

경영학석사 학위논문

기업벤처캐피탈 투자기업 IPO의 성과
분석

Aftermarket Performance of Initial Public Offerings of
Corporate Venture Capital-Backed Companies

지도교수 이 기 환

2003년 2월

한국해양대학교 대학원

해운경영학과

김 강 혁

경영학석사 학위논문

기업벤처캐피탈 투자기업 IPO의 성과
분석

Aftermarket Performance of Initial Public Offerings of
Corporate Venture Capital-Backed Companies

지도교수 이 기 환

2003년 2월

한국해양대학교 대학원

해운경영학과

김 강 혁

본 논문을 김강혁의 경영학 석사학위 논문으로
인준함.

위원장 안기명 인

위 원 이기환 인

위 원 류동근 인

2002년 12월

한국해양대학교 대학원
해운경영학과

<< 목 차 >>

제 1 장 서 론	1
제 1 절 연구목적	1
제 2 절 연구의 방법 및 구성	4
제 2 장 연구의 이론적 배경	6
제 1 절 벤처캐피탈의 종류	6
1. 중소기업 창업투자회사	7
2. 신기술사업 금융회사	7
3. 기업벤처캐피탈	8
4. 투자 조합	8
5. 엔젤 투자	9
제 2 절 기업벤처캐피탈에 관한 연구	10
1. 기업벤처캐피탈(CVC)의 개념과 의의	10
2. 기업벤처캐피탈(CVC)의 발전배경	13
3. 기업벤처캐피탈(CVC)의 형태	15
1) 외부적 기업벤처캐피탈	16
(1) Pooled Funds	16
(2) Client-based funds	17
2) 내부적 기업벤처캐피탈	17
(1) 기업이 관리하는 벤처캐피탈 펀드	18
제 3 절 벤처캐피탈의 제3자 보증역할에 관한 연구	18
제 3 장 연구방법 및 가설설정	22
제 1 절 초과수익률 추정모형과 검정방법	22
제 2 절 가설설정	24

제 4 장 실증분석	27
제 1 절 표본선정	27
제 2 절 단기초과 수익률분석	27
1. 등록일 이후 30일간 초과수익률 차이 분석	28
2. 수정된 등록일 이후 30일간 초과수익률 차이 분석	29
3. IPO까지의 소요기간 차이분석	32
4. 기업벤처캐피탈의 소유지분변동 분석	35
제 5 장 결 론	39
참 고 문 헌	42
부록	46

<< 표 차 례 >>

<표 2-1> 미국 기업벤처캐피탈의 증가 추이	14
<표 2-2> 유명한 기업벤처캐피탈 펀드	15
<표 2-3> 기업벤처캐피탈의 유형	16
<표 3-1> 연구가설 요약	26
<표 4-1> 실증분석 표본기업	27
<표 4-2> 등록일 이후 30일간 초과 수익률평균의 기술통계	28
<표 4-3> 등록일 이후 30일간 초과수익률평균의 분산분석	29
<표 4-4> 등록일 이후 30일간 초과 수익률평균의 사후분석	29
<표 4-5> 수정된 등록일 이후 30일간	30
<표 4-6> 수정된 등록일 이후 30일간	31
<표 4-7> 수정된 등록일 이후 30일간	31
<표 4-8> 기업벤처캐피탈 투자에 따른	33
<표 4-9> 기업벤처캐피탈 투자에 따른	33
<표 4-10> 기업벤처캐피탈 투자에 따른	34
<표 4-11> 우리 나라 매각제한 제도의 주요 내용	35
<표 4-12> 기업벤처캐피탈 투자유형에 따른 지분변동	36
<표 4-13> 기업벤처캐피탈 투자유형에 따른 지분변동의 T-test	37
<표 4-14> 가설검증의 요약	38

제 1 장 서 론

제 1 절 연구목적

외환위기 이후 거센 구조조정 속에서 우리 나라는 벤처와 코스닥 열풍에 휩싸였다. 이는 위기에 처한 경제를 살리기 위한 돌파구로서 정부의 벤처기업 육성 정책과 맞물려 빠른 변화를 나타내고 있는 정보화사회에 능동적으로 대처할 수 있는 산업으로 IT 및 소프트웨어 관련 산업이 부각되면서 나타난 현상이다. 이러한 결과로서 코스닥시장은 급성장 하였고 성공한 벤처기업을 양성하게 되었으며, 사회적 붐을 일으켜 투자자금회수 시장으로서 역할을 충분히 감당하면서 자금이 고수익을 쫓아 벤처캐피탈투자(신기술금융회사 및 중소기업창업투자회사)와 엔젤자본형태로 구성되어 벤처기업에 유입되었다. 조달된 자금은 기업성장과 연구개발, 사업체 확장, 재무구조 건실화, 자본이익배당의 사이클을 거치면서 자본시장을 활성화하였고, 고용창출과 새로운 산업의 등장은 국부창출에 기여하게 되었다.

더욱이 전통적 기업관이 무너지면서, 새로운 경제 탈출구로서 많은 비난 속에서도 벤처와 코스닥시장의 열풍은 쉽게 가라앉지 않을 현상처럼 보였으며, 벤처기업에 대한 투자는 기업과 개인을 가리지 않고 하여야 되는 필수불가결한 일처럼 여겨짐에 따라 무분별한 투자가 이루어지는 사태가 발생하기도 하였다. 하지만 이제는 한 때의 열풍이 지나 투자의 거품이 빠지고 옥석이 가려지는 시점이다. 무분별한 투자의 실상이 너무나 큰 폐해로 나타나면서, 건전한 투자의 보상이 더욱 크게 느껴지는 실태이다.

기존의 일반 기업들은 기업의 경쟁력 제고를 위하여 또는 투자안의 하나로서 벤처기업에 투자하여 왔다. 이를 미국과 영국을 비롯한 선진국에서는 CVC(corporate venture capital) 또는 기

업벤처캐피탈이라고 부르며 이에 대한 연구가 선행되어 왔다.

기업벤처캐피탈은 대기업 또는 성공한 벤처기업 등 일반기업이 기술적 경쟁력, 또는 시장경쟁력 제고를 위하여 투자하는 것으로 알려져 있으나, 단순히 재무적 성과만을 추구하는 경우도 많은 것으로 나타났다. 기업벤처캐피탈은 크게 내부적 투자(internal investments)와 외부적 투자(external investments)로 대별하는 데, 내부적 투자는 사내벤처 및 벤처기업에 대한 직접투자를 말하며, 외부적투자의 경우 벤처투자의 전문가인 외부 전문가에게 투자를 일임하며 그에 대한 펀드를 제공하는 것으로서, 일반 벤처캐피탈의 투자조합에 참여하거나 또는 기업내부에 벤처캐피탈을 설립하여 운영하는 것을 말한다.¹⁾

미국의 경우 기업벤처캐피탈은 시대에 따라 큰 변화를 보이고 있다. 1960년대 후반부터 1970년대 초반까지 포춘지 선정 500대 기업의 25%가 기업벤처캐피탈 투자를 하였다(Gompers and Lerner, 1998). 그러나 1973년부터 IPO시장의 하강과 더불어 기업벤처캐피탈 투자 역시 감소하였다. 1970년대 후반과 1980년대 후반 다시 한 번의 증가와 감소를 경험한 뒤, 1990년대 중반에 이르러 기업벤처캐피탈 투자는 벤처캐피탈 산업의 재부상과 함께 증가하고 있다. 1998년 미국 벤처캐피탈 펀드의 30%가량이 기업벤처캐피탈의 자금이며, 1999년에는 1998년의 투자금액의 4배 증가한 70억 달러가 투자된 것으로 알려졌다(The Corporate Venturing Report 2000).

현재 미국의 벤처캐피탈은 전통적인 벤처캐피탈업계와 대기업이 주축이 된 기업형 벤처캐피탈이 양대 축을 이루고 있으며 이러한 형태는 세계적인 추세가 되고 있다. 자금력과 경영노하우를 갖춘 대기업들의 가세로 유망 벤처기업이 대거 육성될 것이라는 긍정적인 면도 있지만 벤처기업을 앞세워 계열기업 확장의 수단으로 삼는 것이 아닌가 하는 우려의 시각도 있다.

1) McNally(1997)

우리 나라의 경우에도 벤처캐피탈의 주축을 이루고 있는 150여개의 창투사 중 1/3 정도인 약 50여개의 창투사가 일반기업이 대주주인 창투사이며, 창투사가 운영하는 투자조합의 투자금액의 상당액이 일반기업에서 투자한 것으로 나타나고 있다.²⁾

또한 기업벤처캐피탈에는 대기업뿐만 아니라 성공한 벤처기업들이 벤처캐피탈 회사를 설립하는 경향도 두드러지고 있다. 국내의 경우에도 세원텔레콤, 스탠다드텔레콤, 인터파크, 자넷시스템, 콤팩시스템, 텍슨, 핸디소프트, 제이씨현시스템 등의 벤처기업들이 각각 벤처캐피탈 회사를 소유하고 있는 것으로 알려져 있다. 한편 무한기술투자자와 같은 경우는 메디슨, 터보테크, 세림이동통신 등 다수의 벤처기업들이 연합하여 설립한 대표적인 벤처캐피탈 회사이기도 하다. 이러한 벤처기업들의 사업다각화 현상은 일부 코스닥시장의 급성장과정에서 벤처기업들이 상당규모의 잉여자금을 가지게 된 것에 기인하는 측면이 있다.

벤처캐피탈이 주로 수행하고 있다고 밝혀진 여러 역할 중 IPO와 관련된 중요한 역할은 기업의 공개지원기능과 IPO 이후의 지속적인 감시 및 경영지원활동으로 볼 수 있다. 기업공개지원기능은 벤처캐피탈의 명성이 기업의 가치를 보증하는 역할을 하여 기업공개시장에서 정보불균형을 해소하여 지나친 저가발행을 방지함으로써 기업이 제대로 된 가치를 시장에서 보상받도록 하는 역할이다. 또한 IPO 이후에도 지분을 보유하며 지속적인 감시활동과 경영지원활동을 수행함으로써 IPO 당시의 단기적인 자금의 회수를 통한 수익보다는 기업의 계속된 성장을 통한 배당수익과 같은 장기적인 수익을 추구함으로써 기업의 성장과 발전에 큰 공헌을 한다는 것이다.

이에 기업벤처캐피탈의 벤처투자가 일반 벤처캐피탈과 같이 IPO시 기업공개시장에서 정보불균형을 해소하는 보증역할을 수행하고 있는지 또한 IPO 이후에도 지속적인 감시활동 및 경영지원

2) 벤처캐피탈협회, 『벤처캐피탈』, 2002년 봄호

활동을 수행하는지 그리고 기업벤처캐피탈의 유형에 따라 그 성과 및 역할에 어떠한 차이가 있는지를 살펴보고자 한다.

제 2 절 연구의 방법 및 구성

본 논문의 목적은 첫째, 기존의 문헌과 연구에 관한 고찰을 통하여 기업벤처캐피탈의 개념 및 의의, 발전배경, 형태에 관하여 살펴볼 것이다. 둘째, 코스닥에 등록된 기업들 중 기업벤처캐피탈의 지원을 받은 기업들을 대상으로 해서, 벤처캐피탈의 보증역할 및 명성자본(reputation capital)에 대한 차이를 실증연구를 통해서 살펴본다. 이를 검증하기 위하여 2000년 1월부터 2002년 1월 사이의 코스닥 등록기업 중 31개의 기업벤처캐피탈 직접투자 기업과 31개의 기업벤처캐피탈 간접투자기업 그리고 이에 대응하는 벤처캐피탈 비투자기업간 비교 분석을 통해서 차이를 확인한다.

