

# Ownership-Control Disparity and its Impacts on IPO Performance

## 지배주주의 소유-지배 괴리가 IPO 성과에 미치는 영향

Hwanseok Choi(First Author)

The Institute for Democracy  
([hwanseok.choi@gmail.com](mailto:hwanseok.choi@gmail.com))

Yangmin Kim(Corresponding Author)

Sogang University  
([ymkim@sogang.ac.kr](mailto:ymkim@sogang.ac.kr))

Following agency theory, this research examines the effects of the ownership-control disparity of controlling shareholders in Initial Public Offering (IPO) companies. While previous studies in this area have generally reported a negative relationship between the ownership-control disparity of controlling shareholders and firm performance in publicly traded companies, relatively few studies have focused on the effects of ownership-control disparity of controlling shareholders in Korean IPO market. This paper also investigates how corporate governance mechanisms such as venture capital ownership, existence of outside directors, and external auditors, moderate the relationship between ownership-control disparity and IPO performance. To this end, hypotheses were developed and tested with a sample of 226 newly listed companies on the KOSDAQ market from 2011 to 2016. Our results show that (1) ownership-control disparity of controlling shareholders significantly decreases IPO performance, and (2) this negative relationship is mitigated as venture capital ownership and abnormal audit fees for external auditors before listing increase. Based on these results, theoretical contributions and practical implications of the study are discussed.

Key Words: ownership-control disparity, IPO performance, venture capitalist, outside director, abnormal audit fees

### 1. 서론

대리인 이론은 주로 소유와 경영이 분리된 현대 주식회사의 문제점을 다룬다. 회사의 주인인 주주와 대리인인 전문경영인 간 이익이 상충될 때 대리인이 주주의 이익에 충실할 수 있도록 하는 여러 가지 관

리 수단이나 계약 방법이 대리인 이론의 주된 관심사였다. 그러나 현대 주식회사에서는 주주-전문경영인뿐만 아니라 주주들 간에도 일종의 대리인 문제가 발생할 수 있다. Cronqvist and Nilsson(2003) 등이 주장한 바와 같이 많은 기업들에는 실질적으로 지배력을 행사하는 대주주나 지배적인 소수주주(controlling minority shareholders)가 존재한

Submission Date: 06. 05. 2020

Accepted Date: 07. 20. 2020

Copyright 2011 THE KOREAN ACADEMIC SOCIETY OF BUSINESS ADMINISTRATION

This is an open access article distributed under the terms of the Creative Commons Attribution License 4.0, which permits unrestricted, distribution, and reproduction in any medium, provided the original work is properly cited.

다. 특히 지배적인 소수주주는 상대적으로 적은 지분을 보유했음에도 차등의결권(dual-class share), 피라미드 구조(stock pyramids), 상호출자(cross-ownership) 등을 통해 자신들의 소유권보다 더욱 많은 지배권을 확보하여 주요 의사결정 과정에 큰 영향력을 행사할 수 있다(Bebchuk, Kraakman, and Triantis, 2000). 대주주나 지배적인 소수주주의 이익과 다른 소액주주들의 이익이 상충될 경우 자칫 소액주주들의 이익에 반하는 결정이 나올 수도 있다는 지적이 제기된 이래 주주 간 대리인 문제(principle-principle problem)는 많은 학문적 관심을 받아 왔다(Shleifer and Vishny, 1997; La Porta, Lopez-De-Silanes, and Shleifer, 1999; Fan and Wong, 2002; Young, Peng, Ahlstrom, Bruton, and Jiang, 2008).

지배주주의 소유-지배 괴리(ownership-control disparity)는 주주 간 대리인 문제를 연구하기 위해 다루어져온 주요 개념 중 하나로서 기업 이익에 대한 배당 권한인 소유권(cash flow right)과 경영활동에 대한 의사결정 권한인 의결권(voting right) 간 차이를 의미한다(Claessens, Djankov, and Lang, 2000; Lemmon and Lins, 2003). 이는 차등의결권, 신주인수권(right of preemption), 황금주(golden shares), 의결권 제한(voting restriction), 테뉴어 보팅(tenure voting) 등 다양한 내적 장치는 물론, 계열사 간 피라미드 구조나 상호출자 등에 의해 발생할 수 있으며, 정도의 차이는 있으나 대부분의 국가에서 공통적으로 발견된다. 예를 들어 La Porta et al.(1999)은 영국, 미국, 프랑스, 독일 등 27개 국가의 상장기업을 대상으로 한 연구에서 법적 장치가 잘 정비된 소수 국가를 제외한 대부분의 국가에서 기업 소유권이 일부 지배주주에게 집중되어 있으며, 특히 이들은 주로 피라미드 구조나 상

호지분보유 등을 통해 소유권을 초과하는 지배권을 확보한다는 결과를 제시한 바 있다.

지배주주가 소유권에 비해 더욱 많은 지배권을 보유할 경우 이들의 사적 이익 추구 유인이 확대될 수 있다(Claessens et al., 2000; Bebchuk et al., 2000). 소유권보다 높은 지배권을 가진 지배주주는 의사결정에 대한 위협과 비용을 소유권만큼만 부담하는 반면, 지배권을 활용하여 자신에게 귀속되는 사적 이익은 완전하게 취할 수 있기 때문이다(Shleifer and Vishny, 1997). 이 경우 지배주주는 설령 기업가치를 감소시킬 수 있는 의사결정이라도 자신이 가진 소유권 상의 손실보다 취할 수 있는 사적 이익이 더욱 크다면 그러한 행동을 지속할 유인을 가지게 된다. 높은 소유-지배 괴리가 지배주주의 기회주의적 행동 가능성을 증가시키며, 이로 인해 궁극적으로 기업가치가 훼손되거나 소액주주의 잠재적 부가 침해될 수 있는 것이다(Stulz, 1988; Bertrand, Mehta, and Mullainathan, 2002).

실제 다양한 선행연구들에 따르면 지배주주의 소유-지배 괴리는 기업성과나 가치에 대체적으로 부정적인 영향을 끼치는 것으로 보고되고 있다. 높은 소유-지배 괴리는 지배주주의 이익조정 유인을 증가시키거나 회계정보의 가치 관련성을 감소시킴으로써 자본조달비용을 상승시키고, 연구개발투자 등과 같이 불확실성과 위험성이 높은 의사결정을 감소시키는 것으로 제시되었다(Lemmon and Lins, 2003; Francis, Schipper, and Vincent, 2005; Kim and Yi, 2006). 또한 특정 기업의 자원 이전(tunneling)이나 주식 추가 발행 등을 통해 다른 소액주주의 부를 훼손시킬 수 있다는 실증결과도 보고되었다(Faccio, Lang, and Young, 2001; Johnson, La Porta, Lopez-de-Silanes, and Shleifer, 2000).

그 동안 소유-지배 괴리에 관한 국내 연구들은 주

로 대기업을 대상으로 논의가 진행되어 왔다(Choi and Choi, 2011; Seo and Lee, 2014; Ryu, Lee, and Chae, 2016). 창업세대에서 그 다음 세대로 내려갈수록 대체적으로 대주주의 직접적인 지분은 줄어들고 소유-지배 괴리가 확대되는 경향이 있는데, 이로 인해 대규모 기업집단에서 발생할 수 있는 대리인 비용이 중요한 사회적 문제 중 하나로 인식되었기 때문일 것이다. 반면 해외의 경우에는 중소기업과 스타트업을 대상으로 기업혁신, 자금조달, IPO 성과, 그리고 기업생존 등 주요 경영활동이나 성과와 지배주주 소유-지배 괴리 간의 관계에 대해 다양한 연구들이 진행되고 있다(Grinapell, 2020; Derouiche, Sassi, and Toumi, 2018; Cao, Goh, Tang, and Tian, 2013; Cumming, Meoli, and Vismara, 2019).

본 연구는 이러한 흐름의 연장선 상에서 코스닥 신규 상장기업을 대상으로 지배주주의 소유-지배 괴리가 기업의 IPO(Initial Public Offerings) 성과에 어떠한 영향을 주는지를 살펴보았다. 그간 다양한 연구들에서 기업의 지배구조가 IPO 성과에 중요한 영향을 끼칠 수 있다는 결과가 반복적으로 제시되어 왔다(Alavi, Pham, and Pham, 2008; Brau and Fawcett, 2006). 그러한 측면을 고려할 때 지배주주 소유-지배 괴리가 IPO 성과에 어떠한 영향을 주는지에 대해 살펴보는 것은 의미가 있다고 생각하였다. 특히 IPO라는 독특한 이벤트는 높은 정보 비대칭성과 불확실성을 내포하고 있기 때문에 지배주주의 사적 이익 추구행동에 대한 우려가 크게 나타날 수 있는 상황적 요인으로 작용한다고 판단하였다.

본 연구의 연구 질문은 다음과 같다. (1) 지배주주의 소유-지배 괴리가 해당기업의 IPO 성과에 어떤 영향을 주는가? (2) 지배주주의 소유-지배 괴리가 해당기업의 IPO 성과에 미치는 영향은 해당 기업의

내외부 지배구조 메커니즘에 따라 달라질 것인가? 달라진다면 어떤 메커니즘에 의해 어떤 방향으로 달라질 것인가?

위의 (2)번 질문에 답하기 위해 본 연구가 주목한 기업지배구조 메커니즘은 벤처캐피탈 투자와 사외이사, 그리고 외부감사이다. 벤처캐피탈 투자는 투자대상기업의 성과와 가치를 변화시킬 수 있다고 알려져 있으며, 사외이사제도 역시 분산된 주주들의 이익을 보호하기 위해 고안된 메커니즘 중 하나이다. 특히 한국의 경우 신규 상장기업은 상장 후 첫 주주총회까지 사외이사 선임의무가 적용되지 않는데, 그럼에도 이미 사외이사를 선임했다는 것은 그 만큼 회사 측에서 기업지배구조에 대해 신경을 쓴다는 신호로 작용할 수 있다. 또한 독립적이고 공정한 외부감사는 재무정보 신뢰도를 증가시키고 시장 투자자들을 보호할 수 있는 대표적 방안이다. 본 연구는 이러한 질문들을 검증하기 위해 2011-2016년 기간 동안 코스닥 시장에 신규 상장한 226개 기업을 대상으로 분석을 진행하였다.

본 연구는 다음과 같이 구성되었다. 먼저 지배주주 소유-지배 괴리가 IPO 성과에 미치는 영향에 대해 주요 가설을 설정하고, 이후 이러한 관계에 있어 내외부 지배구조 메커니즘이 미치는 조절 효과에 대한 가설을 수립하였다. 이후 연구 분석 결과를 제시하고, 마지막으로 본 연구의 시사점과 추가적 고찰 방향에 관해 서술하였다.

## II. 이론적 배경 및 가설

### 2.1 지배주주의 소유-지배 괴리와 IPO 성과

소유-지배 괴리(ownership-control disparity)란

기업 이익에 대한 배당 권한인 소유권(cash flow right)과 경영활동에 대한 의사결정 권한인 의결권(voting right) 간 차이를 의미한다. 지배주주의 소유-지배 괴리는 차등의결권이나 계열사 간 피라미드 구조, 상호출자 등에 의해 발생할 수 있으며, 한국, 필리핀, 인도네시아 등 동아시아 국가의 기업들에서 그 정도가 상대적으로 크게 나타나는 것으로 알려져 있다(Claessens et al., 2000). 실제 2019년 9월 기준 한국 내 59개 공시대상 기업집단에 속한 2,103개 기업의 주식 소유현황을 살펴보면 총수 일가는 평균 3.9%의 소유권을 가지고 있는 반면, 계열회사 출자나 비영리법인, 임원, 자기주식 등을 통해 57.5%의 통제권을 행사하는 것으로 나타났다(Fair Trade Commission, 2020).

