클수록 상장에 성공할 가능성이 높다는 것을 의미한다. 반면, 독립변수가 통계적으로 유의한 음(-)의 값을 가진다면 그 변수가 낮을수록 상장에 성공할 가능성이 높다고 해석한다.

식(1-1)에 대한 분석 결과를 살펴보면, 벤처캐피탈 투자 여부(VCdummy)의 회귀계수가 양(+)으로 나타나 벤처 캐피탈이 투자한 기업일수록 상장 성공 가능성이 높아졌다. 벤처캐피탈의 투자 지분율을 독립변수로 포함시킨 모델 (1-2)에서도 벤처캐

피탈 투자 지분율(VC)의 회귀계수가 양(+)으로 나타나, 기업에 투자한 벤처캐피탈의 지분율이 높아질수록 상장 가능성이 높아지는 것을 확인했다. 이처럼 벤처캐피탈의 투자가 기업의 상장 성공에 미치는 영향은 두 가지 모형에서 일관되게 나타나, 벤처캐피탈 투자가 기업의 상장 성공 가능성을 높인다는 가설 1이 지지된다. 이러한 결과는 벤처캐피탈 투자를 받은 기업일수록 상장할 가능성이 높아진다는 선행연구와도 유사하며(Poulsen & Stegemoller, 2008), 상장 심사 청구 전에 벤처캐피탈이 그 기업에 투자했다는 것이 그 기업의 상장 성공에 대한 신호 효과가 될 수 있음을 뜻한다(Davila et al., 2003).

한편 최대주주와 성공 여부 간의 관계에 대해서는, 모델 (1-1) 결과에 따르면 최대주주 지분율(LARGE)의 회귀계수는 유의미한 양(+)의 값을, 그리고 최대주주 지분율의 제곱(LARGEsquare)은 유의미한 음(-)의 값을 가졌다. 하지만 모델 (1-2)의 결과에서 최대주주 지분율의 제곱은 통계적으로 유의미한 영향이 없었다. 두 모형의 결과를 종합하면, 상장 심사 청구 시점의 최대주주와 성공여부 간에는 약한 역 U자 관계를 가지는 것으로 보인다. 따라서 최대주주 지분율이 상대적으로 낮을 때는 지분율 증가가 최대주주-외부주주 간의 이해관계를 일치시키며, 최대주주 지분율이 일정 수준을 넘어서면 최대주주의 사익추구가 증가할 것이라는 가설 2를 부분적으로 지지하고 있다.

본 연구는 CEO가 소유경영자인 경우, 상장 성공이 높을 것이라고 예상하였다. 하지만, CEO의 소유경영자 여부는 기업 상장 성공과 통계적으로 유의미한 관계가 없는 것으로 나타나, 가설 3을 기각하였다. 규모가 큰 기업에 비해, 스타트업이나 벤처기업의 경우 전문경영자가 있다고 하더라도, 소유자가 기업을 잘 통제할 수 있다. 즉, CEO가 전문경영인이어서 지분이 작더라도 창업자의 영향력이 크기 때문에 대리인 비용이 통제되고(조신 외, 2018), 따라서 시장에서는 소유경영자 여부를 중요하게 고려하지 않는다고 해석할 수 있다.

통제변수 중에서는 기업의 자본금 규모가 상장 성공과 관련 있는 것으로 나타났다. 모델(1-1)과 모델(1-2)에서 자본금 규모가 큰 기업일수록 상장에 성공할 확률이 높은 것으로 나타났으며, 통계적으로 유의미한 관계가 있었다. 상장 규정에 따르면 기업은 일정 수준 이상의 자기자본을 보유해야 하는데, 상장 성공 기업은 이 규정을 모두 충족하였으므로 자본금과 상장 성공이 유의미한 정(+)의 관계에 있다고 해석할 수 있다. 이밖에 다른 변수들은 선행연구와 다르게 상장 성공에 통계적으로 유의미한 영향을 미치지 않는 것으로 나타났다.