본 연구는 벤처기업의 공개시장인 코스닥시장에 등록된 기업벤처캐피탈 지원 기업들을 대상으로 하여 경영자문 및 참여, 기업공개지원 등의 보증역할을 수행하고 있는지에 대한 실증연구를 시도한다. 벤처캐피탈의 보증역할에 관한 연구에서는 공모가 대비 수익률의 차이와 인수업자의 명성(Megginson and Weiss, 1991), 인수업자의 경험(Lerner, 1994) 등의 변수가 사용되었는데, 본 연구에서는 시장조정모형을 이용한 코스닥 등록일 이후 비정상수익률의 차이와 공개기업의 설립에서 공개까지의 기간을 변수로 도입하였으며, 벤처캐피탈의 공개시점과 이후 지분변동을 살펴봄으로써 그 역할을 규명하고자 한다. 먼저 기업벤처캐피탈의 제3자 보증역할을 규명하기 위해 2000년 1월 이후 2002년 1월 31일까지의 IPO 기업 중 기업벤처캐피탈 직접투자기업과 일반기업이 대주주인 벤처캐피탈이 투자한 기업벤처캐피탈 간접투자기업 그리고 벤처캐피탈이 투자되지 않은 기업으로 표본을 세 집단으로 구분하여

집단간의 초과수익률의 차이를 비교분석한다. 만약 기업벤처캐피탈이 IPO에 있어서 제 3자 보증역할을 충분히 수행하였다면, 정상적 초과수익률을 실현함으로써 투자자와 발행자와의 정보불균형을 완화시킬 것으로 판단할 수 있다.

또한, 벤처캐피탈은 지속적 자금조달과 추가적 IPO를 수행하기 위해 투자기업의 IPO를 서두르는 성향(Gompers, 1996)이 있는데, 미국의 경우 벤처캐피탈의 자금조달이 주로, 벤처펀드조성에 있기 때문에 벤처캐피탈의 명성이 중요한 역할로 작용한다. 따라서, 조기 IPO는 벤처캐피탈의 명성을 높이고 추가적 펀드의 조성을 가능하게 하며, 만약 투자기업의 위험도가 높다면, 상대적으로 이러한 위험을 줄이는 효과를 가져올 수 있다. 본 연구에서는 이러한 독립적 벤처캐피탈의 조기 IPO 현상이 기업벤처캐피탈에서도 발생하는지를 규명하기 위해 기업벤처캐피탈 직접투자기업과 기업벤처캐피탈 간접투자기업 그리고 벤처캐피탈 비투자기업간의 등록일까지의 기간 차이를 살펴보고자 한다.

이를 위하여 벤처캐피탈과 기업벤처캐피탈에 관한 문헌 및 자료를 탐색함으로써 선행연구를 수행하였으며, SPSS 10.0을 이용하여 T-test 및 일원배치분산분석(ANOVA)을 활용하여 실증분석을 수행하였다.

본 연구는 다음과 같이 구성되어 있다. 제 1 장은 서론으로써 연구의 목적과 그 방법 및 구성에 대해서 논의하고 있다. 제 2 장에서는 연구의 이론적인 배경이 되는 벤처캐피탈의 유형 및 역할 그리고 기업벤처캐피탈 의의 및 특징에 관한 내용과 선행연구를 살펴볼 것이다. 제 3 장에서는 실증연구를 위한 자료의 선정 및 기본적인 가설을 설정함으로써 코스닥시장에 있어서의 기업벤처캐피탈의 역할을 살펴본다. 제 4 장에서는 실증연구를 해석하고 있으며, 그리고 마지막 제 5 장에서는 결론 및 한계점을 제시한다.

제 2 장 연구의 이론적 배경

제 1 절 벤처캐피탈의 종류

벤처캐피탈은 새로운 지식과 기술을 기초로 하나 제품과 서비스를 생산하고 시장을 개척하여 사업성공시 높은 성장과 수익을 기대하는 사업이라고 생각되어지는 벤처기업에 있어서 가장 중요한 요소이다.³⁾ 기본적으로 고성장성, 고수익성을 추구하는 벤처캐피탈은 벤처기업의 특성상 벤처기업에 우호적인 관계를 조성하는데 일익을 담당하고 있다. 기술 및 지식집약성이라는 특성을 바탕으로 한 경쟁우위를 추구하여 혁신을 통한 원가율을 낮추게 되어 고수익성을 추구하며, 성장잠재력이 높은 산업에 진출하여 산업의 성장과 더불어 기업의 급성장이 가능한 독특한 특성을 가진 벤처기업으로서는 창업초기의 자금조달과 경영지원에 어려움이 많아 벤처캐피탈의 지원을 얻기 위하여 노력하고 있다. 이처럼 벤처기업에 있어서 중요한 역할을 하는 벤처캐피탈은 여러 비판도 함께 받고 있다. 벤처의 활성화 정책과 코스닥시장의 활황으로 인하여 많은 벤처캐피탈이 생겼고 또한 많은 벤처기업이 코스닥에 상장되었으나 정작 가장 많은 혜택을 입은 벤처캐피탈이 그 역할을 제대로 수행하지 못하고 있기 때문이다. 벤처캐피탈은 자금지원기능 이외에도 벤처인큐베이팅, 마케팅, 인력조달, 전략적 사업계획 수립, 벤처기업재배구조 형성, IPO 이전에 벤처기업에 대한 사전 검증 등 그 역할이 매우 다양하며 중요함에도 불구하고 영세한 자본구조, 전문인력 부족 등의 이유로 인하여 그 역할을 제대로 수행하지 못할 뿐만 아니라 코스닥시장의 활성화를 틈타 기업의 상태를 고려하지 않는 무차별적인 벤처기업의 IPO와 더불어 IPO를 통

3) 지용희 · 이윤보 · 한정화(1999), p.111

하여 단기적인 자본이득만을 얻고 떠나는 기회주의적인 행태마저 보이고 있어서 그 역할에 대하여 의문을 갖게 한다.

이러한 벤처캐피탈에 대한 의문에서 이를 보완 또는 개선할 수 있는 방안으로서 엔젤투자의 활성화, 연기금 등 대형 펀드의 벤처캐피탈 참여 등이 논의되고 있다. 여기에 또 하나의 방안으로서 이미 사업체를 설립하여 경영활동을 수행하고 있는 기업의 벤처기업 투자에 대하여 연구하고자 한다.

이상에서와 같은 상황을 고려하여 기업벤처캐피탈을 포함하여 벤처기업에 자금을 지원하고 있는 벤처캐피탈을 정의하면, 고도의 기술력과 장래성은 있으나, 자본과 경영능력이 취약한 기업에 기업설립 초기 단계부터 자본과 경영관리, 기술 지도 등 종합적인 지원을 제공함으로써 투자기업을 육성한 후 높은 자본이득을 회수하는 금융활동을 말하며 다음과 같이 분류하여 설명할 수 있다.⁴⁾

1. 중소기업 창업투자회사

중소기업창업투자회사는 그 동안 통상적으로 위험이 높고 자본능력과 담보가 취약하여 기존의 금융기관의 지원을 받기 힘들었던 벤처기업을 발굴하여 투자하는 한편, 지속적으로 단계적으로 적절한 재무, 회계, 마케팅에서의 후속지원을 하는 등 벤처기업이 상장기업으로 성장하기까지 동반자의 입장에서 컨설팅 업무를 병행하고 있는 회사이다.

2. 신기술사업 금융회사

신기술금융회사는 중소기업의 창업과 기술개발을 중점 지원하고있는 중소기업 창업투자회사와 함께 우리 나라의 벤처캐피탈

4) 김웅(2001), p.20-25

의 한 축을 이루고 있다. 중소기업 창업투자와는 근거법률과 공적 벤처캐피탈의 성격을 가진다는 차이가 있으며, 자금의 조달과 운용에 있어서 중소기업 창업투자회사와는 차이점이 있다. 중소기업 투자회사가 지분투자 위주의 투자와 제한적인 자금대여를 수행하고 있는 반면 신기술 금융회사는 투자, 융자, 리스, 팩토링과 같은 좀 더 다양한 수단으로 자금이 운용되고 있다. 하지만 이러한 차이에도 불구하고 일반적인 명칭으로 중소기업 창업투자회사와 구분 없이 창투사라고 불린다.

3. 기업벤처캐피탈

현재 미국의 벤처캐피탈은 전통적인 벤처캐피탈업계와 대기업이 주축이 된 기업형 벤처캐피탈이 양대 축을 이루고 있으며 이는 세계적인 추세가 되고 있다. 자금력과 경영노하우를 갖춘 대기업들의 가세로 유망 벤처기업이 대거 육성될 것이라는 긍정적인 면도 있지만 벤처기업을 앞세워 계열기업 확장의 수단으로 삼는 것이 아닌가 하는 우려의 시각도 있다.

또한 기존의 성공한 벤처기업들이 벤처캐피탈 회사를 설립하거나 직접 투자하는 경향이 두드러지고 있다. 이는 상당한 자금력을 가지게 된 벤처기업이 국내시장의 규모제한 때문에 대기업들이 그랬던 것처럼 다각화를 통한 성장을 추구하였던 것이라 볼 수도 있다.

4. 투자 조합

투자조합이란 일반투자자나 법인이 조합원으로 출자한 자금을 벤처캐피탈회사가 집행하는 투자형태를 말한다. 1987년 9월 최초의 투자조합이 결성되어 현재 중소기업법에 따른 ‘중소기업창업 투자조합’, 신기술사업금융지원법에 따른 ‘신기술사업투자조합’ 등

이 있다. 현재 이러한 투자 조합은 벤처캐피탈산업에 있어서 가장 중요한 투자재원 조달 방법이다. 벤처기업에의 간접투자의 한 방법으로 창업투자회사가 구성하는 투자조합결성에 참여하는 방법이 있다. 그 동안 창업투자회사들의 개인투자 유치는 대부분 주변의 재산가들이나 벤처기업가들을 통해서 이루어지는 등 상당히 폐쇄적인 성격이 강하여 일반인들의 접근이 용이하지 못했던 것이 사실이다. 그러나 비상장/비등록 벤처기업에 대한 관심이 높아지면서 최근 들어 뮤추얼펀드처럼 공개적으로 개인투자자들을 상대로 펀드를 공모하는 경우가 흔해 지고 있다. 투자회사의 투자조합은 크게 2 가지의 장점을 가지고 있다. 첫째, 우선 대부분 코스닥등록 이전의 비상장기업에 투자하기 때문에 코스닥에 투자하는 것보다 수익률이 클 수가 있다. 둘째, 창업투자회사에서 직접운용하기 때문에 개인들이 비상장기업에 투자하는 것보다 위험성이 적다. 최근에 엔젤 투자가 급증하고 있지만, 기술과 경영 등 기업전반에 대해 평가 할 수 있는 전문가가 아니라면 투자위험성이 클 수밖에 없다.

5. 엔젤 투자

엔젤(angel)은 벤처기업의 기업화 초기단계(early stage)에 천사처럼 나타나 필요한 자금을 공급하는 개인투자자를 말한다. 즉, 엔젤은 창업 직후 자금조달이 어려운 벤처기업에 대해 필요한 자금지원과 경영에 관한 자문 등을 수행하는 개인투자자를 가리키는데, 때로는 비즈니스 엔젤(business angel) 또는 비제도권 엔젤(informal venture capital)이라고도 한다. 이러한 엔젤은 벤처기업에 직접 투자할 수 있는 방법 중의 하나이며, 미국 실리콘밸리의 성공에 빠질 수 없는 것이 이 엔젤투자라고 할 수 있다.