대리인 이론에 따르면 지배주주의 소유-지배 괴리도가 클수록 주주 간 대리인 문제라고 할 수 있는 지배주주와 소액주주 간의 이해관계 충돌 가능성이 커지고, 이로 인해 궁극적으로 기업가치가 감소될 수 있다(Young et al., 2008). 소유권보다 높은 지배권을 가진 지배주주는 의사결정에 대한 위협이나 비용을 소유권만큼만 부담하는 반면, 지배권을 활용하여 자신에게 귀속되는 사적 이익은 완전하게 취할 수 있기 때문이다(Shleifer and Vishny, 1997). 이 경우 지배주주는 설령 기업가치를 감소시킬 수 있는 의사결정이라도 자신이 가진 소유권 상의 손실보다 취할 수 있는 사적 이익이 더 클 경우 그러한 행동을 지속할 유인을 가지게 된다. 즉, 소유-지배 괴리가 클수록 지배주주의 사적 이익 극대화를 위한 기회주의적 행동 유인이 높아지게 되며, 이로 인해 기업가치가 훼손되거나 소액주주의 잠재적 부가 침해될 수 있는 것이다(Stulz, 1988; Bertrand et al., 2002).

선행연구들에 따르면 지배주주의 소유-지배 괴리

가 기업성과나 가치에 미치는 영향은 일부 혼재되어 나타나고 있다. DeAngelo and DeAngelo(1985), Lehn, Netter, and Poulsen(1990) 등은 지배주주가 소유권보다 많은 통제권을 가질 경우 안정적으로 경영권을 확보하고 조직특수적 자본(organization-specific capital) 등에 대한 투자를 확대할 수 있으며, 그 결과 그렇지 않은 기업에 비해 더욱 높은 성과를 달성할 수 있다고 주장한 바 있다. 하지만 여전히 대다수 연구들은 지배주주의 소유-지배 괴리가 기업성과나 가치에 대체적으로 부정적인 영향을 끼친다는 결과를 공통적으로 제시하고 있다. 예를 들어 과도한 소유-지배 괴리는 지배주주의 이익조정 유인을 증가시키거나 회계 정보의 가치 관련성을 감소시킴으로써 자본조달비용을 상승시키고, 연구개발 투자 등과 같이 불확실성과 위험성이 높은 의사결정을 감소시키는 것으로 나타났다(Lemmon and Lins, 2003; Francis et al., 2005; Kim and Yi, 2006). 또한, 내부대출(inter group loans), 이전 가격(transfer price) 설정, 자기거래(self-dealing transactions) 등을 통해 특정 기업의 자원을 지배주주의 소유권이 높은 다른 계열사로 이전시키거나(tunneling), 자신에게 유리한 가격과 방식으로 회사 주식을 추가로 취득함으로써 다른 주주들의 지분을 희석시키는 등 소액주주의 잠재적 부를 훼손시킬 수 있다는 실증결과도 보고된 바 있다(Faccio et al., 2001; Johnson et al., 2000).

이러한 논의의 연장선 상에서 본 연구는 지배주주 소유-지배 괴리 정도가 신규 상장 기업의 IPO 성과에 부정적인 영향을 더욱 크게 줄 것으로 예상하였다. 지배주주의 높은 소유-지배 괴리는 주주 간 이해 상충 발생 가능성을 내포하여 시장 참여자들에게 부정적인 신호를 전달할 수 있기 때문이다. 일반적으로 소액주주는 투자기업으로부터의 배당이나 자본

이익 획득을 주목적으로 하는데(Cheung, Rau, and Stouraitis, 2006), 지배주주의 사적 이익 추구 행동과 그에 따른 기업가치 하락 가능성 등은 외부 투자자들의 기대이익을 감소시키는 요인으로 작용할 수 있다. 이로 인해 외부 투자자들은 해당 기업에 대한 투자를 회피하거나 지연하게 되며, 결국 시장에서의 수요가 감소할 것으로 예상된다.

본 연구는 지배주주의 소유-지배 괴리에 대한 우려가 신규 상장이라는 독특한 상황에서는 이미 상장된 기업에 비해 더욱 명확하게 나타날 수 있다고 판단하였다. 일반적으로 시장신호의 크기나 강도는 기업이 직면한 다양한 종류의 불확실성에 의해 달라질 수 있다(Ndofor and Levitas, 2004). 신규 상장 기업은 보유 역량이나 내재가치 등에 대해 내외부 간 높은 비대칭성을 지니기 때문에 기업 수준의 불확실성(firm level uncertainty)이 매우 크다는 특징을 지닌다. 또한, 의무정보 공개에도 불구하고 제한된 거래 이력이나 사적 정보 수준, 재무분석가 보고서(analyst coverage) 등으로 인해 상대적으로 낮은 투명성(transparency)을 가질 수밖에 없다(Barlev and Haddad, 2010). 이러한 특징들은 외부 투자자들이 신규 상장기업 내 지배주주의 행동을 관찰하거나 감시하는 데 더욱 큰 어려움을 가지게 만들며, 결과적으로 지배주주의 높은 소유-지배 괴리에 대한 우려가 신규 상장이라는 상황에서 더욱 크게 나타날 것으로 추측하였다. 이에 따라 본 연구는 다음과 같은 가설을 수립하였다.

가설 1: 상장 전 지배주주의 소유-지배 괴리 정도와 신규 상장기업의 IPO 성과는 부(-)의 관계가 있을 것이다. 즉, 상장 전 지배주주의 소유-지배 괴리 정도가 적을수록 해당 기업의 IPO 성과는 높을 것이다.

## 2.2 벤처캐피탈 투자의 영향

벤처캐피탈은 높은 불확실성을 가진 벤처기업에 자본을 투자하는 전문 투자자를 의미한다(Campbell II and Frye, 2009). 일반적으로 벤처기업은 내외부 간의 정보 비대칭성이 매우 크고, 역동적인 시장이나 기술환경에 놓여 있는 경우가 많다(Gompers and Lerner, 2001). 따라서 이들 기업의 역량과 내재가치를 평가하고 자금을 투자하는 벤처캐피탈은 높은 투자 전문성과 노하우를 지닌 집단으로 인식된다(Fried and Hisrich, 1994). 또한, 벤처캐피탈은 기본적으로 지분과 연계된 상당한 규모의 투자를 수행하기 때문에 투자대상기업의 성공과 실패에 대한 위험을 모두 공유하게 되며, 이로 인해 벤처캐피탈은 자신의 이익을 보호하기 위해 투자대상기업의 의사결정 과정에 적극 참여할 유인을 가질 수 있다(Gompers, 1995).

이러한 벤처캐피탈은 벤처기업의 성장단계에서 중요한 역할을 수행한다(Campbell II and Frye, 2009). 벤처기업은 사업에 필요한 자원을 모두 내부화하기 어렵기 때문에 필요한 자원을 외부에서 적시에 확보하고 활용하는 것이 기업의 성장과 생존에 중요하다(Stevenson and Jarillo, 1990). 이 때 벤처캐피탈은 투자대상기업의 자금조달 접근성을 높여줄 뿐만 아니라 시장확보 측면에서 신생기업이 가지는 한계점을 극복하는데 기여할 수 있다(Sapienza, 1992; Bygrave and Timmons, 1992). 예를 들어 벤처캐피탈은 벤처기업에 자금을 제공하는 것은 물론 자신의 네트워크를 통해 공급자나 고객 확보, 인력 채용 등의 도움을 줄 수 있으며, 전반적인 재무와 경영활동에 대한 조언을 제공함으로써 투자 대상기업의 사업 지속성을 증가시킬 수 있다.

그동안 다양한 선행연구들에서 벤처캐피탈 투자에



따른 보증 효과(certification effect)가 다루어져 왔는데, 이는 크게 두 가지 이론적 기반에 그 근거를 두고 있다. 첫째는 시장신호이론(market signaling theory)에 바탕을 둔 벤처캐피탈의 가치보증 기능이다. 기업 내외부 간 정보 비대칭이 큰 상황에서 전문 투자자로서의 벤처캐피탈은 시장 참여자들에게 투자대상기업의 능력이나 자질, 해당 사업의 내재가치 등에 대한 긍정적 신호를 제공해줄 수 있다는 것이다. 예를 들어 Reuer, Tong, and Wu(2012)는 IPO 기업 인수 시 인수자(acquirer)가 지불하는 가격 프리미엄이 IPO 기업의 벤처캐피탈 투자 여부에 따라 달라진다는 결과를 실증적으로 제시하였다. 이는 잠재적 인수자와 IPO 기업 간 정보의 불균형이 존재하는 상황에서 벤처캐피탈 투자가 해당 기업의 내재가치나 역량에 대한 긍정적 신호를 제공하고, 이로 인해 결과적으로 인수자가 지불하는 프리미엄이 영향을 받을 수 있다는 것을 보여준다. 또한 Davila, Foster, and Gupta(2003)는 스타트업의 벤처캐피탈 투자 유치가 기업 역량에 대한 긍정적 신호를 시장에 제공함으로써 기업가치를 높이는 요인으로 작용한다는 결과를 제시하였으며, 신규 상장시장에서도 벤처캐피탈 투자가 가치보증 기능을 수행하여 투자대상기업의 IPO 성과에 영향을 줄 수 있다는 결과가 보고되었다(Meggison and Weiss, 1991; Gulati and Higgins, 2003).

벤처캐피탈 투자의 보증효과에 대한 두 번째 이론적 근거는 대리인 이론(agency theory)에 바탕을 둔 감시기능(monitoring)이다. 벤처캐피탈과 투자대상기업의 경영진 간에는 이해상충이 발생할 수 있으며, 벤처캐피탈이 적극적 감시역할을 수행함으로써 대리인 비용을 감소시킨다는 것이다(Amit, Brander, and Zott, 1998; Barney, Fiet, Busenitz, and Moesel, 1996; Sapienza and Gupta, 1994).

기본적으로 벤처기업이 가진 높은 불확실성과 정보 비대칭성 등은 투자과정에서 역선택(adverse selection) 문제를 발생시킨다(MacMillan, Siegel, and Narasimha, 1985). 뿐만 아니라 투자가 이루어진 후에도 다양한 형태의 도덕적 해이(moral hazard)가 발생할 수 있다(Cable and Shane, 1997). 예를 들어 투자대상기업의 경영자는 중요한 내부정보를 제공하지 않거나 잘못된 정보를 공유함으로써 정보 우위를 확보하고, 이를 통해 기회주의적 행동을 지속할 수 있다. 또한 내부 경영진이 회사 경영에 전념하기보다 다른 업무에 더욱 많은 시간과 노력을 쏟거나, 투자 금액을 사업과 무관하게 자신들의 사적 이익을 위해 사용할 가능성도 배제할 수 없다.

이러한 대리인 문제를 해결하기 위해 벤처캐피탈은 투자대상기업에 대한 적극적인 감시역할을 수행할 수 있다(Sahlman, 1990). 예를 들어 벤처캐피탈은 전환우선주 활용, 공동투자(syndication of investment), 단계적 투자(staging of finance), 경영자 보상 연계 등을 통해 내부 경영진의 사적 이익 추구행동을 감소시키기 위해 노력한다(Gompers and Lerner, 1998; Kaplan and Stromberg, 2001). 또한 벤처캐피탈은 투자대상기업의 지배구조 전반에도 영향을 줄 수 있는데, Black and Gilson(1998)은 벤처캐피탈이 이사회 참여를 통해 기업의사결정 과정에 직접 관여하기도 한다는 실증결과를 제시한 바 있다. 이와 유사하게 Hellmann and Puri(2000)는 벤처캐피탈이 새로운 경영진 영입과 최고경영자의 교체에도 영향을 끼칠 수 있다는 결과를 보고하였으며, 그 외 여러 선행연구들에서 벤처캐피탈이 투자대상기업의 지배구조를 개선시킬 수 있다는 연구결과가 공통적으로 제시되었다(Campbell II and Frye, 2009; Hochberg, 2012).

본 연구는 이와 같은 논의들에 근거하여 벤처캐피

탈 투자가 지배주주의 소유-지배 괴리와 투자대상기업의 IPO 성과 간 부정적 관계를 완화시킬 것이라고 예측하였다. 벤처캐피탈이 높은 전문성과 동기를 가진 적극적 투자자(active investor)로서 감시역할을 수행하여 투자대상기업의 대리인 문제를 완화시킬 수 있으며, 이로 인해 벤처캐피탈이 투자한 기업은 그렇지 않은 기업에 비해 지배주주의 소유-지배 괴리가 IPO 성과에 미치는 부정적 영향이 감소할 수 있을 것이라고 예상된다.