### 5.4 강건성 검증

이 연구는 상장예비심사를 청구한 315개의 기업을 대상으로 분석을 진행하였다. 표본을 살펴보면, 전체 315개의 기업 중 성공한 기업은 262개, 실패한 기업이 53개로 성공 기업과 실패 기업의 표본 차이가 크다. 이러한 차이가 연구 결과에 대

한 신뢰도를 떨어트릴 수 있으므로, 분석 결과의 강건성(Robustness)을 높이기 위해 실패 기업과 성공 기업의 표본의 크기를 같게 만들어 추가 분석을 진행하였다.

<표 6> 실패, 성공 기업 매칭 과정

code	산업 분류	N	step 1	step 2
20	화학 물질 및 화학제품 제조업	8	18	8
21	의료용 물질 및 의약품 제조업	6	29	6
22	고무 및 플라스틱제품 제조업	1	4	1
24	1차 금속 제조업	1	없음	0
26	전자부품, 컴퓨터, 영상, 음향 및 통신장비 제조업	1	40	1
27	의료, 정밀, 광학 기기 및 시계 제조업	4	18	4
28	전기장비 제조업	2	15	2
29	기타 기계 및 장비 제조업	4	26	4
30	자동차 및 트레일러 제조업	1	7	1
38	폐기물 수집, 운반, 처리 및 원료 재생업	1	없음	0
42	전문직별 공사업	1	없음	0
50	수상 운송업	1	없음	0
58	출판업	10	27	10
62	컴퓨터 프로그래밍, 시스템 통합 및 관리업	1	3	1
70	연구개발업	5	15	5
72	건축기술, 엔지니어링 및 기타 과학기술 서비스업	2	1	1
73	기타 전문, 과학 및 기술 서비스업	1	2	1
75	사업 지원 서비스업	2	없음	0
91	스포츠 및 오락관련 서비스업	1	1	1
	합계	53	206	46

추가 분석을 진행하기 위하여, 실패 기업 53개와 각각 산업과 자산규모가 유사한 성공 기업을 매칭시켰다. <표 6>은 실패 기업과 성공 기업의 매칭 과정을 보여준다.

53개의 실패 기업은 19개의 산업에 속해있는데, 첫 번째 단계로 같은 산업에 속해있는 성공 기업을 찾았다(step 1). 다음으로, 같은 산업에 속한 기업 중에서 실패 기업과 자산규모가 유사한 성공 기업을 최종 매칭 표본으로 선정하였다(step 2). 53개의 실패 기업 중, 산업과 자산규모로 매칭할 수 없는 기업을 제외하고, 46개의 성공 및 실패 기업을 최종 표본으로 선정하였다.5)

<표 7>은 최종 92개의 표본으로 로지스틱 회귀분석을 시행한 결과이다. 분석 결과를 살펴보면, 벤처캐피탈 투자 여부(VCdummy)와 벤처캐피탈의 투자 지분율(VC) 회귀계수가 모두 양(+)으로 나타났다. 즉, 벤처 캐피탈이 투자한 기업일수록 상장 성공 가능성이 높아지는 일관된 결과를 확인할 수 있다. 최대주주 지분율 역시 최대주주 지분율(LARGE)의 회귀계수는 양(+)의 값을, 그리고 최대주주 지분율의 제곱(LARGEsquare)은 음(-)의 값을 가지고, 모두 통계적으로 유의미하였다. 이 결과 역시 최대주주 지분율과 상장 성공 간에 약하지만 역 U자 관계를 가지는 것을 보여주어, 연구 결과의 강건함을 보여준다.

<표 7> 강건성 분석 결과

	식 (1-1)		식 (1-2)	
	Coefficient	Z-value	Coefficient	Z-value
VCdummy	2.221	2.82***	-	-
VC	-	-	0.057	2.08**
LARGE	0.119	1.84*	0.111	1.78*
LARGEsquare	-0.001	-1.80*	-0.001	-1.81*
CEO	0.430	0.65	0.630	0.96
logEquity	0.297	1.00	0.280	0.96
logSales	-0.031	-0.49	-0.024	-0.39
Growth	0.0001	0.34	0.0001	0.20
LNAsset	0.003	0.60	0.003	0.51
Lev	-0.001	-0.43	-0.001	-0.50
Age	0.060	1.38	0.047	1.12
Employer	-0.003	-1.08	-0.001	-0.46
Venture	-1.937	-2.10	-1.352	-1.65
BIG4	1.214	1.70	1.034	1.52
Reput	-0.038	-0.84	-0.017	-0.40
Cons	-7.419	-1.14	-7.130	-1.12
IND & YD	Included		Included	
N	92		92	
카이제곱	33.06		28.07	
Pseudo R2	0.2592		0.2201	

\*, \*\*, \*\*\*는 각각 10%, 5%, 1% 수준에서 통계적으로 유의함.