엔젤은 벤처캐피탈보다 과감하게 투자하며, 또한 정형화된 규정이나 투자규칙이 없다. 기업과 상황에 따라 수시로 협상을 벌려

투자여부를 결정하는 등 유연한 의사결정을 할 수 있는 장점도 있다. 벤처기업의 입장에서 보면 투자유치에 걸리는 시간도 엔젤과 협상하면 훨씬 빨리 절차가 마무리될 수 있으며 엔젤 투자의 방식으로는 개인이 직접 투자의 주체가 되는 엔젤, 엔젤들의 자치적인 모임이라 할 수 있는 엔젤클럽, 그리고 법률적으로 조합의 성격인 개인엔젤투자조합이 있다. 정부에서는 엔젤투자조합 결성요건 완화, 엔젤네트워크의 형성, 엔젤투자에 대한 세금감면 등 엔젤투자에 대한 지원을 하고있다.

제 2 절 기업벤처캐피탈에 관한 연구

1. 기업벤처캐피탈(CVC)의 개념과 의의

기업벤처캐피탈은 이미 사업체를 설립하여 경영활동을 수행하고 있는 기업이 일반적으로 전략적 동기로써 창업기업에 지분투자를 하는 것을 말한다. 기업벤처캐피탈 투자는 창업기업과의 새로운 사업관계가 성립되거나 또는 고객/공급자, 기술교환약정과 같은 지속적인 관계 형성의 시작이다. 기업벤처캐피탈은 사내벤처, 독립적 벤처캐피탈, 금융·투자기업, 합작투자를 위한 지분투자와는 구분된다.

독립적 벤처캐피탈의 주요 목적이 재무적 성과인 반면에 기업은 창업기업에의 투자에서 재무적 성과와 전략적 성과 모두를 기대한다. 동시에 기업벤처캐피탈 투자를 받은 창업기업은 독립적 벤처캐피탈로부터 얻지 못한 전략적 혜택을 기업 투자자로부터 얻기 위하여 노력한다. 창업기업에 이익이 되는 기업벤처캐피탈의 전략적 자원은 생산능력, 유통망, 경영의 전문성 등을 포함한다. 덧붙여 기업벤처캐피탈의 투자는 명성 있는 기업과의 제휴와 같은 효과 및 고객, 공급자 그리고 다른 투자자에게 사업모델의 가능성

을 인정받을 수 있는 등의 효과로 창업기업의 평판을 높인다.

기업벤처캐피탈의 자본비용은 일반적으로 벤처캐피탈의 자본비용보다 낮고, 또한 기업벤처캐피탈은 성과보수를 지급해야 할 의무가 없기 때문에 기업벤처캐피탈은 전반적으로 비용이 낮은 편이다.

기업벤처캐피탈은 투자수익률도 중요하지만 전략적인 투자 역시 매우 중요하다. 기업벤처캐피탈은 전략적 동기보다 재무적 성과를 추구하여 투자할 때 보다 단기적으로 운영된다. 이와 같이 기업벤처캐피탈이 재무적 성과를 지향하여 운영되면 투자의 회수 시장인 증권시장이 안정적이지 못하다는 문제에 부딪히게 된다. Hellmann, Scott Milius and Gerald Risk(1995)는 Apple사의 경우를 들며, 우수한 재무적 성과를 거두었음에도 불구하고 전략적 유인의 부족으로 기업벤처캐피탈을 더 이상 유지하지 못하게 되었다. 따라서 기업벤처캐피탈은 전략적 동기가 수반되어야 한다고 보고하였다. 반면, Gompers and Lerner(1998)는 순수하게 재무적 동기만을 목적으로 운영되는 기업벤처캐피탈 투자는 전략적 동기가 수반된 투자에 비하여 장기적으로 성공하기 어렵다고 보고하였다. 또한 기업벤처캐피탈의 역사적 실패는 목적의 부재, 비효율적인 기업의 권한 위임 그리고 불충분한 보상체계 때문이라고 밝혔다.

Skyes(1986)는 Exxon사를 사례로 하여 미국의 1980년대의 기업벤처캐피탈투자는 기업의 다각화 전략의 목적으로 신규시장에 진출하기 위한 핵심역량을 갖추기 위하여 이루어졌다고 보고하고 있다. 이와 같은 연구는 명확한 목적의 부재는 재무적 성과 추구로 종결되어 투자의 결과에 대하여 불만족을 초래한다는 사실을 보고하고 있다.

Skyes(1986)와 Siegel(1988)은 비효율적인 기업의 권한 위임은 기업벤처캐피탈 활동에 있어서 다른 요소들과 가장 상충되는 요소로 나타나며, 내부기업벤처캐피탈의 정책은 자금의 할당, 벤처캐피

탈투자 위험에 대한 잘못된 태도 등과 담당관리자의 주의태만과 같은 일반적인 문제를 내포하게 된다고 보고하였다.

불충분한 보상체계는 여전히 기업벤처캐피탈의 관리에 문제를 일으킨다. 기업은 투자에 따른 전략적 성과와 재무적 성과의 대치에 따라 발생하는 투자담당자의 보상 문제의 상반관계에 직면하게 된다. 기업은 기업의 전략적 성과 달성을 중시하지만 투자담당자의 재무적 성과를 기반으로 보상체계가 이루어졌기 때문에 항상 이에 따른 갈등이 발생하게 된다. 기업의 전략적 투자의 적절성을 높이기 위해서는 투자의 재무적 성과뿐만 아니라 전략적 성과의 달성에 따른 보상체계를 구축하는 것이 중요하다. 기업벤처투자의 전략적 혜택을 가정한 보상체계는 궁극적으로 기업의 주가에 반영된다. 전략적 혜택을 측정할 수 있는 척도로서 주가가 가장 일반적으로 사용되기 때문이다.

최근의 기업벤처캐피탈에 관한 연구로는 Gompers와 Lerner(1998)가 기업벤처캐피탈의 투자 성공에 공헌하는 요소에 관한 실증연구를 투자기업의 IPO정도를 척도로 하여 측정하였다. 그 결과 전략적 동기에 의한 투자가 재무적 성과를 추구하는 기업벤처캐피탈의 간접투자보다 성공적이라고 보고하였다. Maula 와 Murray(2000)는 기업벤처캐피탈의 성과를 공동투자와 단독투자의 차이로 연구하였다. 그 결과 벤처캐피탈 단독 투자기업보다 기업벤처캐피탈과 벤처캐피탈의 공동투자기업의 성과가 더 높으며, 기업벤처캐피탈 단독 투자기업보다 기업벤처캐피탈간의 공동 투자기업의 성과가 더 높다고 보고하였다. 이는 공동투자가 투자의 위험을 감소시키며, 외부에 투자의 건전성과 투자기업의 사업성을 알리는 신호효과가 발생하기 때문이다. McNally(1996)는 영국의 기업벤처캐피탈에 관하여 연구하였다. 기업벤처캐피탈을 대기업과 벤처기업간의 협력으로 파악하였으며 특히 기술기반 창업기업을 중심으로 하여 기업벤처캐피탈의 활동과 창업기업가와 기업이 직면하는 문제에 관하여 연구하였다. Hellmann(1998)은 내부기업의

도덕적 해이 문제에 대한 경제적 모델을 개발하였다. 기업벤처캐피탈의 투자가 가져오는 문제점, 특히 창업기업의 성공과 벤처캐피탈투자기업과 창업기업의 존속 문제에 관하여 창업기업의 핵심역량의 누출과 벤처캐피탈기업의 도덕적 문제를 중심으로 하여 경제적 모델을 개발하였다. Antje(2000)은 기업벤처캐피탈 투자의 전략적 이점을 연구하였으며, 기업벤처캐피탈의 전략적 동기에 따른 투자의 가치를 파악할 수 있는 프레임워크를 설계하였다.

2. 기업벤처캐피탈(CVC)의 발전배경

기업벤처캐피탈 사업은 경기순환(business cycle)이 적용된다. 미국의 예를 들면, 1986년부터 1993년까지는 기업벤처캐피탈의 투자가 축소되는 기간이었으며, 1994년부터 2000년까지는 기업벤처캐피탈의 투자가 증가하는 기간이었다. 2000년 3월 이후 주식시장의 붕괴 이후에도 기업벤처캐피탈의 투자는 줄어들지 않았다. 그러나 2001년에는 소위 말하는 닷컴회사들의 몰락과 나스닥 주식시장의 급락 등의 영향으로 기업벤처캐피탈의 투자액은 급격히 감소하고 있다.

기업벤처캐피탈은 지난 1994년~2000년까지 6년동안 2억 5,000만 달러에서 100억 달러로 성장하였으며, 전체 벤처캐피탈 펀드 중 기업벤처캐피탈이 차지하는 비중은 2%에서 15%로 성장하였다(<표 2-1>참조).

<표 2-1> 미국 기업벤처캐피탈의 증가 추이

연도	기업벤처캐피탈 펀드 수
2000	28
1999	15
1998	10
1997	10
1996	23
1996년 이전	30

자료: Venture One

기업벤처캐피탈은 2000년 나스닥 주식시장의 붕괴에도 불구하고 가장 많은 183억 달러의 투자를 기록하였으며, 이는 미국 전체 벤처캐피탈 투자의 18%에 해당하는 것이며, 1999년 기업벤처캐피탈의 투자액보다 67% 성장한 것이다. 특히 2000년 4/4분기의 예를 보면, 많은 회사들이 5,000억 달러에서 5억 달러의 펀드를 새로이 시작한 것을 볼 수 있다.

미국의 기업벤처캐피탈은 1998년~1999년까지 현저히 투자를 늘린 것을 알 수 있으며, 1998년에는 전체 벤처캐피탈 투자금액 191억 달러 중 기업벤처캐피탈의 투자금액이 11억 달러였으나, 1999년 3/4분기까지 전체 벤처캐피탈 투자금액 286억 달러 중 기업벤처캐피탈의 투자금액이 35억 달러로 늘어났다. 2000년에는 기업벤처캐피탈의 투자금액이 더욱 늘어나 2000년 3/4분기까지 기업벤처캐피탈의 투자금액은 거의 50억 달러에 이른다.

다음의 <표 2-2>에서는 1993년부터 1999년까지 기업벤처캐피탈을 설립한 여러 회사, Cisco, Microsoft, Adobe, Texas Instrument, Nokia, Lucent, Oracle, Intel 등의 자금규모와 평균투자금액, 투자수익률 등이 정리되어 있다.

<표 2-2> 유명한 기업벤처캐피탈 펀드

(단위: 백만달러)

기업	기업벤처캐피탈	시작 연도	펀드 규모	1998년 수익	평균 거래 규모
Cisco	Business Development Div.	1993	-	8,460	3
Microsoft	Corporate Development Div.	1994	2,000	14,400	25
Adobe	Adobe Venture, L.P.	1994	80	1,000	0.5~3
Texas Instrument	Ti Venture, L.P.	1996	100	8,500	4~6
Nokia	Nokia venture	1998	100	15,700	1~5
Lucent	Lucent Venture Partner	1998	100	30,000	12.5
Siemens AG	Mustang Venture	1998	300	70,000	0.5~2
Panasonic	Panasonic Venture	1998	50	59,800	-
MCI WorldCom	MCI WorldCom Fund	1998	500	30,000	17.5
Oracle	Oracle Venture Fund	1999	100	7,1000	2~5
Intel&alliance	Intel64 Fund	1999	250	26,300	3~5

자료: Venture One

3. 기업벤처캐피탈(CVC)의 형태

McNally(1997)는 기업벤처캐피탈을 <표 2-3>에서 보는 바와 같이 두 가지 주요 형태로 나누어 분류하고 있다. 벤처기업에 투자하고 있는 기업 외부의 벤처캐피탈을 통하여 자본의 투자가 이루어지는 외부적(간접적) 투자, 그리고 기업이 내부에 독립적인 벤처기업 투자기구를 두고 직접적으로 투자기업을 선택·지원하는 내부적 투자(직접적)에 의한 투자가 그것이다. 두 형태의 투자는 서로 상이한 기업 구조와 투자 수단 그리고 투자 특징들과 관련되어 진다.