특히 본 연구는 벤처캐피탈의 영향을 측정하기 위해 투자 여부가 아니라 투자 정도에 주목하였다. 벤처캐피탈은 투자지분이 커질수록 투자대상기업의 성공에 대한 위험을 더욱 많이 공유하게 되며, 보다 많은 경영지원 활동을 통해 해당 기업의 성과와 가치를 높이고 투자수익을 극대화하려는 유인을 가지게 되기 때문이다(Gompers, 1995). 또한 감시활동에는 많은 시간과 기회비용이 필요한데, 소유지분이 적은 벤처캐피탈은 비용 부담에도 불구하고 그에 따른 이익을 다른 투자자와 공유하게 되기 때문에 투자대상기업을 적극 감시할 유인이 상대적으로 낮을 수밖에 없다(Cable and Shane, 1997). 하지만 벤처캐피탈의 소유지분이 점차 증가할수록 투자대상기업의 내부정보를 보다 효율적으로 수집하고 경영진을 감시할 수 있으며, 대리인 비용을 줄임으로써 더욱 많은 경제적 이익을 확보할 수 있게 된다. 이러한 논의에 기초하여 본 연구는 다음과 같은 가설을 수립하였다.

가설 2: 상장 전 벤처캐피탈 투자지분이 높을수록 지배주주의 소유-지배 괴리와 IPO 성과 간 부(-)의 관계는 약해질 것이다.

## 2.3 사외이사의 영향

이사회는 경영자에 대한 감시와 통제를 수행할 수 있는 대표적인 기업지배구조 메커니즘 중 하나이다(Fama and Jensen, 1983; Mintzberg, 1983). 소유와 경영이 분리된 현대 기업에서 모든 주주가 경영자를 감시할 능력과 유인을 가진 것은 아니기 때문에, 주주의 이해를 대표하는 이사회를 통해 경영자 활동을 보다 효과적으로 감시하고 분산된 주주들의 이익을 보호할 수 있다.

일반적으로 이사회는 크게 통제, 서비스, 자원접근 세 가지로 구분된다(Johnson, Daily, and Ellstrand, 1996). 통제 기능은 이사회가 주주를 대신해 경영자를 감시하는 기능이다. 기업의 직접적인 운영을 경영자에게 위임하는 대신, 이사회는 경영자의 의사결정에 대한 감시를 통해 대리인 비용을 감소시킨다. 이사회는 경영자의 성과 평가나 보수체계 결정은 물론 해임이나 임명에 대한 권한 등을 가지며, 이를 통해 주주의 이익이 극대화될 수 있도록 경영자를 통제하는 역할을 수행한다. 한편 서비스 기능은 이사회 구성원들이 경영자의 의사결정 과정에서 조언과 충고를 제공하는 역할을 의미하며, 자원접근 기능은 다른 기업이나 조직과의 네트워크를 활용하여 기업이 필요로 하는 자원을 보다 낮은 비용으로 획득할 수 있도록 도와주는 기능을 의미한다. 서비스 및 자원접근 기능은 경영자가 최적의 의사결정을 내리고 수행할 수 있도록 도와줌으로써 주주 이익을 극대화하는데 중요한 기여를 할 수 있다. 예를 들어 Stearns and Mizruchi(1993)는 이사회 내 금융기관에 속한 이사가 포함된 기업은 자금조달 유형과 규모가 유의미하게 달라진다는 실증결과를 제시한 바 있다.

이러한 이사회 역할 중 대리인 관점에서 가장

근본적이고 중요한 역할로 여겨지는 것은 통제 기능이라고 할 수 있다(Johnson et al, 1996; Park and Kim, 2015; Seo and Lee, 2014). 이사회가 주주를 대표하는 또 하나의 대리인 집단이며, 주주 이익에 반하는 경영자의 행동을 통제하는 것이 가장 중요한 목적이기 때문이다. 이와 같은 이유에서 많은 선행연구들이 통제 기능에 주목해왔는데, 특히 이사회 구조(structure)나 구성(composition)에 따른 구조적 독립성 확보가 통제 기능을 효과적으로 수행하는 데 있어 중요한 결정요인 중 하나라고 인식해 왔다(Westphal and Milton, 2000).

이사회 구성원의 일부를 경영진과 이해관계가 없는 외부인사로 선임하는 사외이사제도는 이사회 독립성을 강화하기 위해 고안된 방안 중 하나이다(Byrd and Hickman, 1992). 1964년 뉴욕증권거래소가 투자자에 대한 충실한 정보공시를 위해 2인 이상의 사외이사들 두도록 규정하면서 사외이사제도가 주목받기 시작했고, 최근에는 대부분 국가에서 이사회 독립성을 확보하기 위해 상장여부 등에 따라 일정 수준 이상의 사외이사를 의무적으로 선임하도록 규정하고 있다. 한국의 경우 1998년 IMF 사태 당시 기업 경영의 투명성과 지배주주에 대한 견제 강화 등을 위해 유가증권 상장규정에 처음으로 사외이사 선임에 대한 가이드라인이 제시되었다. 이러한 흐름은 사외이사의 비중이 높아질수록 이사회 본연의 기능 중 하나인 통제기능이 더욱 강화될 수 있다는 전제에 기반을 두고 있다.

그동안 사외이사 비율로 측정되는 이사회 독립성이 기업성과에 미치는 영향에 관해 많은 실증연구가 진행됐으나, 그 결과는 혼재되어 제시되었다. Hill and Snell(1988), Schellenger, Wood, and Tashakori(1989), Pearce and Zahra(1992) 등은 사외이사 비율과 기업의 재무적 성과 간 양의

상관관계가 있다는 결론을 제시한 반면, Cochran, Wood, and Jones(1985), Kesner(1987) 등은 그 반대의 실증적 결과를 보고하였다. 그 외 Denis and McConnell(2003), Dalton and Dalton(2005), Kim(2007) 등은 사외이사 비중과 기업성과 간 유의미한 관계가 나타나지 않는다는 결과를 보고한 바 있다. 이로 인해 최근에는 구조적 독립성 뿐만 아니라, 사외이사와 경영자 간 형성되는 사회적 연결(social ties)에 따른 사회적 독립성의 중요성이 부각되고 있다(Kim and Kim, 2007, Hwang and Kim, 2009, Seo and Lee, 2014).

이러한 선행결과들에도 불구하고 본 연구는 신규 상장기업에서 사외이사가 가질 수 있는 역할에 주목하였다. 한국 자본시장의 경우 유가증권시장이나 코스닥 시장에 신규로 상장한 회사는 상장 후 최초로 소집되는 정기주주총회까지 사외이사를 선임할 의무 규정이 적용되지 않는다(상법 시행령 제34조 제3항). 또한, 신규 상장 여부와 관계없이 코스닥 시장 내 자산총액 1천억원 미만의 벤처기업은 사외이사 선임의무가 적용되지 않는다(상법 시행령 제34조 제1항). 이러한 예외조항에도 불구하고 신규 상장기업이 상장 전 사외이사를 선임했다는 사실은 그 자체로 하나의 정보를 담고 있는 전략적 의사결정이며, 외부 투자자들의 의사결정에 영향을 끼칠 수 있는 요인이라고 생각된다.

본 연구는 상장 전 사외이사의 선임이 IPO 성과에 끼치는 직접적인 영향은 제한적일 수 있을지라도, 지배주주의 사적 이익 추구 행동을 보다 효과적으로 감시할 수 있을 것이라는 긍정적 신호를 시장에 제공할 수 있다고 예상하였다. 신규 상장기업이 상장 전 의무조항이 적용되지 않는 사외이사를 선임했다는 것은 상대적으로 내부통제시스템이 잘 갖추어졌으며, 경영 투명성이 높다는 신호를 제공할 수 있기



때문이다. 이는 그렇지 않은 기업에 비해 지배주주에 대한 감시와 통제가 더욱 잘 이루어질 수 있다는 것을 암시하고, 그 결과 시장에서 지배주주의 소유-지배 괴리에 대한 우려를 완화하는 요인으로 작용할 수 있을 것으로 예상하였다.

가설 3: 상장 전 이사회 내 사외이사가 존재할 경우 해당 기업의 지배주주 소유-지배 괴리와 IPO 성과 간 부(-)의 관계는 사외이사가 존재하지 않는 기업에 비해 약할 것이다.

## 2.4 외부감사인의 영향

외부감사인은 IPO 시장에서 중요한 역할을 수행하는 주체 중 하나이다(Venkataraman, Weber, and Willenborg, 2008). 독립적인 외부감사를 통해 정보 비대칭성과 불확실성을 완화하고, 시장 참가자들에게 신뢰성 있는 정보를 제공할 수 있기 때문이다. 신규 상장기업의 주식발행 가격은 근본적으로 기업의 회계 정보에 의해 결정되는데, 해당 기업의 경영자 또는 대주주는 공모가격을 자신들에게 유리하게 책정하기 위해 회계이익을 조정할 동기를 가질 수 있다(Teoh, Wong, and Rao, 1998). 예를 들어 경영자는 상장 시기에 맞추어 재량적 발생액을 통해 이익을 조정하거나, 영업 현금흐름이나 판매비와 관리비 항목의 일부를 일시적으로 변화시켜 생산 원가를 의도적으로 낮출 수 있다(Roychowdhury, 2006). 따라서 경영자나 지배주주의 기회주의적 행위를 제한하고 회계정보에 대한 신뢰도를 확보하기 위해서는 독립적으로 공정한 감사를 수행하는 외부감사인의 역할이 중요하다.

그 동안 회계 분야에서는 외부감사인의 역할 내지

는 영향을 측정하기 위해 많은 변수들이 연구되어 왔다. 회계법인의 명성(Beatty, 1989), 감사시간(Means and Kazenski, 1987; Ma and Kwon, 2010), 그리고 감사보수(Simunic, 1980; Park and Park, 2007)가 그중 특히 많은 주목을 받은, 외부감사인의 역할 또는 영향을 나타내는 변수들이다. 미국 상장법인 회계감독원(public company accounting oversight board)은 감사요소 지표로서 감사시간과 감사보수 등을 공식적으로 제시한 바 있는데(PCAOB Release No. 2015-005), 이 중 감사시간은 감사인이 투입한 감사 노력의 정도를 직접적으로 측정할 수 있는 변수이지만 아직 의무적으로 공시되는 국가가 많지 않아 관련된 연구가 상대적으로 활발히 이루어지지 않고 있다. 다만 일부 연구들에서 높은 감사시간이 감사품질을 유의미하게 향상시킨다는 결과가 제시되었다. 예를 들어 Caramanis and Lennox(2008)는 그리스 기업 자료에 바탕하여 비정상감사시간이 높을수록 재량적 발생액이 유의미하게 감소한다는 결과를 제시하였고, 국내에서도 이와 유사하게 감사시간이 높을수록 재무보고의 질이 향상된다는 결과가 보고된 바 있다(Ma and Kwon, 2010).

본 연구는 미국 상장법인 회계감독원이 제시한 감사요소 지표 중 감사보수를, 더 정확히는 감사보수를 사용하여 측정된 비정상감사보수에 주목하였다. 비정상 감사보수는 감사보수의 절대값에 영향을 미칠 만한 요인들, 즉 피감기업의 총자산규모, 부채비율, 유동비율, 총자산수익률, 전기 손실여부, 환경적 요인인 산업이나 연도 뿐 아니라, 감사법인이 대형법인인지 여부까지 고려하여 측정된 상대적 감사보수이다(Shin and Lee, 2018). 한국은 주식회사의 외부감사에 관한 법률(이하 외감법) 제4조의3 등에 의해 2006년부터 신규 상장기업에 대한 지정감사인

제도가 시행되고 있다. 이에 따르면 신규 상장기업은 원칙적으로 상장 1년 전 금융감독원 등 금융당국이 지정하는 회계법인을 지정감사인으로 의무선임해야 한다. 이는 외부감사인의 독립성을 높여 신규 상장기업에 대한 회계정보 신뢰성을 제고시키는데 그 목적이 있다. 이 경우 감사인은 기업 대주주나 경영자의 의도와 무관하게 배정되기 때문에 회계법인의 명성이라는 변수는 외부감사인의 영향을 충분히 파악하기에 적절하지 않다고 판단하였다. 또한, 감사시간은 2014년 외감법 시행령 개정을 통해 비상장법인의 경우에도 감사보고서에 그 내용을 공시하도록 하고 있으나, 본 연구의 분석 기간이 그 이전까지 걸쳐있어 해당 변수를 활용하는 데 한계가 존재하였다.