## VI. 결론

본 논문은 2015년 1월부터 2020년 9월까지 약 5년간 코스닥 시장에 예비 심사 청구한 315개의 기업을 대상으로, 상장 성공요인이 무엇인지 살펴보았다. 구체적으로, 예비 심사청구 당시 벤처캐피탈 투자, 최대주주 지분율, 대표이사의 소유구조 특성 등 기업 소유구조가 코스닥 상장 성공 여부에 어떠한 영향을 미치는지 실증 분석하였으며, 주요 결과를 요약하면 다음과 같다.

첫째, 상장 심사 청구 시점의 벤처캐피탈 투자 여부와 벤처캐피탈 투자 지분율은 기업의 상장 성공률을 높여주는 것으로 나타났다. 이는 벤처캐피탈 투자가 정보 비대칭의 문제를 해결해 주며, 벤처캐피탈로부터 투자받은 기업이 유망한 기업이라는 신호 효과가 존재한다는 것을 뜻한다. 즉, 벤처캐피탈의 투자는 기업에게 단순히 자금 지원뿐만 아니라 네트워크, 정보, 경험 등의 무형자원까지 제공해줌으로써 기업의 성과에 긍정적인 영향을 미치고(Bhatt, 2000; Grant, 1996), 이것이 투자자들에게 그 기업에 대한 긍정적인 신호가 된다는 것이다.

둘째, 상장 심사 청구 시점의 최대주주 지분율과 기업의 상장 성공 가능성 간에는 약한 역U자 관계가 존재했다. 최대주주 지분율이 증가함에 따라 도덕적 해이에 대한 우려가 완화되어, 상장 성공 가능성이 높아졌다. 그러나 최대주주 지분율이 지나치게 높아지면 다시 최대주주의 사익 추구에 대한 우

5) 본문에는 제시하지는 않았지만, 매칭한 성공, 실패 기업의 자산으로 t 검정을 수행하였다. 그 결과, 두 샘플의 자산 간에 통계적으로 유의미한 차이가 없는 것으로 나타나(t-statistics: 0.2242), 비교적 매칭이 잘 이루어졌음을 확인하였다.

려로 상장 성공 가능성이 낮아지는 것을 확인하였다.

셋째, CEO의 소유경영자 여부와 기업 상장 성공 가능성 간에는 통계적으로 유의미한 관계가 없었다. 신규상장 기업은 기존의 상장 기업에 비해 상대적으로 규모가 작다. 이 경우, 전문경영자가 있다고 하더라도, 소유자가 기업을 잘 통제할 수 있기 때문에 대리인 비용이 통제된다. 따라서 시장에서 소유경영자 여부를 상장 성공에 대한 신호로 받아들이지 않는다는 것을 뜻한다.

마지막으로, 자본금 규모가 클수록, 부채비율이 낮을수록 상장 성공 가능성이 높은 것으로 나타났다. 즉, 재무구조 건전성이 뛰어난 기업일수록 기업공개 준비가 좀 더 원활함을 확인할 수 있었다.

이러한 결과를 바탕으로 본 연구는 다음과 같은 실무적 시사점을 제공할 수 있다. 이미 시장에 성공한 기업의 재무적 특성에 초점을 맞춘 대부분의 기존 연구와 달리, 이 연구 결과는 상장 성공을 위해서 소유구조를 잘 만들어야 한다는 새로운 시사점을 제공하고 있다. 구체적으로, 상장을 준비하는 기업 관점에서 살펴보면, 첫째, 벤처캐피탈이 투자했다는 것은 투자자에게 이 기업이 미래에 성장성이 좋다는 긍정적인 신호이므로, 기업은 상장 심사를 청구하기 전에 벤처캐피탈 투자를 유치하는 것이 필요하다. 둘째, 최대주주 지분율도 상장 성공률을 높이는 것으로 나타났으나, 최대주주 지분율이 너무 높아지는 경우 오히려 상장 성공률이 낮아졌다. 따라서 기업은 상장 심사를 청구하기 전에 좋은 소유구조를 적절히 만드는 것이 중요하다.