<표 2-3> 기업벤처캐피탈의 유형

투자 형태	외부관리 벤처캐피탈 펀드(간접투자펀드)		내부관리벤처펀드 (직접투자펀드)
투자 수단	독립된 벤처캐피탈 펀드(참여형태)	독립된 벤처캐피탈 펀드(고용, 소유형태)	기업내부 관리펀드
투자 성격	혁신적 소기업에 재투자 기업투자가는 실질적인 역할을 하거나 투자기업과의 전략적 파트너십을 구축		금융지원과 실질적 관계와 참여 venture nurturing - 전략적 파트너십의 한 형태, 마케팅, 생산, R&D 등의 지원

자료: McNally(1997), p.38

1) 외부적 기업벤처캐피탈

외부적 기업벤처캐피탈은 통상적으로, 경험 있는 벤처캐피탈리스트들에 의해 운영·관리되는 독립된 벤처캐피탈펀드에 자금의 운용을 맡기는 것과 기업에 의해서 설립된 독립된 벤처캐피탈을 통하여 투자하는 것을 말한다. 이러한 투자의 형태는 기업 위임의 가장 간단한 형태를 대표한다. 외부적 기업벤처캐피탈은 일반적으로 Pooled funds 와 client-based fund가 있다.

(1) Pooled Funds

Pooled Funds는 독립된 벤처캐피탈 펀드에 파트너의 일원으로 참여하는 형태이다. 기업벤처캐피탈은 다수의 투자자들로부터 자금을 투자 받아 운영되어지는 전문적인 벤처캐피탈 펀드에 자금을 맡기고 운용하도록 함으로서 전문적인 투자능력의 부족에서 오는 위험을 회피하려고 한다. 미국과 영국의 경우 기업벤처캐피탈들은 전형적으로 두 개에서 다섯 개 정도의 펀드에 투자하며,

이 펀드들은 대부분이 특정 산업분야에 집중적으로 투자함으로써 투자분야를 특화했다는 점이 주목된다. 우리나라의 창투사가 운영하는 투자조합이 이와 같은 성격을 가진다. 이 펀드들은 기업벤처캐피탈의 자금과 이외의 연기금, 보험회사와 같은 기관투자자 및 개인투자자의 자금을 포함하여 창업 및 벤처기업에 투자한다. 또한 기업벤처캐피탈은 펀드운영자로부터 포트폴리오 기업에 대한 보고서와 모든 거래가 다달이 기록된 월별보고서를 받는다.

(2) Client-based funds

Client-based funds는 기업으로부터 투자를 받아 설립된 벤처캐피탈을 포함하여 투자의 목적 및 운영이 기업의 영향력 아래에 있는 펀드를 말한다. 이와 같은 펀드는 기업의 전략적 발전과 관련이 있는 작은 투자기업들의 포트폴리오를 만든다. 이처럼 특정한 기업의 목적과 영역에 맞춰진 특수한 펀드의 파트너는 투자자금을 지원한 기업뿐이다. 비록 client-based 펀드가 명백하게 외부적으로 관리되고 여기에 기업벤처캐피탈의 직접투자과 뚜렷한 구분이 있다하더라도 기업벤처캐피탈은 pooled fund에 투자할 때보다 더 많은 권한과 역할을 할 수 있게 된다. 이해관계의 핵심영역을 정의하는 것과 공개적으로 알려진 어떠한 투자안일지라도 심사 및 거절을 할 수 있는 가장 큰 권리를 얻는 것이 그것이다.

2) 내부적 기업벤처캐피탈

외부적 기업벤처캐피탈 전략과 같이 기업벤처캐피탈의 직접 투자도 두 가지 형태로 나뉘어 질 수 있다. 기업이 관리하는 벤처캐피탈 펀드와 ad hoc/one-off 투자가 그것이다.

(1) 기업이 관리하는 벤처캐피탈 펀드

이것은 전속의(captive) client-based fund 투자의 테마와는 다른 것이며 내적인 관리를 포함하고 있다. 큰 기업은 자회사의 형태로 그들 자신의 벤처 캐피탈을 설립하고, 운영의 독립성을 보장하면서 그들의 자치권이 있는 관리를 즐긴다. 독립적인 벤처 캐피탈 펀드에서도 이러한 펀드는 비슷한 방법으로 운영된다; 그것은 투자기회들을 구별하고 평가한다. 그리고 이해관계에 있는 회사에 소수의 주식 투자를 하고, 종종 포트폴리오 회사들의 위원회의 한자리를 차지한다. 이 접근은 보통 큰 캐피탈 경비를 포함한다.

제 3 절 벤처캐피탈의 제3자 보증역할에 관한 연구

지금까지 벤처캐피탈을 포함한 사적자기자본의 종류 및 투자 동향 그리고 기업벤처캐피탈의 개념과 연구동향 등에 대해 살펴보았다. 기업벤처캐피탈도 크게 보아 벤처캐피탈의 한 부분으로 볼 수도 있어, 기업벤처캐피탈의 지원을 받은 기업의 IPO와 그렇지 않은 기업 사이에는 어떠한 차이가 있을 것으로 판단된다. 이 논문에서 지금까지 거의 연구가 이루어지지 않은 기업벤처캐피탈의 IPO시장에서의 보증역할을 조사해 보고자 한다. 따라서 본 절에서는 벤처캐피탈의 보증역할과 관련한 선행연구를 고찰해 보고자 한다. 이러한 벤처캐피탈의 보증역할에 대한 문헌고찰을 통해 기업벤처캐피탈의 보증역할이 필요한 이론적 실증적 배경을 제시하고자 한다.

벤처캐피탈의 궁극적 목표는 투자기업의 공개라 할 수 있겠는데, 벤처캐피탈은 이를 통해 투자자금을 획수하고 투자수익을 획득하여 축적된 자본을 다른 유망한 투자기업탐색과 재투자

연결하기 때문에 기업공개지원에서 벤처캐피탈의 역할은 매우 중요한 부분이다.

Rock(1986)은 IPO시 공개기업에 대한 정보에 대하여 보다 우수한 정보를 소유한 투자자들과 그렇지 못한 투자자들이 존재함으로써 발생하는 정보의 불균형성(information asymmetry)때문에 IPO시 저가발행이 발생한다고 보고하고 있다. 이러한 저가발행 현상은 발행기업이나 주간사회사가 기업의 내재가치를 고의적으로 낮게 책정한다는 것이다. 따라서 유능한 벤처캐피탈이 제3자 보증 역할을 적절히 하고 있다면 기업의 내재가치가 IPO시 주가에 적절히 반영되어, 저가발행 현상은 일어나지 않을 것이다.

Lerner(1994)는 1978년부터 1992년까지 생명공학관련의 벤처캐피탈지원을 받은 350개 기업을 표본으로 기업공개시 벤처캐피탈리스트의 공개시기 및 사적 자금조달의 시기 결정에 관한 역할을 실증분석한 바, 공개시기는 자기자본의 가치가 높을 때, 즉 시장이 활황일 때 공개를 통해 자금을 조달하며, 업력이 높은 벤처캐피탈일수록 이러한 현상이 나타남을 조사하였다.

Meggison & Weiss(1991)는 1983년부터 1987년까지 벤처캐피탈이 투자되어 공개된 벤처기업과 동종업종의 공개규모가 같은 일반기업에 대하여 각각 320개를 비교·분석하여 벤처캐피탈리스트들이 벤처기업의 신규주식에 대해 보증역할을 수행하며 명성 있는 회계감사인이나 인수기관의 보증을 부분적으로 보충하는 제3자 보증역할을 한다고 주장하였다. 주요 연구결과로는 우선 벤처캐피탈의 지원을 받은 벤처기업이 명성 있는 감사인과 인수기관에 의해 공개되어 기관투자자들의 관심을 끌게 함으로써 일반기업보다 기관투자자의 지분률이 높은 것으로 보고되었다. 다음으로는 상장일 초과수익률은 일반기업이 11.9%, 벤처기업이 7.1%로서 벤처지원 최초공모주가 보다 적게 할인·발행되었고, 인수수수료도 벤처기업이 낮아 벤처캐피탈이 보다 짧은 기간내의 기업공개와 공개비용을 감소시키는 역할을 하고 있는 것으로 밝혀졌다. 끝으로

기업공개 후에도 상당한 지분을 소유하고 있다는 것은 벤처캐피탈리스트들이 신뢰할만한 확증의 결속체 역할을 하기 때문이라고 제시하고 있다.

Barry, Muscarella, Peavy & Vetsuypens(1990)는 1978년부터 1987년까지 공개된 미국의 433개 벤처기업과 1,123개의 일반기업을 대상으로 기업공개시 벤처캐피탈리스트의 역할에 대해 연구하였다. 이들은 벤처캐피탈리스트들이 대주주와 같은 감시기능을 통해 투자자로서 적극적인 역할을 수행하며, 투자에 대한 경험과 전문지식은 일반투자자들에게 ‘중요한 신호’를 전달하게 되므로 기업공개시 주식의 할인발행을 감소시켜 주는 역할을 한다고 하였다. 연구결과는 참가 벤처캐피탈의 수가 많고, 벤처캐피탈리스트들이 이사회에 관여한 기간이 길수록, 또한 벤처기업의 설립 후 상장시까지 기간이 길수록, 벤처캐피탈리스트의 상장건수가 많을수록, 벤처캐피탈 보유 투자지분이 높을수록 할인발행의 정도가 감소한다고 하였다.

기업공개에 있어서 벤처캐피탈의 역할에 대한 국내의 연구는 이기환·임병균·최해술(1998)은 1987년부터 1996년 6월 사이에 최초공모주 발행이 되고 증권거래소에 상장된 기업 25개의 표본기업과 벤처캐피탈리스트의 지원을 받은 기업으로 규모와 업종 및 상장시기 등이 비슷한 대응기업 25개를 표본 쌍으로 벤처캐피탈의 역할을 검정하였다. 그 결과 벤처캐피탈이 인수회사 등과 같이 최초공모주에 있어 외부투자자와 내부투자자 사이의 정보불균형의 갭을 줄이는 제3자 보증가설은 성립하지 않는 것으로 보고하였다.

장상수, 길재욱(2000)은 코스닥등록기업 중 벤처캐피탈 지원기업 34개와 비지원기업 34개를 대응시켜 최초공모주의 공모가 대비 시가 및 등록일 종가의 수익률과 비정상초과수익률, 그리고 공모잔량을 종속변수로 사용하였다. 분석결과 등록일 초과수익률에서 벤처캐피탈 지원기업과 비지원기업의 평균 시가의 경우 각각

6.4%, 2.7%를, 종가의 경우 9.1%, 6.7%를 나타내 벤처지원기업의 저가발행정도가 높은 것으로 조사하고 있지만, 두 집단간의 차이는 통계적으로 유의하지 않아 벤처캐피탈의 역할이 뚜렷하지 않은 것으로 보인다. 하지만, 비정상 누적초과수익률 분석에서는 벤처캐피탈 지원기업의 저가발행규모가 비지원기업에 비해 훨씬 높게 나타나 벤처캐피탈 지원기업의 저가발행정도가 높아 벤처캐피탈의 지원역할이 나타나지 않음으로 보고하고 있다. 공모잔량에 있어서도 등록전 시장상황이 좋을수록 잔량이 적은 것으로 나타나지만, 전체적으로 벤처캐피탈의 보증역할이 나타나지 않은 것으로 보고하고 있다.

이처럼 기업공개에 있어서 벤처캐피탈의 보증역할에 관한 연구들을 바탕으로 하여 벤처캐피탈의 한 부분인 기업벤처캐피탈이 투자기업의 기업공개시 시장의 정보불균형을 완화시켜 적정한 기업가치를 시장에 반영하는데 중요한 역할을 하는지 또한 기업벤처캐피탈의 전략적 투자 목적이 기업공개 후 지속적인 경영지원활동을 유지하게 하는지에 관하여 규명하고자 한다.