반면 지정감사인에 대한 감사보수를 사용하여 측정된 비정상감사보수는 IPO 시 공개되는 자료로 구할 수 있어서 접근성이 높을 뿐만 아니라, 본 연구의 주요 관심 사항인 신규 상장기업 내 지배주주의 소유-지배 괴리와 IPO 성과 간 조절 효과를 파악하는데 적절하다고 판단하였다. 비정상적으로 높거나 낮은 감사보수는 경영자나 지배주주의 기회주의적 행동 가능성에 대한 신호를 시장에 전달할 수 있다고 생각되었기 때문이다. 실제 감사보수와 감사품질 간의 관계를 연구한 선행연구들은 그 결과가 혼재되어 나타나고 있어 그러한 가능성을 보여주고 있다. 예를 들어 일부 연구자들은 감사보수가 투입한 감사자원의 정도와 비례하여 증가하기 때문에 외부감사인에게 지급된 보수가 클수록 고품질 감사가 이루어질 가능성이 높고, 궁극적으로 재무정보의 신뢰성이 향상된다고 주장한다(Hribar, Kravet, and Wilson, 2014; Doogar, Sivadasan, and Solomon, 2015). 반면 다른 한편에서는 과도한 감사보수가 감사인과 피감사인 사이에 경제적 유대관계(economic bond)를 형성하여 오히려 감사의 독립성이 저해될 수 있

다는 점을 지적한다(Kinney and Libby, 2002; Choi, Kim, and Zang, 2010). 특히 이들은 감사보수를 정상감사보수와 비정상감사보수로 구분하여 정상감사보수는 기업규모나 사업 복잡성 등으로 인해 발생하는 감사인의 노력에 대한 원가와 정상적인 수익을 보여주는 반면, 비정상감사보수는 감사인과 피감사인 간의 관계에서 발생하는 특이요인들에 의해 결정된다고 주장한다(Simunic, 1980).

그 동안 비정상감사보수와 이익조정 간의 관계를 살펴본 연구는 대부분 상장기업을 대상으로 하고 있으나, 본 연구는 비상장 중소기업을 그 분석대상으로 하고 있다. 비상장 중소기업은 기업 규모와 협상력(bargaining power)이 상대적으로 작기 때문에 금융당국을 통해 한시적으로 지정되는 회계법인과 감사보수를 통해 경제적 유대관계를 형성하기가 쉽지 않다(Choi, Park, and Lee, 2016). 오히려 높은 감사보수는 재무정보의 신뢰성과 함께 미래 기대이익에 대한 긍정적 신호를 시장에 전달할 수 있을 것으로 추측된다. 반면 지나치게 낮은 감사보수는 오히려 감사자원의 충분한 투입을 저해하는 요인으로 작용하여 감사품질을 감소시킬 수 있다(Eshleman and Guo, 2014). 따라서 감사보수가 비정상적으로 적을 경우 신규 상장기업 내 지배주주의 기회주의적 행동 가능성에 대한 시장 우려를 충분히 완화시키지 못 하고, 궁극적으로 해당 기업에 대한 수요를 감소시키는 요인으로 작용할 것으로 예상하였다. 실제 Choi, Park, and Moon(2015)은 국내 비상장기업을 대상으로 한 연구에서 비정상감사보수가 높을수록 재량적발생액과 실제이익조정이 감소하여 재무정보의 신뢰성과 투명성이 향상된다는 실증결과를 제시한 바 있다. 또한, 상장법인을 대상으로 한 연구에서 Park and Park(2007)은 회계법인이 비정상적으로 높은 감사보수를 받을 경우 더 많은 감

사시간의 투입을 통해 감사 노력을 수행하고 있음을 보고한 바 있는데, 특히 이들은 단순한 감사보수라는 변수의 경우 다른 변수와의 다중공선성이 너무 커진다는 점에서 외부감사기관의 역할을 나타내는 변수로서 감사보수보다는 비정상감사보수가 나올 수 있다고 분석하였다. 이에 따라 본 연구는 다음과 같은 가설을 수립하였다.

가설 4: 상장 전 지정감사인에 대한 비정상감사보수가 클수록 해당 기업의 지배주주 소유-지배 괴리와 IPO 성과 간 부(-)의 관계는 약해질 것이다.

### III. 연구 방법

#### 3.1 자료

본 연구는 앞서 기술한 가설들의 검증을 위해 2011년부터 2016년까지 코스닥 시장에 신규 상장한 기업을 대상으로 분석을 진행하였다. 한국거래소 정보를 활용하여 리스트를 파악하였고, 해당 기간 상장된 회사 중 재상장으로 분류된 기업은 제외하였다. 또한, 재무제표 구성항목이나 기업 공개요건 등에서 차이가 나는 건설업과 스펙 등을 포함한 금융업을 제외하였으며, 최종적으로 226개의 기업 리스트를 확보하였다. 회사별 사업자번호를 통해 한국기업데이터의 재무자료를 결합하여 재무적 정보를 파악하였고, 고용정보원의 상시근로자 정보를 사용하여 고용 관련 자료를 확보하였다. 상장 전 주요 주주들의 지분율과 사외이사 존재 여부, 그리고 지정감사인 감사보수 등은 금융감독원에 보고된 증권보고서와

증권발행실적보고서, 투자설명서 등을 활용하여 파악하였다. 한편 표본 내 기업들이 속한 산업은 한국표준산업분류 제9차 개정의 2단위 구분을 기준으로 유사성을 가진 9개 산업으로 재분류하여 분석을 진행하였다.

#### 3.2. 변수의 측정

##### 3.2.1 종속 변수의 측정

그 동안 상당수 선행연구들이 IPO 단기성과를 측정하기 위해 공모가와 상장 첫날 증가를 활용한 비정상 수익률을 활용해 왔으나, 해당 변수의 중요성에도 불구하고 주요 가정들에 대한 의구심이 제기되면서 새로운 변수를 찾으려는 노력이 지속되고 있다(Welbourne and Andrews, 1996; Rasheed, Datta, and Chinta, 1997; Abowd, Milkovich, and Hannon, 1990). 예를 들어 주식 저가발행(underpricing) 정도의 차이로 인한 수익률 변동, 짧은 이벤트 기간(event period)에 따른 시장 효율성(efficient market) 문제 등이 지적되었으며, 또한 자산가치 등 IPO 기업이 가진 개별 특성이 반영되지 못 한다는 한계점들이 제기된 바 있다. 이에 대한 대안으로 IPO 성과를 보다 정확하게 측정하기 위해 '(공모가 - 주당 장부가) / 공모가'의 방식으로 측정되는 가격 프리미엄 비율(percent price premium)이 주로 사용된다(Welbourne and Andrews, 1996; Bruton, Filatotchev, Chahine, and Wright, 2010). 가격 프리미엄 비율은 재무제표 상의 회계정보와 주식 시장에서의 정보를 모두 활용한다는 장점을 가지며, 기업의 무형자산, 시장지배력, 투자자의 심리적 과열 등 일반적 회계정보에 측정되지 않는 요인들의 영향까지 함께 반영할 수 있는 것으로

알려져 있다(Nelson, 2003).

다만 해당 변수는 공모가를 활용하기 때문에 실제 일반 주식시장에서의 평가가 충분히 반영되지 못 한다는 문제점을 지닌다. 이에 대해 Certo, Daily, Cannella, and Dalton(2003)은 '(상장일 증가 - 주당 장부가) / 상장일 증가'로 측정하는 방법을 통해 실제 주식 투자자들의 반응을 반영하고자 하였다. 본 연구는 상장일 증가를 활용한 방식을 적용하여 종속변수를 측정하였다.<sup>1)</sup>

### 3.2.2 독립 변수의 측정

본 연구에서 사용된 주요 독립변수는 지배주주의 소유-지배 괴리 정도이며, 이는 선행연구에서와 같이 지배주주가 직접적으로 소유하고 있는 지분(소유권)과 영향력을 행사할 수 있는 지분(지배권) 간 차이를 활용하여 측정하였다(Lee and Cho, 2016; Seo and Lee, 2014). 지배주주의 소유권은 상장 전 지배주주 및 친인척 보유 지분율을 더하여 사용했고, 지배권은 지배주주 및 친인척 보유 지분율에 더해 임원, 비영리법인, 계열사 지분율의 합을 이용하여 측정하였다.

### 3.2.3 조절 변수의 측정

본 연구에서 조절효과를 검증하기 위해 활용된 변수는 벤처캐피탈 투자지분과 사외이사 유무, 그리고 지정감사인에 대한 비정상감사보수이다. 벤처캐피탈 지분율은 IPO 직전 신규 상장기업에 대해 벤처캐피

탈이 가진 지분율을 더하여 측정하였으며, 사외이사는 이사회 내 사외이사 존재 여부에 따라 더미형태의 변수를 사용하였다. 특히 벤처캐피탈 지분율의 경우 중소기업창업투자회사 전자공시에서 벤처캐피탈로 정식 등록된 투자운영조합의 지분만을 측정하여 활용하였다. 중소기업창업투자회사 전자공시는 창업투자회사가 중소벤처기업부에 보고하는 펀드 운용보고서, 감사보고서 등을 분석 집계하여 공시하는 데이터베이스이다.

한편 지정감사인에 대한 비정상감사보수는 선행연구에서와 같이 상장 전 지정감사인에 지급된 감사보수에 로그를 취하여 종속변수로 설정하고, 이후 총자산규모, 부채비율, 유동비율, 총자산수익률, 전기손실여부, Big4 감사법인여부, 산업더미, 연도더미를 독립변수로 한 회귀계수 예측값을 이용하여 측정하였다(Shin and Lee, 2018).

### 3.2.4 통제 변수의 측정

기존의 선행 연구들에서 기업의 IPO 성과에 유의미한 영향을 미칠 수 있다고 보고되었던 기업 연령, 기업 규모, 기업 성과를 기본적인 통제 변수로 포함시켰다(Pollock and Gulati, 2007; Guldiken, Tupper, Nair, and Yu, 2017). 기업 연령은 신규 상장 연도와 창업 연도의 차로 계산하였고, 기업 규모는 총 매출액의 자연로그 값으로 측정하였다. 또한 기업 성과는 상장 전 ROA를 사용하여 모형에 포함시켰다.

부채 비율은 기업의 자본 구조가 얼마나 효율적으

1) Welbourne and Andrews(1996), Bruton et al.(2010) 등이 사용한 가격 프리미엄 비율 측정방법은 공모가를 활용하기 때문에 초기 기관투자자의 평가만이 반영된다는 한계점을 지닌다. 본 연구는 종속변수로 공모가를 활용한 방법도 사용해보았으며, Certo et al.(2003) 연구에서와 같이 최종 결과는 다르지 않게 나왔다. 본문에는 일반 투자자의 평가까지 반영된 상장일 증가를 활용하여 분석한 결과만을 보고하였다.

로 구성되어 있는지를 나타내며, IPO 성과에 영향을 줄 수 있는 요소이다(Simerly and Li, 2000). 이를 통제하기 위해 총자산에서 총부채가 차지하는 비중으로 부채 비율을 측정하였다. 또한 기업의 전반적인 전략에 영향을 줄 수 있는 변수로써 연구개발집중도와 자본집중도를 포함시켰다(Gamache and McNamara, 2019). 연구개발집중도는 매출액 대비 연구개발비 비중으로 계산하였고, 자본집중도는 총자산을 종업원 수로 나누어 측정하였다. 그 외 제품수명주기와 그에 따른 시장 수요가 IPO 성과에 미치는 영향을 통제하기 위해 매출액증가율을 모형에 포함시켰고, 기업의 전략적 수행 능력과 대리인 비용 발생 가능성 등에 영향을 줄 수 있는 재무적 여력을 통제하였다(Lee and Kim, 2018). 이는 선행 연구들에서 사용된 바와 같이 유동부채 대비 현금 및 유가증권을 포함하는 유동 자산의 비중으로 측정하였다(Singh, 1986; Greve, 2003).