학술적인 측면으로는, 상장 성공 가능성을 높이는데 벤처캐피탈의 투자 여부 및 지분율이 영향을 미치는 주요 변수임을 실증적으로 입증하였다는 점에서 의미가 있다. 이에 관한 유일한 선행연구인 최성호·최정호(2018)는 벤처캐피탈의 투자와 상장 성공률 사이에 유의미한 상관관계를 보이지 못했는데 비해, 본 연구는 벤처캐피탈의 투자와 지분율이 기업의 상장 성공 가능성의 결정요인이 된다는 것을 밝혔다. 두 번째로, 이 연구는 최대주주 지분율이 상장 성공률에 미치는 영향을 재검증하였다. 최대주주 지분율과 기업의 상장의 관계를 살펴본 선행연구는 최대주주 지분율이 높을수록 상장에 성공할 가능성이 높아진다는 결과나(Brau & Fawcett, 2006; Fischer, 2000), 최대주주 지분율은 상장 성공에 통계적으로 유의미한 영향을 주지 않는다는 결과(최성호·최정호, 2018)를 보고하고 있다. 이처럼 관련 연구가 부족한 상황에서 본 연구는 최대주주 지분율과 기업의 상장 성공 간에 비선형 관계를 밝혔다는 점에서 관련 문헌에 기여하였다.

그럼에도 불구하고 본 연구는 다음과 같은 한계점을 가지고 있다. 이 연구에서 스타트업, 벤처기업의 소유구조에 따른 상장 성공에 미치는 영향을 중점적으로 확인하는 것을 목적으로 했다. 이를 위하여 회사 성장에 기여하고 있는 임직원의 지분율을 포함하여 상장 성공에 미칠 수 있는 다양한 소유구조 변수들을 고려하고자 하였다. 하지만, 임직원 지분율은 내부 정보로 외부에 공개되지 않아 모형에 포함하지 못하였다

는 한계가 있다. 또한, 벤처 투자자의 영향을 다양하게 고려하지 못하였다는 점도 한계이다. 이 연구는 벤처캐피탈의 투자여부와 투자지분율을 활용하여 벤처캐피탈의 영향을 측정하려고 노력하였다. 하지만 벤처캐피탈의 명성이나 투자한 벤처캐피탈의 수 등을 고려한다면 벤처캐피탈의 영향을 더욱 명확하게 살필 수 있을 것이다. 향후 더 많은 자료와 방법을 통해 소유구조를 종합적으로 검토할 수 있기를 기대한다.