제 3 장 연구방법 및 가설설정

제 1 절 초과수익률 추정모형과 검정방법

본 연구는 앞선 선행연구와 같이 국내에서도 기업벤처캐피탈이 기업공개시점에서 제3자 보증역할이 나타나는 지를 알아보기 위해 IPO 기업들을 기업벤처캐피탈 직접투자기업과 기업벤처캐피탈 간접투자기업으로 분류하여 등록일 이후 초과수익률을 통한 단기성과를 분석하였다. 초과수익률은 일반적으로 시장모형법(Market Model Method), 평균조정수익률법(Mean Adjusted Return Method), 시장조정수익률법(Market Adjusted Return Method) 등의 방법을 통해 구할 수 있는데, 본 연구에서는 시장조정수익률법을 사용하고 있다. 그 이유는 앞선 두 가지의 방법(시장모형법, 평균조정수익률법)은 과거의 시장자료에 의하거나 과거의 평균적인 주가자료의 움직임을 통해 현재의 초과수익률을 계산하고 있기 때문에 본 연구에서는 사용하기가 불가능하다. 따라서 공모이후 특정주식의 실현수익률과 시장실현수익률을 차이를 통해 초과수익률을 계산하고자 한다.

$$AR_{it} = R_{it} - R_{mt} \text{-----} (1)$$

AR_{it} : 주식 i의 t시점에서의 초과수익률

R_{it} : 주식 i의 t시점에서의 실현수익률

R_{mt} : 시장 포트폴리오의 t시점에서의 실현수익률

여기서 R_{it} 와 R_{mt} 는 다음의 식 (2)와 같이 구한다.

$$R_{it} = \frac{P_{it} - P_{it-1}}{P_{it-1}} \text{-----} (2)$$

P_{it} : t일의 개별주식 가격

P_{it-1} : t-1 일의 개별주식 가격

시장포트폴리오 실현수익률은, 1996년 7월 1일을 기준지수 100으로 설정한 코스닥종합주가지수를 도입하였다.

$$R_{mt} = \frac{I_{it} - I_{it-1}}{I_{it-1}} \text{-----} (3)$$

I_t : t일의 종합주가지수

I_{t-1} : t-1일의 종합주가지수

평균초과수익률은 개별주식의 초과수익률을 모두 합한 후 표본기업 수로 나누었다.

$$AR_t = \frac{1}{N} \sum_{i=1}^n AR_{it} \text{-----} (4)$$

AR_t : 평균초과수익률

N : 표본기업수

이와같은 초과수익률 추정모형과 SPSS 10.0을 사용하여 분석대상인 기업벤처캐피탈 지원기업의 IPO와 벤처캐피탈 비지원기업의 IPO간의 초과수익률 차이 및 IPO까지 소요된 기간의 차이를 분산분석을 통하여 검정할 것이다. 또한 기업벤처캐피탈의 지원유형에 따른 IPO 이후의 지분율의 차이는 T-Test를 사용하여 어떠한 차이가 있는가를 검정할 것이다.

제 2 절 가설설정

벤처기업의 자금조달시장인 코스닥시장에서 기업벤처캐피탈의 보증역할이 존재하는지를 규명하기 위한 본 연구는 기존의 선행연구와 같이 단기성과의 차이를 통해 보증역할의 유무를 살펴보고자 한다.

앞에서 논의하였듯이 기업벤처캐피탈리스트가 보증역할을 수행하여 IPO시장에서 정보불균형을 줄여준다면 기업벤처캐피탈을 투자 받은 기업의 IPO 수익률이 낮아야 할 것이다. 그런데 만약 등록일 이후 초과수익률에서 기업벤처캐피탈 지원기업이 벤처캐피탈 비지원기업보다 높게 나타날 경우 저가발행현상이 존재하는 것으로 판단하여, 벤처캐피탈의 제3자 보증역할이 기능하지 않고 있는 것으로 볼 수 있다.

가설 1 : 기업벤처캐피탈 투자기업의 초기 초과수익률은 벤처캐피탈 비지원기업의 초과수익률보다 낮을 것이다.

Gompers(1996)는 벤처캐피탈이 추가적인 자금조달을 위해 조기 IPO를 통한 자금회수를 실시하며 또한, 투자기업의 성숙도가 낮은 경우 조기 IPO를 통해 위험을 회피한다고 보고하고 있다. 또한 그들이 관여한 IPO 기업수는 그들의 명성도를 나타내는 척도로 나타나므로 벤처캐피탈은 IPO 시기를 단축시키는 역할로 작용하고 있다. 이러한 현상을 조기업적과시효과(grandstanding)라 하는데 일반벤처캐피탈이 아닌 기업벤처캐피탈의 경우에도 나타나는지를 살펴보기 위해 표본기업들의 설립일로부터 등록일까지의 기간차이를 분석하였다. 만약 기업벤처캐피탈이 지원한 기업의 등록까지의 기간이 벤처캐피탈비지원기업보다 짧다면 벤처캐피탈의 조기업적과시효과가 존재한다고 가정할 수 있을 것이다.

하지만, 기업벤처캐피탈의 경우에 기업벤처캐피탈 직접투자는

전략적 동기가 강하므로 시너지 효과의 강화를 위해 투자기업에 대해 지속적인 정보수집활동과 모니터링, 경영지원을 통해 기업가치를 정확히 평가할 것이며, 투자기업의 자본가치가 가장 높을 때 IPO를 실시함으로써 투자수익률을 극대화시킬 수 있다. 반면 기업 벤처캐피탈 간접투자는 재무적 성과를 중시하는 경향이 있을 것으로 예상되므로 벤처캐피탈 비지원기업보다 IPO까지 소요되는 기간이 짧을 것이다. 이는 명성이 높은 벤처캐피탈은 투자기업의 수익률을 극대화하기 위해 성급한 IPO를 행하지 않으며 이것은 IPO를 통한 조기업적과시효과(grandstanding)가 그들의 명성에 큰 영향을 미치지 않기 때문이며, 투자기업의 성숙도가 절정에 이를 때까지 그들은 충분히 IPO시기를 늦출 수 있다는 Gompers(1996)의 선행연구와도 일맥상통한다고 할 수 있다. 따라서, 다음과 같은 가설을 설정할 수 있다.

가설 2 : 기업벤처캐피탈 중 직접투자형태로 자금을 지원 받은 기업의 IPO까지 소요되는 기간은 기업벤처캐피탈의 간접투자형태로 자금을 지원 받은 기업에 비해 그 기간이 길 것이다.

가설 3 : 기업벤처캐피탈 중 간접투자형태로 자금을 지원 받은 기업의 IPO까지 소요되는 기간이 벤처캐피탈의 지원을 받지 않은 기업에 비해 그 기간이 짧을 것이다.

벤처캐피탈리스트는 기업공개이후에도 상당한 지분을 보유하고 있어 투자기업의 성장을 지원하는 것으로 선행연구(Barry, Muscarella, Peavy and Vetsuypens, 1990 ; Megginson and Weiss, 1991)에서 보고한 바 있다. 이는 기업벤처캐피탈 직접투자의 경우 전략적 동기가 바탕에 존재하므로 지분을 계속적으로 보유하여 투자기업에 영향을 미치려고 할 것이며, 반면 기업벤처캐피탈 간접투자는 상대적으로 재무적 성과에 대한 압박을 받게되고

이에 따른 조기 IPO를 실시하게 된다. 이때 조기 IPO는 투자기업의 성숙도가 낮을 것으로 판단이 되는 바 기업벤처캐피탈 간접투자자는 보유지분 매각을 통해 위험을 헤지하려 할 것이다. 따라서 기업벤처캐피탈 직접투자자는 기업벤처캐피탈 간접투자자에 비해 IPO 이후 보유지분의 감소가 덜할 것이라는 예상을 할 수가 있다.

가설 4 : 직접투자형태의 기업벤처캐피탈의 지원을 받은 기업의 IPO시 보유지분 감소비율이 간접투자형태의 기업벤처캐피탈의 지원을 받은 기업의 IPO 보다 낮을 것이다.

<표 3-1> 연구가설 요약

가설	내 용
가설-1	기업벤처캐피탈 투자기업의 초기 초과수익률은 벤처캐피탈 비지원기업의 초과수익률보다 낮을 것이다.
가설-2	기업벤처캐피탈 중 직접투자형태로 자금을 지원 받은 기업의 IPO까지 소요되는 기간은 기업벤처캐피탈의 간접투자형태로 자금을 지원 받은 기업에 비해 그 기간이 길 것이다.
가설-3	기업벤처캐피탈 중 간접투자형태로 자금을 지원 받은 기업의 IPO까지 소요되는 기간이 벤처캐피탈의 지원을 받지 않은 기업에 비해 그 기간이 짧을 것이다.
가설-4	직접투자형태의 기업벤처캐피탈의 지원을 받은 기업의 IPO시 보유지분감소비율이 간접투자형태의 기업벤처캐피탈의 지원을 받은 기업의 IPO 보다 낮을 것이다.

제 4 장 실증분석

제 1 절 표본선정

본 연구는 벤처기업의 자금조달시장인 코스닥시장에서 기업 벤처캐피탈의 제3자 보증역할에 관한 실증분석을 목적으로 하고 있다. 본 연구에서 이용된 분석기업은 2000년 1월 1일부터 2002년 1월 31일까지 코스닥시장에 등록된 기업 중 기업벤처캐피탈 중 직접투자형태로 파악되는 31개 기업과 기업벤처캐피탈의 간접투자자로 파악되는 31개 기업과 이에 대응하기 위하여 공모금액과 공모시기가 비슷한 35개의 벤처캐피탈 비지원기업을 선정하였다. 기업벤처캐피탈의 직접투자 대상기업은 금융업을 제외한 일반기업의 등록 전 지분 투자 중에서 투자기업과의 관계사 또는 계열사의 관계에 있지 아니하고 기존의 기업이 일방향으로 지분투자한 경우만을 표본으로 선정하였다. 반면 기업캐피탈 간접투자자는 기존의 창투사 중 일반기업이 대주주로 있는 창투사가 투자한 기업을 대상으로 선정하였다.

<표 4-1> 실증분석 표본기업

벤처캐피탈 직접투자 기업	벤처캐피탈 간접투자기업	벤처캐피탈 비지원기업	계
31 개	31 개	35 개	97 개

제 2 절 단기초과 수익률분석

본 절에서는 기업벤처캐피탈의 IPO시장에서의 역할을 초기

초과수익률의 분석을 통해 살펴보고 있다.

1. 등록일 이후 30일간 초과수익률 차이 분석

<표 4-2>에 따르면 기업벤처캐피탈 투자기업들의 등록일 이후 30일간의 초과수익률이 벤처캐피탈 비지원기업과 비교하여 직접투자형태로 지원 받은 기업의 초과수익률이 높은 반면에 간접투자형태로 지원 받은 기업은 낮음을 알 수 있다. 이는 선행연구에서와 같이 기업벤처캐피탈이 일반벤처캐피탈과 같이 어느 정도 코스닥 IPO시장에서 보증역할을 수행 할 가능성이 있음을 보여주고 있다.