정부 연구개발 지원은 수혜기업의 내재가치를 시장 참여자들에게 전달하는 신호를 제공할 수 있기 때문에 상장 전 공적 연구개발 지원 수혜여부를 더미화하여 포함시켰다(Choi and Kim, 2018). 또한 지배주주의 소유권에 따른 인센티브를 통제하기 위해 선행연구에서와 같이 지배주주 소유권을 포함하였으며(Seo and Lee, 2014), 외국인 투자자가 기업가치 및 IPO 성과에 미치는 영향을 통제하기 위해 상장 전 외국인 지분율을 측정하여 활용하였다(Park and Noh, 2008). 마지막으로 산업과 연도 더미변수를 포함시킴으로써 각각 산업에 따른 영향과 시간적 효과를 통제하였다.

### 3.3 분석방법

본 연구에 사용된 자료는 2011-2016년 동안 코

스닥 시장에 신규 상장한 226개 기업으로 횡단면 데이터 구조를 가지고 있다. 따라서 주요 가설들을 검증하기 위해 최소자승추정법(OLS) 회귀분석을 사용하였다.

## IV. 연구 결과

가설 검증에 앞서 본 연구의 표본으로 사용된 주요 변수들에 대한 기술통계와 피어슨(Pearson) 상관관계를 <Table 1>에 정리하였다. 신규 상장기업의 상장 전 지배주주 소유권은 약 35.5%로 나타났고, 소유-지배 괴리는 평균 23.5%를 기록하였다. 이는 상장 전 지배주주가 평균적으로 행사 가능한 의결권의 절반 이상을 통제한다는 것을 의미한다.

한편 다중공선성(multicollinearity) 가능성을 점검하기 위해 주요 독립변수들 간 상관계수를 확인한 결과 대부분이 0.3 이하로 나타나 발생 우려가 크지 않은 것으로 판단되었다. 또한 VIF(Variance Inflation Factor) 검증을 추가적으로 시행해본 결과 평균값이 2.60, 최대값이 4.94로 모두 10보다 낮게 나타나 큰 문제가 없는 것으로 확인되었다(Kennedy, 1998).

<Table 2>는 가설검증을 위한 분석결과를 보여준다. 모델 1은 가격 프리미엄을 종속변수로 하는 회귀분석 중 통제변수만 포함된 모형이다. 통제변수 중 기업 성과, 매출액증가율, 연구개발집중도, 부채비율 등은 IPO 성과에 유의미한 양(+ )의 영향을 주는 반면, 기업 연령과 규모, 재무적 여력 등은 그 반대의 효과를 미치는 것으로 나타났다. 기업 연령이나 규모가 높아질수록 IPO 성과가 낮아지는 것은 코스닥 내 신규 상장기업에 대한 시장수요가 벤처기



〈Table 1〉 기술 통계 및 상관 분석

변수	Mean	S.D.	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14	15
IPO 성과	0.59	0.31															
기업 연령	18.53	7.42	-0.48*														
기업 규모	17.44	1.05	-0.30*	0.13*													
기업 성과	-0.03	1.47	-0.10	0.09	0.42*												
부채 비율	0.46	0.21	0.09	-0.11	0.07	-0.27*											
연구개발집중도	0.12	1.01	0.09	-0.11	-0.42*	-0.83*	0.24*										
자본집중도	481481	448050	-0.13	-0.02	0.11	-0.19*	-0.03	-0.06									
매출액증가율	48.88	92.85	0.20*	-0.11	-0.11	-0.17*	0.05	0.07	0.12								
재무적 여력	0.70	0.59	-0.16*	-0.02	0.21*	-0.03	0.49*	0.01	-0.01	-0.02							
정부 연구개발	0.34	0.47	-0.02	-0.03	0.06	0.07	0.21*	-0.06	-0.13	0.06	0.06						
지배주주 소유권	35.53	25.95	-0.05	0.19*	0.10	0.06	-0.08	-0.03	-0.01	-0.02	-0.08	0.03					
외국인 지분율	2.41	6.98	0.05	-0.09	-0.07	0.04	-0.09	-0.02	0.07	0.01	-0.08	-0.08	-0.08				
소유-지배 괴리	23.57	29.30	-0.15*	-0.04	0.13*	0.05	-0.10	-0.03	0.01	-0.13*	0.04	-0.14*	-0.69*	-0.03			
벤처캐피탈 지분	8.64	11.06	0.17*	-0.17*	-0.11	-0.06	0.19*	0.12	-0.09	0.10	0.18*	-0.01	-0.08	0.01	-0.22*		
사외이사 존재 여부	0.77	0.41	-0.11	0.08	0.08	0.06	-0.10	-0.10	-0.01	-0.03	-0.01	-0.16*	-0.03	-0.11	0.19*	-0.02	
비정상감사보수	-0.01	0.48	0.13*	-0.01	0.01	0.18*	-0.01	-0.12	-0.17*	0.08	-0.01	0.03	0.01	0.01	-0.12	0.05	-0.13*

주) N = 226. \*p < 0.05.

〈Table 2〉 분석 결과

변수명	IPO 성과				
	모델 1	모델 2	모델 3	모델 4	모델 5
상수항	1.8482*** (0.3203)	1.6450*** (0.3159)	1.6385*** (0.3197)	1.6733*** (0.3156)	1.6598*** (0.3154)
기업 연령	-0.0090*** (0.0023)	-0.0091*** (0.0022)	-0.0092*** (0.0023)	-0.0090*** (0.0023)	-0.0094*** (0.0023)
기업 규모	-0.0688*** (0.0177)	-0.0470** (0.0182)	-0.0468** (0.0184)	-0.0436** (0.0184)	-0.0468** (0.0183)
기업성과	0.1521** (0.0787)	0.1531** (0.0772)	0.1570** (0.0784)	0.1505** (0.0775)	0.1506** (0.0771)
부채 비율	0.4930*** (0.1071)	0.4318*** (0.1073)	0.4469*** (0.1089)	0.4380*** (0.1080)	0.4286*** (0.1073)
연구개발집중도	0.1505* (0.0942)	0.1595* (0.0924)	0.1640* (0.0940)	0.1566* (0.0929)	0.1570* (0.0924)
자본집중도	-1.20e-08 (4.16e-08)	-2.58e-08 (4.08e-08)	-2.95e-08 (4.16e-08)	-3.65e-08 (4.17e-08)	-2.20e-08 (4.10e-08)
매출액증가율	0.0003** (0.0001)	0.0003** (0.0001)	0.0003* (0.0001)	0.0003** (0.0001)	0.0003* (0.0001)
재무적 여력	-0.0953*** (0.0305)	-0.0980*** (0.0299)	-0.1039*** (0.0312)	-0.1032*** (0.0303)	-0.0980*** (0.0298)
정부 연구개발 지원	-0.0499 (0.0346)	-0.0587* (0.0341)	-0.0590* (0.0348)	-0.0622* (0.0343)	-0.0524 (0.0344)
지배주주 소유권	0.0007 (0.0006)	-0.0013 (0.0009)	-0.0012 (0.0010)	-0.0013 (0.0009)	-0.0013 (0.0009)
외국인 지분율	-0.0026 (0.0022)	-0.0035 (0.0022)	-0.0035 (0.0022)	-0.0035 (0.0022)	-0.0038 (0.0009)
지배주주 소유-지배 괴리		-0.0024*** (0.0008)	-0.0022*** (0.0009)	-0.0031*** (0.0008)	-0.0025*** (0.0008)
벤처캐피탈 지분			-0.0016 (0.0022)		
지배주주 소유-지배 괴리 x 벤처캐피탈 지분			0.0001** (0.0001)		
사외이사 존재 여부				0.0028 (0.0486)	
지배주주 소유-지배 괴리 x 사외이사 존재 여부				0.0007 (0.0017)	
비정상감사보수					0.0200 (0.0508)
지배주주 소유-지배 괴리 x 비정상감사보수					0.0012** (0.0012)
R <sup>2</sup>	0.5273	0.5310	0.5347	0.5330	0.5357

주) 산업과 연도에 대한 더미변수는 분석 모형에 포함시켰으나 표에 제시하지 않았음.

\*p ≤ .10, \*\*p ≤ .05, \*\*\*p ≤ .01

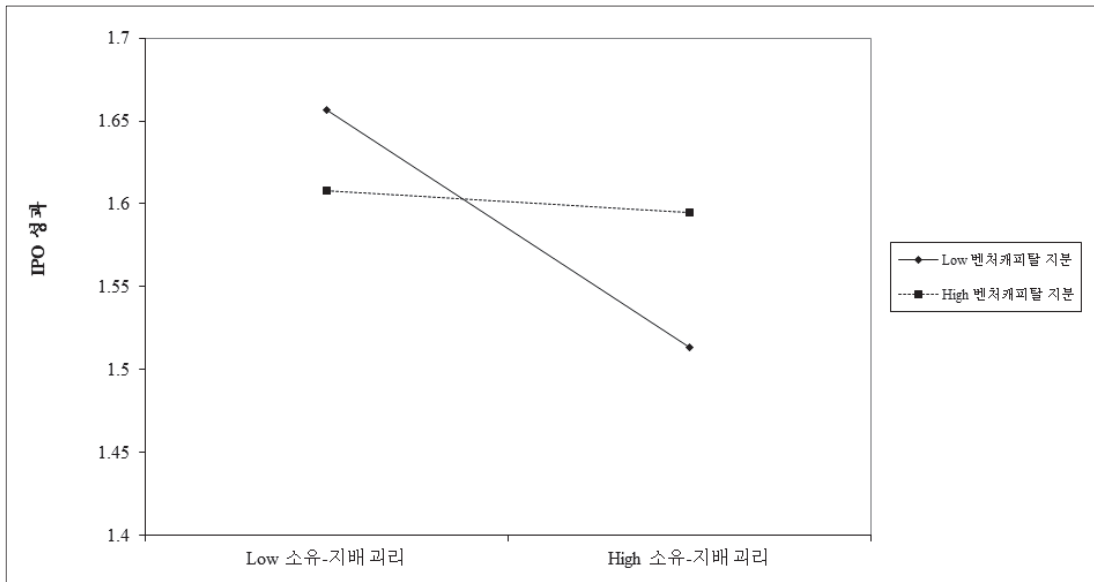
업의 특성상 미래 성장성이나 잠재력 등에 의해 상당 부분 영향을 받고 있음을 시사하는 결과라고 추측된다.

본 연구는 가설 1을 통해 상장 전 지배주주의 소유-지배 괴리가 클수록 신규 상장기업의 IPO 성과가 낮아질 것으로 예상하였다. 모델 2 - 5의 결과에서 지배주주의 소유-지배 괴리는 일관되게 IPO 성과에 유의미하게 부정적인 영향을 미치는 것으로 나타나 가설 1은 지지되었다( $p < .01$ ).