## REFERENCE

- 김동태·이선화(2016). KONEX 신규상장 결정요인에 대한 연구. *국제회계연구*, 66, 335-354.
- 김병곤·김동욱(2007). 패널자료분석법에 의한 기업지배구조와 기업 가치간의 영향 관계 분석. *금융공학연구*, 6(2), 223-247.
- 김아라·조명현(2011). 소유경영기업의 최고경영자 교체에 관한 실증연구: 소유경영자와 전문경영인의 비교. *전략경영연구*, 14(2), 57-75.
- 김영규·김수환(2011). 중소기업의 소유구조가 IPO 전후의 경영성과에 미치는 영향. *산업경제연구*, 24(2), 911-926.
- 김인숙·이효익·최성호(2014). 신규상장 벤처캐피탈 투자기업의 이익 조정에 관한 연구. *회계학연구*, 39(3), 179-213.
- 김인호(2008). 비상장기업의 IPO, 기업매각, 우회상장의 선택 결정 요인에 대한 비교연구. *한국재무학회 학술대회*, 2008년 5개 학회 공동학술연구발표회, 아산: 한국재무학회.
- 김종일·권수영(2007). 기업공개 결정요인에 대한 사후적 실증분석: 코스닥시장 상장기업을 중심으로. *회계학연구*, 32(3), 89-121.
- 김종일·김은혜(2006). 기업공개 결정요인에 대한 실증연구: 코스닥 시장 상장기업을 중심으로. *회계저널*, 15, 123-158.
- 김진권·안동희(2017). 기업가정신과 동적역량, 혁신활동의 적합성이 경영성과에 미치는 영향. *디지털융복합연구*, 15(1), 163-170.
- 김희석·조경식(2001). 기업공개 결정요인에 관한 실증연구. *한국산업경영학회*, 16(3), 173-195.
- 나중호·박성규·김창수(2007). 비재무적 지표를 이용한 벤처기업의 신규상장(IPO) 성공요인에 관한 연구. *중소기업연구*, 29(2), 1-22.
- 박계현·김도현(2021). 창업자의 사회적 역량과 사회적 자본이 투자 유치 시도방식에 미치는 영향. *벤처창업연구*, 16(1), 21-35.
- 박동일·양영석·김명숙(2021). 창업기업관점에서 바라본 투자자의 투자결정요인에 관한 연구: 물산업 창업기업을 중심으로. *벤처창업연구*, 16(1), 1-19.
- 박범진(2015). 벤처기업의 1대 주주 지분율과 감사보고서차가 감사 보수에 미치는 영향. *회계와 정책연구*, 20(1), 145-173.
- 오세경·한형호(2014). 벤처캐피탈의 역할과 코스닥 IPO기업의 장단기 성과요인에 대한 실증연구. *재무연구*, 27(3), 457-391.
- 윤병섭·김권수·김희오(2011). 벤처캐피탈 투자지분율과 신규공모주 저가발행 효과. *국제회계연구*, 39, 257-282.
- 이광수(2021.05.06.). *[M&A 없는 회수시점 VC, M&A 통한 자금 회수 5년래 '최저'*, 이데일리, Retrieved from <https://www.edaily.co.kr/news/read?newsId=01216886625637392&mediaCodeNo=E>.
- 이광용·신현한·김소연(2019). 벤처캐피탈 투자기업의 성과에 관한 연구: 코스닥 IPO 기업을 중심으로. *벤처창업연구*, 14(2), 15-30.
- 이상원·김지수·류두진(2010). 벤처캐피탈이 IPO 시장에 미치는 영