<표 4-2> 등록일 이후 30일간 초과 수익률평균의 기술통계

	N	평균	표준편차	표준오차	평균에 대한		최소값	최대값
					95% 신뢰구간 하한값	상한값		
기업벤처캐 피탈직접 투자기업	31	0.006544	0.022789	0.004093	-0.001815	0.014903	-.02014	.09683
기업벤처캐 피탈간접 투자기업	31	-0.001125	0.015280	0.002744	-0.006730	0.004480	-.03940	.02936
벤처캐피탈 비지원기업	35	0.000157	0.059318	0.010027	-0.004696	0.036056	-.03691	.34053
합계	97	0.007390	0.039117	0.003972	-0.000494	0.015273	-.03940	.34053

하지만, <표4-3>과 <표 4-4>에서 보듯이 세 집단간의 분산 분석 결과 세 집단의 초과수익률의 차이에서 통계적 유의성을 찾기는 어렵다. <표 4-3>에서 세 집단의 분산분석 결과 유의확률 0.219로서 통계적으로 유의성이 없는 것으로 보고되고 있다. <표 4-4>에서 보여주고 있는 것처럼 사후분석을 통하여 집단간의 차이를 보다 상세하게 파악하였으나 세 집단 간 어느 집단간에도 초

과수익률의 차이를 통계적으로 검증할 수는 없었다. 이것은 기업 벤처캐피탈이 IPO시장에서 발행자와 투자자사이의 정보불균형을 해소하는 데 다소간의 역할을 하고 있음을 짐작할 수 있으나 이를 입증할 수는 없음을 뜻한다. 앞으로 보다 많은 기업벤처투자 기업들이 코스닥시장에 등록되어 충분한 표본이 수집된다면 선행연구를 입증할 수 있는 연구가 이루어 질 수 있으리라 생각되어 진다.

<표 4-3> 등록일 이후 30일간 초과수익률평균의 분산분석

	제곱합	자유도	평균제곱	F	유의확률
집단-간	0.004675	2	0.002338	1.545	.219
집단-내	.142	94	0.001513		
합계	.147	96			

<표 4-4> 등록일 이후 30일간 초과 수익률평균의 사후분석

(I) 기업유형	(J) 기업유형	평균차 (I-J)	표준오차	유의확률	95% 신뢰구간	
					하한값	상한값
기업벤처 캐피탈직접 투자기업	기업벤처캐피탈 간접투자기업	0.007668	0.009880	.741	-0.016902	0.032242
	벤처캐피탈 비지원기업	-0.009136	0.009593	.637	-0.032998	0.014725
기업벤처 캐피탈간접 투자기업	기업벤처캐피탈 직접투자기업	-0.007668	0.009880	.741	-0.032242	0.016905
	벤처캐피탈 비지원기업	-0.016805	0.009593	.221	-0.040666	0.007056
벤처캐피탈 비지원기업	기업벤처캐피탈 직접투자기업	0.009136	0.009593	.637	-0.014725	0.032998
	기업벤처캐피탈 간접투자기업	0.016805	0.009593	.221	-0.007056	0.040666

2. 수정된 등록일 이후 30일간 초과수익률 차이 분석

코스닥 시장의 IPO시 지나친 기대심리에 의해 발생하는 버블현상으로 인해 수익률이 기업의 실제적인 가치에 관계없이 높아지는 현상을 패드(fads)현상이라고 한다. 따라서 등록일 이후 상하

한가 행진이 끝나는 시점을 기준으로 하여 초과수익률을 계산하는 경우의 시장조정수익률은 수정된 초과수익률로 볼 수 있는데, 이를 등록일 이후 초과수익률과 비교하여 벤처캐피탈의 보증역할을 검증할 수 행하는데 있어 유용할 것으로 생각되어 계산하여 보았다.

<표 4-5> 수정된 등록일 이후 30일간
초과수익률 평균의 기술통계

구분	N	평균	표준 편차	표준 오차	평균에 대한 95% 신뢰구간		최소값	최대값
					하한값	상한값		
기업벤처캐 피탈직접 투자기업	31	-0.003886	0.013859	0.002489	-0.008969	0.001198	-.02474	.03116
기업벤처 캐피탈간접 투자기업	31	-0.005487	0.013126	0.002357	-0.010302	-0.000673	-.02896	.02369
벤처캐피탈 비지원기업	35	-0.002735	0.014150	0.002392	-0.007596	0.002125	-.03540	.03148
합계	97	-0.003983	0.013641	0.001385	-0.006732	-0.001233	-.03540	.03148

주: IPO 후 상하한가 행진이 끝나는 날을 기준으로 초과수익률을 계산하였음.

<표 4-5>에 의하면 기업벤처캐피탈 투자기업들의 수정된 등록일 이후 30일간의 초과수익률 역시 등록일 이후 30일간의 초과수익률처럼 벤처캐피탈 비지원기업에 비교하여 초과수익률이 낮음을 알 수 있다. 이는 선행연구에서와 같이 기업벤처캐피탈이 일반벤처캐피탈과 같이 어느 정도 코스닥 IPO시장에서 보증역할을 할 가능성을 나타내고 있다.

하지만, <표4-6>에서 보듯이 세 집단 간의 분산분석 결과 세 집단의 초과수익률의 차이에서 통계적 유의성을 찾기는 어렵다. 또한 <표 4-7>에서처럼 사후분석을 통하여 집단간의 차이를

보다 상세하게 파악하였으나 세 집단 간 어느 집단 간에도 초과수익률의 차이를 통계적으로 검증할 수는 없었다. 이는 기업벤처캐피탈이 IPO시장에서 발행자와 투자자사이의 정보불균형을 해소하는 데 다소간의 역할을 하고 있음을 시사하고 있으나 통계적 유의성은 없는 것으로 보고되고 있다.

<표 4-6> 수정된 등록일 이후 30일간
초과 수익률평균의 분산분석

	제공합	자유도	평균제공	F	유의확률
집단-간	1.249E-04	2	6.247E-05	.331	.719
집단-내	1.774E-02	94	1.887E-04		
합계	1.786E-02	96			

<표 4-7> 수정된 등록일 이후 30일간
초과 수익률평균의 사후분석

(I) 기업유형	(J) 기업유형	평균차 (I-J)	표준 오차	유의 확률	95% 신뢰구간	
					하한값	상한값
기업벤처 캐피탈직접 투자기업	기업벤처캐피탈 간접투자기업	0.001602	0.003489	.900	-0.007077	0.010280
	벤처캐피탈 비지원기업	-0.001150	0.003388	.944	-0.009577	0.007276
기업벤처 캐피탈간접 투자기업	기업벤처캐피탈 직접투자기업	-0.001602	0.003489	.900	-0.010280	0.007077
	벤처캐피탈 비지원기업	-0.002752	0.003388	.720	-0.011179	0.005675
벤처캐피탈 비지원기업	기업벤처캐피탈 직접투자기업	0.001150	0.003388	.944	-0.007276	0.009577
	기업벤처캐피탈 간접투자기업	0.002752	0.003388	.720	-0.005675	0.011179

이로써 기업벤처벤처캐피탈이 코스닥 IPO시장에서 보증역할을 하여 발행자와 투자자의 정보불균형을 해소할 것이라는 가설 1은 검증결과 집단 간의 차이에 대한 통계적 유의성을 찾지 못해

기각되었다. 이는 Megginson & Weiss(1991)과 Barry, Muscarella, Peavy & Vetsuypens(1990)의 연구에서 검증된 벤처캐피탈의 보증 역할이 수행되고 있다는 결과와는 상반되는 것이며, 국내의 이기환·임병균·최해술(1998)과 장상수·길재욱(2000)의 보증역할이 뚜렷하지 않다는 보고와는 일맥상통하는 것이라 하겠다.

3. IPO까지의 소요기간 차이분석

벤처캐피탈은 새로운 투자자금을 조달하기 위해 특히 명성이 낮은 벤처캐피탈일수록 조기 IPO를 실시하는 것으로 알려져 있다(Gompers, 1996). 위의 명성이라 함은 주로 IPO 회수를 가지고 일반적으로 평가하는 것으로 알려져 있으며, 이는 미국과 같이 벤처캐피탈의 자금조달이 펀드조성과 같은 경우 적합한 예라 할 수 있다. 즉, 펀드를 통하여 자금을 조달하는 벤처캐피탈일 경우 IPO를 통하여 빠르게 자금을 회수하고 추가펀드를 조성할 수 있는 것이다. 따라서 벤처캐피탈이 지원한 기업의 설립일부터 IPO까지 소요된 기간은 벤처캐피탈의 지원을 받지 못한 기업보다 짧을 것이며, 이는 기업벤처캐피탈에도 적용되어 질 것으로 보이며, 특히 기업벤처캐피탈의 지원형태에 따라 차이가 있을 것이다.

기업이 설립 후 IPO까지 걸린 기간을 분석하여 본 결과 <표 4-8>과 같이 벤처캐피탈 비지원기업이 평균 134개월이 걸렸으며, 기업벤처캐피탈 직접투자기업이 94.8개월, 기업벤처캐피탈 간접투자기업이 80.3개월이 소요되었다. 즉, 벤처캐피탈 비지원기업에 대하여 기업벤처캐피탈 직접투자기업은 약 39개월 빨리 IPO 되었으며, 기업벤처캐피탈 간접투자기업은 약 53.7개월 정도 일찍 IPO 되었다.

<표 4-8> 기업벤처캐피탈 투자에 따른
IPO 소요 기간의 기술통계

	N	평균	표준 편차	표준 오차	평균에 대한 95% 신뢰구간		최소값	최대값
					하한값	상한값		
기업벤처 캐피탈직접 투자기업	31	94.839	89.134	16.009	62.144	127.533	19.000	369.000
기업벤처 캐피탈간접 투자기업	31	80.323	54.802	9.843	60.220	100.424	21.000	257.000
벤처캐피탈 비지원기업	35	134.086	88.618	14.979	103.645	164.527	30.000	355.000
합계	97	104.361	82.101	8.336	87.814	120.908	19.000	369.000

<표 4-9>에 따른 IPO 소요기간에 따른 분산분석의 결과를 보면 세 집단간의 차이는 유의확률 0.02로 신뢰수준 95%에서 유의한 것으로 나타나 세 집단 간의 IPO 소요기간에는 차이가 있는 것으로 나타났다.

<표 4-9> 기업벤처캐피탈 투자에 따른
IPO 소요기간의 분산분석

	제곱합	자유도	평균제곱	F	유의확률
집단-간	51648.661	2	25824.330	4.077	.020
집단-내	595451.711	94	6334.593		
합계	647100.371	96			

보다 구체적인 내용을 <표 4-10> 기업벤처캐피탈 투자에 따른 IPO 소요기간의 사후분석을 통하여 알아보면, 벤처캐피탈 비지원기업에 대하여 기업벤처캐피탈 직접투자기업은 약 39개월 빨리 IPO 되었으나 그 차이가 통계적으로 유의하지는 못하며, 기업벤처

캐피탈 간접기업은 약 53.7개월 일찍 IPO 되었으며 그 차이는 유의확률 0.027로서 신뢰수준 95%에서 통계적으로 유의한 것으로 밝혀졌다. 하지만 기업벤처캐피탈 직접투자기업과 기업벤처캐피탈 간접투자기업간에는 약 14.5개월의 차이가 발생하였으나 통계적으로는 아무런 유의성을 찾지 못하였다.

<표 4-10> 기업벤처캐피탈 투자에 따른
IPO 소요기간의 사후분석

(I) 기업유형	(J) 기업유형	평균차 (I-J)	표준 오차	유의 확률	95% 신뢰구간	
					하한값	상한값
기업벤처 캐피탈직접 투자기업	기업벤처캐피탈 간접투자기업	14.516	20.216	.773	-35.766	64.799
	벤처캐피탈 비지원기업	-39.247	19.630	.141	-88.072	9.578
기업벤처 캐피탈간접 투자기업	기업벤처캐피탈 직접투자기업	-14.516	20.216	.773	-64.799	35.766
	벤처캐피탈 비지원기업	-53.763	19.630	.027	-102.588	-4.938
벤처캐피탈 비지원기업	기업벤처캐피탈 직접투자기업	39.247	19.630	.141	-9.578	88.072
	기업벤처캐피탈 간접투자기업	53.763	19.630	.027	4.938	102.588

이로써 기업벤처캐피탈의 직접투자를 받은 기업이 기업벤처캐피탈의 간접투자를 받은 기업보다 IPO 기간이 더 길 것이라는 가설은 기업벤처캐피탈 직접투자 받은 기업이 간접투자를 받은 기업보다 14.5개월이 더 길었지만 그 차이가 통계적으로 유의하지 않아 가설 2는 채택하기 어려웠다.