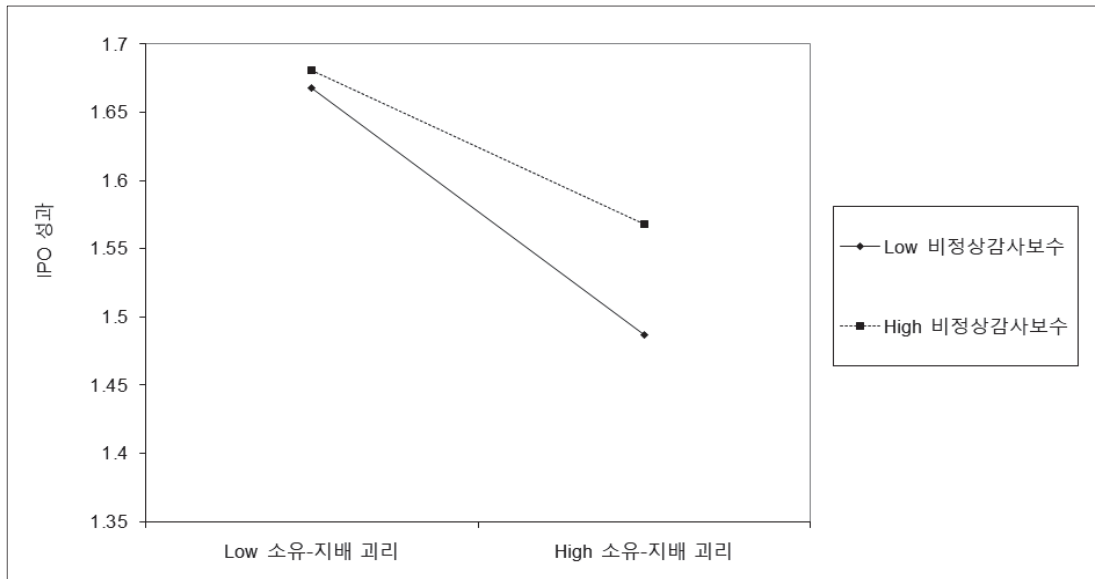
가설 2 - 4는 각각 벤처캐피탈 투자지분, 사외이사 존재 유무, 그리고 지정감사인에 대한 비정상감사보수의 조절효과를 검증하였다. 가설 2는 상장 전 벤처캐피탈 투자지분이 높을수록 지배주주의 소유-지배 괴리와 IPO 성과 간 부(-)의 관계는 약해질 것으로 예상하였다. 모델 3을 보면 지배주주 소유-지배 괴리와 벤처캐피탈 지분의 상호작용 변수는 유의미한 양(+)의 값을 갖는 것으로 나타나 가설 2는

지지되었다( $p < .05$ ). <Figure 1>은 벤처캐피탈 지분의 조절효과를 도식화한 것으로, 벤처캐피탈 지분이 작은 기업일수록 지배주주 소유-지배 괴리가 커짐에 따라 IPO 성과가 더욱 큰 폭으로 감소한다는 것을 보여준다.

한편 가설 3은 상장 전 이사회 내 사외이사가 존재할 경우 지배주주 소유-지배 괴리와 IPO 성과 간 부(-)의 관계가 약해질 것으로 예상하였으나, 모델 4에서 사외이사의 존재는 지배주주 소유-지배 괴리와 IPO 성과 간 관계에 유의미한 영향을 미치지 못하는 것으로 나타나 가설 3은 기각되었다. 마지막으로 가설 4는 지정감사인에 대한 비정상감사보수가 클수록 지배주주 소유-지배 괴리와 IPO 성과 간 부(-)의 관계가 약해질 것으로 예상했으며, 실제 모델 5에서 지배주주 소유-지배 괴리와 비정상감사보수의 상호작용 변수가 유의미한 양(+)의 값을 갖는 것으로 나타나 가설 4는 지지되었다( $p < .05$ ). <Figure 2>



<Figure 1> 벤처캐피탈 지분의 조절효과



〈Figure 2〉 지정감사인에 대한 비정상감사보수의 조절효과

는 지정감사인에 대한 비정상감사보수의 조절효과를 도식화하여 보여주고 있다. 지배주주 소유-지배 괴리와 IPO 성과 간 부(-)의 관계가 존재된 상황에서 감사보수가 비정상적으로 낮을 경우 이러한 관계가 더욱 강해지는 것을 확인할 수 있다.

## V. 논의 및 결론

본 연구는 지배주주의 소유-지배 괴리 정도가 IPO 성과에 미치는 영향을 파악하기 위해 2011년부터 2016년까지 코스닥 시장에 신규 상장한 226개 기업을 대상으로 분석을 진행하였다. 그 동안 지배주주의 소유-지배 괴리가 기업가치나 경영성과, 그리고 주요 전략적 의사결정 등에 끼치는 영향에 대해서 많은 연구가 이루어져 왔으나, 신규 상장시

장에서의 IPO 성과에 어떤 영향을 미칠 수 있는지에 대해서는 적절한 논의가 이루어지지 않았다. 본 연구는 이러한 결과를 실증적으로 제시하였다는 점에서 이론적, 실무적 의의를 가진다고 할 수 있으며, 그 내용을 간단히 정리하면 다음과 같다.

첫째, 상장 전 지배주주의 소유-지배 괴리도가 클수록 신규 상장기업의 IPO 성과는 감소하는 것으로 나타났다. 높은 소유-지배 괴리는 지배주주의 사적 이익 추구행동과 그에 따른 잠재적 기업가치 하락 가능성 등을 내포하여 시장 참여자들에게 부정적 신호를 전달한다고 판단된다. 이로 인해 외부 투자자들은 해당 기업에 대한 투자를 회피하거나 지연하게 되며, 결국 시장에서의 수요가 감소할 수 있다. 특히 신규 상장기업은 투명성이 낮고, 기업 수준의 불확실성(firm level uncertainty)이 매우 높다는 특징을 지닌다. 이처럼 독특한 상황적 요인은 외부 투자자들이 신규 상장기업의 지배주주 행동을 감시하는

데 더욱 큰 어려움을 가지게 만들며, 이로 인해 지배 주주의 높은 소유-지배 괴리에 대한 우려가 IPO 상황에서 상대적으로 크게 나타날 수 있는 것으로 해석된다.

신규 상장시장에서 지배주주의 소유-지배 괴리에 대해 시장 참가자들이 실질적으로 반응하고 그 결과 IPO 성과가 변할 수 있다는 본 연구의 결과는 최근 지속되고 있는 차등의결권 도입 논의에 대해 일부 시사점을 줄 수 있다고 생각된다. 현재 기획재정부, 중소벤처기업부 등을 중심으로 비상장 중소벤처기업에 한해 1주당 의결권 10개 이내의 차등의결권 도입을 허용하려는 흐름이 가시화되고 있는데(Ministry of Economy and Finance, 2019), 이에 대한 비판 중 하나로 차등의결권 제도를 채택한 회사가 상장할 경우 신규 주주들이 상대적으로 불리한 입장에 놓일 수 있다는 문제점이 제기되고 있다. 이러한 점을 보완하기 위해 공식적인 제도적 장치가 마련될 필요가 있지만, 이에 더해 본 연구의 결과는 공시주의(disclosure philosophy)에 입각하여 관련 정보가 정확하고 투명하게 공개된다면 외부 투자자들이 충분히 이에 반응하여 시장가치를 평가하고 투자 의사결정을 내릴 수 있음을 보여준다고 할 수 있다.

둘째, 비상장 벤처기업에 대한 벤처캐피탈 투자는 지배주주의 소유-지배 괴리와 IPO 성과 간 부(-)의 관계를 약화시키는 것으로 나타났다. 이는 벤처캐피탈의 감시기능이 실제 IPO 성과에 영향을 끼친다는 것을 실증적으로 보여주는 내용이라고 할 수 있다. 다만 벤처캐피탈 투자가 IPO 성과에 미치는 직접효과는 유의미하게 나타나지 않았는데, 이는 그 동안 일부 선행연구들에서 제시되어 왔던 벤처캐피탈 투자의 가치보증 기능이 작동하지 않았다는 것을 의미한다. 이러한 결과는 미국 등 선진 자본시장과 달리 한국 코스닥 시장이 제도나 시장깊이(market depth),

상장 및 투자 관행 등 측면에서 시장 효율성이 일정 부분 제한적으로 작동하고 있을 가능성을 암시하는 내용이라고 판단된다. 예를 들어 Kim and Park (2013) 등은 시장조성제도, 풋백옵션제도 등 제도적 요인으로 인해 코스닥 시장의 효율성이 영향을 받을 수 있다는 주장을 제시한 바 있다.

셋째, 상장 전 사외이사 선임은 지배주주의 소유-지배 괴리와 IPO 성과 간 관계에 유의미한 영향을 미치지 못하였다. 이는 사외이사 선임이 제도적 압력 등에 따른 정당성(legitimacy) 확보 차원에서 이루어질 경우 기업성과에 별 영향을 주지 못한다는 선행연구들과 맥을 같이하는 결과이다(Kim, 2007; Peng, 2004). Kim(2007)은 한국의 사외이사에 관한 연구에서 자산 2조 이상의 대기업의 경우 사외이사 비율이 기업의 자율적 선택이 아닌 제도에 의해 정해져 있기 때문에, 모든 대기업에서 사외이사 비율이 비슷하게 나타나는 강압적 동형화(coercive isomorphism, DiMaggio and Powell, 1983)가 일어나고, 따라서 한국 대기업을 대상으로 한 연구에서 사외이사 비율로 이사회 독립성을 측정하거나 그것이 기업성과에 미치는 영향에 대해 검증하는 것에 대하여 문제를 제기한 바 있다. 본 논문은 자산 2조 이상의 대기업을 분석대상으로 한 것이 아니고, 또한 상장하지 않은 국내 기업들에 사외이사 선임이 의무화된 것도 아니다. 그러나 2001년 1월 이후 코스닥 기업을 포함한 상장기업의 경우 반드시 사외이사를 두어야 한다는 제도는 본 논문의 연구대상이 된, 상장을 눈앞에 둔 국내 벤처 기업들에도 적용된다. 따라서 기업지배구조의 개선을 통한 IPO 성과의 향상 같은 실질적 이유보다는, 정당성 확보를 목적으로 상장을 앞둔 기업에서 사외이사의 선임이 이루어질 경우, 특별히 그것이 기업의 재무적 성과에 미치는 영향이 없는 것이 아닌가 짐작된다. 다만 이



것은 사외이사의 선임이 IPO 성과에 큰 영향을 주지 못한다는 것이지 상장 전 사외이사 선임 자체의 무용론(無用論)을 제기하는 것은 아니다. 상장 전 시점에 미리 사외이사를 선임할 경우 신규 상장기업에 어떤 재무적, 또는 비재무적 이익이 있을지는 향후의 연구에서 다루어 볼 만한 주제라 생각한다.

넷째, 상장 전 지정감사인에 대한 비정상감사보수가 클수록 지배주주의 소유-지배 괴리와 IPO 성과 간 부(-)의 관계는 약화되는 것으로 나타났다. 이는 비상장 중소기업의 경우 기업 규모와 협상력이 상대적으로 작기 때문에 금융당국을 통해 한시적으로 지정되는 회계법인과 감사보수를 통해 경제적 유대관계를 형성하기가 쉽지 않다는 일부 국내연구들과 그 흐름을 같이한다고 할 수 있다(Choi et al., 2016; Choi et al., 2015). 오히려 IPO 시장에서의 높은 감사보수는 재무정보 신뢰성과 함께 미래 기대이익에 대한 긍정적 신호를 시장에 전달하는 동시에, 충분한 감사자원의 투입을 통해 지배주주의 기회주의적 행위 가능성에 대한 우려를 완화시킬 수 있음을 보여준다고 해석된다.

한편 본 연구는 다음과 같은 몇 가지의 한계점을 가지고 있고, 그러한 한계점들을 보완한 연구들이 향후에 필요하다고 생각한다. 첫째, 지배주주의 소유-지배 괴리를 측정하기 위해 더욱 다양한 방법을 적용해볼 필요가 있다. 본 연구는 대부분의 선행연구에서 사용된 바와 같이 상장 전 지배주주 및 친인척 보유 지분율을 더하여 소유권을 측정하였고, 지배권은 지배주주 및 친인척 보유 지분율에 더해 임원, 비영리법인, 계열사 지분율의 합을 이용하여 구하였다(Lee and Cho, 2016; Seo and Lee, 2014). 그러나 소유-지배 괴리 측정은 여러 방법을 통해 이루어질 수 있다. 예를 들어 Claessens et al.(2000), Baek, Kang, and Park(2004) 등은 소유권의 경

우 출자구조 상에서 지배주주가 보유한 주식보유비율을 계열사 지분을 곱한 값으로 할인하여 측정하였고, 통제권은 계열 내에 존재하는 소유권의 최소값 등을 적용하였다. 이처럼 여러 방법을 통해 측정된 소유-지배 괴리가 일관된 결과를 제시할 수 있는지를 확인해보는 과정이 필요하다.