- 향에 관한 연구: KOSDAQ 시장을 중심으로. *기업경영연구*, 17(2), 1-22.
- 임성준·성상용(2005). 공모전 소유구조가 기업공개(IPO)의 성공에 미치는 영향에 관한 연구. *전략경영연구*, 8(2), 55-79.
- 임은천·김도현(2017). 벤처캐피탈 유형과 기업 성과 관계 연구: 독립벤처캐피탈과 기업형벤처캐피탈 비교연구. *한국산업정보학회논문지*, 22(6), 85-94.
- 조신·정우진(2017). 기업 소유구조가 연구개발비 지출에 미치는 영향: 유가증권시장과 코스닥시장 상장기업 비교를 중심으로. *기술혁신학회지*, 20(1), 239-270.
- 조신·조지형·정우진(2018). 기업 소유구조가 수익성에 미치는 영향: 유가증권시장과 코스닥시장 상장기업 비교를 중심으로. *기업경영연구*, 25(1), 53-79.
- 중소벤처기업부(2018). 2018년도 상반기 벤처투자 동향. Retrieved(2021.05.08.) from [https://index.go.kr/potal/sts/idxMain/selectPoStsIdxMainPrint.do?idx\\_cd=1196&board\\_cd=INDEX\\_001](https://index.go.kr/potal/sts/idxMain/selectPoStsIdxMainPrint.do?idx_cd=1196&board_cd=INDEX_001).
- 최성호·최관(2014). 우회상장제도가 이익의 질에 미치는 영향. *한국경영학회*, 43(6), 1845-1874.
- 최성호·최정호(2018). 신규상장기업의 상장결정요인 분석: 상장예비심사 청구기업을 대상으로. *회계저널*, 27(6), 61-94.
- 한국벤처캐피탈협회(2020). *Venture Capital Market Brief*, Retrieved(2021.05.08.) from [http://www.kvca.or.kr/Program/board/listbody.html?a\\_gb=board&a\\_cd=15&a\\_item=0&sm=4\\_1&page=1&po\\_no=5449](http://www.kvca.or.kr/Program/board/listbody.html?a_gb=board&a_cd=15&a_item=0&sm=4_1&page=1&po_no=5449).
- Aharony, J., Lin, C., & Loeb, M.(1993). Initial Public Offerings, Accounting Choices, and Earnings Management. *Contemporary Accounting Research*, 10(1), 61-81.
- Baron, D. P.(1982). A model of demand for investment banking advising and distribution services for new issues. *Journal of Finance*, 37(4), 959-976.
- Berle, A., & Means, G.(1932). *The Modern Corporation and Private Property*. New Work: MacMillan.
- Bhatt, G. D.(2000). Organizing knowledge in the knowledge development cycle. *Journal of Knowledge Management*, 4(1), 15-27.
- Block, J.(2012). R&D Investments in Family and Founder Firms: An Agency Perspective. *Journal of Business Venturing*, 27(2), 248-265.
- Brau, J. C., & Fawcett, S. E.(2006). Initial public offerings: an analysis of theory and practice. *Journal of Finance*, 61(1), 399-436.
- Cho, S., & Jung, W. J.(2017). The Effects of Corporate Ownership Structure on R&D Expenditures: Comparison between KSE and KOSDAQ Listed Firms. *Korea Technology Innovation Society*, 20(1), 239-270.
- Cho, S., Jo, J. H., & Jung, W. J.(2018). The Effects of Corporate Ownership Structure on R&D Expenditures: Comparison between KSE and KOSDAQ Listed Firms. *Korean Corporation Management Review*, 25(1), 53-79.
- Choi, S. H., & Choi, J. H.(2018). Determinants of Initial Public Offering Firms:Focused on the Firms Applying for Listing Eligibility Review. *Korean Accounting Journal*, 27(6), 61-94.
- Choi, S. H., & Choi, K.(2014). The Effect of Backdoor Listing Requirements and Procedures on Earnings Quality. *Korean management review*, 43(6), 1845-1874.
- Coles, J., Lemmon, M., & Meschke, J.(2012). Structural Models and Endogeneity in Corporate Finance: The Link between Managerial Ownership and Corporate Performance. *Journal of Financial Economics*, 103(1), 149-168
- Davila, A., Foster, G., & Gupta, M.(2003). Venture capital financing and the growth of startup firms. *Journal of Business Venturing*, 18(6), 689-708.
- Demsetz, H.(1983). The Structure of Ownership and The Theory of The Firm. *Journal of Law and Economics*, 26(2), 375-390
- Fischer, C.(2000). *Why do companies go public? Empirical Evidence from Germany's Neuer market*. SSRN Working Paper, 1-43. Retrieved(2021.05.28.) from <http://dx.doi.org/10.2139/ssrn.229529>.
- Gompers, P. & Lerner, J.(1999). An analysis of compensation in the U.S. venture capital partnership. *Journal of Financial Economics*, 51(1), 3-44.
- Grant, R. M.(1996). Toward a knowledge-based theory of the firm. *Strategic Management Journal*, 17, 109-122.
- Gulati, R., & Higgins, M. C.(2003). Which ties matter when? The contingent effects of interorganizational partnerships on IPO success. *Strategic Management Journal*, 24, 127-144.
- Holmström, B.(1979). Moral Hazard and Observability. *The Bell Journal of Economics*, 10(1), 74-91.
- Jensen, M., & Meckling, W.(1976). Theory of The Firm: Managerial Behavior, Agency Costs, and Ownership Structure. *Journal of Financial Economics*, 3(4), 305-360.
- Kim, A. R., & Choi, M. H.(2011). CEO Turnover in Owner-managed firms: The Choice Between Owner-manager and Professional CEO. *Korean Society of Strategic Management*, 14(2), 57-75.
- Kim, B. G., & Kim, D. W.(2007). The Relation of Corporate Governance and Corporate Value: Korean Evidence from Panel Data. *The Korean Journal of Financial Engineering*, 6(2), 223-247.
- Kim, H. S., & Joh, K. S.(2001). An Empirical Study on Determinants of Going Public. *Journal of Buisness Research*, 16(3), 173-195.
- Kim, I. H.(2008). Ways to Go Public: Choice of IPO, Sellout, and Reverse Takeover. *The Korean Finance Association Conference*, 2008 Joint Academic Research Symposium, Asan: The Korean Finance Association.
- Kim, I. S., Lee, H. I., & Choi, S. H.(2014). Earnings Management of Initial Public Offerings: Evidence from Venture Capital-Backed Firms. *Korean Accounting Review*, 39(3), 179-213.
- Kim, J. I., & Kim. E. H.(2006). An Empirical Study on the Determinants of Initial Public Offerings: in the KOSDAQ mark. *Korean Accounting Journal*, 15, 123-158.
- Kim, J. I., & Kwon, S. Y.(2007). The Ex Post-Empirical Study on the Determinants of Initial Public Offerings: in the KOSDAQ market. *Korean Accounting Review*, 32(3), 89-121
- Kim, J. K., & Ahn, D. H.(2017). Effects of the fitness among