반면에 기업벤처캐피탈의 간접투자를 받은 기업이 벤처캐피탈 비지원기업에 비하여 IPO 소요기간이 짧을 것이라는 가설은 기업벤처캐피탈 간접투자를 받은 기업이 벤처캐피탈 비지원기업에 비하여 53.7개월이 짧았으며, 이는 통계적으로 유의하여 가설 3은

채택되었다.

4. 기업벤처캐피탈의 소유지분변동 분석

벤처캐피탈의 투자자금회수의 한 방법으로 IPO 지분매각을 들 수 있다. 하지만, 벤처캐피탈의 공개전후 지분비율은 투자기업에 대한 지속적인 성장지원과 기업의 투명성에 큰 영향을 미칠 수 있는바, 이를 고찰 해 볼 필요가 있다.

국내 벤처캐피탈의 경우 코스닥시장 보호를 위한 매각제한 제도의 적용으로 인하여 IPO 직후의 지분매각이 어려워 IPO를 통한 수익을 올리기가 매우 어려운 현실이다. 이와같은 매각제한 제도는 내부거래자의 불공정 거래 방지와 시장조성을 위한 정책이나, 기관투자자에 비하여 벤처캐피탈이 불리한 규제이다. 2001년 10월에 개정된 매각제한제도의 내용을 살펴보면 다음 <표 4-11>과 같다.

<표 4-11> 우리 나라 매각제한 제도의 주요 내용

	개정 전	개정 후
매각제한 기간	<ul style="list-style-type: none"> · 보유기간 1년 미만: 6개월 · 보유기간 1년 이상: 3개월 	<ul style="list-style-type: none"> · 보유기간 1년 미만 : 3개월 · 보유기간 1년 ~ 2년 : 2개월 · 보유기간 2년 이상 : 1개월
매각제한 주주	<ul style="list-style-type: none"> · 최대주주(특수관계인포함) · 벤처캐피탈 	<ul style="list-style-type: none"> · 기관투자자 포함 -보유기간이 1년 미만인 경우 1개월간 매각제한 신설

이런 점에 비추어 볼 때 기업벤처캐피탈의 자금지원 형태에 따라서 지분보유형태에 차이가 있을 것이다.

<표 4-12>과 같이 기업벤처캐피탈의 지분 보유 행태를 코스닥 등록 전, 코스닥 등록 후 3개월, 코스닥 등록 후 6개월로 나누어 분석하여 본 결과, 코스닥 등록 전 지분율을 직접투자 기업벤처캐피탈 약 17.2%, 간접투자 기업벤처캐피탈이 약 9.9%를 소유

하고 있었으며, 코스닥 등록 후 3개월에 가서는 직접투자 기업벤처캐피탈이 약 11.8%, 간접투자 기업벤처캐피탈이 약 5.2%를 소유하고 있는 것으로 나타났다. 코스닥 등록 후 6개월에는 약 10.6%와 약 3.8%를 소유하고 있는 것으로 나타나 코스닥 등록 후 간접투자 기업벤처캐피탈의 지분변동이 큰 것을 알 수 있다.

<표 4-12> 기업벤처캐피탈 투자유형에 따른 지분변동

	지원유형	N	평균	표준편차	평균의 표준오차
코스닥 등록 전 지분율	기업벤처캐피탈 직접투자 형태	31	17.164	10.897	1.957
	기업벤처캐피탈 간접투자 형태	31	9.860	3.928	0.705
코스닥 등록 후 3개월	기업벤처캐피탈 직접투자 형태	31	11.752	9.441	1.696
	기업벤처캐피탈 간접투자 형태	31	5.197	3.314	0.595
코스닥 등록 후 6개월	기업벤처캐피탈 직접투자 형태	31	10.646	10.142	1.821
	기업벤처캐피탈 간접투자 형태	31	3.825	2.586	0.465

<표 4-13> 기업벤처캐피탈 투자유형에 따른 지분변동의 T-test

		Levene의 등분산 검정		평균의 동일성에 대한 t-검정						
		F	유의 확률	t	자유도	유의 확률 (양쪽)	평균차	차이의 표준 오차	차이의 95% 신뢰구간	
									하한	상한
코스닥 등록 전 지분	등분산이 가정됨	10.932	.002	3.511	60	.001	7.304032	2.080463	3.142486	11.465578
	등분산이 가정되지 않음			3.511	37.666	.001	7.304032	2.080463	3.091129	11.516935
코스닥 등록 후 3개월	등분산이 가정됨	15.348	.000	3.648	60	.001	6.554838	1.797059	2.960185	10.149492
	등분산이 가정되지 않음			3.648	37.281	.001	6.554838	1.797059	2.914576	10.195100
코스닥 등록 후 6개월	등분산이 가정됨	24.177	.000	3.629	60	.001	6.821290	1.879789	3.061151	10.581428
	등분산이 가정되지 않음			3.629	33.886	.001	6.821290	1.879789	3.000624	10.641955

기업벤처캐피탈의 유형에 따른 두 집단 간의 T-test를 <표 4-13>와 같이 분석하여 보았다. 그 결과는 코스닥 등록 전 지분율의 차이는 약 7.3%이며 유의확률 0.001로 통계적으로 유의한 차이를 보여주고 있다. 또한 코스닥 등록 후 3개월에서도 약 6.6%의 차이를 보여주며 이 또한 유의확률 0.001로 통계적으로 유의한 차이를 보여주고 있다. 마지막으로 코스닥 등록 후 6개월에도 약 6.8%의 차이를 보이며 통계적으로 유의한 것으로 보고되고 있다.

위의 결과는 벤처캐피탈리스트는 기업공개 이후에도 상당한 지분을 보유하고 있어 투자기업의 성장을 지원한다는 선행연구의 결과가 기업벤처캐피탈에도 적용되는 것을 뜻하며 특히 직접투자 기업벤처캐피탈은 전략적 동기에 바탕을 두고 있어 이것이 투자기업의 지속적인 안정 성장에 영향을 미치기 위하여 지분을 지속적으로 보유하고 있는 것으로 사료된다. 반면에 간접투자 기업벤처캐피탈은 상대적으로 재무적 성과에 대한 압박을 받게되고 이에

따라 지분을 조기에 처분하는 경향이 있다. 이때 앞에서 살펴본 바와 같이 간접투자형태 투자기업의 성숙도가 충분한 시점에 이르기 전인 조기에 IPO 되고 있는바, 기업벤처캐피탈 간접투자는 보유지분 매각을 통해 위험을 헤지하려 하는 것으로 파악된다. 조기 IPO를 실시하게 된다. 이때 조기 IPO는 투자기업의 성숙도가 낮을 것으로 판단이 되는 바 기업벤처캐피탈 간접투자는 보유지분 매각을 통해 위험을 헤지하려 하는 것으로 파악된다.

따라서 기업벤처캐피탈의 직접투자는 기업벤처캐피탈의 간접투자에 비해 IPO 이후 보유지분의 감소가 덜할 것이라는 가설 4는 채택되었다.

앞에서 검증한 가설의 결과를 요약하면 다음의 <표 4-14>과 같다.

<표 4-14> 가설검증의 요약

가설	내 용	채택여부
가설-1	기업벤처캐피탈 투자기업의 초기 초과수익률은 벤처캐피탈 비지원기업의 초과수익률보다 낮을 것이다.	기각
가설-2	기업벤처캐피탈 중 직접투자형태로 자금을 지원 받은 기업의 IPO까지 소요되는 기간은 기업벤처캐피탈의 간접투자형태로 자금을 지원 받은 기업에 비해 그 기간이 길 것이다.	기각
가설-3	기업벤처캐피탈 중 간접투자형태로 자금을 지원 받은 기업의 IPO까지 소요되는 기간이 벤처캐피탈의 지원을 받지 않은 기업에 비해 그 기간이 짧을 것이다.	채택
가설-4	직접투자형태의 기업벤처캐피탈의 지원을 받은 기업의 IPO시 보유지분감소비율이 간접투자형태의 기업벤처캐피탈의 지원을 받은 기업의 IPO 보다 낮을 것이다.	채택

제 5 장 결 론

본 연구는 기업벤처캐피탈의 코스닥시장에서의 보증역할을 규명하기 위한 실증분석으로서 벤처기업의 자금조달창구인 코스닥 시장에서 2000년 1월 1일부터 2002년 1월 31일까지의 코스닥 등록 기업 중 기업벤처캐피탈 직접투자를 받은 기업과 기업벤처캐피탈 간접투자를 받은 기업, 그리고 벤처캐피탈 비지원기업을 대응시켜 초과수익률 분석과 IPO까지의 소요기간 차이분석 그리고 기업벤처캐피탈의 지분변동 분석을 실시하였다.

일반적으로 외국의 선행연구에서는 IPO시 벤처캐피탈이 참여함으로써 발행자와 투자자간의 정보불균형 격차를 줄여주는 역할을 수행하고 있는 것으로 보고하고 있다. 또한 벤처캐피탈은 벤처기업의 성장지원과 경영지원을 수행함으로써 투자자가 아닌 투자기업의 파트너로서 제 역할을 담당하는 것으로 알려져 있다. 본 연구는 국내에서도 IPO의 저가발행에 관련한 연구들은 다수 존재하며, 근래에 벤처캐피탈 지원기업의 IPO 저가발행에 관한 연구도 수행되고 있다. 하지만, 구체적으로 기업벤처캐피탈의 역할과 관련하여 심도 있게 다루었던 연구가 부족한 점에 착안하여 기업벤처캐피탈의 보증역할에 관해 실증적 분석을 실시하였다.

연구목적은 달성하기 위해 초과수익률 가설과 조기업적과시효과(grandstanding) 가설을 통해 기업벤처캐피탈이 제3자 보증역할로서 정보의 불균형 줄이는 매개의 역할을 수행하는지 살펴보았다. 또한 기업벤처캐피탈의 유형과 지분변동을 변수로 두어 기업벤처캐피탈이 투자기업에 지속적인 성장지원과 경영지원을 수행하고 있는지를 살펴보았다.

분석결과 등록일 이후 상하한가 행진이 끝나는 시점을 기준으로 계산한 30일간의 초과수익률은 세 집단 간에 유의한 차이를 보이지 않았으나, 기업벤처캐피탈투자기업의 IPO가 벤처비지원기업에 비해 수익률이 낮게 나타나 저가발행을 하지 않는 것으로 여

겨진다. 이는 통계적으로 유의하지는 않지만, 우리나라 IPO 시장에서 기업벤처캐피탈이 투자자와 발행자간의 정보 불균형 격차를 어느 정도 줄이는 역할을 하고 있는 것으로 밝혀졌다.

또한 Gompers(1996)의 조기업적과시현상(grandstanding)이 우리나라의 기업벤처캐피탈에도 나타나는 지를 살펴본 결과, 기업벤처캐피탈이 투자한 기업들의 IPO까지 소요기간이 벤처캐피탈의 지원을 받지 않은 기업들의 IPO까지의 기간보다 짧게 나타나 벤처캐피탈의 조기업적과시현상이 존재함을 밝혔다. 하지만 이는 기업벤처캐피탈의 간접투자 기업의 경우에는 통계적으로도 유의한 값으로 나타났으나 직접투자의 경우 통계적으로 유의하지는 않았다. 그리고 기업벤처캐피탈의 유형에 따른 IPO 시기에 대해서도 분석하였는바, 우리나라에서 기업벤처캐피탈의 직접투자기업과 간접투자기업간의 IPO 시기는 다소의 차이가 있기는 하지만 통계적으로 유의하지 않아 기업벤처캐피탈의 투자에 따른 전략적 혜택이 잘 드러나지 않으며, 투자기업에 대한 불확실성 위험을 줄이기 위해 성장후기단계의 기업에 투자하는 것으로 판단된다.