둘째, 벤처캐피탈의 종류나 투자 시점 등을 보다 정교하게 구분해서 분석을 수행해볼 필요가 있다. 예를 들어 본 연구에서는 벤처캐피탈의 가치보증 기능이 유의미하게 나타나지 않았으나, 일부 선행연구들은 이러한 효과가 벤처캐피탈의 명성에 따라 달라질 수 있음을 보고한 바 있다(Gompers, 1996; Nahata, 2008; Lee, Pollock, and Jin, 2011). 또한, Gorman and Sahlman(1989), Elango, Fried, Hisrich, and Polonchek(1995) 등이 주장한 바와 같이 벤처캐피탈의 투자 성향이나 철학에 따라 이러한 효과가 달라질 가능성도 배제할 수 없다. 이와 유사한 논리선 상에서 동일한 벤처캐피탈이라도 창업초기부터 투자가 이루어진 초기투자자와 IPO 직전 투자가 이루어진 후기투자 등 투자시점에 따라 그 영향이 달라질 수도 있다(Kim and Park, 2006). 이러한 점에 대해 추가적인 분석이 이루어진다면 더욱 많은 시사점을 발견할 수 있을 것으로 생각된다.

셋째, 선임의무가 적용되지 않는 비상장 중소기업의 사외이사 선임에 대해 보다 다양한 연구가 이루어질 필요가 있다. 본 연구의 결과에서는 사외이사 선임이 IPO 성과에 직간접 영향을 미치지 못하는 것으로 나타났으나, 이러한 결과가 사외이사의 무용론을 의미하는 것은 아니다. 앞서 언급한 대로 신규 상장이라는 중요한 이벤트를 준비하는 과정에서 효율성(efficiency)이 아니라 정당성(legitimacy)을 확보하기 위해 사외이사를 선임할 가능성이 있다(Kim,

2007; Peng, 2004). 또는 자원조달 측면에서 벤처기업은 생존을 위해 외부자원을 적시에 확보하고 활용하는 것이 매우 중요한데(Stevenson and Jarillo, 1990), 사외이사 선임이 비상장 벤처기업의 입장에서는 외부기관과의 연결성을 강화하고 필요한 자원을 보다 수월하게 조달하기 위해서일 가능성 역시 존재한다. 사외이사의 선임이유가 이 두 가지의 경우 중 하나라면, 경영진의 감독이라는 이사회의 통제기구의 역할보다는 자원조달이나 정당성 확보를 위한 것이므로, 이러한 의사결정이 반드시 재무적인 IPO 성과와 직결되지는 않을 수도 있을 것이다. 따라서 본 연구결과의 해석에는 이러한 점을 유의할 필요가 있으며, 향후 비상장 벤처기업의 사외이사 선임에 대해 보다 다양한 분석과 논의가 이루어질 필요가 있다. 더욱이 Hillman, Cannella, and Paetzold(2000) 연구에서와 같이, 벤처기업 사외이사의 특성이나 유형을 구분해 그 각각의 영향을 분석하는 향후 연구가 나온다면 훨씬 풍부한 시사점을 발견할 수 있을 것이라고 생각한다.

## 참고문헌

- Abowd, J. M., G. T. Milkovich, and J. M. Hannon (1990), "The effects of human resource management decisions on shareholder value," *Industrial and Labor Review*, 43(3), pp. 203-S-236-S.
- Alavi, A., P. K. Pham, and T. M. Pham(2008), "Pre-IPO ownership structure and its impact on the IPO process," *Journal of Banking & Finance*, 32(11), pp.2361-2375.
- Amit, R., J. Brander, and C. Zott(1998), "Why do venture capital firms exist? Theory and Canadian evidence," *Journal of Business Venturing*, 13(6), pp.441-466.
- Baek, J. S., J. K. Kang, and S. K. Park(2004), "Corporate governance and firm value: Evidence from the Korean financial crisis," *Journal of Financial Economics*, 71(2), pp.265-313.
- Barlev, B., and J. R. Haddad(2010), "Information asymmetry, transparency and the conceptual framework," *International Journal of Economics and Accounting*, 1(1-2), pp.22-45.
- Barney, J. B., J. O. Fiet, L. W. Busenitz, and D. D. Moesel(1996), "The substitution of bonding for monitoring in venture capitalist relations with high technology enterprises," *The Journal of High Technology Management Research*, 7(1), pp.91-105.
- Beatty, R. P.(1989), "Auditor reputation and the pricing of initial public offerings," *Accounting Review*, pp.693-709.
- Bebchuk, L. A., R. Kraakman, and G. Triantis(2000), "Stock pyramids, cross-ownership, and dual class equity: The mechanisms and agency costs of separating control from cash-flow rights." in R. Morck (Eds.), *Concentrated corporate ownership*, University of Chicago Press, pp.295-318.
- Bertrand, M., P. Mehta, and S. Mullainathan(2002), "Ferretting out tunneling: An application to Indian business groups," *The Quarterly Journal of Economics*, 117(1), pp.121-148.
- Black, B. S., and R. J. Gilson(1998), "Venture capital and the structure of capital markets: Banks versus stock markets," *Journal of Financial Economics*, 47(3), pp.243-277.
- Brau, J. C., and S. E. Fawcett(2006), "Initial public offerings: An analysis of theory and practice."

- The Journal of Finance*, 61(1), pp.399-436.
- Bruton, G. D., I. Filatotchev, S. Chahine, and M. Wright(2010), "Governance, ownership structure, and performance of IPO firms: The impact of different types of private equity investors and institutional environments," *Strategic Management Journal*, 31(5), pp. 491-509.
- Bygrave, W. D., and J. Timmons(1992), *Venture capital at the crossroads*, McGraw-Hill Companies, New York.
- Byrd, J. W., and K. A. Hickman(1992), "Do outside directors monitor managers?: Evidence from tender offer bids," *Journal of Financial Economics*, 32(2), pp.195-221.
- Cable, D. M., and S. Shane(1997), "A prisoner's dilemma approach to entrepreneur-venture capitalist relationships," *Academy of Management Review*, 22(1), pp.142-176.
- Campbell II, T. L., and M. B. Frye(2009), "Venture capitalist monitoring: Evidence from governance structures," *The Quarterly Review of Economics and Finance*, 49(2), pp.265-282.
- Cao, J., J. Goh, V. Tang, and G. Tian(2013), *Ownership concentration and expropriation in Chinese IPOs*, European Centre for Corporate Engagement, Netherlands.
- Caramanis, C., and C. Lennox(2008), "Audit effort and earnings management," *Journal of Accounting and Economics*, 45(1), pp.116-138.
- Certo, S. T., C. M. Daily, A. A. Cannella, and D. R. Dalton(2003), "Giving money to get money: How CEO stock options and CEO equity enhance IPO valuations," *Academy of Management Journal*, 46(5), pp.643-653.
- Cheung, Y. L., P. R. Rau, and A. Stouraitis(2006), "Tunneling, propping, and expropriation: Evidence from connected party transactions in Hong Kong," *Journal of Financial Economics*, 82(2), pp.343-386.
- Choi, H., and Y. Kim(2018), "The signaling effects of government R&D subsidies on foreign investors: Evidence from KOSDAQ companies," *Korean Journal of Management*, 26(1), pp. 7-36.
- Choi, H. M., and Y. G. Cho(2011), "Control-ownership disparity and firm value: The moderating effect of foreign ownership," *International Business Review*, 15(3), pp.93-108.
- Choi, J., H. Park, and H. Lee(2016), "Audit fee and IPO audit quality," In Proceedings of the 18<sup>th</sup> Korean Academic Society of Business Administration conference, pp.3366-3391.
- Choi, J. H., J. B. Kim, and Y. Zang(2010), "Do Abnormally High Audit Fees Impair Audit Quality?," *Auditing: A Journal of Practice & Theory*, 29(2), pp.115-140.
- Choi, K., J. Park, and H. Moon(2015), "Does abnormal low audit fee affect earnings quality? Empirical evidence on the non-listed firms," *Study on Accounting, Taxation & Auditing*, 57(3), pp.293-342.
- Claessens, S., S. Djankov, and L. Lang(2000), "The separation of ownership and control in East Asian corporations," *Journal of Financial Economics*, 58(1-2), pp.81-112.
- Cochran, P. L., R. A. Wood, and T. B. Jones(1985), "The composition of boards of directors and incidence of golden parachutes," *Academy of Management Journal*, 28(3), pp.664-671.
- Cronqvist, H., and M. Nilsson(2003), "Agency costs of controlling minority shareholders," *Journal of Financial and Quantitative Analysis*, 38

- (4), pp.695-719.
- Cumming, D., M. Meoli, and S. Vismara(2019), "Investors' choices between cash and voting rights: Evidence from dual-class equity crowdfunding," *Research Policy*, 48(8), 103740.
- Dalton, C. M., and D. R. Dalton(2005), "Boards of directors: Utilizing empirical evidence in developing practical prescriptions," *British Journal of Management*, 16, pp.S91-S97.
- Davila, A., G. Foster, and M. Gupta(2003), "Venture capital financing and the growth of startup firms," *Journal of Business Venturing*, 18 (6), pp.689-708.
- DeAngelo, H., and L. DeAngelo(1985), "Managerial ownership of voting rights: A study of public corporations with dual classes of common stock," *Journal of Financial Economics*, 14 (1), pp.33-69.
- Denis, D. K., and J. J. McConnell(2003), "International corporate governance," *Journal of Financial and Quantitative Analysis*, 38(1), pp.1-36.
- Derouiche, I., S. Sassi, and N. Toumi(2018), "The control-ownership wedge and the survival of French IPOs," *Journal of Applied Accounting Research*, 19(2), pp.271-294.
- DiMaggio, P. J., and W. W. Powell(1983), "The iron cage revisited: Institutional isomorphism and collective rationality in organizational fields," *American Sociological Review*, 48(2), pp.147-160.
- Doogar, R., P. Sivadasan, and I. Solomon(2015), "Audit fee residuals: Costs or rents?," *Review of Accounting Studies*, 20(4), pp.1247-1286.
- Elango, B., V. H. Fried, R. D. Hisrich, and A. Polonchek(1995), "How venture capital firms differ," *Journal of Business Venturing*, 10 (2), pp.157-179.
- Eshleman, J. D., and P. Guo(2014), "Abnormal audit fees and audit quality: The importance of considering managerial incentives in tests of earnings management," *Auditing: A Journal of Practice & Theory*, 33(1), pp.117-138.
- Faccio, M., L. H. Lang, and L. Young(2001), "Dividends and expropriation," *American Economic Review*, 91(1), pp.54-78.
- Fair Trade Commission(2020), Annual Report 2019.
- Fama, E., and M. Jensen(1983), "Separation of ownership and control," *The Journal of Law and Economics*, 26(2), pp.301-325.
- Fan, J., and T. J. Wong(2002), "Corporate ownership structure and the informativeness of accounting earnings in East Asia," *Journal of Accounting and Economics*, 33(3), pp.401-425.
- Francis, J., K. Schipper, and L. Vincent(2005), "Earnings and dividend informativeness when cash flow rights are separated from voting rights," *Journal of Accounting and Economics*, 39(2), pp.329-360.
- Fried, V. H., and R. D. Hisrich(1994), "Towards a model of venture capital investment decision making," *Financial Management*, 36(3), pp. 28-37.
- Gamache, D., and G. McNamara(2019), "Responding to bad press: How CEO temporal focus influences the sensitivity to media coverage," *Academy of Management Journal*, 62(3), pp.918-943.
- Gompers, P. A.(1995), "Optimal investment, monitoring, and performance of venture capital," *The Journal of Finance*, 50(5), pp.1461-1489.
- Gompers, P. A.(1996), "Grandstanding in the venture capital industry," *Journal of Financial Economics*, 42(1), pp.133-156.