- Entrepreneurship, Dynamic capabilities and Innovation activities on Business performance. *Journal of digital convergence*, 15(1), 163-170.
- Kim, M. T., & Lee, S. H.(2016). A Study of Determinants of Initial Public Offerings(IPOs) in the KONEX market. *Korea International Accounting Association*, 66, 335-354.
- Kim, Y. G., & Kim, S. H.(2011). The Impact of SMEs' Ownership on Business Performance Before and After IPO. *Journal of Industrial Economics and Business*, 24(2), 911-926.
- Korean Venture Capital Association.(2020), *Venture Capital Market Brief*, Retrieved(2021.05.08.) from [http://www.kvca.or.kr/Program/board/listbody.html?a\\_gb=board&a\\_cd=15&a\\_item=0&sm=4\\_1&page=1&po\\_no=5449](http://www.kvca.or.kr/Program/board/listbody.html?a_gb=board&a_cd=15&a_item=0&sm=4_1&page=1&po_no=5449).
- Lee, G. S.(2021.05.06.). [Market recover without M&A] VC, Fund collection through M&A is the lowest in five years, Edaily, Retrieved from <https://www.edaily.co.kr/news/read?newsId=01216886625637392&mediaCodeNo=E>.
- Lee, K. Y., Shin, H. H., & Kim, S. Y.(2019). An Empirical Analysis of Corporate Performance According to Existence and Types of Venture Capital. *Asia-Pacific Journal of Business Venturing and Entrepreneurship*, 14(2), 15-30.
- Lee, S. W., Kim, J. S., & Ryu, D. J.(2010). Venture Capitalist Certification in Initial Public Offerings: the Case of KOSDAQ Market. *Korean Corporation Management Review*, 17(2), 1-22.
- Lim, E. C., & Kim, D. H.(2017). A Study of Grandstanding According to the Types of Venture Capital in Korea. *Journal of the Korea Industrial Information Systems Research*, 22(6), 85-94.
- Lim, S. J., & Sung, S. Y.(2005). The Effect of Pre-IPO Ownership Structure on IPO Success. *Journal of Strategic Management*, 8(2), 55-79.
- Long, H. & Zhang, Z.(2014). Examining IPO Success in the Emerging Growth Enterprise Market of China. *Global Economy and Finance Journal*, 7(2), 71-92.
- Meggison, W. L., & Weiss, K. A.(1991). Venture capitalist certification in initial public offerings. *Journal of Finance*, 46(3), 879-903.
- Miller, D., Le Breton-Miller, I., Lester, H., & Cannella, A. (2007). Are Family Firms Really Superior Performers? *Journal of Corporate Finance*, 13(5), 829-858.
- Ministry of SMEs and Startups.(2018). *Trends in venture investment in the first half of 2018*, Retrieved(2021.05.08.) from [https://index.go.kr/potal/stts/idxMain/selectPoSttsIdxMainPrint.do?idx\\_cd=1196&board\\_cd=INDX\\_001](https://index.go.kr/potal/stts/idxMain/selectPoSttsIdxMainPrint.do?idx_cd=1196&board_cd=INDX_001)
- Na, J. H., Park, S. K., & Kim, C. S.(2007). A Study on Success Factors of Initial Public Offerings for Venture Corporation Using Non-Financial Factors. *The Korean Small Business Review*, 29(2), 1-22.
- Oh, S. K., & Han, H. H.(2014). The Short- and Long-Term Performance of Venture-Backed IPO Kosdaq Firms and the Roles of Venture Capitals in Korea. *Asian Review of Financial Research*, 27(3), 457-391.
- Park, B. J.(2015). The Effect of the Largest Shareholder's Share Ratio of Venture Firms and Audit Report Lag on Audit Fees. *Review of Accounting and Policy Studies*, 20(1), 145-173.
- Park, D. I., Yang, Y. S., & Kim, M. S.(2021). A Study on Investors Determinants Addressed by Startup Entrepreneurs: In the Center of Startups in Water Industry. *Asia-Pacific Journal of Business Venturing and Entrepreneurship*, 16(1), 1-19.
- Park, G. H., & Kim, D. H.(2021). The Influence of the Founder's Social Competence and Social Capital on Access to Funding Sources. *Asia-Pacific Journal of Business Venturing and Entrepreneurship*, 16(1), 21-35.
- Poulsen, A. B., & M. Stegemoller.(2008). Moving from private to public ownership: Selling out to public firms versus initial public offerings. *Financial Management*, 37(1), 81-101.
- Rao, H.(1994). The social construction of reputation: certification contests, legitimation, and the survival of organizations in the American automobile industry 1895-1912. *Strategic Management Journal*, 15, 29-44.
- Rock, K.(1986). Why New Issues Are Underpriced. *Journal of Financial Economics*, 15, 187-222.
- Stuart, T. E, Hong, H., & Hybels, R. C.(1999). Interorganizational endoresements and the performance of entrepreneurial ventures. *Administrative Science Quarterly*, 44(2), 315-349.
- Stulz, R.(1988). Managerial Control of Voting Rights: Financing Policies and the Market for Corporate Control. *Journal of Financial Economics*, 20, 25-54.
- Yoon, B. S., Kim, K. S., & Kim, H. O.(2011). The Impact of Venture Capitalists Ownership on the Underpricing of KOSDAQ IPOs. *Korean International Accounting Review*, 39, 257-282.