벤처캐피탈리스트의 투자기업에 대한 지속적인 성장지원과 경영지원을 알아보기 위한 벤처캐피탈의 공개전후 보유지분의 변동에 대한 분석에서는 직접투자 기업벤처캐피탈이 IPO 이후에도 상당한 투자지분을 보유하고 있어 투자기업의 성장지원과 일반투자자에게 신뢰의 신호역할을 수행하는 것으로 나타났다.

본 연구의 한계점과 향후 연구방향에 대해 논의해 보면, 우선 집단간 표본기업수가 많지 않아 실증분석의 해석에 한계가 있다고 보여진다.

둘째, 기업벤처캐피탈의 역할을 분석함에 있어서 표본 관찰기간이 오래되지 않아 장단기 분석이 병행되지 않고 단기에 의해서만 분석이 실시되었다. 앞으로 연구에 있어서 중점을 두어야 할 분야는 기업벤처캐피탈의 유형별 특성에 따른 역할 차이를 반영한 연구가 수행되어야 할 필요가 있다. 그리고 기업벤처캐피탈의 전

략적 혜택이 투자기업의 주가에 어떠한 영향을 미치는 지에 관한 연구도 이루어 져야 할 것이다. 차후의 연구에서는 위의 한계점을 보완하여 보다 표본기업을 바탕으로 하여 기업벤처캐피탈에 대한 연구가 심층적으로 이루어져야 할 것이다.

참 고 문 헌

- 김웅(2001), “한국 벤처기업의 자본형성에 관한 연구”, 연세대학교 박사학위논문
- 김진수·김재진(2000), 『벤처캐피탈 지원제도의 국제비교 와 정책 방향』, 한국조세연구원
- 이기환·임병균·최해술(1998), “벤처기업 IPO의 장·단기 성과와 벤처캐피탈리스트의 역할” 『증권금융』 제4권 제1호, p.49-80
- 이기환·최범수(1997), “벤처캐피탈의 투자자금 회수방법에 관한 고찰”, 『벤처캐피탈』 여름호
- 이성규·임용기·연강흠(1995), “주간사회사의 공모가격결정 행태와 최초공모주의 저가발행현상”, 『재무연구』 제9호 p.119-145.
- 이향구(2001), “대기업과 중소·벤처기업간 네트워크 구축 방안”, 기보 2001년 겨울호.
- 장상수·길재욱(2000), “벤처기업의 장외등록과 벤처캐피탈의 보증 역할에 관한 연구”, 한국재무관리학회, 『재무관리연구』, 제17권 1호, p.111-136
- 정성창(1992), “우리나라 최초공모주의 과도한 저가발행에 대한 원인분석과 개선방향”, 한국재무관리학회, 재무관리연구, 제9권 2호, p.149-168.
- Admati, A.R. and Pfleider, P.(1994), “Robust financial contracting and the role of venture capitalists”, *Journal of Finance* 49, p.371-402.
- Antje, Kann(2000), “Strategic venture capital investing by corporation”, doctoral dissertation in Stanford University.
- Barry, C. B., Muscarella, C. J., Peavy III, J. W., and

- Vetsuypens, M. R.(1990), “The role of venture capital in the creation of public companies”, *Journal of Financial Economics* 27, p.447-471.
- Brav, A. and Gompers, P.(1997), “Myth or reality? The long-run underperformance of initial public offerings : Evidence from venture and nonventure capital-backed companies”, *Journal of Finance* 52, p.1791-1822.
- Carter, R., and Manaster, S.(1990), “Initial public offerings and underwriter reputation”, *Journal of Finance* 45, p.1045-1067.
- Gompers, P.(1995), “Optimal investment, monitoring, and the staging of venture capital”, *Journal of Finance* 50, p.1461-1489.
- Gompers, P.(1996), “Grandstanding in the venture capital industry”, *Journal of Financial Economics* 42, p.133-156.
- Gompers, Paul A., Lerner, J.(1998), “The determinants of corporate venture capital successes : organizational structure, incentives, and complementarities”, NBER Working Paper No.6725.
- Hellmann, Thomas.(1998), “A theory of corporate venture investing”, Working Paper No.1452. Stanford Graduate School of Business.
- Hellmann, Thomas., Milius, Scott and Risk, Grrald.(1995), “Apple Computer-Strategic Investment Group”, Stanford Graduate School of Business Case SM-21.
- Lee, P. J., Taylor, S. L. and Walter, T. S.(1999), “IPO underpricing explanations : Impications from investor application and allocation schedules”, *Journal of Financial and Quantitative Analysis* 34(4), p.425-444.

- Lerner, J.(1994), “Venture capitalists and the decision to go public”, *Journal of Financial Economics* 35, p.293-316.
- Lerner, J.(1995), “Venture capitalists and the oversight of private firms”, *Journal of Finance* 50, p.301-318.
- Maula, Markku and Murray, Gordon.(2000), “Corporate venture capital and the creation of US Public companies: the impact of sources of venture capital on the performance of portfolio companies”, Presented at the 20th Annual International Conference of the Strategic Management Society.
- McNally, Kevin.(1997), *Corporate venture capital: Bridging the equity gap in the small business sector*, London and New York: Routledge.
- Megginson, W. L. and Weiss, K. H.(1991), “Venture capitalist certification in initial public offerings”, *Journal of Finance* 46, p.897-903.
- Packer, F.(1994), “Venture capital, bank holding, and the certification of Initial Public Offerings : Evidence from the OTC market in Japan”, *Research Paper 9401*, Federal Reserve Bank of New York.
- Ritter, J.(1991), “The long-run performance of initial public offerings”, *Journal of Finance* 42, p.365-394.
- Rock, K.(1986), “Why New Issues are Underpriced”, *Journal of Financial Economics*(15), p.187-212.
- Sahlman, W. A.(1990), “The structure and government of venture capital organizations.”, *Journal of Financial Economics* 41, p.473-521.
- Siegel, Robin., Eric, Siegel, and MacMillian, Ian, C.(1998),

“Corporate venture capitalists: autonomy, obstacles, and performance”, *Journal of Business Venturing* 13(3),
Sykes, Hollister B.(1990), “Corporate venture capital : Strategies for success”; *Journal of Business Venturing* 5(1), p.37-47.
Zahra, Shaker A.(1995), “Corporate entrepreneurship and financial performance: The case of management leveraged buyout” *Journal of Business Venturing* 10(3), p.225-247

부록

<기업벤처캐피탈 지원기업>

기업벤처캐피탈직접 투자형태지원기업	설립일	기업벤처캐피탈간접 투자형태지원기업	설립일
나라엠앤디	1999.03	네오웨이브	1998.04
동양텔레콤	1969.01	드림윈	1996.09
두리정보통신	1997.08	리노공업	1996.12
디날리아이티	1991.01	벨코정보통신	1995.02
리더컴	1998.08	비전텔레콤	1997.07
링네트	2000.04	소프트윈	1996.02
마크로젠	1997.06	솔고바이오메디칼	1995.07
삼영애크	1997.01	시스네트	1994.12
서울반도체	1987.03	쌈지	1993.01
소프트포럼	1999.03	씨오택	1999.01
신화인터택	1977.03	아라리온	1996.04
안철수연구소	1995.03	아이디스	1997.09
에스씨디	1997.04	에코솔루션	1998.03
에스에프에이	1998.12	엑큐리스	1996.07
에이디칩스	1996.04	영우통신	1996.07
엔써커뮤니티	1995.05	이루넷	1992.02
엘지마이크론	1983.05	이스턴테크놀로지	1999.08
오공	1974.09	이젠텍	1979.06
오리엔탈정공	1980.07	인컴아이엔씨	1991.12
옥션	1996.03	자원메디칼	1993.07
우리별텔레콤	1993.07	중앙바이오텍	1980.12
이니텍	1997.06	케이비테크놀러지	1998.12
진두네트워크	1993.12	코오롱정보통신	1990.07
택산전자	1990.03	코위버	2000.02
텔로드	1996.12	태광이엔시	1991.02
피케이엘	1995.11	프로텍	1997.09
하우리	1998.03	하이퍼정보통신	1994.08
한틀시스템	1993.11	한광	1990.05
현대통신산업	1998.04	한단정보통신	1997.09
LG홈쇼핑	1994.01	한빛네트	1997.07
YTN	1993.09	한양이엔지	1988.07

<벤처캐피탈 비지원기업>

벤처캐피탈비지원기업	설립일	벤처캐피탈비지원기업	설립일
경남스틸	1990.11	아가방	1979.04
국제통신	1988.06	액토즈소프트	1996.01
그루정보통신	1997.04	야호커뮤니케이션	1999.06
네오위즈	1997.06	우진코리아	1989.12
뉴소프트기술	1996.06	원일정기	1992.02
대동스틸	1973.08	위즈정보기술	1995.03
동아화성	1974.11	이림테크	1991.05
디이시스	1979.03	정소프트	1993.09
디지아이	1991.11	제일컴테크	1998.02
링크웨어	1994.03	코람스틸	1976.07
바이오랜드	1995.09	태양산업	1989.01
사라콤	1971.11	태웅	1987.06
사이어스	1997.03	트래픽아이티에스	1993.03
삼원정밀금속	1995.05	한국와콤전자	1988.12
성도이엔지	1988.05	한국정보공학	1990.12
소프트맥스	1994.01	해외무역	1980.02
승일제관	1978.12	해원에스티	1996.06
엔씨엔터프라이즈	1994.06		

감사의 글

부족한 저를 이제껏 보살피 주시고 사랑과 정성으로 뒷바라지 하여 주신 부모님께 먼저 영광과 감사를 드립니다.

2년이라는 기간이 너무도 짧게 느껴질 만큼 무엇하나 제대로 할 수 없었던 저에게 많은 것을 보고 느끼게 하여 주시고 또한 아낌 없는 애정과 관심으로 지켜봐 주신 주위의 여러 고마운 분들께 이렇게나마 감사의 말씀을 드리려고 합니다.

본 논문이 나오기까지 부족한 저에게 끊임없는 학문적 조언과 지도편달 그리고 인생의 많은 것을 이야기하여 주시고 같이 고민하여 주신 이기환 교수님께 진심으로 머리 숙여 감사를 드립니다. 또한 바쁘신 가운데 세심한 논문 지도로서 논문을 심사하여 주신 안기명 교수님과 류동근 교수님께 깊은 감사의 말씀을 드립니다.

대학원 2년의 생활동안 지속적인 관심과 가르침을 주신 신한원 교수님, 조성철 교수님, 신용준 교수님께 감사드립니다.

연구실에서 같이 생활하며 많은 도움 주었던 수창, 환강 그리고 대학원 생활과 학업에 많은 조언과 도움을 주신 영로형, 준기형 그리고 대학원의 여러 선배님과 학우들에게 감사 드립니다.

그리고 대학원 2년 동안 끊임없이 고민하게 하고 성취욕구를 자극하고 곁에서 지켜보아 준 그녀에게 또한 감사의 뜻을 전합니다. 또한 학부조교로서의 생활에 많은 도움과 격려를 아끼지 않았던 동료 조교인 진희 선배, 백기 선배, 성훈 선배, 석주, 민자, 성현, 민영, 상희에게도 감사드립니다.

제게 많은 도움을 주셨음에도 미처 생각해 내지 못한 제 주위의 수많은 분들께 죄송스러움을 표하며 제게 주신 관심과 격려에 감사드립니다.