- Gompers, P. A., and J. Lerner(1998), "Venture capital distributions: Short-run and long-run reactions," *The Journal of Finance*, 53 (6), pp.2161-2183.
- Gompers, P. A., and J. Lerner(2001), "The venture capital revolution," *Journal of Economic Perspective*, 15(2), pp.145-168.
- Gorman, M., and W. A. Sahlman(1989), "What do venture capitalists do?," *Journal of business venturing*, 4(4), pp.231-248.
- Greve, H.(2003), "A behavioral theory of R&D expenditures and innovations: Evidence from shipbuilding," *Academy of Management Journal*, 46(6), pp.685-702.
- Grinapell, A.(2020), "Dual-class stock structure and firm innovation," *Stanford Journal of Law, Business, and Finance*, 25(1), pp.40-85.
- Gulati, R., and M. C. Higgins(2003), "Which ties matter when? The contingent effects of interorganizational partnerships on IPO success," *Strategic Management Journal*, 24 (2), pp.127-144.
- Guldiken, O., C. Tupper, A. Nair, and H. Yu(2017), "The impact of media coverage on IPO stock performance," *Journal of Business Research*, 72, pp.24-32.
- Hellmann, T., and M. Puri(2000), "The interaction between product market and financing strategy: The role of venture capital," *The Review of Financial Studies*, 13(4), pp.959-984.
- Hill, C. W., and S. A. Snell(1988), "External control, corporate strategy, and firm performance in research-intensive industries," *Strategic Management Journal*, 9(6), pp.577-590.
- Hillman, A. J., A. A. Cannella, and R. L. Paetzold (2000), "The resource dependence role of corporate directors: Strategic adaptation of board composition in response to environmental change," *Journal of Management Studies*, 37(2), pp.235-256.
- Hochberg, Y. V.(2012), "Venture capital and corporate governance in the newly public firm," *Review of Finance*, 16(2), pp.429-480.
- Hribar, P., T. Kravet, and R. Wilson(2014), "A new measure of accounting quality," *Review of Accounting Studies*, 19(1), pp.506-538.
- Hwang, B. H., and S. Kim(2009), "It pays to have friends," *Journal of Financial Economics*, 93 (1), pp.138-158.
- Johnson, J. L., C. M. Daily, and A. E. Ellstrand (1996), "Boards of directors: A review and research agenda," *Journal of Management*, 22(3), pp.409-438.
- Johnson, S., R. La Porta, F. Lopez-de-Silanes, and A. Shleifer(2000), "Tunneling," *American Economic Review Paper and Proceeding*, 90(2), pp.22-27.
- Kaplan, S. N., and P. Stromberg(2001), "Venture capitals as principals: contracting, screening, and monitoring," *American Economic Review*, 91(2), pp.426-430.
- Kennedy, P.(1998). *A guide to econometrics*. Oxford: Blackwell.
- Kesner, I. F.(1987), "Directors' stock ownership and organizational performance: An investigation of Fortune 500 companies," *Journal of Management*, 13(3), pp.499-508.
- Kim, J., and S. Park(2013), "A study on the performance after IPO of firms financed by venture capital," *Review of Accounting and Policy Studies*, 18(1), pp.83-103.
- Kim, J. B., and C. H. Yi(2006), "Ownership structure, business group affiliation, listing



- status, and earnings management: Evidence from Korea," *Contemporary Accounting Research*, 23(2), pp.427-464.
- Kim, S., and Y. Kim(2007), "The relationship between board composition characteristics and firm performance," *Journal of Strategic Management*, 11(1), pp.43-63.
- Kim, S. Y., and T. J. Park(2006), "An empirical study on the equity investment of venture capitalists on the IPOs performance," *Asia-Pacific Journal of Business Venturing and Entrepreneurship*, 1(1), pp.179-199.
- Kim, Y.(2007), "The proportion and social capital of outside directors and their impacts on firm value: Evidence from Korea," *Corporate Governance: An International Review*, 15(6), pp.1168-1176.
- Kinney, W. R., and R. Libby(2002), "The relation between auditors' fees for nonaudit services and earnings management: Discussion," *The Accounting Review*, 77(s-1), pp.107-114.
- La Porta, R., F. Lopez-De-Silanes, and A. Shleifer (1999), "Corporate ownership around the world," *The Journal of Finance*, 54(2), pp. 471-517.
- Lee, P. M., T. G. Pollock, and K. Jin(2011), "The contingent value of venture capitalist reputation," *Strategic Organization*, 9(1), pp.33-69.
- Lee, S., and Y. Kim(2018), "The effects of attainment discrepancy on R&D investments: The moderating role of slack resources and CEO characteristics," *Yonsei Business Review*, 55(2), pp.93-123.
- Lee, Y., and M. Cho(2016), "Does control-ownership disparity matter to foreign investors in Korea?," *International Review of Economics & Finance*, 44, pp.219-231.
- Lehn, K., J. Netter, A. Poulsen(1990), "Consolidation corporate control: Dual-class recapitalizations versus leveraged buyouts," *Journal of Financial Economics*, 27(2), pp.557-580.
- Lemmon, M. L., and K. V. Lins(2003), "Ownership structure, corporate governance and firm value: Evidence from the East Asian financial crisis," *The Journal of Finance*, 58(4), pp. 1451-1468.
- Ma, H. Y., and S. Y. Kwon(2010), "The effect of abnormal audit hours and fees on prior period error corrections," *Study on Accounting, Taxation & Auditing*, 51, pp.119-155.
- MacMillan, I. C., R. Siegel, R., and P. S. Narasimha (1985), "Criteria used by venture capitalists to evaluate new venture proposals," *Journal of Business venturing*, 1(1), pp.119-128.
- Means, K. M., and P. M. Kazenski(1987), "Improved internal controls can cut audit costs," *Strategic Finance*, 68(7), pp.48-51.
- Meggison, W., and K. Weiss(1991), "Venture capitalist certification in initial public offerings," *The Journal of Finance*, 46, pp.879-904.
- Ministry of Economy and Finance(2019), 2020 Economic policies.
- Mintzberg, H.(1983), *Power in and around organizations*. Prentice-Hall, New Jersey.
- Nahata, R.(2008), "Venture capital reputation and investment performance," *Journal of Financial Economics*, 90(2), pp.127-151.
- Ndofor, H. A., and E. Levitas(2004), "Signaling the strategic value of knowledge," *Journal of Management*, 30(5), pp.685-702.
- Nelson, T.(2003), "The persistence of founder influence: Management, ownership, and performance effects at initial public offering," *Strategic Management Journal*, 24(8), pp.

- 707-724.
- Park, J., and C. Park(2007), "The effects of abnormal audit fees and audit quality on abnormal audit hours," *Study on Accounting, Taxation & Auditing*, 45, pp.119-159.
- Park, J., and Y. Kim(2015), "The effects of board characteristics on corporate social performance: Resource dependence and agency perspectives," *Korean Management Review*, 44(4), pp. 1105-1129.
- Park, J. H., and E. J. Noh(2008), "Effects of a firm's ownership structure on agency costs: Focusing on the effects of foreign ownership and top management ownership," *Korean Journal of Management Accounting Research*, 8(1), pp.143-164.
- Pearce, J. A., and S. A. Zahra(1992), "Board composition from a strategic contingency perspective," *Journal of Management Studies*, 29(4), pp.411-438.
- Peng, M. W.(2004), "Outside directors and firm performance during institutional transitions," *Strategic Management Journal*, 25(5), pp. 453-471.
- Pollock, T. G., and R. Gulati(2007), "Standing out from the crowd: The visibility-enhancing effects of IPO-related signals on alliance formation by entrepreneurial firms," *Strategic Organization*, 5(4), pp.339-372.
- Public Company Accounting Oversight Board(2015), Concept release on audit quality indicators.
- Rasheed, A., D. K. Datta, and R. R. Chinta(1997), "Determinants of price premiums: A study of initial public offerings in the medical diagnostics and devices Industry," *Journal of Small Business Management*, 35, pp.11-23.
- Reuer, J., T. Tong, and C. Wu(2012), "A signaling theory of acquisition premiums: Evidence from IPO targets," *Academy of Management Journal*, 55(3), pp.667-683.
- Roychowdhury, S.(2006), "Earnings management through real activities manipulation," *Journal of Accounting and Economics*, 42(3), pp. 335-370.
- Ryu, H., A. Lee, and S. Chae(2016), "The effect of controlling shareholders ownership structure on firms credit rating," *Journal of Industrial Economics and Business*, 29(6), pp.2499-2518.
- Sahlman, W. A.(1990), "The structure and governance of venture-capital organizations," *Journal of Financial Economics*, 27(2), pp.473-521.
- Sapienza, H. J.(1992), "When do venture capitalist add value?," *Journal of Business Venturing*, 7(1), pp.9-27.
- Sapienza, H. J., and A. K. Gupta(1994), "Impact of agency risks and task uncertainty on venture capitalist - CEO interaction," *Academy of Management Journal*, 37(6), pp.1618-1632.
- Schellenger, M. H., D. D. Wood, and A. Tashakori (1989), "Board of director composition, shareholder wealth, and dividend policy," *Journal of Management*, 15(3), pp.457-467.
- Seo, J., and G. Lee(2014), "A study on the effects of ownership-control disparity on boards social independence," *Journal of Strategic Management*, 17(2), pp.123-154.
- Shin, N., and Y. Lee(2018), "Does audit have value? The effect of auditors' reputation and audit resource on the IPO stock returns," *Korean Accounting Review*, 43(5), pp.35-66.
- Shleifer, A., and R. W. Vishny(1997), "A survey of corporate governance," *The Journal of Finance*,

- 52(2), pp.737-783.
- Simerly, R. L., and M. Li(2000), "Environmental dynamism, capital structure and performance: A theoretical integration and an empirical test," *Strategic Management Journal*, 21(1), pp.31-49.
- Simunic, D. A.(1980), "The pricing of audit services: Theory and evidence," *Journal of Accounting Research*, 18(1), pp.161-190.
- Singh, J.(1986), "Performance, slack, and risk taking in organizational decision making," *Academy of Management Journal*, 29(3), pp.562-585.
- Stearns, L. B., and M. S. Mizruchi(1993), "Board composition and corporate financing: The impact of financial institution representation on borrowing," *Academy of Management Journal*, 36(3), pp.603-618.
- Stevenson, H., and J. Jarillo(1990), "A paradigm of entrepreneurship: Entrepreneurial management," *Strategic Management Journal*, 11, pp.17-27.
- Stulz, R. M.(1988), "Managerial control of voting rights: Financing policies and the market for corporate control," *Journal of Financial Economics*, 20, pp.25-54.
- Teoh, S. H., T. J. Wong, and G. R. Rao(1998), "Are accruals during initial public offerings opportunistic?," *Review of Accounting Studies*, 3(1-2), pp.175-208.
- Venkataraman, R., J. P. Weber, and M. Willenborg (2008), "Litigation risk, audit quality, and audit fees: Evidence from initial public offerings," *The Accounting Review*, 83(5), pp.1315-1345.
- Welbourne, T. M., and A. O. Andrews(1996), "Predicting performance of initial public offerings: Should human resource management be in the equation?," *Academy of Management Journal*, 39(4), pp.891-919.
- Westphal, J. D., and L. P. Milton(2000), "How experience and network ties affect the influence of demographic minorities on corporate boards," *Administrative Science Quarterly*, 45(2), pp.366-398.
- Young, M. N., M. W. Peng, D. Ahlstrom, G. D. Bruton, and Y. Jiang(2008), "Corporate governance in emerging economies: A review of the principal-principal perspective," *Journal of Management Studies*, 45(1), pp.196-220.

- 
- The author Hwanseok Choi is a doctoral candidate at Sogang University, and serves a research fellow at The Institute for Democracy in Korea. His research interest includes corporate innovation, competitive strategy, corporate governance, and public policy.
  - The author Yangmin Kim is Professor of Organization and Strategy at Sogang University. He received his PhD in Strategic Management from Texas A&M University. Before joining Sogang University, he was Assistant Professor of Management at Marquette University in Milwaukee, USA. He also was a visiting scholar at University of Southern California and University of Texas at Dallas. His primary research interests include strategic leadership, corporate governance, founding CEOs, corporate innovation and CEO successions.