## The Effect of Ownership Structure on IPO Success: Empirical Evidence from Non-listed Firm\*

Sowon Kim\*\*  
Shin Cho\*\*\*  
Jeehyung Jo\*\*\*\*

### Abstract

The purpose of this study is to examine the influence of the ownership structure of unlisted firms on KOSDAQ listing. There are few studies analyzing the characteristics of listing success based on ownership structure. For startup executives, there is not enough data to refer to the ownership structure that can increase the possibility of listing. This paper examines the effects of ownership structure on IPO success through comparison between listed successful and failed companies among the companies in application for KOSDAQ listing eligibility review.

The major findings are as follows; (1) Venture capital investment and shareholding have a statistically positive effect on the success of KOSDAQ listing. This results indicate that the venture capital's investment alleviate the problem of information asymmetry, and it is a valid signal for market participants. The result means the role of venture capital seems to be important when companies are listed on the KOSDAQ. (2) The largest shareholder's stake has an inverted-U shape relationship with listing success. In other words, the ownership concentration mitigates moral hazard problem, which leads to listing success. However, if the ownership concentration exceeds a certain level, the chances of success in listing will decrease due to concerns over the pursuit of private interests. The result suggests that the largest shareholder's stake reduce agency problem. This study academically contributes to the existing literature by demonstrating the ownership structure affects IPOs, and explaining the results based on agent theory and signal theory. Our results provide practical implications for companies preparing for an IPO on the KOSDAQ.

*KeyWords: Initial public offering, Venture capital, Ownership structure, KOSDAQ*

---

\* This paper was modified based on Sowon kim's master's thesis.

\*\* First Author, Associate, Investment Team, Mira Partners, sowon2080@gmail.com

\*\*\* Co-Author, Professor, Graduate School of Information, Yonsei University, shincho@yonsei.ac.kr

\*\*\*\* Corresponding Author, PhD. Candidate, Graduate School of Information, Yonsei University, jee\_cho@yonsei.ac.kr